

研究员：孙锋

期货从业证号：

F0211891

投资咨询从业证号：

Z000567

☎:021-65789277

✉:sunfeng@chinastock.com.cn

稳中有进 开启慢牛

——股指期货 2025 年中策略报告

报告摘要：

2025 上半年市场两次经受住了考验，分别在政策预期、资金支撑下实现探底反弹，形成快跌慢涨的慢牛走势，底部不断抬高。

一行一局一会两度联合新闻发布会，坚强有力的表态表明管理层稳定股市的信心和决心，下半年政策环境持续稳定，股指也将表现稳定。

市场利率不断下行，理财资金不断转向高股息资产为股市营造良好的市场环境，推动中长期资金入市的政策指向使保险资金股票投资不断提速，汇金等央企增持又使市场增添信心，资金面整体稳中有增。

宏观经济数据和上市公司业绩同样保持平稳，进而使估值下有支撑，股指慢牛表现即有基本面又有资金面的助力，预计下半年将继续震荡上行。

股指期货成交持仓略有增长，受多方因素影响贴水有所加大，为期指多头带来较好的投资机会，在风险合理控制的情况下，可能为投资者取得超额收益。

风险因素：国内经济增长不及预期，地缘政治因素

1. 2025 年中展望——稳中有进

1.1 上半年 A 股下有支撑、底部抬高

2025 年上半年股票市场的走势，已经展现出下有支撑，底部抬高，快跌慢涨的慢牛走势。

1 月初，“监管部门指导上市公司 1 月 15 号之前释放全部利空，以及保险公司大额赎回公募基金”的传闻使 A 股突然破位下行，出现连续三根大阴线，上证指数从 3407 点大幅回落至 3140 点，最大跌幅 7.8%。虽然 1 月 2 日晚间，证监会发言人答记者回澄清传闻，也未能马上止住跌势。1 月中旬前，上市公司按惯例披露年度业绩预告被市场误解。

1 月 13 日，沪深两市自去年 9 月末以来首次成交低于 1 万亿元，地量见地价，隔日市场展开反弹。1 月 17 日，习近平主席应约同美国当选总统特朗普通电话，人民日报发表署名钟声的评论员文章“推动中美关系在新的起点上取得更大进展”，市场底部进一步确立，由此展开春季行情。

图1：2025上半年上证指数表现



数据来源：Wind、银河期货

3 月 19 日，上证指数冲高 3439 点后受阻，之后受港股影响连续调整，监管动向的变化成为市场风险偏好下降的重要原因。3 月 17 日，北交所对两家私募进行限制交易一个月的自律监管处理，3 月 20 日深交所对近期涨幅较大的“襄阳轴承”进行重点监控。加之人形机器人和人工智能板块在一季度连续上涨之后估值高企，市场整体也面临调整压力。

4 月 2 日晚间，特朗普宣布实施“对等关税”，对所有贸易国家进口商品征收 10% “基准关税”，即“最低税率”，2025 年 4 月 5 日起执行。受之影响 A 股 4 月 3 日低开后震荡，之后清明假期期间海外股市大跌，A 股市场于 4 月 7 日复盘后出现年内最大单日跌幅，上证指数日内最大跌幅超 9%，收盘跌幅超 7%。

4 月 7 日当晚，中央汇金公司公告称，中央汇金公司坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前 A 股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金(ETF)，未来将继续增持，

坚决维护资本市场平稳运行。国新、诚通、电科等央企纷纷宣布增持，A股市场快速企稳反弹，展开了二季度的反弹行情。

回顾上半年的行情，两次快速回落都有时间短、跌幅较有限的特点，年初的调整中美关系缓和成为市场反弹的动力，后者的反弹有资金面的支持，有政策导向的支撑，快速消弭市场疑虑、重树市场信心。

从上半年两轮反弹看，慢牛稳步上攻是运行主要形态。1月13日至3月19日的波段行情，上证指数上涨8.14%，22个交易日收阳，20个交易日收阴，日均成交额1.59万亿元。4月9日至6月24日的波段行情，上证指数上涨8.58%，31个交易日上涨，20个交易日下跌，日均成交额，由此可见，市场已经呈现出快跌慢涨的慢牛行情，下半年预计仍将延续慢牛走势。

