

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 9 月金融市场展望一

欧美央行降息，股指多头持有

观点摘要：

股指期货：

8 月，经济增长的不平衡现象依然持续，国内需求的提振仍需加强，持续的房地产市场低迷是经济增长的主要制约因素。值得乐观的是，出口部门表现保持韧性，成为当前经济增长的主要动力。截至 8 月 29 日，四大股指在 8 月震荡回落，股指 21 天滚动实现波动率回落，四大股指夏普率回落处于负值区域，四大股指风险 VaR 值改善。上证 50 股指夏普率表现相对突出，建议 9 月持有 IH 多头交易。基差方面，上期报告建议的 IM 基差做空策略可获利平仓。比价方面，继续保持 IF/IC 空头仓位。

股指期权：

IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 8 月上旬冲高后震荡下行。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 认沽认购比在 8 月震荡上行，IO 认沽认购比在 8 月上行后出现回落，MO 的认沽认购比在 8 月震荡下行。大盘股指的看涨情绪相对强于中小盘股指。股指期权方面，建议持有 HO 的次近月牛市价差。

国债期货：

8 月，国债收益率曲线的中短端关键期限利率反弹，10 年和 1 年期限价差出现走弱。同时，SHIBOR3M 利率继续回落至 1.85% 附近，FR007 下行至 1.9% 附近。美国通胀降温推动美联储 9 月开始降息，欧元区 PMI 走弱引发欧元区经济增长担忧。9 月，我们认为国债收益率将进入区间震荡行情，建议波段操作。

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

股指有望反攻，国债做多期限利差
2024-08
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

一、行情回顾

8月，随着各项经济数据的公布，经济增长的不平衡现象依然持续，国内需求的提振仍需加强，持续的房地产市场低迷是经济增长的主要制约因素。值得乐观的是，出口部门表现保持韧性，成为当前经济增长的主要动力。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8月29日，四大股指月度震荡回落，股指21天滚动实现波动率总体下降，四大股指夏普率在8月走弱处于负值区域，四大股指风险VaR值改善。8月，中国国债收益率曲线短端反弹，收益率曲线斜率走平，国债10年期和1年期利差回落，国债期货主力合约除30年期国债期货月度收阳外，皆出现小幅回撤。

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

7月份，全国居民消费价格同比上涨0.5%。其中，城市上涨0.5%，农村上涨0.7%；食品价格持平，非食品价格上涨0.7%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.6%。1—7月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.2%。7月份，全国居民消费价格环比上涨0.5%。其中，城市上涨0.6%，农村上涨0.4%；食品价格上涨1.2%，非食品价格上涨0.4%；消费品价格上涨0.4%，服务价格上涨0.6%。7月份，全国工业生产者出厂价格同比下降0.8%，环比下降0.2%，降幅均与上月相同；工业生产者购进价格同比、环比均下降0.1%。1—7月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.2%。

7月末，广义货币（M2）余额303.31万亿元，同比增长6.3%。狭义货币（M1）余额63.23万亿元，同比下降6.6%。流通中货币（M0）余额11.88万亿元，同比增长12%。前七个月净投放现金5396亿元。7月末，本外币贷款余额255.43万亿元，同比增长8.3%。月末人民币贷款余额251.11万亿元，同比增长8.7%。7月末，本外币存款余额300.88万亿元，同比增长6.2%。月末人民币存款余额294.92万亿元，同比增长6.3%。7月末社会融资规模存量为395.72万亿元，同比增长8.2%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为247.85万亿元，同比增长8.3%；

7 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 1.42 万亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 1.04 万亿元、0.38 万亿元。7 月末，我国外汇储备规模为 32564 亿美元，较 6 月末上升 340 亿美元，升幅为 1.06%。

