【鑫期汇】金融期货周报 1031：期指贴水全线走扩、成长端去杠杆；期债长端承压、政策利率换锚

报告期：2026 年 10 月 26 日—30 日 | 发布：10 月 31 日 | 数据截至：10 月 30 日收盘

本周主线

本周 A 股走出一轮结构极度撕裂的下跌：指数层面全线收低，但内部梯度过陡——上证 50 仅跌 0.56%，科创 50 跌 13.72%，两者周度价差 13.16 个百分点，为 2020 年 7 月以来 324 个交易周中最宽的一周。压力来自两端：海外 AI 资本开支的回报兑现遭质疑，纳指一周跌 2.00%、费城半导体 10 月 30 日单日重挫 7.20%；国内 10 月制造业 PMI 回落至 49.3%、重回收缩区间。金融期货端两条线索清晰：其一，期指贴水全线走扩（IF 基差率由−1.23%降至−1.44%），IM 单周跌 8.69%、前 20 名净空扩大 0.42 万手，空头在中小盘上持续加码；其二，期债收益率全周小幅上行且幅度随久期递增（2 年期+0.05bp、30 年期+1.51bp），TL 周五单日跌 1.03%、持仓减 6.9%，央行 10 月 30 日宣布 11 月 2 日起以隔夜逆回购为主要操作品种、操作利率 1.25%，政策利率正式换锚。两端共同指向长久期资产的同步重定价：股票端越长久期跌越多，债券端越长端跌越多。

−8.69%	21.7bp	13.16pp	+1.51bp
IM 周跌·期指最弱	IF 基差率·单周走扩	上证 50−科创 50·周价差	30 年期收益率·全周

注：期指与期债周涨跌幅按 10 月 30 日收盘对 10 月 23 日收盘计算，两周末主力合约均为 2612 合约、无移仓影响。基差 = 期货主力合约收盘价−现货指数收盘价，基差率 = 基差 / 现货指数收盘价。两融余额为沪深两市融资余额合计（不含北交所），10 月 30 日深市数据尚未披露，该日仅列沪市。成交额为沪深两市合计。中债估值为 10 月 30 日值。

目录

一、股指期货：贴水全线走扩，成长端去杠杆……3
二、国债期货：长端上行、曲线熊陡，政策利率换锚……4
三、资金结构：两融连续去杠杆，抛压来自存量……5
四、宏观与海外：PMI 重回收缩，海外 AI 叙事受压……6
五、资金动向：期指净空扩大、期债净空收窄……7
六、下周焦点（11 月 2 日—6 日）：政策新机制与海外事件……8
七、综合观点与风险提示……8

一、股指期货：贴水全线走扩，成长端去杠杆

表 1　股指期货主力合约周度表现与期现基差

品种	合约	期货收盘	周涨跌幅	周五单日	现货收盘	现货周跌	基差(点)	基差率	上周基差率
IF/沪深 300	IF2612	3,928.0	−3.13%	−1.32%	3,985.50	−2.92%	−57.5	−1.44%	−1.23%
IH/上证 50	IH2612	2,700.8	−0.67%	−0.49%	2,742.11	−0.56%	−41.3	−1.51%	−1.40%
IC/中证 500	IC2612	6,187.2	−8.23%	−2.94%	6,266.19	−8.05%	−79.0	−1.26%	−1.06%
IM/中证 1000	IM2612	6,081.0	−8.69%	−3.54%	6,161.23	−8.51%	−80.2	−1.30%	−1.11%

