

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>

9 月金融市场展望——

利率曲线上移，权益承压国债走弱

观点摘要：

股指期货：

股指期货波动率下降、夏普率下行，VaR 以及 ES 等风险因子基本稳定。无风险利率的抬升也使权益市场估值承压，股指期货交易结构反映出市场对于行情上行的预期在减弱。乐见风险端的稳定与经济的有序增长，叠加主动的信用收缩，使得我们建议在 9 月采用积极的防守策略，随时准备防守反击。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依然给出股指 4700 至 4800 的顶部预期，底部预期下移至 4400 一线。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月份贴水，建议选择收益增强策略，卖出 12 月深度虚值看涨期权。

国债期货：

经济的稳定增长更将凸显下半年防范资产价格泡沫的重要性，短端利率进一步抬升的空间尤存，期限利差将进一步下探，国债期货短期内维持弱势偏空的判断。

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

股指期货风险积聚，国债期货弱势震荡
2008-08

一、行情回顾

8月，国内经济总体有序向好运转，工业增加值保持增长，信贷数据继续增加，通胀数据温和上升。进入三季度，上半年积极的货币政策出现调整，国债收益率曲线整体上移，国债收益率曲线斜率减小，显现“熊平”行情，近端利率抬升幅度高于远端，国债期货小幅下跌。股指期货主力合约在经济增长和无风险利率影响下，经过前期快速上涨后在8月走出窄幅盘整，目前暂无明显上攻势能。

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7月CPI同比上涨2.7%。其中，城市上涨2.4%，农村上涨3.7%。1—7月，全国居民消费价格比去年同期上涨3.7%。其中，食品价格上涨13.2%，涨幅扩大2.1个百分点，影响CPI上涨约2.68个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%，涨幅比上月回落0.4个百分点。中国7月PPI下降2.4%，降幅比上月收窄0.6个百分点。其中，生产资料价格下降3.5%，降幅收窄0.7个百分点；生活资料价格上涨0.7%，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将随猪肉等供给转好而下降，CPI与PPI剪刀差趋于收敛。

7月广义货币(M2)余额212.55万亿元，同比增长10.7%，增速比上月末低0.4个百分点，比上年同期高2.6个百分点；狭义货币(M1)余额59.12万亿元，同比增长6.9%，增速分别比上月末和上年同期高0.4个和3.8个百分点；流通中货币(M0)余额7.99万亿元，同比增长9.9%。当月净投放现金408亿元。7月社会融资规模增量为1.69万亿元，比上年同期多4068亿元。7月份人民币贷款增加9927亿元，同比少增631亿元。主要因素在于国内经济趋于正常，资金主要提供方为控制资产价格泡沫，下半年信用投放将较上半年趋紧。

7月全国规模以上工业增加值同比增长4.8%，增速与6月份持平；环比增长0.98%。1—7月份，全国规模以上工业增加值同比下降0.4%，降幅比1—6月份收窄0.9个百分点。国有控股企

企业增加值同比增长 4.1%；股份制企业增长 4.2%，外商及港澳台商投资企业增长 7.6%；私营企业增长 4.2%。分三大门类看，采矿业增加值下降 2.6%，制造业增长 6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.7%。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，工业企业生产平稳增长，装备制造业和高技术制造业增长较快。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



