

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>

3 月金融市场展望——

权益市场防守为主，国债期限利差走阔

观点摘要：

股指期货：

国内三大股指月内冲高回落，春节后股指波动率快速上升，夏普率回落，市场收益表现走弱。短期内沪深 300 和上证 50 股指风险高于中证 500，权益市场因资金市场利率反弹并伴随海外市场波动而上行动能减缓，股指期货交易结构也反映出股指上方压力的市场预期，后市行情趋于宽幅震荡，震荡中枢下移。股指比价交易中，IF/IC 和 IH/IC 出现回落，可尝试建立空头仓位。

股指期货期权：

沪深 300 股指期货期权成交结构显示市场看涨情绪正弱化，沪深 300 股指前期 5600 至 5700 区域顶部压力较大。沪深 300 股指期货期权平值隐含波动率在月初回落后再度在月末快速反弹至前期高位，隐含波动率曲线结构显示近端平值隐含波动率高于远端，形成 Backwardation 结构。推荐选择收益增强策略，可卖出深度虚值的近月看涨期权。

国债期货：

国债收益率曲线整体上移，节后银行间短期资金流动性有所缓解，短期资金利率回落，海外主要国家国债利率纷纷反弹。国债期限利差预计 3 月将继续走阔，国债期货将以相对强弱交易为主，可选择做空 10 年期国债期货，做多 2 年期国债期货。

风险点：

- 1、疫苗进度落后预期；
- 2、美国财政和货币政策变化；
- 3、债务链条失控；

相关报告

权益市场波动加剧，国债短期偏弱
2021-02
股指多头加强风控，国债底部增持
2021-01
权益区间震荡，国债依旧偏弱
2020-12
利率上升股指承压，权益市场震荡
2020-11

一、行情回顾

2月，海外复工复产进度在加快，欧美通胀预期快速上升，欧美国家国债利率纷纷攀升，海外权益市场波动加剧。农历春节之前，三大股指期货主力合约呈现上攻形态，其中IF主力与IH主力涨幅领先IC主力。春节成为分水岭，节后IF主力和IH主力出现回落，而IC主力继续上行。临近月末，各股指期货主力合约均出现回落行情。2月，资金市场流动性一度趋于紧张，节后出现缓和。国债收益率曲线整体上移，国债期限利差进一步走阔，三大期限国债期货在2月走出触底反弹行情，月度收益率依然小幅收跌。

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

2021年1月份，全国居民消费价格同比下降0.3%。其中，城市下降0.4%，农村下降0.1%；食品价格上涨1.6%，非食品价格下降0.8%；消费品价格下降0.1%，服务价格下降0.7%。1月份，全国居民消费价格环比上涨1.0%。其中，城市上涨1.0%，农村上涨1.1%；食品价格上涨4.1%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格上涨1.5%，服务价格上涨0.2%。2021年1月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨0.3%，环比上涨1.0%；工业生产者购进价格同比上涨0.9%，环比上涨1.4%。PPI同比数据近两年首度超越CPI，工业复苏强劲，利好周期类品种。

2021年1月末，广义货币(M2)余额221.3万亿元，同比增长9.4%，增速比上月末低0.7个百分点，比上年同期高1个百分点；狭义货币(M1)余额62.56万亿元，同比增长14.7%，增速分别比上月末和上年同期高6.1个和14.7个百分点；流通中货币(M0)余额8.96万亿元，同比下降3.9%。当月净投放现金5310亿元。1月份，我国社会融资规模增量为5.17万亿元，比上年同期多1207亿元。

1月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为51.3%，比上月回落0.6个百分点，连续11个月位于临界点以上，表明制造业继续保持扩张，但步伐有所放缓。从分类指数看，在构成制造