数据来源：华鑫期货研究所

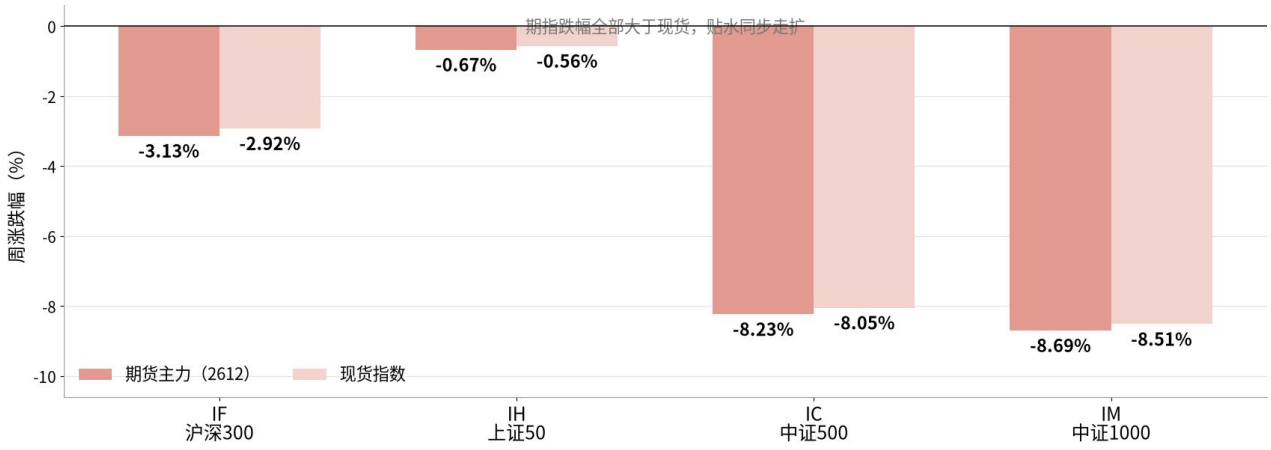


图 1　四大股指期货与现货指数周涨跌幅对比（10/23—10/30）　数据来源：华鑫期货研究所

- **行情节奏**：五个交易日四跌一涨。10 月 28 日出现唯一反抽（沪深 300 +0.85%），但未能延续；10 月 30 日海外科技股重挫传导，两市成交 1.67 万亿元、为本周最高。上证 50 全周仅跌 0.56%，科创 50 跌 13.72%、创业板指跌 10.08%，跌幅与资产久期高度同向——跌的不是股票，是贴现久期。

- **期现结构**：期货跌幅全线大于现货，贴水同步走扩（IF 由−1.23%至−1.44%、IH −1.40%至−1.51%、IC −1.06%至−1.26%、IM −1.11%至−1.30%）。下跌过程中套保盘增加对冲、多头离场，是贴水走扩的直接来源，与上周“贴水全线收敛”形成完整反转。