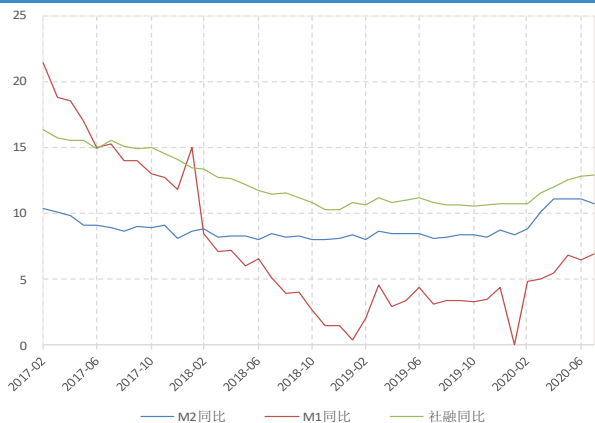
数据来源: Wind 新世纪期货

图 5: 工业增加值与发电量同比 单位: %



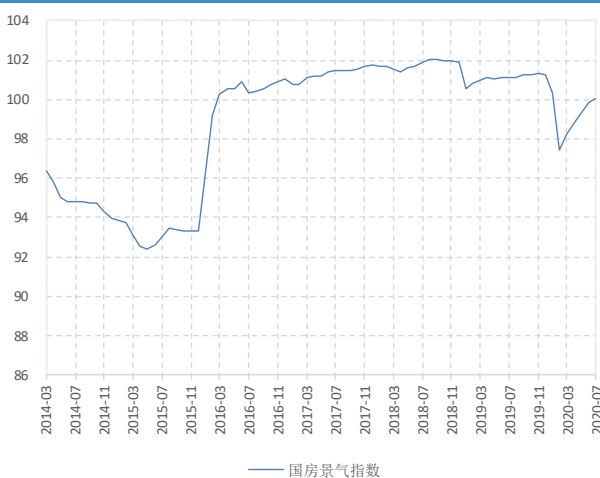
数据来源: Wind 新世纪期货

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

7 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 100.09，比 6 月份提高 0.24 点。1—7 月份，全国房地产开发投资 75325 亿元，同比增长 3.4%。1—7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 818280 万平方米，同比增长 3.0%。1—7 月份，房地产开发企业土地购置面积 9659 万平方米，同比下降 1.0%。1—7 月份，商品房销售面积 83631 万平方米，同比下降 5.8%，降幅比 1—6 月份收窄 2.6 个百分点。1—7 月份，房地产开发企业到位资金 100625 亿元，同比增长 0.8%，1—6 月份为下降 1.9%。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

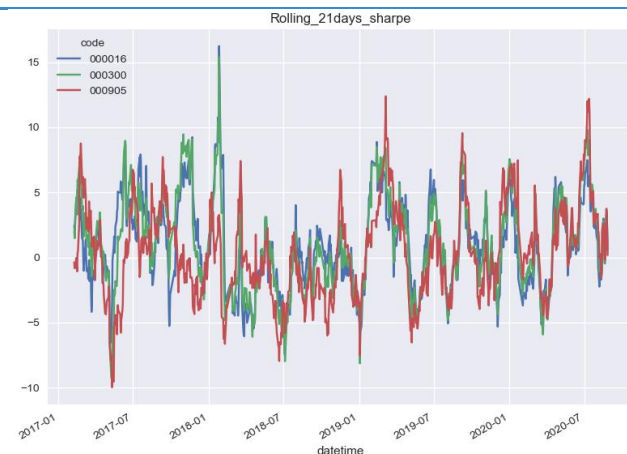
沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指在 8 月走出震荡盘整行情。从日度收益率角度观察，股指实现波动率纷纷回落，上证 50 股指与沪深 300 股指的波动率接近年内底部区域。其中，上证 50 股指的 21 天滚动年化波动率已回落至 15.5%，沪深 300 股指则接近 16%，中证 500 回落至 19.4%。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率回落至 1 以内，沪深 300 股指为 0.49，上证 50 为 0.74，中证 500 股指为 0.18。风险方面，根据 1 年期滚动 95% VaR 分析，沪深 300 股指为-1.75%，上证 50 为-1.82%，中证 500 股指为-2.16%。根据 1 年期滚动 95% Expected shortfall（又称：条件 VaR）分析，沪深 300 股指为-3.5%，上证 50 为-3.3%，中证 500 股指为-4.112%。股指的 1 年期滚动偏度和超峰度也在月内主要呈现盘整。综合看，风险和收益不平衡，但风险并未持续放大。

