

## 金融组

电话: 0571-85103057  
邮编: 310000  
地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号  
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

## 2025 年 10 月金融市场展望-- 看涨情绪回归中性，降低风险暴露

### 观点摘要:

#### 股指期货:

9 月，中国宏观经济延续稳中向好态势，制造业 PMI 逐步走强。中证 500 股指和沪深 300 股指月度涨幅领先，除上证 50 股指外三大股指 21 天滚动实现波动率在 9 月上升，四大股指夏普率均在 9 月大幅下行。综合看，9 月小盘股指的风险 VaR 值指标小幅转弱，沪深 300 股指表现相对突出，建议 10 月持有 IF 的多头交易。价差方面，推荐持有 IC 和 IM 股指基差做空策略。比价方面，我们建议在 10 月持有 IF/IC 多头仓位。

#### 股指期权:

I0、H0 平值隐含波动率均在 9 月回落，M0 隐含波动率走平。三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构，前端贴水。I0 的认沽认购比在 9 月震荡小幅上行，显示 I0 看多情绪较为领先。C-P（价值状态 10%）偏度和 C-P（价值状态 5%）偏度下行接近 0 轴，显示近期乐观情绪回归中性。建议 10 月持有 I0 的次近月牛市价差。

#### 国债期货:

9 月，中国国债收益率曲线整体上移，10 年和 1 年期限价差出现反弹，四大期限国债期货主力合约月度下跌。近期国债市场的调整主要受季度末资金流动性收紧和强劲的风险情绪驱动，央行仍保留充分的政策操作空间。展望 10 月，国债利率可能小幅回落，随后利率走势预计进入箱体震荡，建议小幅增持国债期货多头。

#### 风险点:

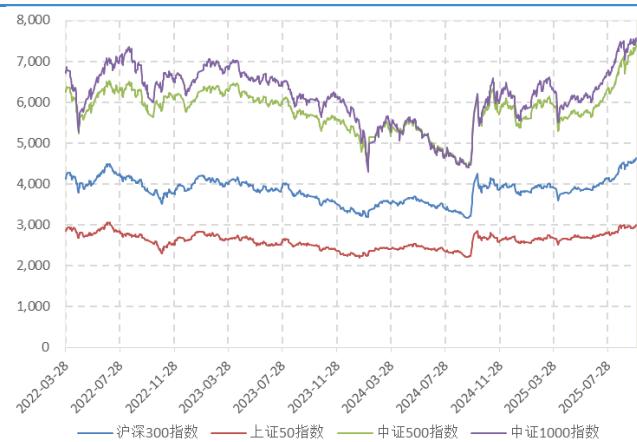
- 1、地缘政治风险；2、美国债务上限；3、美联储政策变动

## 一、行情回顾

2025年9月，中国宏观经济延续稳中向好态势，制造业PMI逐步走强，工业生产保持韧性，新能源、高端制造等领域增长显著，消费持续回暖零售增长。总体来看，宏观政策协同发力，经济结构持续优化，前三季度的经济表现为实现全年增长目标奠定坚实基础。截至9月29日，中证500股指和沪深300股指月度涨幅领先，四大股指21天滚动实现波动率总体上升，四大股指夏普率总体在9月出现回落。中国国债收益率曲线整体上行，收益率曲线斜率呈现熊陡，国债10年期和1年期利差小幅反弹，四大期限国债期货主力合约月度收跌。

图 1：股指期货主力合约

单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

图 2：国债期货主力

单位：点



数据来源：Wind 新世纪期货

## 二、经济基本面

8月份，全国居民消费价格同比下降0.4%。其中，城市下降0.3%，农村下降0.6%；食品价格下降4.3%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降1.0%，服务价格上涨0.6%。1—8月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。8月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市持平，农村上涨0.1%；食品价格上涨0.5%，非食品价格下降0.1%；消费品价格上涨0.1%，服务价格持平。8月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.9%，降幅比上月收窄0.7个百分点，环比由下降0.2%转为持平。工业生产者购进价格同比下降4.0%，环比持平。1—8月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.9%，工业生产者购进价格下降3.3%。8月份，工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降3.2%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约2.40个百分点。其中，采掘工业价格下降11.5%，原材料工业价格下降4.1%，加工工业价格下降2.2%。

