

稳增长政策发力

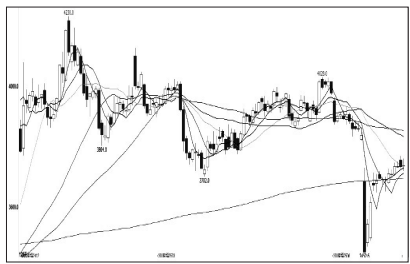
## 股指 大盘蓝筹风格占优

考虑到近期外部风险发酵,短期机会集中在消费、TMT、有色金属及公用事业等板块上。整体来看,大盘蓝筹股将获得更多的机会,IH与IF后期表现值得期待。



## ■ 李昕恬

近期,上证指数回到3300点附近,沪深两市日均成交量走低,市场热点分散,黄金、消费、机器人等板块快速轮动,但持续性偏弱。股指期货同样迎来调整,但波动幅度较小,大盘蓝筹风格占优,偏中小盘风格的IM与IC稍显弱势。



图为IF主力合约日线

宏观方面,当前处于全国两会后的政策真空期,一季度整体经济数据偏乐观,美国关税政策带来的影响边际递减。国家统计局发布的数据显示,一季度国内现价GDP约为31.9万亿元,不变价GDP同比增长5.4%,持平去年四季度的高点。

政府全面扩大内需举措形成的合力集中体现在国内服务需求复苏上。一方面,服务需求本身是内需的重要组成部分;另一方面,服务需求可以很好

地带动就业,从而发挥出较大的乘数效应。今年1月以来,国内服务业零售额当月同比持续上升,其持续向上的趋势表明国内服务需求企稳回升的动能较强,内循环的力量逐渐增强,这有利于扩大二季度“以内补外”的效果。

尽管当前宏观环境偏利好,但需要注意的是,受抢出口影响,一季度出口、资金利率等数据偏强,叠加政府支出靠前发力,二季度数据或环比走弱。在内需增速上升较为平缓而外需回落幅度较大的背景下,二季度或出现全年GDP同比增速的阶段性低点。

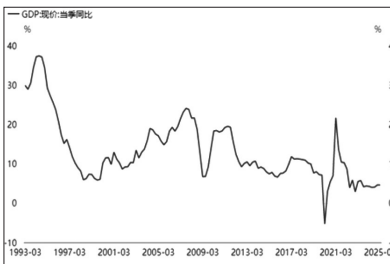
展望后市,当前市场关注点是4月中央政治局会议的政策安排。3月至今,央行货币政策从三方面开始引导市场预期:一是中期借贷便利(MLF)未来将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作,强化了7天逆回购利率的政策属性;二是央行货币政策委员会一季度例会再次提到,未来将择机降准降息;三是央行表示将在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持,坚决维护资本市场平稳运行。基于以上三点,同时考虑到美国此次“对等关税”的力度远超市场预期,4月份召开的中央政治局会议有进一步的政策安排,稳增长政策预期大概率集中在消费方面。

4月16日,《求是》杂志2025年第8期刊登商务部党组书记、部长王文涛署名文章《多措并举扩大服务消费》。文章指出,扩大服务消费是“大力提振消费、全方位扩大国内需求的重要抓手”,或成为“当前和今后一个时期促进消费的重要引擎”;与此同时,服务消费的发展也有助于拓展就业渠道、增强就业弹性、增加劳动者收入。在当前外部环境更趋复杂严峻的背景下,未来商务部将从加强政策促进、增加优质供给、优化消费环境等方面去支持服务消费的发展,预计餐饮住宿、家政服务、养老托育、文娱旅游、教育体育、居住服务、健康服务等领域将迎来支持性举措的进一步落地。此轮政策旨在提升服务品质、创新消费场景、释放消费潜力。

在美国加征关税的背景下,提振内需的重要性更为凸显,今年以来中央促消费、扩内需定调积极,一揽子促消费政策持续发布,2025年大消费板块基本面有望逐步向好,迎来业绩和估值的双重提升。

