

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

如何突破震荡市？

——2025 年中期行情展望

报告日期：

2025 年 7 月 4 日

报告内容摘要：

◆维持下半年震荡市的基准预判

- 1) **盈利端变化有限。**目前，传统经济周期降幅收窄，但产能利用率持续处于低位，复苏拐点出现的难度较大。若下半年贸易摩擦再次升级令出口回落，预计 A 股利润总量仍有压力。此外，“政府加杠杆、企业降杠杆”的结构性转变也在熨平盈利端的波动。相比较而言，产业升级与新动能方向上（中证 1000）的结构性改善更值得期待。
- 2) **估值仍是主要变量。**当前上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 滚动市盈率普遍突破近 3 年的 90%分位数水平。尽管从 5 年视角看，估值距离 2020 年末的高点仍有继续上探空间，但需要注意的是，2020 年估值抬升形成于中美贸易战缓和、经济数据向好的背景下，而当前市场暂缺乏类似的宏观叙事。因此，短期内指数估值仍将围绕上半年的中枢水平波动，这意味着震荡市的股市还将延续。

◆未来突破震荡市的可能路径

- 1) **上证 50 的估值重塑——全面牛。**当前 A 股股息率在大类资产中的吸引力并不低，但中长线资金入场速度依旧较慢，我们分析与 A 股自身波动大、对冲工具缺乏以及货币套利行为造成的资金空转有关。伴随着相关政策陆续落地，我们注意到如期限利差、同业存单利率等已出现显著下行。不过，中美利差倒挂、资本充足率等监管要求依然为机构在增配股票构成了限制，中长线资金入市推动指数估值重塑的故事尚处于预期抢跑阶段。未来可参考 2020 年的经验，若这一过程中能伴随着传统经济周期的回暖（如中美贸易战停止），则市场兑现速度将显著加快。届时，上证 50 将成为本轮突破震荡市的主力，股指市场呈现普涨态势。
- 2) **中证 1000 的盈利突破——结构牛。**对比 2021 年的新能源行情，当前 AI 产业链正处于快速扩张的初期阶段，部分龙头已率先扩大资本投入。不过，AI 下游应用场景更为广泛与分散，叠加技术层的环节较为复杂，这些特征在为投资者提供更大想象空间的同时，也令其从起步到爆发所需的时间更长，未来能否真正由预期驱动向盈利兑现过渡，这或许要到 2026-2027 年才能有更明确的答案。若这一路径最终走通，市场有望重现如 2021 年的结构性牛市，中证 1000 将成为突破本轮震荡市的主力。

◆2025 年中期策略展望与风险提示

我们认为，当前行情类似于 2019 年后半场，为牛市准备期。下半年，我们维持区间震荡的基准预判，其中上证 50 参考运行区间 2450-3050，沪深 300 参考运行区间 3500-4500，中证 500 参考运行区间 5100-6500，中证 1000 参考运行区间 5200-6700。结构方面，大小盘风格预计仍是此消彼长的轮动态势，参考 1 月、3 月的两个极值位置，全年小盘风格小幅占优。操作上，在震荡市突破前，期货端建议波段操作为主，期权等待升波后介入双卖。

风险提示：（1）中美关系超预期恶化；（2）美联储停止降息；（3）国内政策力度不及预期；

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

目录

一、 2025 年上半年行情回顾	4
1、 此消彼长的震荡市	4
2、 股指期货贴水高位，股指期权 IV 低位	6
二、 2025 年下半年股指运行的核心逻辑	9
1、 盈利拐点未至，关注结构突破	9
2、 下半年仍是估值驱动行情	11
3、 年内维持震荡市基准预判	13
三、 未来突破震荡市的可能路径	14
1、 上证 50 的估值重塑——全面牛	14
2、 中证 1000 的盈利突破——结构牛	17
四、 总结	19

表目录

表 1: 2024 年以来股市政策梳理	16
表 2: 2020-2024 年各行业资本开支与营业收入增速 (%)	18

图目录

图 1: 2025 年上半年股市回顾	4
图 2: 2025 年上半年全球主要股指涨跌幅	5
图 3: 2025 年上半年 A 股主要行业涨跌幅	5
图 4: 2025 年上半年成交量与成交金额变化	5
图 5: 2025 年上半年融资余额变化	5
图 6: 公募基金持股变化	5
图 7: 股票型 ETF 规模变化	5
图 8: 国家队持股变化	6
图 9: 私募基金持股变化	6
图 10: 2025 年上半年上证 50 期货基差变化	6
图 11: 2025 年上半年沪深 300 期货基差变化	6
图 12: 2025 年上半年中证 500 期货基差变化	7
图 13: 2025 年上半年中证 1000 基差变化	7
图 14: 2025 年上半年上证 50 期权隐含波动率	7
图 15: 上证 50 成交量与持仓量 PCR	7
图 16: 2025 年上半年沪深 300 期权隐含波动率	7
图 17: 沪深 300 成交量与持仓量 PCR	7
图 18: 2025 年上半年中证 1000 期权隐含波动率	8
图 19: 中证 1000 成交量与持仓量 PCR	8
图 20: A 股利润分布情况	9
图 21: A 股及主要股指净利润增速	10
图 22: A 股及主要股指 ROA	10
图 23: A 股及主要股指利润规模占比	10
图 24: A 股行业利润表现	10
图 25: 工业产能利用率处于低位	10
图 26: 规模以上工业企业利润	10
图 27: 信用周期与工业企业利润	11
图 28: 企业债券与政府债券占社融规模比重	11
图 29: A 股各行业资产负债率情况	11
图 30: 工业企业利润与股指盈利周期	11
图 31: 上证 50 涨跌幅结构拆分	12
图 32: 沪深 300 涨跌幅结构拆分	12
图 33: 中证 500 涨跌幅结构拆分	12
图 34: 中证 1000 涨跌幅结构拆分	12
图 35: 上证 50、沪深 300 滚动市盈率	12
图 36: 中证 500、中证 1000 滚动市盈率	12
图 37: 上一轮贸易战期间股指走势回顾	13
图 38: 美国联邦基金目标利率	13
图 39: 我国实际利率等待下行	13
图 40: 股息债息差	15
图 41: 国债期限利差	15
图 42: 全部 A 股分红情况变化	15
图 43: 各宽基指数股息率变化	15
图 44: 中美利差与人民币掉期点	15
图 45: 同业存单利率与国债收益率	15
图 46: A 股及各股指资本开支同比增长率	17
图 47: 2021 年股指累计收益率	17

一、2025 年上半年行情回顾

1、此消彼长的震荡市

2025 年上半年，股指呈现震荡市特征，市场风格分化显著，小盘指数表现相对占优。截至 6 月 30 日，四大宽基指数年内涨跌幅排序为：中证 1000 指数 (+5.95%) > 中证 500 指数 (+3.24%) > 上证 50 指数 (+2.07%) > 沪深 300 指数 (+1.20%)。具体来看，上半年的股指行情主要分为两个阶段：1) 一季度，随着 DeepSeek 等国产 AI 大模型概念持续发酵，中小创板块情绪高涨，成为引领市场上涨的核心动力，中证 1000 等小盘股指一度上摸至 2024 年 10 月 8 日高点。2) 二季度，国内两会预期落地，叠加中美贸易摩擦加剧，市场风险偏好快速回落。期间，尤其是 4 月 7 日清明节后首个交易日，A 股出现千股跌停的局面，股指跳空大跌并留下缺口。在随后的两个月里，市场开启“填坑”式行情，其中大盘红利类股指接棒成为护盘主力，市场情绪迎来修复。截至目前，四大股指已收复前期失地，重回贸易战前位置运行。

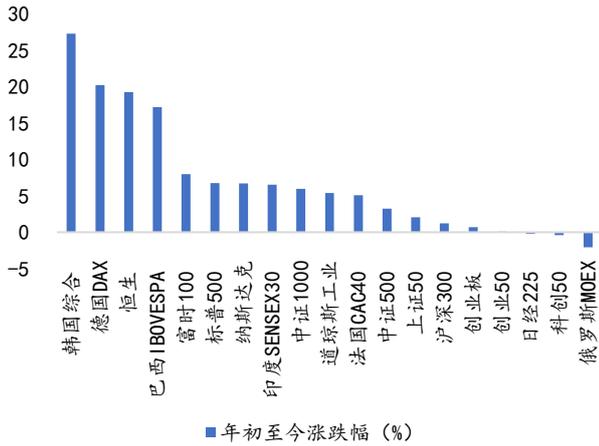
流动性方面，2025 年上半年 A 股成交量冲高回落，以特朗普对等关税政策出炉为分水岭，4 月后投资者交易情绪明显降温，换手率由年初最高的 5.46% 一度下滑至 2.48%。资金结构来看，以私募、两融为代表的投机盘与 ETF 等配置盘呈现此消彼长的轮动态势。其中，两融余额在 2025 年 3 月刷新历史新高而后回落，反映杠杆资金风险偏好边际收敛，但绝对规模仍处于历史高位；ETF 份额在 4 月后逐步转为净流入，但从整个上半年来看表现平稳，表明配置型资金主动布局意愿不高，入场更多为发挥其市场稳定器功能。

