



2025 年股指期货半年度报告

2025 年 7 月 3 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

项麒睿

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

## 云退泉犹涩，势韧步盘峰

2025 年上半年 A 股市场整体呈现区间震荡格局，结构分化显著。在资金的持续活跃的背景，市场风格从传统核心资产向成长型标的迁移。

估值方面，股指内部分化明显：上证 50 和沪深 300 指数市盈率偏高，但市净率处于中低位，估值背离需盈利修复驱动收敛。受益于产业智能化、新兴消费催化以及国家队等救市资金的入场支撑了高风险偏好资金的持续活跃，中证 1000 相对沪深 300 拥挤度差仍将延续震荡上行趋势。

政策端发力成为市场重要支撑，但经济复苏仍面临内外挑战。金融传导效率虽有所好转，但微观经济主体的信心修复进程尚未稳固，经济内生动能的全面恢复仍需更有力的政策支持作为保障。CPI、PPI 持续低迷，企业利润受成本与售价挤压。资本金融账户压力或将缓解，但中美贸易摩擦升级加剧出口压力，经常账户仍面临较大压力。

策略建议：短期延续震荡，可逢高减持中小盘多单，建议空仓投资者保持耐心，优先关注指数回调至区间下沿时的布局机会。中长期配置需审慎，重点跟踪盈利修复进度及政策效果。市场底部有支撑，但缺乏趋势性行情基础。

## 目录

一、股指延续区间震荡态势	- 4 -
1.1 行情回顾：股指整体维持上有压力、下有支撑格局	- 4 -
1.2 行业表现：贵金属强势带领有色金属领涨市场	- 4 -
1.3 股指基差：中性策略收益和股息率攀升引导股指贴水增大	- 5 -
二、市场估值：关注盈利带动估值消化	- 6 -
2.1 中证 500 和中证 1000 指数：市净率处于历史中低位水平	- 7 -
2.2 上证 50 和 2.2 上证 50 和沪深 300 指数：估值存在背离态势	- 7 -
2.3 指数拥挤度：市场风格或延续向成长型标的迁移	- 8 -
2.4 股债性价比：股票市场并不具有明显相对优势	- 11 -
2.5 估值小结	- 11 -
三、国内预期向现实转化仍存阻力	- 12 -
3.1 金融传导效率好转，政策效果需进一步释放	- 12 -
3.2 通缩压力未完全消退，利润水平修复仍处于筑底阶段	- 13 -
四、资产配置转移预期提升，资本账户压力或将缓解	- 14 -
4.1 资产配置转移预期提升	- 14 -
4.2 美元主导因素转变，资本金融账户压力或将缓解	- 16 -
4.3 关税措施修正收缩空间有限，经常账户仍存在明显压力	- 17 -
五、总结	- 18 -

## 图目录

图 1 : 2025 年以来各指数表现 (%) .....	- 4 -
图 2 : 2025 年以来申万一级各行业表现 (%) .....	- 5 -
图 3 : 另类投资基金资产净值和份额 .....	- 5 -
图 4 : IC 股指期货年化贴水率 .....	- 6 -
图 5 : 中证 500 指数中证 1000 指数市净率 .....	- 7 -
图 6 : 上证 50 指数沪深 300 指数市盈率 .....	- 8 -
图 7 : 沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度 .....	- 9 -
图 8 : 中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度 .....	- 9 -
图 9 : 沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度 .....	- 10 -
图 10 : 中证 1000 指数、沪深 300 指数拥挤度差额和比值 .....	- 10 -
图 11 : 沪深 300 指数股债性价比 (%) .....	- 11 -
图 12 : M2 同比-M1 同比 (%) .....	- 12 -
图 13 : 归母企业利润同比 (%) .....	- 13 -
图 14 : 规模以上工业企业同比 (%) .....	- 13 -
图 15 : CPI 同比、PPI 同比 (%) .....	- 14 -
图 16 : 定期存款利率 .....	- 15 -
图 17 : 分红金额和公司家数 .....	- 15 -
图 18 : 美元指数 (点) 和美国国债收益率 (%) .....	- 16 -
图 19 : 美元指数 (点) 和美国经常账户差额占 GDP 比重 (%) .....	- 17 -
图 20 : 中美征收关税税率 (%) .....	- 17 -
图 21 : 受关税影响出口货物占比 (%) .....	- 18 -

## 表目录

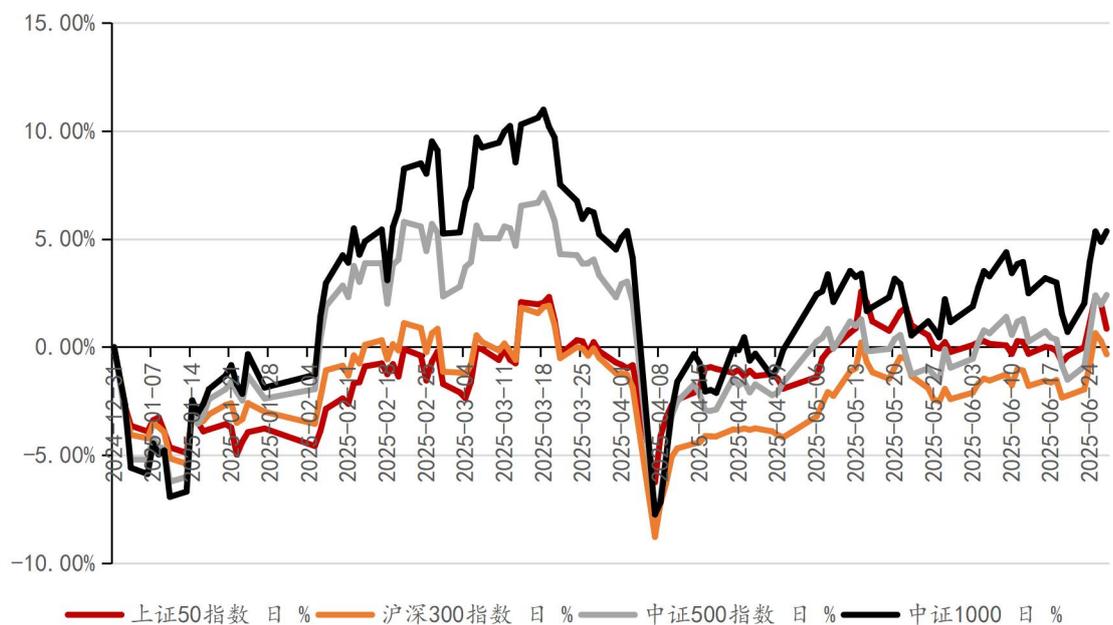
表 1 : 各指数估值 .....	- 6 -
-------------------	-------

## 一、股指延续区间震荡态势

### 1.1 行情回顾：股指整体维持上有压力、下有支撑格局

从整体表现来看，股指上半年整体维持从 2024 年四季度以来的区间震荡行情。年初至 3 月中旬，AI 产业加速叠加政策利好，驱动 A 股震荡攀升；随后受特朗普“对等关税”冲击，市场震荡调整；4 月中旬至年中，受益于国内政策发力及中美贸易摩擦缓和，市场重拾升势，整体呈现震荡上行态势。结构方面，中小盘股指期货（IC、IM）的弹性明显强于大盘股（IH、IF）。中证 1000（IM）在上半年多次领涨。相比之下，上证 50（IH）和沪深 300（IF）受传统行业拖累，表现相对温和。

