

股指短期驱动不足，IM 贴水加深

【策略观点】

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

吴菁琛

电话：010-84555056

邮 箱

wujingchen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3051432

投资咨询资格号

Z0013764

王兆玮

电话：010-84555101

邮 箱

wangzhaowei@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03113608

投资咨询资格号

Z0022231

本月，中美双方在日内瓦谈判中取得重要突破，美方暂时将对华综合关税由约 145% 下调至 30%，中方则将对美平均关税降低至 10%，并表示将持续就长期安排展开磋商。这一“降税窗口”的打开，显著缓和了市场此前对外需受冲击的担忧，全球风险资产短期内获得提振。尽管国内 4 月经济数据环比 3 月有所放缓，但总体仍显示出较强韧性。消费及工业增加值同比增速维持在近两年相对较高水平。同时，央行本月采取降准降息措施，进一步提升市场流动性。

短期来看，随着关税缓和和主要经济体可能同步释放宽松政策信号，全球风险资产的外部环境得以巩固。国内市场流动性整体充裕，情绪保持中性，但单边驱动力不足，预计股市仍将延续震荡上行趋势。中期来看，由于出口冲击预期大幅减弱，加上通胀温和回暖，预计 A 股企业营收以及盈利将在三季度迎来同比由负转正的拐点，为股指提供更为扎实的基本面支撑。不过，需注意 90 天的“降税窗口”期满后，美方关税政策可能再度生变的风险。

在股指期货单边策略方面，建议投资者以 2 成仓位做多 IF 或 IC 合约，若出现回调可逐步加仓。套利策略方面，建议暂时空仓，等待更优机会。期权策略方面，当前市场下方支撑较强，可考虑继续持有认沽牛市价差策略。

【目 录】

一、 市场行情回顾.....	1
1.1 经济数据&宏观政策	1
1.2 市场行情数据	2
二、 股指期货数据分析	4
2.1 股指期货涨跌幅.....	4
2.2 股指期货基差	5
2.3 股指期货基差年化升贴水率.....	7
三、 期权数据分析.....	10
3.1 期权成交及持仓概况	10
3.2 期权波动率分析	18

一、市场行情回顾

1.1 经济数据&宏观政策

尽管在关税骤升等外部扰动下，工业、服务业、出口、社零、投资和房地产等主要指标同比均有所回落，但整体运行仍稳中有进。消费和投资延续年初以来的恢复态势，内需成为支撑经济的主要力量。

工业方面，企业在外需走弱背景下通过去库存稳产稳销，工业增加值同比增长 6.1%，但出口交货值增长仅 0.9%。消费层面，在政策刺激和消费升级双轮驱动下，剔除汽车后的社零同比增长达 5.6%，以旧换新政策效果不减，家电、手机等品类表现亮眼。投资方面，固定资产投资单月增速放缓至 3.6%，但基建和制造业仍维持较高增速，“设备更新”政策持续发力；房地产投资则延续下行态势，房价仍处探底阶段。

2025 年 1—4 月，全国规模以上工业企业利润同比增长 1.4%，较一季度加快 0.6 个百分点，延续温和修复态势。4 月份当月利润同比增长 3.0%，为连续第二个月回升，显示工业企业盈利能力在政策引导和内需改善背景下逐步恢复。从行业结构看，利润增长面扩大至近六成，共计 23 个大类行业实现同比增长，表明企业经营景气度整体回升。“大规模设备更新”政策显效：专用设备制造业利润同比增长 13.2%，通用设备增长 11.7%，成为支撑制造业盈利改善的核心力量。“消费品以旧换新”带动终端品类修复：家用电器及其配套制造利润大幅增长，相关子行业增速普遍超过 15%，显示政策在推动居民耐用消费方面效果初显。不过，部分行业仍承压。汽车制造业利润同比下降 5.1%，价格战持续、竞争加剧对盈利形成拖累。

图表 1 近期重要经济数据

数据	前值	平均预期值	公布值
4 月固定资产投资:累计同比(%)	4.2	4.26	4.0
4 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	5.9	5.48	5.1
4 月工业增加值:当月同比(%)	7.7	5.21	6.1
4 月城镇调查失业率(%)	5.2	5.2	5.1
4 月工业企业利润:累计同比(%)	0.8	/	1.4

数据来源：国家统计局、国元期货

1.2 市场行情数据

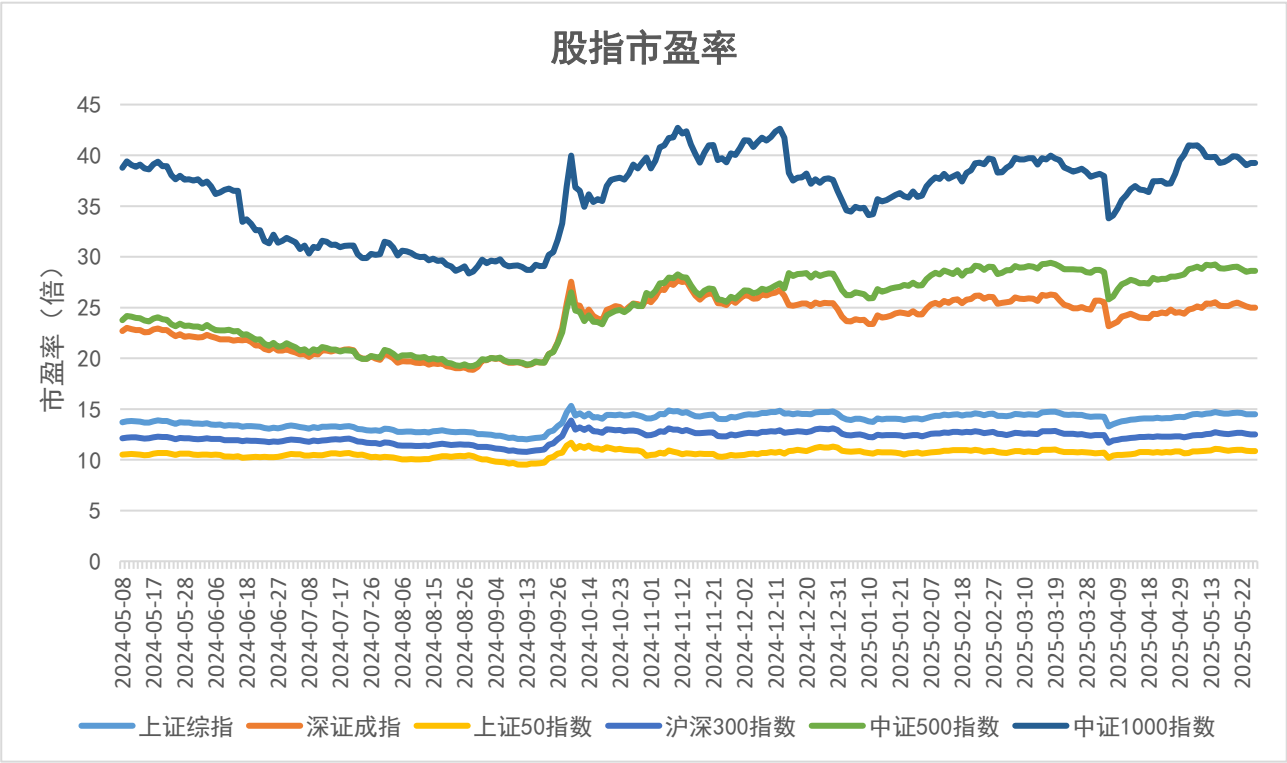
本月中美对等关税大幅下调，市场震荡回升。主要股指全线上涨。两市日均成交额保持在较高水平。综合、轻工制造、银行以及国防军工板块涨超 5%。电子、房地产以及计算机板块逆势走低。

图表 2 指数周度涨跌幅（截止 5 月 26 日）

证券代码	证券名称	收盘价	周涨跌幅（%）	周成交额（亿元）
000001.SH	上证指数	3346.84	1.88%	5086 亿元
399001.SZ	深证成指	10091.16	1.31%	7677 亿元
399006.SZ	创业板指	2005.26	2.24%	3519 亿元
000905.SH	中证 500	5669.46	0.36%	1793 亿元
000300.SH	沪深 300	3860.11	1.83%	2515 亿元
000852.SH	中证 1000	6028.79	0.98%	2540 亿元
000016.SH	上证 50	2699.42	1.98%	697 亿元

数据来源：WIND、国元期货

图表 3 股指市盈率



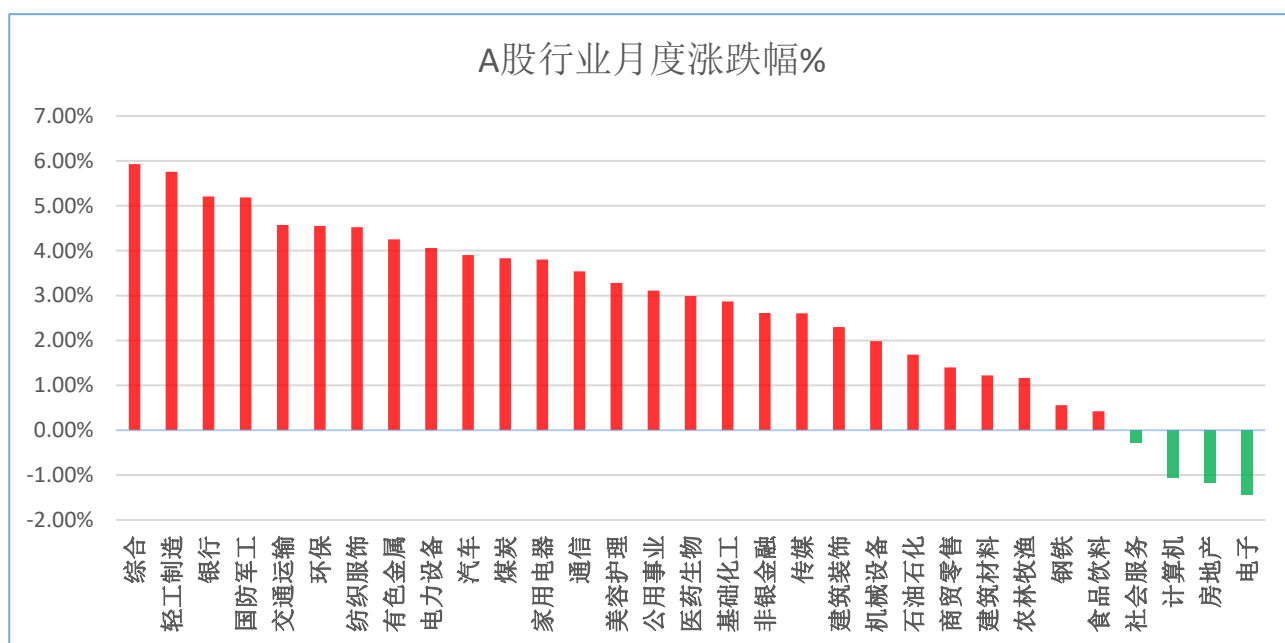
数据来源：WIND、国元期货

图表 4 指数市盈率近十年分位点

	上证综 指	深证成 指	创业板 指数	上证 50 指数	沪深 300 指数	中证 500 指数	中证 1000 指数
市盈率 (TTM)	14.48	24.98	30.40	10.87	12.49	28.61	39.24
市盈率分位点% (近十年)	65.40	35.62	14.72	71.70	51.37	64.58	55.62

数据来源：WIND、国元期货

图表 5 A 股行业涨跌幅（截至 5 月 22 日）



数据来源：WIND、国元期货

图 6 两市融资融券余额



数据来源: WIND、国元期货

二、股指期货数据分析

本月多数股指期货震荡走高, IC 以及 IM 远月合约走势偏弱。IC 以及 IM 远月合约贴水较大, 反应市场对对冲需求较大且对未来行情偏谨慎。IM/IH 当前处在中等水平, 银行股走高本月 IH 更为强势。

2.1 股指期货涨跌幅

图表 7 股指期货周涨跌幅

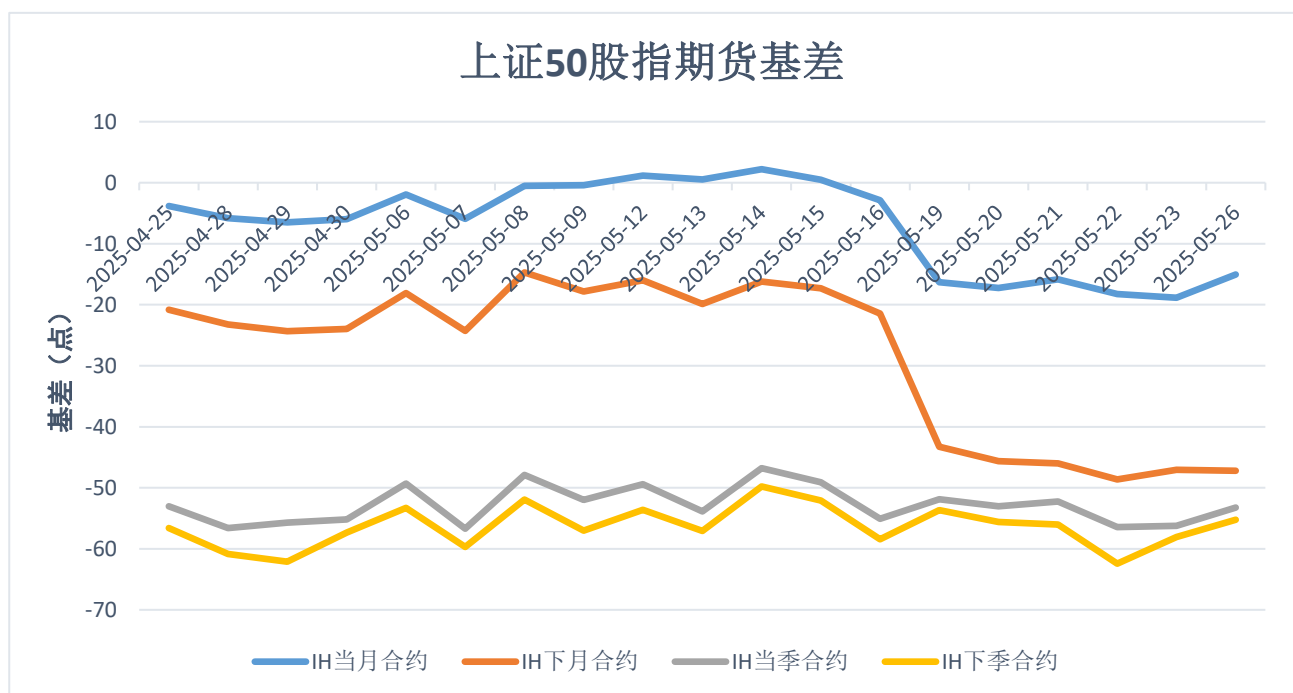
		收盘价	周涨跌幅	周成交量	持仓量	基差
IH00.CFE	IH 当月合约	0.00	0.00%	—	0	0.00
IF00.CFE	IF 当月合约	0	0.00%	—	0	0.00
IC00.CFE	IC 当月合约	0.00	0.00%	—	0	0.00
IM00.CFE	IM 当月合约	0	0.00%	—	0	0.00

