

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>

2 月金融市场展望——

稳健控仓防守反击，股指多头继续持有

观点摘要：

股指期货：

国内四大股指期货主力合约在 1 月齐齐收红，月度收益均在 8% 附近。大盘股指收益表现稍强于中小盘股指，沪深 300 股指表现最佳。四大股指夏普率快速反弹接近前高，股指实现波动率接近区间低位，我们建议在 2 月保持谨慎的风险偏好，控制股指多头仓位，建议优选 IF 作为多头标的。基差交易可选择做多 IC 和 IM 主力合约的基差修复，比价交易可将前期的 IF/IC 和 IH/IC 多头策略获利平仓。

股指期权：

各股指期权的平值隐含波动率在 1 月出现回落，隐含波动率期限曲线结构显示为 Contango，近月的隐含波动率显著贴水。各股指期权的持仓量认沽认购比率回落，显示出看多情绪的回落。目前股指期权隐含波动率偏低，建议采用较为进取的策略，买入 MO 近月或者次近月的看涨期权或牛市价差，牛市价差区间上沿设置于 7000 一线。

国债期货：

国债收益率曲线整体抬升，三大期限国债期货主力合约 1 月盘整。随着外部加息压力的减弱和后疫情时代经济复苏，国债收益率曲线预计开始陡峭化。看好国债期限利差的反弹行情，建议持有十年期国债期货空头、两年期国债期货多头，做多国债期限利差。

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

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
中小盘股指相对乐观，期限利差有望回落
2022-11

一、行情回顾

1 月，疫情防控优化的新十条措施发挥作用，在最大程度保护人民生命安全和身体健康的基础上，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响，推动经济社会向着后疫情时代复苏。国内外对于中国经济的复苏充满乐观情绪，认为从商品供给和商品需求两方面都将拉动全球经济的回暖。国际上主要工业商品和中概股出现普涨，国内四大股指期货主力合约在 1 月齐齐上扬收红，股指夏普率快速修复上升，股指实现波动率走低，风险指标好转。国债收益率曲线整体小幅抬升，三大期限国债期货主力合约 1 月震荡，收出月度十字星。

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

2022 年 12 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.8%。其中，城市上涨 1.8%，农村上涨 1.8%；食品价格上涨 4.8%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 2.6%，服务价格上涨 0.6%。12 月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市持平，农村下降 0.2%；食品价格上涨 0.5%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.1%，服务价格上涨 0.1%。2022 年全年，全国居民消费价格比上年上涨 2.0%。全国工业生产者出厂价格同比下降 0.7%，环比下降 0.5%；工业生产者购进价格同比上涨 0.3%，环比下降 0.4%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 1.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.09 个百分点。工业生产者购进价格中，燃料动力类价格上涨 7.6%，农副产品类价格上涨 7.0%。消费端通涨总体温和、物价稳定。

2022 年 12 月末，广义货币(M2)余额 266.43 万亿元，同比增长 11.8%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 2.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 67.17 万亿元，同比增长 3.7%，增速比上月末低 0.9 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点；流通中货币(M0)余额 10.47 万亿元，同比增长 15.3%。全年净投放现金 1.39 万亿元。2022 年末社会融资规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.6%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 212.43 万亿元，同比增长 10.9%。

2023 年 1 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，比上月上升 3.1 个百分点，升至临界点以上，制造业景气水平明显回升。从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.3%，比上月上升 4.0 个百分点，高于临界点；中、小型企业 PMI 分别为 48.6%和 47.2%，比上月上升 2.2 和 2.5 个百分点，均低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，新订单指数高于临界点，生产指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。1 月份，非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 12.8 个百分点，高于临界点，非制造业景气水平触底回升。分行业看，建筑业商务活动指数为 56.4%，比上月上升 2.0 个百分点。服务业商务活动指数为 54.0%，比上月上升 14.6 个百分点。1 月份，综合 PMI 产出指数为 52.9%，比上月上升 10.3 个百分点，高于临界点，表明我国企业生产经营景气水平有所回升。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



