

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 6 月金融市场展望一

经济稳定回升，股债多头持有

观点摘要：

股指期货：

5 月，中国经济继续呈现稳定回升的趋势，经济主要指标有所改善。截至 5 月 29 日，四大股指在 5 月走势分化，中小盘股指月度收跌，四大股指 21 天滚动实现波动率均回落，中小盘股指夏普率回落，四大股指的风险 VaR 值转好。我们建议 2024 年 5 月持有 IH 和 IF 的多头交易。基差方面，IM 基差偏高，建议 IM 基差做空策略可以入场。比价方面，IF/IH 位于区间下方极值，IF/IH 具有反弹动能，建议稳健投资者继续持有 IF/IH 的多头仓位。

股指期货期权：

三大股指期权平值隐含波动率均在 5 月震荡下行且低于月初水平。IO 和 HO 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构，前端贴水。MO 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，IO 的认沽认购比小幅抬升，显示沪深 300 股指看涨情绪相对较强。股指期货期权方面，建议持有 IO 的次近月牛市价差。

国债期货：

5 月，中国国债收益率曲线近端和中端利率下行，远端出现上行，10 年和 1 年期限价差出现走强。同时，SHIBOR3M 利率进一步下探至 1.96% 附近，FR007 回落至 1.95% 附近。近期货币政策逆周期调节力度有望增强，由于当前阶段汇率稳定的重要性，人民银行在考虑降息时会非常谨慎，更倾向于降准。债券方面，我们建议继续持有国债期货多头，前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

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

否极泰来，制度建设助推指数上行
2024-05
反弹动能减弱，股债多头稳健防守
2024-04
降息推动估值修复，风险偏好上升
2024-03
货币政策宽松，做多期限利差
2024-02

一、行情回顾

5月，中国经济继续呈现稳定回升的趋势，经济主要指标有所改善。4月份社会消费品零售总额和货物进出口总额同比分别增长2.3%和8%，全国固定资产投资同比增长4.2%。全国城镇调查失业率为5%，比上月下降0.2个百分点，全国居民消费价格指数（CPI）环比由降转涨，同比上涨0.3%。二季度之后可能仍会出现降准，货币政策逆周期调节力度有望增强。海外，美国经济数据反弹以及美联储近期偏鹰派的表态，市场预期美联储已将首次降息节点后移至9月。欧元区整体的物价涨幅创下去年11月以来最慢步伐，为欧洲央行6月降息提供数据支撑，并且已经有多位欧央行政策决策者在公开发言中支持6月首次降息。截至5月29日，四大股指在5月走势分化，中小盘股指月度收跌，四大股指21天滚动实现波动率均回落，中小盘股指夏普率回落，四大股指的风险VaR值转好，大盘股指量化指标更显优势。中国国债收益率曲线中近端下移，收益率曲线斜率走陡，国债10年期和1年期利差上行，国债期货主力合约月线收阳。

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

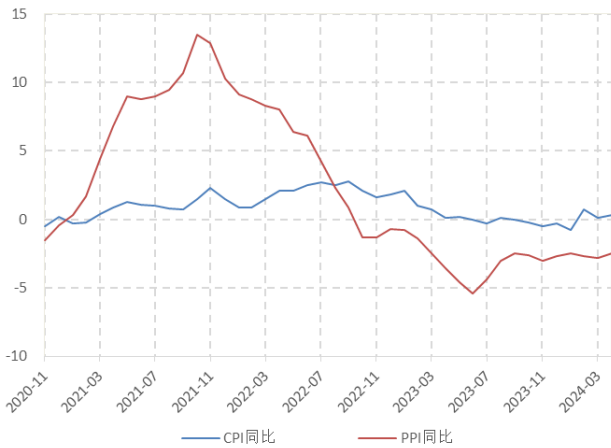
2024年4月份，全国居民消费价格同比上涨0.3%。其中，城市上涨0.3%，农村上涨0.4%；食品价格下降2.7%，非食品价格上涨0.9%；消费品价格持平，服务价格上涨0.8%。1—4月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.1%。4月份，全国居民消费价格环比上涨0.1%。其中，城市上涨0.1%，农村持平；食品价格下降1.0%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格下降0.1%，服务价格上涨0.3%。4月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%，工业生产者购进价格同比下降3.0%，降幅比上月分别收窄0.3、0.5个百分点；工业生产者出厂价格和购进价格环比分别下降0.2%、0.3%。1—4月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.7%，工业生产者购进价格下降3.3%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降3.1%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约2.32个百分点。