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。

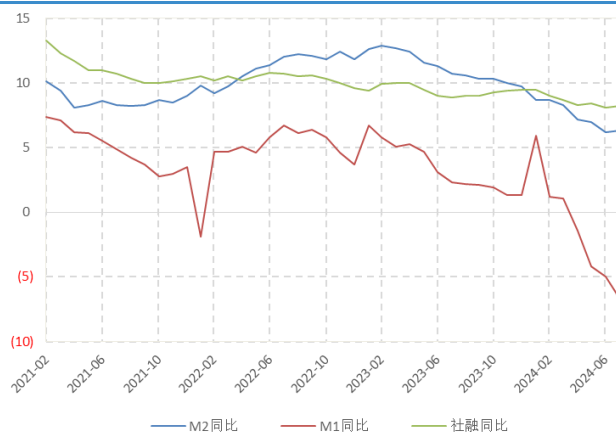
7 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 92.22。1—7 月份，全国房地产开发投资 60877 亿元，同比下降 10.2%；其中，住宅投资 46230 亿元，下降 10.6%。1—7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 703286 万平方米，同比下降 12.1%。其中，住宅施工面积 491532 万平方米，下降 12.7%。房屋新开工面积 43733 万平方米，下降 23.2%。其中，住宅新开工面积 31684 万平方米，下降 23.7%。房屋竣工面积 30017 万平方米，下降 21.8%。其中，住宅竣工面积 21867 万平方米，下降 21.8%。1—7 月份，新建商品房销售面积 54149 万平方米，同比下降 18.6%，其中住宅销售面积下降 21.1%。新建商品房销售额 53330 亿元，下降 24.3%，其中住宅销售额下降 25.9%。1—7 月份，房地产开发企业到位资金 61901 亿元，同比下降 21.3%。

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

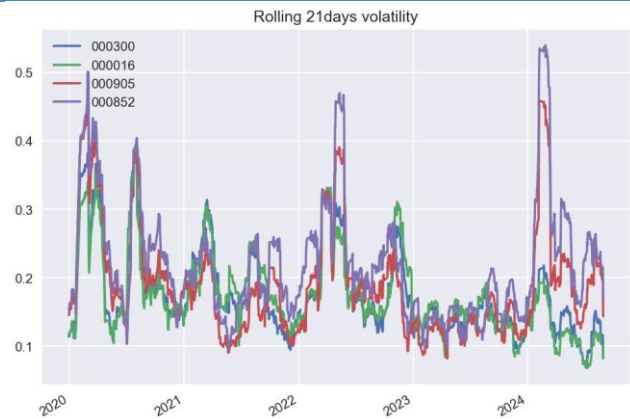
1、股指分析

截至 8 月 29 日的行情观察, 四大股指在 8 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-4.77%, 最大回撤-4.8%, 偏度 0.22, 超峰度 0.03; 上证 50 股指累计收益率为-2.43%, 最大回撤-2.9%, 偏度 0.84, 超峰度 0.42; 中证 500 股指累计收益率为-6.72%, 最大回撤-8.1%, 偏度-0.07, 超峰度-0.73; 中证 1000 股指累计收益率为-7.09%, 最大回撤-8.9%, 偏度-0.13, 超峰度-0.09。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 8 月齐齐回落。其中, 沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 8.2%, 上证 50 股指达到 8.37%, 中证 500 股指为 14.32%, 中证 1000 股指为 16.9%。四大股指夏普率在 8 月回落, 仍然处于负值区域。分项上看, 沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率下行 6.43 至-7.16, 上证 50 股指下行 1.77 至-3.53, 中证 500 股指下行 5.18 至-5.83, 中证 1000 股指下行 5.06 至-5.21。

