

通缩逻辑渐变，股指期货+卖出认购增强收益

2025 年 7 月 24 日 星期四

兴证期货. 研究咨询部

内容提要

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

周立朝

从业资格编号: F03088989

投资咨询编号: Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

本轮指数行情的宏观底层逻辑逐渐发生变化，此前通缩弱现实压力开始缓解。在财政、货币、产业扶持、反内卷等一系列组合政策刺激下，基本面产生量变积聚效果。M1 与 M2 剪刀差持续收敛，市场投融资需求回暖；中债利率止跌企稳；后市物价水平回升迹象已现。相比去年 9-24 股指依靠政策脉冲，当前股指更多依靠宏观经济基本面复苏的驱动。此外，股指风险溢价率与 AH 股溢价指数显示，股指距离泡沫区域仍有较大空间。长期来看，股指震荡上涨的主要逻辑包括：宏观通缩逻辑松动，物价水平回暖预期；政策持续平稳输出；指数估值仍有上行空间。短期来看，指数连续上涨后，股指期货持仓多空比与期权 PCR 比率显示有一定超买压力，关注指数上方阻力位置。未来股指策略思路主要以逢回调做多为主，一方面，股指期货多头获得贴水优势；另一方面，本轮指数震荡偏涨，适合在持有股指期货多头的基础上，配置卖出虚值认购期权，增强持仓收益。

报告目录

1. 宏观逻辑渐变——通缩压力缓解预期.....	3
2. 股指上行趋势不变，节奏偏缓.....	6
3. 短期情绪面背离，休整需求上升.....	7
4. 后市股指策略思路.....	9

图表目录

图表 1 CPI、PPI 与股指.....	4
图表 2 M1、M2 剪刀差与股指.....	5
图表 3 中美利差与股指.....	5
图表 4 股指风险溢价率分位点(%).....	6
图表 5 上证指数与 AH 股溢价指数.....	7
图表 6 IF 持仓多空比与沪深 300.....	7
图表 7 IM 持仓多空比与中证 1000.....	8
图表 8 沪深 300 股指期权成交 PCR 与持仓 PCR.....	9
图表 9 中证 1000 股指期权成交 PCR 与持仓 PCR.....	9

1.宏观逻辑渐变——通缩压力缓解预期

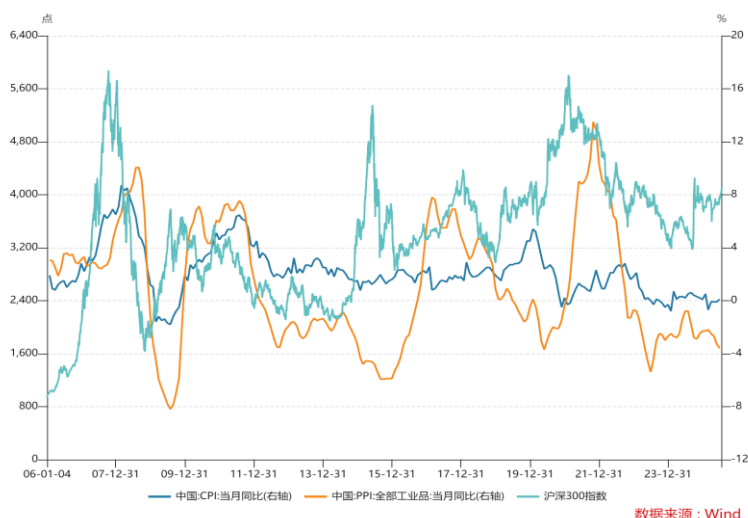
由于近几年经济结构调整叠加地产终端不振，国内多行业面临产能过剩与价格战的恶性循环。2025年7月1日，中央财经委员会第六次会议明确提出“依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出”，标志着“反内卷”政策进入实质操作阶段。政策进一步聚焦于多个重点行业，包括快递、光伏、钢铁、建材、化工等，旨在通过价格监管、产能控制、行业自律等方式，优化产业结构，提升行业整体盈利水平。政策推动落后产能退出，行业集中度有望提升，龙头企业的竞争优势更加明显。光伏、钢铁、建材等已出现价格修复迹象。行业盈利有望修复，尤其是具备技术优势、成本控制能力及合规经营能力的头部企业。在本轮“反内卷+扩内需”的组合政策协调下，近几年国内面临的通缩压力有望缓解，股市宏观逻辑逐渐发生改变。