4月末，广义货币(M2)余额 301.19 万亿元，同比增长 7.2%。狭义货币(M1)余额 66.01 万亿元，同比下降 1.4%。流通中货币(M0)余额 11.73 万亿元，同比增长 10.8%。前四个月净投放现金 3866 亿元。4月末，本外币贷款余额 252.41 万亿元，同比增长 9.1%。月末人民币贷款余额 247.78 万亿元，同比增长 9.6%。4月末，本外币存款余额 297.45 万亿元，同比增长 6.4%。月末人民币存款余额 291.59 万亿元，同比增长 6.6%。4月末社会融资规模存量为 389.93 万亿元，同比增长 8.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 244.92 万亿元，同比增长 9.1%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.78 万亿元，同比下降 4.2%。2024 年前四个月社会融资规模增量累计为 12.73 万亿元，比上年同期少 3.04 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9.44 万亿元，同比少增 1.7 万亿元。

5 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.5%，比上月下降 0.9 个百分点，制造业景气水平有所回落。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.7%，比上月上升 0.4 个百分点；中、小型企业 PMI 为 49.4%和 46.7%，比上月下降 1.3 和 3.6 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，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。5 月份，非制造业商务活动指数为 51.1%，与上月基本持平，非制造业继续保持扩张。5 月份，综合 PMI 产出指数为 51.0%，比上月下降 0.7 个百分点，继续高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持恢复发展态势。

4 月份，房地产开发景气指数 (简称“国房景气指数”) 为 92.02。1—4 月份，全国房地产开发投资 30928 亿元，同比下降 9.8% (按可比口径计算)；其中，住宅投资 23392 亿元，下降 10.5%。1—4 月份，房地产开发企业房屋施工面积 687544 万平方米，同比下降 10.8%。其中，住宅施工面积 480647 万平方米，下降 11.4%。房屋新开工面积 23510 万平方米，下降 24.6%。1—4 月份，新建商品房销售面积 29252 万平方米，同比下降 20.2%，其中住宅销售面积下降 23.8%。4 月末，商品房待售面积 74553 万平方米，同比增长 15.7%。其中，住宅待售面积增长 24.5%。1—4 月份，房地产开发企业到位资金 34036 亿元，同比下降 24.9%。

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

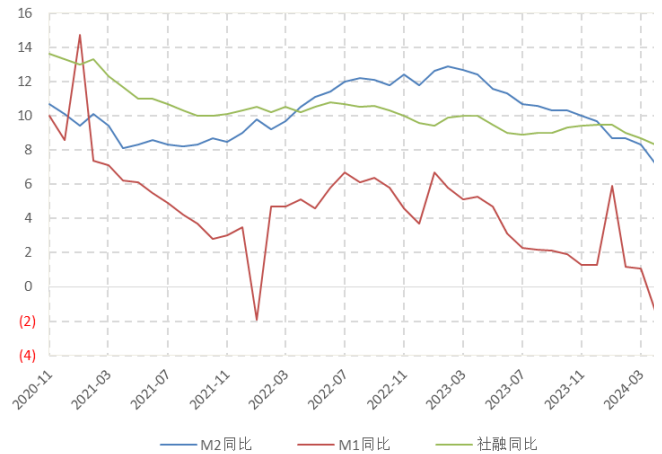
三、股票指数

1、股指分析

截至 5 月 29 日的行情观察,四大股指在 5 月出现分化,中小盘股指出现月度回落。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为 0.25%,最大回撤-2.4%,偏度 0.15,超峰度-0.86;上证 50 股指累计收益率为 1.17%,最大回撤-2.3%,偏度 0.14,超峰度-0.66;中证 500 股指累计收益率为-2.07%,最大回撤-4.4%,偏度 0.34,超峰度-0.68;中证 1000 股指累计收益率为-2.66%,最大回撤-5%,偏度 0.13,超峰度-0.9。

