

期货研究报告

宏观金融研究

股指专题

走势评级：震荡

宋婧琪

从业资格证号：F03100886

投资咨询证号：Z0021165

联系电话：0571-28132632

邮箱：songjingqi@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

贸易战下，股指后市如何表现？

报告日期：

2025年4月14日

报告内容摘要：

- ◆ 参考上一轮贸易战期间的股指表现，本轮行情与2019年后半场更为相似。一方面，海外降息窗口已然打开，贸易摩擦日益严峻的大背景之下，国际市场开始评估美国经济加速衰退的可能性，预计未来全球流动性易松难紧。另一方面，国内经济下修的悲观预期基本消化与释放，特别是在2024年9月24日超预期刺激政策出台后，本轮A股指数的底部基本确立。目前，投资者对于A股的风险偏好仍处于上升阶段，市场进一步下跌空间有限。
- ◆ 当前情况与过去亦存在几点明显差异。其一，本轮贸易摩擦故事的演变节奏更快，市场悲观情绪更倾向于一次性的集中释放。其二，2025年以来两融余额与ETF份额分化现象突出，相较于2019年初的外资行情，本轮行情更多由散户等投机性资金推动。此外，A股投资者结构长期偏向国内，外资持股规模相对有限。公开数显示，2025年一季度北向资金的合计持仓市值为2.24万亿元，若再结合过往QFII持股数据来看，外资持股占流通市值比重约在3%左右。综合以上因素，本轮A股在应对贸易战等外部冲击方面，独立性较上一轮有显著提升，后续股指震荡的时间或比2019年更短。
- ◆ 中期来看，上升趋势中所遭遇的事件性冲击，反而会成为行情二次蓄力上攻的契机。参考2020年初，新冠疫情的突然爆发打乱了当时正激烈进行的贸易对垒。为应对超预期的经济下行风险，美联储于2020年3月迅速转向纾困式降息模式，当月降息幅度达到150bp。与此同时，中美第一阶段经贸协议于2020年1月签署发布，贸易紧张局势的缓和叠加国内出口增速恢复，为股指再次蓄力上攻提供了催化剂。

◆后市展望与操作建议：

短期来看，4月7日大阴线后股指技术面普遍走弱，参考2019年4-5月行情，上证指数3100-3350或是近期市场震荡中枢，其中跳空缺口上沿为重点压力位，建议投资者关注。

月度来看，A股牛市起点的底层逻辑并未发生改变，短期悲观预期拉满后，后续关税等外部因素的影响更趋向于利空出尽，等待类似2020年初疫情的破局因素，关注两条可能线索：1) 美国经济前景摇摆后美联储是否出现妥协式降息(时间窗口：5月初美联储议息会议)；2) 财报窗口落地后国内政策力度是否加大(4月底国内zzj会议)？

操作上，单边趋势转向宽幅震荡，后续遇急跌可短多，注意设置止盈止损。多IF空IM组合已到达第一止盈位，参考历史经验，后续预计还有震荡上行的空间，但斜率将放缓，已获利投资者可考虑逢高减仓。

◆风险提示：

(1) 国内经济数据超预期下滑；(2) 美联储超预期紧缩；(3) 国内政策力度不及预期；(4) 大国博弈、地缘政治风险加剧

目录

一、	股指又现“爆波”行情	3
二、	以史为鉴，贸易战对股指的影响几何？	5
	1、 来自 2018-2019 年的启示	5
	2、 本轮贸易战下的股指怎么看？	6
三、	观点总结与策略建议	8
	1、 单边遇急跌可短多，多 IF 空 IM 组合预计减速上行	8
	2、 股指期权预计余波反复	9

