

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>

2025 年 5 月金融市场展望——

权重股指上行，期限利差走阔

观点摘要：

股指期货：

4 月中国宏观经济呈现稳中向好态势，主要经济指标延续一季度韧性。截至 4 月 30 日，四大股指普遍收跌，四大股指滚动 21 天年化波动率上行，夏普率回落，中小盘股指的风险 VaR 值转弱，大盘股指的夏普率和风险 VaR 值优于中小盘股指。我们建议 2025 年 5 月持有 IF 和 IH 的多头交易。基差方面，IC 和 IM 基差偏高，建议 IC 和 IM 基差做空策略可以入场。比价方面，IF/IH 位于区间下方极值，IF/IH 具有反弹动能，建议投资者持有 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 4 月冲高回落，IO、HO 和 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 4 月均出现震荡走高，显示股指近期看涨情绪占据主流。建议持有 IO 和 HO 的次近月牛市价差，区间可参考持仓结构的支撑阻力位。

国债期货：

4 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，国债 10 年和 1 年期限价差出现走弱。同时，SHIBOR3M 利率小幅下探至 1.75% 附近，FR007 回落至 1.83% 附近。中美十年期国债利率在反弹。4 月银行间市场流动性状况较前期有所缓解，银行纷纷下调存款利率，积极寻求降低负债端成本。债券方面，我们认为国债收益率曲线后期将趋于陡峭，建议持有期限利差多头。

风险点：

- 1、中美关税磋商；
- 2、美国债务上限；
- 3、美联储政策

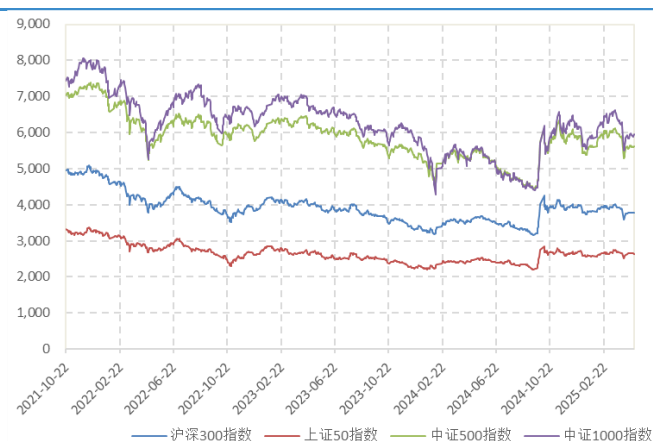
相关报告

一、行情回顾

4月，中国宏观经济呈现稳中向好态势，主要经济指标延续一季度韧性，但部分领域仍面临内外需波动和价格压力的挑战。一季度GDP同比增长5.4%，增速高于市场预期，连续两个季度保持5%以上增速，显示经济内生动力增强。一季度，全国规模以上工业增加值同比增长6.5%，比上年全年加快0.7个百分点。进出口规模创历史同期新高，一季度累计10.3万亿元，同比增长1.3%，连续8个季度保持正增长。

4月启动超长期特别国债发行，今年规模预计超万亿，重点投向基建补短板领域，需关注货币政策与财政扩张的协同效应。截至4月30日，四大股指在4月普遍收跌，四大股指21天滚动实现波动上升，夏普率回落，中小盘股指的风险VaR值转弱，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，国债期货主力合约月线收阳。

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

2025年3月份，全国居民消费价格同比下降0.1%。其中，城市下降0.1%，农村下降0.3%；食品价格下降1.4%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格下降0.4%，服务价格上涨0.3%。1—3月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。3月份，全国居民消费价格环比下降0.4%。其中，城市下降0.4%，农村下降0.3%；食品价格下降1.4%，非食品价格下降0.2%；消费品价格下降0.4%，服务价格下降0.4%。2025年3月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%，环比下降0.4%；工业生产者购进价格同比下降2.4%，环比下降0.2%。一季度，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降2.3%。3月份，工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降0.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.30个百分点。

3月末，广义货币(M2)余额326.06万亿元，同比增长7%。狭义货币(M1)余额113.49万亿

元,同比增长 1.6%。流通中货币(M0)余额 13.07 万亿元,同比增长 11.5%。一季度净投放现金 2498 亿元。3 月末,本外币贷款余额 269.26 万亿元,同比增长 6.9%。月末人民币贷款余额 265.41 万亿元,同比增长 7.4%。3 月末,本外币存款余额 322.11 万亿元,同比增长 6.9%。月末人民币存款余额 315.22 万亿元,同比增长 6.7%。3 月末,国家外汇储备余额为 3.24 万亿美元。3 月末,人民币汇率为 1 美元兑 7.1782 元人民币。2025 年 3 月末社会融资规模存量为 422.96 万亿元,同比增长 8.4%。其中,对实体经济发放的人民币贷款余额为 262.18 万亿元,同比增长 7.2%;对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.19 万亿元,同比下降 34.5%。