1.2 政策持续支持股市稳定

上半年，国务院新闻办公室分别于1月23日和5月7日两次举行新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况”和“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。一行一局一会两度联合新闻发布会，坚强有力的表态表明管理层稳定股市的信心和决心，下半年政策仍将一以贯之，未来股指仍将表现稳定。

表1：主要指数成交占市场比

日期	政策内容
2025-01-23	国新办举行新闻发布会：介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况
2025-05-07	国新办举行新闻发布会 介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况
2025-01-02	回应市场传闻“监管部门指导上市公司1月15号之前释放全部利空，以及保险公司大额赎回公募基金”
2025-01-10	证监会发布《证券期货法律适用意见第19号——〈上市公司收购管理办法〉第十三条、第十四条的适用意见》
2025-01-15	《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》
2025-02-07	关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见
2025-03-06	吴清主席在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上答记者问
2025-03-14	证监会发布《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》
2025-04-25	证监会发布《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》
2025-05-07	中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》
2025-05-15	最高人民法院、中国证监会联合发布《关于严格公正执法司法 服务保障资本市场高质量发展的指导意见》
2025-06-13	证监会发布《期货市场程序化交易管理规定（试行）》

数据来源：证监会、银河期货

此外，证监会持续出台深化科创板、创业板改革措施，更大力度支持上市公司并购重组，发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，优化主动权益类基金收费模式等措施。维护资本市场的平稳运行，让投资者心里更有底气和信心，股市内生生态不断改善，抵御外部风险能力不断提升，有望回升向好支撑指数上行。

1.3 低利率环境利好股市

今年以来，央行陆续采取降准降息措施，推出新的结构性货币政策工具与政策性金融工具，向市场流入充沛流动性。3月，政策工作报告提出“适度宽松的货币政策”，4月中央政治局会议进一步阐述“适时降准降息”，5月降准降息落地，央行延续货币政策积极宽松基调，保持流动性充裕，大力支持实体经济。

图2：存款准备金率

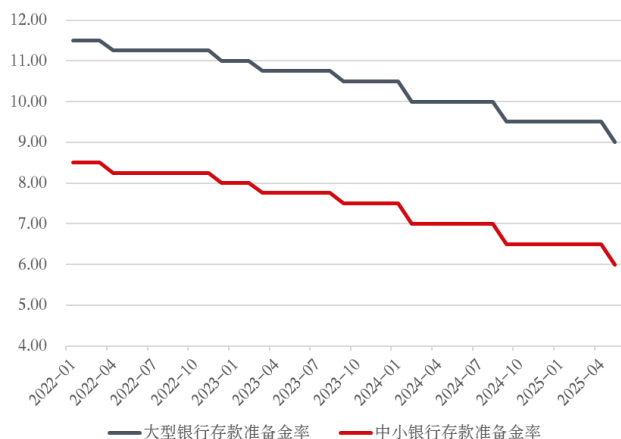
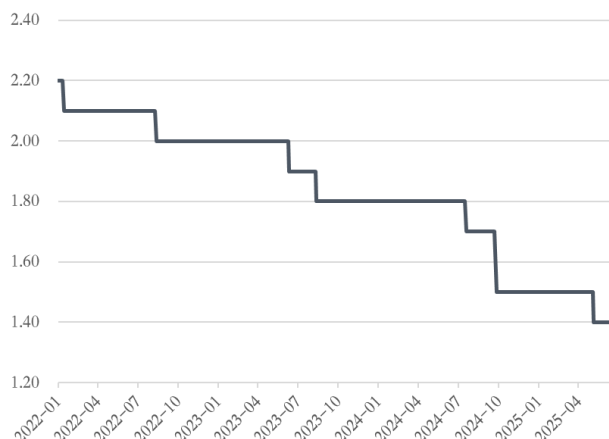


图3：7天逆回购利率



数据来源：iFund、银河期货

宏观流动性的宽松和市场利率的下降，理财产品收益率的下降使大量资金面临“资产荒”，相反，在股指走势稳健的踪影下，高股息资产的吸引力不断提升，大盘指数的股息率也高于存款利率，存款搬家暗流涌动。下半年，预计货币政策将维持适度宽松，降准降息仍有空间，利好股市慢牛行情。

