

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>

5 月金融市场展望——

降低风险偏好，股指多头控仓防御

观点摘要：

股指期货：

4 月，美国区域银行出现流动性风险导致银行业开始收缩信贷，叠加海外主要发达国家的制造业 PMI 出现颓势，市场对于经济衰退的前瞻预期在上升。受到海外动荡市场的影响，国内股指继续下探，股指夏普率陷入负值区域，股指实现波动率反弹，股指期权隐含波动率快速反弹。我们建议在 5 月降低风险偏好，保持股指多头较轻仓位。基差交易选择 IC 和 IM 为交易标的，待主力合约基差回落至目标区域后的介入收敛策略。比价方面，保持目前盈利的 IH/IC 多头持仓，第一目标位 0.435。

股指期权：

4 月上中旬三大股指期权隐含波动率保持震荡下行，临近 4 月末时快速反弹。平值隐含波动率形成 Contango 结构，但是最前端的隐含波动率出现升水，预示最近一个月行情风险较高。从认沽认购比角度分析，IO、HO 和 MO 认购比在 4 月下旬回落。上述数据体现出股指整体看多情绪的消退，市场持有中性偏弱的观点。利用隐含波动率反弹的趋势，建议配置 MO 近月的跨式期权或宽跨式期权。

国债期货：

4 月，国债收益率曲线整体下移，四大期限国债期货主力合约收阳。随着中国经济开始复苏和企业间信贷需求回升，央行可能会开始逐步缩减在新冠疫情期间实施的一些宽松的刺激措施，利率进一步下行的空间非常有限。维持做多国债期限利差策略，也可选择单边做多两年期国债收益率。

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

企稳反攻，股债多头配置

2023-04

先抑后扬，权重反弹蓄能

2023-03

稳健控仓防守反击，股指多头继续持有

2023-02

春风送暖，生机勃勃，万物向阳而生

2023-01

一、行情回顾

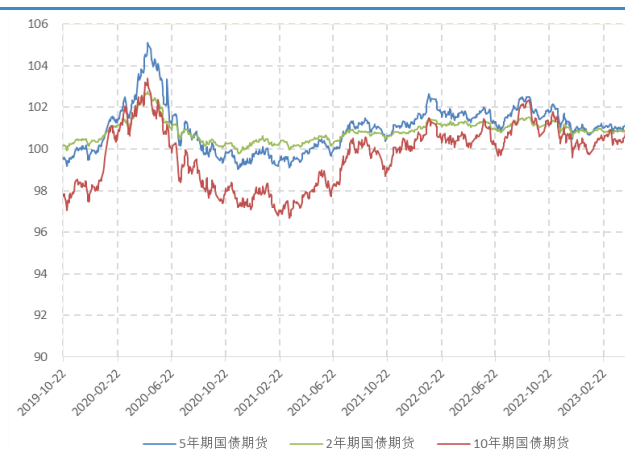
4 月，美国区域银行出现流动性风险导致金融市场恐慌的余震仍继续中，银行业开始收缩信贷。市场预估信贷收缩将代替两次的加息，目前预期 5 月份美联储仍然加息 25bps，在后续的月份中暂时持有不加息的态度。海外主要发达国家的制造业 PMI 出现颓势，尤其是欧洲和英国的 PMI 制造业数据跌破 50 荣枯线，市场对于经济衰退的前瞻预期在上升。受到海外动荡市场的影响，国内股指继续下探，股指夏普率陷入负值区域，股指实现波动率反弹，股指期权隐含波动率快速反弹。在各主要经济体步入加息周期末端的情况下，国债收益率曲线整体小幅回落，四大期限国债期货主力合约在 4 月继续收阳。

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

3 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.7%。其中，城市上涨 0.7%，农村上涨 0.6%；食品价格上涨 2.4%，非食品价格上涨 0.3%；消费品价格上涨 0.5%，服务价格上涨 0.8%。1-3 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 1.3%。3 月份，全国居民消费价格环比下降 0.3%。其中，城市下降 0.3%，农村下降 0.3%；食品价格下降 1.4%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.5%，服务价格上涨 0.1%。全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 2.5%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降 1.8%，环比持平。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期下降 1.6%，工业生产者购进价格下降 0.8%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 3.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.65 个百分点。国内经济运行企稳，人民生产需求改善，消费领域价格温和上升，生产领域价格有所回落。