	收盘价	月涨跌幅	月成交量	持仓量	基差	年化贴水率
IH当月合约	2693.00	2.09%	29,055,600.00	51685	-18.85	-8.69%
IF当月合约	3846.2	1.99%	58,475,600.00	138782	-36.07	-11.62%
IC当月合约	5561.80	-0.08%	54,529,900.00	110791	-91.24	-20.18%
IM当月合约	5872	0.17%	118,137,800.00	181503	-117.68	-24.56%
IH次月合约	2664.80	1.54%	28,548,500.00	1894	-47.05	-10.84%
IF次月合约	3808.8	1.82%	52,516,600.00	7154	-73.47	-11.83%
IC次月合约	5487.00	0.07%	48,503,700.00	6197	-166.04	-18.36%
IM次月合约	5780	0.33%	128,796,500.00	9249	-209.68	-21.88%
IH当季合约	2655.60	2.53%	9,667,700.00	22627	-56.25	-6.10%
IF当季合约	3777.8	2.51%	21,207,200.00	72672	-104.47	-7.91%
IC当季合约	5377.60	0.41%	19,645,900.00	60264	-275.44	-14.33%
IM当季合约	5633.8	0.52%	45,959,400.00	84096	-355.88	-17.47%
IH下季合约	2653.80	2.59%	2,257,500.00	4184	-58.05	-3.72%
IF下季合约	3736	2.17%	5,356,900.00	17017	-146.27	-6.54%
IC下季合约	5253.20	-0.20%	9,313,500.00	31688	-399.84	-12.28%
IM下季合约	5468.2	-0.28%	16,765,500.00	43846	-521.48	-15.11%