1.4 中长期资金助力股市

自 24 年 9 月，中央金融办和证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，明确推动各类中长期资金入市、构建“长钱长投”制度环境。25 年 1 月，中央金融办、证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，提升中长期资金的权益配置能力，稳步扩大投资规模，改善资本市场资金供给与结构，巩固资本市场回升向好的良好局面。

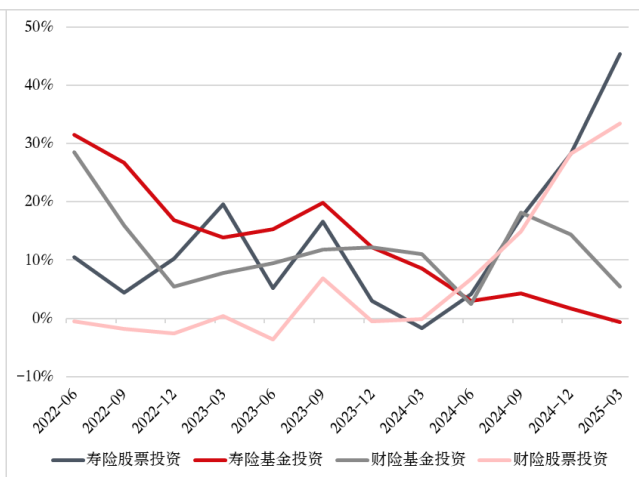
2025 年起，大型国有保险公司每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，保险资金长期股票投资试点继续扩大，连续三批扩大保险资金长期投资的试点范围，试点规模累计达 2220 亿元，为市场不断注入增量资金。此外，为鼓励保险公司加大入市力度，相关部门调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%；推动完善长周期考核机制，调动机构的积极性，促进实现“长钱长投”。出于优化财务报表考虑，在新会计准则下，举牌上市公司之后的会计计量方式变更，可以提升险企利润表稳定性，举牌高股息稳定发展的上市公司成为保险资金加仓的理性选择。

今年以来，保险公司举牌的银行包括邮储银行、招商银行、农业银行、杭州银行、中信银行等。据统计，截至 5 月底，7 家保险公司今年共举牌了 15 次，银行股被举牌次数最多，此外还涉及公用事业、能源、交通运输等行业，这不仅超过 2023 年全年举牌量，也超过 2024 年前 9 个月举牌量。在利率下行环境下，保险资金需要通过投资高息股来获取稳定现金收益，同时增加长期股权投资有助于获得稳定投资收益。保险资金的举牌也成为了市场的一个风向标，为各路资金起到示范效应。

图4：保险资金运用情况



图5：保险资金投资同比变化



数据来源：iFund、银河期货

上半年，新发股票型基金 382 只，权益型基金规模突破 8.3 万亿元，规模稳定增长。而股票型 ETF 的规模保持稳定，维持在 3 万亿元上下。值得注意的是，4 月市场大幅震荡中，股票型 ETF 规模大幅增加，再创单月 1200 亿元申购新高。权益型基金和股票型 ETF 规模的变化反映了市场趋向稳定的格局，即中长期资金稳步入市，活跃资金波段操作，大跌时明显有资金申购护盘，这也决定了下半年将保持股指稳中有进的基调。

图6：股票型基金发行

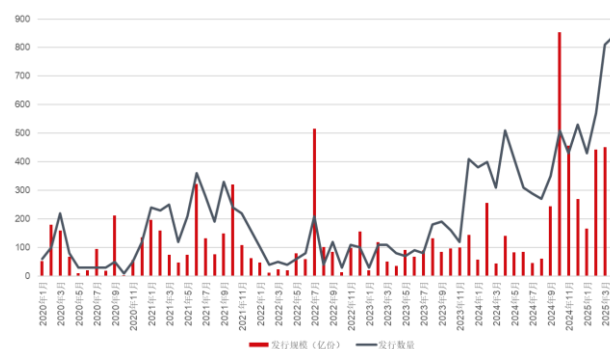


图7：股票型ETF规模与成交



数据来源：iFund、银河期货

2025 年以来，融资余额保持 1.8 万亿元水平，其中，3 月 20 日达到年内最高 1.93 万亿元。融资余额止步不前，与 2015 年中 2 万亿元的融资余额相比，仍有增长空间。从融资余额占流通市值占比来看，上半年保持 2.3% 的水平，增长乏力。从融资买入成交额与市场成交的比重看，二季度以来，大部分时间保持在 9% 以下。而市场总体成交在 3 月中旬以后就稳定在 1.2 万亿元，量能稳定、活跃资金平稳，也预示着市场整体保持温和态势。

