

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 7 月金融市场展望--

看涨情绪改善，股债多头持有

观点摘要：

股指期货：

6 月，中国宏观经济总体呈现稳中向好的态势。在政策持续发力和内需逐步回暖的推动下，经济运行保持平稳增长。截至 6 月 30 日，四大股指在 6 月齐齐收阳，四大股指实现波动率回落，四大股指夏普率总体出现改善，四大股指的风险 VaR 值指标转弱，沪深 300 股指表现相对突出，建议 7 月持有 IO 的多头交易。价差方面，推荐入场的 IM 基差做空策略建议继续持有。比价方面，我们建议继续在 7 月持有 IF/IH 多头，将保护性止损上移。

股指期权：

IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 6 月震荡回落。三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构，前端贴水。C-P（价值状态 10%）偏度和 C-P（价值状态 5%）偏度反弹至正值区间，显示市场多头稍显优势。从认沽认购比角度分析，MO 看多情绪改善，建议 7 月持有 MO 的次近月牛市价差。

国债期货：

6 月，中国国债收益率曲线整体下移，10 年和 1 年期限价差出现反弹，四大期限国债期货主力合约月度上涨。人民银行货币政策委员会第二季度会议上表示货币政策将加大调控强度，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大信贷投放，确保社融和货币供应量增速与经济增长。展望 7 月，国债利率可能在短期内保持在当前交易区间，但方向趋于下行，建议持有国债期货多头。

风险点：

1、中美关税磋商；2、美国债务上限；3、美联储政策变动

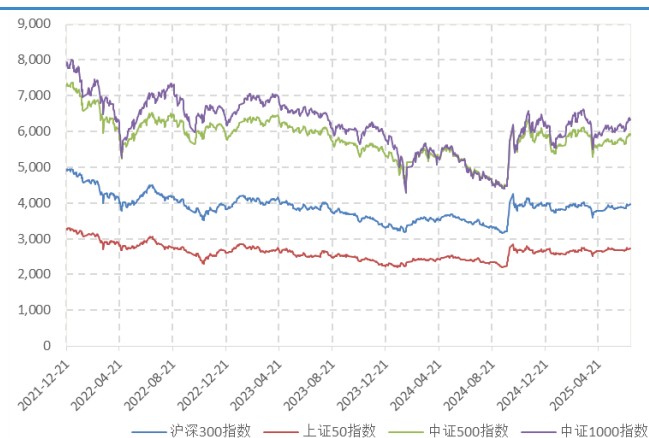
相关报告

权重股指上行，期限利差走阔
2025-05
股指有望继续上扬，期限利差反弹
2025-06

一、行情回顾

6月，中国宏观经济总体呈现稳中向好的态势。在政策持续发力和内需逐步回暖的推动下，经济运行保持平稳增长。根据最新数据，二季度GDP增速预计维持在5.0%以上，规模以上工业增加值同比增长，高技术制造业保持较快增长，显示出经济结构优化的趋势。社会消费品零售总额同比增长，旧换新政策带动的品类增长显著。截至6月30日，四大股指月度上涨，股指21天滚动实现波动率下降，四大股指夏普率总体在6月出现改善。中国国债收益率曲线整体下行，收益率曲线斜率呈现牛陡，国债10年期和1年期利差小幅反弹，四大期限国债期货主力合约月度上涨。

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5月份，全国居民消费价格（CPI）同比下降0.1%，环比下降0.2%。分类别看，食品烟酒价格同比上涨0.1%，衣着价格上涨1.5%，居住价格上涨0.1%，生活用品及服务价格上涨0.1%，交通通信价格下降4.3%，教育文化娱乐价格上涨0.9%，医疗保健价格上涨0.3%，其他用品及服务价格上涨7.3%。在食品烟酒价格中，鲜菜价格下降8.3%，粮食价格下降1.4%，猪肉价格上涨3.1%，鲜果价格上涨5.5%。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。1-5月份，全国居民消费价格同比下降0.1%。5月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.3%，环比下降0.4%；全国工业生产者购进价格同比下降3.6%，环比下降0.6%。1-5月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格均比上年同期下降2.6%。

