

金融衍生品周报
2025 年 10 月 19 日
研究员：孙锋

期货从业证号：

F0211891

投资咨询从业证号：

Z000567

☎：021-65789277

✉：sunfeng@chinastock.com.cn

研究员：彭烜

期货从业证号：

F3035416

投资咨询从业证号：

Z0015142

✉：pengxuan_qh@chinastock.com.cn

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询从业证号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

金融衍生品周报
一、本周财经要闻

1. 《求是》杂志发文称，预期管理是宏观经济治理的重要内容，是做好经济工作的重要抓手。巩固拓展经济回升向好势头，既要注重供需平衡调控，也要注重预期管理与引导，不断提高宏观调控效能，提振社会发展信心。要把握好政策实施的时机、力度、节奏，把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，多出有利于稳增长、稳预期的政策，慎重出台可能产生收缩和抑制效应的政策，使政策效果更符合预期。

2. 北京时间 10 月 18 日上午，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，双方围绕落实今年以来两国元首历次通话重要共识，就双边经贸关系中的重要问题进行了坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。

3. 财政部预算司一级巡视员、政府债务研究和评估中心主任李大伟表示，近期，为贯彻落实党中央国务院决策部署，结合当前财政经济运行情况，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方。

4. 中国 9 月出口（以美元计价）同比增长 8.3%，前值增 4.4%；进口增长 7.4%，前值增 1.3%；贸易顺差 904.5 亿美元，前值 1023.3 亿美元。

5. 中国 9 月 CPI 同比下降 0.3%，预期降 0.1%，前值降 0.4%。9 月 CPI 环比上涨 0.1%。中国 9 月 PPI 同比下降 2.3%，预期降 2.4%，前值降 2.9%；环比继续持平。

6. 央行：1-9 个月社会融资规模增量累计为 30.09 万亿元，比上年同期多 4.42 万亿元。1-9 月人民币贷款增加 14.75 万亿元，人民币存款增加 22.71 万亿元。9 月末，M2 同比增长 8.4%，M1 同比增长 7.2%。

7. 财政部：前三季度，全国一般公共预算收入 163876 亿元，同比增长 0.5%，其中，全国税收收入 132664 亿元，同比增长 0.7%；非税收入 31212 亿元，同比下降 0.4%。

8. 最新数据显示，9 月份市场新开融资融券账户 20.54 万户，创本年度最高，环比 8 月（18.30 万户）增长 12.24%，同比去年 9 月（5.29 万户）增长 288%。

9. 美联储主席鲍威尔暗示可能在未来几个月结束缩减资产负债表。他还表示，劳动力市场预期持续恶化，这一信息支撑了投资者对本月再次降息的预期。

10. 美国两家区域银行披露的贷款欺诈案引发市场恐慌，标普区域性银行精选行业指数周四暴跌 6.3%，创下数月来最差单日表现。

11. 特朗普宣布，美国国务卿卢比奥将代表美国出席即将举行的与俄罗斯的会晤。会晤地点和代表团成员尚未确定。特朗普表示，他将在顾问会议结束后在匈牙利布达佩斯与普京

会面，探讨能否结束俄罗斯与乌克兰之间的冲突。

二、投资逻辑

股指期货：本周市场震荡下行，上证 50 指数跌 0.24%，沪深 300 指数跌 2.22%，中证 500 指数跌 5.17%，中证 1000 指数跌 4.62%。沪深两市合计成交 10.9 万亿元，日均成交较上周下降 15.9%。

股指期货随现货回落，主力合约 IH2512 跌 0.34%，IF2512 跌 2.35%，IC2512 跌 5.63%，IM2512 跌 4.43%。IM、IC、IF 和 IH 日均成交分别增加 29.9%、11.9%、12.1%和 16.8%；IC、IF 和 IH 日均持仓分别下降 1.1%、0.3%和 3.2%，IM 日均持仓增加 3.5%。

本周市场震荡加大，周一受贸易摩擦影响大幅低开，之后市场持续反弹，周五市场再度回落，市场情绪受挫、成交下降。银行、煤炭、保险等传统行业大幅上涨，电子、半导体、新能源等科技股跌幅居前。

市场震荡加大与不确定性加大有关。投资者担心贸易紧张局势得不到缓解，并会影响全球经济增长。周四晚间美国两家区域性银行 Zion 和 Western Alliance 各披露了一笔信贷诈骗并提起诉讼，加之几个月前宣布破产的 First Brands 以及 Tricolor 两家汽车产业链公司事件，使投资者担心会引发流动性危机，SOFR-RRP spread 跳升至 29bps，如事态升级可能会使美联储将在本月 FOMC 上宣布停止缩表。AI 投资过热，资本开支可能不及预期等使市场对美股泡沫化有所警惕。无论是黄金价格的大幅上涨，还是美国 VIX 指数飙升，盘中触及了 28.99，创下四月底以来的最高水平，都表明避险需求的提升。

目前，以人工智能产业链为首的科技股连续大幅上涨之后估值处于高位，加之一些券商调整部分科技股融资折抵率，使推动科技股行情的重要力量——融资资金受限，正值季报披露业绩将被证伪，高位波动加大在情理之中。贸易摩擦突然再度升级，港股首当其冲受较大影响，A 股受到映射情绪受阻，股指出现震荡。