后期市场将面临进一步的方向选择。如果外部风险缓解,国内增量政策超预期,市场出现新的催化因素,股指将进一步回升。股指整体维持沿5日均线震荡上行之惯性,前期所留的

向下跳空缺口面临回补。但当前短线获利盘占比较高,若后续无增量资金进场,股指向上突破的难度较大。目前市场热点呈现出无序轮动态势,各题材的持续性相对较弱,相关个股或再度面临分化。



图为国内GDP当季同比

策略方面,考虑到近期外部风险发酵,短期机会集中在以下几个方面:一是,外部不确定性抬升,在稳内需的诉求下,消费板块或能得到政策性机会;二是,在国产替代、自主可控进一步推进下,TMT板块的主题性投资机会值得关注;三是,国际局势错综复杂,对金价形成催化,有色金属行业具有较好投资机会;四是,由于股息率较高及现金流较为稳定,具备防御属性的红利板块和公用事业行业投资机会值得关注。

整体来看,大盘蓝筹股将获得更多机会,IH与IF后期表现值得期待。(作者单位:大有期货)

## 资金市场监测

## 中长期利率延续弱势

## ■ 黄李强

本周,国内市场化利率呈现短强长弱的态势。一方面,“五一”长假临近,国内市场资金需求上升,短期利率走强;另一方面,国内流动性供应充足,央行降准、降息预期升温,中长期利率延续偏弱格局。截至4月24日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜、1月期、3月期、6月期、9月期、1年期利率分别报收于1.61%、1.747%、1.75%、1.764%、1.766%、1.766%,较4月17日分别下降2.4、1.9、1.7、1.2、1.2、1.1个基点。

项目	4月24日 Shibor	较4月17日变化
单位	%	BP
O/N	1.61	-2.4
1W	1.69	3.8
2W	1.767	3.2
1M	1.747	-1.9
3M	1.75	-1.7
6M	1.764	-1.2
9M	1.766	-1.2
1Y	1.766	-1.1

图为上海银行间同业拆放利率(Shibor)周度变化

今年以来,国内融资需求逐渐回暖。央行公布的数据显示,3月份国内社会融资规模为58894亿元,同比增长8.4%,连续两个月增速扩大;3月份国内新增人民币贷款36400亿元,同比增长17.8%。

为了对冲逆回购到期,央行本周加大了逆回购投放量。本周央行累计有8080亿元的逆回购到期,前四个工作日央行开展了7225亿元的逆回购,本周大概率实现净投放,但是力度相对克制。本月中旬,央行仅有1000亿元的中期借贷便利(MLF)到期,本月央行MLF续作压力不大。

(作者单位:弘毅物产)

## 期权观察

## 建议以备兑增收为主

## ■ 黎伟

周四沪深两市走势分化,上证指数小幅上涨0.03%,全市场上涨个股1545只。盘面上,银行、电力走强,科技股全线“熄火”。A股全成交额1.14万亿元,较前一日缩量1200亿元。期权标的指数方面,沪深300、中证500、中证1000和创业板指均不同程度下跌,上证50指数则小幅上涨。

具体来看,中证1000指数下跌1.07%,对应中证1000指数期权日成交量和持仓量分别为16.28万张和21.63万张,成交量PCR值97.68%,持仓量PCR值75.9%。日内交易中,看跌期权投资者比例明显上升,市场情绪整体偏谨慎。持仓量变动趋势上,行权价为6000点处5月和6月MO看涨期权增仓明显,且该行权价附近持仓较高。站在卖方角度看,中证1000指数短期在该区域附近压力整体较大。隐含波动率方面,5月平值看涨、看跌隐波均值24.4%,环比上涨0.3个百分点,处于近一年40%分位附近,属于中等偏低水平。4月份中央政治局会议即将召开,预计短期隐波下行空间不大。

