

## 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>

## 8 月金融市场展望—— 股指期货风险积聚 国债期货弱势震荡

### 观点摘要：

#### 股指期货：

股指波动率上升、夏普率下滑，VaR 以及 ES 等风险因子在放大，股指上行风险在积聚。股市期货基差均保持正值，期货贴水，呈现负向市场，期货主力合约比价落入极值区域。股指期货建议比价交易，优选做空 IF/IH，第一目标位 1.387。也可选择做多 IH/IC，第一目标位 0.52。

#### 股指期货期权：

沪深 300 股指期货期权成交结构显示市场加速给出股指 4700 至 4800 的顶部预期。认沽认购比显示市场整体看多情绪不强，风险偏好转向保守。隐含波动率曲线显示左侧给出更高估值，期限隐含波动率结构显示近端合约升水。建议选择收益增强策略，卖出下月以及下下月深度虚值看涨期权。

#### 国债期货：

地方政府债以及常规国债的发行会趋于正常，现券供给端承压。上半年信用宽松的走势在资金价格端反映正趋于扭转。受制内外利差的大环境影响，国债期货短期维持弱势震荡的判断。

#### 风险点：

- 1、中美对抗加剧；
- 2、通胀预期下滑；
- 3、外需大幅下滑；
- 4、政府债务扩张速度；

## 相关报告

## 一、行情回顾

今年 1-7 月，面对中美贸易摩擦以及突如其来的新冠疫情影响，市场宽幅震荡。在各国财政以及央行史无前例的经济提振政策下，权益市场在二季度开始反弹，而主要国家的十年期国债收益率纷纷下行。我国在前期的巨大努力下，稳控疫情发展，率先复工复产，被国际货币基金组织认为是少数几个有望在 2020 年实现经济增长的国家。7 月，股指期货主力合约经过前期快速上涨后出现小幅回调，国债期货主力合约则经历小幅反弹，目前反弹势头停滞。

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

中国 6 月 CPI 同比增长 2.5%，预期增长 2.5%，前值增长 2.4%。其中，食品价格上涨 11.1%，涨幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.24 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 81.6%，影响 CPI 上涨约 2.05 个百分点。中国 6 月 PPI 同比下降 3%，预期下降 3.2%，前值下降 3.7%。其中，生产资料价格下降 4.2%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅扩大 0.1 个百分点，主要行业价格降幅有所收窄。CPI 与 PPI 增速剪刀差存在，但 PPI 前景改善，预计后期 CPI 将受供给转好而下降，CPI 与 PPI 剪刀差趋于收敛。

6 月末广义货币 (M2) 余额 213.49 万亿元，同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 60.43 万亿元，同比增长 6.5%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 7.95 万亿元，同比增长 9.5%。上半年净投放现金 2270 亿元。6 月新增社融 3.43 万亿，同比多增 0.8 万亿达 271.8 万亿元，同比增长 12.8%。为应对疫情影响，上半年信用投放趋于宽松，但从 M1 和 M2 的增长差分析，部分资金仍然未流入流通领域。预计为控制资产价格，下半年信用投放将较上半年趋紧。

前 6 个月，全国规模以上工业企业实现利润总额 25114.9 亿元，按可比口径计算同比下降 12.8%，降幅比前 5 个月收窄 6.5 个百分点。上半年，规模以上工业企业利润增速呈现“前低后高、由降转升”走势。分季度看，二季度工业企业利润同比增长 4.8%，一季度为下降 36.7%，

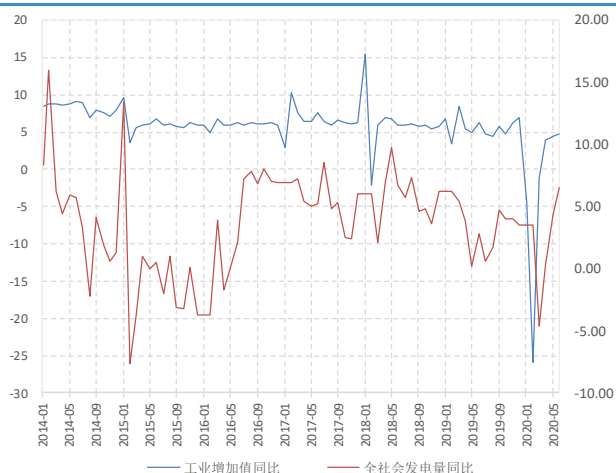
尤其是5月份、6月份，利润分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。其中，6月份当月，规模以上工业企业实现利润总额6665.5亿元，同比增长11.5%，增速比5月份加快5.5个百分点。随着统筹推进疫情防控和经济社会发展各项政策措施的逐步落实落地，复工复产深入推进，生产经营秩序稳步恢复，工业企业利润状况持续改善。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 5: 工业增加值与发电量同比 单位: %