图 1：2025 年以来各指数表现（%）

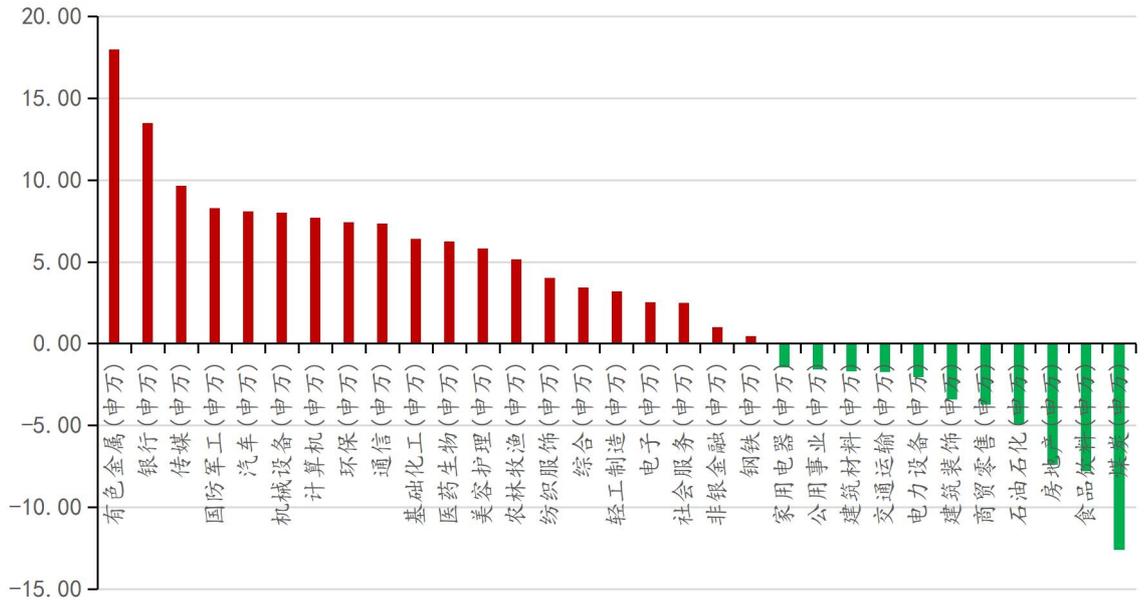


数据来源：WIND、国联期货研究所

### 1.2 行业表现：贵金属强势带领有色金属领涨市场

2025 年上半年，我国各行业表现呈现显著分化。受特朗普关税政策及中东局势推升避险情绪影响，贵金属相关有色金属及高股息银行板块领涨。截至 6 月 27 日，有色金属（+18.0%）、银行（+13.5%）和传媒（+9.7%）涨幅居前；而煤炭（-12.6%）、食品饮料（-7.8%）和房地产（-7.4%）则跌幅居前。年初至 3 月中旬，成长风格占优，计算机、机械设备表现较好；3 月下旬至 4 月上旬，市场整体承压，防御属性较强的农林牧渔、公用事业相对抗跌；4 月中旬至年中，成长风格再度回归，通信、国防军工等行业表现突出。

图 2：2025 年以来申万一级各行业表现 (%)

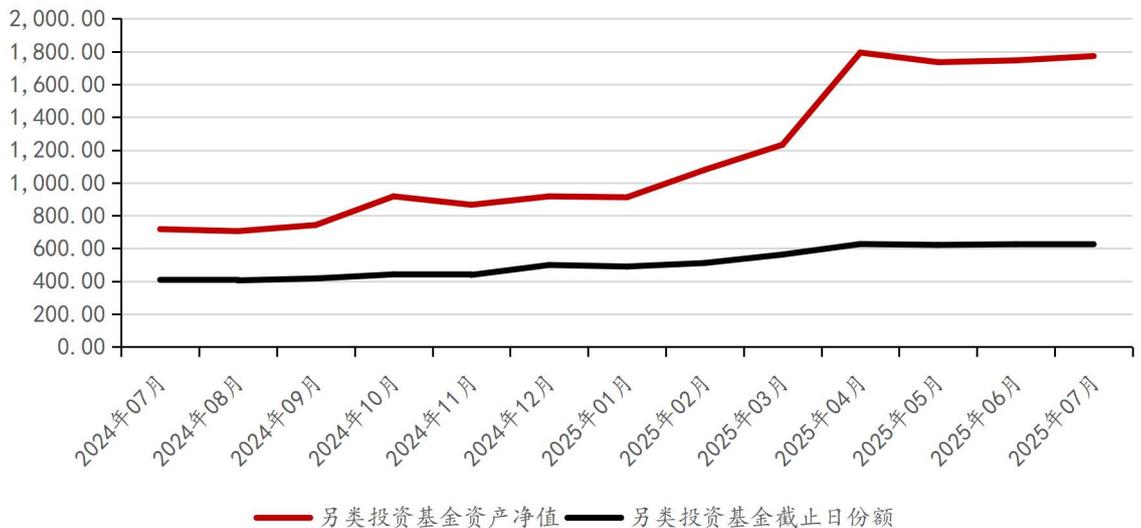


数据来源：WIND、国联期货研究所

### 1.3 股指基差：中性策略扩容和指数股息率攀升引导股指贴水增大

受益于产业智能化转型与新兴消费需求的双重催化，叠加国家队等救市资金的持续注入，上半年 A 股市场交易活跃度显著提升，推动中小盘风格在多数时段延续强势格局。中证 1000 指数 (IM) 作为中小盘代表表现尤为突出，多次领涨主要宽基指数。在此环境下，市场中性策略因能有效捕捉个股阿尔法收益且规避系统性风险，整体收益水平持续攀升，策略规模同步快速扩张。

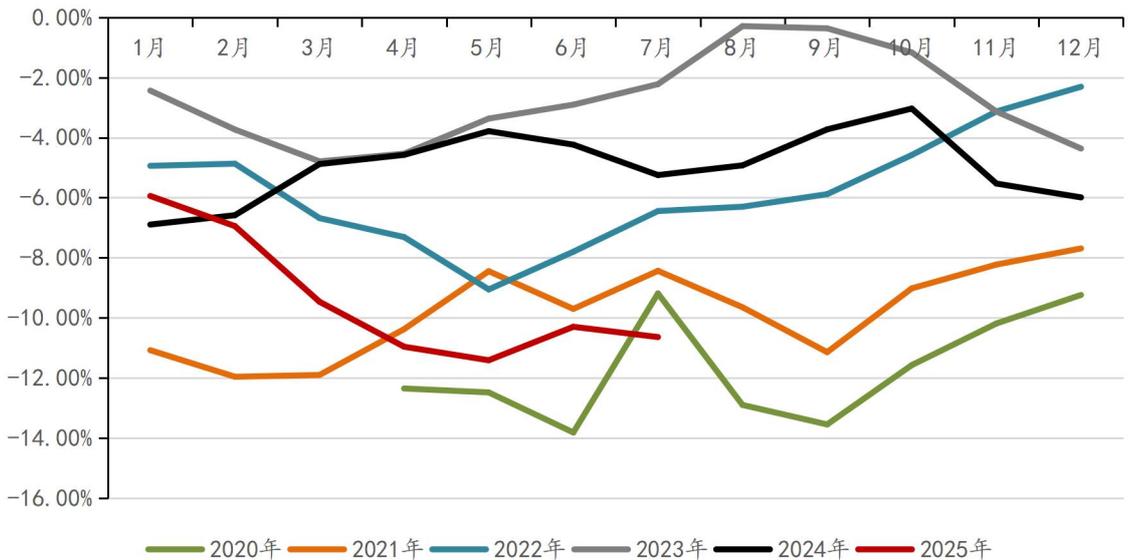
图 3：另类投资基金资产净值和份额



数据来源：WIND、国联期货研究所

中性策略扩容导致股指期货对冲需求激增，同时上市公司在政策引导下积极强化股东回报，分红力度空前，上半年分红率创同期历史新高。这两大因素共同加剧了期货端贴水结构的扩大，使得对冲成本系统性抬升，推动上半年股指期货贴水幅度持续处于历史同期较深水平。