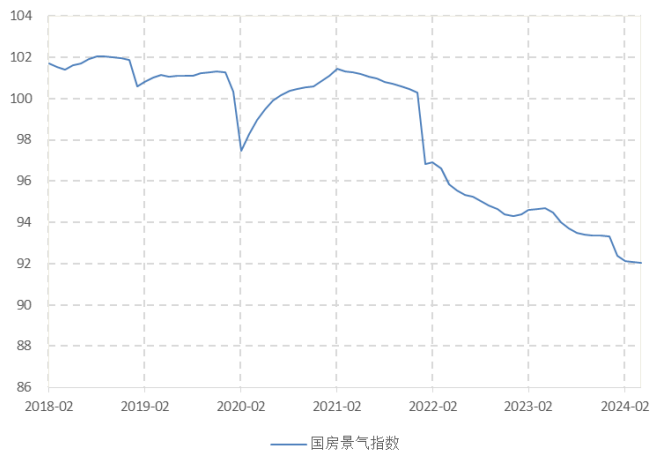
四大股指 21 天滚动实现波动率在 5 月齐齐回落。其中,沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 13%,上证 50 股指达到 11.5%,中证 500 股指为 18.5%,中证 1000 股指为 20.8%。四大股指夏普率在 5 月上升后回落,四大股指夏普率都处于正值区域,中小盘股指夏普率低于上月末水平。分项上看,沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率上升 0.28 至 2.13,上证 50 股指上升 0.05 至 2.6,中证 500 股指下行 1.33 至 0.84,中证 1000 股指下行 0.48 至 0.4。根据上述量化

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: %

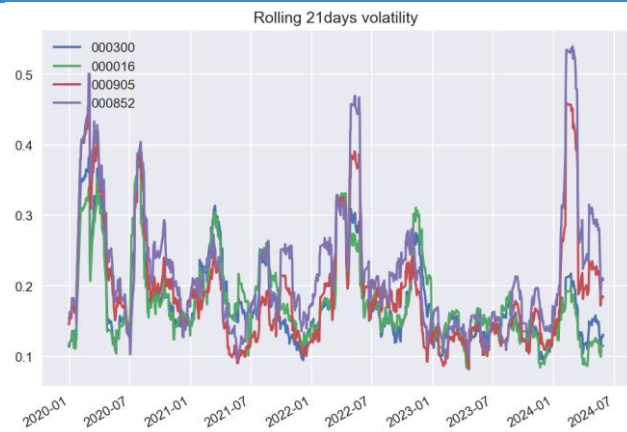


数据来源: Wind 新世纪期货

参数分析，当前沪深 300 股指和上证 50 股指出现比较优势。

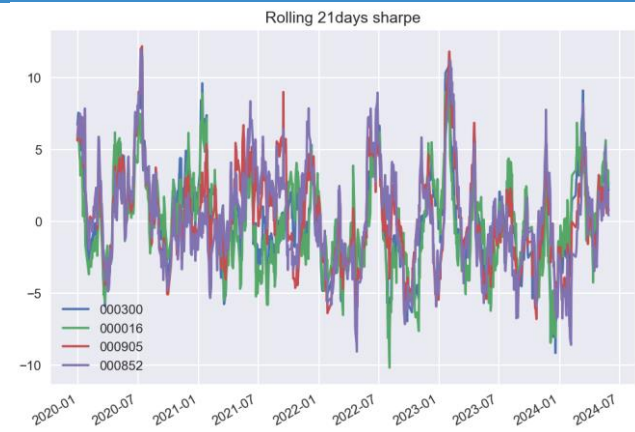
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda@0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.16%，上证 50 为-1.07%，中证 500 股指为-1.97%，中证 1000 股指为-2.33%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-1.73%，上证 50 为-1.8%，中证 500 股指为-2.57，中证 1000 股指为-3.67%。综合看，5 月各个股指的风险 VaR 值指标转好，大盘股指年度风险指标更显优势。

