

## 春潮涌动，夏谋新篇

### 【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

一季度，两市整体呈现震荡走势，沪指小幅收跌，深指略有上涨。市场延续了去年四季度的热度，日均成交额保持在 1.5 万亿元以上。得益于 Deepseek 的推动，科技板块表现强劲，计算机板块及 AI 概念股涨幅居前。此外，“以旧换新”政策助推汽车企业盈利提升，汽车板块成为一季度表现最好的板块。尽管市场仍保持一定热度，但看涨情绪已有所降温。从股指期货远月合约基差、期权 PCR 等指标来看，投资者对于市场大幅上涨的预期明显下降。

展望二季度，外围市场或将继续对 A 股形成一定压力。美国经济已显现早期衰退迹象，同时特朗普关税政策带来更多不确定性。而 Deepseek 的崛起也推动了英伟达等科技公司的价值重估，美股或将面临进一步回调的风险。国内方面，一季度经济整体向好，尤其是制造业延续了稳健增长，预计一季度 GDP 增速或超过 5%。市场关注焦点仍集中在消费与通胀修复。当前，生产端在前两个月的表现仍强于消费端，这给通胀回升带来挑战。同时，随着时间推移，“以旧换新”政策带来的需求可能逐步回落，消费持续回暖仍面临一定压力。从估值角度来看，当前股指估值处于近年中等水平，后续市场能否进一步上行仍取决于上市公司业绩的持续改善。

在股指期货单边策略方面，建议投资者降至 1 成仓位做多 IC、IF 合约。套利策略方面，建议暂时空仓，等待更优机会。期权策略方面，建议投资者继续持有沪深 300 指数牛市价差策略。

## 【目 录】

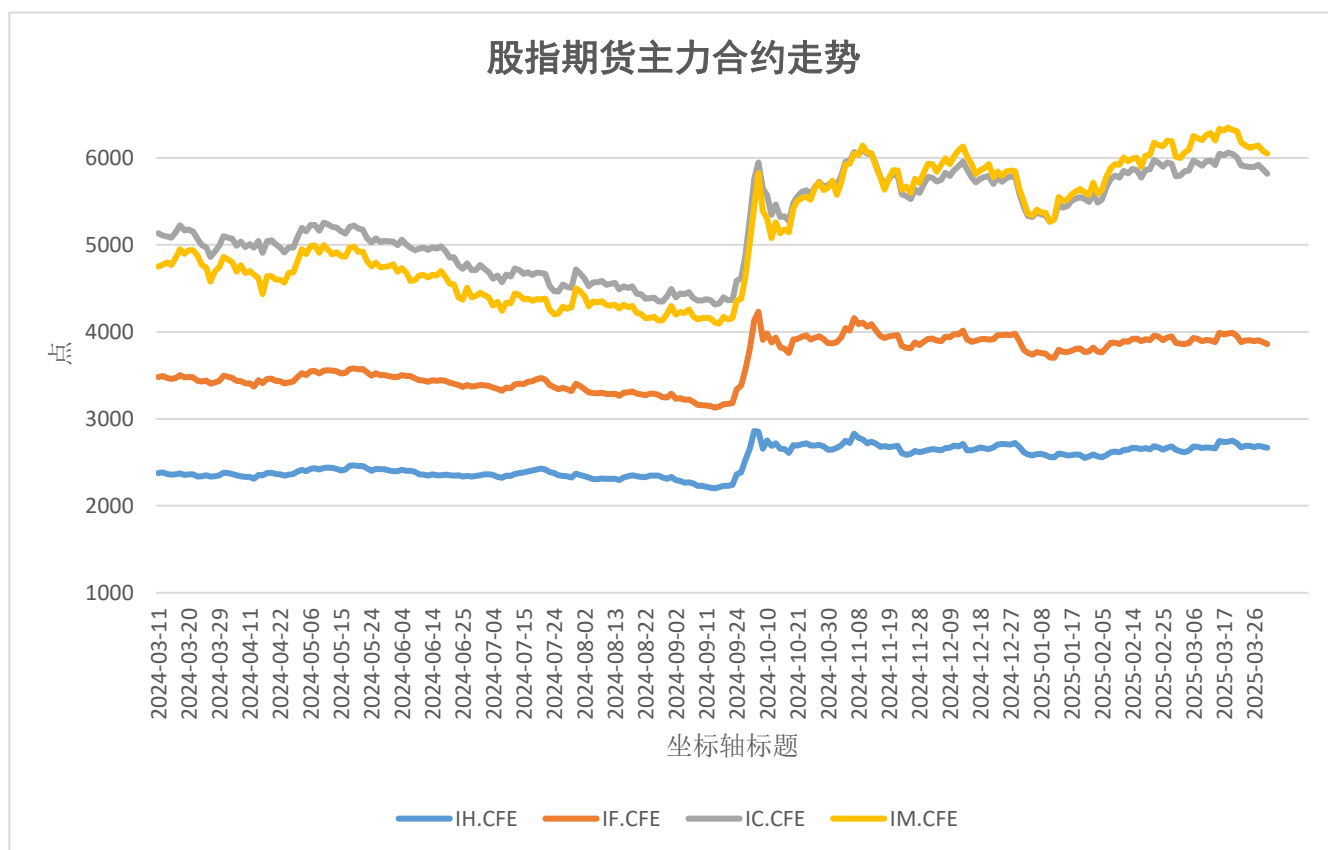
一、 一季度市场行情回顾.....	1
1.1 市场行情数据 .....	1
1.2 板块涨跌幅 .....	3
二、 基本面分析 .....	4
2.1 PMI 走势 .....	4
2.2 一季度宏观经济数据 .....	6
2.3 一季度市场流动性数据 .....	8
三、 股指期货数据分析 .....	10
3.1 股指期货基差 .....	10
3.2 股指期货年化升贴水率 .....	13
3.3 主力股指期货价格比值 .....	15
四、 期权数据 .....	16
4.1 期权 PCR .....	16
4.2 期权波动率分析 .....	23
五、 后市展望 .....	25

## 一、一季度市场行情回顾

### 1.1 市场行情数据

2025 年一季度市场 1 月快速走低后，在春节后震荡攀升。科技股以及中小盘股受到市场青睐，市场风险偏好回升。市场交投活跃度保持在高位，日均成交额在 1.5 万亿元上方。主要股指估值处在近 10 年中等水平，股息率则处在历史高位。9 月政策出台后，市场信心较高。在外围市场波动较大的背景下，沪深两市较为抗跌，部分板块出现较大幅度上涨。

图表 1 股指期货主力合约走势



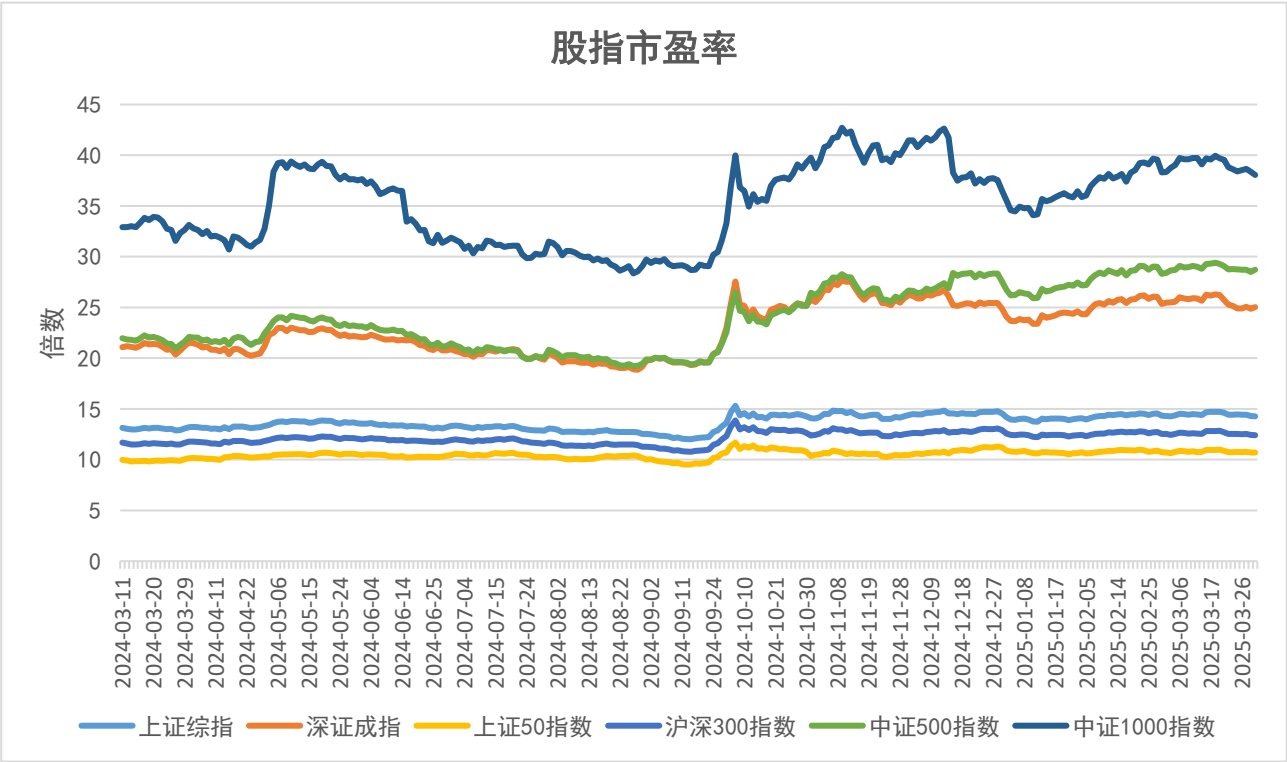
数据来源：WIND、国元期货

图表 2 指数三季度涨跌幅（截止 3 月 31 日）

	2024/12/31	2025/3/31	今年以来涨跌幅%	今年日均成交量（亿元）
上证综指	3351.76	3335.75	-0.48%	6030.78
深证成指	10414.61	10504.33	0.86%	9169.16
创业板指	2141.60	2103.70	-1.77%	4359.53
上证 50 指数	2684.77	2665.63	-0.71%	930.23
沪深 300 指数	3934.91	3887.31	-1.21%	3330.18
中证 500 指数	5725.73	5857.77	2.31%	2435.40
中证 1000 指数	5957.72	6226.65	4.51%	3487.45
科创 50 指数	988.93	1022.71	3.42%	1269.31

数据来源：WIND、国元期货

图表 3 股指市盈率



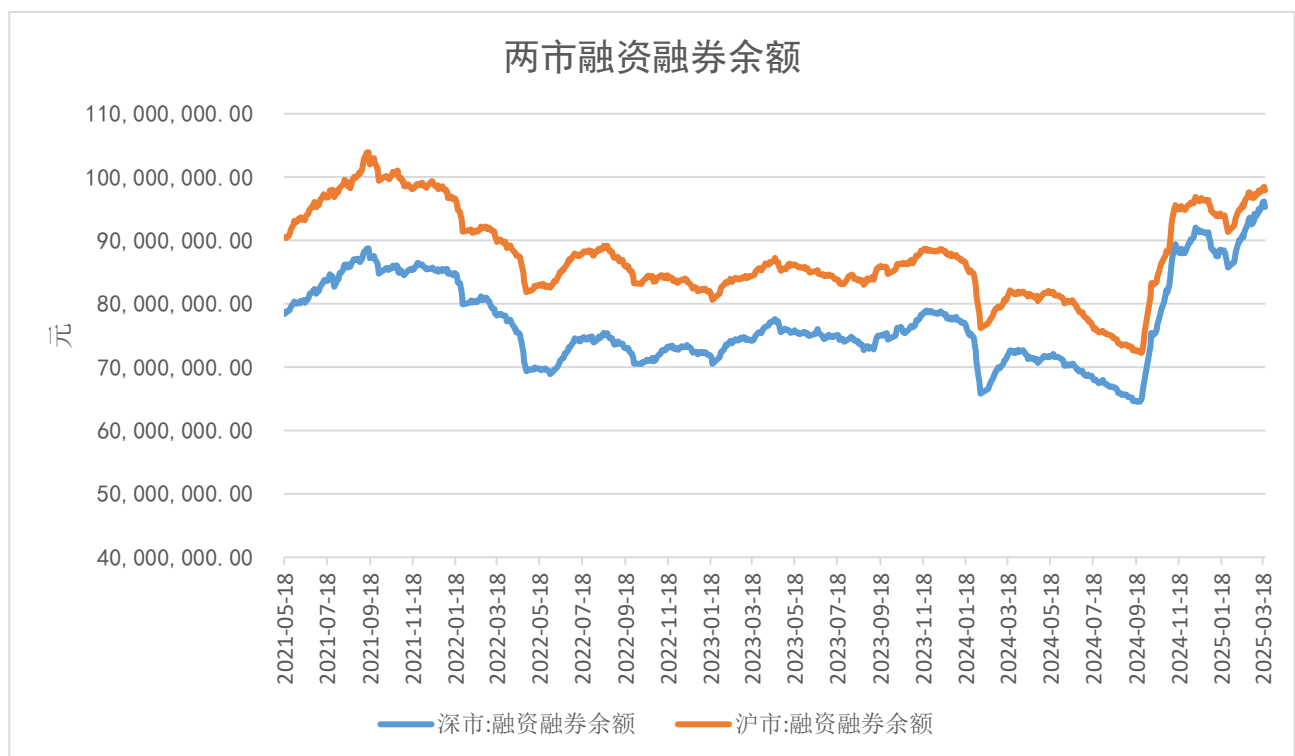
数据来源：WIND、国元期货

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)	14.28	25.02	32.23	10.70	12.41	28.72	38.05
市盈率分位点% (近十年)	62.31	41.50	15.78	66.46	51.00	61.71	46.52

