

金融组

电话：0571-85103057
邮编：310000
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

2024 年 11 月金融市场展望--

降低风险偏好，股指多头下调仓位

观点摘要：

股指期货：

前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进。尽管部分指标增速有所波动，但多数生产需求指标出现好转，市场预期改善，推动经济回升向好。截至 10 月 30 日，四大股指在 10 月出现分化，四大股指夏普率在 10 月回落，10 月四大股指的风险 VaR 值指标转弱，中小盘股指夏普率表现相对突出，建议 11 月持有 IC 多头交易。比价方面，我们认为 11 月中小盘股指跑赢大盘股指概率较高，建议维持 IC/IH 多头。

股指期权：

IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 10 月大幅回落。三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构，前端升水。从认沽认购比角度分析，HO、IO 和 MO 的认沽认购比出现分化，HO 和 IO 认股认购比在 10 月高位回落，MO 认股认购比在 10 月初快速回落后在下旬出现反弹。C-P（价值状态 10%）偏度和 C-P（价值状态 5%）偏度出现回落，显示股指看涨情绪总体下行，小盘股指强于大盘股指。股指期权方面，建议持有 MO 的次近月牛市价差。

国债期货：

10 月，中国国债收益率曲线短端上移，10 年和 1 年期限价差出现走弱。SHIBOR3M 利率反弹至 1.87%附近，FR007 上行至 1.88%附近。积极的财政政策和宽松的货币政策正在经济活动中显现效果，11 月，我们预计收益率短端会出现回落，长端债券收益率将在较强的发债需求下上行，期限利差将进一步走阔。

风险点：

1、美国财政和货币政策变化；2、中美对抗；3、美国总统选举

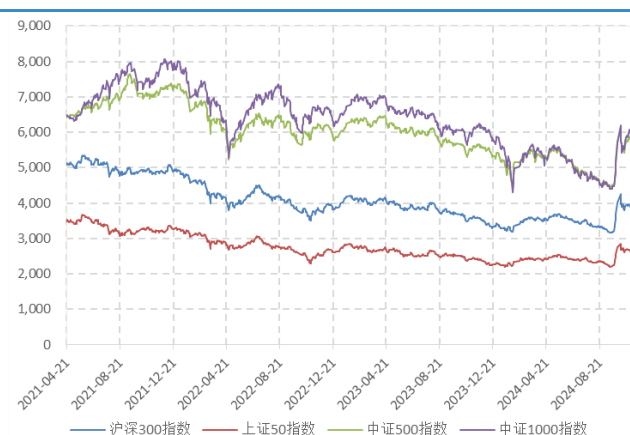
相关报告

政策激励情绪改善，股指多头增持
2024-10
欧美央行降息，股指多头持有
2024-09
股指有望反攻，国债做多期限利差
2024-08
配置大权重股指，国债多头减持
2024-07
经济稳定回升，股债多头持有
2024-06

一、行情回顾

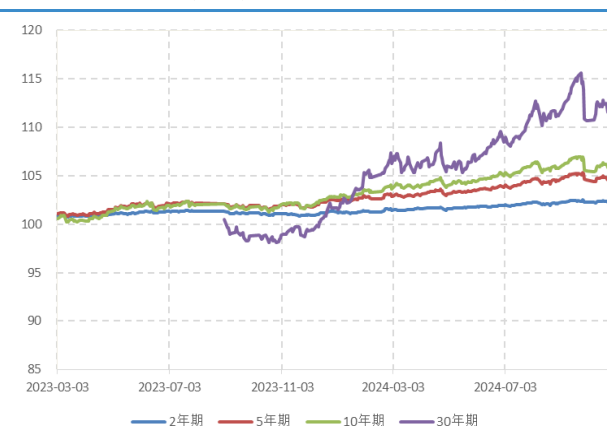
面临外部环境的复杂性和挑战，中国经济在 2024 年 10 月展现出了一定的稳定性和发展潜力。政府采取的多种政策措施，旨在进一步支持经济稳定增长和高质量发展。前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进。尽管部分指标增速有所波动，但多数生产需求指标出现好转，市场预期改善，推动经济回升向好。截至 10 月 30 日，四大股指月度表现分化，股指 21 天滚动实现波动率上升，四大股指夏普率在 10 月出现回调，四大股指风险 VaR 值走弱。中国国债收益率曲线短端反弹，收益率曲线斜率走平，国债 10 年期和 1 年期利差下行，四大期限国债期货主力合约月度上涨。