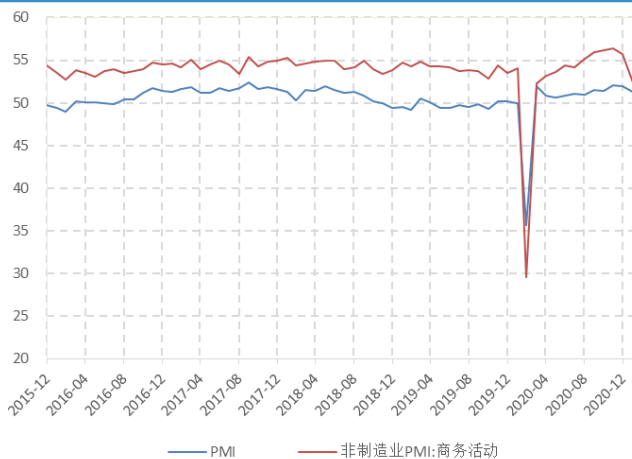
业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。1 月份，非制造业商务活动指数为 52.4%，较上月回落 3.3 个百分点，连续 11 个月位于临界点以上，表明非制造业保持恢复态势，但势头有所放缓。服务业商务活动指数为 51.1%，低于上月 3.7 个百分点。1 月份，综合 PMI 产出指数为 52.8%，比上月回落 2.3 个百分点，表明近期我国企业生产经营活动总体保持扩张，但扩张力度有所减弱。

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

1 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.4%，涨幅比上月均扩大 0.3 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.2%和 0.3%，涨幅比上月均扩大 0.1 个百分点。1 月份，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.2%和 9.6%，涨幅比上月分别扩大 0.3 和 1.0 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.1%和 2.5%，涨幅比上月分别扩大 0.1 和 0.3 个百分点。三线城市新建

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

商品住宅销售价格同比上涨 3.3%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 1.5%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。去年货币宽松政策的溢出效应仍在继续。

三、股票指数

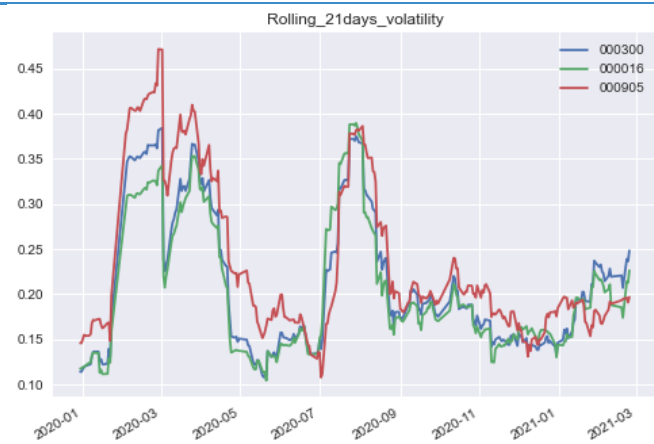
1、股指分析

沪深 300 股指、上证 50 股指与中证 500 股指在 2 月表现出上攻后回落的走势，预计月线小幅收阳。从 2 月 1 日至 2 月 24 日的日度指数收益率角度观察，中证 500 股指强于沪深 300 股指与上证 50 股指。其中，沪深 300 股指累计收益率为 1.433%，最大回撤-6.457%，夏普率 1.18，偏度-0.66，超峰度-0.35；上证 50 股指累计收益率为 2.34%，最大回撤-5.62%，夏普率 1.98，偏度-1.3，超峰度 0.77；中证 500 股指累计收益率为 2.897%，最大回撤-3.349%，夏普率 2.91，偏度-0.09，超峰度-1.52。其中，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率反弹接近 24.82%，上证 50 股指已反弹至 22.6%，中证 500 反弹至 19.6%。波动率较 1 月底均有上升。从 21 日滚动年化夏普率观察，三大股指夏普率总体呈现冲高回落，前期得益于收益率的上升，后期股指回落并伴随波动率上行导致夏普率快速下滑；沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近 0，上证 50 股指接近 0，中证 500 股指为 0.56，沪深 300 和上证 50 在下半月快速走弱。

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-3.2%，上证 50 为-3.38%，中证 500 股指为-1.716%。根据 1 年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-3.2%，上证 50 为-3.0%，中证 500 股指为-3.5%。短期内沪深 300 与上证 50 的短期风险在超过中证 500，中长期则依然是中证 500 风险偏高。综合看，短线交易可以在 3 月增加配置中证 500 股指的权重，中长期依然是坚守沪深 300 与上证 50。