图目录

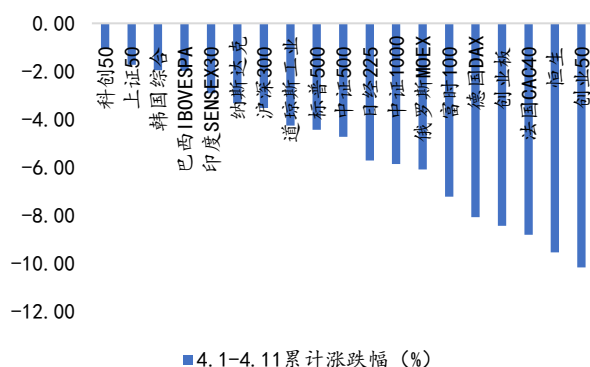
图 1: 4 月以来全球股指涨跌幅	3
图 2: 融资余额快速下降	3
图 3: 4 月以来股指期货基差	3
图 4: 4 月以来股指期权隐含波动率	3
图 5: A 股上证指数日 K 线	4
图 6: 美股纳斯达克指数日 K 线	4
图 7: 股指期权再现百倍收益	4
图 8: 2018-2019 年贸易战期间 A 股表现	5
图 9: 2018-2019 年指数波动率	6
图 10: 2018-2019 年估值波动情况	6
图 11: 2018-2019 年美联储政策利率	7
图 12: 2018-2019 年美国制造业与非制造业 PMI	7
图 13: 2018-2019 年中国货币环境	7
图 14: 2018-2019 年中国制造业 PMI	7
图 15: 2019 年上证指数走势参考	8
图 16: 2019 年沪深 300 指数走势参考	8
图 17: 2024 年-至今估值波动情况	8
图 18: 2019 年多大盘空小盘组合走势参考	8
图 19: 2024 年 9 月 24 日后期权隐含波动率	9
图 20: 2020 年疫情冲击后期权隐含波动率	9

一、股指又现“爆波”行情

4月2日，特朗普“对等关税”政策出炉并大超市场预期，引发全球股指巨震。其中，美股纳斯达克指数当晚跌超5%，日韩股市相继触发熔断潮。A股方面，国际恐慌情绪外溢令清明节后第一个交易日出现了千股跌停局面，上证指数单日重挫逾7%。此外，前期过度扩张的融资盘面临被动平仓风险，截至4月11日收盘，创业50指数领跌10.15%，中证1000、中证2000等小盘指数分别收跌5.85%、6.89%。

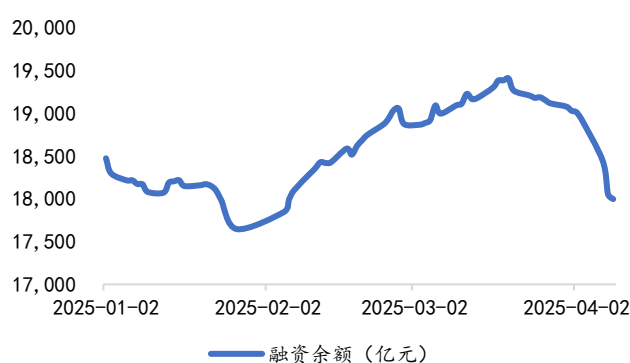
衍生品市场上，股指期权继2024年9月后再次迎来爆波行情，沪深300、中证1000股指期权隐含波动率（当月平值）分别上摸40%、50%一线，部分看跌期权又现百倍收益。期货方面，4月7日IF、IC、IM主力合约盘中集体触及跌停，IH合约普遍跌超7%，贴水率快速上升。

图 1：全球主要股指涨跌幅



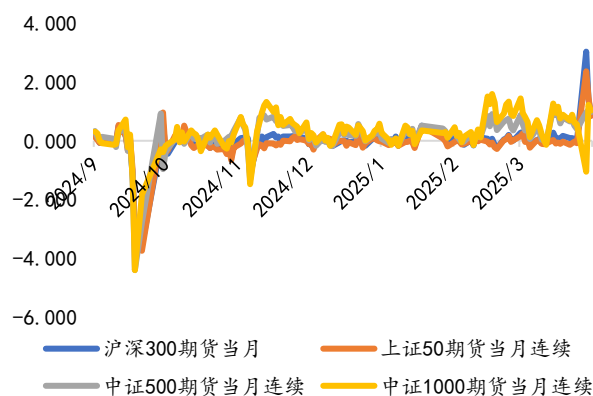
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：融资余额快速下降