4 月份,制造业采购经理指数(PMI)为 49.0%,比上月下降 1.5 个百分点,制造业景气水平有所回落。从企业规模看,大、中、小型企业 PMI 分别为 49.2%、48.8%和 48.7%,比上月下降 2.0、1.1 和 0.9 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,供应商配送时间指数高于临界点,生产指数、新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。4 月份,非制造业商务活动指数为 50.4%,比上月下降 0.4 个百分点,仍高于临界点,非制造业继续保持扩张。4 月份,综合 PMI 产出指数为 50.2%,比上月下降 1.2 个百分点,继续高于临界点,表明我国企业生产经营活动保持扩张。

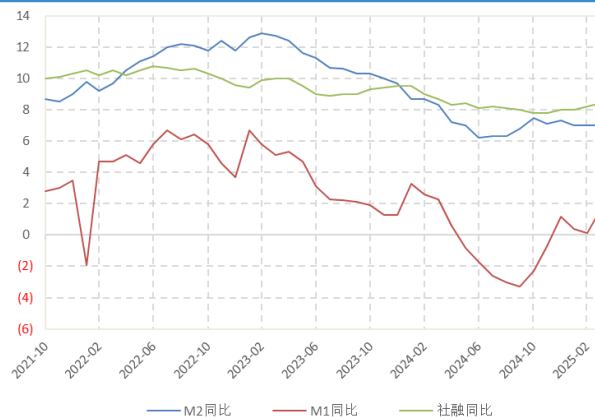
3 月份,房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 93.96。1—3 月份,全国房地产开发投资 19904 亿元,同比下降 9.9%(按可比口径计算,详见附注 6);其中住宅投资 15133 亿元,下降 9.0%。1—3 月份,房地产开发企业房屋施工面积 613705 万平方米,同比下降 9.5%。其中,住宅施工面积 427237 万平方米,下降 9.9%。房屋新开工面积 12996 万平方米,下降 24.4%。其中,住宅新开工面积 9492 万平方米,下降 23.9%。房屋竣工面积 13060 万平方米,下降 14.3%。其中,住宅竣工面积 9502 万平方米,下降 14.7%。1—3 月份,房地产开发企业到位资金 24729 亿元,同比下降 3.7%。

图 3: CPI 与 PPI 当月同比 单位: %



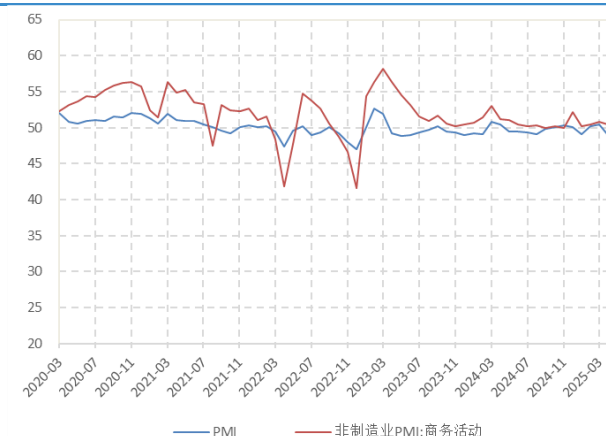
数据来源: Wind 新世纪期货

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

三、股票指数

1、股指分析

截至 4 月 30 日的行情观察，四大股指在 4 月普遍收跌。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为-3.0%，最大回撤-7.9%，偏度-3.57，超峰度 12.79；上证 50 股指累计收益率为-1.22%，最大回撤-5.7%，偏度-2.92，超峰度 10.36；中证 500 股指累计收益率为-3.86%，最大回撤-10.9%，偏度-3.45，超峰度 12.06；中证 1000 股指累计收益率为-4.44%，最大回撤-13.1%，偏度-3.34，超峰度 11.42。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 4 月齐齐上升。其中，中证 1000 股指实现波动率反弹幅度领先。沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 27.34%，上证 50 股指达到 22.24%，中证 500 股指为 3.8%，中证 1000 股指为 46.4%。四大股指夏普率在 4 月回落后反弹，四大股指夏普率都处于负值区域。分项上看，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率下行 1.272 至-1.338，上证 50 股指下行 1.48 至-0.66，中证 500 股指下行 1.2 至-1.24，中证 1000 股指下行 0.64 至-1.17。根据上述量化参数分析，当前上证 50 股指出现比较优势。

