

## 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>

## 4 月金融市场展望——

## 企稳反攻，股债多头配置

## 观点摘要：

## 股指期货：

3 月，海外出现银行业风险事件，引发流动性危机，市场对于全球经济增长减速的预期抬升。国内股指总体出现小幅下探，股指滚动夏普率跌入负值区域。乐观方面是，股指实现波动率继续回落，风险指标出现缓和，利于后续的股指企稳反攻。我们建议在 4 月可以选择 IF 和 IC 作为主要的多头配置。基差交易可以选择 IF 和 IC 的主力合约基差收敛策略。比价方面，建议进入 IH/IC 的左侧多头交易，每回落 0.005 为一档收集筹码。

## 股指期货期权：

股指期货期权隐含波动率在 3 月突破前低，三大股指期货期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango，近月的隐含波动率贴水。IO、HO 和 MO 的认沽认购比在 3 月中旬反弹后进入窄幅震荡，股指看多情绪的总体水平处于中上游，市场保持温和的多头观点，但看多情绪的边际增长短期内仍有待催化。建议配置 IO 近月或者次近月的看涨期权或牛市价差。

## 国债期货：

国债收益率曲线整体下移，三大期限国债期货主力合约在 3 月小幅收阳。各主要经济体步入加息周期末端，利于国内保持温和的利率环境。债券方面，维持做多国债期限利差策略，即做多十年期国债收益率，做空两年期国债收益率。

## 风险点：

- 1、美国财政和货币政策变化；
- 2、中美对抗；
- 3、俄乌冲突；

## 相关报告

先抑后扬，权重反弹蓄能  
2023-03  
稳健控仓防守反击，股指多头继续持有  
2023-02  
春风送暖，生机勃勃，万物向阳而生  
2023-01  
配置大盘股指多头，国债期货多头介入  
2022-12

## 一、行情回顾

3月，美国区域银行出现流动性风险导致金融市场出现恐慌，市场对于美国经济衰退的预期快速上升。美联储鹰派加息预期被快速扭转，美债收益率曲线出现牛平，市场甚至计价年内出现降息。受到海外动荡市场的影响，国内股指总体出现小幅下探，股指夏普率继续回落。乐观方面是，股指实现波动率继续回落，风险指标出现缓和，利于后续的股指企稳反攻。在各主要经济体步入加息周期末端的情况下，国债收益率曲线整体小幅回落，三大期限国债期货主力合约在3月小幅收阳。

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

2023年1-2月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨1.5%。分类别看，食品烟酒价格同比上涨3.4%，衣着价格上涨0.6%，居住价格下降0.1%，生活用品及服务价格上涨1.5%，交通通信价格上涨1.0%，教育文化娱乐价格上涨1.8%，医疗保健价格上涨0.9%，其他用品及服务价格上涨2.9%。在食品烟酒价格中，鲜菜价格上涨1.3%，粮食价格上涨2.7%，猪肉价格上涨7.9%，鲜果价格上涨10.8%。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.8%。分月看，1月份全国居民消费价格同比上涨2.1%，环比上涨0.8%；2月份同比上涨1.0%，环比下降0.5%。1-2月份，全国工业生产者出厂价格同比下降1.1%。分月看，1月份同比下降0.8%，环比下降0.4%；2月份同比下降1.4%，环比持平。1-2月份，工业生产者购进价格同比下降0.2%。国内经济运行企稳，人民生产需求改善，海外需求出现走弱。

2月末，广义货币(M2)余额275.52万亿元，同比增长12.9%，增速分别比上月末和上年同期高0.3个和3.7个百分点。狭义货币(M1)余额65.79万亿元，同比增长5.8%，增速比上月末低0.9个百分点，比上年同期高1.1个百分点。流通中货币(M0)余额10.76万亿元，同比增长10.6%。当月净回笼现金6999亿元。2月末社会融资规模存量为353.97万亿元，同比增长9.9%。

其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 220.01 万亿元，同比增长 11.5%。从结构看，2 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.2%，同比高 0.9 个百分点。