数据来源：Wind、国元期货

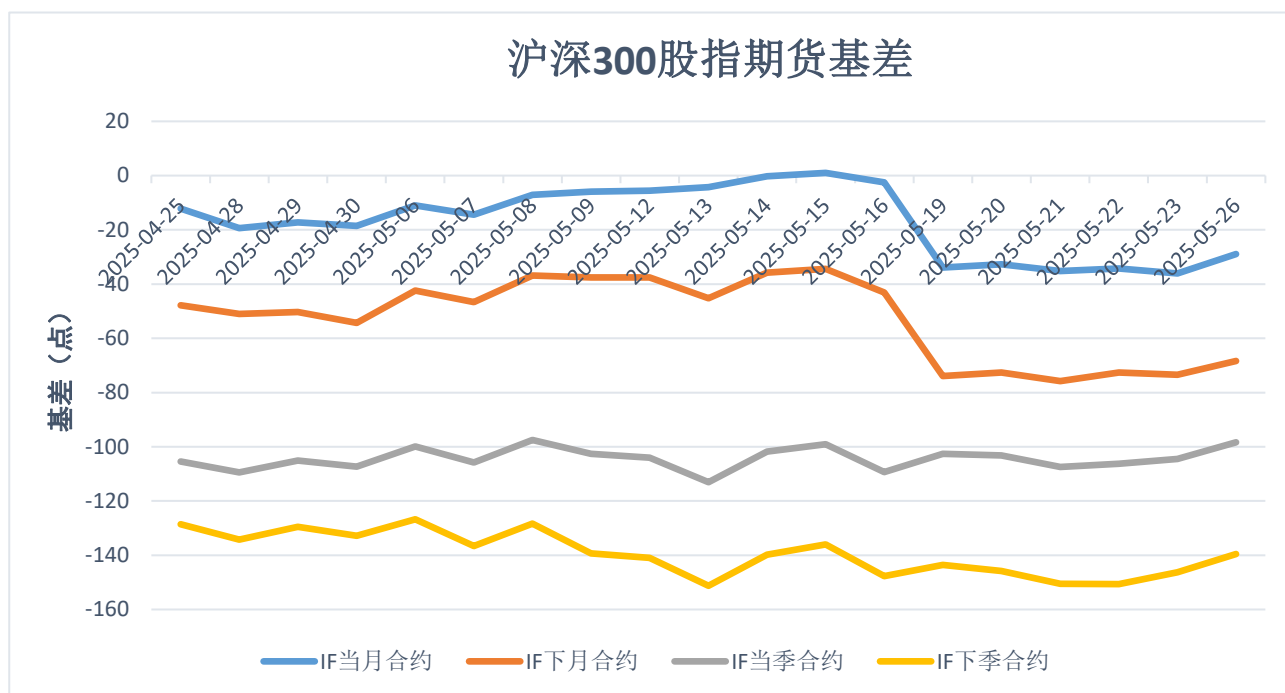
2.2 股指期货基差

图表 8 上证 50 股指期货基差



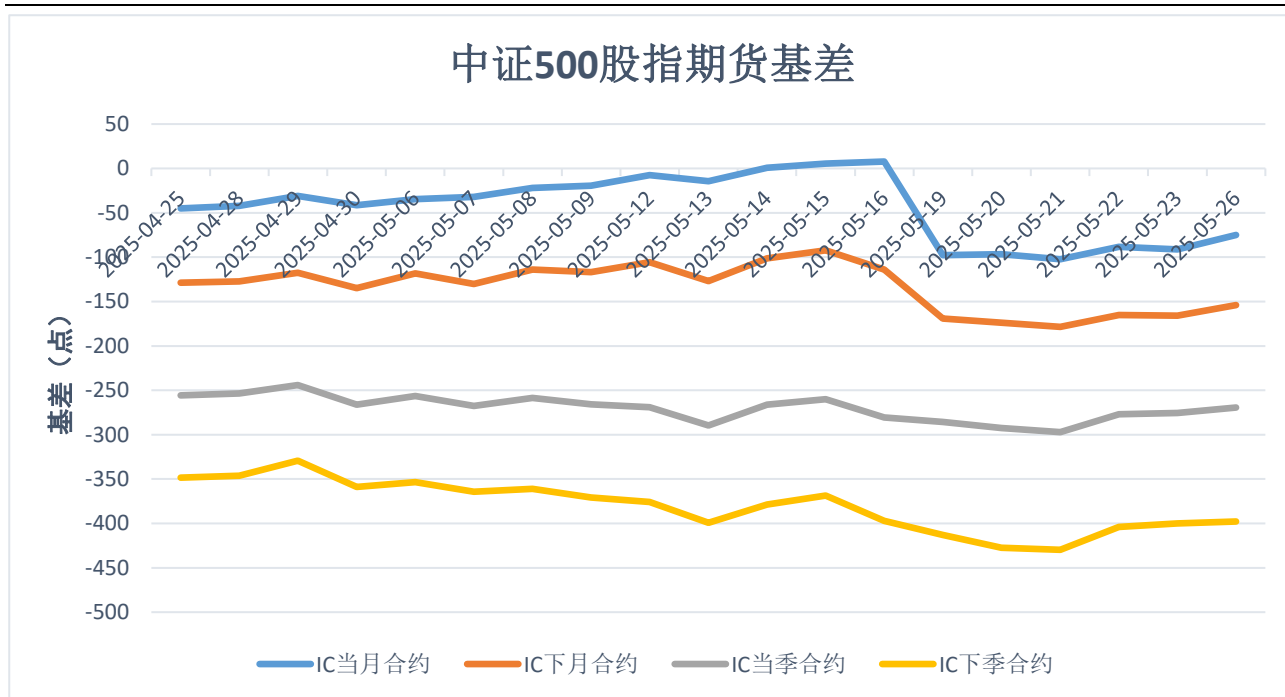
数据来源：Wind、国元期货

图表 9 沪深 300 股指期货基差

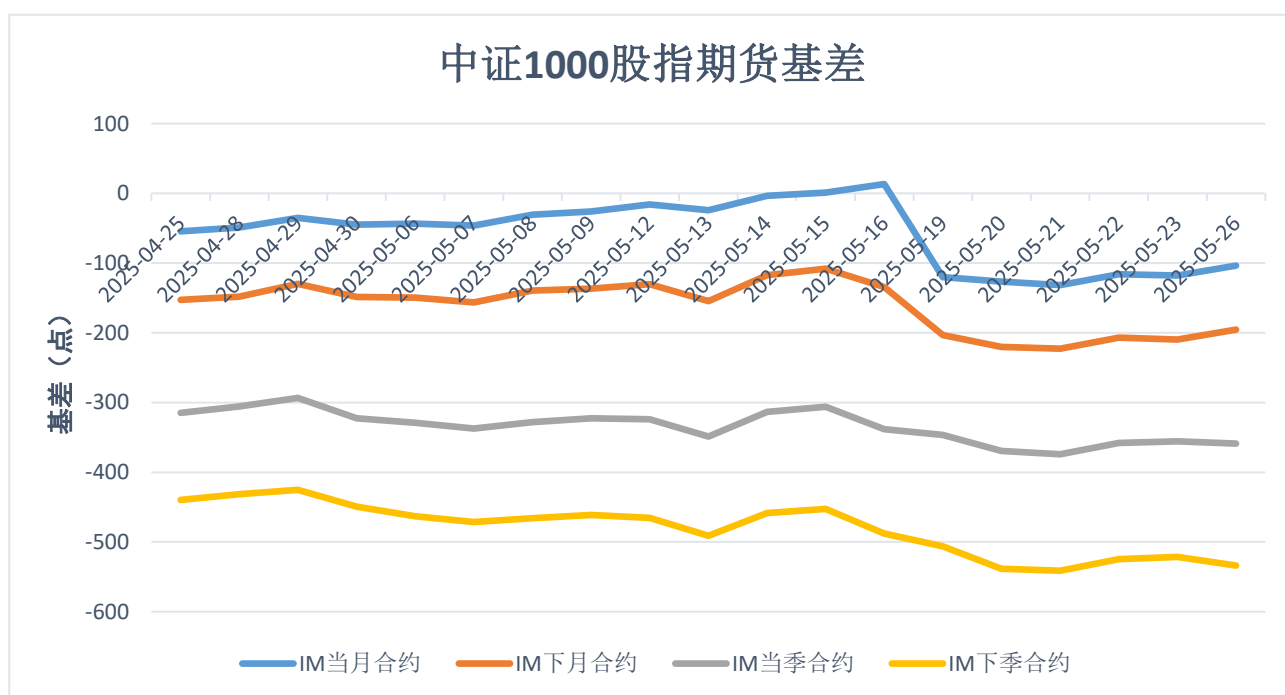


数据来源：Wind、国元期货

图表 10 中证 500 股指期货基差



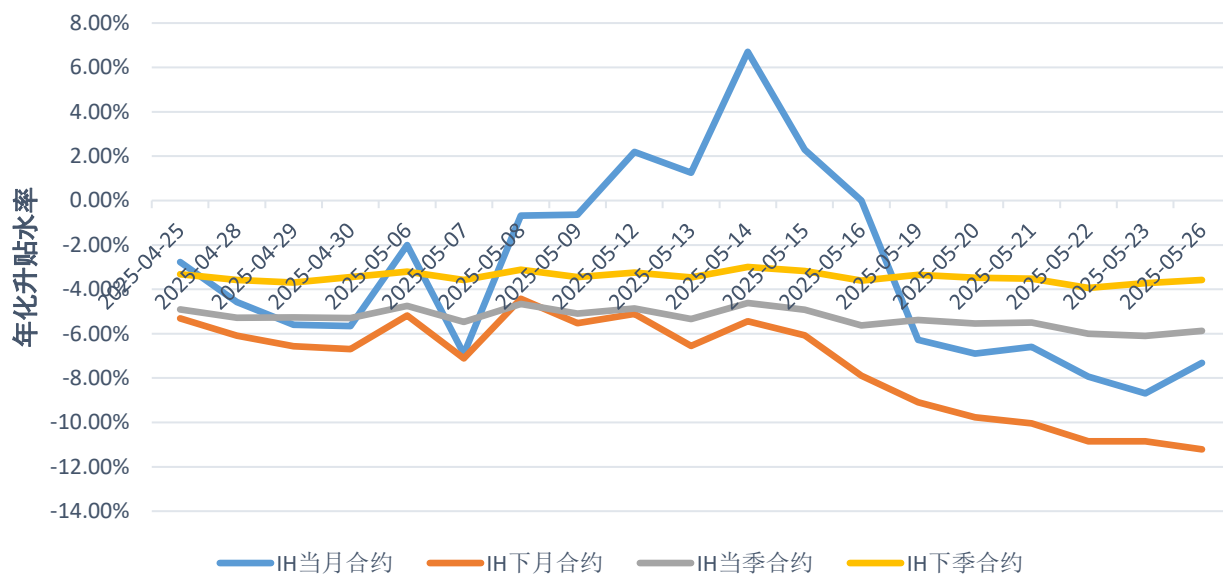
图表 11 中证 1000 股指期货基差



2.3 股指期货基差年化升贴水率

图表 12 上证 50 股指期货年化升贴水

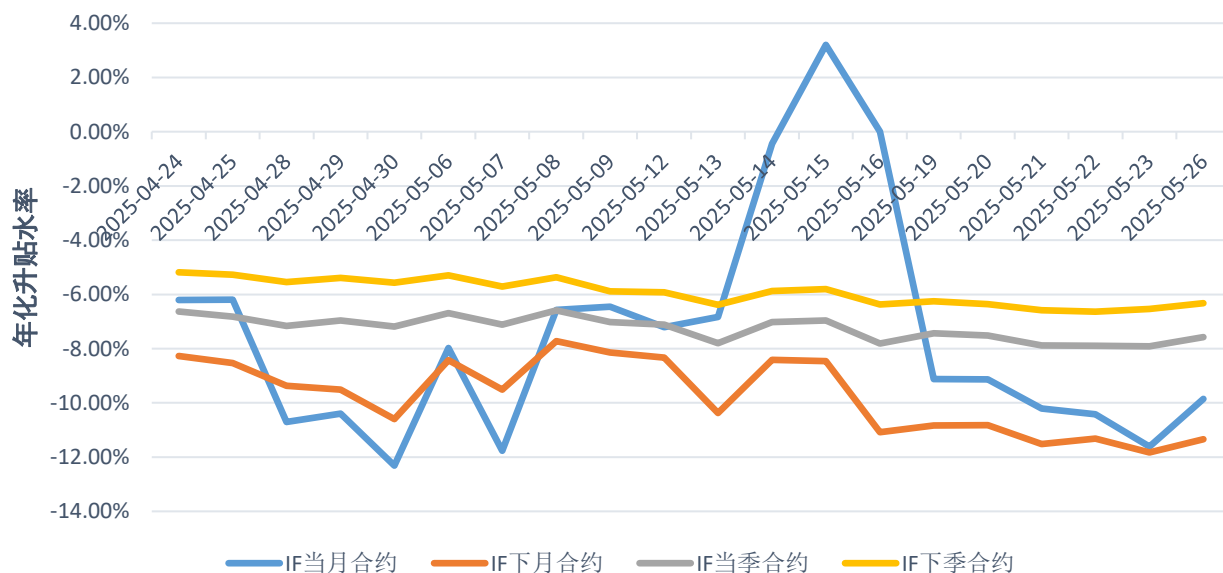
上证50股指期货年化升贴水率



数据来源: Wind、国元期货

图表 13 沪深 300 股指期货年化升贴水率

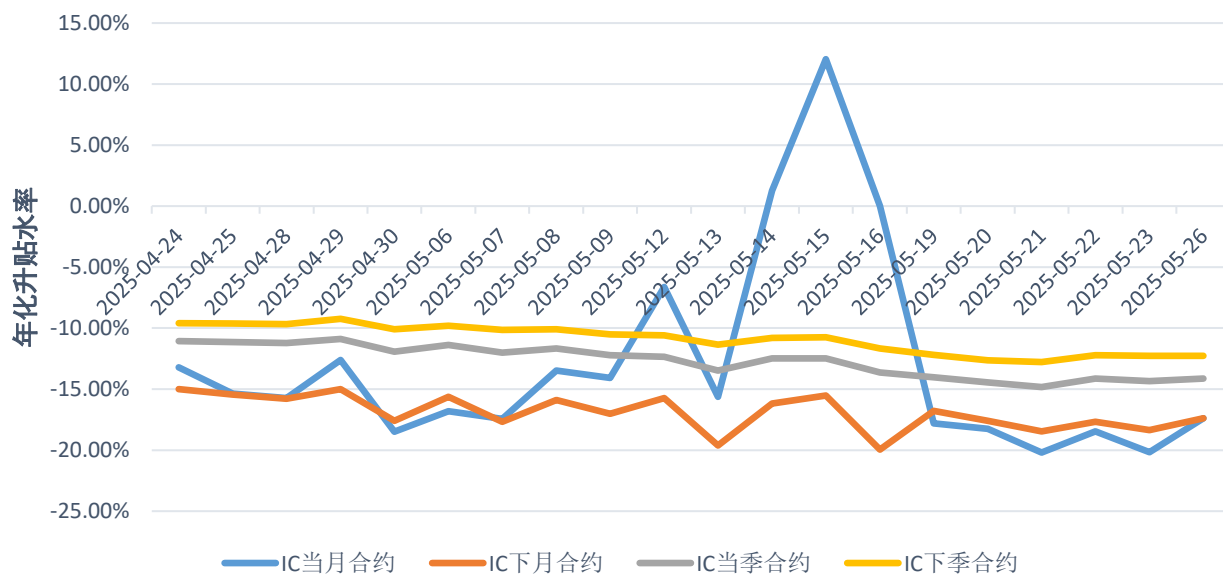
沪深300股指期货年化升贴水率



数据来源: Wind、国元期货

图表 14 中证 500 股指期货年化升贴水率

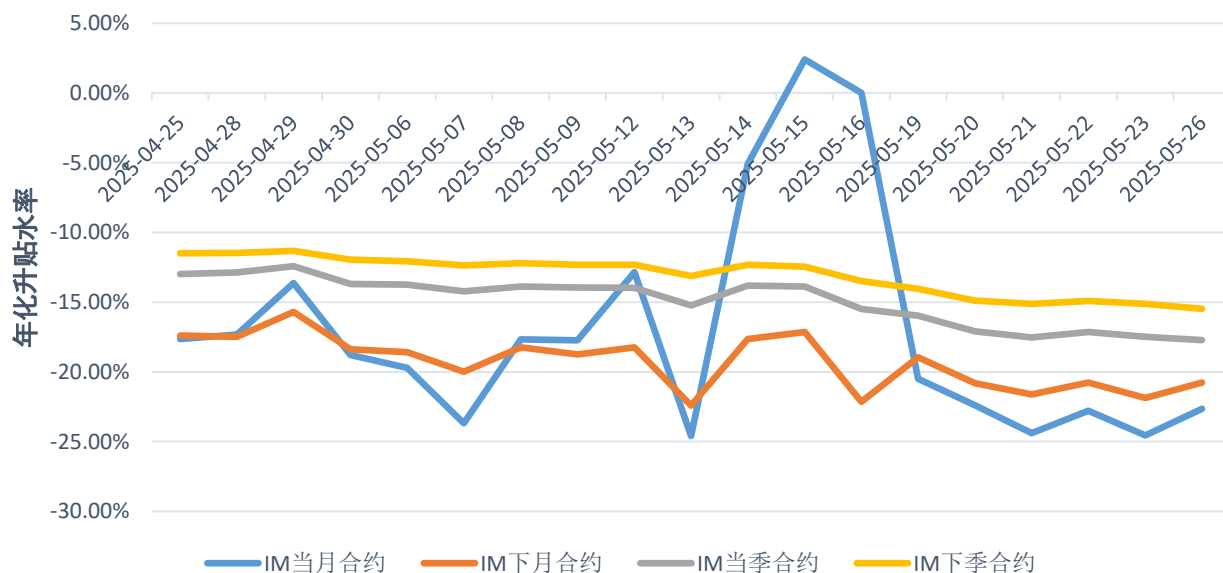
中证500股指期货年化升贴水率



数据来源: Wind、国元期货

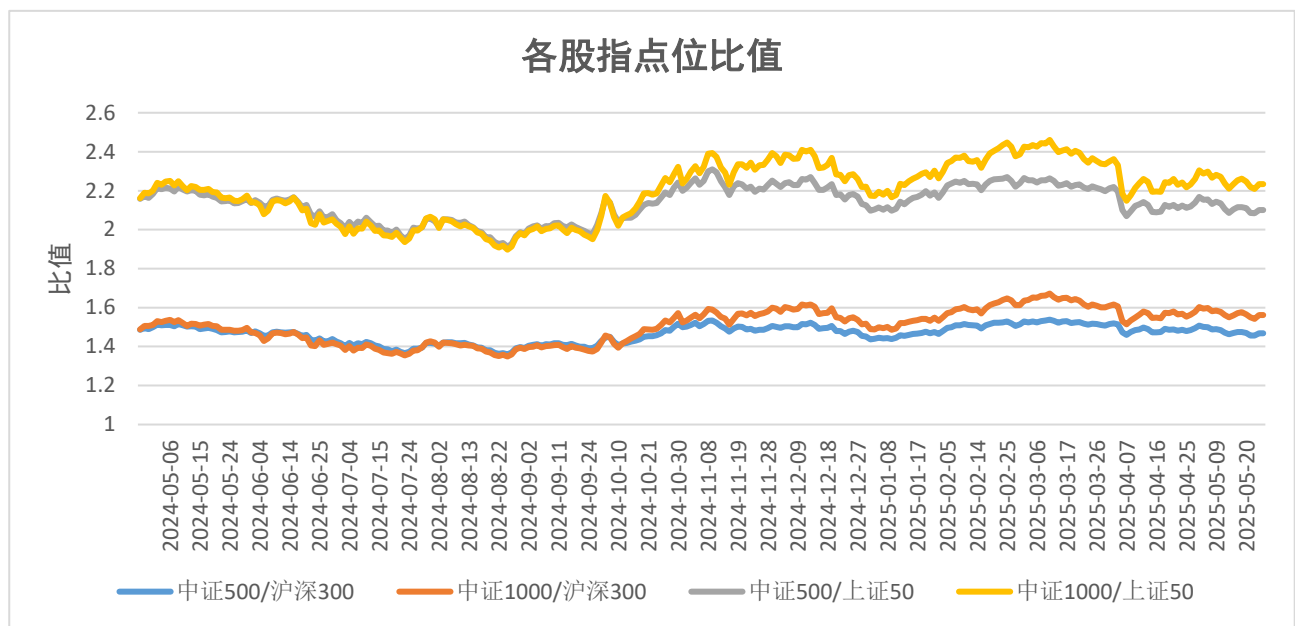
图表 15 中证 500 股指期货年化升贴水率

中证1000股指期货年化升贴水率



数据来源: Wind、国元期货

图表 16 各股指点位比值



数据来源：Wind、国元期货

三、期权数据分析

3.1 期权成交及持仓概况

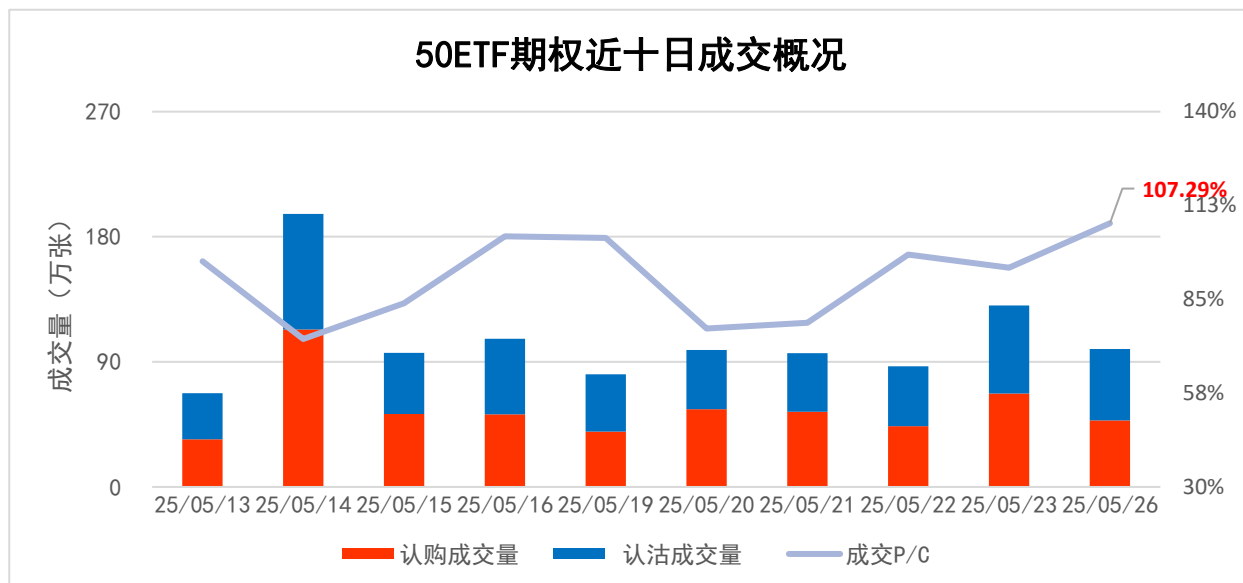
期权方面，上周期权成交量维持稳定。期权持仓 PCR 整体处在中等偏高水平，期权卖方当前较为乐观。50ETF 以及上证 50 指数期权持仓 PCR 处在高位，市场对该标的不看跌。

图表 17 5 月 27 日各期权 PCR 近一年分位点

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	88.56%	89.08%	61.35%	76.78%	86.48%	78.86%	86.83%
持仓量 PCR 分位点	88.91%	53.21%	54.07%	65.34%	90.12%	70.71%	75.91%
成交额 PCR 分位点	65.51%	75.39%	73.83%	78.86%	79.38%	72.27%	83.54%