图 4：IC 股指期货年化贴水率



数据来源：WIND、国联期货研究所

我们预计 2025 年下半年股指季节性贴水幅度或较历年贴水相对扩大，但贴水绝对程度将出现逐步缩小，延续以季节性上升为主趋势。

## 二、市场估值：关注盈利带动估值消化

截至 2025 年 6 月 29 日，以 WIND 全 A 代表 A 股整体市场，其市盈率为 19.72，在 10 年期分位处于 67.59% 的水平。

表 1：各指数估值

A 股整体估值分位			股债利差		
67.59			5.07%		
指数	代码	PE	PE 分位	PB	PB 分位
上证 50	000016.SH	11.19	80.16	1.22	46.52
沪深 300	000300.SH	13.02	64.51	1.36	25.44
中证 500	000905.SH	28.67	65.79	1.91	49.20
中证 1000	000852.SH	38.47	52.37	2.13	23.71
创业板指	399006.SZ	31.91	18.73	4.00	19.60
中证红利	000922.CSI	8.06	64.88	0.79	38.90

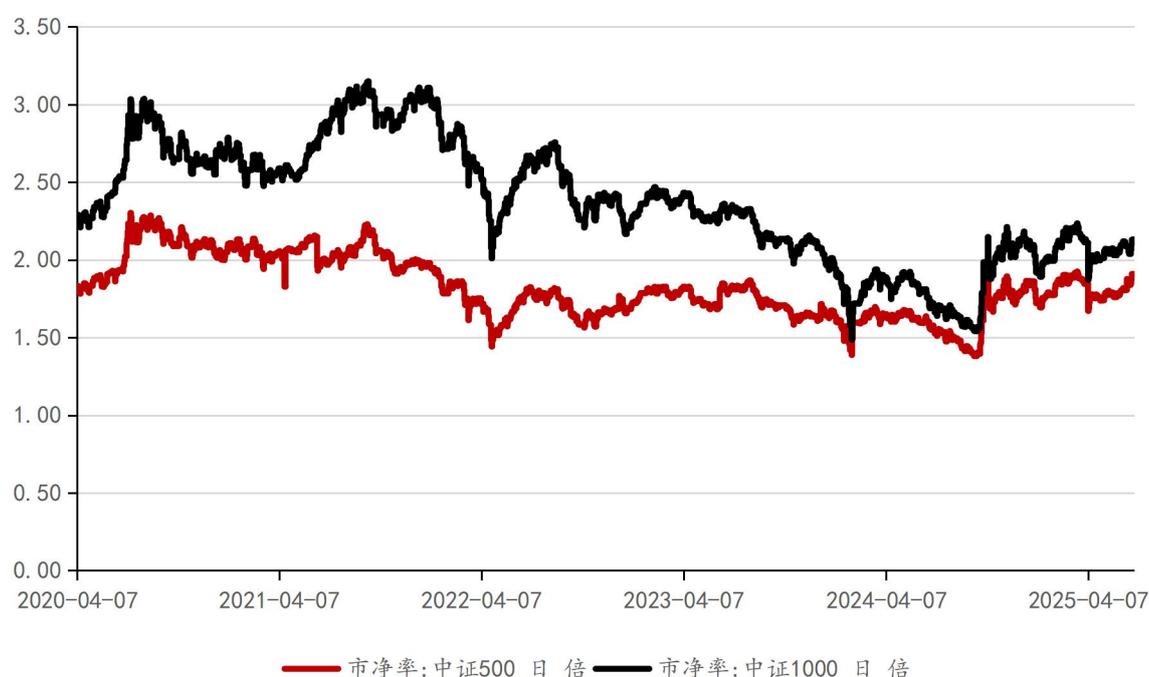
数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.1 中证 500 和中证 1000 指数：市净率处于历史中低位水平

中证 500 指数包含较大成分的周期行业，不能保持稳定的 ROE 且受政策影响较大，从过去十年来重要历史底部各指数 PE 情况来看，上证 50 和沪深 300 指数市盈率明显更为稳定，中证 500 和中证 1000 指数市盈率波动则相对较大。**故对于中证 500 和中证 1000 指数利用传统 PE 进行估值往往无法完全反应真实情况，在此我们需要更多参考 PB 进行估值。**

截至 6 月 27 日，中证 500 和中证 1000 指数市净率分别在 1.91 和 2.13，处于过去 10 年 49.20% 和 23.71% 分位的历史中低位水平。

图 5：中证 500 指数中证 1000 指数市净率



数据来源：WIND、国联期货研究所

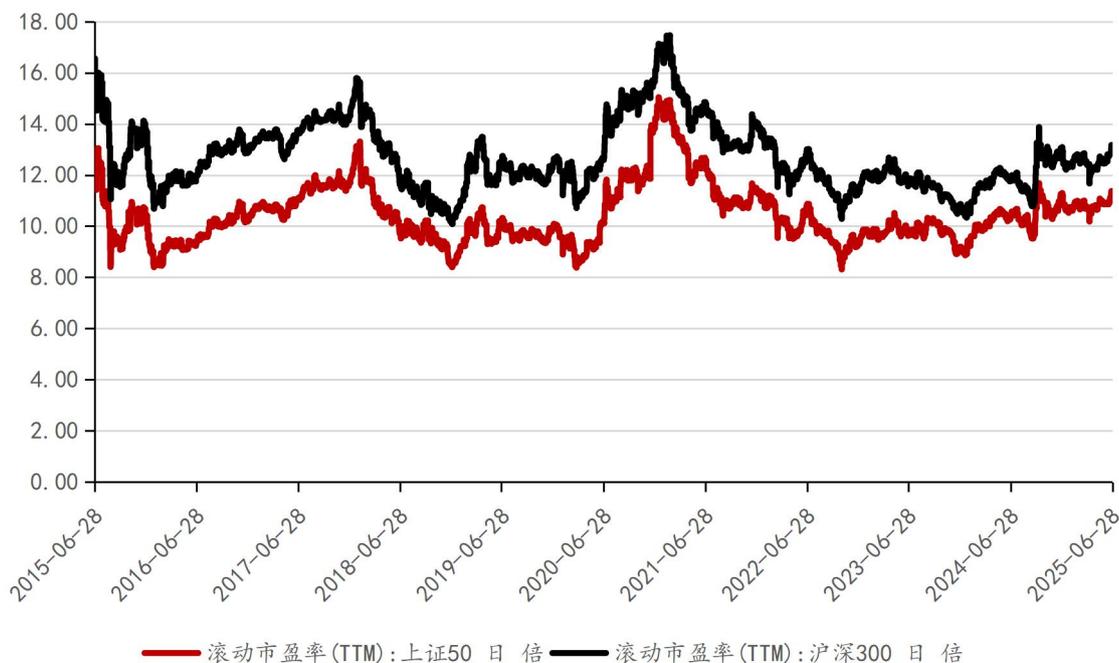
## 2.2 上证 50 和沪深 300 指数：估值存在背离态势

上证 50 和沪深 300 指数拥有相对稳定的 ROE，其估值相对大小一般可参考市盈率和市净率。

截至 6 月 27 日，上证 50 指数市盈率为 11.19，在十年期历史分位中位于 80.16%，市净率 1.22，在十年期历史分位中位于 46.52%；沪深 300 指数市盈率为 12.50，在十年期历史分位中位于 50.82%，市净率 1.36，在十年期历史分位中位于 23.19%。当前估值指标显示出一定的不一致性：市盈率普遍位于历史中值的偏高区域，而市净率则

相对较低。这种差异主要是由于自 9 月末以来市场经历了一轮显著的估值回升，但市场整体盈利能力的提升仍需时日。未来应密切关注盈利水平的恢复情况，这将对市盈率的消化以及和市净率之间的背离修复起到关键作用。

