

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 12 月金融市场展望-- 跨年行情启动, 建议股指多头增持

观点摘要:

股指期货:

11 月, 政府的宏观调控政策和市场自身调节作用共同促进了中国经济延续 10 月稳中有进、回升向好的趋势, 多项经济指标表现积极。截至 11 月 29 日, 四大股指在 11 月出现分化, 四大股指夏普率在 11 月回落, 11 月四大股指的风险 VaR 值指标转弱, 沪深 300 股指和中证 1000 股指夏普率表现相对突出, 建议 12 月持有 I0 和 IM 的多头交易。比价方面, 我们认为 11 月中证 1000 股指跑赢上证 50 股指概率较高, 建议维持 IC/IH 多头。

股指期权:

I0、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 11 月大幅回落。三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。从认沽认购比角度分析, 临近 11 月底 I0 和 MO 认股认购比出现反弹, C-P (价值状态 10%) 偏度和 C-P (价值状态 5%) 偏度在 11 月第四周偏度率先反弹, 显示股指看涨情绪改善。股指期权方面, 建议持有 MO 的次近月牛市价差。

国债期货:

11 月, 中国国债收益率曲线整体下移, 10 年和 1 年期限价差出现走弱。同时, SHIBOR3M 利率下降至 1.85% 附近, FR007 下降至 1.8% 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, 12 月, 我们预计收益率短端会出现小幅回落, 长端利率具有更大的下降空间, 期限利差将回落。

风险点:

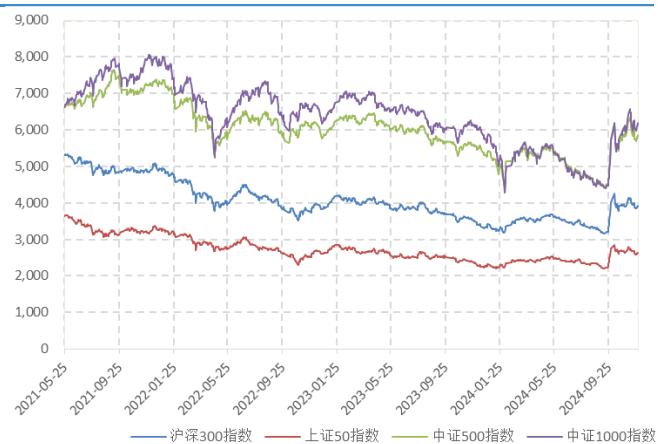
- 1、美国财政和货币政策变化; 2、中美对抗; 3、美国总统选举

一、行情回顾

11月，中国经济多项指标表现积极，经济运行有望延续10月份以来的回升向好态势。政府加大了宏观调控力度，着力深化改革开放、扩大国内需求、优化经济结构，使得经济运行总体保持平稳、稳中有进的趋势。截至11月29日，四大股指月度表现分化，股指21天滚动实现波动率下降，四大股指夏普率在11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回落，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

2024年10月份，全国居民消费价格同比上涨0.3%。其中，城市上涨0.2%，农村上涨0.3%；食品价格上涨2.9%，非食品价格下降0.3%；消费品价格上涨0.2%，服务价格上涨0.4%。1—10月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.3%。10月份，全国居民消费价格环比下降0.3%。其中，城市下降0.3%，农村下降0.3%；食品价格下降1.2%，非食品价格持平；消费品价格下降0.4%，服务价格持平。10月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.9%，工业生产者购进价格同比下降2.7%。工业生产者出厂价格环比下降0.1%，工业生产者购进价格环比下降0.3%，降幅均比上月收窄0.5个百分点。1—10月平均，工业生产者出厂价格和购进价格均比上年同期下降2.1%。

10月末，广义货币(M2)余额309.71万亿元，同比增长7.5%。狭义货币(M1)余额63.34万亿元，同比下降6.1%。流通中货币(M0)余额12.24万亿元，同比增长12.8%。前十个月净投放现金9003亿元。10月末，本外币贷款余额258.18万亿元，同比增长7.5%。月末人民币贷款余额254.1万亿元，同比增长8%。10月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交172.48万亿元，日均成交9.08万亿元，日均成交同比增长17.1%。其中，同业拆借日均成交同比下降