周末贸易形势有所缓解，美国区域银行危机也有好转，美股反弹、黄金回落，市场情绪有所稳定，预计股指将继续保持震荡，等待业绩等利好的落地。

金融期权：本周 A 股市场普跌，市场风险偏好回落，日均成交缩量。宽基指数分化，大市值类指数韧性较强。

期权方面，本周期权成交量表现分化，科技类 ETF 期权成交相对活跃。创业板 ETF 期权和科创 50ETF 期权日均成交量超 250 万张。期权隐波方面，本周市场风偏普遍回落，期权隐波与标的走势呈现负相关，周五多数期权标的 ETF 跌幅不小，隐波中枢反弹。但由于前期多数期权品种隐波中枢不低，波动率微笑以平移为主。波动率卖方策略本周除 50ETF 期权以外普遍亏损。

近期市场情绪切换较快，导致标的日内反转相对频繁，同时隐波弹性较高。期权卖方策略建仓仍需谨慎。

	近 5 天回报%	近 20 天回报%	年化收益%	年化波动%	夏普	日度胜率%	最大回撤%
50ETF 卖跨式	0.076	1.882	6.93	7.263	0.954	71.343	-8.939
50ETF 卖近买远	0.15	1.381	3.86	3.208	1.203	71.045	-3.854
300ETF(沪市) 卖跨式	-0.789	0.624	4.614	9.049	0.51	68.358	-11.429
300ETF(沪市) 卖近买远	-0.427	0.316	2.899	4.803	0.604	67.761	-5.983
500ETF(沪市) 卖跨式	-2.084	0.417	1.2	11.052	0.109	68.209	-17.689
500ETF(沪市) 卖近买远	-1.287	0.179	2.735	5.496	0.498	67.761	-6.966
创业板 ETF 卖跨式	-0.647	3.695	0.607	14.091	0.043	68.657	-19.48
创业板 ETF 卖近买远	-0.481	2.128	3.276	5.243	0.625	66.418	-6.769
深 100ETF 卖跨式	-1.647	0.912	3.475	9.691	0.359	67.612	-12.671
深 100ETF 卖近买远	-1.086	0.516	2.505	4.63	0.541	60.896	-5.303
科创 50ETF 卖跨式	-0.33	5.699	-3.54	20.243	-0.175	66.96	-30.102
科创 50ETF 卖近买远	-0.204	3.876	-2.302	12.813	-0.18	63.445	-16.733
中证 1000 指数 卖跨式	-0.631	2.419	-1.538	12.259	-0.125	66.716	-20.198

国债期货：本周期债震荡走强，截止周五收盘，2 年期主力合约周+0.03%，5 年期主力合约+0.12%，10 年期主力合约周+0.31%，30 年期主力合约周+1.62%。现券方面，主要期限国债收益率多数下行，其中超长端表现较为强势，30Y 活跃券较上周五大幅下行逾 8bp。

数据方面，本周部分 9 月宏观数据率先公布。按美元计，9 月我国出口同比+8.3%，较上月上行 3.9 个百分点。出口增速回升部分源自去年同期低基数的贡献，同时也继续体现出即便外部环境有所反复，当前外需韧性仍然较强。

分出口目的地看，地缘因素扰动下，9 月对美直接出口同比-27.0%，改善有限。但对欧盟、东盟出口保持稳健，同比分别+14.2%、+15.6%，延续两位数的增速。而与部分新兴市场贸易联动加强仍是结构上的最大亮点，其中对非洲出口同比+56.4%，增幅仍较为显著。

价格指数亮点不多。核心 CPI 同比+1.0%，创年内新高，但这其中相当一部分贡献还是来自于黄金饰品等珠宝价格大幅走高带来的影响。工业品方面，低基数效应是推动 PPI 同比降幅继续收窄的主要原因。但一方面 PPI 环比+0.0%，与上月持平，指向工业品价格整体修复动能有所放缓。另一方面，去年 10 月起工业品价格基数受政策利好提振有所跳升，在此情况下，我们认为不排除年内 PPI 同比降幅再度阶段性走扩的可能性。

金融数据稍显分化，政府部门推动的信用扩张速度继续放缓，并对存款派生也构成一定扰动。但 9 月 M1 同比+7.2%，较上月进一步上行了 1.2 个百分点，明显超出预期，**货币活化程度上升是近期宏观数据中的最大亮点。**

M1 增速走扩的原因可能与季末存款结构上的变化有关。我们看到 9 月非银金融机构存款、财政存款均出现超季节性回落，并可能暂以活期存款的方式回流企业和居民部门。与此同时，人民币表现较为强势的情况下，9 月私人部门结汇意愿加大或也带来了更多活化资金。历史数据显示，M1 增速反弹对于价格指数具有一定领先性，建议关注这种领先性后续是更多体现在实体经济层面还是金融资产层面。

流动性方面，本周央行公开市场开展 6331 亿元逆回购和 6000 亿元 6 个月期买断式逆回购操作，全口径净回笼 6979 亿元资金。不过，市场资金面整体仍均衡偏松，周内波动相对有限。截至周五收盘，DR001、DR007 分别在 1.3195%、1.4085%，处于年内低位。后续来看，税期前，预计资金面整体偏松态势仍有望延续。

