

股指微扬春意现 且看风稳再扬帆

国元期货 研究咨询部 霍柔安



A股市场整体呈现“W”型走势，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，“国九条”推动市场在5月20日达到阶段性高点，但后来因为数据层面未见好转，风偏回落市场持续回调。直至9月底，一揽子政策加速出台，提振市场情绪，量能出现明显好转。

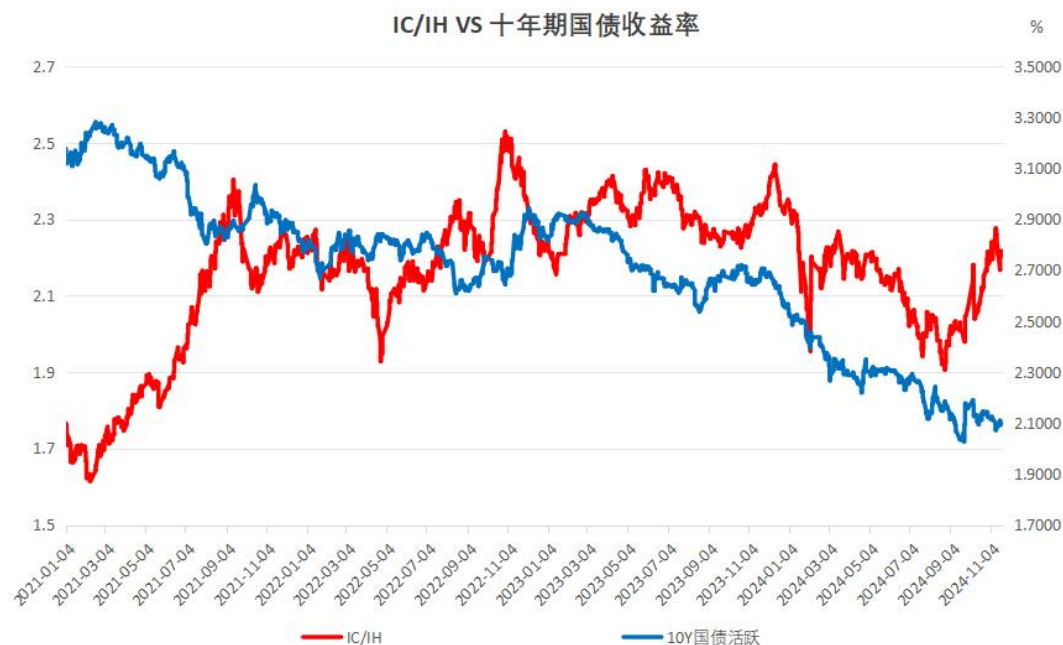
图表1. 上证综指2025年整体呈现W型走势



数据来源：Wind，国元期货

结构方面也以9月26日为分界点，政策出台之前，资金风格整体偏向防御，红利显著跑赢成长，中小盘指数跌幅靠前，IC/IH比值持续回落。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，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。