3 月末，广义货币（M2）余额 281.46 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点；狭义货币（M1）余额 67.81 万亿元，同比增长 5.1%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点；流通中货币（M0）余额 10.56 万亿元，同比增

长 11%。一季度净投放现金 961 亿元。3 月末社会融资规模存量为 359.02 万亿元，同比增长 10%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 223.96 万亿元，同比增长 11.7%；从结构看，3 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.4%，同比高 1 个百分点。

2023 年 3 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，比上月下降 0.7 个百分点，高于临界点，制造业保持扩张态势。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 53.6%、50.3%和 50.4%，低于上月 0.1、1.7 和 0.8 个百分点，均高于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。3 月份，非制造业商务活动指数为 58.2%，比上月上升 1.9 个百分点，高于临界点，非制造业恢复发展步伐加快。分行业看，建筑业商务活动指数为 65.6%，比上月上升 5.4 个百分点。服务业商务活动指数为 56.9%，比上月上升 1.3 个百分点。3 月份，综合 PMI 产出指数为 57.0%，比上月上升 0.6 个百分点，位于较高景气区间，表明我国企业生产经营总体情况继续好转。

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

3 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 94.71。1—3 月份，全国房地产

开发投资 25974 亿元，同比下降 5.8%；其中，住宅投资 19767 亿元，下降 4.1%。1—3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 764577 万平方米，同比下降 5.2%。其中，住宅施工面积 538214 万平方米，下降 5.4%。1—3 月份，商品房销售面积 29946 万平方米，同比下降 1.8%，其中住宅销售面积增长 1.4%。商品房销售额 30545 亿元，增长 4.1%，其中住宅销售额增长 7.1%。3 月末，商品房待售面积 64770 万平方米，同比增长 15.4%。其中，住宅待售面积增长 15.5%。1—3 月份，房地产开发企业到位资金 34708 亿元，同比下降 9.0%。房地产行业出现企稳反弹。

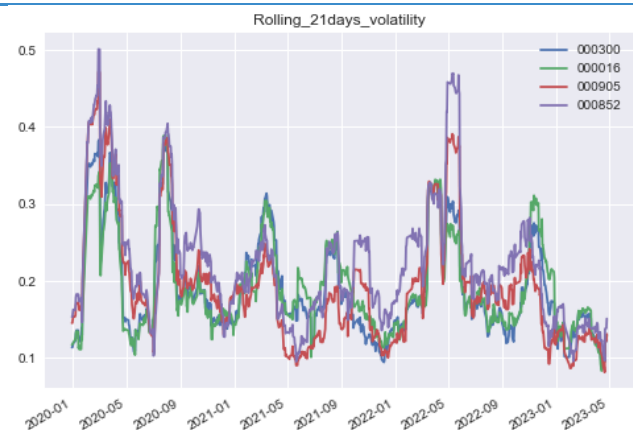
三、股票指数

1、股指分析

4 月 1 日至 4 月 25 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 4 月继续全体回落，其中上证 50 股指跌幅最窄，中证 1000 股指跌幅居于首位。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为-2.18%，最大回撤-4.82%，偏度-0.26，超峰度-0.13；上证 50 股指累计收益率为-1.6%，最大回撤-4.62%，偏度 0.17，超峰度 0.85；中证 500 股指累计收益率为-3.5%，最大回撤-5.41%，偏度-1.00，超峰度 1.03；中证 1000 股指累计收益率为-4%，最大回撤-6.31%，偏度-0.88，超峰度 0.50。四大股指实现波动率在 4 月出现反弹，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 12.3%，上证 50 股指达到 12.9，中证 500 股指为 13.1%，中证 1000 股指为 15.1%。从 21 日滚动年化夏普率观察，中小盘股指夏普率在 4 月份继续回落，上证 50 股指滚动夏普率出现好转。临近月末，四大股指滚动 21 天年化夏普率均位于负值区间，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率接近-1.57，上证 50 股指接近-1.2，中证 500 股指为-2.82，中证 1000 股指为-3.12。根据上述量化参数分析，当前权益市场的蓝筹股指具有相对比较优势。