消息面上，为反制美国对华采取海事、物流和造船业 301 调查措施，继上周收紧稀土供应后，本周商务部又公布了《关于对韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司采取反制措施的决定》。与此同时，美国两家区域银行披露的贷款欺诈案也一度引发恐慌，并带动内、外市场风险偏好进一步有所回落。

对于前者，临近周末，中美双方已释放出继续沟通的意愿，短期内市场担忧已有所缓和。而对于后者，我们倾向于认为与 2023 年的硅谷银行相比，本次事件涉及的资金规模以及两家银行负债端稳定性上都有较大不同，事件进一步发酵的可能性偏低。

综合来看，已公布的月度宏观数据有喜有忧，市场并未过度交易。我们认为这一方面还是由于投资者更多聚焦于即将公布的“十五五”规划上；另一方面，近期高频数据整体较为平稳，且政策层面也从多个渠道继续释放稳增长信号，包括周五财政部新闻发布会上再次从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方（规模与去年持平）。

本周市场风险偏好的起伏是债市走强的重要驱动。尤其是随着外部扰动再起，且 30Y-10Y 期限利差处于近 3 年偏高分位水平的情况下，部分超长债现券空头可能择机离场，从而带动 TTL 合约反弹幅度较大。

短期内，投资者对消息面扰动或仍较为敏感，一是中美关税争端走向，二是债基赎回费率新规落地情况。目前市场对新一轮关税加征最终落地普遍持怀疑态度，而若赎回新规征求意见稿没有明显修改，则仍会给债市带来阶段性的利空扰动。在此情况下，叠加重要会议临近，政策预期尚存，我们对期债进一步反弹的高度持相对谨慎态度。

当然，保留一定多头头寸对冲宏观预期差的必要性也仍在。操作上，上周多单短线加仓后，可考虑逢高再次部分止盈。套利方面，近期收益率曲线斜率有所趋平且资金面进一步回落空间有限，建议可适度关注做空当季-次季跨期价差机会，但需留意市场预期的潜在波动。

交易策略：股指期货，震荡运行；国债期货，前期多单适量止盈，关注潜在的跨期套利机会

风险因素：内、外政策变化超预期，地缘政治因素，通胀超预期

三、数据图表呈现

图1：IF成交和持仓变化

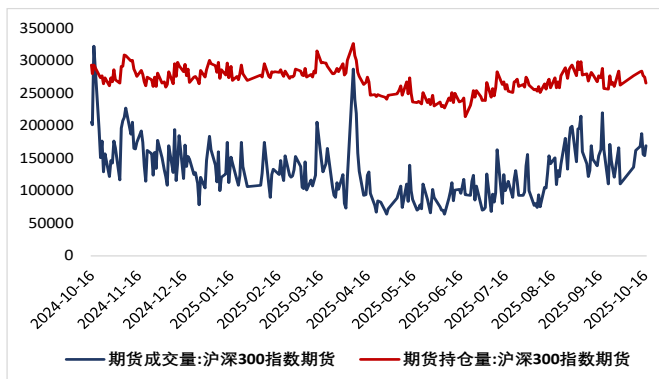
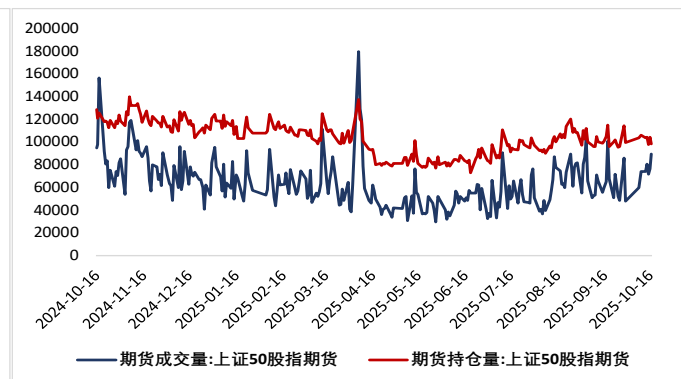


图2：IH成交和持仓变化



数据来源：Wind、银河期货

图3: IC成交和持仓变化

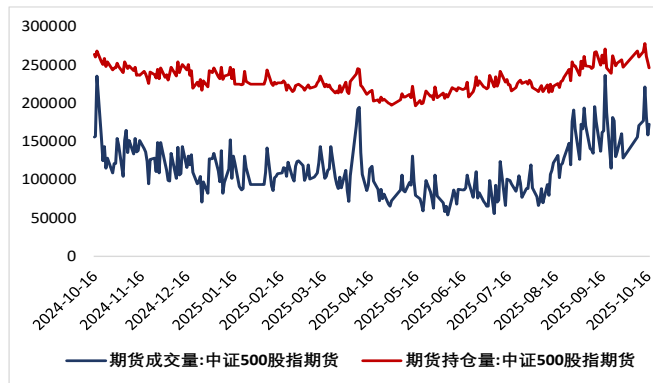
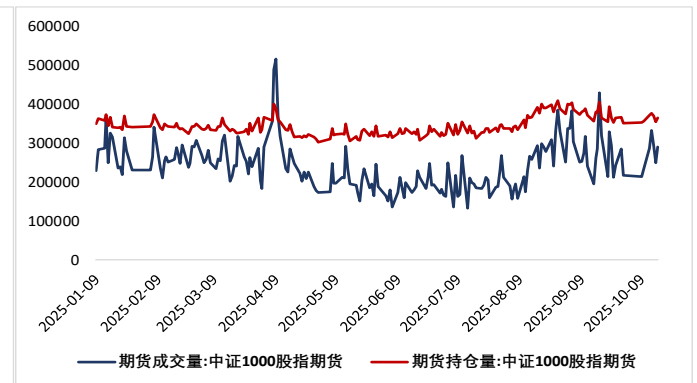