5月末，广义货币（M2）余额325.78万亿元，同比增长7.9%。狭义货币（M1）余额108.91万亿元，同比增长2.3%。流通中货币（M0）余额13.13万亿元，同比增长12.1%。前五个月净投放现金3064亿元。5月末社会融资规模存量为426.16万亿元，同比增长8.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为262.86万亿元，同比增长7%；2025年5月末，我国外汇储备规模

为 32853 亿美元，较 4 月末上升 36 亿美元，升幅为 0.11%。5 月末黄金储备为 7383 万盎司，环比增加 6 万盎司。

6 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.7%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平继续改善。从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 0.5 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 48.6%，比上月上升 1.1 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 47.3%，比上月下降 2.0 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。6 月份，非制造业商务活动指数为 50.5%，比上月上升 0.2 个百分点，非制造业总体继续保持扩张。6 月份，综合 PMI 产出指数为 50.7%，比上月上升 0.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张有所加快。

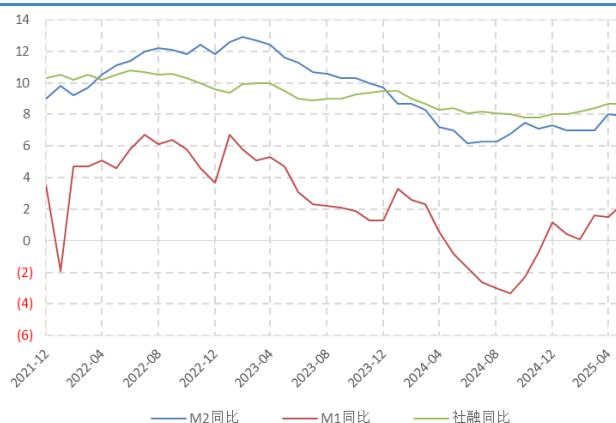
5 月份，房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 93.72。1—5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 625020 万平方米，同比下降 9.2%。其中，住宅施工面积 435354 万平方米，下降 9.6%。1—5 月份，全国房地产开发投资 36234 亿元，同比下降 10.7%(按可比口径计算)；其中，住宅投资 27731 亿元，下降 10.0%。1—5 月份，新建商品房销售面积 35315 万平方米，同比下降 2.9%；其中住宅销售面积下降 2.6%。新建商品房销售额 34091 亿元，下降 3.8%；其中住宅销售额下降 2.8%。5 月末，商品房待售面积 77427 万平方米，比 4 月末减少 715 万平方米。其中，住宅待售面积减少 439 万平方米。1—5 月份，房地产开发企业到位资金 40232 亿元，同比下降 5.3%。

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 6 月 30 日的行情观察,四大股指在 6 月齐齐收阳,中证 500 股指和中证 1000 股指月度涨幅领先。具体分项分析,沪深 300 股指累计收益率为 2.49%,最大回撤-1.3%,偏度 0.40,超峰度-0.01;上证 50 股指累计收益率为 1.24%,最大回撤-1.5%,偏度 0.18,超峰度 0.36;中证 500 股指累计收益率为 4.31%,最大回撤-2.9%,偏度-0.04,超峰度-0.61;中证 1000 股指累计收益率 5.47%,最大回撤-3.6%,偏度-0.29,超峰度-0.80。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 6 月回落。其中,沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 9.23%,上证 50 股指达到 8.63%,中证 500 股指为 12.82%,中证 1000 股指为 15.21%。除上证 50 股指下行,其余三大股指夏普率在 6 月上行。分项上看,沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率上行 0.73 至 2.58,上证 50 股指下行 0.17 至 1.08,中证 500 股指上行 1.97 至 3.15,中证 1000 股指上行 1.592 至 3.38。