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

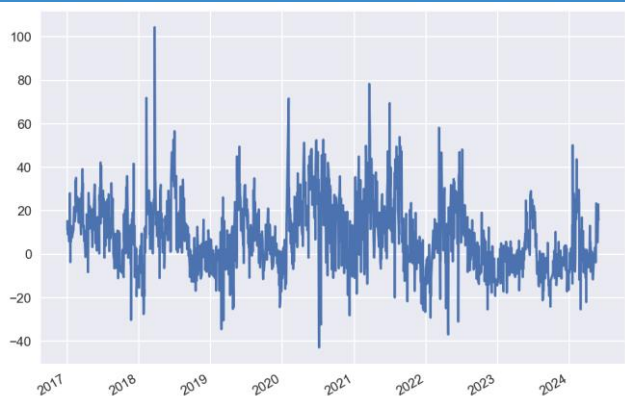
2、股指期货基差与价差分析

截至 5 月 29 日，四大主力合约基差全体上升。目前，IF 主力合约基差为 15.9，IH 主力合约基差为 11.6，IC 主力合约基差为 43.3，IM 主力合约基差为 75.85。箱图中的红点表示最新基差数据，IM、IH 和 IC 的股指基差都高于 4 年来的 75%分位数，IM 基差偏高建议 IM 基差做空策略可以入场。

股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.45，IF/IC 最新录得 0.68，IF/IM 最新录得 0.682，IH/IC 最新录得 0.47，IH/IM 最新录得 0.47，IC/IM 最新录得 1.0。六大比价中，IF/IH 在 5 月小幅下行，其余比价均出现反弹。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于 9.12%分位数，IF/IC 位于 97%分位数，IH/IC 位于 95%分位数。目前，由于 IF/IH 位于区间下方极值，从前述收益风险等量化指标看，IF/IH 仍然具有反弹动能，建议稳健投资者继续持有 IF/IH 的多头仓位。

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

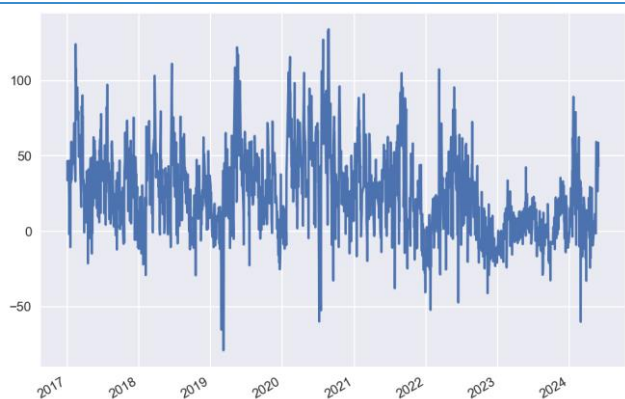
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

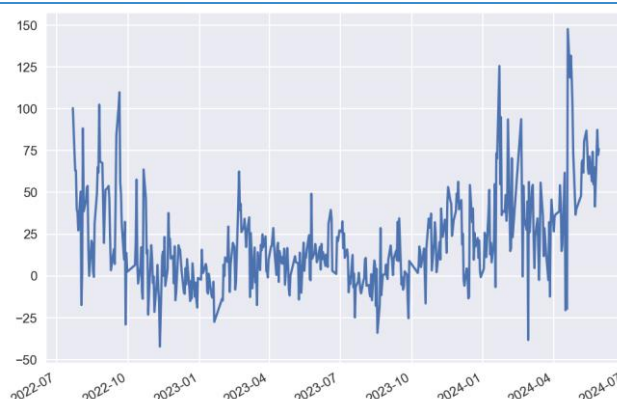
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

