

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 4 月金融市场展望—— 反弹动能减弱，股债多头稳健防守

观点摘要：

股指期货：

国内公布的 2 月全国居民消费价格同比上涨 1%，1 至 2 月累计信贷增量创历史同期次高水平。截至 3 月 27 日，四大股指回落收跌，四大股指滚动 21 天年化波动率下行，夏普率冲高回落，四大股指的风险 VaR 值转好，大盘股指的夏普率和风险 VaR 值优于中小盘股指。我们建议 2024 年 4 月持有 IH 和 IO 的多头交易。基差方面，四大股指基差低于近 4 年的 25%分位数，建议 IC 和 IF 的基差做多策略可以入场。比价方面，IF/IH 位于区间下方极值，IF/IH 具有反弹动能，建议稳健投资者继续持有 IF/IH 的多头仓位。

股指期权：

三大股指期权平值隐含波动率均在 3 月回落，其中 MO 隐含波动率在月末小幅反弹。IO 和 HO 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构，前端贴水。MO 平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构，前端升水。从认沽认购比角度分析，IO、HO 和 MO 在 3 月均出现冲高回落，低于月初水平，显示股指看涨情绪出现消退。建议持有 IO 或者 HO 的次近月牛市价差。

国债期货：

3 月，中国国债收益率曲线总体下移，收益率曲线斜率出现走平。同时，SHIBOR3M 利率小幅反弹至 2.35%附近，FR007 上行至 2.16%附近。两会上，央行行长潘功胜暗示了进一步降低存款准备金率（RRR）的空间。我们预计最近的宽松时间节点会选择在二季度中后期。债券方面，我们建议继续持有国债期货多头，前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

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

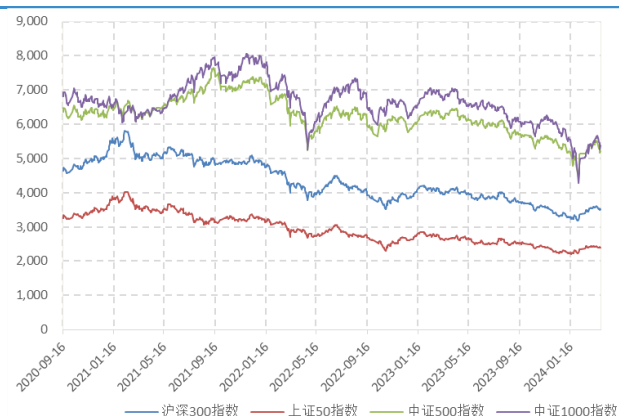
相关报告

降息推动估值修复，风险偏好上升
2024-03
货币政策宽松，做多期限利差
2024-02
政策协同加力，股债回暖上扬
2024-01
期待政策加力，股债先抑后扬
2023-12

一、行情回顾

3月，两会胜利召开，着重提到要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。2月全国居民消费价格同比上涨1%，1至2月累计信贷增量创历史同期次高水平。海外央行政策出现变化，日本央行退出负利率和收益率曲线控制（YCC）政策，美联储点阵图给出年内3次加息，瑞士央行意外降息25个基点，英国央行降息预期提前，土耳其央行加息。截至3月27日，四大股指回落收跌，四大股指滚动21天年化波动率下行，夏普率冲高回落，四大股指的风险VaR值转好，大盘股指量化指标更显优势。中国国债收益率曲线总体下移，收益率曲线斜率走平。国债10年期和1年期利差下行，2年期国债期货主力合约月线收阳，其他期限国债期货小幅下跌。

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

2023年2月份，全国居民消费价格同比上涨1.0%。其中，城市上涨1.0%，农村上涨1.0%；食品价格上涨2.6%，非食品价格上涨0.6%；消费品价格上涨1.2%，服务价格上涨0.6%。1—2月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.5%。2月份，全国居民消费价格环比下降0.5%。其中，城市下降0.5%，农村下降0.5%；食品价格下降2.0%，非食品价格下降0.2%；消费品价格下降0.6%，服务价格下降0.4%。2024年2月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.7%，环比下降0.2%；工业生产者购进价格同比下降3.4%，环比下降0.2%。1—2月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.6%，工业生产者购进价格下降3.4%。从同比看，生产资料价格下降3.4%，降幅扩大0.4个百分点；生活资料价格下降0.9%，降幅收窄0.2个百分点。