图8：融资余额与占流通市值比

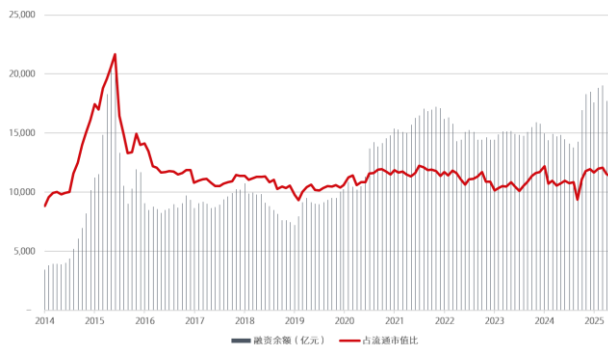
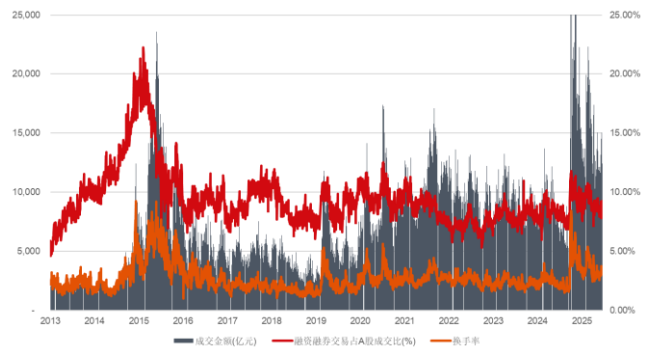


图9：市场成交金额、换手率与融资融券成交占比



数据来源：Wind、银河期货

1.4 经济数据企稳走平

2025 年一季度，我国国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，高于去年全年 5%的增速，也高于去年一季度 5.3%的增速；比上年四季度环比增长 1.2%，宏观政策效应逐步释放。

图10：GDP增长情况

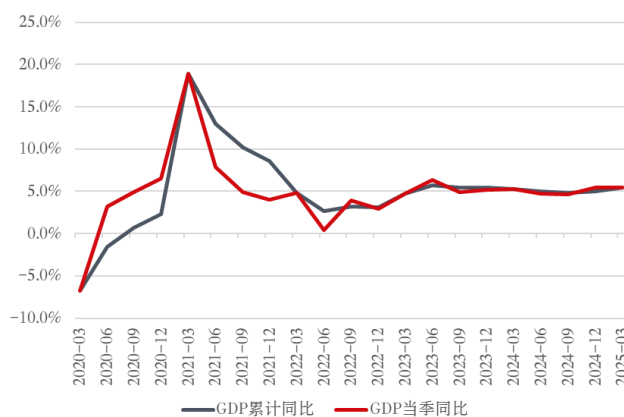


图11：社会消费品零售总额变化



数据来源：Wind、银河期货

今年以来，消费形势日益好转，社会消费品零售总额逐月小幅增加。以旧换新政策促使家用电器、通讯器材、文化办公等类别商品零售额持续高增长；悦己型消费成为新消费趋势，金银珠宝、体育娱乐零售额增长明显；线上零售消费渠道增长稳健。

