

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 8 月金融市场展望一

股指有望反攻，国债做多期限利差

观点摘要：

股指期货：

7 月，尽管外部环境复杂严峻，但中国经济稳定运行。截至 7 月 30 日，四大股指在 7 月震荡回落，股指 21 天滚动实现波动率总体上升，仅中证 1000 股指波动率小幅回落。四大股指夏普率出现改善但是仍然处于负值区域，四大股指风险 VaR 值转弱。我们建议 8 月持有 IM 多头交易。基差方面，上月 IH 基差做空策略可获利平仓，8 月建议 IM 基差做空策略可以入场。比价方面，建议平仓 IF/IH 的多头仓位，配置 IF/IC 空头仓位。

股指期权：

IO 和 HO 平值隐含波动率均在 7 月震荡上行，MO 平值隐含波动率走平。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，HO 和 IO 在 7 月均出现上行后回落，MO 的认沽认购比走平。股指期权方面，继续持有 IO 的次近月牛市价差，增持 MO 次近月牛市价差。

国债期货：

7 月，中国国债收益率曲线整体下行，10 年和 1 年期限价差出现走强。同时，SHIBOR3M 利率继续回落至 1.87% 附近，FR007 下行至 1.93% 附近，央行下调常备借贷便利利率、中期借贷便利利率和公开市场 7 天期逆回购操作利率。欧美通胀降温，预期美联储和欧央行都将在 9 月降息。8 月，收益率曲线仍然具有牛市陡峭化趋势，我们建议入场期限利差多头交易。

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

配置大权重股指，国债多头减持
2024-07
经济稳定回升，股债多头持有
2024-06
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

一、行情回顾

2024年7月，政府持续实施宏观政策调控，推动经济稳定增长，投资和消费市场逐渐回暖。2024年上半年中国国内生产总值达到61.7万亿元人民币，同比增长5.0%。上半年，中国的社会消费品零售总额同比增长3.7%，固定资产投资同比增长3.9%，货物进出口总额同比增长6.1%。总体来看，2024年上半年中国经济表现出稳中有进的态势，尽管外部环境复杂严峻，但经济稳定运行和长期向好的基本面并未改变。截至7月30日，四大股指在7月震荡回落，股指21天滚动实现波动率总体上升，仅中证1000股指波动率小幅回落。四大股指夏普率在7月改善但是仍然处于负值区域，四大股指风险VaR值转弱。央行本月下调常备借贷便利利率、中期借贷便利利率和公开市场7天期逆回购操作利率。7月，中国国债收益率曲线整体下移，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6月份，全国居民消费价格同比上涨0.2%。其中，城市上涨0.2%，农村上涨0.4%；食品价格下降2.1%，非食品价格上涨0.8%；消费品价格下降0.1%，服务价格上涨0.7%。1—6月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.1%。6月份，全国居民消费价格环比下降0.2%。其中，城市下降0.2%，农村下降0.2%；食品价格下降0.6%，非食品价格下降0.2%；消费品价格下降0.4%，服务价格持平。2024年6月份，全国工业生产者出厂价格同比下降0.8%，降幅比上月收窄0.6个百分点，环比由上月上涨0.2%转为下降0.2%；工业生产者购进价格同比下降0.5%，环比上涨0.1%。上半年，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.1%，工业生产者购进价格下降2.6%。

6月末，广义货币（M2）余额305.02万亿元，同比增长6.2%。狭义货币（M1）余额66.06万亿元，同比下降5%。流通中货币（M0）余额11.77万亿元，同比增长11.7%。上半年净投放现金4292亿元。6月末，本外币贷款余额255.32万亿元，同比增长8.3%。月末人民币贷款余

额 250.85 万亿元，同比增长 8.8%。6 月末，本外币存款余额 301.68 万亿元，同比增长 6%。月末人民币存款余额 295.72 万亿元，同比增长 6.1%。6 月末，国家外汇储备余额为 3.22 万亿美元。6 月末社会融资规模存量为 395.11 万亿元，同比增长 8.1%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 247.93 万亿元，同比增长 8.3%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.66 万亿元，同比下降 12.2%。