2月末，广义货币(M2)余额299.56万亿元，同比增长8.7%。狭义货币(M1)余额66.59万亿元，同比增长1.2%。流通中货币(M0)余额12.1万亿元，同比增长12.5%。前两个月净投放现金7566亿元。2月末，本外币贷款余额248.67万亿元，同比增长9.7%。月末人民币贷款余额243.96万亿元，同比增长10.1%。2月末，本外币存款余额296.58万亿元，同比增长8.1%。月末人民

币存款余额 290.7 万亿元，同比增长 8.4%。2024 年 2 月末社会融资规模存量为 385.72 万亿元，同比增长 9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 241.29 万亿元，同比增长 9.7%。2024 年前两个月社会融资规模增量累计为 8.06 万亿元，比上年同期少 1.1 万亿元。从 1 至 2 月累计信贷增量规模来看，2024 年开年以来信贷投放创历史同期次高水平。

2 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.1%，比上月下降 0.1 个百分点。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.4%，与上月持平，高于临界点；中型企业 PMI 为 49.1%，比上月上升 0.2 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 46.4%，比上月下降 0.8 个百分点，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，生产指数、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均低于临界点。2 月份，非制造业商务活动指数为 51.4%，比上月上升 0.7 个百分点，高于临界点，表明非制造业扩张步伐继续加快。2 月份，综合 PMI 产出指数为 50.9%，与上月持平，高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体继续扩张。

2 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 92.13。1—2 月份，全国房地产开发投资 11842 亿元，同比下降 9.0%；其中，住宅投资 8823 亿元，下降 9.7%。1—2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 666902 万平方米，同比下降 11.0%。其中，住宅施工面积 466636 万平方米，下降 11.4%。房屋新开工面积 9429 万平方米，下降 29.7%。新建商品房销售和待售情况方面，1—2 月份，新建商品房销售面积 11369 万平方米，同比下降 20.5%，其中住宅销售面积下降 24.8%。2 月末，商品房待售面积 75969 万平方米，同比增长 15.9%。其中，住宅待售面积增长 23.8%。1—2 月份，房地产开发企业到位资金 16193 亿元，同比下降 24.1%。其中，国内贷款 3144 亿元，下降 10.3%；利用外资 5 亿元，增长 7.4%；自筹资金 5374 亿元，下降 15.2%；定金及预收款 4630 亿元，下降 34.8%；个人按揭贷款 2214 亿元，下降 36.6%。

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

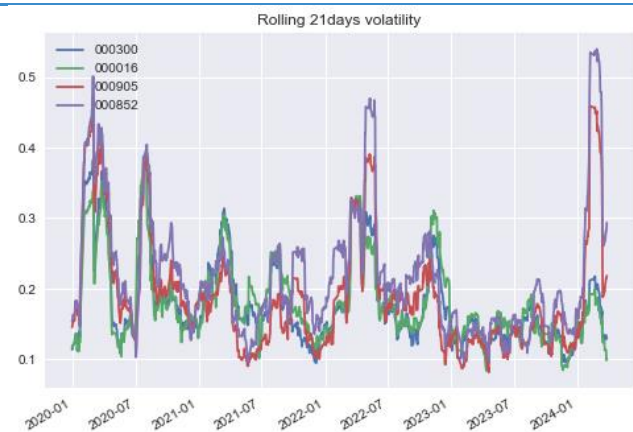
1、股指分析

截至 3 月 27 日的行情观察,四大股指在 3 月普遍收跌。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为-0.4%,最大回撤-2.8%,偏度 0.04,超峰度-0.93;上证 50 股指累计收益率为-0.6%,最大回撤-2.1%,偏度-0.04,超峰度-0.52;中证 500 股指累计收益率为-3.7%,最大回撤-6.8%,偏度-0.09,超峰度-0.6;中证 1000 股指累计收益率为-1.6%,最大回撤-7%,偏度-0.74,超峰度 0。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 3 月齐齐回落。其中,中证 500 股指和中证 1000 股指实现波动率在下旬出现小幅反弹。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 12.99%,上证 50 股指达到 9.9%,中证 500 股指为 21.8%,中证 1000 股指为 29.35%。四大股指夏普率在 3 月冲高回落,仅沪深 300 股指夏普率处于正值区域。分项上看,沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率下行 4.67 至 0.21,上证 50 股指下行 5.45 至-0.3,中证 500 股指下行 4.2 至-1.58,中证 1000 股指下行至-0.98。根据上述量化参数分析,当前沪深 300 股指和上证 50 股指出现比较优势。

