

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 8 月金融市场展望——

经济展现韧性，股指多头持有

观点摘要：

股指期货：

7 月，我国二季度 GDP 增长 5.2%，环比增长 1.1%，显示经济延续复苏态势，中国经济在政策托底和内需拉动下展现韧性。截至 7 月 29 日，四大股指在 7 月齐齐收阳，四大股指实现波动率回落，四大股指夏普率出现大幅改善，中小盘股指的风险 VaR 值指标转弱，沪深 300 股指表现相对突出，建议 8 月持有 IO 的多头交易。价差方面，推荐 IM 基差做空策略建议继续持有。比价方面，我们建议继续在 8 月持有 IF/IH 多头，将利润保护性止损上移。

股指期权：

IO、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 7 月震荡反弹。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%）偏度小幅上行后接近月末再度回落，接近月初水平，总体显示近期乐观情绪回落。从认沽认购比角度分析，IO 看多情绪改善，建议 8 月持有 IO 的次近月牛市价差。

国债期货：

7 月，中国国债收益率曲线整体上移，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下跌。今年前六个月经济表现超出预期，这减少了短期内实施大规模宽松政策的紧迫性。展望 8 月，国债利率可能小幅反弹，随后利率走势预计进入箱体震荡，建议小幅减持国债期货多头。

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

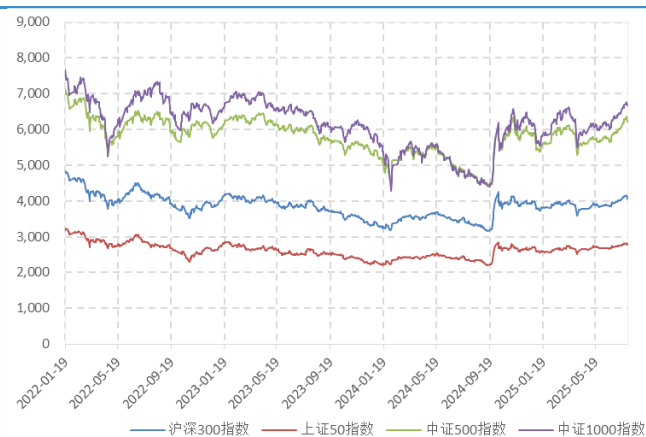
相关报告

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
看涨情绪改善，股债多头持有
2025-07

一、行情回顾

2025 年 7 月，中国经济运行总体保持平稳，上半年国内生产总值同比增长 5.3%，其中二季度增长 5.2%，环比增长 1.1%，显示经济延续复苏态势，但回升基础仍需巩固。上半年社会消费品零售总额稳步提升，以旧换新政策带动家电、通讯器材等品类增长显著。上半年货物贸易出口同比增长 7.2%，对“一带一路”沿线国家出口表现亮眼，但外部环境不确定性仍存。总体来看，中国经济在政策托底和内需拉动下展现韧性。截至 7 月 29 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 7 月出现改善。中国国债收益率曲线整体上行，收益率曲线斜率呈现熊陡，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收跌。

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

2025 年 6 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.1%。其中，城市上涨 0.1%，农村下降 0.2%；食品价格下降 0.3%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.2%，服务价格上涨 0.5%。上半年，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。6 月份，全国居民消费价格环比下降 0.1%。其中，城市下降 0.1%，农村持平；食品价格下降 0.4%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.1%，服务价格持平。2025 年 6 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.6%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 4.3%，环比下降 0.7%。上半年，工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.8%，工业生产者购进价格下降 2.9%。6 月份，工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 4.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 3.26 个百分点。

6 月末，广义货币（M2）余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%。狭义货币（M1）余额 113.95 万亿元，同比增长 4.6%。流通中货币（M0）余额 13.18 万亿元，同比增长 12%。上半年净投放现金 3633 亿元。6 月末，本外币贷款余额 272.57 万亿元，同比增长 6.8%。月末人民币贷款余

额 268.56 万亿元，同比增长 7.1%。上半年人民币贷款增加 12.92 万亿元。6 月末，国家外汇储备余额为 3.32 万亿美元。上半年，经常项下跨境人民币结算金额为 8.3 万亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 6.38 万亿元、1.92 万亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 4.11 万亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 1.46 万亿元、2.65 万亿元。