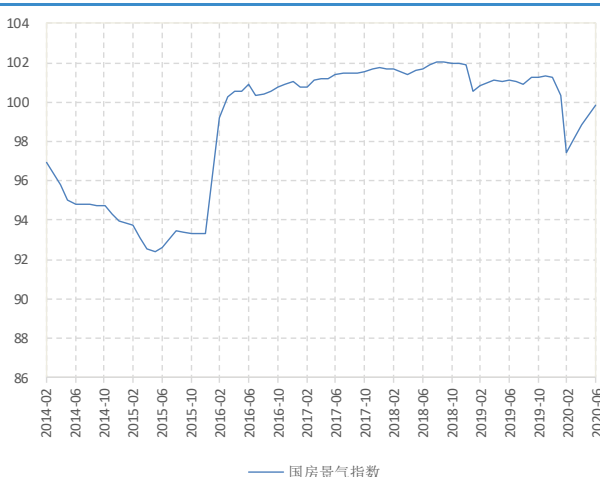
数据来源: Wind 新世纪期货

图 4: M1、M2 与社融当月同比 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 6: 国房景气指数 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

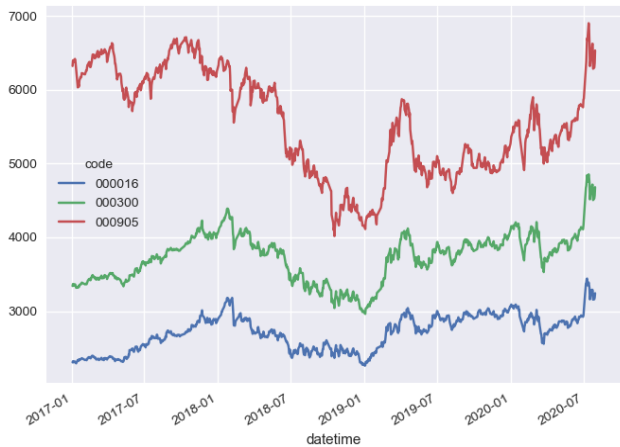
6月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为100.89，比5月份提高0.04点。1-6月份，房地产开发企业房屋施工面积772292万平方米，同比增长8.8%，增速与1-5月份持平。房屋新开工面积105509万平方米，增长10.1%，增速回落0.4个百分点。1-6月份，商品房销售面积75786万平方米，同比下降1.8%，降幅比1-5月份扩大0.2个百分点。6月末，商品房待售面积50162万平方米，比5月末减少766万平方米。1-6月份，房地产开发企业土地购置面积8035万平方米，同比下降27.5%，降幅比1-5月份收窄5.7个百分点；土地成交价款3811亿元，下降27.6%，降幅收窄8.0个百分点。地产行业扩张减速，库存下滑致地产前景总体平稳。

### 三、股票指数

### 1、股指分析

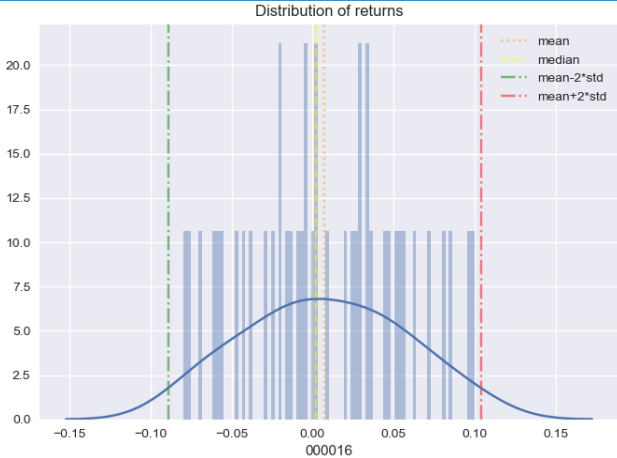
沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指在 7 月出现冲高回落。根据月度收益率分析，根据均值与标准差的“有效前沿”，单边操作优选沪深 300 股指与上证 50 股指，中证 500 股指波动偏大且期望收益偏小。股指月度收益率皆维持正偏度，上证 50 股指的超峰度为负，显示上证 50 股指月度收益率尾部风险较低。

