

# 春风又度川，目远见青山

## ——国投期货秋季策略展望

# 国投期货研究院

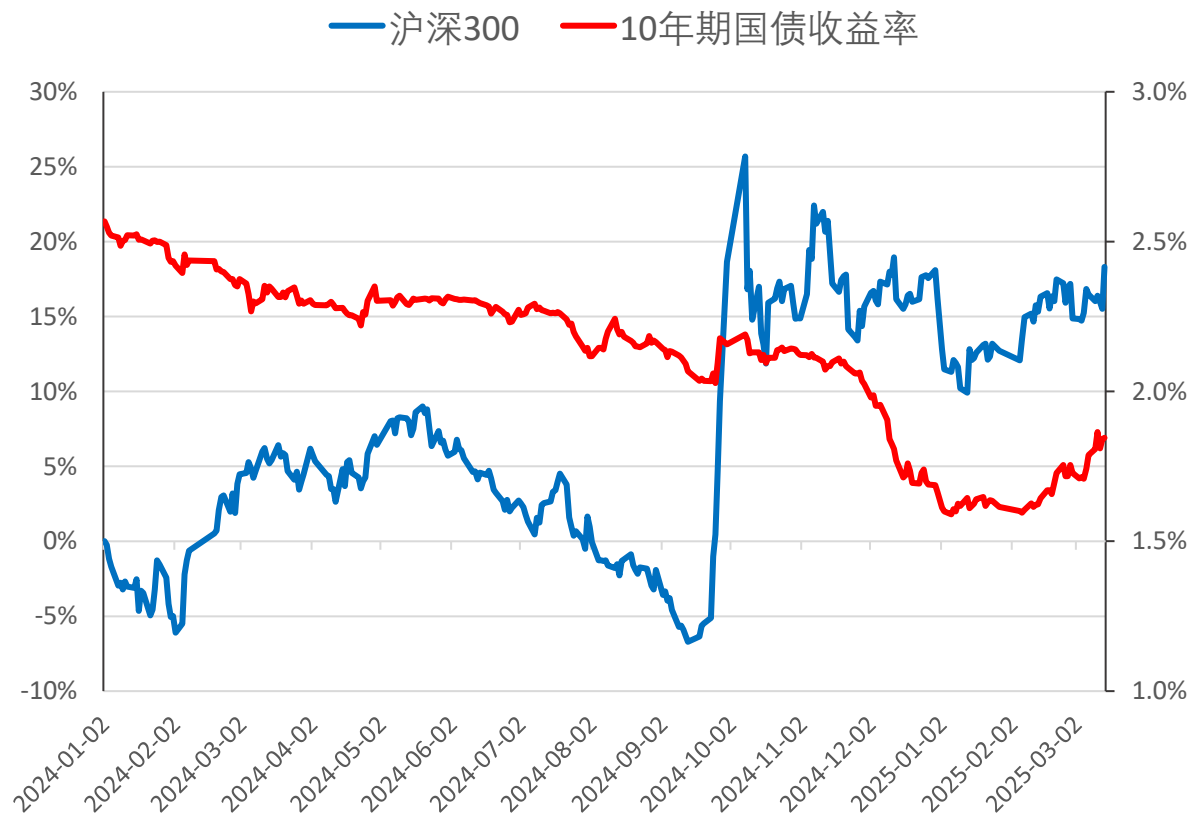
姓名：沈卓飞 投资咨询号：Z0014628

日期：2025/03/20



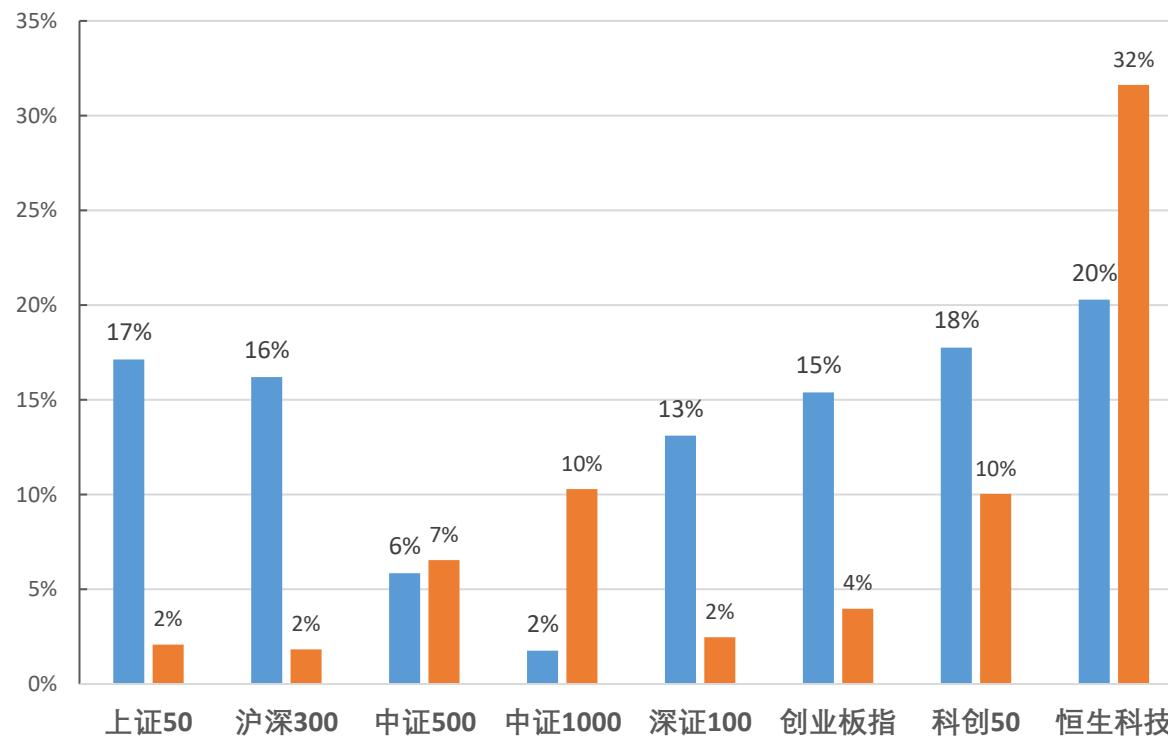
- 主要宽基指数2024年均获得正收益，结束了连续2-3年的持续下跌
- 市场风格看起来仍偏向大盘蓝筹股，高股息盘块在年初和年末表现都较强
- 虽然指数全年取得正收益，但波动巨大，极端考验心里承受力