图4: IM成交和持仓变化

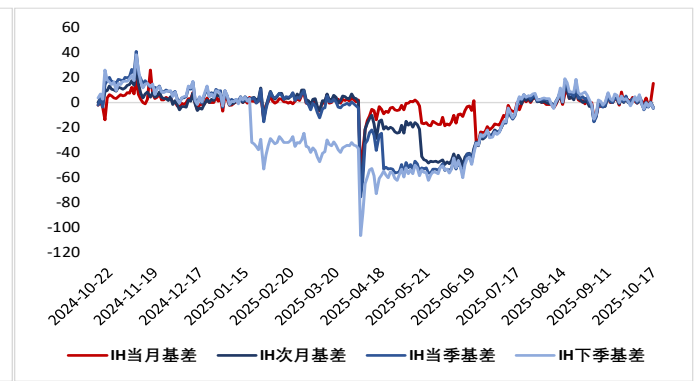


数据来源: Wind、银河期货

图5: IF基差变化



图6: IH基差变化



数据来源: Wind、银河期货

图7: IC基差变化

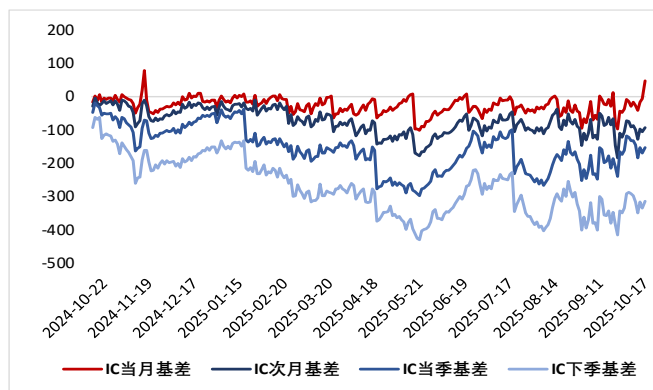
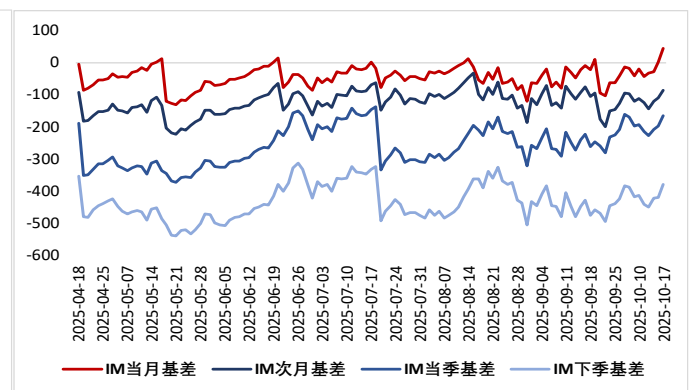


图8: IM基差变化



数据来源: Wind、银河期货

图9: 南向资金变动情况

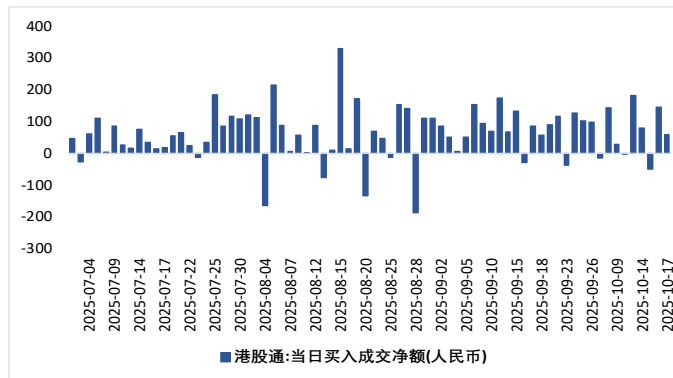
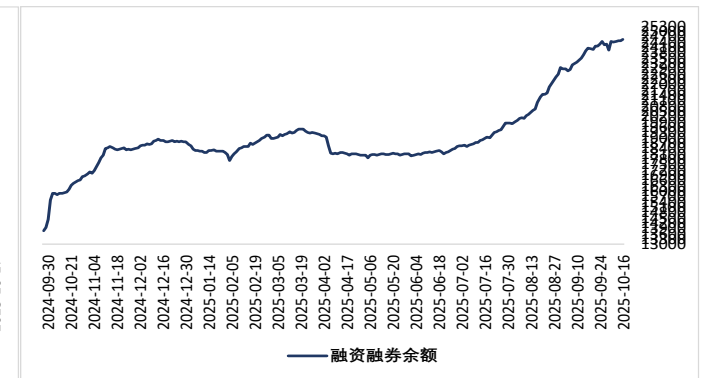