2023 年 3 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，比上月下降 0.7 个百分点，高于临界点，制造业保持扩张态势。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 53.6%、50.3% 和 50.4%，低于上月 0.1、1.7 和 0.8 个百分点，均高于临界点。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均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。3 月份，非制造业商务活动指数为 58.2%，比上月上升 1.9 个百分点，高于临界点，非制造业恢复发展步伐加快。分行业看，建筑业商务活动指数为 65.6%，比上月上升 5.4 个百分点。服务业商务活动指数为 56.9%，比上月上升 1.3 个百分点。3 月份，综合 PMI 产出指数为 57.0%，比上月上升 0.6 个百分点，位于较高景气区间，表明我国企业生产经营总体情况继续好转。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



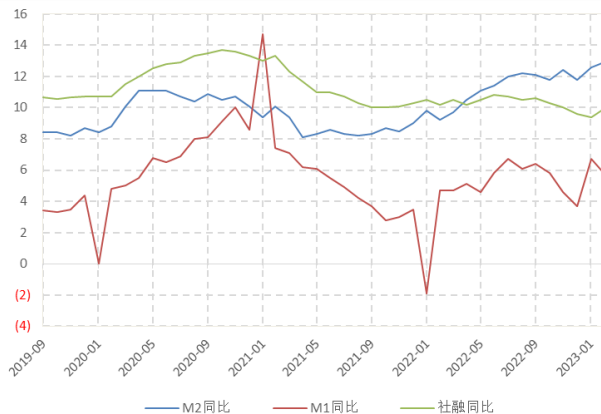
数据来源: Wind 新世纪期货

图 5: PMI 与非制造业 PMI 单位: %



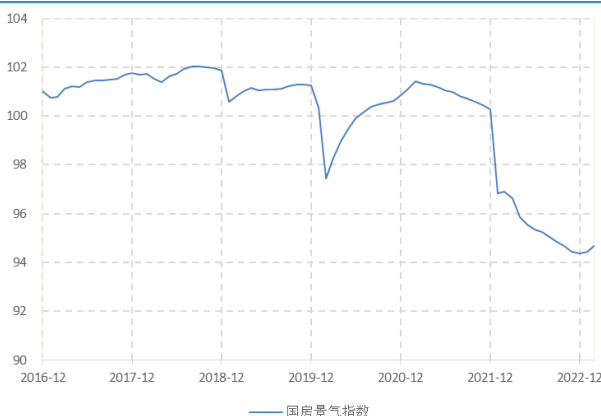
数据来源: Wind 新世纪期货

图 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

2 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 94.67。1—2 月份，全国房地产开发投资 13669 亿元，同比下降 5.7%；其中，住宅投资 10273 亿元，下降 4.6%。1—2 月份，

房地产开发企业房屋施工面积 750240 万平方米，同比下降 4.4%。1—2 月份，商品房销售面积 15133 万平方米，同比下降 3.6%，其中住宅销售面积下降 0.6%。商品房销售额 15449 亿元，下降 0.1%，其中住宅销售额增长 3.5%。2 月末，商品房待售面积 65528 万平方米，同比增长 14.9%。其中，住宅待售面积增长 15.5%。1—2 月份，房地产开发企业到位资金 21331 亿元，同比下降 15.2%。房地产行业出现企稳反弹。