图 7： 21 天滚动年化波动率 单位：点



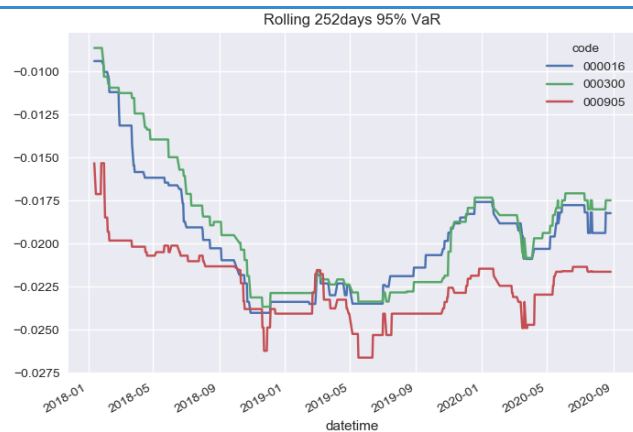
数据来源：Wind 新世纪期货

图 8： 21 天滚动年化夏普率 单位：点



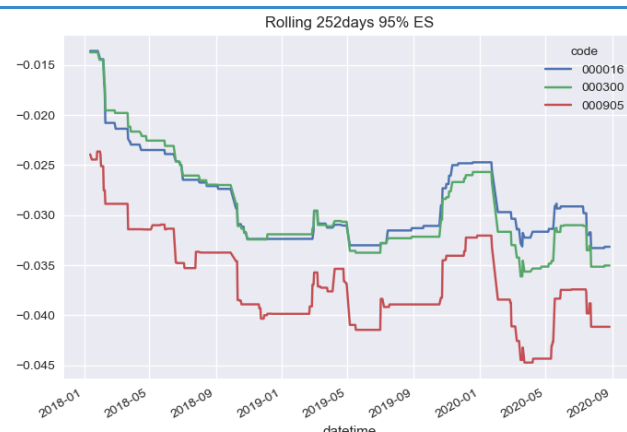
数据来源：Wind 新世纪期货

图 9： 1 年期滚动 95%VaR 单位：点



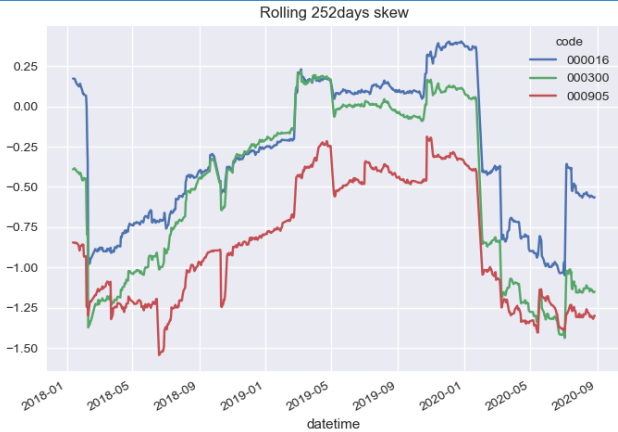
数据来源：Wind 新世纪期货

图 10： 1 年期滚动 95% Expected Shortfall 单位：点



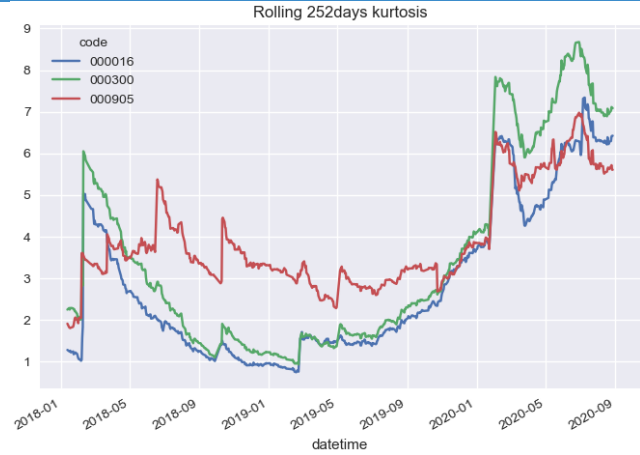
数据来源：Wind 新世纪期货

图 11: 1 年期滚动偏度 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 12: 1 年期滚动超峰度 单位: 点



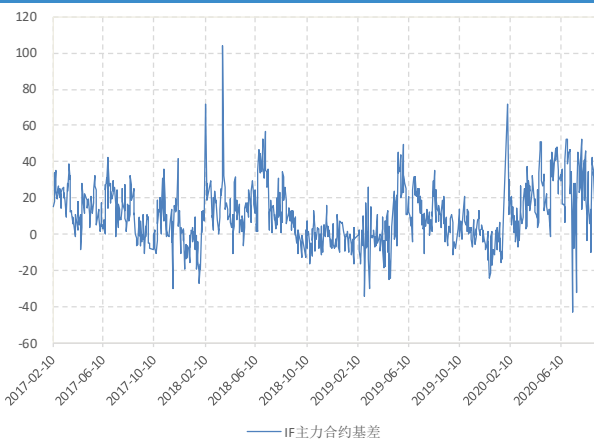
数据来源: Wind 新世纪期货

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 32.2，IH 主力合约基差 9.29，IC 主力合约基差 103，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。