在此背景下，2025 年上半年 A 股市场并未诞生明确的主线行业，板块轮动速度较快。截至 6 月 30 日，美容护理、有色金属、国防军工等行业涨幅领先，煤炭、房地产、石油石化等跌幅更大。

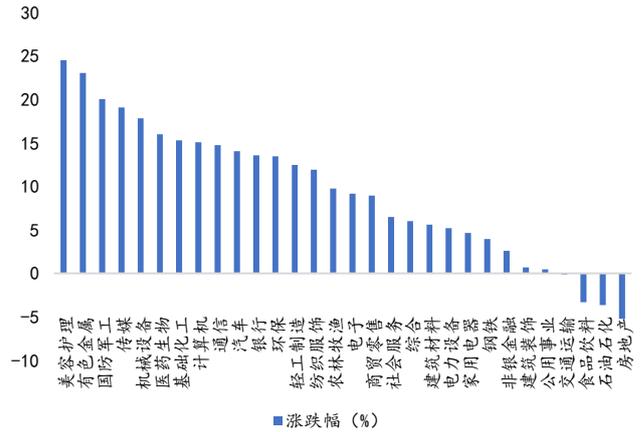
图 1：2025 年上半年股市回顾



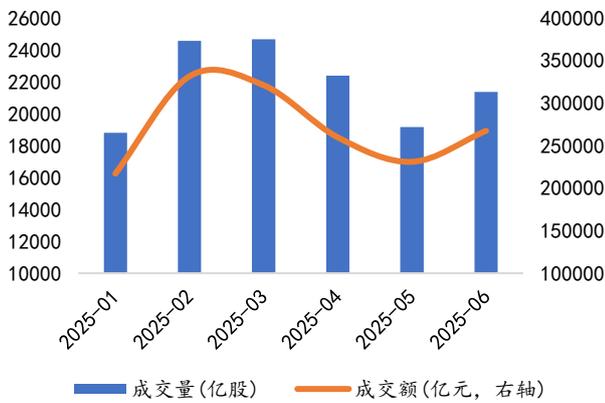
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：2025 年上半年全球主要股指涨跌幅


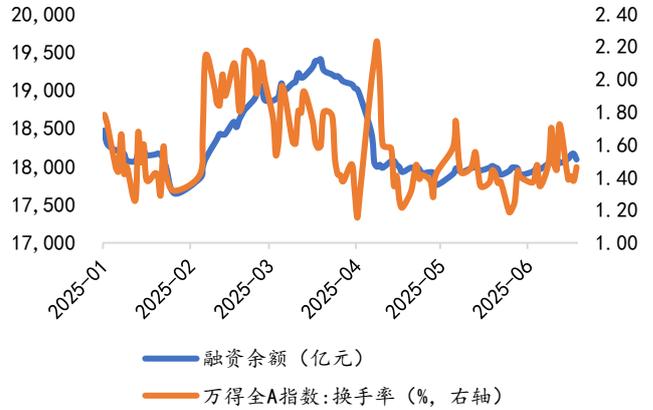
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 3：2025 年上半年 A 股主要行业涨跌幅


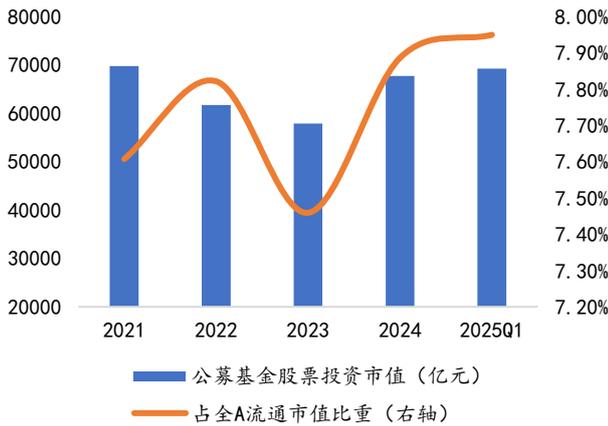
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 4：2025 年上半年成交量与成交金额变化


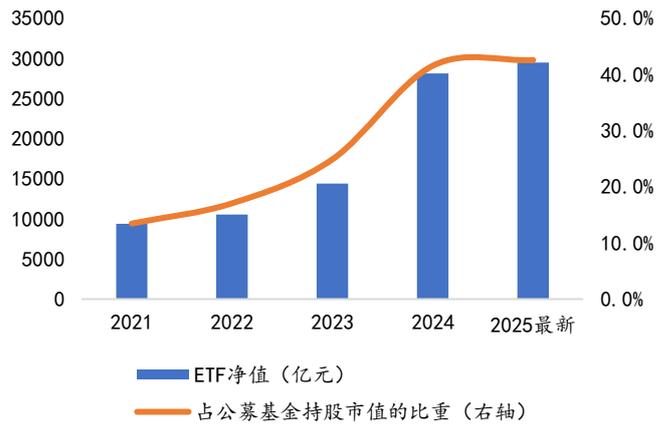
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 5：2025 年上半年融资余额变化


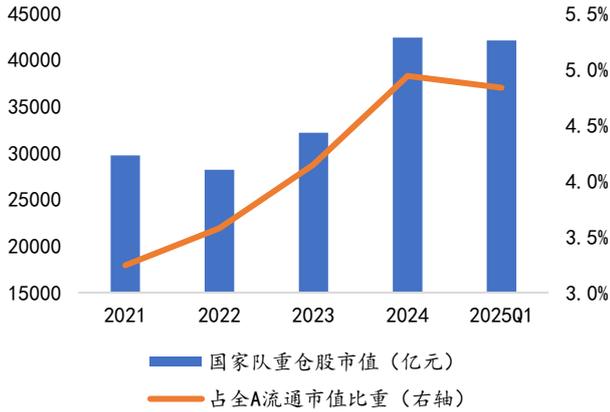
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 6：公募基金持股变化


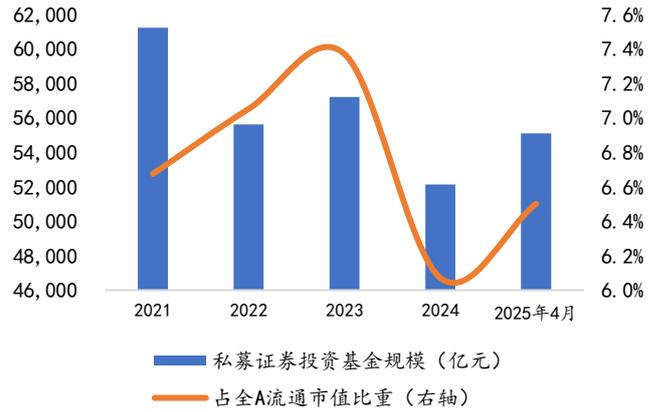
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 7：股票型 ETF 规模变化