数据来源：WIND、国元期货

图表 5 两市融资融券余额

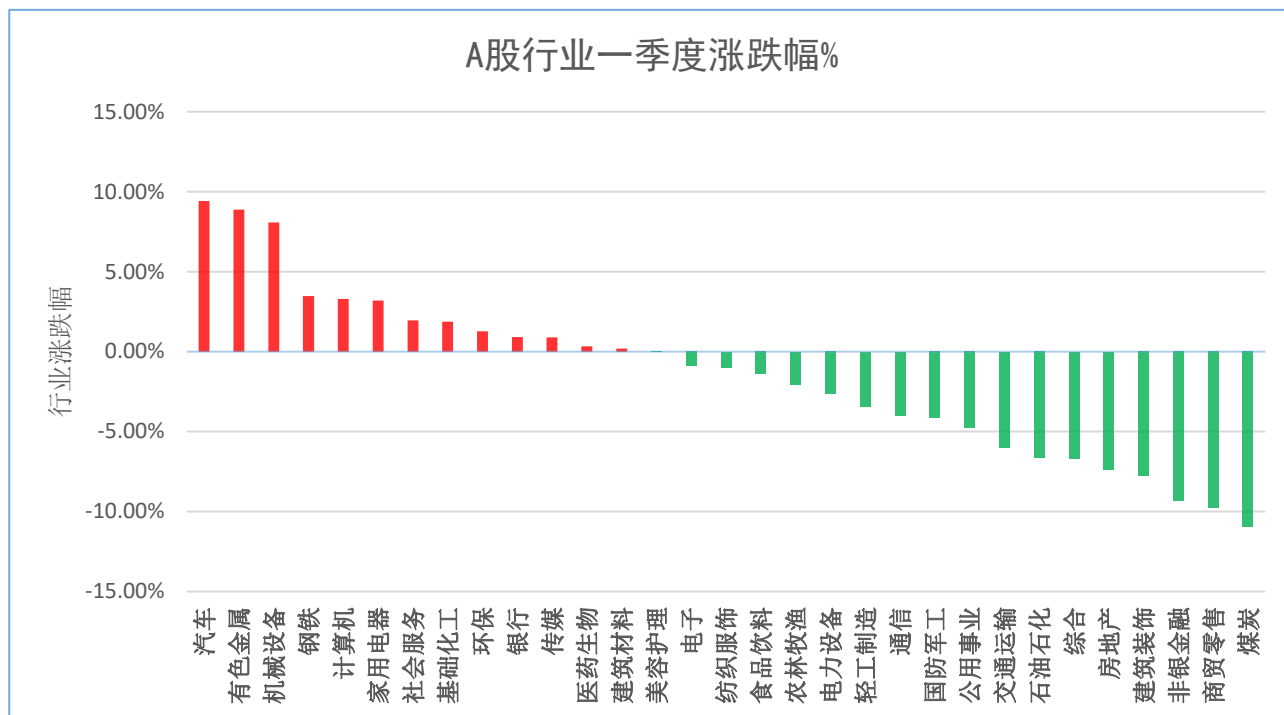


数据来源：WIND、国元期货

## 1.2 板块涨跌幅

一季度，各板块涨跌不一，汽车、有色金属以及机械设备等板块涨幅靠前。煤炭板块跌幅超 10%，商贸零售、非银金融等板块跌幅靠前。

图表 6 一季度 A 股行业涨跌幅



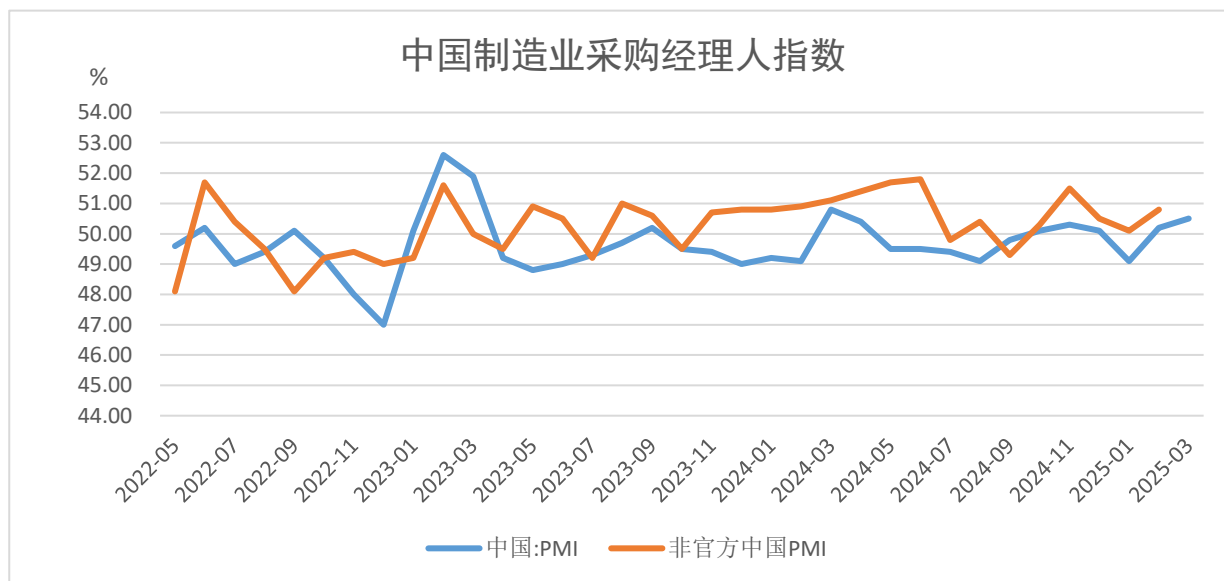
数据来源：WIND、国元期货

## 二、基本面分析

### 2.1 PMI 走势

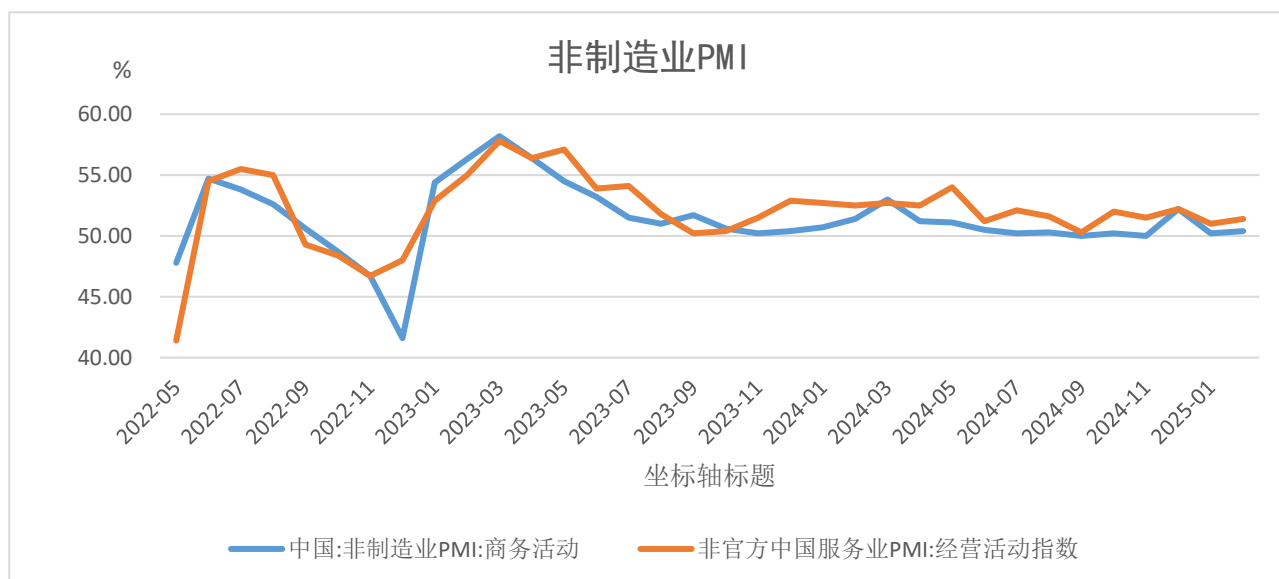
采购经理指数（PMI），是通过对企业采购经理的月度调查结果统计汇总、编制而成的指数，它涵盖了企业采购、生产、流通等各个环节，包括制造业和非制造业领域，是国际上通用的监测宏观经济走势的先行性指数之一，具有较强的预测、预警作用。中国 3 月官方制造业 PMI 录得 50.5，较前值 50.2 小幅上升，PMI 数据季节性回暖，并创下近一年来的最高点，表明中国制造业整体呈现稳中向好的态势。具体来看，生产指数达到 52.6%，较上月微增 0.1 个百分点，反映出制造业企业生产活动进一步加快，这与市场需求回暖及企业信心增强有关。新订单指数表现更为亮眼，达到 51.8%，较上月上升 0.7 个百分点，这一明显增幅显示制造业市场需求持续改善。原材料库存指数为 47.2%，虽较上月上升 0.2 个百分点，但仍处于临界点以下，表明制造业主要原材料库存量降幅有所收窄。从业人员指数为 48.2%，较上月下降 0.4 个百分点，跌至收缩区间，显示制造业企业用工景气度有所回落。这或许与部分企业自动化程度提高、用工需求减少。与此同时，非制造业商务活动指数为 50.8%，较上月上升 0.4 个百分点，表明非制造业扩张步伐有所加快。这一数据与制造业 PMI 的回升相互呼应，春节过后中国经济稳步复苏。

图表 7 中国制造业采购经理人指数



数据来源: Wind、国元期货

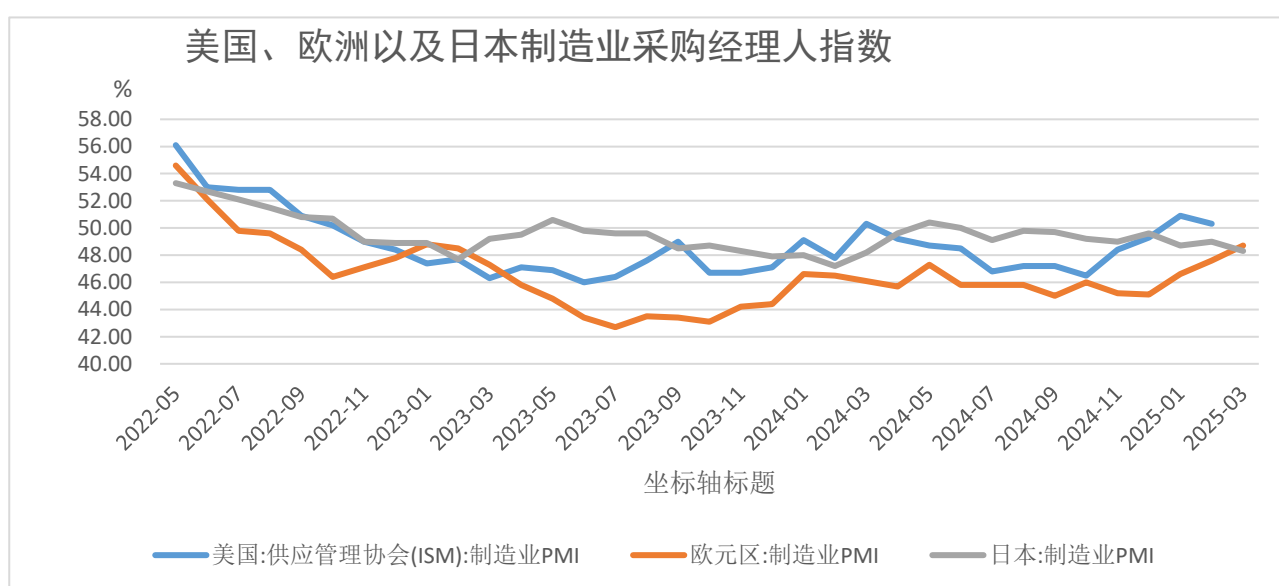
图表 8 中国非制造业采购经理人指数



数据来源: Wind、国元期货

欧元区制造业 PMI 在 3 月升至 48.7，高于前值 47.6，并超出市场预期的 48.2，显示出一定复苏迹象。欧洲部分国家财政支出扩张或有益于制造业回暖。美国 2025 年 2 月的 ISM 制造业 PMI 为 50.3，较 1 月的 50.9 略有下降，但仍处于扩张区间。然而，新订单指数从 55.1 跌至 48.6，表明需求动能减弱，而生产指数和就业指数也分别回落至 49.8 和 47.2，也给美国经济前景蒙上了一层阴影。2025 年 3 月，日本制造业 PMI 录得 48.3，较前月的 49.0 有所下降。这一数值低于 50 的荣枯线，表明制造业活动持续处于收缩状态。具体来看，生产和新订单均呈现下降趋势，需求的持续疲软是主要原因。新订单指数已连续 20 个月处于收缩区间，尤其是汽车和半导体行业需求减少的趋势尤为明显。

图表 9 美国、欧洲以及日本制造业采购经理人指数



数据来源：Wind、国元期货

## 2.2 一季度宏观经济数据

2025 年前两个月，中国经济数据整体表现符合市场预期，展现出稳健的增长态势。全国固定资产投资（不含农户）达 52619 亿元，同比增长 4.1%，增速较上年全年加快 0.9 个百分点。若扣除房地产开发投资，固定资产投资增速达到 8.4%。从各领域表现来看，基础设施投资同比增长 5.6%，制造业投资增长 9.0%，而房地产开发投资则下降 9.8%。高技术产业投资表现亮眼，同比增长 9.7%。

在工业生产方面，全国规模以上工业增加值同比增长 5.9%，增速较上年全年提升 0.1 个百分点。其中，采矿业增加值增长 4.3%，制造业增长 6.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.1%。制造业表现尤为突出，成为当前经济的稳定支柱。

消费方面，1-2 月份社会消费品零售总额达 83731 亿元，同比增长 4.0%，较上年全年加快 0.5 个百分点。除汽车外的消费品零售额增长 4.8%。具体来看，商品零售额 73939 亿元，同比增长 3.9%；餐饮收入 9792 亿元，同比增长 4.3%。值得关注的是，消费品以旧换新政策



持续显效，推动限额以上单位的部分商品零售额显著增长。其中，通讯器材类增长 26.2%，文化办公用品类增长 21.8%，家具类增长 11.7%，家用电器和音像器材类增长 10.9%。从前 2 个月经济数据表现来看，一季度有非常的概率经济增速在 5% 以上。全年经济工作将迎来开门红。

