

反内卷热潮未歇，指数震荡攀升

【策略观点】

上周两市放量上涨，上证指数站上 3500 点。大小盘分化较为明显，此前持续走强的银行板块上周出现回调。“反内卷”依旧为当前的投资主线，多晶硅以及碳酸锂期货近期大幅反弹。钢铁板块上周较为强势。在市场情绪较好的背景下，短期反内卷交易逻辑或继续演绎。政治局会议之后，关注焦点可能逐步转向政策落地成效的检验。

短期来看，市场情绪较为积极，叠加盈利预期提升，指数大概率维持震荡向上的走势。从中长期视角看，市场上行空间仍存显著不确定性。当前 A 股整体市盈率已接近十年区间的高分位，而企业营收与利润增速依旧徘徊在低位，市场对下半年盈利预期修复的上调幅度也相对温和。与此同时，核心 CPI 持续低迷，反映终端需求改善仍有较大空间。在此背景下，股指若要进一步突破，需要等待更为坚实的盈利上行拐点。总体而言，只有当通胀、上市公司盈利与消费三项指标出现实质性、可验证的改善，股指才有望摆脱高估值压力，走出更具韧性的中长期上涨行情。

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。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76
号

王兆玮

电话：010-84555101

邮箱

wangzhaowei@guoyuan
qh.com

期货从业资格号
F03113608

投资咨询资格号

Z0022231

【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.....	17

一、市场行情回顾

1.1 经济数据&宏观政策

6月以美元计，我国进出口总额达5356亿美元，同比增长3.9%。其中出口3251.8亿美元，增速回升至5.8%；进口2104.1亿美元，实现1.1%的温和正增长，双双高于市场预期。月度贸易顺差扩大至1147.7亿美元（约8259.7亿元人民币），创同期新高。

出口增速较5月（4.8%）再度抬升，主要得益于订单前置与区域结构优化：对东盟出口同比大增16.8%，成为拉动主力；月度对美出口虽仍同比为负，但环比跳升32.4%，反映中美暂时“关税停火”带来的赶工效应。分品类看，高技术产品上半年出口增长9.2%，其中集成电路、汽车与新能源产品均保持两位数增速，凸显我国出口结构继续向中高端延伸。

图表1 近期重要经济数据

数据	前值	平均预期值	公布值
6月出口金额:当月同比(%)	4.8	3.21	5.8
6月进口金额:当月同比(%)	-3.4	0.18	1.1

数据来源：国家统计局、国元期货

1.2 市场行情数据

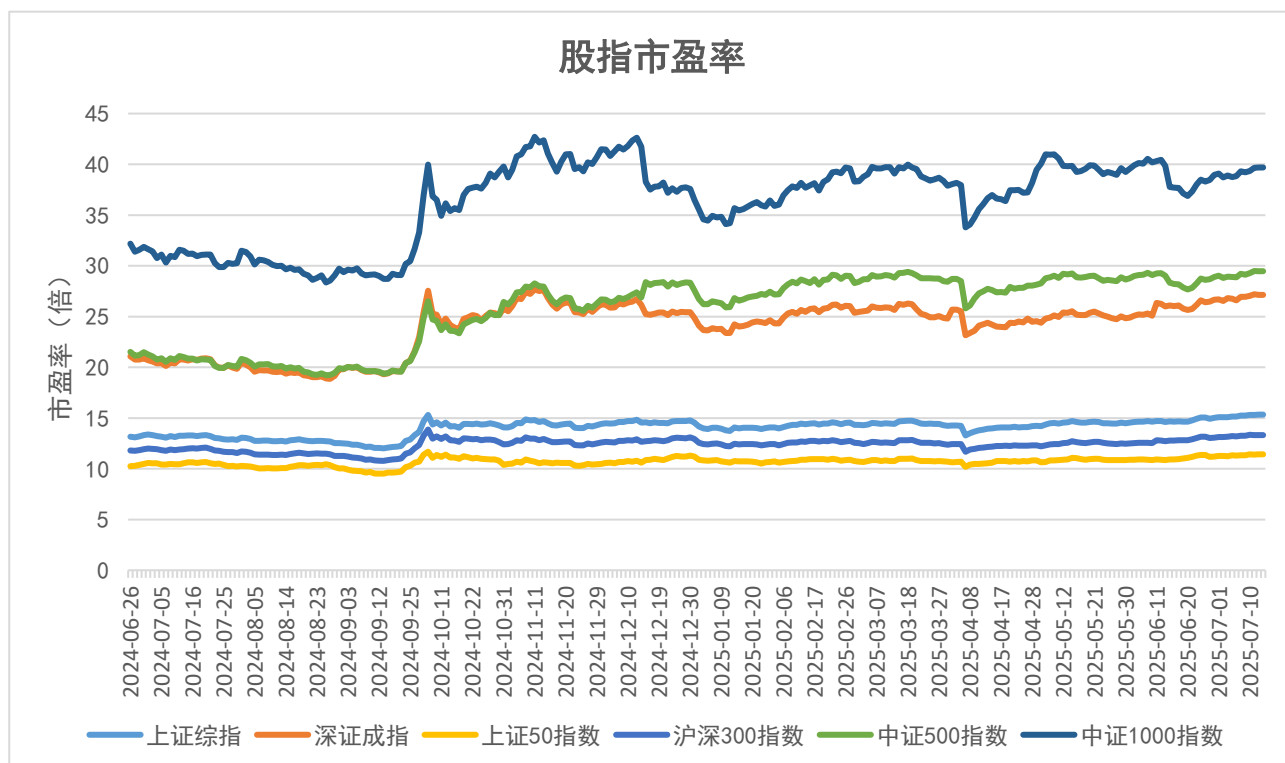
上周主要股指全线上涨，沪深两市涨超 1%，中证 1000 大涨 2.36%；两市日均成交额近 1.5 万亿元，成交量保持在高位。房地产板块强势反弹超 6%；钢铁，非银金融以及建筑材料等板块涨超 3%。煤炭、银行等板块逆势下跌。

图表 2 指数周度涨跌幅（截止 7 月 11 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	3510.18	1.09%	30064 亿元
399001.SZ	深证成指	10696.10	1.78%	43676 亿元
399006.SZ	创业板指	2207.10	2.36%	20980 亿元
000905.SH	中证 500	6027.08	1.96%	10617 亿元
000300.SH	沪深 300	4014.81	0.82%	16142 亿元
000852.SH	中证 1000	6461.10	2.36%	15236 亿元
000016.SH	上证 50	2756.77	0.60%	4514 亿元

数据来源：WIND、国元期货

图表 3 股指市盈率



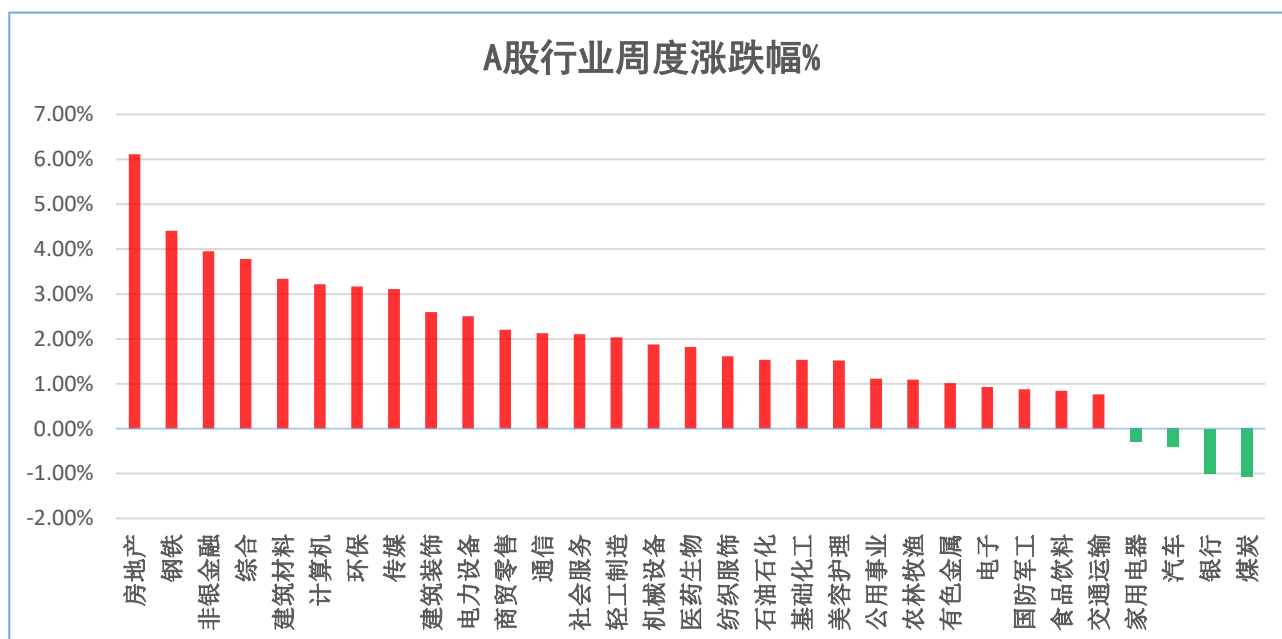
数据来源：WIND、国元期货

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)	15.34	27.15	32.89	11.41	13.33	29.47	39.68
市盈率分位点% (近十年)	74.75	54.42	21.34	81.40	70.51	69.62	58.33

数据来源：WIND、国元期货

图表 5 A 股行业涨跌幅（截至 7 月 11 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

2.1 股指期货涨跌幅

上周股指期货合约全线上涨, IC 以及 IM 表现更佳。上周远月合约贴水幅度皆继续收窄, 但周一在市场上涨情况下有所走扩, 显示市场情绪对未来行情持续冲高有所顾虑。IM/IH 目前处在近年中等偏高水平, 目前市场风险偏好较高。

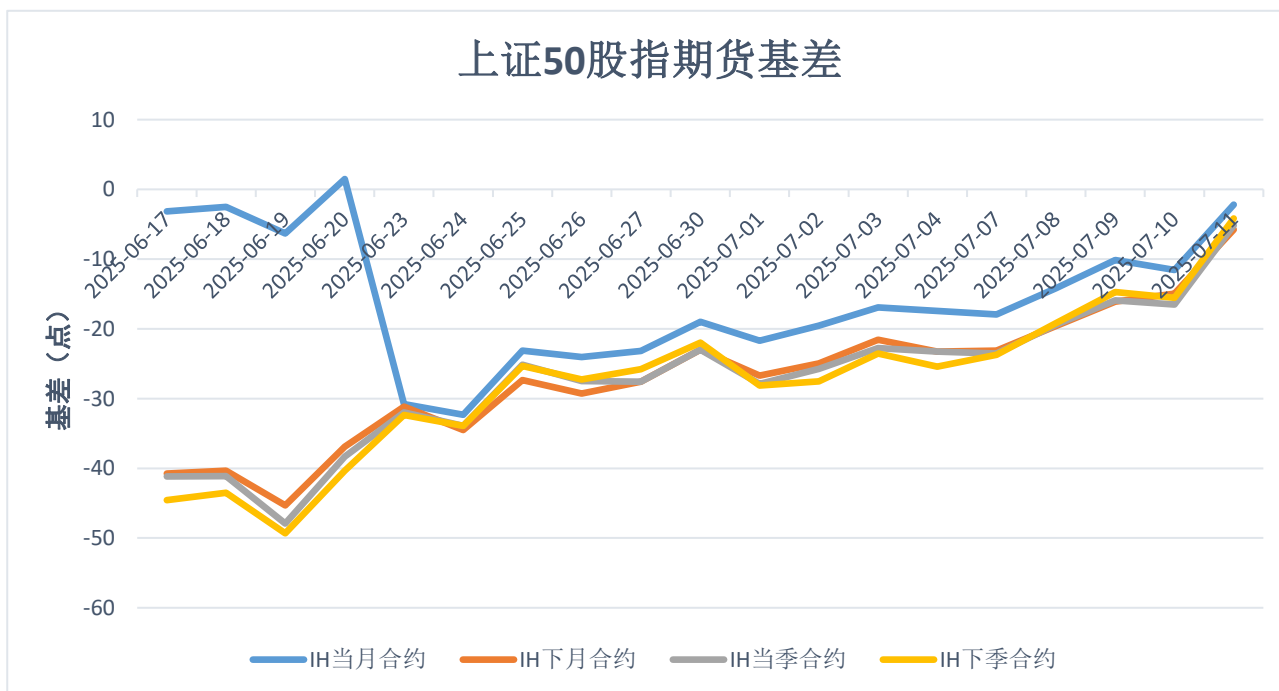
图表 7 股指期货周涨跌幅

	收盘价	周涨跌幅	周成交量	持仓量	基差	年化贴水率
IH当月合约	2754.60	1.37%	8,178,800.00	24607	-2.17	-3.28%
IF当月合约	4014.6	1.45%	17,114,500.00	49850	-0.21	-0.21%
IC当月合约	6023.00	2.61%	17,177,400.00	52714	-4.08	-2.82%
IM当月合约	6452.8	3.09%	25,044,600.00	58996	-8.30	-5.35%
IH次月合约	2751.00	1.49%	974,800.00	4169	-5.77	-2.01%
IF次月合约	4000	1.57%	2,150,200.00	15737	-14.81	-3.55%
IC次月合约	5973.40	2.77%	3,035,600.00	22340	-53.68	-8.56%
IM次月合约	6388.8	3.31%	4,026,800.00	24530	-72.30	-10.76%
IH当季合约	2751.60	1.49%	15,832,400.00	56656	-5.17	-0.92%
IF当季合约	3993.4	1.61%	26,559,100.00	150188	-21.41	-2.61%
IC当季合约	5920.40	2.78%	16,143,500.00	94404	-106.68	-8.68%
IM当季合约	6319.8	3.48%	54,859,500.00	168013	-141.30	-10.72%
IH下季合约	2752.60	1.59%	1,862,600.00	10623	-4.17	-0.34%
IF下季合约	3965.6	1.89%	4,674,700.00	47693	-49.21	-2.79%
IC下季合约	5794.00	2.82%	5,253,300.00	57843	-233.08	-8.79%
IM下季合约	6136	3.48%	11,279,300.00	75062	-325.10	-11.44%