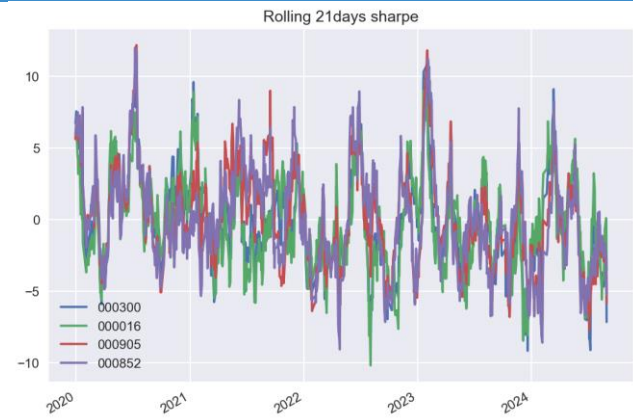
风险方面, 混合法 VaR (Hybrid approach VaR, lambda@0.94, confidence_level@95%) 分析, 沪深 300 股指为-1.02%, 上证 50 为-0.8%, 中证 500 股指为-1.77%, 中证 1000 股指为-2.19%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析, 沪深 300 股指为-1.68%, 上证 50 为-1.63%, 中证 500 股指为-2.65, 中证 1000 股指为-3.82%。综合看, 8 月四大股指的风险 VaR 值指标转好, 上证 50 股指夏普率表现相对突出, 建议 9 月持有 IH 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



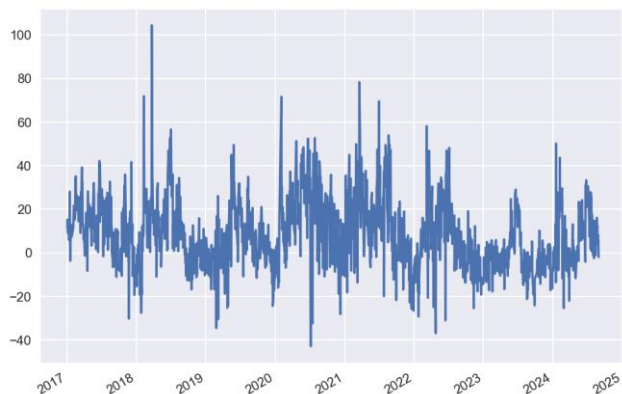
数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

截至 8 月 29 日, 四大主力合约基差分化, IH 基差上升, IF、IC 和 IM 基差下行。目前, IF 主力合约基差为-1.92, IH 主力合约基差为 1.26, IC 主力合约基差为 2.1, IM 主力合约基差为 5.4, 箱图中的红点表示最新基差数据。上期报告建议, 由于 IM 基差偏高, IM 基差做空策略可以入场。目前 IM 的股指基差已经回落至 25%分位数附近, IM 基差做空策略可获利平仓。当前各基差偏离度较低, 建议下月基差策略暂时观望。

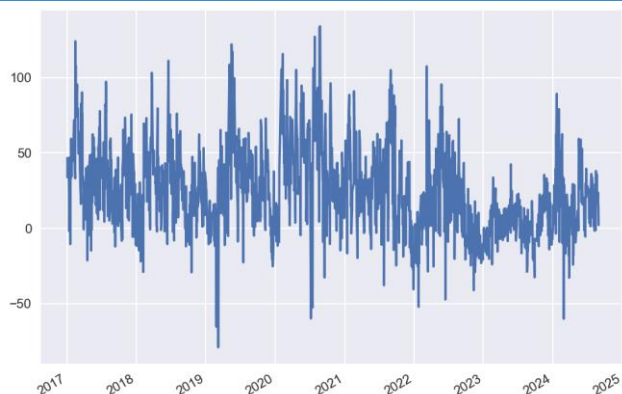
股指期货主力合约比价方面，IF/IH在8月回落，其余比价均在8月微幅上行，IF/IH最新录得1.416，IF/IC最新录得0.719，IF/IM最新录得0.723，IH/IC最新录得0.508，IH/IM最新录得0.51，IC/IM最新录得1.0。从252天滚动比价分位数分析，IF/IH位于2.78%分位数，IF/IC位于93.65%分位数，IH/IC位于96.03%分位数。上期建议平仓IF/IH多头恰逢其时，目前建议继续持有IF/IC空头仓位。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