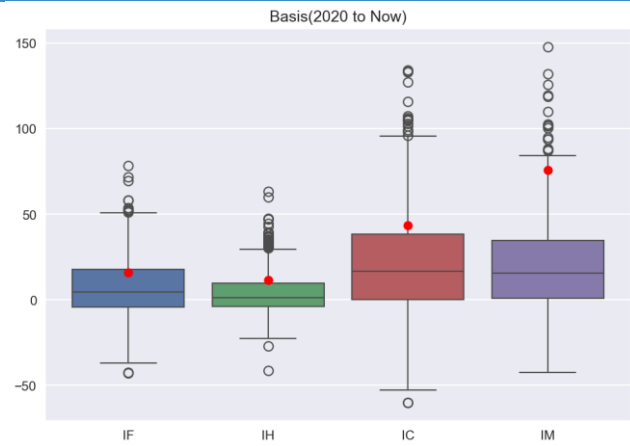
图 16: IM 主力基差

单位: 点



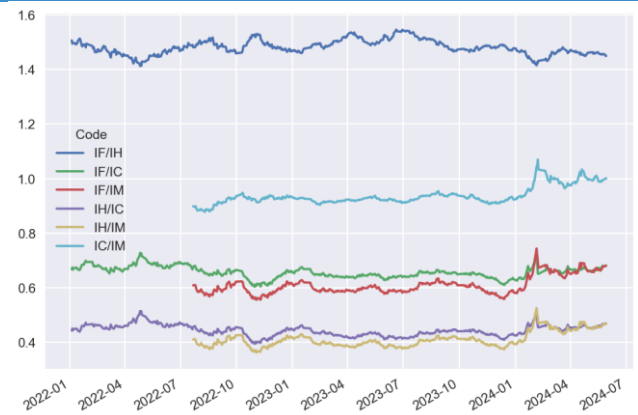
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



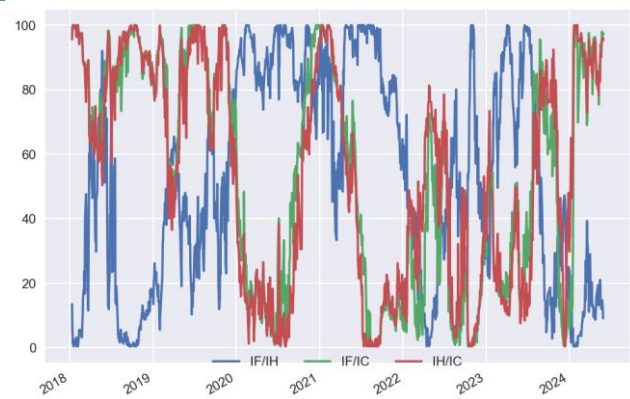
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



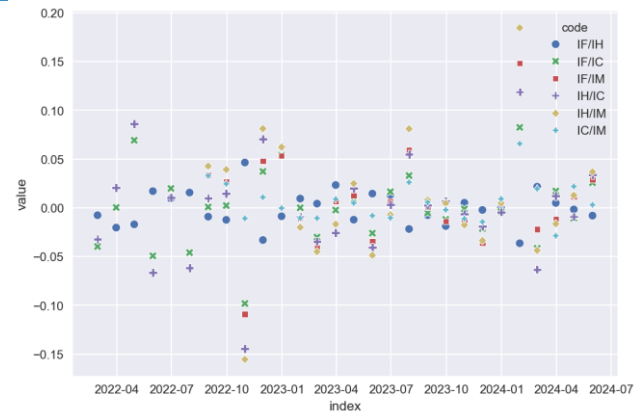
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

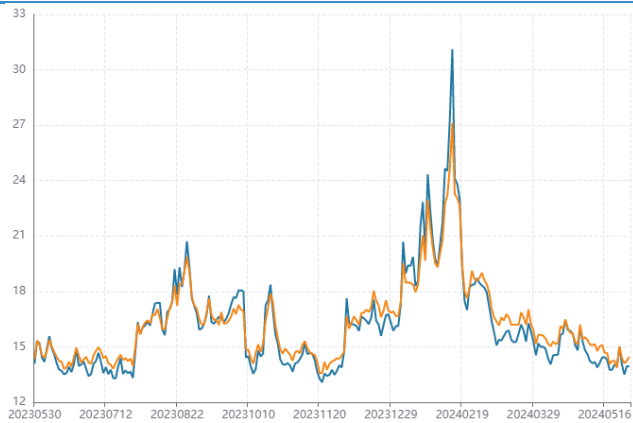


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

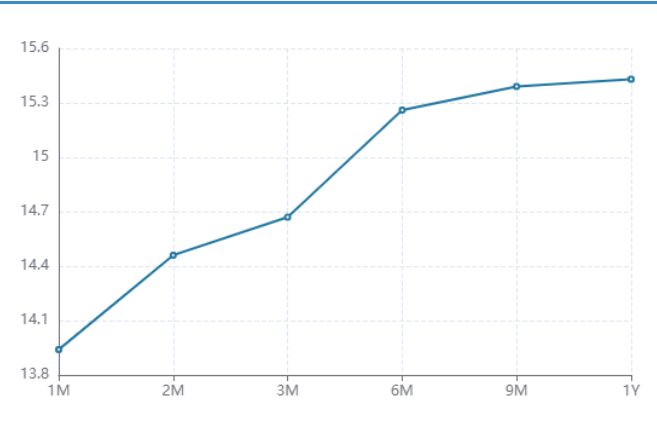
截止 5 月 30 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, 三大股指期权平值隐含波动率均在 5 月震荡下行, 低于月初水平。当前, IO 和 HO 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。MO 平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构, 前端升水。从认沽认购比角度分析, HO 和 MO 在 5 月均出现震荡回落, IO 的认沽认购比小幅抬升, 显示沪深 300 股指看涨情绪相对较强。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 3500 一线, 上方阻力位至 3700 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 5000 一线, 上方阻力位于 5600 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 2400 一线, 上方阻力位仍位于 2600 一线。股指期权建议持有 IO 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: %



