

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 6 月金融市场展望-- 股指有望继续上扬，期限利差反弹

观点摘要:

股指期货:

5 月，政府的宏观调控政策和市场自身调节作用共同促进了中国经济稳中有进、回升向好的趋势，多项经济指标表现积极。截至 5 月 30 日，四大股指在 5 月齐齐收阳，四大股指实现波动率回落，四大股指的风险 VaR 值指标转好，沪深 300 股指和中证 1000 股指夏普率表现相对突出，建议 6 月持有 I0 和 IM 的多头交易。上月推荐入场的 IM 基差做空策略继续持有，IC 基差做空策略建议获利了结。比价方面，我们建议继续 6 月维持 IF/IH 多头持仓。

股指期权:

I0、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 5 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。股指 C-P（价值状态 10%）偏度和 C-P（价值状态 5%）偏度在 5 月小幅反弹，显示股指看空情绪减弱。从认沽认购比角度分析，MO 认股认购比出现走高，建议持有 MO 的次近月牛市价差。

国债期货:

5 月，中国国债收益率曲线整体上移，10 年和 1 年期限价差出现走阔，四大期限国债期货主力合约月度回落。月末，SHIBOR3M 利率收至 1.75% 附近，FR007 收至 1.652% 附近。展望 6 月，前端利率随着流动性得到支持将有望降低，同时利率曲线出现牛陡，建议做多期限利差。

风险点:

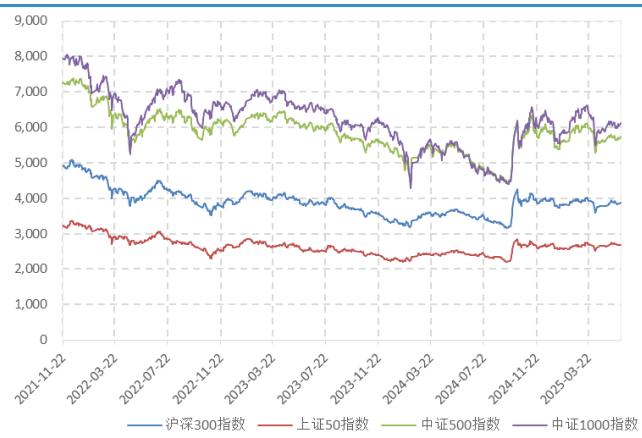
- 1、中美关税磋商；2、美国债务上限；3、美联储政策变动

一、行情回顾

5月，政府进一步聚焦扩内需、稳增长，通过优化财政支出结构、加大民生领域投入，以及推动科技创新和产业升级，增强经济内生动力，使得经济运行总体保持稳中有进的趋势。市场预测预测2025年中国GDP增速有望达到4.6%-5%，高技术制造业、装备制造业等新质生产力领域将继续引领增长。截至5月30日，四大股指月度上涨，股指21天滚动实现波动率下降，四大股指夏普率在5月出现反弹，四大股指风险VaR值改善。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年期利差小幅走阔，四大期限国债期货主力合约月度回落。