沪深300指数全天小幅回落0.01%,沪深300指数期权日成交量5.25万张,日持仓量16.9万张,比前一天上涨1.8%,成交量PCR值78.72%,持仓量PCR值68.5%,整体处于中等偏高水平,近期卖出看涨期权投资者比例回落明显。持仓量分布上,5月10看涨和看跌期权持仓最高的合约行权价在3800点处,显示短期多空双方分歧相对较大。隐含波动率上,当前5月合约平值隐波均值在15%左右,相对历史波动率溢价处于较低水平,期权估值整体偏低。



图为沪深300指数与沪深300指数期权持仓量PCR。上证50指数上涨0.25%,对应上证50指数期权日成交量和持仓量分别为2.02万张和5.76万张,成交量和持仓量PCR值分别为65.03%和62.6%。卖出看跌期权投资者比例增多。行权价为2650处平值看涨期权减仓明显,期权卖方担忧标的指数继续上行,叠加看涨、看跌隐波差值的回升,市场对以上证50为代表的大盘指数整体更乐观。5月平值隐波均值在13.8%左右,与30日历史波动率相比明显折价,期权估值整体不高。

综合而言,当前期权市场对以上证50为代表的大盘指数整体偏乐观,但对中证1000为代表的中小盘指数则稍显谨慎,预计震荡格局仍将延续,建议投资者考虑择机利用行权价6100点以上5月MO看涨期权卖方备兑增收。

(作者单位:国联期货)

## 期债套保择时框架如何构建

本文揭示的三大规律:先行指标的分化信号、拐点错位的周期特性和窗口期的情境特异性,为投资者提供了过滤市场噪音的决策依据。

## ■ 孙玉龙

国债期货空头套保策略的核心挑战,源于基差风险与利率周期的非线性共振。传统策略中,单纯依赖基差走势作为套保时点判断依据会往往陷入“基差—利率错位陷阱”,导致超额收益的耗散。本文突破常规思路,以“上帝视角”回溯历史数据,锚定“净基差与利率双升”的最优套保窗口期,试图提炼出可复制的决策框架,助力投资者找到套保参与的最优解。

我们界定最优套保环境为“净基差与国债利率同步上行”的时段,其本质是套保组合收益率的最大化阶段。通过对2016年以来的市场周期进行扫描,我们发现符合该条件的时段仅有9个,占比不足15%,印证了国债期货套保黄金窗口稀缺性的市场共识,这一特征也凸显了择时策略的战术价值:在有限的时间窗口中精准出击,对冲现货风险并捕获基差修复收益。

最优套保时段展示于下图,并清

楚列示了每一阶段下的基差和利率拐点,以及适合建仓和平仓的时点。同时给出相应的参照指标及债市回调原因解析,帮助读者初步明确每一阶段的基本面特征,根据图表内容可以得出以下三方面结论:

阶段	时间	净基差	利率	主要事件	套保策略
1	2016.10-2017.01	上升	上升	美联储加息,美元指数走强	多头套保
2	2017.02-2017.05	下降	下降	美联储加息,美元指数走强	空头套保
3	2017.06-2017.09	上升	上升	美联储加息,美元指数走强	多头套保
4	2017.10-2017.12	下降	下降	美联储加息,美元指数走强	空头套保
5	2018.01-2018.04	上升	上升	美联储加息,美元指数走强	多头套保
6	2018.05-2018.08	下降	下降	美联储加息,美元指数走强	空头套保
7	2018.09-2018.12	上升	上升	美联储加息,美元指数走强	多头套保
8	2019.01-2019.04	下降	下降	美联储加息,美元指数走强	空头套保
9	2019.05-2019.08	上升	上升	美联储加息,美元指数走强	多头套保