图.沪深300指数收益与10年期国债收益率对比



数据来源：Wind,国投期货

图.24-25年主要宽基指数最新收益率



数据来源：Wind,国投期货



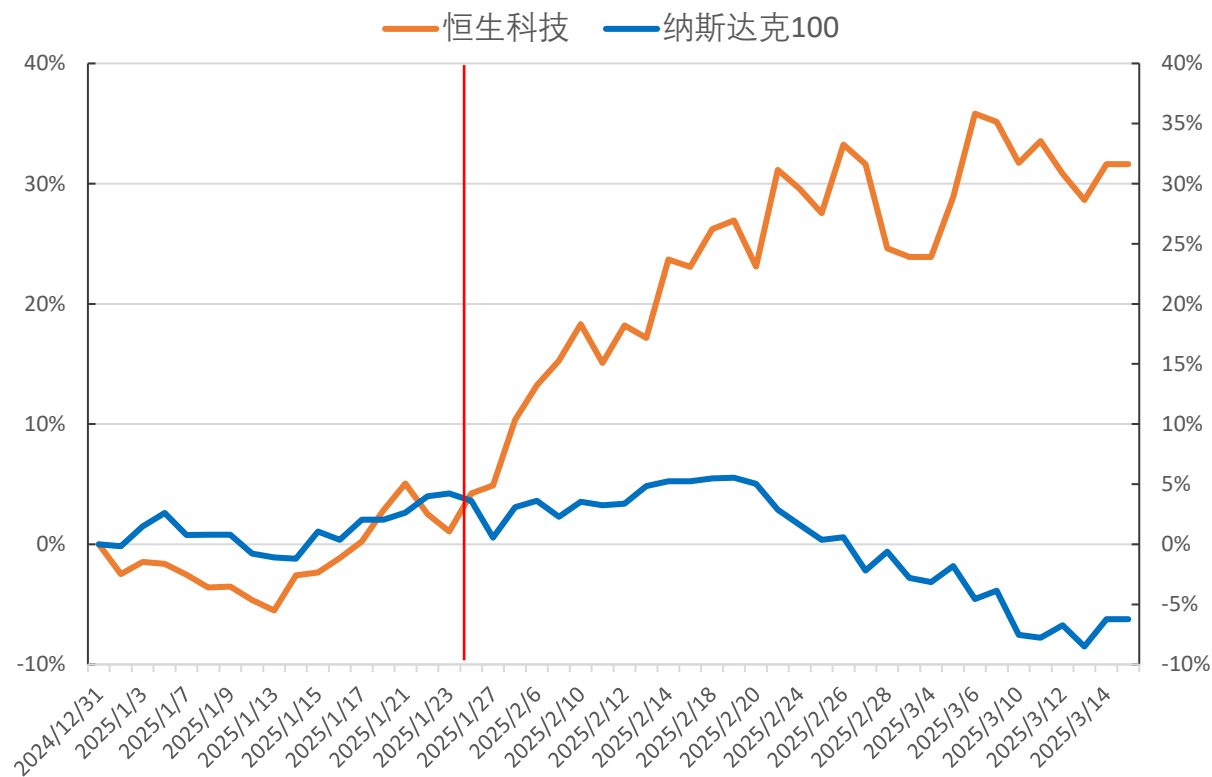
## 市场现状分析



国投期货  
SDIC FUTURES

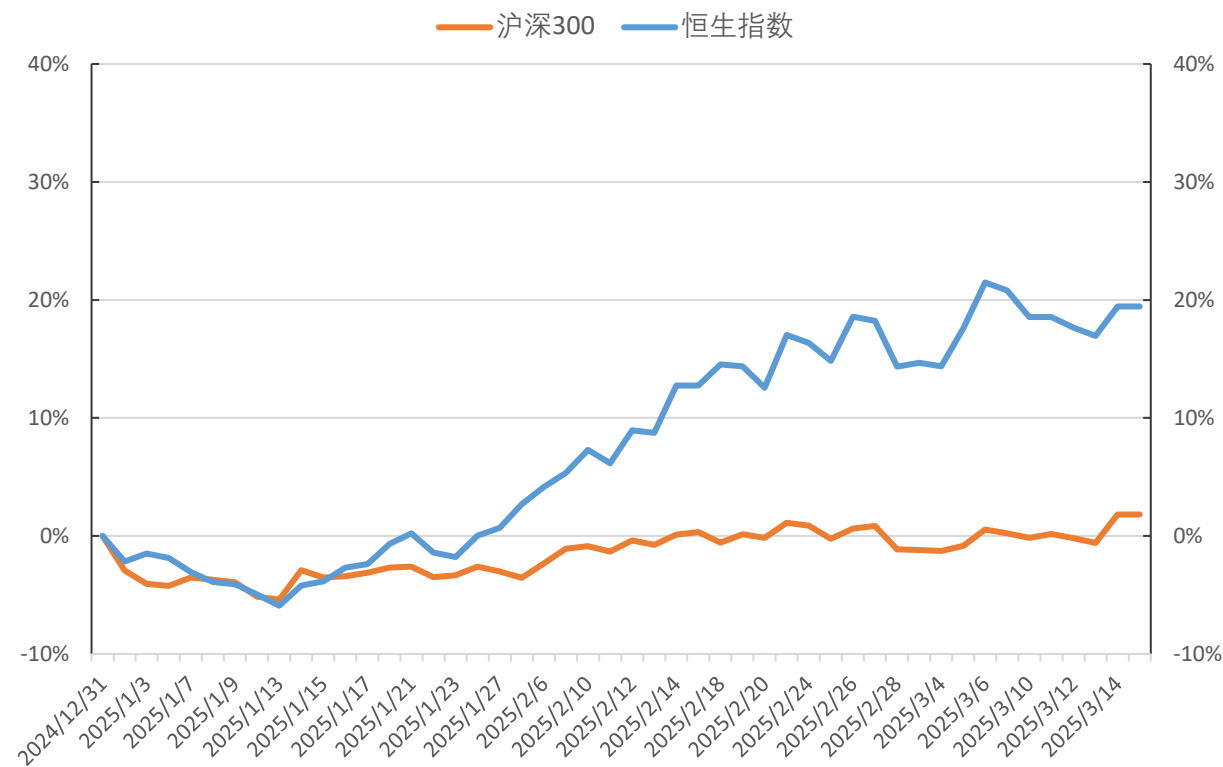
- 主要宽基指数2024年均获得正收益，结束了连续2-3年的持续下跌
- 市场风格看起来仍偏向大盘蓝筹股，高股息盘块在年初和年末表现都较强
- 虽然指数全年取得正收益，但波动巨大，极端考验心里承受力