7 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，比上月略降 0.1 个百分点，制造业景气度基本稳定。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.5%，比上月上升 0.4 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 49.4%和 46.7%，比上月下降 0.4 和 0.7 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，生产指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。7 月份，非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月下降 0.3 个百分点，仍高于临界点。7 月份，综合 PMI 产出指数为 50.2%，比上月下降 0.3 个百分点，仍位于扩张区间，表明我国企业生产经营活动继续保持扩张。

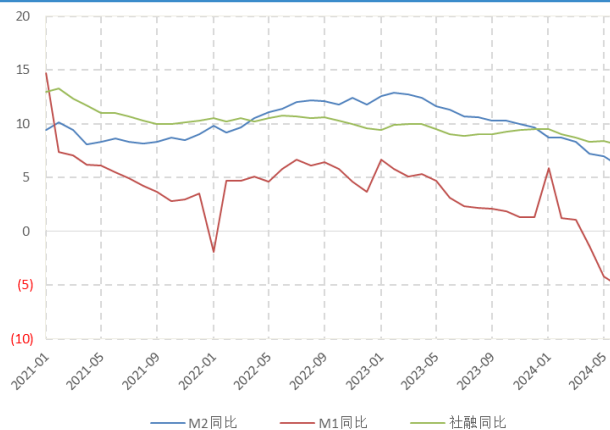
6 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 92.11。1—6 月份，全国房地产开发投资 52529 亿元，同比下降 10.1%（按可比口径计算）；其中，住宅投资 39883 亿元，下降 10.4%。1—6 月份，房地产开发企业房屋施工面积 696818 万平方米，同比下降 12.0%。其中，住宅施工面积 487437 万平方米，下降 12.5%。房屋新开工面积 38023 万平方米，下降 23.7%。其中，住宅新开工面积 27748 万平方米，下降 23.6%。房屋竣工面积 26519 万平方米，下降 21.8%。其中，住宅竣工面积 19259 万平方米，下降 21.7%。1—6 月份，新建商品房销售面积 47916 万平方米，同比下降 19.0%，其中住宅销售面积下降 21.9%。新建商品房销售额 47133 亿元，下降 25.0%，其中住宅销售额下降 26.9%。1—6 月份，房地产开发企业到位资金 53538 亿元，同比下降 22.6%。