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-1.19%,上证 50 为-0.99%,中证 500 股指为-2.46%,中证 1000 股指为-3.75%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称:条件 VaR) 分析,沪深 300 股指为-1.78%,上证 50 为-1.85%,中证 500 股指为-2.55,中证 1000 股指为-3.56%。综合看,3 月四大股指的风险 VaR 值指标转好,大盘股指年度风险指标更显优势。

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



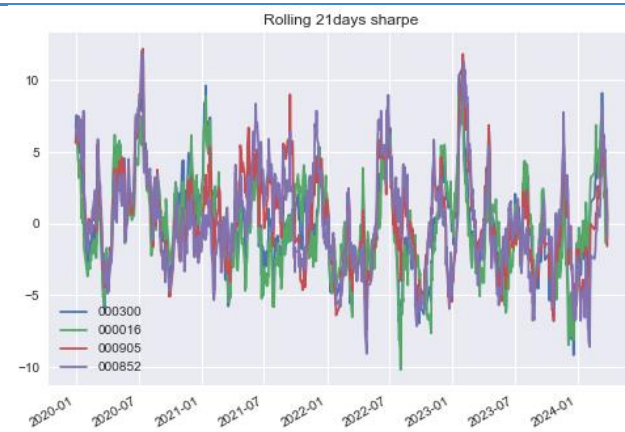
数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度 单位: 点



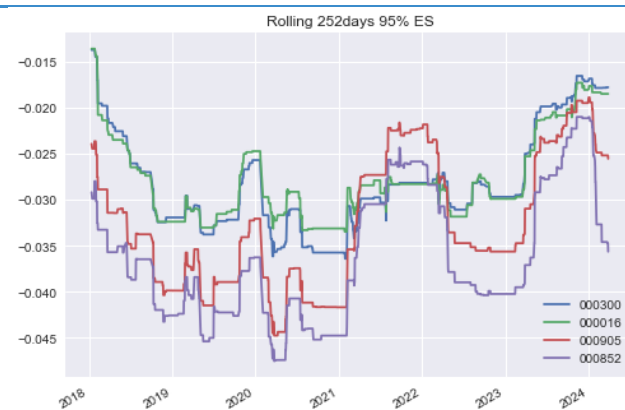
数据来源: Wind 新世纪期货

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

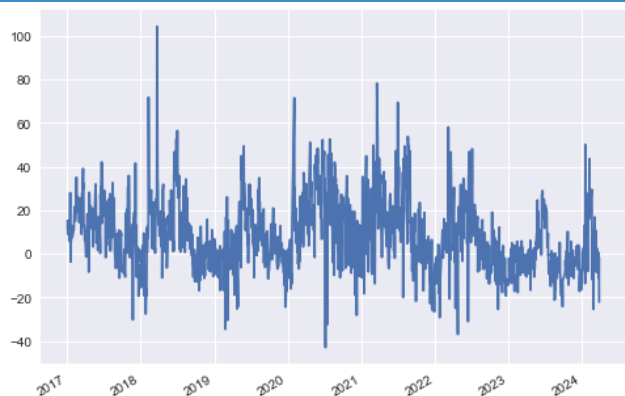
截至 3 月 27 日，四大主力合约基差下行，IF 和 IM 主力合约基差大幅回落。目前，IF 主力合约基差为-22，IH 主力合约基差为-15.26，IC 主力合约基差为-32.9，IM 主力合约基差为-12.36。箱图中的红点表示最新基差数据，四大股指基差都低于近 4 年来的 25%分位数，建议 IC 和 IF 的基差做多策略可以入场。

股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.46，IF/IC 最新录得 0.68，IF/IM 最新录得