图 6：上证 50 指数沪深 300 指数市盈率



数据来源：WIND、国联期货研究所

### 2.3 指数拥挤度：市场风格或延续向成长型标的迁移

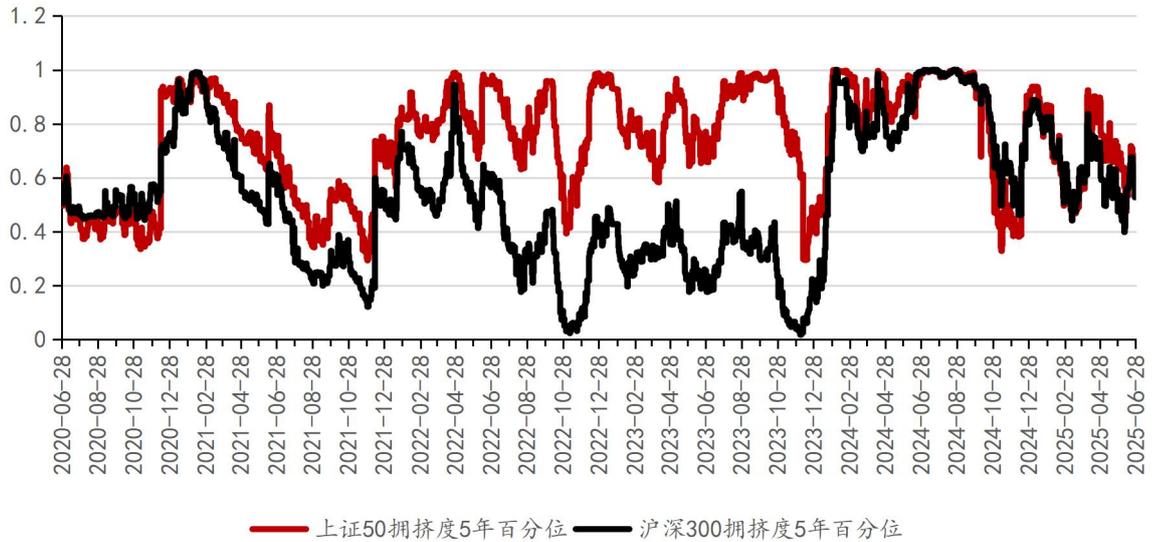
本节我们定义如下公式：

$$\text{指数拥挤度} = \text{指数 PB} / \text{全市场 PB 在过去五年分位数}$$

该值越高，表明市场对该指数的配置热情相对较高，反之则相对冷淡。该指标一方面具有明显的动量效应，另一方面亦具有一定的均值回归特性。在市场配置热情达到历史极值时，往往预示对应指数存在过热风险，反之则预示该指数过冷，存在一定配置优势。

在 4 月初受特朗普“对等关税”冲击推升避险情绪影响上证 50 指数和沪深 300 指数两者相对拥挤度数值短暂上升。其余时间，一季度 AI 产业加速叠加政策利好，以及 4 月中旬至年中，受益于国内政策发力及中美贸易摩擦缓和，兼具成长弹性的小市值成长风格资产获得资金青睐，推动中证 500、中证 1000 相对大盘指数超额收益显著，凸显结构性行情特征，上证 50 和沪深 300 指数相对估值持续回落。

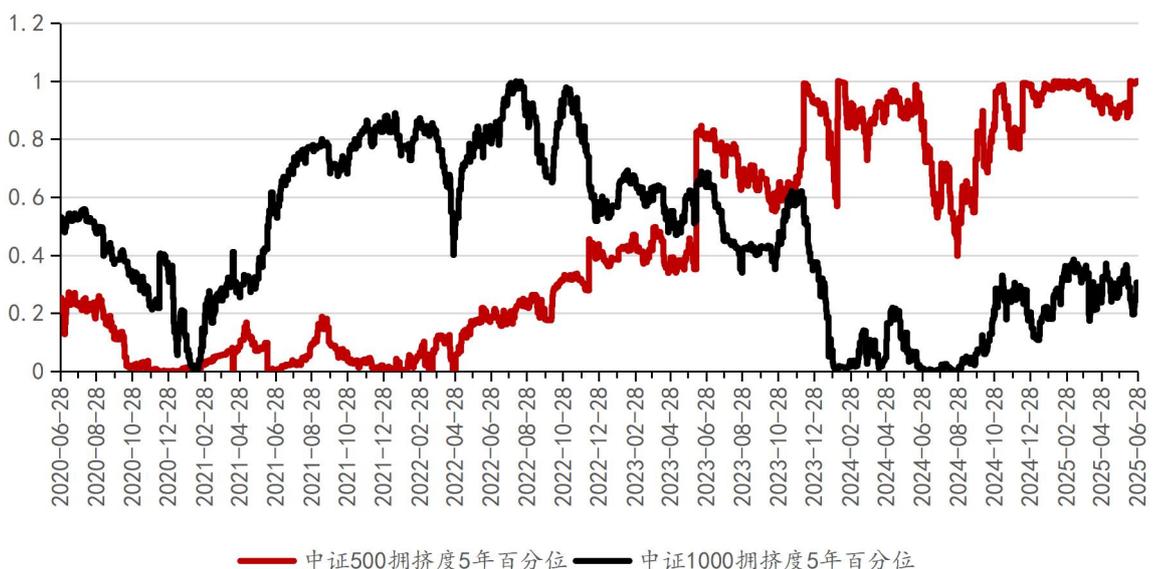
图 7：沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

中证 500 指数和中证 1000 指数目前从拥挤度角度相差幅度有所收窄。市场对于中证 500 指数的配置依然具有较高热情。在 9 月末以来的市场整体上涨行情中，市场对于小市值成长风格配置热情逐渐增强，叠加今年一季度 Deepseek 和《哪吒 2》对于相关产业催化，以及二季度市场整体风险偏好修复，中证 1000 指数相对估值进一步回升。

图 8：中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度



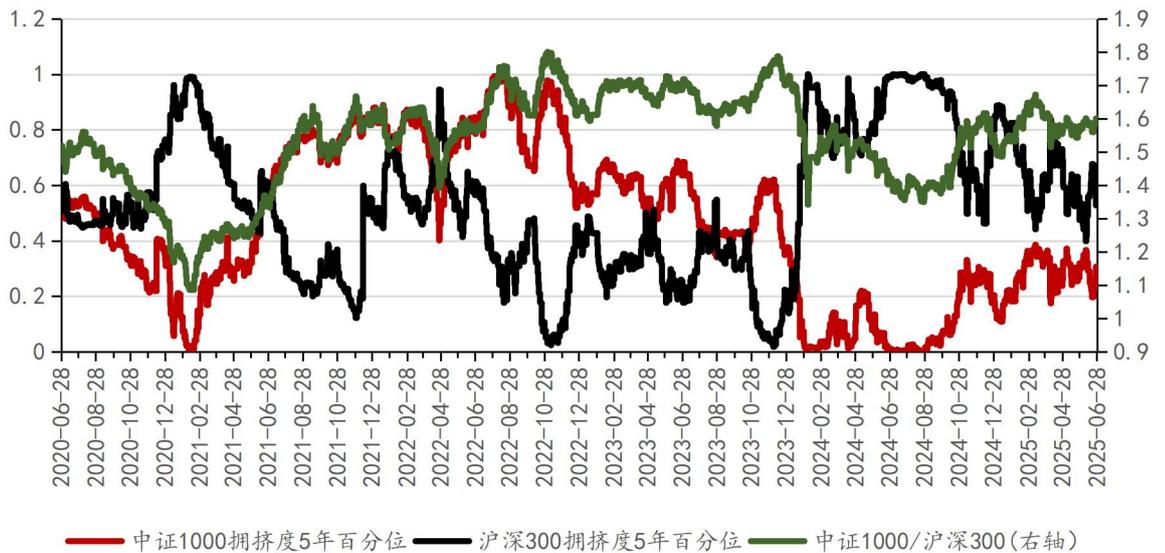
数据来源：WIND、国联期货研究所

沪深 300 指数和中证 1000 指数在拥挤度角度表现出明显负相关关系。在历史中沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度之差每走扩且触及历史极值区域后，均将带来