8月末，广义货币(M2)余额331.98万亿元，同比增长8.8%。狭义货币(M1)余额111.23万亿元，同比增长6%。流通中货币(M0)余额13.34万亿元，同比增长11.7%。前八个月净投放现金5208亿元。8月末，本外币贷款余额273.02万亿元，同比增长6.6%。月末人民币贷款余额269.1万亿元，同比增长6.8%。8月份，经常项下跨境人民币结算金额为1.47万亿元，其中货

物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 1.11 万亿元、0.36 万亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 0.61 万亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 0.24 万亿元、0.37 万亿元。

9 月份，制造业采购经理指数为 49.8%，比上月上升 0.4 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.6%，比上月上升 0.1 个百分点，我国经济总体产出扩张略有加快。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数均高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。9 月份，非制造业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点，位于临界点，非制造业业务总量总体稳定。9 月份，综合 PMI 产出指数为 50.6%，比上月上升 0.1 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张继续加快。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 51.9% 和 50.0%。

8 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 93.05。1—8 月份，全国房地产开发投资 60309 亿元，同比下降 12.9%（按可比口径计算，详见附注 6）；其中，住宅投资 46382 亿元，下降 11.9%。1—8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 643109 万平方米，同比下降 9.3%。其中，住宅施工面积 448460 万平方米，下降 9.6%。房屋新开工面积 39801 万平方米，下降 19.5%。其中，住宅新开工面积 29304 万平方米，下降 18.3%。房屋竣工面积 27694 万平方米，下降 17.0%。其中，住宅竣工面积 19876 万平方米，下降 18.5%。8 月末，商品房待售面积 76169 万平方米，比 7 月末减少 317 万平方米。其中，住宅待售面积减少 307 万平方米。1—8 月份，房地产开发企业到位资金 64318 亿元，同比下降 8.0%。

图 3：CPI 与 PPI 当月同比

单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 4：M1、M2 与社融当月同比

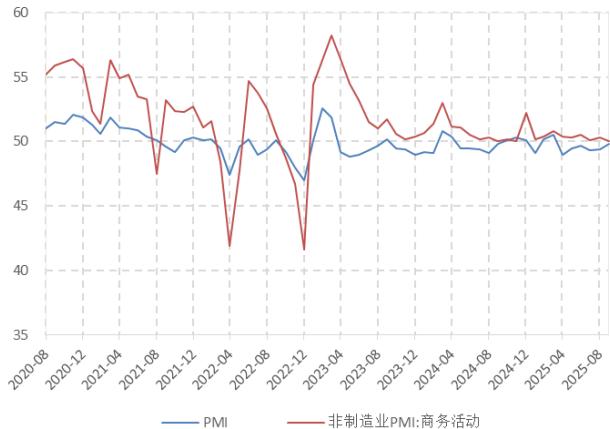
单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 5：PMI 与非制造业 PMI

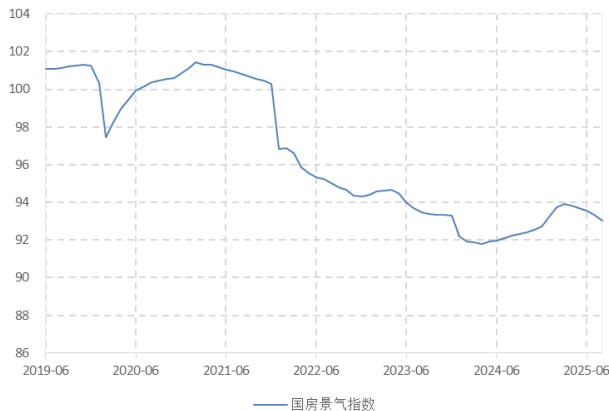
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 6：国房景气指数

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

### 三、股票指数

#### 1、股指分析

截至 9 月 29 日的行情观察，四大股指在 9 月小幅分化，中证 500 股指和沪深 300 股指月度涨幅领先。具体分项分析，沪深 300 股指累计收益率为 2.74%，最大回撤-3.5%，偏度 0.2，超峰度-0.01；上证 50 股指累计收益率为-0.11%，最大回撤-2.8%，偏度-0.28，超峰度-0.14；中证 500 股指累计收益率为 4.35%，最大回撤-5.9%，偏度 0.13，超峰度-0.47；中证 1000 股指累计收益率 0.795%，最大回撤-6.2%，偏度 0.04，超峰度-0.71。