（1）物价水平有望底部冰点回升

CPI与PPI是衡量物价水平的指标，当二者同比增速缓慢甚至为负增长时，则反映该经济体面临通缩压力。通缩是资产价格的利空因素，当经济体陷入通缩困境时，国内资产例如房产、股市、工业商品易跌难涨。自2022年以来，国内CPI与PPI同比增速下降，PPI甚至连续33个月负增长，面临通缩压力，对应该周期内，股指表现机会不多。通过对比PPI与沪深300指数可以发现，股市周期通常领先于PPI的周期，比如2007年、2009年、2015年、2020年均有一波涨幅较大的股市行情，而股市行情之后的半年至一年内，均出现PPI增速上升的情况。股市反映市场的预期，对于宏观经济有非常敏感的前瞻性；反过来，当PPI同比增速处于极低位置时，高层更倾向于出台组合政策缓解通缩压力。今年4月至6月，PPI同比增速依次为-2.7%、-3.3%、-3.6%，6月PPI创近两年新低。本轮“反内卷”政策正是基于此背景下推出。此前一系列财政、货币组合政策也是基于摆脱通缩螺旋的目的。

早在去年9-24行情时，高层已然打出来一波组合政策牌，今年以来，股市重心震荡上移，股市情绪作为先行指标，下一阶段国内物价水平或将回升，此前通缩的宏观逻辑发生变化，这也将称为股市与大宗商品市场的重要宏观变化。

图表 1 CPI、PPI 与股指



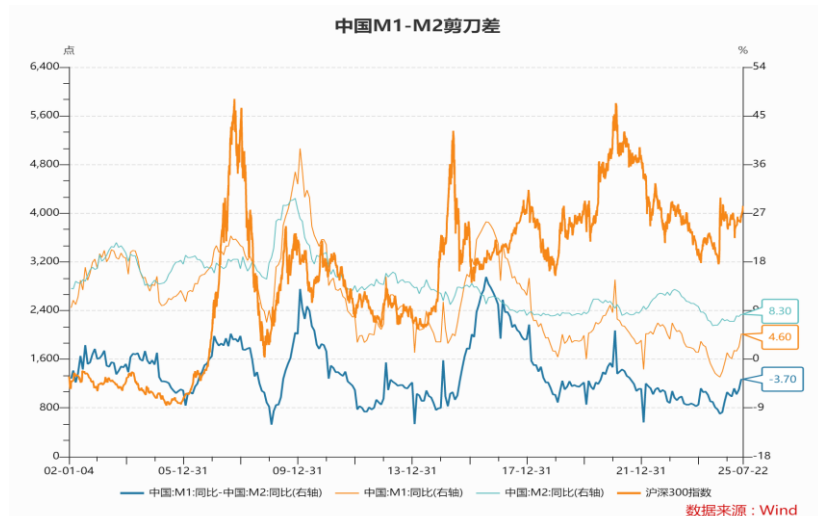
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

(2) 市场流动性空转压力缓解

近几年国内宏观的另外一个重要的逻辑为流动性空转压力,即市场流动性更多在金融机构内空转吃利息,参与投融资的比例较小,具体表现为M1与M2的剪刀差较大。如果M1与M2剪刀差收敛变小,则反应流动性空转压力减小,市场投融资意愿上升。2022年至2024年,这一剪刀差绝对值较大,存在较大的流动性空转压力,在2024年八九月份持续走阔后,再9-24组合政策的刺激下,剪刀差得到修复,并于今年5月至6月加速修复。

2025年6月末中国M1同比增速为4.6%,M2同比增速为8.3%,两者剪刀差(M2-M1)收窄至3.7个百分点,这是自M1统计口径调整以来的新低。这一变化反映出资金活化程度提升和市场流动性改善的积极信号。企业活期存款增加和M1增速回升表明资金更多流向实体经济,而非在金融体系内空转。6月非金融企业活期存款余额同比增速转正,为近17个月来首次。后市在稳经济、稳预期、稳外贸政策效果和M1的低基数效应将持续显现,对M1同比增速形成支撑,剪刀差有望维持在相对低位。