图 1： 股指期货主力合约 单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

图 2： 国债期货主力 单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

二、经济基本面

9 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.4%，农村上涨 0.6%；食品价格上涨 3.3%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格上涨 0.5%，服务价格上涨 0.2%。1—9 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.3%。9 月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市下降 0.1%，农村上涨 0.1%；食品价格上涨 0.8%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格上涨 0.2%，服务价格下降 0.3%。2024 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.8%，环比下降 0.6%；工业生产者购进价格同比下降 2.2%，环比下降 0.8%。1—9 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.1%。

9 月末，广义货币(M2)余额 309.48 万亿元，同比增长 6.8%。狭义货币(M1)余额 62.82 万亿元，同比下降 7.4%。流通中货币(M0)余额 12.18 万亿元，同比增长 11.5%。前三季度净投放现金 8386 亿元。9 月末，本外币贷款余额 257.71 万亿元，同比增长 7.6%。月末人民币贷款余额 253.61 万亿元，同比增长 8.1%。9 月末，国家外汇储备余额为 3.32 万亿美元。9 月末，人民币汇率为 1 美元兑 7.0074 元人民币。前三季度，经常项下跨境人民币结算金额为 11.76 万亿元，

其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 8.88 万亿元、2.88 万亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 6.04 万亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 2.11 万亿元、3.93 万亿元。9 月末社会融资规模存量为 402.19 万亿元，同比增长 8%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 250.87 万亿元，同比增长 7.8%。

10 月份，制造业采购经理指数(PMI)为 50.1%，比上月上升 0.3 个百分点，制造业景气水平回升。从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 51.5%和 49.4%，比上月上升 0.9 和 0.2 个百分点；小型企业 PMI 为 47.5%，比上月下降 1.0 个百分点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，新订单指数位于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。10 月份，非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.2 个百分点，非制造业景气水平小幅回升。10 月份，综合 PMI 产出指数为 50.8%，比上月上升 0.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所加快。

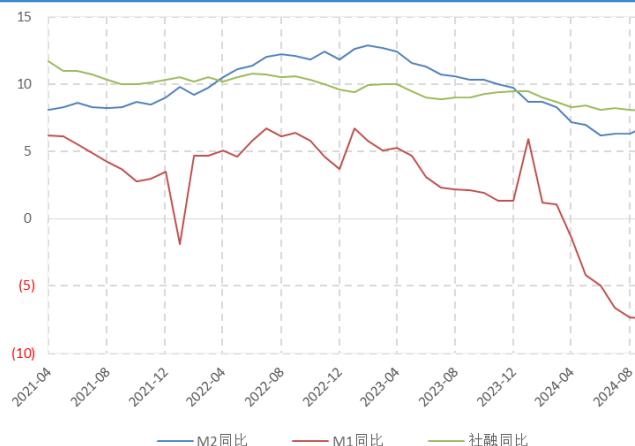
9 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 92.41。1—9 月份，全国房地产开发投资 78680 亿元，同比下降 10.1%；其中，住宅投资 59701 亿元，下降 10.5%。1—9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 715968 万平方米，同比下降 12.2%。其中，住宅施工面积 501051 万平方米，下降 12.7%。房屋新开工面积 56051 万平方米，下降 22.2%。1—9 月份，新建商品房销售面积 70284 万平方米，同比下降 17.1%，其中住宅销售面积下降 19.2%。新建商品房销售额 68880 亿元，下降 22.7%，其中住宅销售额下降 24.0%。1—9 月份，房地产开发企业到位资金 78898 亿元，同比下降 20.0%。其中，国内贷款 11466 亿元，下降 6.2%；利用外资 29 亿元，下降 19.9%；自筹资金 28680 亿元，下降 9.1%；定金及预收款 23593 亿元，下降 29.8%；个人按揭贷款 11079 亿元，下降 34.9%。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 4: M1、M2 与社融当月同比 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 5: PMI 与非制造业 PMI 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 6: 国房景气指数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