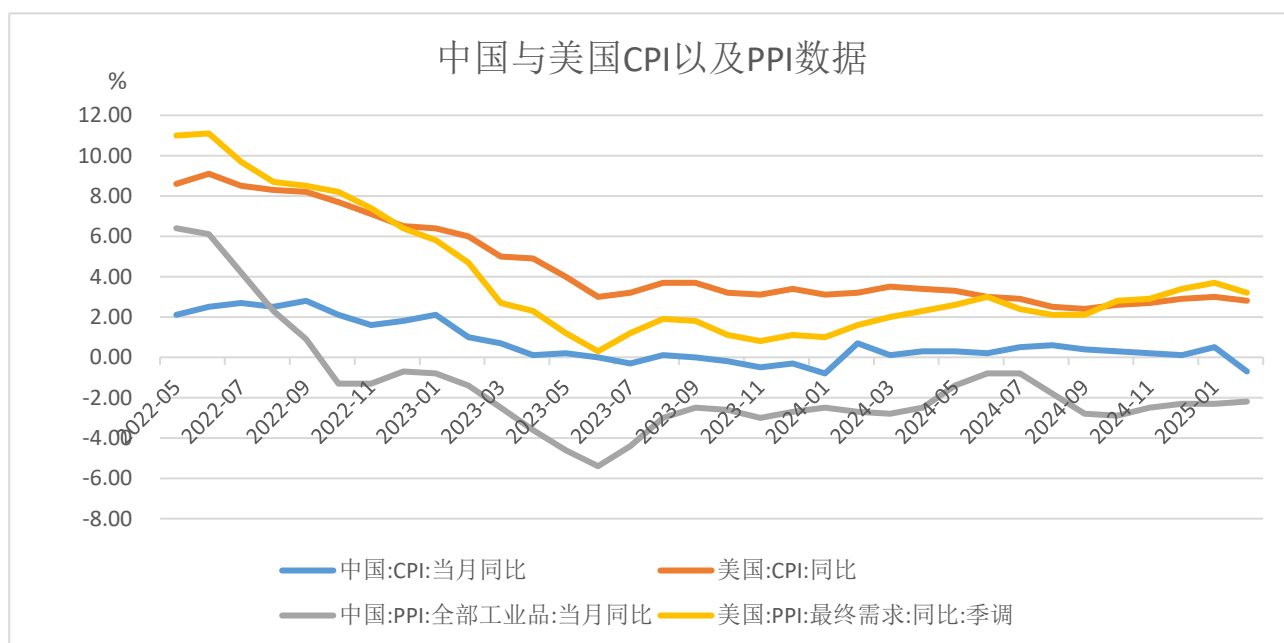
海外方面，根据美国劳工统计局的数据，2025 年 2 月的 CPI 显示，总体通胀率（Headline Inflation）为 2.8%，较 1 月的 3.0% 略有下降，但仍高于美联储 2% 的目标。月度数据方面，2 月 CPI 环比上涨 0.2%，低于 1 月的 0.5%，表明价格上涨速度有所放缓。核心 CPI（剔除食品和能源价格）为 3.1%，较 1 月的 3.3% 也有所回落，是自 2021 年 4 月以来的最低水平。美联储主席鲍威尔讲话偏鸽派，今年以来市场普遍认为美国降息 2 次或以上的概率大幅上升。

图表 10 一季度宏观经济数据

数据	10 月	11 月	12 月	1-2 月
工业增加值（同比）	5.30%	5.40%	6.20%	5.90%
固定资产投资（累计同比）	3.40%	3.30%	3.20%	4.10%
社会消费品零售总额（同比）	4.80%	3.00%	3.70%	4.00%
失业率	5.00%	5.00%	5.10%	5.40%

数据来源：Wind、国元期货

图表 11 中国与美国 CPI 以及 PPI 数据

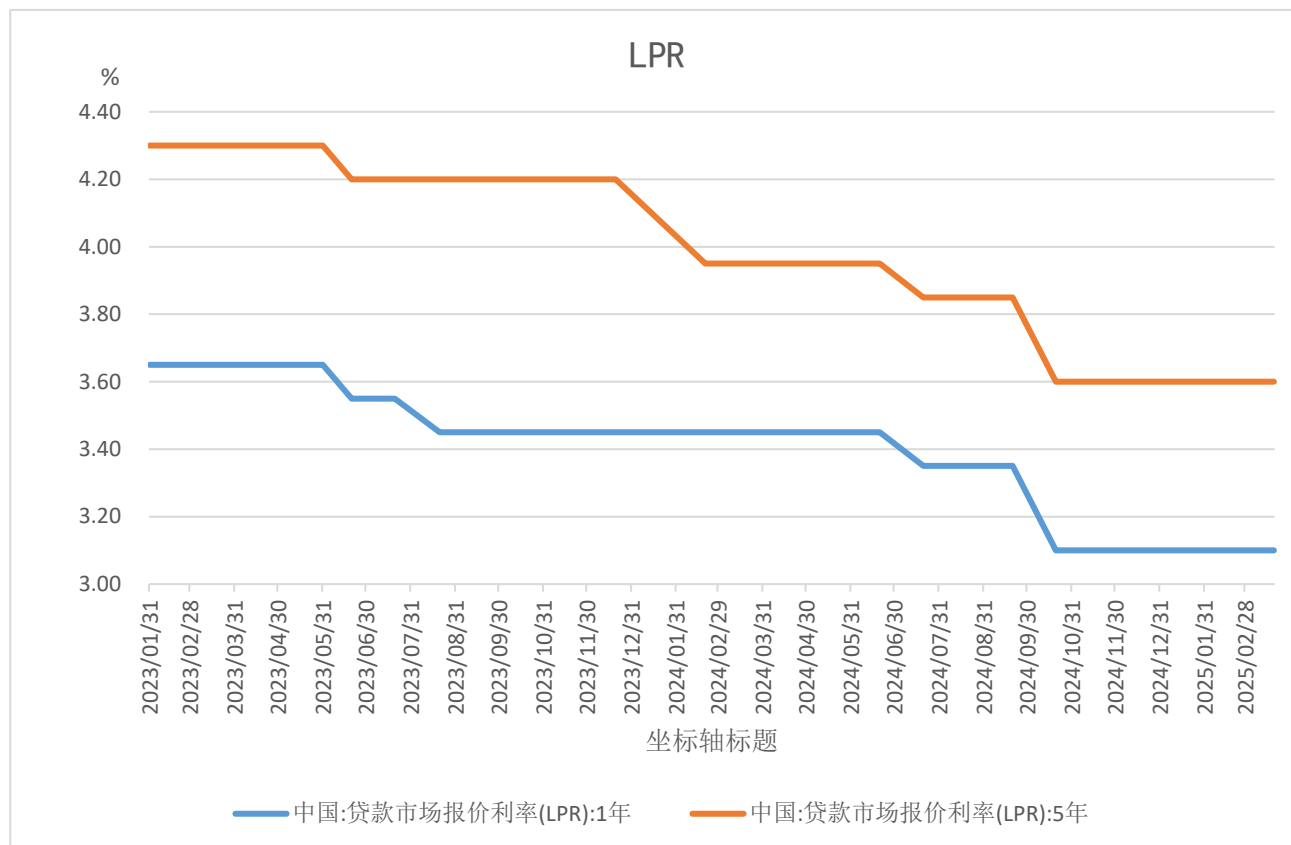


数据来源：Wind、国元期货

## 2.3 一季度市场流动性数据

一季度央行未降息，一方面一季度经济基本面较好，其次关税面临较大不确定性，央行或为未来保留政策空间。一季度未降息低于市场预期，3月下旬以来，市场经历了一定的回调。

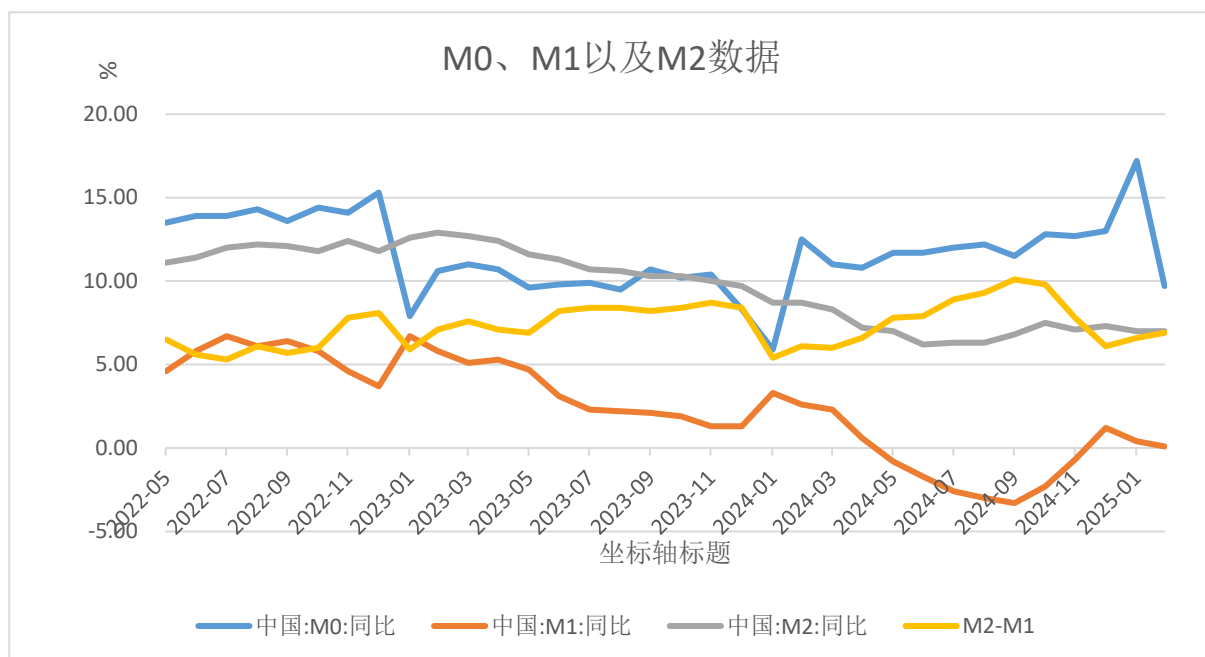
图表 12 中国 LPR 数据



数据来源: Wind、国元期货

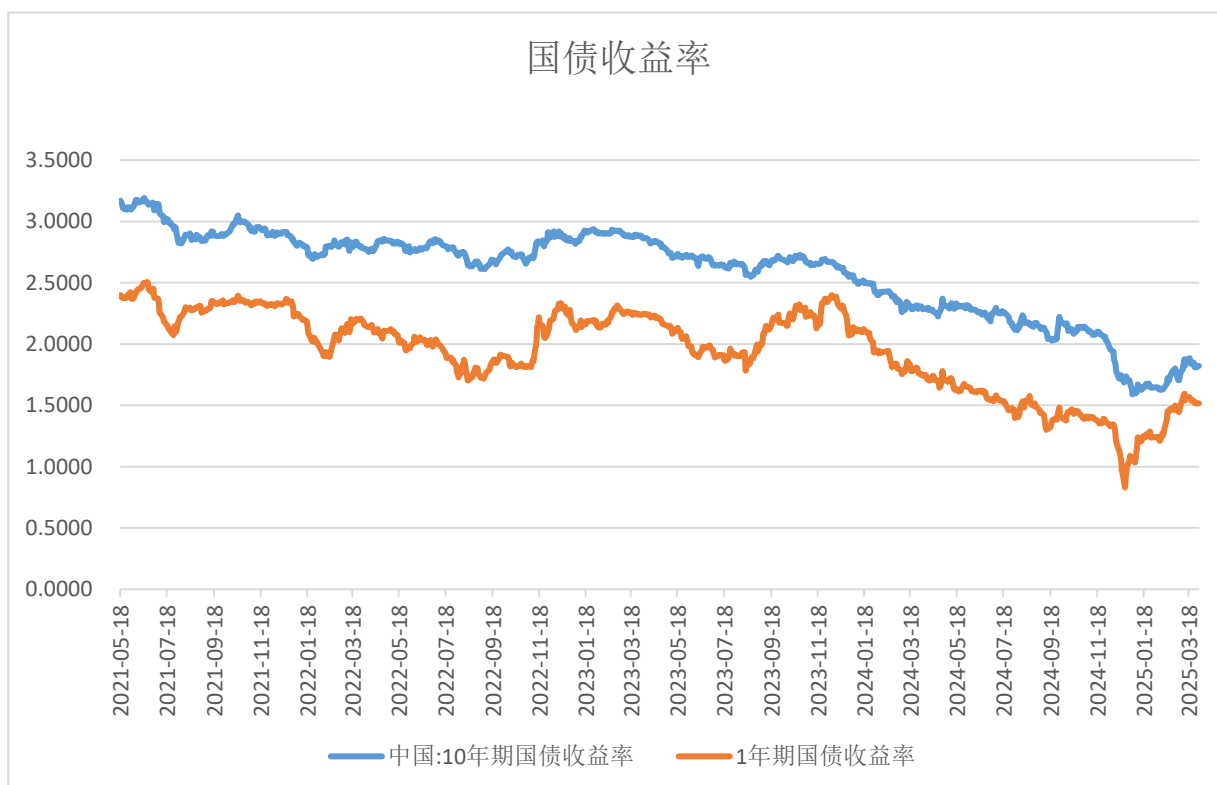
8月M2同比增长7%。M2-M1剪刀差回落后又有所增长。当前实体经济融资需求仍偏弱，企业资金活化效率较低。目前居民和企业端偏向于储蓄而非投资。

图表 13 中国 M0、M1 以及 M2 数据



数据来源：Wind、国元期货

图表 14 国债收益率



数据来源：Wind、国元期货

欧元区今年已连续降息两次。降息措施旨在刺激欧元区疲弱的经济增长，同时应对通胀逐步接近 2%目标的趋势。欧洲央行在 2024 年已累计降息 100 个基点（从 4%降至 3%），而 2025 年的两次降息进一步将利率下调了 50 个基点。市场普遍预期，欧洲央行可能会在 2025 年继续降息，存款利率可能在年中降至 2%或更低，以应对经济增长放缓和潜在的外部压力（如美国关税政策）。日本央行在 1 月实施了加息，日本央行行长植田和夫表示，如果经济和通胀前景符合预期，未来将继续加息。2025 年 3 月 18 日的货币政策会议中，日本央行暂时维持利率在 0.5%不变，但市场普遍预期其可能在 4 月或更晚些时候进一步加息，尤其是在通胀持续升温和美国经济政策明朗化之后。

图表 15 欧美利率基准调整

时间	国家	利率基准	降息幅度	利率水平
2025 年 1 月	欧元区	基准利率	-25bp	2.75%
2025 年 3 月	欧元区	基准利率	-25bp	2.50%
2025 年 1 月	日本	政策利率	+25bp	0.5%