图.25年恒生科技指数与纳斯达克100收益对比



数据来源：Wind,国投期货

图.沪深300和恒生指数收益对比



数据来源：Wind,国投期货



# 政策组合拳回归，估值水平底部回升



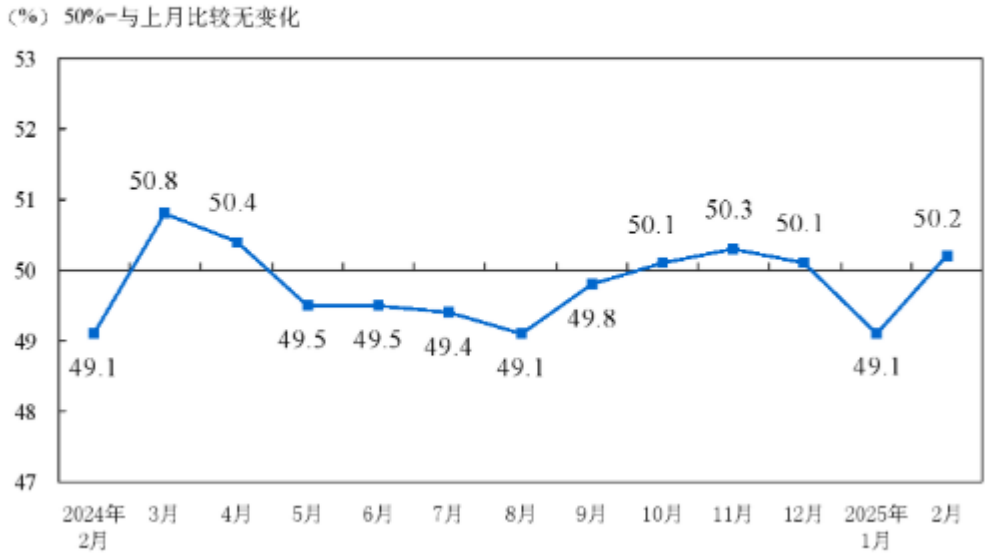
- 中长期保持乐观，结合当前的估值水平，战略上要保持较高权益资产的配置比例
- 宽基指数估值水平整体抬升后，部分指数PE离高点仍有一定距离
- 制造业PMI连续3月回升，在适度宽松的财政和货币政策支持下，企业利润有更大的修复空间，当前的估值水平依然是偏低的
- 目前的估值水平整体略高于20年疫情发生之初，创业板估值依然远低于2020年初
- 而比较21年10月，上轮牛市峰值时段，潜力较大的分别是创业板指、恒生科技和沪深300

表2：指数市盈率TTM阶段变化

日期	沪深300	恒生指数	中证500	中证1000	科创50 指数	创业板指	恒生科技	纳斯达克100
2018年12月28日	10.23	9.46	16.24	21.43	无	27.92	无	23.43
2020年2月3日	11.21	9.48	23.08	36.23	59.73	50.96	无	28.33
2021年2月19日	17.41	17.31	29.59	42.24	82.08	71.05	48.11	40.34
2024年9月18日	10.87	8.67	19.45	28.72	46.73	23.58	21.00	34.78
2025年3月14日	12.81	10.44	29.28	39.67	113.84	33.50	0.00	32.47

数据来源：国投期货，Wind

图1 制造业PMI指数（经季节调整）



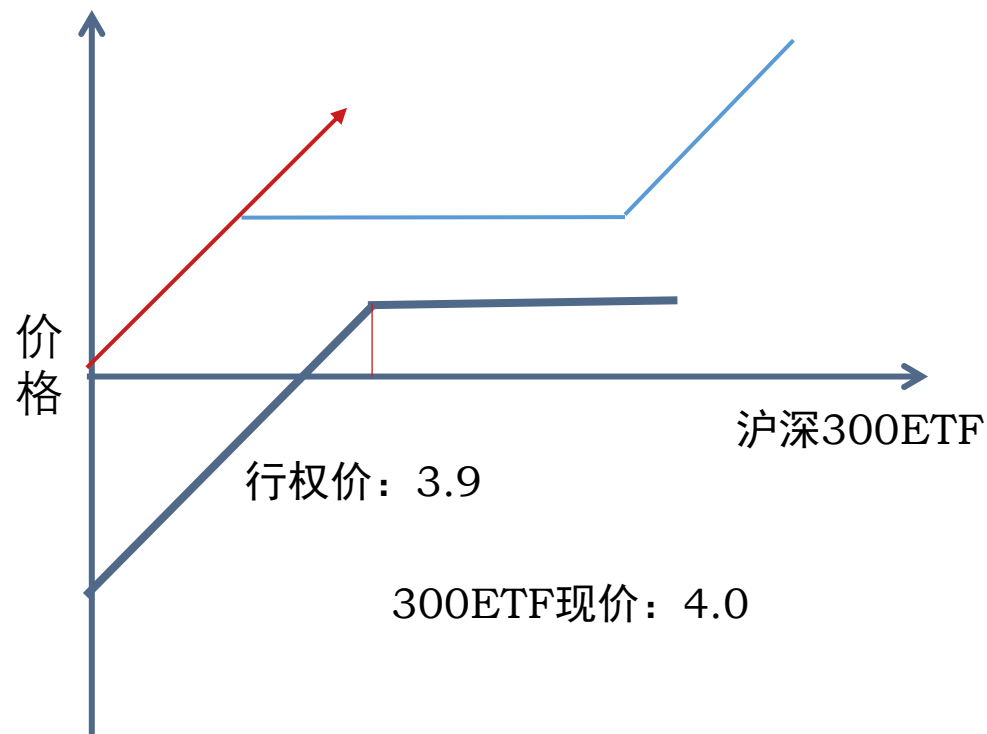
- 整体观点偏乐观，短期部分科技股涨幅已经较大追高有风险，选择综合性的宽基指数，沪深300或中证A500
- 沪深300年初以来涨幅较小目前PE（TTM）12.6仍处于有较大安全边际的区间，后期企业盈利仍有改善空间
- 卖出近月沪深300ETF浅虚值看跌期权（3.9），如果短期指数回调就低价接ETF现货
- 买入远月沪深300或者弹性较大的创业板指、中证1000等虚值看涨期权，避免踏空风险，目前期权IV较低性价比较高