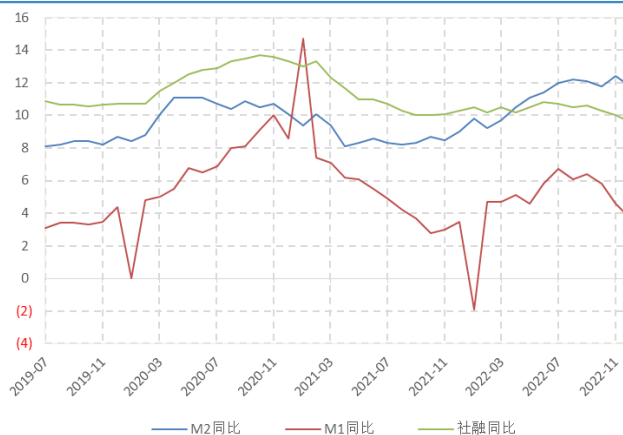
数据来源: Wind 新世纪期货

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

2022 年 12 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 94.35。2022 年，全国房地产开发投资 132895 亿元，比上年下降 10.0%；其中，住宅投资 100646 亿元，下降 9.5%。房地产开发企业房屋施工面积 904999 万平方米，比上年下降 7.2%。其中，住宅施工面积 639696 万平方米，下降 7.3%。房屋新开工面积 120587 万平方米，下降 39.4%。商品房销售面积 135837

万平方米，比上年下降 24.3%，其中住宅销售面积下降 26.8%。2022 年末，商品房待售面积 56366 万平方米，比上年增长 10.5%。其中，住宅待售面积增长 18.4%。2022 年，房地产开发企业到位资金 148979 亿元，比上年下降 25.9%。房地产行业的回落速度出现趋缓。

三、股票指数

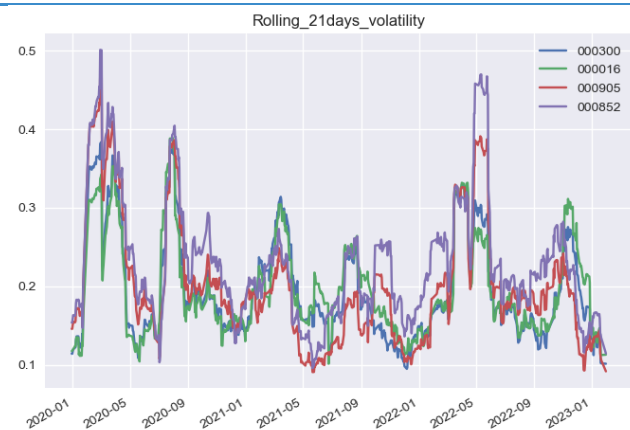
1、股指分析

1 月 3 日至 1 月 30 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 1 月走出上涨行情。其中，沪深 300 股指表现强于上证 50 股指、中证 500 股指和中证 1000 股指。其中，沪深 300 股指累计收益率为 8.51%，最大回撤-0.185%，偏度 0.91，超峰度-0.21；上证 50 股指累计收益率为 7.73%，最大回撤-0.85%，偏度 0.58，超峰度-0.69；中证 500 股指累计收益率为 7.14%，最大回撤-0.56%，偏度 0.16，超峰度-0.39；中证 1000 股指累计收益率为 8.03%，最大回撤-0.038%，偏度 1.46，超峰度 1.96。

四大股指实现波动率在 1 月走出回落，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 10.1%，上证 50 股指达到 11.2%，中证 500 股指为 9.1%，中证 1000 股指为 11.4%。从 21 日滚动年化夏普率观察，四大股指夏普率在 1 月继续上升，主要由于股指收益率走强，中证 500 股指和中证 1000 股指的滚动夏普率由负值区域快速反弹回正。临近月末，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近 10.78，上证 50 股指接近 8.55，中证 500 股指为 10.96，中证 1000 股指为 9.7。夏普率角度显示目前权益市场各股指处于普涨结构，夏普率逼近之前的峰值。

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-0.94%，上证 50 为-1.22%，中证 500 股指为-0.99%，中证 1000 股指为-1.19%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-2.96，上证 50 为-2.98%，中证 500 股指为-3.56%，中证 1000 股指为-4.02%。综合看，经过 1 月的整体上行后，股指的实现波动率和夏普率接近极值，需要提高风险意识，股指多头避免高仓位。