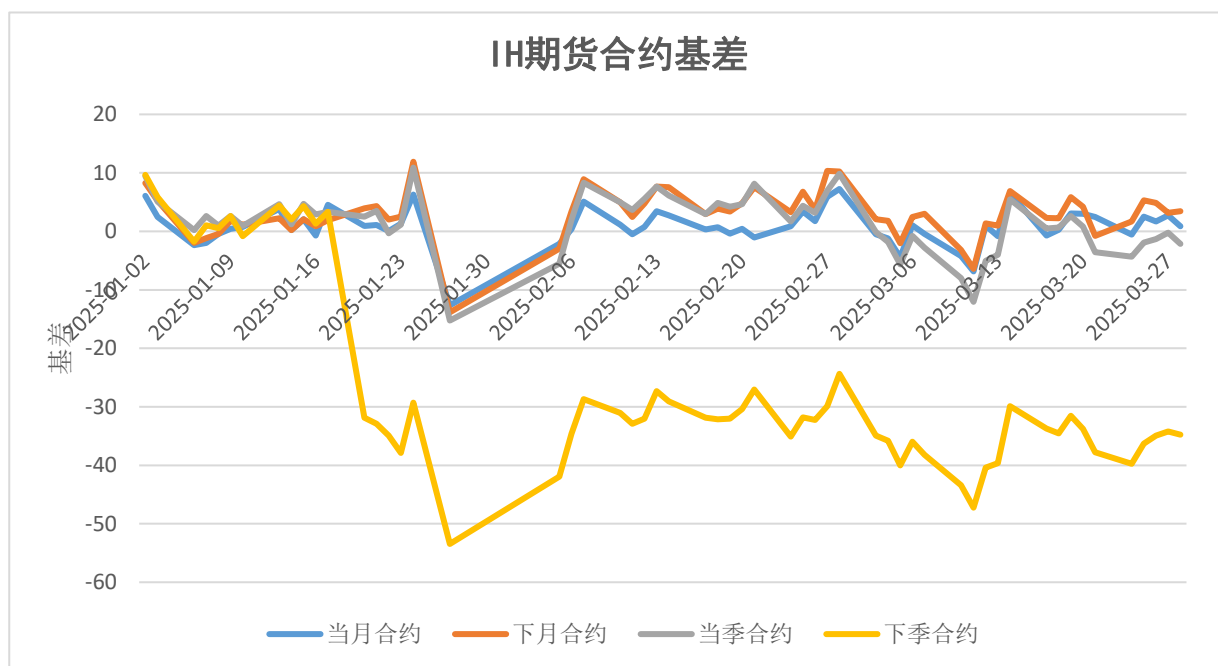
数据来源：Wind、国元期货

### 三、股指期货数据分析

#### 3.1 股指期货基差

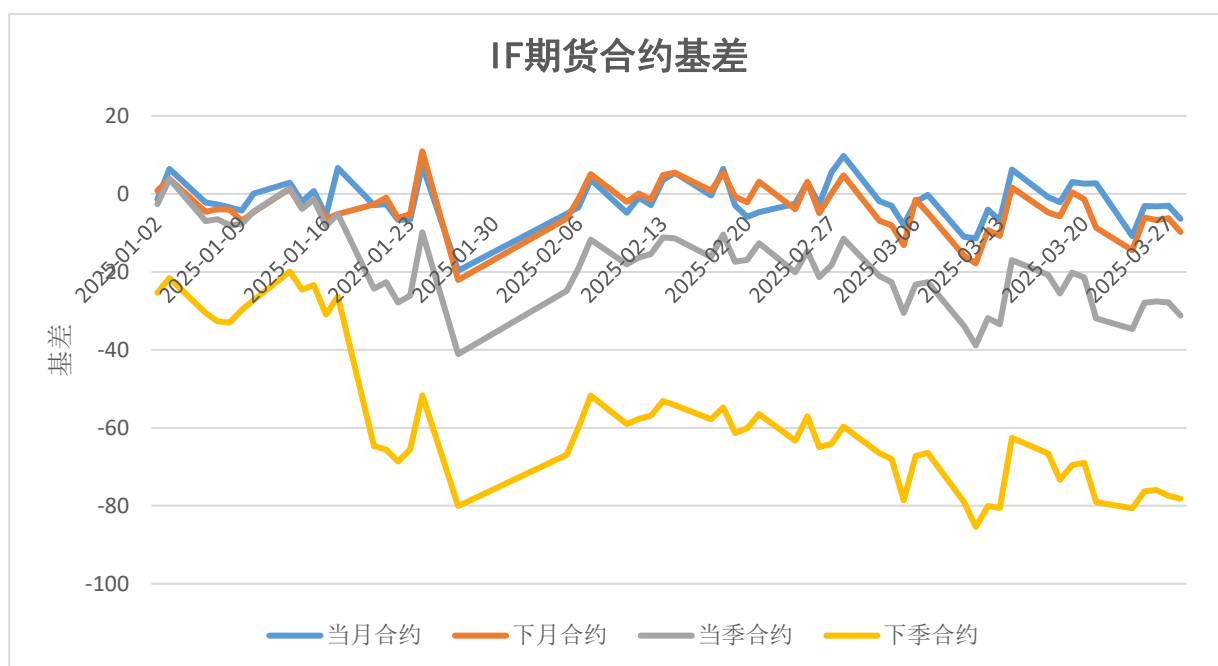
当前 IC 以及 IM 远月合约贴水幅度较大。反映当前对冲需求较大，市场对于股指长期走势也有一定担忧。随着 3 月底市场回调，当前贴水幅度略有缩小，但担忧情绪并未完全缓解。