数据来源：Wind、国元期货

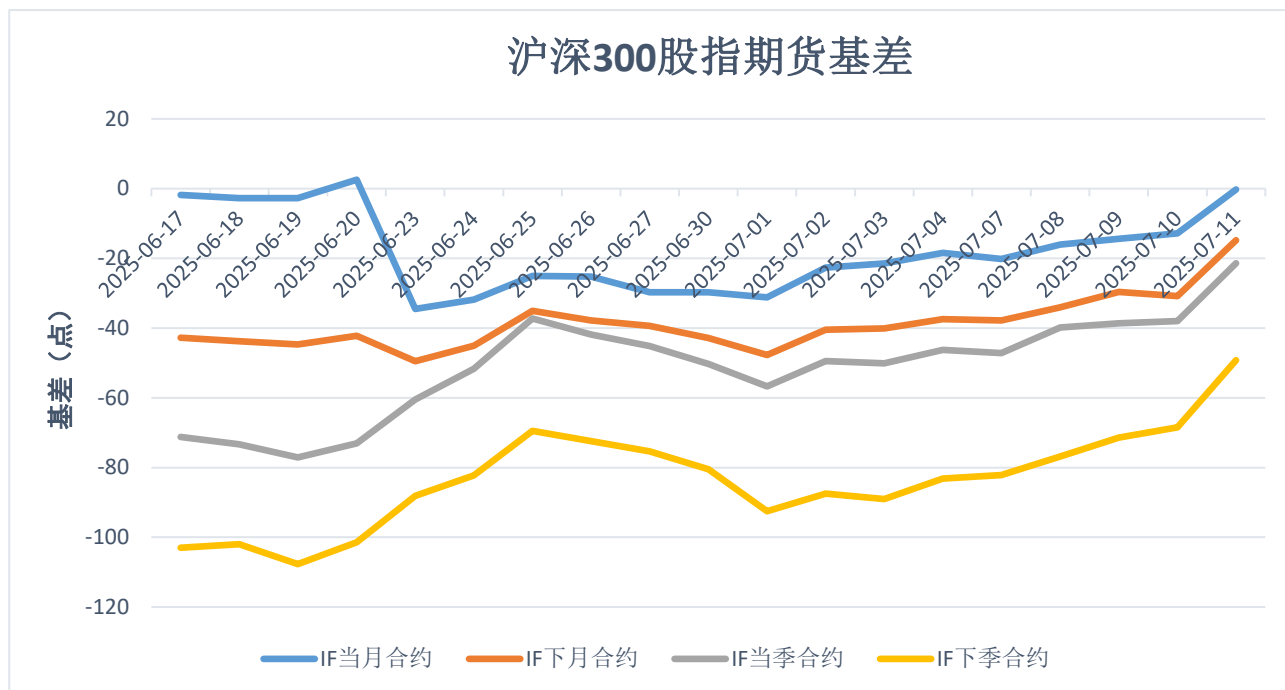
2.2 股指期货基差

图表 8 上证 50 股指期货基差



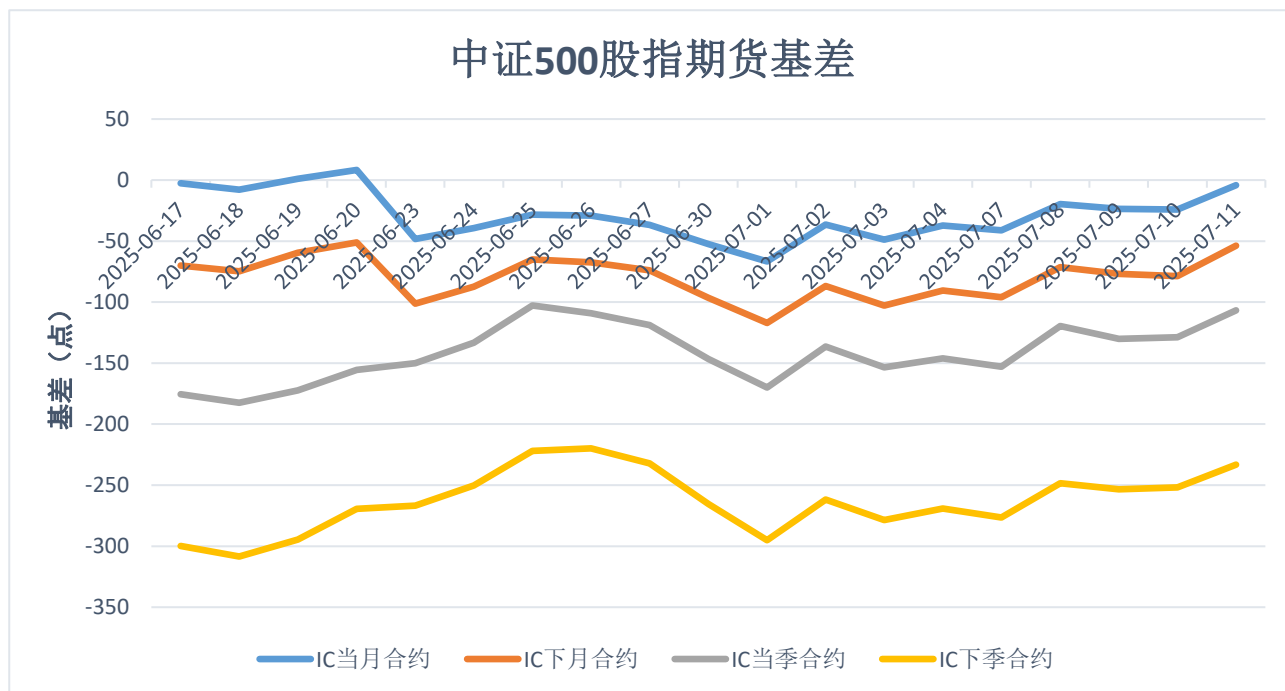
数据来源：Wind、国元期货

图表9 沪深300 股指期货基差



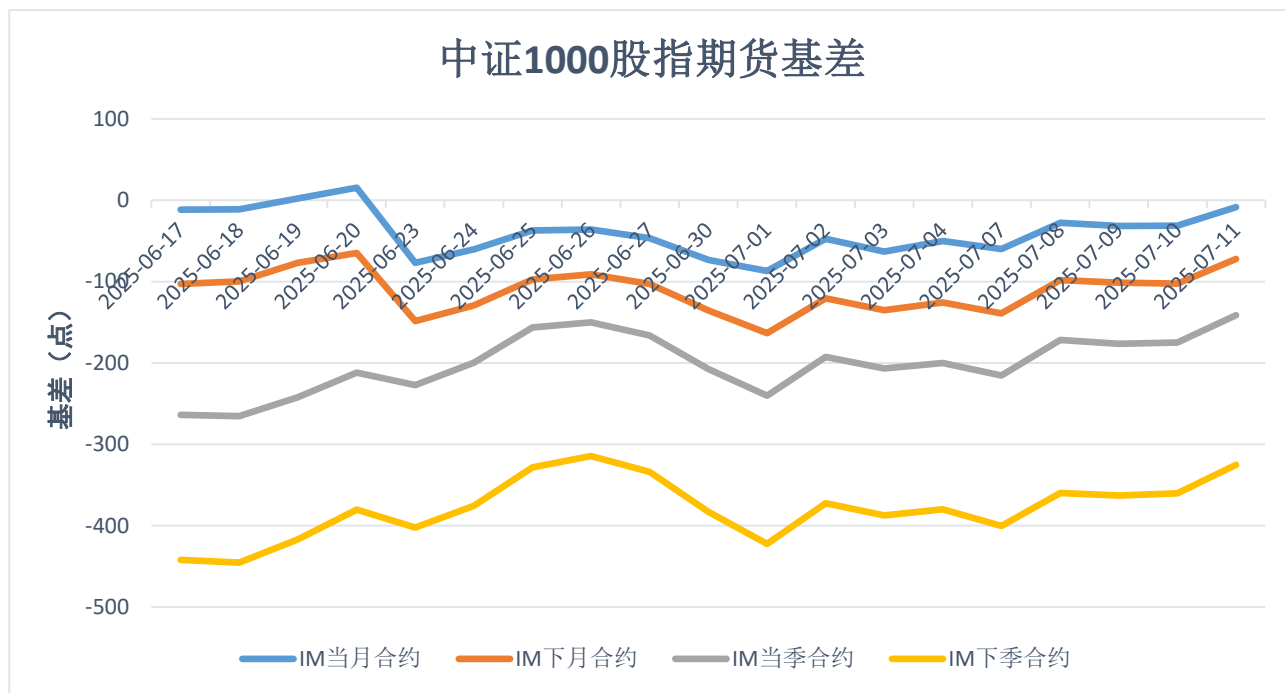
数据来源：Wind、国元期货

图表10 中证500 股指期货基差



数据来源：Wind、国元期货

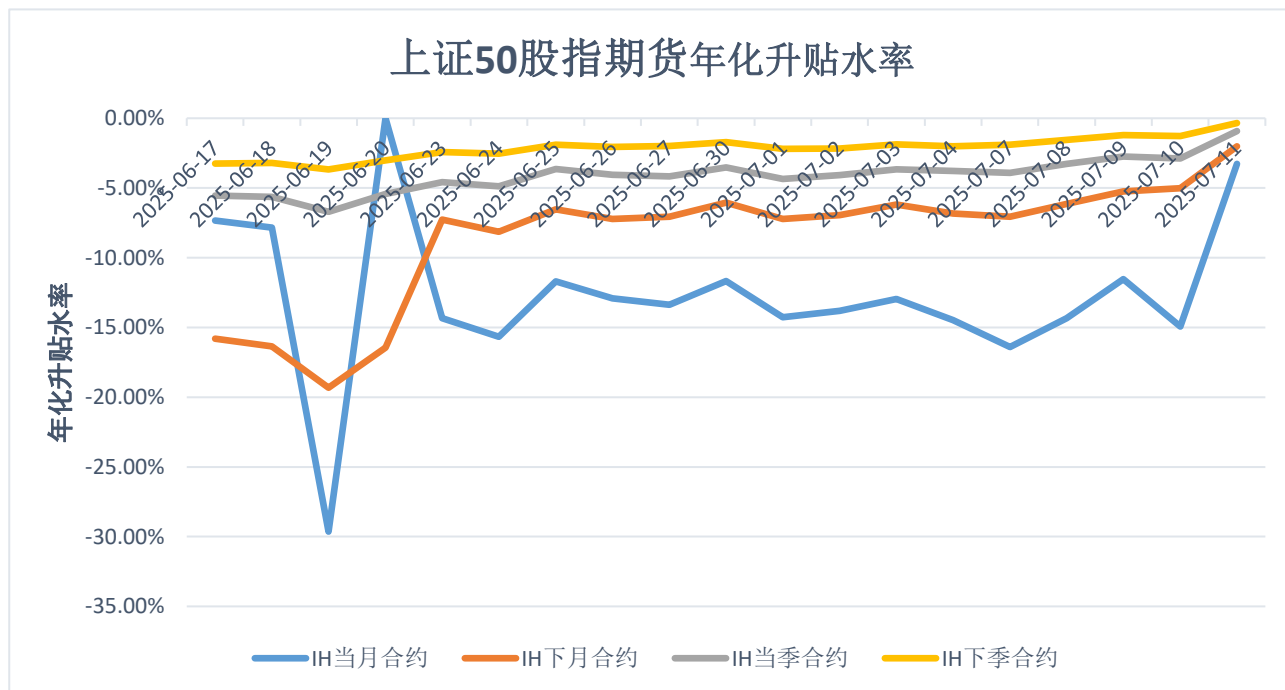
图表 11 中证 1000 股指期货基差



数据来源：Wind、国元期货

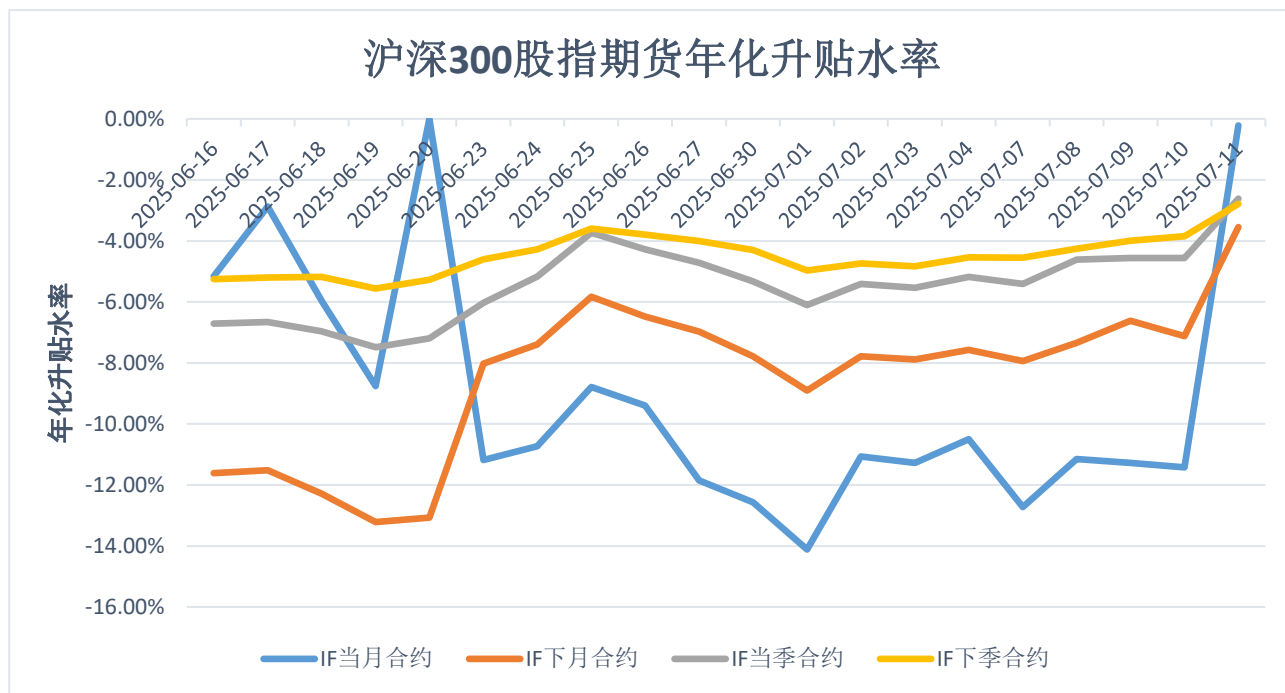
2.3 股指期货基差年化升贴水率

图表 12 上证 50 股指期货年化升贴水



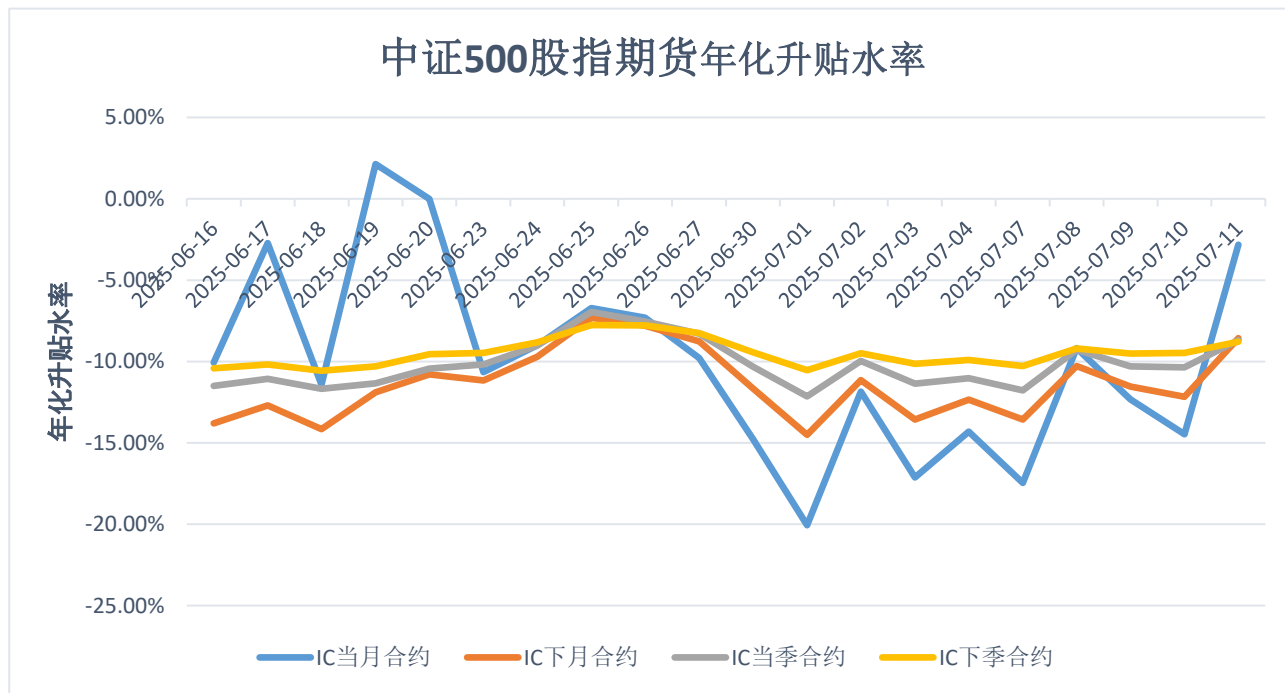
数据来源：Wind、国元期货

图表 13 沪深 300 股指期货年化升贴水率



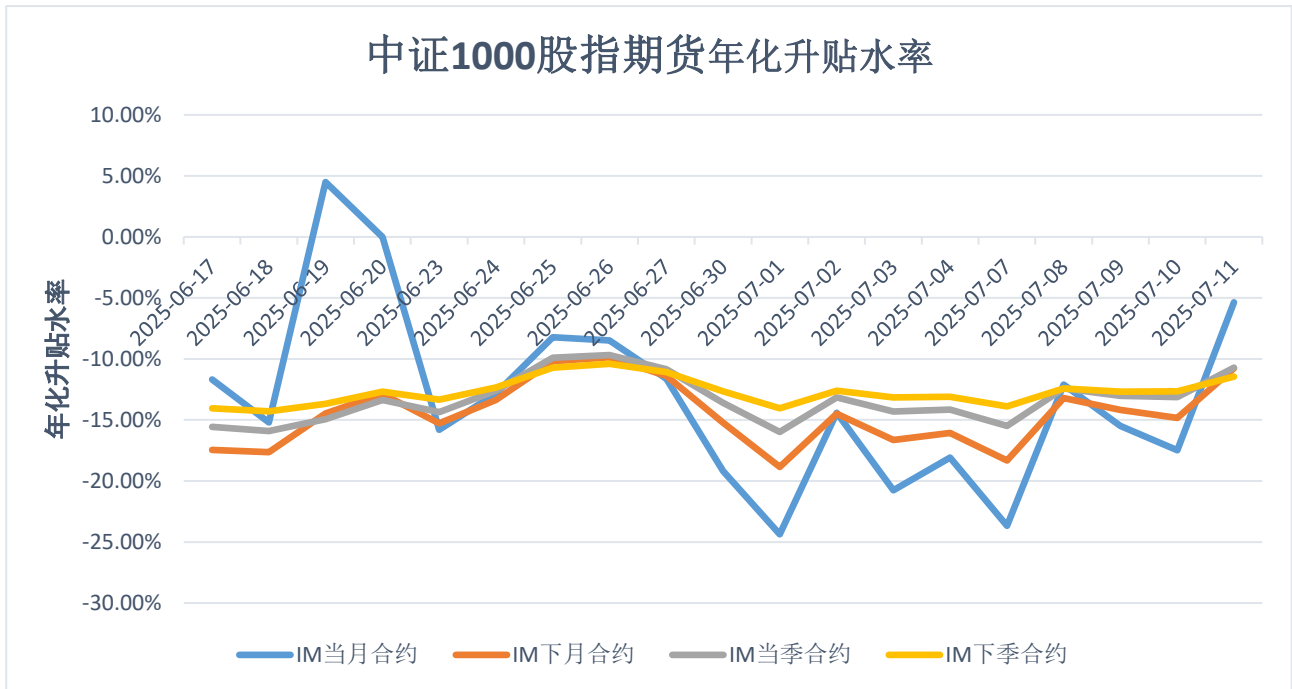