图 7： 21 天滚动年化波动率

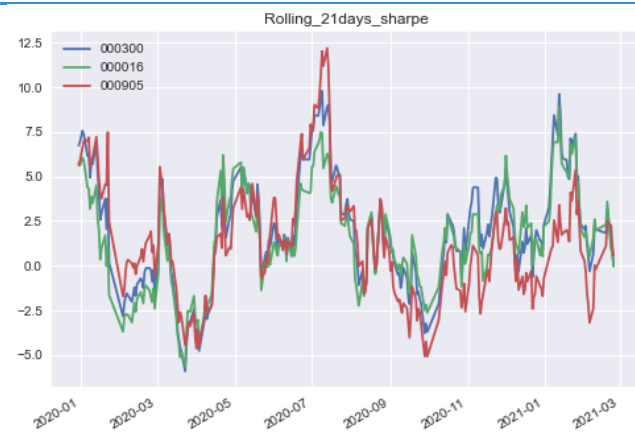
单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

图 8： 21 天滚动年化夏普率

单位：点



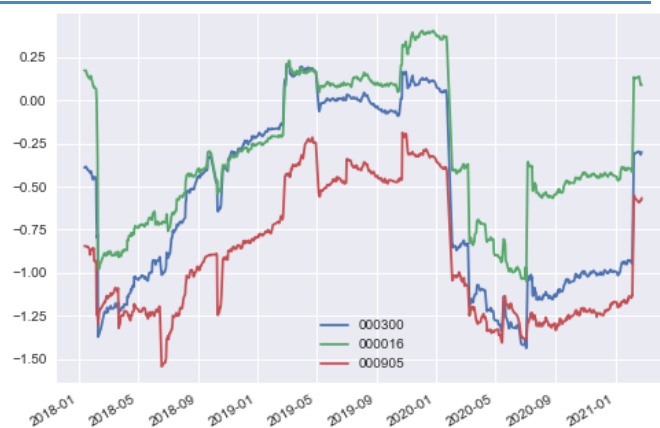
数据来源：Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



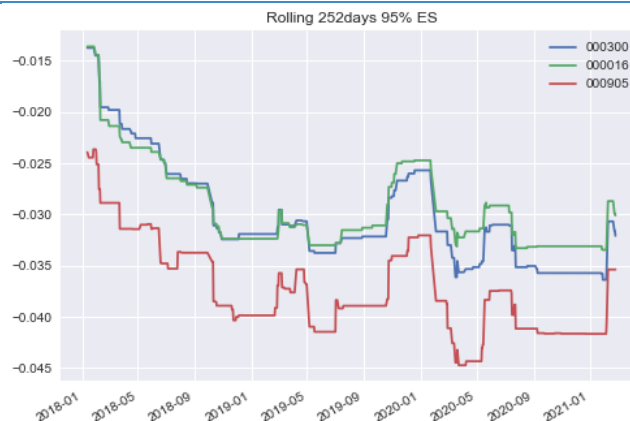
数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 1 年期滚动偏度 单位: 点



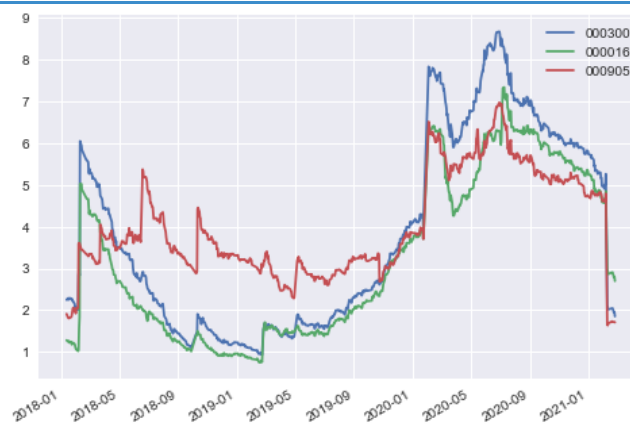
数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: 1 年期滚动 95%ExpectedShortfall 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