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 9: Hybrid VaR 单位: 点



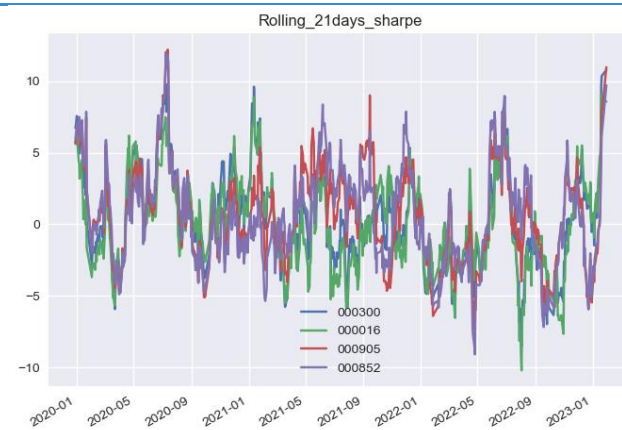
数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度 单位: 点



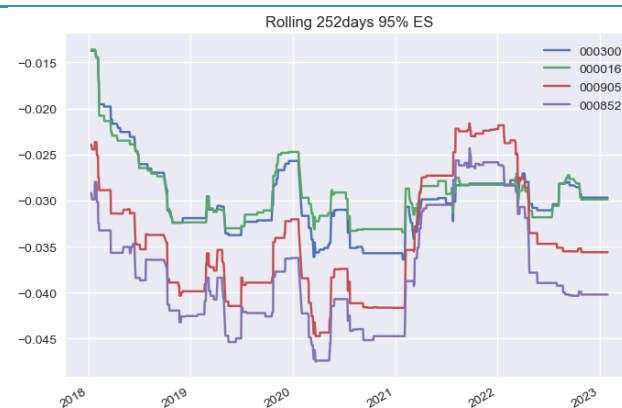
数据来源: Wind 新世纪期货

图 8: 21 天滚动年化夏普率 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 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

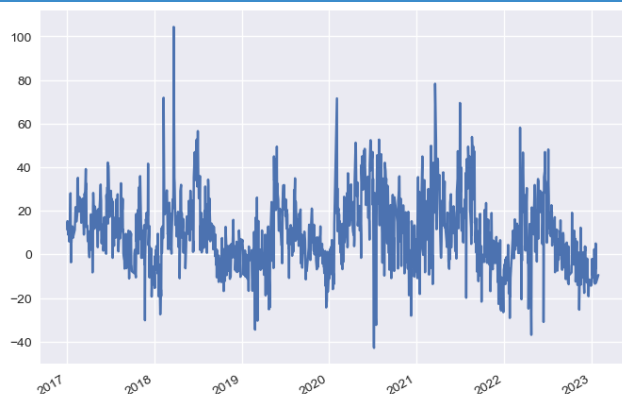
截至 1 月 30 日，三大股指期货主力合约基差转为负值。最新统计，IF 主力合约基差-9.45，IH 主力合约基差-4.67，IC 主力合约基差-9.87，IM 主力合约基差-13.7。箱图中的红点表示最新基差数据，数据总体位于统计结构（2020 年至今）的 25%之下。IC 和 IM 主力合约基差显著低于 25%分位数，可以尝试基差收敛策略。第一目标为分别是 2020 年 1 月至今的 25%中位数，IC 基差 25%中位数为 2.9，IM 基差 25%中位数为-3.5；第二阶段目标为 2020 年 1 月至今的 50%

分位数，IC 基差中位数为 25.5，IM 基差中位数为 11.66。

股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.481，IF/IC 最新录得 0.67，IF/IM 最新录得 0.62，IH/IC 最新录得 0.452，IH/IM 最新录得 0.418，IC/IM 最新录得 0.925。六大比价中，IC/IM 在 1 月走出下跌行情，其余比价总体呈现上行。从 252 天动比价分位数分析，IF/IH 上升 57.9%分位数，IF/IC 反弹到 54.36%分位数，IH/IC 反弹到 46.83%分位数。IF/IC 和 IH/IC 股指比价接近年报中的目标位，目前行情观点仍维持年报的逻辑。建议投资者可先获利平仓，等待 2 月的中小盘股指优势策略启动。

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

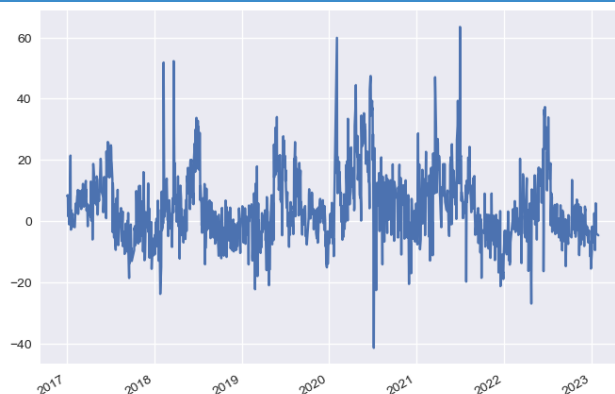
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差