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 8：国家队持股变化


资料来源：Wind，信达期货研究所

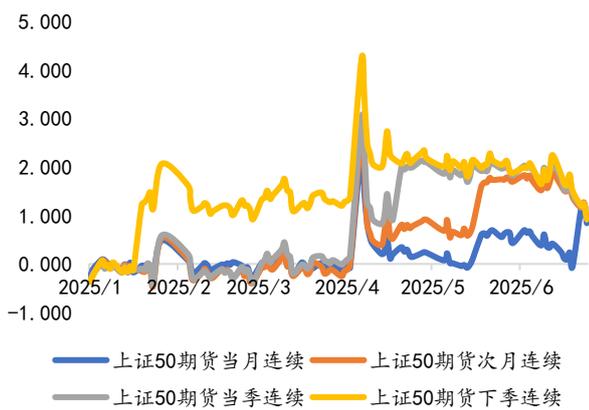
图 9：私募基金持股变化


资料来源：Wind，信达期货研究所

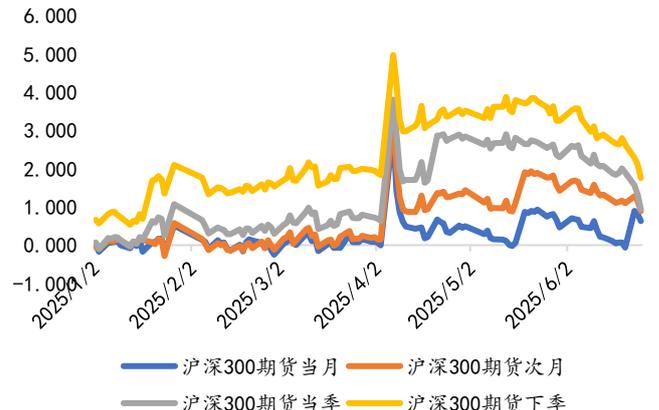
2、 股指期货贴水高位，股指期权 IV 低位

期货方面，2025 年上半年股指期货贴水幅度明显扩大，期间 IC、IM 远月年化贴水率最高达到 14%、17% 一线。截至 6 月 30 日，各期指贴水有所回归，IH、IF、IC、IM 当季合约年化贴水率分别为 3.5%、5.3%、10.3%、13.6%。具体来看，本轮高贴水现象主要源于两个方面的变化：1) 经历了 2024 年的剧烈波动后，目前雪球产品的多头对冲需求减弱。与此同时，中性策略在震荡市中表现占优，使得市场对对冲持仓结构发生调整，即空头力量更强。2) 市场投机情绪降温，尤其是 4 月跳空大跌之后，股指普遍呈现缩量、低波的缓慢上涨态势，这令期货投资者预期并不乐观。

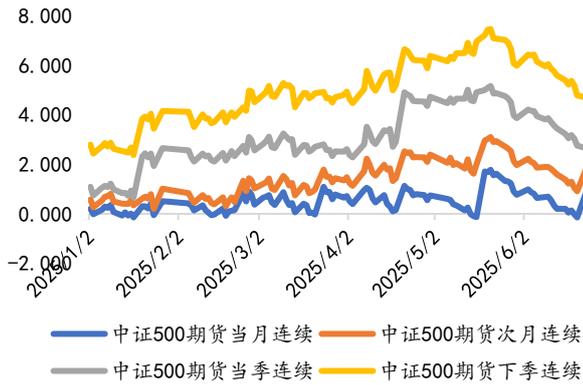
期权方面，除去 4 月初因贸易战带来的阶段性冲击，2025 年上半年隐含波动率基本维持低位震荡，尤其是进入 5 月后，沪深 300 当月平值 IV 始终围绕 11-15% 区间波动，中证 1000 当月平值 IV 始终围绕 17-22% 区间波动。此外，持仓量 PCR 等指标自年初以来趋势上升，表明期权市场情绪同样偏向谨慎，投资者看平未来指数走势。

图 10：2025 年上半年上证 50 期货基差变化


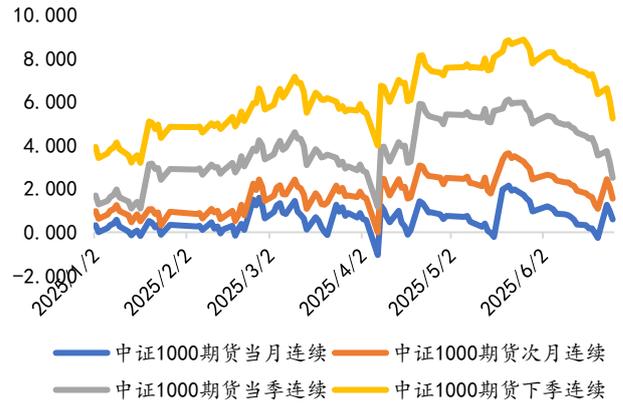
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 11：2025 年上半年沪深 300 期货基差变化


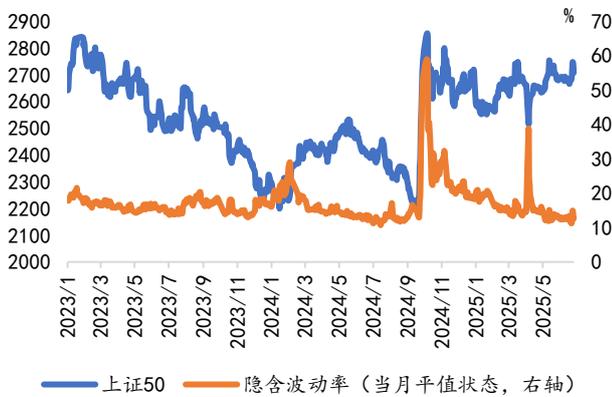
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 12：2025 年上半年中证 500 期货基差变化


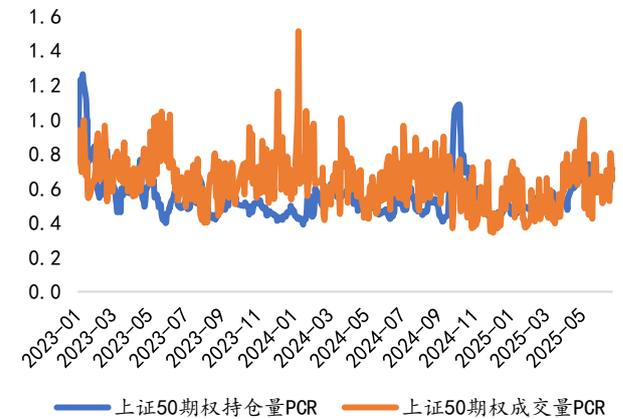
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 13：2025 年上半年中证 1000 基差变化


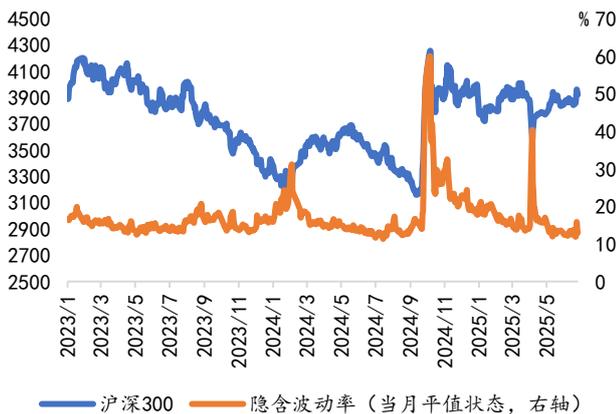
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14：2025 年上半年上证 50 期权隐含波动率


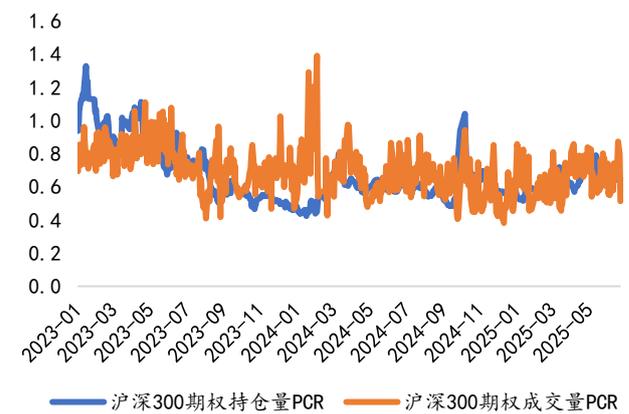
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 15：上证 50 成交量与持仓量 PCR


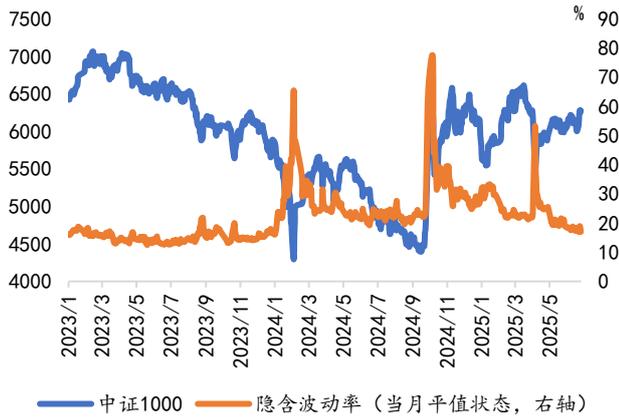
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 16：2025 年上半年沪深 300 期权隐含波动率


