

股指微扬春意现，且看风稳再扬帆

【核心观点】

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

霍柔安

电话：010-84555194

邮箱

huorouan@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03129173

投资咨询资格号

Z0020307

王兆玮

电话：010-84555101

邮箱

wangzhaowei@guoyuanqh.com

com

期货从业资格号

F03113608

回顾 2024 年，A 股市场整体呈现“W”型走势，以 9 月 24 日为转折点，政策发力后市场情绪快速修复，风险偏好显著提升，政策发力推动市场情绪快速修复，市场风险偏好显著提升。展望 2025 年，2025 年不仅是“十四五”的收官之年，也是经济复苏转型的拐点之年，综合企业盈利、海内外流动性、估值、政策、地缘等因素，我们对 2025 年的 A 股市场持中性偏乐观的观点。

企业盈利：2025 市场的盈利有望回升至中低或者中等增速水平，节奏上预计呈现前高后低的“倒 V”型走势，上半年双宽政策发力，预期改善，为应对即将到来的关税压力内需政策也有望领先于海外发力，市场在预期的引领下偏强，而下半年出口景气度或可能承压，对企业盈利产生实际影响。

流动性：M1-M2 剪刀差触底反弹，说明原先资金空转的现象有所缓解，存款活化程度边际改善，流动性宽松催生资产价格上涨。

风险偏好：2025 年风险偏好有望整体好于 2024 年，但仍需警惕海外影响，特朗普上任之后再通胀风险可能会导致中美利差再度拉大，进而对资金流向、汇率等方面造成影响。

风格结构：整体来看 2025 年，A 股市场受国内政策影响的程度要大于海外市场，所以在风格上主要关注点落在政策目标的确定性上，所以主要关注三个主线，科技成长主线、经济修复主线以及并购重组主线，风格表现为成长 > 消费 > 金融 > 周期。

对应到股指期货层面，二季度中旬之前，外围市场影响相对偏弱，而国内政策预期仍然存在，双宽政策背景下，市场流动性、风险偏好偏强，叠加前文的主线，预计科技、成长风格会相对偏强，中证 500 及中证 1000 可能会表现偏强。二季度中旬之后，特朗普主张政策陆续落地，再通胀风险、关税政策等都可能对国内资金流向，需求恢复情况产生影响，此时风险偏好、企业盈利及流动性均有回落的可能性，上证 50 及沪深 300 可能在经济好转、需求复苏的背景之下表现偏强。

【目 录】

一、 2024 年度 A 股市场行情回顾.....1

1.1 趋势回顾：增量政策推升风险偏好，年末量能转好.....1

1.2 GDP 数据：政策发力前后风格切换明显.....2

二、 2025 年度 A 股市场展望.....4

2.1 企业盈利：预计呈现前高后低的“倒 V”走势.....5

2.2 流动性：流动性宽松或推动资产价格上行.....6

2.2 风险偏好：风偏整体好转，关注地缘压力.....8

2.4 风格结构：政策底已至，关注三主线.....9

三、 期权数据.....14

3.1 期权 PCR：市场情绪回归合理水平..... 14

3.2. 期权波动率：对未来大幅波动仍有较高预期..... 19

四、 核心观点及操作建议.....23

一、2024 年度 A 股市场行情回顾

1.1 趋势回顾：增量政策推升风险偏好，年末量能转好

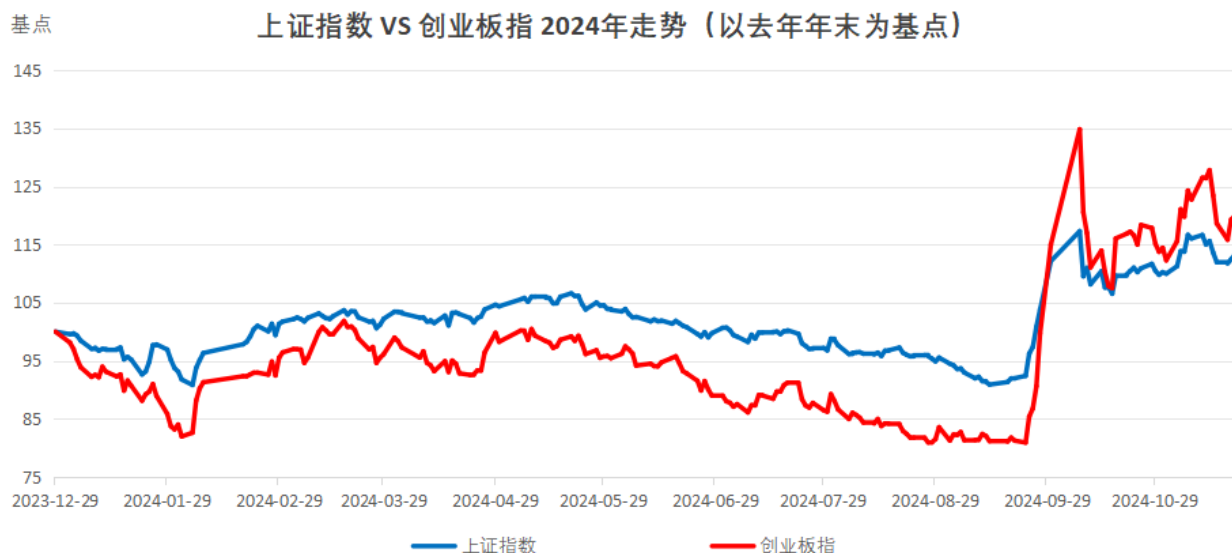
回顾 2024 年，A 股市场整体呈现“W”型走势，经过 21 年开始的 3 年调整，进一步夯实了市场底部的基础。春节前 A 股的持续下跌引起金融衍生品风险集中释放，股市加速下跌，随后中央汇金宣布扩大 ETF 增持范围，证监会提出暂停新增转融券规模，严禁变相 T+0，稳资本市场政策的陆续出台促使 A 股于 2 月 5 日左右见底，避险资金开始流入高股息风格，阶段性盘整结束再度上行。AI 大模型、大宗商品涨价带动的周期品、低空经济、家电等板块轮流担当主线，4 月 12 日新“国九条”的提出，要求严把发行上市准入关，加大退市监管力度，推动中长期资金入市，为市场带来一定稳定类资金持续流入，地产政策预期发酵，共同作用下推动指数上行，5 月 20 日市场达到阶段性高点，之后由于通胀数据及经济数据表现依旧疲软，美联储降息预期摇摆等因素，A 股风险偏好逐渐回落，风格开始偏向红利、蓝筹板块。随后一直到九月初，市场迎来了持续回调，一方面是由于政策提振有限，“517”新政过后，地产提振效果回落，市场对于地产市场悲观预期持续，且政策层面没有迎来进一步超出市场预期的支持，传言的积极财政政策也迟迟没有确认。另一方面，从外部环境来看，美联储降息预期摇摆，就业数据超预期，长端利率面临较大的下行压力，且特朗普胜选概率的提升也给市场带来了恐慌情绪，A 股成交额持续萎缩，围绕 5000 亿波动。时间来到 9 月 24 日，在美联储宣布单次大幅降息 50BP 之后，央行、财政部、证监会三部门同时推出多项重磅政策，包括降低存量房贷利率、继续降准，创设互换借贷便利等，26 日更是临时召开中证政治局会议，会议中首次提出要促进房价止跌回稳，并强调要加力推出增量政策。货币政策先行，地产政策和资本市场政策紧跟，财政政策殿后，一系列组合拳极大的提升了市场情绪，市场成交火爆，一度达到 3 万亿以上，虽然在数据等待期，市场可能会由预期驱动逐渐转向数据验证，基本面好转等，节奏稍有变化，指数略有回落，但整体的量能及情绪较二、三季度出现明显好转。

图表 1. 上证综指 2025 年整体呈现 W 型走势



数据来源：Wind、国元期货

图表 2. 924 成为市场风格重要拐点



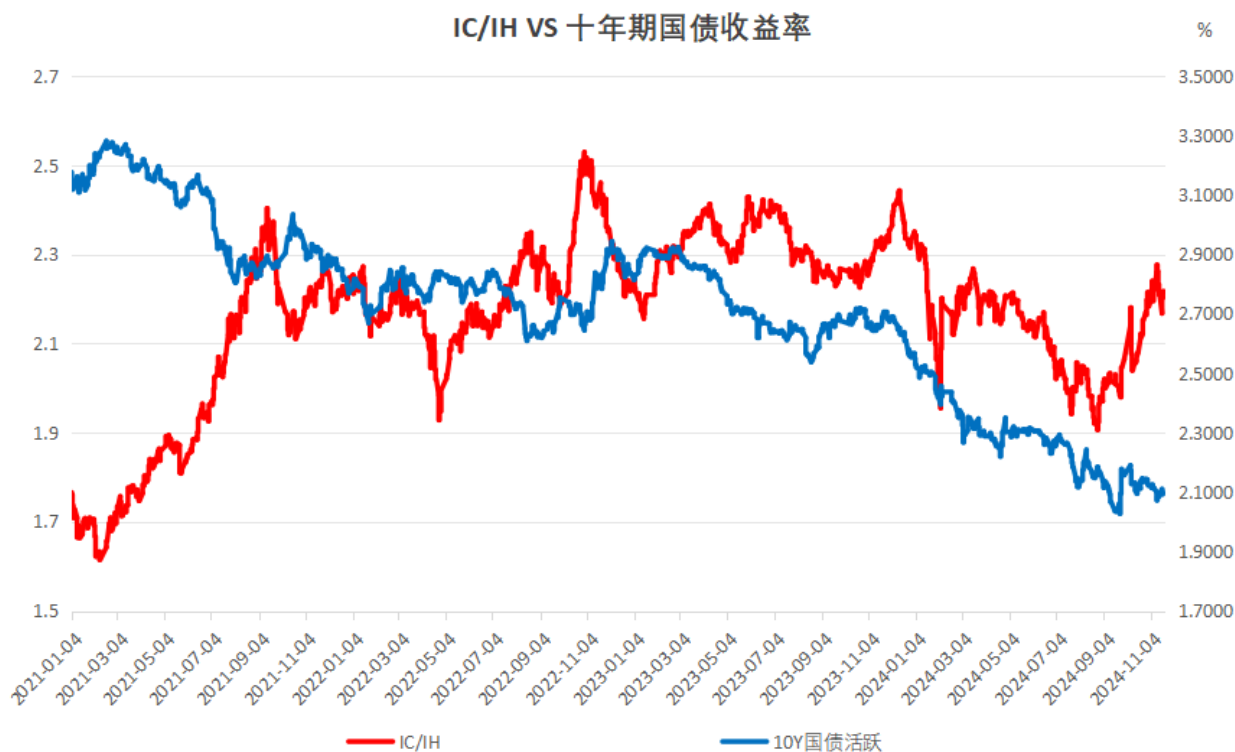
数据来源：Wind、国元期货

1.2 结构回顾：政策发力前后风格切换明显

从市场结构方面，2024 年市场大小盘风格开启切换，9 月 24 日增量政策出台之前，在国内经济弱复苏，地缘冲突频发、美联储降息预期摇摆的宏观背景之下，市场风险偏好有所回落，资金风格整体偏向防御，红利显著跑赢成长，核心蓝筹指数小幅上涨，中小盘指数跌幅靠前，IC/IH 比值持续回落。从行业来看，涨幅靠前的行业也大多属于红利板块，比如银行、家用电器、通信等，家用电器还受益于出海的影响。食品饮料、农林牧渔等消费板块领跌。9 月 24 日之后，政策发力推动市场情绪快速修复，市场风险偏好显著提升，主动偏股基金发行放量，仓位上升，外资和散户资金明显回流，上半年资金明显减持的食品饮料、医药和计算机板块资金回流以来涨幅居前，促成风格切换，IC/IH 比值拉升，红利优势回落，双创上行，

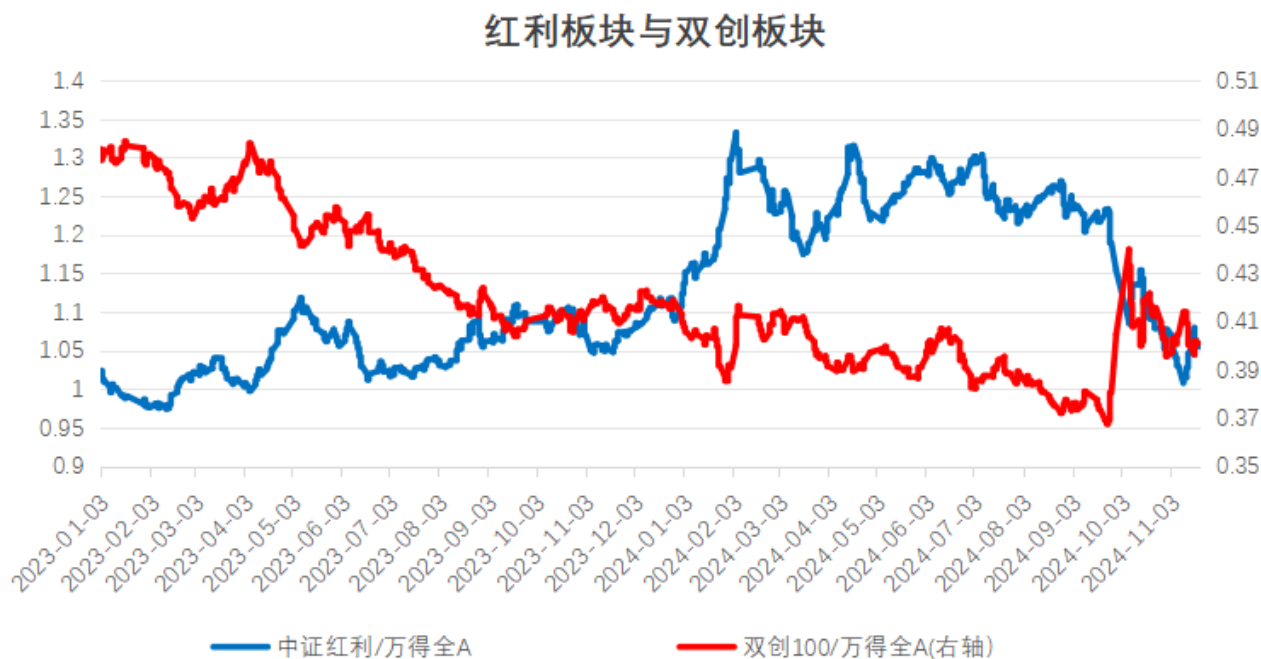
市场风格明显从红利切换至消费金融。虽然此后市场情绪小幅回落，但是四季度经济数据、消费数据有望扭转前三个季度的下行趋势，给市场注入信心，且美联储年内料将再次降息，机构资金加仓目前更青睐顺周期属性的大中盘股票，但 A500ETF 的火热也意味着，市场在倾向于大中盘股票的同时也开始注重成长风格。