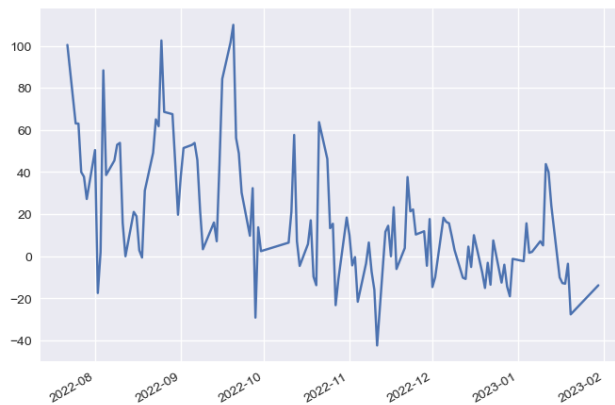
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

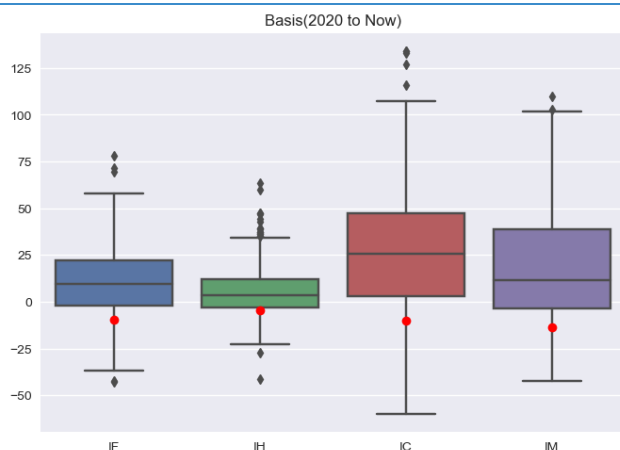
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

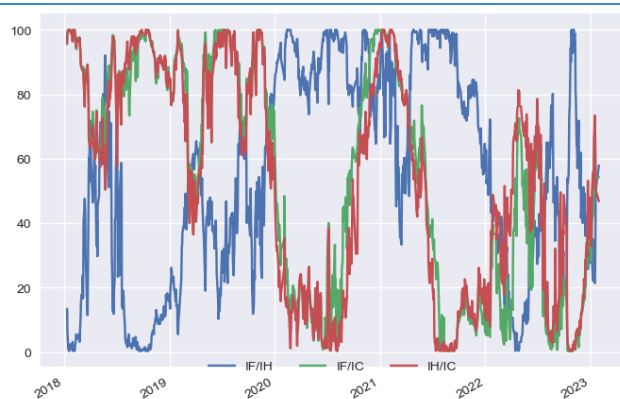
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

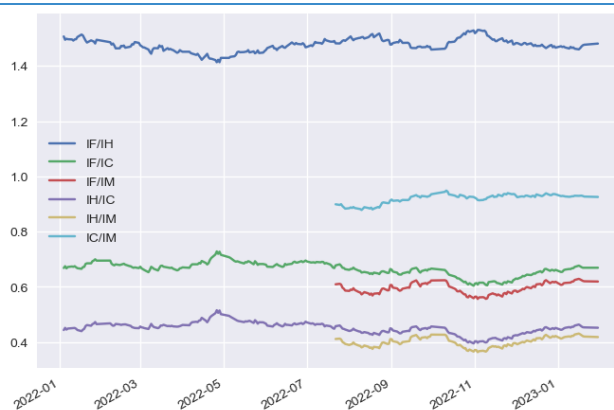
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价