数据来源：Wind、国元期货

图表 14 中证 500 股指期货年化升贴水率



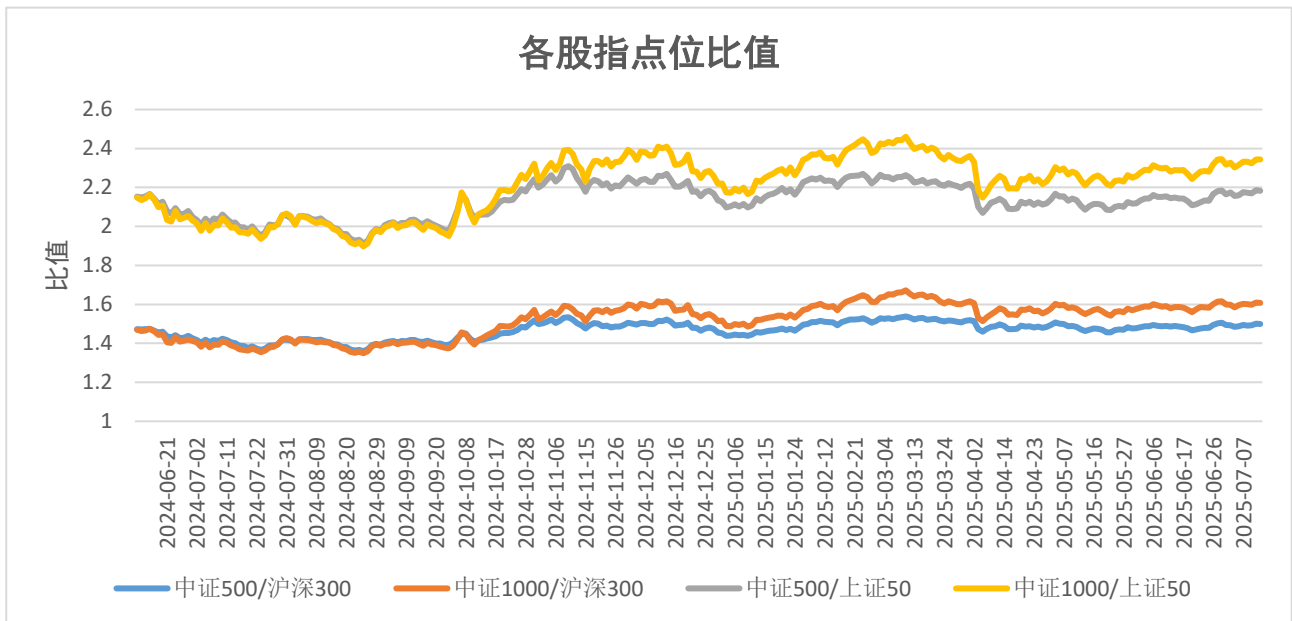
数据来源：Wind、国元期货

图表 15 中证 500 股指期货年化升贴水率



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

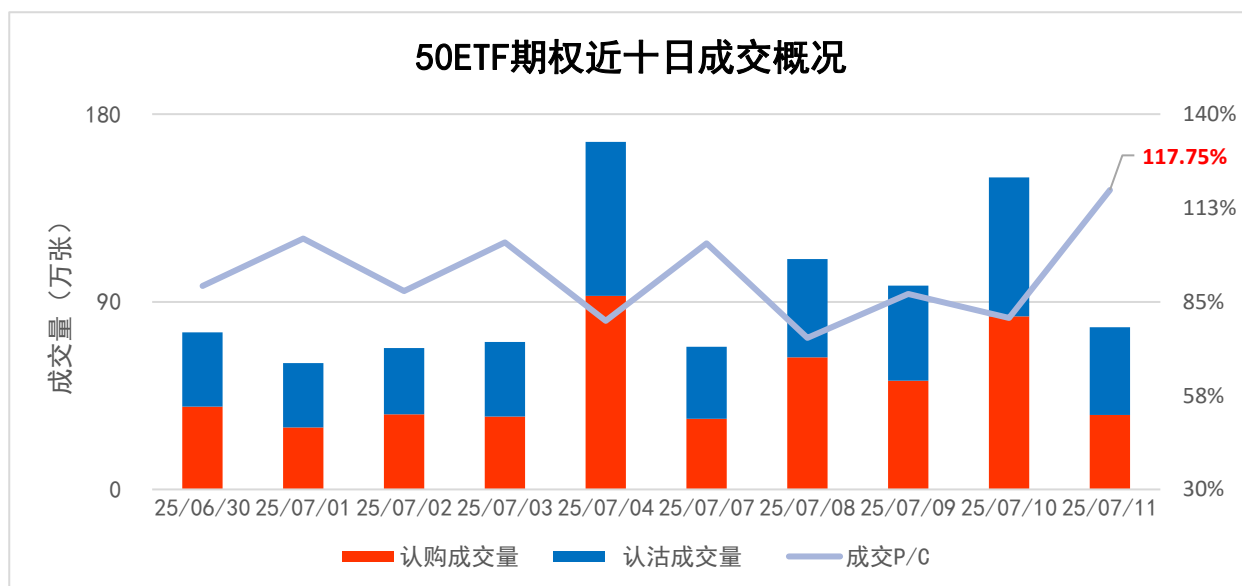
期权方面，上周期权成交量有所回升。期权持仓 PCR 整体处在中等偏高水平，期权卖方当前对于上证 50 以及 50ETF 等标的强烈不看跌，市场情绪较为乐观。

图表 17 7 月 14 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	11.64%	0.66%	3.61%	3.77%	2.79%	4.26%	6.72%
持仓量 PCR 分位点	96.72%	88.03%	96.07%	95.74%	83.61%	79.34%	97.70%
成交额 PCR 分位点	2.95%	1.15%	2.13%	4.92%	1.31%	1.97%	3.77%