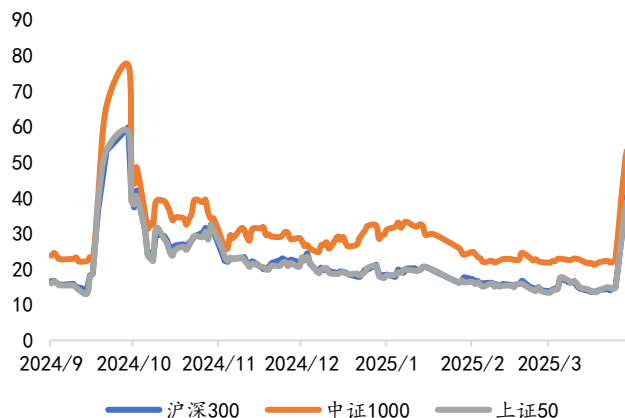
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 3：4月以来股指期货基差



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 4：4月以来股指期权隐含波动率



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 5：A 股上证指数日 K 线



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 6：美股纳斯达克指数日 K 线



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 7：股指期货再现百倍收益



资料来源：Wind，信达期货研究所

二、以史为鉴，贸易战对股指的影响几何？

1、来自 2018-2019 年的启示

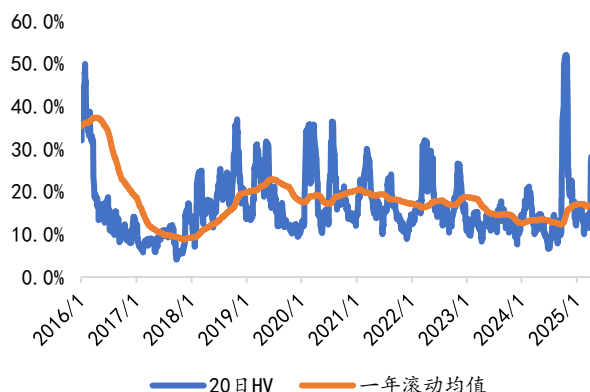
回顾上一轮贸易战（2018-2019 年）期间的股指走势，高波是主要特征。2018 年 3 月 22 日，美国总统特朗普宣布对从中国进口的 600 亿美元商品加征关税，标志着中美贸易战序幕正式拉开。从 20 日历史波动率来看，2018 年股指波动不断放大，其中沪深 300 波动率（20 日 HV）最高上摸至 37% 一线，远高于贸易战前水平（10% 左右）。此外，在 2018-2019 年的日 K 线中跳空与反转形态出现频率明显更高，这表明大国博弈的背景下，市场情绪极易受相关消息影响而迅速转变。

尽管贸易战阴霾持续笼罩，但 2018 年与 2019 年的股指走势却呈现出截然不同的态势。我们认为，贸易战的冲击仅是短期现象，其背后宏观环境的变化才是影响股指走向的核心因素。2018 年，由于受到国内经济下行、中美利差收窄等因素的综合影响，A 股指数多呈现单边下跌走势，不少个股迎来了估值与盈利的双杀。与之不同的是，2019 年，尽管关税问题再度来袭，股指依然呈现震荡偏强走势，国内经济企稳以及全球降息周期同步开启，这些因素共同为市场提供了有力支撑。