0.667, IH/IC 最新录得 0.465, IH/IM 最新录得 0.457, IC/IM 最新录得 0.983。六大比价中, IF/IH 在 3 月上行, 其余比价均出现下跌。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 位于 11%分位数, IF/IC 位于 97.6%分位数, IH/IC 位于 95.63%分位数。目前, 由于 IF/IH 位于区间下方极值, 从前述收益风险等量化指标看, IF/IH 仍然具有反弹动能, 建议稳健投资者继续持有 IF/IH 的多头仓位。

图 13: IF 主力基差

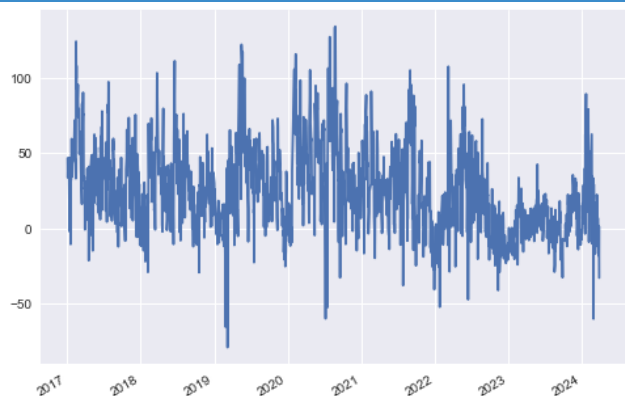
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

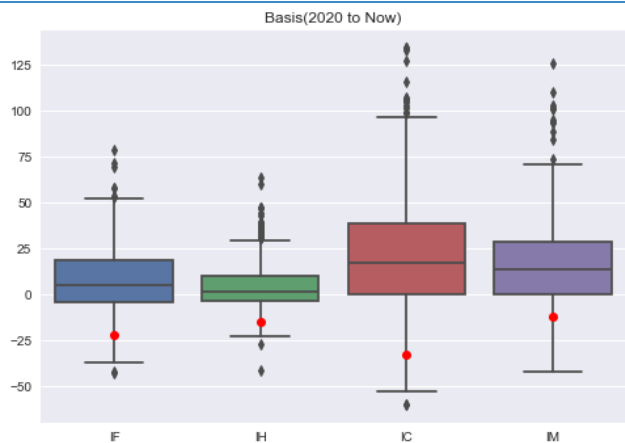
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

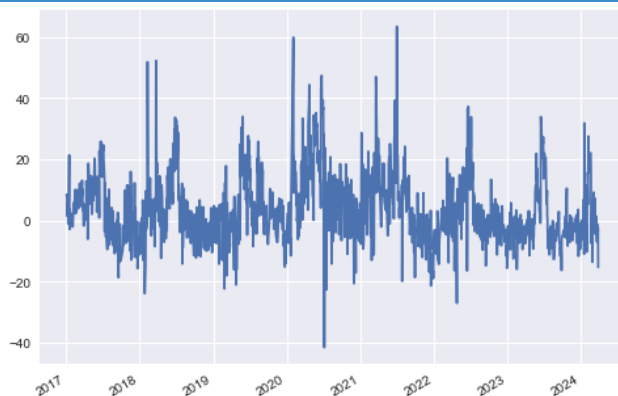
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差

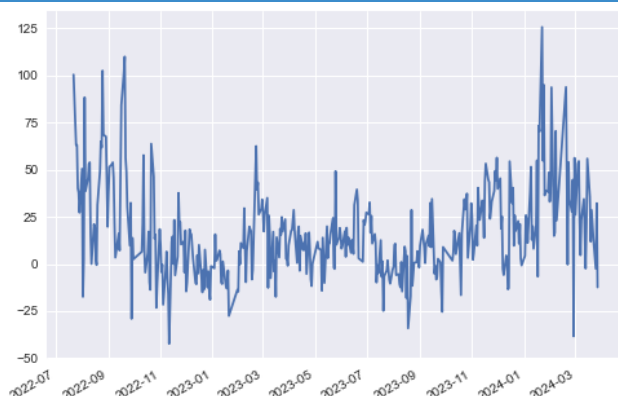
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