三、股票指数

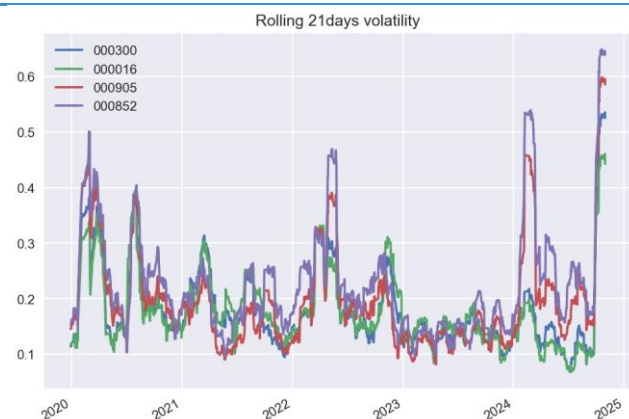
1、股指分析

截至 10 月 30 日的行情观察,四大股指在 10 月出现分化,中小盘股指跑赢大盘股指。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为-3.2%,最大回撤-11.3%,偏度-0.36,超峰度 1.55;上证 50 股指累计收益率为-4.37%,最大回撤-8.8%,偏度-0.76,超峰度 1.21;中证 500 股指累计收益率为 1.65%,最大回撤-12.3%,偏度-0.12,超峰度 1.02;中证 1000 股指累计收益率为 5.44%,最大回撤-13.0%,偏度-0.1,超峰度 1.07。四大股指 21 天滚动实现波动率在 10 月大幅上行。其中,沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 52.5%,上证 50 股指达到 44.3%,中证 500 股指为 58.6%,中证 1000 股指为 64%。四大股指夏普率在 10 月回落。分项上看,沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率下行 3.02 至 3.4,上证 50 股指下行 2.59 至 3.07,中证 500 股指下行 2.26 至 4.49,中证 1000 股指下行 1.61 至 4.87。

风险方面,混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda=0.94$, confidence_level@95%) 分析,沪深 300 股指为-2.9%,上证 50 为-2.55%,中证 500 股指为-3.96%,中证 1000 股指为-4.3%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析,沪深 300 股指为-2.36%,上证 50 为-2.22%,中证 500 股指为-3.17,中证 1000 股指为-4.34%。

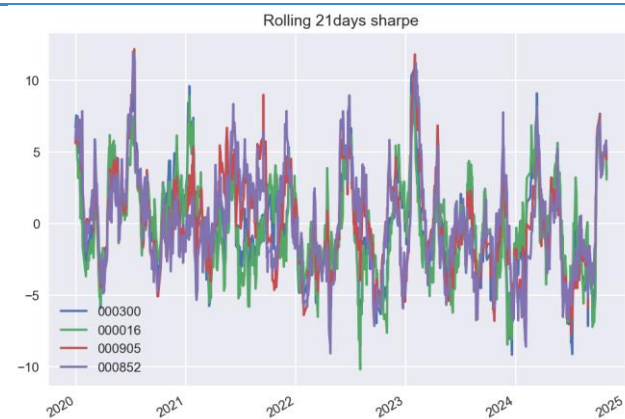
综合看,10 月四大股指的风险 VaR 值指标转弱,中小盘股指夏普率表现相对突出,建议 11 月持有 IC 多头交易。

图 7: 21 天滚动年化波动率 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 8: 21 天滚动年化夏普率 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: 一年期滚动 95% Expected Shortfall 单位: 点



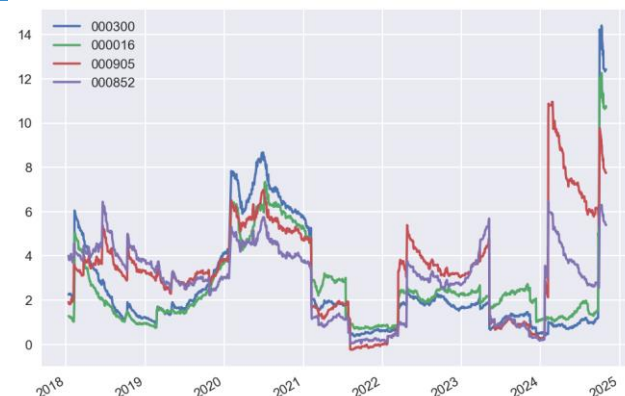
数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 12: 一年期滚动超峰度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