7 月份，制造业采购经理指数为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回落。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数均高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。7 月份，非制造业商务活动指数为 50.1%，比上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点。7 月份，综合 PMI 产出指数为 50.2%，比上月下降 0.5 个百分点，仍高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。

6 月份，房地产开发景气指数为 93.60。1—6 月份，全国房地产开发投资 46658 亿元，同比下降 11.2%；其中，住宅投资 35770 亿元，下降 10.4%。1—6 月份，房地产开发企业房屋施工面积 633321 万平方米，同比下降 9.1%。其中，住宅施工面积 441240 万平方米，下降 9.4%。房屋新开工面积 30364 万平方米，下降 20.0%。其中，住宅新开工面积 22288 万平方米，下降 19.6%。房屋竣工面积 22567 万平方米，下降 14.8%。其中，住宅竣工面积 16266 万平方米，下降 15.5%。1—6 月份，新建商品房销售面积 45851 万平方米，同比下降 3.5%；其中住宅销售面积下降 3.7%。新建商品房销售额 44241 亿元，下降 5.5%；其中住宅销售额下降 5.2%。1—6 月份，房地产开发企业到位资金 50202 亿元，同比下降 6.2%。其中，国内贷款 8245 亿元，增长 0.6%；利用外资 17 亿元，增长 25.4%；自筹资金 17544 亿元，下降 7.2%；定金及预收款 14781 亿元，下降 7.5%；个人按揭贷款 6847 亿元，下降 11.4%。

图 3： CPI 与 PPI 当月同比

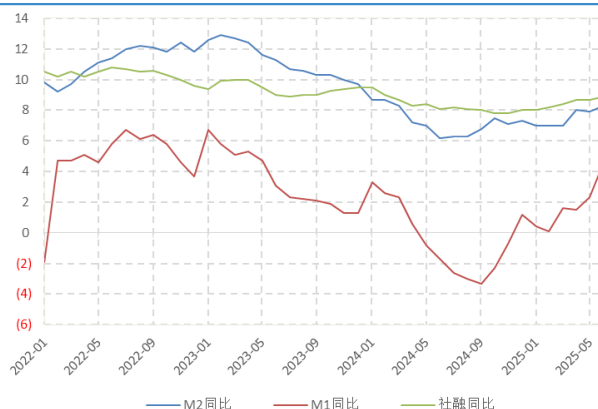
单位：%



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 7 月 29 日的行情观察, 四大股指在 7 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 5.49%, 最大回撤-0.5%, 偏度-0.29, 超峰度-0.94; 上证 50 股指累计收益率为 3.56%, 最大回撤-0.6%, 偏度-0.3, 超峰度-0.71; 中证 500 股指累计收益率为 7.45%, 最大回撤-0.7%, 偏度 0.31, 超峰度-0.65; 中证 1000 股指累计收益率 6.57%, 最大回撤-1%, 偏度-0.08, 超峰度-0.33。四大股指 21 天滚动实现波动率在 7 月回落。其中, 沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 6.46%, 上证 50 股指达到 5.95%, 中证 500 股指为 9.38%, 中证 1000 股指为 9.68%。四大股指夏普率均在 7 月大幅上行。分项上看, 沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率上行 7.34 至 9.92, 上证 50 股指下行 5.97 至 7.06, 中证 500 股指上行 6.05 至 9.2, 中证 1000 股指上行 4.5 至 7.88。

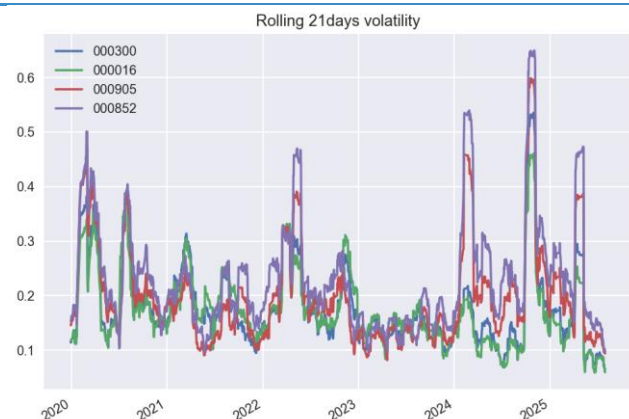
风险方面, 混合法 VaR (Hybrid approach VaR, $\lambda=0.94$, confidence_level@95%) 分析, 沪深 300 股指为-0.54%, 上证 50 为-0.61%, 中证 500 股指为-0.71%, 中证 1000 股指为-1.0%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析, 沪深 300 股指为-3.05%, 上证 50 为-2.61%, 中证 500 股指为-3.8, 中证 1000 股指为-4.2%。综合看, 7 月小盘股指的风险 VaR 值指标小幅转弱, 沪深 300 股指表现相对突出, 建议 8 月持有 IO 的多头交易。