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: %



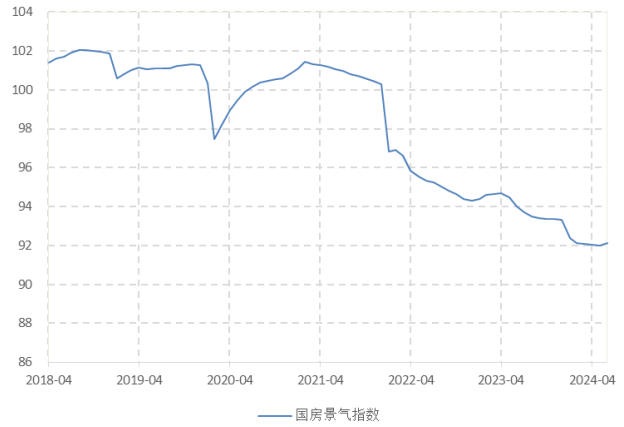
数据来源: Wind 新世纪期货

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

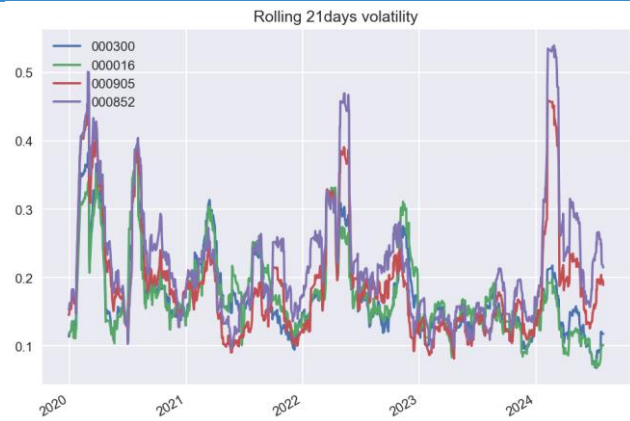
1、股指分析

截至 7 月 30 日的行情观察, 四大股指在 7 月均出现回落, 大盘股指跌幅小于中小盘股指。具体分项分析, 沪深 300 股指累计收益率为-2.66%, 最大回撤-4.8%, 偏度-0.53, 超峰度 0.97; 上证 50 股指累计收益率为-2.49%, 最大回撤-5%, 偏度-0.4, 超峰度-0.89; 中证 500 股指累计收益率为-4.93%, 最大回撤-6.9%, 偏度 0.03, 超峰度-0.03; 中证 1000 股指累计收益率为-3.95%, 最大回撤-6.4%, 偏度-0.03, 超峰度-0.27。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 7 月出现分化, 仅中证 1000 股指波动率小幅回落。其中, 沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 11.8%, 上证 50 股指达到 10.1%, 中证 500 股指为 18.9%, 中证 1000 股指为 21.5%。四大股指夏普率在 7 月反弹但是仍然处于负值区域, 分项上看, 沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率上行 3.6 至-3.23, 上证 50 股指上行 2.98 至-3.51, 中证 500 股指上行 2.07 至-3.97, 中证 1000 股指上行 2.01 至-2.75。

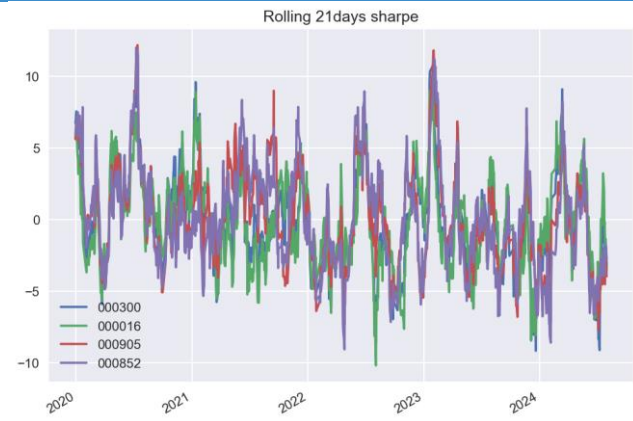
风险方面, 混合法 VaR (Hybrid approach VaR, lambda@0.94, confidence_level@95%) 分析, 沪深 300 股指为-1.1%, 上证 50 为-1.39%, 中证 500 股指为-2.18%, 中证 1000 股指为-2.79%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析, 沪深 300 股指为-1.76%, 上证 50 为-1.73%, 中证 500 股指为-2.64, 中证 1000 股指为-3.79%。综合看, 7 月四大股指的风险 VaR 值指标转弱, 中证 1000 股指夏普率表现相对突出, 建议 8 月持有 IM 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 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 7 月 30 日, 四大主力合约基差分化, IF 和 IH 基差回落, IC 和 IM 基差上行。目前, IF 主力合约基差为 11.78, IH 主力合约基差为 3.9, IC 主力合约基差为 29.08, IM 主力合约基差为 45.69。箱图中的红点表示最新基差数据, IM 的股指基差都高于 4 年来的 75%分位数, 上月 IH 基差做空策略可获利平仓, 当前 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 和 IC/IM 均在 7 月微幅下行, IF/IH 最新录得 1.44,

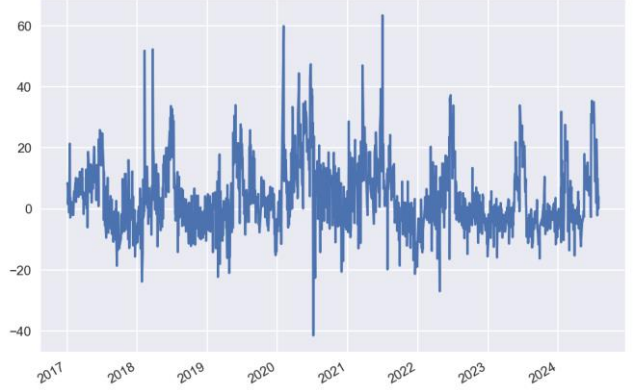
IF/IC 最新录得 0.719, IF/IM 最新录得 0.721, IH/IC 最新录得 0.5, IH/IM 最新录得 0.501, IC/IM 最新录得 1.0。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 位于 9%分位数, IF/IC 位于 96%分位数, IH/IC 位于 96%分位数。当前, 建议平仓 IF/IH 的多头仓位, 由于小盘股指夏普率走强, 建议建仓 IF/IC 空头仓位。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