图 1：股指期货主力合约

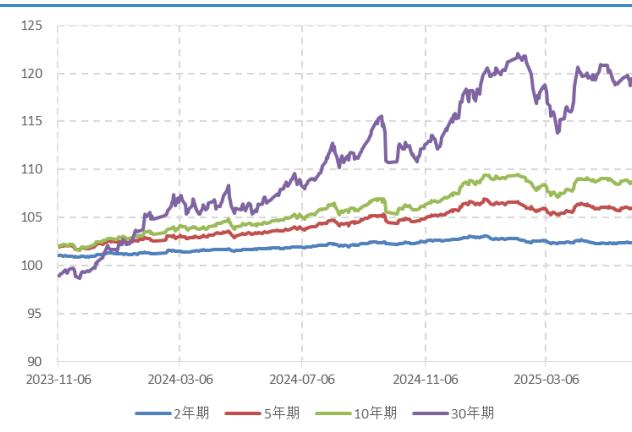
单位：点



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4月份，全国居民消费价格同比下降0.1%。其中，城市持平，农村下降0.3%；食品价格下降0.2%，非食品价格持平；消费品价格下降0.3%，服务价格上涨0.3%。1—4月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。4月份，全国居民消费价格环比上涨0.1%。其中，城市上涨0.2%，农村持平；食品价格上涨0.2%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格持平，服务价格上涨0.3%。4月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.7%，环比下降0.4%；工业生产者购进价格同比下降2.7%，环比下降0.6%。1—4月平均，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降2.4%。

4月末，广义货币(M2)余额325.17万亿元，同比增长8%。狭义货币(M1)余额109.14万亿元，同比增长1.5%。流通中货币(M0)余额13.14万亿元，同比增长12%。前四个月净投放现金3193亿元。4月末社会融资规模存量为424.0万亿元，同比增长8.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为262.27万亿元，同比增长7.1%。4月末，我国外汇储备规模为3.28万亿元，连续第三个月增长；4月末，黄金储备规模为7377万盎司，连续六个月增长。

5月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，比上月上升0.5个百分点，制造业景气水平改善。从企业规模看，大型企业PMI为50.7%，比上月上升1.5个百分点，高于临界点；中型企业PMI为47.5%，比上月下降1.3个百分点，低于临界点；小型企业PMI为49.3%，比上月上升0.6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，生产指数高于临界点，供应商配送时间指数位于临界点，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。5月份，非制造业商务活动指数为50.3%，比上月下降0.1个百分点，仍高于临界点，非制造业总体延续扩张。5月份，综合PMI产出指数为50.4%，比上月上升0.2个百分点，表明我国企业生产经营活动总体继续保持扩张。

4月份，房地产开发景气指数为93.86。1—4月份，全国房地产开发投资27730亿元，同比下降10.3%；其中，住宅投资21179亿元，下降9.6%。1—4月份，房地产开发企业房屋施工面积620315万平方米，同比下降9.7%。其中，住宅施工面积431937万平方米，下降10.1%。房屋新开工面积17836万平方米，下降23.8%。1—4月份，新建商品房销售面积28262万平方米，同比下降2.8%，降幅比1—3月份收窄0.2个百分点；其中住宅销售面积下降2.1%。4月末，商品房待售面积78142万平方米，比3月末减少522万平方米。其中，住宅待售面积减少455万平方米。1—4月份，房地产开发企业到位资金32596亿元，同比下降4.1%。