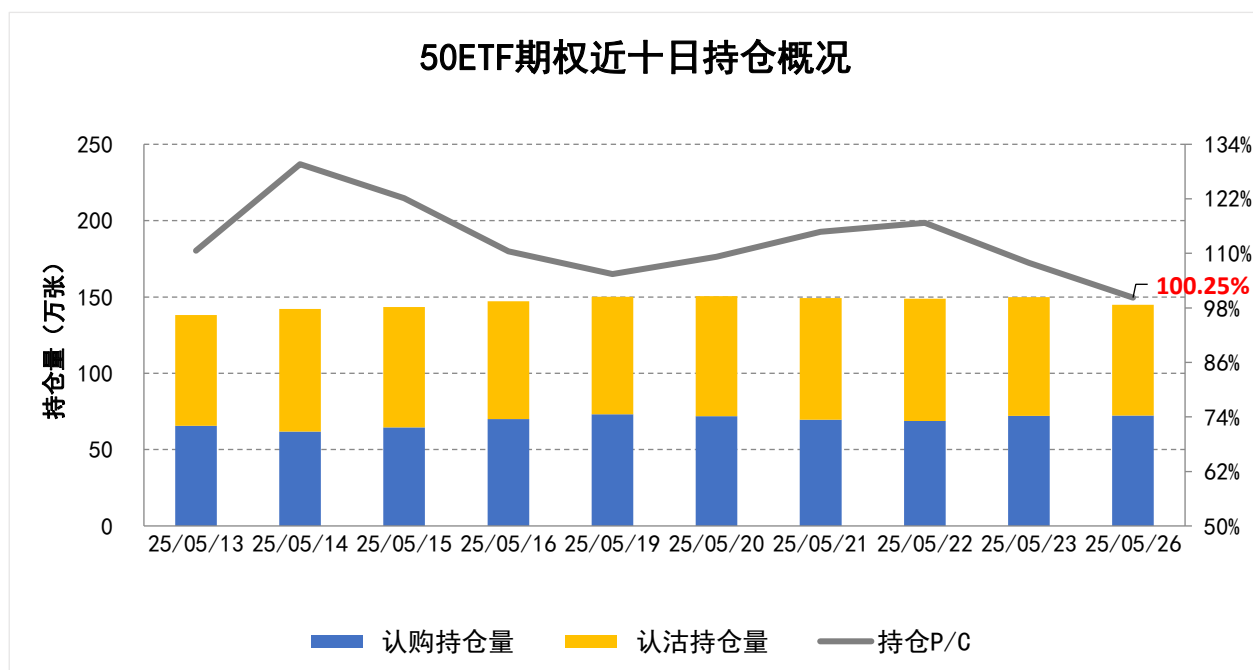
数据来源：WIND、国元期货

图表 18 50ETF 期权成交



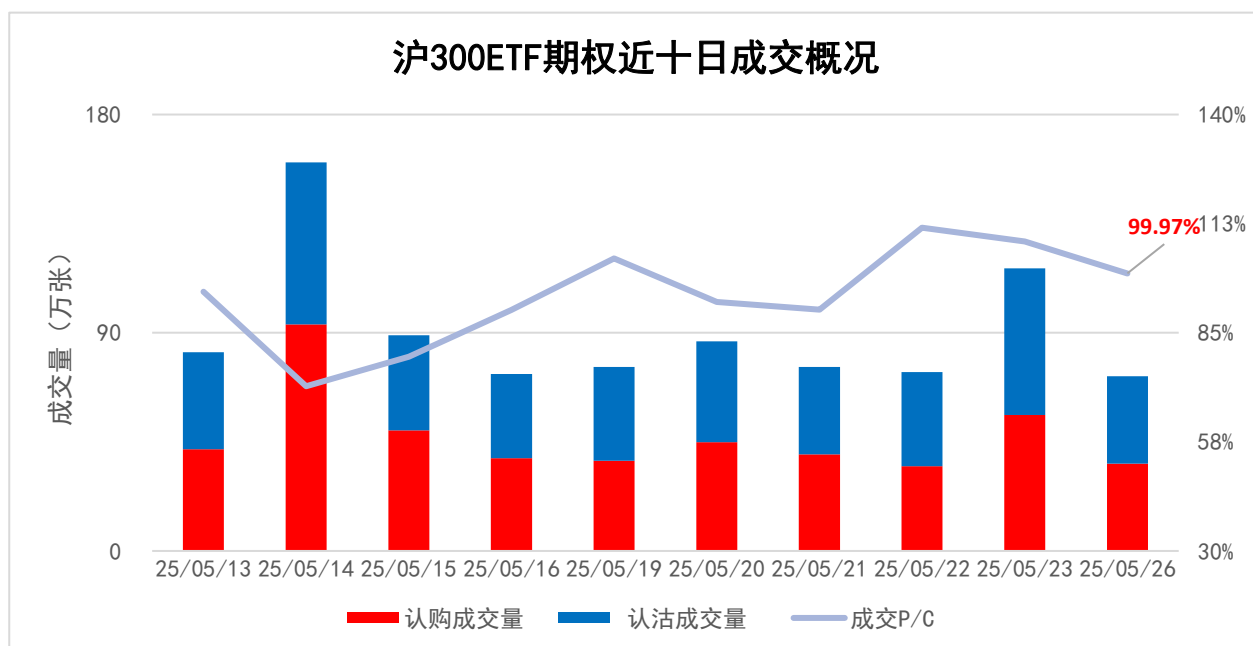
数据来源：Wind、国元期货

图表 19 50ETF 期权持仓



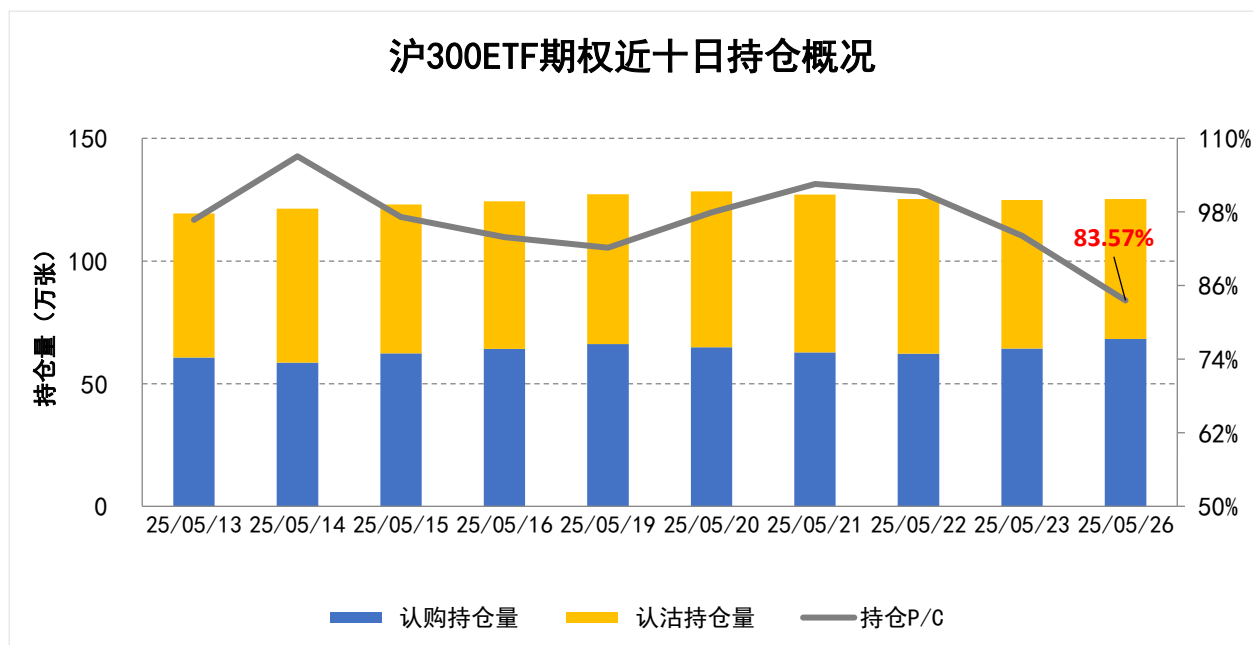
数据来源：Wind、国元期货

图表 20 沪深 300ETF 期权成交



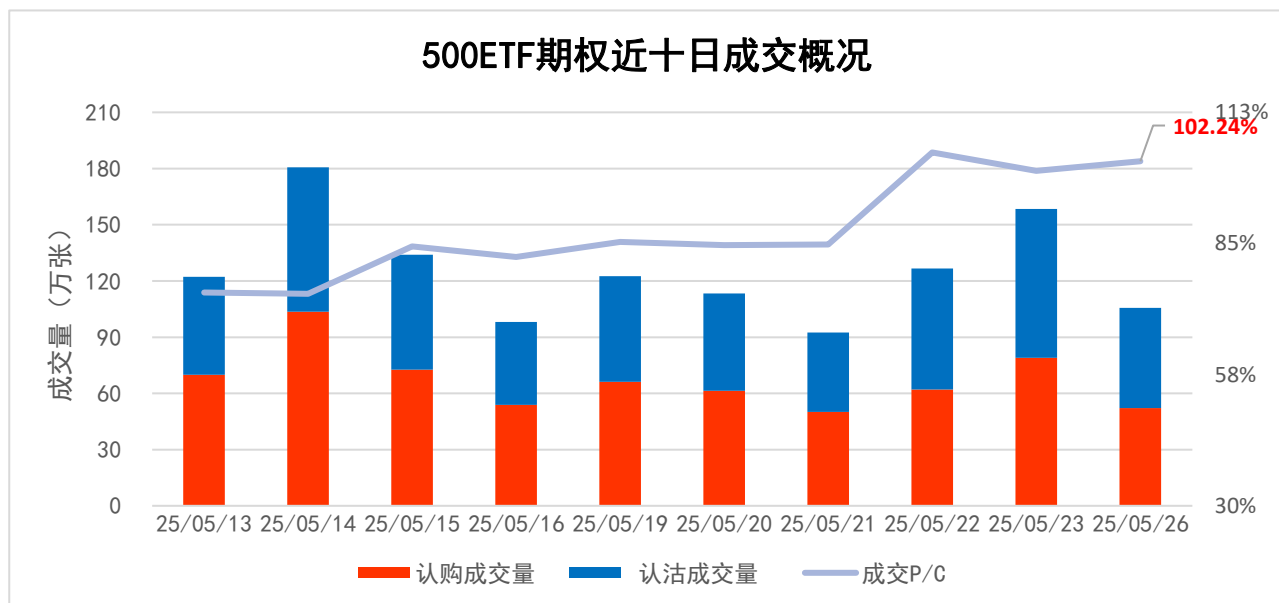
数据来源: Wind、国元期货

图表 21 沪深 300ETF 期权持仓



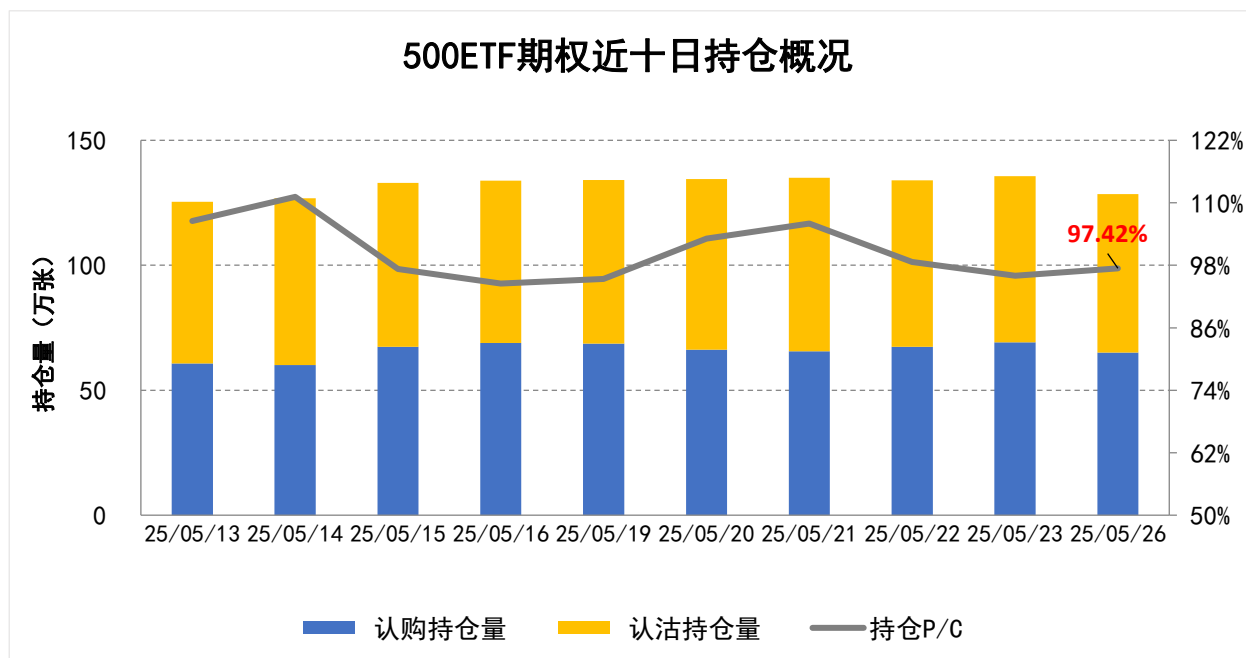
数据来源: Wind、国元期货

图表 22 中证 500ETF 期权成交



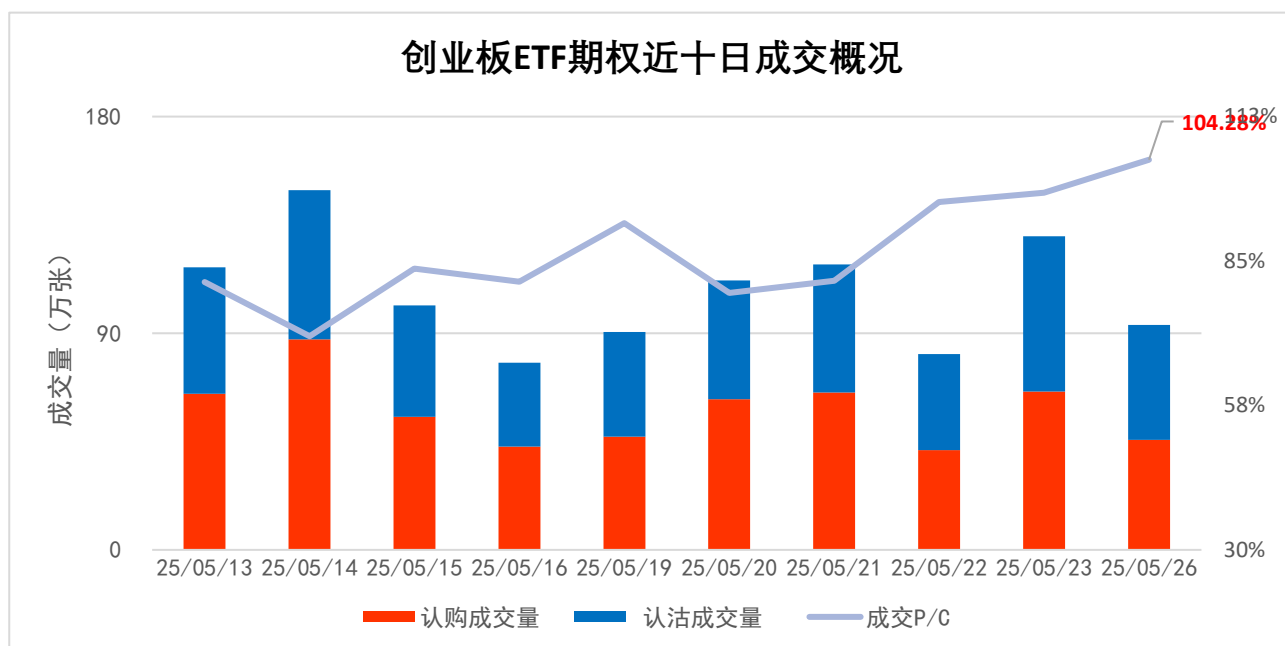