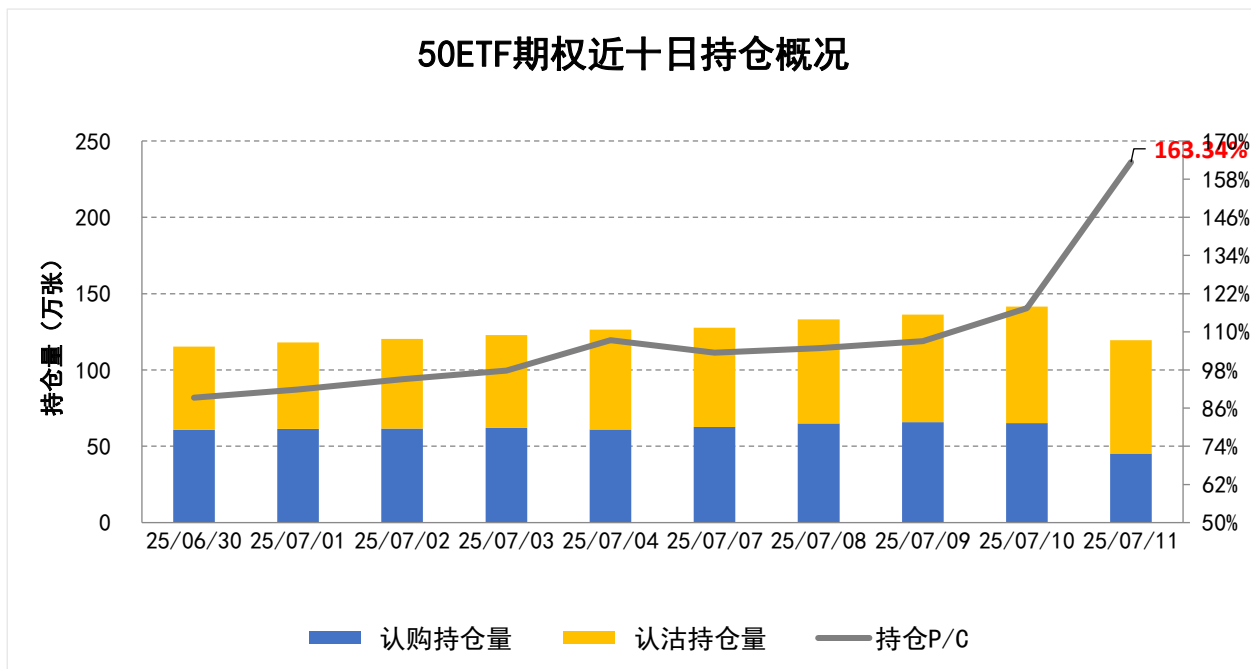
数据来源：WIND、国元期货

图表 18 50ETF 期权成交



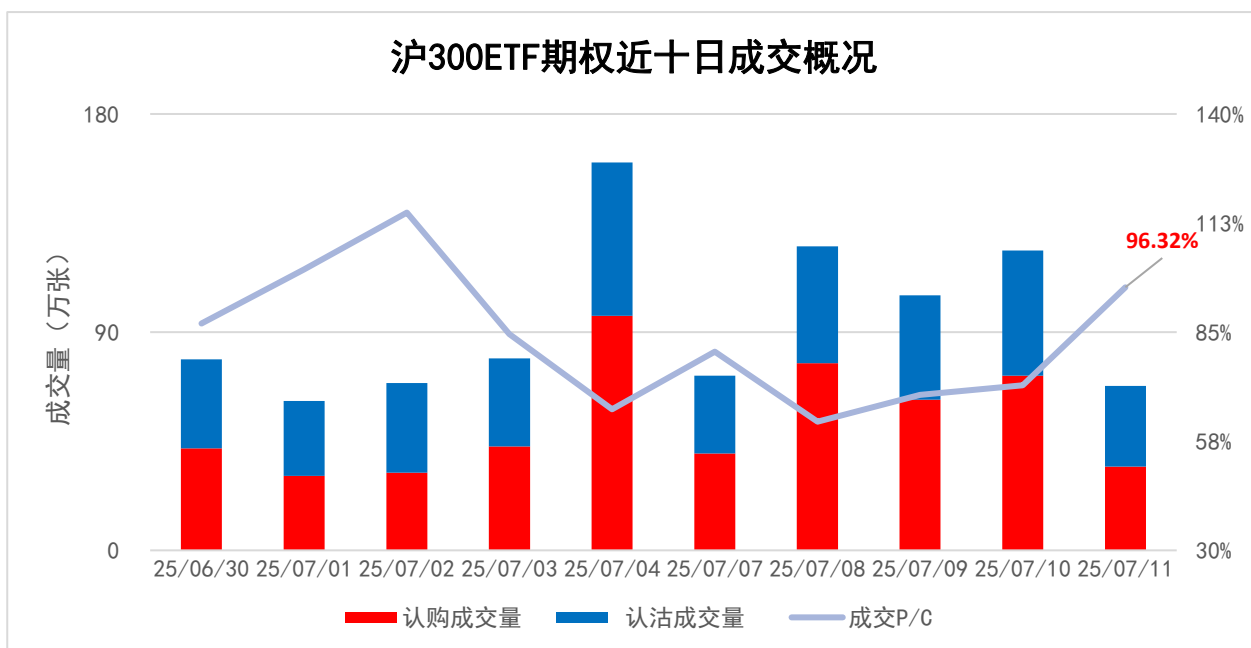
数据来源：Wind、国元期货

图表 19 50ETF 期权持仓



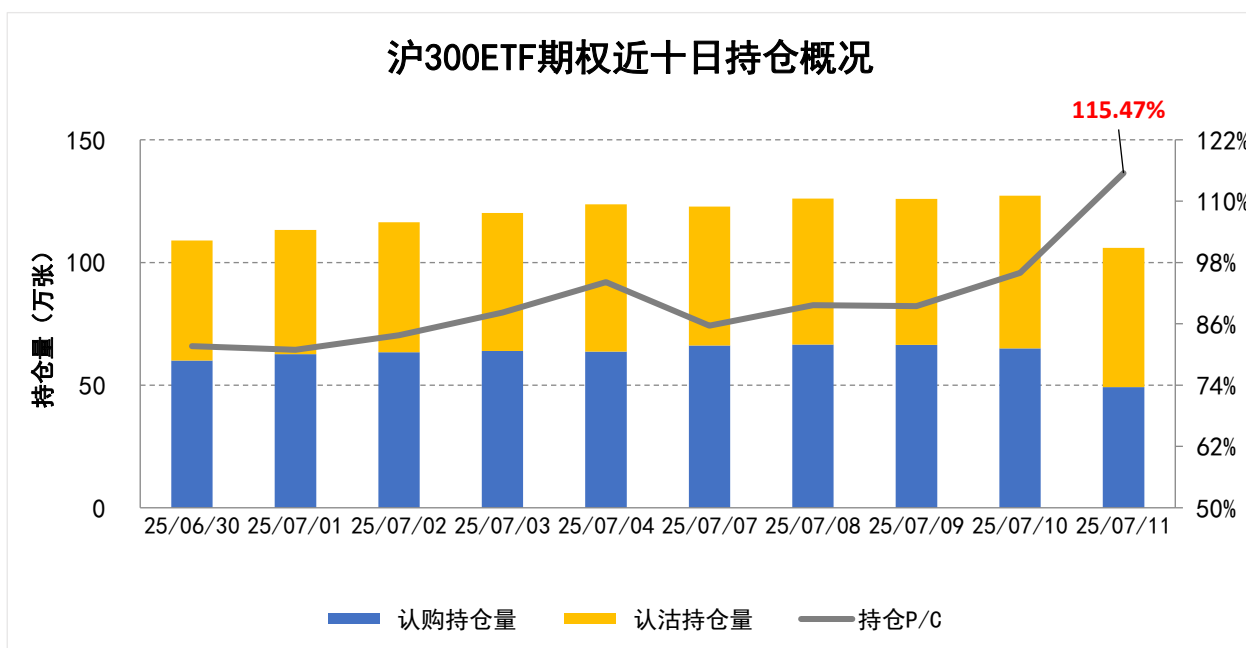
数据来源：Wind、国元期货

图表 20 沪深 300ETF 期权成交



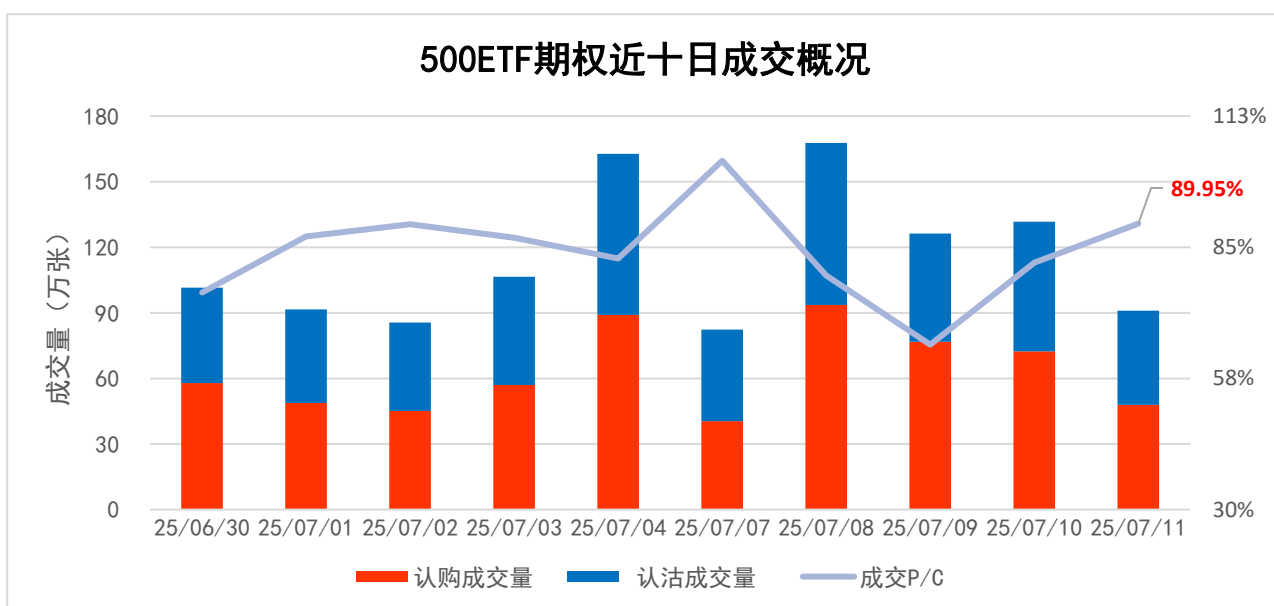
数据来源：Wind、国元期货

图表 21 沪深 300ETF 期权持仓



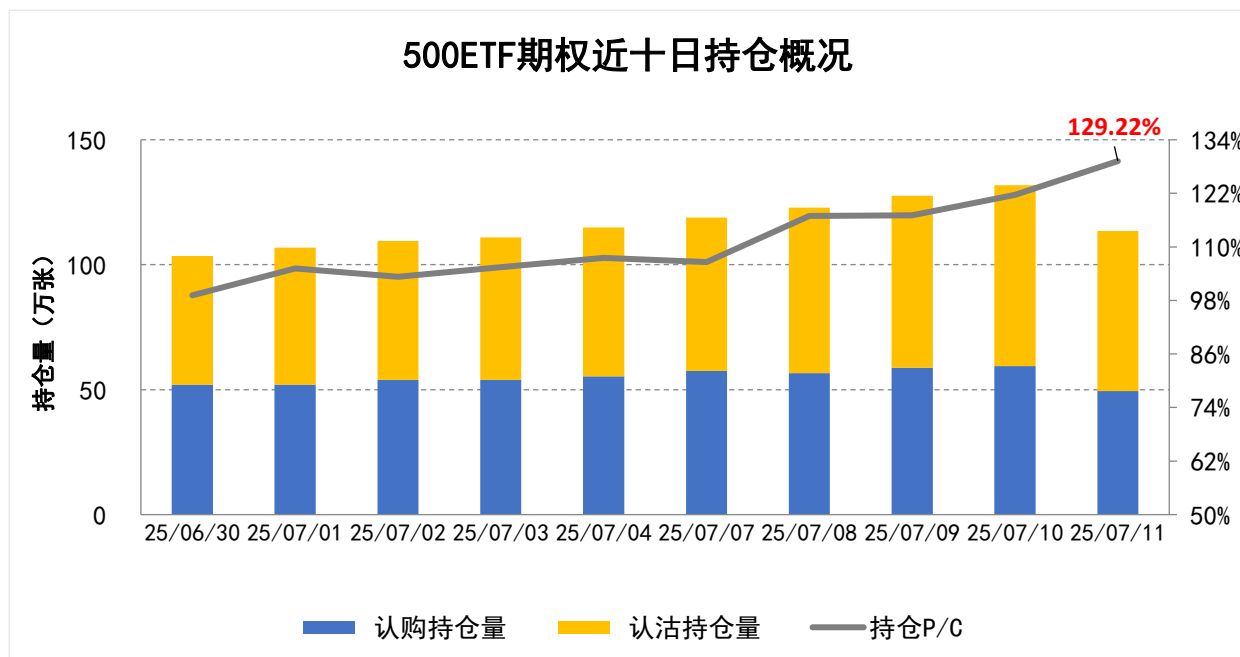
数据来源: Wind、国元期货

图表 22 中证 500ETF 期权成交



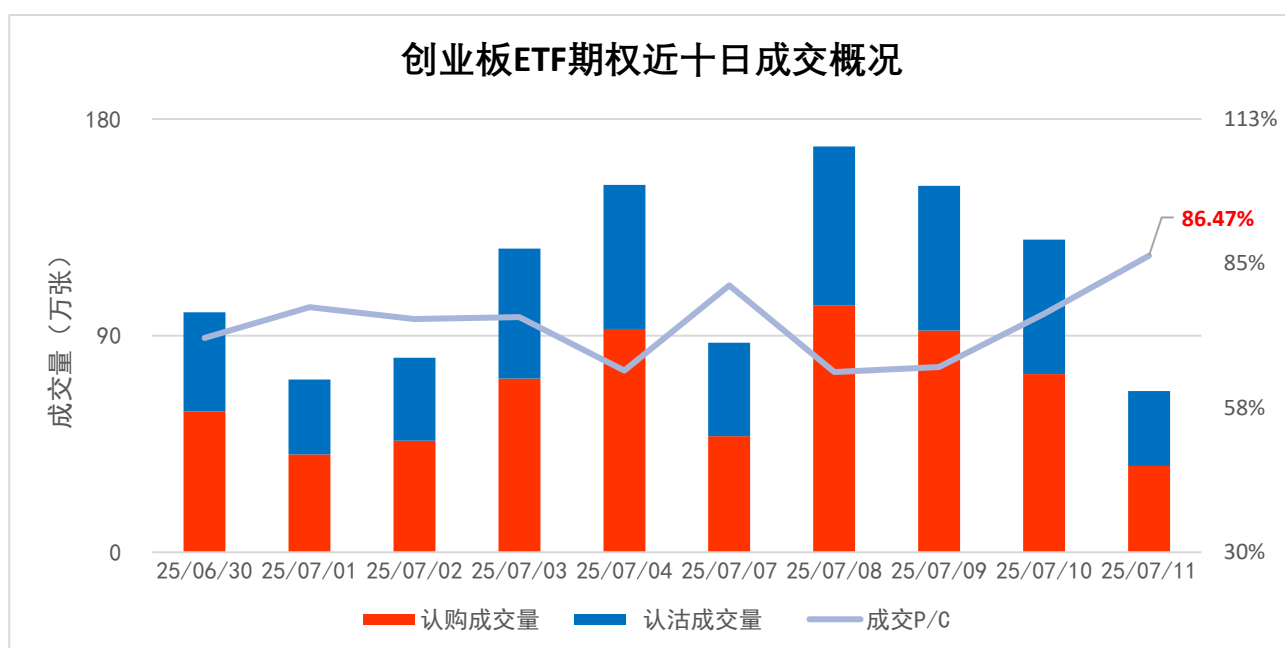