图 6: 国房景气指数 单位: %



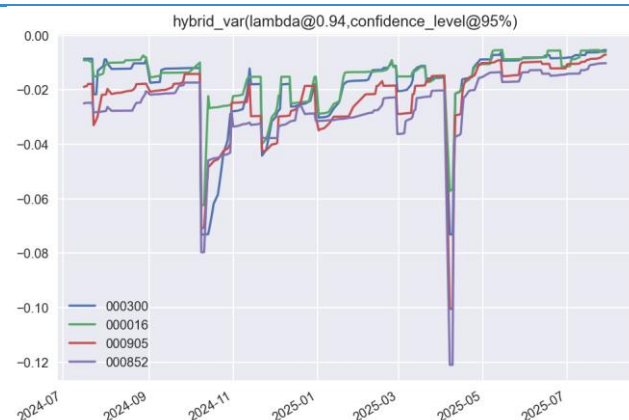
数据来源: Wind 新世纪期货

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



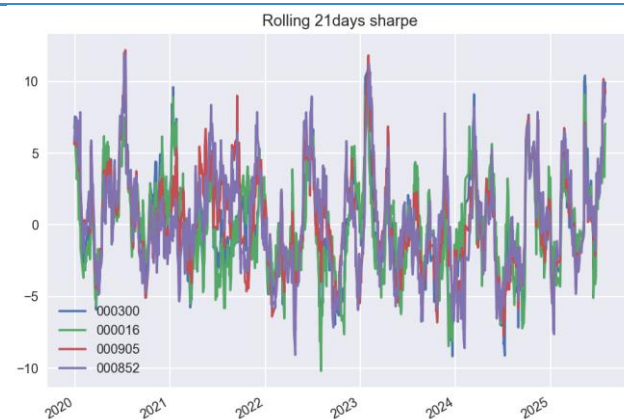
数据来源: Wind 新世纪期货

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

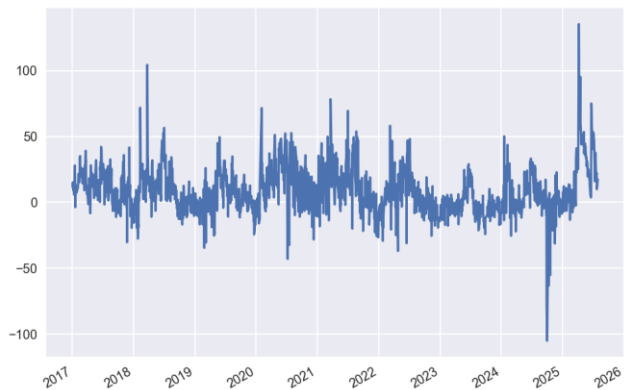
截至 7 月 29 日, IC 主力合约基差上行, IF、IH 和 IM 主力合约基差均下行。目前, IF 主力合约基差为 17.42, IH 主力合约基差为-3.6, IC 主力合约基差为 114.53, IM 主力合约基差为 140.88, 箱图中的红点表示最新基差数据。本月度内, 股指基差均处于近 5 年来的偏高位置, 同时 IC 和 IM 基差显著高于 75%分位数, 建议上月推荐的 IM 基差做空策略继续持有。

截至 7 月 29 日, 股指期货主力合约比价中 IF/IH 和 IF/IC 月度上升, IF/IH 最新录得 1.47,

IF/IC 最新录得 0.662, IF/IM 最新录得 0.623, IH/IC 最新录得 0.45, IH/IM 最新录得 0.424, IC/IM 最新录得 0.941。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 位于 68.65%分位数, IF/IC 位于 15.87%分位数, IH/IC 位于 17.85%分位数。上期报告建议持有 IF/IH 的多头仓位, 目前建议在 8 月维持 IF/IH 多头持仓。