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-1.99%，上证 50 为-1.89%，中证 500 股指为-2.54%，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-2.39%，上证 50 为-2.46%，中证 500 股指为-3.0%，中证 1000 股指为-3.62%。综合看，4 月的股指的实现波动率反弹，观察的风险 VaR 值指标出现走弱，建议降低市场风险偏好。

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



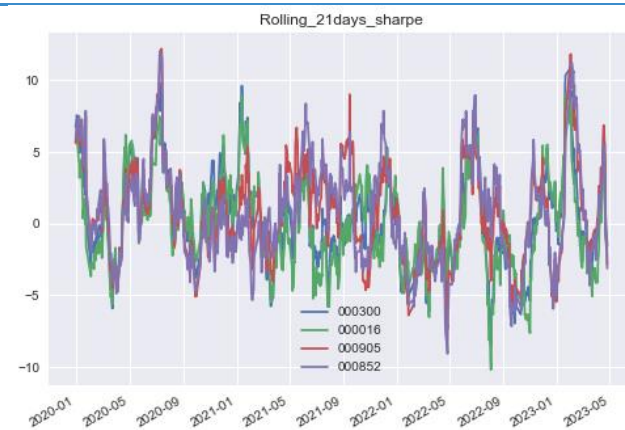
数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度 单位: 点



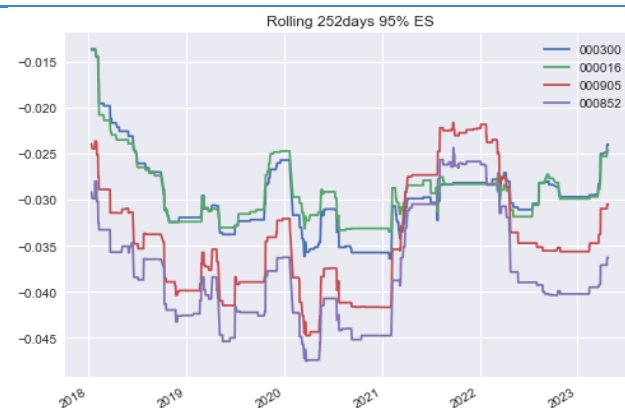
数据来源: Wind 新世纪期货

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

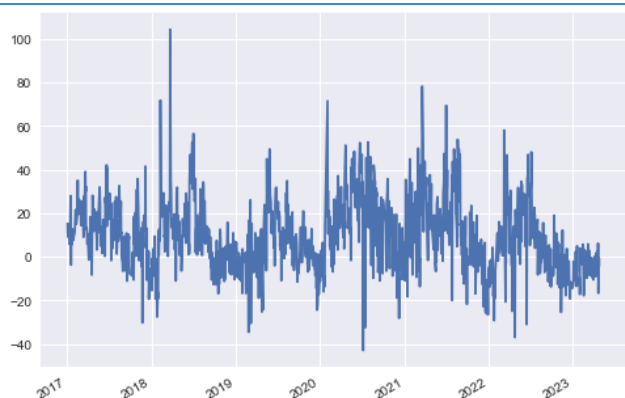
截至 4 月 25 日，四大股指期货主力合约基差互有涨跌，IC 和 IM 主力合约基差保持正值。目前，IF 主力合约基差为-4.13，IH 主力合约基差为-2.3，IC 主力合约基差为 13.15，IM 主力合约基差为 6.63。箱图中的红点表示最新基差数据，IH、IC 和 IM 主力合约基差重新反弹至 25% 分位数之上的区域。4 月建议构建的 IF 和 IC 的基差收敛策略可获利平仓。目前，IF 的主力合约基差虽然低于 25% 分位数，但是反弹的绝对空间较窄，利润空间有限，不建议入场基差收敛策