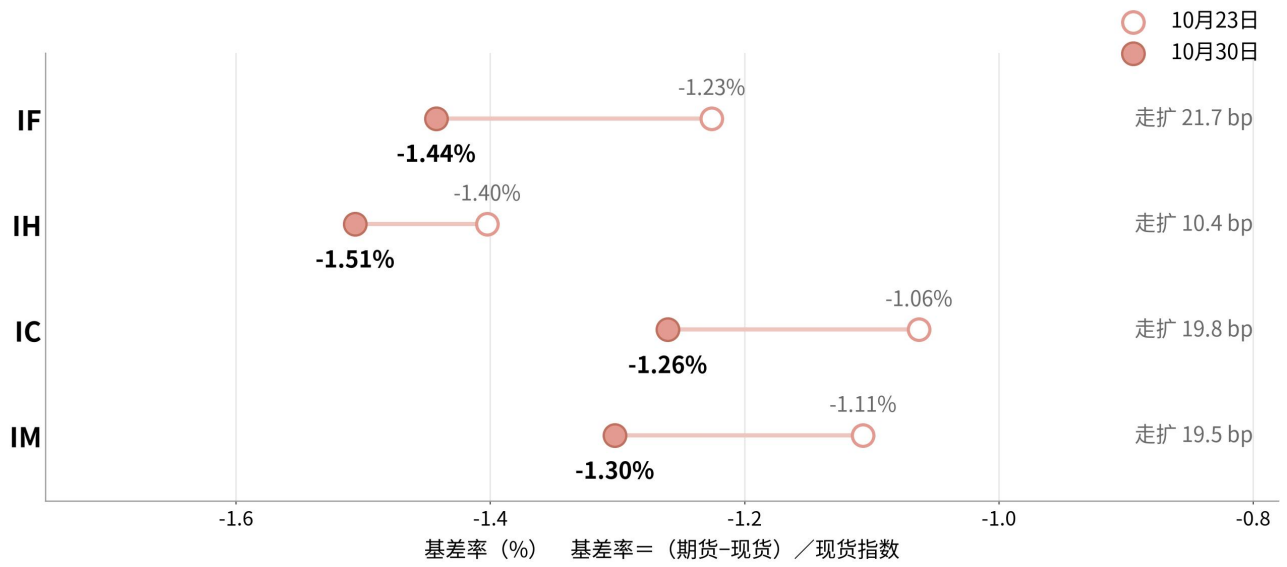


图 2 四大期指基差率变化（10 月 23 日 vs 10 月 30 日） 数据来源：华鑫期货研究所

- **量仓与风格**：期指总持仓全线下降（IF −4.7%、IC −2.4%、IH −2.2%、IM −2.2%），成交量除 IM 逆势增 2.5%外全部回落（IF −9.3%、IH −12.1%、IC 基本持平）。IM 是唯一“跌幅最大、成交反增”的品种，去杠杆与换手同时发生，说明分歧在中小盘上最集中。
- **估值与赔率**：贴水走扩后四大期指基差率均回到 10 月中旬水平，继续走扩的空间取决于对冲需求能否衰减。当前矛盾不在方向而在结构——价值端（IH）跌幅有限、成长端（IM/IC）已被大幅折价，13.16 个百分点的风格价差处 2020 年 7 月以来极值（99.7%分位），均值回复的赔率在积累，但催化剂缺位。

二、国债期货：长端上行、曲线熊陡，政策利率换锚

表 2 国债期货主力合约周度表现与对应现券收益率

合约	期限	收盘价(元)	周涨跌幅	周五单日	收益率 10/30	收益率周变化
TS2612	2 年期	102.668	−0.02%	−0.06%	1.2457%	+0.05bp
TF2612	5 年期	106.700	−0.09%	−0.20%	1.3532%	0.00bp
T2612	10 年期	109.840	−0.03%	−0.25%	1.6500%	+1.00bp
TL2612	30 年期	117.420	−0.25%	−1.03%	2.0826%	+1.51bp

数据来源：中金所日线行情、中债估值，华鑫期货研究所。收益率为中债国债到期收益率，10 月 23 日对应值分别为 1.2452% / 1.3532% / 1.6400% / 2.0675%，10 月 30 日中债估值已发布。