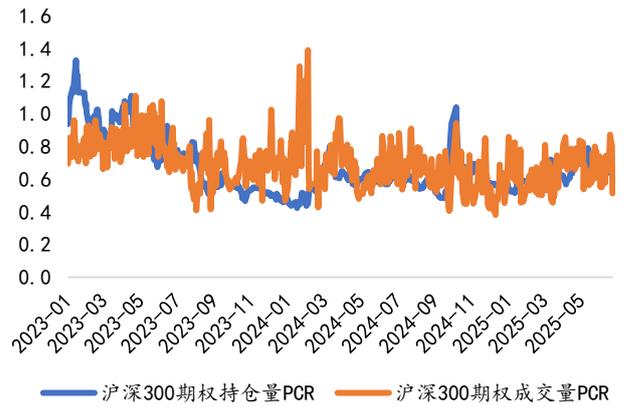
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 17：沪深 300 成交量与持仓量 PCR


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 18：2025 年上半年中证 1000 期权隐含波动率


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 19：中证 1000 成交量与持仓量 PCR


资料来源：Wind，信达期货研究所

二、2025 年下半年股指运行的核心逻辑

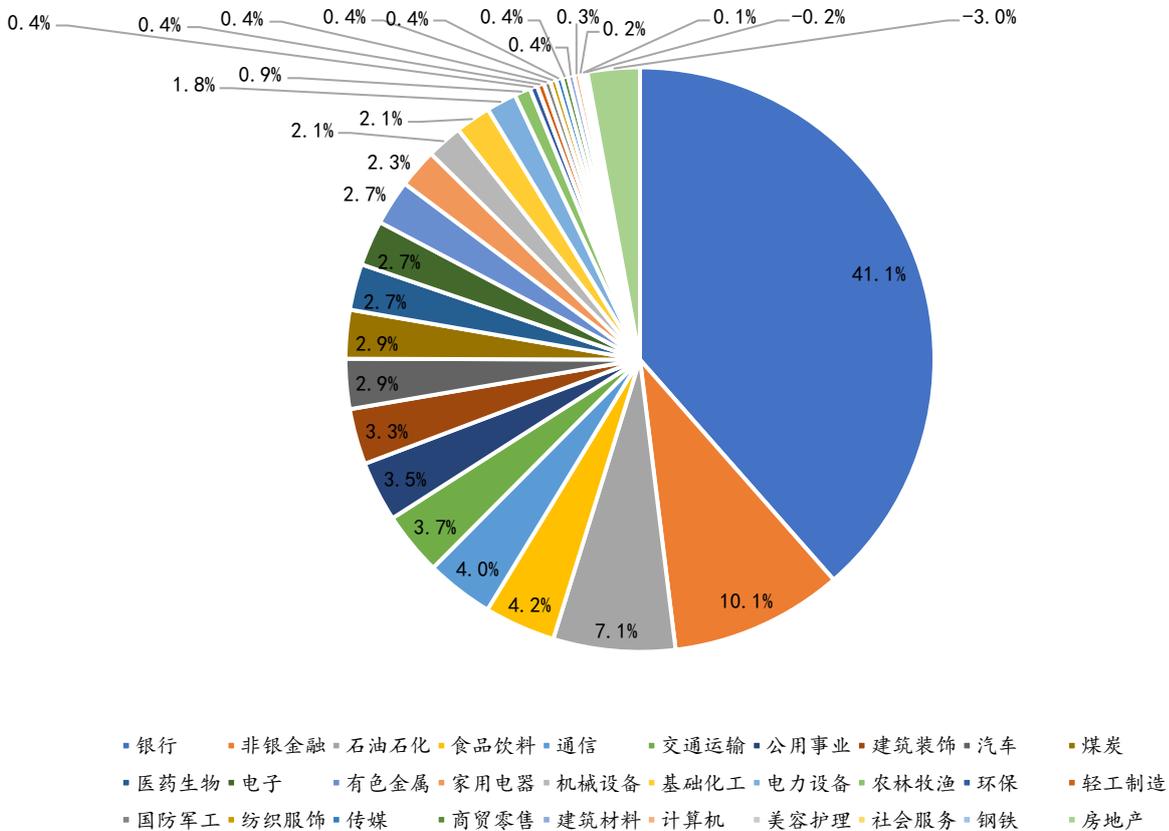
1、盈利拐点未至，关注结构突破

从最新财报数据来看，2025 年一季度 A 股净利润增速延续磨底态势，尚未出现明显拐点，其中，中证 500、中证 1000 等中小盘股业绩有所改善，上证 50、沪深 300 等大盘股整体变化不大。分行业看，一季度盈利最抢眼的是 TMT 板块，包括计算机、传媒、电子等行业净利润增速排名靠前，房地产、煤炭等传统顺周期行业延续负增长，但降幅较 2024 年底已明显收窄。

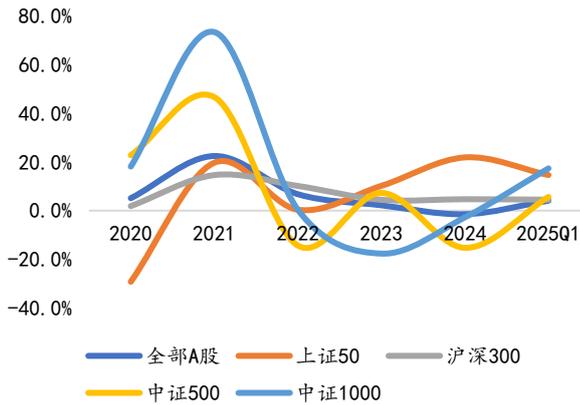
目前，传统经济周期筑底的判断不断得到印证，但复苏拐点的出现仍面临较大难度。2025 年 1-5 月，我国规模以上工业企业利润同比下降 1.10%，地产需求疲软持续拖累工业企业经营效益。与此同时，大规模设备更新与消费品以旧换新等政策推动中下游行业利润结构性改善，其中电子设备制造、通用设备制造等利润增速均超 10%，铁路船舶航空航天等运输设备制造、电子信息制造等也呈现逆势增长态势。

股市方面，银行、非银金融、石油石化三大板块合计占 A 股归母净利润的比重超过 50%，其中沪深 300 成分股所占利润比重超过 80%，这意味着全 A 盈利周期仍由传统周期性行业主导。展望下半年，工业产能利用率持续处于低位，若中美贸易摩擦再度升级令出口需求回落，预计 A 股（尤其是上证 50、沪深 300 等权重指数）盈利端将继续面临压力。相比较而言，产业升级与新动能方向上（中证 1000、创业板指等）的结构性机会更值得期待，眼下这一点仍需等待政策面的进一步催化。

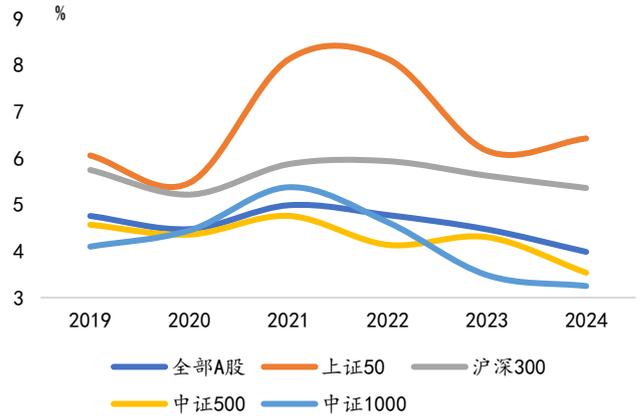
图 20：A 股利润分布情况



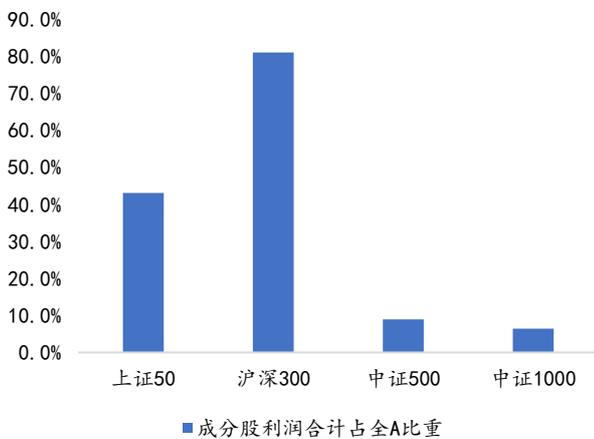
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 21: A 股及主要股指净利润增速