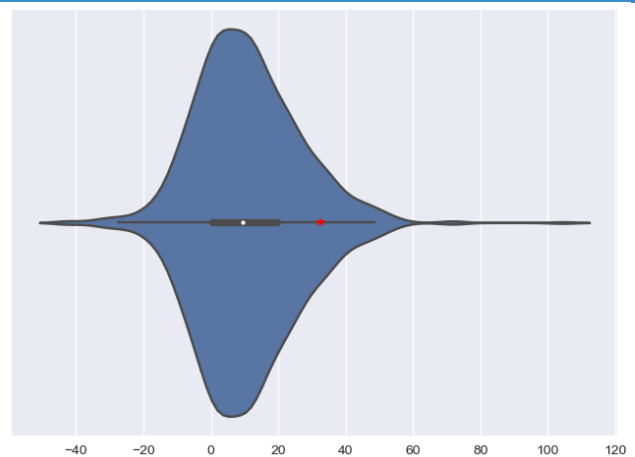
股指期货主力合约比价方面，IF/IC 和 IH/IC 在 8 月出现小幅反弹。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 达到 93%，IF/IC 达到 44.84%，IH/IC 达到 19%。IF/IH 比价进入年度绝对高位，IH/IC 进入年度偏低区域。比价优选做空 IF/IH，第一目标位 1.4。也可选择做多 IH/IC，第一目标位 0.52。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



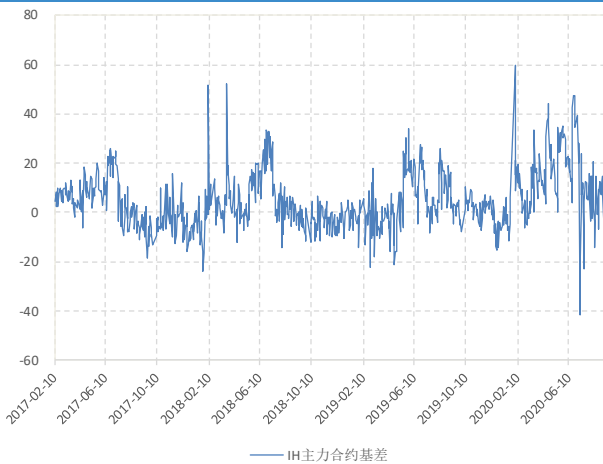
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: 3 年期 IF 主力基差琴图



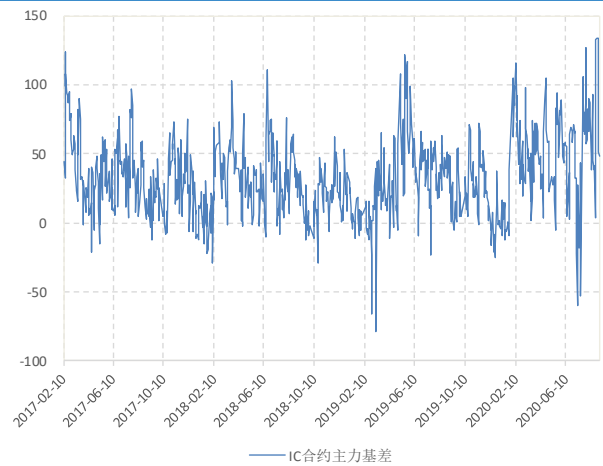
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IH 主力基差 单位: 点



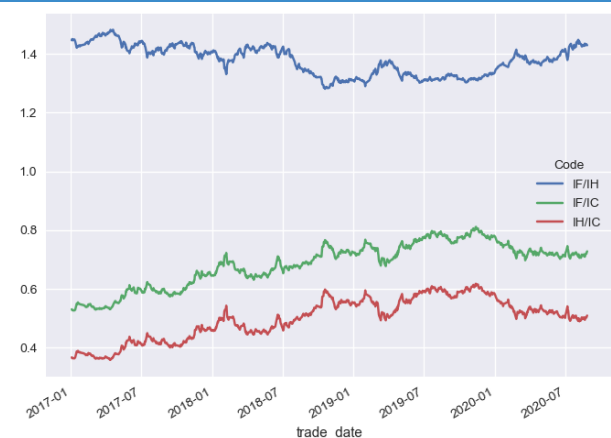
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: IC 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 股指期货主力合约比价 单位: 点