2.1%，现券日均成交同比增长 17.6%，质押式回购日均成交同比增长 18.2%。10 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 1.31 万亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 1.02 万亿元、0.29 万亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 0.63 万亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 0.25 万亿元、0.38 万亿元。

11 月份，制造业采购经理指数(PMI)为 50.3%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业扩张步伐小幅加快。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.9%，比上月下降 0.6 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 50.0%，比上月上升 0.6 个百分点，位于临界点；小型企业 PMI 为 49.1%，比上月上升 1.6 个百分点，低于临界点。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、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。11 月份，非制造业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.2 个百分点，位于临界点，非制造业景气水平小幅回落。11 月份，综合 PMI 产出指数为 50.8%，与上月持平，表明我国企业生产经营活动总体继续扩张。

10 月份，房地产开发景气指数为 92.49。1—10 月份，全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%；其中，住宅投资 65644 亿元，下降 10.4%。1—10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。其中，住宅施工面积 504493 万平方米，下降 12.9%。房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%。1—10 月份，新建商品房销售面积 77930 万平方米，同比下降 15.8%，其中住宅销售面积下降 17.7%。新建商品房销售额 76855 亿元，下降 20.9%，其中住宅销售额下降 22.0%。1—10 月份，房地产开发企业到位资金 87235 亿元，同比下降 19.2%。其中，国内贷款 12400 亿元，下降 6.4%；利用外资 30 亿元，下降 19.1%；自筹资金 31483 亿元，下降 10.5%；定金及预收款 26444 亿元，下降 27.7%；个人按揭贷款 12436 亿元，下降 32.8%。

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

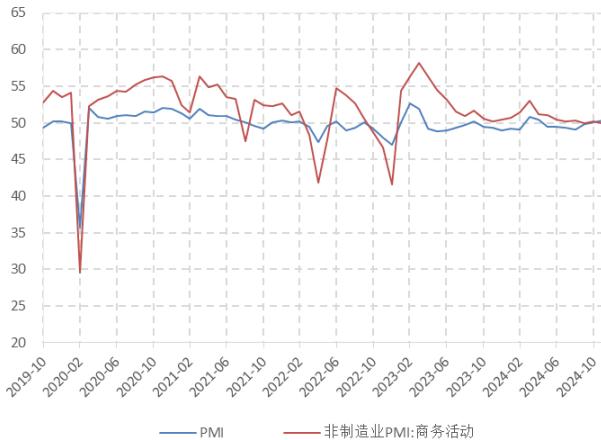
单位：%



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

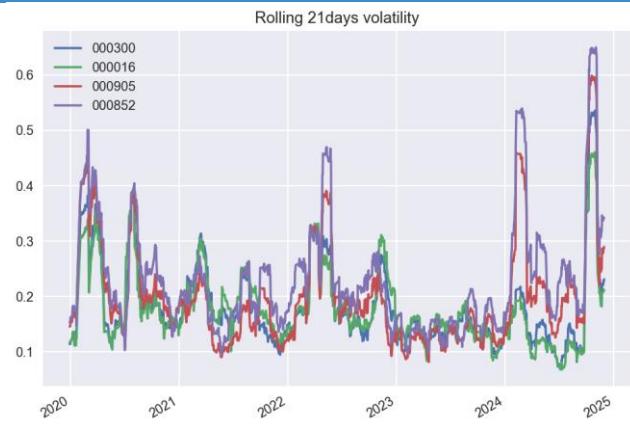
1、股指分析

截至 11 月 29 日的行情观察,四大股指在 11 月出现分化,中证 1000 股指和沪深 300 股指月度收阳。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为 0.4%,最大回撤-7.5%,偏度 0.04,超峰度-0.06;上证 50 股指累计收益率为-0.5%,最大回撤-7.8%,偏度 0.28,超峰度 0.9;中证 500 股指累计收益率为-1.2%,最大回撤-10.3%,偏度-0.37,超峰度-0.52;中证 1000 股指累计收益率 0.7%,最大回撤-9.3%,偏度-0.27,超峰度-1.11。四大股指 21 天滚动实现波动率在 11 月大幅回落。其中,沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 23.12%,上证 50 股指达到 21.07%,中证 500 股指为 28.97%,中证 1000 股指为 34.22%。四大股指夏普率在 11 月回落。分项上看,沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率下行 2.73 至 0.34,上证 50 股指下行 2.85 至-0.18,中证 500 股指下行 4.87 至-0.35,中证 1000 股指下行 4.57 至 0.41。