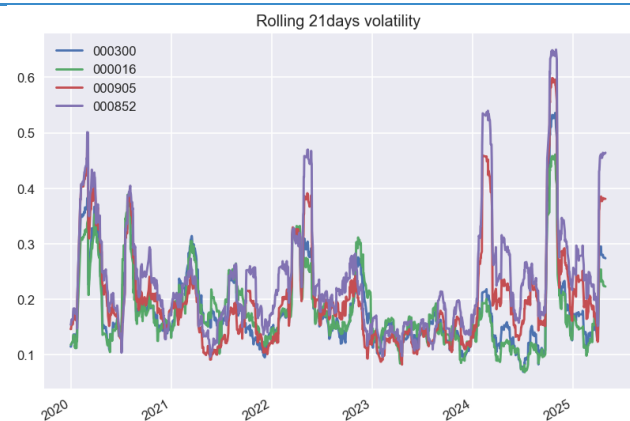
风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda@0.94$, confidence_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-0.88%，上证 50 为-1.05%，中证 500 股指为-1.02%，中证 1000 股指为-1.54%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-3.04%，上证 50 为-2.6%，中证 500 股指为-3.79，中证 1000 股指为-4.3%。综合看，4 月中小盘股指的风险 VaR 值指标转弱，大盘股指年度风险指标更显优势。

图 6: 国房景气指数 单位: %



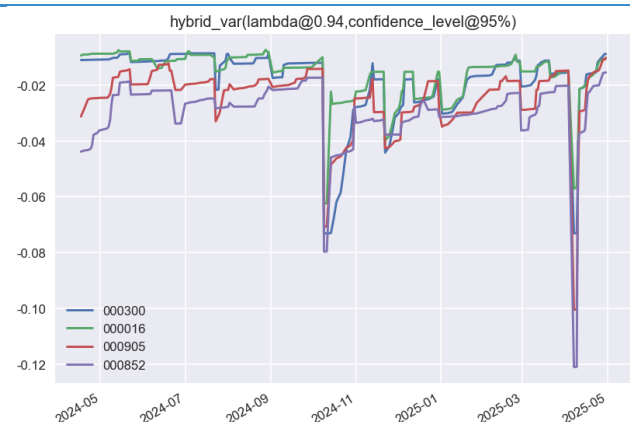
数据来源: Wind 新世纪期货

图 7: 21 天滚动年化波动率 单位: 点



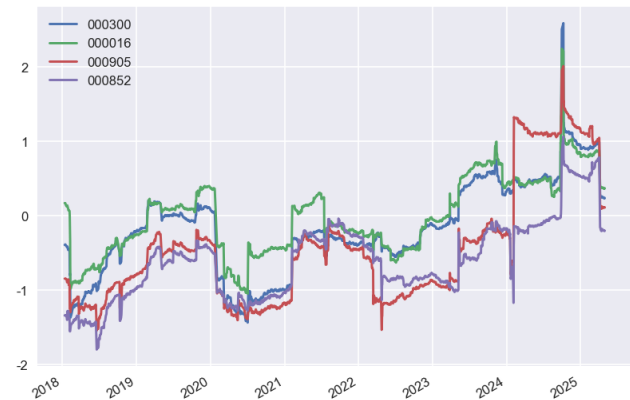
数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR 单位: 点



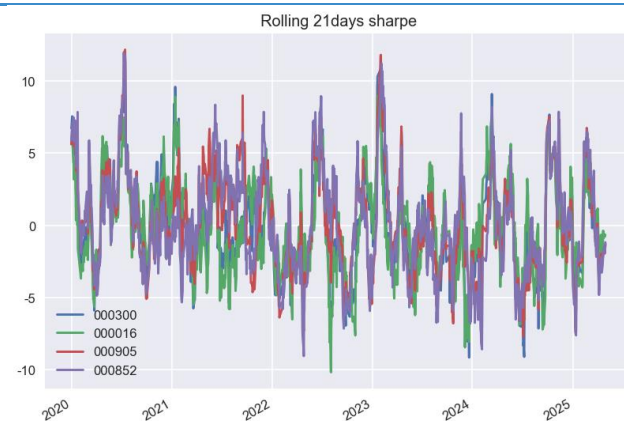
数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度 单位: 点