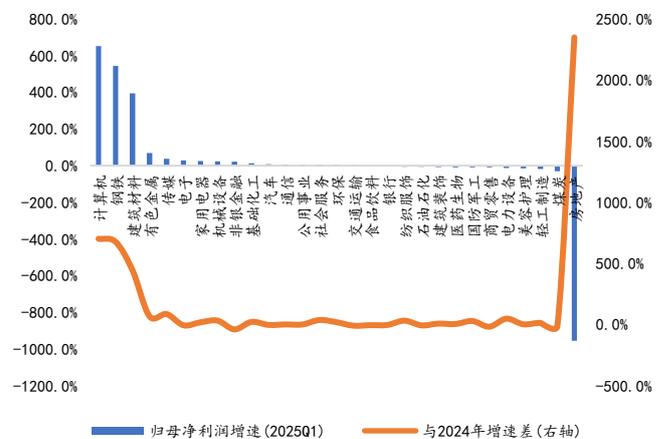
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 22: A 股及主要股指 ROA


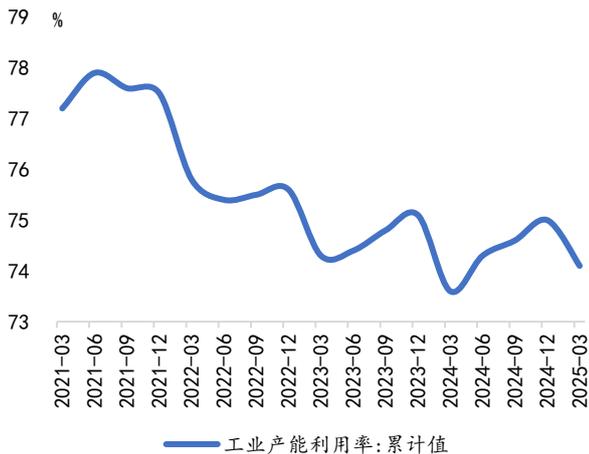
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 23: A 股及主要股指利润规模占比


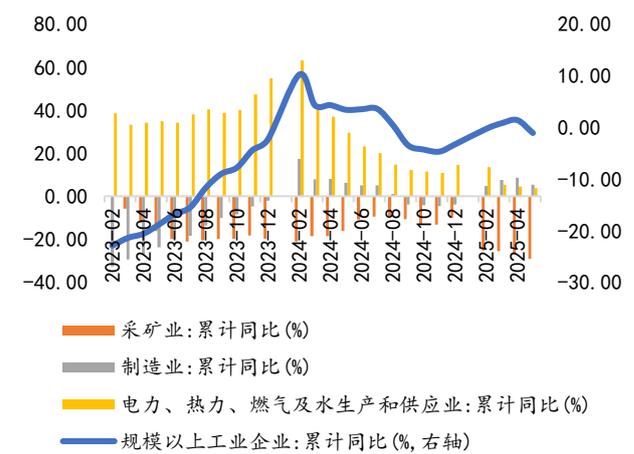
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 24: A 股行业利润表现


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 25: 工业产能利用率处于低位


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 26: 规模以上工业企业利润


资料来源: Wind, 信达期货研究所

2、下半年仍是估值驱动行情

从结构拆分来看，近年我国股指行情多以估值驱动为主，这也是A股相较于海外多数市场投资难度更高的关键所在，而这一特征预计在2025年下半年仍将延续。

其一，杠杆结构调整熨平盈利端波动。传统周期性行业在运行中普遍拥有高杠杆特征，这使得以M1、社融等为代表的信用周期指标与A股盈利周期在历史上高度同步。然而，这一现象自2022年起逐渐弱化。房地产“三道红线”政策实施后，企业债券在社会融资规模中的占比持续走低，截至2025年5月已跌破8%，反观政府债券占比稳步攀升，同期已突破20%。这种“政府加杠杆、企业降杠杆”的结构性转变，令A股近年利润增速趋于平缓，总量获得支撑的同时，企业有效需求转化不足。数据显示，全部A股的总资产报酬率已由2018年的5.09%下滑至2024年的3.98%，而与财政投资方向关联紧密的上证50的资产报酬率却逆势上扬，同一阶段由5.95%上升至6.42%。

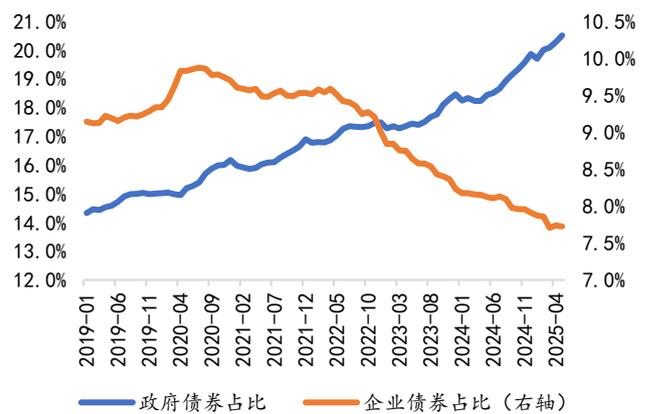
其二，估值继续成为下半年主要变量。当前A股主要股指的估值水平已不算低，上证50、沪深300、中证500、中证1000滚动市盈率普遍突破近3年的90%分位数水平。尽管从5年视角看，估值距离2020年末的高点仍有继续上探空间，但需要注意的是，2020年估值抬升形成于中美贸易战缓和、经济数据向好的背景下，而当前市场暂缺乏类似的宏观叙事。因此，短期内指数估值仍将围绕上半年的中枢水平波动，这意味着震荡市的股市还将延续一段时间。

图 27：信用周期与工业企业利润



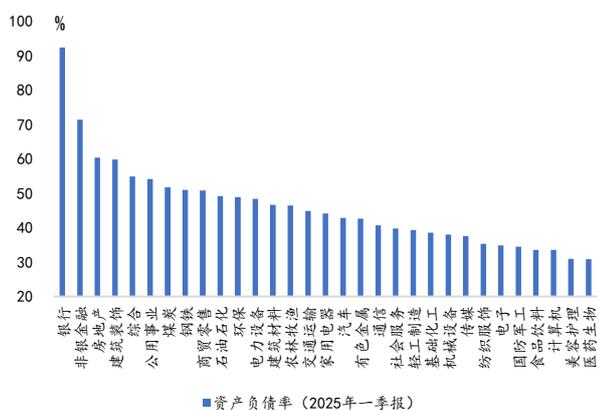
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 28：企业债券与政府债券占社融规模比重



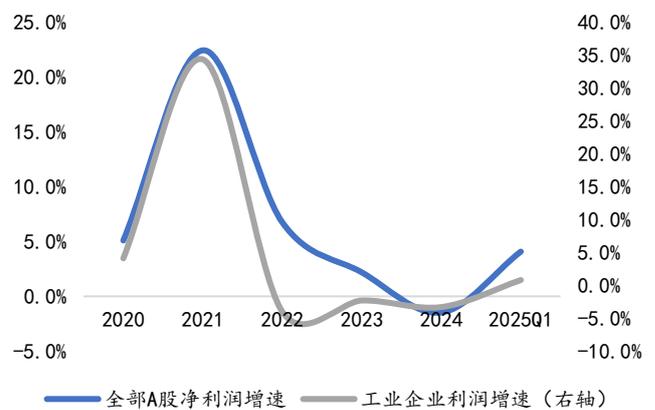
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 29：A 股各行业资产负债率情况