明显回归中枢行情。其主要原因为沪深 300 和中证 1000 指数分别代表市场大市值价值风格和小市值成长风格，市场在风格过热和过冷切换中向中枢回归。

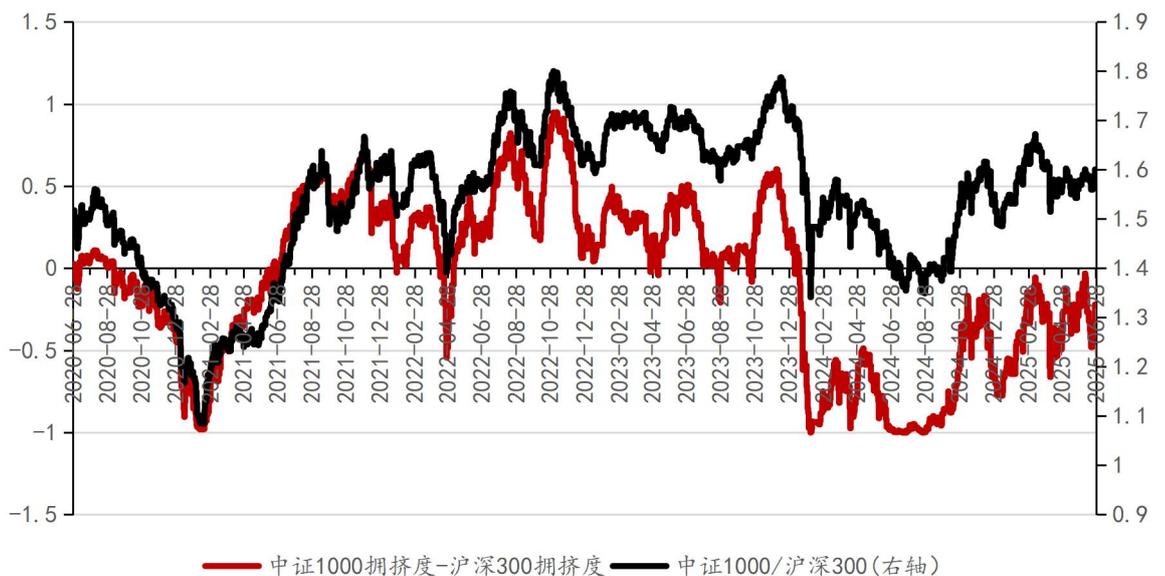
今年上半年在产业智能化升级、新兴消费崛起以及国家队等救市资金的入场支撑了高风险偏好资金的持续活跃的背景，市场风格从传统核心资产向成长型标的迁移。

图 9：沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10：中证 1000 指数、沪深 300 指数拥挤度差额和比值



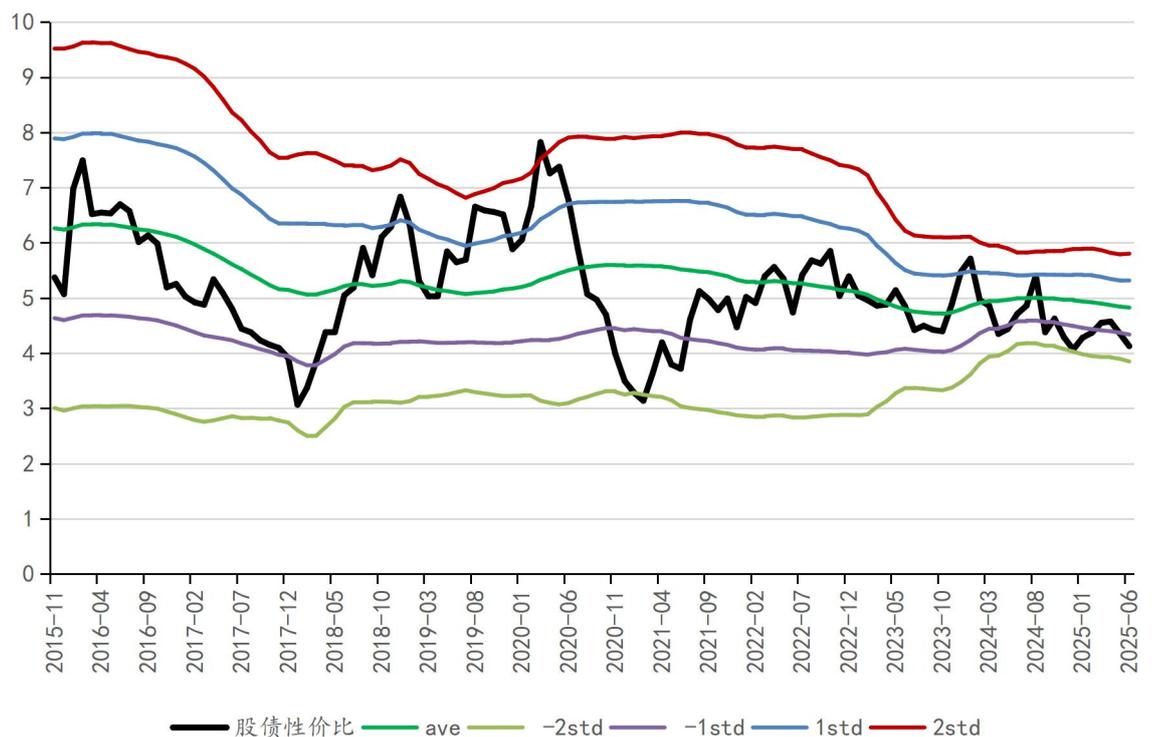
数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.4 股债性价比：股票市场并不具有明显相对优势

通过观测股债性价比指标可以发现股票市场在经历 9 月末以来市场大幅上涨后运行在近三年均线以下负 1 倍标准差的低位水平左右。

6 月 27 日中国人民银行货币政策委员会 2025 年第二季度例会继续强调“加大货币政策调控强度”，“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏”。从跨境资本流动视角观察，当前美国经济周期转向迹象明显，随着中美货币政策周期错位收窄，制约我国货币宽松的中美利率倒挂压力将边际减弱。若下半年美联储开启降息周期，国内政策宽松的空间将进一步打开，利率债收益率下行趋势有望延续。相比较于 2024 年 8-9 月份股票市场的绝对性价比，目前股票市场相对于国债市场的相对估值仍位于偏高水平。

图 11：沪深 300 指数股债性价比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.5 估值小结

总体而言，目前 A 股市场估值在经历 9 月末以来修复行情后，股指市场整体相对债券估值优势减弱，当前股债性价比仍处偏低水平，后续需观察国内宽松政策落地与美联储降息对利率债收益率的影响。市场内部存在分化格局，市场估值修复快于

盈利回升，需关注后续盈利修复对指标收敛的驱动。受益于产业智能化、新兴消费催化以及国家队等救市资金的入场支撑了高风险偏好资金的持续活跃，中证 1000 相对沪深 300 拥挤度差仍将延续震荡上行趋势。