图10: 融资融券余额 (截至上一易日)



数据来源: Wind、银河期货

图11: 市盈率变化

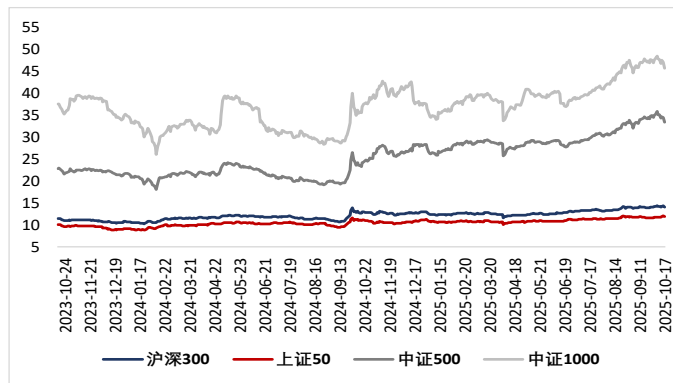
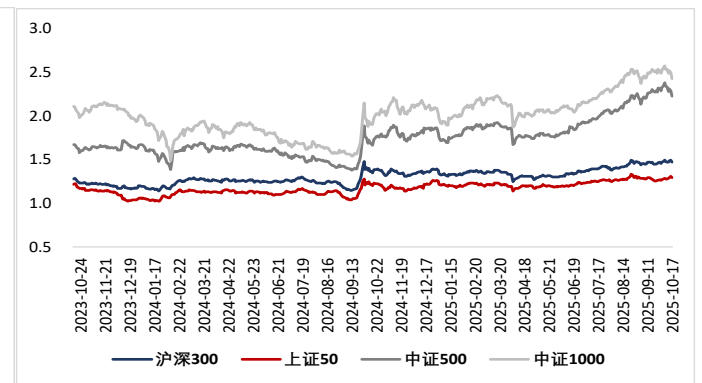


图12: 市净率变化



数据来源: Wind、银河期货

图13: 50、300和500ETF期权隐含波动率

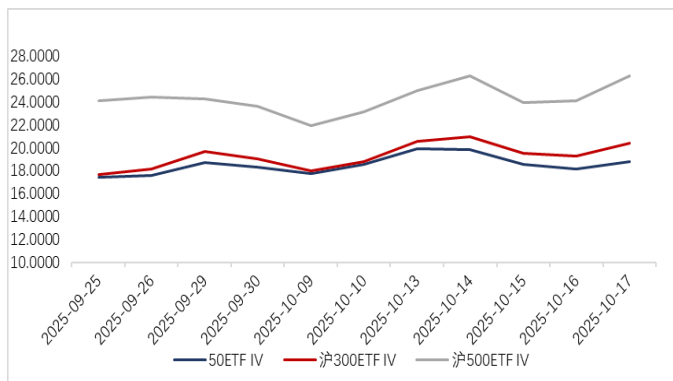
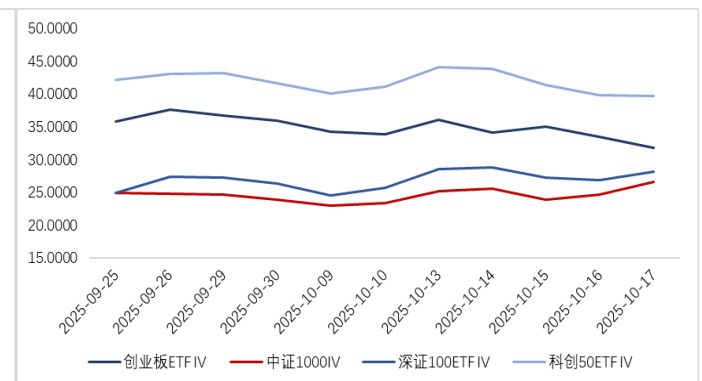


图14: 中证1000指数和创业板、深证100科创50ETF期权隐含波动率



数据来源: Wind、银河期货

图15: 各品种期权周度持仓变化

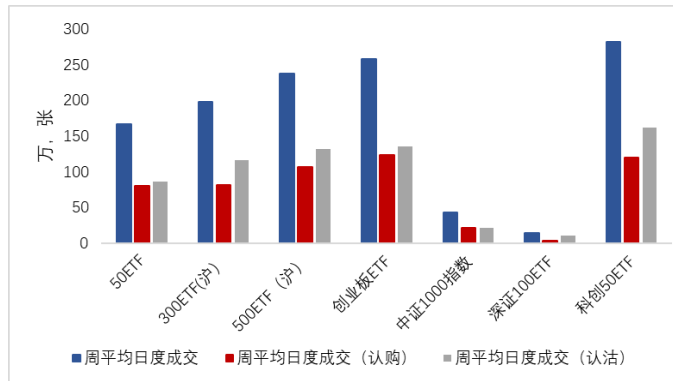
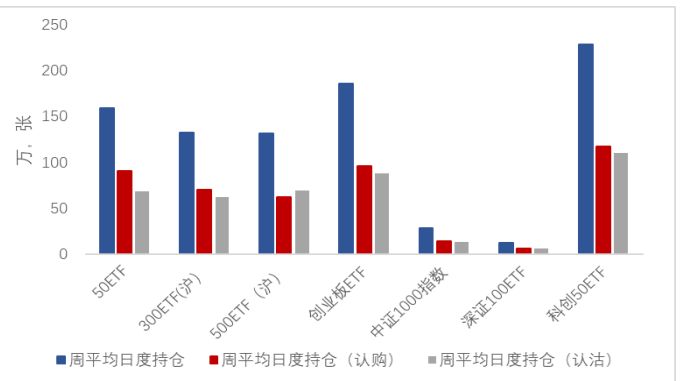