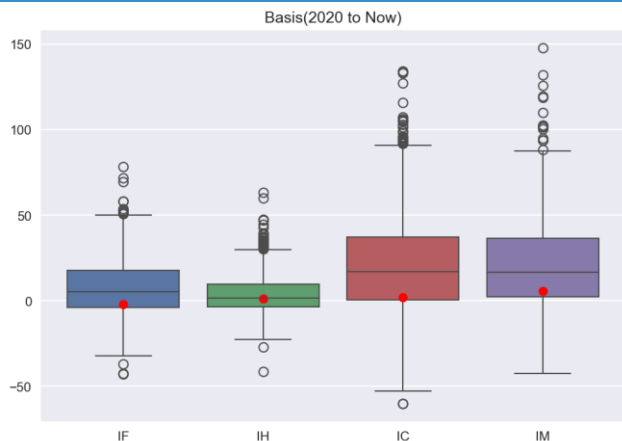
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



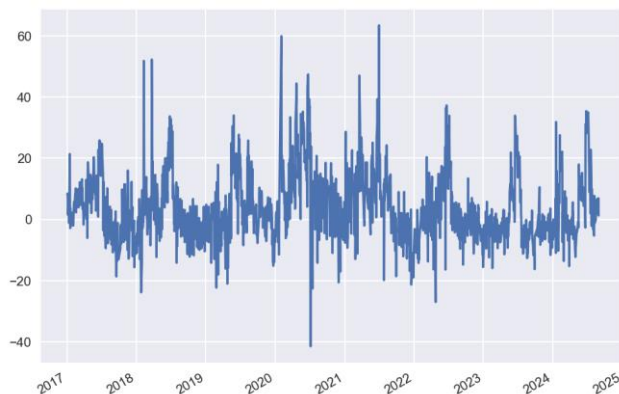
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



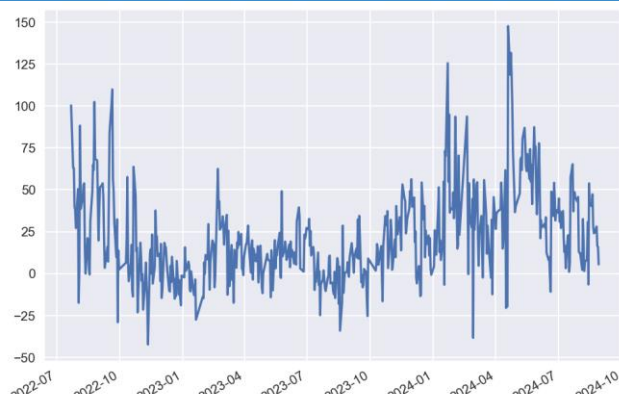
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



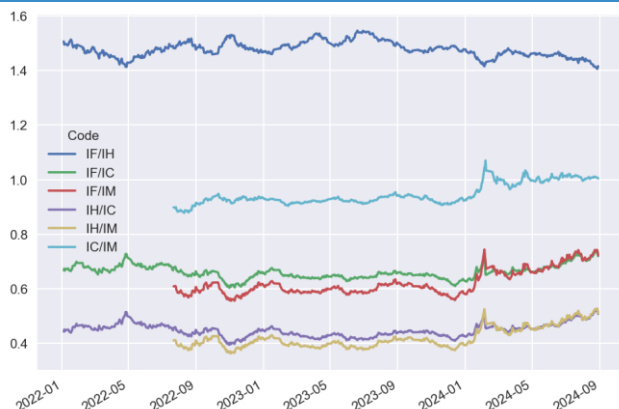
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