图表 3. 风险偏好回升，IC/IH 比率持续上行



数据来源：Wind、国元期货

图表 4 红利板块 VS 双创板块



数据来源：Wind、国元期货

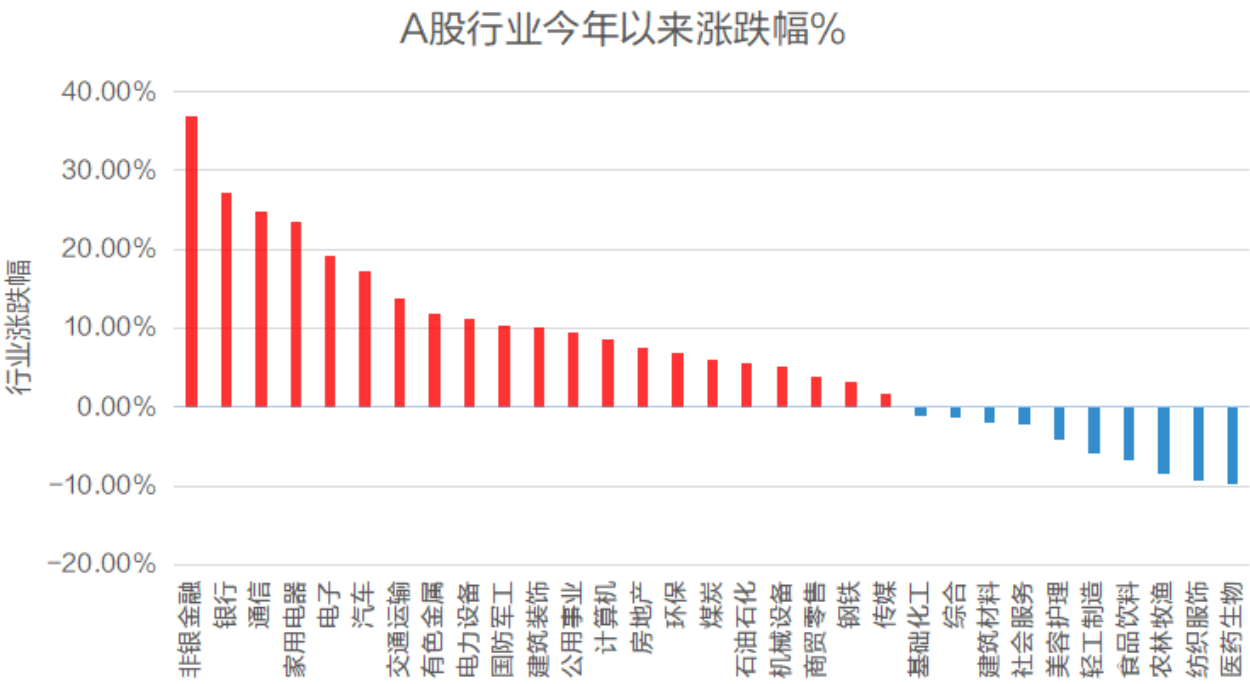
货

图表 5. A 股重要指数年度涨跌幅

	2023/12/31	2024/11/20	24 年以来涨跌幅%	24 年日均成交量（亿元）
上证综指	2974.93	3367.99	13.21%	4211.71
深证成指	9524.69	10827.19	13.67%	5581.37
创业板指	1891.37	2267.85	19.91%	2572.55
中证 500 指数	2326.17	2676.21	15.05%	727.67
沪深 300 指数	3431.11	3985.77	16.17%	2633.78
中证 1000 指数	5429.23	5992.39	10.37%	1613.74
上证 50 指数	5887.24	6250.80	6.18%	1938.85
科创 50 指数	852.00	1002.54	17.67%	640.88

数据来源：Wind、国元期货

图表 6 申万一级行业年度涨跌幅



数据来源：Wind、国元期货

二、2025 年度 A 股市场展望

从宏观角度来看，2025 年不仅是“十四五”的收官之年，也是经济复苏转型的拐点之年。国内方面，首先最值得期待的就是内需的修复，尤其是消费和基建。一方面提振资本市场和促进房地产止跌的政策组合有助于居民财富效应的改善，另一方面促消费和惠民生结合，以旧换新等消费鼓励政策也有更多的增量空间，更大范围的特定人群收入补助也在预期之中，预计将促进物价合理回升。而基建方面，大规模的化债一定程度上缓解了地方财政面临的困

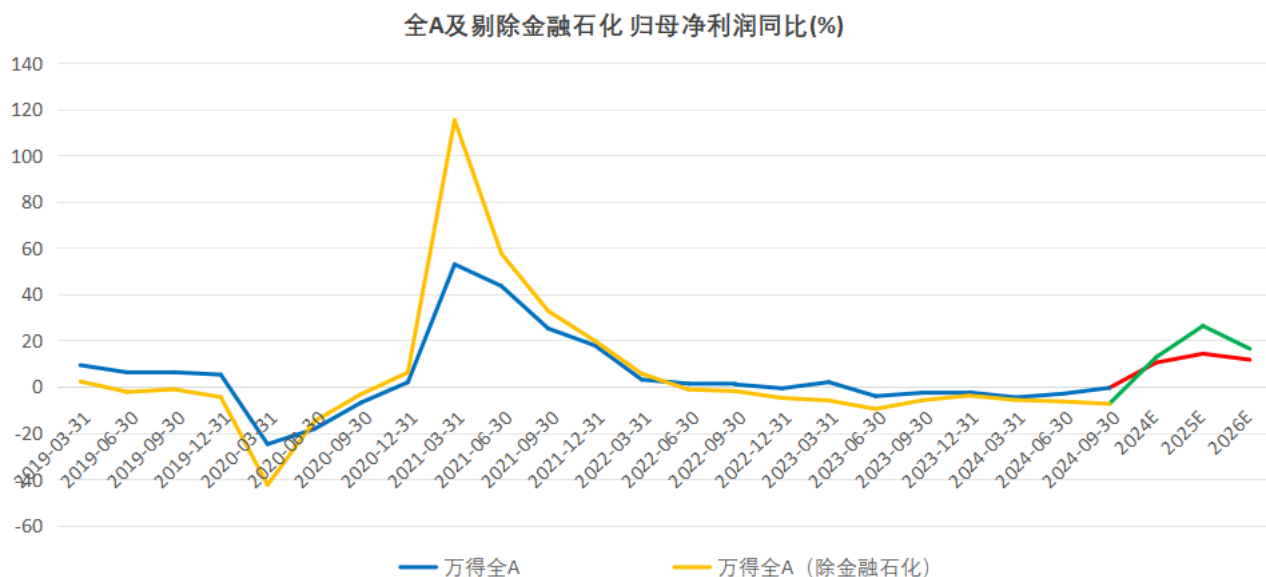
境，政府兜底之下结构转型造成的拖累料将有所缓解，部分债务高风险地区脱困，配套融资和项目建设有望加速。此外，新质生产力作为当前主推的经济新动能，居民、企业、地方政府等更多主体预计会参与其中，资本市场将成为一个重要切入点。但与此同时，海外方面，特朗普当选，美国政府换届之后，关税政策的推出以及地缘政治的风险，可能会对我国进出口贸易以及人民币汇率、主体信心等形成一定的冲击，拖累 GDP 增速。在此背景下，市场有哪些潜在的机遇有可能面临哪些挑战？我们将从企业盈利、流动性和风险偏好三个维度出发，谈一下我们对于 2025 年 A 股市场的一些看法。

根据传统的 DDM 模型来看，股票市场的估值主要取决于三个核心变量：分子端的企业盈利、分母端的流动性以及市场风险偏好，不同阶段三个变量对市场的影响权重不同。目前来看，综合企业盈利，海内外流动性、估值、政策、地缘等因素，我们对 2025 年的 A 股市场持中性偏乐观的观点。短期而言，当前处于等待数据等待期，市场仍由预期驱动。而中长期，市场的交易逻辑将从预期转为数据验证的显示，重点关注基本面和企业盈利的改善。总结起来就是从分母出发，无风险利率短时间快速下降提升风险偏好，带动估值反弹，后续财政政策跟进，分子端加力，盈利能力的改善程度决定了行情的持续性和高度。

2.1 企业盈利：预计呈现前高后低的“倒 V”走势

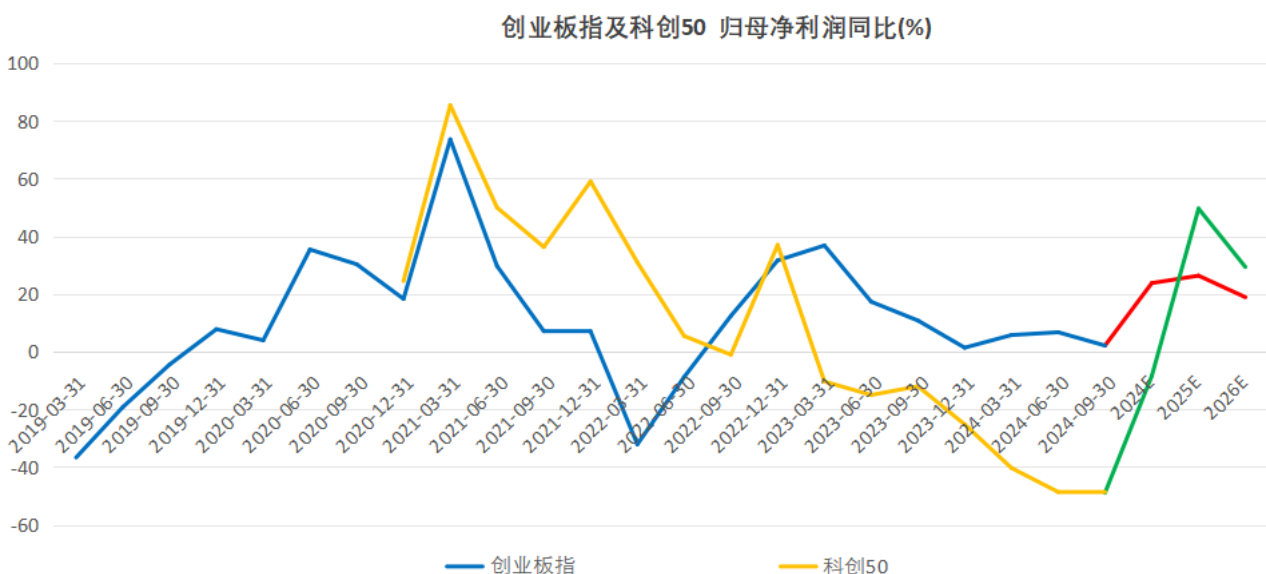
根据目前的一致预测来看，2025 年市场的盈利有望回升至中低或者中等增速水平，万得全 A 盈利增速预计提升至增速料将达到近期峰值，万得全 A 剔除金融及石化的盈利增速有望由负转正，一方面是由于积累的低基数效应，另一方面则是由于政策主导下经济形势的改善。节奏上预计上市板块盈利整体将呈现前高后低的“倒 V”型走势，特朗普预计将于 2025 年 1 月份正式上任，考虑其上一任期对华贸易战的时间周期，关税政策预计将于 2025 年一季度末出台，待到起对企业盈利产生实际影响，我国出口景气度预计将在下半年承压，叠加 2024 年四季度政策推动经济复苏，基数抬升，下半年企业盈利预计回落。而上半年，为应对外围的不确定性，也为了跳出当前国内经济螺旋走弱的格局，政策的出台料将领先于海外，发力财政政策和货币政策预计双宽松，且财政政策靠前发力，保障必要支出强度，新一轮大规模化债有望改善地方财政支出结构，2024 年 10 月的狭义基建增速回升可能已经在一定程度上反映出预期的回暖，未来基建对经济的支持有望增强，改善投资积极性。此外，为应对即将到来的关税压力，2025 年扩内需政策大概率也有望发力，以旧换新、消费券等促消费政策仍将延续，且后续增量空间很大，在预期作为主导的短期来看，前两季度的企业盈利预计将有所改善。