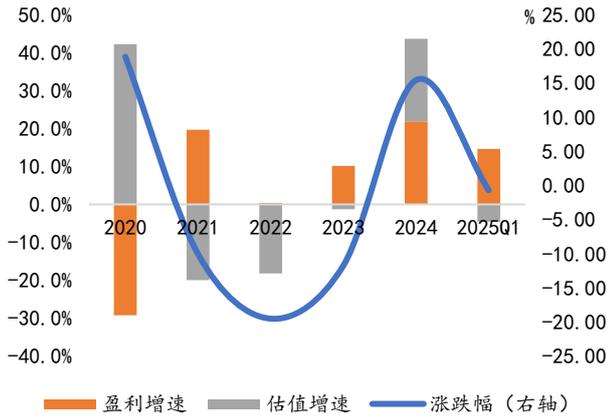


资料来源：Wind，信达期货研究所

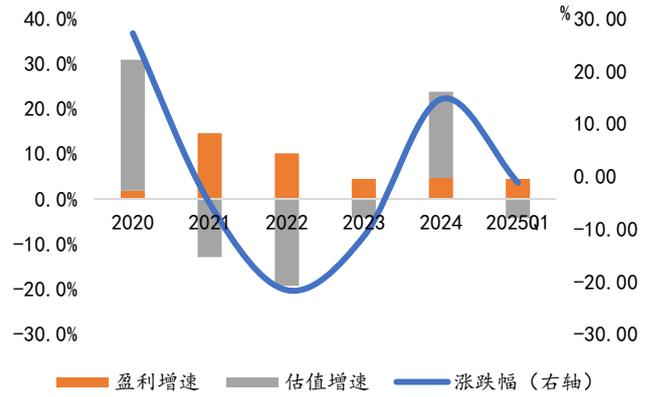
图 30：工业企业利润与股指盈利周期



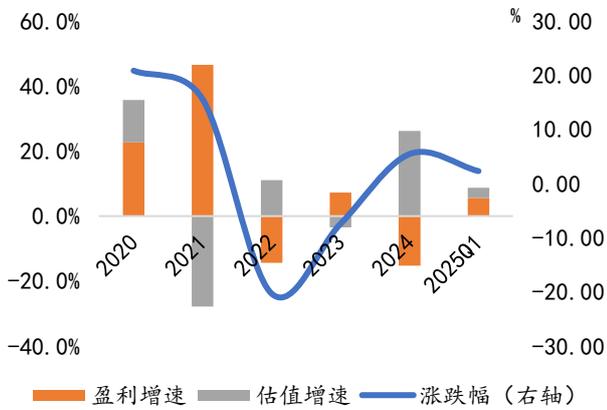
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 31：上证 50 涨跌幅结构拆分


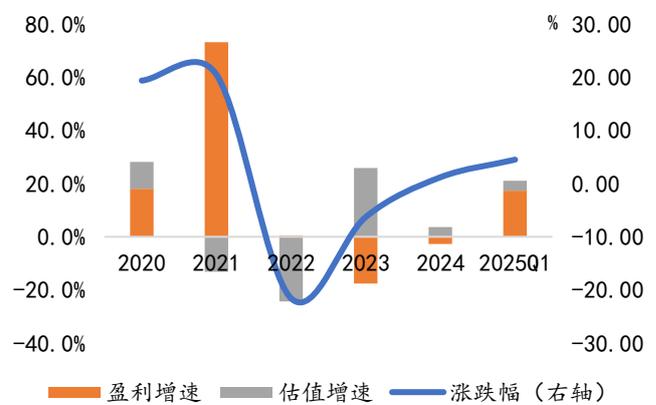
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 32：沪深 300 涨跌幅结构拆分


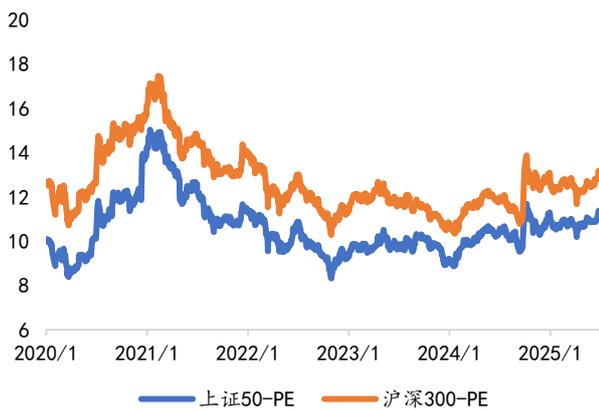
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 33：中证 500 涨跌幅结构拆分


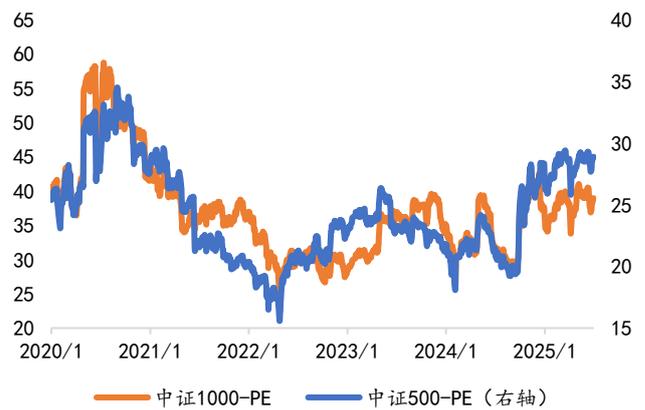
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 34：中证 1000 涨跌幅结构拆分


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 35：上证 50、沪深 300 滚动市盈率


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 36：中证 500、中证 1000 滚动市盈率


资料来源：Wind，信达期货研究所

3、年内维持震荡市基准预判

展望下半年，贸易战是估值层面的核心叙事。对比上一轮 2018-2019 年贸易战期间的股指走势，本轮行情与 2019 年的后半场更为相似，主要体现在以下三个方面：

其一，随着国际形势的日渐复杂，市场对于美国经济衰退的预期不断升温。伴随着美联储降息周期的启动，未来全球流动性环境易松难紧。其二，国内政策力度不断加大，中美宽松周期共振为股指下方提供强支撑。其三，不同于 2019 年的外资行情，本轮 A 股上涨主要由国内资金所推动。2025 年上半年，两融余额与 ETF 份额呈现此消彼长的接力效应，这使得 A 股在应对外围冲击时，能展现出更强的独立性。

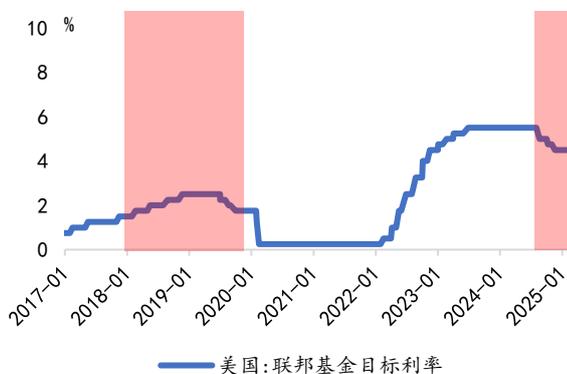
综合来看，在现有的宏观因素出现明显变化前，我们维持股指区间震荡的基准预判，其中上证 50 参考运行区间 2450-3050，沪深 300 参考运行区间 3500-4500，中证 500 参考运行区间 5100-6500，中证 1000 参考运行区间 5200-6700。

图 37：上一轮贸易战期间股指走势回顾



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 38：美国联邦基金目标利率



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 39：我国实际利率等待下行



资料来源：Wind，信达期货研究所

三、未来突破震荡市的可能路径

1、 上证 50 的估值重塑——全面牛

横向对比来看，当前 A 股股息率在大类资产中的吸引力并不低。2024 年 4 月，新“国九条”表示要强化上市公司现金分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。同年 11 月，证监会配套发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，鼓励上市公司制定并披露中长期分红规划，合力提高分红率。政策持续发力的背景下，A 股分红规模稳步增长。截止 2024 年，全 A 分红金额达 2.4 万亿元，近三年累计分红占利润比重达 101.3%，较 2023 年的 87.8% 大幅提升。目前，不少板块的股息率已超过理财产品收益率（包括山煤国际、平煤股份等煤炭股股息率突破 6%），与十年期国债的收益差也创下 2018 年以来新高。