数据来源: Wind、国元期货

图表 23 中证 500ETF 期权持仓



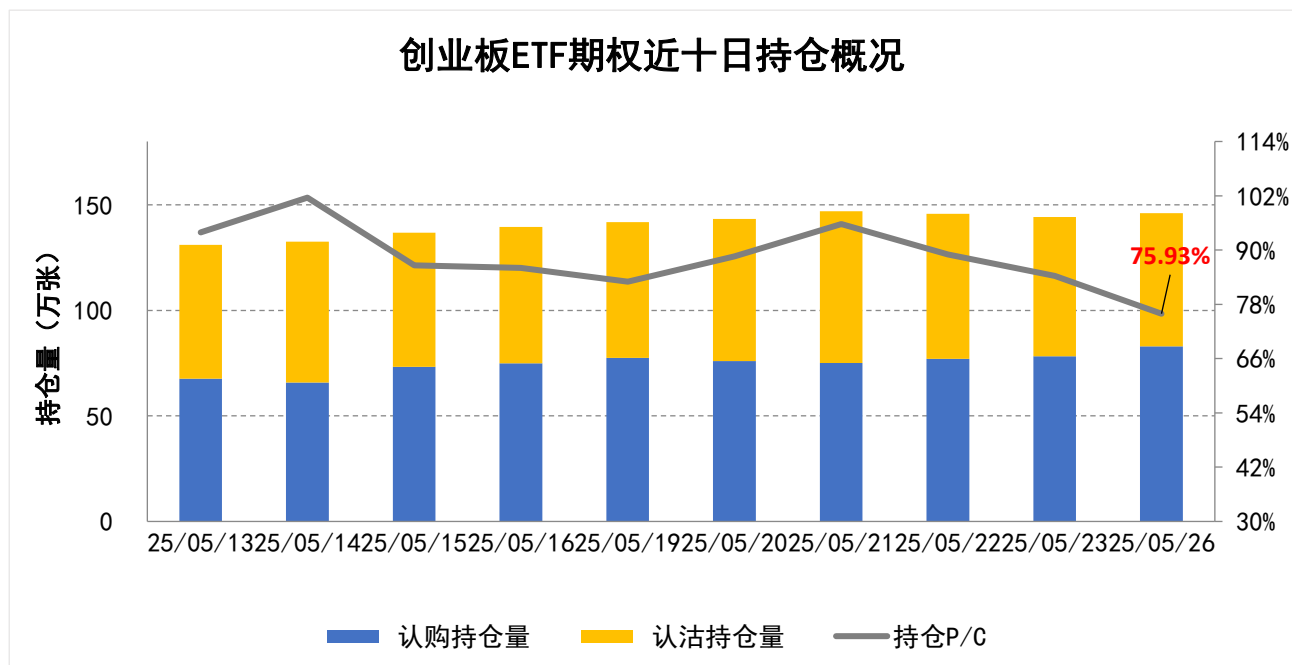
数据来源: Wind、国元期货

图表 24 创业板 ETF 期权成交



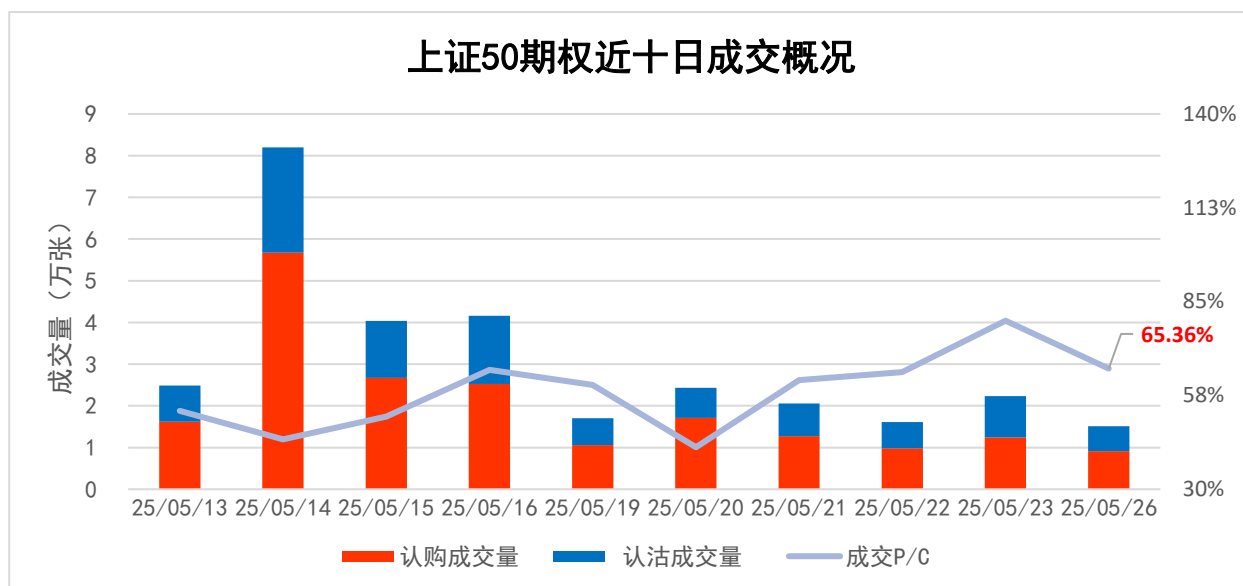
数据来源: Wind、国元期货

图表 25 创业板 ETF 期权持仓



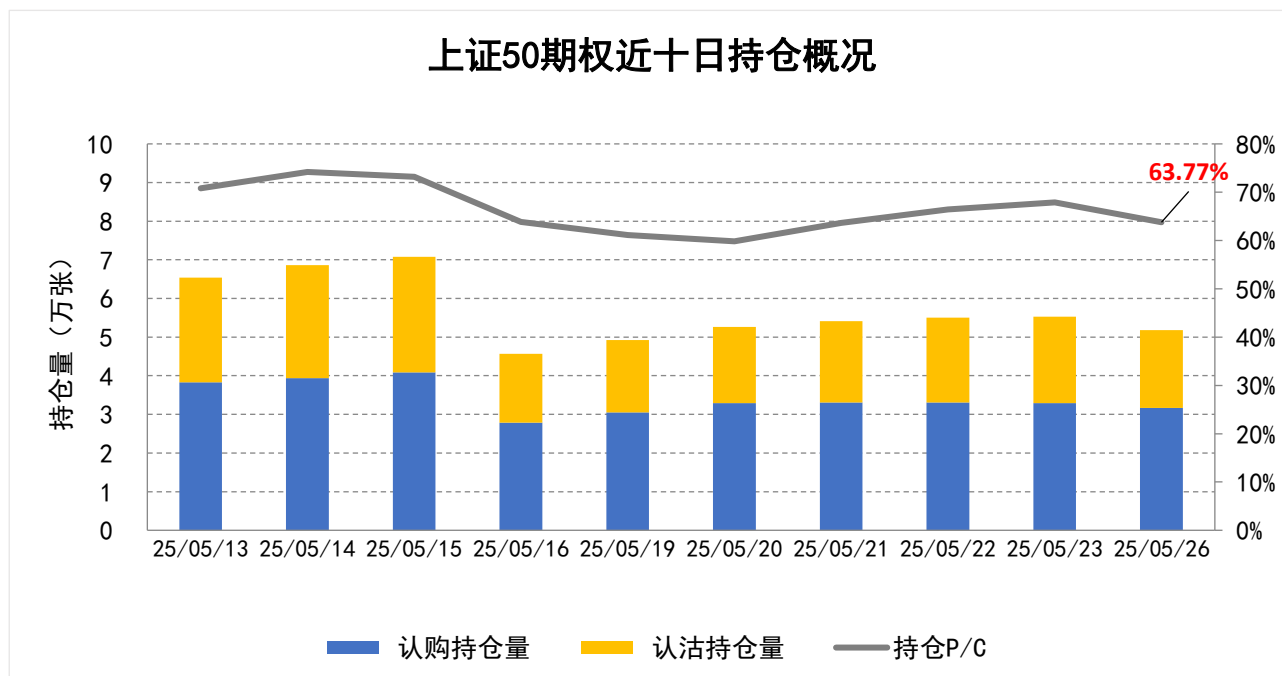
数据来源: Wind、国元期货

图表 26 上证 50 指数期权成交



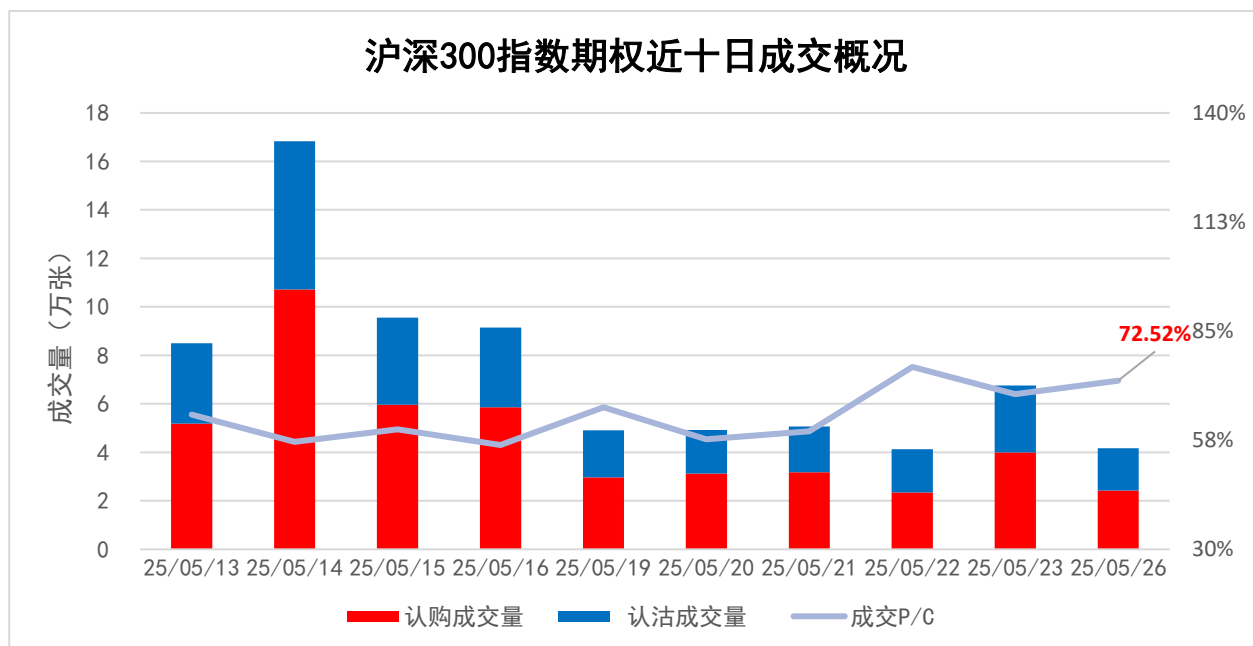
数据来源: Wind、国元期货

图表 27 上证 50 指数期权持仓



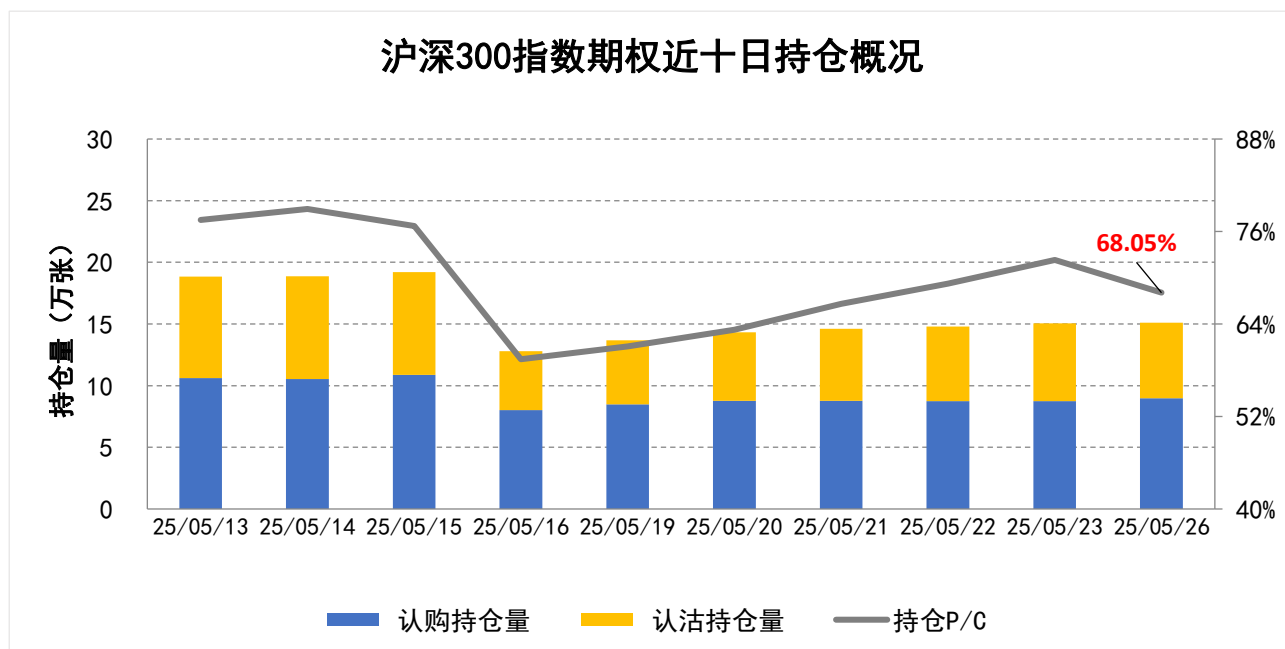
数据来源: Wind、国元期货

图表 28 沪深 300 指数期权成交