中金所-沪深300指数与期权当月平值IV走势（近1年）

● 沪深300指数价格(左) ● 沪深300当月平值IV(右)



卖近月虚值看跌期权+买远月浅虚值看涨期权



如果保持震荡，获取权利金降低现货持仓成本  
如果下跌，低价接现货





# 期权波动率极端变化概率增大

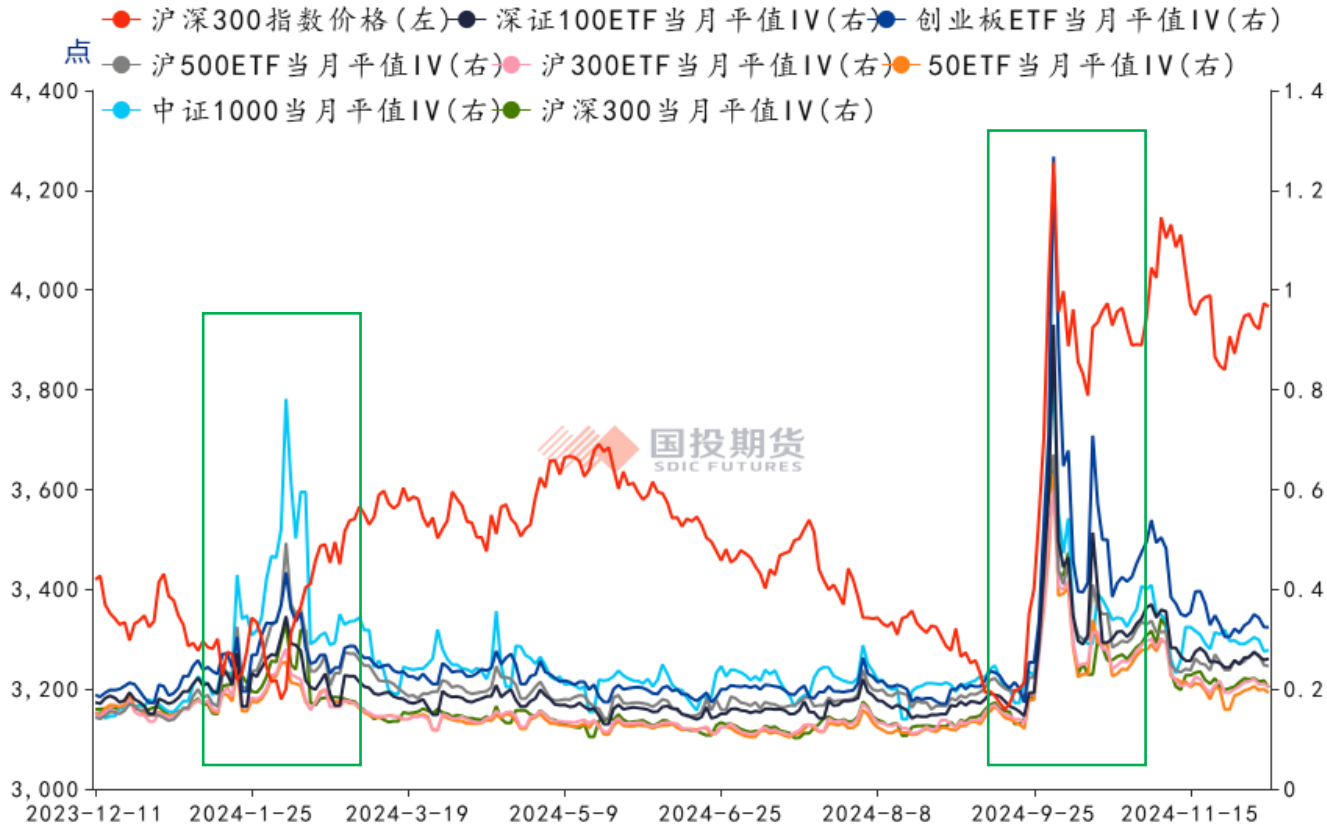


国投期货  
SDIC FUTURES

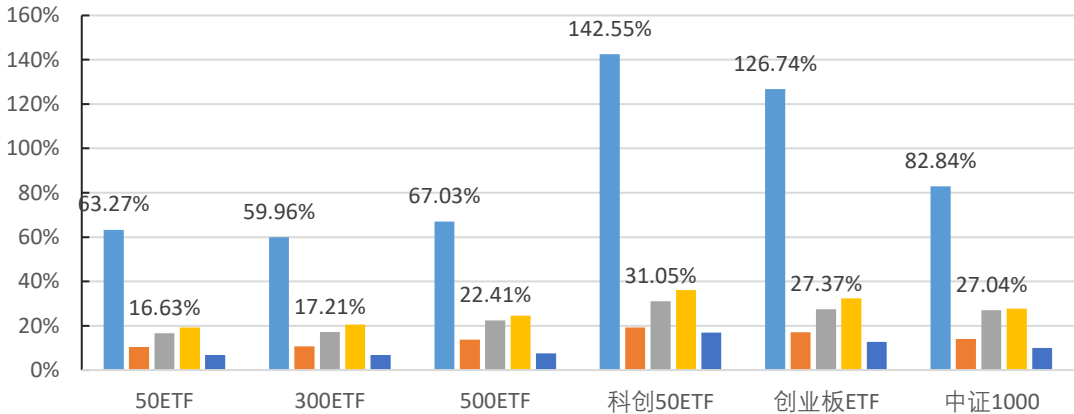
- 隐含波动率 (IV)是期权重要的估值指标，对期权策略的胜率和潜在回报影响非常大
- 今年金融期权隐波有2次极端的变化，分别出现在1月底的暴跌和9月底的暴涨行情中
- 其中期权IV高点远超历史记录，中证1000IV接近100%，上证50、沪深300期权IV也在50%左右，这也是当时期权爆发性特别强的原因
- 市场长时间熊市震荡后，爆发性增强，新常态下自媒体的力量也助推市场波动的放大，类似的情况可能在25年会继续发生
- 目前各宽基指数期权IV略高于年内均值，考虑到市场情绪的变化，成交金额的显著放大，对支持政策的预期，IV潜在的上升空间还是比较大的
- 这也是为什么建议部分配置远月看涨期权的原因