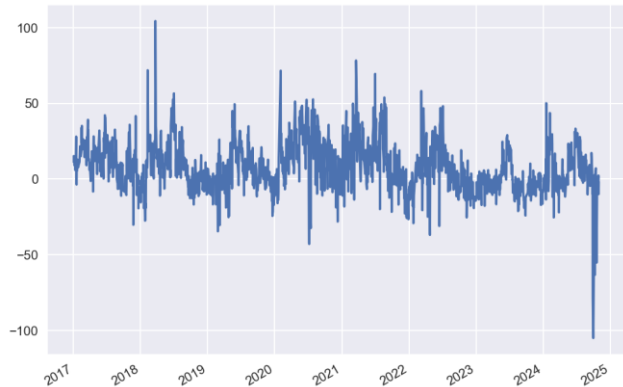
截至 10 月 30 日，四大主力合约基差齐齐走强。目前，IF 主力合约基差为-1.95，IH 主力合约基差为-10.26，IC 主力合约基差为 35.5，IM 主力合约基差为 70.54，箱图中的红点表示最新基差数据。本月度内基差大幅修正，中小盘股指基差较大盘股指基差走强。近期基差会快速变化，交易窗口较窄，建议下月基差保持观望。

截至 10 月 30 日，股指期货主力合约比价在 10 月微幅下行，IF/IH 最新录得 1.47，IF/IC

最新录得 0.67, IF/IM 最新录得 0.654, IH/IC 最新录得 0.456, IH/IM 最新录得 0.445, IC/IM 最新录得 0.975。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 位于 77%分位数, IF/IC 位于 48%分位数, IH/IC 位于 40%分位数。上期报告建议中小盘股指跑赢大盘股指概率较高, 持有 IC/IH 多头, 目前建议在 11 月维持 IC/IH 多头。

图 13: IF 主力基差

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

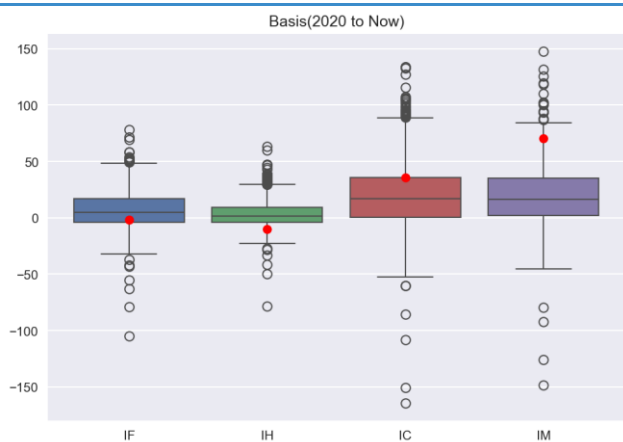
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

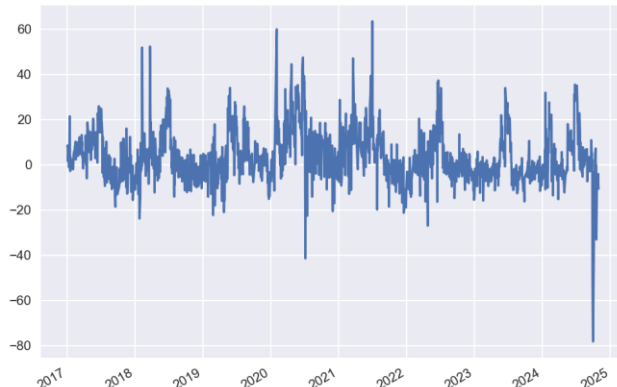
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

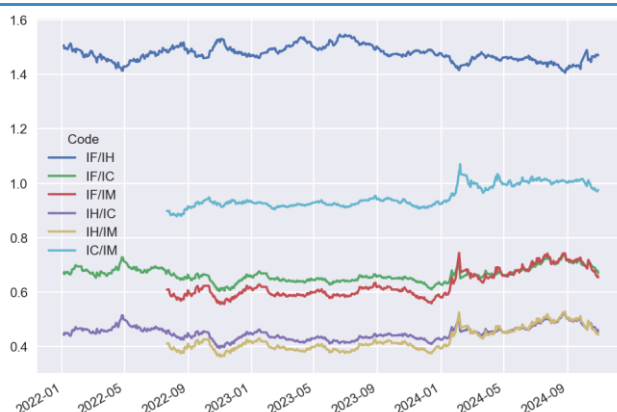
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价