图表 16 IH 期货合约基差



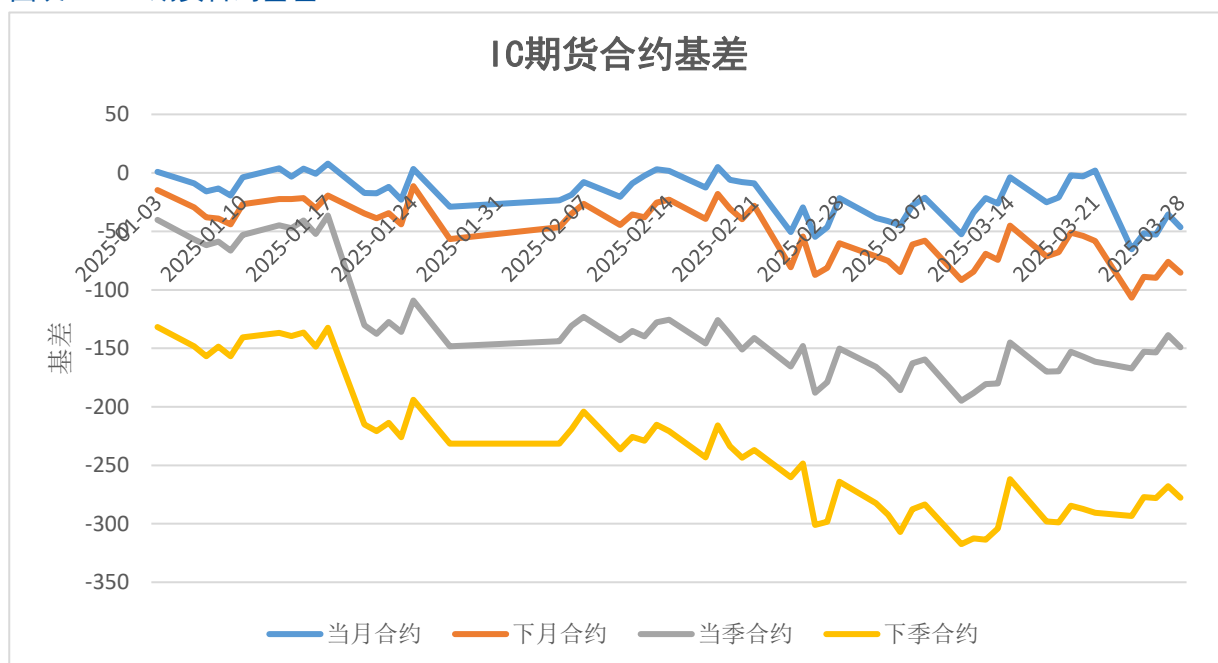
数据来源：Wind、国元期货

图表 17 IF 期货合约基差



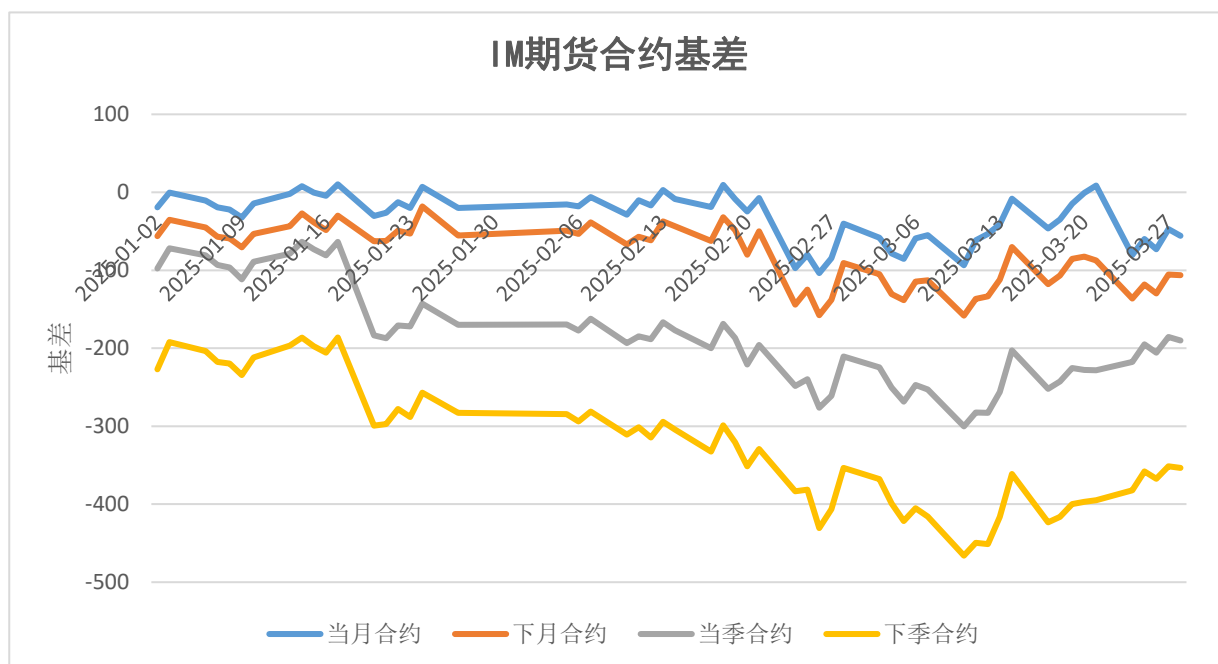
数据来源：Wind、国元期货

图表 18 IC 期货合约基差



数据来源：Wind、国元期货

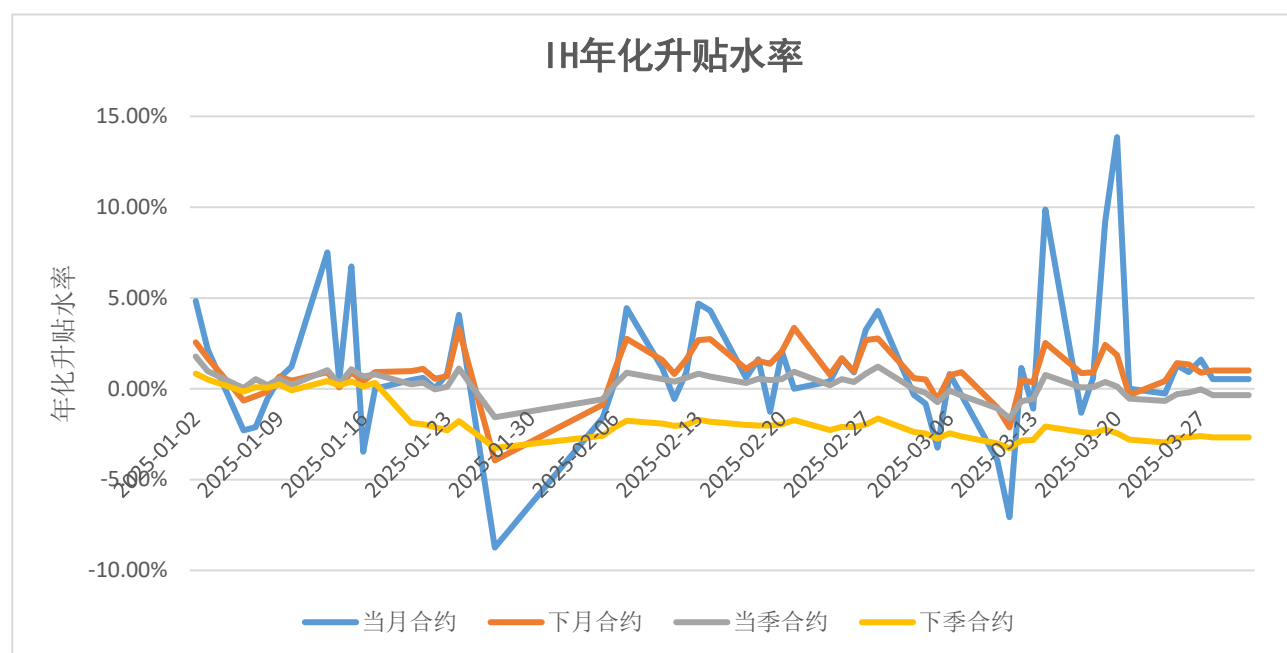
图表 19 IM 期货合约基差



数据来源：Wind、国元期货

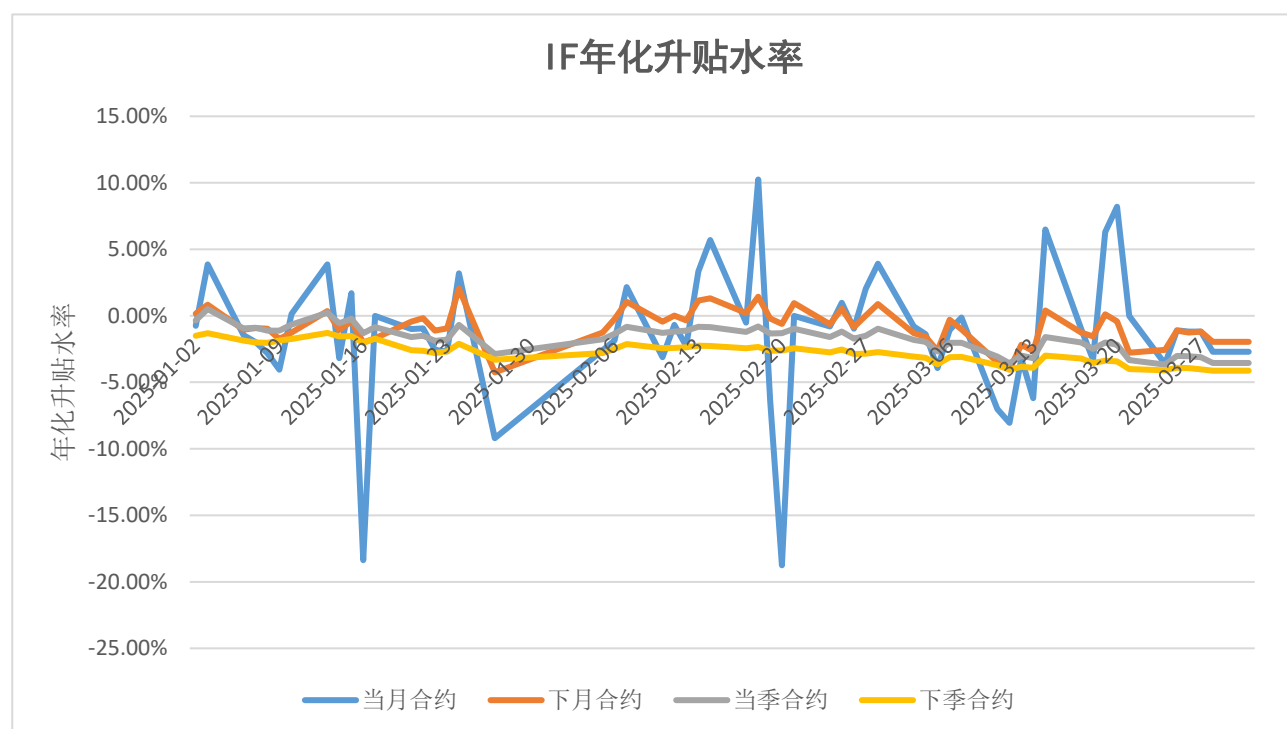
### 3.2 股指期货年化升贴水率

图表 20 IH 合约年化升贴水率



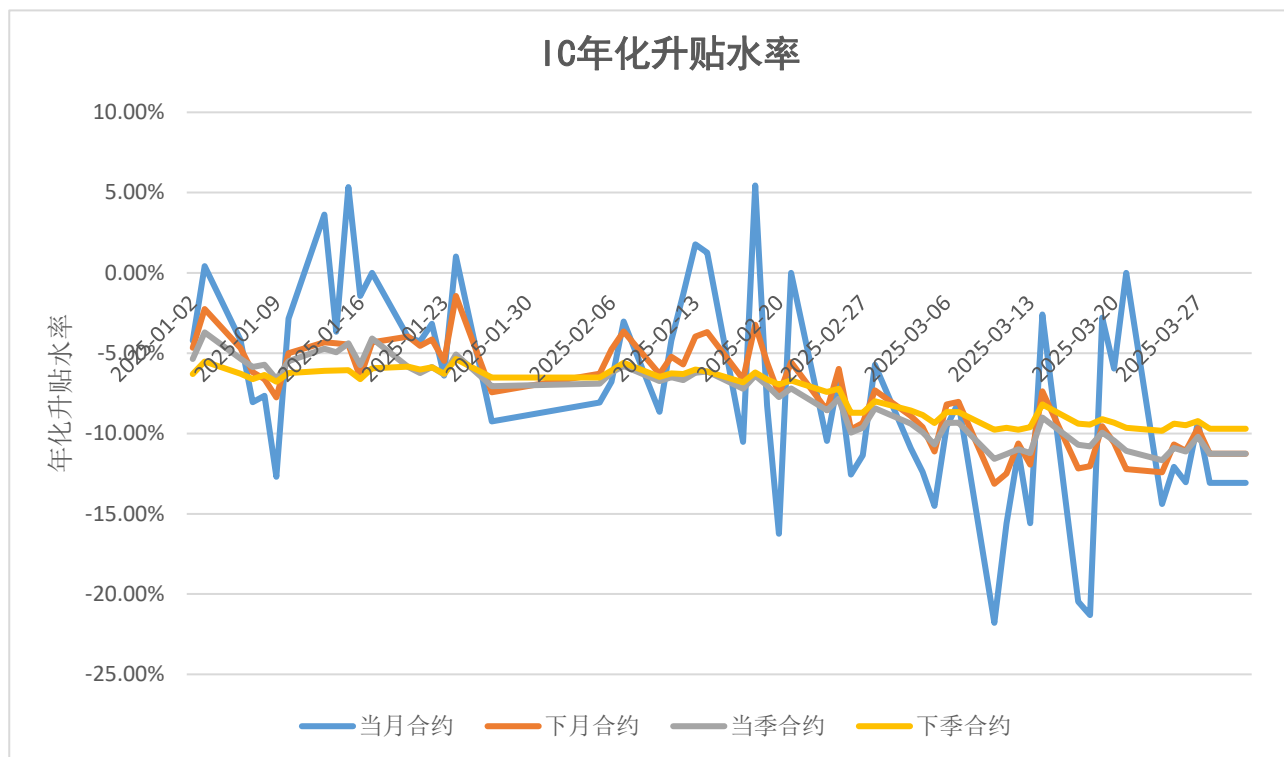
数据来源：Wind、国元期货

图表 21 IF 合约年化升贴水率



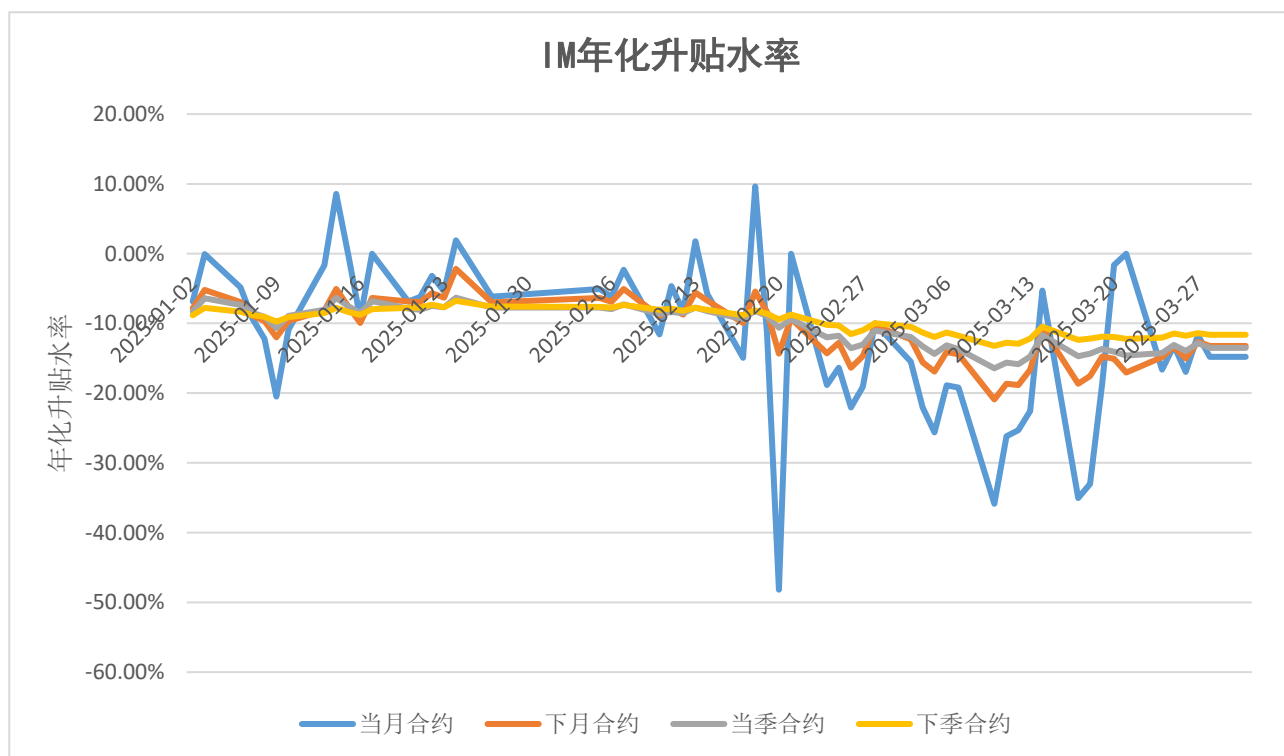
数据来源：Wind、国元期货

图表 22 IC 合约年化升贴水率



数据来源：Wind、国元期货

图表 23 IM 合约年化升贴水率



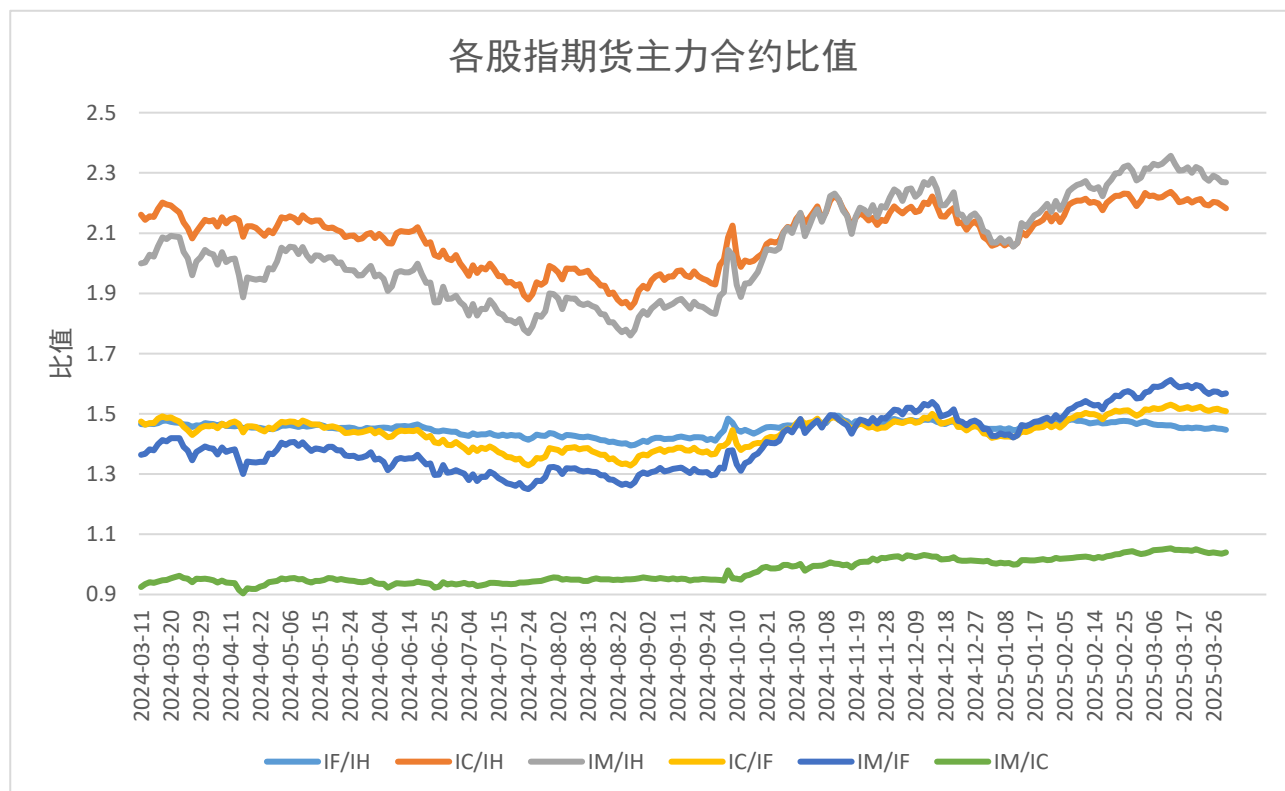
数据来源：Wind、国元期货



### 3.3 主力股指期货价格比值

中小盘股今年表现整体好于蓝筹股。9月底以来，市场情绪大幅逆转。科技股以及中小盘股受到市场青睐。3月初 IM/IH 来到多年高位，3月中下旬随着市场有所回调，比值整体有所回落，但依然处在相对高位。

图表 24 各主力股指期货合约价格比值



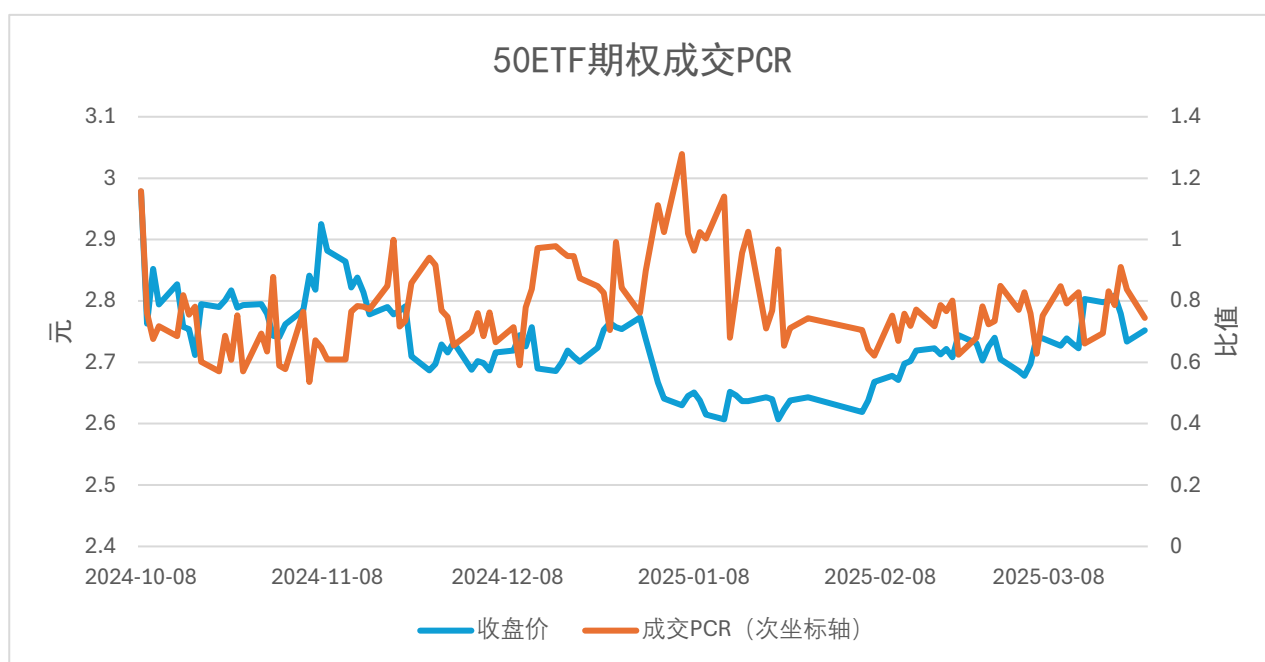
数据来源：Wind、国元期货

## 四、期权数据

### 4.1 期权 PCR

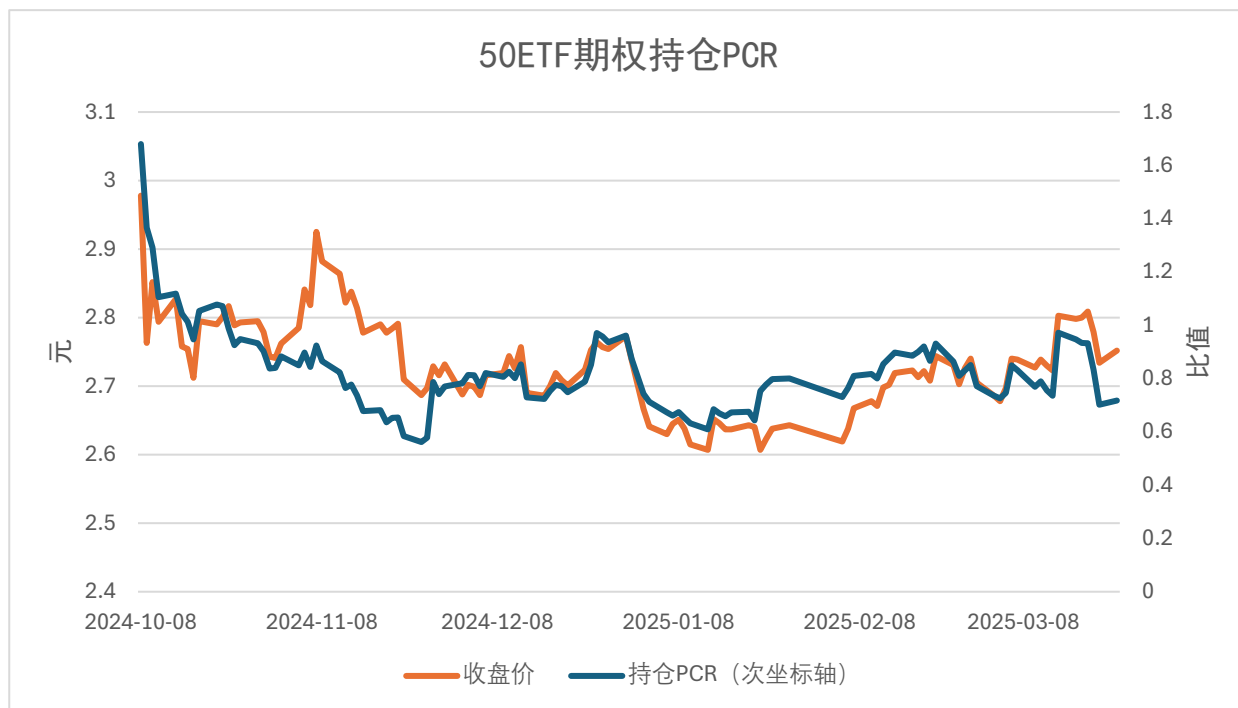
随着市场趋于区间波动，期权持仓 PCR 当前处在中等水平。当前期权卖方情绪中性。期权成交 PCR 近期窄幅波动。