图 7： 三大股票指数走势图 单位：点



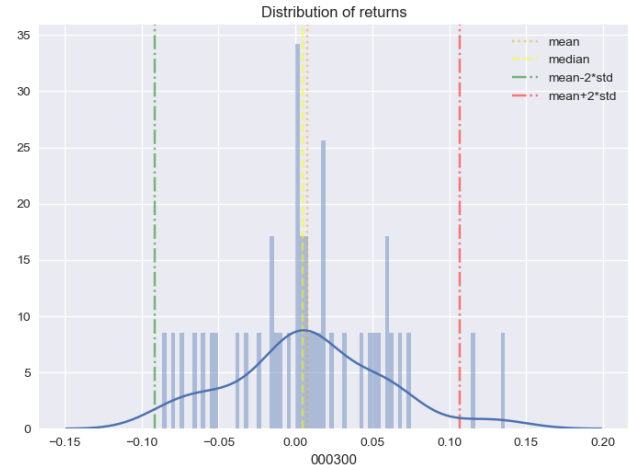
数据来源：Wind 新世纪期货

图 9： 上证 50 股指月度对数收益率分布



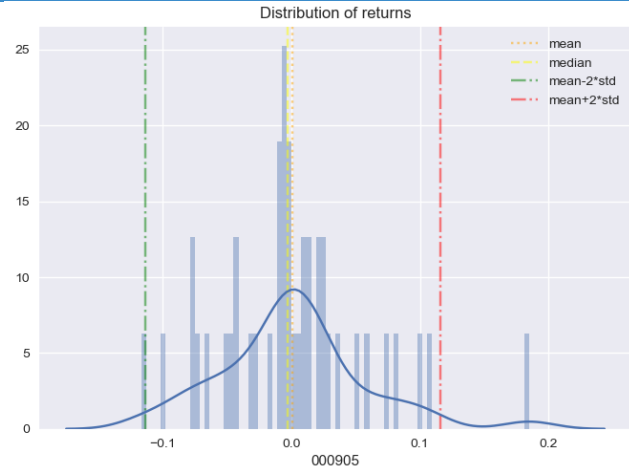
数据来源：Wind 新世纪期货

图 8： 沪深 300 股指月度对数收益率分布



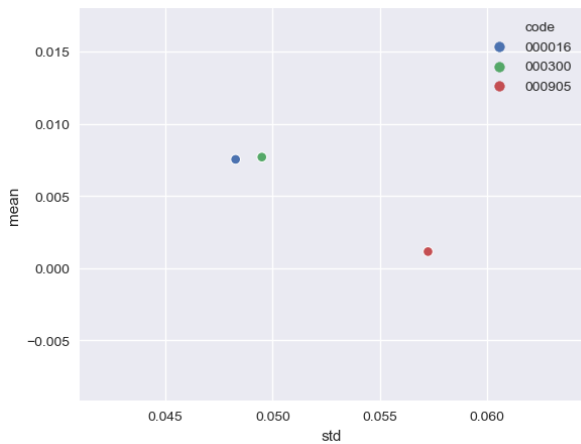
数据来源：Wind 新世纪期货

图 10： 中证 500 股指月度对数收益率分布



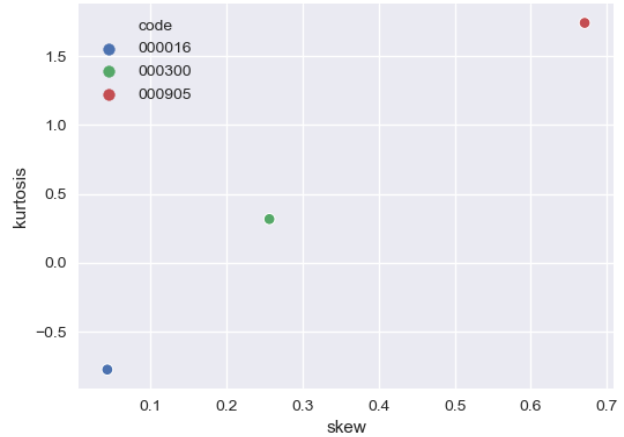
数据来源：Wind 新世纪期货

图 11: 月度收益率均值与标准差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

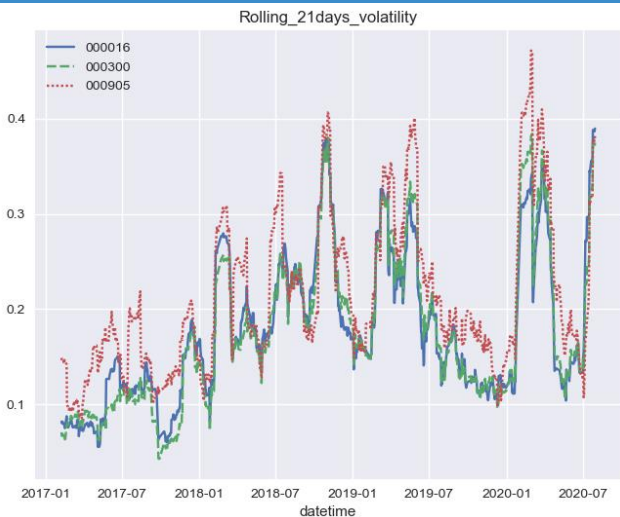
图 12: 月度收益率偏度与超峰度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