图表 7. 全 A 及剔除金融石化归母净利润同比



数据来源: Wind、国元期货

图表 8. 创业板及科创 50 归母净利润同比



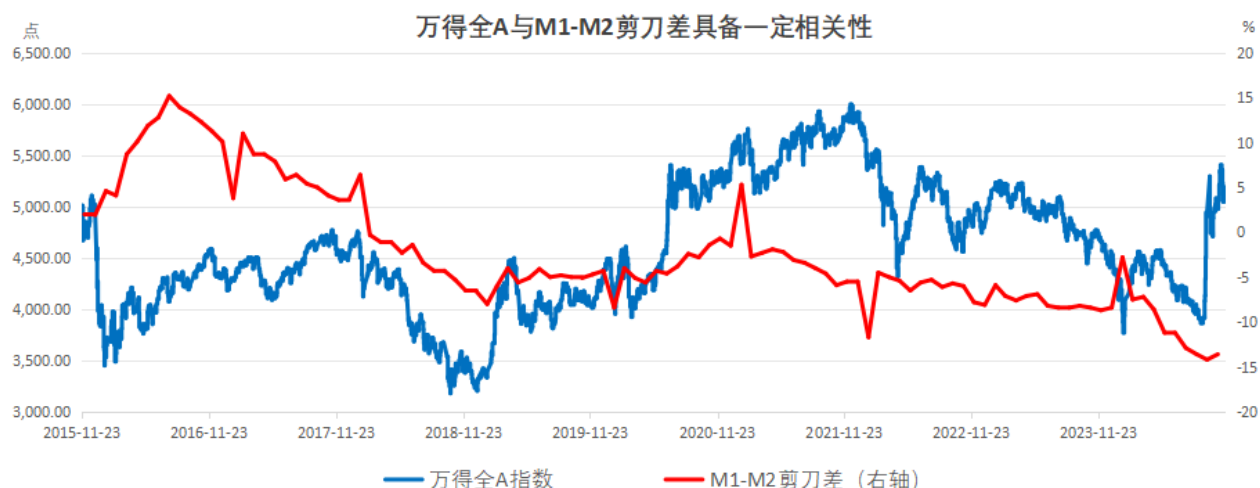
数据来源: Wind、国元期货

2.2 流动性：流动性宽松或推动资产价格上行

流动性从两个层面来看，一个是宏观层面，926 政治局会议后，国内已经开启货币财政双宽松工具，试图打破过去一年内出现的债务清场和价格负增的负向双螺旋。双宽松工具的运行的目的在于先引导金融资产实现再通胀，进而传导至实物端，实物资产再通胀，从而跳出双螺旋。目前考虑到 M1、PPI 以及 EPS 尚未出现明确上行的拐点，所以目前更可能率先出现的是，流动性宽松催生资产价格上涨，M1-M2 剪刀差在 10 月份触底反弹，表明此前资金空转的现象或有所缓解，存款活化程度边际改善，意味着企业和居民个人对于经济的预期相

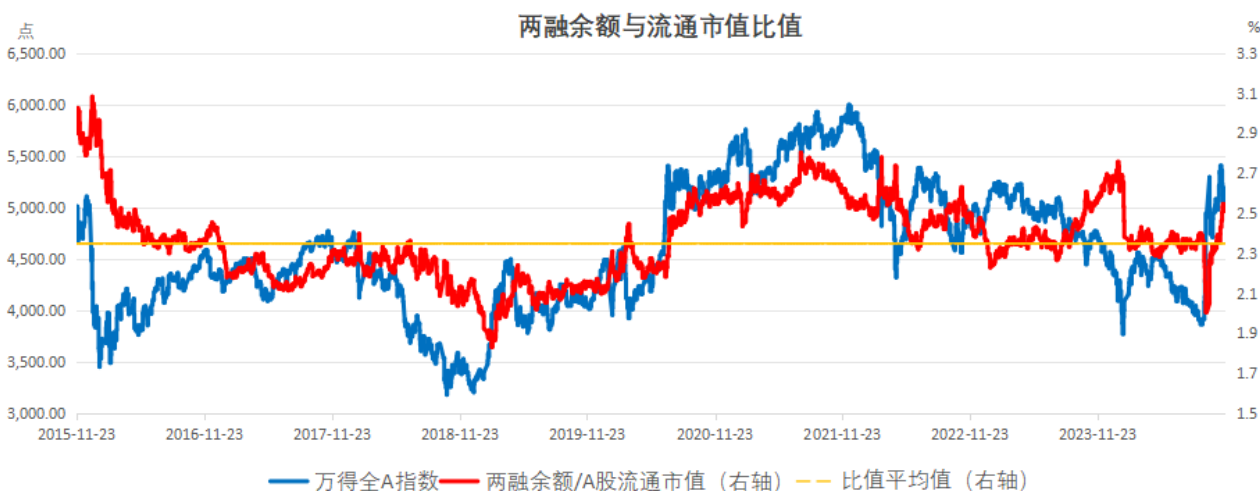
对改善，经济活力有望触底回升，带动指数企稳上行。另一方面是微观资金方面，截至 2024 年 11 月 21 日，两融余额占全 A 流通市值比值是 2.51%，略高于 2015 年以来的中枢。结合历史行情来看，该比率与市场走势高度相关且略领先于市场，当该比率增加时意味着投资者对市场前景持乐观态度，当前两融余额所处位置表明市场中的资金量仍然相对充足，交投活跃，流动性良好。

图表 9. M1-M2 剪刀差拐点出现



数据来源：Wind、国元期货

图表 10. 两融余额体现市场乐观态度



数据来源：Wind、国元期货

但从外围角度来看，还需要警惕中美利差的变化。特朗普将于 2025 年 1 月正式任职，根据其政策主张，他以鼓励传统能源开发为核心手段可能推动整体 CPI 下降，但是剔除能源价格后的核心 CPI 和核心 PCE 可能维持高位。此外，特朗普对外籍劳工的限制可能持续影响美国劳动力市场供求关系，推升劳动者就业工资成本，进而推升核心通胀，引发再通胀风险。在美联储的决策框架中，核心通胀是其量化利率指引的重要指标，特朗普上台后可能会导致美联储降息幅度收窄，于此同时，国内双宽政策继续，仍存在降息降准空间，根据 2024 年 11

月 22 日商务部会议的内容，汇率方面将坚持市场化汇率的弹性，同时加大预期管理，防止汇率单方面下跌，人民币汇率仍存在贬值空间，若政策推动经济复苏比较顺利，基本面足够强劲，则 A 股市场可能更多由自身政策和基本面因素主导。但若经济复苏的节奏偏缓，则需要警惕存在资本流出影响流动性的可能性。

图表 11. 中美利差仍处高位



数据来源: Wind、国元期货

图表 12. 美元兑人民币继续上行



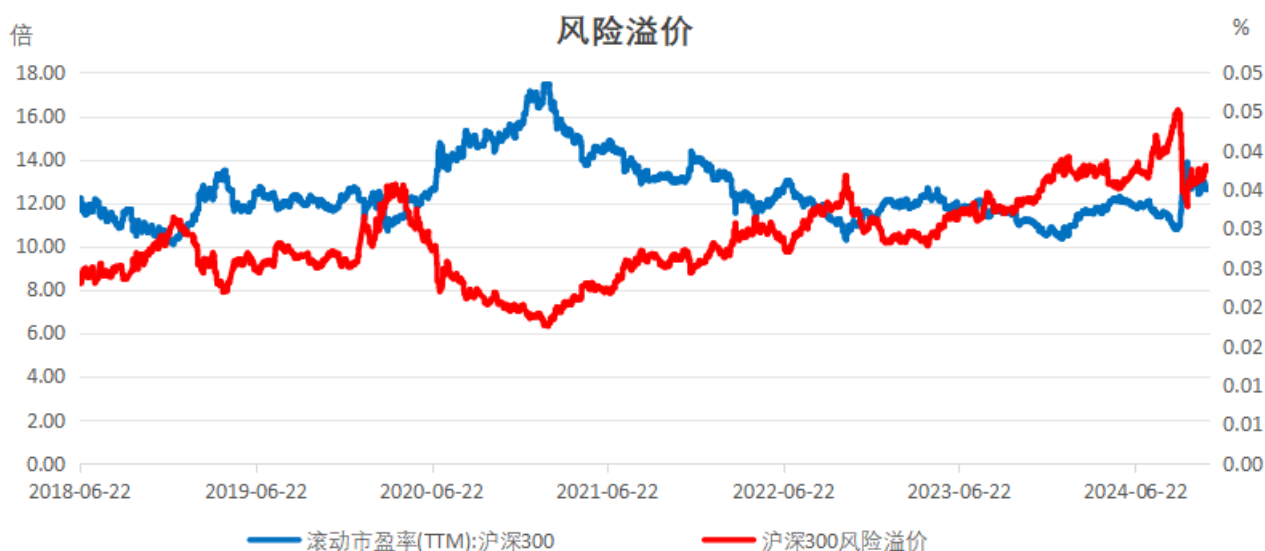
数据来源: Wind、国元期货

2.3 风险偏好: 风偏整体好转, 关注地缘压力

924 行情以来, 市场情绪得到显著提升, 总的来说 2025 年投资者风险偏好有望整体好于

2024 年。在经历了多个季度的调整之后，经济数据逐渐显露出复苏的迹象，尤其是在国内逆周期调节政策的持续加码之下，市场对经济增长的预期逐渐加强。若结合海外宏观环境来看，关注美债利率的走势，特朗普的上任有可能会导导致美国再通胀，从而导致降息通道受阻，彼时由于中美利差的高企，可能会导致风险偏好有所收敛。相反，若美债利率顺利下行，则风险偏好预计将继续扩张。此外，还需要关注地缘方面的变化，截至 11 月 21 日，朝鲜半岛核战一触即发、俄罗斯向乌克兰发射弹道导弹，美国德州州长下令各机构断绝与中国的投资关系，禁止新的投资，综合起来看地缘局势的不确定性很强，可能会对风险偏好形成压力。

图表 13. 2025 年风险偏好整体将好于 2024 年

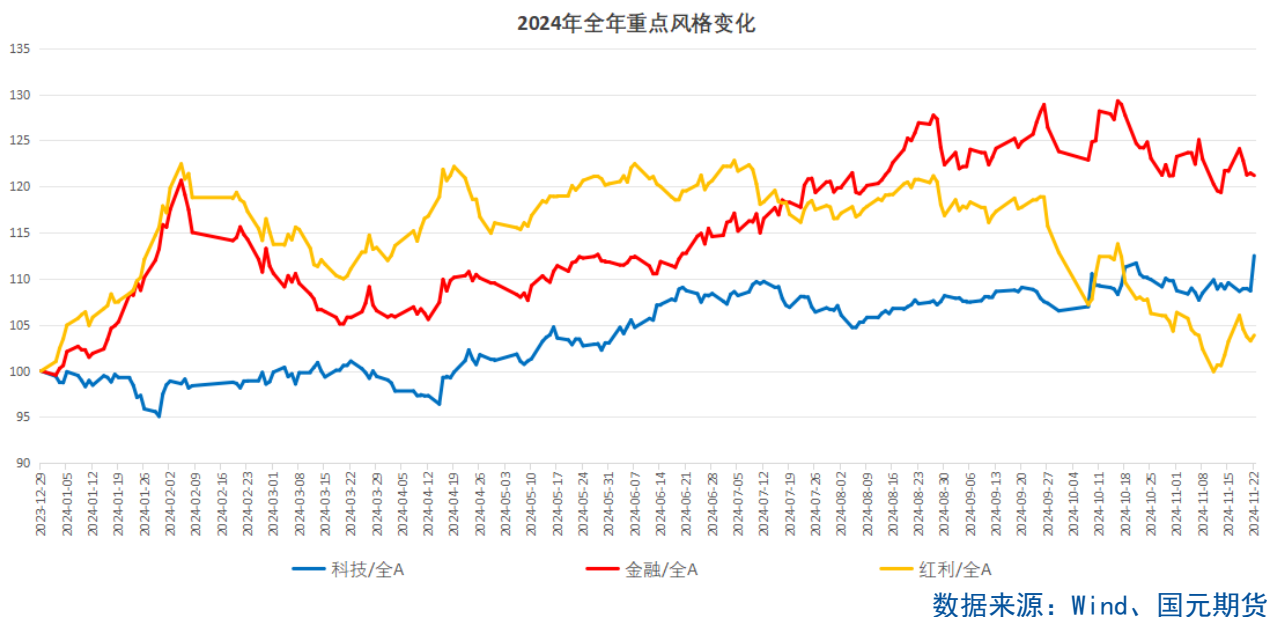


数据来源：Wind、国元期货

2.4 风格结构：政策底已至，关注三主线

2024 年市场风格一致，机会集中，其背后是 DDM 三要素的极致演绎。1 月到 9 月中旬，由于企业盈利低于预期，信用难以扩张，市场量能萎缩，风险偏好持续收敛，金融、红利等板块在避险逻辑之下表现突出。随后 9 月 24 日至今，金融口会议叠加一揽子增量政策，风险偏好低位反转持续修复，科技科创等成长板块强势上行。时间来到 2025 年，政策思路的改变预计将带来风格结构的变化，DDM 三要素预计将继续温和修复，盈利预计上半年温和回升，由负贡献变为温和正贡献，流动性从 2024 年的宽货币紧信用过渡到宽货币稳信用，最后实现货币信用双宽，风险偏好方面当前政策底已至，但海外不确定性仍然较高，风险偏好温和改善。整体来看 2025 年，A 股市场受国内政策影响的程度要大于海外市场，所以在风格上主要关注点落在政策目标的确定性上，所以主要关注三个主线，科技成长主线、经济修复主线以及并购重组主线，风格表现为成长>消费>金融>周期。

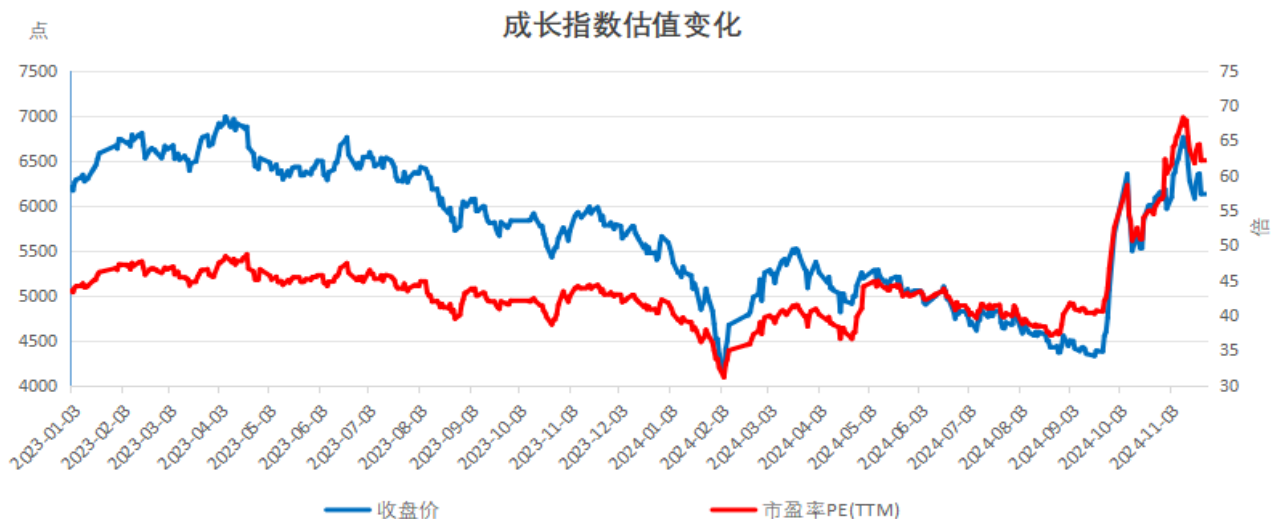
图表 14. 2024 年全年重点风格变化明显，9 月是分界线



(1) 科技成长主线

成长风格出现行情的情况，通常出现在流动性充裕、风险偏好增加、政策或事件导向以及业绩催化的背景下。当前伴随着 924 一揽子政策的积极引导，流动性宽松预期得到提振，ETF 互换便利、回购再贷款等结构性工具投入使用，且会议中提出未来可以根据使用情况增加资金，为解决地方政府的隐性债务压力，退出 6 万亿化债增量，2025 年赤字率也有望提升，因此宽松的环境充分有利于成长板块的估值修复。其中，科技板块预计有所表现，自二十届三中全会中提出强调发展“新质生产力”以来，政策大力支持科技企业，针对数字经济、低空经济等多项科技创新方面领域均有重要文件发布。和特朗普上任之后，对我国的科技封锁也有加剧的趋势，因此，国产替代等科技领域也可能有所表现。