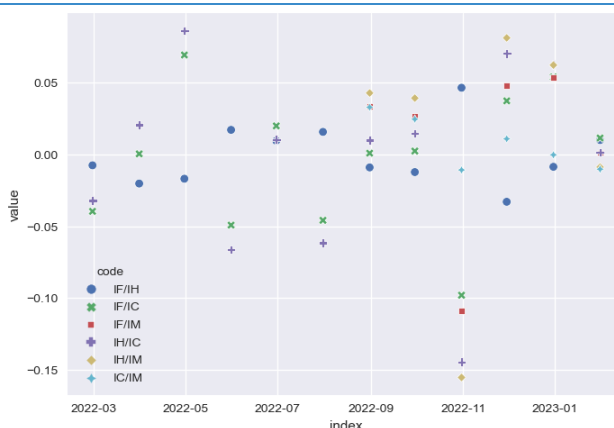
单位: %



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

股指期权隐含波动率在 1 月回落。根据 IO 平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率在 1 月走出冲高回落, 最终较 1 月初窄幅收跌。另据 M0 和 H0 期权平值隐含波动率显示, 平值隐含波动率在 1 月总体保持回落走势, 目前接近区域低位。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。从认沽认购比和期权成交量角度分析, IO、M0 和 H0 的持仓量认沽认购比率在 1 月快速上行直到春节前期开始回落。上述数据体现出市场看多情绪在减弱, 但依然是较为看涨的市场情绪。

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 4300 一线。M0 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 6600 一线, 上方阻力位仍位于 7000 一线。H0 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 2750 一线, 上方阻力位仍位于 2900 一线。

鉴于以上分析, 可以选择买入 M0 近月或者次近月的看涨期权或牛市价差。牛市价差区间可

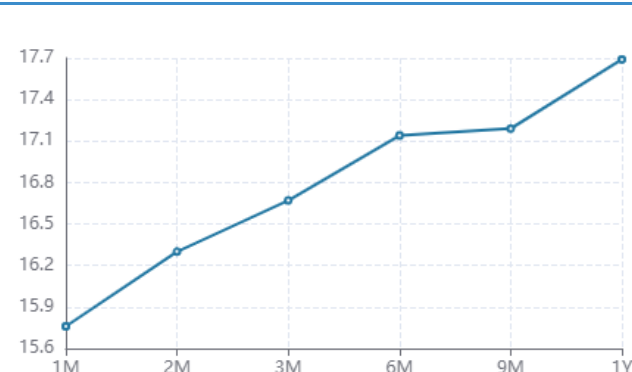
以考虑上述震荡空间来设置。也可以利用目前隐含波动率较低的特点，可以买入近月或次近月的跨式期权组合，价差区间根据前述主要震荡区间设置。

图 21: 沪深 300 期权隐含波动率 单位: %



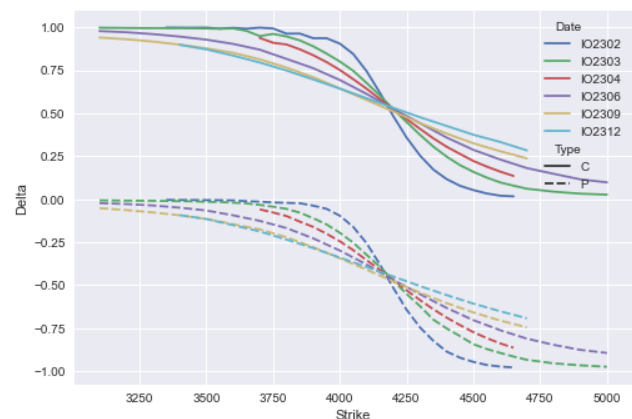
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: 隐含波动率期限结构 单位: %



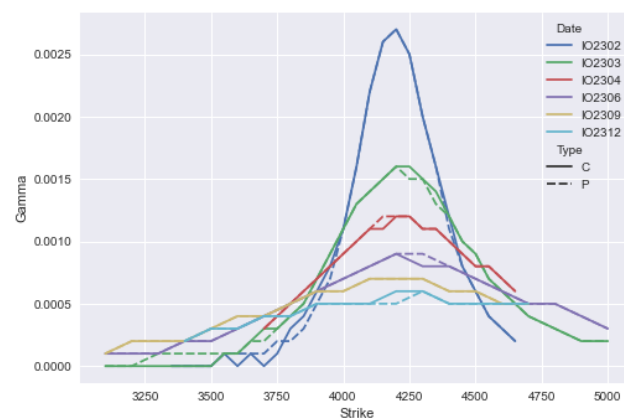
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期权 Delta