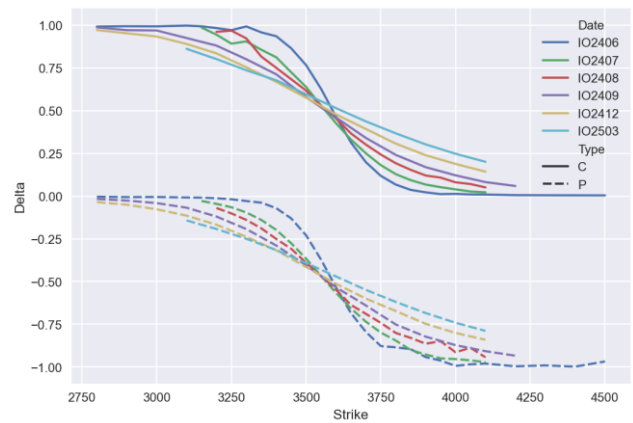
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: IO 隐含波动率期限结构 单位: %



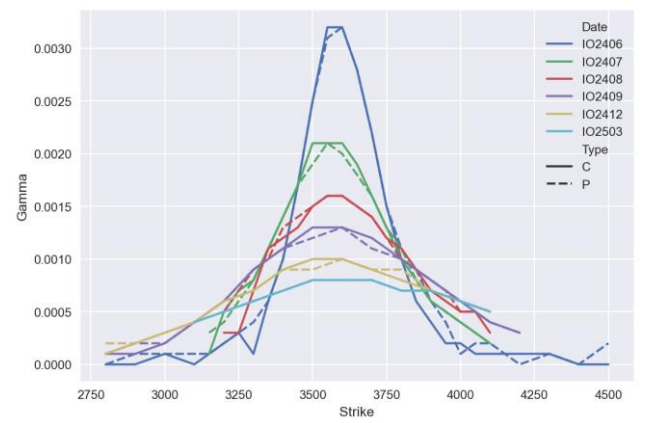
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货期权 Delta



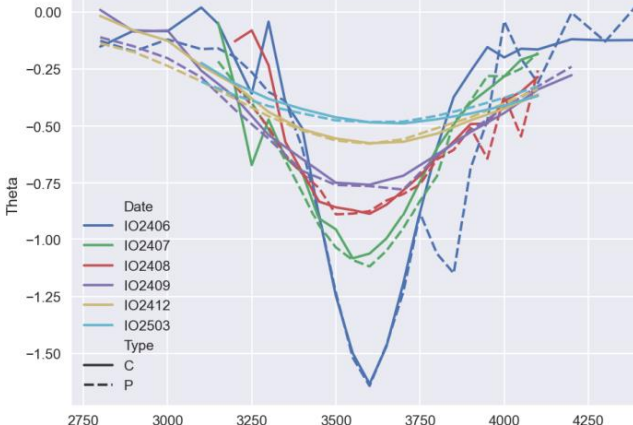
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货期权 Gamma



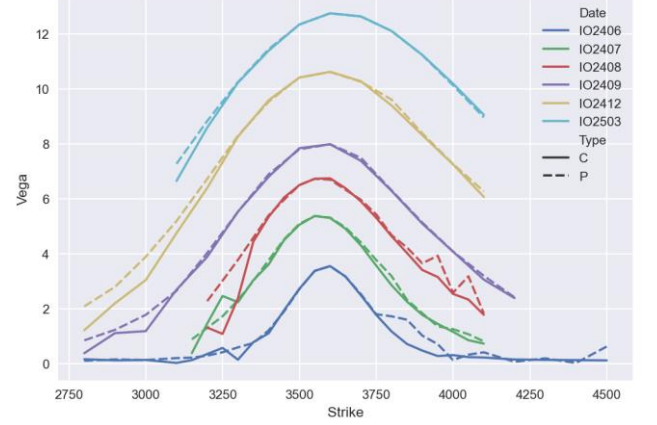
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期货期权 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