图表 25 50ETF 期权成交 PCR



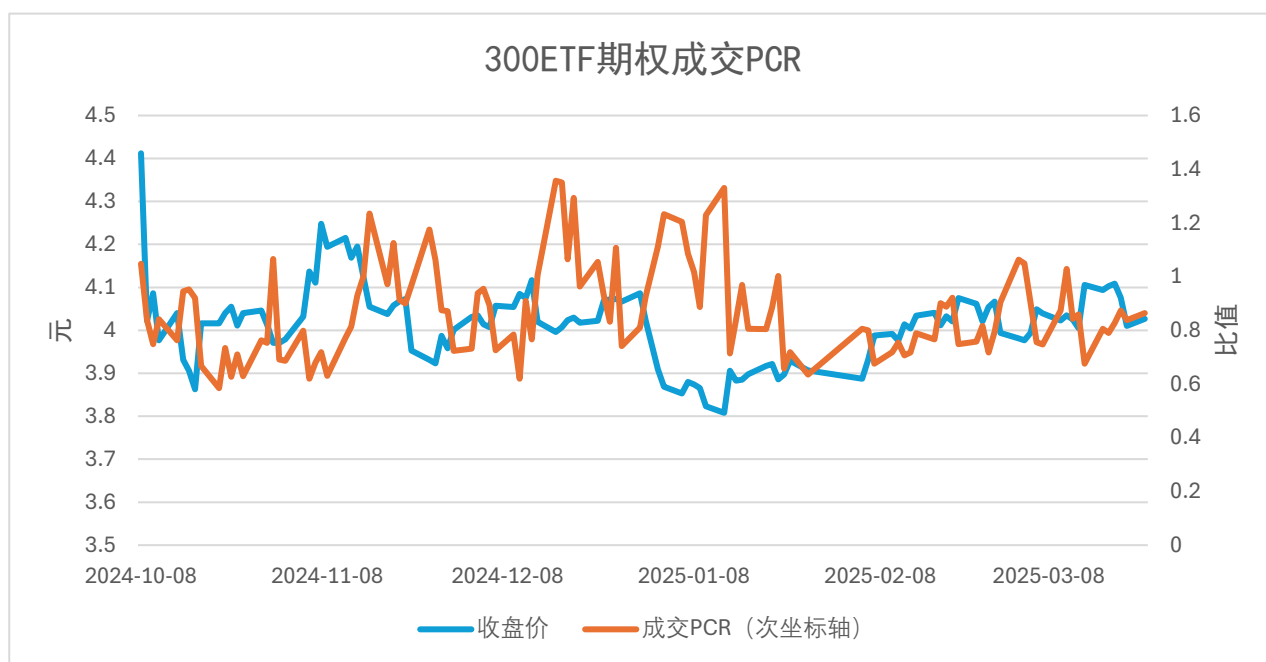
数据来源：WIND、国元期货

图表 26 50ETF 期权持仓 PCR



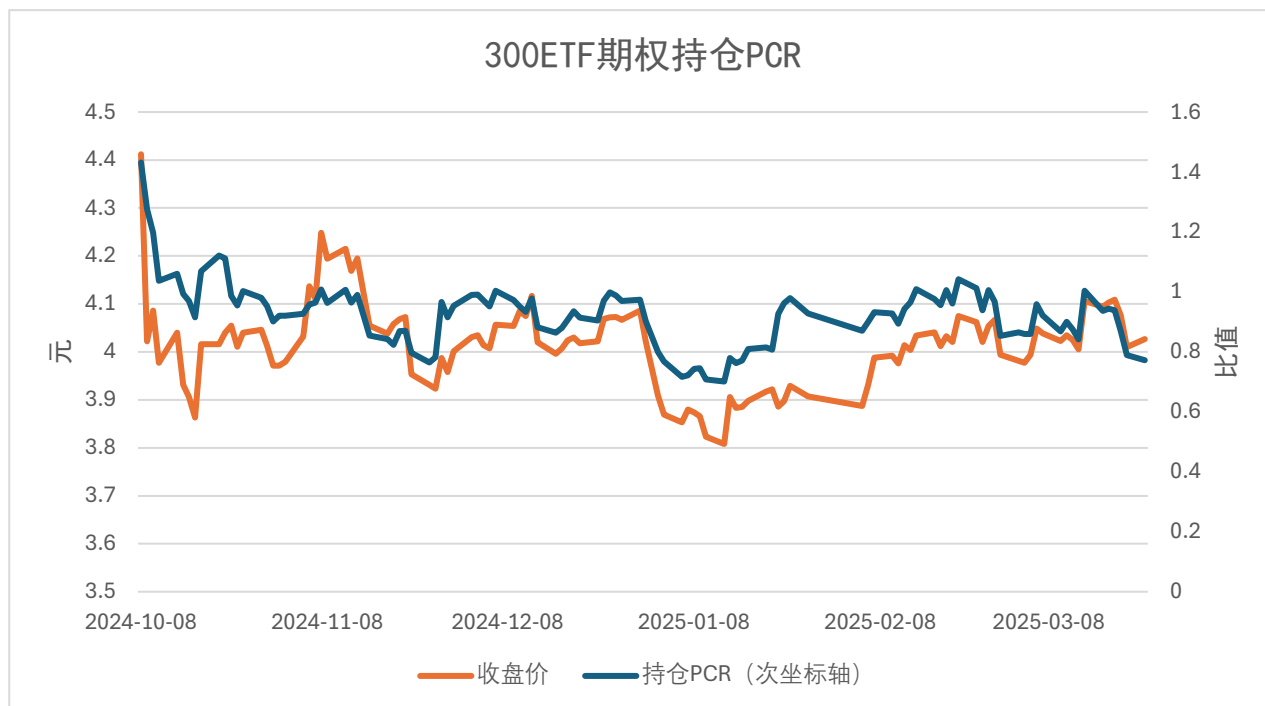
数据来源：WIND、国元期货

图表 27 沪深 300ETF 期权成交 PCR



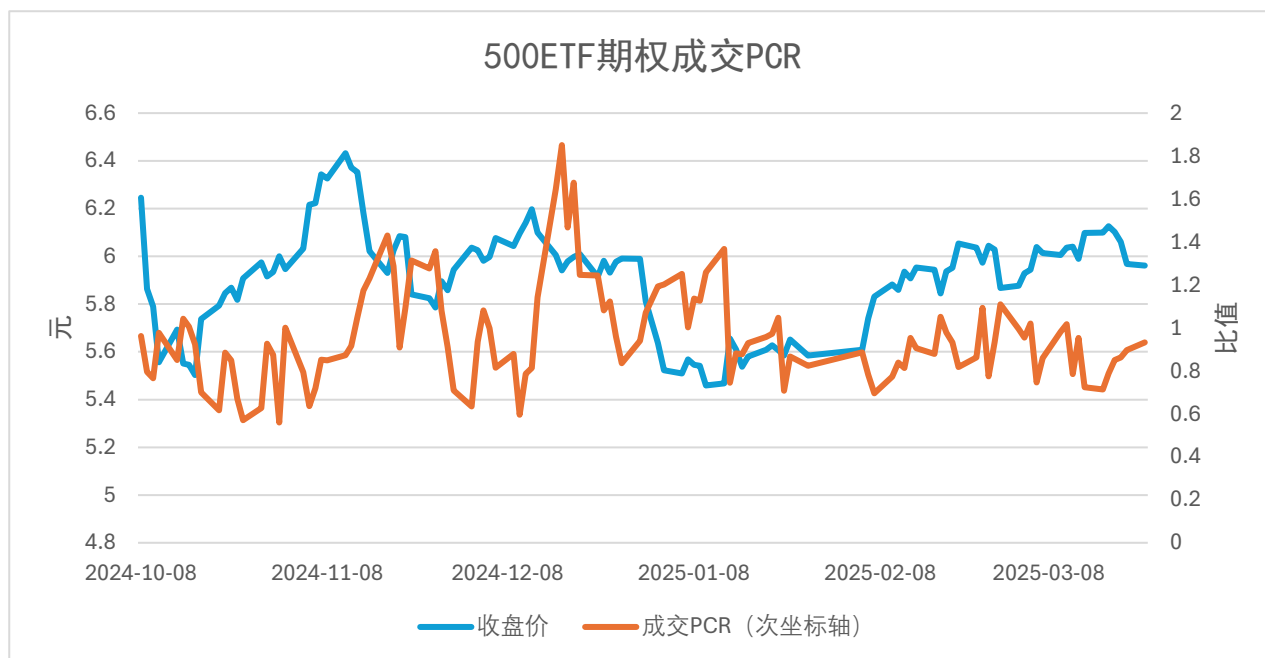
数据来源：WIND、国元期货

图表 28 沪深 300ETF 期权持仓 PCR



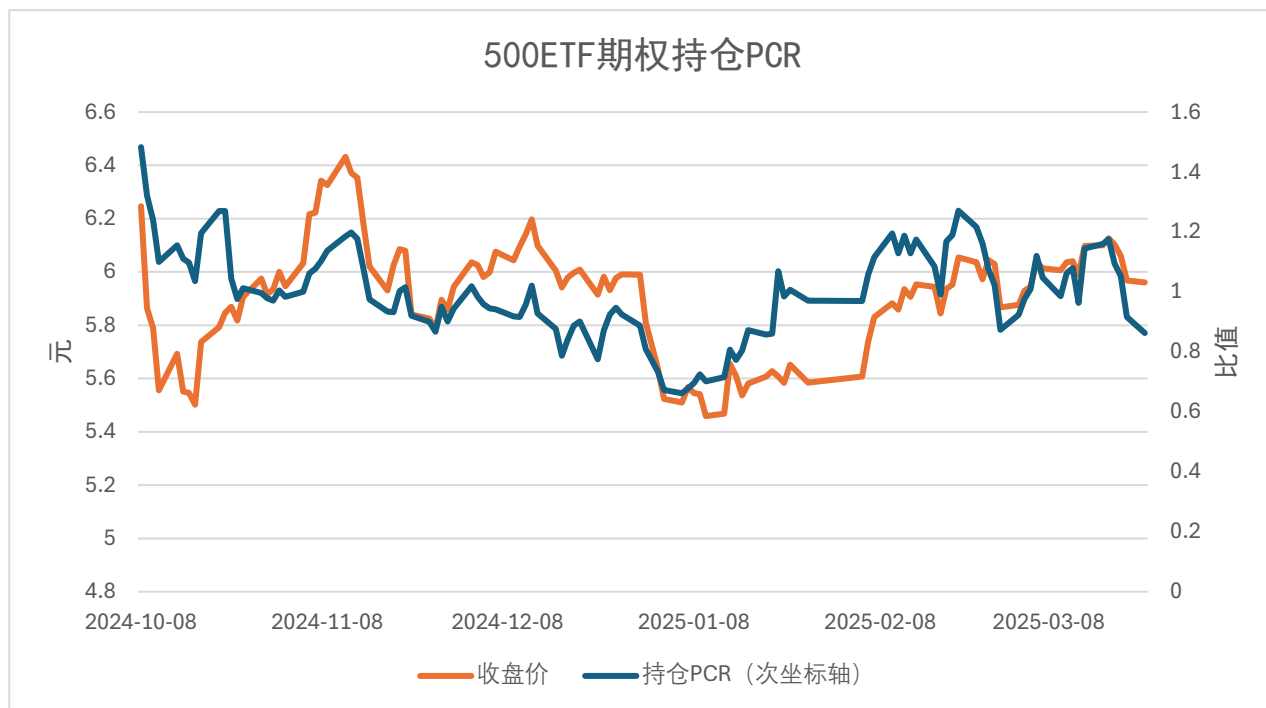
数据来源：WIND、国元期货

图表 29 中证 500ETF 期权成交 PCR



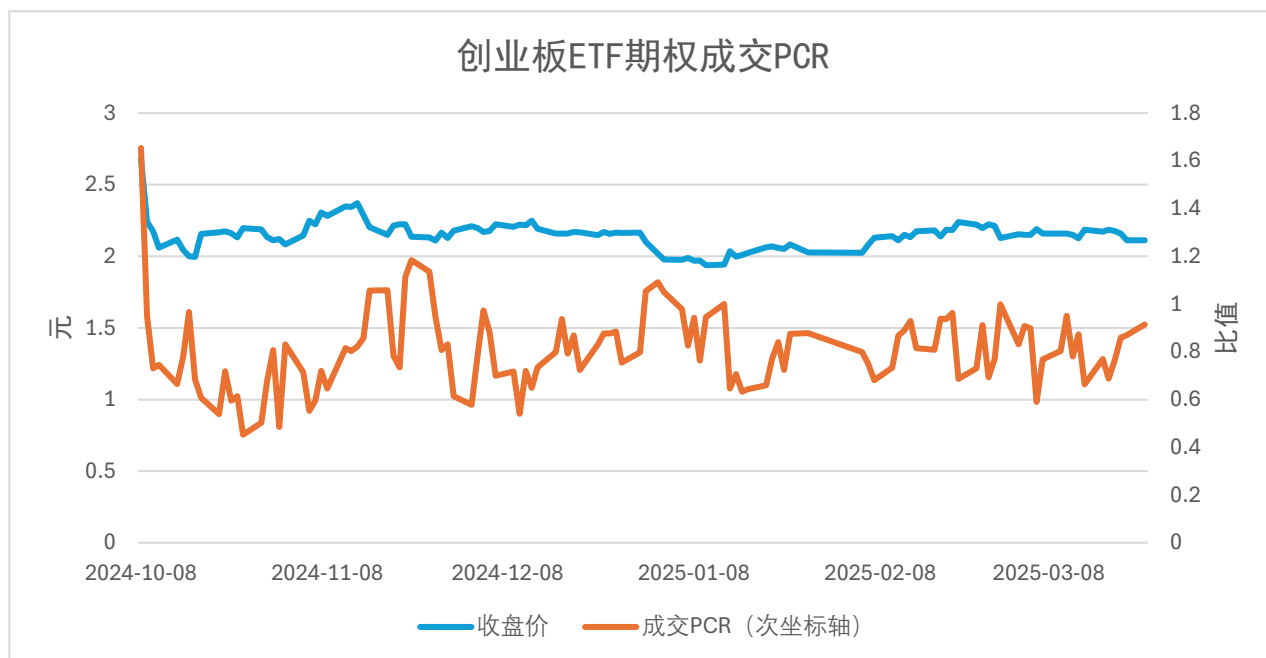
数据来源：WIND、国元期货

图表 30 中证 500ETF 期权持仓 PCR



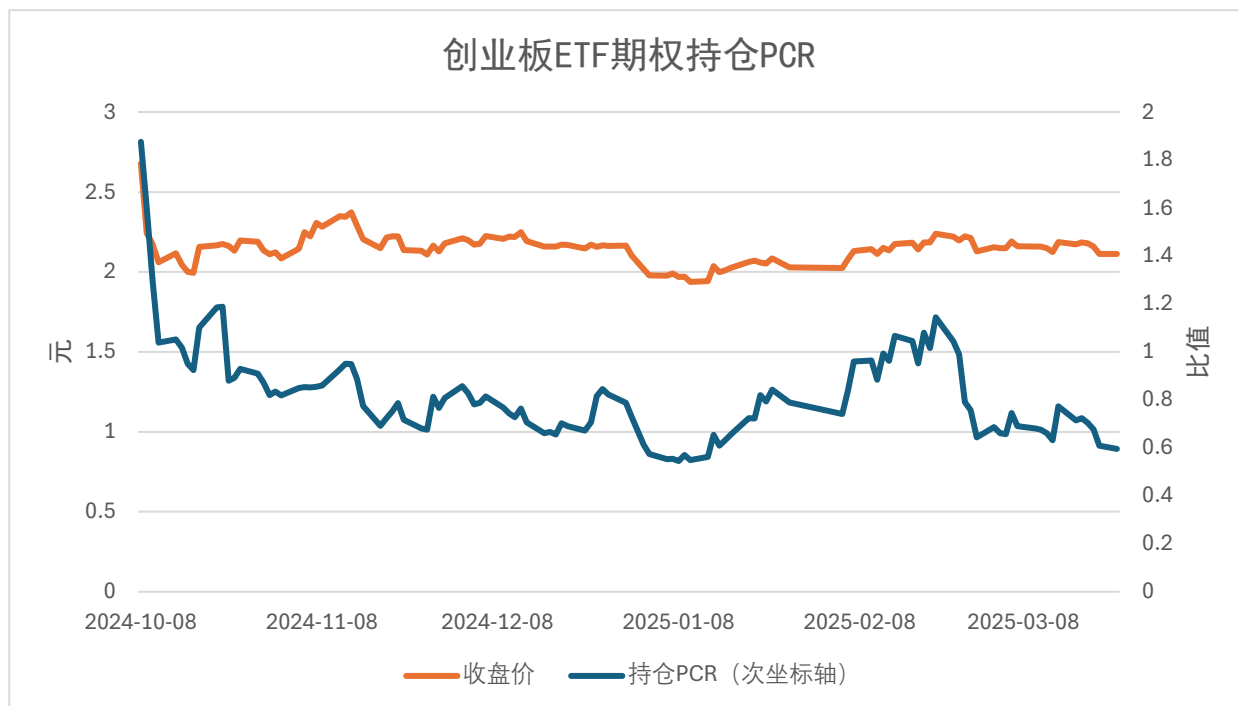
数据来源：WIND、国元期货

图表 31 创业板期权成交 PCR



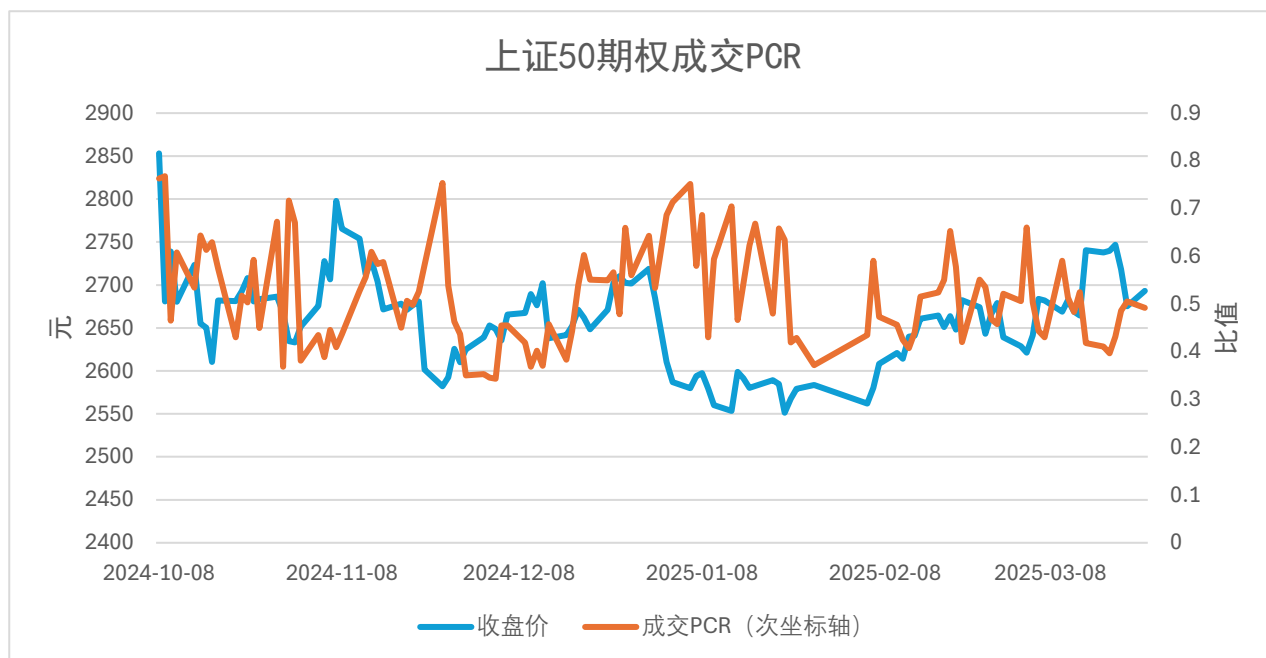
数据来源：WIND、国元期货

图表 32 创业板 ETF 期权持仓 PCR



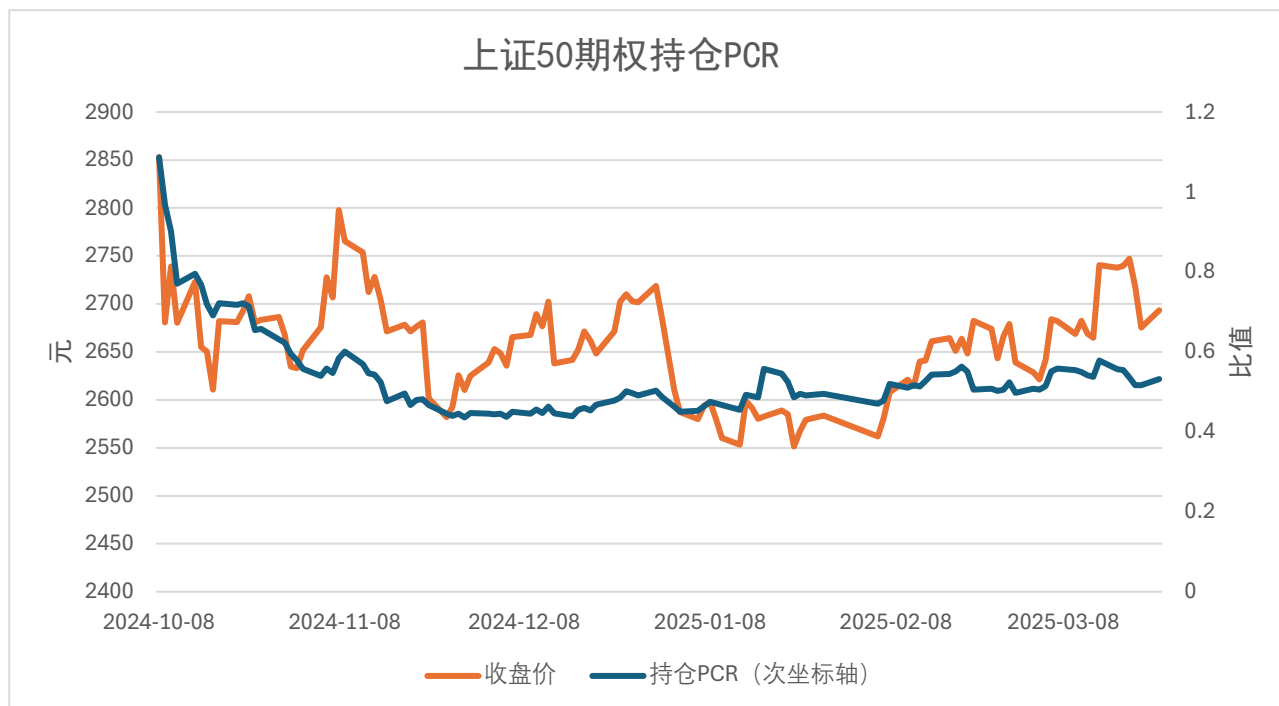
数据来源：WIND、国元期货

图表 33 上证 50 期权成交 PCR



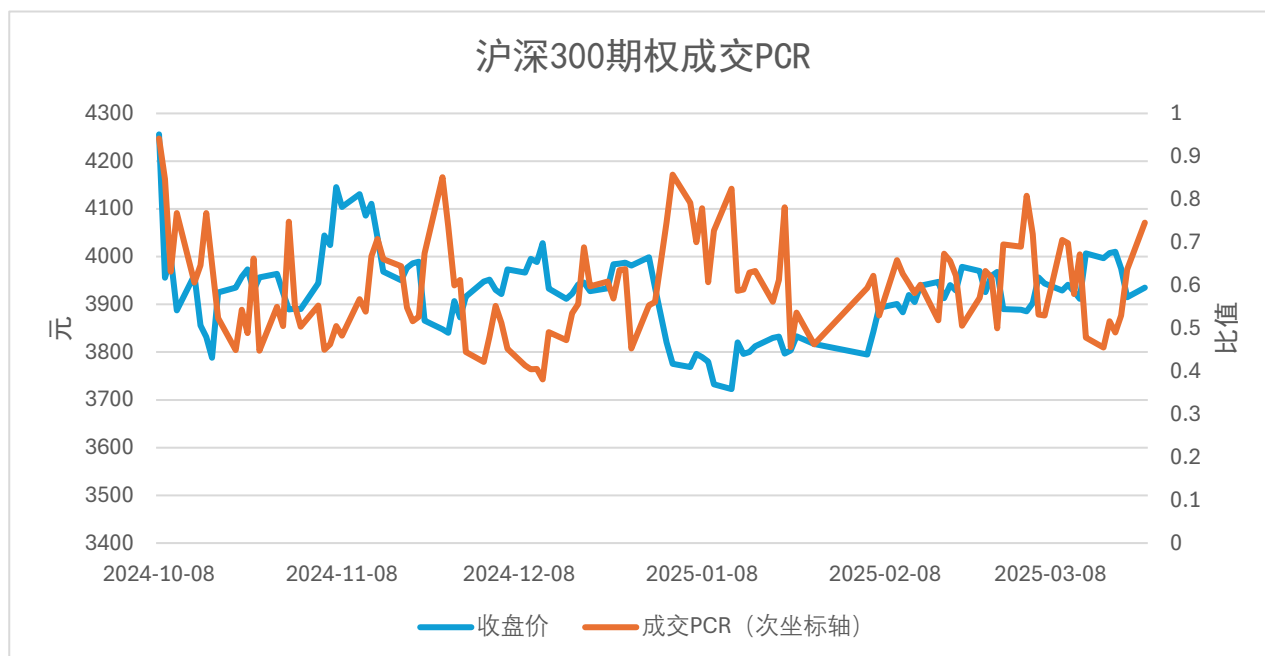
数据来源：WIND、国元期货

图表 34 上证 50 期权持仓 PCR



数据来源：WIND、国元期货

图表 35 沪深 300 期权成交 PCR



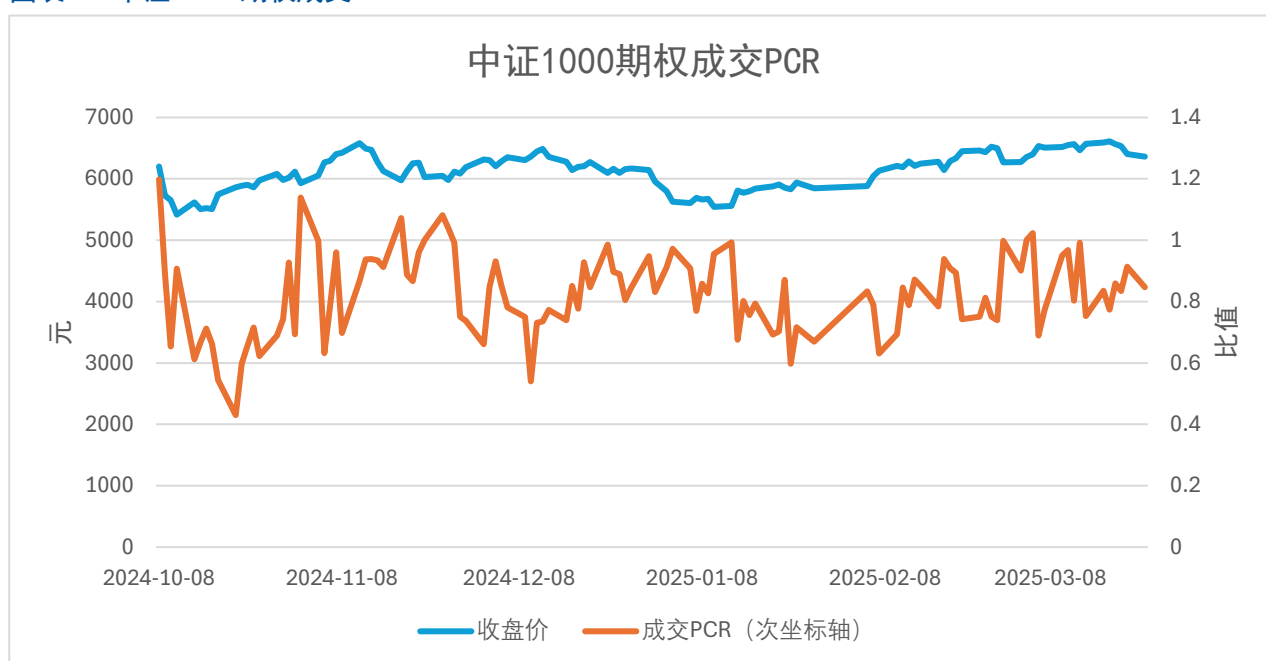
数据来源：WIND、国元期货

图表 36 沪深 300 期权持仓 PCR



数据来源：WIND、国元期货

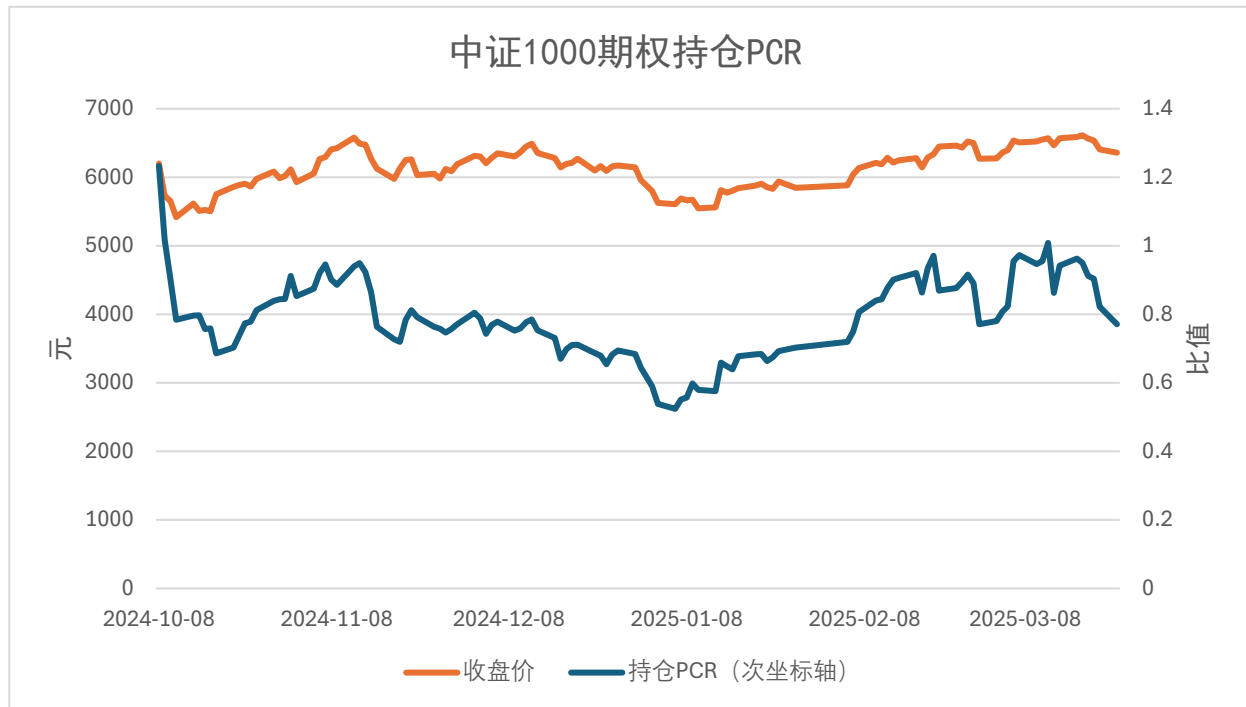