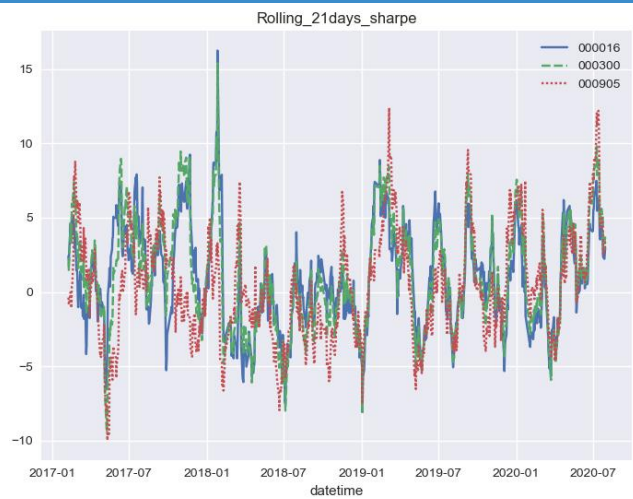
从日度收益率角度观察, 近期实现波动率快速上升, 其中上证 50 股指的 21 天滚动年化波动率已经超过上半年疫情期间的高点, 沪深 300 股指则接近高点, 中证 500 离高点尚有空间。从 21 日滚动年化夏普率观察, 三大股指夏普率回落至 3.5 附近, 沪深 300 股指为 3.73, 上证 50 为 3.0, 中证 500 股指为 3.38。风险方面, 根据 1 年期滚动 95% VaR 分析, 沪深 300 股指为 -1.8%, 上证 50 为 -1.938%, 中证 500 股指为 -2.16%。根据 1 年期滚动 95% 条件 VaR 分析, 沪深 300 股指为 -3.515%, 上证 50 为 -3.329%, 中证 500 股指为 -4.116%。综合看, 风险和收益不平衡, 风险正在放大。

图 13: 21 天滚动年化波动率 单位: 点



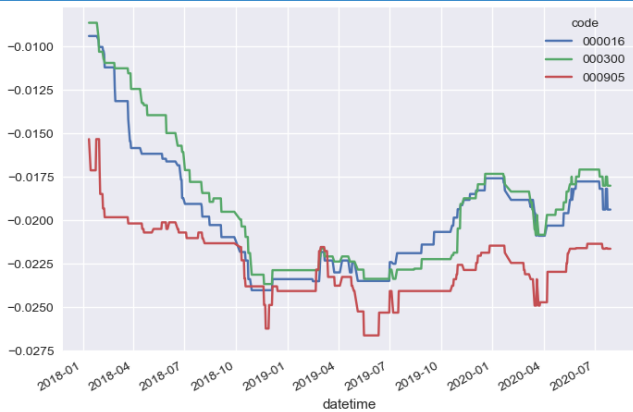
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: 21 天滚动年化夏普率 单位: 点



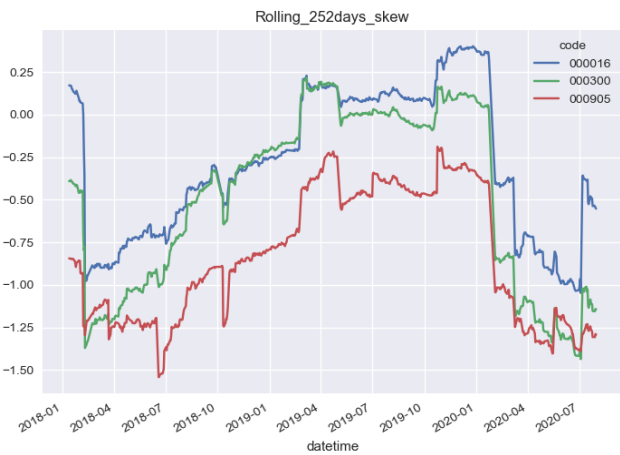
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: 1 年期滚动 95%VaR 单位: 点



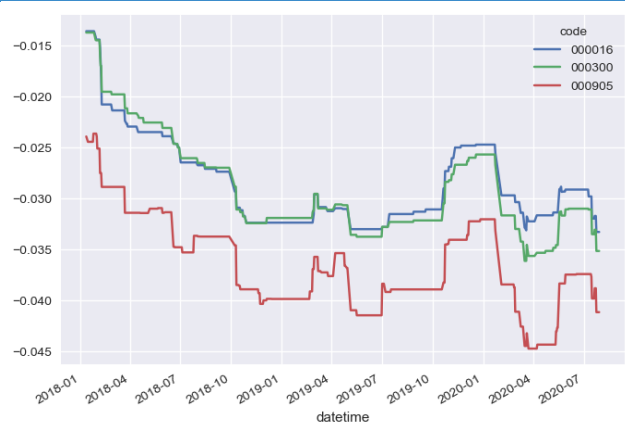
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 1 年期滚动偏度 单位: 点



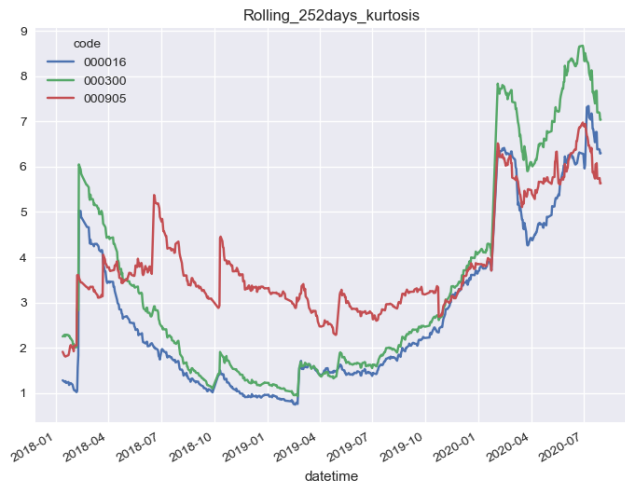
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: 1 年期滚动 95% Expected Shortfall 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 1 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