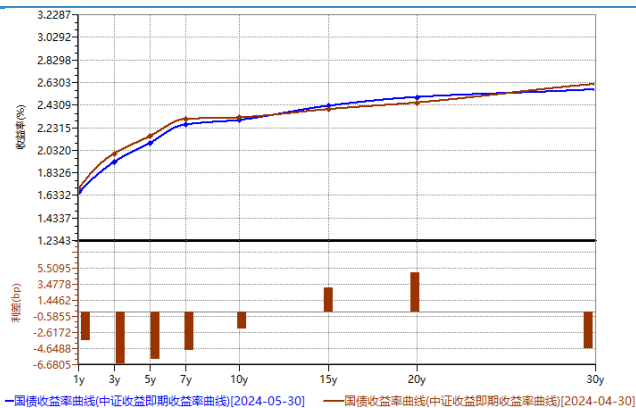
4 月美国消费者价格指数 (CPI) 环比增长 0.3%，经季节性调整前同比增长 3.4%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国核心消费者价格指数环比增长 0.3%，经季节性调整前同比增长 3.6%。4 月份生产者价格指数 (PPI) 涨幅超出预期。核心生产者价格涨幅也超出预期，不包括食

品和能源的生产者价格指数上涨 0.5%，不包括食品、能源和贸易服务的生产者价格指数上涨 0.4%。目前，更好的经济数据和海外更高的通胀情况，以及美联储近期偏鹰派的言论进一步强化了美联储将延长利率高位的预期，市场认为最早的降息节点进一步推迟至 9 月。

欧元区 4 月 CPI 同比增长 2.4%，预期增长 2.40%；4 月 CPI 环比增长 0.6%，预期增长 0.60%。欧元区 5 月制造业 PMI 初值 47.4，高于预期 46.2；5 月服务业 PMI 初值 53.3，仍保持扩张。欧元区整体的物价涨幅创下去年 11 月以来最慢步伐，为欧洲央行 6 月降息提供数据支撑，并且已经有多位央行政策决策者在公开发言中支持 6 月首次降息，市场普遍预期欧洲央行首次降息发生在 6 月。4 月英国消费者价格指数（CPI）同比上涨 2.3%，为三年来最低水平，但高于预期的 2.1% 涨幅。英国 4 月通胀放缓程度低于预期，市场对 6 月份开始降息的预期大幅下降，这可能促使英国央行事实上推迟年内首次降息的时间。

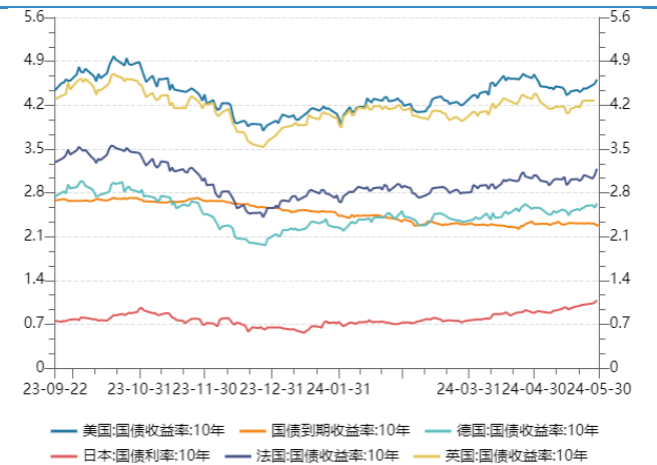
5 月，中国国债收益率曲线近端和中端利率下行，远端出现上行，10 年和 1 年期限价差出现走强。同时，SHIBOR3M 利率进一步下探至 1.96% 附近，FR007 回落至 1.95% 附近。另一方面，信贷和货币增长的数据出现了走弱，新增融资自 2015 年以来首次出现了负增长，4 月份的 M1 和 M2 增长率也出现显著回落。这表明信贷需求整体疲软，尤其是在房地产市场下降期间，居民部门的资产负债表受到影响，信贷扩张的能力和需求受到了抑制，这是导致信贷数据不佳的部分原因。展望未来，由于当前阶段汇率稳定的重要性，人民银行在考虑降息时会非常谨慎，更倾向于降准。当前，支持经济增长和房地产市场的政策姿态更加积极，但实际的需求响应和宏观基本面的改善需要时间，因此政策调整需要耐心和持续性。我们预期利率环境仍然偏向宽松，所以建议继续持有国债期货多头，前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