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

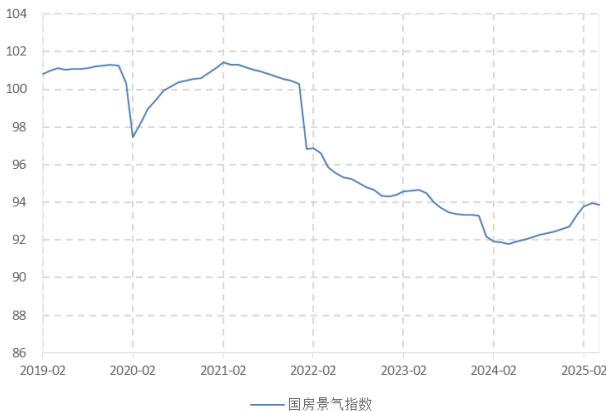
单位: %



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

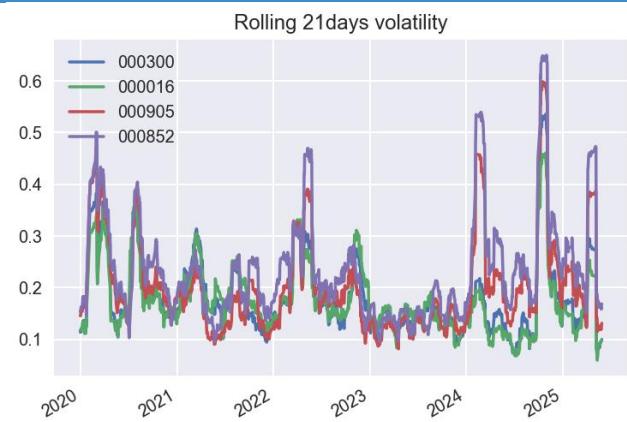
截至 5 月 30 日的行情观察，四大股指在 5 月齐齐收阳，上证 50 股指和沪深 300 股指月度收阳。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为 1.847%，最大回撤-2.7%，偏度 0.18，超峰度-1.16；上证 50 股指累计收益率为 1.73%，最大回撤-2.7%，偏度 0.52，超峰度 0.1；中证 500 股指累计收益率为 0.697%，最大回撤-2.8%，偏度 0.41，超峰度-0.22；中证 1000 股指累计收益率 1.285%，最大回撤-3%，偏度 0.42，超峰度-0.32。

四大股指 21 天滚动实现波动率在 5 月大幅回落。其中，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 9.99%，上证 50 股指达到 9.86%，中证 500 股指为 13.1%，中证 1000 股指为 16.85%。四大股指夏普率在 5 月上行。分项上看，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率上行 3.18 至 1.85，上证 50 股指上行 1.91 至 1.25，中证 500 股指上行 2.42 至 1.18，中证 1000 股指上行 2.96 至 1.78。

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-0.81%，上证 50 为-0.84%，中证 500 股指为-0.99%，中证 1000 股指为-1.36%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称：条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-3%，上证 50 为-2.6%，中证 500 股指为-3.8%，中证 1000 股指为-4.3%。综合看，5 月四大股指的风险 VaR 值指标转好，沪深 300 股指和中证 1000 股指夏普率表现相对突出，建议 6 月持有 I0 和 IM 的多头交易。

图 7: 21 天滚动年化波动率

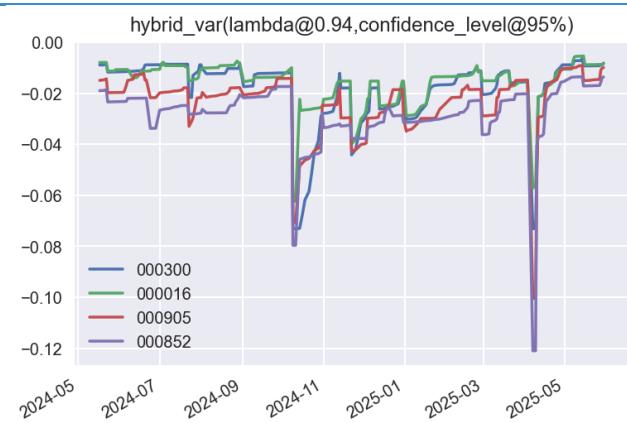
单位: 点



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

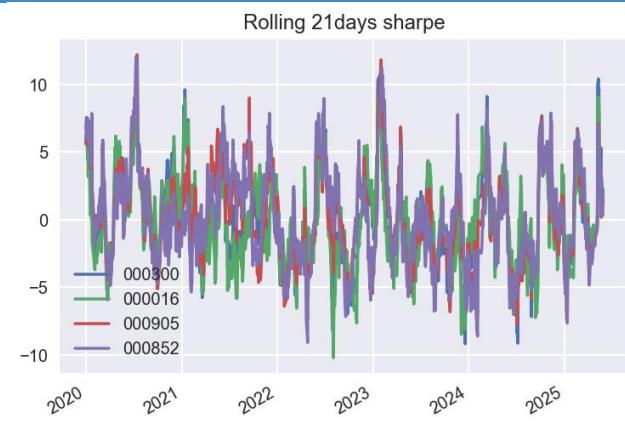
2、股指期货基差与价差分析

截至 5 月 30 日, 四大主力合约基差大幅回落。目前, IF 主力合约基差为 19.63, IH 主力合约基差为 11.49, IC 主力合约基差为 51.27, IM 主力合约基差为 69.16, 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, IC 基差做空策略建议获利了结。