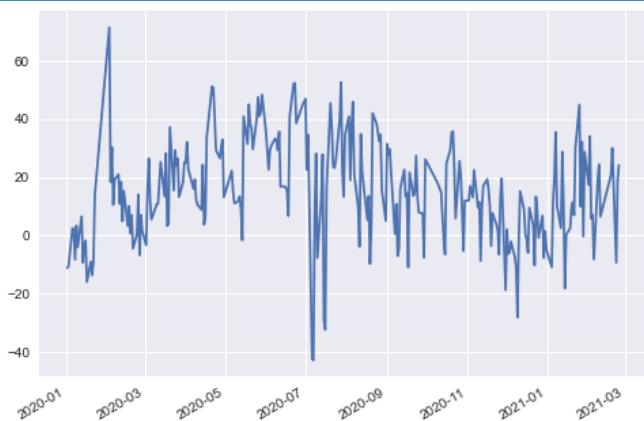
数据来源: Wind 新世纪期货

2、股指期货基差与价差分析

截至2月24日，IF、IH与IC主力合约基差维持正值，IF主力合约基差24.17，IH主力合约基差9.67，IC主力合约基差56.58，形成负向市场。箱图中的红点表示最新基差数据在统计结构中的位置。目前，三大指数基差运行于25%至75%分位数区间之内，短期内未有显著的收敛策略机会。股指期货主力合约比价方面，IF/IH最新录得1.426，IF/IC最新录得0.835，IH/IC最新录得0.585。IF/IH在2月走出盘整行情，IF/IC和IH/IC在2月显著回落。从252天动比价分位数分析，IF/IH回落到58.3%，IF/IC达到88.49%，IH/IC达到90%。从量化角度分析，IF/IC与IH/IC近期出现拐头迹象，上期报告中也提示重点关注IF/IC与IH/IC回落的介入时机，目前仍是介入的时间窗口。

图 13: IF 主力基差

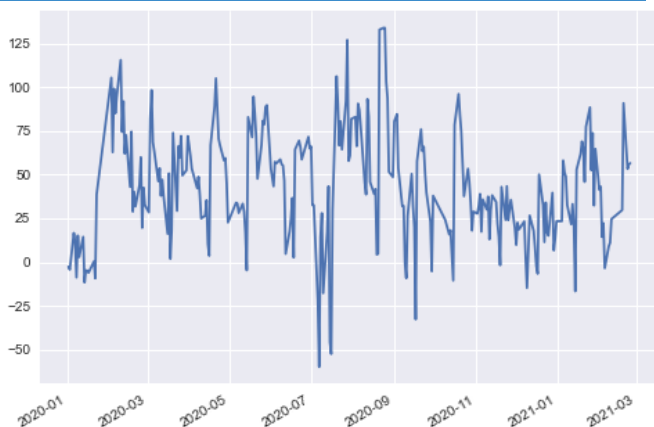
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

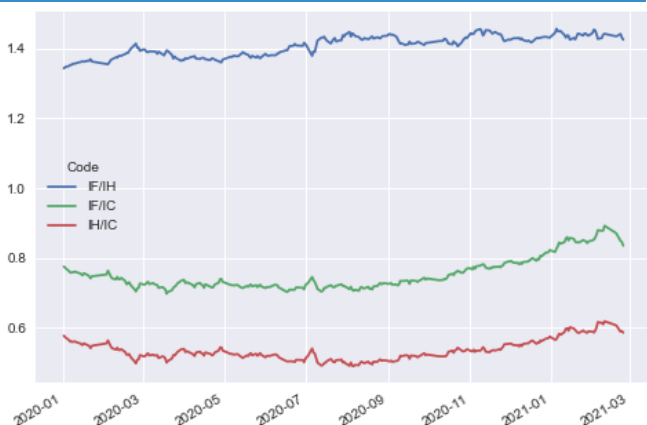
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指期货主力合约比价

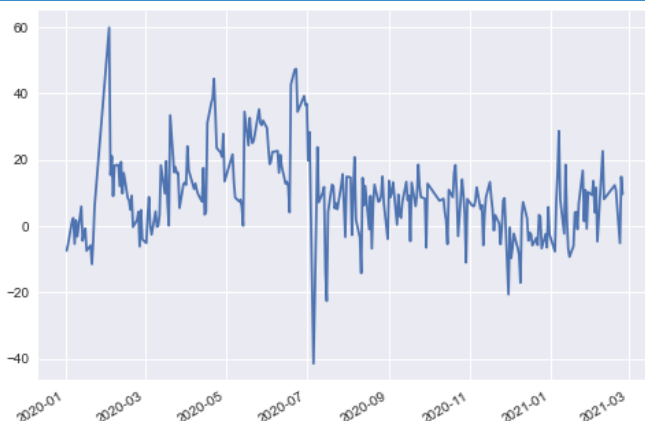
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