图表：风险偏好回升，IC/IH比率持续上行



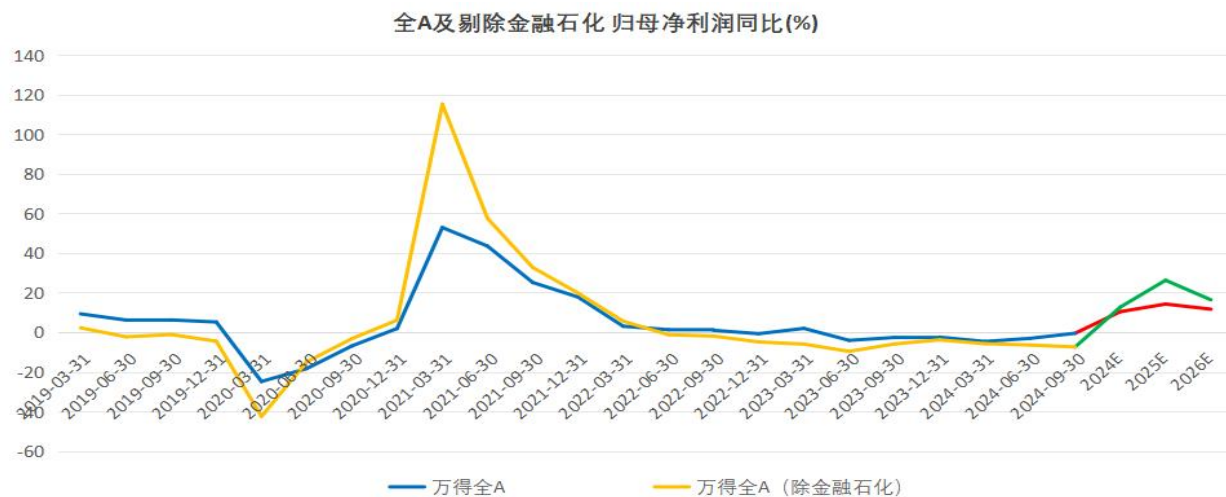
图表：红利板块VS双创板块



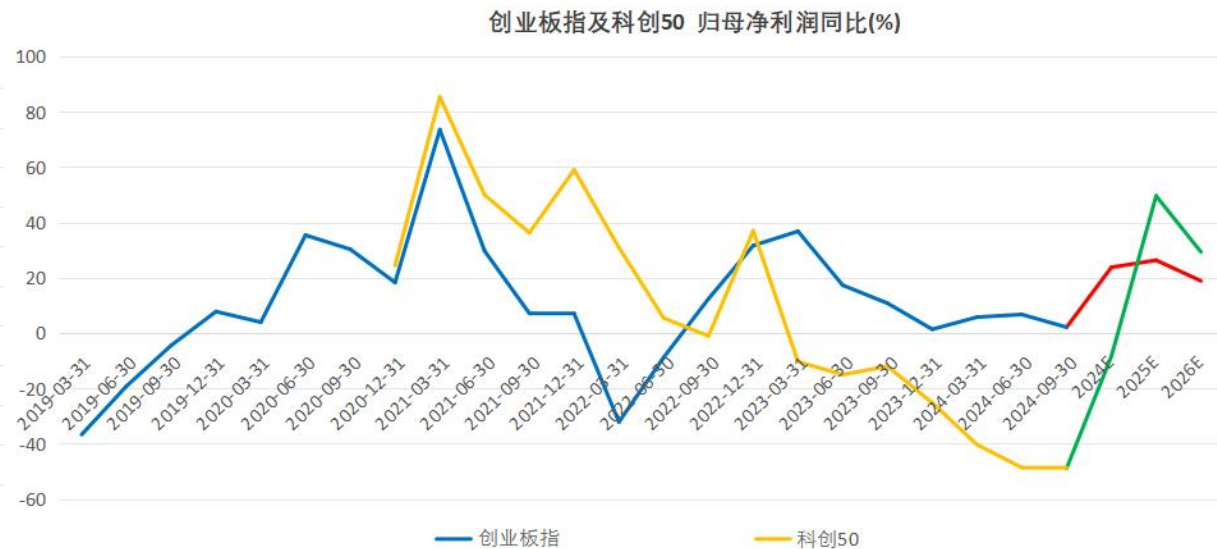
数据来源：Wind，国元期货

2025年市场的盈利有望回升至中低或者中等增速水平。节奏上预计上市板块盈利整体将呈现前高后低的“倒V”型走势。上半年低基数叠加政策靠前发力，以预期作为主导，预计有所回升。下半年关税政策实际影响产生，叠加技术抬升，企业盈利预计回落。

图表：全A及剔除金融石化归母净利润同比



图表：创业板及科创50归母净利润同比



数据来源：Wind，国元期货

宏观层面，目前考虑到M1、PPI以及EPS尚未出现明确上行的拐点，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，后续有望带动指数企稳，另一方面微观层面来看，两融余额占全A流通市值比率也表明当前资金量依然相对充足。