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-3.1%,上证 50 为-3%,中证 500 股指为-4%,中证 1000 股指为-3.77%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析,沪深 300 股指为-2.5%,上证 50 为-2.25%,中证 500 股指为-3.35,中证 1000 股指为-4.46%。综合看,11 月四大股指的风险 VaR 值指标转弱,沪深 300 股指和中证 1000 股指夏普率表现相对突出,建议 12 月持有 I0 和 IM 的多头交易。

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 9: Hybrid VaR

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

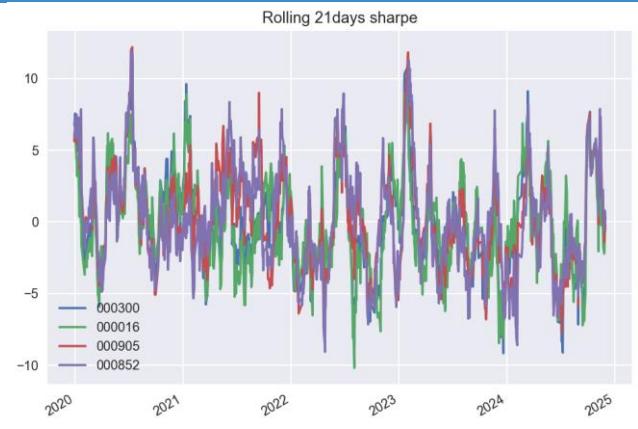
2、股指期货基差与价差分析

截至 11 月 29 日, 四大主力合约基差中除 IM 基差小幅回落外, 均小幅上涨。目前, IF 主力合约基差为 0.58, IH 主力合约基差为 -4.43, IC 主力合约基差为 24.3, IM 主力合约基差为 25.32, 箱图中的红点表示最新基差数据。本月度内, 大盘股指基差较中小盘股指基差走强。近期基差交易窗口较窄, 建议下月基差保持观望。

截至 11 月 29 日, 股指期货主力合约比价中仅 IF/IH 月度上行, IF/IH 最新录得 1.49,

图 8: 21 天滚动年化夏普率

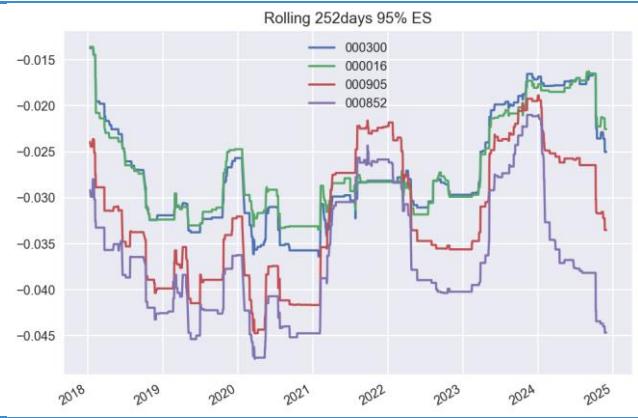
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: 一年期滚动 95% Expected Shortfall

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

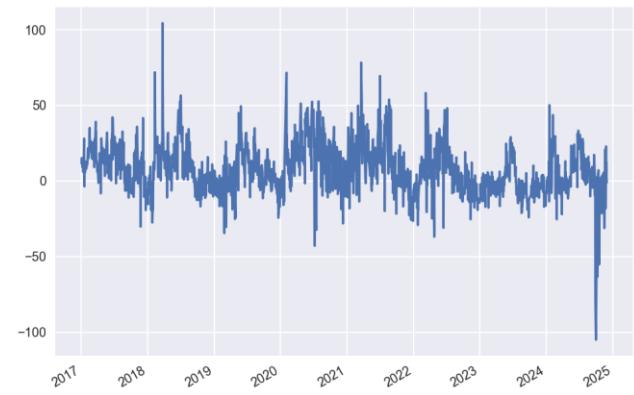


数据来源: Wind 新世纪期货

IF/IC 最新录得 0.672, IF/IM 最新录得 0.635, IH/IC 最新录得 0.45, IH/IM 最新录得 0.427, IC/IM 最新录得 0.945。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 位于 96% 分位数, IF/IC 位于 46% 分位数, IH/IC 位于 27% 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 12 月维持 IC/IH 多头。