表为2016年以来净基差和国债利率同步上行的时段

第一,R007趋势项(资金面的代表性指标)、工业品指数(经济预期的代表性指标)有时会领先于国债利率,它们出现向上拐点可以作为套保建仓的重要依据,这种领先特性往往出现在债市多头情绪主导的阶段。该阶段下,R007趋势项与工业品指数往往提前国债利率出现拐点,这种“基本面与情绪面分化”现象源于市场对边际利空的非对称定价:交易惯性使得投资者短期忽略资金收紧或经济回暖信号,形成利率下行预期的自我强化。

不过,该情境下投资者参与套保需要克服两大障碍:一是利用R007趋势项或工业品指数的向上突破作为左侧建仓信号,需承受利率惯性下行的短期压力。二是需警惕伪信号风险,并非所有拐点均触发债市调整,需结合其他市场情绪指标交叉验证。从以往的经验规律来看,央行操作或态度的边际转向和重要会议释放的政策基调是优先值得关注的拐点信号。

第二,历史数据显示,净基差低点

普遍领先利率底部1~2个月,而国债利率向上拐点多出现在基差上行中后期或顶部区域,这一错位迫使投资者需在“基差成本”与“拐点精度”间做出权衡,从而衍生出两类不同风格的策略:

(1)右侧策略,即在净基差见顶回落阶段介入,牺牲部分基差收益以规避单边亏损风险。例如,2017年债市调整中期,资金面持续收紧驱动基差收敛,套保组合对冲利率反弹效果显著。该策略能否有效执行的关键在于利率反弹的幅度足够大、可持续性较强,货币政策信号往往能成为可靠的验证指标。

(2)左侧策略,即捕捉基差异常低值窗口,需承受利率下行带来的期货头寸浮亏,但可捕获基差修复红利。例如,2024年8月大行抛售7~10年期国债致基差阶段性超跌,为逆向布局提供安全边际。该策略能否有效执行的关键在于套保介入时点应尽可能接近利率反弹窗口期。债券供给的季节性规律或重磅会议召开时点具备较强的预测性,往往能成为重要的判断依据。

第三,基于债市周期与基差动态的耦合关系,空头套保的高胜率窗口主要分布于——

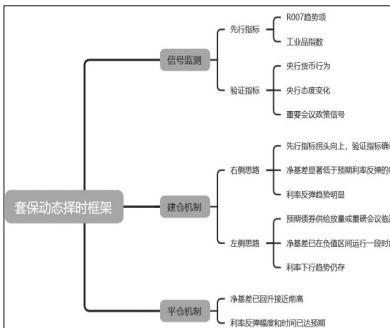
(1)债牛调整期:资金边际收紧或经济政策超预期触发利率阶段反弹,同时净基差通常处于中性甚至偏低的水平。

(2)“牛熊切换”前:临近“牛转熊”节点,套保需求急剧升温,引发净基差快速扩张,基差多头收益得以增强;临近“熊转牛”节点,空头情绪惯性蔓延,利率上行趋势未变的同时,基差多头成

本优势亦显著。

空头套保的低胜率窗口出现在熊市中后期,彼时基差收敛压力显著。同时,考虑熊市已行至中途,投资者基本适应空头节奏,对所持现券因市场流动性紧缩而难以处理的顾虑相比熊市初期大幅削减,直接实现券优于国债期货空头套保。

基于历史经验总结和规律研究,我们可以构建一套定性定量结合的套保择时框架,主要包括信号监测、建仓机制和平仓机制三大部分,助力投资者优化套保时点,充分发挥国债期货对冲功能的同时改善投资组合收益。



图为套保择时框架

国债期货套保的本质,是在“基差成本—利率风险”的二维空间中寻找“帕累托最优解”。本文揭示的三大规律:先行指标的分化信号、拐点错位的周期特性和窗口期的情境特异性,为投资者提供了过滤市场噪音的决策依据。未来,随着利率市场化深化与衍生工具的创新,动态套保策略仍需持续迭代,但在“正确的时间做正确的事”这一核心理念将始终贯穿其中。

(作者单位:中信建投期货)