图表 37 中证 1000 期权成交 PCR



数据来源：WIND、国元期货



图表 38 中证 1000 期权持仓 PCR



数据来源：WIND、国元期货

## 4.2 期权波动率分析

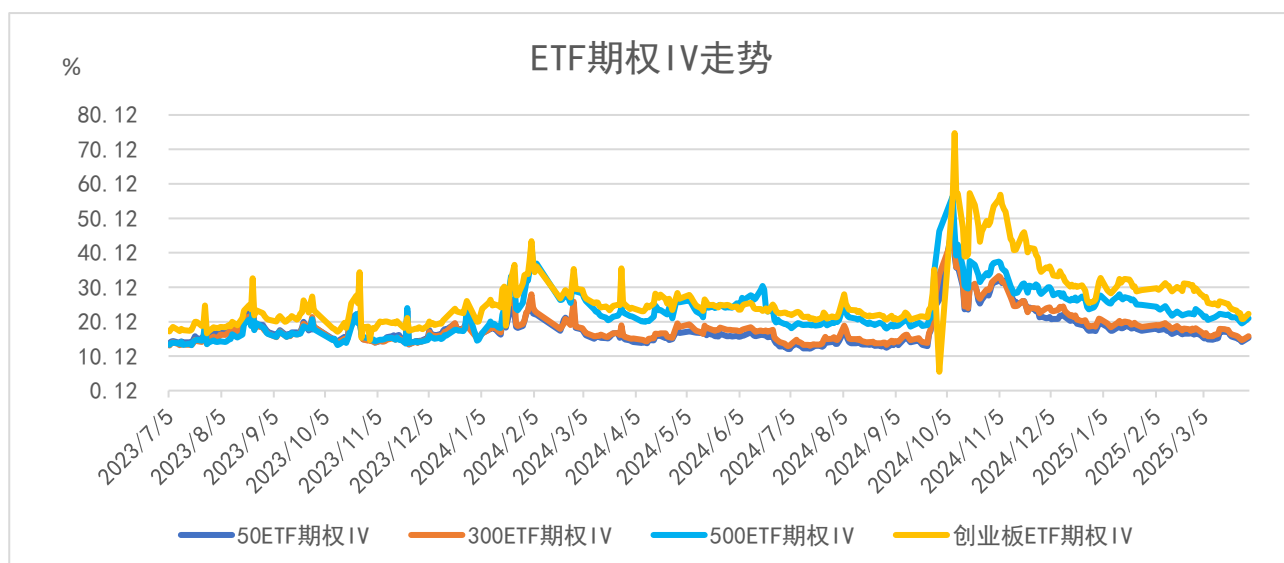
期权隐含波动率可以较好的反映当前市场的情绪。一季度期权隐含波动率从历史中高水平逐渐跌至中等水平。市场当前以震荡行情为主，市场当前对未来波动预期逐渐走低。

图表 39 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	47%	48%	54%	51%	51%	51%	50%

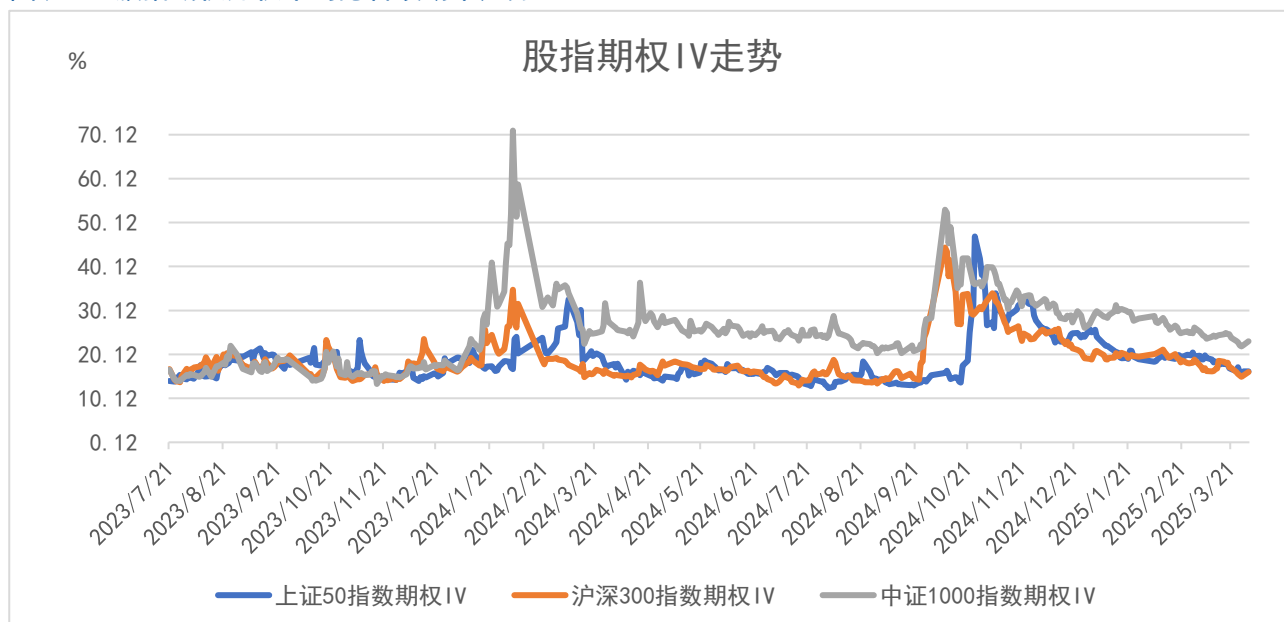
数据来源：Wind、国元期货

图表 40 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 41 股指期权加权平均隐含波动率走势



数据来源：Wind、国元期货

五、后市展望

一季度，两市整体呈现震荡走势，沪指小幅收跌，深指略有上涨。市场延续了去年四季度的热度，日均成交额保持在1.5万亿元以上。得益于Deepseek的推动，科技板块表现强劲，计算机板块及AI概念股涨幅居前。此外，“以旧换新”政策助推汽车企业盈利提升，汽车板块成为一季度表现最好的板块。尽管市场仍保持一定热度，但看涨情绪已有所降温。从股指期货远月合约基差、期权PCR等指标来看，投资者对于市场大幅上涨的预期明显下降。

展望二季度，外围市场或将继续对A股形成一定压力。美国经济已显现早期衰退迹象，同时特朗普关税政策带来更多不确定性。而Deepseek的崛起也推动了英伟达等科技公司的价值重估，美股或将面临进一步回调的风险。国内方面，一季度经济整体向好，尤其是制造业延续了稳健增长，预计一季度GDP增速或超过5%。市场关注焦点仍集中在消费与通胀修复。当前，生产端在前两个月的表现仍强于消费端，这给通胀回升带来挑战。同时，随着时间推移，“以旧换新”政策带来的需求可能逐步回落，消费持续回暖仍面临一定压力。从估值角度来看，当前股指估值处于近年中等水平，后续市场能否进一步上行仍取决于上市公司业绩的持续改善。