### 三、国内预期向现实转化仍存阻力

#### 3.1 金融传导效率好转，政策效果需进一步释放

5 月份，M1 货币供应量同比增速较前值回升 0.8 个百分点。这一回升主要源于上年同期“治理资金空转”政策的显著影响。同时，M2 向 M1 转化的趋势开始显现，表明企业层面的资金活跃度与使用效率正得到切实提升。然而，深入分析社会融资规模的结构，则揭示出下半年仍需政策持续加力的必要性。5 月新增社融 22871 亿元，虽同比多增 2248 亿元，但其主要贡献来自政府债券融资的强劲表现。反观反映市场主体真实内生需求的核心指标：企业中长期贷款当月新增 6200 亿元，同比少增 3300 亿元，显示实体企业长期投资意愿依然偏弱；居民短期贷款更是连续两个月呈现萎缩态势，表明旨在刺激消费的信贷政策效果存在时滞，尚未充分转化为居民端的借贷扩张。综合来看，微观经济主体的信心修复进程尚未稳固，经济内生动能的全面恢复仍需更有力的政策支持作为保障。

图 12：M2 同比-M1 同比 (%)

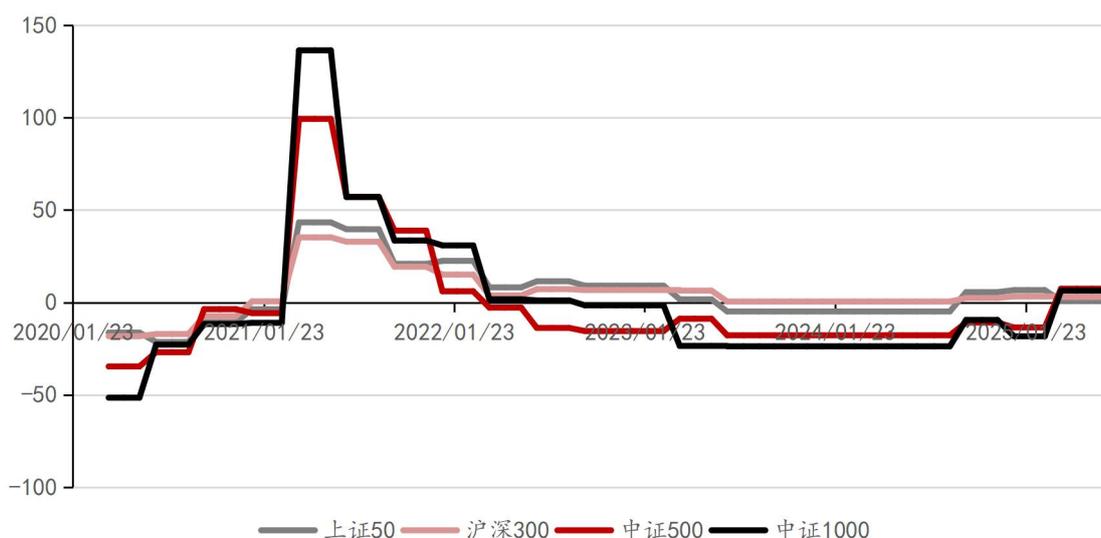


数据来源：WIND、国联期货研究所

### 3.2 通缩压力未完全消退，利润水平修复仍处于筑底阶段

各股指成分股归母净利润仍处于筑底阶段，但也伴随分化。上证50和沪深300指数在今年年报公布后，归母净利润同比小幅下降，中证500指数和中证1000指数归母净利润同比修复幅度相对更为明显。规模以上工业企业利润同样仍未形成持续修复态势，利润水平修复仍存阻力。

图 13：归母企业利润同比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

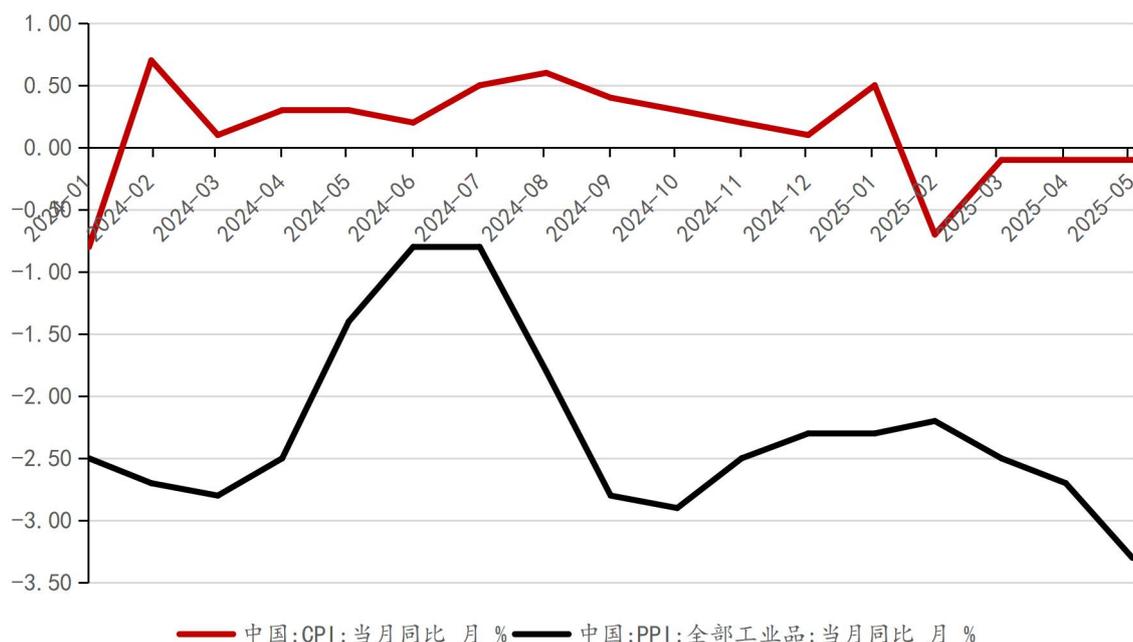
图 14：规模以上工业企业同比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

价格水平显示经济仍在通缩边缘徘徊，需求侧动能恢复尚不充分。5月CPI环比下降0.2%，同比下降0.1%，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。5月PPI环比下降0.4%，降幅与上月相同，同比下降3.3%，降幅比上月扩大0.6个百分点。同时6月原材料购进价格指数（48.4%）与出厂价格指数（46.2%）形成的剪刀差持续挤压企业利润空间，制造业企业仍面临“高成本、低售价”的双向挤压，“利润收缩-投资放缓”的负向循环仍未逆转。

图 15: CPI 同比、PPI 同比 (%)