图表2 M1、M2剪刀差与股指



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

（3）中债利率强支撑，中美利差有望收敛

中债与美债利率差可以反映两国之间的利率环境，当中债收益率-美债收益率的利差上升为正数时，往往反映国内投融资需求旺盛，资金使用效率高。从2022年开始，美联储加息，美债收益率走高，国内面临经济增速下行压力，中债收益率下行，中美利差持续走低至负值，这个过程中股指表现较差，期间中美利差倒挂最大超过300个基点。年初以来，中债收益率企稳，政策传导宏观复苏，国内利率止跌企稳；美国方面，美联储长端降息大方向不变，中美利差收敛预期强化，从利差维度佐证后市股指震荡走好的概率大增。

图表3 中美利差与股指



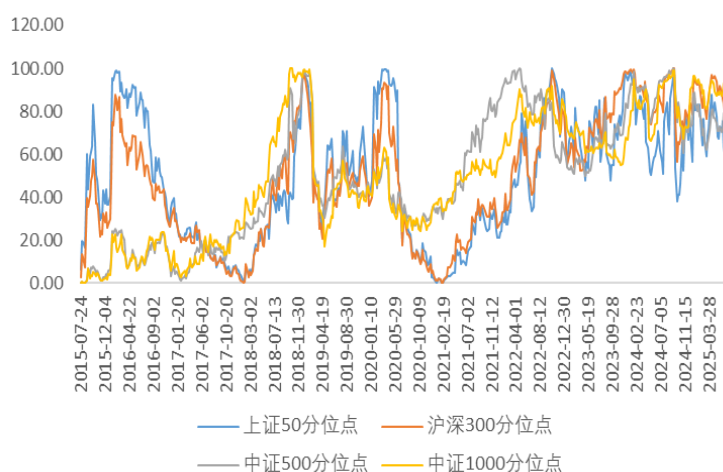
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

2.股指上行趋势不变，节奏偏缓

（1）风险溢价率维持偏优区间

从股指近十年风险溢价率的表现来看，其中，风险溢价率=1/市盈率—十年期国债收益率，即股债风险溢价率。该溢价率越高，反映股指相对国债的收益比较优势越大。截止 7 月 22 日收盘，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指的风险溢价率的近十年分位值分别为 48.53%、69.28%、63.89%、83.76%。其中中证 1000 风险溢价率优势最明显。即使近期主要宽基指数普遍接近去年 10 月以来的高点，但指数风险溢价率显示，指数仍具有估值优势，且距离估值泡沫区尚有较大空间。长期来看，股指上行趋势不变，但节奏或将偏缓慢。

图表 4 股指风险溢价率分位点（%）

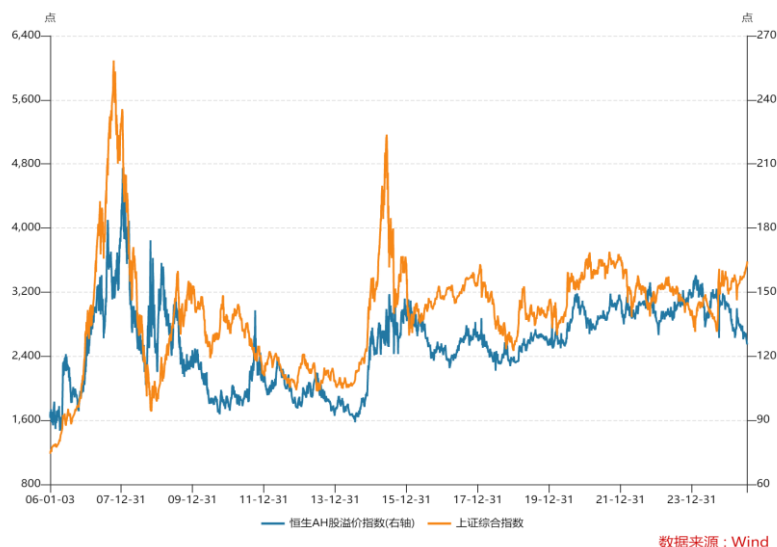


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

（2）AH 股溢价低位

AH 股溢价指数是用于衡量 A 股与 H 股市场中，同一公司在两地市场的价格差异的指标。对比 AH 股溢价指数与上证指数的走势，在历次溢价指数阶段低位时，A 股估值比较优势较强，截止 7 月 22 日，AH 股溢价指数收于 124.83，创下近五年新低。结合股指风险溢价率与 AH 股溢价指数，当前股指的估值水平仍然有上行的空间。