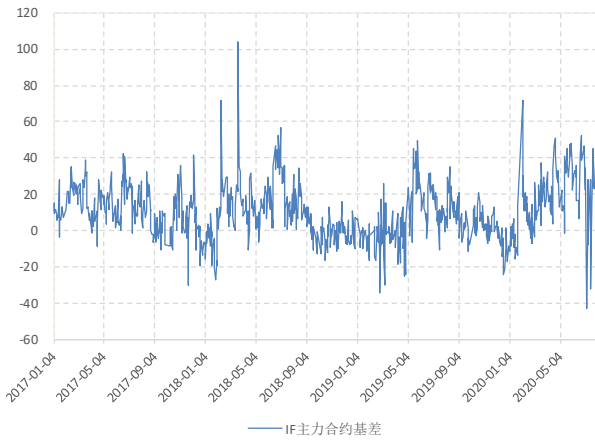
IF、IH 与 IC 主力合约基差维持正值，IF 主力合约基差 22.2，IH 主力合约基差 6.38，IC 主力合约基差 57.8，形成负向市场。琴图中的红星点表示最近的基差数据在统计结构中的位置。IH 基差最接近中位数，而 IC 基差最远离中位数。优选 IC 基差再扩大时入场做空基差。

股指期货主力合约比价方面，从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 达到峰值 100%，IF/IC 达到 21.43%，IH/IC 达到 3.17%。IF/IH 比价进入年度绝对高位，IH/IC 进入年度绝对地位。比价优选做空 IF/IH，第一目标位 1.387。也可选择做多 IH/IC，第一目标位 0.52。



图 19: IF 主力基差

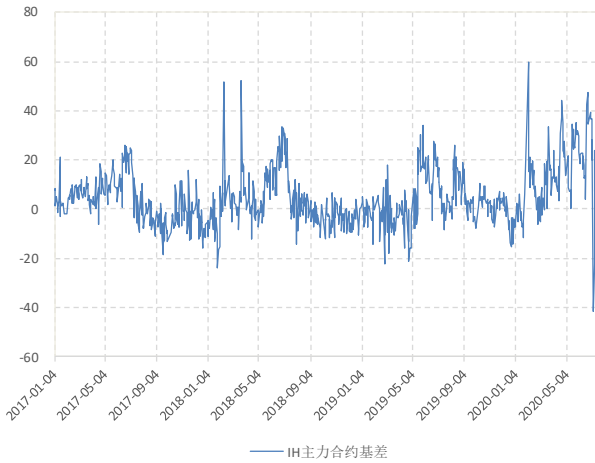
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: IH 主力基差

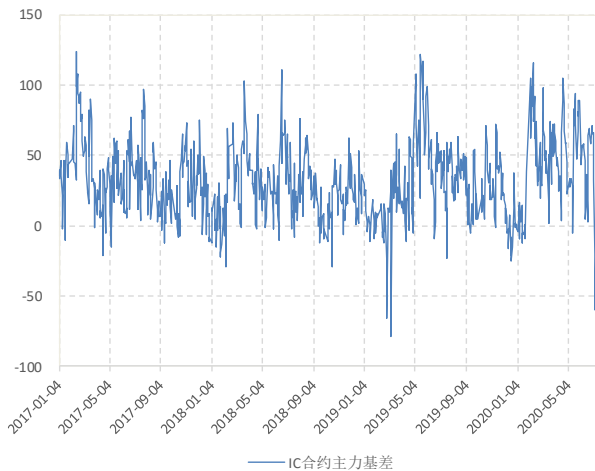
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