截至 5 月 30 日, 股指期货主力合约比价中仅 IC/IM 月度回落, IF/IH 最新录得 1.43, IF/IC

图 8: 21 天滚动年化夏普率

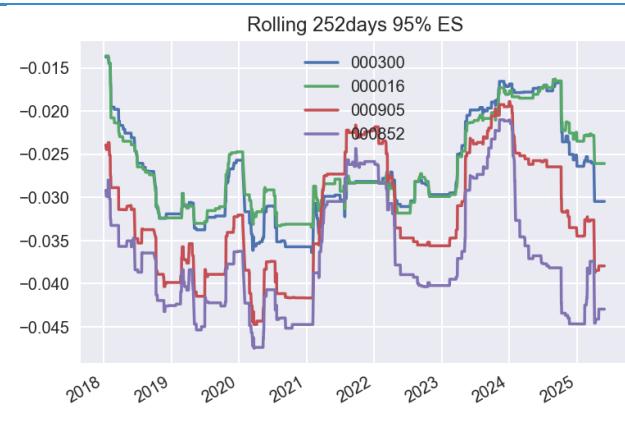
单位: 点



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

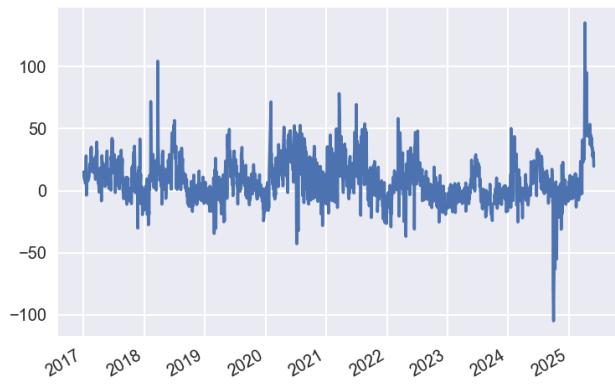


数据来源: Wind 新世纪期货

最新录得 0.68, IF/IM 最新录得 0.64, IH/IC 最新录得 0.475, IH/IM 最新录得 0.448, IC/IM 最新录得 0.943。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 位于 23.8% 分位数, IF/IC 位于 46% 分位数, IH/IC 位于 59% 分位数。上期报告建议持有 IF/IH 的多头仓位, 目前建议在 6 月维持 IF/IH 多头持仓。

图 13: IF 主力基差

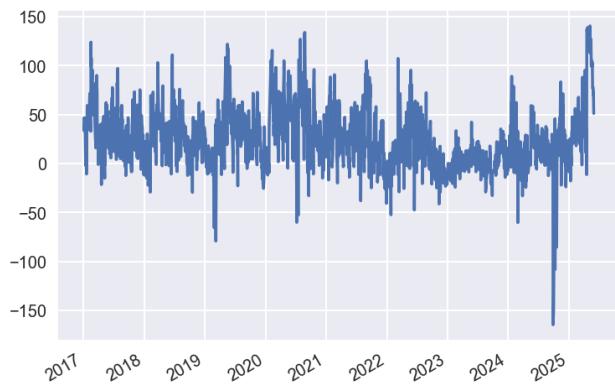
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