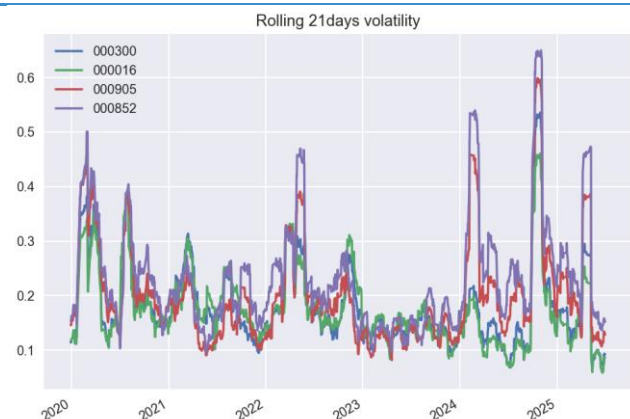
风险方面,混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda=0.94$, confidence_level@95%) 分析,沪深 300 股指为-0.83%,上证 50 为-1.14%,中证 500 股指为-1.21%,中证 1000 股指为-1.44%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析,沪深 300 股指为-3.05%,上证 50 为-2.61%,中证 500 股指为-3.8,中证 1000 股指为-4.3%。综合看,6 月四大股指的风险 VaR 值指标小幅转弱,沪深 300 股指表现相对突出,建议 7 月持有 IO 的多头交易。