除上证 50 股指外，三大股指 21 天滚动实现波动率在 9 月上升。其中，沪深 300 股指 21 天滚动年化波动率接近 17.05%，上证 50 股指达到 12.56%，中证 500 股指为 23.43%，中证 1000 股指为 23.05%。四大股指夏普率均在 9 月大幅下行。分项上看，沪深 300 股指滚动 21 天年化夏普率下行 6.67 至 1.9，上证 50 股指下行 5.63 至-0.11，中证 500 股指下行 6.87 至 2.18，中证 1000 股指下行 7.6 至 0.41。

风险方面，混合法 VaR (Hybrid approach VaR, lambda@0.94, confidence\_level@95%) 分析，沪深 300 股指为-1.18%，上证 50 为-1.47%，中证 500 股指为-1.49%，中证 1000 股指为-1.9%。根据一年期滚动 95% Expected shortfall (又称: 条件 VaR) 分析，沪深 300 股指为-3.05%，上证 50 为-2.65%，中证 500 股指为-3.75，中证 1000 股指为-4.2%。

综合看，9 月小盘股指的风险 VaR 值指标小幅转弱，沪深 300 股指表现相对突出，建议 10 月持有 IF 的多头交易。

图 7: 21 天滚动年化波动率

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 9: Hybrid VaR

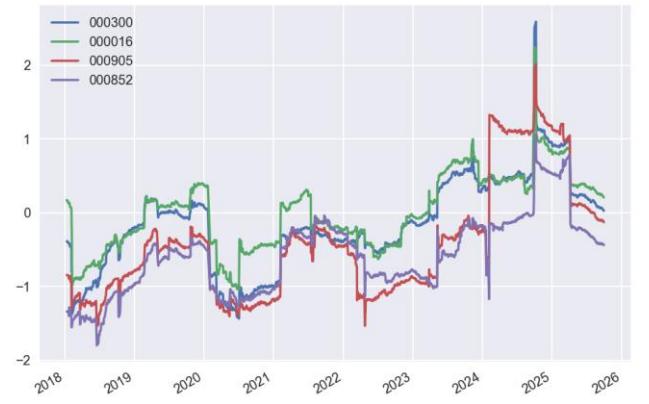
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 11: 一年期滚动偏度

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

## 2、股指期货基差与价差分析

截至 9 月 29 日, IH 主力合约基差下行, IF、IC 和 IM 主力合约基差均上行。目前, IF 主力合约基差为 11.25, IH 主力合约基差为 -12.36, IC 主力合约基差为 139.96, IM 主力合约基差为 181.03, 箱图中的红点表示最新基差数据。本月度内, 中小盘股指基差均处于近 5 年来的偏高位置, IC 和 IM 基差显著处于高位, 建议 10 月做空 IC 和 IM 股指基差。

截至 9 月 29 日, 股指期货主力合约比价中 IF/IC 和 IH/IC 月度小幅回落, IF/IH 最新录得

图 8: 21 天滚动年化夏普率

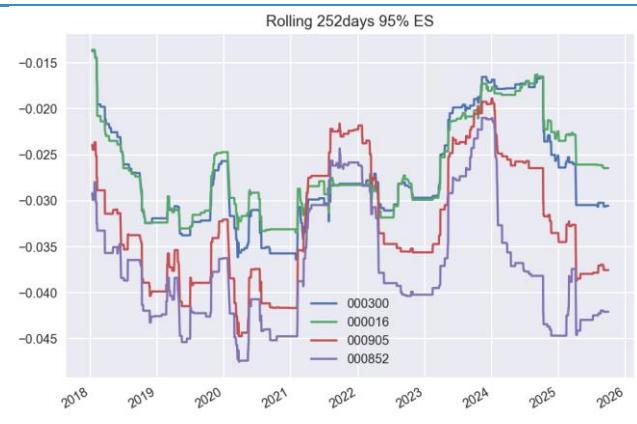
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: 一年期滚动 95% Expected Shortfall