图.2024年各宽基指数期权IV统计情况

沪深300指数与各期权当月平值IV走势对比



■ 最大值 ■ 最小值 ■ 均值 ■ 现值 ■ 波动率的Vol



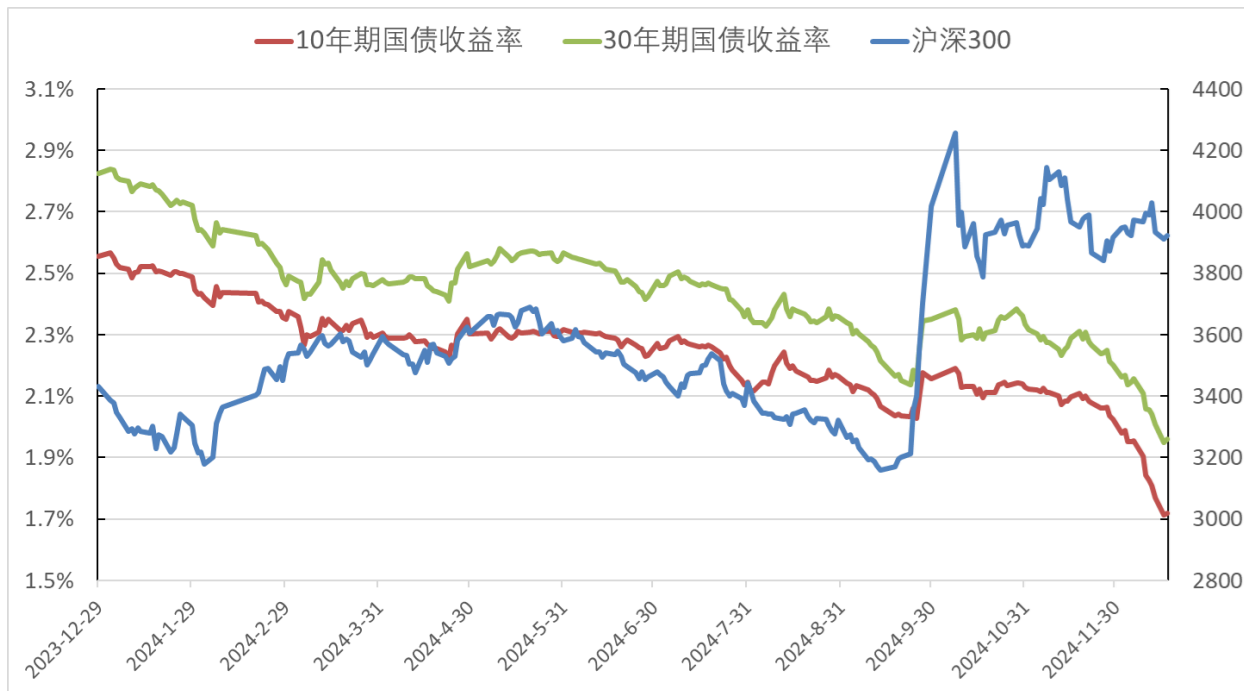
期权IV（24年）	最大值	最小值	均值	12月9日	波动率的Vol
50ETF	63.27%	10.38%	16.63%	19.27%	6.75%
300ETF	59.96%	10.73%	17.21%	20.57%	6.80%
500ETF	67.03%	13.68%	22.41%	24.61%	7.50%
科创50ETF	142.55%	19.22%	31.05%	36.06%	16.97%
创业板ETF	126.74%	17.05%	27.37%	32.36%	12.72%
中证1000	82.84%	13.97%	27.04%	27.78%	10.01%

数据来源：Wind



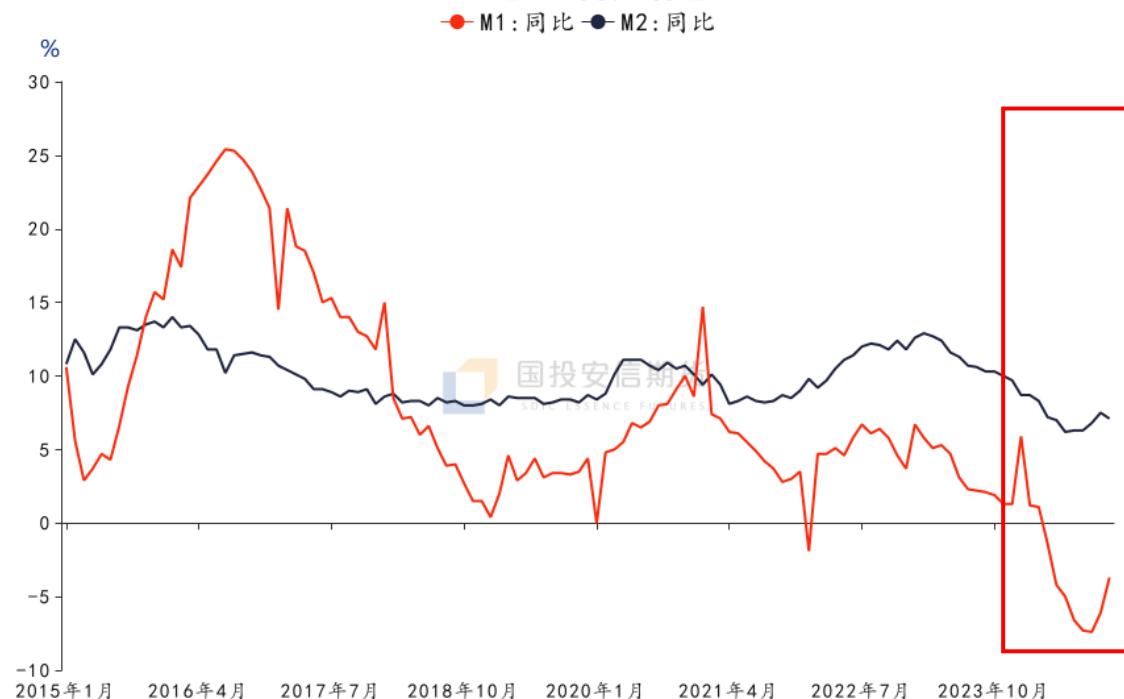
- 市场能否上涨主要取决与投资者对后市的预期和当下的估值水平
- 并不是实体经济差，股市就不能上涨。M2-M1剪刀差持续扩大，制造业PMI仍处于收缩区间。
- 政策会议起到了“导火索”的作用，改善了投资者预期。下跌的时间越长，估值越低上涨的概率越大。