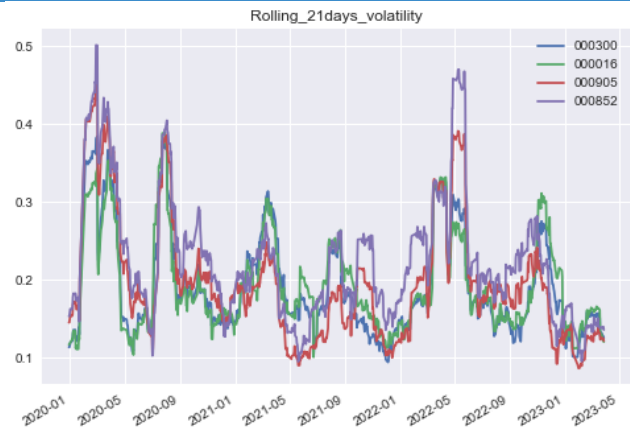
### 三、股票指数

#### 1、股指分析

3 月 1 日至 3 月 29 日的行情观察，沪深 300 股指、上证 50 股指、中证 500 股指和中证 1000 股指在 3 月全体回落，其中上证 50 股指跌幅居于首位。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为-1.56%，最大回撤-4.67%，偏度 0.13，超峰度-0.64；上证 50 股指累计收益率为-3.69%，最大回撤-5.73%，偏度 0.39，超峰度-0.8；中证 500 股指累计收益率为-1.53%，最大回撤-4.12%，偏度-0.59，超峰度-0.37；中证 1000 股指累计收益率为-2.15%，最大回撤-4.52%，偏度-0.77，超峰度-0.15。四大股指实现波动率在 3 月出现小幅回落，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 12.57%，上证 50 股指达到 12%，中证 500 股指为 12.2%，中证 1000 股指为 13.6%。从 21 日滚动年化夏普率观察，四大股指夏普率在 3 月份大幅回落，股指收益率的走弱起到了决定性作用。临近月末，四大股指滚动 21 天年化夏普率均位于负值区间，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近-1.49，上证 50 股指接近-3.73，中证 500 股指为-1.51，中证 1000 股指为-1.91。根据上述量化参数分析，当前权益市场的蓝筹股指具有相对比较优势。

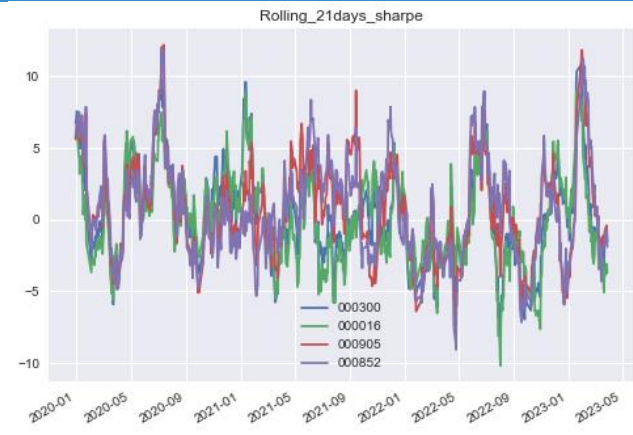
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR,  $\lambda@0.94$ , confidence\_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.32%，上证 50 为-1.33%，中证 500 股指为-1.35%，中证 1000 股指为-1.73%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-2.5%，上证 50 为-2.52%，中证 500 股指为-3.1%，中证 1000 股指为-3.7%。综合看，3 月的股指的实现波动率回落，观察的风险 VaR 值指标出现改善，利于市场风险偏好的提升。

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



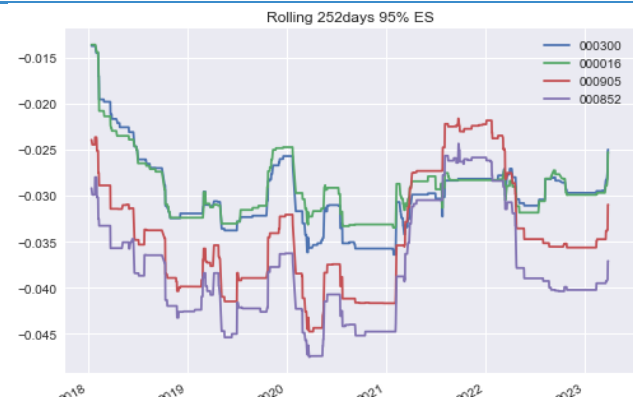
数据来源: Wind 新世纪期货

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

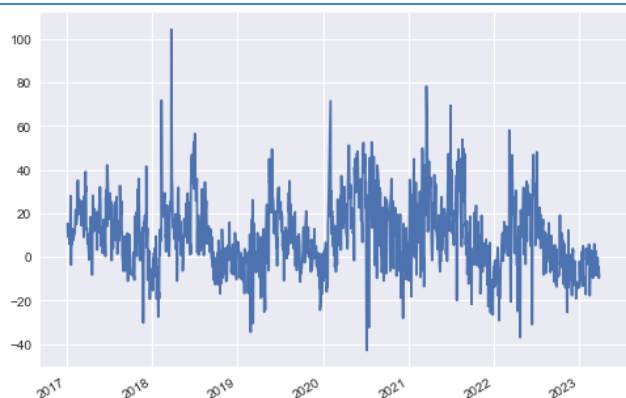
## 2、股指期货基差与价差分析

截至 3 月 29 日,四大股指期货主力合约基差均出现回落,唯有 IM 主力合约基差保持正值。最新统计,IF 主力合约基差-7.86, IH 主力合约基差-4.2, IC 主力合约基差-7.2, IM 主力合约基差 2.88。箱图中的红点表示最新基差数据,IF、IH 和 IC 主力合约基差重新回落至 25%分位数之下的区域。其中, IH 的主力合约基差虽然低于 25%分位数,但是反弹的绝对空间较窄,利润空间有限,不建议入场基差收敛策略。4 月建议构建 IF 和 IC 的基差收敛策略,低于以下目