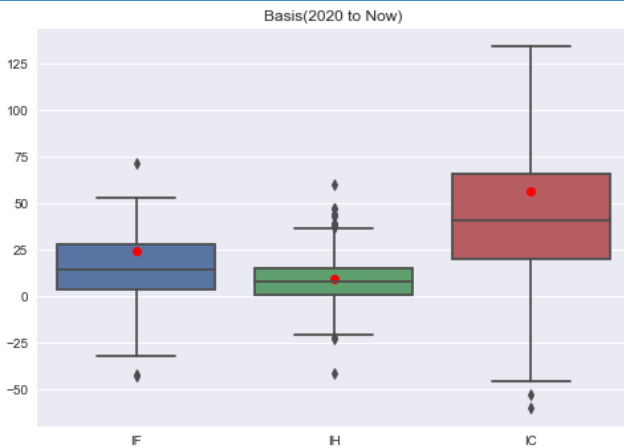
图 14: IH 主力基差

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: 股指基差箱图



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 252 天滚动比价分位数

单位: %



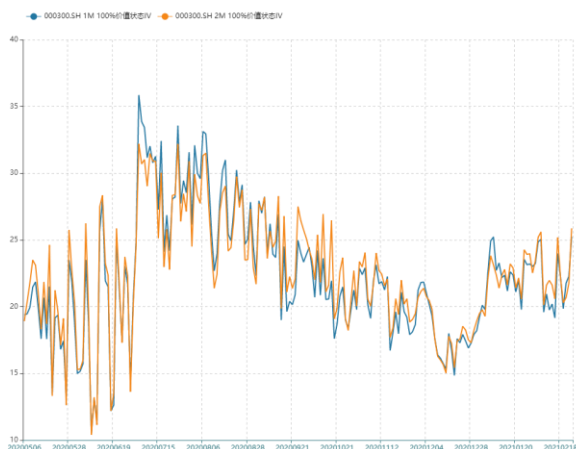
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期货期权分析

根据沪深 300 股指期货不同期限合约平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率在 2 月宽幅震荡, 临近月末再度快速反弹, 总体隐含波动率保持在相对高位。隐含波动率曲线结构显示近端平值隐含波动率高于远端, 形成 Backwardation 结构。从认沽认购比和期权成交量角度分析, 持仓量认沽认购比率从月初高位快速回落, 已经突破半年低点, 反映市场整体看多情绪在快速

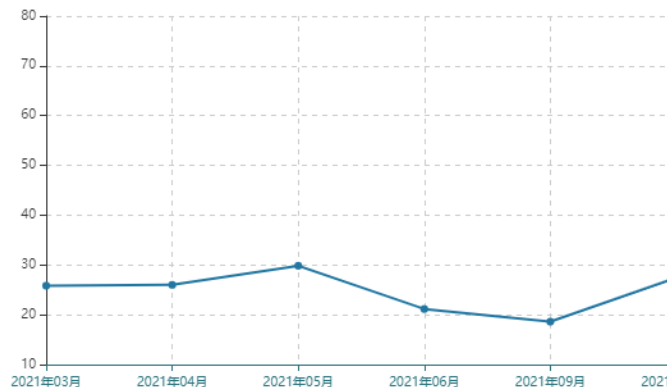
消退。沪深 300 期权合约成交结构显示市场认为 5600 至 5700 区域顶部压力较大，5500 至 5400 一线支撑较强。鉴于以上分析，推荐选择收益增强策略，可卖出深度虚值的近月看涨期权。