图 13: IF 主力基差

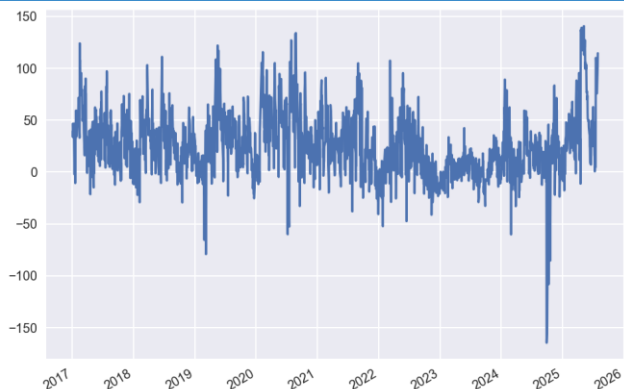
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

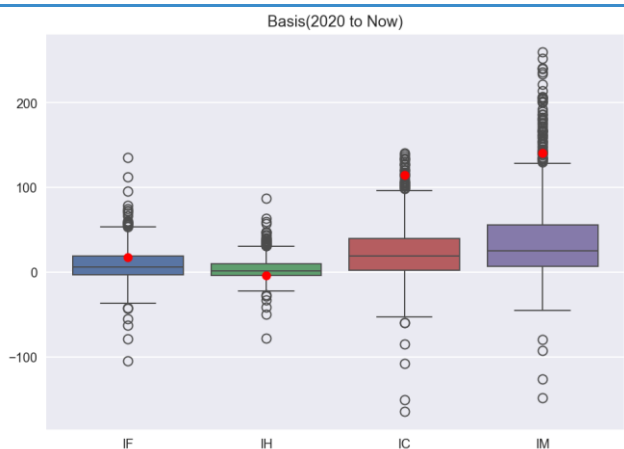
单位: 点



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

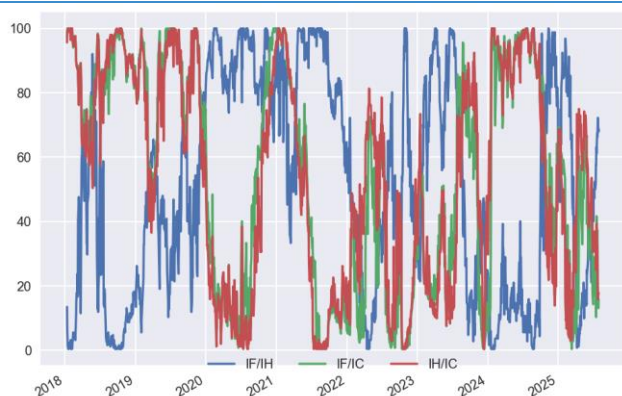
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 252 天滚动比价分位数

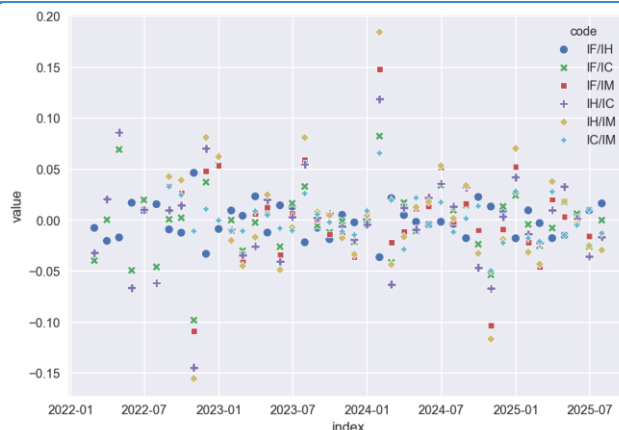
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20: 比价月度收益率