略。5月等待 IC 和 IM 低于以下目标位可入场基差收敛策略，分别是 2020 年 1 月至今的 15%分位数，IC 基差 15%分位数为-5.76，IM 基差 15%分位数为-9.5。目标位为 2020 年 1 月至今的统计中位数，IC 基差中位数为 23.86，IM 基差中位数为 11.6。

股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.513，IF/IC 最新录得 0.65，IF/IM 最新录得 0.6，IH/IC 最新录得 0.43，IH/IM 最新录得 0.397，IC/IM 最新录得 0.926。六大比价中，仅仅 IF/IH 在 4 月走出回落行情，其余比价总体呈现反弹。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于 84.9%分位数，IF/IC 反弹至 42%分位数，IH/IC 上升至 29.36%分位数。IF/IC 和 IH/IC 股指比价如预期出现反弹。4 月建议收集的 IH/IC 多头筹码保持盈利，5 月可继续持有，第一目标位 0.435。

图 13: IF 主力基差

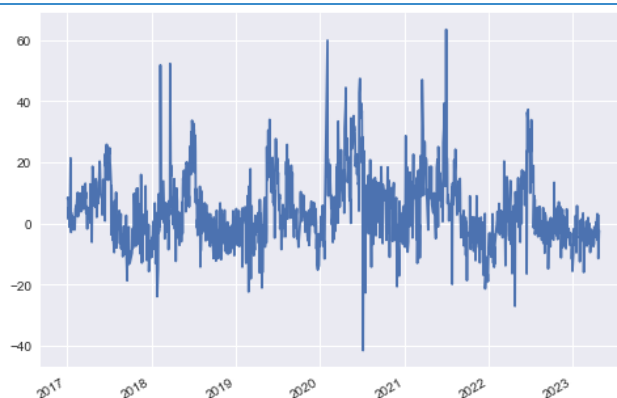
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差

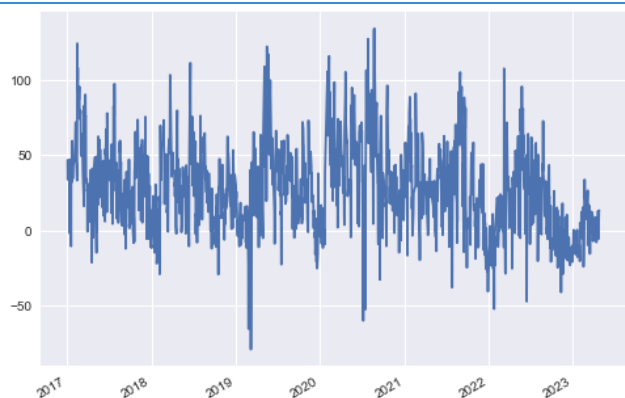
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

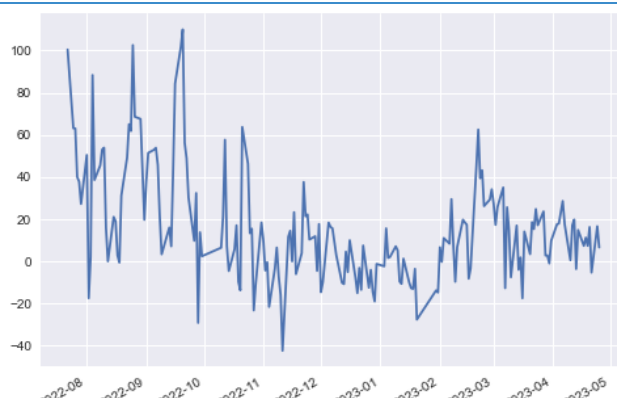
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

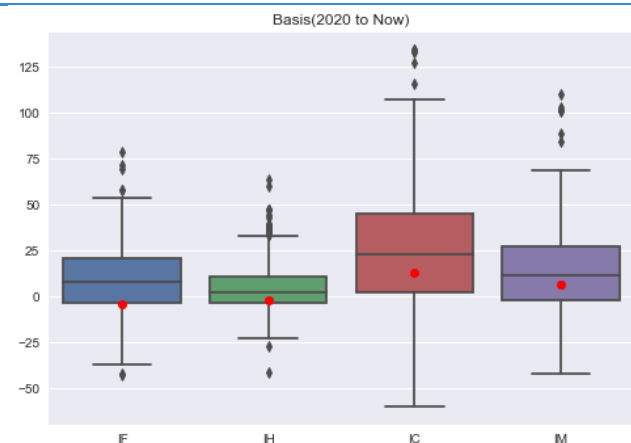
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