图 6: 国房景气指数 单位: %



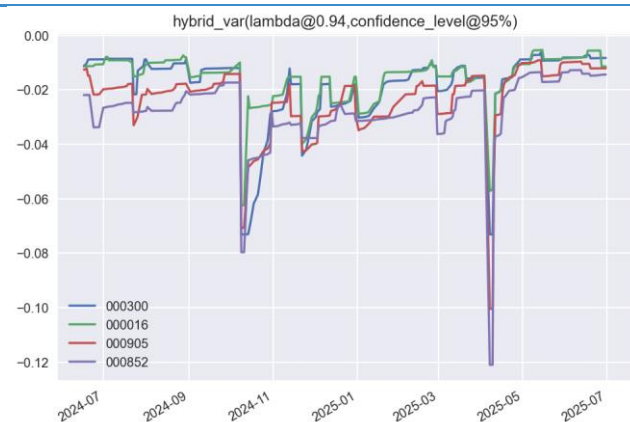
数据来源: Wind 新世纪期货

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



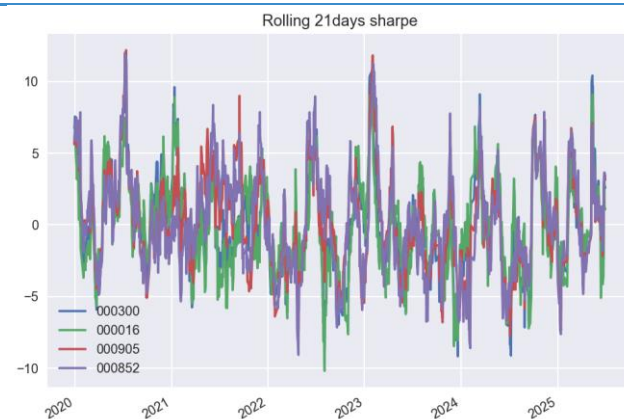
数据来源: Wind 新世纪期货

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

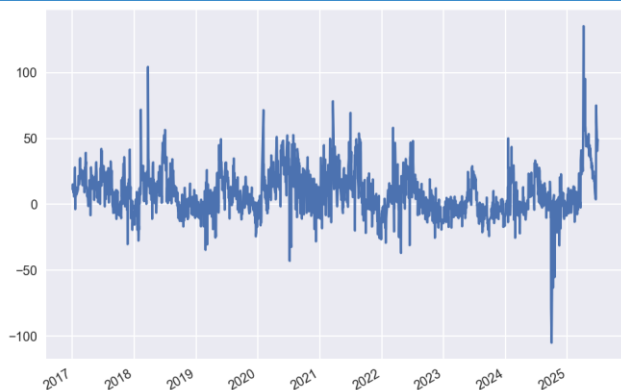
截至 6 月 30 日, IC 主力合约基差下行, IF、IH 和 IM 主力合约基差均上行。目前, IF 主力合约基差为 49.08, IH 主力合约基差为 24.38, IC 主力合约基差为 47.98, IM 主力合约基差为 200.58, 箱图中的红点表示最新基差数据。本月度内, 股指基差均处于近 5 年来的偏高位置, 同时 IM 基差显著高于 75% 分位数, 建议上月推荐的 IM 基差做空策略继续持有。

截至 6 月 30 日, 股指期货主力合约比价中 IF/IH 和 IC/IM 月度上升, IF/IH 最新录得 1.446,

IF/IC 最新录得 0.662, IF/IM 最新录得 0.632, IH/IC 最新录得 0.458, IH/IM 最新录得 0.436, IC/IM 最新录得 0.953。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 位于 44%分位数, IF/IC 位于 16.7%分位数, IH/IC 位于 30.5%分位数。上期报告建议持有 IF/IH 的多头仓位, 目前建议在 7 月维持 IF/IH 多头持仓。

图 13: IF 主力基差

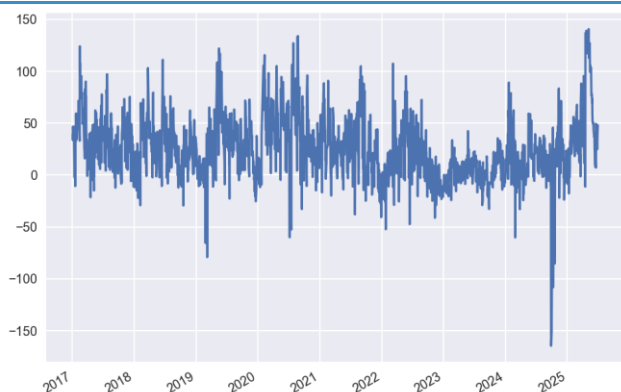
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

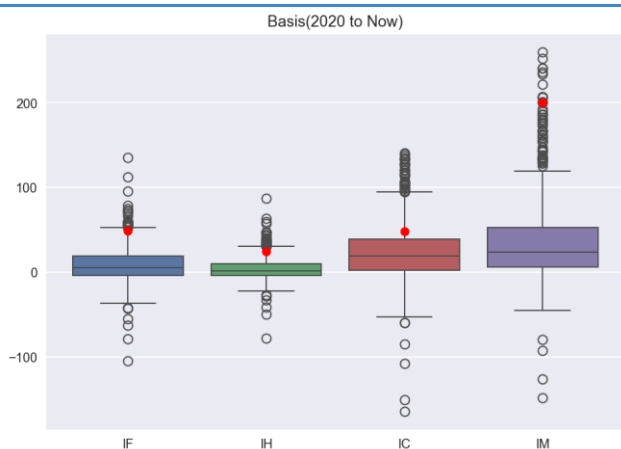
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