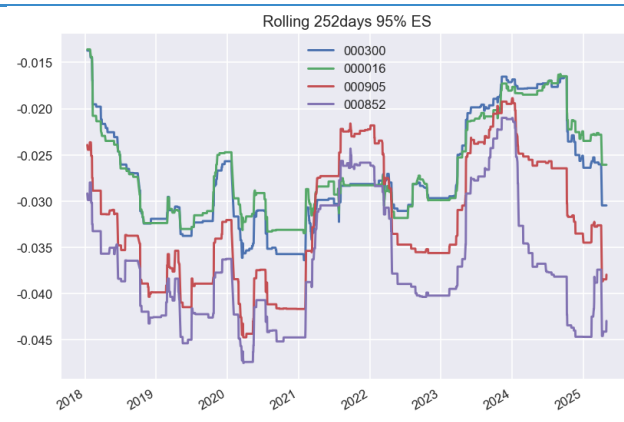
数据来源: Wind 新世纪期货

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

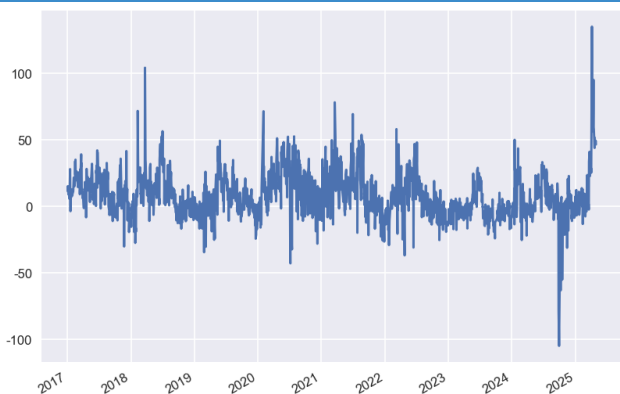
2、股指期货基差与价差分析

截至 4 月 30 日，四大主力合约基差仅 IM 回落，IF、IH 和 IC 主力合约基差上升。目前，IF 主力合约基差为 46，IH 主力合约基差为 21，IC 主力合约基差为 119，IM 主力合约基差为 136。箱图中的红点表示最新基差数据，IC 和 IM 的股指基差都超过 4 年来的 75%分位数，建议 IC 和 IM 基差做空策略可以入场。

股指期货主力合约比价方面，IF/IH 最新录得 1.426，IF/IC 最新录得 0.676，IF/IM 最新录

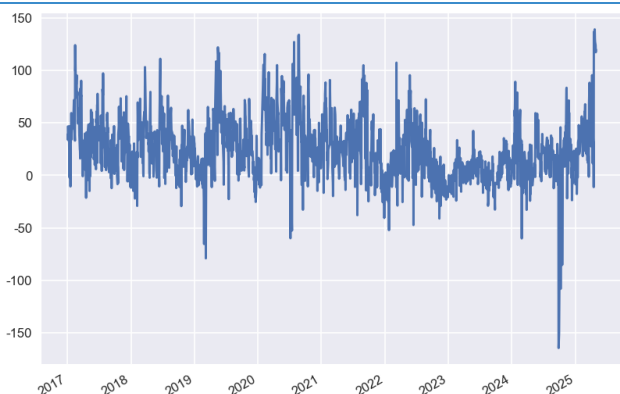
得 0.64，IH/IC 最新录得 0.473，IH/IM 最新录得 0.45，IC/IM 最新录得 0.948。六大比价中，IF/IH 和 IC/IM 在 4 月下行，其余比价均出现反弹。从 252 天滚动比价分位数分析，IF/IH 位于 12.3%分位数，IF/IC 位于 41.67%分位数，IH/IC 位于 63.5%分位数。目前，由于 IF/IH 位于区间下方极值，从前述收益风险等量化指标看，IF/IH 仍然具有反弹动能，建议稳健投资者持有 IF/IH 的多头仓位。

图 13: IF 主力基差 单位: 点



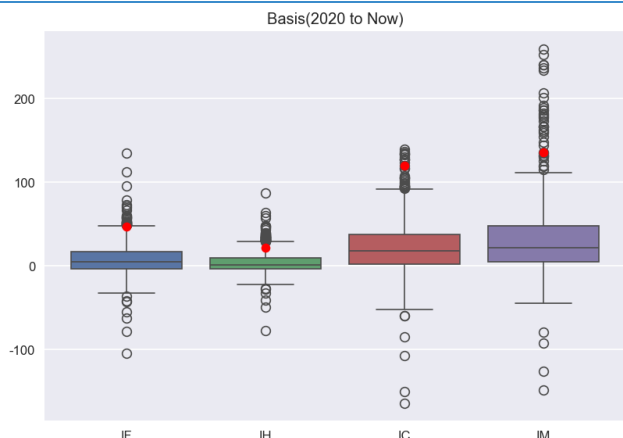
数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差 单位: 点