数据来源: Wind、国元期货

图表 23 中证 500ETF 期权持仓



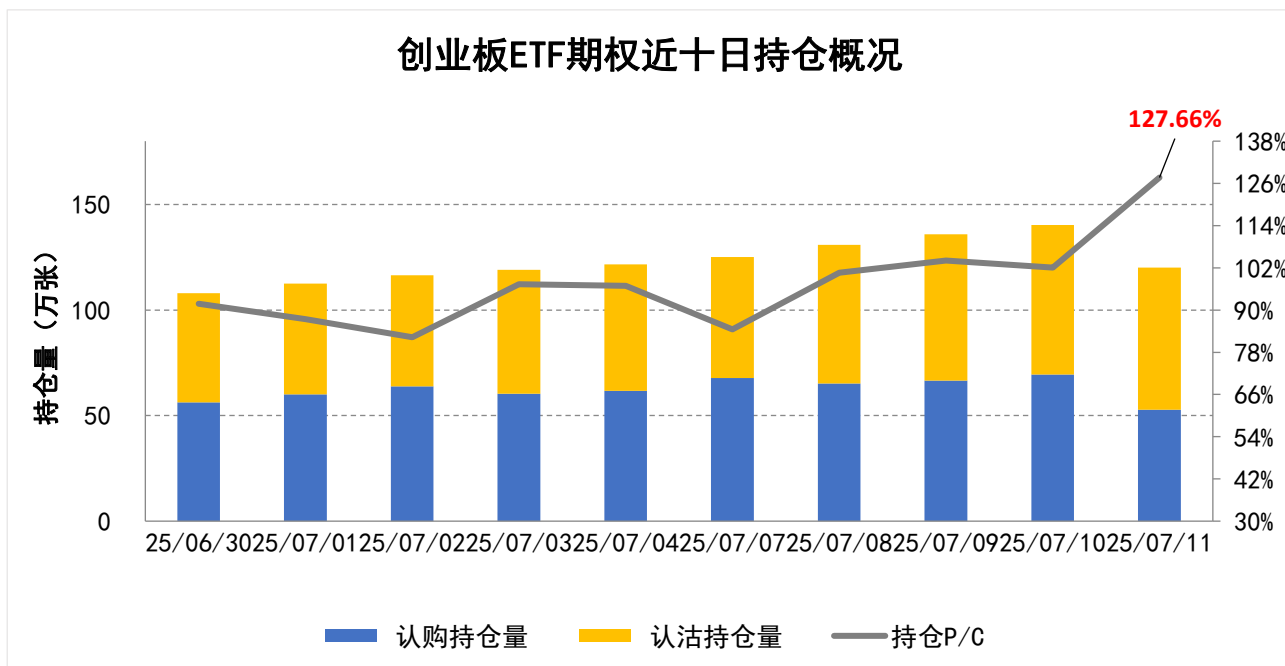
数据来源: Wind、国元期货

图表 24 创业板 ETF 期权成交



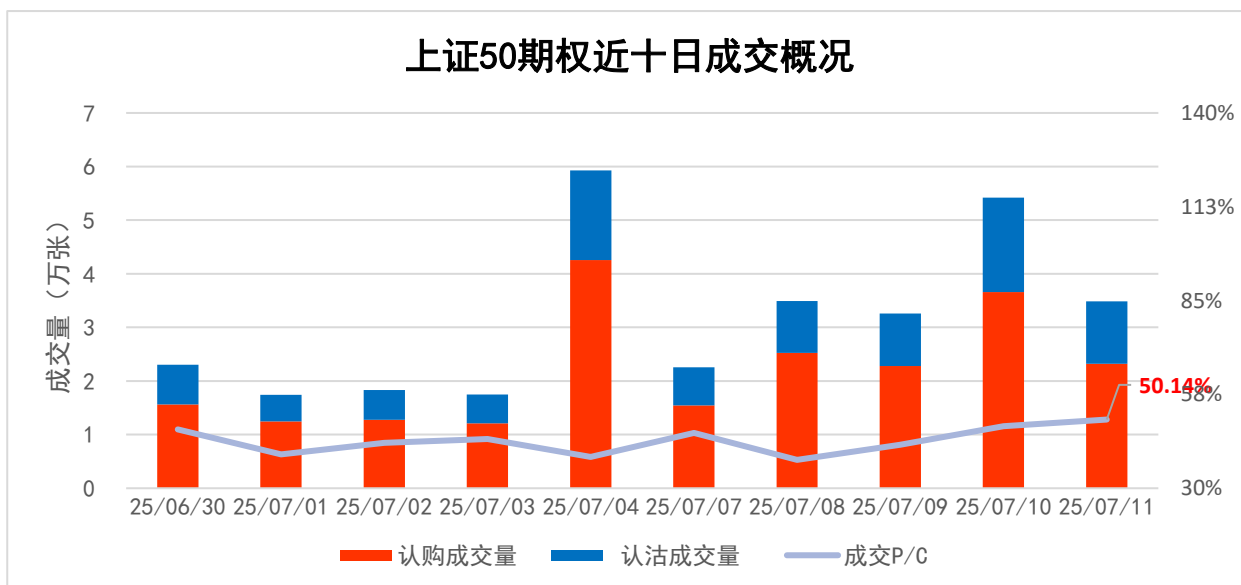
数据来源: Wind、国元期货

图表 25 创业板 ETF 期权持仓



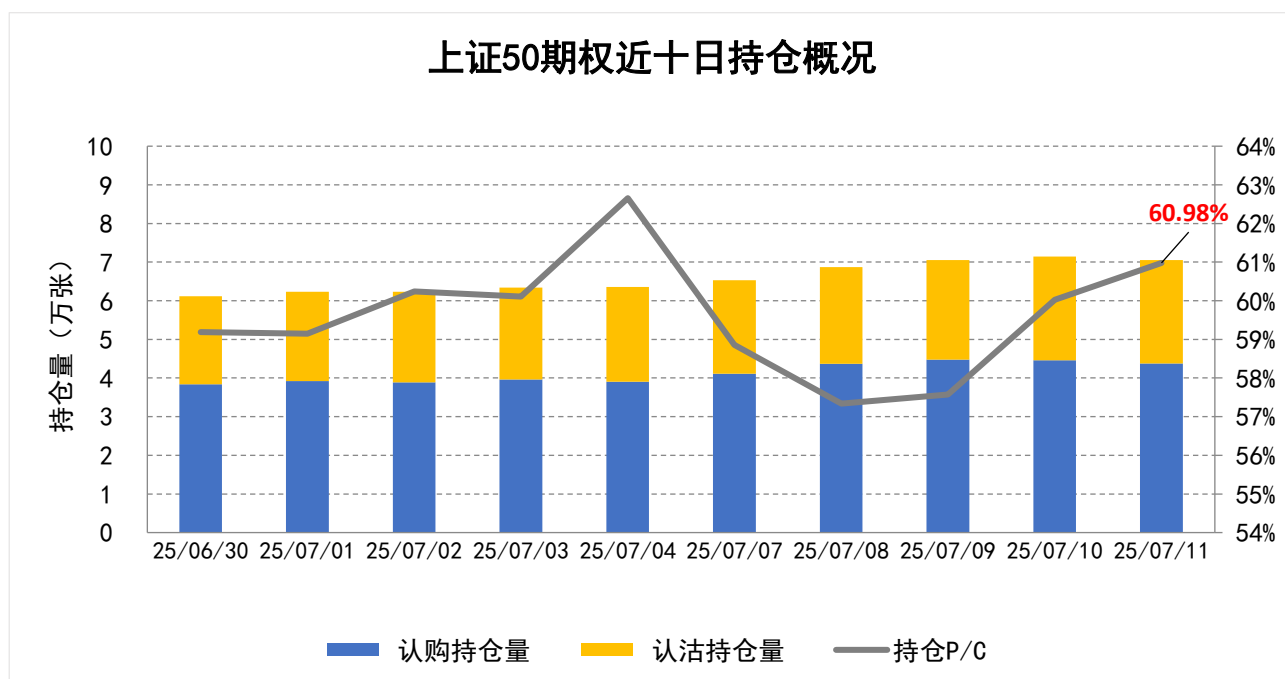
数据来源：Wind、国元期货

图表 26 上证 50 指数期权成交



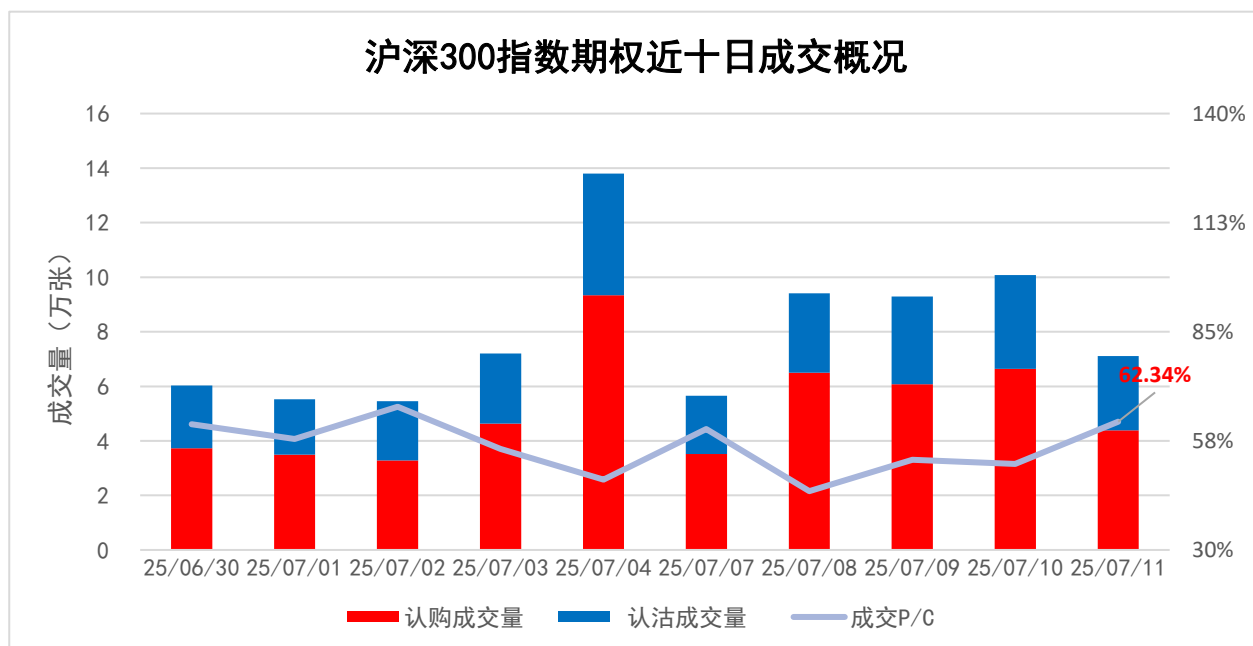
数据来源：Wind、国元期货

图表 27 上证 50 指数期权持仓



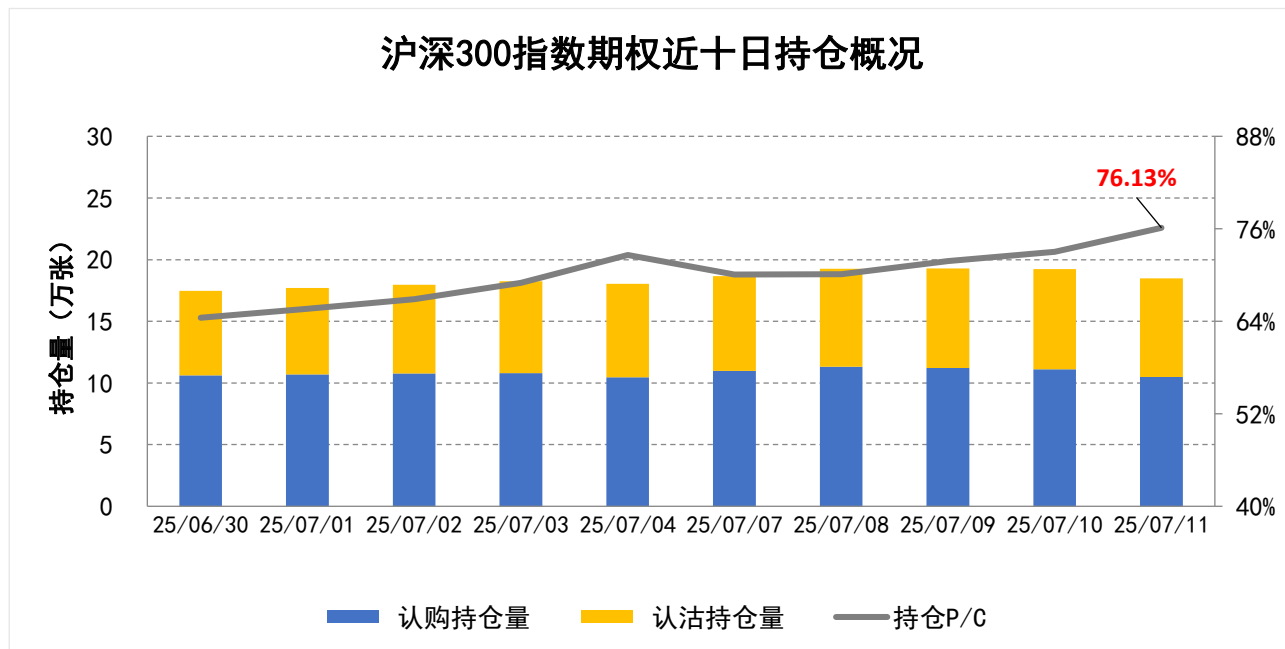
数据来源：Wind、国元期货