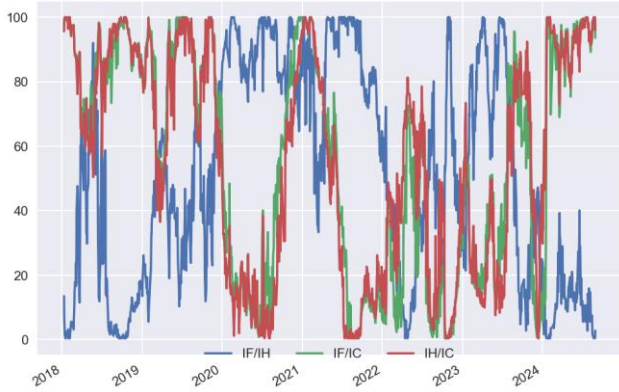
数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



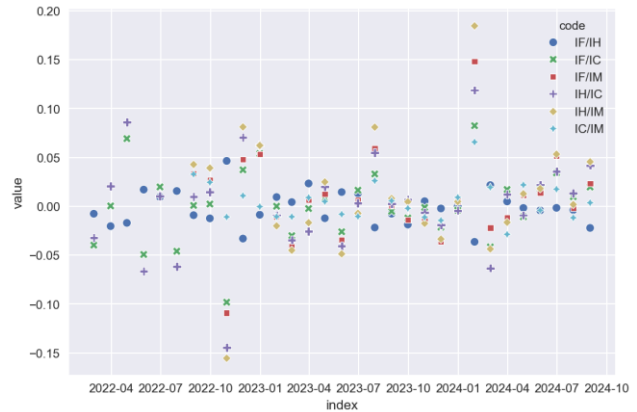
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

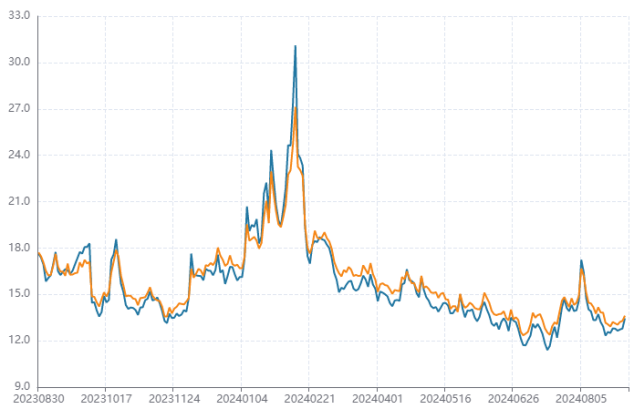


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

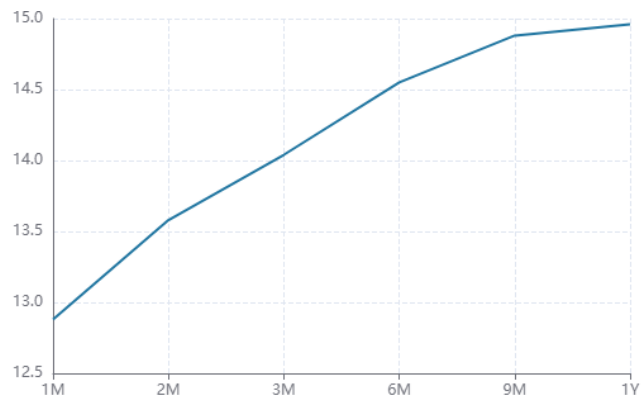
截止 8 月 30 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 8 月上旬冲高后震荡下行。当前, 三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。从认沽认购比角度分析, HO 认沽认购比在 8 月震荡上行, IO 认沽认购比在 8 月上行后出现回落, MO 的认沽认购比在 8 月震荡下行。大盘股指的看涨情绪相对强于中小盘股指。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 3300 一线, 上方阻力位至 3500 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 4500 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, 建议持有 HO 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: %