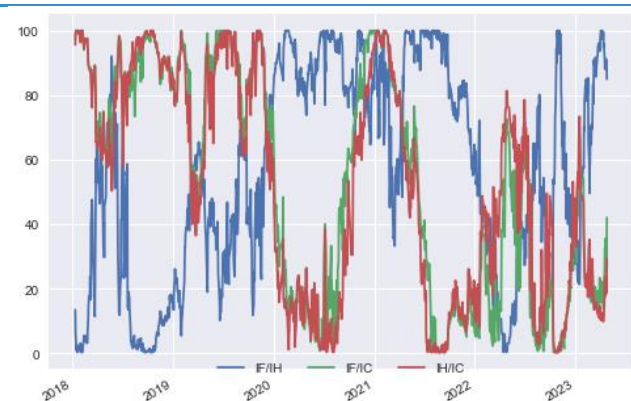
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

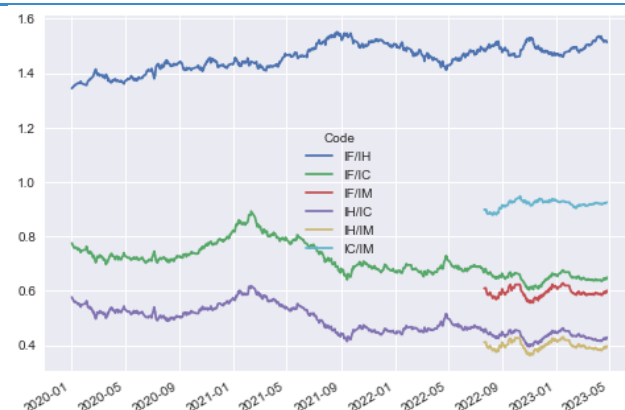
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价

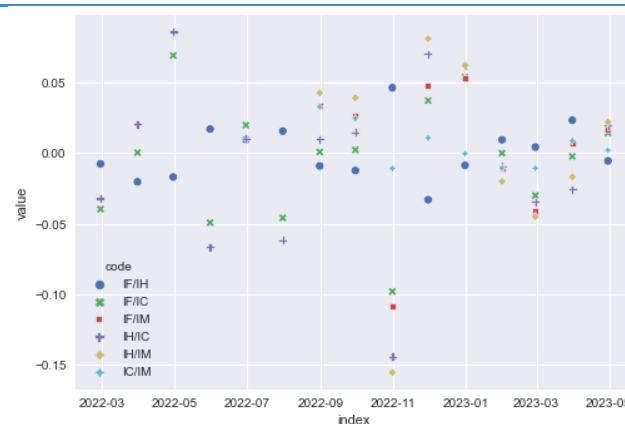
单位: %



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、股指期货分析

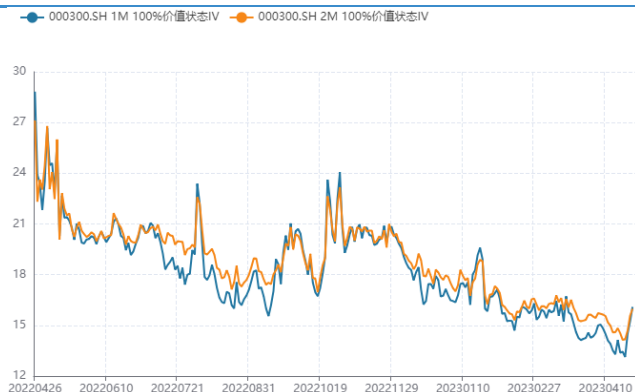
根据 IO、H0 和 M0 平值隐含波动率显示,平值隐含波动率在 4 月上中旬保持震荡下行,IO 和 H0 隐含波动率突破前低,M0 隐含波动率达到前低水平,在临近 4 月末时三大股指期货隐含波动率快速反弹。三大股指期货平值隐含波动率总体形成 Contango 结构,但是最前端的隐含波动率出现升水,预示最近一个月行情风险较高。从认沽认购比角度分析,IO、H0 和 M0 认购比在 4 月中上旬走出一轮上攻后,在下旬快速回落。上述数据体现出股指整体看多情绪的消退,市场出现中性偏弱的观点。