数据来源：Wind、国元期货

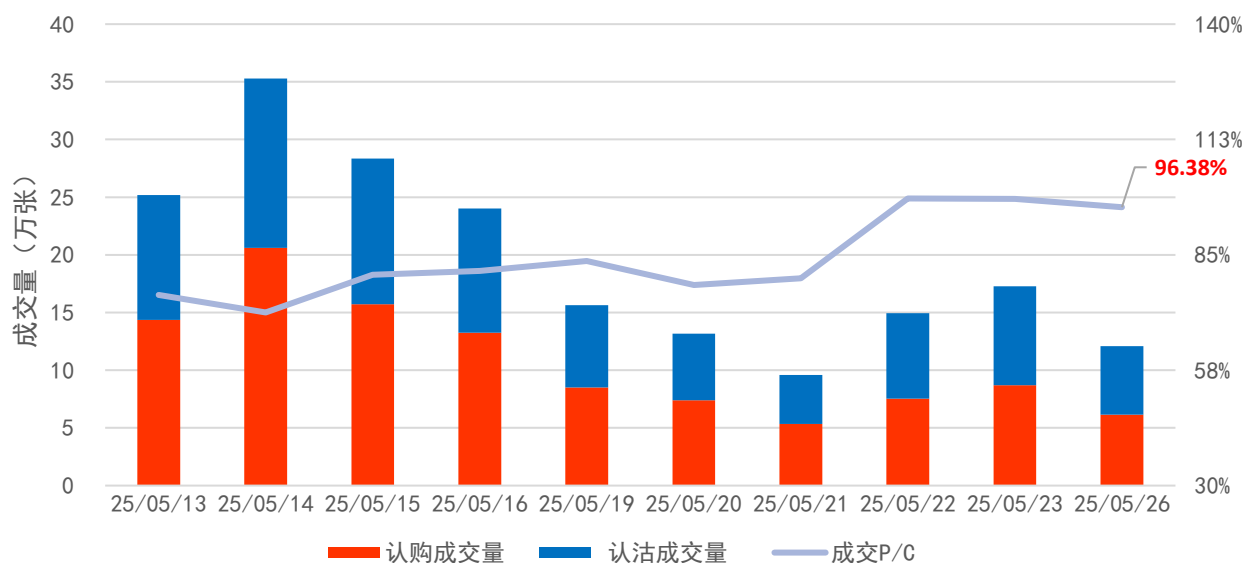
图表 29 沪深 300 指数期权持仓



数据来源：Wind、国元期货

图表 30 中证 1000 指数期权成交

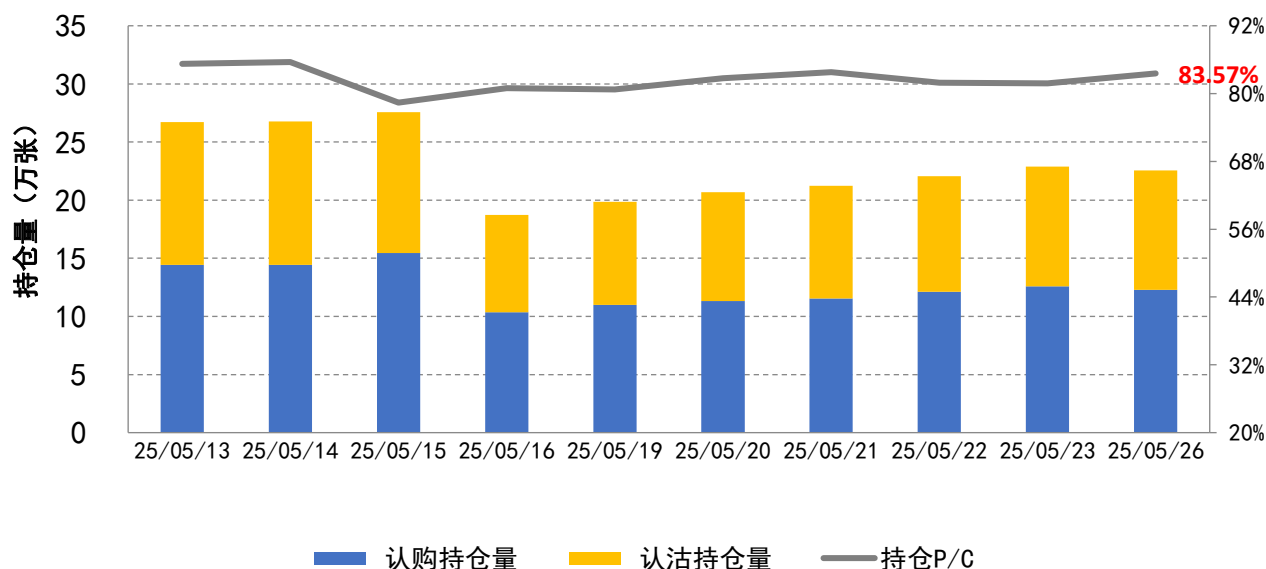
中证1000期权近十日成交概况



数据来源：Wind、国元期货

图表 31 中证 1000 指数期权持仓

中证1000期权近十日持仓概况

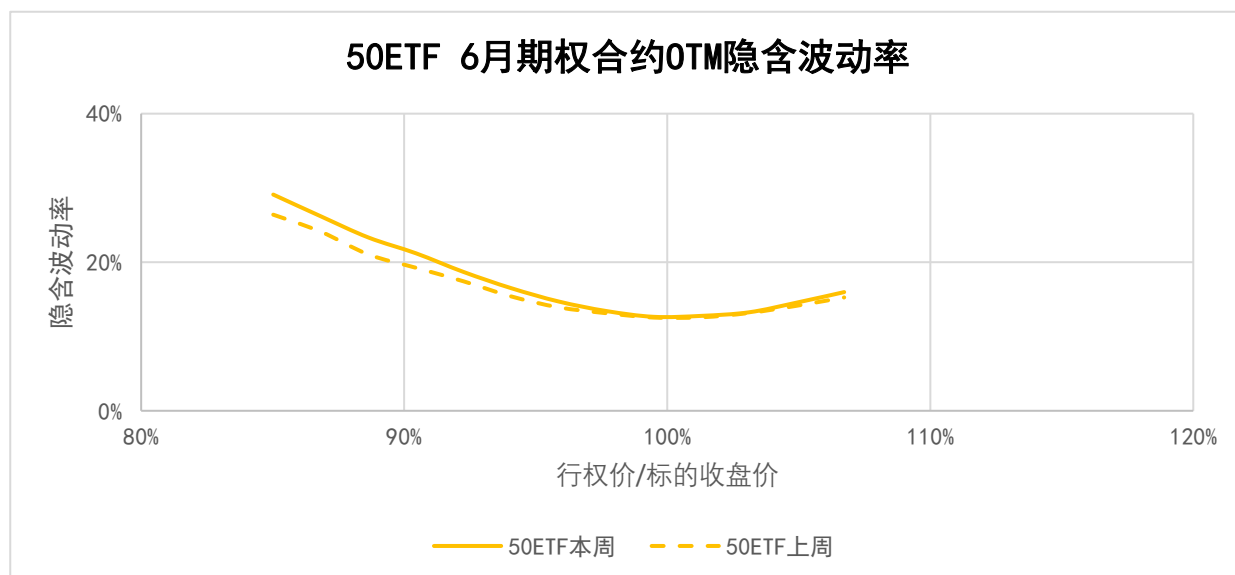


数据来源：Wind、国元期货

3.2 期权波动率分析

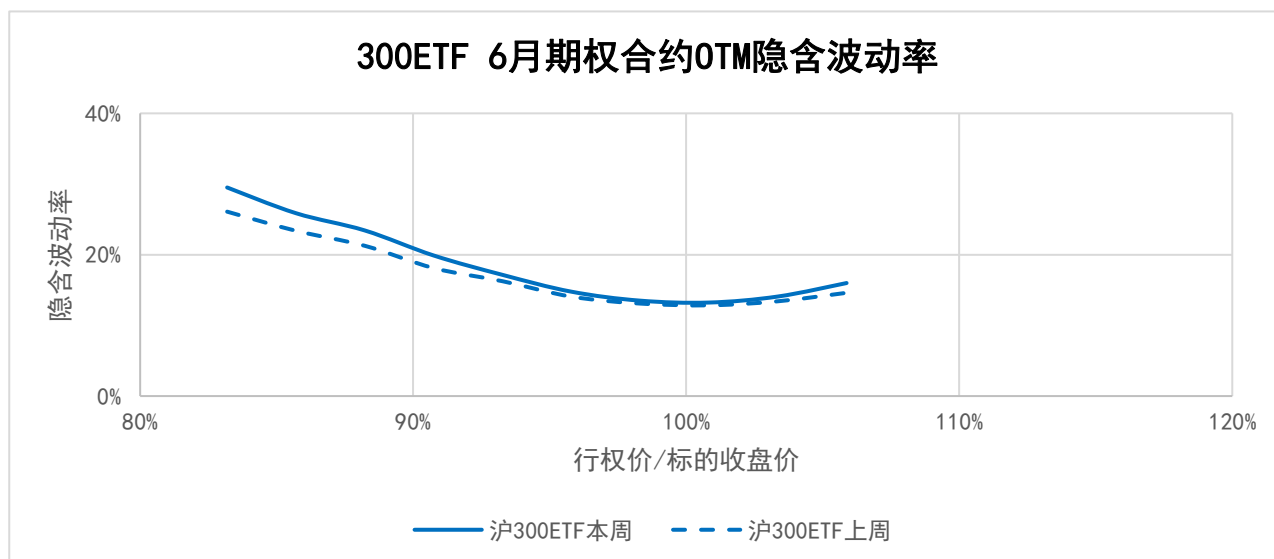
股指上周以震荡行情为主，期权加权平均隐含波动率整体变化不大。当前各标的期权加权平均隐含波动率在 15%-25%附近，整体略低于中等水平。投资者对标的当前没有大幅波动的预期。