图 13: IF 主力基差

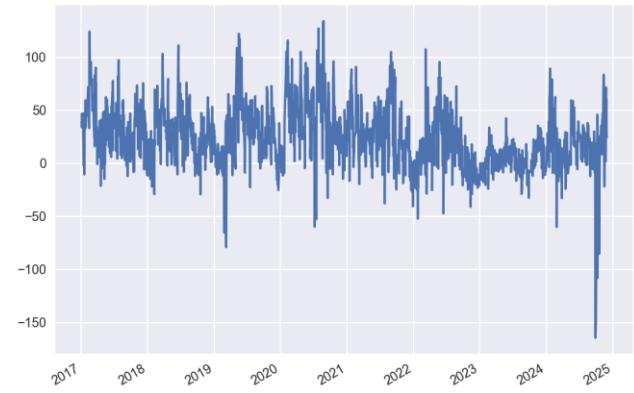
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

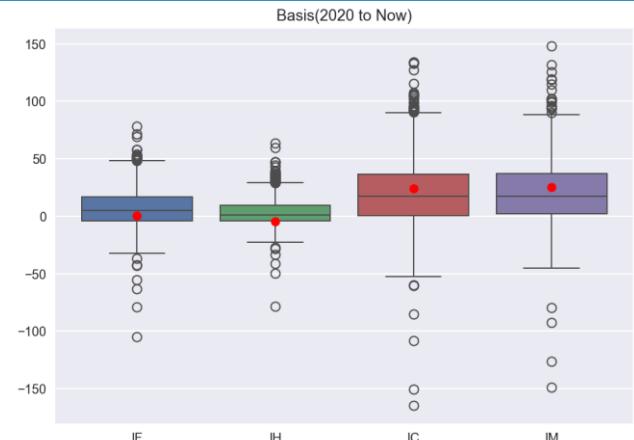
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

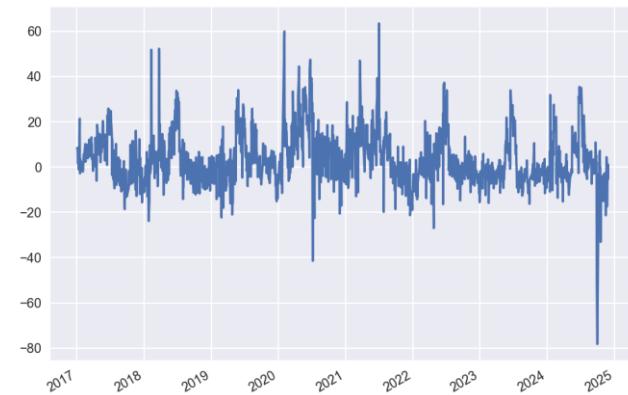
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差