单位: %



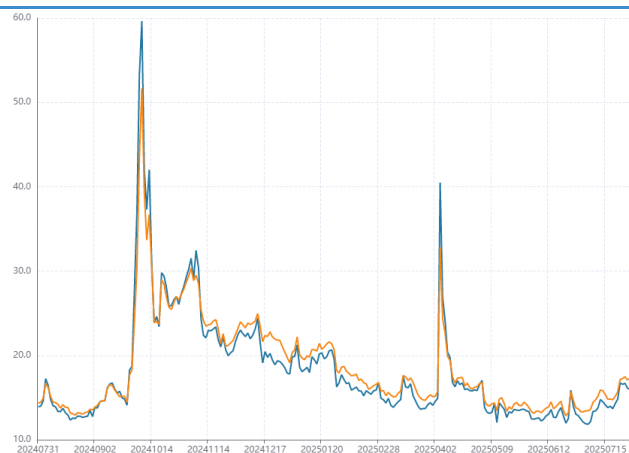
数据来源: Wind 新世纪期货

3、股指期权分析

截止 7 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 7 月反弹。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 的认沽认购比在月震荡小幅上行, HO 上行后回落至月初水平, MO 认股认购比震荡持平, 显示 IO 看多情绪改善。7 月, C-P (价值状态 10%) 偏度和 C-P (价值状态 5%) 偏度小幅上行后接近月末再度回落, 数据接近月初水平, 总体显示近期乐观情绪回落。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 4000 一线, 上方阻力位至 4200 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 6500 一线, 上方阻力位于 6800 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 2700 一线, 上方阻力位仍位于 2850 一线。股指期权方面, 建议持有 IO 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

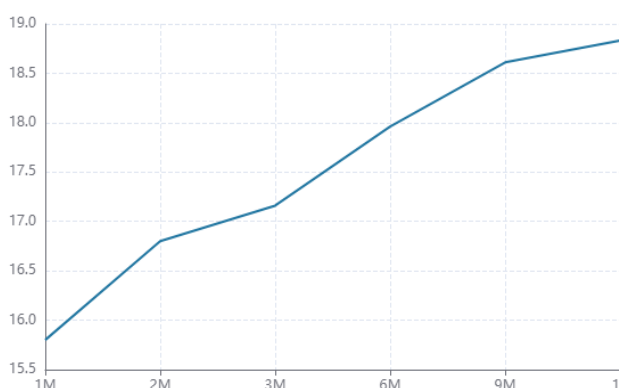
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

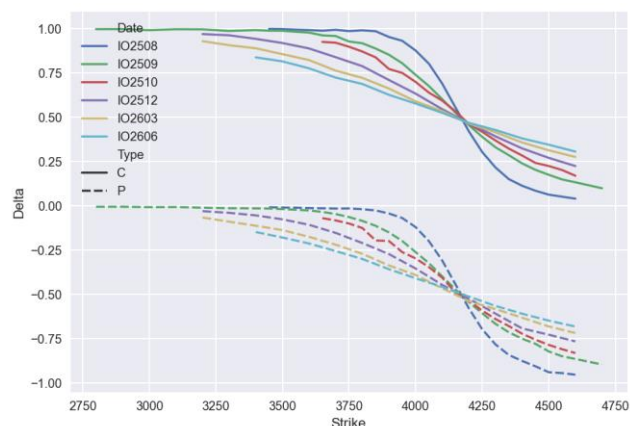
图 22: IO 隐含波动率期限结构

单位: %



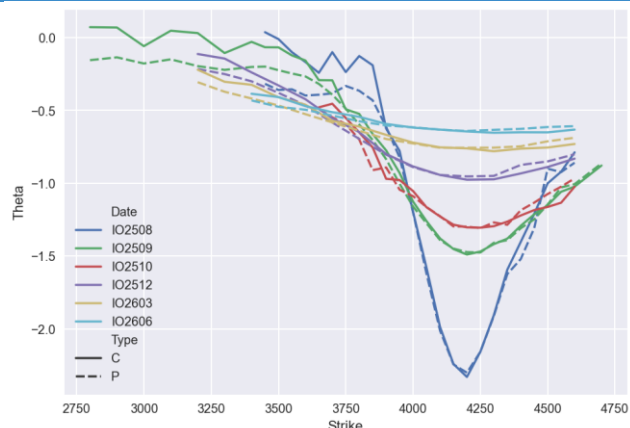
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23: 沪深 300 股指期货 Delta