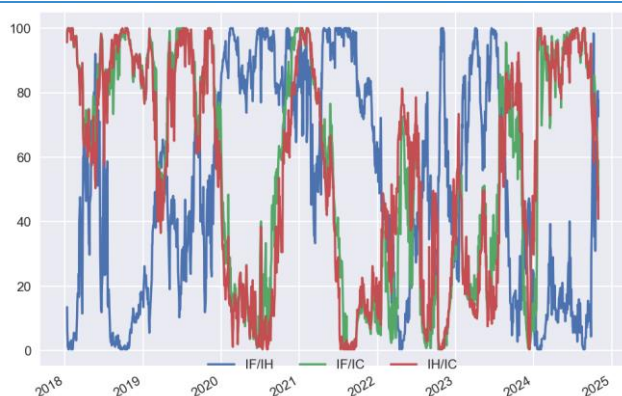
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

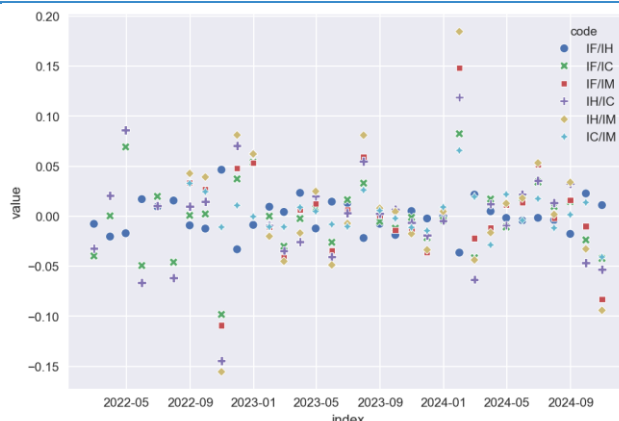
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率

单位: %



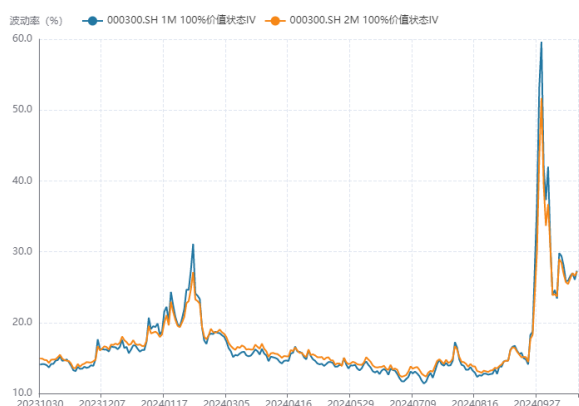
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 10 月 30 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 10 月大幅回落。当前, 三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构, 前端升水。从认沽认购比角度分析, HO、IO 和 MO 的认沽认购比出现分化, HO 和 IO 认股认购比在 10 月高位回落, MO 认股认购比在 10 月初快速回落后在下旬出现反弹。C-P (价值状态 10%) 偏度和 C-P (价值状态 5%) 偏度出现回落, 显示股指看涨情绪总体下行。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 3700 一线, 上方阻力位至 4700 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 5500 一线, 上方阻力位位于 6600 一线。HO 合约成交结构显示市场认为上证 50 股指近期下方可站稳于 2550 一线, 上方阻力位仍位于 3150 一线。股指期权方面, 建议持有 MO 的次近月牛市价差, 区间可参考前述的支撑阻力位。

图 21: IO 期权隐含波动率

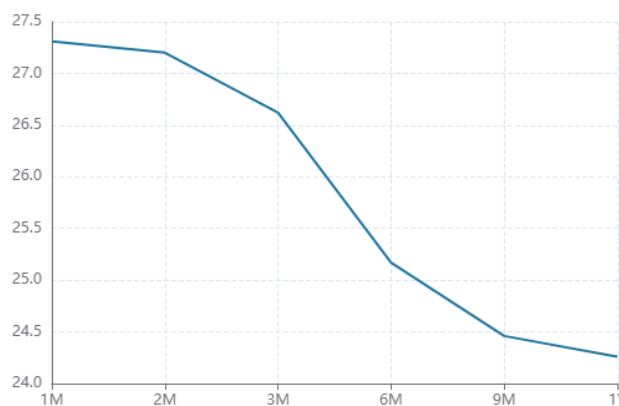
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