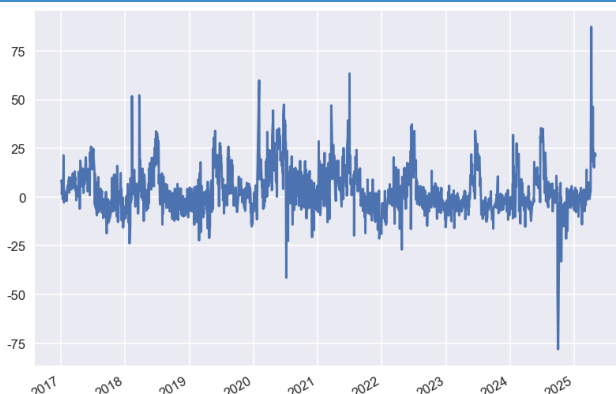
数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图 单位: 点



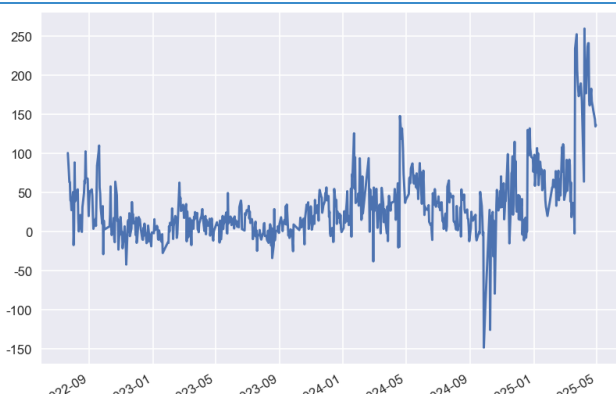
数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差 单位: 点



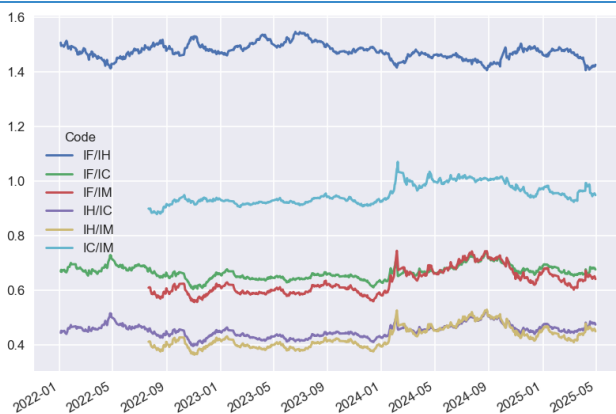
数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差 单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

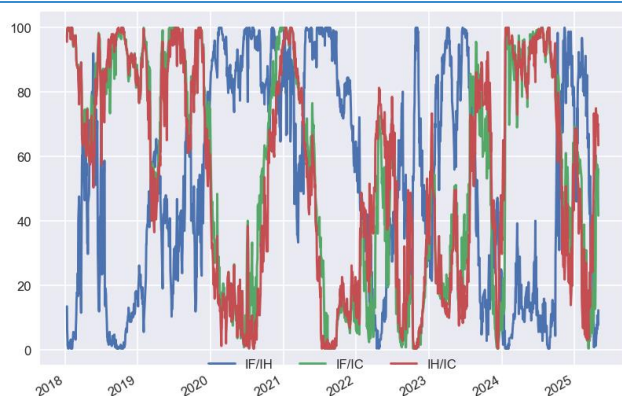
图 18: 股指期货主力合约比价 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

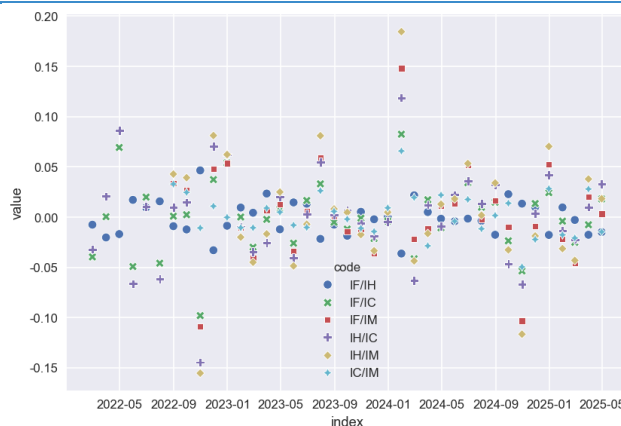
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率