图表 5 上证指数与 AH 股溢价指数



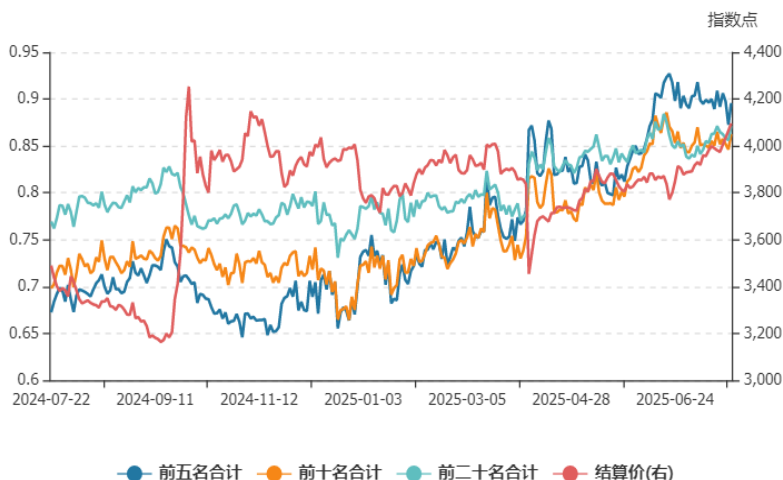
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

3.短期情绪面背离，休整需求上升

（1）股指期货持仓多空比回落

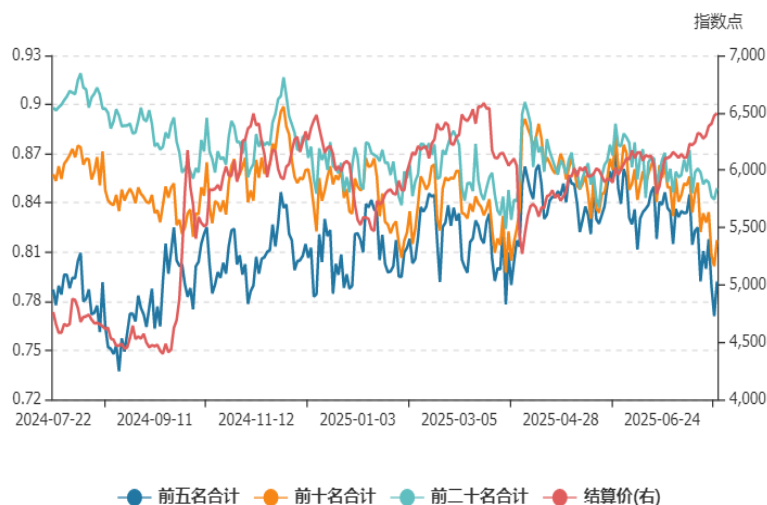
股指期货的多空比是衡量市场参与者多头与空头力量的重要指标。多空比越高，表示多头力量越强，市场情绪偏向乐观；反之，则反映市场多头情绪衰减。近期股指延续震荡上涨趋势，但是过程中，IF 与 IM 股指期货持仓多空比重心下降。股指期货盘面上呈现短期情绪面背离的情况，关注短期上方阻力压制。