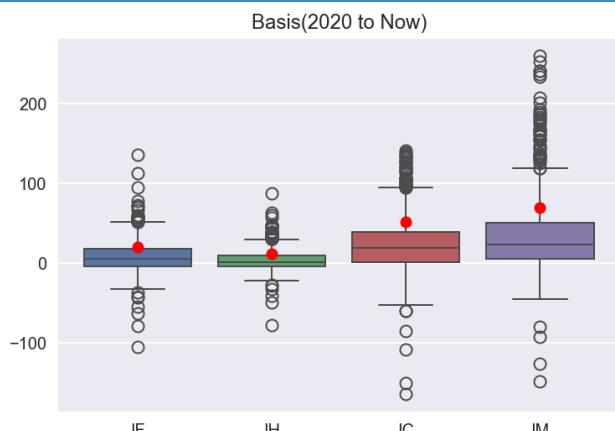
单位: 点



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

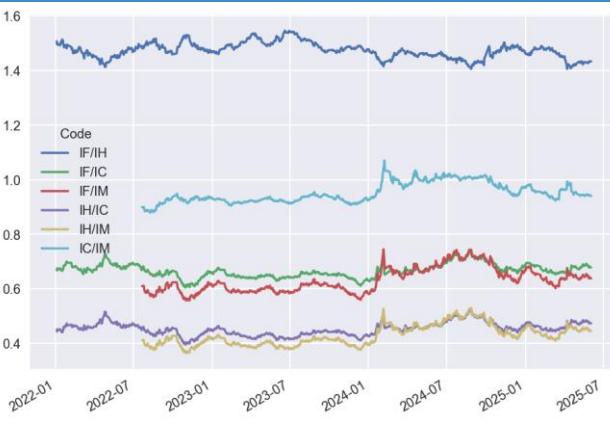
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价

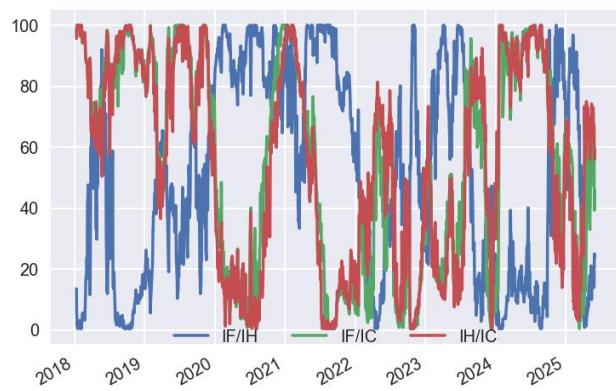
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19：252 天滚动比价分位数

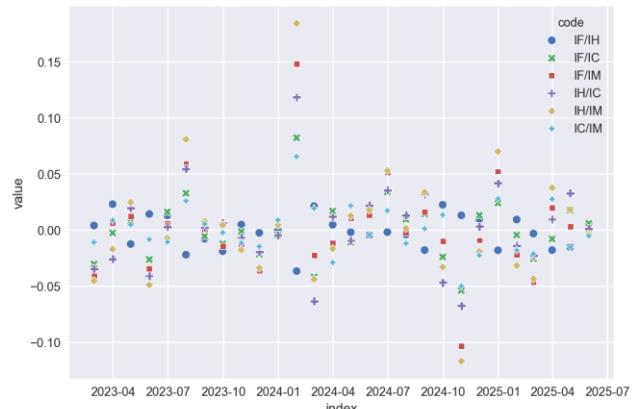
单位: %



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 5 月 30，根据 I0、HO 和 MO 平值隐含波动率显示，I0、HO 和 MO 平值隐含波动率均在 5 月震荡回落。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，HO 和 I0 的认沽认购比在 5 月出现冲高后回落，MO 认股认购比出现震荡上行，显示 MO 看多情绪改善。5 月，C-P（价值状态 10%）偏度和 C-P（价值状态 5%）偏度出现小幅好转，看跌情绪有所减弱，但数据仍然位于负值区间。根据期权成交结构分析，I0 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 3800 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 5800 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 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：I0 期权隐含波动率