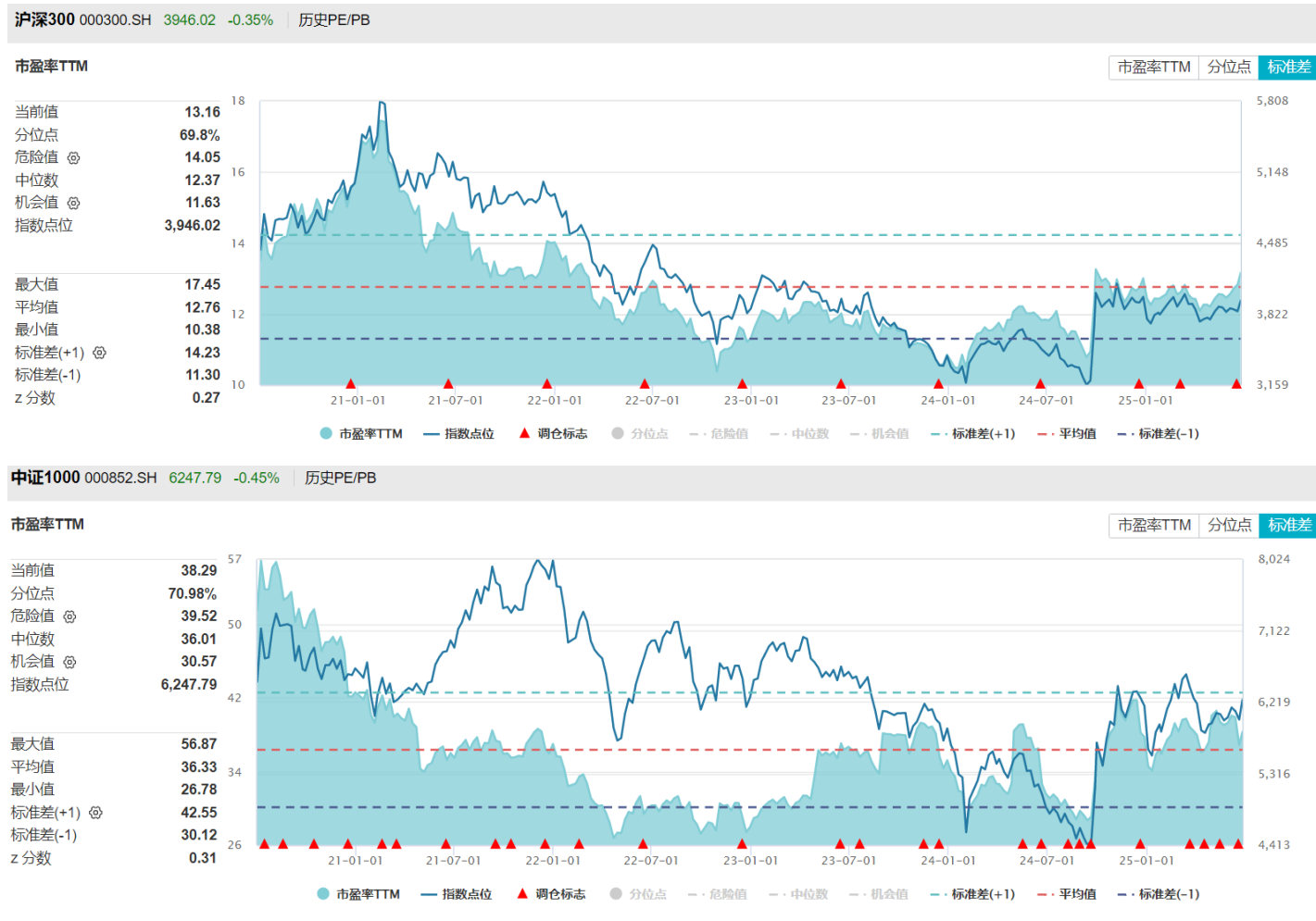
经济数据的稳定也使得上市公司业绩企稳向好。2025 年一季度，全部 A 股营业收入同比为-0.32%，全部 A 股（非金融石油石化）为 0.42%，连续 6 个季度波动小于 $\pm 3\%$ 。归属母公司净利润同比增速，全部 A 股为 3.66%，全部 A 股（非金融石油石化）为 5.52%，回升势头进一步显现。

无论是宏观经济数据的走平，还是上市公司业绩的企稳向好，都支撑着 A 股市场稳中有进，也就是上半年两度大跌后支撑强劲的重要原因。

1.5 估值稳定 下有支撑

上半年，主要指数的估值窄幅波动。当市场处于低点时，估值位于近五年中位数以下，就会迎来快速反弹，显示估值形成下方支撑。6月末随着股指逼近年内高点，市盈率再度来到70%分位值，继续上行压力加大。