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 4100 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 6800 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 2600 一线,上方阻力位仍位于 2700 一线。

鉴于以上分析,利用隐含波动率反弹的趋势,建议配置 M0 近月的跨式期权或宽跨式期权。

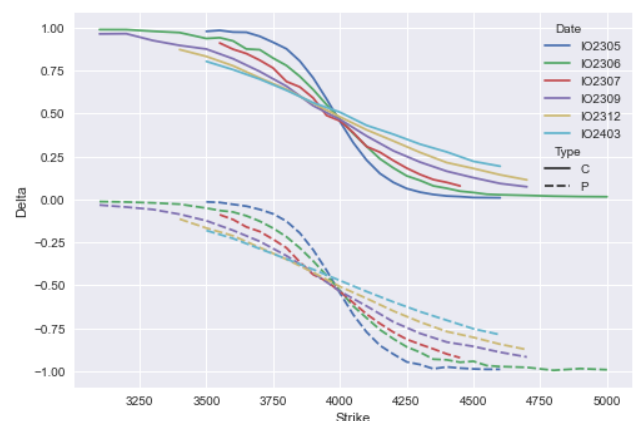
图 21: 沪深 300 期权隐含波动率

单位: %



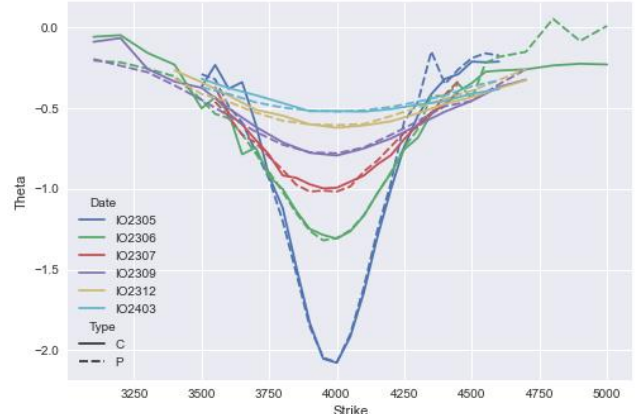
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



数据来源: Wind 新世纪期货

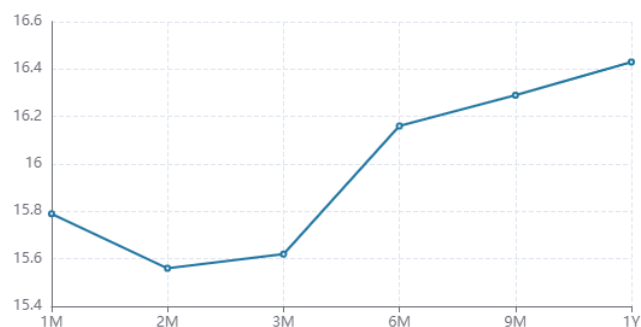
图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