图表 15. 成长风格在政策和流动性推动下估值上行

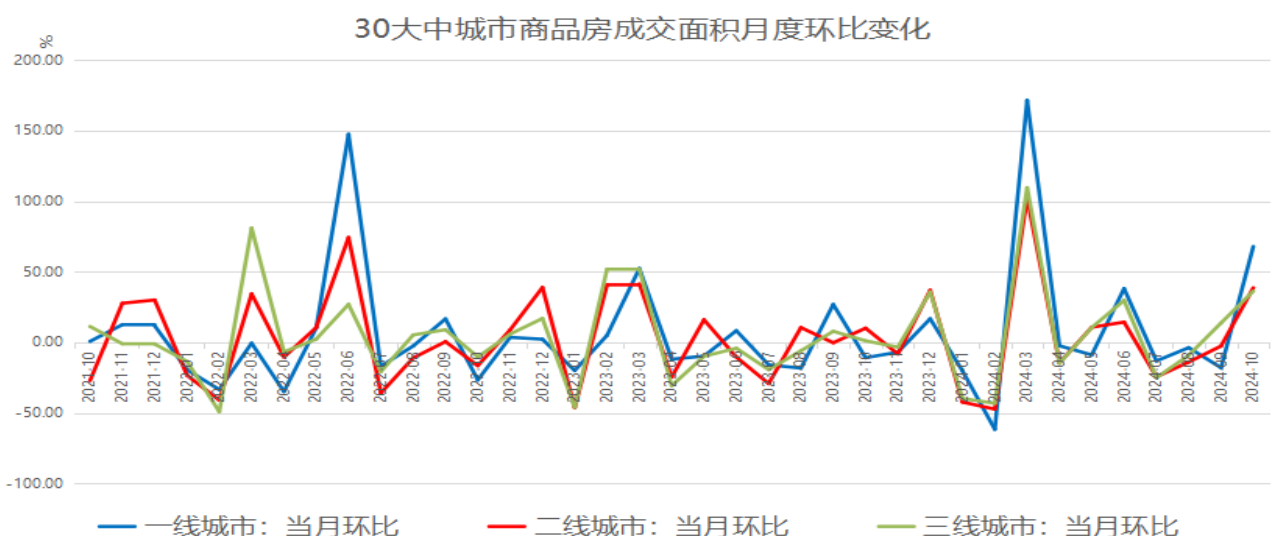


数据来源：Wind、国元期货

（2）经济修复主线

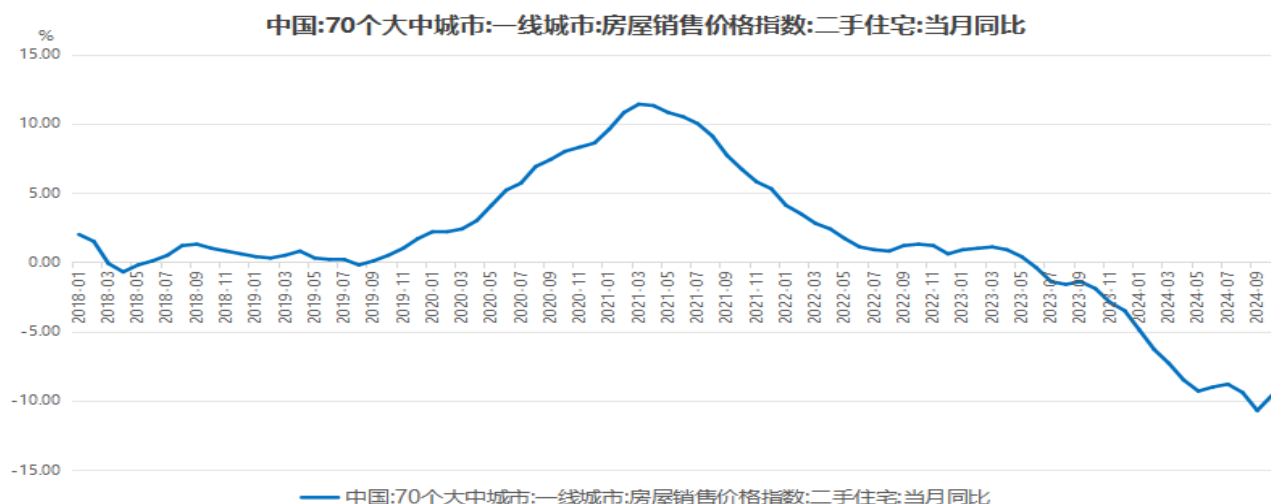
经济修复主线主要包含两个方面，其一是房地产相关，其二是消费相关。房地产行业方面，自 926 政治局会议上提出房价止跌回稳以来，开放限购、降低存量房贷利率等地产支持政策陆续出台，房价及销量方面近期出现明显改善，房价方面，一线城市二手房止跌回稳，这个价格是房价企稳的必要条件，而销售端 10 月二手房销售面积高于近五年以来的同期水平，所以目前地产端已经开始出现改善。但是关于 2025 年地产是否可以如预期止跌回稳，行业景气是驱动地产股行情的最核心因素，景气显著改善的驱动行情要明显强于政策支持驱动的行市，目前虽然数据有好转迹象，但是房地产的下行周期目前仍然难以彻底逆转，进而难以获得较长期的行情机会，但若地产支持性政策陆续出台，可能会有短期脉冲性行情出现。

图表 16. 一线城市商品房成交面积率先回暖



数据来源：Wind、国元期货

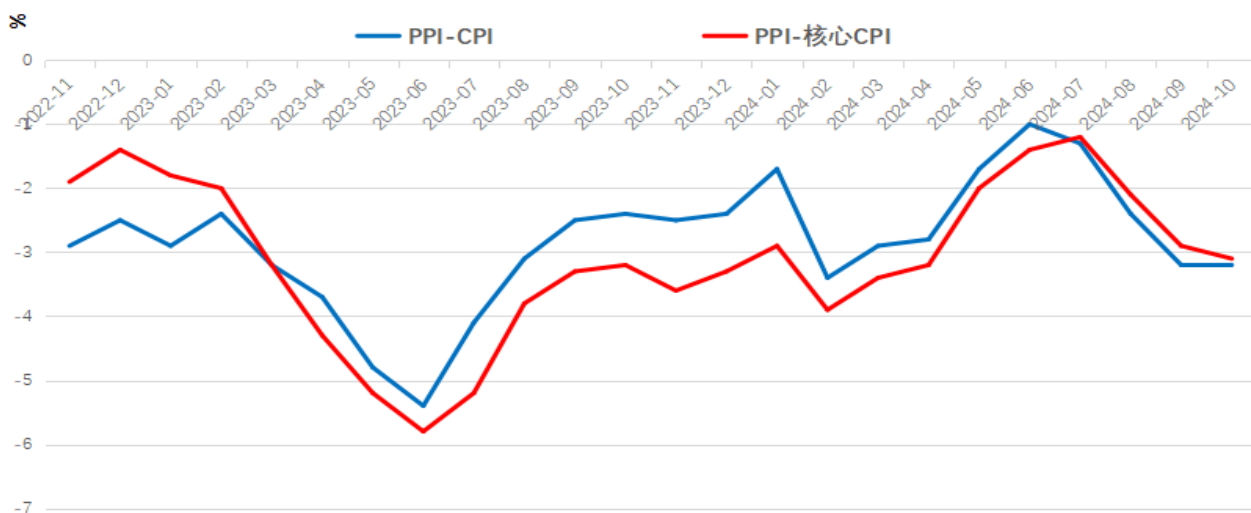
图表 17. 一线城市二手房价格出现拐点



数据来源: Wind、国元期货

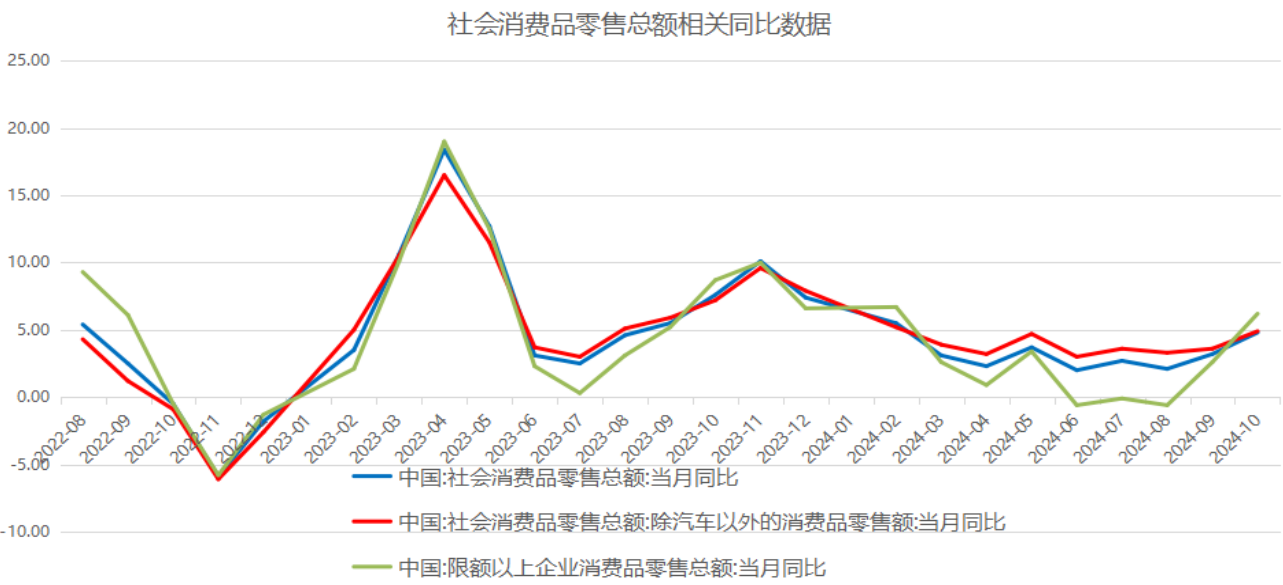
消费方面主要依靠促消费政策出台后, 内需的改善进而形成的内生性复苏。比如家电、轻工、汽车、食品饮料等。伴随着经济的复苏, 海外再通胀传导等, 物价水平偏低的局面 2025 年有望得到明显改善。汽车、家电等行业议价能力强, 集中度高, 且政策提出“两新”政策 2024 年取得了很好的成绩, 2025 年仍将继续进行支持, 且将发行超长期特别国债对“两新两重”进行支持, 故而存在机会。但考虑到这些行业也是主要的出口行业, 需要注意特朗普上台后的关税政策可能带来的影响, 但无需过度悲观, 根据历史经验来看, 首先关税政策真正对企业盈利产生影响的时间点应该在 2025 年下半年。且当前中国对美国的出口依赖度已经大幅下降, 汽车、家电也并非美国后续加税的重点行业。

图表 18. PPI-CPI 剪刀差降幅收窄, 但目前仍未现拐点



数据来源: Wind、国元期货

图表 19. 消费数据出现较大幅改善



(3) 并购重组主线

2024 年以来，多项会议和文件中都提及了上市公司并购重组，是当前 A 股的重要主线之一，并购重组不止能明显解决 IPO“堰塞湖”的问题，还是上市公司提质增效的重要途径。国九条以来，共有三次文件或者会议中提及了并购重组相关，主要涉及的企业主要包含三类，券商、科技以及央国企。监管层支持和鼓励券商通过合并重组，做优做强，加快建设具有国际竞争力的头部投行，例如近期的国泰君安和海通，以及传闻中的多组券商都有加快重组的迹象，在券商供给侧改革的大背景下，有望催化券商并购主线行情。央国企方面主要针对二十届三中全会中提到的未来国资国企改革的七大方向，2024 年消息不断，比如中国船舶拟吸收合并中国重工，中国五矿拟入住盐湖股份等。科技行业则主要受益于新质生产力发展方向，政策支持上市公司围绕战略性新兴产业，未来产业等进行并购重组，增强“硬科技”“三创四新”属性，科技行业的并购重组周期重启，进一步对科技成长主线形成了支撑。

图表 20. 一线城市二手房价格出现拐点

时间	部委	文件名称/会议主题	主要内容	潜在受益方
2024 年 4 月 12 日	-	新“国九条”	推动证券基金机构高质量发展:支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。	券商
2024 年 9 月 24 日	证监会		支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。	券商

		《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	支持上市公司向新质生产力方向转型升级:支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组。支持上市公司开展基于转型升级等目标的跨行业并购、收购有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产:支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等。	科技
			鼓励上市公司加强产业整合:将继续动力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。	央国企
2024 年 9 月 26 日	-	中共中央政治局会议	努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革等，	-

