

理性投资，风险自担



股指周报：中美大国博弈仍在反复，关注四中全会是否利多提振

正信期货股指期货周报 20251020

研究员：蒲祖林

投资咨询证号：Z0017203

Email: puzl@zxqh.net



- **宏观：** 美国政府关门持续影响避险情绪，叠加中美在APEC会议前反复博弈式摩擦，市场开启RISK OFF交易，甚至有所担忧经济衰退风险，利空高估和过度拥挤的AI科技资产。国内下周召开十五五规划和四中全会，关注是否有超预期利多，若无，市场有进一步调整风险。
- **中观：** 内需层面，国内经济数据持续疲软，尤其是消费和地产端，四季度经济仍有压力，工业企业产能利用率边际下降，凸显反内卷政策缓慢推进，扭转通缩持续进行，9月CPI和PPI确认这一逻辑，顺周期行业龙头公司盈利前景利好。
- **资金：** 国内流动性总体宽松，央行根据债务融资减少在公开市场收紧资金，被动ETF基金和两融资金持续获得资金追捧，但是，随着市场涨至高位，产业资本持续加大减持，同时近期外资大幅流出，叠加信贷脉冲开始高位回落，市场流动性利多有所松动。
- **估值：** 各指数短期小幅调整后估值仍位于历史偏高水平，国内外股债溢价率位于历史低位，宽基指数对配置资金的吸引力一般，但结构性机会仍存。
- **策略：** 总体来看，当前市场规模巨大后有限的流动性难以推动持续上涨，在宏观政策利多兑现的窗口，市场将选择方向，资金从激进的成长风格转向年底估值切换的周期风格，表现为指数层面偏高位震荡回调，建议下周股指采取高抛低吸的思路参与，反弹后择机波段空IC和IM股指，急跌后波段做多IF和IH股指。
- **风险提示：** 俄乌地缘冲突和中美贸易摩擦扰动、美联储降息不及预期，中国经济超预期回落

1

行情回顾

2

资金流向

3

宏观基本面

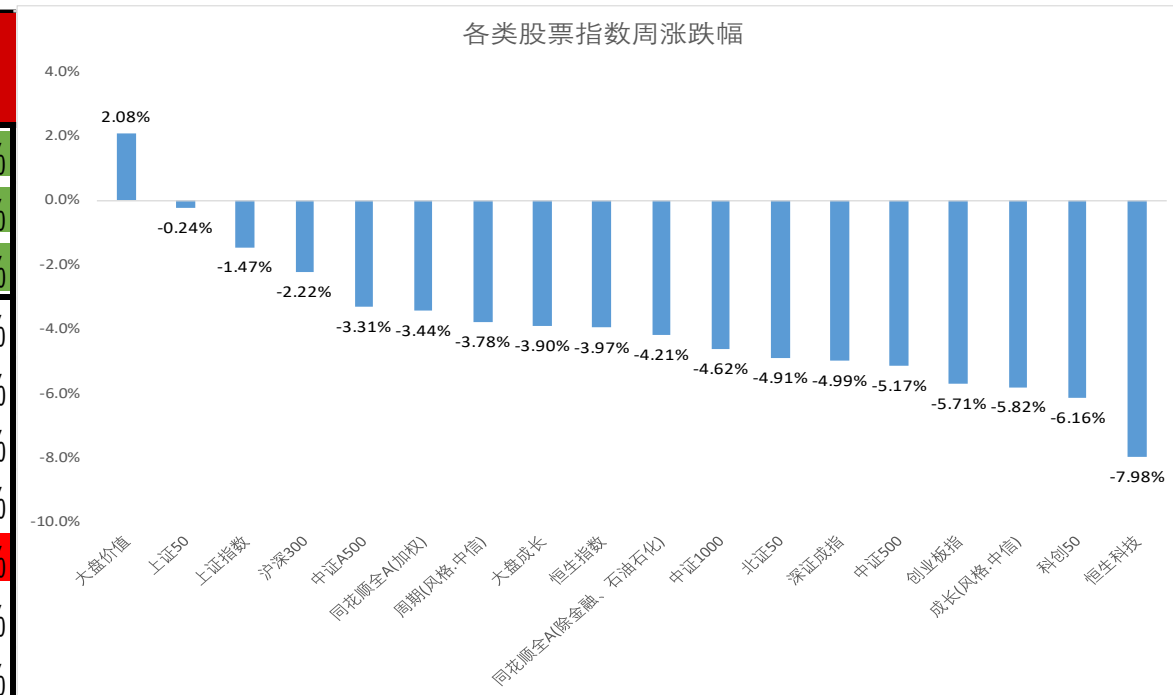
4

其它分析

➤ 过去一周全球股市表现：道琼斯指数领涨，恒生科技领跌

道琼斯指数>富时欧洲>富时新兴指数>上证50>日经225>德国DAX>沪深300>中证500>恒生科技指数

全球股市表现			
国内股市		海外和港股	
上证指数	-1.47%	恒生中国企业	-3.70%
深证成指	-4.99%	恒生指数	-3.97%
创业板指	-5.71%	恒生科技指数	-10.99%
上证50	-0.24%	富时新兴市场指数	-0.41%
沪深300	-2.22%	富时欧洲	0.44%
科创50	-6.16%	标普500	1.70%
中证1000	-4.62%	纳斯达克综指	1.56%
中证500	-5.17%	道琼斯工业平均	2.14%
周期(风格.中信)	-3.78%	德国DAX	-1.69%
成长(风格.中信)	-5.82%	日经225	-1.05%