数据来源: Wind 新世纪期货

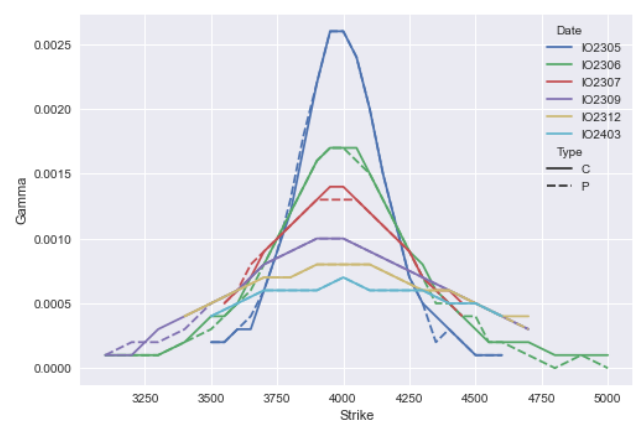
图 22: 隐含波动率期限结构

单位: %



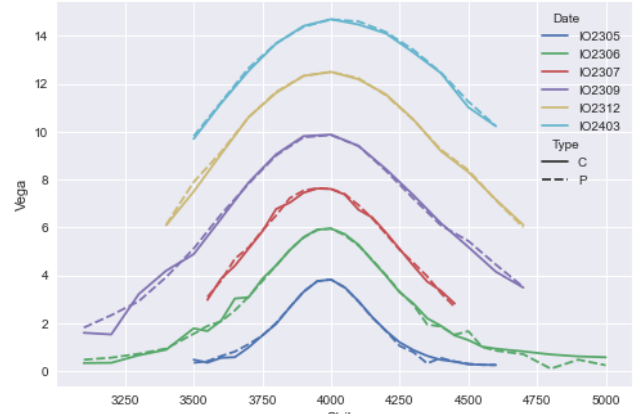
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 沪深 300 股指期货 Gamma



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26: 沪深 300 股指期货 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

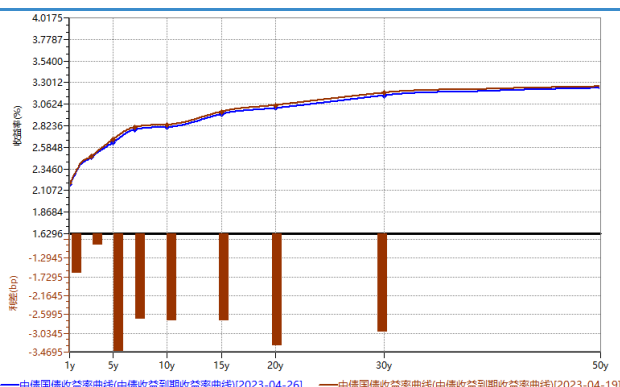
全球主要国家十年期国债利率在 4 月都出现回落。主要发达国家的服务业 PMI 数据仍然较为强韧，但是制造业 PMI 则出现颓势，尤其是欧洲和英国的 PMI 制造业数据跌破 50 关口，市场对于经济衰退的前瞻预期在上升。美国由于上月银行业流动性风险的影响，导致银行业开始收缩信贷。市场预估信贷收缩将代替两次的加息，目前预期在 5 月份美联储仍然加息 25bps，在

后续的月份中暂时持有不加息的态度，美联储货币政策会保持较长时间的稳健，年内降息的概率较小。市场关心的美国债务上限最后期限预期在 6 月下旬，近期美国财政部收到的大量税收缓解了关于债务上限的时间压力。

4 月，国债收益率曲线出现整体下移，国债十年期与一年期利差出现反弹。从资金利率角度分析，SHIBOR3M 保持平稳，利率水平位于 2.43%。FR007 在经历季度末流动性影响后于 4 月初回落至 2.02% 附近，月内震荡中枢抬升，利率水平月末临近 2.5%。银行间同业存单收益率总体上升，临近月末，6 月期收益率攀升至近一年的前高位置。随着中国经济开始复苏和企业间信贷需求回升，央行可能会开始逐步缩减在新冠疫情期间实施的一些宽松的刺激措施，确保经济不会“过热”发展，利率进一步下行的空间非常有限。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；也可选择单边做多两年期国债收益率。

图 27： 国债期限结构

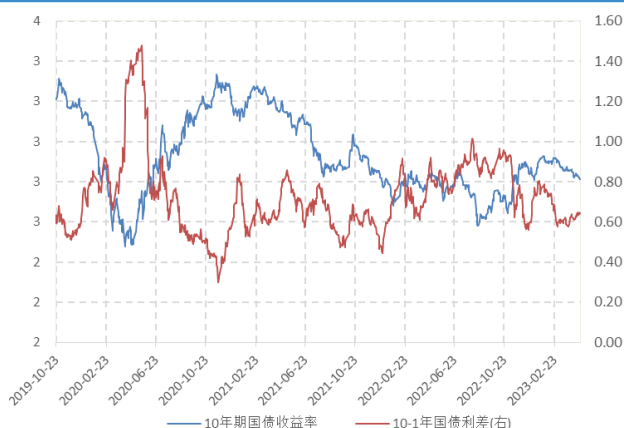
单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 29： 10-1 年期国债期限利差