图 19: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



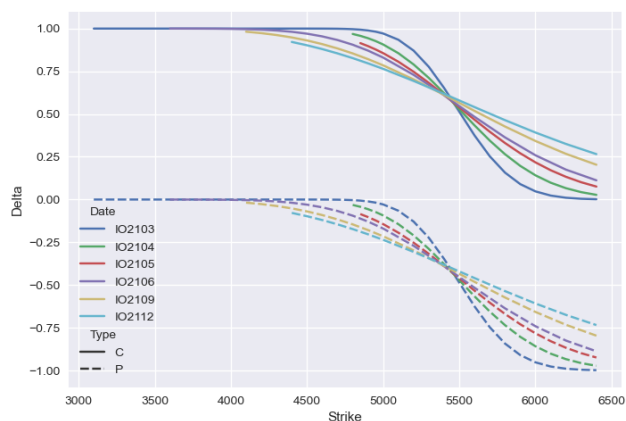
数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 隐含波动率期限结构 单位: %



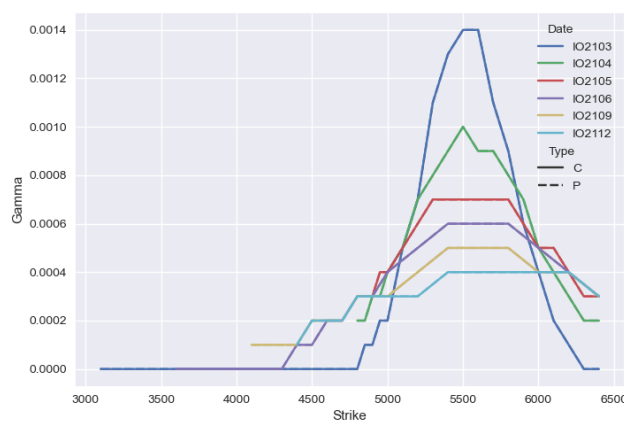
数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: 股指期货 Delta



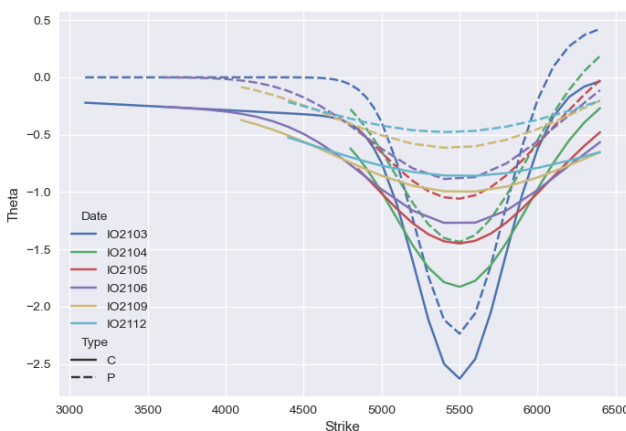
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 股指期货 Gamma



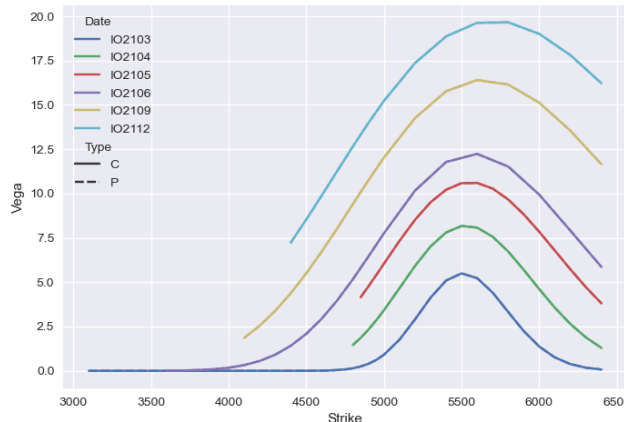
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 股指期货 Vega