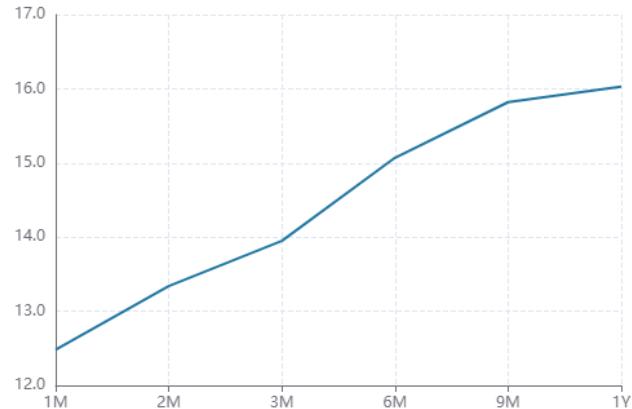
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

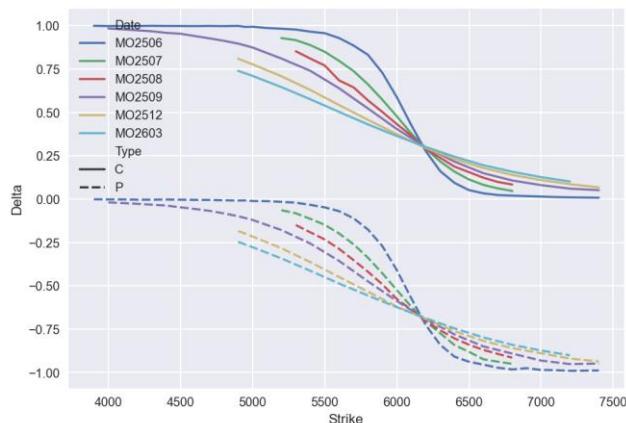
图 22：I0 隐含波动率期限结构

单位: %



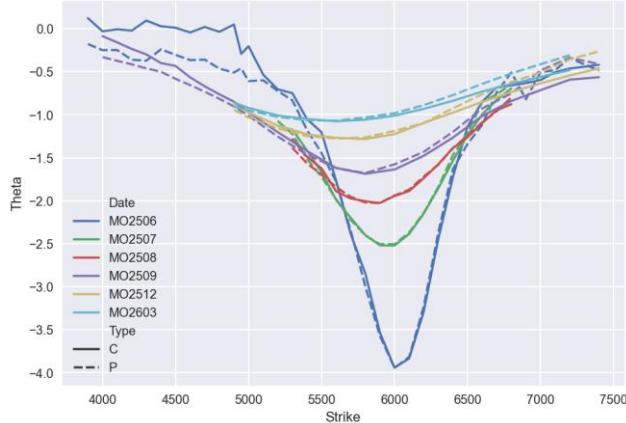
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23：中证 1000 股指期权 Delta



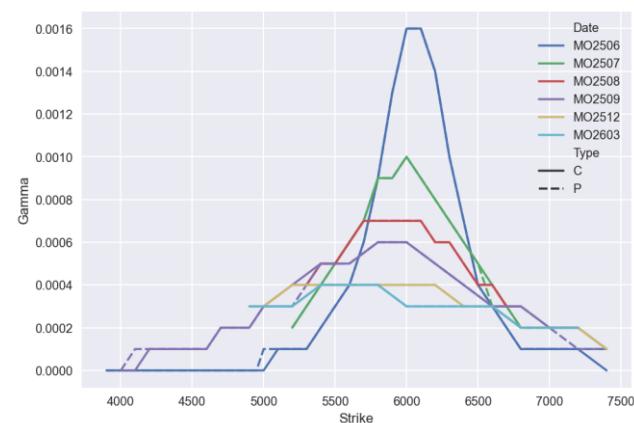
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25：中证 1000 股指期权 Theta