图表 28 沪深 300 指数期权成交



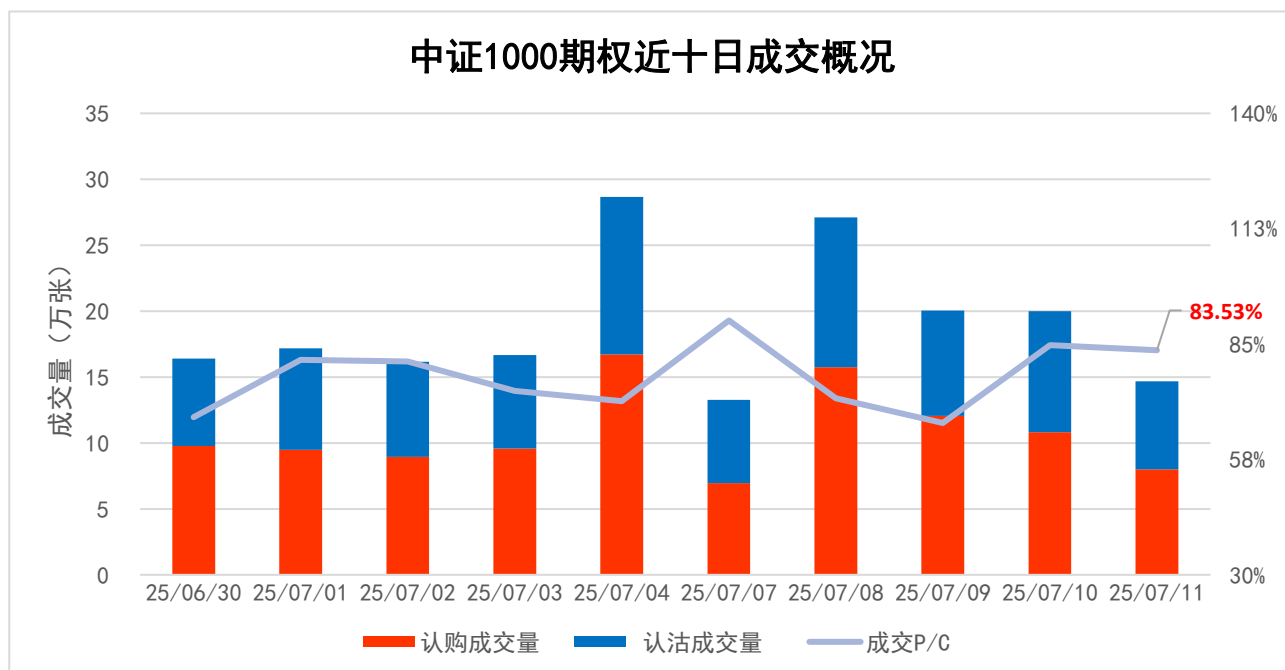
数据来源：Wind、国元期货

图表 29 沪深 300 指数期权持仓



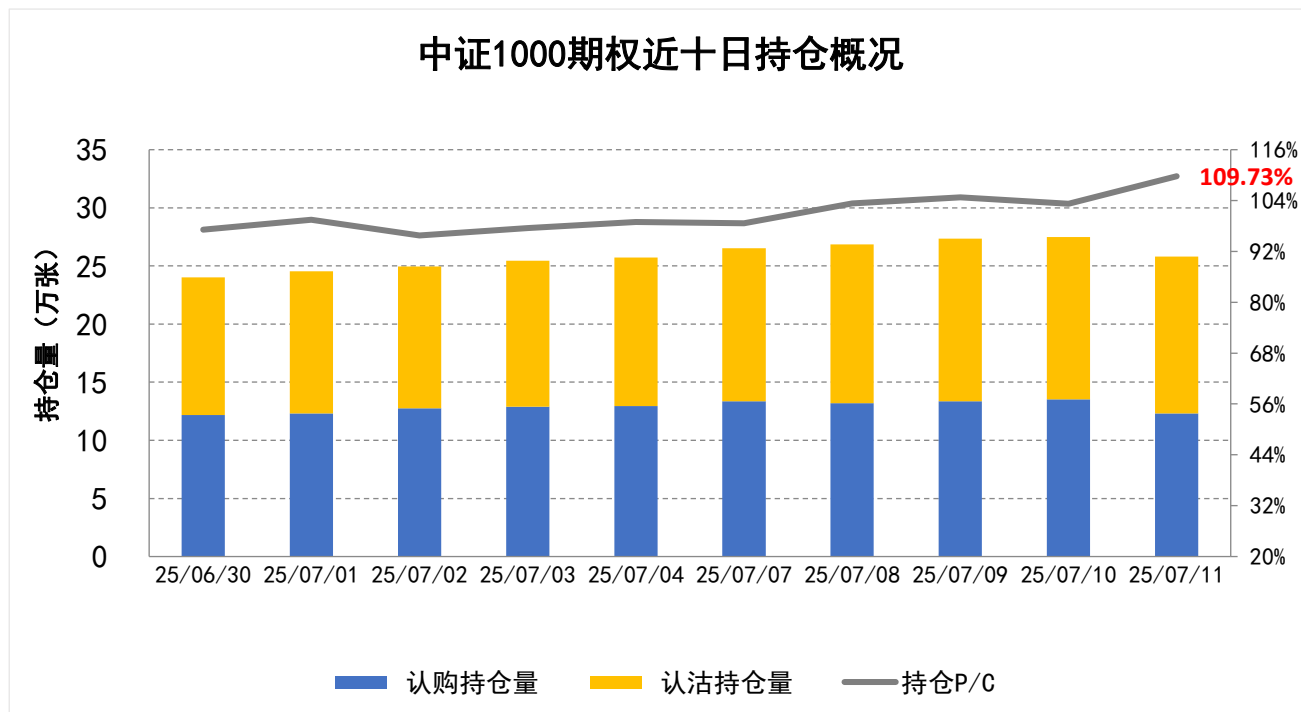
数据来源: Wind、国元期货

图表 30 中证 1000 指数期权成交



数据来源: Wind、国元期货

图表 31 中证 1000 指数期权持仓

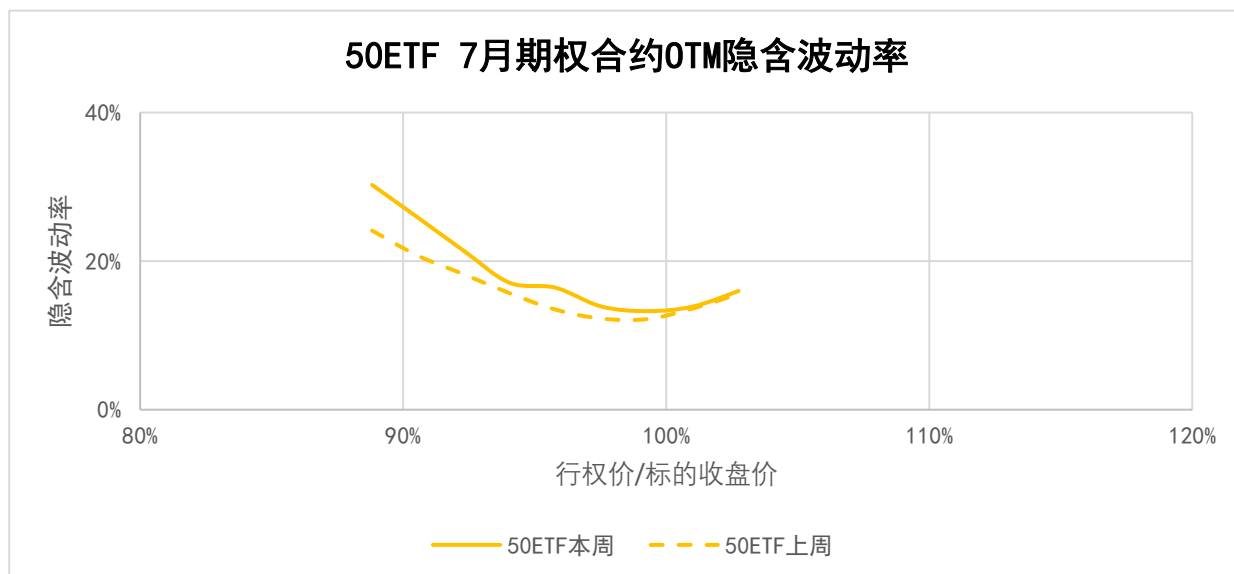


数据来源：Wind、国元期货

3.2 期权波动率分析

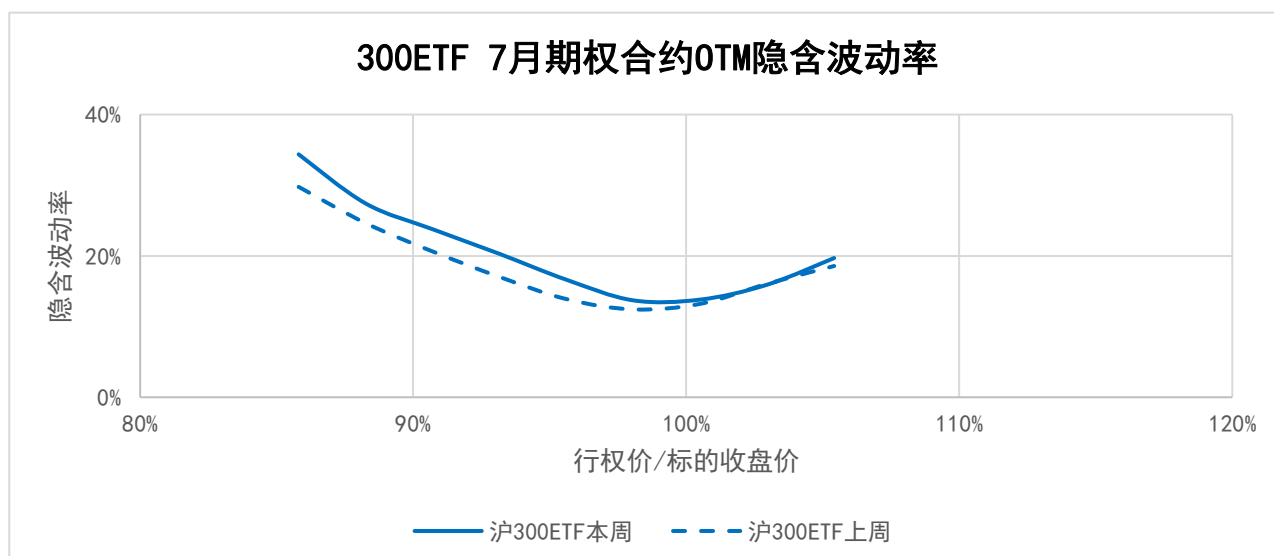
股指上周震荡走高，期权加权平均隐含波动率回升。当前各标的期权加权平均隐含波动率在 16%-25%附近，整体处在偏低水平。投资者对标的当前没有大幅波动的预期。