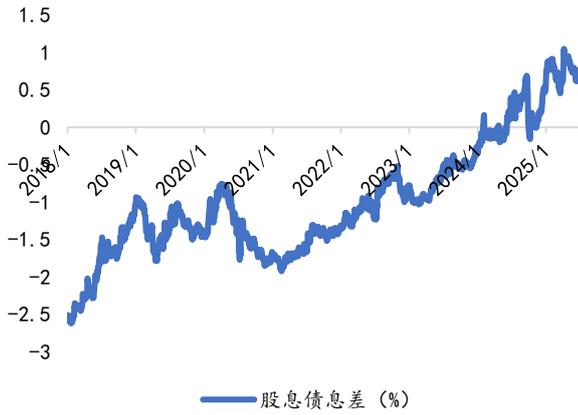
尽管如此，当前中长线资金入场速度依旧较慢，主要原因有二：

其一，我国股指长期以来波动较大，尤其在熊市阶段，股息收益难以完全覆盖股价下跌带来的损失，这令资金对 A 股的配置意愿偏向谨慎。

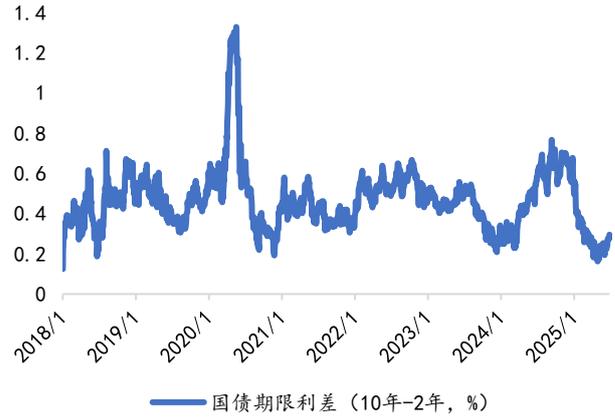
其二，银行间市场存在的套利机会很大程度上阻碍了货币向股市传导。例如，中美利差倒挂为市场在过去三年间创造显著套利空间，投资者通过构建“掉期交易+债券收益率”可实现近似于美债利率（4.5-5%）的稳定回报率。此外，同业存单套利、票据套利等操作同样抑制了大资金对于股指的增配意愿。

针对上述问题，央行于 2024 年 4 月通过市场利率定价自律机制发布了《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，同年 11 月审议通过了《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》，旨在规范并疏通利率传导，压缩同业套利空间。在对冲工具完善方面，近期证监会发布公告并明确自 2025 年 10 月 9 日起允许境外合格投资者参与场内 ETF 期权交易，交易目的限定为套期保值。一揽子政策陆续发力后，目前包括国债期限利差、信用利差、同业存单利率等显著下行，中长线资金入市的路径已较过去更为畅通。不过，中美利差持续处于压力区间，资本充足率等监管要求也为金融机构在增配股票构成了限制，这些问题仍在等待解决。

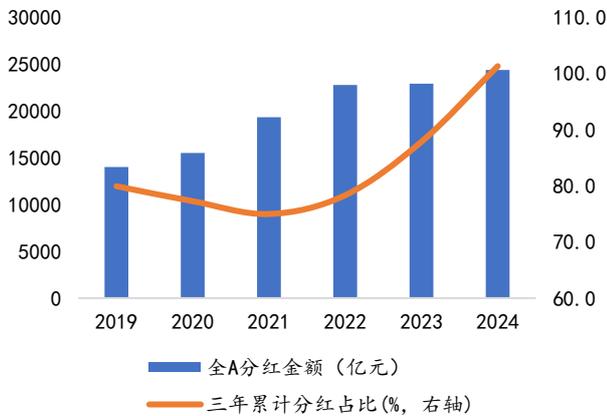
综合来看，中长线资金入市推动指数估值重塑的故事已经开启，但着眼于下半年，这一路径尚处于预期抢跑阶段。参考 2020 年的经验，若这一过程中能伴随着传统经济周期的回暖（如中美贸易战停止），预计市场兑现速度将显著加快。届时，业绩稳定、分红率高的上证 50 指数预计率先迎来中枢的抬升，成为本轮突破震荡市的主导力量。

图 40: 股息债息差


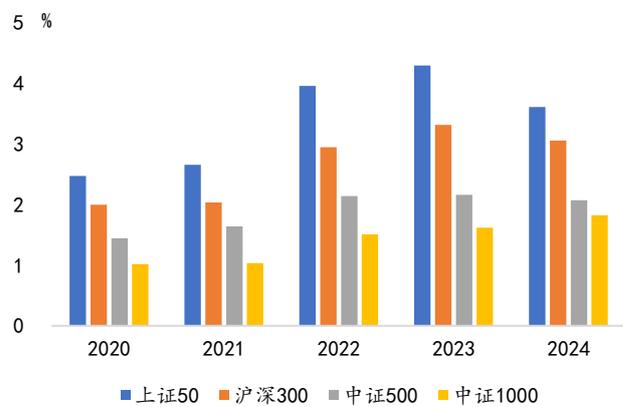
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 41: 国债期限利差


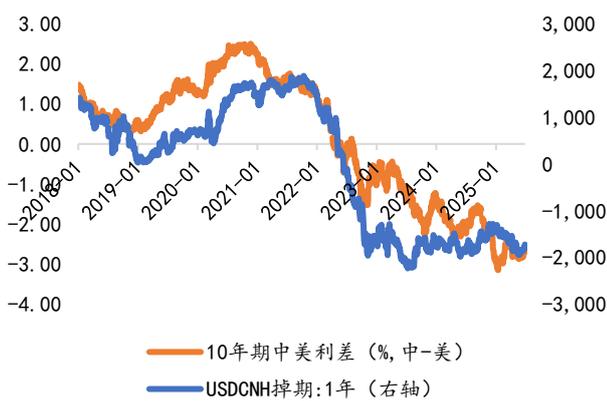
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 42: 全部 A 股分红情况变化


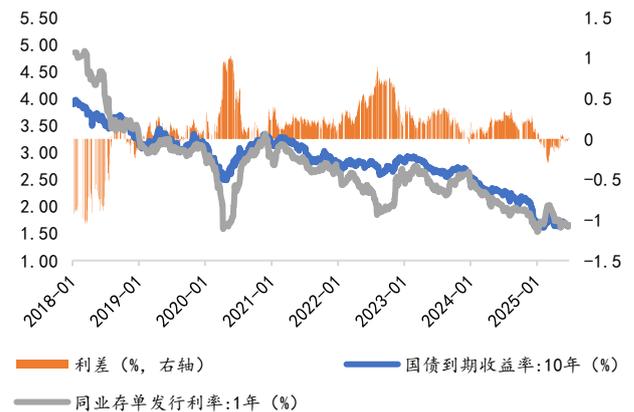
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 43: 各宽基指数股息率变化


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 44: 中美利差与人民币掉期点


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 45: 同业存单利率与国债收益率


资料来源: Wind, 信达期货研究所

表 1：2024 年以来股市政策梳理

时间	事件	主要内容
2024 年 4 月 12 日	国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	进一步完善发行上市制度。提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准…构建资本市场防假打假综合惩防体系…深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。进一步严格强制退市标准…加强证券基金机构监管…加强交易监管，增强资本市场内在稳定性…大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量…
2024 年 4 月 12 日	证监会发布了《关于严格执行退市制度的意见》的配套政策文件	进一步严格强制退市标准。增加一年严重造假、多年连续造假退市情形，坚决打击恶性和长期系统性财务造假…逐步拓宽多元化退出渠道…以优质头部公司为“主力军”，推动上市公司之间吸收合并…大力削减“壳”资源价值…切实加强监管执法工作…加大对违规规避退市行为的监管力度，触及退市标准的坚决退市…更大力度落实投资者赔偿救济…
2024 年 9 月 24 日	证监会研究制定了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	支持上市公司向新质生产力方向转型升级…鼓励上市公司加强产业整合…进一步提高监管包容度…提升重组市场交易效率…提升中介机构服务水平…依法加强监管…
2024 年 9 月 27 日	中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》	建设培育鼓励长期投资的资本市场生态，鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升上市公司投资价值。严厉打击资本市场各类违法行为…完善适配长期投资的资本市场基础制度…大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展…完善各类中长期资金入市配套政策制度，建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制…
2024 年 11 月 15 日	证监会正式发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	上市公司应当聚焦主业，提升经营效率和盈利能力，同时可以结合自身情况，综合运用并购重组、股权激励、员工持股计划等促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量…董事会秘书应当做好投资者关系管理和信息披露相关工作…鼓励控股股东、实际控制人长期持有上市公司股份，保持上市公司控制权的相对稳定…主要指数成份股公司应当制定上市公司市值管理制度…长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划…上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等应当切实提高合规意识…
2025 年 5 月 7 日	证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》	优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制…完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制…对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于 80%…大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥…促进行业高质量发展，加快建设一流投资机构…
2025 年 5 月 7 日	国新办举行新闻发布会，主题为“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”	进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。近期拟再批复 600 亿元，为市场注入更多的增量资金…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%，鼓励保险公司加大入市力度…全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用…