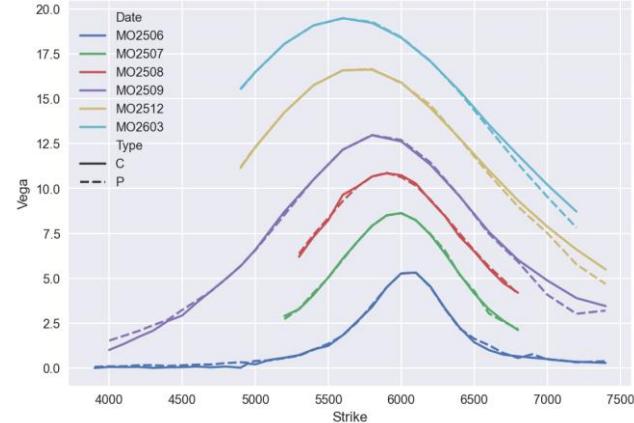
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24：中证 1000 股指期权 Gamma



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26：中证 1000 股指期权 Vega



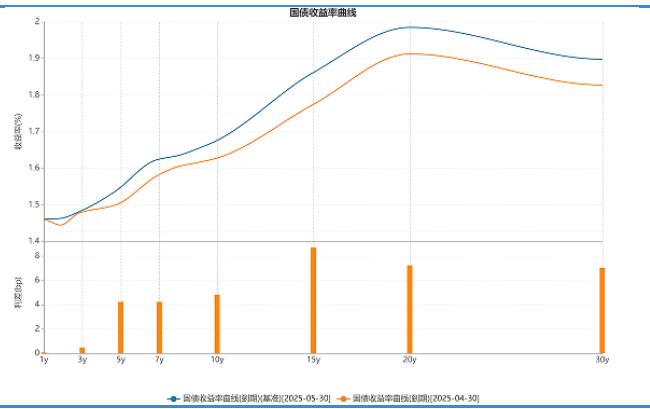
数据来源: Wind 新世纪期货

四、债券利率

5月，中国国债收益率曲线整体上移，10年和1年期限利差出现走阔，利率期限结构走陡。月末，SHIBOR3M利率收至1.75%附近，FR007收至1.652%附近。中国人民银行于5月20日下调1年期和5年期贷款市场报价利率各10个基点，分别至3.0%和3.5%。与此同时，有大行及多家股份制银行同步下调存款利率，其中一年期存款利率首次跌破1%，部分机构下调活期存款基准利率5个基点，定期存款基准利率下调幅度在15-25个基点之间。我们看到，这一动作将有助于推动银行的净息差提5-10个基点，而且较长期限定期存款利率的较大幅度下调将有助于减轻存款期限延长带来的压力。随着最近的贸易关税降级，财政刺激计划或延后实施，其触发条件或将取决于宏观经济指标是否出现显著波动。货币流动性方面，人民银行在5月通过公开市场操作和降低存款准备金率注入流动性后，前端利率后续随着流动性得到支持将有望降低，同时利率曲线出现牛陡。展望6月，债市收益率曲线具备下行动能，同时建议做多期限利差。

图 27: 国债期限结构

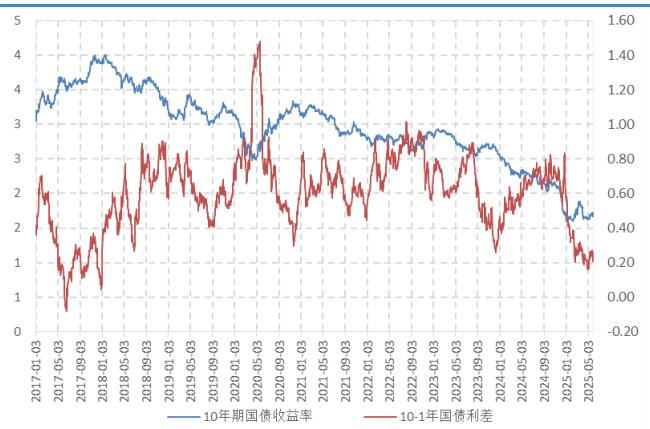
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 29: 10-1 年期国债期限利差