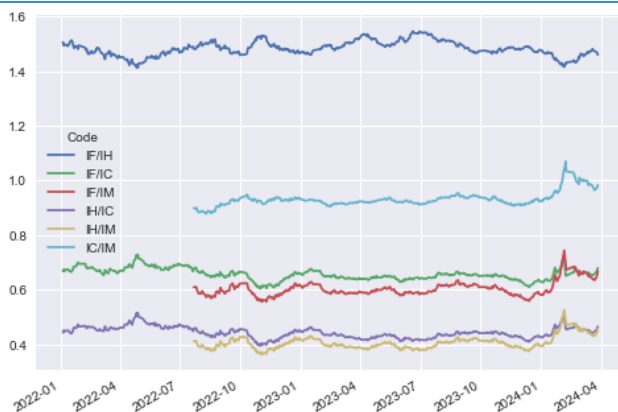
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

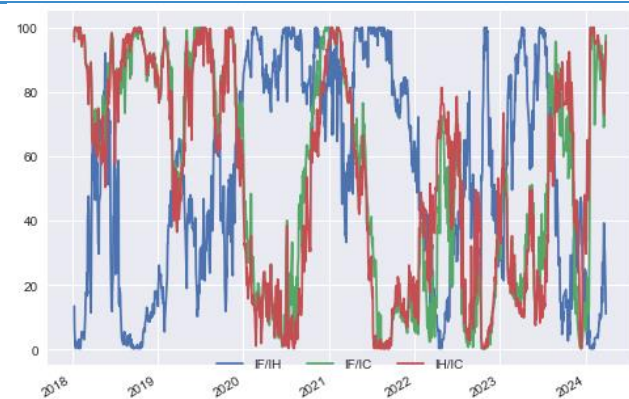
图 18: 股指期货主力合约比价

单位: %



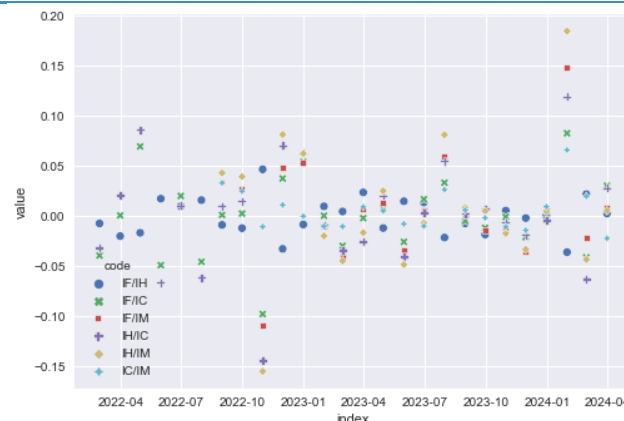
数据来源: Wind 新世纪期货

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: %

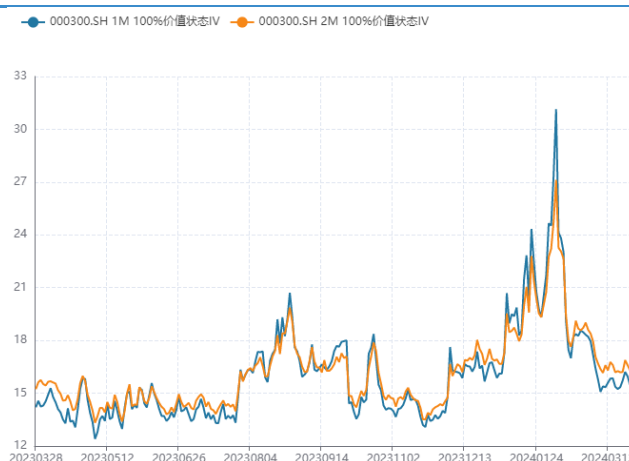


数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

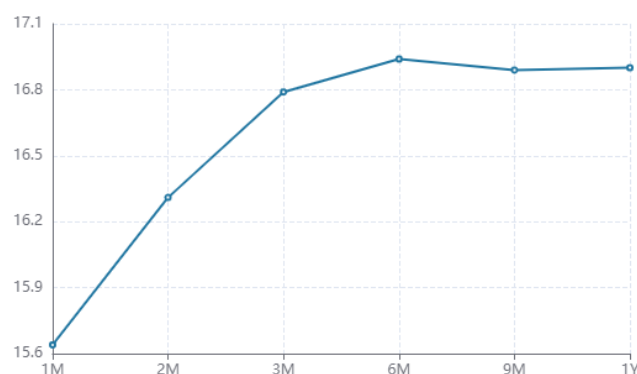
截止 3 月 28 日, 根据 IO、H0 和 M0 平值隐含波动率显示, 三大股指期权平值隐含波动率均在 3 月回落, 其中 M0 平值隐含波动率在下旬有一波小幅反弹。当前, IO 和 H0 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。M0 平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构, 前端升水。从认沽认购比角度分析, IO、H0 和 M0 在 3 月均出现冲高回落, 低于月初水平, 显示股指看涨情绪出现消退。根据期权成交结构分析, IO 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间较为稳定, 下方可站稳于 3450 一线, 上方阻力位至 3600 一线。M0 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 5000 一线, 上方阻力位于 5600 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 2350 一线, 上方阻力位仍位于 2500 一线。建议持有 IO 或者 H0 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: %