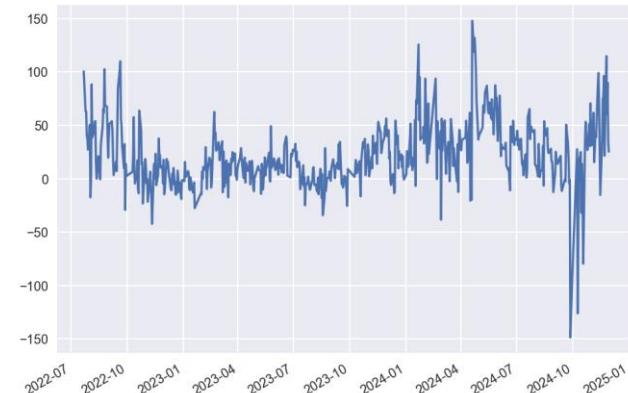
单位: 点



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

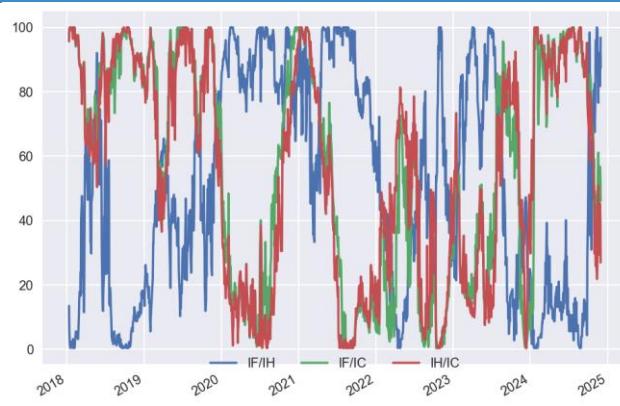
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

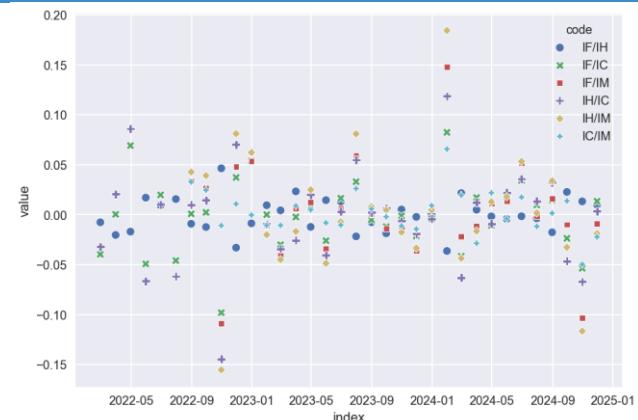
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率

单位: %



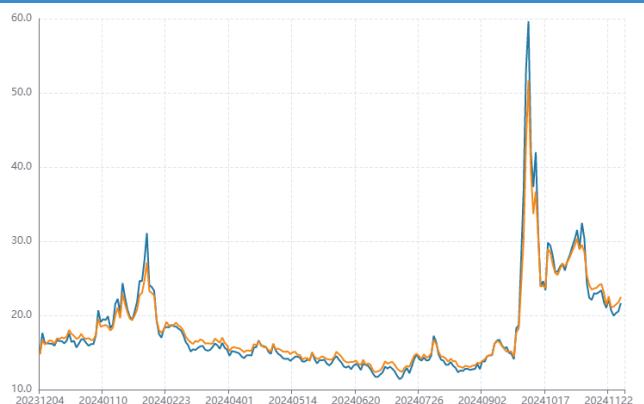
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 11 月 29 日，根据 I0、H0 和 M0 平值隐含波动率显示，I0、H0 和 M0 平值隐含波动率均在 11 月回落。当前，三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构，前端贴水。从认沽认购比角度分析，H0、I0 和 M0 的认沽认购比在 11 月出现下滑。临近 11 月底，I0 和 M0 认股认购比出现反弹，显示看多情绪改善。11 月，C-P (价值状态 10%) 偏度和 C-P (价值状态 5%) 偏度出现回落，11 月第四周偏度率先反弹。根据期权成交结构分析，I0 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 3900 一线，上方阻力位至 4700 一线。M0 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 6000 一线，上方阻力位于 6600 一线。H0 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 2500 一线，上方阻力位仍位于 3150 一线。股指期权方面，建议持有 M0 的次近月牛市价差，区间可参考前述的支撑阻力位。

图 21: I0 期权隐含波动率

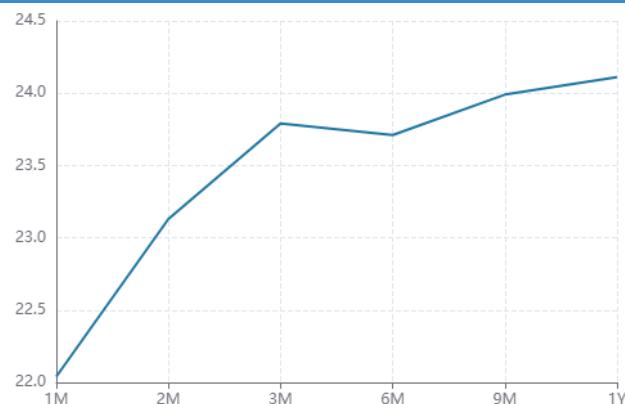
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