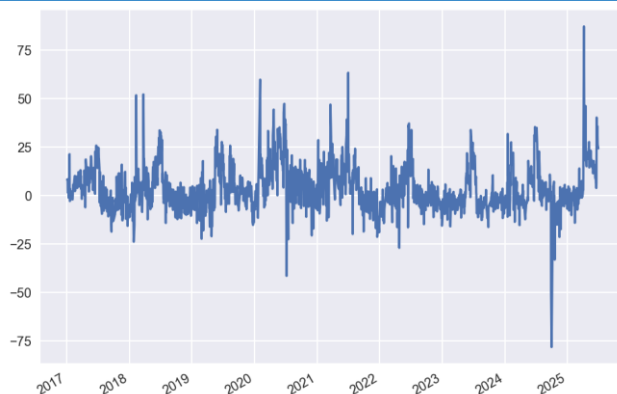
单位: 点



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

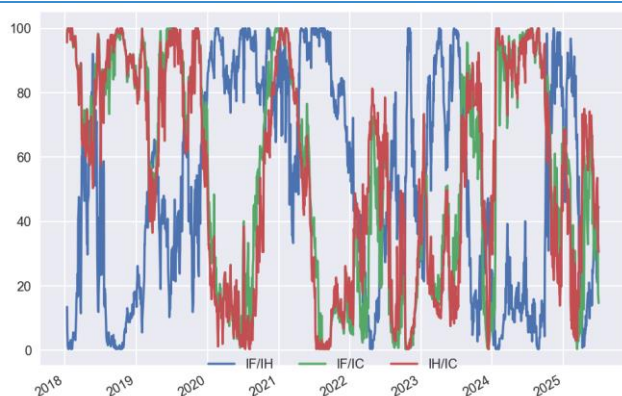
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

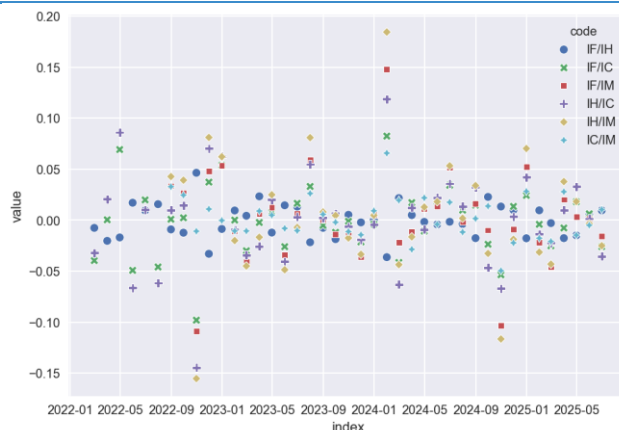
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率

单位: %



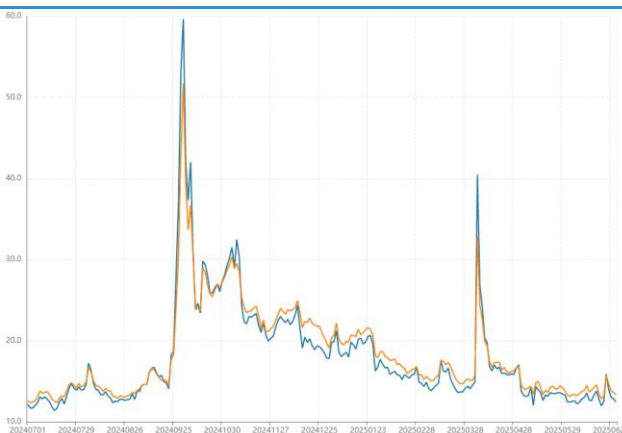
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 6 月 30，根据 IO、HO 和 MO 平值隐含波动率显示，IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 6 月小幅回落。当前，三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构，前端贴水。从认沽认购比角度分析，IO 的认沽认购比在 6 月震荡小幅下行，HO 上行后回落至月初水平，MO 认股认购比出现回落反弹，显示 MO 看多情绪改善。6 月，C-P（价值状态 10%）偏度和 C-P（价值状态 5%）偏度出现小幅上行，数据已经上行至正值区间，总体稍显乐观。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 3850 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 6000 一线，上方阻力位于 6400 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 2650 一线，上方阻力位仍位于 2800 一线。股指期权方面，建议持有 MO 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