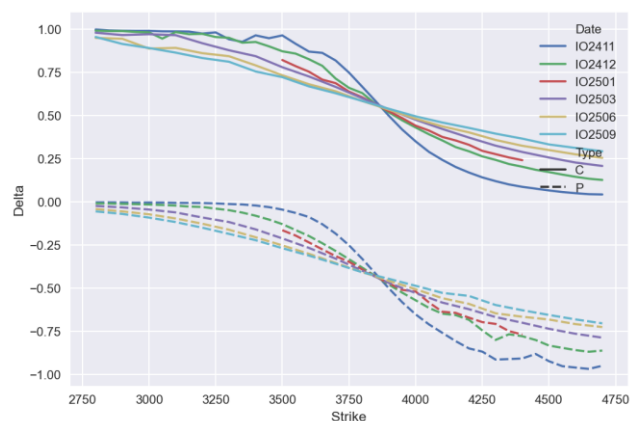
图 22: IO 隐含波动率期限结构

单位: %



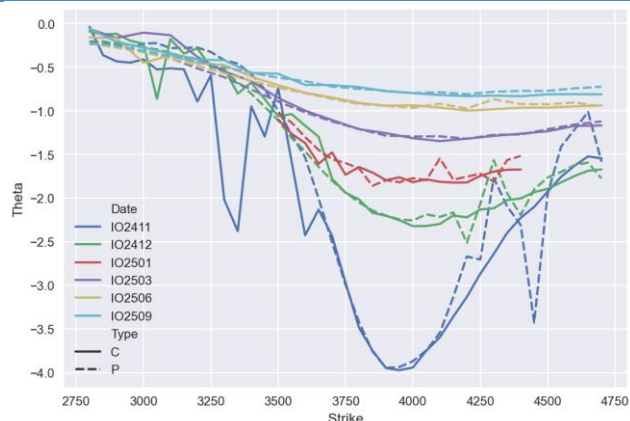
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



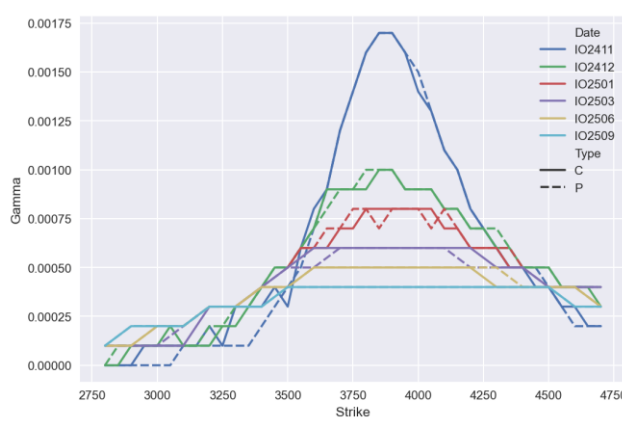
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



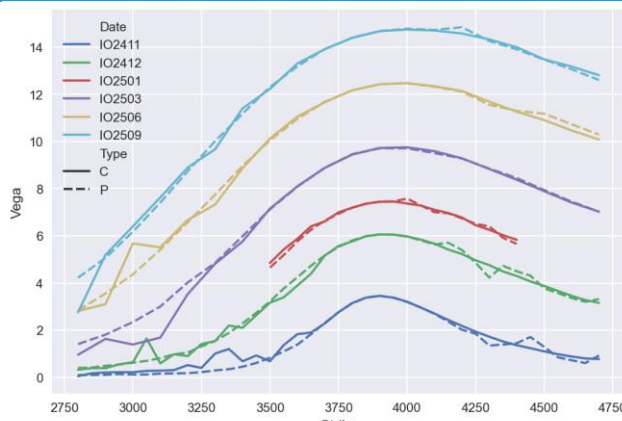
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期货 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