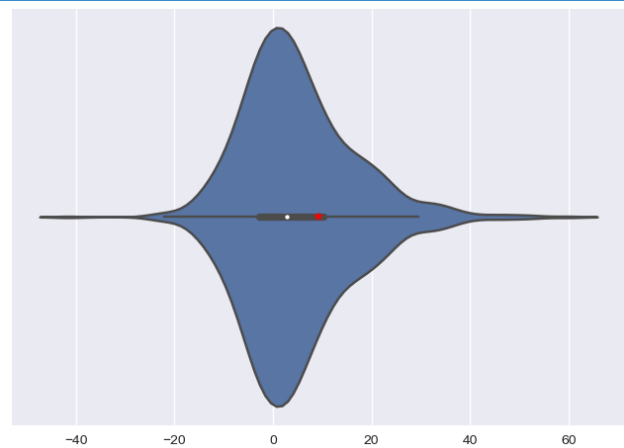


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

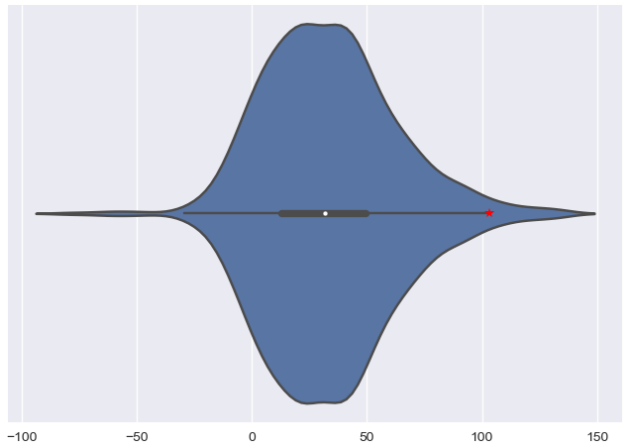
根据不同期限合约平直隐含波动率曲线显示, 近端月份的隐含波动率低于远端月份, 这也与近期股指实现波动率下降有关, 造成远端期权价格相对近端偏昂贵。9 月期权的隐含波动率

图 16: 3 年期 IH 主力基差琴图



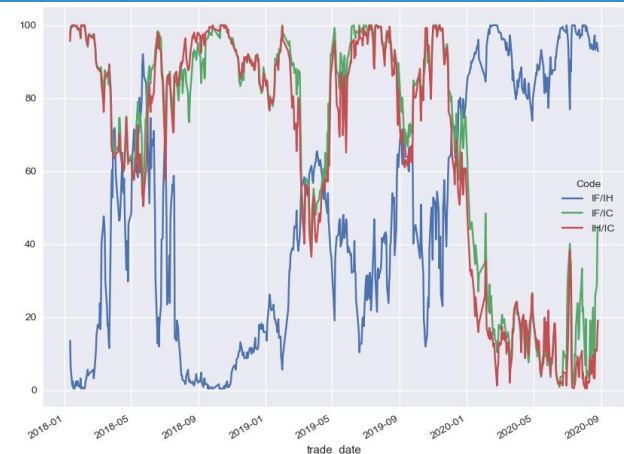
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 3 年期 IC 主力基差琴图