数据来源：Wind、国元期货

三、期权数据

3.1 期权 PCR：市场情绪回归合理水平

期权成交的 PCR（Put/Call Ratio）是指在期权市场上，认沽期权（Put Option）的成交量与认购期权（Call Option）的成交量之比。PCR 通常用于衡量投资者对市场的情绪和预期。具体地说，当 PCR 大于 1 时，意味着认沽期权的交易量大于认购期权的交易量，这可能反映了投资者对市场走势的悲观情绪，认为标的资产的价格可能会下跌。相反，当 PCR 小于 1 时，意味着认购期权的交易量大于认沽期权的交易量，这可能反映了投资者对市场走势的乐观情绪，认为标的资产的价格可能会上涨。

期权持仓 PCR 可以更好的反映期权卖方情绪，当持仓 PCR 较小时，说明期权卖方认为市场易跌难涨，对后市较悲观。当 PCR 处在高位时，说明期权卖方认为市场易涨难跌，期权卖方对后市更乐观。

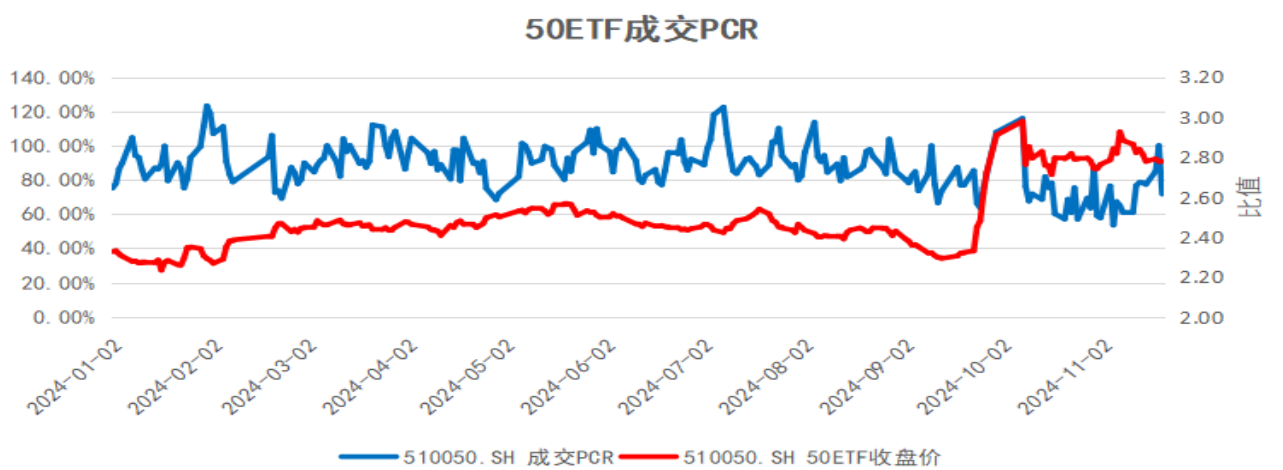
从 24 年期权持仓 PCR 的走势中不难看出，年初时期权持仓 PCR 处在低位，市场信心跌至谷底。春节前后市场反弹，期权持仓 PCR 逐渐走高，并在 5 月初达到高点。但 5 月中旬至 9 月中旬，期权持仓 PCR 再度走低。伴随一系列增量政策，期权持仓 PCR 在 10 月 8 日达到极高值。截至 11 月 22 日，期权持仓量 PCR 回归至中等水平。市场情绪已回归至合理水平。期权成交 PCR 则处在偏低水平，较多投资者买入认购期权博市场上涨。从今年的期权持仓 PCR 走势中可以发现，当期权持仓 PCR 跌至谷底时，意味着市场极度悲观，或蕴含市场反弹机会。

图 21. 11 月 20 日期权成交 PCR

分位数	50ETF	300ETF	500ETF	创业板 ETF	上证 50 指数	沪深 300 指 数	中证 1000 指 数
成交量 PCR 分位点	6.37%	60.44%	28.57%	13.19%	9.23%	5.93%	50.55%
持仓量 PCR 分位点	18.90%	51.43%	54.95%	60.66%	28.57%	37.36%	66.59%
成交额 PCR 分位点	36.04%	43.08%	21.98%	17.80%	20.00%	12.53%	32.97%