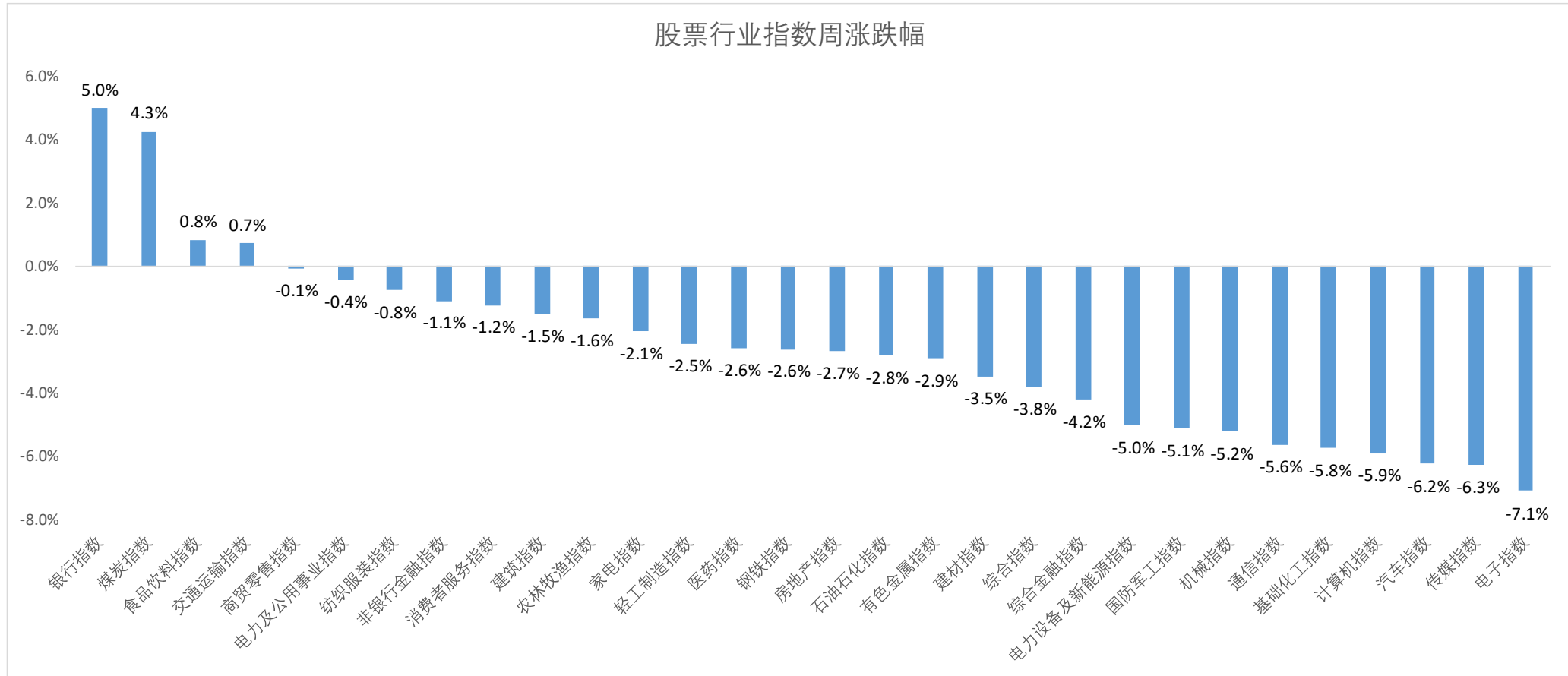


数据来源： iFind. 正信期货

行情回顾

➤ 过去一周行业表现：银行领涨，消费者服务领跌

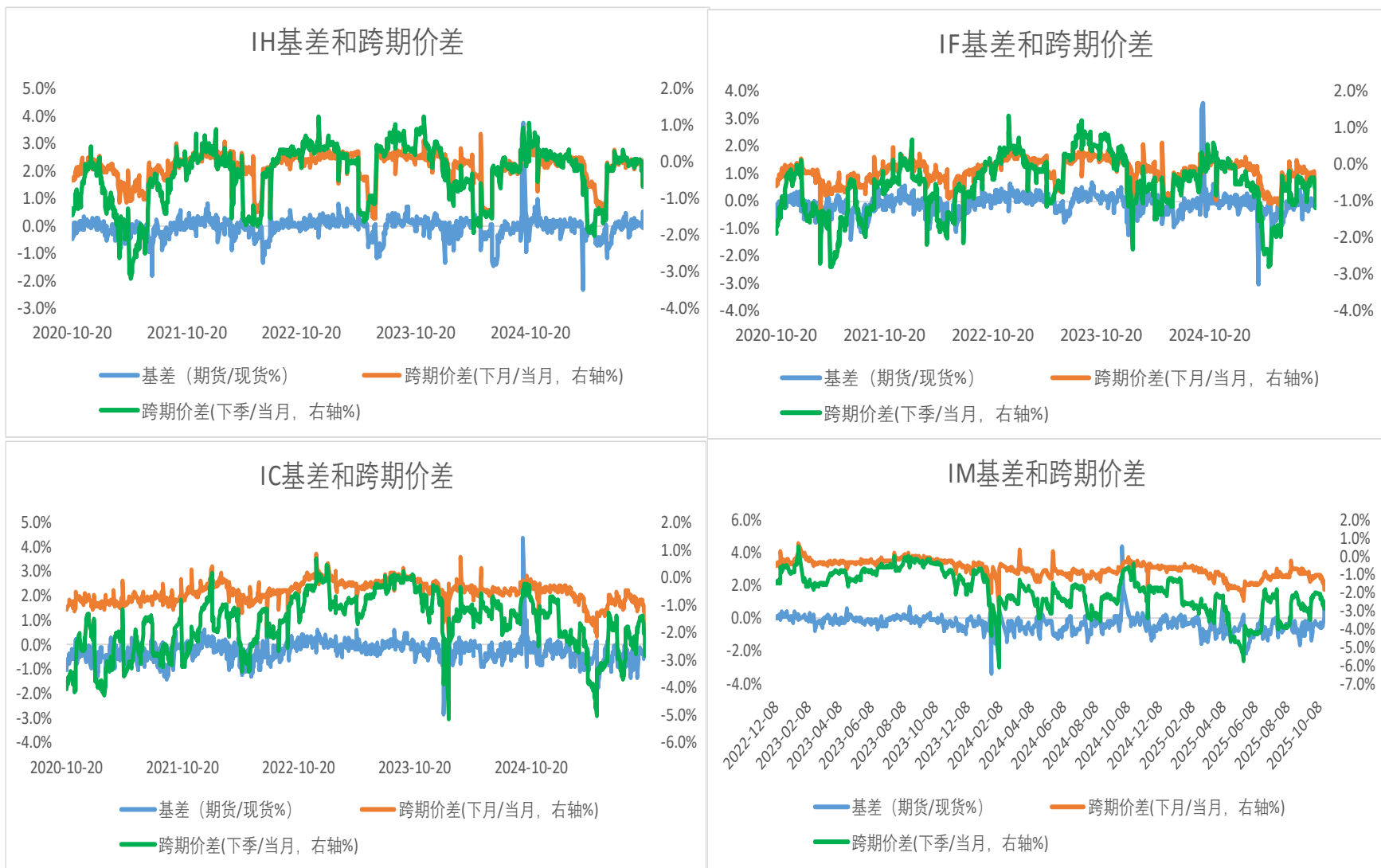
银行>煤炭>食品饮料>交运.....计算机>汽车>传媒>电子



数据来源：iFind. 正信期货

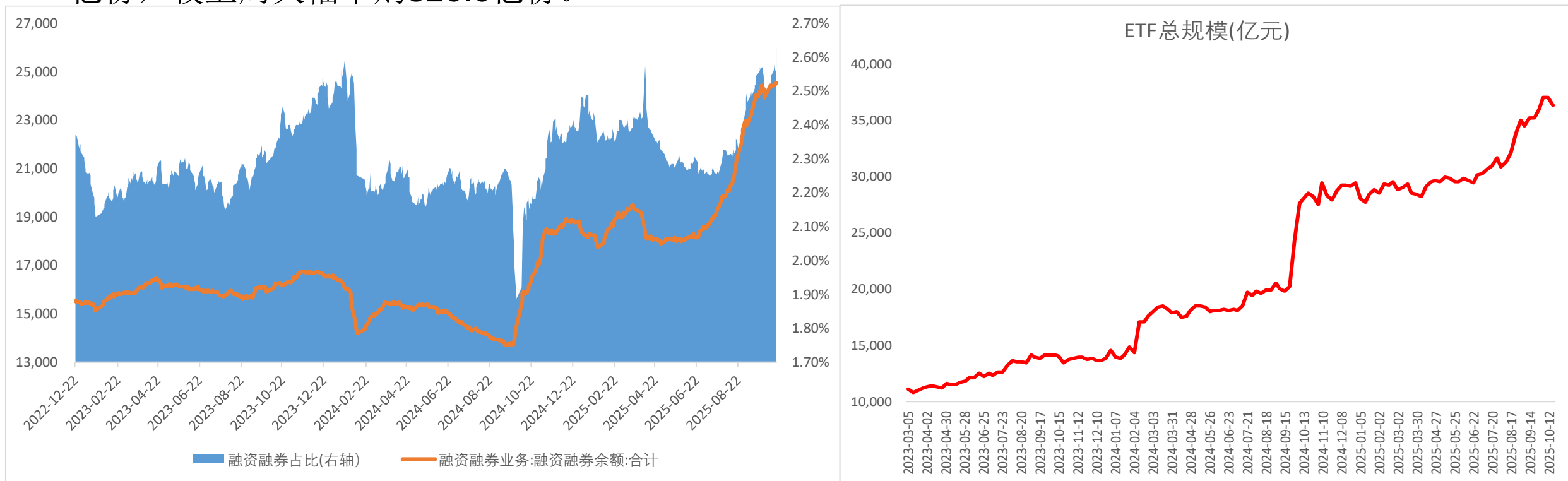
行情回顾

- 过去一周四大股指期货（IH、IF、IC和IM）基差率分别变化0.47%、0.63%、0.9%、0.88%，四大期指交割贴水收敛至平水。
- 四大股指期货跨期价差率（当月和下月）分别变化-0.55%、-0.67%、-1.05%和-0.57%，四大期指的跨期贴水显著扩大。
- 四大股指期货跨期价差率（下季和当月）分别变化-0.66%、-0.73%、-1.27%和-0.58%，各期指远期贴水均大幅扩大。



资金流向：两融和稳市资金

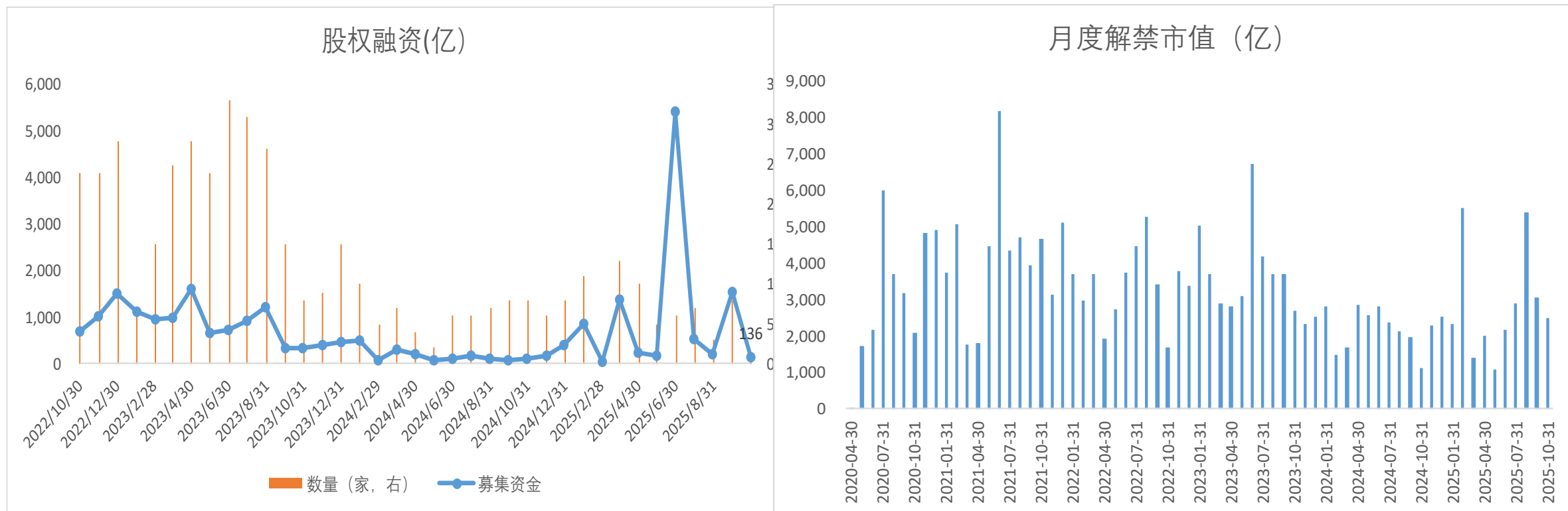
- 上周两融资金持续流入154.2亿元至2.46万亿，两融余额占沪深两市流通市值比例上升0.08%至2.63%，逼近2018年以来的最高水平区域。
- 上周被动性股票ETF资金规模36388.5亿元，较上周减少700.7亿元，系市场下跌导致，份额21293.3亿份，较上周大幅申购326.6亿份。