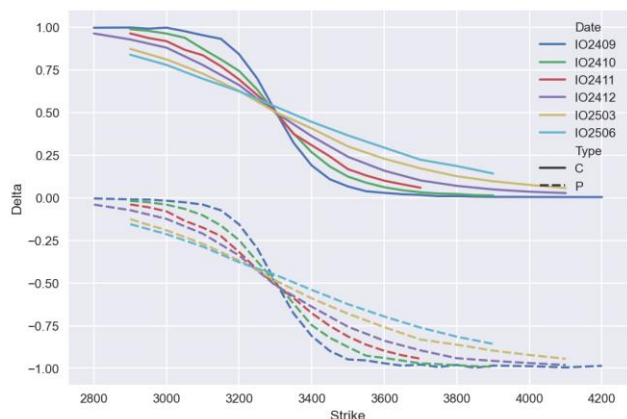
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: IO 隐含波动率期限结构 单位: %



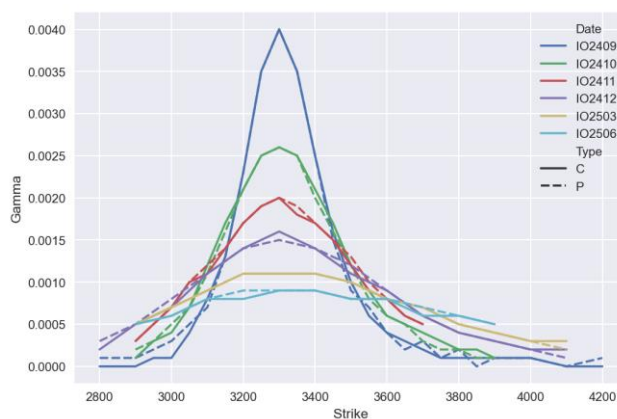
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



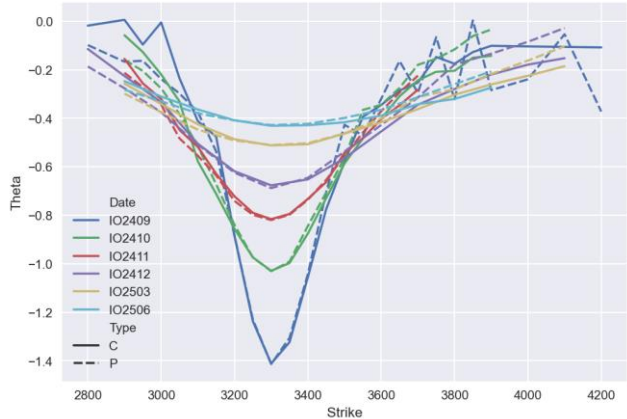
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