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：%



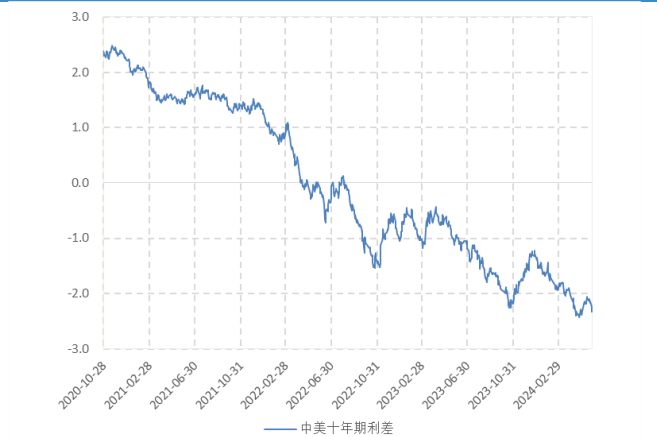
数据来源：Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



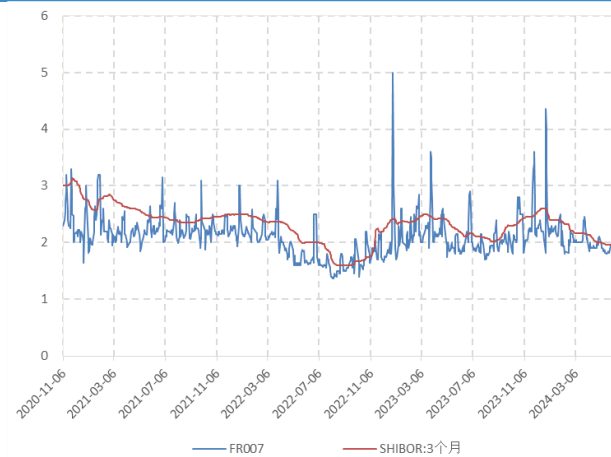
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差 单位: %



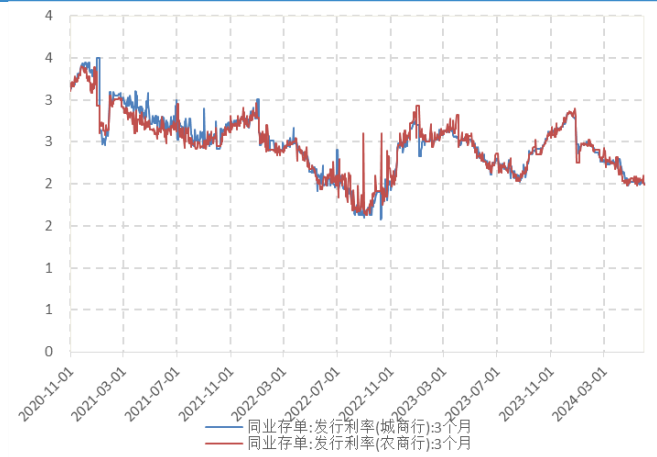
数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 同业存单利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

当前, 大盘股指的夏普率和风险 VaR 值优于中小盘股指, 建议 2024 年 5 月建议持有 IF 和 IH 的多头交易。基差方面, IM、IH 和 IC 的股指基差都高于 4 年来的 75%分位数, IM 基差偏高建议 IM 基差做空策略可以入场。比价方面, 由于 IF/IH 位于区间下方极值, 从前述收益风险等量化指标看, IF/IH 仍然具有反弹动能, 建议稳健投资者继续持有 IF/IH 的多头仓位。IO 和 HO 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。MO 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, IO 的认沽认购比小幅抬升, 显示沪深 300 股指看涨情绪相对较强, 建议持有 IO 的次近月牛市价差, 区间可参考前述的支撑阻力位。债券方面, 我们建议继续持有国债期货多头, 前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

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>