标位可入场基差收敛策略，分别是 2020 年 1 月至今的 15%分位数，IF 基差 15%分位数为-7.01，IC 基差 15%分位数为-5.76。目标位为 2020 年 1 月至今的统计中位数，IF 基差中位数为 8.27，IC 基差中位数为 23.86。

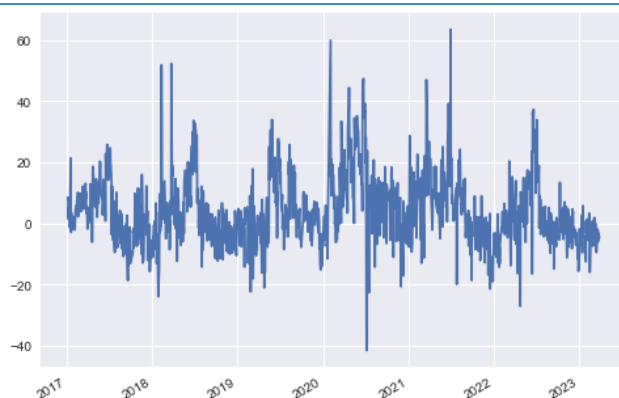
股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.52，IF/IC 最新录得 0.64，IF/IM 最新录得 0.59，IH/IC 最新录得 0.421，IH/IM 最新录得 0.388，IC/IM 最新录得 0.92。六大比价中，IF/IH 和 IC/IM 在 3 月走出反弹行情，其余比价总体呈现回落。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于 96%分位数，IF/IC 下行 18.25%分位数，IH/IC 回落至 12.7%分位数。IF/IC 和 IH/IC 股指比价正迈向极值区域，IH/IC 比价回落速度更快。4 月建议可收集 IH/IC 多头筹码，每回落 0.005 为一档收集。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



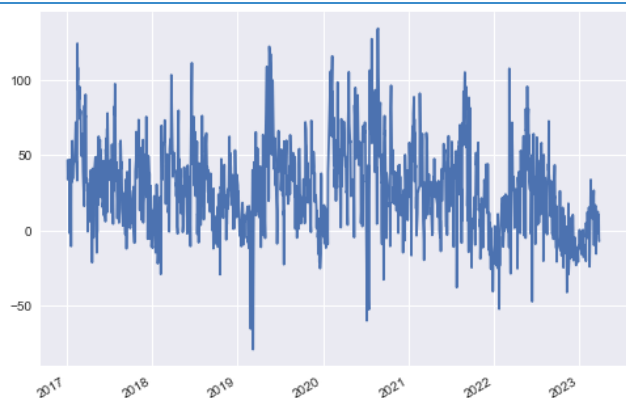
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



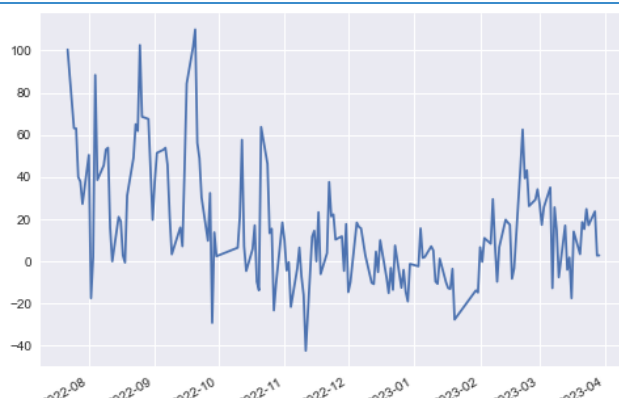
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