图.沪深300指数与国债收益率对比



数据来源: Wind,国投期货

M2与M1同比增速

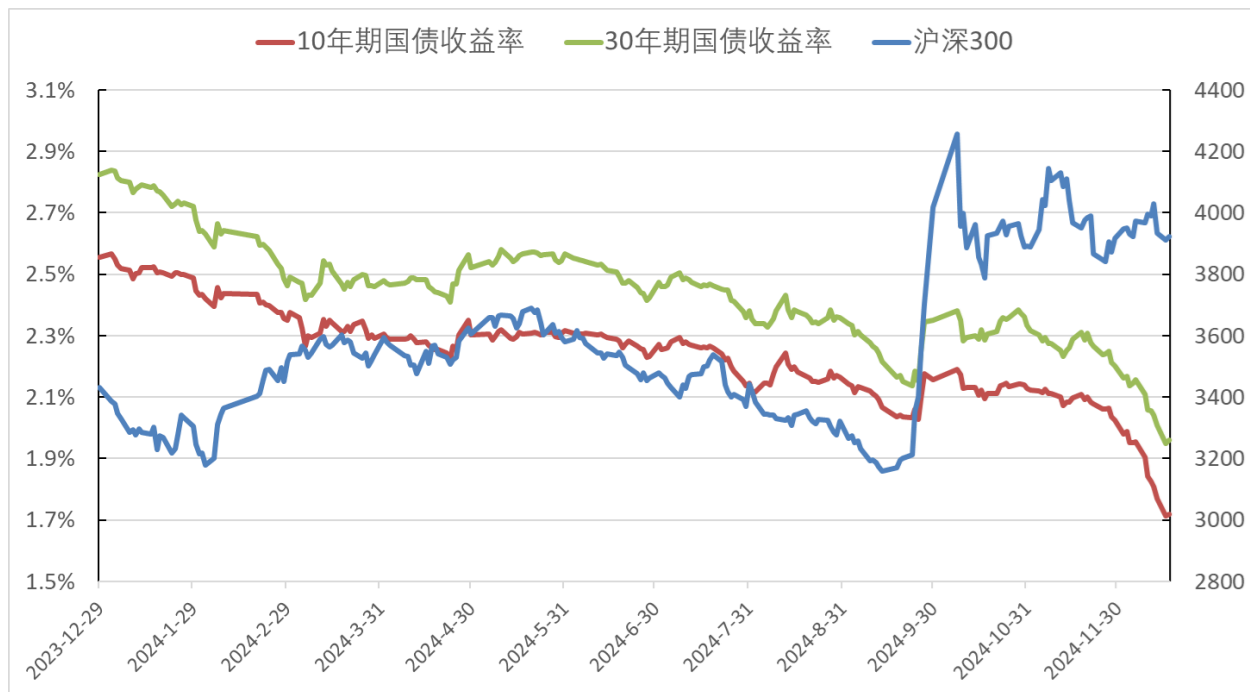


数据来源: Wind



- 所以年初和3季度是决策很容易的时间点，现在的难度反而变大了
- 10年期、30年期国债收益率接连破2%，资金空转现象严重。
- 市场上已经难以找到长期稳健收益又高的资产，国债、红利资产（银行、电力、煤炭）受追捧