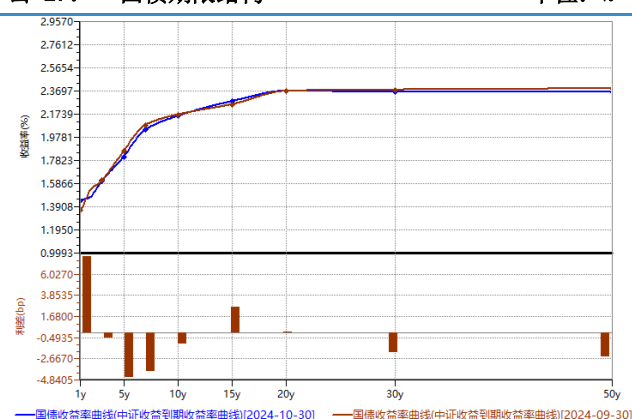
四、债券利率

美国 9 月 ISM 制造业指数为 47.2, 该指数已连续六个月低于 50 的荣枯线, 反映出美国制造业活动连续第六个月萎缩, 订单疲软和就业持续下降, 表明制造业仍处于收缩状态。美国 9 月 ISM 服务业 PMI 54.9, 大幅好于预期, 较 8 月明显上升, 连续第三个月扩张, 且 9 月的扩张速度创下 2023 年 2 月以来最快。自 10 月初以来, 由于出人意料的强劲就业、通胀和支出数据, 美联储已转向对降息持有更加谨慎和克制的态度, 这与市场最初从 9 月 FOMC 会议上得到的 50 个基点形成了鲜明对比。因此, 我们认为 11 月美联储会议大概率实施 25 个基点的降息, 从目前到年底总共仅有 50 个基点的降息空间。

10 月, 中国国债收益率曲线短端上移, 10 年和 1 年期限价差出现走弱。同时, SHIBOR3M 利率反弹至 1.87% 附近, FR007 上行至 1.88% 附近。我们看到第三季度的经济数据凸显了外部环境的变化和国内经济增长所面临的挑战。然而 9 月份部分国内经济活动数据呈现出意料之外的强劲反弹, 之前积极的财政政策和宽松的货币政策正在经济活动中显现效果。我们观察到一、二

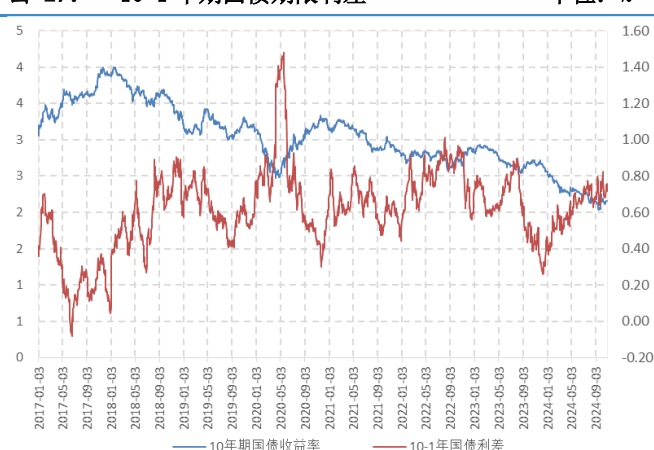
线城市的新房销售和二手房销售数据出现好转，家电销售得益于消费商品以旧换新计划增长明显加速，工业和出口部分指标小幅走弱。总体看经济运行态势在趋于稳定。另一方面，随着美国大选的临近，最新民调显示特朗普的获选概率进一步上升。若再度遭遇关税大幅提升，同时伴随欧美经济消费能力下滑，出口将遭遇严重的外部需求冲击。作为应对之策，我们相信政府将在政策宽松方面表现得更为积极，保持目前财政和货币双双发力的施政路径。另一方面，全国人大常委会会议将在 11 月 4 日至 8 日举行，届时将公布其财政刺激计划的细节。我们认为两个财政数字将最为重要，分别是地方隐性债务置换计划的规模和用以补充主要国有银行核心一级资本的特别国债规模。甚至不排除在会议上增加今年一般预算赤字并批准新的国债或特别国债来为今年政府支出融资的可能性。我们预测在最新的政策宽松措施推动下，尤其是在财政支出加速的背景下，这种积极的增长势头将在第四季度得以延续。11 月，我们预计收益率短端会出现回落，长端债券收益率将在较强的发债需求下上行，期限利差将进一步走阔。