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 12: 一年期滚动超峰度

单位: 点

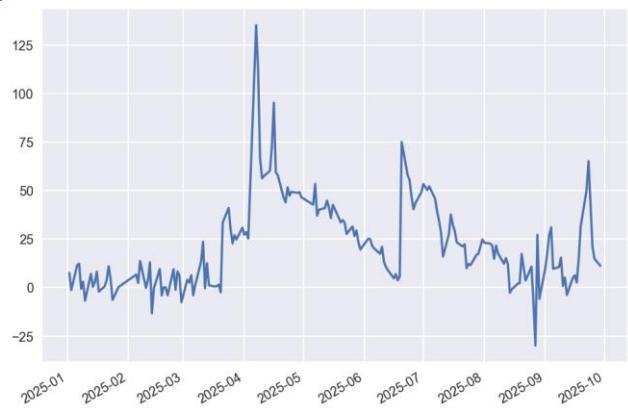


数据来源: Wind 新世纪期货

1.54, IF/IC 最新数据为 0.64, IF/IM 为 0.63, IH/IC 取得 0.414, IH/IM 达到 0.408, IC/IM 为 0.985。从 252 天滚动比价分位数分析, IF/IH 位于 99% 分位数, IF/IC 位于 4.3% 分位数, IH/IC 位于 2.9% 分位数, 目前建议在 10 月持有 IF/IC 多头仓位。

图 13: IF 主力基差

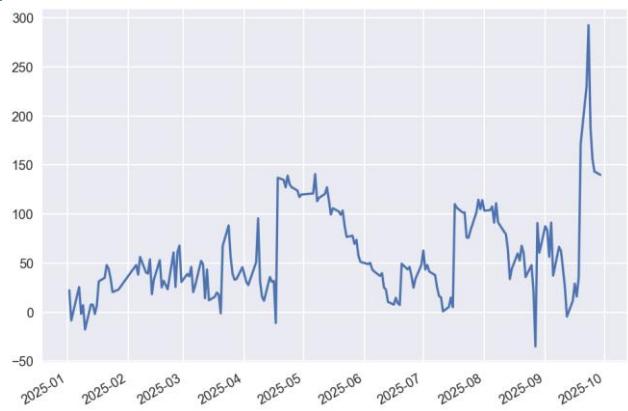
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 15: IC 主力基差

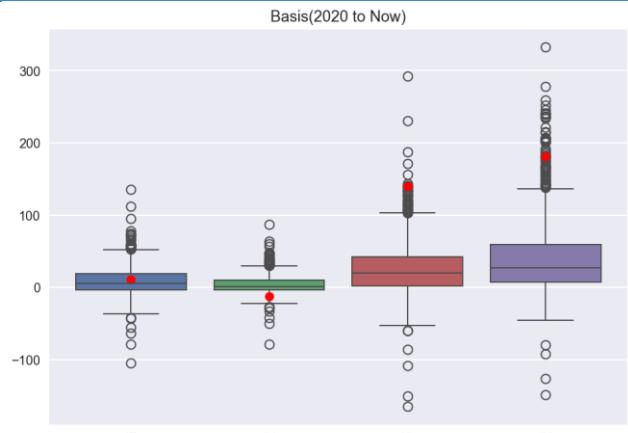
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: 股指基差箱图

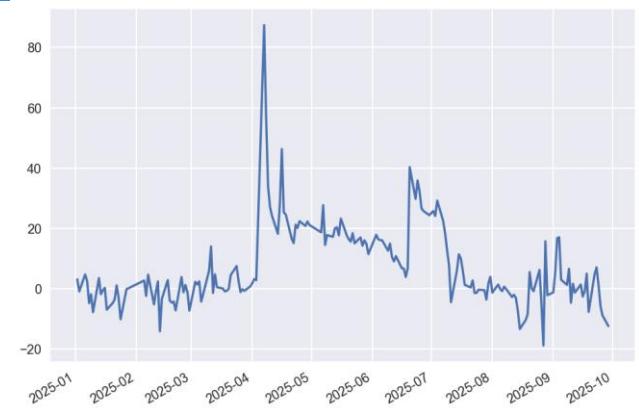
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: IH 主力基差

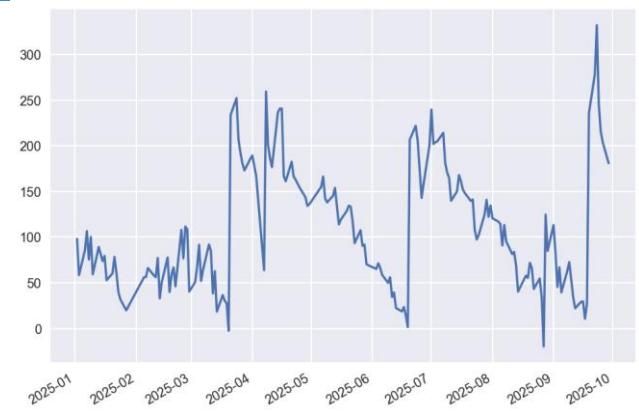
单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: IM 主力基差