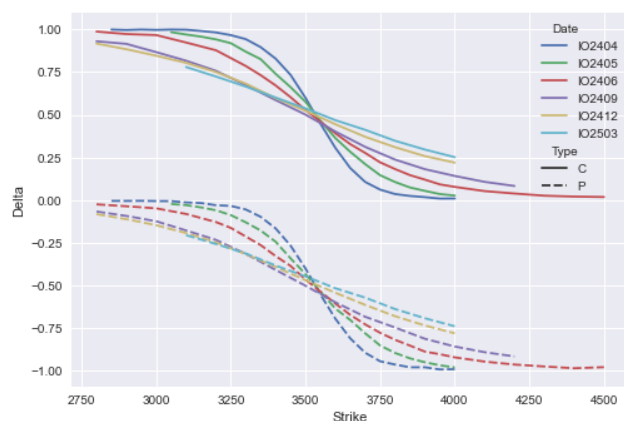
数据来源: Wind 新世纪期货

图 22: IO 隐含波动率期限结构 单位: %



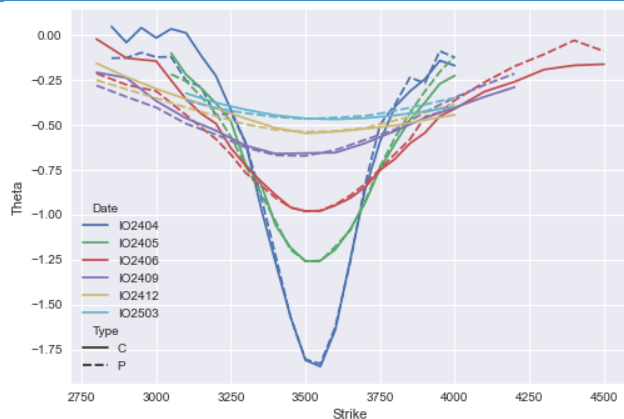
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



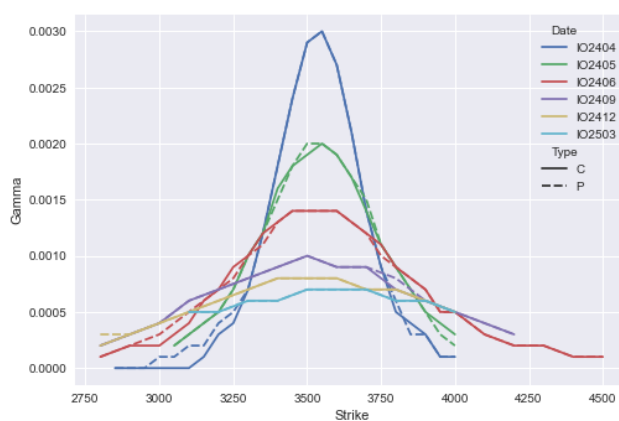
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