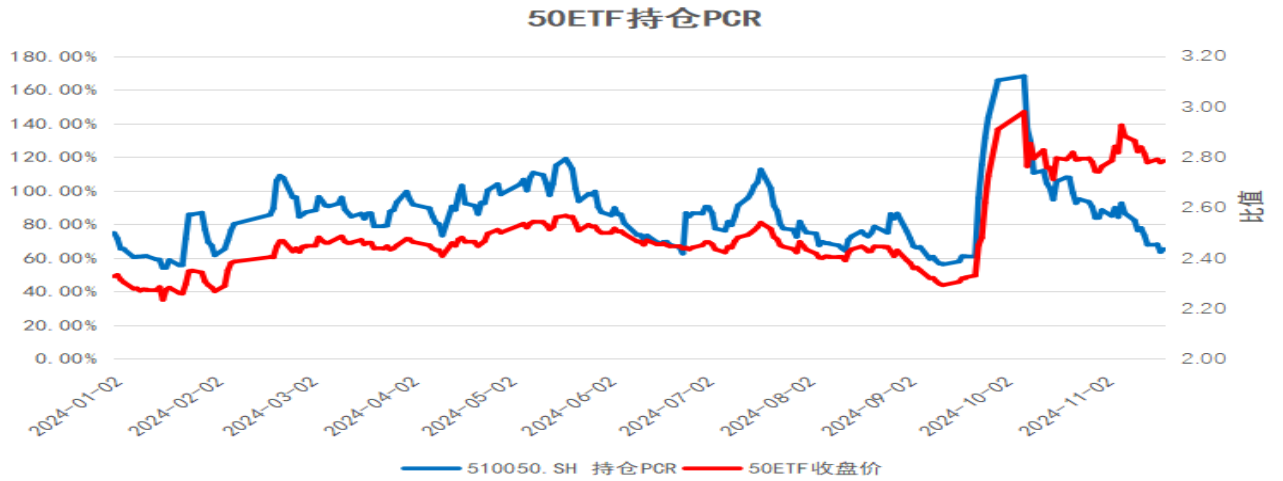
数据来源：Wind、国元期货

图表 22 50ETF 期权成交 PCR



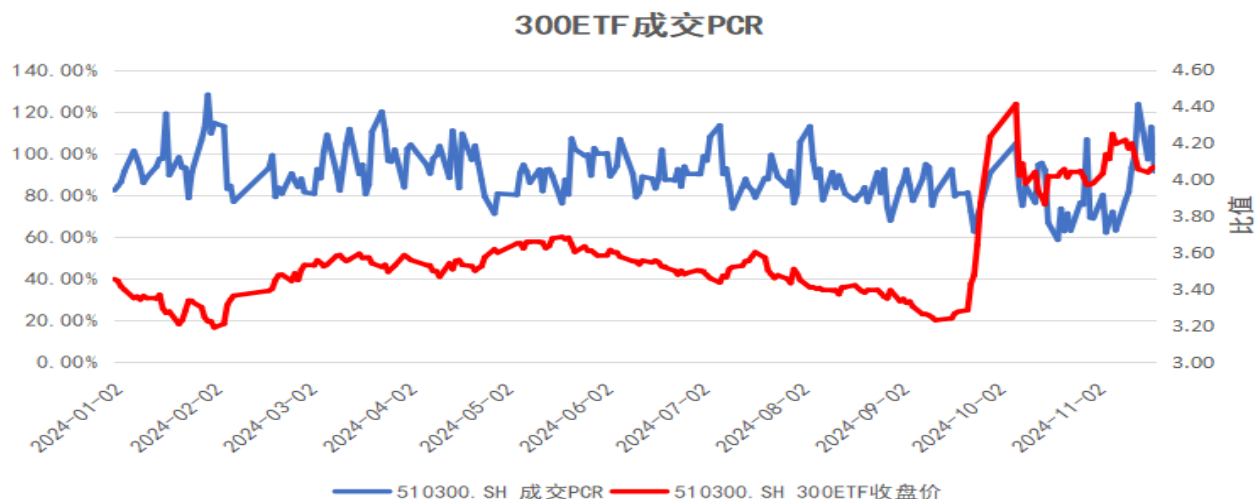
数据来源：WIND、国元期货

图表 23 50ETF 期权持仓 PCR



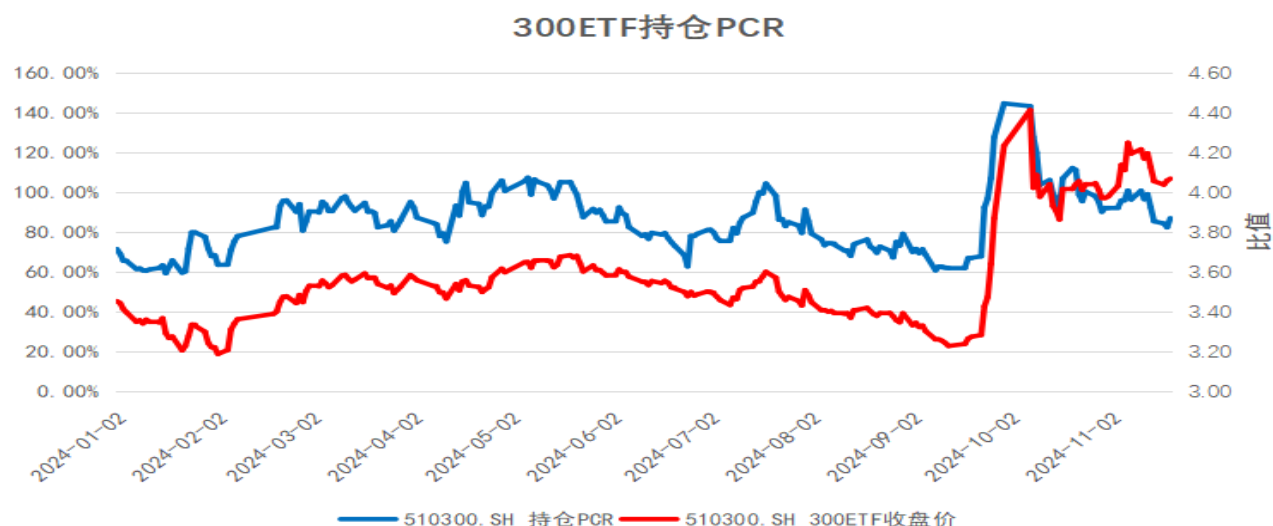
数据来源：WIND、国元期货

图表 24 沪深 300ETF 期权成交 PCR



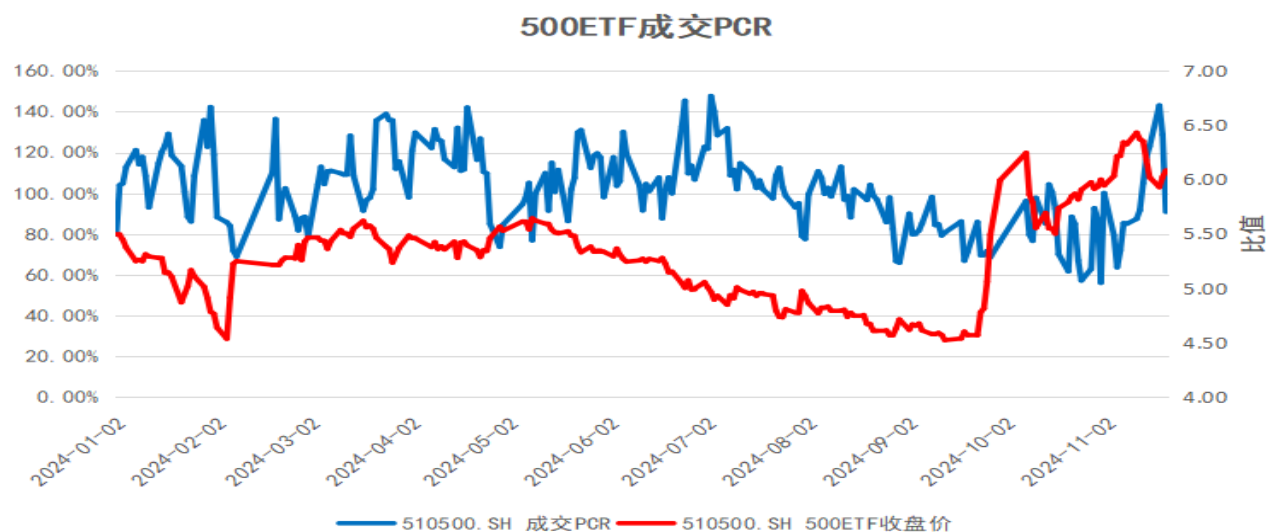
数据来源：WIND、国元期货

图表 25 沪深 300ETF 期权持仓 PCR



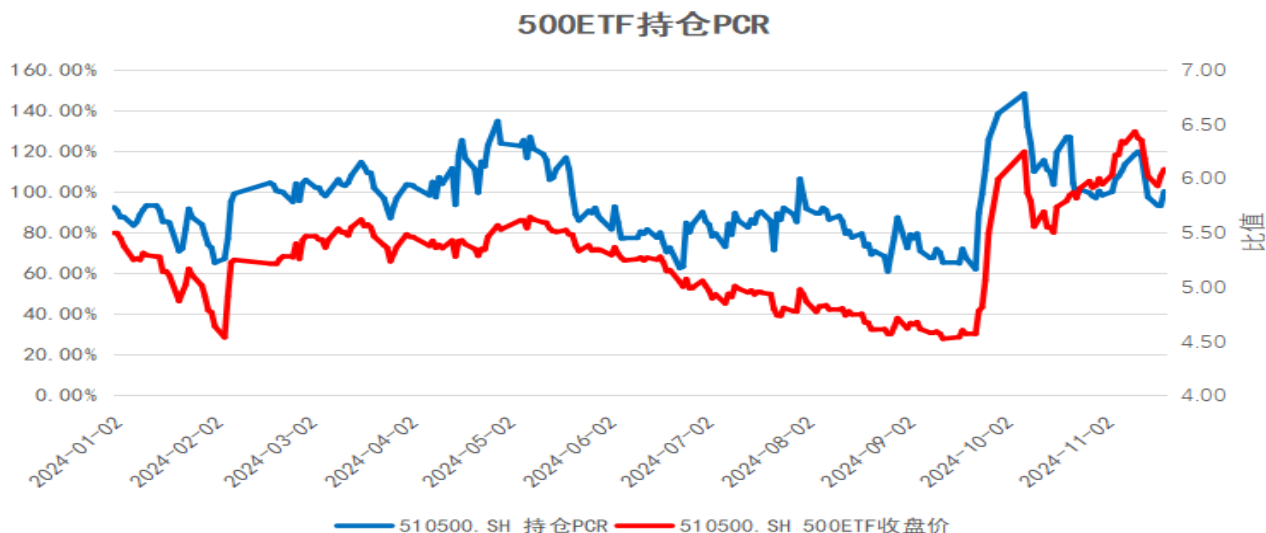
数据来源：WIND、国元期货

图表 26 中证 500ETF 期权成交 PCR



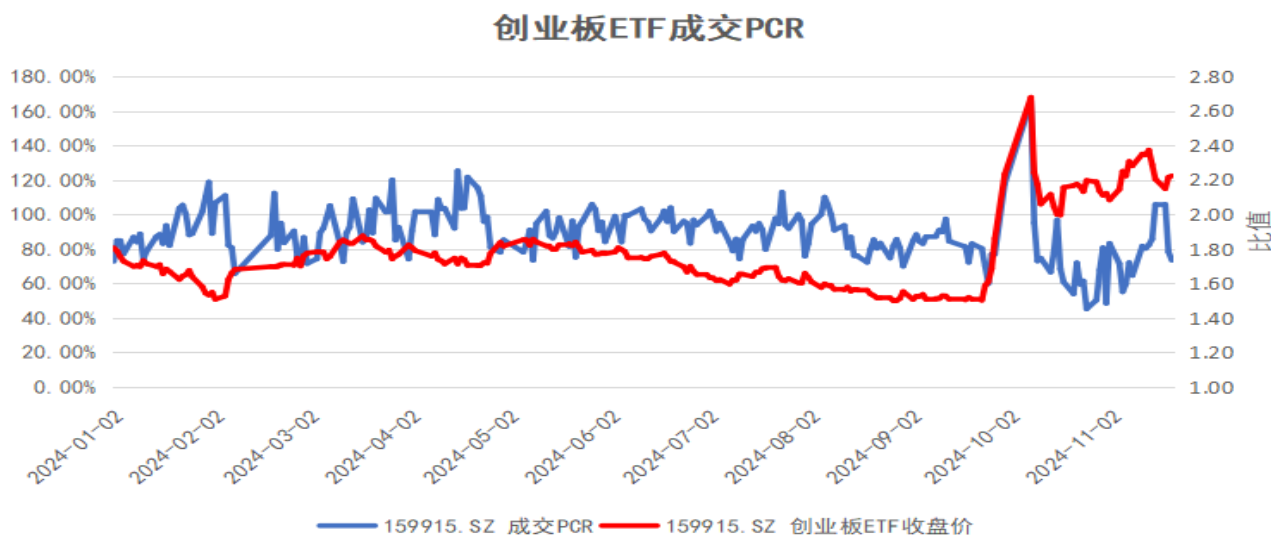
数据来源：WIND、国元期货

图表 27 中证 500ETF 期权持仓 PCR



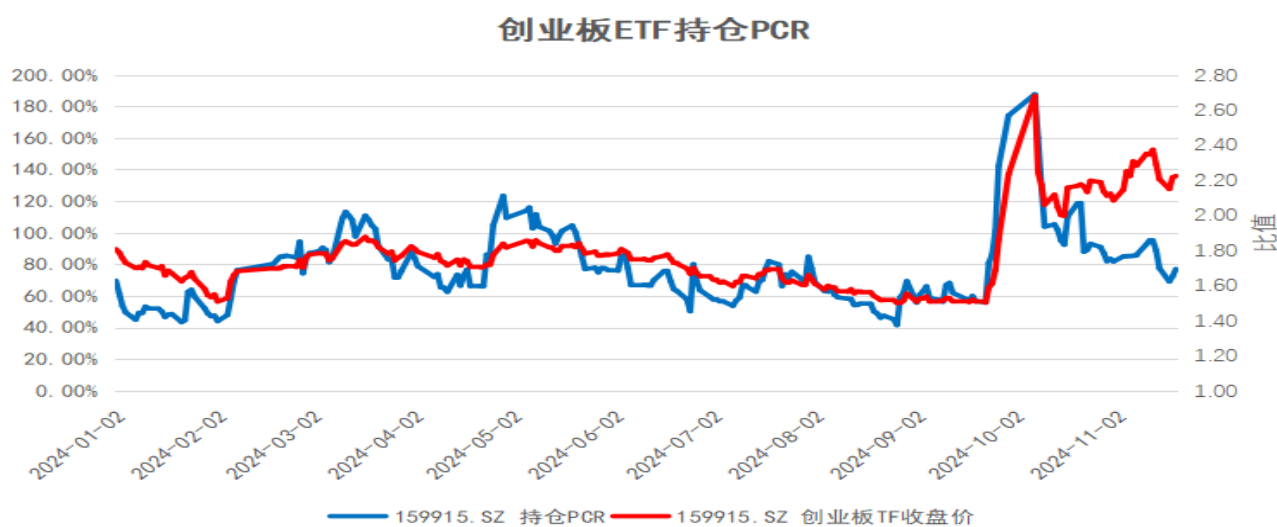
数据来源：WIND、国元期货

图表 28 创业板期权成交 PCR



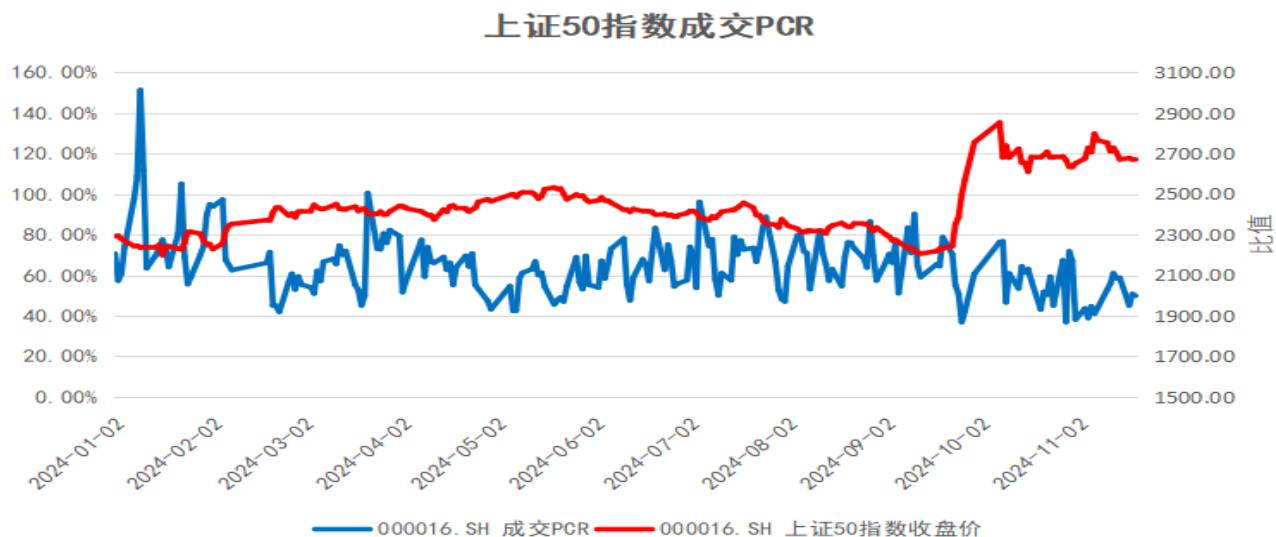
数据来源：WIND、国元期货

图表 29 创业板 ETF 期权持仓 PCR



数据来源：WIND、国元期货

图表 30 上证 50 期权成交 PCR



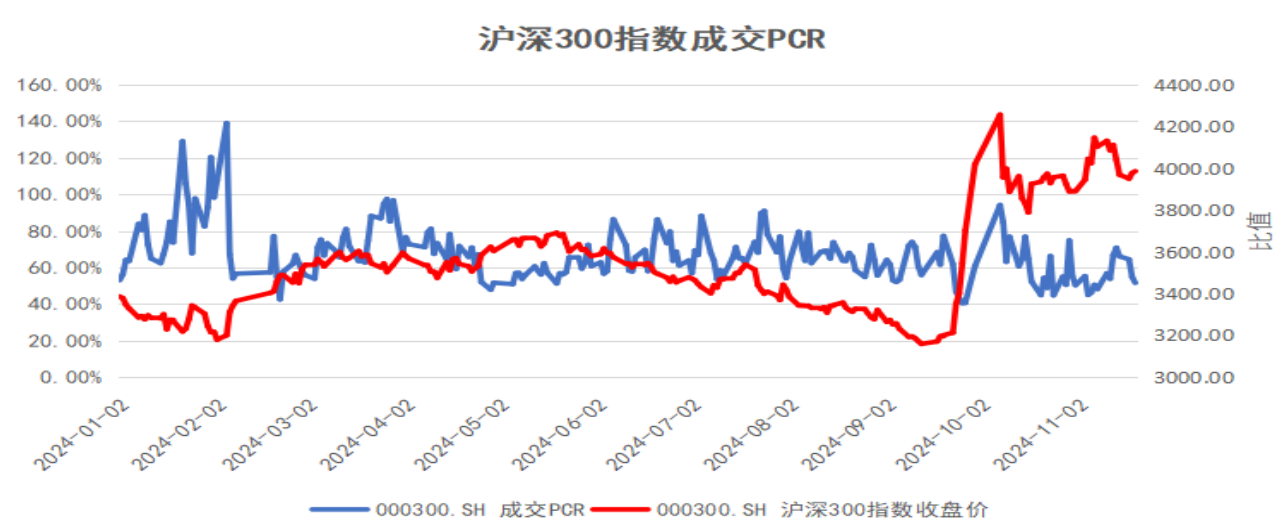
数据来源：WIND、国元期货