单位: 点



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: 股指期货主力合约比价

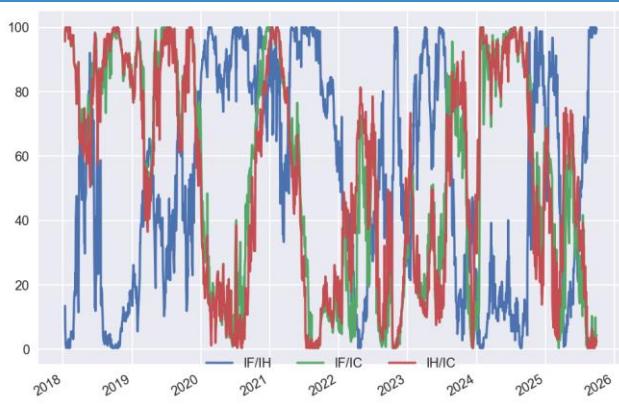
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19：252 天滚动比价分位数

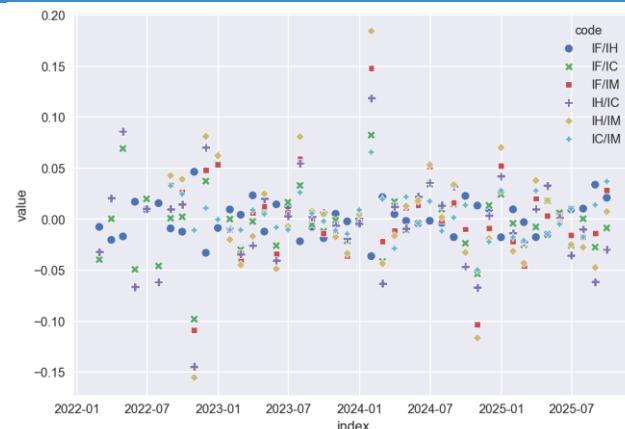
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 20：比价月度收益率

单位: %



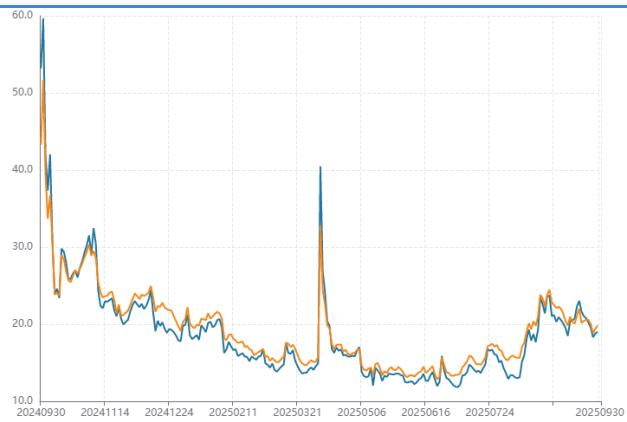
数据来源: Wind 新世纪期货

### 3、股指期权分析

截止 9 月 30，根据 I0、HO 和 MO 平值隐含波动率显示，I0、HO 平值隐含波动率均在 9 月回落，MO 隐含波动率走平。当前，三大股指期权平值隐含波动率期限结构形成 Contango 结构，前端贴水。从认沽认购比角度分析，I0 的认沽认购比在 9 月震荡小幅上行，HO 回落后于本月下旬上行，MO 认股认购比震荡下行，显示 I0 看多情绪较为领先。9 月，C-P（价值状态 10%）偏度和 C-P（价值状态 5%）偏度下行后接近月末出现反弹迹象，目前位于 0 轴附近，显示近期乐观情绪中性。根据期权成交结构分析，I0 成交结构显示沪深 300 股指的近期震荡区间下方可站稳于 4400 一线，上方阻力位至 4750 一线。MO 合约成交结构显示市场认为中证 1000 股指主要运行区间位于 7300 一线，上方阻力位于 7700 一线。HO 合约成交结构显示市场认为上证 50 股指近期下方可站稳于 2850 一线，上方阻力位仍位于 3000 一线。股指期权方面，建议持有 I0 的次近月牛市价差，区间可参考前述的支撑阻力位。