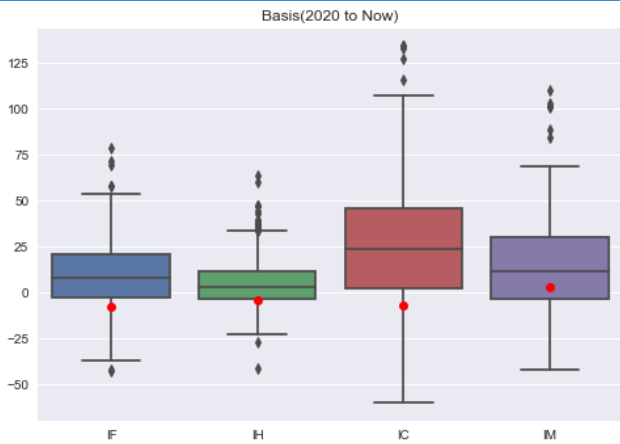
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



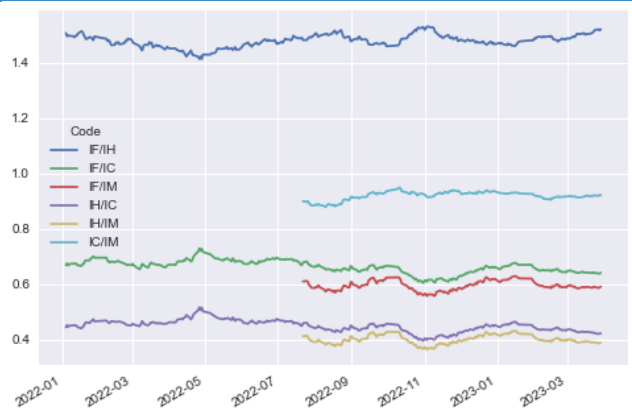
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



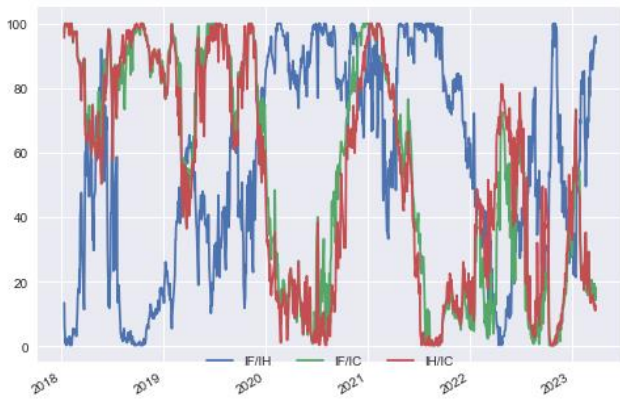
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



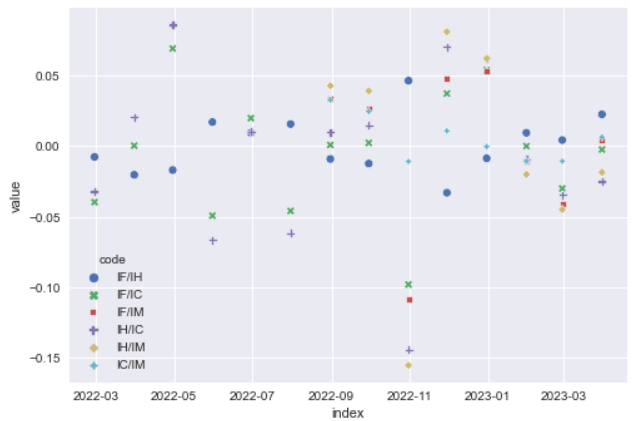
数据来源: Wind 新世纪期货

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、股指期货分析

股指期货隐含波动率在 3 月突破前低。根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率在 3 月上旬保持区间震荡, 在下旬快速回落。IO 和 MO 隐含波动率突破前低, HO 隐含波动率达到前低水平。三大股指期货平值隐含波动率形成 Contango 结构, 近月的隐含波动率贴水。从认沽认购比角度分析, IO、HO 和 MO 认购比在 3 月中旬反弹后进入窄幅震荡。上述数据体现出股指看多情绪的总体水平处于中上游, 市场保持温和的多头观点, 但看多情绪的边际增长短期内仍有待催化。

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较前期缩窄, 下方可站稳于 4000 一线, 上方阻力位至 4100 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指近期下方可站稳于 6800 一线, 上方阻力位仍位于 7000 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 2600 一线, 上方阻力位仍位于 2700 一线。