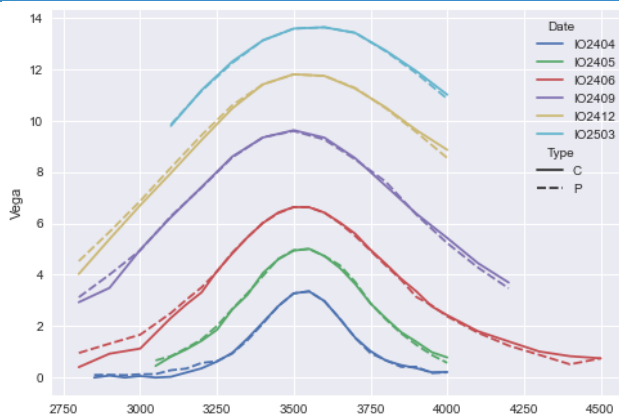
数据来源: Wind 新世纪期货

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

美联储维持了点阵图中位数显示的 3 次降息预期，并将 2024 年核心个人消费支出（PCE）预测上调了 0.2 个百分点至 2.6%，并对增长预测进行了实质性上调。鲍威尔在新闻发布会上的表现再次显示出鸽派倾向，没有明确排除 5 月降息的可能性。更进一步，美联储倾向于忽视更强的通胀数据，大概率今年从 6 月开始降息 3 次，收益率曲线陡峭化。

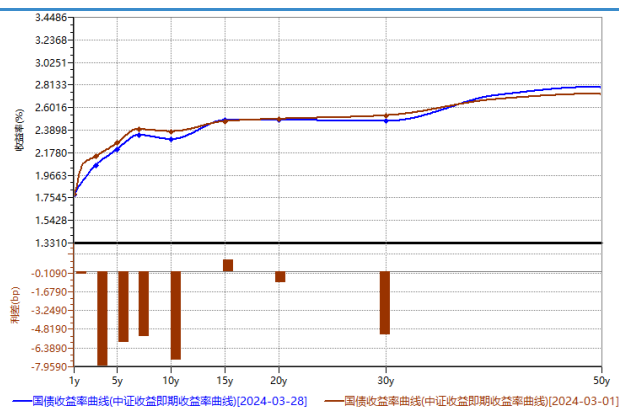
欧洲央行增加了 6 月开始降息周期的共识，预计会有 25 个基点的降息，同时预期 9 月也会降息。当前经济环境中，工资下降速度比预期的要快，工资进展将成为在 7 月推动降息的关键变量。欧元前端利率的波动性继续下降，市场预计到年底将有 95 个基点的降息。英国央行货币政策委员会（MPC）的会议评论显示了英国央行立场的转变，降低了降息的门槛，表示他们不需要看到通胀达到目标就可以降息。我们预计英国央行将在 6 月降息。

日本央行投票通过结束负利率，将基准利率从 -0.1% 上调至 0 至 0.1%，并取消收益率曲线控制（YCC）政策。同时，日本央行还宣布将取消购买 ETF 和房地产投资信托基金（REITs），但

将继续购买日本国债，规模与此前基本持平。在通胀方面，日本央行预计通胀率在 2024 财年将超过 2%。瑞士央行将利率下调了 25 个基点至 1.50%，令市场感到意外。瑞士央行的此次降息举措是在 2022 年 3 月以来逐步加息至 1.75% 的十年高位后的首次降息。

3 月，中国国债收益率曲线总体下移，收益率曲线斜率出现走平。同时，SHIBOR3M 利率小幅反弹至 2.35% 附近，FR007 上行至 2.16% 附近。在全国人大新闻发布会上，央行行长潘功胜暗示了进一步降低存款准备金率（RRR）的空间。我们预期今年会有更多宽松措施，3 月两会之后在 4 月将会举行中央政治局会议，预计在未来最近的宽松时间节点会选择在二季度中后期。因为目前，监管机构的主要关注点是防止资金在银行体系内空转，需要将更多资金引导到实体经济中。近期，人民银行通过日常公开市场操作（OMO）增加了流动性注入，表明在季度末缓解市场对流动性的担忧。所以我们观点仍然是继续持有国债期货多头，前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