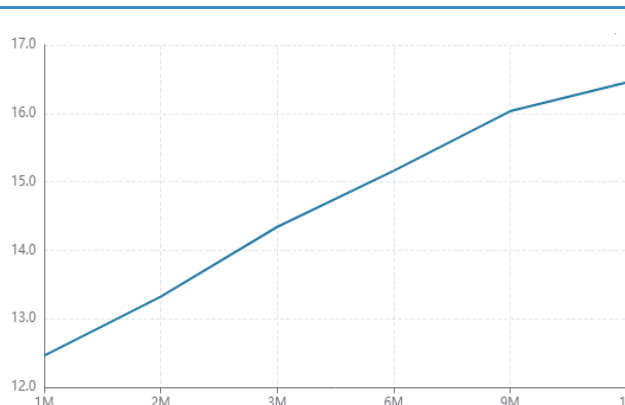
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

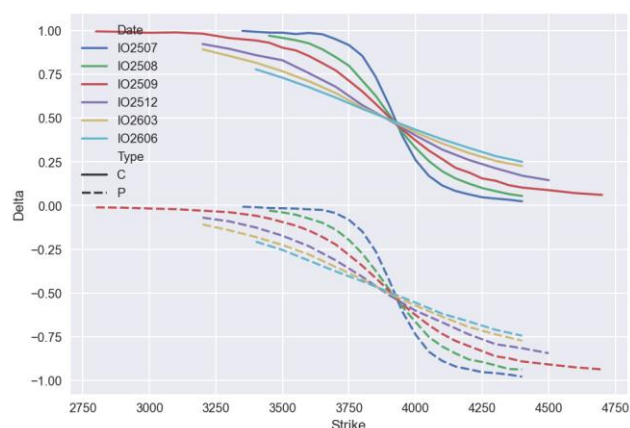
图 22: IO 隐含波动率期限结构

单位: %



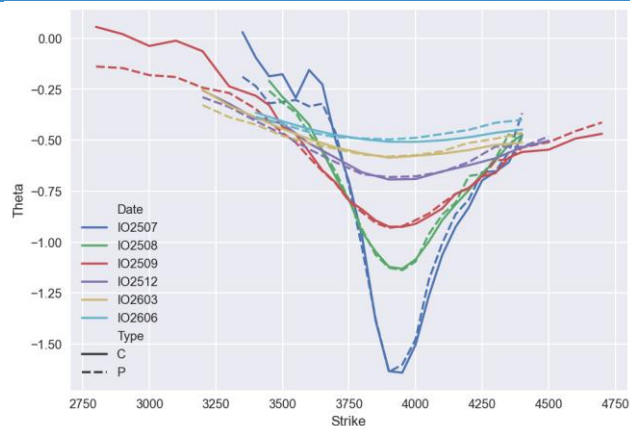
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



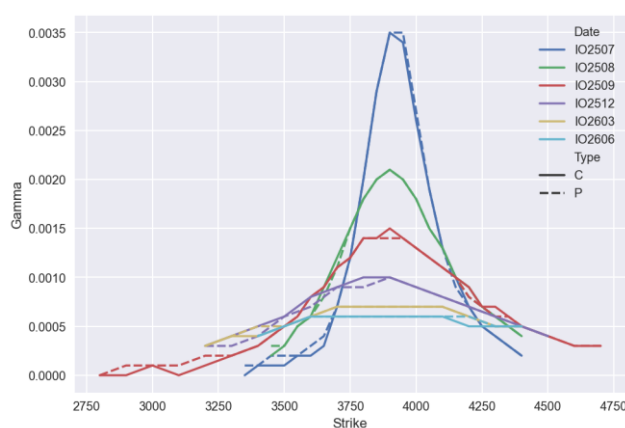
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