图16: 各品种期权周度成交变化



数据来源: Wind、银河期货

图17: 两年期国债期货成交与持仓量

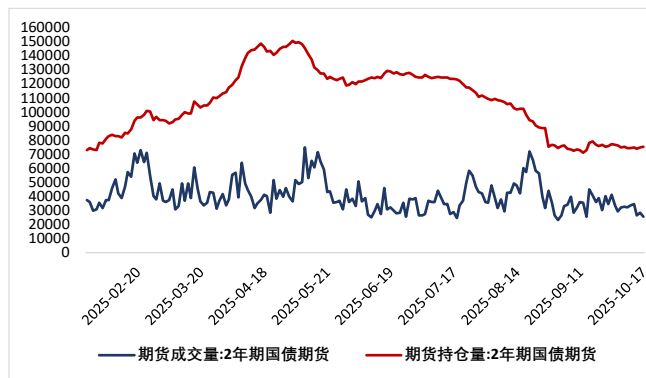
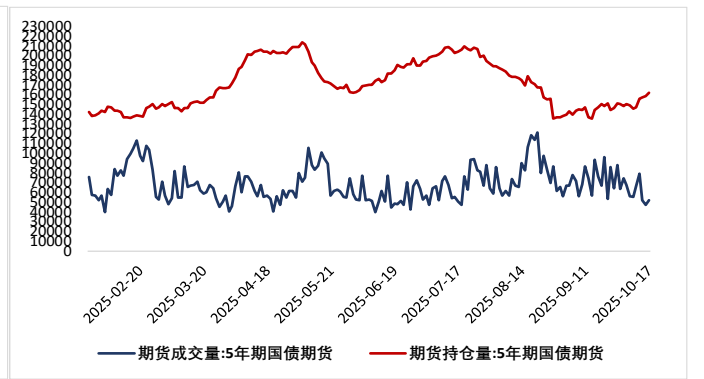


图18: 五年期国债期货成交与持仓量



数据来源: Wind、银河期货

图19: 十年期国债期货成交与持仓量

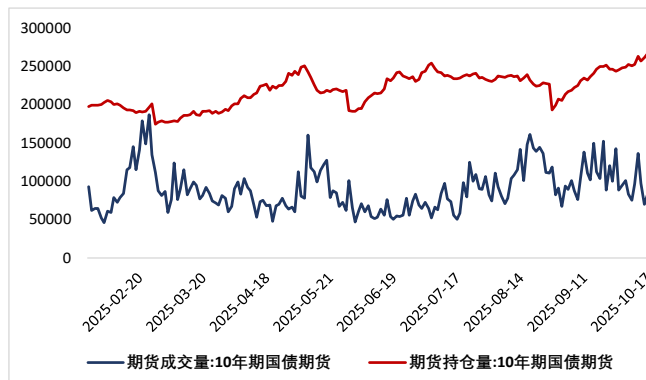
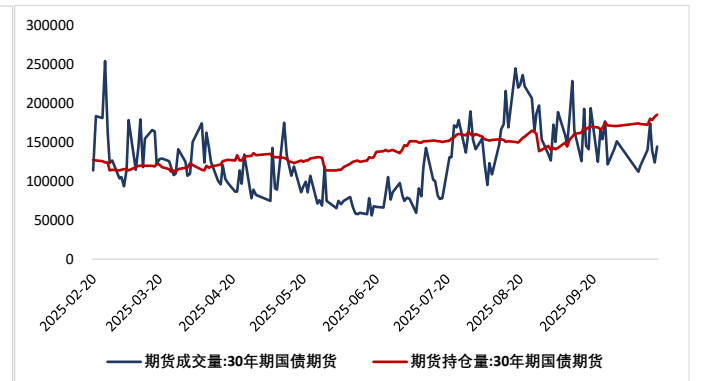