单位: %



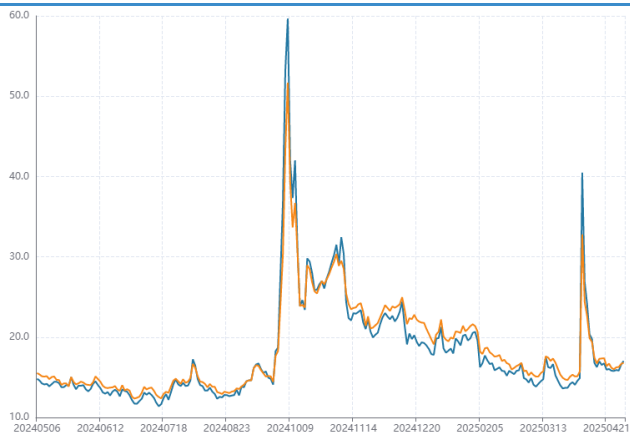
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 4 月 30 日, 根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示, 三大股指期权平值隐含波动率均在 4 月冲高后快速回落, 目前高于月初水平。当前, IO、HO 和 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 4 月均出现震荡走高, 显示股指近期看涨情绪占据主流。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 3700 一线, 上方阻力位至 4000 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 5600 一线, 上方阻力位于 6200 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 2600 一线, 上方阻力位仍位于 2750 一线。建议持有 IO 和 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

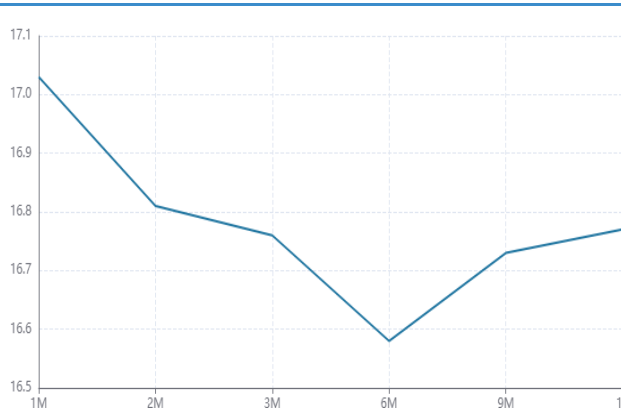
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

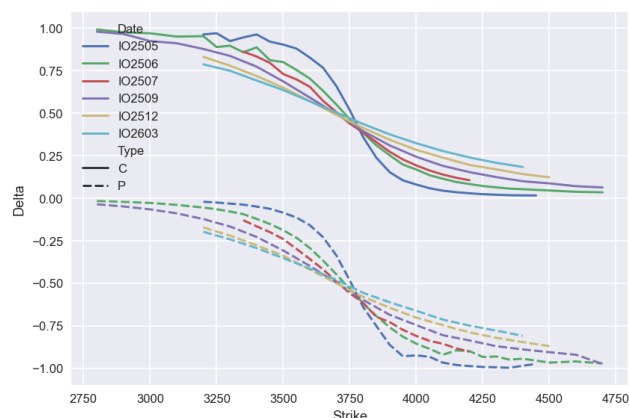
图 22: IO 隐含波动率期限结构

单位: %



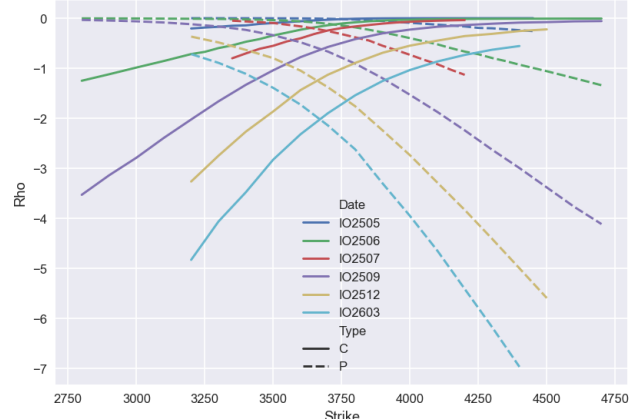
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



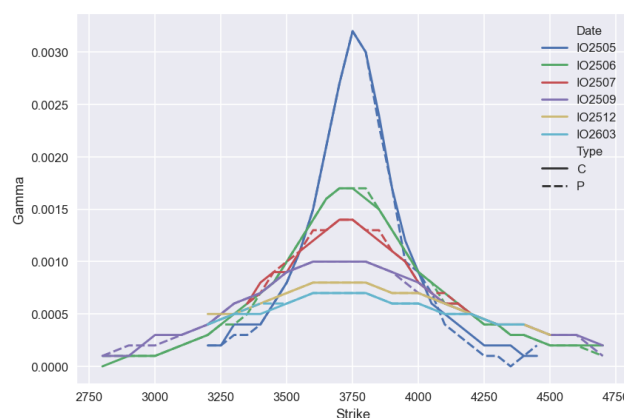
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Rho