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 252 天滚动比价分位数 单位: %

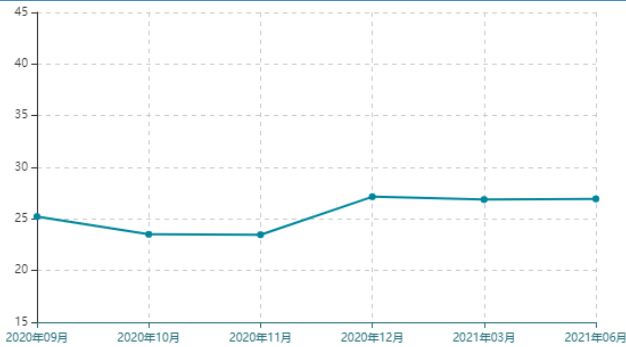


数据来源: Wind 新世纪期货

新世纪期货金融板块月报

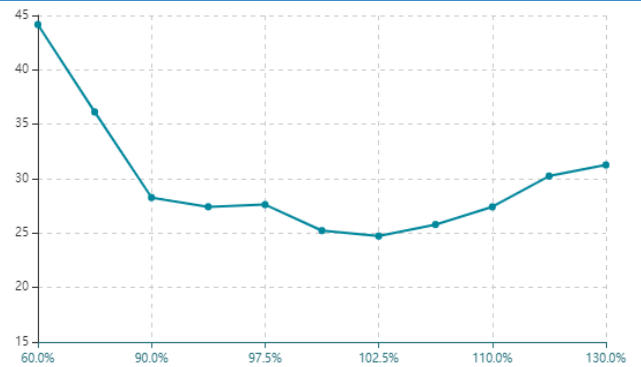
曲线也显示左侧隐含波动率偏高，投资者对于股指价格下跌的风险溢价较高。从认沽认购比角度分析，持仓量认沽认购比较月初有所回落，显示市场整体看多情绪不强，风险偏好转向保守。根据不同执行价的期权成交量分析，市场加速认为沪深 300 股指在 8 月的顶部在 4700 至 4800 一线，底部预期下移至 4400 一线。

图 21： 平值隐含波动率 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 22： 近月隐含波动率曲线 单位：%

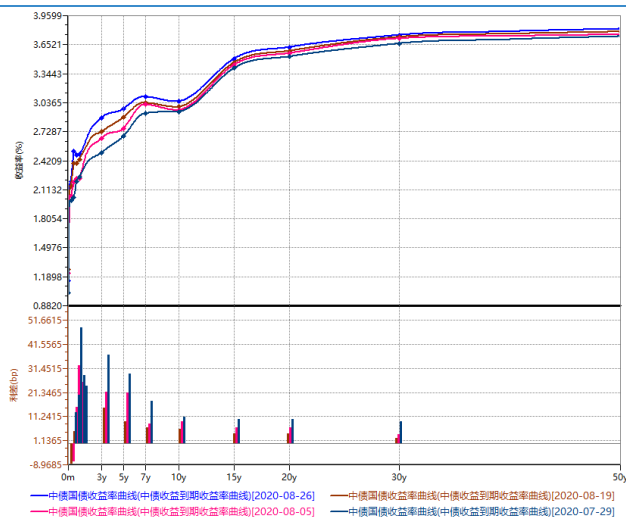


数据来源：Wind 新世纪期货

四、债券利率

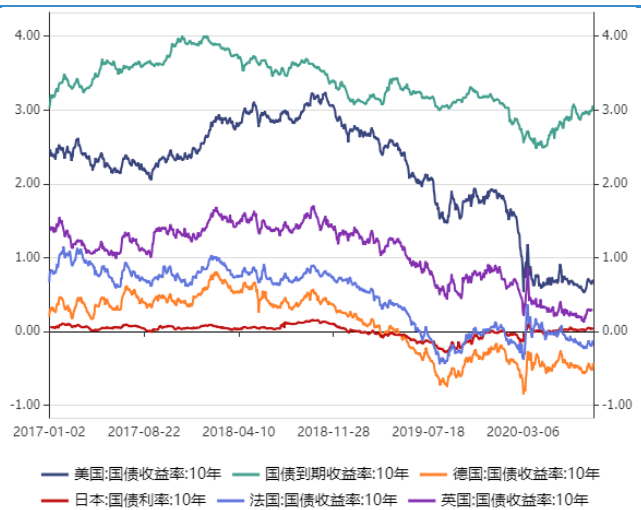
国债收益率曲线经在 8 月出现整体上移，走出“熊平”行情。国债 10 年期与 1 年期期限利差收窄，主要因素在于 1 年期国债收益率比 10 年期国债收益率更快的抬升。全球主要国家 10 年期国债在也 8 月初走出小幅反弹行情。中美 10 年期国债利差回落后再度反弹，维持在 2017 年 1 月以来的高位。从资金利率角度分析，FR007 近期连续出现上升，3 个月银行同业存单在月末出现上涨。预计，9 月内信用收缩的进程仍将继续，短端利率可能进一步抬升，国债期货难有乐观表现，维持弱势震荡的判断。

图 23： 国债期限结构 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 24： 全球主要国家 10 年期国债 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 25: 10-1 年期国债期限利差 单位: %