图20: 三十年期国债期货成交与持仓量



数据来源: Wind、银河期货

图21：两年期国债期货合约间价差

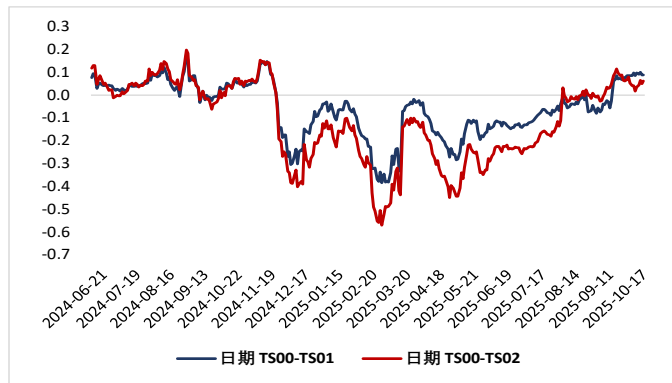
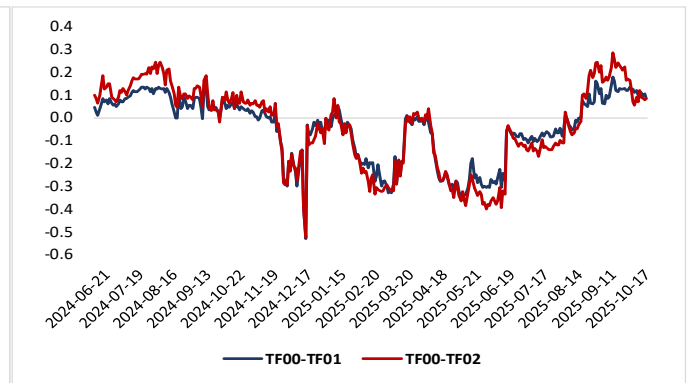


图22：五年期国债期货合约间价差



数据来源：Wind、银河期货

图23：十年期国债期货合约间价差

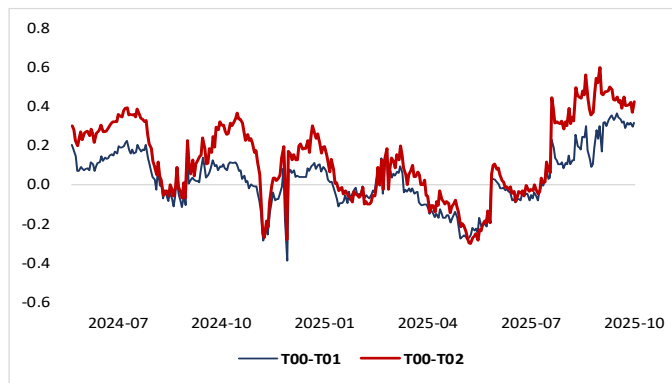
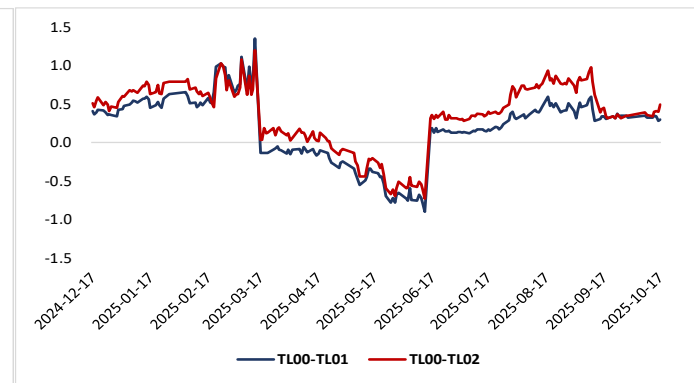


图24：三十年期国债期货合约间价差



数据来源：Wind、银河期货

图25：存款类机构质押式回购加权利率

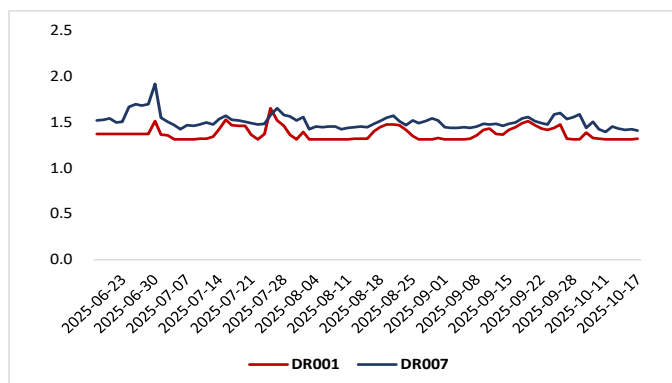
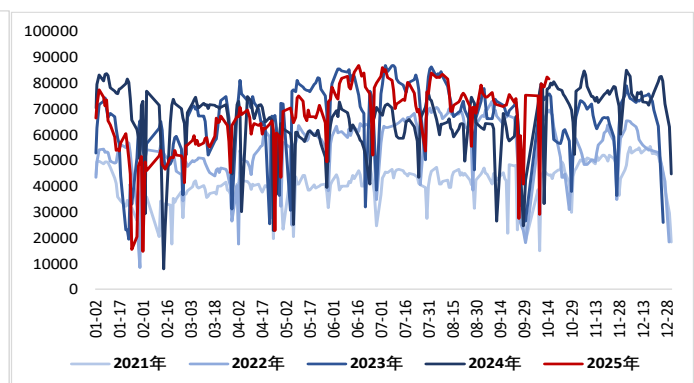