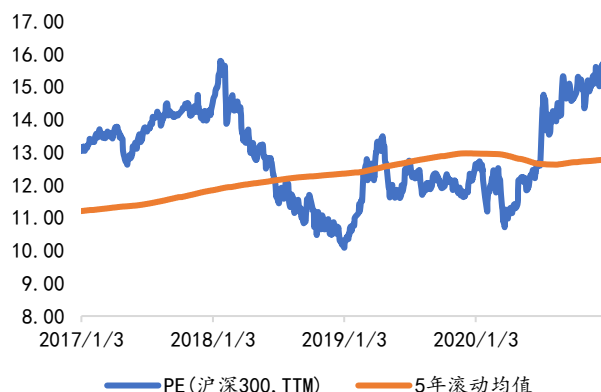
图 8：2018-2019 年贸易战期间 A 股表现



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 9：2018-2019 年指数波动率


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 10：2018-2019 年估值波动情况


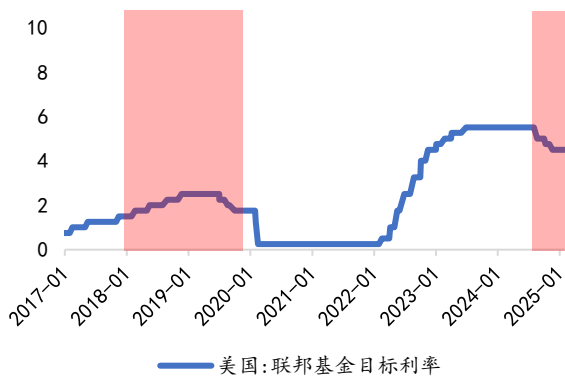
资料来源：Wind，信达期货研究所

2、本轮贸易战下的股指怎么看？

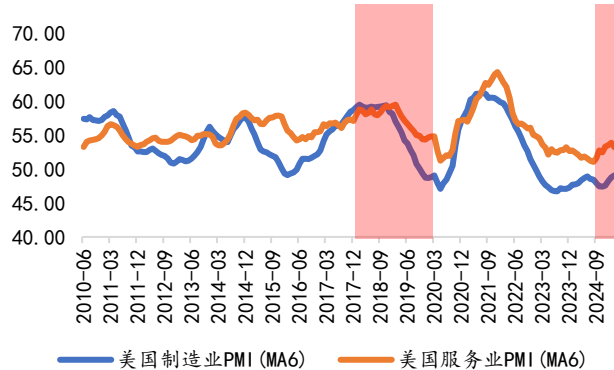
本轮行情与 2019 年后半场更为相似。一方面，海外降息窗口已然打开，贸易摩擦日益严峻的大背景之下，国际市场开始评估美国经济加速衰退的可能性，预计未来全球流动性易松难紧。另一方面，国内经济下修的悲观预期基本消化与释放，特别是在 2024 年 9 月 24 日超预期刺激政策出台后，本轮 A 股指数的底部已基本确立。目前，投资者对于 A 股的风险偏好仍处于上升阶段，后续股指进一步下跌空间有限。

当前情况与过去亦存在几点明显差异。其一，本轮贸易摩擦故事的演变节奏更快，市场悲观情绪更倾向于一次性的集中释放。其二，2025 年以来两融余额与 ETF 份额分化现象突出，相较于 2019 年初的外资行情，本轮行情更多由散户等投机性资金推动。此外，A 股投资者结构长期偏向国内，外资持股规模相对有限。公开数显示，2025 年一季度北向资金的合计持仓市值为 2.24 万亿元，若再结合过往 QFII 持股数据来看，外资持股占流通市值比重约在 3% 左右。综合以上因素，本轮 A 股在应对贸易战等外部冲击方面，独立性较上一轮有显著提升，后续股指震荡的时间或比 2019 年更短。

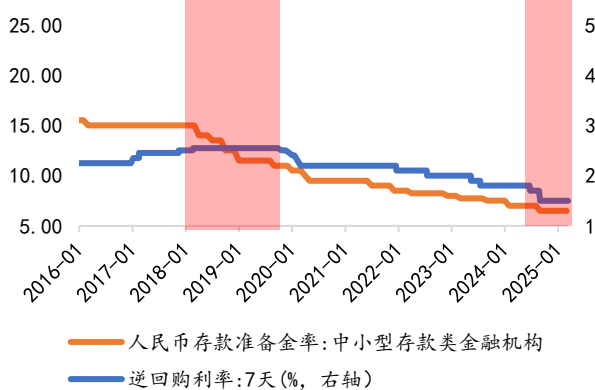
中期来看，上升趋势中所遭遇的事件性冲击，反而会成为行情二次蓄力上攻的契机。参考 2020 年初，新冠疫情的突然爆发打乱了当时正激烈进行的贸易对垒。为应对超预期的经济下行风险，美联储于 2020 年 3 月迅速转向纾困式降息模式，当月降息幅度达到 150bp。与此同时，中美第一阶段经贸协议于 2020 年 1 月签署发布，贸易紧张局势的缓和叠加国内出口增速恢复，为股指再次蓄力上攻提供了催化剂。