数据来源：iFind. 正信期货

资金流向：产业资本

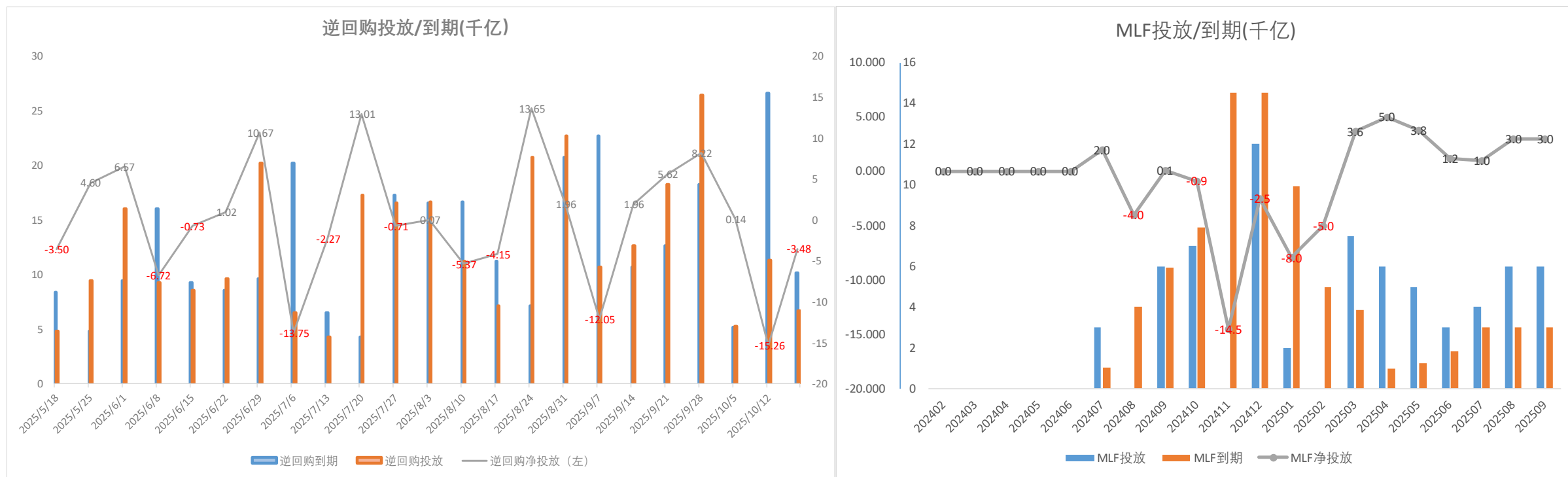
- 10月累计股权融资135.6亿元，数量1家，其中IPO融资7.9亿，定向增发127.7亿，可转债融资38亿，股权融资规模边际大幅下降。
- 上周股市解禁（包括增发、配售、配股、股权激励等）市值784亿，环比前一周增加326亿，10月月化减持2484亿，减持规模边际持续增加。



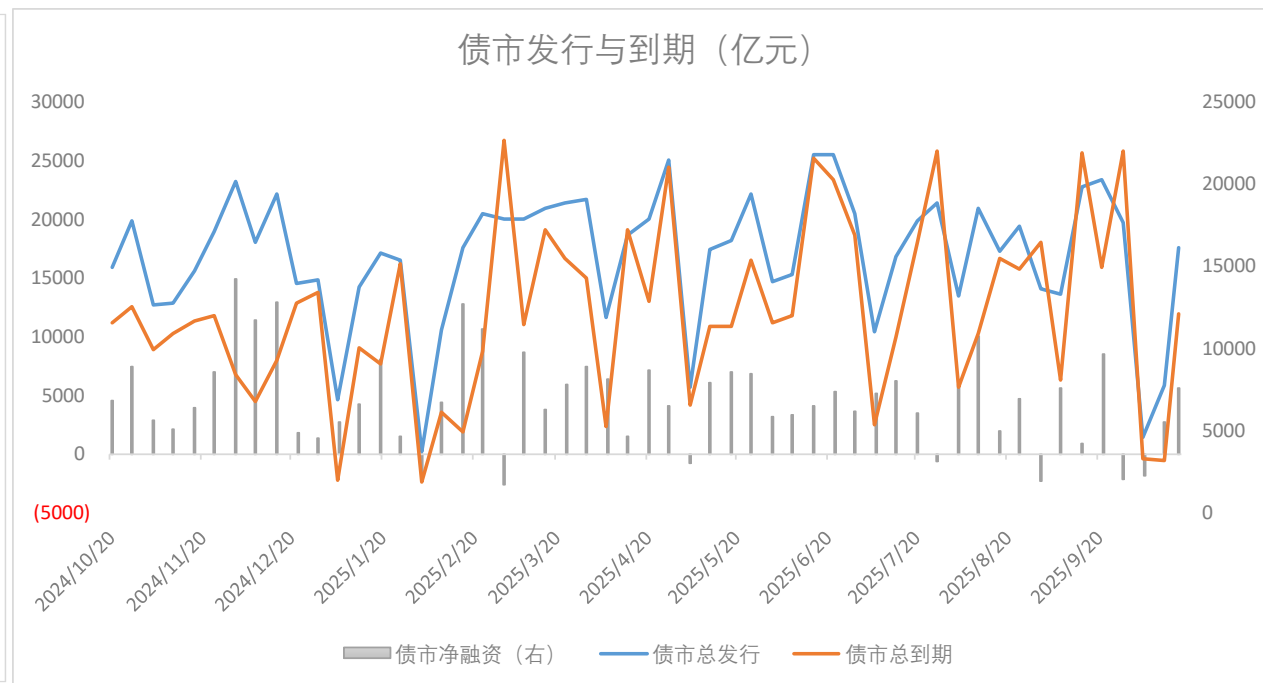
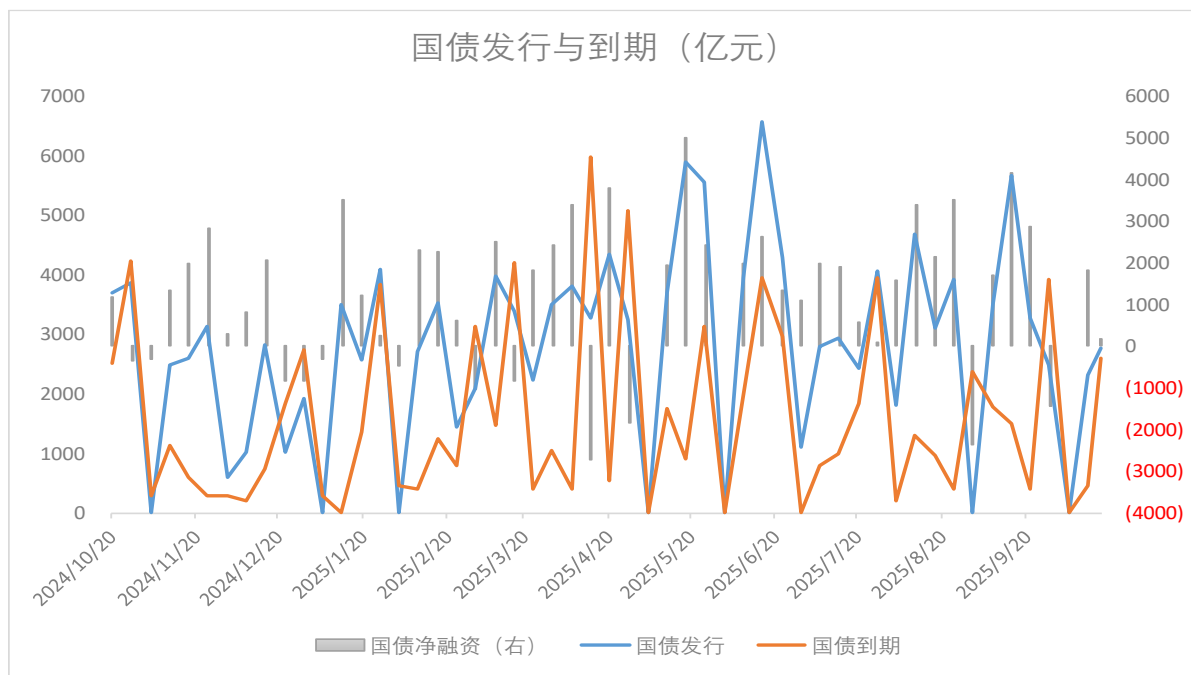
数据来源：iFind. 正信期货

流动性：货币投放

- 上周央行OMO逆回购到期10210亿元,逆回购投放673亿,货币净回笼3479亿元,公开业务市场流动性持续收紧,MLF9月份投放6000亿,到期3000亿,MLF月度持续宽松,连续7个月净投放,流动性供给总体中性偏松,边际有所收紧。