鉴于以上分析, 利用隐含波动率低位的优势, 建议配置 IO 近月或者次近月的看涨期权或牛

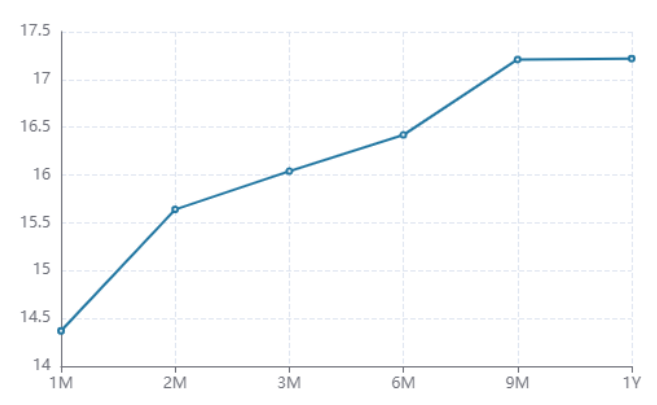
市价差。

图 21: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



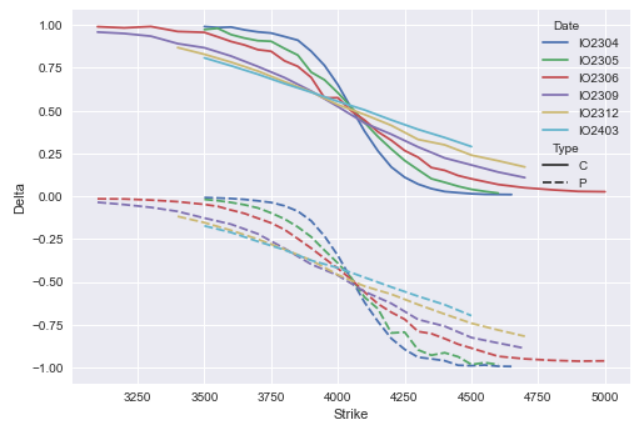
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 隐含波动率期限结构 单位: %



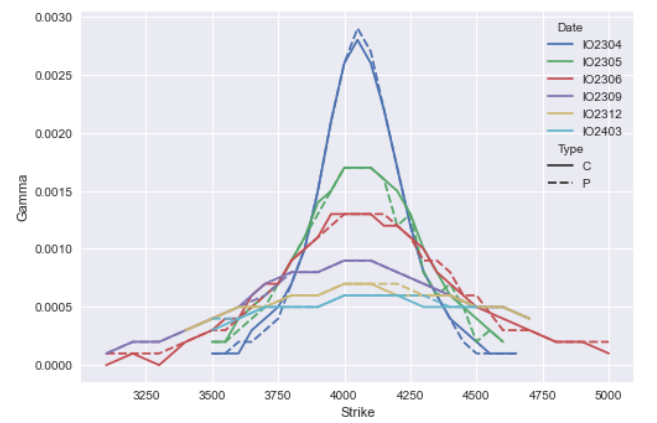
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



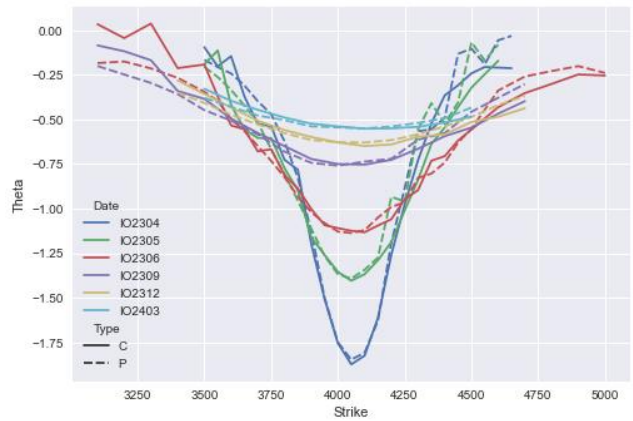
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



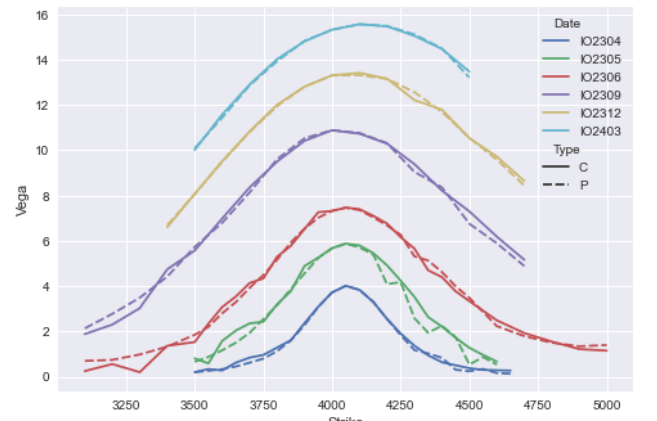
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期货 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