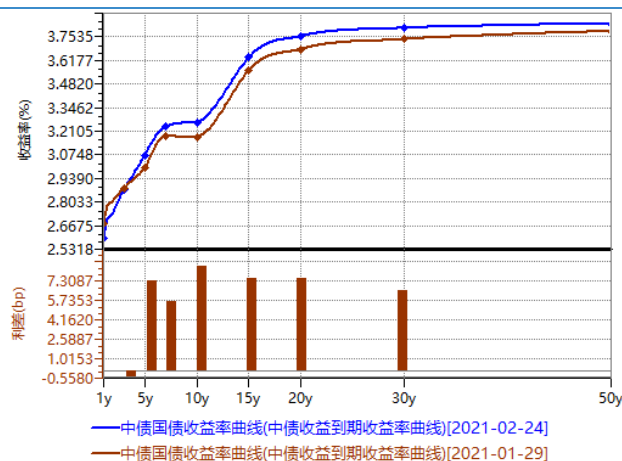


数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

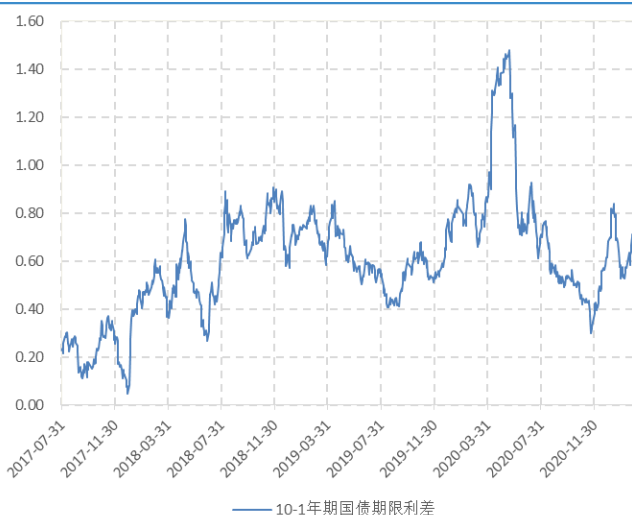
国债收益率曲线在 1 月出现整体小幅上移，其中国债 10 年期与 1 年期期限利差走阔，主要因素在于 10 年期国债收益率比 1 年期国债收益率更快地抬升。全球主要国家 10 年期国债在 2 月末收益率均高于 1 月末水平，伴随疫苗接种陆续推进，各国经济陆续复苏，欧美通胀预期纷纷快速拉升，国债收益率同步走高。中美 10 年期国债利差继续缩窄，预计伴随美国财政政策加码，中美利差将进一步缩窄。从资金利率角度分析，FR007 利率自月初高位回落，结束春节之前的短期资金紧张的局面，节后资金面较为温和稳定。SHIBOR3M 总体平稳，临近月末利率水平有所回落，银行间同业存单利率也较为稳定。根据债市和利率走势，预计 3 月的国债期货行情中长久期国债较短中期国债面临更大的下行风险，建议交易期限利差走阔预期，可做空 10 年期国债期货，做多 2 年期国债期货。