图表 32 50ETF 期权隐含波动率



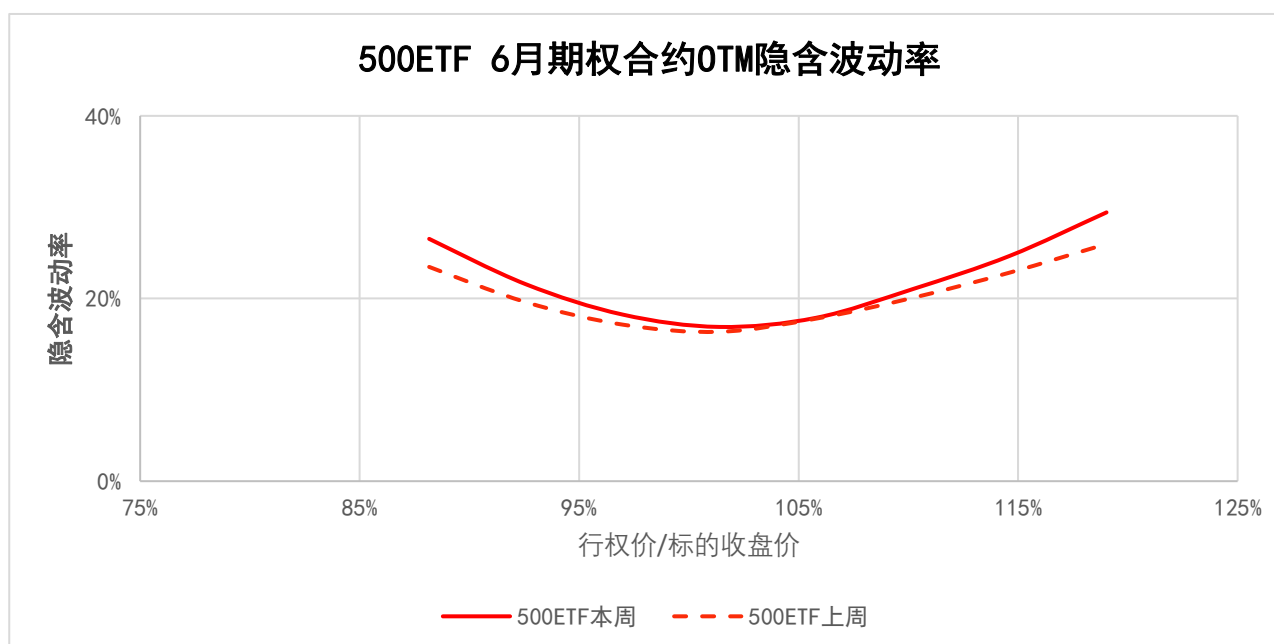
数据来源：Wind、国元期货

图表 33 沪深 300ETF 期权隐含波动率



数据来源：Wind、国元期货

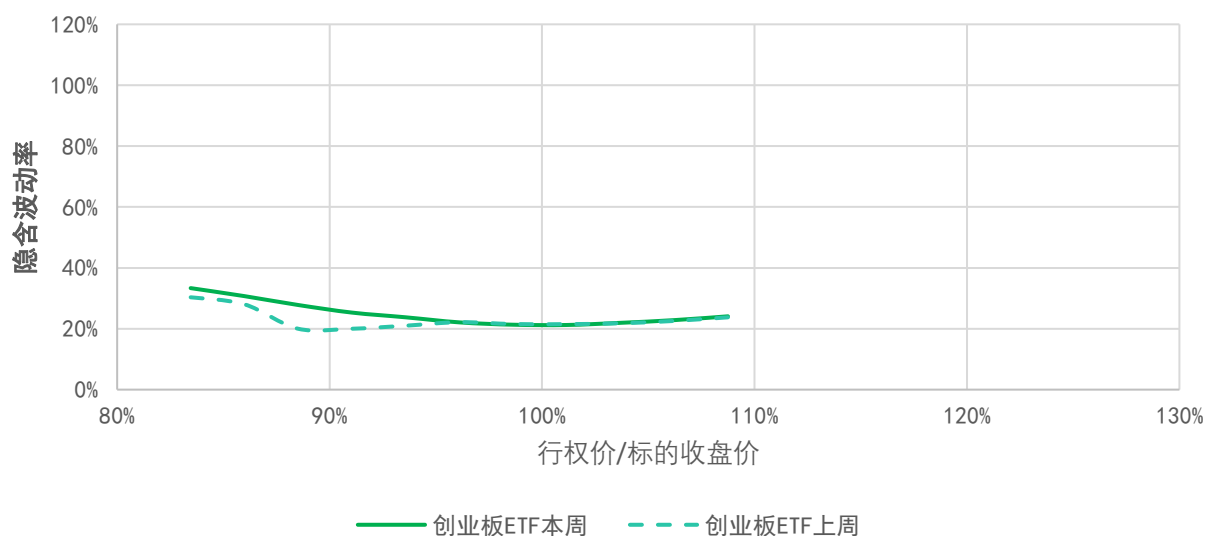
图表 34 中证 500ETF 期权隐含波动率



数据来源：Wind、国元期货

图表 35 创业板 ETF 期权隐含波动率

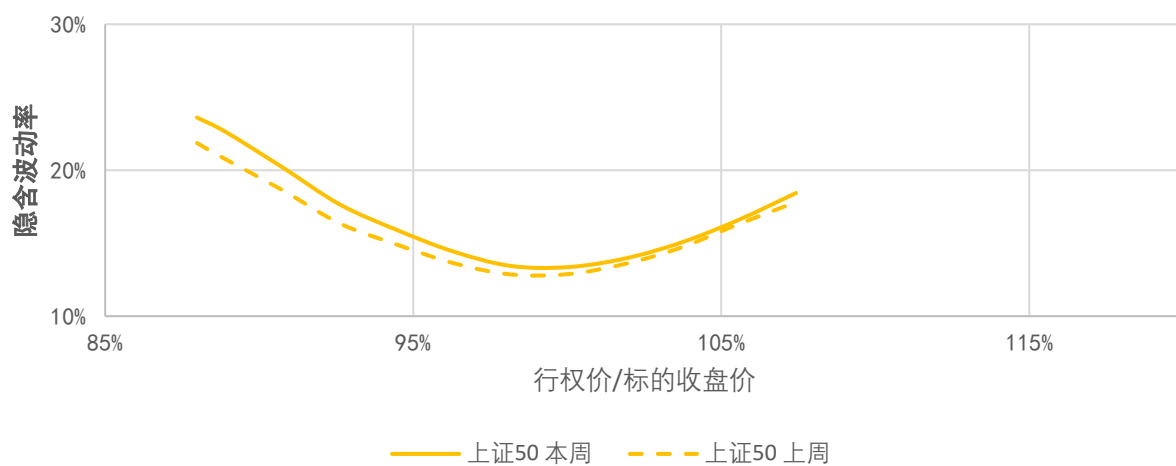
创业板ETF 6月期权合约OTM隐含波动率



数据来源: Wind、国元期货

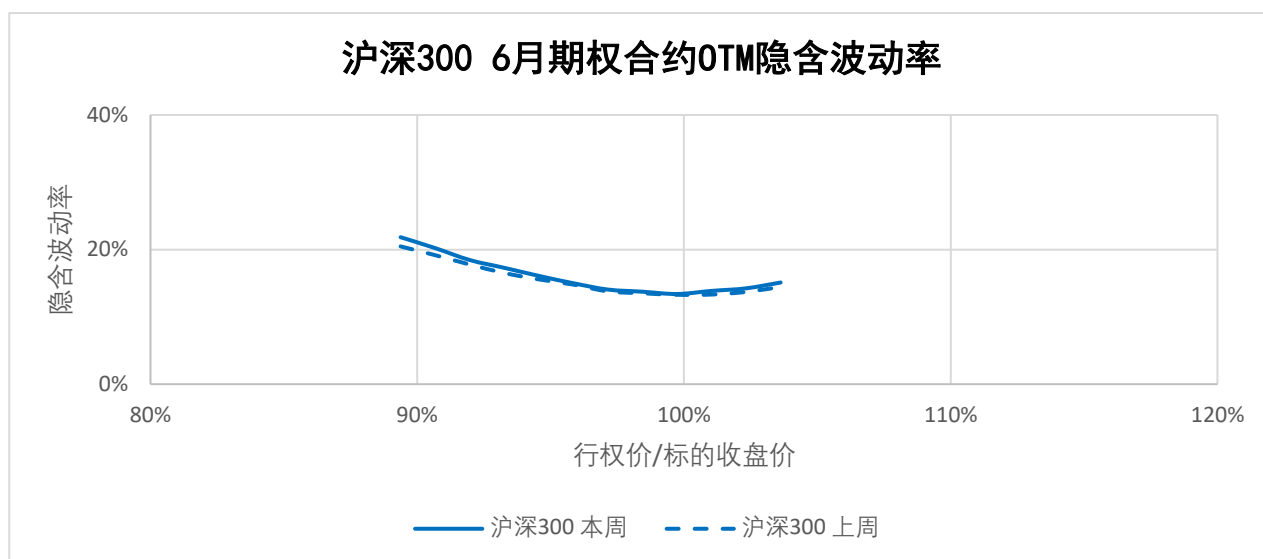
图表 36 上证 50 指数期权隐含波动率

上证50 6月期权合约OTM隐含波动率

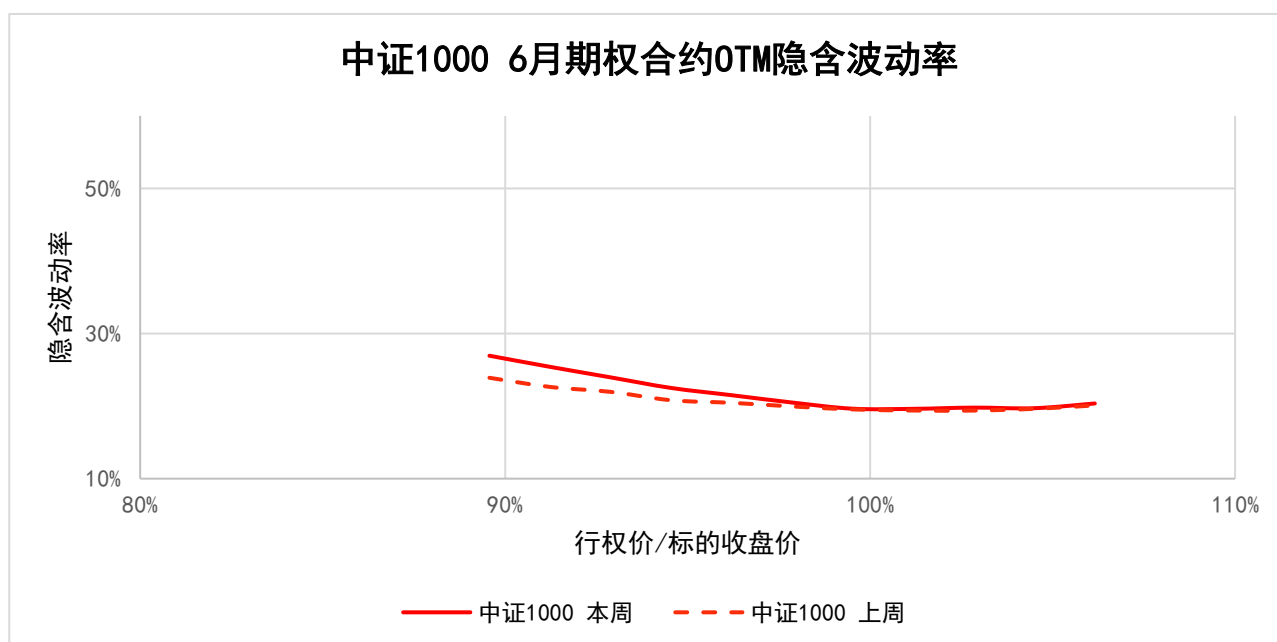


数据来源: Wind、国元期货

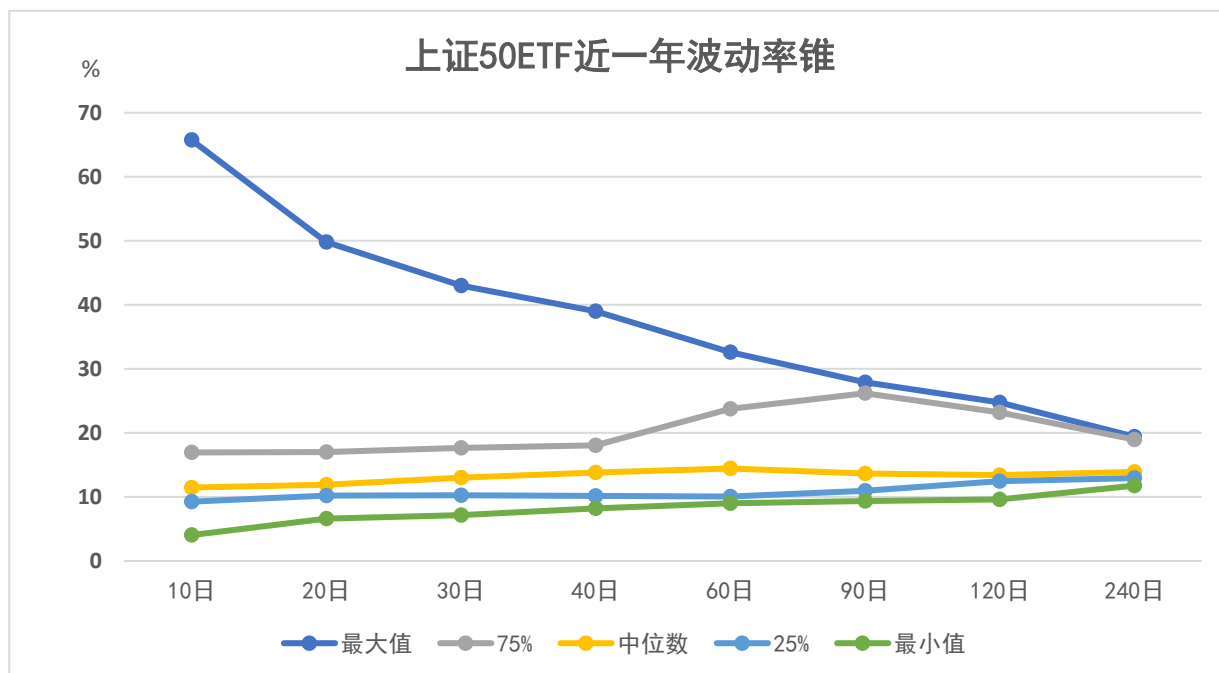
图表 37 沪深 300 指数期权隐含波动率



图表 38 中证 1000 指数期权隐含波动率

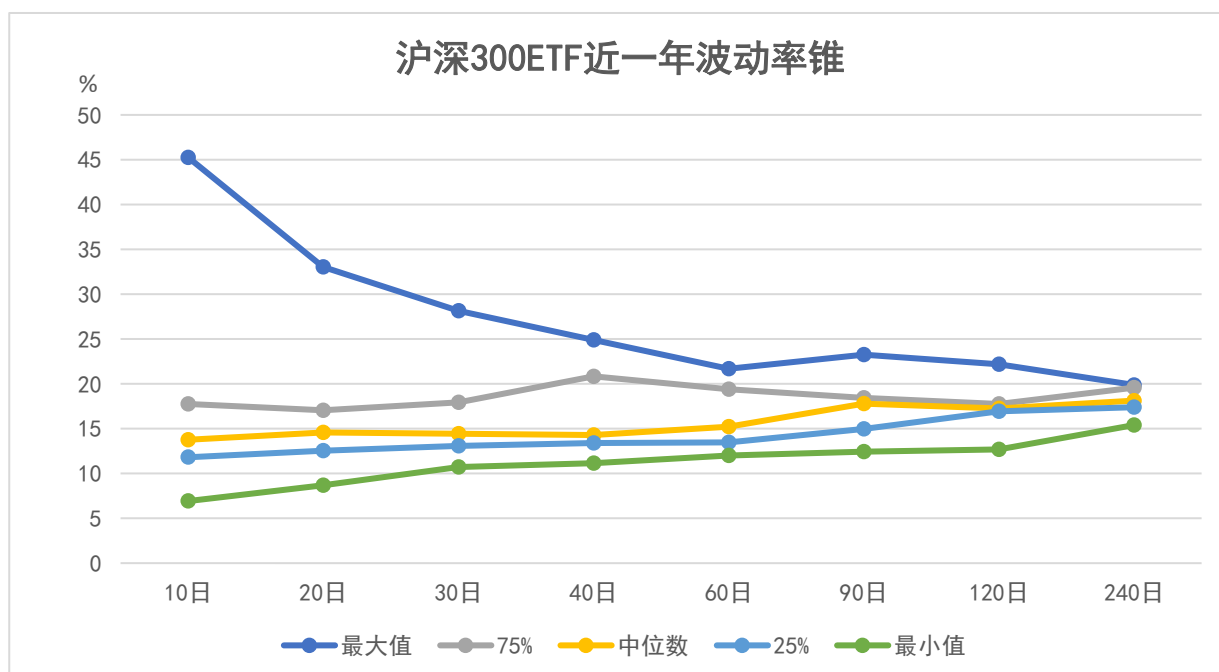


图表 39 上证 50ETF 波动率锥



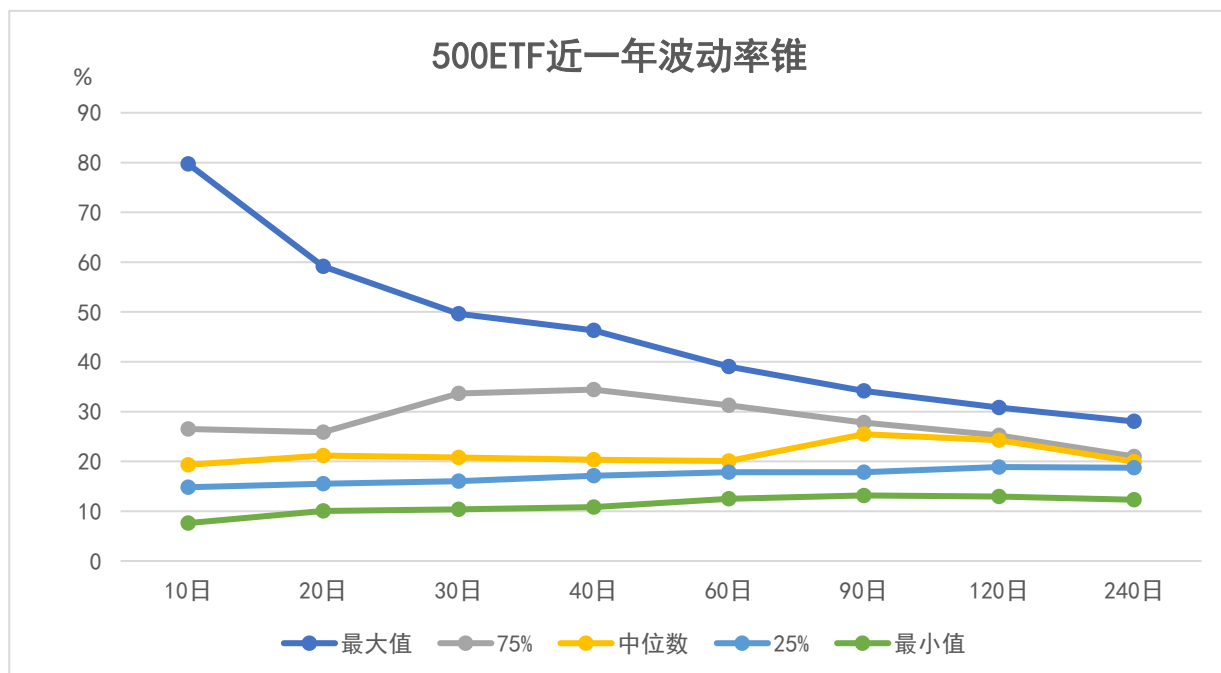
数据来源: Wind、国元期货

图表 40 沪深 300ETF 波动率锥



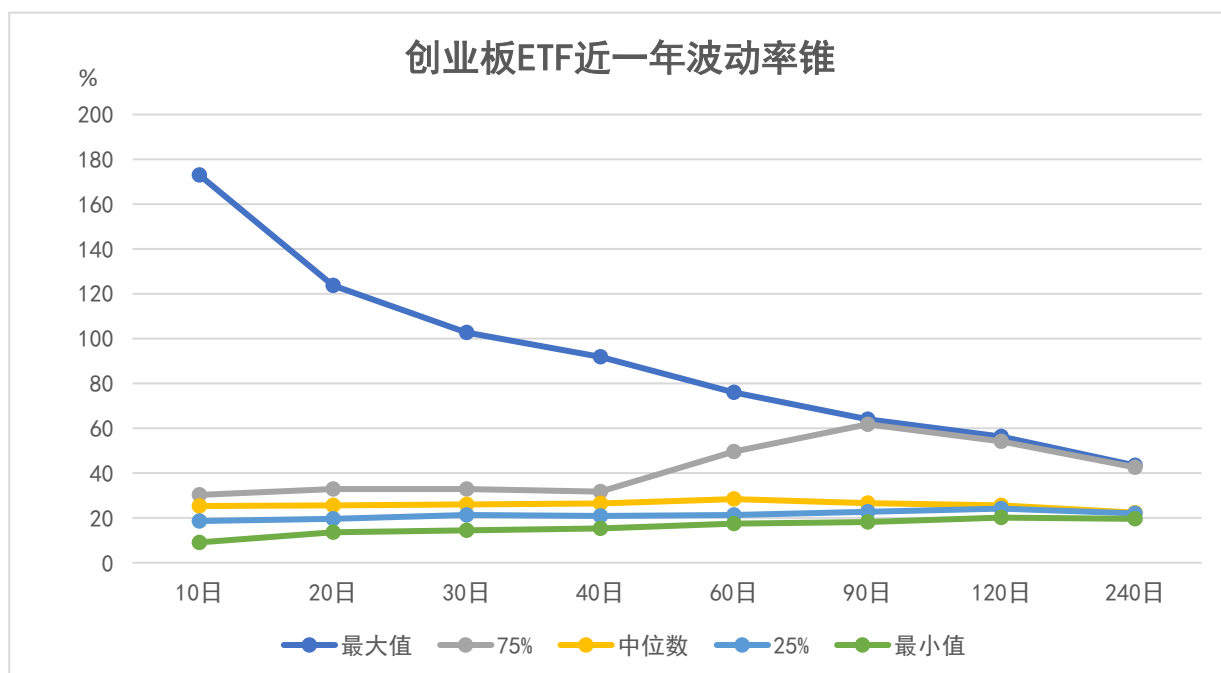
数据来源: Wind、国元期货

图表 41 中证 500ETF 波动率锥



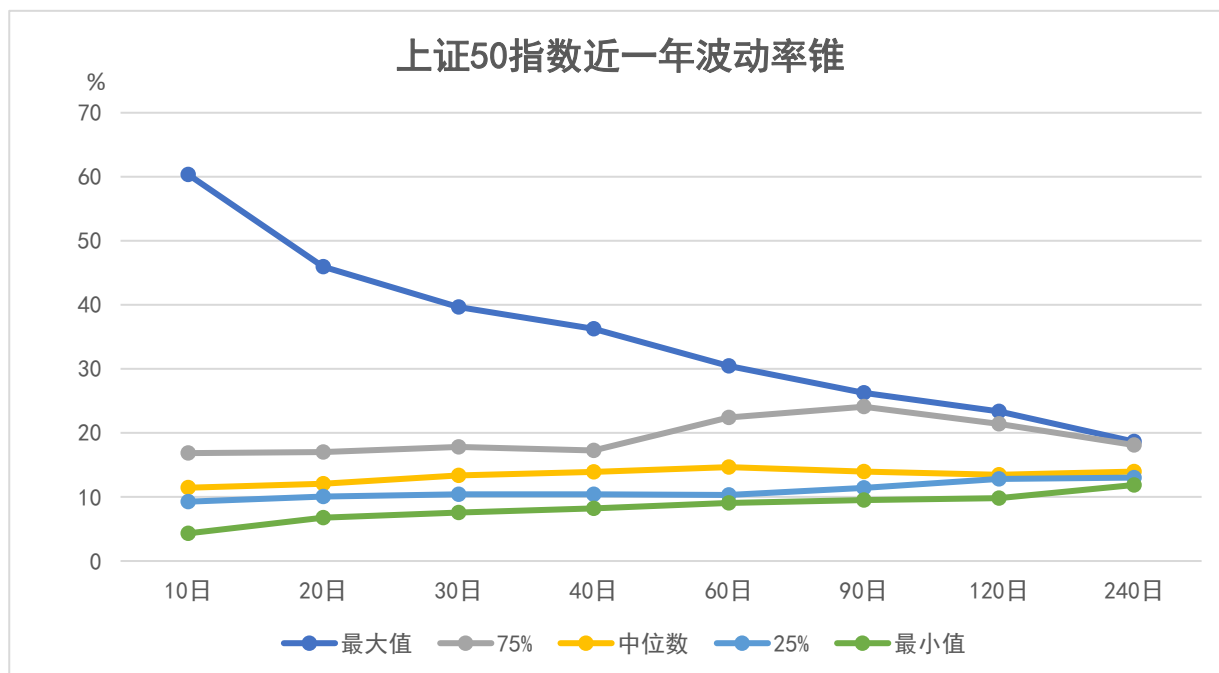
数据来源：Wind、国元期货

图表 42 创业板 ETF 波动率锥



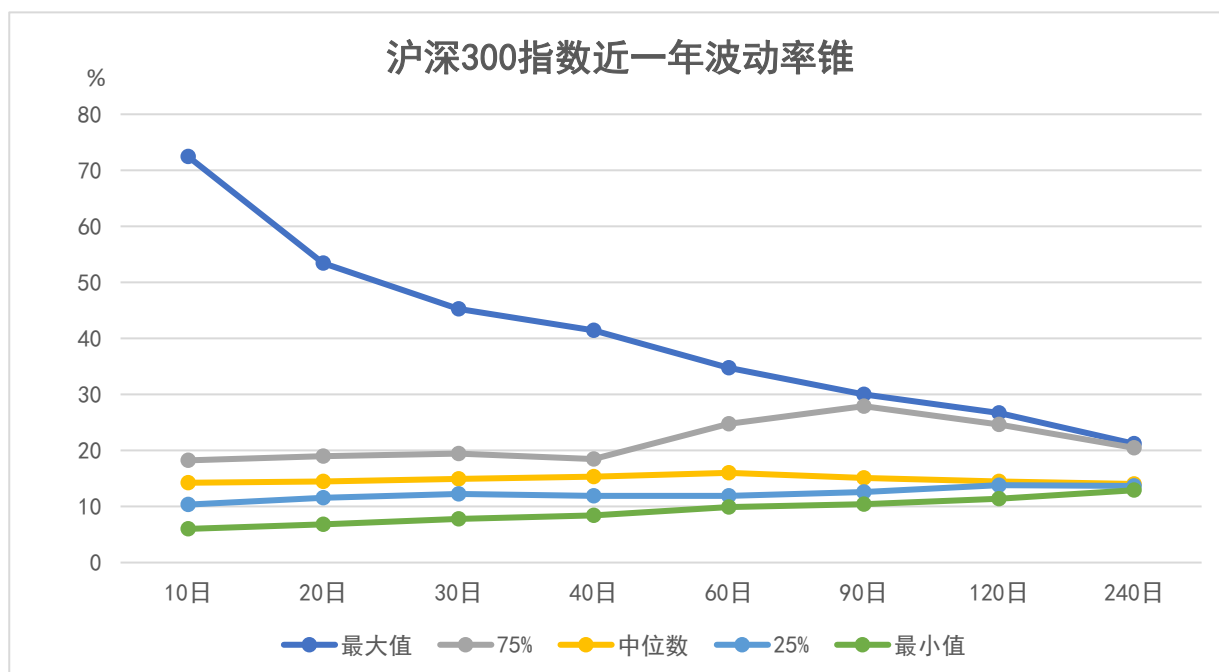
数据来源：Wind、国元期货

图表 43 上证 50 指数波动率锥



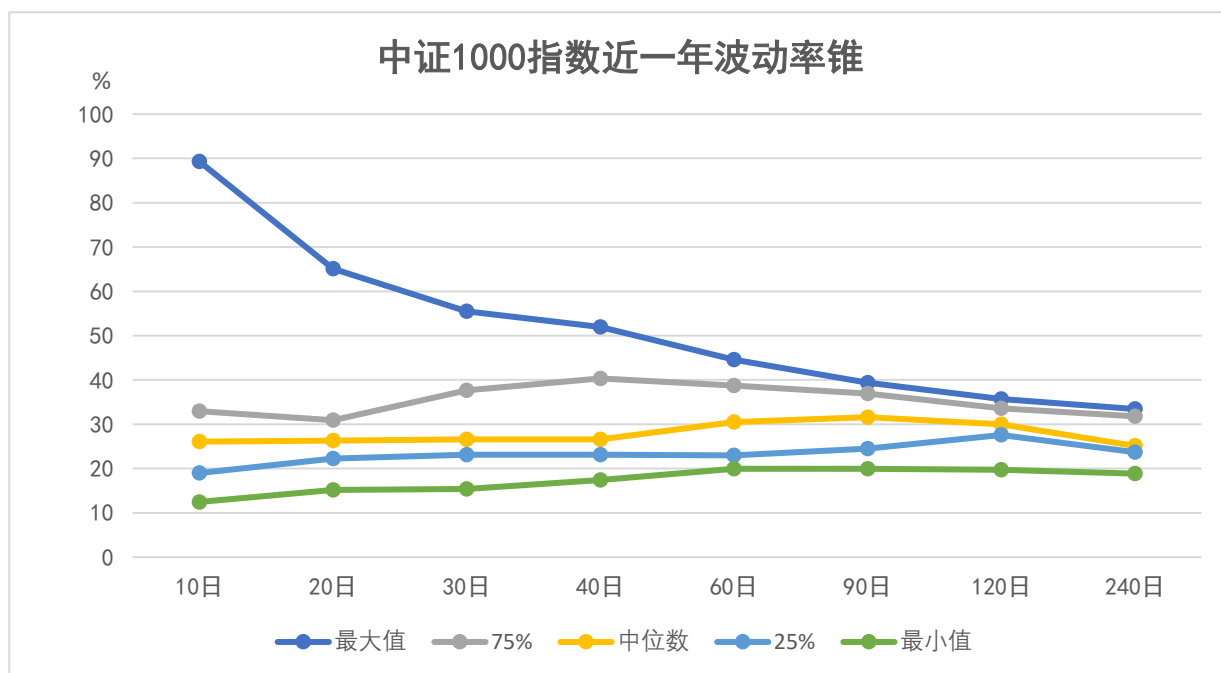
数据来源：Wind、国元期货

图表 44 沪深 300 指数波动率锥



数据来源：Wind、国元期货

图表 45 中证 1000 指数波动率



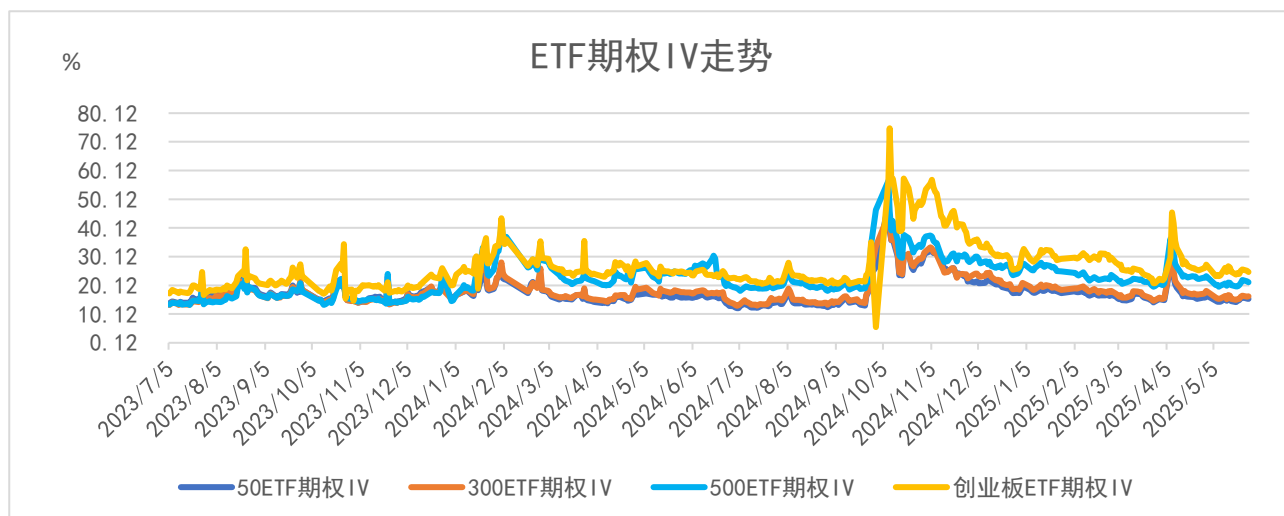
数据来源：Wind、国元期货

图表 46 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	33%	40%	52%	57%	43%	43%	45%

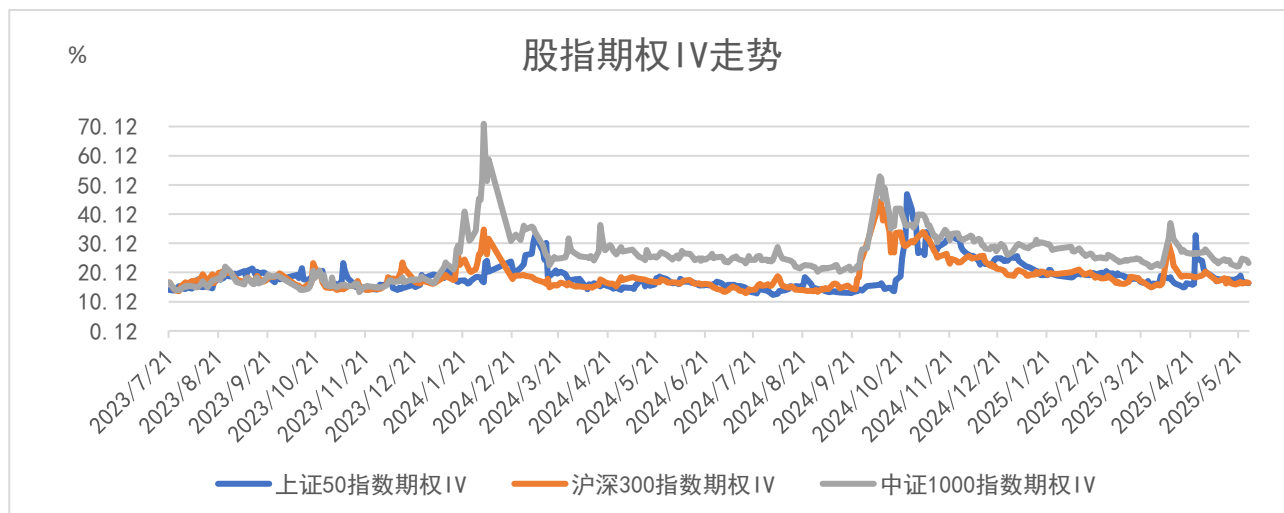
数据来源：Wind、国元期货