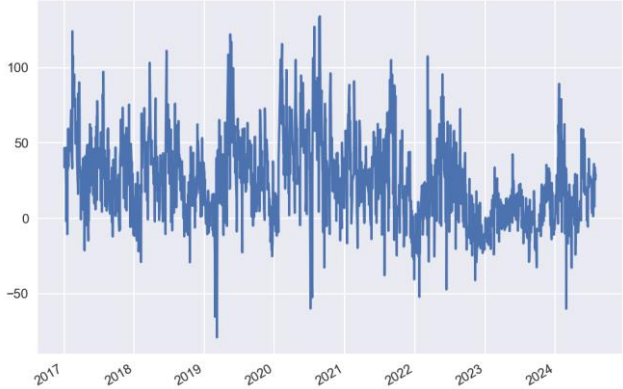
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



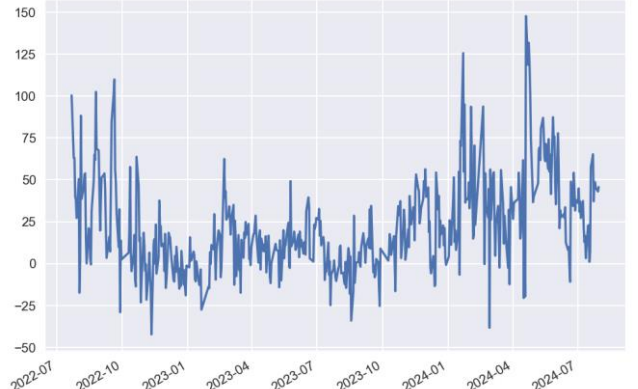
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



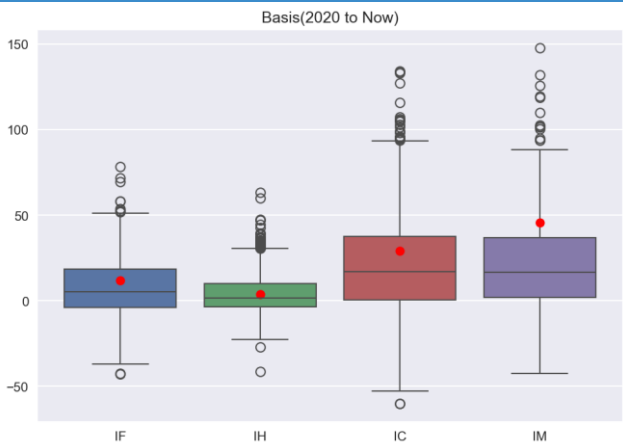
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



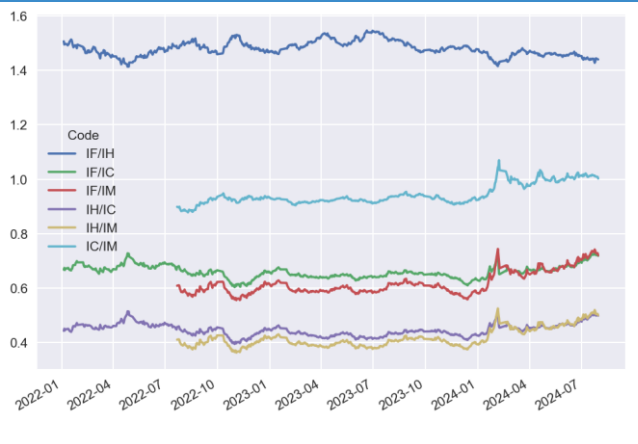
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