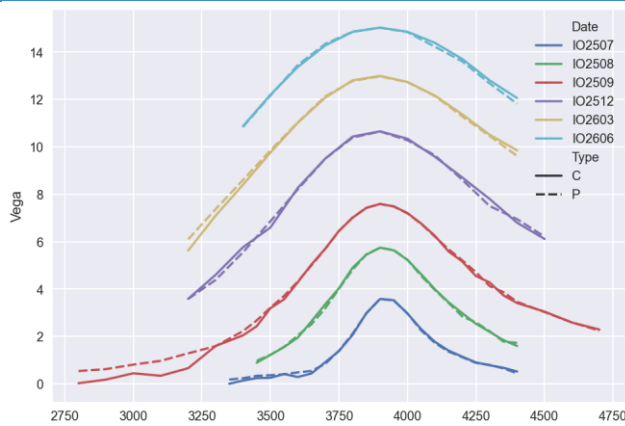
数据来源: Wind 新世纪期货

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

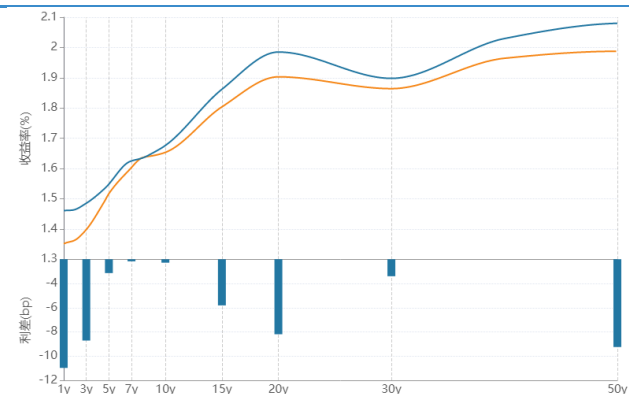


数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

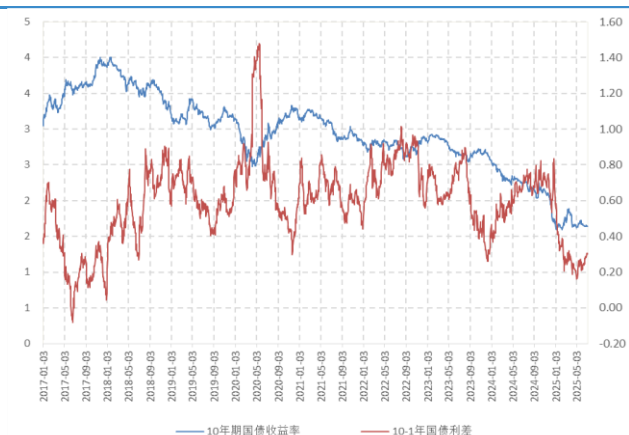
6 月, 中国国债收益率曲线整体下移, 10 年和 1 年期限利差出现反弹, 利率期限结构走陡。人民银行货币政策委员会 2025 年第二季度会议上表示当前宏观政策调控强度显著提升, 稳健货币政策框架持续优化, 将通过多元化货币政策工具协同运用构建适配经济高质量发展的新型货币金融支持体系。LPR 定价机制改革红利持续释放, 存款利率市场化定价机制效能凸显, 推动社会融资综合成本维持在历史低位区间。现阶段全球宏观经济环境呈现多维不确定性特征, 世界经济增长动能减弱, 贸易壁垒增多, 主要经济体经济表现有所分化, 通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我们认为国内经济更需关注有效需求提振、核心 CPI 低位运行、重点领域风险化解等结构性矛盾。预计下阶段货币政策将加大调控强度, 保持流动性合理充裕, 引导金融机构加大信贷投放, 确保社融和货币供应量增速与经济增长、物价目标匹配, 出台更多财政措施来支持服务消费。展望后市, 国债利率可能在短期内保持在当前交易区间, 但随着货币市场的更加稳定, 利差交易的存在将进一步推动 7 月份利率下行, 建议持有国债期货多头。