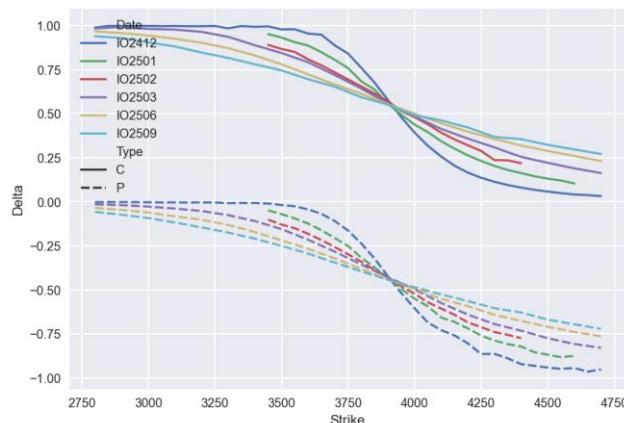
图 22: I0 隐含波动率期限结构

单位: %



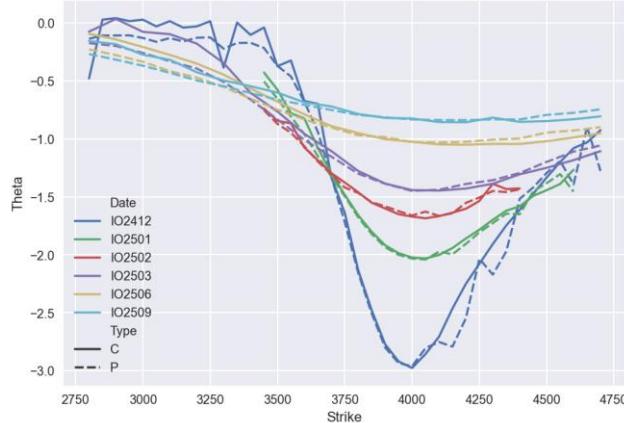
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期权 Delta



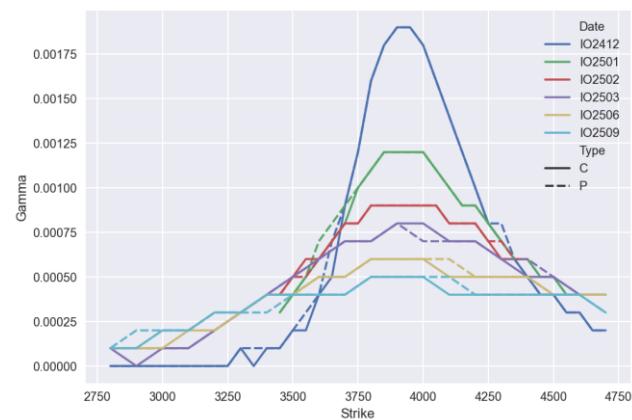
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期权 Theta



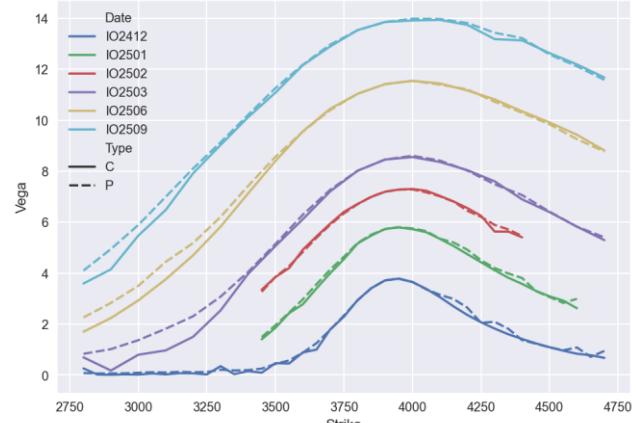
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期权 Gamma



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期权 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