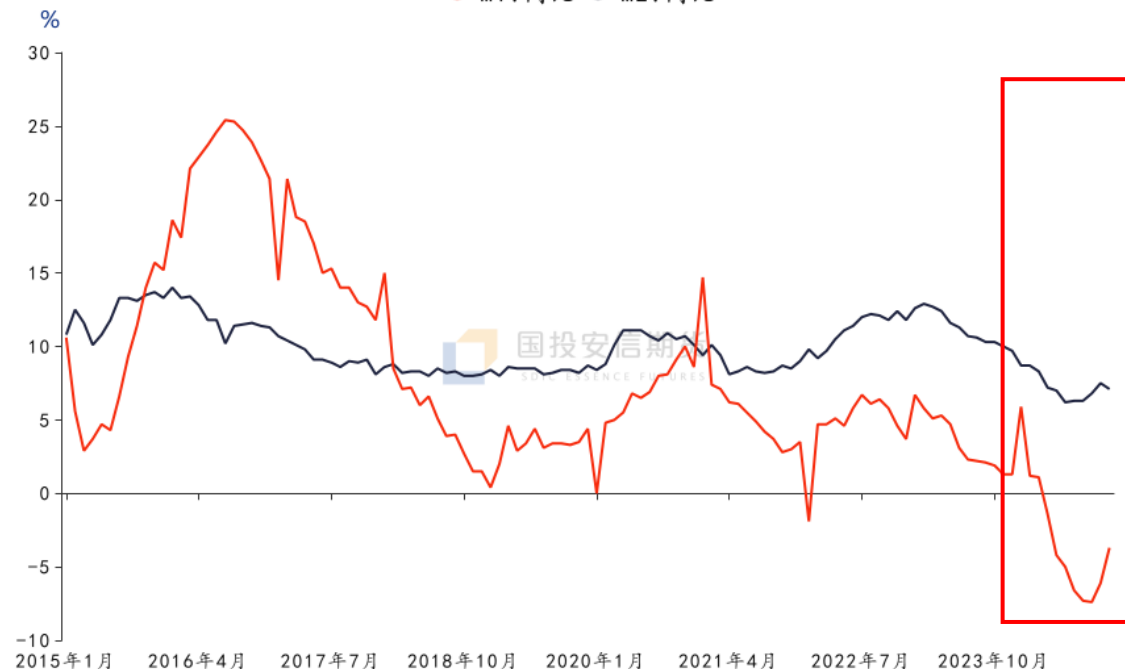
图.沪深300指数与国债收益率对比



数据来源：Wind,国投期货

M2与M1同比增速

● M1: 同比 ● M2: 同比



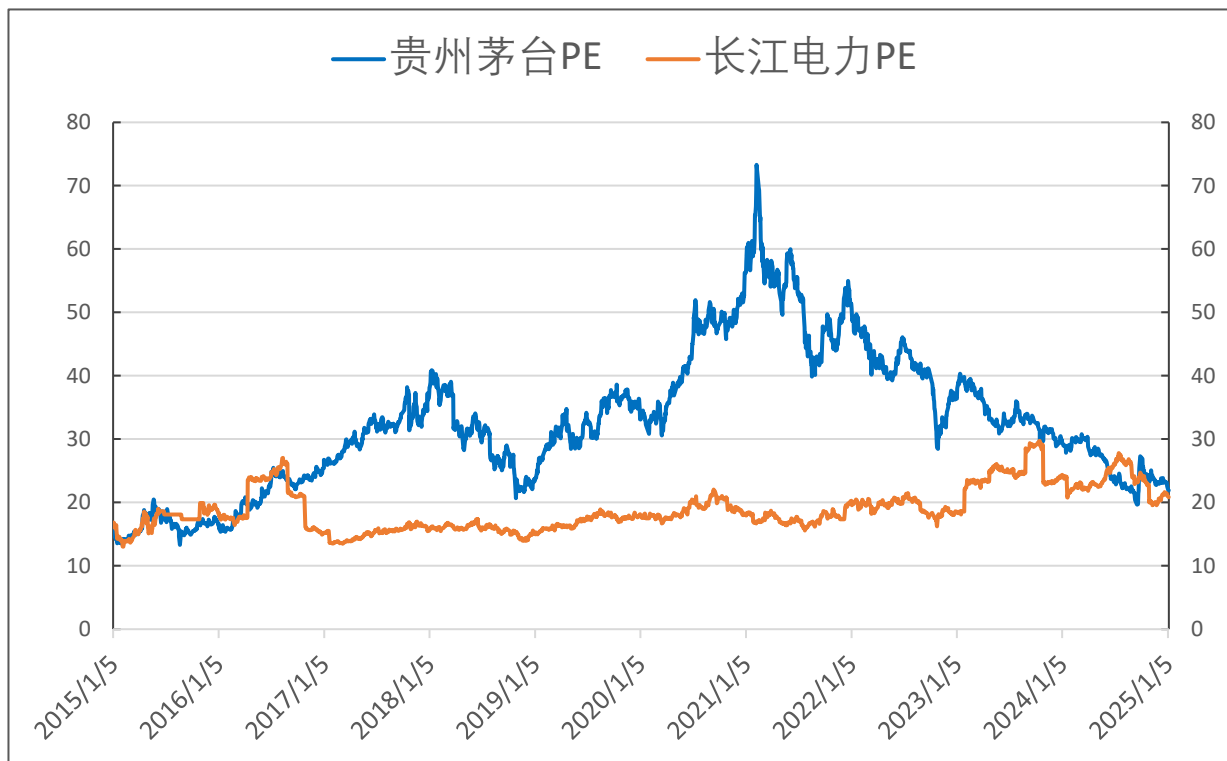
数据来源：Wind





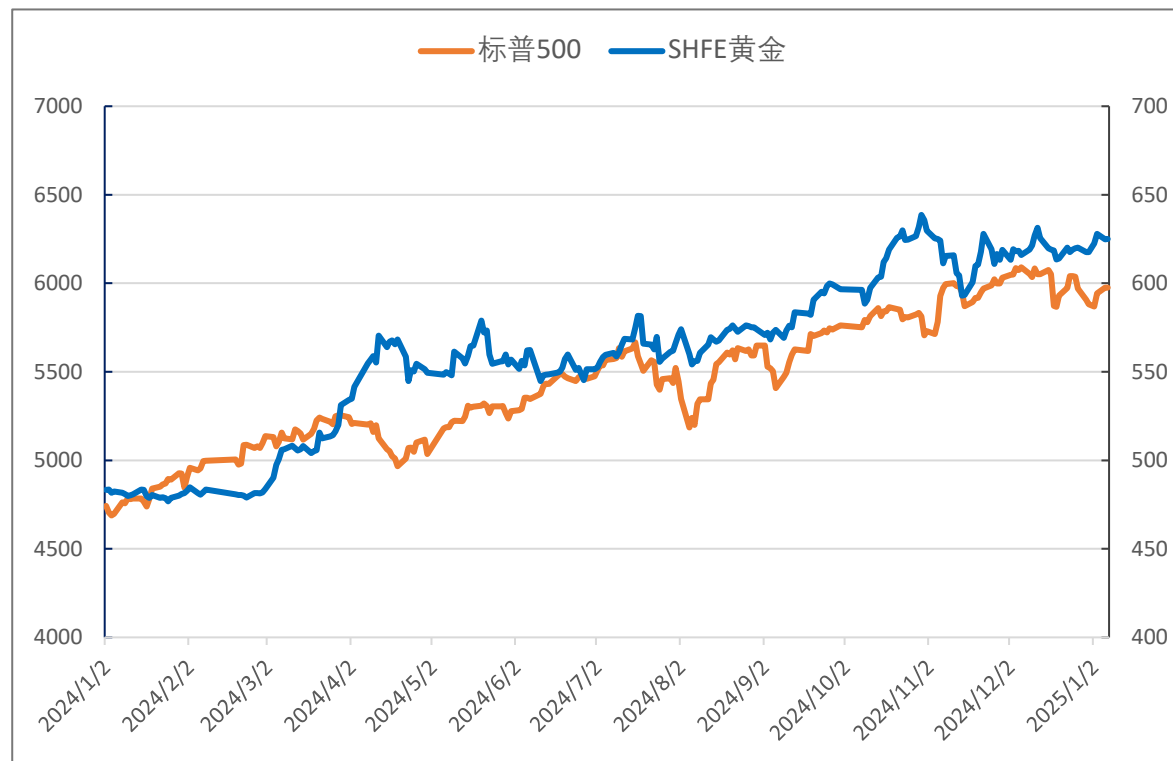
- 央行已经开始干预债券市场，利率可能不会大幅上升，但是也可能出现阶段性的回调
- 黄金和美股涨幅都已经较大，走势可能延续，但缺乏安全边际和潜在收益空间
- 茅台和长江电力的PE对比，显示市场风格可能已经走到某种极致
- 如果股市表现出一定的赚钱效应，对资金的吸引力会逐步增强