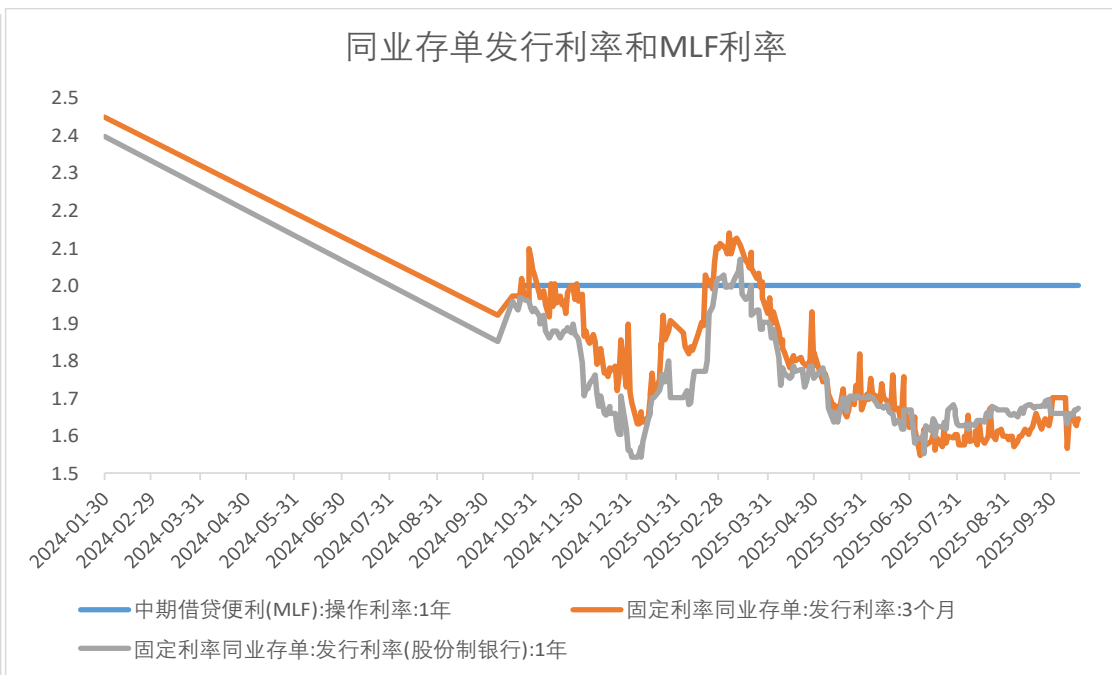
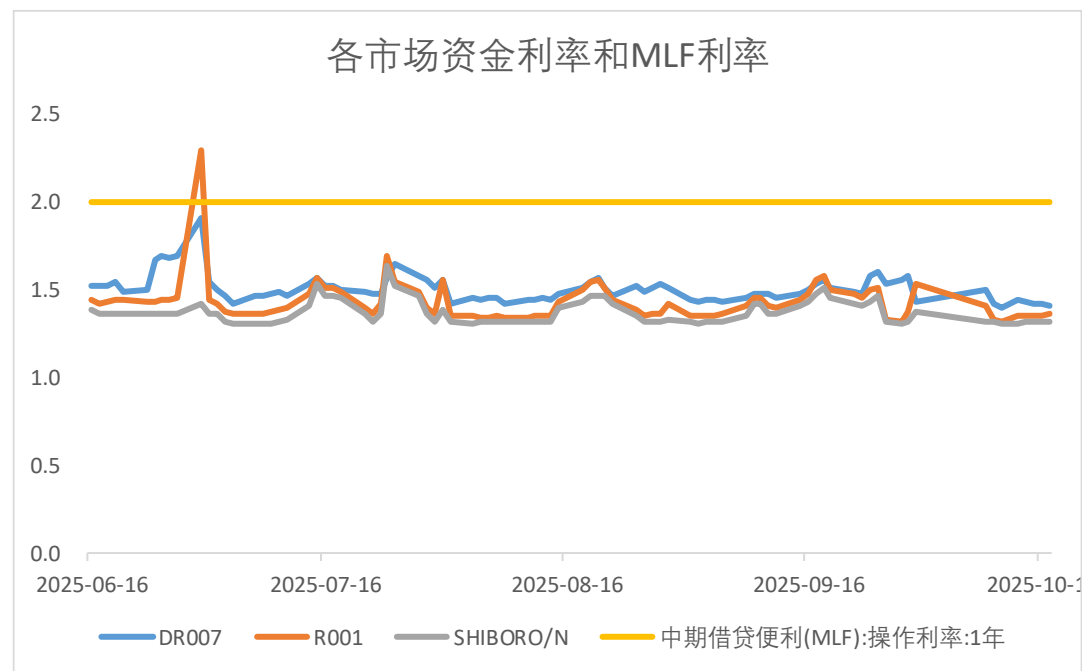


- 上周国债发行2760亿，到期2593.7亿，货币净需求166.3亿；地方债发行323亿，到期503.9亿，货币净需求180.9亿；其他债发行14551亿，到期8960.5亿，货币净需求5590.5亿；债市总发行17634亿，到期12058.2亿，货币净需求5575.8亿；货币债务融资需求周度边际回落，地方政府和国债债务融资显著下降，企业债务融资边际回升。



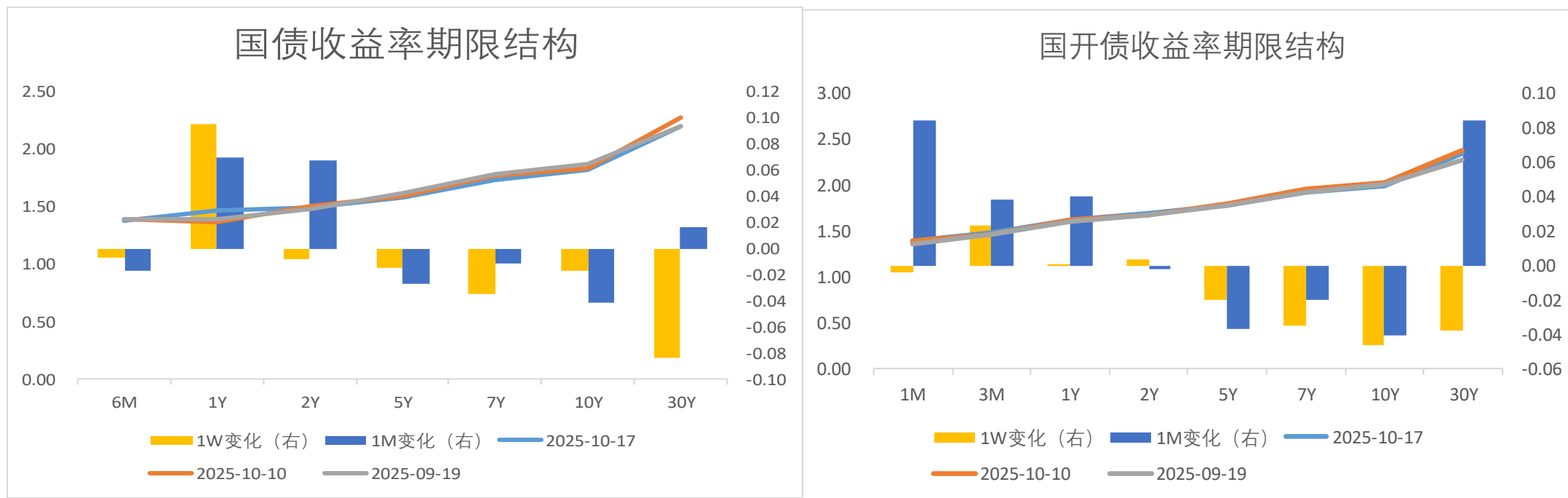
数据来源：同花顺iFind，正信期货

- DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化-1.4bp、3.8bp、0bp至1.41%、1.36%、1.32%。同业存单发行利率反弹8.2bp，股份制银行发行的CD利率从4.4bp至1.67%，资金利率低于MLF 1年期利率水平2%，高于政策利率DR007的1.41%，资金供给边际收紧，政府债务融资需求降温，资金价格总体低位震荡，边际小幅抬升。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

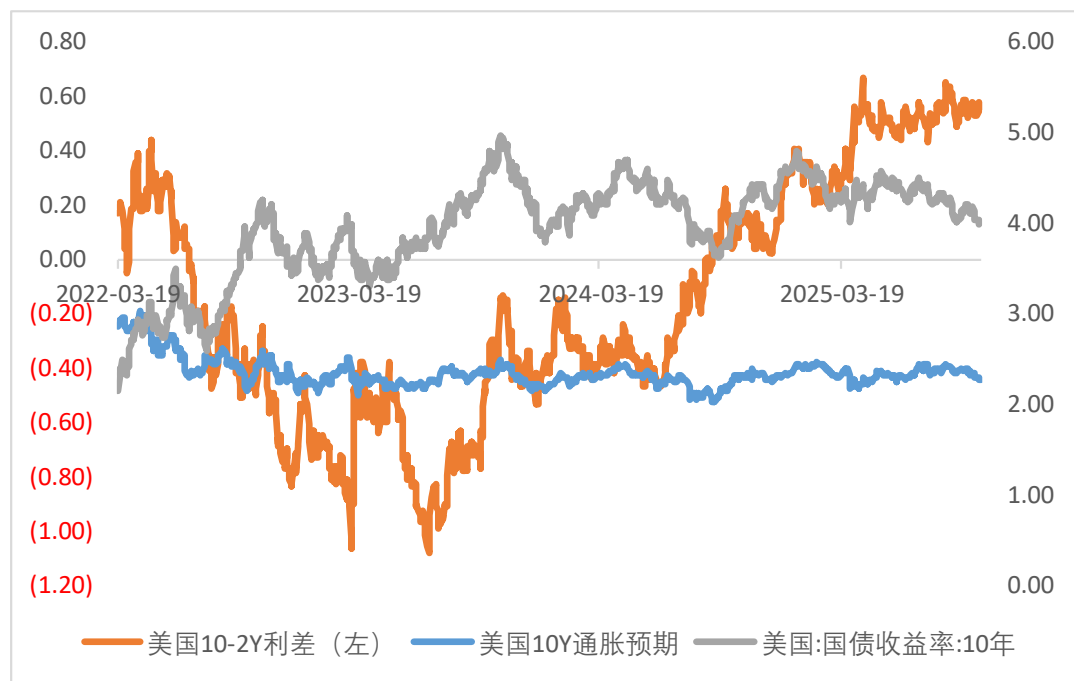
- 上周10年期国债收益率较前一周变化-1.6bp，5年期国债收益率变化-1.4bp，2年期国债收益率变化-0.7bp；10年期国开债收益率较前一周变化-4.6bp，5年期国开债收益率变化-2bp，2年期国开债收益率变化0.3bp，整体来看，上周收益率期限结构持续走平，长端受股市调整和经济数据疲弱影响小幅回落，短端受流动性收紧扰动相对偏强，国债和国开债之间的信用利差长端缩窄，宽信用预期降温。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