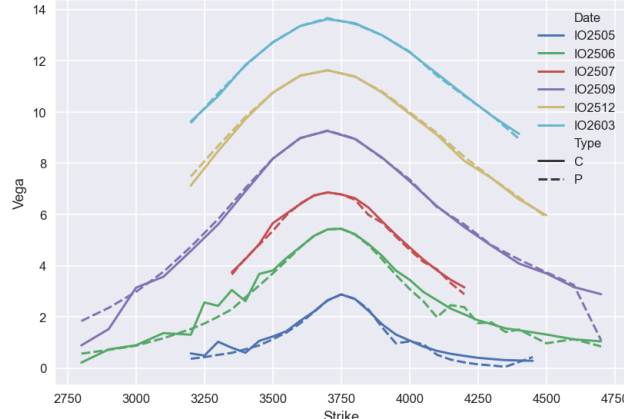
数据来源: Wind 新世纪期货

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

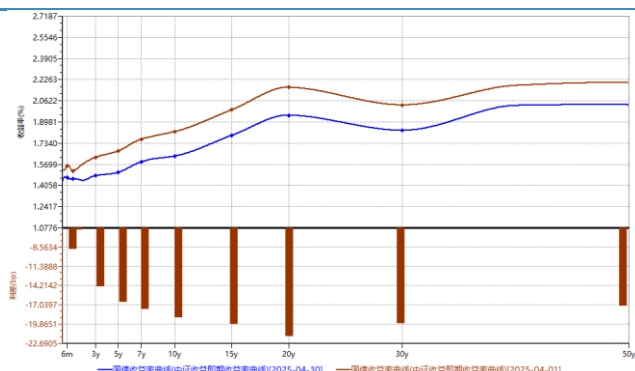
2025 年 3 月美国 CPI 同比上涨 2.4%, 前值 2.8%, 预期 2.6%, 本次数据创半年新低; 环比下降 0.1%, 为 2020 年 5 月后首次负增长。核心 CPI 同比增速亦从 3.1% 降至 2.8%, 但关键分项数据揭示深层矛盾。受关税影响分, 半导体、汽车零部件进口价格因关税跳涨 18%, 但消费品价格因中国电商补贴政策暂时企稳。受特朗普关税影响, 美国 3 月制造业活动出现年内首次萎缩, 3 月份制造业指数下降 1.3 点至 49。其中, 价格指数上升 7 点至 69.4, 仍然是 2022 年 6 月以来最高水平。原料支付价格指数累计上升 14.5, 创四年来同期最大升幅。ISM 工厂订单指标下跌 3.4 至 45.2, 为 2023 年 5 月以来最低水平。除了积压订单出现更大幅度下降外, 订单指标也出现下滑, 导致生产今年以来首次萎缩。制造业就业指标也以 9 月以来最快速度下滑。欧洲央行 4 月 17 日下调利率 25 个基点, 将存款利率从 2.5% 下调至 2.25%。为自去年 6 月以来第七次下调利率, 反映了全球贸易不确定下对经济增长前景的担忧。在随后召开的货币政策新闻发布会中, 欧央行行长拉加德表示, 经济前景笼罩在极大的不确定性中, 经济下行风险有所增加。

认为第一季度经济可能有所增长，迫切需要让欧元区更具竞争力和韧性。同时，地缘政治紧张局势仍是不确定性的主要来源。贸易干扰给物价前景增添不确定性，市场对贸易紧张局势的反应可能会对需求构成压力。进一步，欧元的升值、较低的大宗商品价格和贸易路线转移的可能性对通胀构成下行风险。

4月，中国国债收益率曲线总体下移，10年和1年期限价差出现走弱。同时，SHIBOR3M利率小幅下探至1.75%附近，FR007回落至1.83%附近。我们认为政治局会议的结果总体上符合预期，政府将继续致力于实现5%的增长目标，充分利用目前仍然充足的财政空间以加快实施预算中已宣布的措施并加速债券发行，后续根据发展的关税冲击影响后，制定额外刺激方案的规模和构成。政府可能会增加相关补贴作为短期刺激措施，专注于提振服务行业需求的策略，因为这将有助于创造更多就业岗位和减少失业。近期超长期特别国债的发行工作启动，这一举措的有效推进关键在于央行需要高效统筹货币政策与财政政策的协同配合，进而对债市产生积极影响。4月银行间市场流动性状况较前期有所缓解，但是当前隔夜回购利率水平仍是制约债券投资的主要因素。部分股份制银行及中小银行纷纷下调存款利率，反映出金融机构正积极寻求降低负债端成本。我们认为国债收益率曲线后期将趋于陡峭，建议持有期限利差多头。