## 四、债券利率

3 月, 全球主要国家十年期国债利率在 3 月都出现回落, 主要影响因素在于银行业出现危机事件, 市场担心引发金融危机, 衰退预期迅速抬升。3 月上旬, 美国硅谷银行和签名银行等区

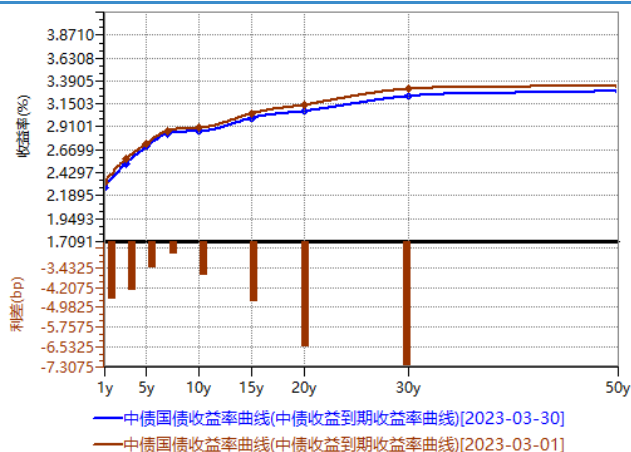


域银行爆发流动性风险，同步显示美国多达 186 家银行有可能存在与硅谷银行类似风险，市场恐惧再度出现“贝尔斯登时刻”，导致金融市场大幅波动。美国政府迅速出手相助，提供存款保护来避免银行挤兑，抑制了银行风险的外溢。后续，瑞士信贷出现信用危机，在瑞士央行的协调下，被瑞银 32 亿美元收购，至此瑞士信贷的风险得到控制。全球六大央行统一行动，提升了货币互换的操作频率，提供给市场充分的美元流动性，避免系统性风险。

美国联邦储备委员会 3 月 22 日宣布，将联邦基金利率目标区间上调 25bps 到 4.75%至 5% 的水平。由于强劲的薪资就业和坚韧的服务业通胀，未来 5、6、7 月各加息 25bps 的观点没有变化。在连续第九次加息后，预期本轮加息接近尾声，若美联储进一步持续加息，美国各类风险事件出现频率会增加，造成美国提前进入衰退可能性上升，美元指数进一步下挫可能性存在。从个别衍生品计价角度观察，市场已经将降息计价其中，预期年内将出现不仅 1 次的降息。

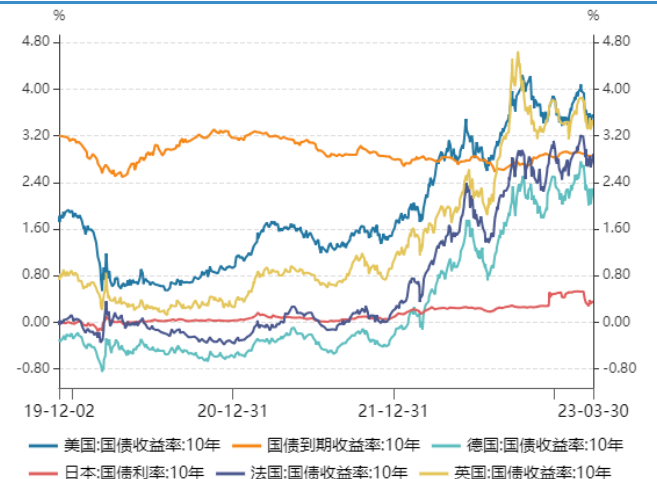
3 月，国债收益率曲线出现整体下移，国债十年期与一年期期限利差窄幅震荡。从资金利率角度分析，3 月 SHIBOR3M 保持平稳，利率水平位于 2.45%。FR007 受到季度末流动性影响，震荡中枢抬升，利率水平短期突破 3%。银行间同业存单收益率出现分化，1 个月的收益率上升，3 个月和 6 个月收益率出现小幅回落。3 月海外经济出现较大波动，诸多发达国家的加息周期已经步入末端，利于国内保持温和的利率环境。新一届政府贯彻落实党的二十大精神，把发展经济的着力点放在实体经济上，各部委纷纷出台支持实体经济发展的财政和货币政策，经济也表现出强劲的回升势头。根据债市和利率走势，继续维持年报中建议的做多国债期限利差策略，即做多十年期国债收益率，做空两年期国债收益率。