图 27： 国债期限结构 单位：%



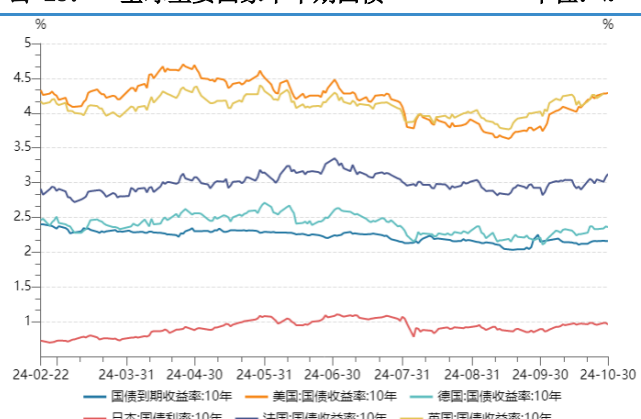
数据来源：Wind 新世纪期货

图 29： 10-1 年期国债期限利差 单位：%



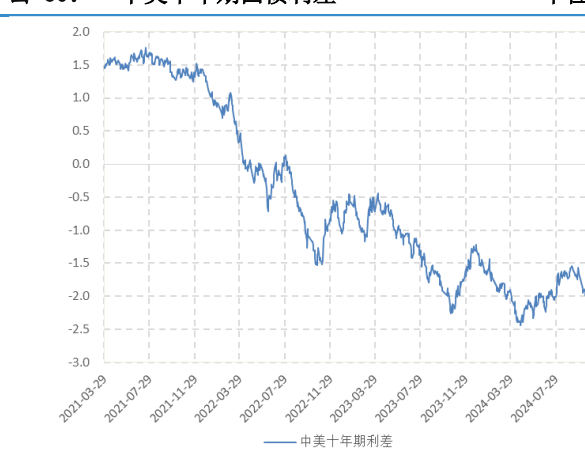
数据来源：Wind 新世纪期货

图 28： 全球主要国家十年期国债 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

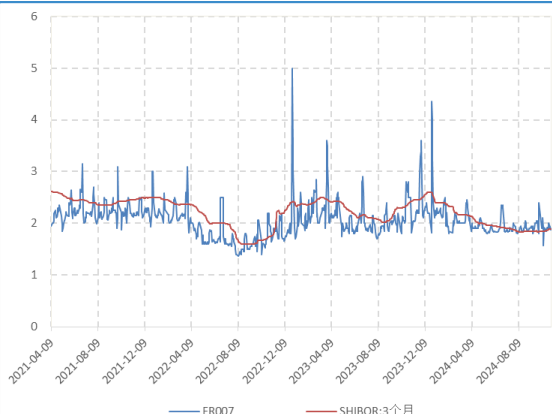
图 30： 中美十年期国债利差 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势

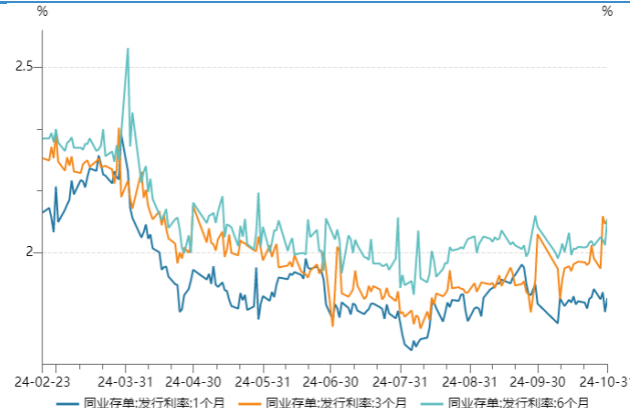
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 同业存单利率

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

当前,四大股指在 10 月出现分化,四大股指夏普率在 10 月回落,10 月四大股指的风险 VaR 值指标转弱,中小盘股指夏普率表现相对突出,建议 11 月持有 IC 多头交易。比价方面,我们认为 11 月中小盘股指跑赢大盘股指概率较高,建议维持 IC/IH 多头。IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示,IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 10 月回落,MO 认股认购比在 10 月初快速回落后再在下旬出现反弹,建议持有 MO 的次近月牛市价差。债券方面,我们认为收益率短端会出现回落,长端债券收益率将在较强的发债需求下反弹,期限利差将进一步走阔。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价,交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证,不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性,过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内,公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易,或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编: 310003

电话: 0571-85165192

网址: <http://www.zjncf.com.cn>