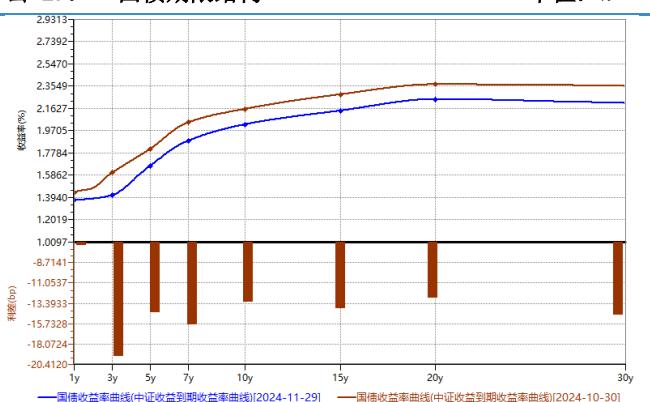
四、债券利率

美国 10 月 ISM 制造业指数连续第七个月下滑，创出 15 个月以来新低。美国 10 月 ISM 制造业 PMI 指数为 46.5，不及预期的 47.6。在关键数据子项中，新订单指数为 47.1，虽然较 9 月前值的 46.1 有所上升，但数据水平仍然偏低。此外，生产指数回落 3.6 至 46.2，达到 2021 年 4 月以来的单月最大降幅，生产活动回落较快。在 11 月美联储 FOMC 会议纪要中提到量化紧缩 (QT) 并强调了清晰传达美联储在利率和资产负债表上不同独立政策的重要性，这与鲍威尔在会议后的新闻发布会上表示利率削减和量化紧缩可以在一段时间内并存的评论相呼应。目前，市场预期 12 月 FOMC 会议美联储将下调政策利率 25 个基点。

11 月，中国国债收益率曲线整体下移，10 年和 1 年期限价差出现走弱。同时，SHIBOR3M 利率下降至 1.85% 附近，FR007 下降至 1.8% 附近。在公布的 10 月财政数据中，可以观察到财政收入与支出的增长均有所提升。具体来看，财政收入实现了 5.5% 的同比增长，而财政支出的增长则更为显著，达到了 10.4%。相较于收入，预算内支出的季度性加速趋势更为突出，调整后财政

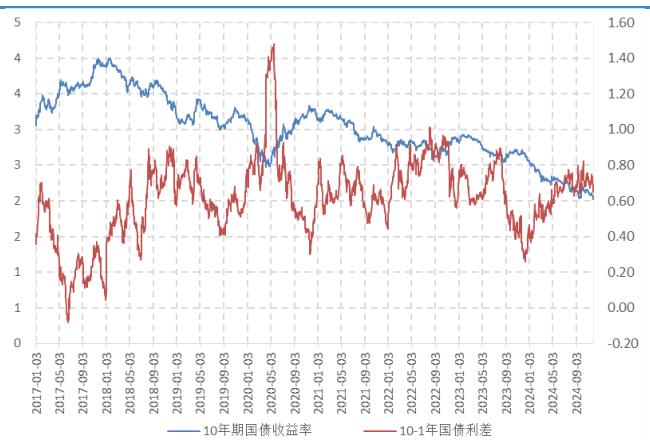
赤字的扩大反映出财政政策立场相较于以往略显宽松。按照财政部计划，截至今年底，地方将发行总额 2 万亿元的地方政府再融资专项债券额度，用于置换存量隐性债务。我们预测，存款准备金率将会在 2024 年底之前出现下调的时间窗口，预计 25 或者 50 个基点。这一政策调整预计 will 大幅补充银行间流动性，从而有助于缓解年末普遍存在的流动性紧张状况。同时，鉴于中国明年的贸易前景面临着不断上升的不确定性，政策利率仍然将保持在较低水平以对冲外部环境的不确定性。12 月，我们预计收益率短端会出现小幅回落，长端利率具有更大的下降空间，期限利差将回落。