图12：主要指数估值水平



数据来源：Wind、截止 2025-06-27

2. 股指期货市场回顾与展望

2.1 股指期货成交持仓稳步增长、结构变化明显

2025 上半年，股指期货成交持仓继续稳步增长，日均成交达 51.6 万手，较上年同期增加 16%。交投活跃持仓小幅增长，日均持仓达 92.2 万手，较上年略有增长。品种之间继续分化，IM 日均成交 24.4 万手，占全市场成交的 47%；持仓稳定在 33 万手，6 月末占全市场持仓的 37.7%，较年初增加 3 个百分点，成为市场明星品种。

图13：各品种日均成交变化

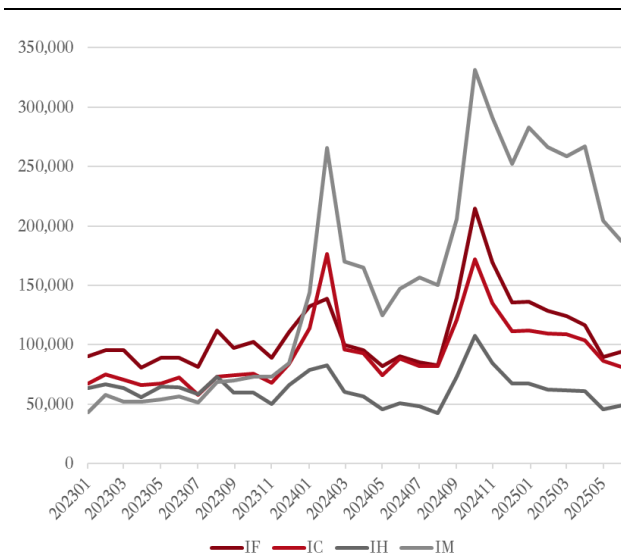
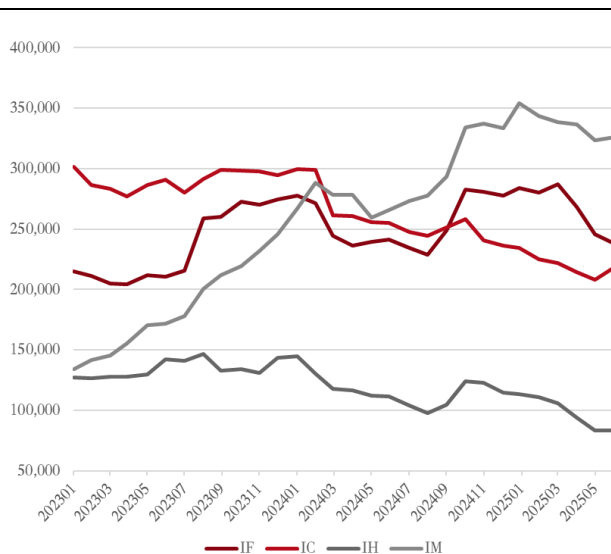


图14：各品种日均持仓变化



数据来源：Wind、银河期货

2.2 贴水加大并非看空后市

2025年，股指期货基差整体较上年继续下行，特别是IM贴水不断创历史极值。上半年IF、IH、IC、IM当季合约贴水分别为52、22、173、231点，与2024上半年相比扩大19、-1、81、76点。基差走弱受多重因素影响，首先，4月7日的大跌使贴水打出了下限，当时悲观情绪、多头砍仓等使股指期货多个合约跌停，唯IM受涨跌停幅度影响反而出现贴水收窄，投资者避险情绪加大使贴水扩大。其次，分红季的周期性规律使股指期货贴水加大；再次，雪球产品的规模下降、融券受限等因素有关，期货多空头力量有所偏离，多头力量减弱。最重要的是，上半年微小盘股的牛市行情使多股票+空期货的中性策略能有较大超额收益，进而使股指期货空头力量加大，特别是IM持仓成交的加大，贴水出现了历史极值。