图 25： 国债期限结构 单位：%



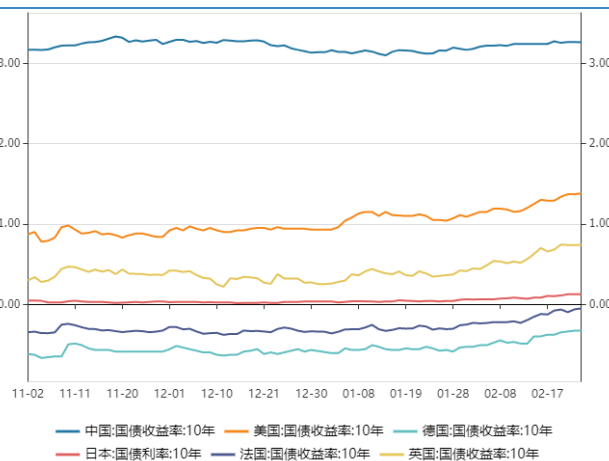
数据来源：Wind 新世纪期货

图 27： 10-1 年期国债期限利差 单位：%



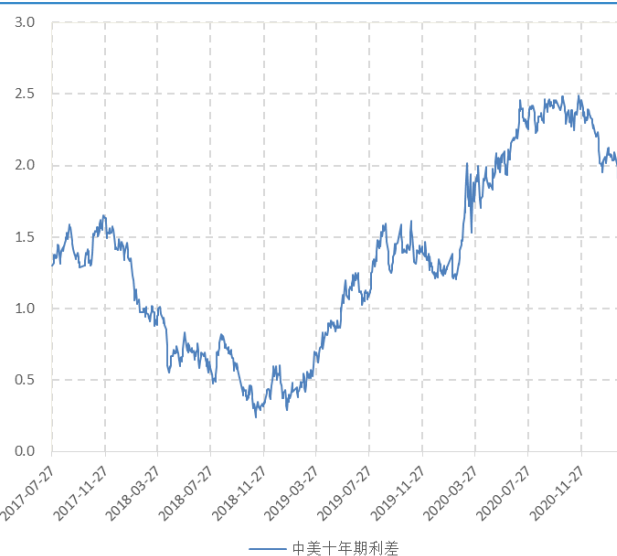
数据来源：Wind 新世纪期货

图 26： 全球主要国家 10 年期国债 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

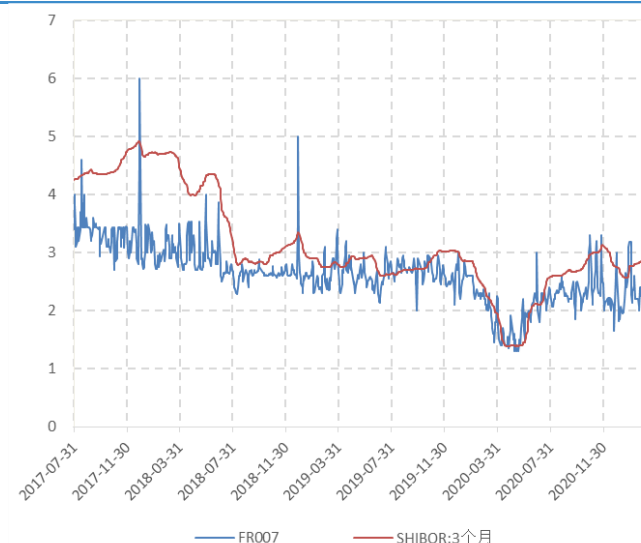
图 28： 中美 10 年期国债利差 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 29: FR003 与 SHIBOR3M 走势

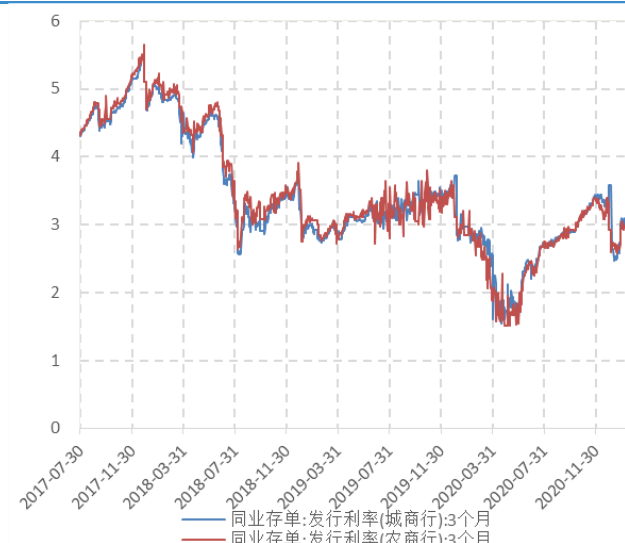
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 3 个月同业存单发行利率

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

本月,拜登政府推动经济刺激计划,对疫情启动财政政策和货币政策调整。目前,美国和欧洲的通胀预期快速上升,美欧等各国国债利率不断上升,海外权益市场震荡加剧,关注美元流动性的改变。国内三大股指月内冲高回落,股指波动率上升,夏普率回落。关注短期内沪深300和上证50股指风险上升的情况,股指期权交易结构也反映出股指上方压力的市场预期,隐含波动率也在快速反弹。我们建议在3月可以选择卖出近月深度虚值看涨期权来增强收益;IF/IC和IH/IC可以介入空头仓位。国债利率走势短期内有分化,银行间短期利率震荡中枢回落,期限利差或将进一步扩大,国债期货以相对强弱交易为主,可做空10年期国债期货,做多2年期国债期货。

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,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,请投资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

新世纪期货金融板块月报

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。

新世纪期货研究院

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>