图表 47 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 48 股指期权加权平均隐含波动率走势



数据来源：Wind、国元期货

四、后市展望

本月，中美双方在日内瓦谈判中取得重要突破，美方暂时将对华综合关税由约 145%下调至 30%，中方则将对美平均关税降低至 10%，并表示将持续就长期安排展开磋商。这一“降税窗口”的打开，显著缓和了市场此前对外需受冲击的担忧，全球风险资产短期内获得提振。尽管国内 4 月经济数据环比 3 月有所放缓，但总体仍显示出较强韧性。消费及工业增加值同比增速维持在近两年相对较高水平。同时，央行本月采取降准降息措施，进一步提升市场流动性。

短期来看，随着关税缓和和主要经济体可能同步释放宽松政策信号，全球风险资产的外部环境得以巩固。国内市场流动性整体充裕，情绪保持中性，但单边驱动力不足，预计股市仍将延续震荡上行趋势。中期来看，由于出口冲击预期大幅减弱，加上通胀温和回暖，预计 A 股企业营收以及盈利将在三季度迎来同比由负转正的拐点，为股指提供更为扎实的基本面支撑。不过，需注意 90 天的“降税窗口”期满后，美方关税政策可能再度生变的风险。

在股指期货单边策略方面，建议投资者以 2 成仓位做多 IF 或 IC 合约，若出现回调可逐步加仓。套利策略方面，建议暂时空仓，等待更优机会。期权策略方面，当前市场下方支撑较强，可考虑继续持有认沽牛市价差策略。

图表 49 期权操作建议

标的	标的期权隐含波动率是否合理	标的期权未来短期走势	本周潜在重大事件影响	期权投资建议
50ETF	正常	震荡攀升	无	认沽牛市价差
300ETF	正常	震荡攀升		认沽牛市价差
500ETF	正常	震荡攀升		认沽牛市价差
创业板 ETF	正常	震荡攀升		认沽牛市价差
上证 50 指数	正常	震荡攀升		认沽牛市价差
沪深 300 指数	正常	震荡攀升		认沽牛市价差
中证 1000 指数	正常	震荡攀升		认沽牛市价差

数据来源：国元期货

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
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

安徽分公司

地址：安徽省合肥市庐阳区金寨路 329 号国轩凯旋大厦四层
电话：0551-68115888

河南分公司

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

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

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：0475-6386928

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：010-84555145