表2：各品种各合约基差变化

	IF当月基差	IF下月基差	IF季月基差	IF下季基差	IH当月基差	IH下月基差	IH季月基差	IH下季基差	IC当月基差	IC下月基差	IC季月基差	IC下季基差	IM当月基差	IM下月基差	IM季月基差	IM下季基差
2021年	(11.94)	(29.67)	(68.58)	(113.12)	(13.46)	(4.01)	(34.91)	(58.47)	(24.85)	(76.24)	(196.19)	(359.05)				
2022年	(5.24)	(12.44)	(27.73)	(50.85)	(4.61)	(2.30)	(7.27)	(13.30)	(12.50)	(37.47)	(97.72)	(191.67)	(14.85)	(55.36)	(143.75)	(273.11)
2023年	2.03	3.68	7.37	2.80	0.57	0.97	4.47	5.61	(3.53)	(12.46)	(38.56)	(87.83)	(8.91)	(25.61)	(65.00)	(128.12)
2024年	(3.07)	(10.21)	(19.00)	(34.23)	(1.62)	(6.47)	(9.94)	(15.92)	(12.78)	(37.13)	(82.16)	(141.37)	(22.64)	(64.13)	(136.37)	(228.64)
2024上半年	(5.75)	(16.95)	(33.03)	(53.01)	(3.40)	(12.66)	(22.76)	(36.25)	(16.98)	(43.37)	(92.37)	(144.74)	(31.59)	(78.15)	(154.66)	(240.39)
2025上半年	(10.42)	(26.59)	(52.07)	(89.96)	(5.25)	(14.18)	(21.52)	(39.57)	(28.20)	(79.98)	(173.20)	(283.94)	(38.81)	(108.05)	(231.15)	(380.40)

图15：IF月均基差变化

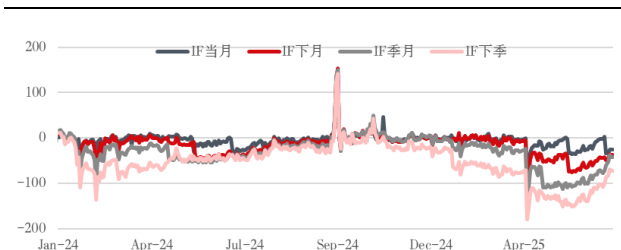


图16：IH月均基差变化



图17: IC月均基差变化

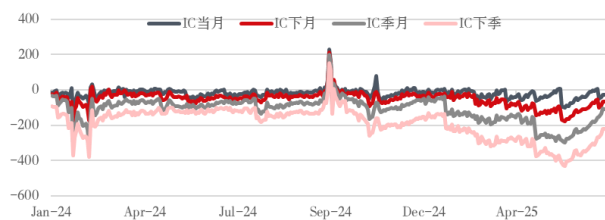
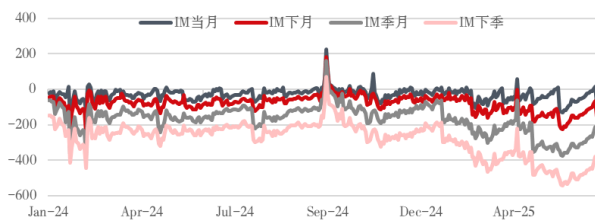


图18: IM月均基差变化



数据来源: Wind、银河期货

贴水的出现使中性策略、套保对冲等长期持仓股指期货空头产生展期基差风险,当月合约展期成本有所上升。展期成本有明显的周期性,即在分红季4-8月成本提高,在10-11月成本较低,避开5-7月展期,可以大幅降低全年展期成本。在操作上,当月合约临近交割(进入交割周),展期成本会有提升,应提前操作。

IM巨大贴水的出现,使投资者希望通过相关策略得到基差收敛的收益。一是期现套利,另一种是无现货做空下,仅持有股指期货多单,不放杠杆,取得打折买指数的效果。与展期相反,股指期货的多头,需要多展期,即每次移仓至下月合约,在临近交割、基差收敛时展期,从而实现“低买高卖”的目标。

综上所述,2025上半年市场两次经受住了考验,分别在政策预期、资金支撑下实现探底反弹,形成快跌慢涨的慢牛走势,底部不断抬高。市场利率不断下行,理财资金不断转向高股息资产为股市营造良好的市场环境,推动中长期资金入市的政策指向使保险资金股票投资不断提速,汇金等央企增持又使市场增添信心,资金面整体稳中有增。宏观经济数据和上市公司业绩同样保持平稳,进而使估值下有支撑,股指慢牛表现即有基本面又有资金面的助力,预计下半年将继续震荡上行。

股指期货成交持仓略有增长,受多方因素影响贴水有所加大,为股指多头带来较好的投资机会,在风险合理控制的情况下,有可能为投资者实现超额收益。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 31 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799