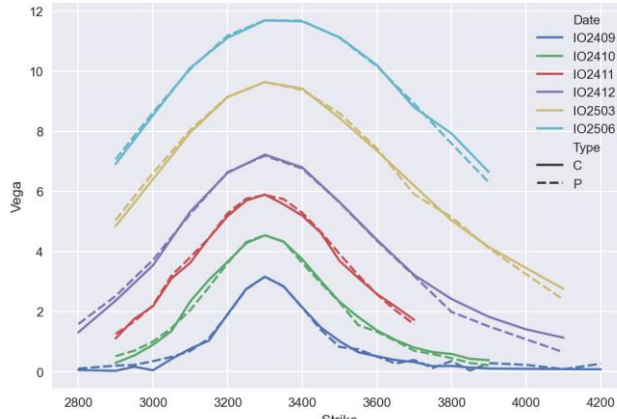
数据来源: Wind 新世纪期货

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

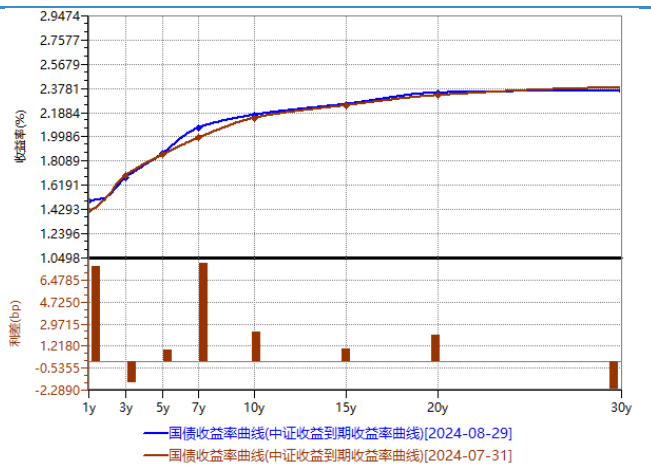
四、债券利率

美国 7 月消费者价格指数 (CPI) 同比上涨 2.9%，涨幅较 6 月收窄 0.1 个百分点，显示出通货膨胀继续放缓的迹象，有利于向美国联邦储备委员会设定的 2% 长期通胀目标靠近。今年 7 月美国 CPI 环比上涨 0.2%，而 6 月 CPI 环比下降 0.1%，5 月 CPI 环比持平。剔除波动较大的食品和能源价格后，7 月核心 CPI 环比上涨 0.2%，较 6 月环比涨幅扩大 0.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 3.2%，同比涨幅为 2021 年 4 月以来最低值。在杰克逊霍尔演讲期间，鲍威尔消除了有关 9 月降息的任何疑虑并表达了对于劳动力市场进一步降温的担忧。我们认为政策利率有大幅下调的空间，预计 9 月将进行 25 个基点降息，本年度内预计降息 75 至 100 个基点。欧元区 7 月制造业 PMI 初值为 45.6，低于预期的 46.1，同时 7 月服务业 PMI 初值 51.9，不及预期的 53。通胀方面，欧元区 7 月 CPI 同比增长 2.6%，高于预期的 2.5%，7 月 CPI 环比持平，与预期下降 0.10% 不同。我们看到欧洲央行的表态更多地集中在通胀的基本指标上，但考虑到数据的滞后性，通胀可能实际更快地在向目标靠近。另一方面，疲软的 PMI 应该会加强欧元区对于经

经济增长的担忧，进一步加快调整政策的理由。我们目前维持 9 月份欧央行降息 25 个基点的观点，年内另一次降息可能发生在 12 月。

8 月，中国国债收益率曲线的中短端关键期限利率反弹，10 年和 1 年期限价差出现走弱。同时，SHIBOR3M 利率继续回落至 1.85% 附近，FR007 继续下行至 1.9% 附近。我们观察到除了地方政府融资平台经历多年的去杠杆化压力之外，财政资金还承受着来自税收和土地销售收入显著下滑的巨大压力。财政政策方面，我们预计将有更多的宽松举措出台，这包括加快政府债券的发行速度，扩大合格的地方政府项目范围，以及加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。预计在今年剩余的时间里，将会启用大量未使用的债券发行配额，政府债券的净发行量将会出现明显的增长，这一增长预计将有效地支撑财政支出，并为政府引导的投资活动提供必要的资金支持，从而在一定程度上缓解当前的财政压力。同时，人民银行有望继续执行宽松的货币政策，可能会在第三季度实施 10 至 15 个基点的降息，并为房地产和先进制造业等特定领域提供专项的贷款便利措施。9 月，我们预计债券收益率将在较弱的消费信贷和较强的发债需求的影响下，将呈现区间震荡的走势行情。