资料来源：公开资料整理，信达期货研究所

2、 中证 1000 的盈利突破——结构牛

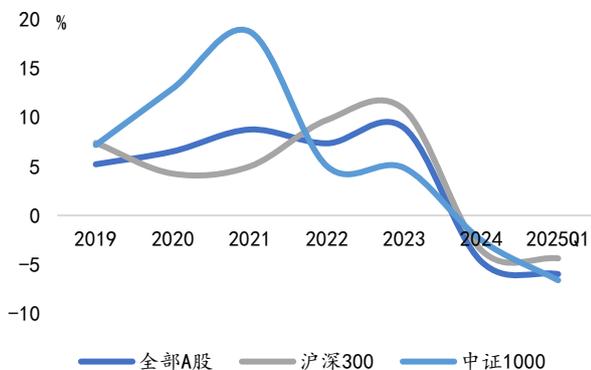
在传统周期承压的背景下，中小创板块凭借其轻资产运营模式与更低的利润基数，更容易走出独立行情。2025 年初以来，AI 产业链成为市场炒作的焦点，带领以中证 1000 为代表的小盘指数显著跑赢大盘。从一季度财报数据来看，TMT 相关赛道盈利表现优异，这与 2021 年新能源产业链爆发初期高度相似。

回顾 2021 年，新能源产业在“政策+技术+市场”的三重驱动下快速扩张，并带动化工、有色金属等上下游行业景气度同步提升。数据显示，2021-2022 年电力设备行业资本开支增速分别高达 71.5%与 42.4%，对应同期营收也实现了 60.2%、54.4%的大幅增长。对比当下，部分 AI 产业链龙头也率先扩大资本投入。2024 年，中芯国际购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金已达到 545.6 亿元，占营业收入的 94.4%。2025 年 2 月，阿里巴巴宣布未来三年将在云和 AI 基础设施投入超 3800 亿元，超过过去十年总和。

不过，相较于新能源产业，AI 下游应用场景更为广泛与分散，包括医疗、教育、交通与制造等多个领域。这种特征虽为其未来的需求爆发储备了巨大潜力，但也意味着 AI 产业从初创期到扩张期所需的时间会更长。同时，AI 技术层的环节较为复杂，无论是算力架构或是算法模型、数据安全等都面临特定的挑战。

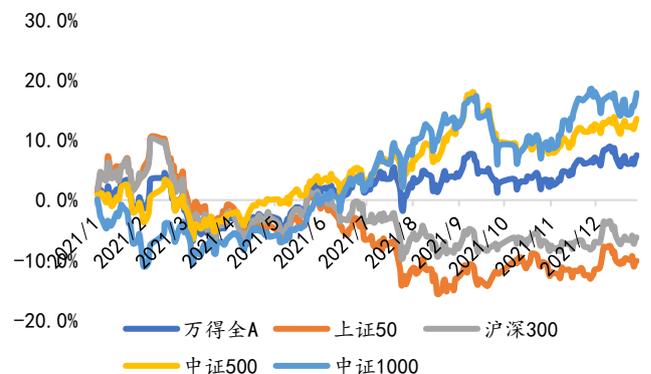
综合来看，当前 AI 产业链正处于快速扩张的初期阶段，尽管其可供投资者想象的空间更大，但未来能否真正由预期驱动向盈利兑现过渡，这或许要到 2026-2027 年才能有更明确的答案。若这一路径最终走通，市场有望重现如 2021 年的结构性牛市，中证 1000 等小盘指数将率先迎来盈利端修复，成为突破本轮震荡市的主力军。

图 46: A 股及各股指资本开支同比增长率



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 47: 2021 年股指累计收益率



资料来源: Wind, 信达期货研究所

表 2：2020-2024 年各行业资本开支与营业收入增速 (%)

	资本开支增速					营业收入增速				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
农林牧渔	127.3	-24.9	-35.7	-6.2	-21.5	63.8	20.2	16.3	4.6	-3.9
基础化工	12.0	37.6	32.1	6.0	-17.8	8.5	-2.2	19.0	-5.2	5.6
钢铁	-3.1	9.0	9.4	-7.0	-14.0	5.5	41.6	-6.5	-4.7	-9.5
有色金属	5.3	3.5	34.7	25.6	-6.1	18.9	37.3	17.3	3.0	5.2
电子	30.4	11.5	7.7	-6.2	6.1	16.3	15.0	2.1	3.7	15.0
汽车	-25.8	45.9	48.0	13.6	-7.2	4.2	13.6	4.7	14.1	5.6
家用电器	7.8	20.5	0.4	-1.9	0.8	2.5	22.3	-0.3	7.0	7.0
食品饮料	-11.9	29.8	2.1	3.4	-7.7	11.5	14.9	6.2	8.2	5.5
纺织服饰	-13.7	23.0	7.5	21.8	-16.1	-21.9	43.3	-6.7	6.8	-3.2
轻工制造	12.7	21.1	-5.9	0.5	-2.7	12.2	36.1	7.9	-0.9	1.8
医药生物	9.8	34.9	4.3	-5.9	-14.0	10.2	18.3	9.9	1.1	-1.5
公用事业	19.9	0.5	16.8	31.0	7.9	8.9	26.8	16.7	8.0	-0.6
交通运输	-4.4	18.9	-15.2	13.7	9.7	2.0	67.0	7.3	-2.3	-2.3
房地产	15.4	-16.3	-20.0	11.6	-56.9	10.3	8.7	-9.3	-4.4	-24.3
商贸零售	-18.2	10.8	-21.5	-14.1	-14.9	3.9	-20.9	-7.5	6.6	-4.9
社会服务	-19.7	-0.1	-22.4	34.7	-15.6	-25.1	-7.0	-15.9	39.1	36.6
银行	0.7	0.3	9.9	20.6	8.4	5.6	8.9	0.8	-3.5	0.1
非银金融	4.3	-0.3	-9.7	5.0	23.6	9.8	5.4	-5.1	-13.6	-1.2
综合	37.7	-29.0	6.9	-12.9	-7.5	1.1	-8.4	-25.9	69.9	-5.3
建筑材料	-5.1	40.5	15.2	-26.3	-21.8	11.7	27.4	-12.7	0.5	-14.6
建筑装饰	30.5	-23.4	5.7	12.2	-7.4	15.9	18.3	10.3	7.2	-4.0
电力设备	9.0	71.5	42.4	10.0	-23.1	23.7	60.2	54.4	15.5	-8.0
机械设备	2.1	36.1	2.1	6.5	-2.8	16.0	17.1	3.2	4.5	6.5
国防军工	-14.9	13.0	12.0	24.0	2.0	10.7	20.5	0.2	13.7	-2.2
计算机	8.5	21.4	-0.7	4.5	-0.3	1.9	14.8	6.4	5.0	5.0
传媒	-14.3	5.9	-17.3	1.5	-13.1	-3.2	13.7	-5.5	1.1	-0.3
通信	-6.2	6.1	-2.5	-0.8	-5.8	4.4	80.3	82.0	6.5	4.1
煤炭	11.7	-0.1	35.4	20.0	28.7	1.2	34.0	15.6	-9.6	-5.4
石油石化	-17.0	10.2	-1.2	11.3	-6.4	-25.1	45.6	29.0	-2.4	-2.8
环保	1.4	-23.4	-13.1	-1.8	-10.5	21.3	29.9	4.0	0.9	9.6
美容护理	77.5	-8.1	-11.3	-6.5	16.4	12.2	70.9	7.4	7.0	5.4

资料来源：公开资料整理，信达期货研究所

四、总结

短期来看，当前行情类似于 2019 年后半场，为牛市准备期。下半年，我们维持区间震荡的基准预判，其中上证 50 参考运行区间 2450-3050，沪深 300 参考运行区间 3500-4500，中证 500 参考运行区间 5100-6500，中证 1000 参考运行区间 5200-6700。结构方面，大小盘风格预计仍是此消彼长的轮动态势，参考 1 月、3 月的两个极值位置，全年小盘风格小幅占优。操作上，在震荡市突破前，期货端建议波段操作为主，期权等待升波后介入双卖。

中长期来看，未来股指市场突破震荡市的可能路径有二：

- 1) 中长线资金入市路径加速畅通，则投资者可参考 2020 年股指表现，以上证 50 为代表的大盘指数将迎来估值重塑，带领市场呈现普涨态势。
- 2) AI 产业链迎来“政策+技术+市场”的三重驱动，则投资者可参考 2021 年股指表现，中证 1000 将率先迎来盈利周期回升，带领股指进入结构性牛市。

从历史的经验来看，我们更倾向于路径一，即中美博弈是本轮震荡市的主要破局点。

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

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司
 上海分公司、湖北分公司、山东分公司
 上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App