流动性——中美利差

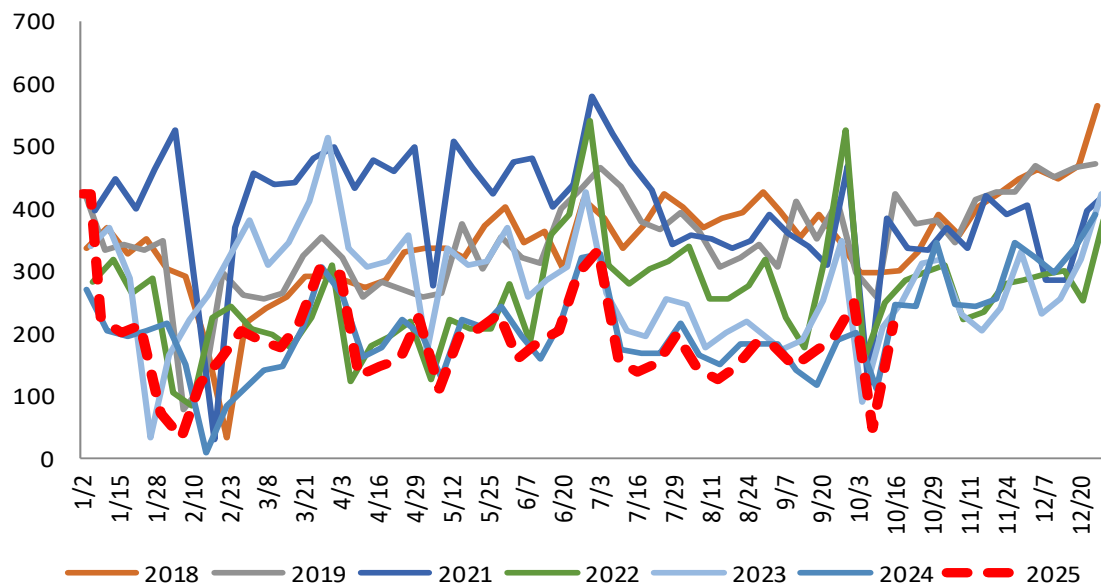
- 截至10月17日，美国十债利率变化-3.0bp至4.02%，通胀预期变化-3.0bp至2.27%，实际利率变化0.00bp至1.75%，风险资产价格整体震荡，受中美摩擦扰动高位波动。美债10-2Y价差变化3.00bp至56.00bp，中美利差倒挂程度缩窄3.42bp至-219.43bp，离岸人民币价格升值0.28%，美元兑人民币位于近三年区间中枢偏下水平震荡。



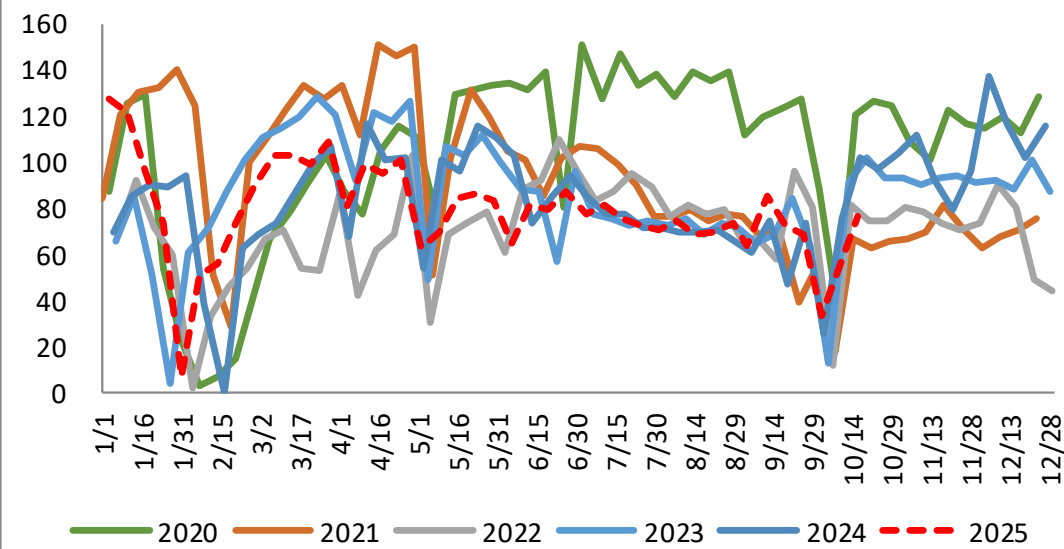
宏观基本面——地产需求

- 截止10月16日数据，30大中城市商品房周成交面积为212.9万平方米，环比上周48.3万平方米季节性回升，与疫情前的2019年同期相比下降49.7%；二手房销售季节性反弹，上周地产高频销售走势新房和二手房同步回升，总体表现仍然旺季不旺，各一线城市政策放松后金九银十行情表现平平，但地产市场销售重心低位获得刚需支撑，关注更多增量政策出台提振复苏。

30大中城市:商品房成交面积:周

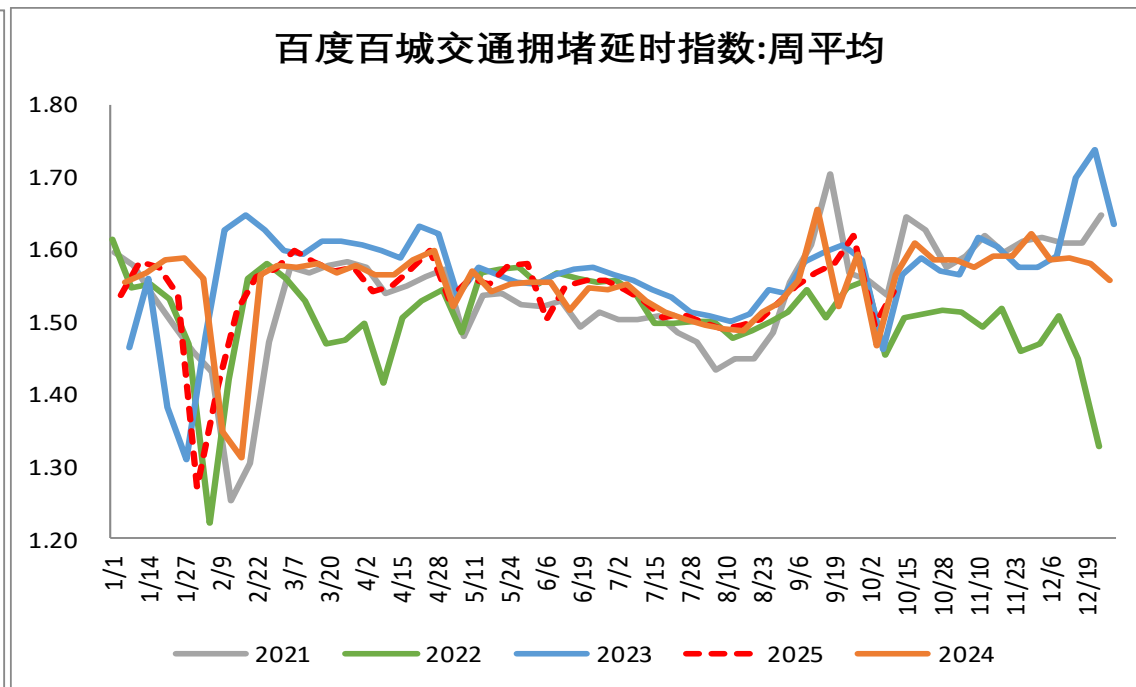
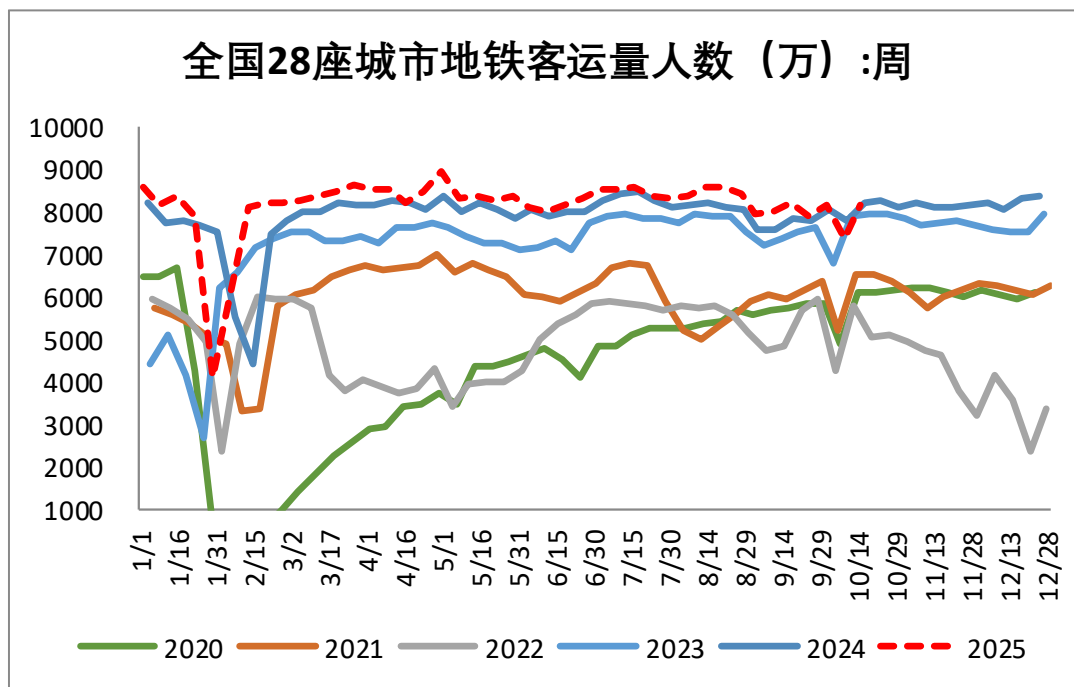