图 27: 国债期限结构 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: %

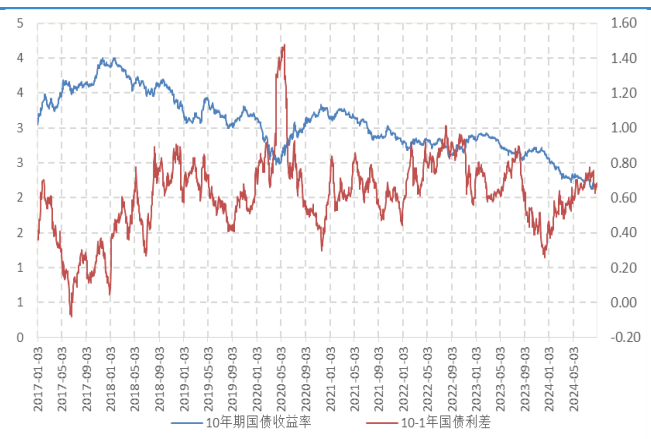
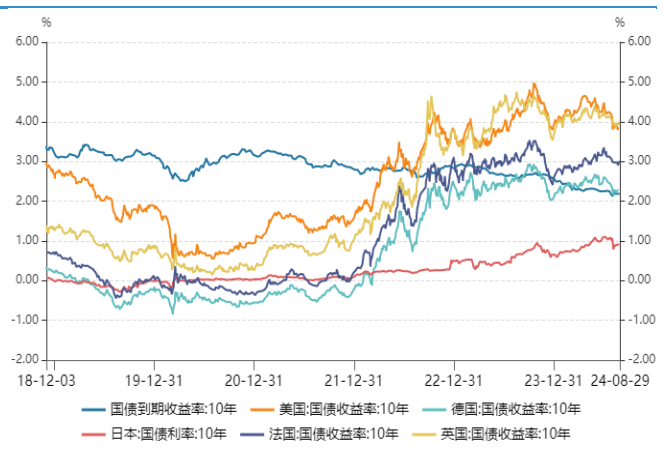
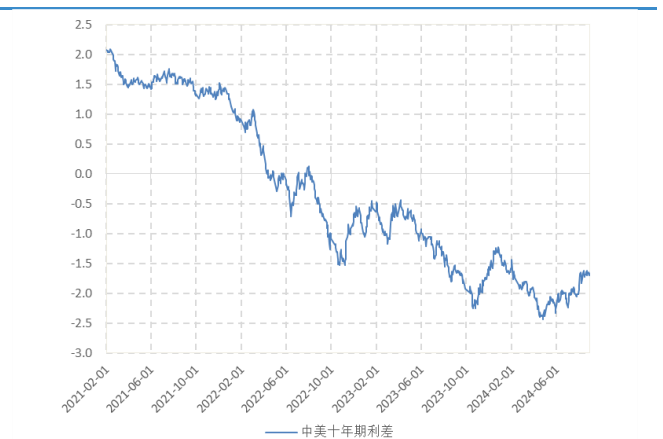


图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



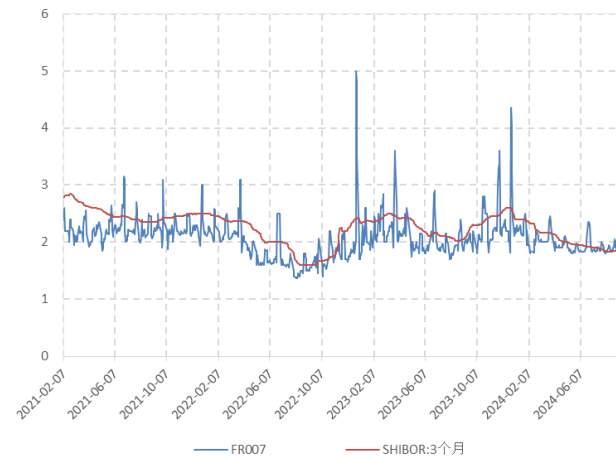
数据来源: Wind 新世纪期货

图 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

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 8 月均出现回落,四大股指夏普率在 8 月回落仍然处于负值区域,8 月四大股指的风险 VaR 值指标转好,上证 50 股指夏普率表现相对突出,建议 9 月持有 IH 多头交易。基差方面,上期报告建议的 IM 基差做空策略可获利平仓。比价方面,继续保持 IF/IC 空头仓位。根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示,IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 8 月上旬冲高后震荡下行,HO 认沽认购比震荡上行,建议持有 HO 的次近月牛市价差。债券方面,我们认为国债收益率将进入区间震荡行情,建议波段操作。

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>