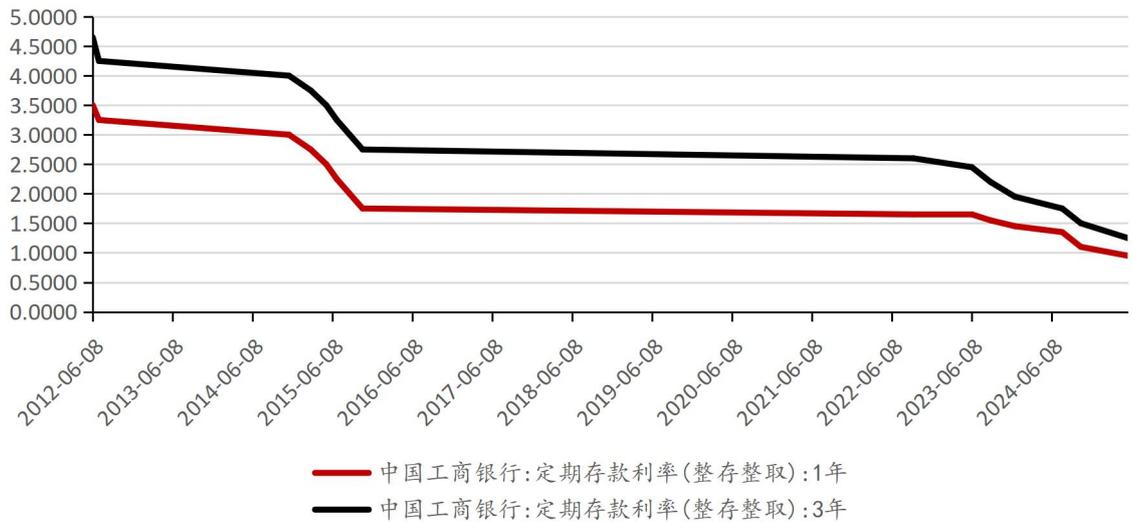
数据来源: WIND、国联期货研究所

## 四、资产配置转移预期提升，资本账户压力或将缓解

### 4.1 资产配置转移预期提升

货币政策方向已较为明确，5月7日，央行率先宣布降准并下调政策利率，直接向市场注入中长期流动性并降低银行体系资金成本。贷款市场报价利率（LPR）随即在5月20日跟进下调，1年期和5年期LPR均下降10个基点，有效降低了实体经济的融资成本。紧随其后，商业银行体系积极响应，多家银行相继下调了存款挂牌利率。此轮下调幅度显著，部分银行一年期定期存款利率甚至已跌破1%的心理关口，标志着存款利率正式步入“0时代”。

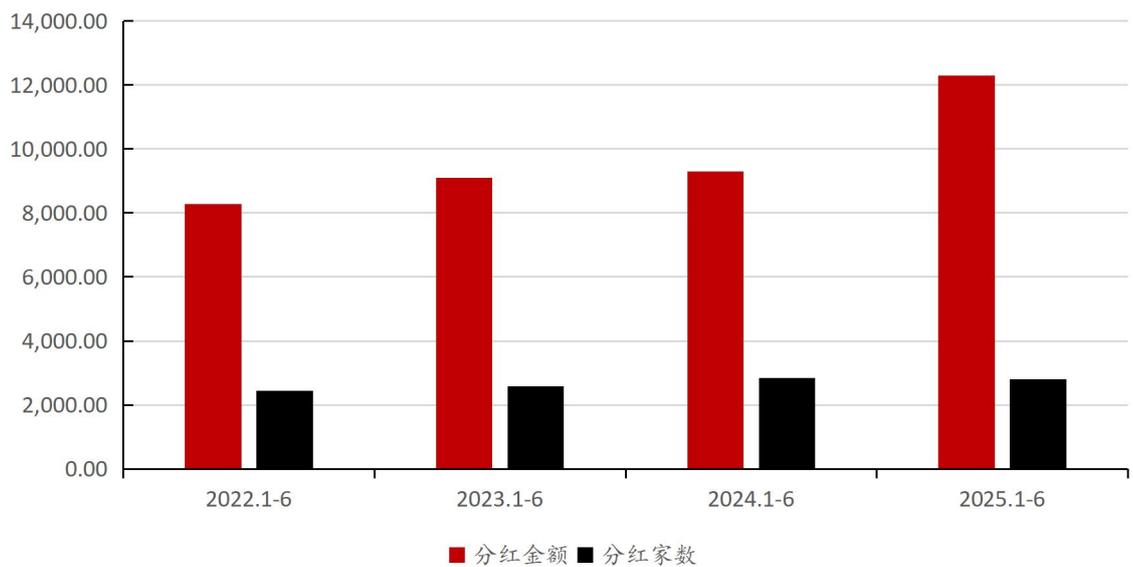
图 16: 定期存款利率



数据来源: WIND、国联期货研究所

在激励与监管的共同努力下,上市公司正积极提高股东回报。上市公司分红金额和分红家数维持上行趋势。叠加国家队等救市资金的入场支撑了高风险偏好资金的持续活跃正引发居民部门的资产配置行为转变。存款利率的持续、普遍下行,“存款搬家”预期提升。这部分寻求更高回报的资金,主要流向银行理财和资本市场等收益率相对更高的资产。资金正从银行体系的传统存款负债端,大规模流向非银行金融机构,A股市场有望迎来充足的配置资金,下半年股票市场高流动性和火热的交易情绪或将延续。

图 17: 分红金额和公司家数

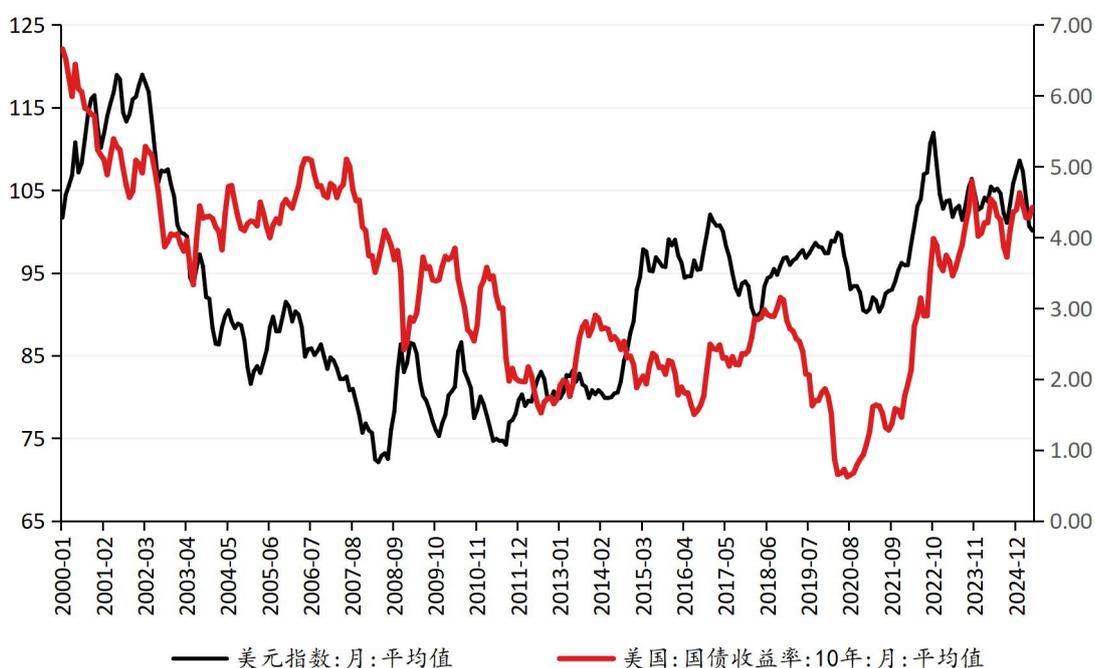


数据来源: WIND、国联期货研究所

## 4.2 美元主导因素转变，资本金融账户压力或将缓解

近两年，美债规模持续膨胀，叠加今年地缘冲突与贸易摩擦风险居高不下，全球资本对美元的追逐呈现出与历史周期不同的现象，美元传统避险资产的光环正在褪色，其价格主导逻辑中风险偏好不再是核心驱动力，取而代之的是利率水平成为其价值中枢的锚点。美元正从典型的逆周期资产向顺周期资产转化，其吸引力受制于其自身信用基础的动摇。

图 18：美元指数（点）和美国国债收益率（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

这一角色转换的背后，是美元信用根基遭遇的长周期侵蚀。美债规模的无序扩张持续透支美元内在价值，全球货币秩序重塑的趋势已具备相当的确定性。美元信用坍塌使其难以重现历史上危机中的强劲升值，整体趋势指向震荡偏弱格局。

美国经常账户差额亦为这一前景提供了有力佐证。历史数据显示，经常账户差额的变化往往领先于美元指数走势，且两者呈现显著的正相关关系。

美元走弱预期增强，对人民币汇率构成关键支撑。人民币面临的被动贬值压力有望获得实质性缓解。中国资本与金融账户或将步入修复通道，跨境资本流动也有望趋向修复态势。

图 19: 美元指数 (点) 和美国经常账户差额占 GDP 比重 (%)