图 21：I0 期权隐含波动率

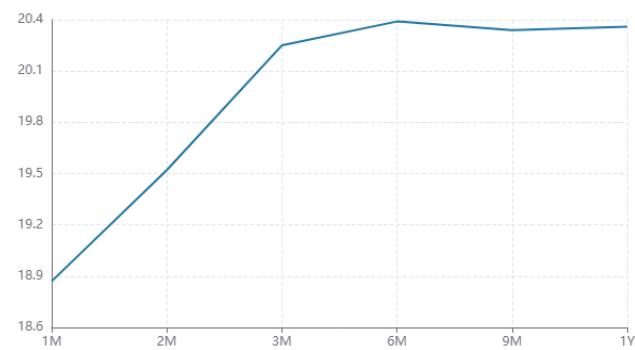
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

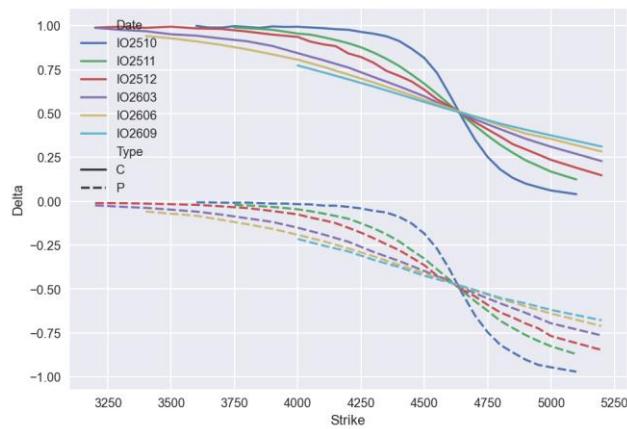
图 22：I0 隐含波动率期限结构

单位: %



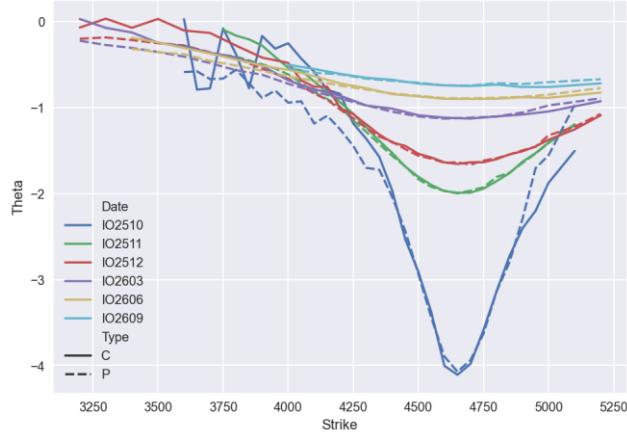
数据来源: Wind 新世纪期货

图 23：沪深 300 股指期权 Delta



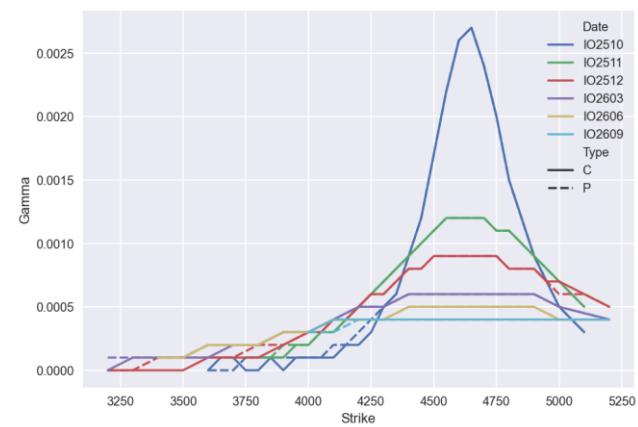
数据来源: Wind 新世纪期货

图 25：沪深 300 股指期权 Theta



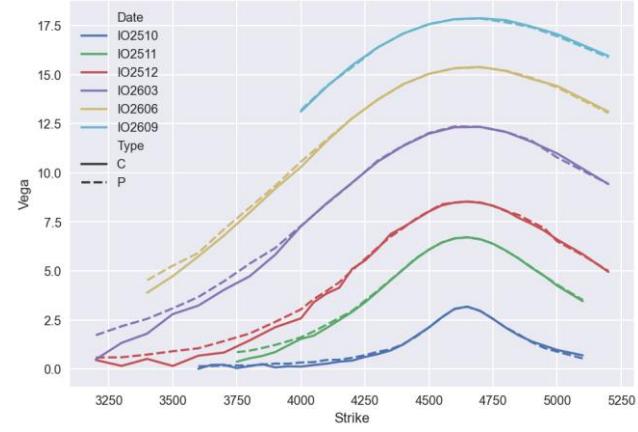
数据来源: Wind 新世纪期货

图 24：沪深 300 股指期权 Gamma



数据来源: Wind 新世纪期货

图 26：沪深 300 股指期权 Vega



数据来源: Wind 新世纪期货

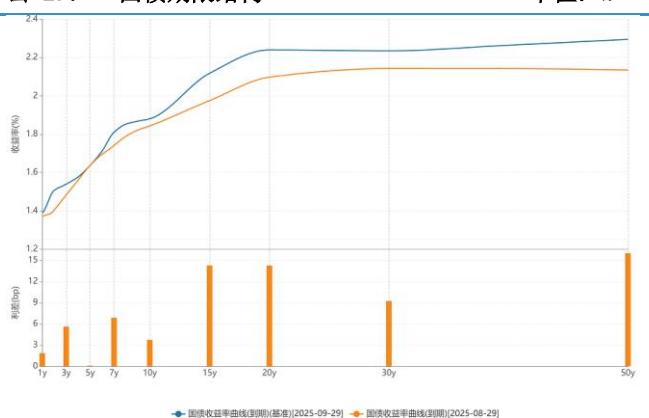
## 四、债券利率

美联储在 9 月议息会议上宣布将联邦基金利率区间下调 25 个基点，调整后目标水平为 4%-4.25%。会后声明显示，尽管通胀呈反弹迹象，但劳动力市场下行风险正在加剧。