图26：银行间机构质押式回购成交量

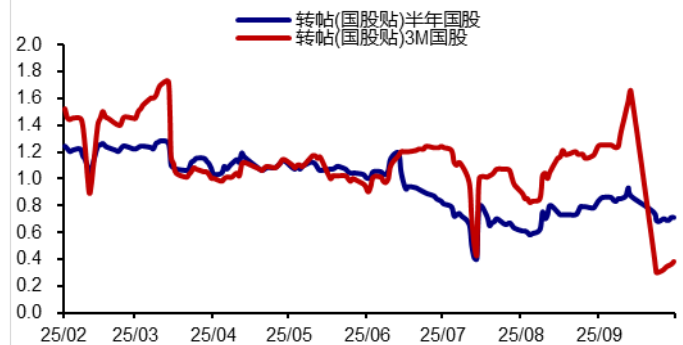


数据来源：Wind、银河期货

图27: 同业存单发行利率



图28: 国股银票转贴现利率曲线



数据来源: Wind、银河期货

图29: 国债到期收益率 (中证)

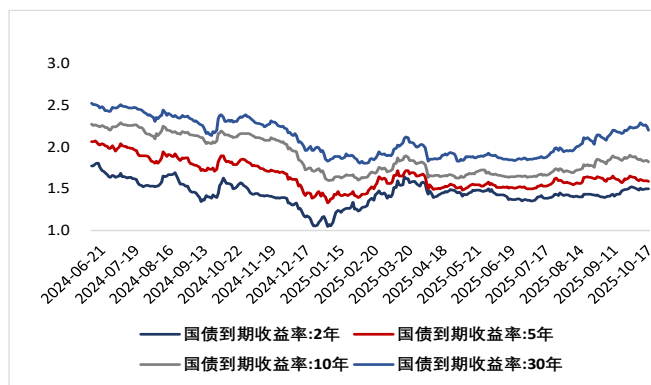
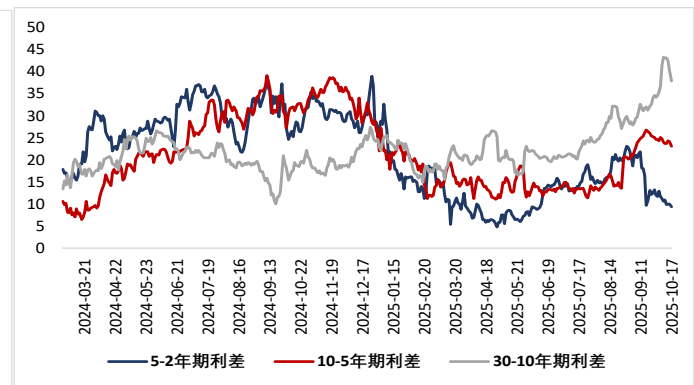


图30: 国债期限利差 (中证)



数据来源: Wind、银河期货

图31: 国债收益率曲线变化 (中证)

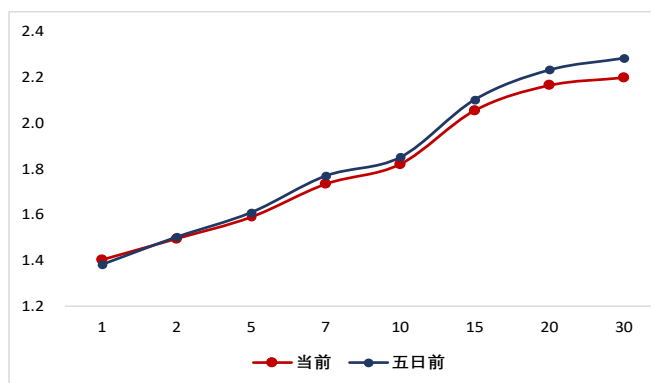
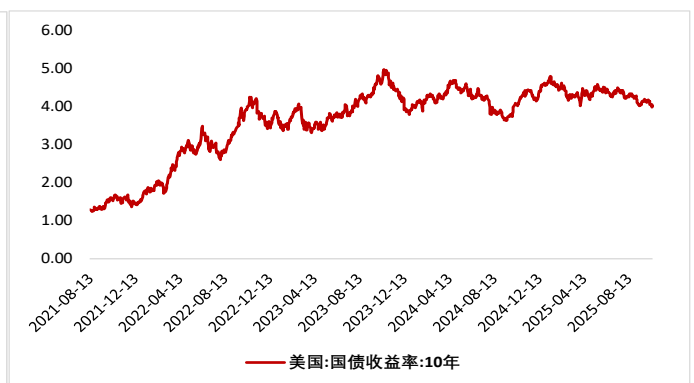


图32: 美国10年期国债收益率



数据来源: Wind、银河期货

图33：10年期中美国债利差

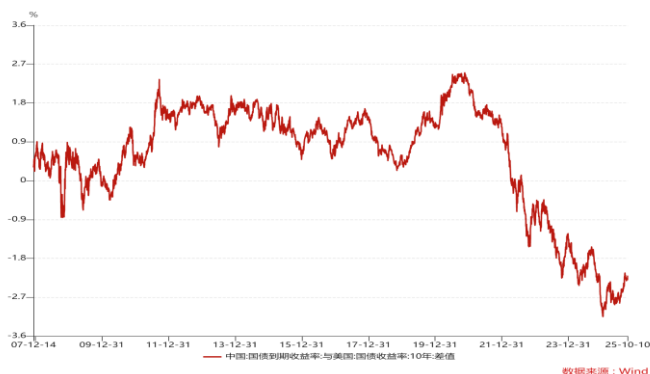


图34：人民币兑美元离岸价



数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个

人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799