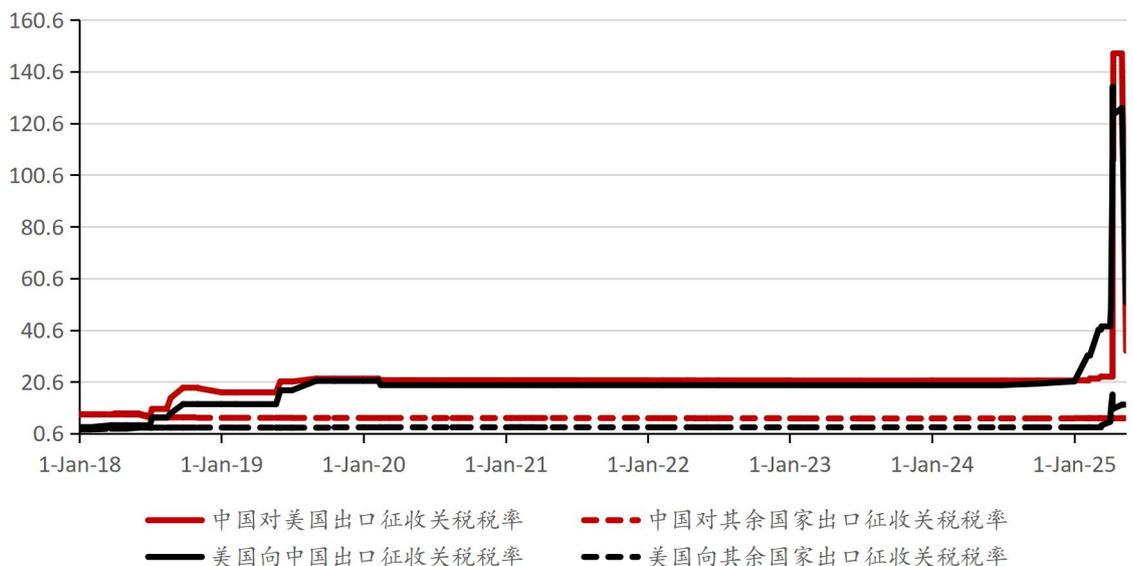


数据来源: WIND、国联期货研究所

### 4.3 关税措施修正收缩空间有限, 经常账户仍存在明显压力

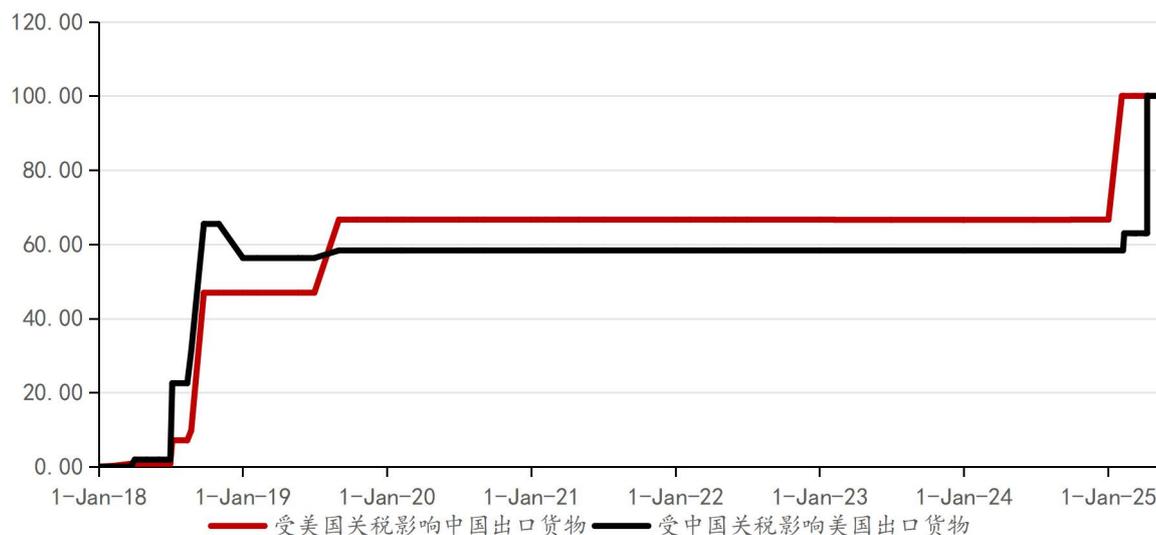
4月2日开始, 美国对中国加征34%的普遍关税, 随后中美双方关税水平互相持续加码。从4月9日之后, 中国和美国变成了实质上的贸易禁运状态。5月12日中美达成临时协议, 美国对华关税从145%降至30%, 中国对美关税从125%降至10%。但由于目前谈判的结果是回到互相加征10%的普遍关税水平, 所以目前中美贸易还是全部商品均受关税影响。

图 20: 中美征收关税税率 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 21：受关税影响出口货物占比 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

当前美国面临的结构性矛盾集中于两点：一是美国作为全球货币美元的供给方与其他国家作为商品的供给方的矛盾，也就是保持美元霸权诉求和产业回流诉求的矛盾。第二个矛盾是天量的美债发行压力与美联储为了控制通胀之间的矛盾。特朗普政府所提出的“大规模减税刺激经济”与“吸引产业回归”等核心诉求，恰恰同时触及了这两对核心矛盾。

鉴于疫情后美国经济已展现出相对强劲的韧性，其政策天平可能暂时向抑制通胀与维持财政可持续性倾斜，经济增长的优先级适度后移。同时，美元作为全球储备货币的基石地位属于长期战略资产，其短期的适度弱势对美国而言是可以接受的让步。在此背景下，美债融资压力与货币紧缩之间的矛盾迅速上升为最紧迫的挑战，化解此矛盾亟需在“开源节流”上寻求突破。

特朗普提出的 3.3 万亿美元“大而美法案”7 月 1 日在参议院获得通过，参议员们以 51-50 的票数通过法案。该法案目前在众议院等待最终批准。如果法案在众议院顺利通过，或进一步支撑美国对于其进口关税强硬的态度，关税措施修正收缩空间有限，叠加目前对于中国出口征收的关税整体水平仍大幅高于历史水平，所以国内经常账户仍存在明显压力。

## 五、总结

美方对华加征关税等贸易保护措施进入实施阶段，对我国经常账户构成较大压力。但美元信用坍塌使其难以重现历史上危机中的强劲升值，美元走弱预期增强，人民币

面临的被动贬值压力有望获得实质性缓解，跨境资本流动有望趋向修复态势。国内方面，尽管金融体系传导效率有所修复，但价格中枢上行动能偏弱，通缩风险尚未完全出清。**股指或延续 2024 年四季度以来的宽幅震荡态势，呈现上有压力、下有支撑的箱体格局。**

A 股市场经历 9 月末以来的估值修复后，股债风险溢价指标目前仍低于历史均值水平，权益资产的相对吸引力有所减弱。**从结构看，当前估值修复进程领先于盈利复苏斜率，盈利恢复情况将是市场整体中枢能否抬升的关键。**风格方面，**受益于产业智能化、新兴消费催化以及国家队等救市资金的入场支撑了高风险偏好资金的持续活跃，中证 1000 相对沪深 300 拥挤度差仍将延续震荡上行趋势。**

#### 策略建议：

**短期来看**，指数区间震荡格局或仍将延续，前期 IM 和 IC 多单建议可考虑逢高减仓。

**中长期来看**，股指市场依然维持审慎态度，当前市场尚不具备系统性趋势行情的坚实基础，权益资产的相对吸引力有所减弱，需重点关注市场整体盈利水平恢复情况。

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600