图表 32 50ETF 期权隐含波动率



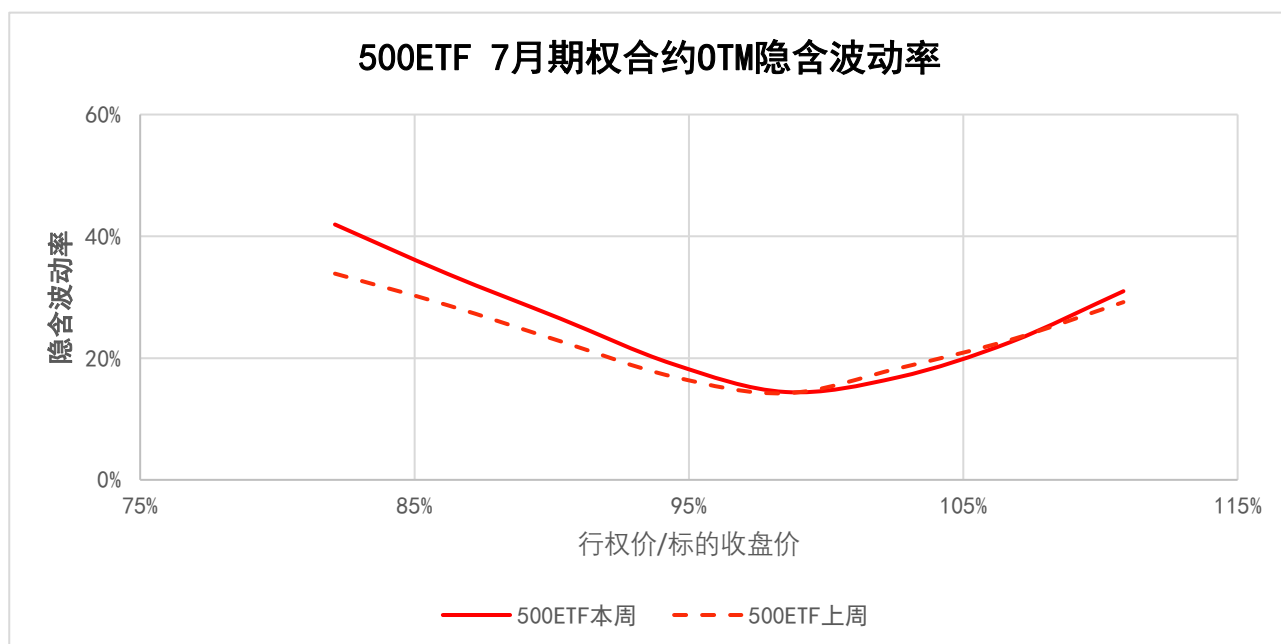
数据来源：Wind、国元期货

图表 33 沪深 300ETF 期权隐含波动率



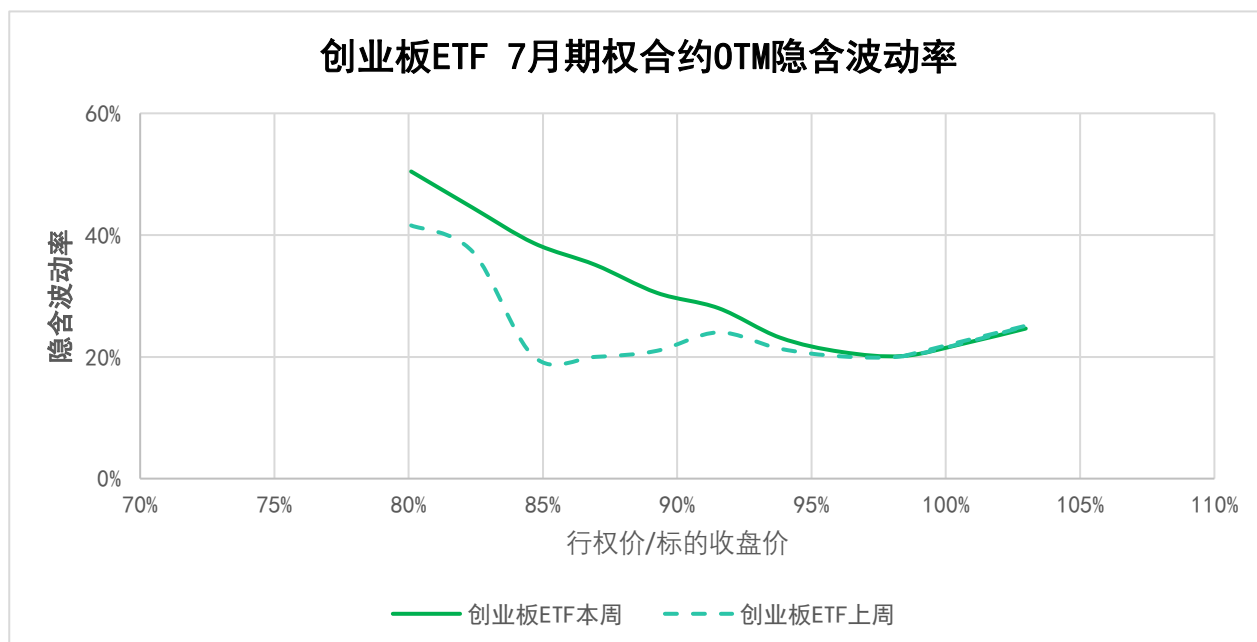
数据来源：Wind、国元期货

图表 34 中证 500ETF 期权隐含波动率



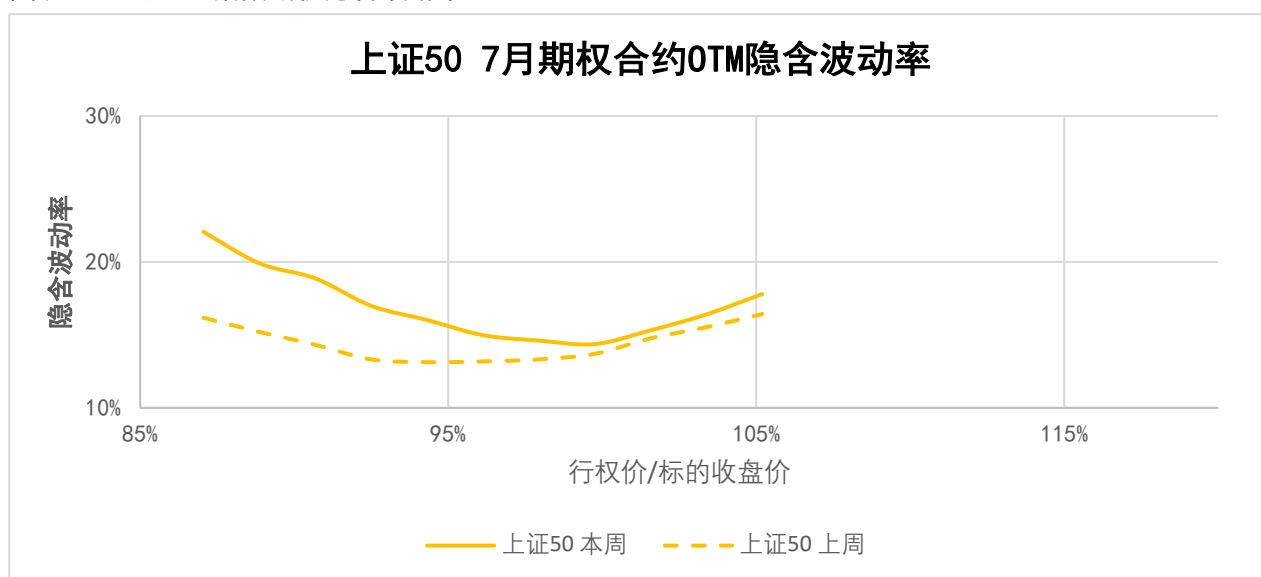
数据来源: Wind、国元期货

图表 35 创业板 ETF 期权隐含波动率



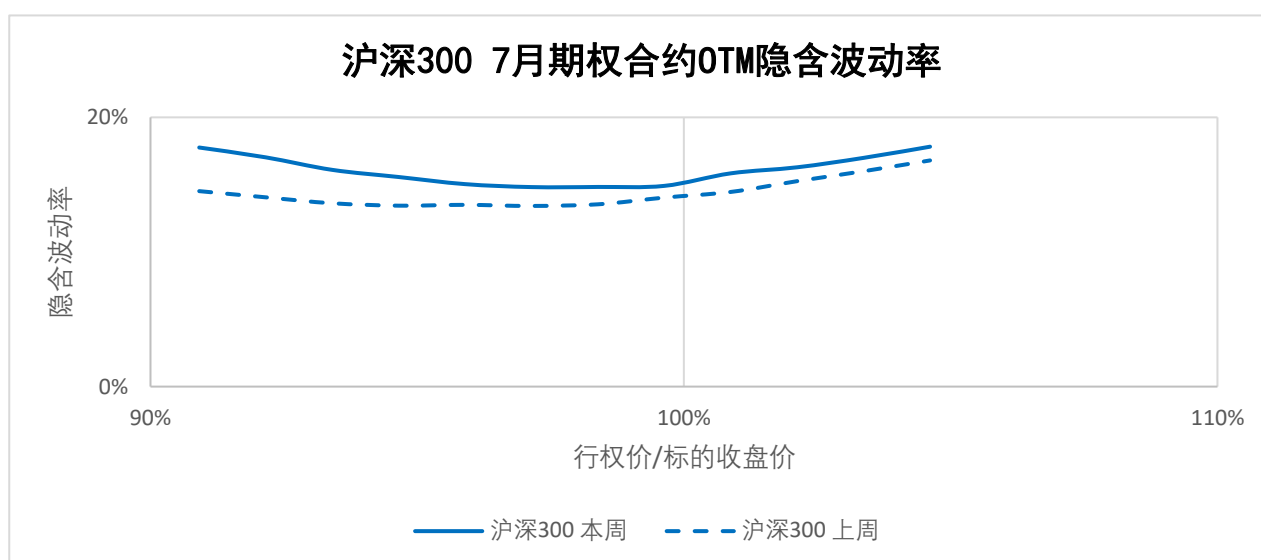
数据来源: Wind、国元期货

图表 36 上证 50 指数期权隐含波动率



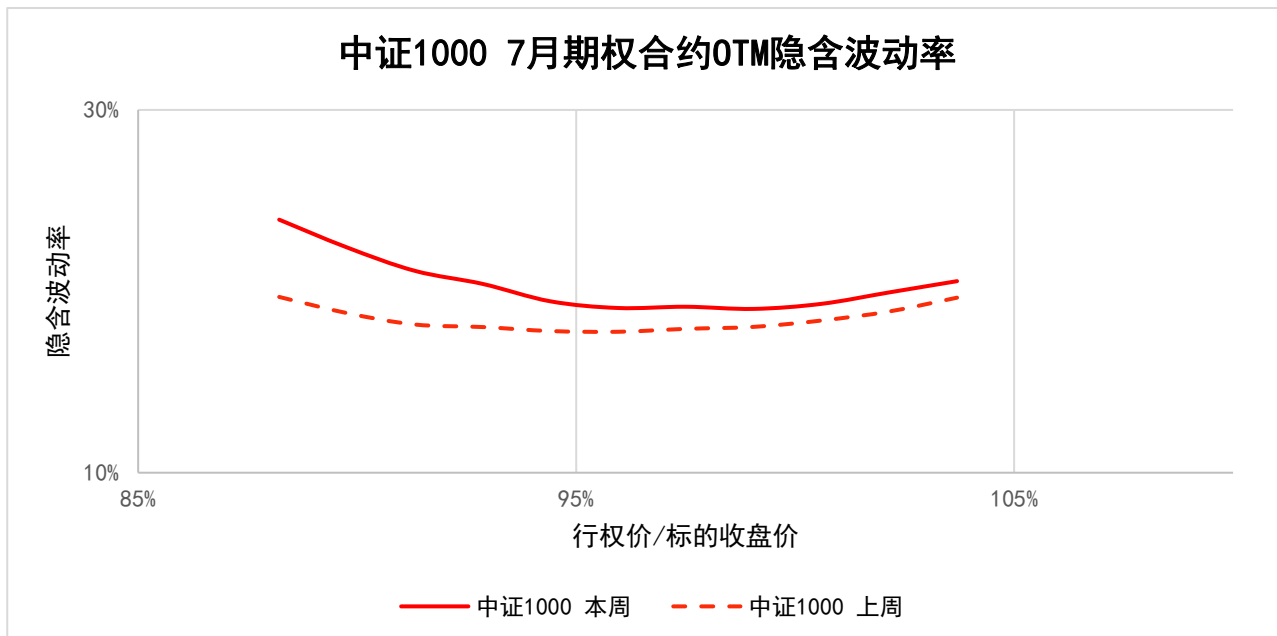
数据来源: Wind、国元期货

图表 37 沪深 300 指数期权隐含波动率



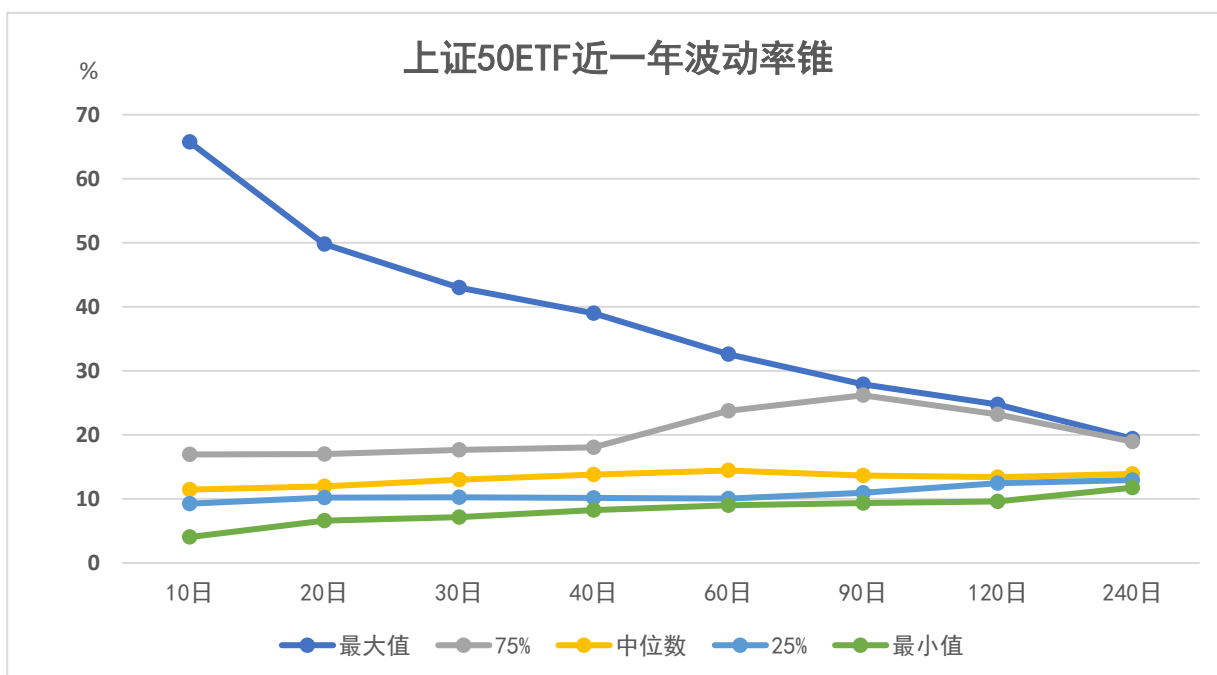
数据来源: Wind、国元期货

图表 38 中证 1000 指数期权隐含波动率



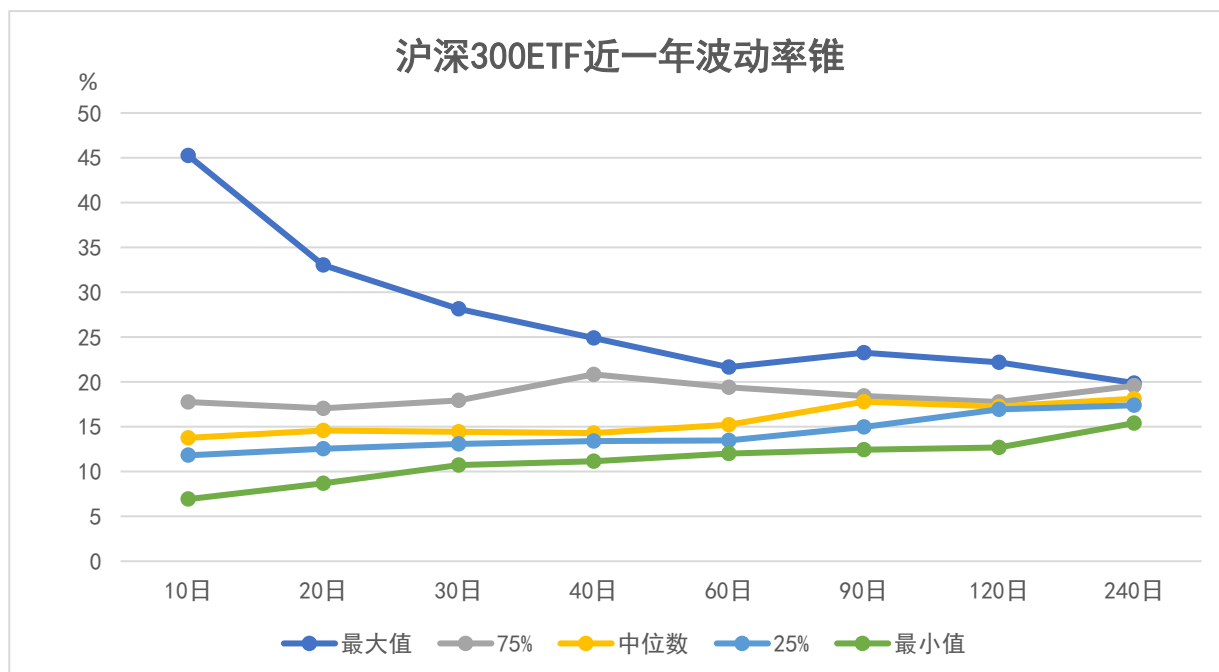
数据来源: Wind、国元期货

图表 39 上证 50ETF 波动率锥



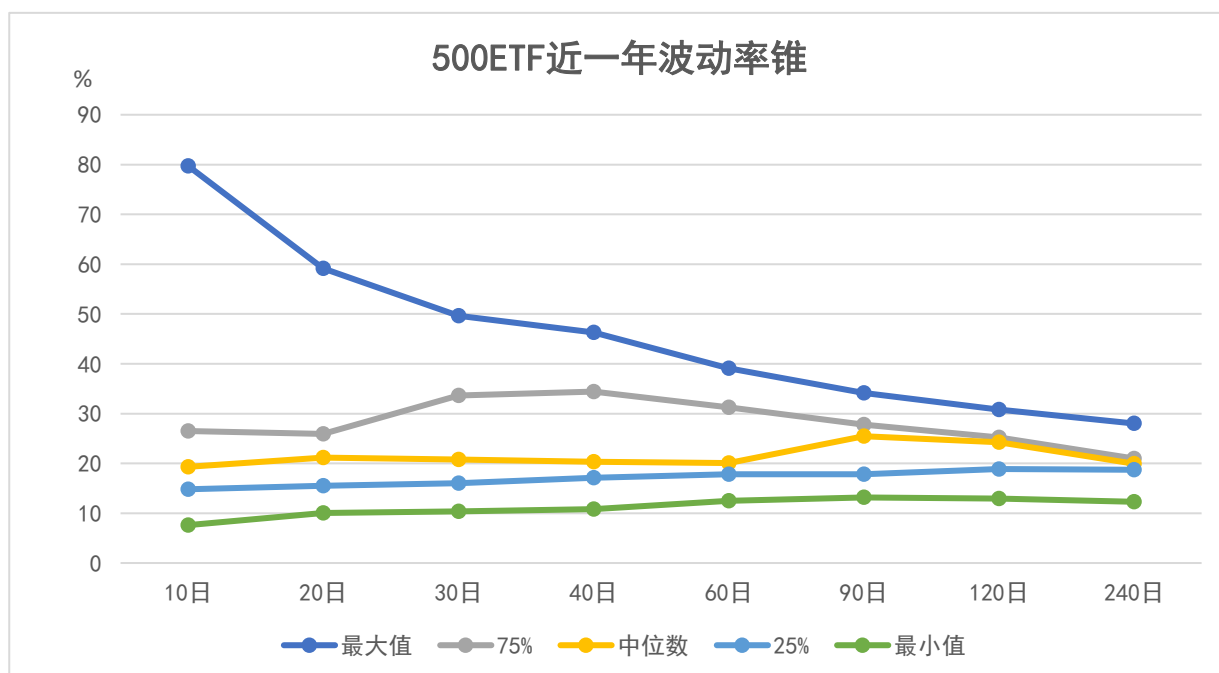
数据来源: Wind、国元期货

图表 40 沪深 300ETF 波动率锥



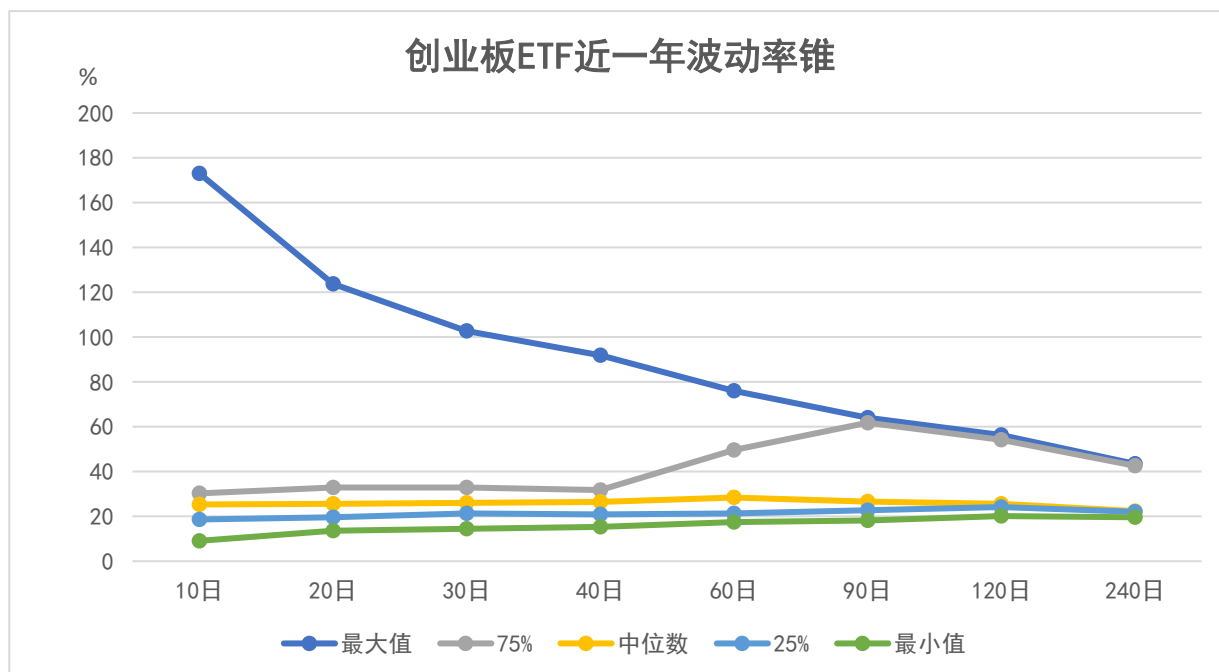
数据来源: Wind、国元期货

图表 41 中证 500ETF 波动率锥



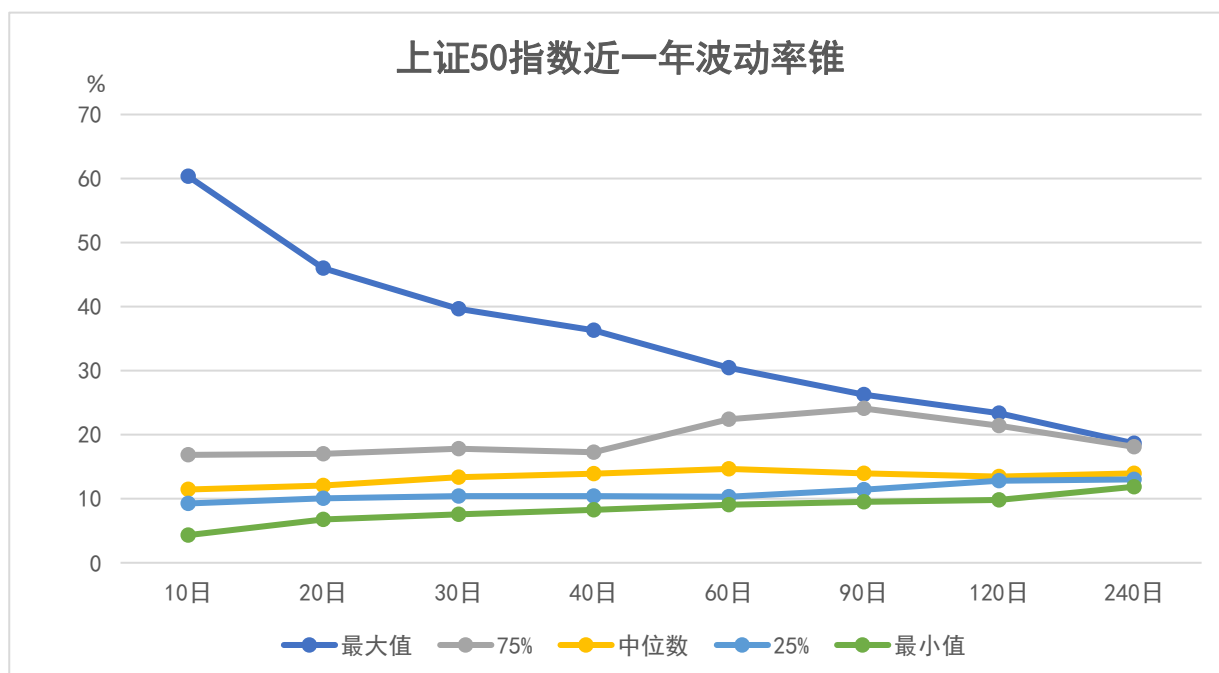
数据来源: Wind、国元期货

图表 42 创业板 ETF 波动率锥



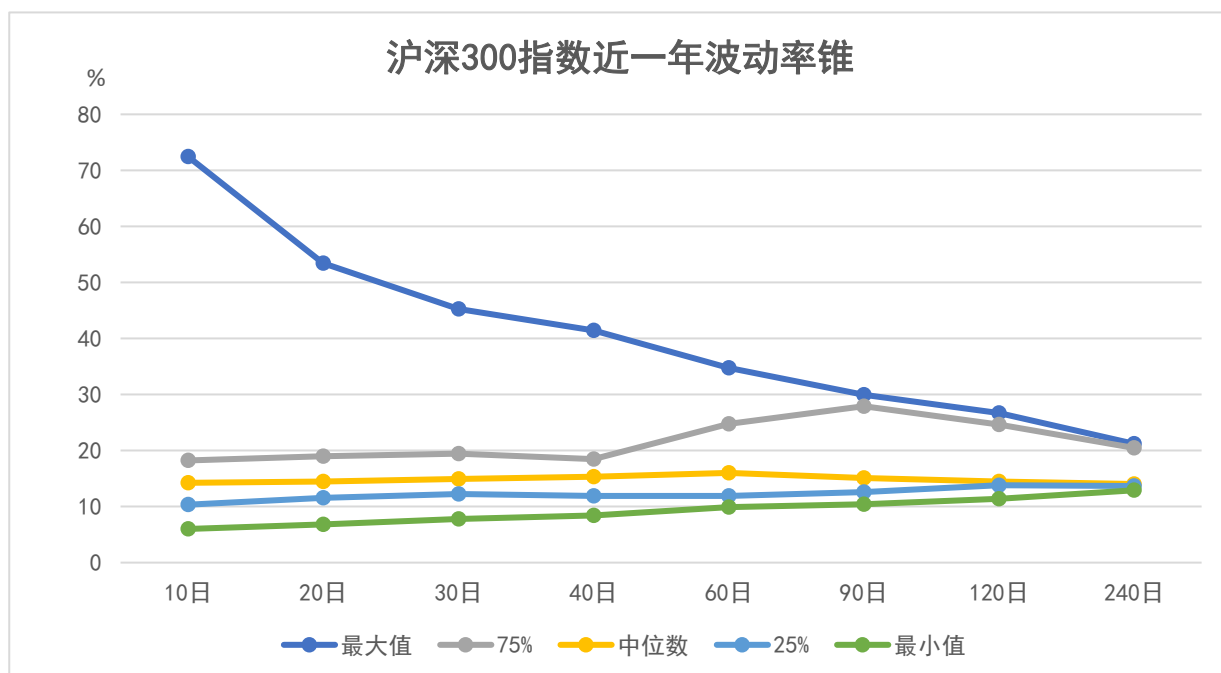
数据来源：Wind、国元期货

图表 43 上证50 指数波动率锥



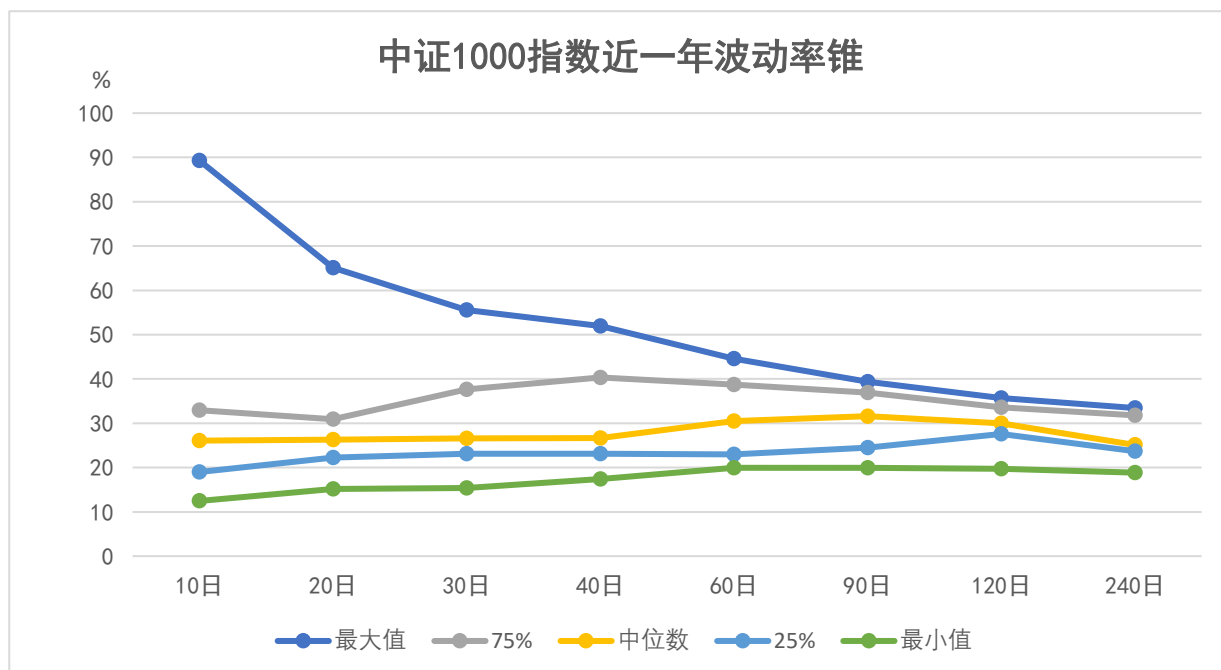
数据来源：Wind、国元期货

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



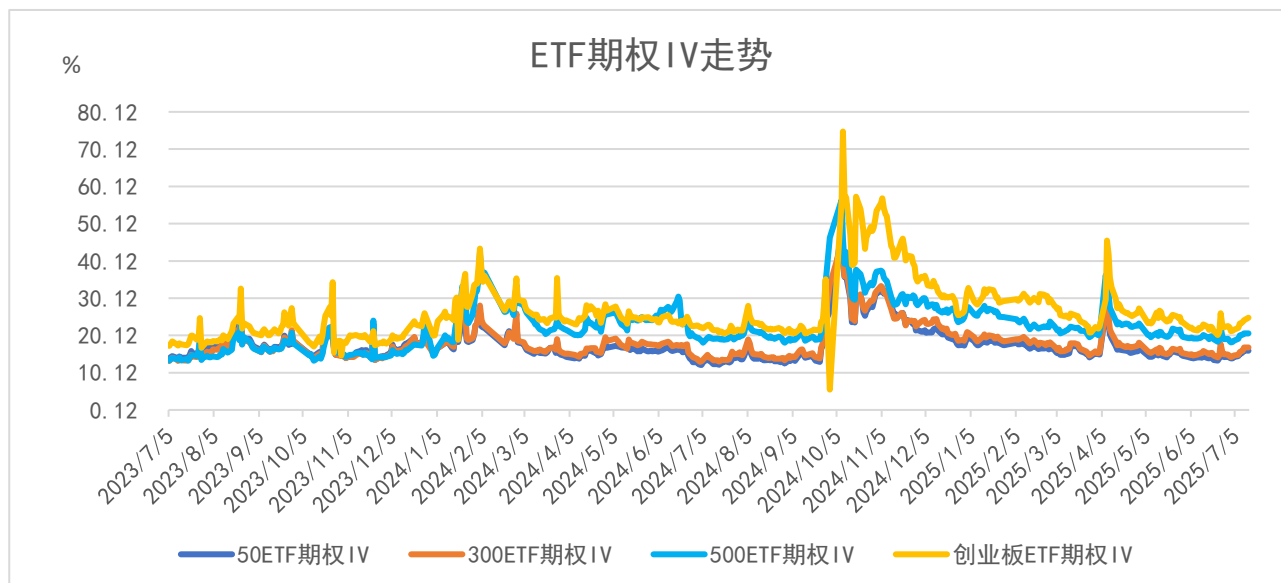
数据来源: Wind、国元期货

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	23%	23%	31%	33%	31%	28%	30%

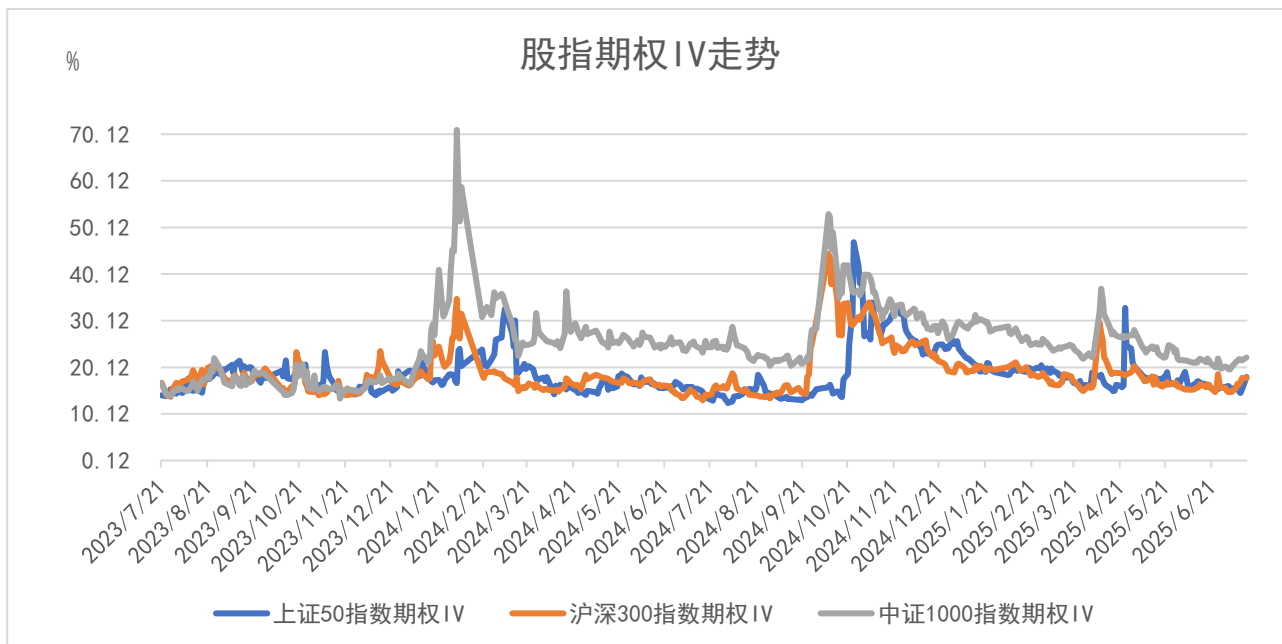
数据来源：Wind、国元期货