图 27：国债期限结构



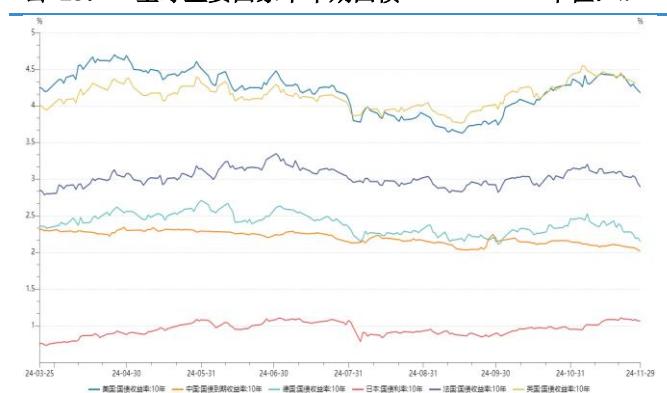
数据来源：Wind 新世纪期货

图 29：10-1 年期国债期限利差



数据来源：Wind 新世纪期货

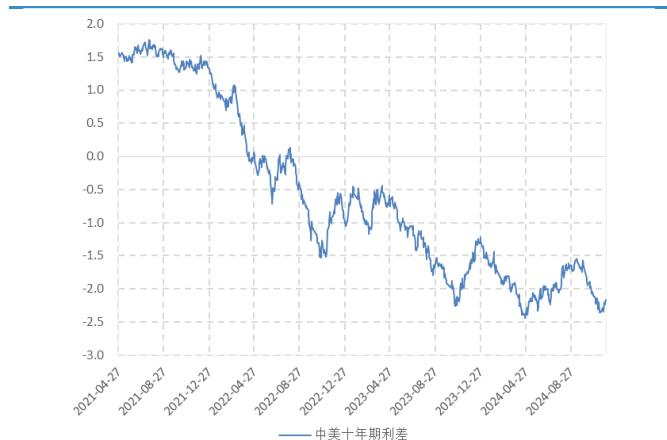
图 28：全球主要国家十年期国债



数据来源：Wind 新世纪期货

单位：%

图 30：中美十年期国债利差

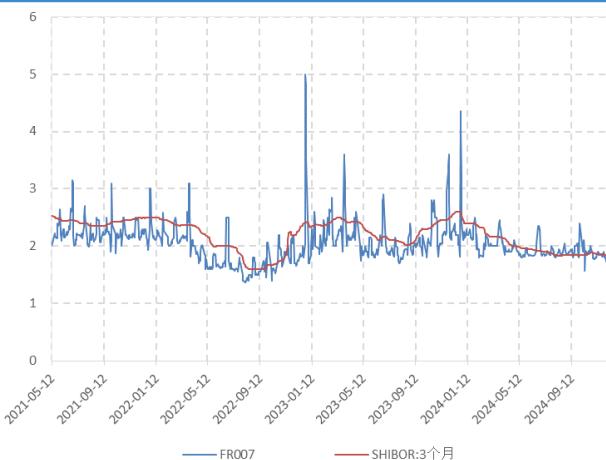


数据来源：Wind 新世纪期货

单位：%

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势

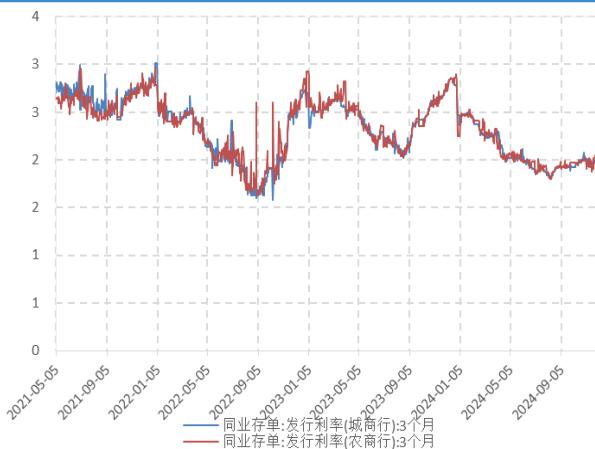
单位: %



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 11 月出现分化，四大股指 21 天滚动实现波动率在 11 月大幅回落，11 月四大股指的风险 VaR 值指标转弱，沪深 300 股指和中证 1000 股指夏普率表现相对突出，建议 12 月持有 I0 和 IM 的多头交易。比价方面，我们认为 11 月中证 1000 股指跑赢上证 50 股指概率较高，建议维持 IC/IH 多头。I0、HO 和 MO 平值隐含波动率显示，I0、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 11 月回落。临近月底，I0 和 MO 认股认购比出现反弹，期权偏度反弹，显示看多情绪改善，建议持有 MO 的次近月牛市价差。债券方面，我们收益率短端会出现小幅回落，长端利率具有更大的下降空间，期限利差将回落。

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>