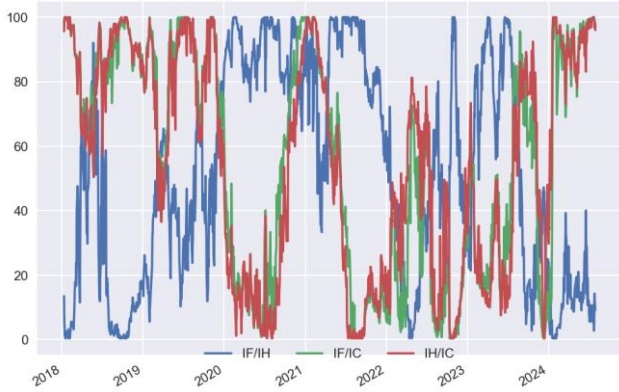
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



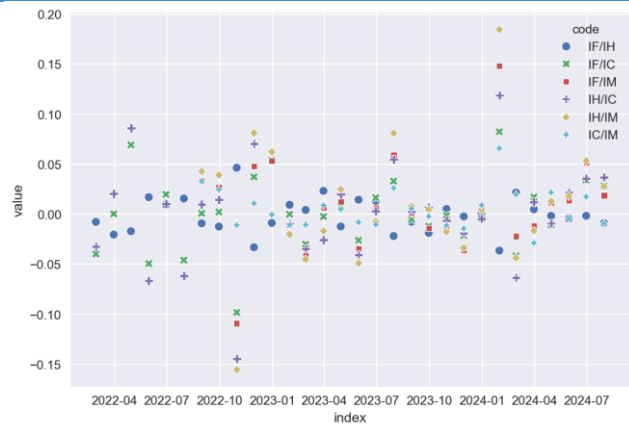
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

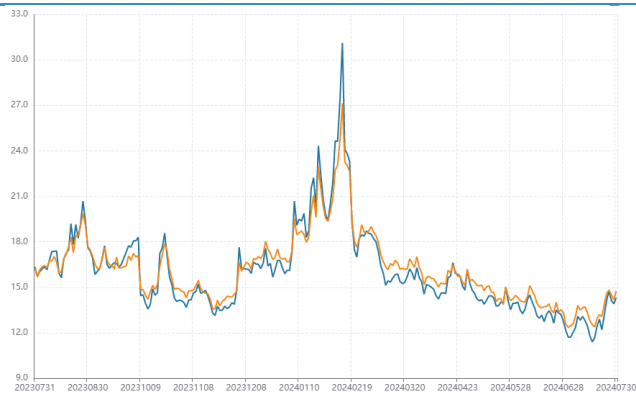


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

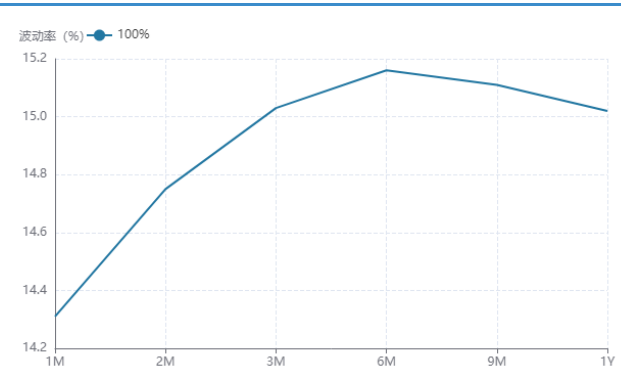
截止 7 月 30 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, IO 和 HO 平值隐含波动率均在 7 月震荡上行, MO 平值隐含波动率走平。当前, 三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。从认沽认购比角度分析, HO 和 IO 在 7 月均出现上行后回落, MO 的认沽认购比走平, 三大股指的看涨情绪接近 6 月末水平。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 3400 一线, 上方阻力位至 3600 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 4600 一线, 上方阻力位于 5000 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 2300 一线, 上方阻力位仍位于 2500 一线。股指期权方面, 继续持有 IO 的次近月牛市价差, 增持 MO 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: %