样本城市二手房成交面积:周



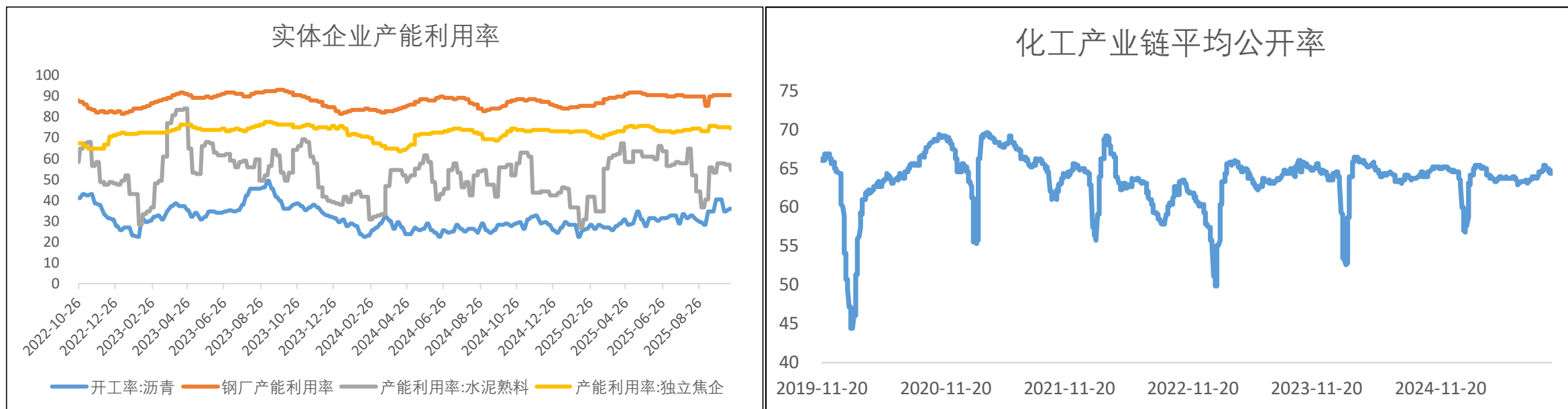
宏观基本面——服务业活动

- 截止10月17日，全国28大中城市地铁客运量高位显著回落，周度日均8144万人次，较去年同期下降0.8%，较2021年同期增长24.8%，服务业经济活动在国庆假期后有所回升，但力度仍然偏弱。百城交通拥堵延时指数较上周小幅反弹，位于近三年中性水平，综合来看，服务业经济活动趋于自然增长平稳水平，周度变化有所降温。



数据来源：iFind，正信期货

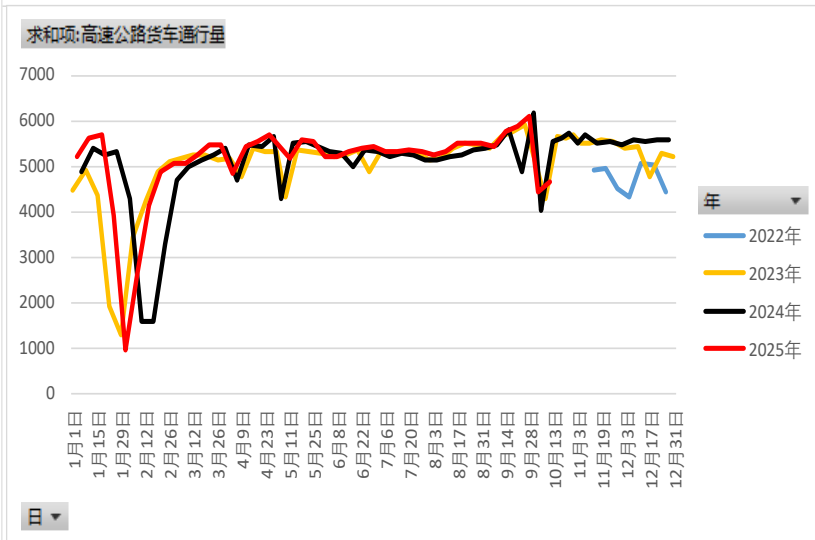
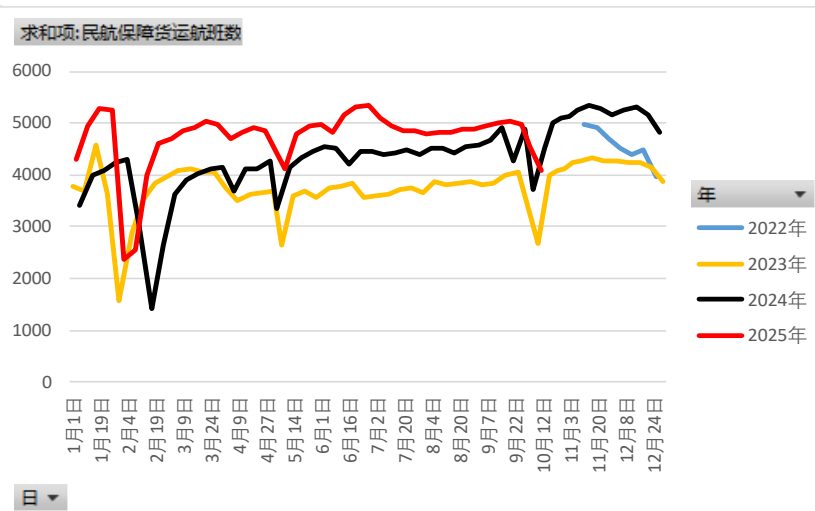
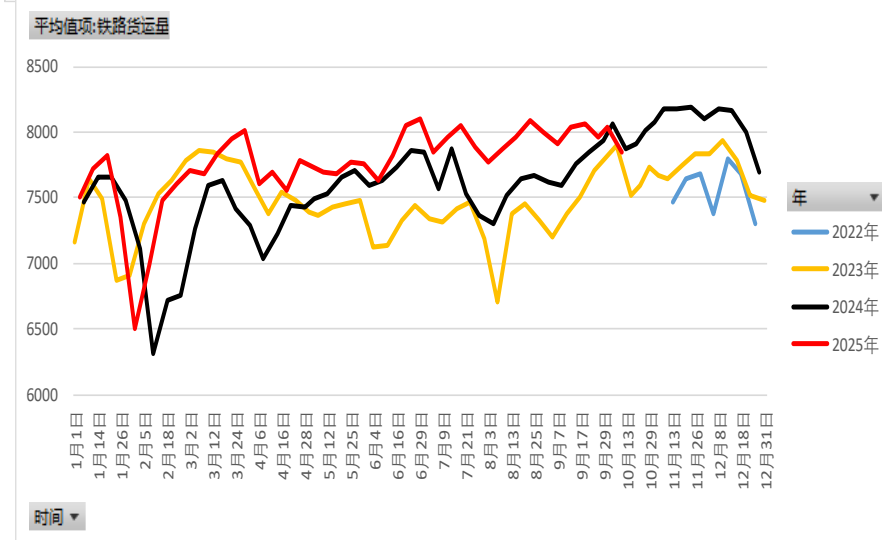
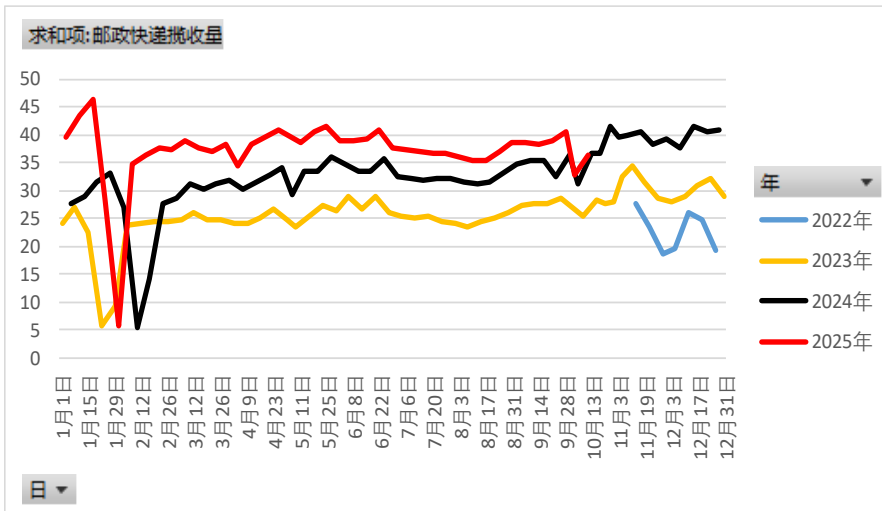
- 制造业产能利用率止跌回升，钢厂产能利用率变化-0.22%，沥青产能利用率变化1.3%，水泥熟料企业产能利用率变化-2.87%，焦企产能利用率变化-0.94%，外需相关的化工产业链平均开工率较上周变化-0.13%。综合来看，制造业内外需走势有所降温，产能利用率边际下降，也凸显反内卷行为边际加码，外需在中美贸易摩擦再起的背景下短期承压。