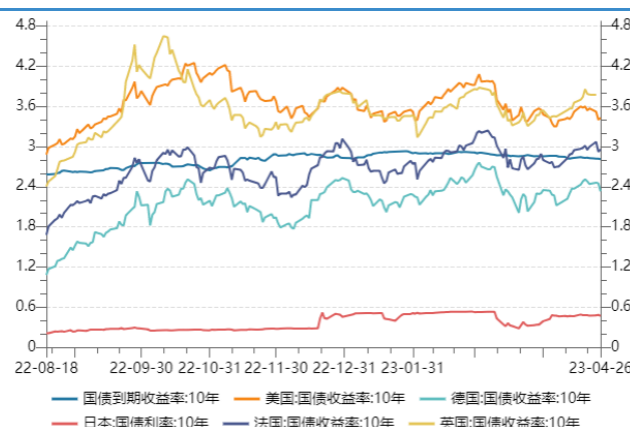
单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 28： 全球主要国家十年期国债

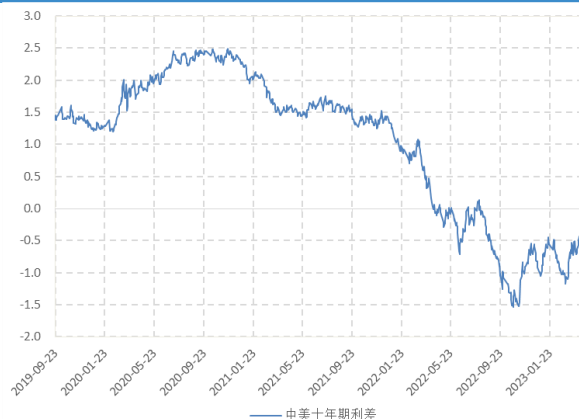
单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 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: %



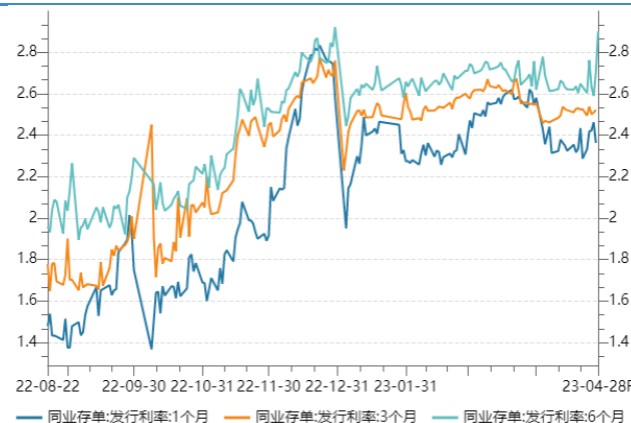
数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

4 月,海外发达经济体的制造业 PMI 数据纷纷走弱,欧元区和英国都低于 50 的荣枯线,市场对于全球经济增长回落的预期增强。截至 4 月 26 日,国内四大股指 4 月内收跌,股指夏普率继续处于负值区域,股指实现波动率开始出现反弹,股指期权隐含波动率同步快速反弹。我们建议在 5 月降低风险偏好,选择股指的防御策略。基差交易选择 IC 和 IM 为交易标的,待主力合约基差回落至目标区域后的收敛策略。比价方面,保持目前盈利的 IH/IC 多头持仓,第一目标位 0.435。股指期权隐含波动率快速反弹,建议介入 M0 近月的跨式期权或宽跨式期权。债券方面,维持做多国债期限利差策略,也可单边做多两年期国债收益率。

图 32: 同业存单发行利率

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

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,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>