图 11：2018-2019 年美联储政策利率


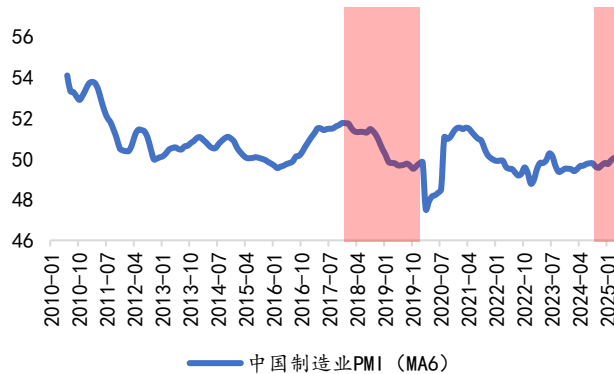
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 12：2018-2019 年美国制造业与非制造业 PMI


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 13：2018-2019 年中国货币环境


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 14：2018-2019 年中国制造业 PMI


资料来源: Wind, 信达期货研究所

三、观点总结与策略建议

1、 单边遇急跌可短多，多 IF 空 IM 组合预计减速上行

短期来看，4月7日大阴线后股指技术面普遍走弱，参考2019年4-5月行情，上证指数3100-3350或是近期市场震荡中枢，其中跳空缺口上沿为重点压力位，建议投资者关注。操作上，单边趋势转向宽幅震荡，后续遇急跌可短多，注意设置止盈止损。多IF空IM组合已到达第一止盈位，参考历史经验，后续预计还有震荡上行的空间，但斜率将放缓，已获利投资者可考虑逢高减仓。

月度来看，A股牛市起点的底层逻辑并未发生改变，短期悲观预期拉满后，后续关税等外部因素的影响更趋向于利空出尽，等待类似2020年初疫情的破局因素，关注两条可能线索：1) 美国经济前景摇摆后美联储是否出现妥协式降息(时间窗口：5月初美联储议息会议)；2) 财报窗口落地后国内政策力度是否加大(4月底国内zzj会议)？

图 15：2019 年上证指数走势参考



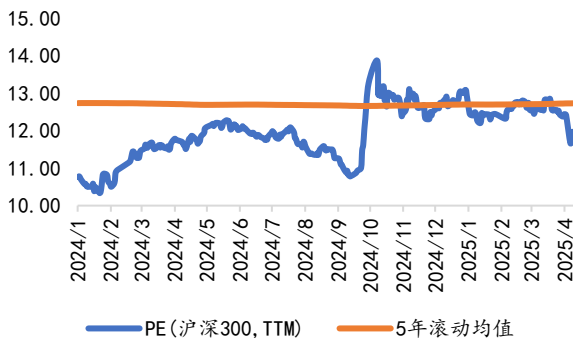
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 16：2019 年沪深 300 指数走势参考



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 17：2024 年-至今估值波动情况



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 18：2019 年多大盘空小盘组合走势参考

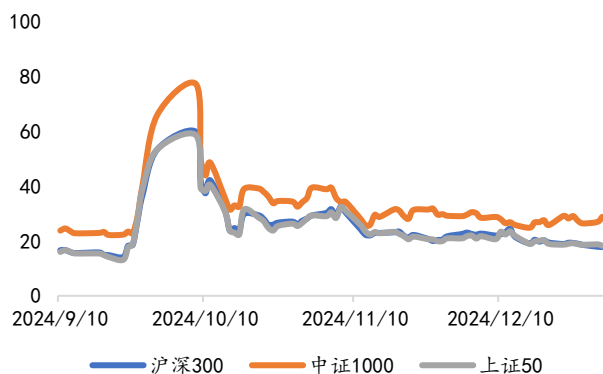


资料来源：Wind，信达期货研究所

2、 股指期权预计仍有余波反复

参考近两轮“爆波”行情后的股指期权表现，市场通常会进入为期一个月左右的情绪冷静期。在此期间，期权隐含波动率往往呈现倒N形下降趋势，这意味着短期期权二次升波的概率较大。目前，股指期权隐含波动率自4月7日后已快速回落，其中沪深300当月平值IV已进入16-17%一线，鉴于上述市场背景，尤其是期权买方建议以短线参与为宜。

图 19：2024 年 9 月 24 日后期权隐含波动率



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 20：2020 年疫情冲击后期权隐含波动率



资料来源：Wind，信达期货研究所

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