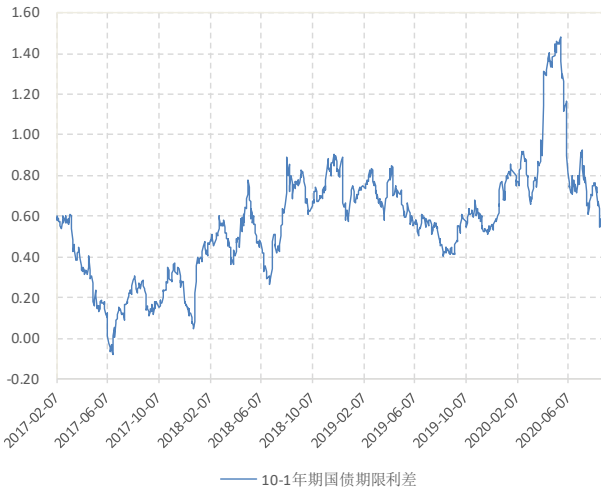
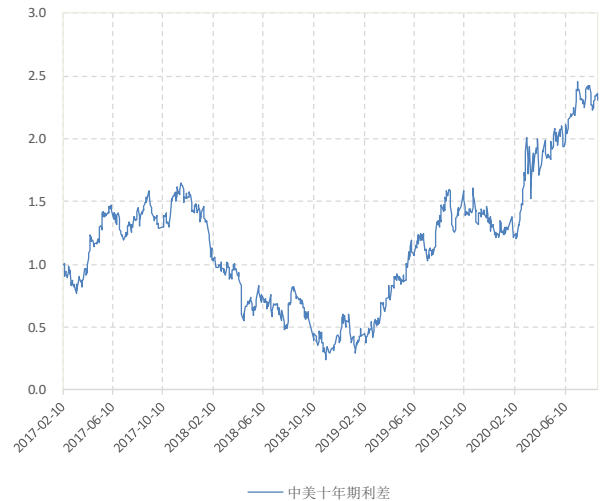


图 26: 中美 10 年期国债利差 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

数据来源: Wind 新世纪期货

图 27: FR003 与 SHIBOR 3M 走势 单位: %

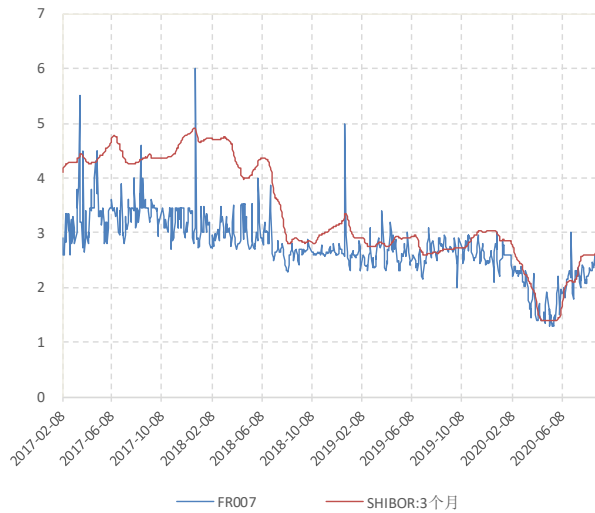
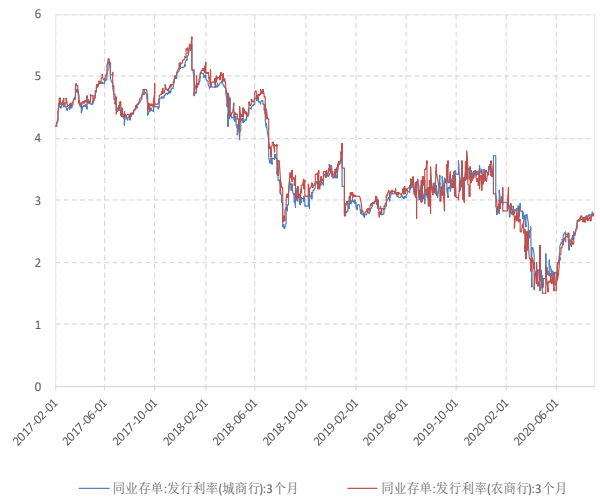


图 28: 3 个月同业存单发行利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

当前, 股指期货的波动率下降、夏普率下行, VaR 以及 ES 等风险因子基本稳定。无风险利率的上升也使权益市场估值承压, 股指期货交易结构也反映出市场对于行情上行的预期在减弱。乐见风险端的稳定与经济的有序增长, 叠加主动的信用收缩, 使得我们建议在 9 月采用积极的防守策略, 随时准备防守反击。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。单边交易则可以选择 IH, 也可选择卖出下月以及下下月深度虚值看涨期权来增强收益。经济的稳定增长更将凸显防范资产价格泡沫的重要性, 短端利率进一步抬升的空间犹存, 期限利差将进一步下探, 国债期货短期内偏空。

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

新世纪期货金融板块月报

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>