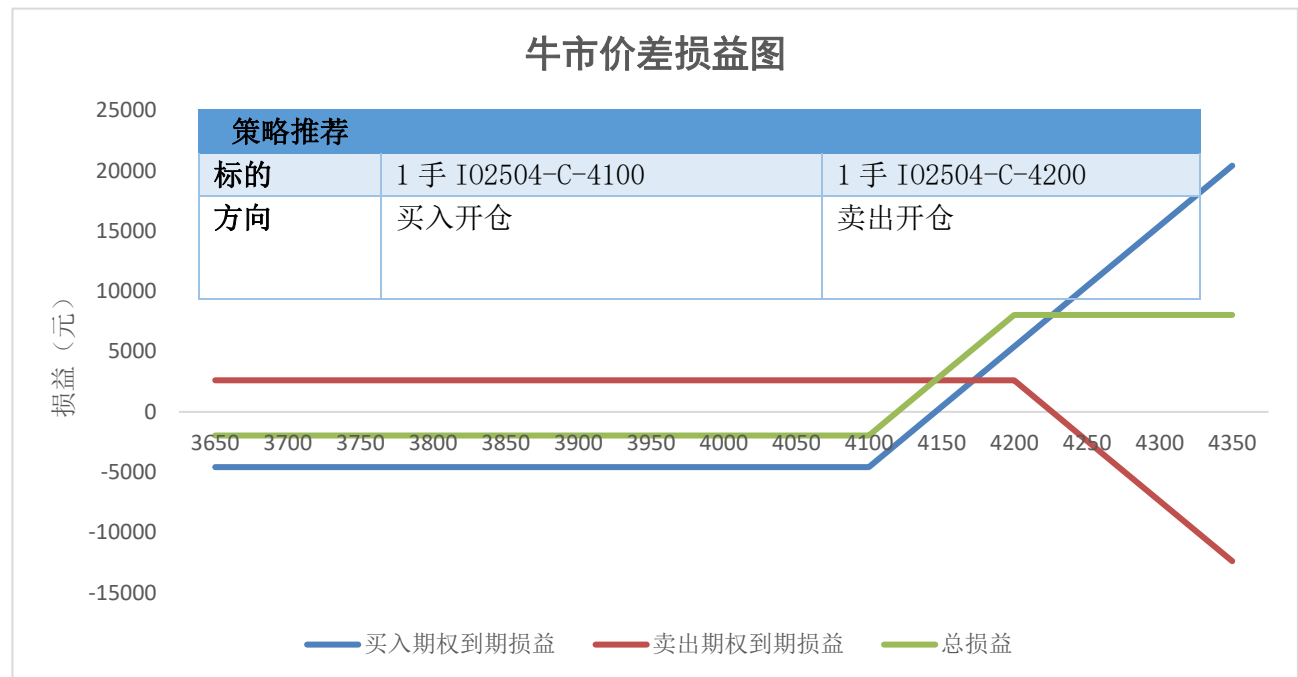
在股指期货单边策略方面，建议投资者降至1成仓位做多IC、IF合约。套利策略方面，建议暂时空仓，等待更优机会。期权策略方面，建议投资者继续持有沪深300指数牛市价差策略。

图表 42 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	合理	震荡上涨	美国 ISM 制造业 PMI	牛市价差
300ETF	合理	震荡上涨		牛市价差
500ETF	合理	震荡上涨		牛市价差
创业板 ETF	偏高	震荡		空仓
上证 50 指数	合理	震荡上涨		牛市价差
沪深 300 指数	合理	震荡上涨		牛市价差
中证 1000 指数	合理	震荡		空仓

数据来源：国元期货

图表 43 牛市价差策略损益图



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

### 合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼  
601-607  
电话：0551-62895515

### 福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即  
磐基商务楼 2501 室）  
电话：0592-5312922

### 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

### 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 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建国路 37 号世基大厦  
12 层西侧  
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

### 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