数据来源: iFind, 正信期货

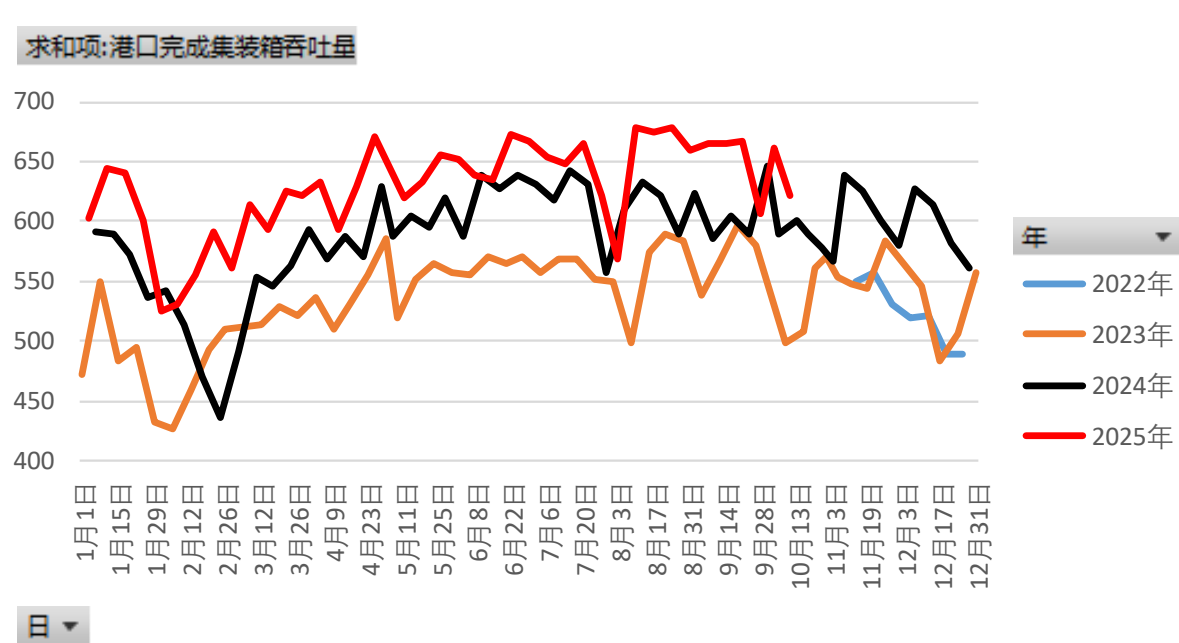
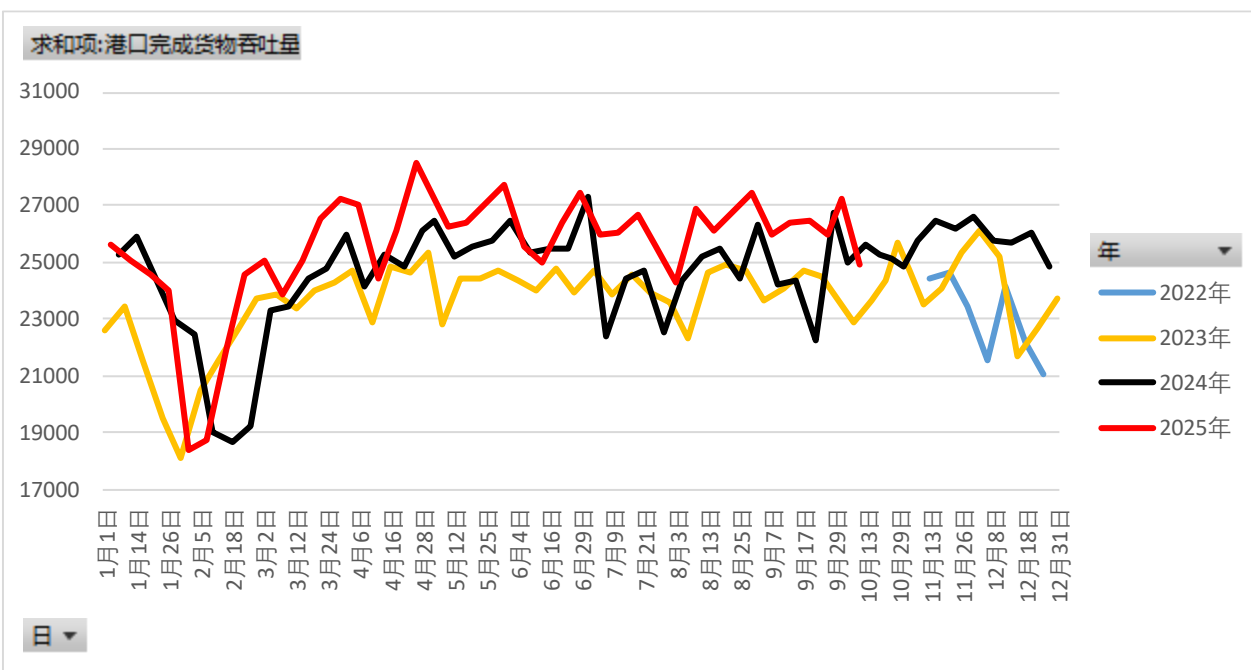
宏观基本面——物流

- 货物流和人流方面均维持在相对高位水平，但边际超季节性回落，凸显实体经济压力来袭。
- 高速公路和铁路运输走势均超季节性下降，凸显出口降温。



数据来源: iFind, 正信期货

- 出口方面，中美贸易摩擦再袭，此前谈判达成的90天豁免即将到期，叠加关税扰动下的抢出口即将结束，未来出口压力降边际增加。



数据来源: iFind, 正信期货

- 美国经济数据表现强劲，美国CPI和非农就业报告在政府关门的情况下未能如期公布，美联储官员释放偏鹰指引，但金融市场仍然维持偏乐观的联储降息预期，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2025年剩余降息次数还有两次，降息幅度约50bp，10月降息的概率高达99%，12月降息的概率也上升至94%，年内降息的利率终值介于3.5%-3.75%区间。

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.9%	1.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	94.2%	1.1%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	53.3%	43.7%	0.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	29.9%	48.1%	20.4%	0.2%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	10.2%	35.6%	39.5%	14.1%	0.2%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.1%	24.9%	37.8%	24.8%	6.0%	0.1%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	11.8%	28.8%	33.9%	19.2%	4.2%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.7%	5.4%	17.7%	30.6%	28.8%	14.0%	2.8%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.1%	1.4%	7.0%	19.4%	30.3%	26.8%	12.5%	2.4%	0.0%	0.0%