图 27: 国债期限结构 单位: %



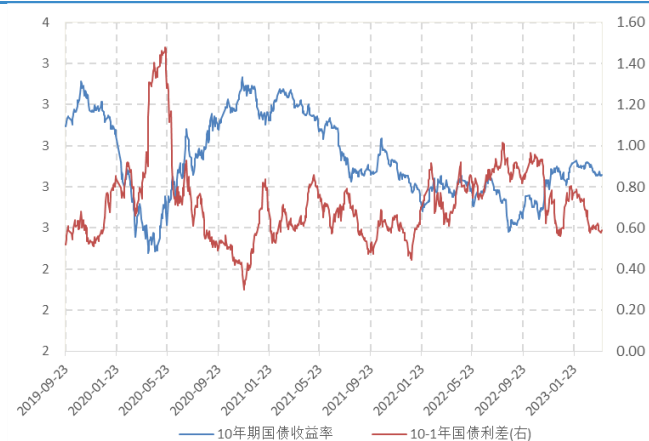
数据来源: Wind 新世纪期货

图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



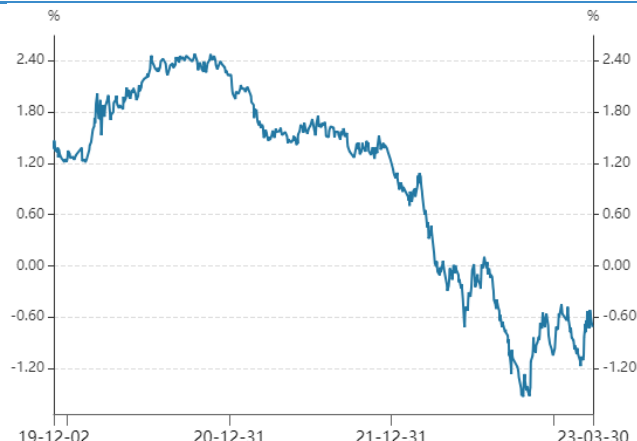
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 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: %



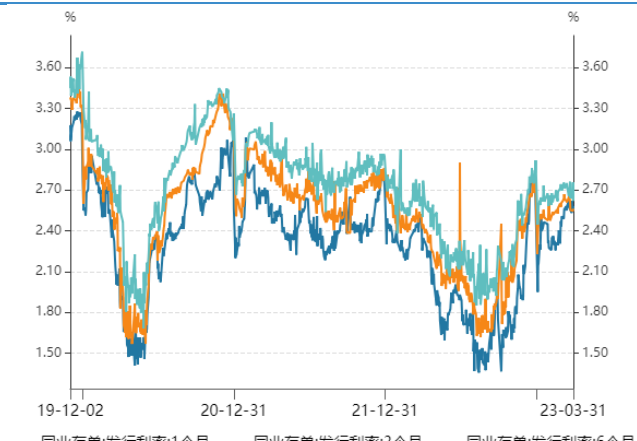
数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 同业存单发行利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

## 五、小结与交易策略

3 月, 海外出现银行业风险事件, 引发流动性危机, 市场对于全球经济增长减速的预期抬升。国内股指总体出现小幅下探, 股指夏普率跌入负值区域。乐观方面是, 股指实现波动率继续回落, 风险指标出现缓和, 利于后续的股指企稳反攻。我们建议在 4 月可以选择 IF 和 IC 作为主要的多头配置。基差交易可以选择 IF 和 IC 的主力合约基差收敛策略。比价方面, 建议进入 IH/IC 的左侧多头交易, 每回落 0.005 为一档收集筹码。目前股指期权隐含波动率偏低, 建议配置 IO 近月或者次近月的看涨期权或牛市价差。债券方面, 维持做多国债期限利差策略, 即做多十年期国债收益率, 做空两年期国债收益率。

## 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>