图.贵州茅台与长江电力PE(TTM)对比



数据来源：Wind,国投期货

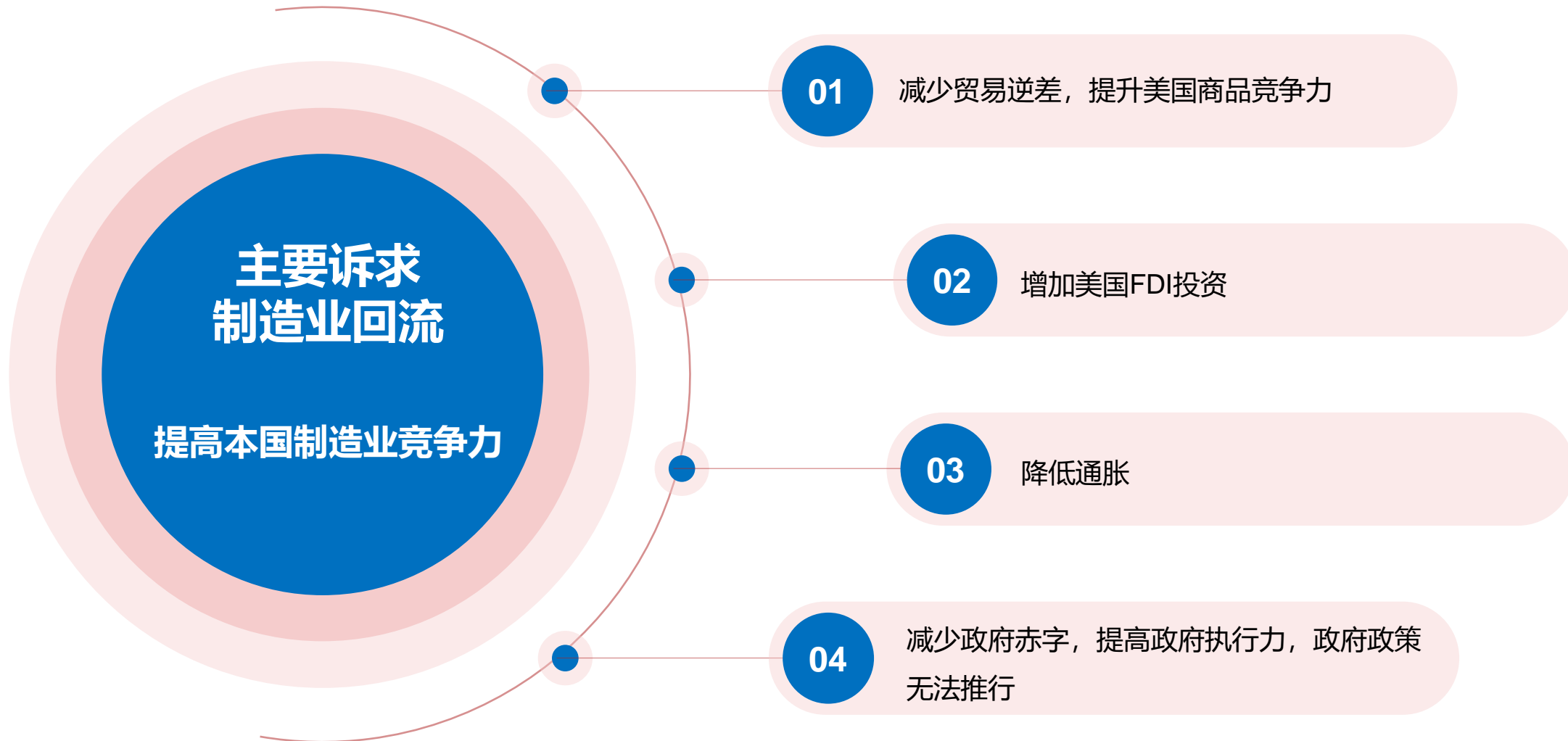
图.标普500与黄金价格走势



数据来源：Wind,国投期货



- 主要支持者来自铁锈区，红脖子



- 前期确实因为Ai出来后企业盈利能力大增，美股继续上涨
- 目前估值逻辑已经有所弱化，美股估值高，任何意外事件都可能造成恐慌性下跌
- 滞涨，后续如果股市崩盘，那么财富缩水效应可能进一步打击美国经济
- 降息会刺激美股继续上涨么？短期不一定，如果企业盈利能力下降，分子端恶化严重

## 01 贸易保护：加关税，增加美国FDI投资

减少廉价商品进口，提高本国商品竞争力，利用关税迫使外商增加美国本地投资（台积电、苹果加大美国本地投资力度），加墨关税近岸外包

## 02 俄乌战争、格陵兰岛

通过协议获取制造业所需的关键资源，减少政府赤字

## 03 政府效率部

内部人员“改革”为下一任做好铺垫  
提高政府效率  
财政紧缩降低公务员支出降低政府赤字的无序扩张  
通胀压力大、政府债务高，加息降息两难

## 04 美元贬值

海湖庄园协议，通过关税手段迫使外币升值美元贬值，提高本国商品竞争力  
美元贬值也有利于降低通胀预期

## 免责声明

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

谢谢！