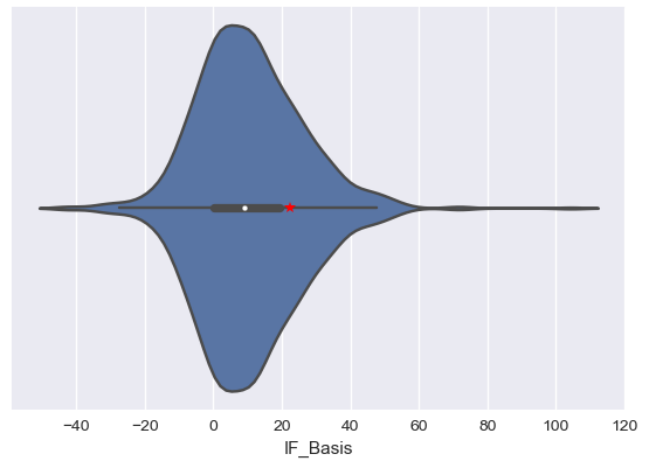
图 23: IC 主力基差

单位: 点



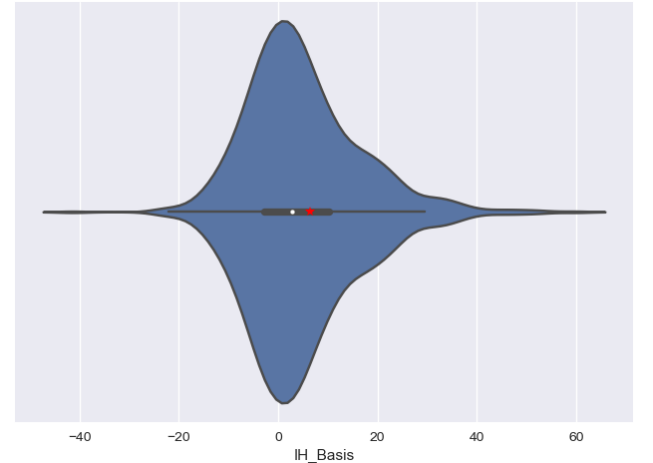
数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 3 年期 IF 主力基差琴图



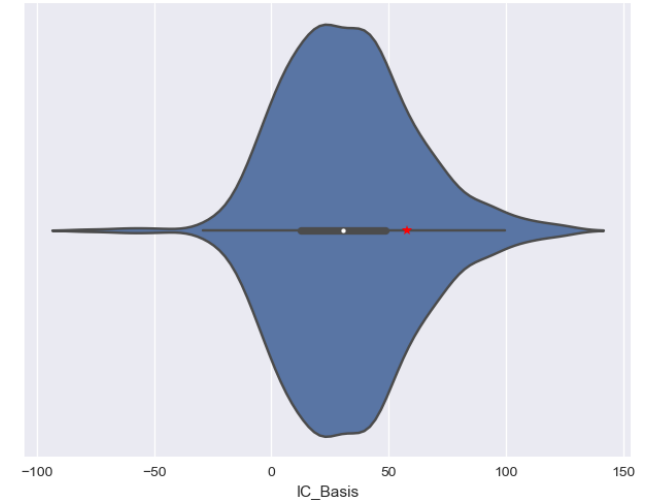
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 3 年期 IH 主力基差琴图



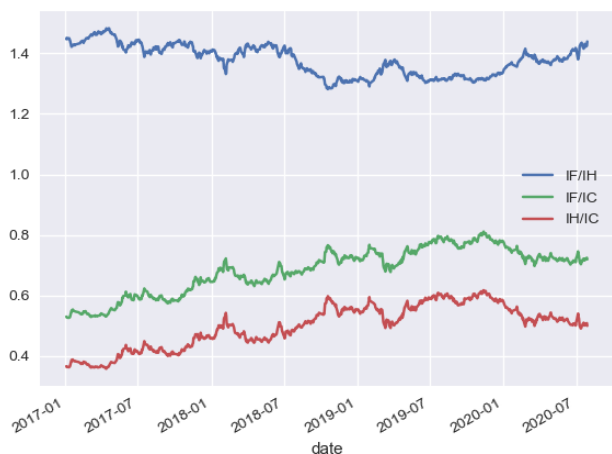
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 3 年期 IC 主力基差琴图



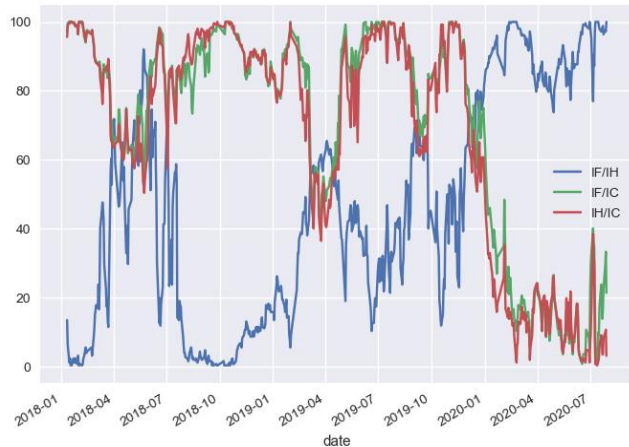
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 股指期货主力合约比价 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 252 天滚动比价分位数 单位: %