值得注意的是，根据经济预测摘要(SEP)的中位数预期，以 10 比 9 的微弱多数票数显示 2025 年将实施三次降息，随后 2026 年与 2027 年各降息一次，最终利率将触及 3.125%，长期利率中值预测仍锚定 3.0%。中值预测显示整个预测期内 GDP 增速上调，2026 年通胀上升，且 2026-2027 年失业率下降。我们认为本次降息标志着新一轮宽松周期的开启，点阵图中位数预示年内将进行三次降息，超出市场此前预期的两次。我们认为美国就业市场的疲软程度已超出失业率上升所反映的情况，并将此次降息定义为应对劳动力市场风险的预防性举措，而这类保险式降息往往表现为连续性的政策操作。

9 月，中国国债收益率曲线整体上移，10 年和 1 年期限利差出现反弹，债券市场收益率曲线呈现熊市陡峭化特征。中国人民银行货币政策委员会召开 2025 年第三季度例会，延续第二季

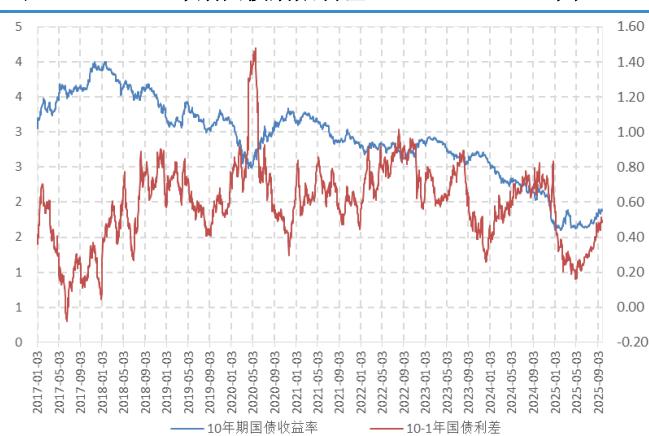
度货币政策报告的基调，维持了宽松的政策取向，并着重强调要确保已出台政策的有效落地。在10月下旬中央政治局会议临近的背景下，央行对经济增长前景的审慎表述，为四季度政策宽松预期的逐步升温提供了合理解释，我们认为四季度存在政策利率和存款准备金率的下调窗口。如果届时经济数据表现出色，全年经济增速可实现既定目标，也存在政策按兵不动的可能性。近期国债市场的调整主要受季度末资金流动性收紧和强劲的风险情绪驱动，若收益率持续上行，央行仍保留充分的政策操作空间。展望10月，国债利率可能小幅回落，随后利率走势预计进入箱体震荡，建议小幅增持国债期货多头。