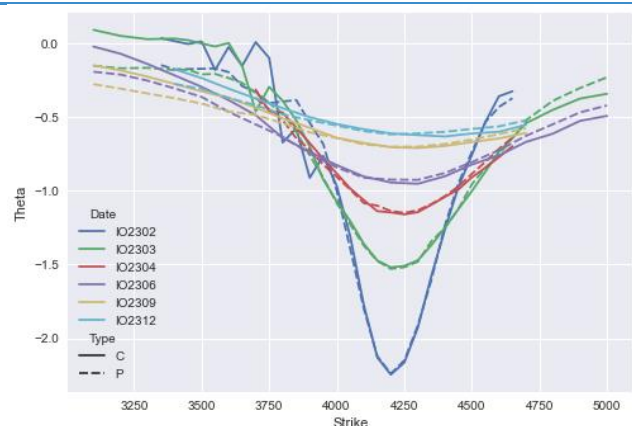
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期权 Gamma



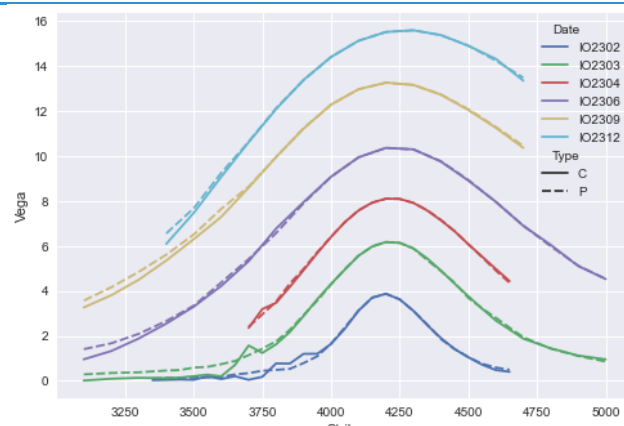
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期权 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期权 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

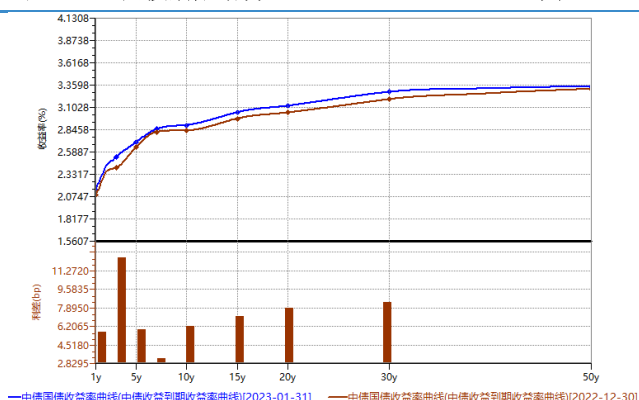
1 月，以德国为首的欧元区多国经济数据强于预期，欧元区的衰退概率大幅降低。同时，中

国抗疫政策的优化加大市场对于未来供需的乐观情绪。前述两者助推美国经济软着陆的乐观情绪上升，市场依此进行资产定价。预期 2 月初的美联储政策会议，加息步伐将进一步放缓。美联储大概率加息 25bps，推高基准利率至 4.5%-4.75% 区间。美国经济的软着陆需要打破工资增长螺旋，带动美国劳动力市场降温。联邦基金利率只有提升至 5% 以上，将工资增长率压缩在合理水平，需求才能收缩，通胀才能回归中枢水平。目前看至 5 月，仍然将有两次 25bps 加息的节点，2023 年预期不降息，目标利率增加至 5.25% 附近。全球主要国家十年期国债在 1 月走出分化行情，日本央行对于 YCC (收益率曲线控制 Yield Curve Control) 的调整是变相加息，体现出货币政策的调整方向，日本十年期收益率显著上升。欧央行近期展示出较为鹰派的加息态度，预期 2 月将加息 50bps，法德国债收益率出现反弹。

1 月，一年期之上的国债收益率曲线出现整体上移，期间国债十年期与一年期期限利差反弹。临近春节，央行也给予了流动性支持，节前一周开展 7790 亿元 1 年期中期借贷便利 (MLF) 以及 16080 亿元 14 天期和 5470 亿元 7 天期逆回购操作，同时有 7000 亿元 1 年期中期借贷便利 (MLF) 和 1890 亿元 7 天期逆回购到期，当周实现净投放 20450 亿元，单周净投放金额创历史新高。从资金利率角度分析，1 月 SHIBOR3M 在央行流动性的支持下小幅回落，利率水平接近 2.36%。FR007 走出震荡反弹，利率水平低于 SHIBOR3M，接近 2.2%。银行间同业存单收益率也出现震荡抬升趋势。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