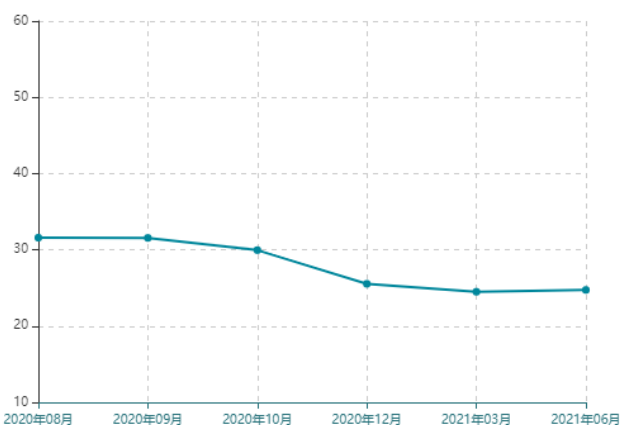


数据来源: Wind 新世纪期货

### 3、股指期货分析

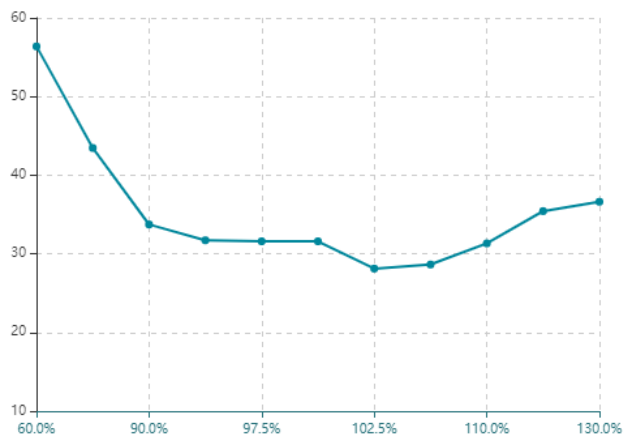
根据不同期限合约平直隐含波动率曲线显示,近端月份的隐含波动率高于远端月份,这也与近期股指实现波动率上升有关,造成近端期权价格相对远端偏昂贵。8 月的隐含波动率曲线也显示左侧隐含波动率偏高,投资者对于股指价格下跌的风险溢价较高。从认沽认购比角度分析,持仓量认沽认购比和成交量认沽认购比较月初有所回落,显示市场整体看多情绪不强,风险偏好转向保守。根据不同执行价的期权成交量分析,市场加速认为沪深 300 股指在 8 月的顶部在 4700 至 4800 一线,底部在 4500 一线。

图 27: 平值隐含波动率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 近月隐含波动率曲线 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

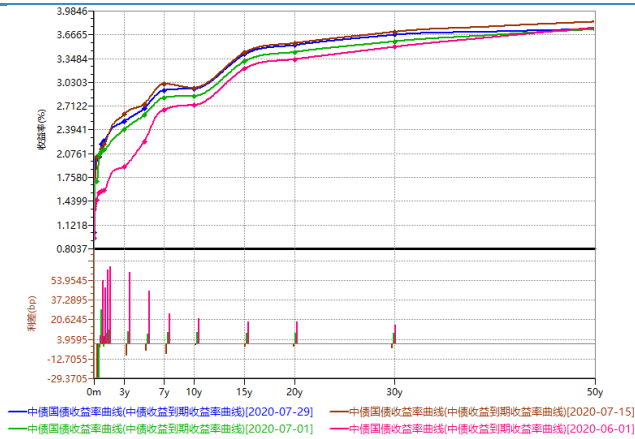
### 四、债券利率

国债收益率曲线经过前期的上行后在 7 月中旬开始出现小幅回落。国债 10 年期与 1 年期期限利差收窄,主要因素在于 1 年期国债收益率的快速回落。全球主要国家 10 年期国债继续下行,德、法、日 3 国 10 年期国债收益率出现负值。中美 10 年期国债利差不断走阔,持续创出 2017 年 1 月以来的新高。从资金利率角度分析,FR007 近期进入窄幅震荡,但 SHIBOR3M 以及 3



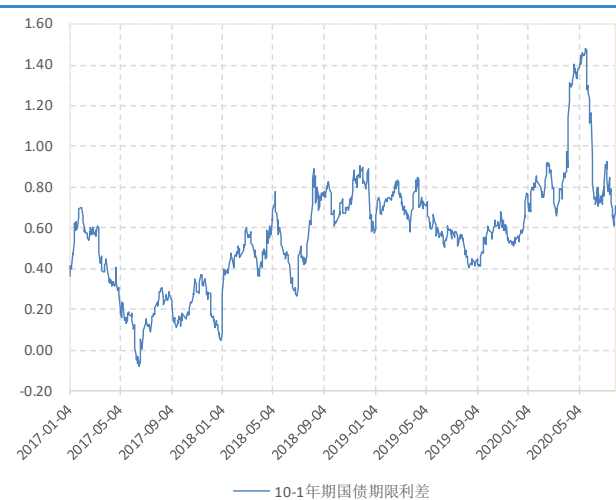
个月银行同业存单仍然在上行。进入8月，届时地方政府债以及常规国债的发行会趋于正常，现券供给端承压。预计8月内仍将受到现券发行以及资金价格所反映出信用收缩的影响，国债期货难有乐观涨幅，维持弱势震荡的判断。