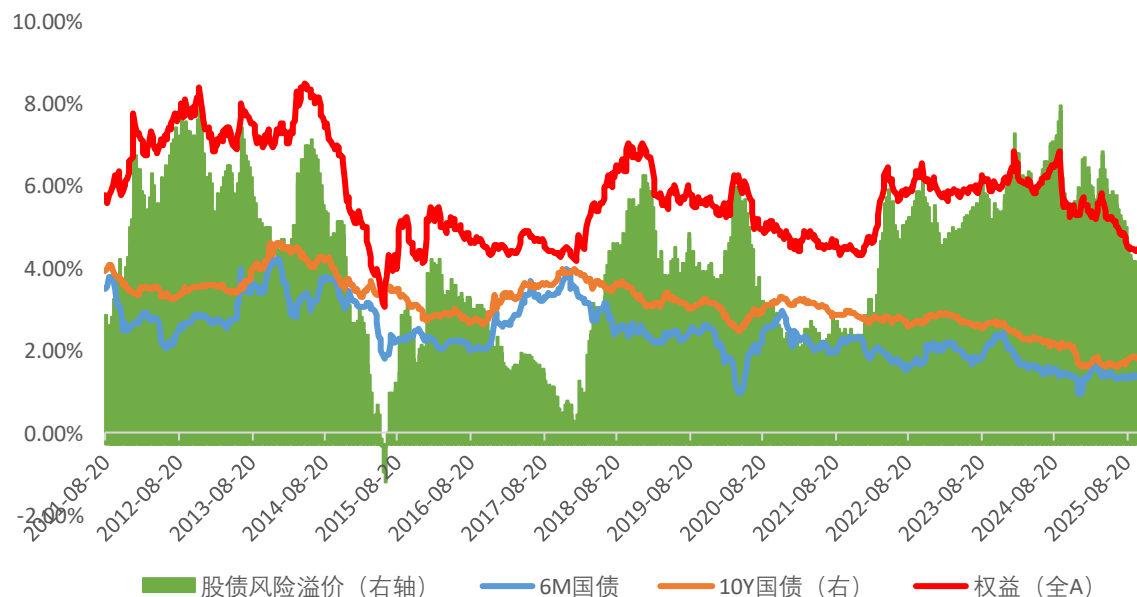
数据来源：CME官网，正信期货

其它分析——估值

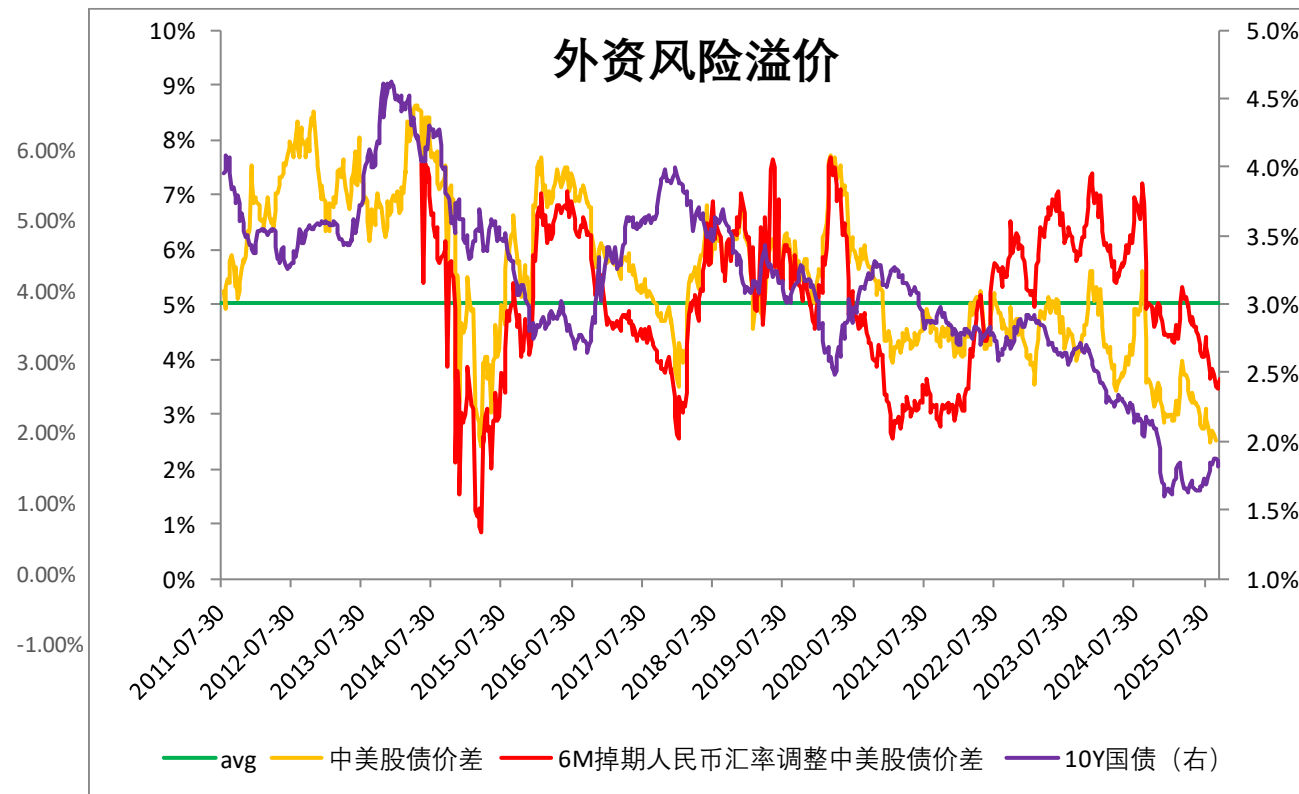
➤ 过去一周大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**2.68%**，较上周增加**0.1%**，位于**48.3%**分位点，位于中枢水平以下，外资风险溢价指数录得**3.62%**，较上周反弹**0.08%**，位于**18.5%**分位点，外资吸引力降低至低位水平。

股债风险溢价

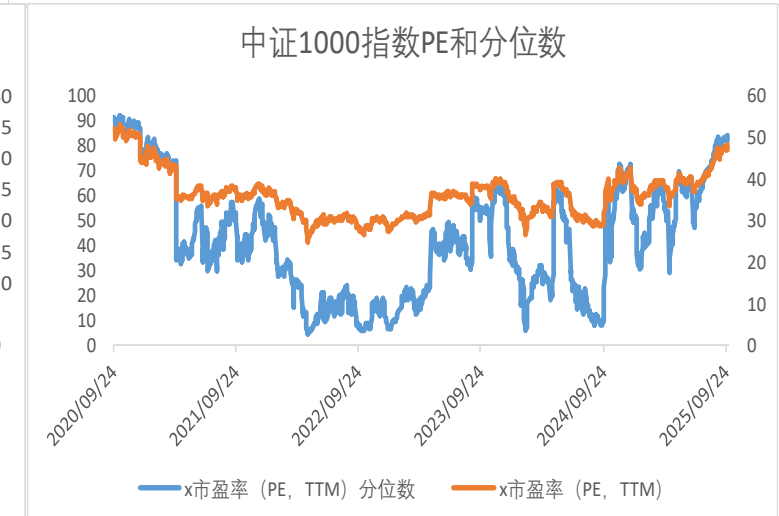
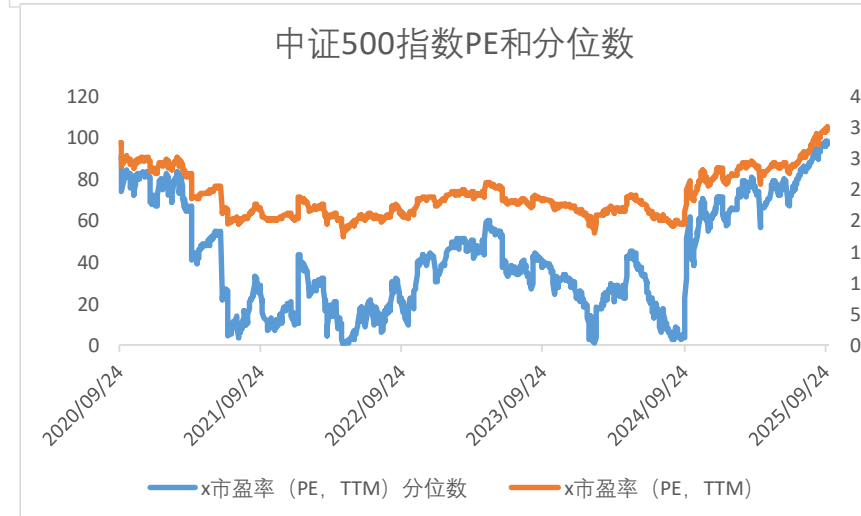
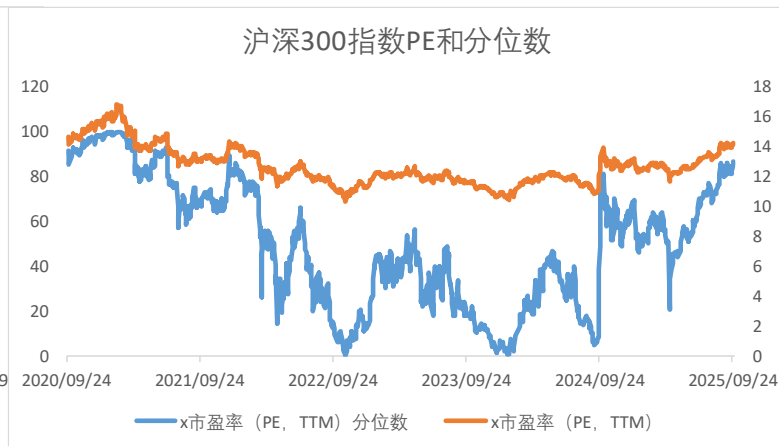


外资风险溢价



数据来源： iFind. 正信期货

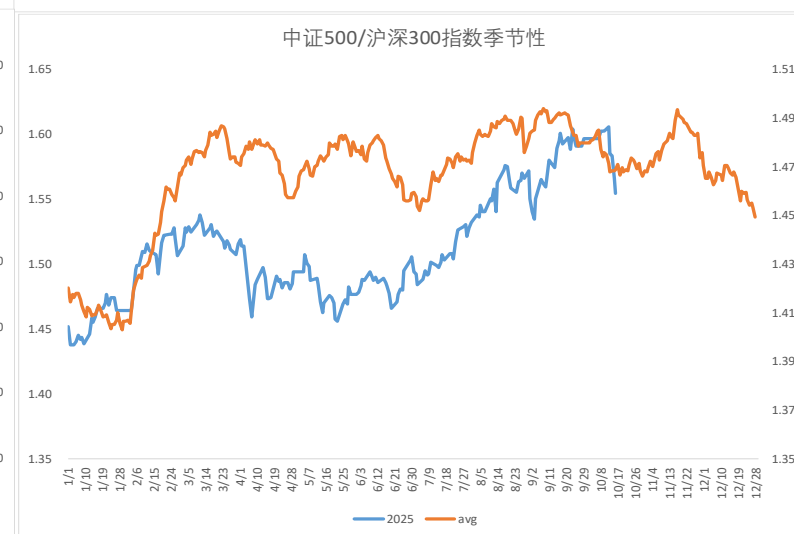
- 上证50、沪深300、中证500和中证1000指数估值分别位于近5年90.1%、83.9%、93.6%和79.7%分位数，相对估值水平位于高位区间。
- 估值分位数分别较上周变化3.3%、-3.1%、-5%和-4.1%，周期风格吸引力边际下降，成长风格指数估值吸引力边际增加



数据来源：iFind，正信期货

其它分析——量化诊断

- 根据季节性规律分析，10月股市处于季节性震荡上涨和结构分化时期，风格上周期占优，成长总体高位震荡。
- 总体10月股市赚钱效应较好，且风格易于切换，考虑到当前市场成长风格估值高位且此前累计涨幅较大，实体经济现实偏软但10月宏观政策有利多预期，建议本周急跌后波段做多股指，风格上建议博弈IC和IM超跌反弹机会。



免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为正信期货研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

理性投资，风险自担



谢谢观看

公司地址：湖北省武汉市江汉区ICC大厦A座16楼

客服热线：400-700-0068

公司网站：www.zxqh.com.cn

正信期货研究院

专业 | 深度 | 新鲜

长按二维码识别订阅更多精彩