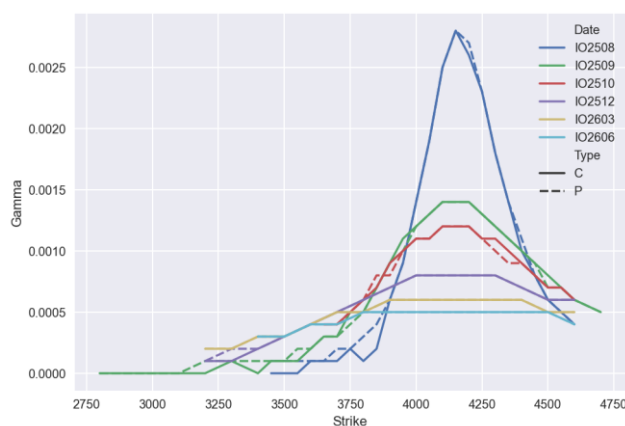
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25: 沪深 300 股指期货 Theta



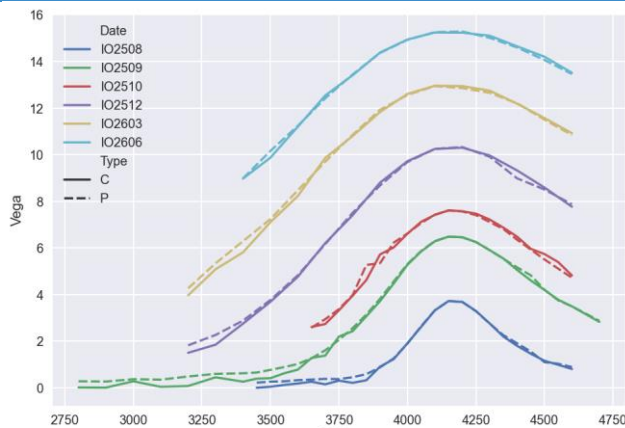
数据来源: Wind 新世纪期货

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

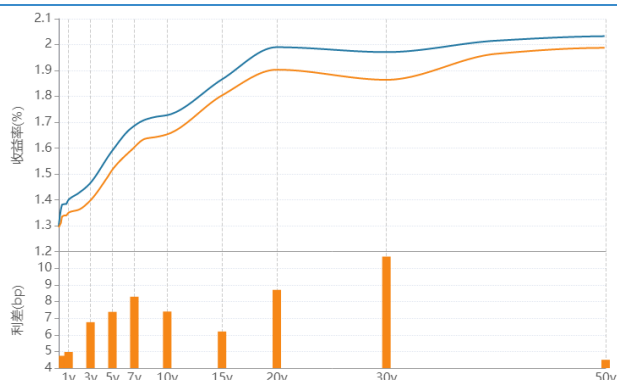
四、债券利率

7 月底, 美国联邦储备委员会在结束为期两日的政策磋商后, 决定将基准利率区间继续锁定在 4.25%-4.50% 的水平, 这也是美联储自 2025 年第五次暂停利率调整。即便承受着来自特朗普当局日益增强的降息诉求, 美联储依然选择维持现行政策框架不变。值得注意的是, 本次决策过程中出现了两位理事提出异议的罕见情形, 这凸显出决策层内部在利率方向上的意见分歧正在扩大。美联储主席鲍威尔在随后的媒体沟通中指出, 当前货币政策配置使该机构保持着充分的应对灵活性, 能够针对经济形势变化迅速采取行动。他明确表示, 关于 9 月份的利率安排尚未形成最终结论, 后续政策路径的制定将建立在对“全面信息”的评估基础之上, 其中涵盖劳动力市场、物价走势及经济增长等关键指标。

7 月, 中国国债收益率曲线整体上移, 10 年和 1 年期限利差出现反弹, 债券市场收益率曲线呈现熊市陡峭化特征。我们看到, 股票市场和大宗商品价格快速上扬增强了投资者风险偏好, 但临近月末资金流动性收紧导致债券资产被抛售。今年前六个月经济表现超出预期, 这减少了

短期内实施大规模宽松政策的紧迫性。政策可能转向更有针对性的支持措施，核心在于刺激国内消费需求以及抑制无序竞争和价格战，利用合理适度的政策干预来缓解通缩压力。中央政治局会议也反映出要保持宏观政策连续性，并强调要“持续发力、适时加力”，实施“更加积极”的财政政策和“适度宽松”的货币政策。具体措施包括：加快政府债券发行和使用进度、提高资金使用效率、保持流动性合理充裕、推动实体经济融资成本进一步下降。展望 8 月，国债利率可能小幅反弹，随后利率走势预计进入箱体震荡，建议小幅减持国债期货多头。