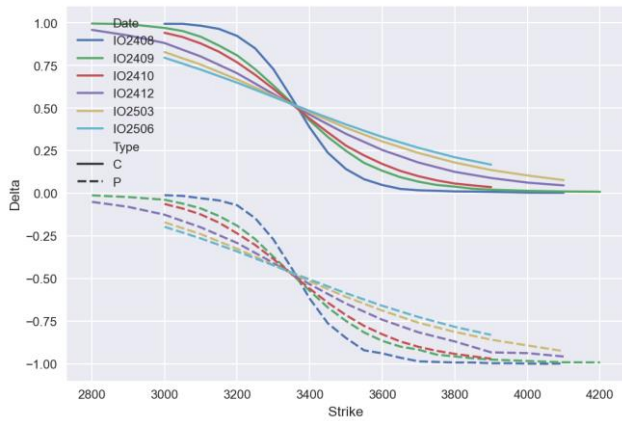
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: IO 隐含波动率期限结构 单位: %



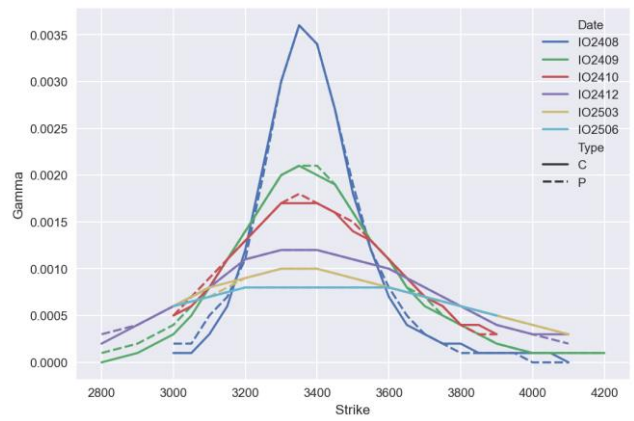
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



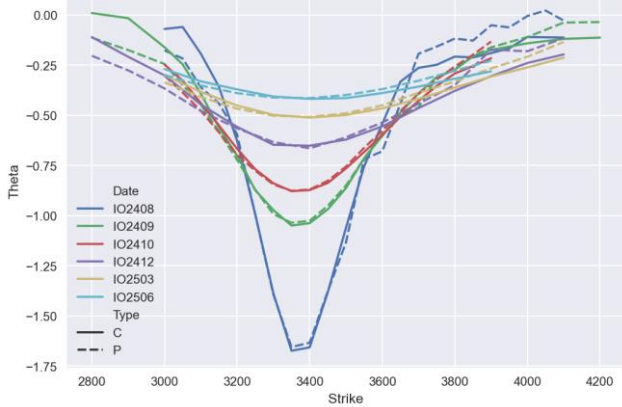
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