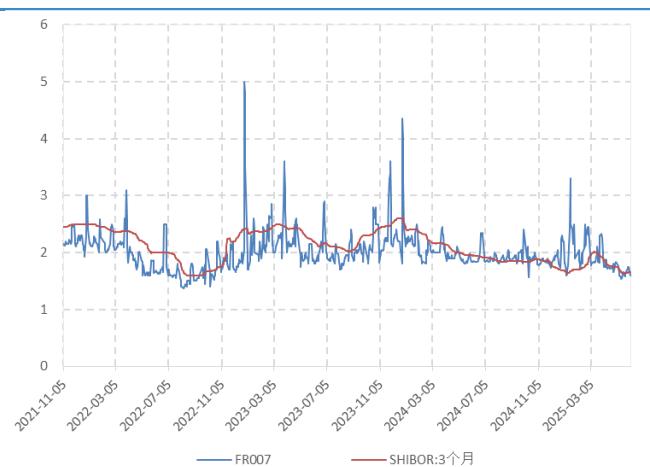
单位: %



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 5 月齐齐收阳，四大股指 21 天滚动实现波动率在 5 月大幅回落，四大股指的风险 VaR 值指标转好，沪深 300 股指和中证 1000 股指夏普率表现相对突出，建议 6 月持有 I0 和 IM 的多头交易。上月推荐入场的 IM 基差做空策略继续持有，IC 基差做空策略建议获利了结。比价方面，我们建议继续 6 月维持 IF/IH 多头持仓。股指期权隐含波动率回落，期权偏度

图 28: 全球主要国家十年期国债

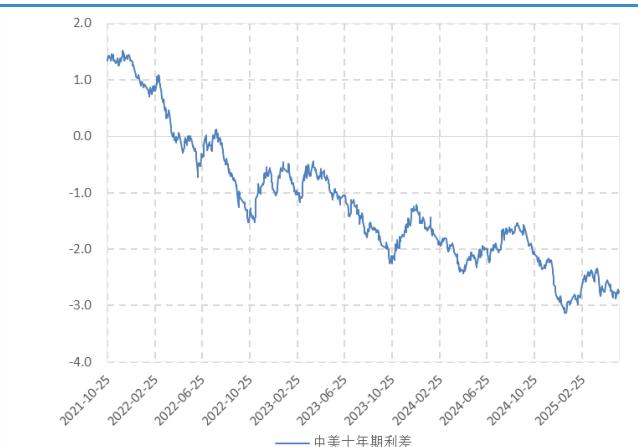
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 中美十年期国债利差

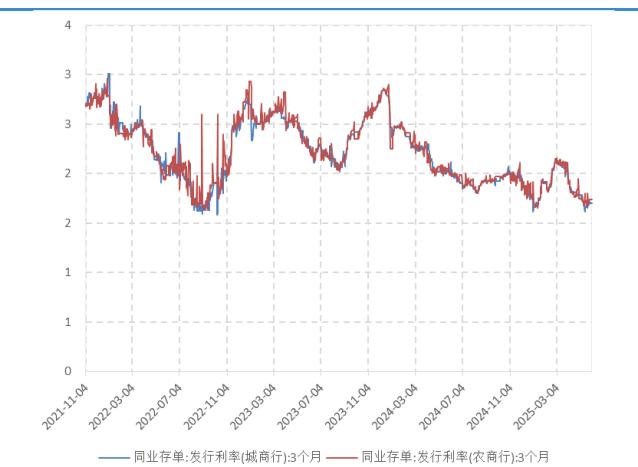
单位: %



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

显示看空情绪减弱，M0 认沽认购比走高，建议持有 M0 的次近月牛市价差。债券方面，收益率短端会出现回落，做多期限利差。

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>