图表 6 IF 持仓多空比与沪深 300



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 7 IM 持仓多空比与中证 1000

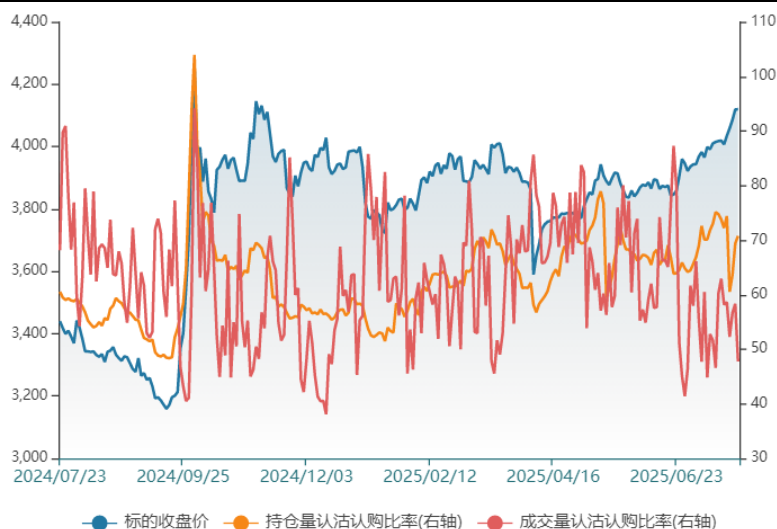


数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

（2）股指期货沽购比率（PCR）

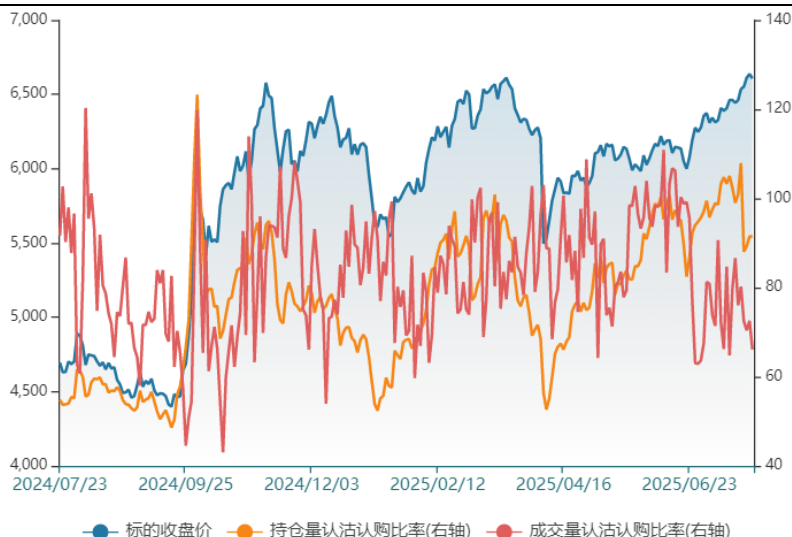
期权成交 PCR 与持仓 PCR 通过期权沽购成交持仓对比，反映市场多空情绪。通常成交 PCR 与股指成反向关系，成交 PCR 越低，反映市场多头情绪占优。持仓 PCR 与股指成正向关系：当标的价格上涨时，投资者会偏向于投资认购期权的虚值合约；当虚值期权转化为实值时，投资者会再买入新的虚值认购期权，进而推升认购期权的成交量，但期权的持仓量并未明显改变。另一方面，随着标的价格上涨，认沽期权逐步沦为虚值，投资者逐步套牢。部分持有认沽期权的投资者被动套牢，放弃期权的操作，导致认沽期权的成交量下降，持仓量随虚值程度的加深而积累。当前沪深 300 股指期货与中证 1000 股指期货成交 PCR 低位，持仓 PCR 处于偏高位置，属于典型的多头情绪主导的市场。PCR 值服从均值回归特征，近日伴随着成交量持续放大，多头情绪充分宣泄，后市可能存在 PCR 均值回归的情况，即成交 PCR 回升，持仓 PCR 回落。

图表 8 沪深 300 股指期权成交 PCR 与持仓 PCR



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 9 中证 1000 股指期权成交 PCR 与持仓 PCR



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

4.后市股指策略思路

本轮指数行情的宏观底层逻辑逐渐发生变化，此前的通缩弱现实压力开始缓解，在财政、货币、产业扶持、反内卷等一系列组合政策刺激下，基本面产生量变积聚效果。M1 与 M2 剪刀差持续收敛，市场投融资需求回暖；中债利率止跌企稳；后市物价水平回升迹象已现。从去年 9-24 指数依靠政策脉冲之后，当前更多依靠宏观经济基本面复苏的驱动。此外，股指风险溢价率与 AH 溢价指数显示，股指距离泡沫区域有较大空间。长期来看，股指震荡上涨的主要逻辑包括：宏观通缩逻辑松动，物价水平回暖预期；政策持续平稳输出；指数估值仍有上行空

间。短期来看，指数连续上涨后，股指期货持仓多空比与期权 PCR 比率显示有一定超买压力，关注指数上方阻力位置。未来股指策略思路主要以逢回调做多为主，一方面，股指期货多头获得贴水优势；另一方面，本轮指数震荡偏涨，适合持有股指期货多头的基础上，配置卖出虚值认购期权，增强持仓收益。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。