图表：居民财产净收入2024年开始加速回落

图表：房地产价格的复苏往往滞后于销售端的复苏



数据来源：Wind，国元期货

外围角度，警惕中美利差的变化，美国存在再通胀的风险，可能会导致降息幅度收窄，与此同时明年国内我们还有很大的降息降准空间，如果政策推动经济复苏顺利的话，A股市场可能可以由自身政策和基本面因素主导，但是如果节奏偏缓，资本流出可能会对流动性产生影响。

图表：中美利差仍处高位



数据来源：Wind，国元期货

2025年投资者风险偏好有望整体好于2024年。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，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，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：2025年风险偏好整体将好于2024年



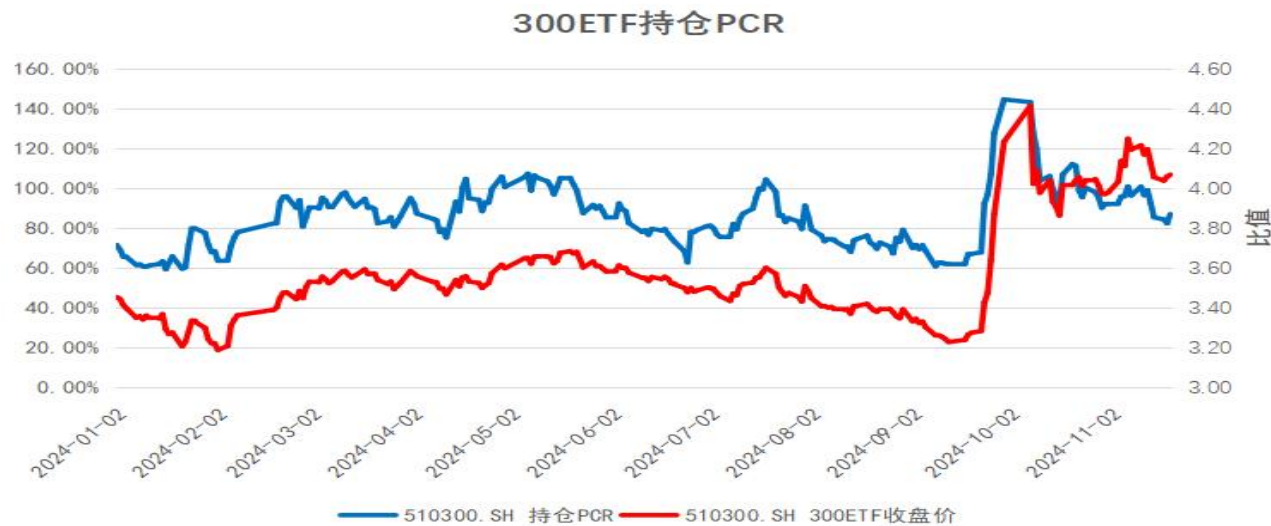
数据来源：Wind，国元期货

图表：期权成交持仓PCR（截至报告期）

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：沪深300ETF期权持仓PCR



目前期权持仓量PCR已经回归至中等水平，说明情绪已经回归至合理水平。 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。

图表：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	94%	92%	88%	93%	92%	91%	87%
分位点							

数据来源：Wind，国元期货

图表：股指期权加权平均隐含波动率走势



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，表明市场对于未来行情大幅波动仍然有较高的预期。



国内政策影响的程度要大于海外市场，关注点落在政策目标的确定性

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。



关注点



风格主线



二季度中旬前



二季度中旬后

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

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。



国元期货
GUOYUAN FUTURES



谢谢观赏

团结、务实、专业、创新、担当

Solidarity, Factualism, Professionalism, Innovation, Responsibility

全国统一客户热线：400-8888-218
www.guoyuanqh.com