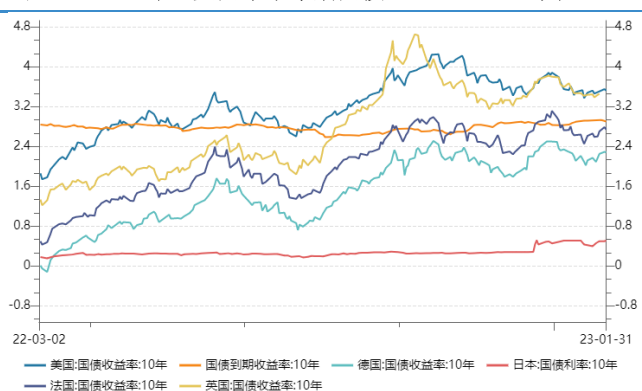
单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 28： 全球主要国家十年期国债

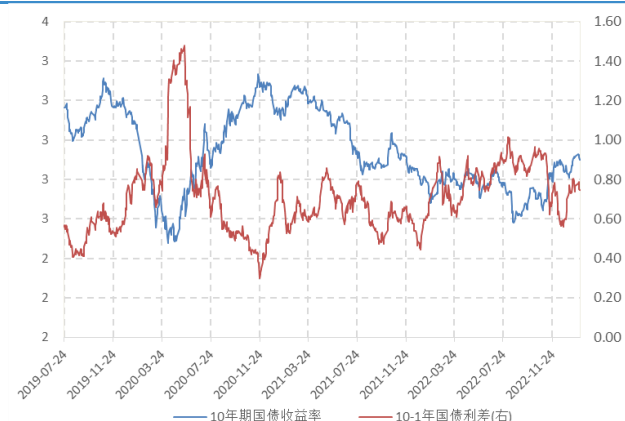
单位：%



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 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势

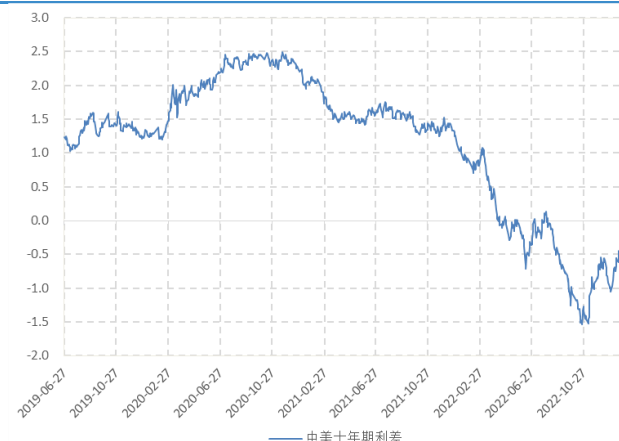
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差

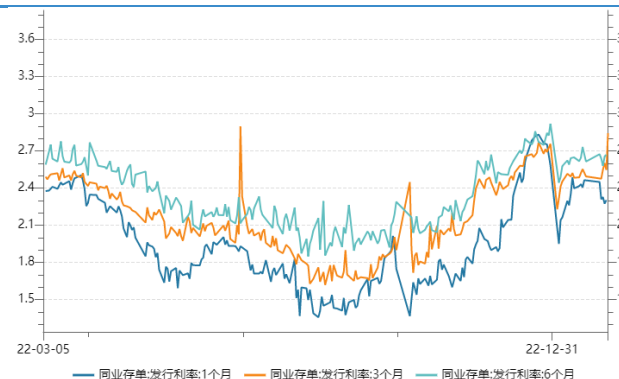
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 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

1 月, 国内四大股指齐齐上攻, 大盘股指收益表现稍强于中小盘股指, 沪深 300 股指表现最佳。鉴于各股指的实现波动率和夏普率均接近极值, 我们建议在 2 月降低风险偏好, 暂时控制股指多头仓位, 依然可以选择 IF 作为多头标的。基差交易可选择做多 IC 和 IM 主力合约基差, 比价交易可将前期的 IF/IC 和 IH/IC 多头策略获利平仓。目前股指期权隐含波动率偏低, 可以选择买入 M0 近月或者次近月的看涨期权或牛市价差, 牛市价差区间上沿设置于 7000 一线。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, 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

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>