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：%

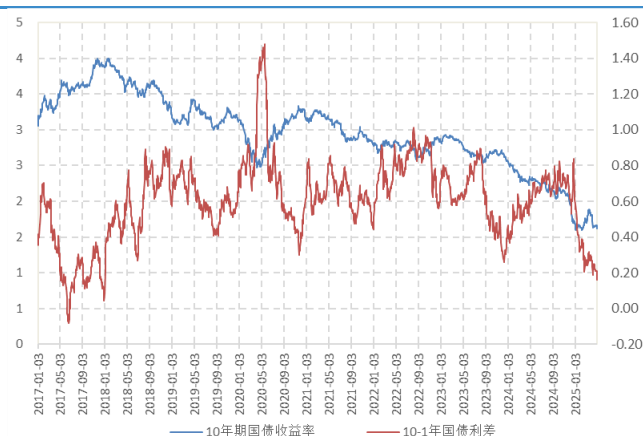
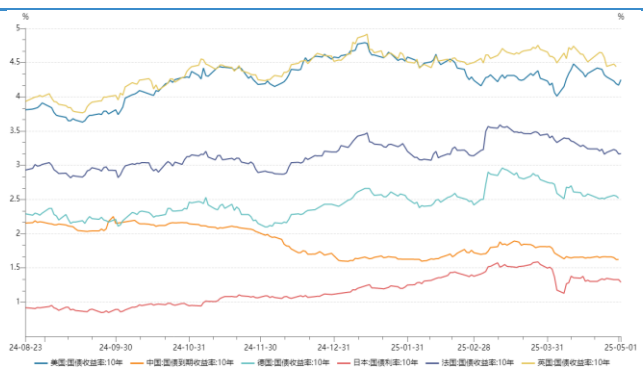


图 28： 全球主要国家十年期国债

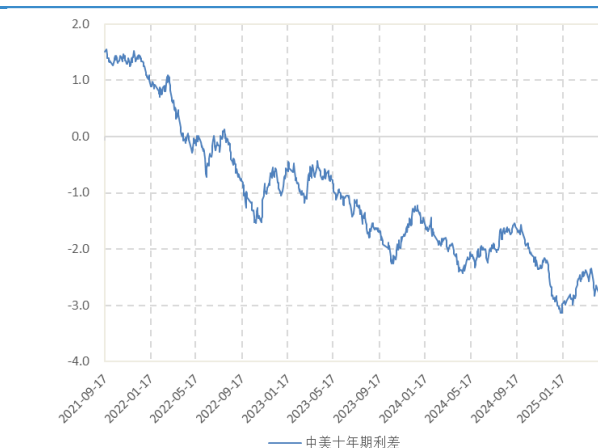
单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

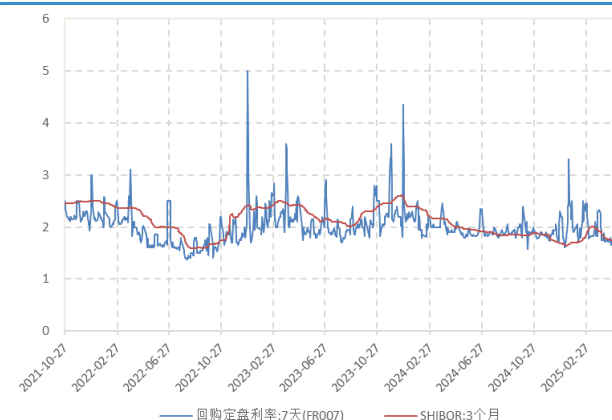
图 30： 中美十年期国债利差

单位：%



数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %



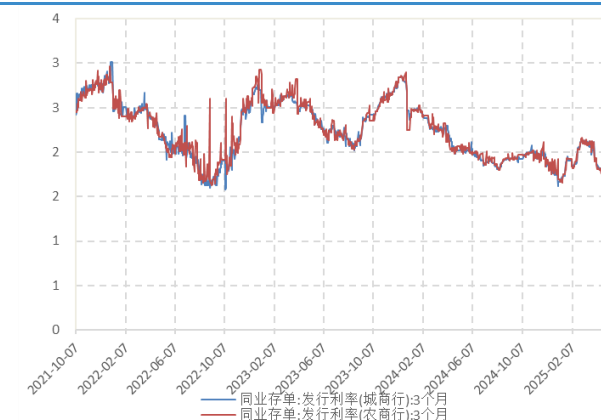
数据来源: Wind 新世纪期货

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 5 月建议持有 IF 和 IH 的多头交易。基差方面, IC 和 IM 的股指基差都超过 4 年来的 75%分位数, 建议 IC 和 IM 基差做空策略可以入场。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、HO 和 MO 平值隐含波动率期限结构形成 Backwardation 结构, 前端升水。建议持有 IO 和 HO 的次近月牛市价差, 区间可参考前述的支撑阻力位。国债方面, 我们建议持有国债期货期限利差多头。

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

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>