图表 31 上证 50 期权持仓 PCR



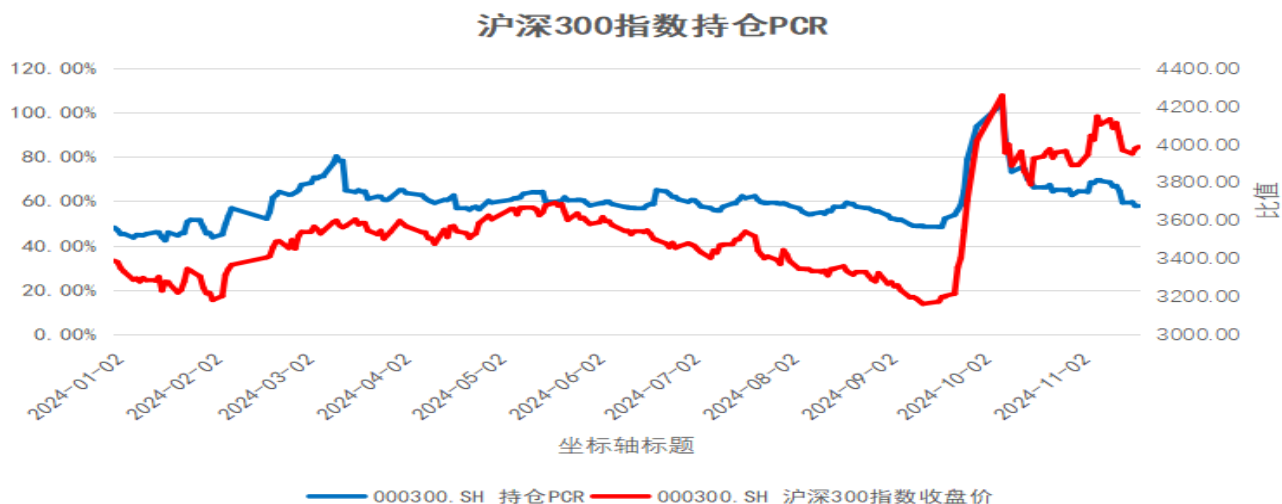
数据来源：WIND、国元期货

图表 32 沪深 300 期权成交 PCR



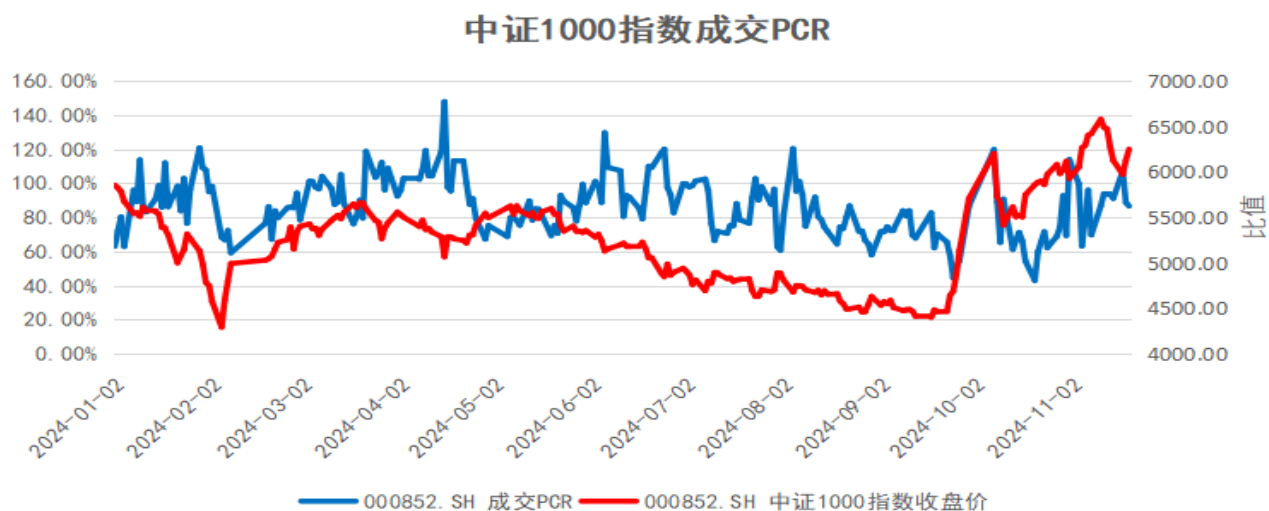
数据来源：WIND、国元期货

图表 33 沪深 300 期权持仓 PCR



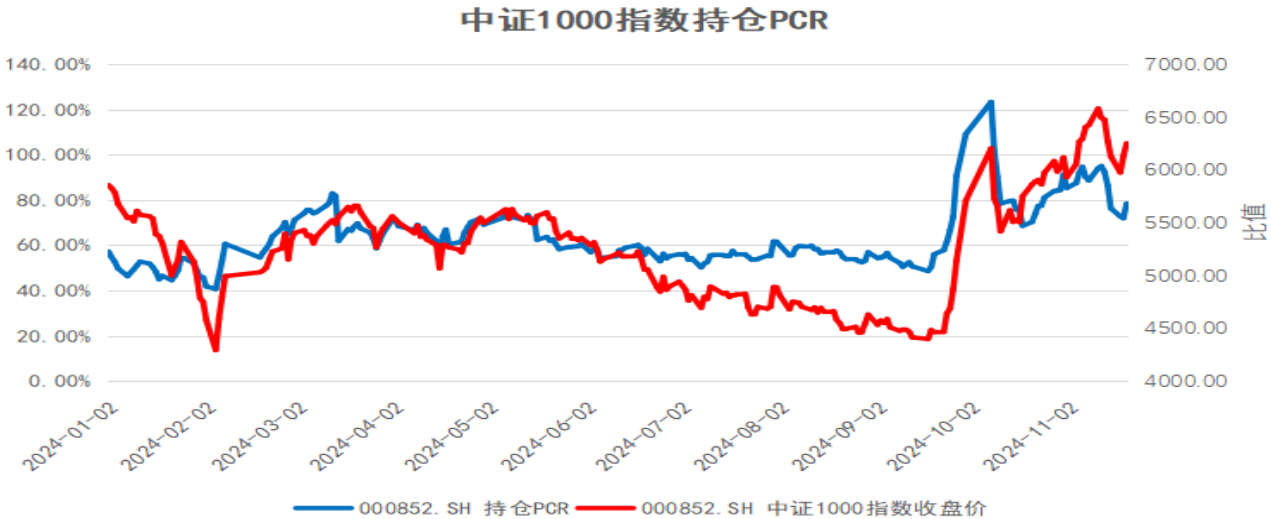
数据来源：WIND、国元期货

图表 34 中证 1000 期权成交 PCR



数据来源：WIND、国元期货

图表 35 中证 1000 期权持仓 PCR



数据来源：WIND、国元期货

3.2 期权波动率分析：对未来大幅波动仍有较高预期

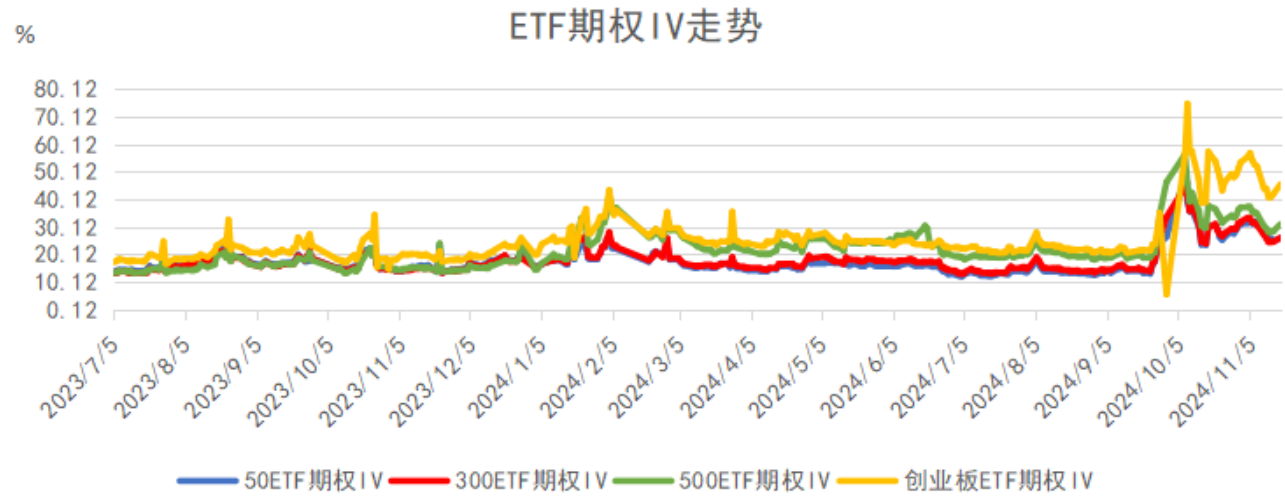
期权隐含波动率可以较好的反映当前市场的情绪。24 年 2 月初期权隐含波动率大幅走高，市场恐慌情绪升温。2024 年 3 月初至 9 月初期权隐含波动率保持平稳。9 月中下旬以及 10 月初，市场大幅上涨。期权隐含波动率达到了极高的水平，创业板 ETF 期权加权平均隐含波动率达到了将近 80%的极值。24 年 11 月以来，期权隐含波动率较极值明显回落，但仍然处在较高水平。截至 24 年 11 月 22 日，市场对于未来行情大幅波动仍然有较高的预期。

图表 36 近一年期权加权平均隐含波动率分位点

	50ETF	300ETF	500ETF	创业板 ETF	上证 50 指数	沪市 300 指数	中证 1000 指数
期权加权平均隐含波动率分位点	94%	92%	88%	93%	92%	91%	87%