图 27： 国债期限结构 单位：%



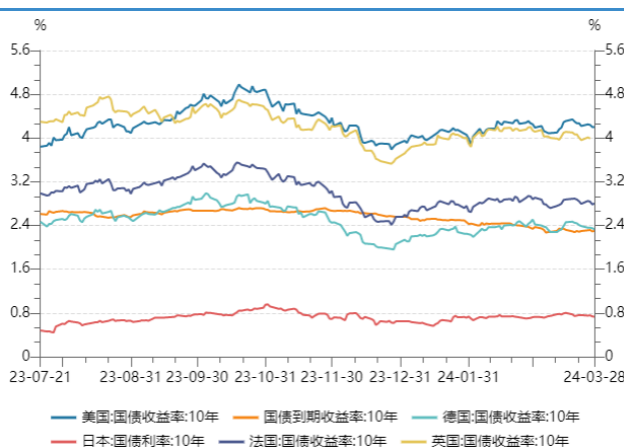
数据来源：Wind 新世纪期货

图 29： 10-1 年期国债期限利差 单位：%



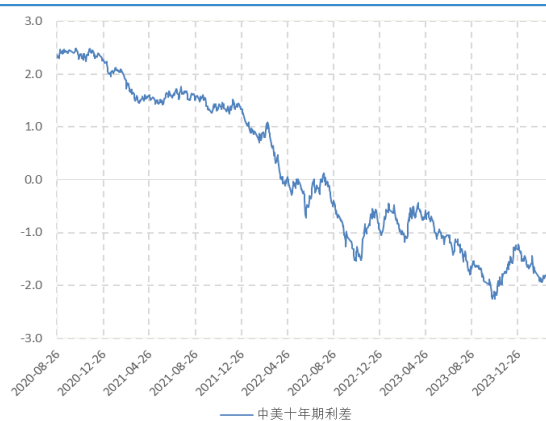
数据来源：Wind 新世纪期货

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

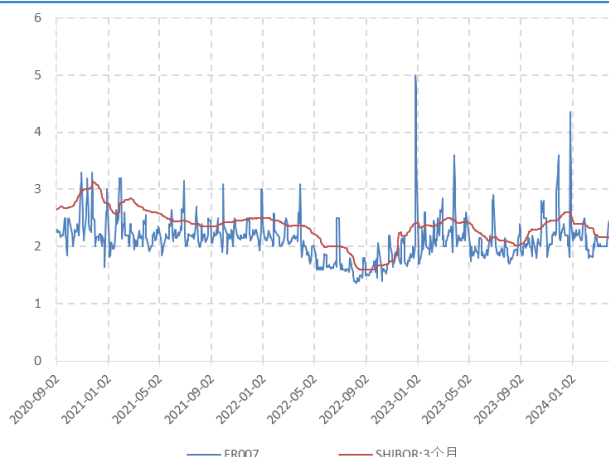
图 30： 中美十年期国债利差 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势

单位: %



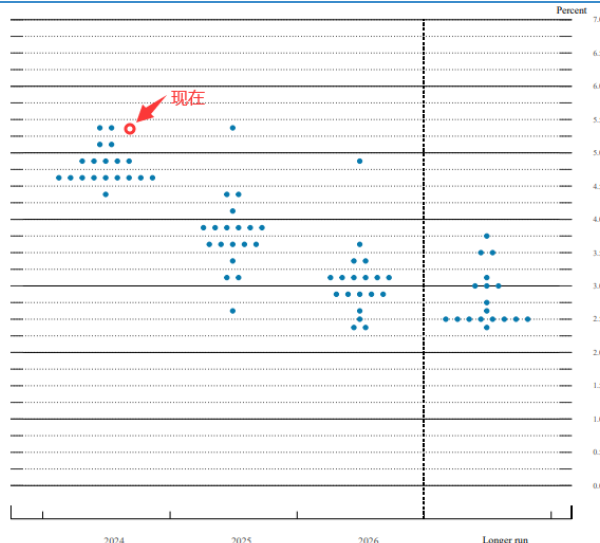
数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

当前, 大盘股指的夏普率和风险 VaR 值优于中小盘股指, 建议 2024 年 4 月建议持有 IH 和 IO 的多头交易。基差方面, 四大股指基差都低于近 4 年来的 25%分位数, 建议 IC 和 IF 的基差做多策略可以入场。比价方面, 由于 IF/IH 位于区间下方极值, 从前述收益风险等量化指标看, IF/IH 仍然具有反弹动能, 建议稳健投资者继续持有 IF/IH 的多头仓位。IO 和 HO 平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构, 前端贴水。MO 平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构, 前端升水。从认沽认购比角度分析, IO、HO 和 MO 在 3 月均出现冲高回落, 低于月初水平, 显示股指看涨情绪出现消退。建议持有 IO 或者 HO 的次近月牛市价差, 区间可参考前述的支撑阻力位。债券方面, 我们建议继续持有国债期货多头, 前期建议介入的期限价差多头可择机减持。

图 32: 美联储点阵图

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>