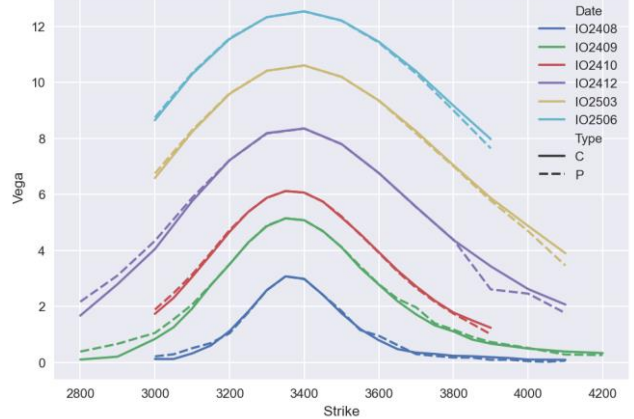
数据来源: Wind 新世纪期货

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

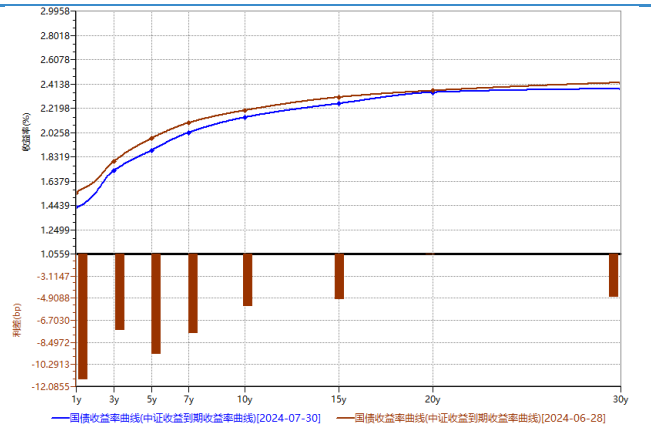
6月美国消费者价格指数(CPI)同比上涨3.0%，涨幅较5月收窄0.3个百分点，显示出通胀继续放缓的迹象。6月美国CPI环比下降0.1%。剔除波动较大的食品和能源价格后，核心CPI环比上涨0.1%，较5月环比涨幅收窄0.1个百分点；核心CPI同比上涨3.3%。6月上漲的指数包括住房、汽车保险、家装、医疗保健和个人护理。而机票价格、二手车和卡车以及通信服务的价格指数则在当月出现下降。能源指数本月环比下降了2.0%，与前一个月的降幅相同。食品指数环比上涨了0.2%。当前，美国国债收益率曲线呈现牛陡态势，市场对美联储9月首次降息的信心增强，美联储并未对此提出反对，7月的FOMC会议应该保留9月降息的选项。

欧元区6月通胀率按年率计算为2.5%，低于5月的2.6%。数据显示，6月欧元区服务价格同比上涨4.1%，食品和烟酒价格上涨2.5%，非能源类工业产品价格上涨0.7%，能源价格上涨0.2%。当月，剔除能源、食品和烟酒价格的核心通胀率为2.9%。从国别来看，欧盟主要经济体德国、法国、意大利和西班牙6月通胀率分别为2.5%、2.5%、0.9%和3.5%。欧元区6月制造业

PMI 终值 45.8，预期 45.6。欧元区 6 月服务业 PMI 终值 52.8，预期 52.6；6 月综合 PMI 终值 50.9，预期 50.8。我们看到通胀和就业数据未有重大意外，那么 9 月份欧央行降息 25 个基点就已成定局，年内另一次降息可能发生在 12 月。展望至年末，欧央行有降息 50 个基点的空间。

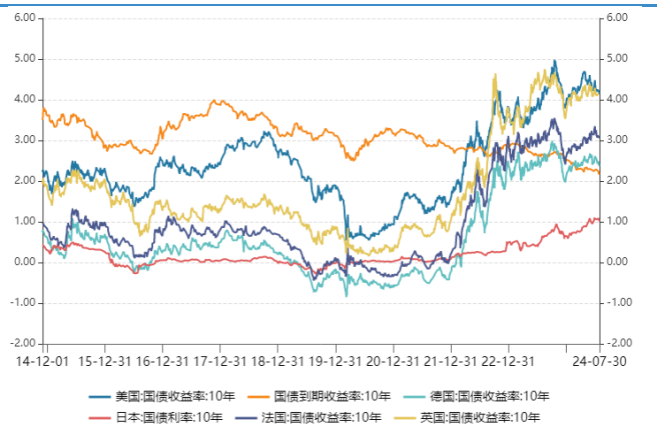
7 月，中国国债收益率曲线整体下行，10 年和 1 年期限价差出现走强。同时，SHIBOR3M 利率继续回落至 1.87% 附近，FR007 下行至 1.93% 附近。本月内，央行下调常备借贷便利利率（SLF）10bps，同时将公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.80% 下调为 1.70%。银行业随后降低了他们的贷款市场报价利率、房贷和存款利率。央行在 7 月 25 日将 1 年期中期借贷便利（MLF）利率下调了 20bps，表明央行正在将短端利率作为政策利率做出调控。我们认为央行对于一系列利率的下调是鼓舞人心的，央行为支持经济增长发出了政策放松信号。另一房间，国家发改委，财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。一方面是大幅度扩大支持范围，第二是大幅度优化组织方式，第三是大幅度提升补贴标准。我们认为，该政策将指导中央企业紧盯新一轮技术革命和产业变革方向，预计未来五年中央企业安排大规模设备更新改造总投资超 3 万亿元。后期，预计将推出更多的扩张性财政支持，旨在缓解与房地产疲软和地方债务相关的风险，以及提振国内需求，四季度有望将存款准备金率（RRR）下调 25bps。8 月，收益率曲线仍然具有牛市陡峭化趋势，我们建议入场期限利差多头交易。