图 27：国债期限结构



数据来源：Wind 新世纪期货

图 29：10-1 年期国债期限利差



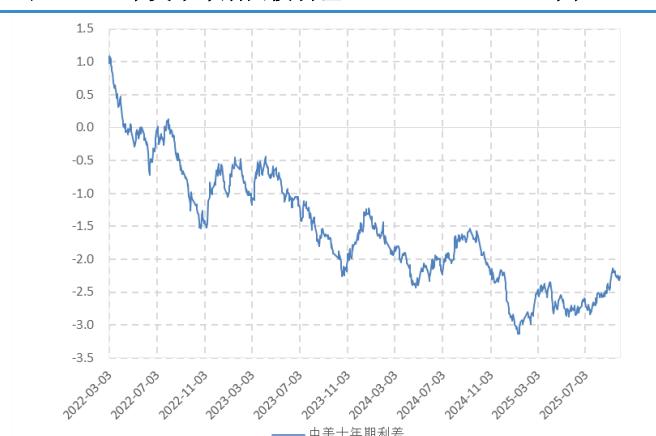
数据来源：Wind 新世纪期货

图 28：全球主要国家十年期国债



数据来源：Wind 新世纪期货

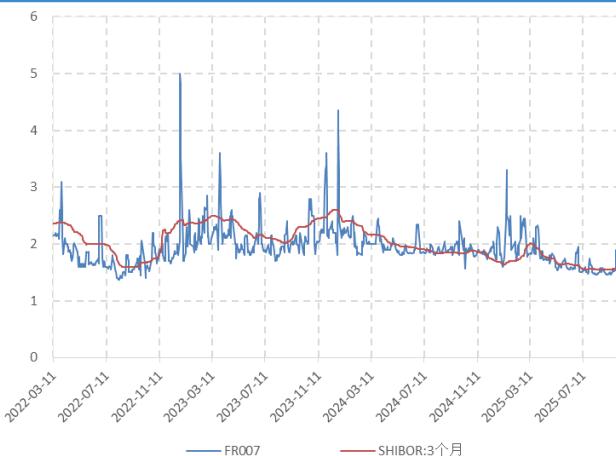
图 30：中美十年期国债利差



数据来源：Wind 新世纪期货

图 31：FR003 与 SHIBOR3M 走势

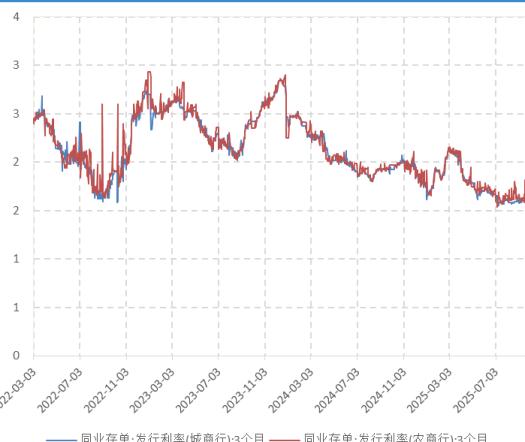
单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

图 32：同业存单利率

单位: %



数据来源: Wind 新世纪期货

## 五、小结与交易策略

当前，四大股指在 9 月小幅分化，中证 500 股指和沪深 300 股指月度涨幅领先。除上证 50 股指外，三大股指 21 天滚动实现波动率在 9 月上升，四大股指夏普率均在 9 月大幅下行。综合看，9 月小盘股指的风险 VaR 值指标小幅转弱，沪深 300 股指表现相对突出，建议 10 月持有 IF 的多头交易。基差交易方面，IC 和 IM 股指基差做空策略继续持有。比价方面，我们建议在 10 月持有 IF/IC 多头仓位。股指期权隐含波动率总体出现回落，期权偏度显示市场看涨情绪回归中性，建议持有 I0 的次近月牛市价差。债券方面，预计 10 月国债利率可能小幅回落，随后利率走势预计进入箱体震荡，建议小幅增持国债期货多头。

### 免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及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。我们已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，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。
4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85165192

网址：<http://www.zjncf.com.cn>