图 27： 国债期限结构 单位：%



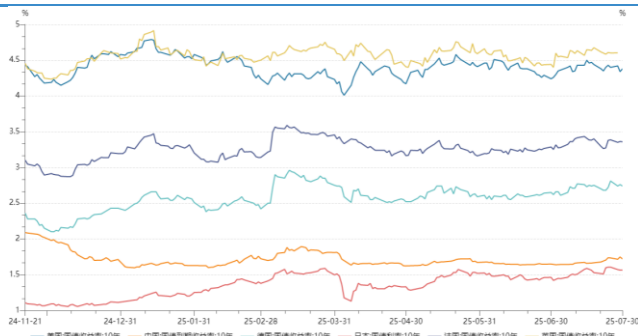
数据来源：Wind 新世纪期货

图 29： 10-1 年期国债期限利差 单位：%



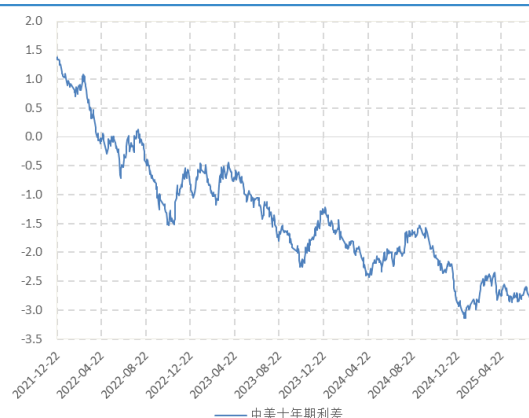
数据来源：Wind 新世纪期货

图 28： 全球主要国家十年期国债 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

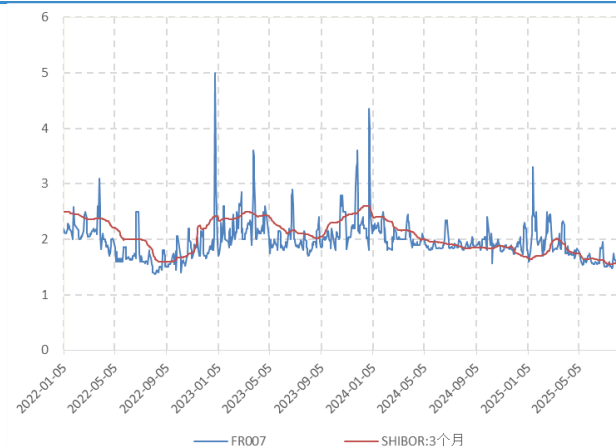
图 30： 中美十年期国债利差 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 31: FR003 与 SHIBOR3M 走势

单位: %



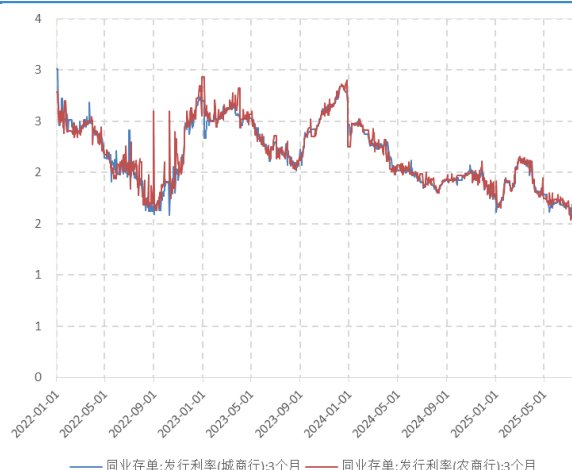
数据来源: Wind 新世纪期货

五、小结与交易策略

当前,四大股指在7月齐齐收阳,四大股指21天滚动实现波动率在7月回落,小盘股指的风险VaR值指标转弱,沪深300股指表现相对突出,建议8月持有I0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8月维持IF/IH多头持仓。股指期权隐含波动率出现反弹,期权偏度显示市场看涨情绪在月末回落,I0认沽认购比走高,建议持有I0的次近月牛市价差。债券方面,预计8月收益率会出现反弹,建议小幅减持国债期货多头。

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>