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: %



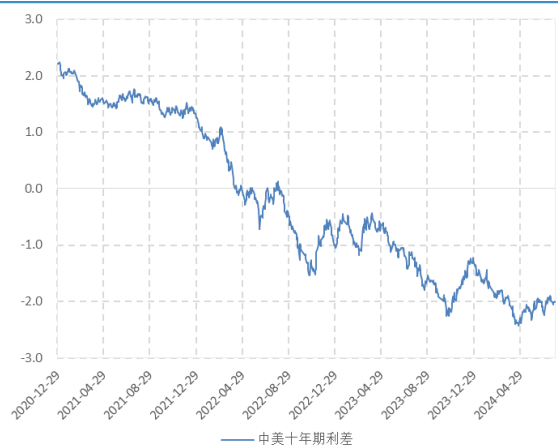
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



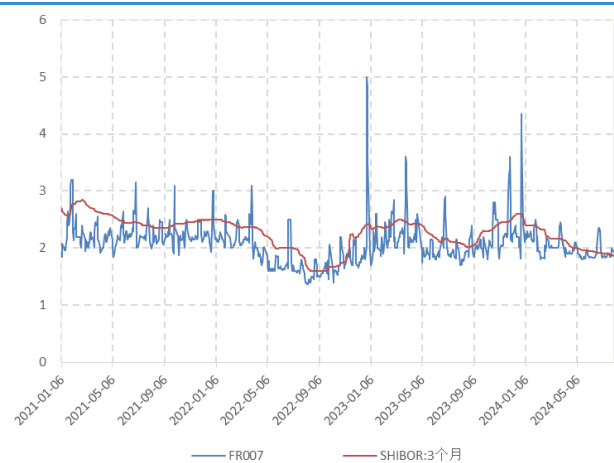
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差 单位: %



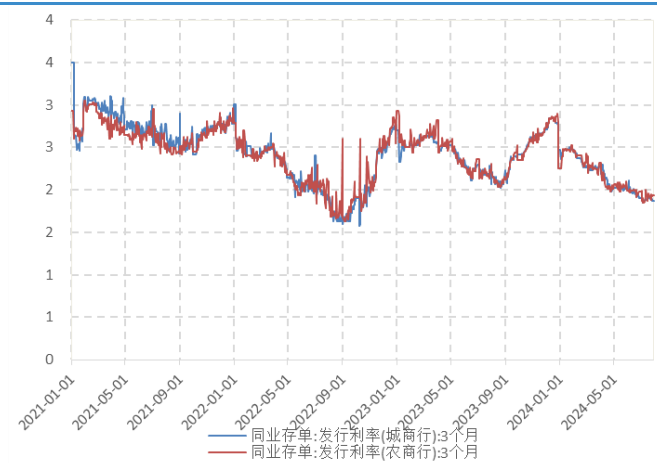
数据来源: Wind 新世纪期货

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,四大股指在7月均出现回落,四大股指夏普率在7月反弹但是仍然处于负值区域,中证1000股指夏普率表现相对突出,建议8月持有IM多头交易。基差方面,IM的股指基差高于4年来的75%分位数,上月IH基差做空策略可获利平仓,当前IM基差偏高,建议IM基差做空策略可以入场。比价方面,建议平仓IF/IH的多头仓位,由于中小盘股指夏普率走强,建议建仓IF/IC空头仓位。根据IO、HO和MO平值隐含波动率显示,IO和HO平值隐含波动率均在7月震荡上行,MO平值隐含波动率走平。市场看涨情绪接近6月末,建议继续持有IO的次近月牛市价差,增持MO次近月牛市价差。债券方面,我们认为收益率曲线延续牛陡趋势,建议入场期限利差多头交易。

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>