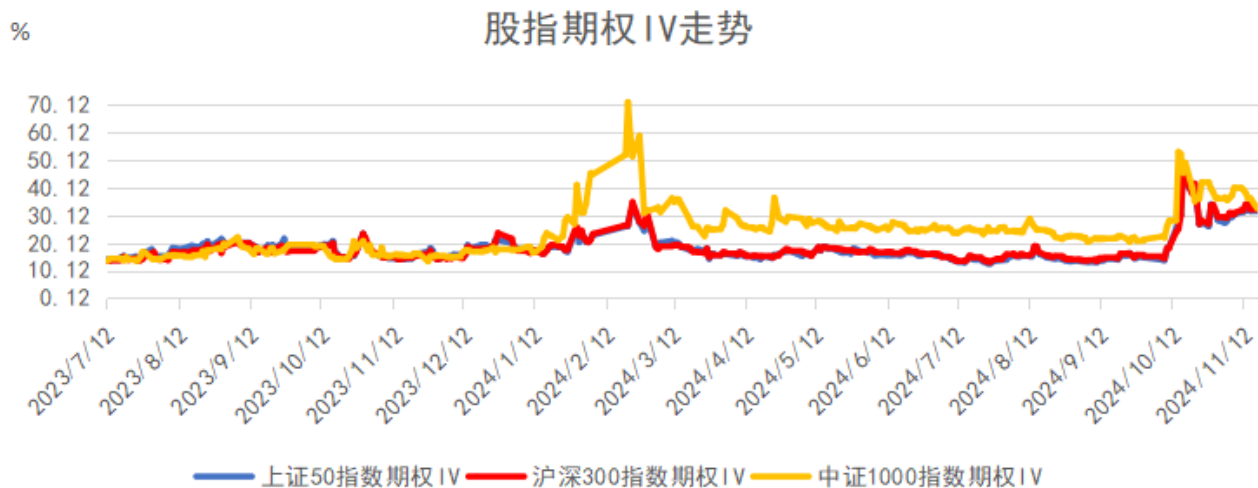
数据来源：Wind、国元期货

图表 37 ETF 期权加权平均隐含波动率走势



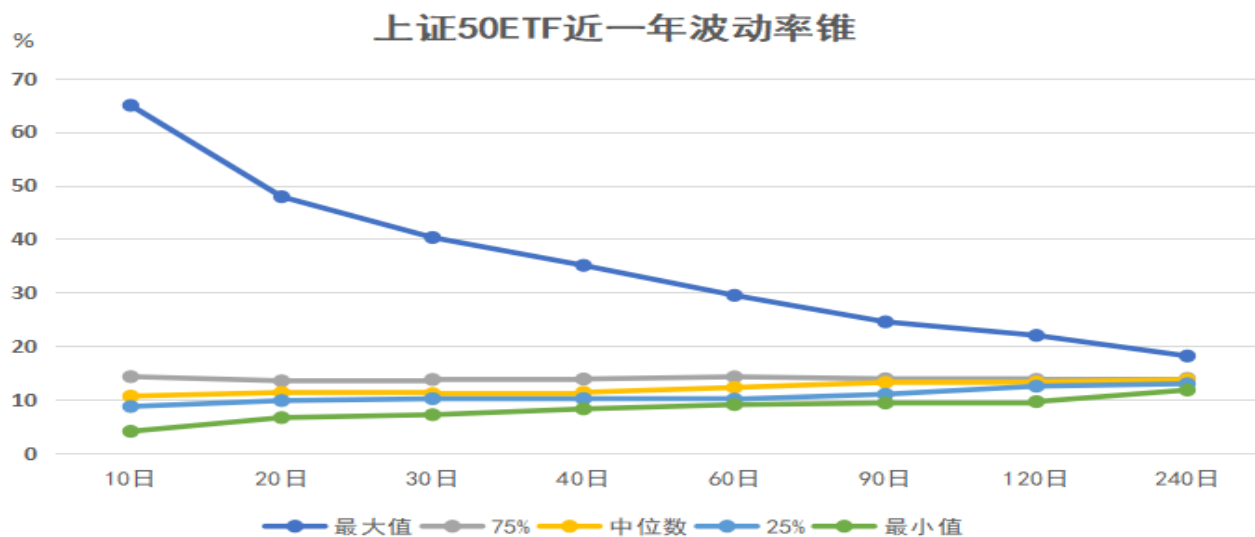
数据来源：Wind、国元期货

图表 38 股指期货期权加权平均隐含波动率走势



数据来源：Wind、国元期货

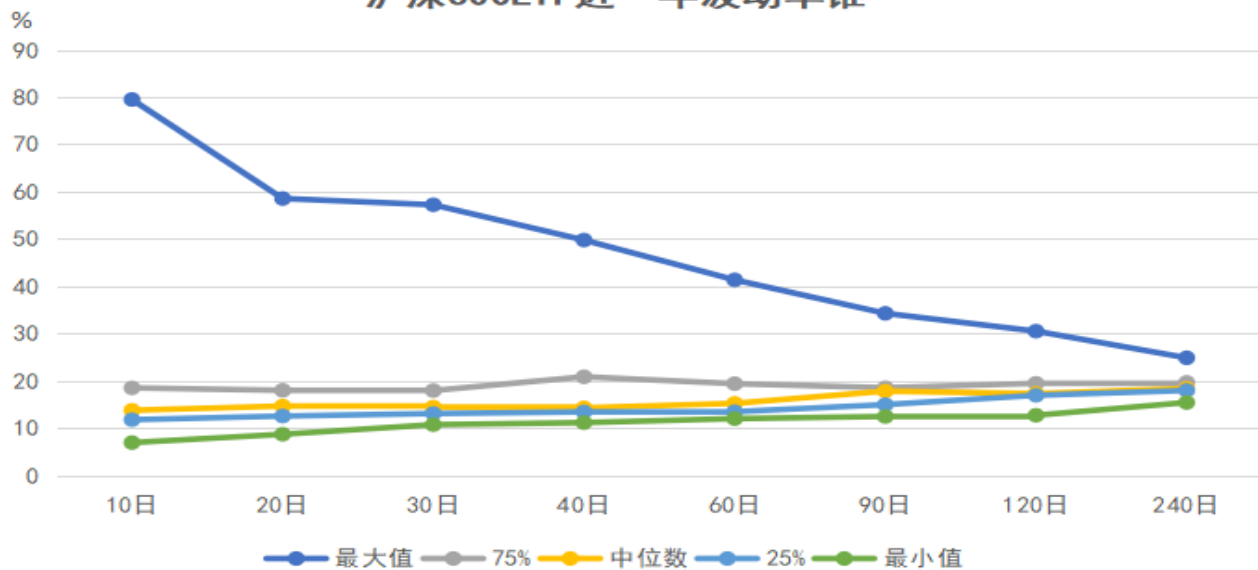
图表 39 上证 50ETF 波动率锥



数据来源：Wind、国元期货

图表 40 沪深 300ETF 波动率锥

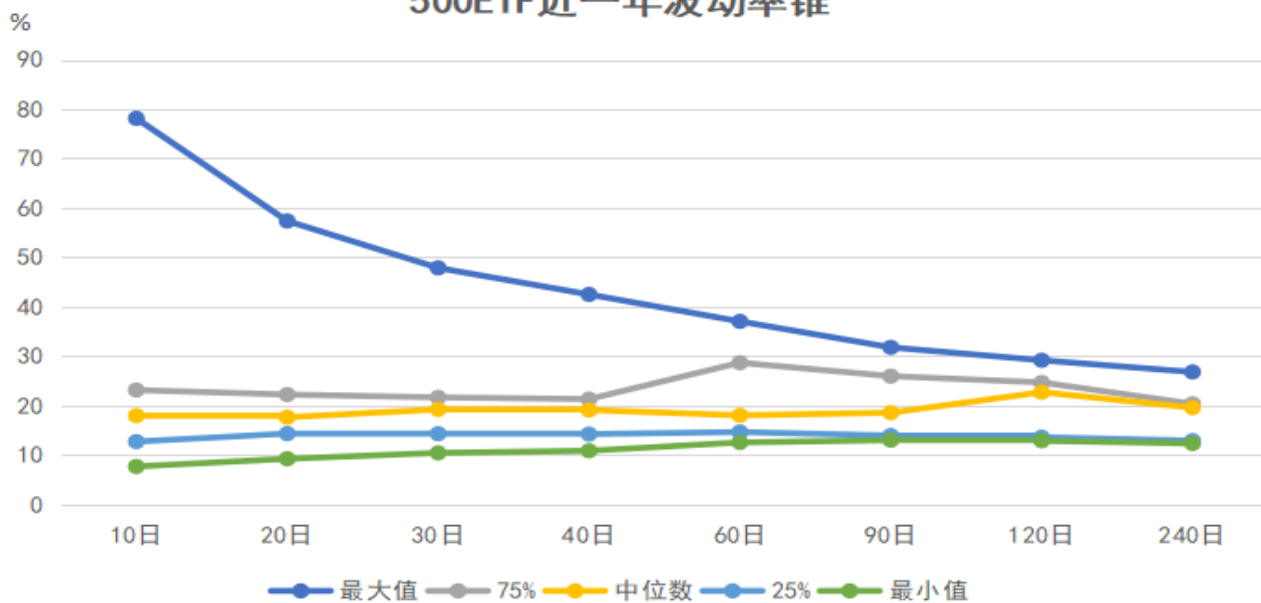
沪深300ETF近一年波动率锥



数据来源：Wind、国元期货

图表 41 中证 500ETF 波动率锥

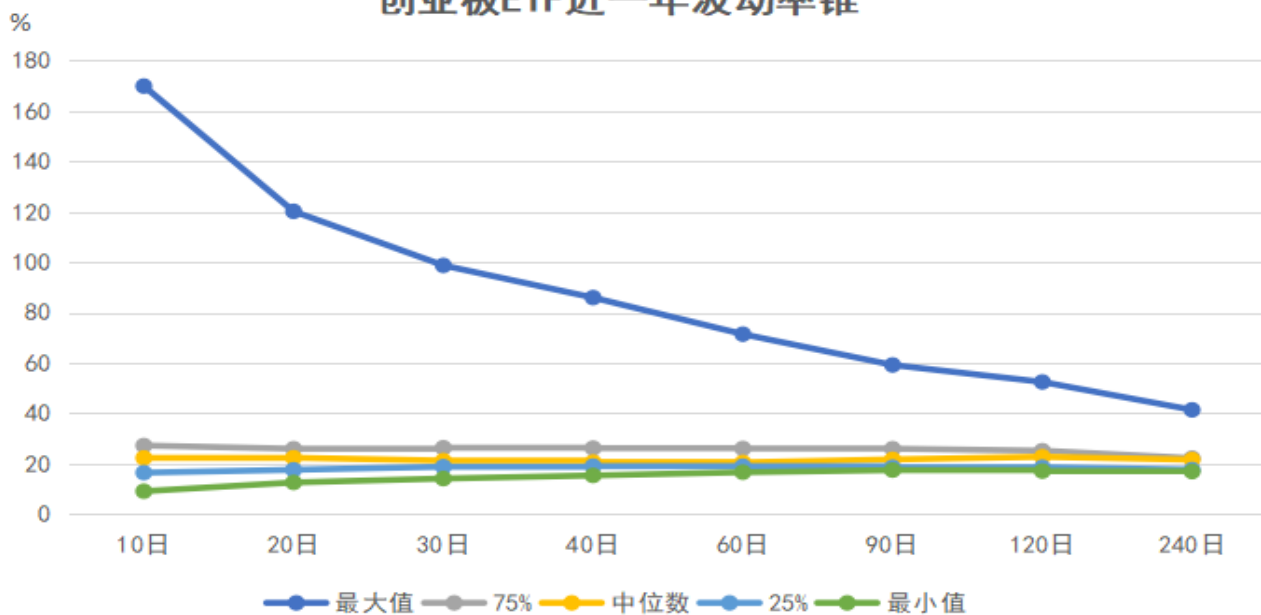
500ETF近一年波动率锥



数据来源：Wind、国元期货

图表 42 创业板 ETF 波动率锥

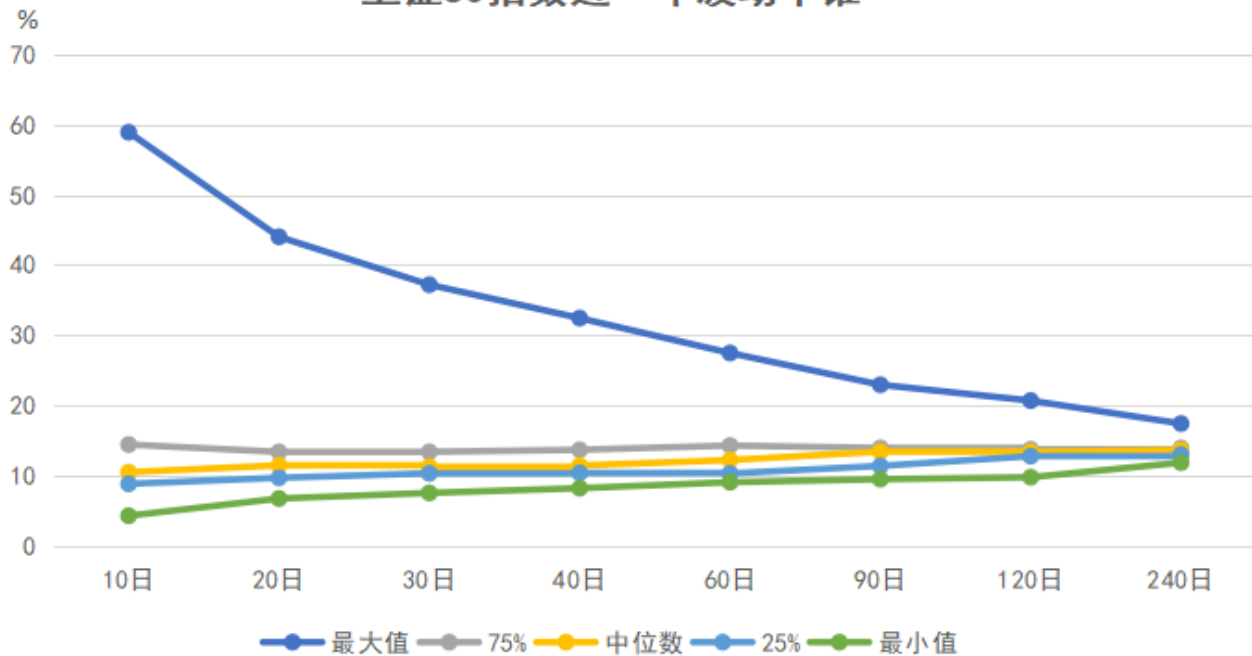
创业板ETF近一年波动率锥



数据来源：Wind、国元期货

图表 43 上证 50 指数波动率锥

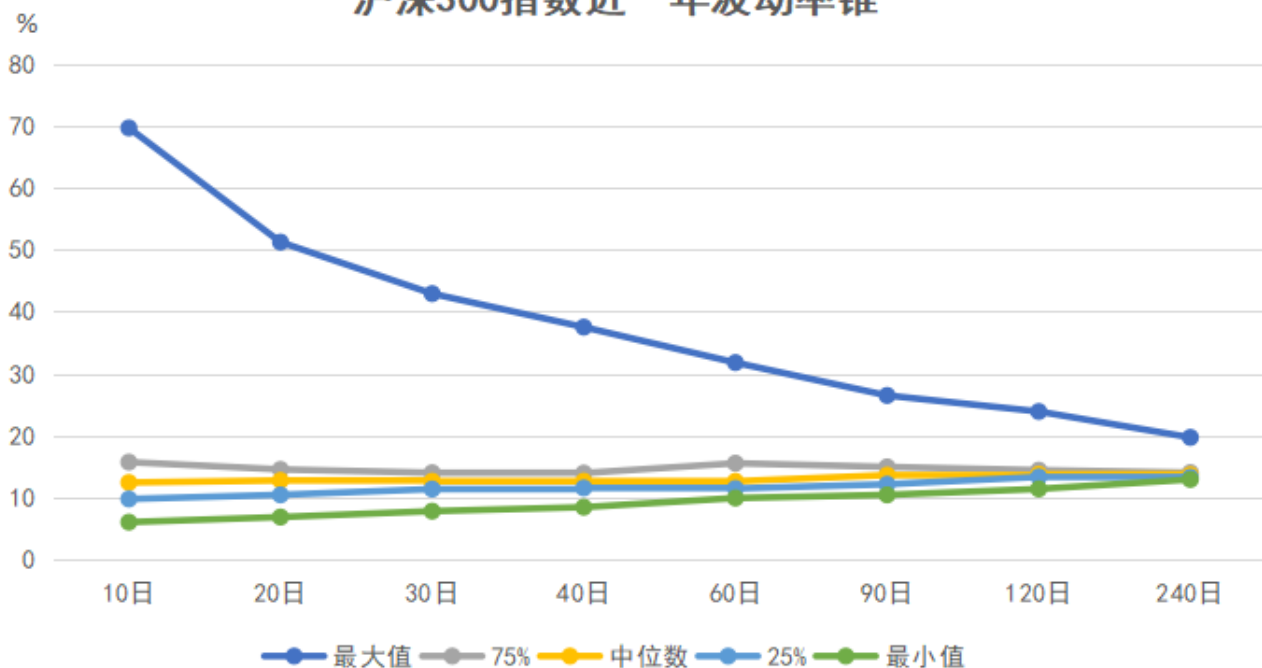
上证50指数近一年波动率锥



数据来源：Wind、国元期货

图表 44 沪深 300 指数波动率锥

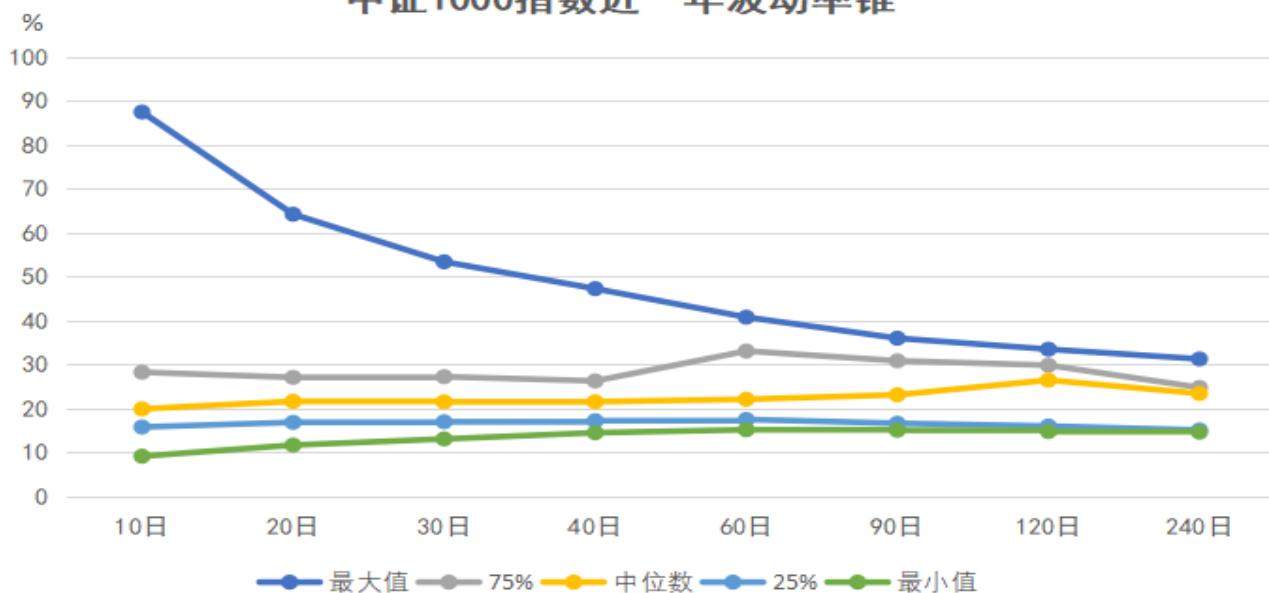
沪深300指数近一年波动率锥



数据来源: Wind、国元期货

图表 45 中证 1000 指数波动率

中证1000指数近一年波动率锥



数据来源: Wind、国元期货

四、核心观点及操作建议

对于 2025 年的市场，我们整体保持中性偏乐观的观点。从宏观基本面来看，2024 年是经济复苏转型的拐点之年。国内政策可期，大规模的化债以及大概率出台的消费相关政策，预计将有力的对市场形成支撑。而海外方面，根据历史经验特朗普从上任到关税政策落地，仍有将近半年的时间窗口。从 DDM 模型三要素的角度来看，首先企业盈利方面，2025 市场的盈利有望回升至中低或者中等增速水平，节奏上预计呈现前高后低的“倒 V”型走势，上半年双宽政策发力，预期改善，为应对即将到来的关税压力内需政策也有望领先于海外发力，市场在预期的引领下偏强，而下半年出口景气度或可能承压，对企业盈利产生实际影响。流动性和风险偏好角度来看，M1-M2 剪刀差触底反弹，说明原先资金空转的现象有所缓解，存款活化程度边际改善，流动性宽松催生资产价格上涨。微观层面两融余额所处位置也显示投资者对市场前景持乐观态度，当前两融余额所处位置表明市场中的资金量仍然相对充足，交投活跃，流动性良好。风险偏好方面，2025 年投资者风险偏好有望整体好于 2024 年。但仍需警惕海外影响，特朗普上任之后再通胀风险可能会导致中美利差再度拉大，进而对资金流向、汇率等方面造成影响。

风格结构方面，整体来看 2025 年，A 股市场受国内政策影响的程度要大于海外市场，所以在风格上主要关注点落在政策目标的确定性上，所以主要关注三个主线，科技成长主线、经济修复主线以及并购重组主线，风格表现为成长>消费>金融>周期。对应到股指期货层面，二季度中旬之前，外围市场影响相对偏弱，而国内政策预期仍然存在，双宽政策背景下，市场流动性、风险偏好偏强，叠加前文的主线，预计科技、成长风格会相对偏强，中证 500 及中证 1000 可能会表现偏强。二季度中旬之后，特朗普主张政策陆续落地，再通胀风险、关税政策等都可能对国内资金流向，需求恢复情况产生影响，此时风险偏好、企业盈利及流动性均有回落的可能性，上证 50 及沪深 300 可能在经济好转、需求复苏的背景之下表现偏强。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或

个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室
(即磐基商务楼 1502-1503 室)

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室

电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555221