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

上周两市放量上涨，上证指数站上 3500 点。大小盘分化较为明显，此前持续走强的银行板块上周出现回调。“反内卷”依旧为当前的投资主线，多晶硅以及碳酸锂期货近期大幅反弹。钢铁板块上周较为强势。在市场情绪较好的背景下，短期反内卷交易逻辑或继续演绎。政治局会议之后，关注焦点可能逐步转向政策落地成效的检验。

短期来看，市场情绪较为积极，叠加盈利预期提升，指数大概率维持震荡向上的走势。从中长期视角看，市场上行空间仍存显著不确定性。当前 A 股整体市盈率已接近十年区间的高分位，而企业营收与利润增速依旧徘徊在低位，市场对下半年盈利预期修复的上调幅度也相对温和。与此同时，核心 CPI 持续低迷，反映终端需求改善仍有较大空间。在此背景下，股指若要进一步突破，需要等待更为坚实的盈利上行拐点。总体而言，只有当通胀、上市公司盈利与消费三项指标出现实质性、可验证的改善，股指才有望摆脱高估值压力，走出更具韧性的中长期上涨行情。

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	区间震荡	美国 6 月 CPI、G20 财长会议	认沽牛市价差
300ETF	正常	区间震荡		认沽牛市价差
500ETF	正常	区间震荡		认沽牛市价差
创业板 ETF	正常	区间震荡		认沽牛市价差
上证 50 指数	正常	区间震荡		认沽牛市价差
沪深 300 指数	正常	区间震荡		认沽牛市价差
中证 1000 指数	正常	区间震荡		空仓

数据来源：国元期货

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，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，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。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。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

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

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

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

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

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