图 27: 国债期限结构 单位: %



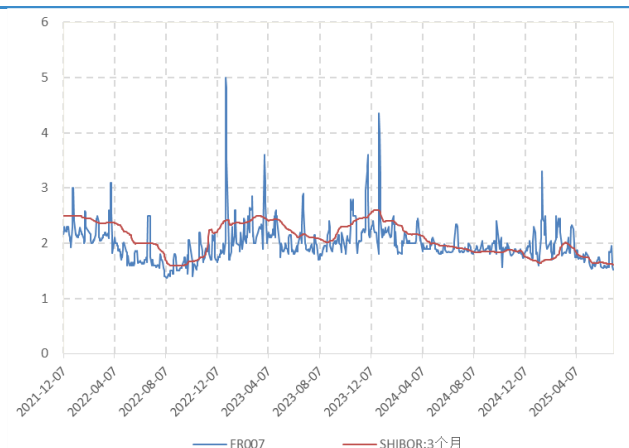
数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势 单位: %

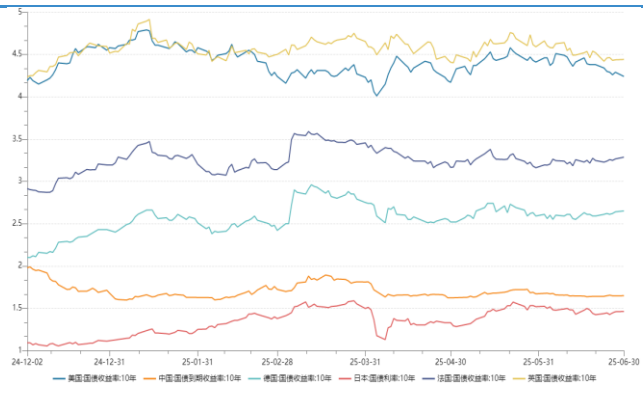


数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

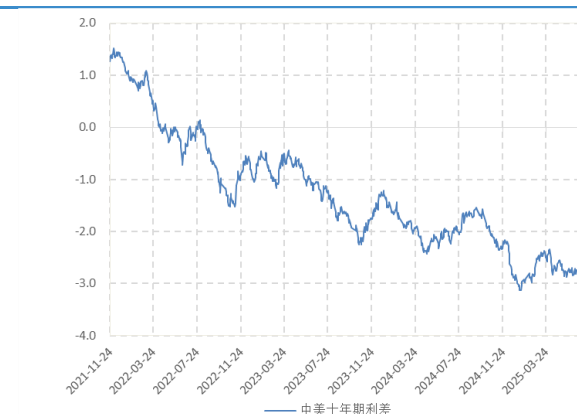
当前，四大股指在 6 月齐齐收阳，四大股指 21 天滚动实现波动率在 6 月回落，四大股指的风险 VaR 值指标转弱，沪深 300 股指表现相对突出，建议 7 月持有 IO 的多头交易。基差交易方面，上月推荐入场的 IM 基差做空策略继续持有。比价方面，我们建议继续 7 月维持 IF/IH 多头持仓。股指期权隐含波动率回落，期权偏度显示市场看涨情绪转暖，MO 认沽认购比走高，建议

图 28: 全球主要国家十年期国债 单位: %



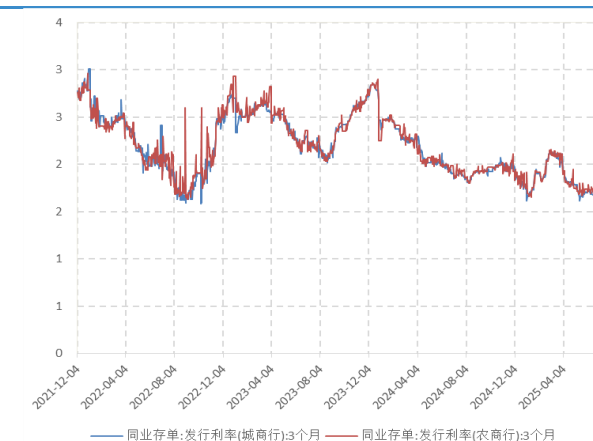
数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32: 同业存单利率 单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

持有 M0 的次近月牛市价差。债券方面，预计 7 月收益率会出现回落，建议持有国债期货多头。

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>