图 29： 国债期限结构 单位：%



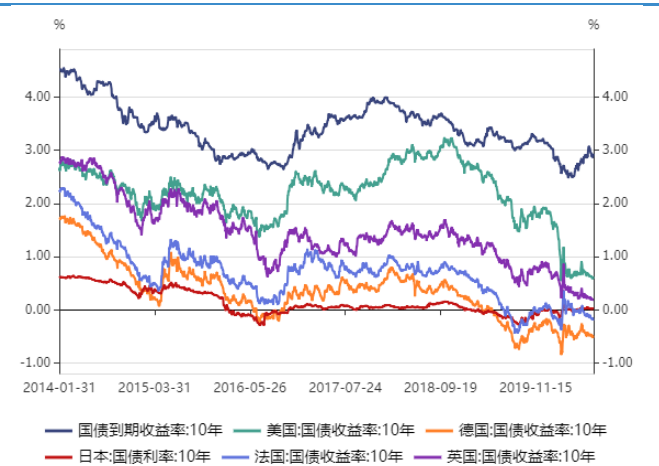
数据来源：Wind 新世纪期货

图 31： 10-1 年期国债期限利差 单位：%



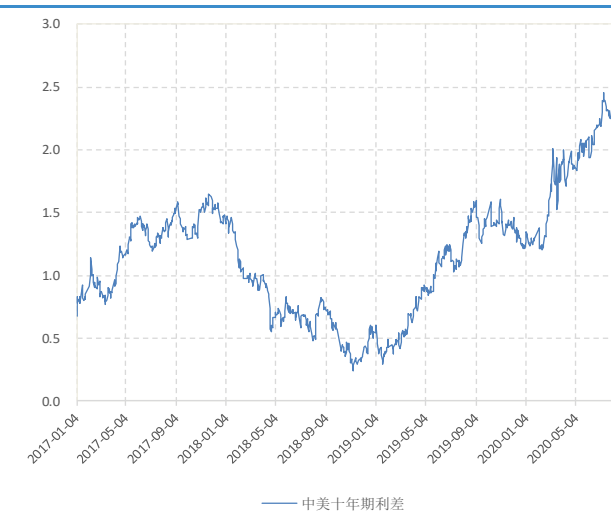
数据来源：Wind 新世纪期货

图 30： 全球主要国家 10 年期国债 单位：%



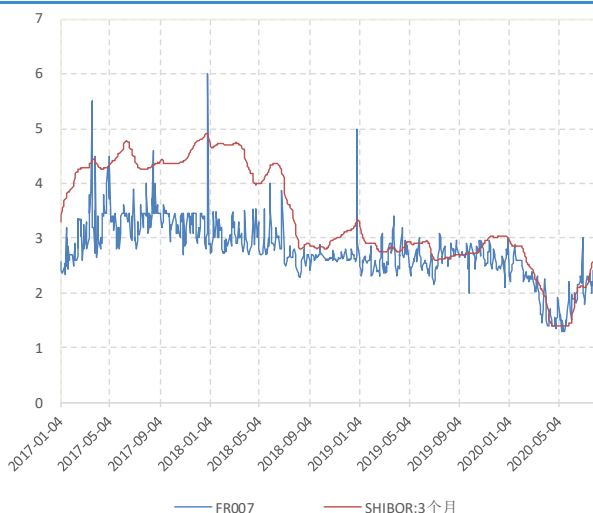
数据来源：Wind 新世纪期货

图 32： 中美 10 年期国债利差 单位：%



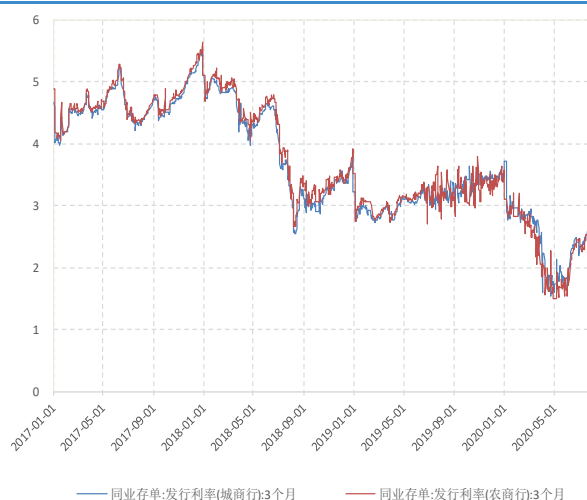
数据来源：Wind 新世纪期货

图 33: FR003 与 SHIBOR 3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 34: 3 个月同业存单发行利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

## 五、小结与交易策略

当前, 股指期货的波动率上升、夏普率下行, VaR 以及 ES 等风险因子在放大。从股指期货成交也反映出市场在加速给出顶部预期。8 月应注重风险防控, 建议比价交易, 优选做空 IF/IH, 第一目标位 1.387。也可选择做多 IH/IC, 第一目标位 0.52。也可选择增强收益策略, 卖出下月以及下下月深度虚值看涨期权。国债期货预计维持弱势震荡, 可在前期震荡区间采用箱体震荡策略。

## 免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料, 尽管我们相信报告中来源可靠性, 但对这些信息的准确性和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, 报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法, 如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论, 未免发生疑问, 本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场, 所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外, 本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明日期的判断, 可随时修改, 毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为新世纪期货研究院 (投资咨询), 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 新世纪期货研究院(投资咨询)

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>