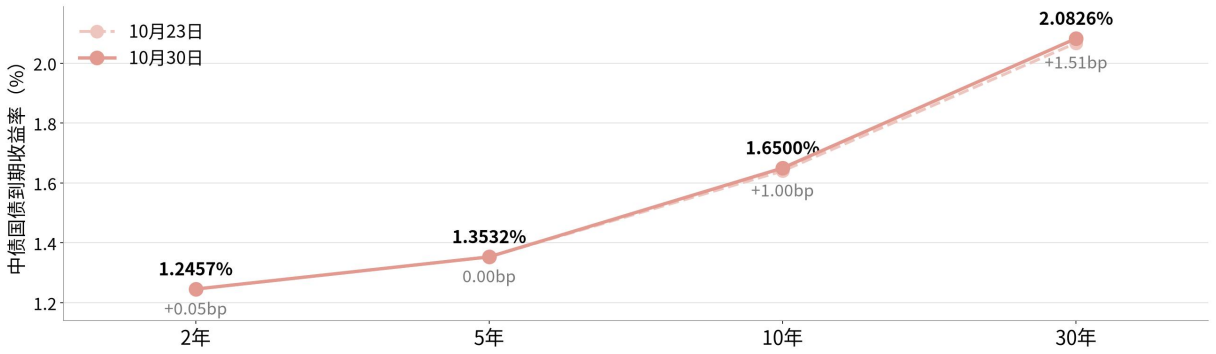


图 3　中债国债收益率曲线变化（10 月 23 日 vs 10 月 30 日）　数据来源：中债估值，华鑫期货研究所

- **曲线形态**：熊陡而非熊平。全周收益率上行幅度随久期单调递增——2 年期+0.05bp、5 年期持平、10 年期+1.00bp、30 年期+1.51bp。短端受资金面呵护基本锁定，长端独自承压；这与股票端“越长久期跌越多”是同一枚硬币的两面，均源于长久期资产的贴现率重定价。
- **政策利率换锚**：央行 10 月 30 日公告，11 月 2 日起每个工作日开展隔夜逆回购招标、采用固定利率数量招标、操作利率 1.25%；7 天期逆回购改为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要保留在税期与月末。隔夜利率由此成为主要政策利率，较原 7 天期 1.40%低 15 个基点，临时正/逆回购等工具的加减点基准同步切换。
- **为何短端不涨反平**：1.25%的操作利率与 10 月 DR001 运行区间（1.25%—1.30%）基本重合，市场已提前定价，属“确认”而非“新增宽松”，故 2 年期全周仅动 0.05bp；长端则因宽松预期兑现而回吐，30 年期成为最大承压期限。换言之，换锚改变的是政策利率的期限坐标，不是利率水平本身。
- **量仓信号**：TL 主力持仓周减 6.9%至 20.4 万手、TF 减 6.1%、T 减 1.6%，价格下跌与持仓下降同向，属多头离场而非空头进攻。前 20 名净空全线收窄（TL 由 1.88 万手降至 1.59 万手，空头减 1.10 万手、多头减 0.81 万手），头部席位在低位兑现空头而非加码。
- **跨资产视角**：本周“成长股去杠杆、长债收益率上行、人民币中间价创 2024 年以来最强”三者并存，指向外部流动性改善、内部长久期资产重定价。对权益而言，贴现率抬升压制高估值板块；对债券而言，赔率明显下降，单边做多的性价比不高。

三、资金结构：两融连续去杠杆，抛压来自存量

表 3　本周沪深两市融资余额逐日变化（亿元）

日期	两市融资余额	日变动	沪市 / 深市结构
10 月 23 日	23,948.22	—	沪 12,373.51 / 深 11,574.71
10 月 26 日	23,892.59	−55.63	沪−26.54 / 深−29.09
10 月 27 日	23,731.96	−160.63	沪−74.28 / 深−86.35
10 月 28 日	23,752.60	+20.64	沪+30.39 / 深−9.75
10 月 29 日	23,491.52	−261.08	沪−121.18 / 深−139.89
10 月 30 日	—	−192.87	沪 11,989.02 / 深市待披露

数据来源：上交所、深交所融资融券交易汇总（与东方财富数据中心口径交叉核验），华鑫期货研究所。口径为沪深两市融资余额合计，不含北交所；10 月 30 日深市数据尚未披露，该日余额与日变动均仅指沪市单市。

- **总量与节奏**：两市融资余额由 10 月 23 日的 23,948.22 亿元降至 10 月 29 日的 23,491.52 亿元，五个交易日减少 456.69 亿元、降幅 1.91%；10 月 30 日沪市单市再降 192.87 亿元至 11,989.02 亿元，去杠杆在周五加速。以两市流通市值 87.40 万亿元计，融资余额占比降至 2.69%。

- **结构特征**：深市降幅大于沪市（深市−2.29%、沪市−1.55%），与 IM/IC 跌幅最大相互印证——杠杆资金集中于中小盘成长，本轮回撤中受损最重；沪市 10 月 28 日的短暂回升（+30.39 亿元）也与当日沪深 300 反弹同步，说明杠杆资金对指数波动的敏感度极高。

- **与成交额对照**：本周两市日均成交 15,858 亿元，周五放量至 16,745 亿元、为本周最高，但仍低于 10 月 23 日的 19,563 亿元。放量下跌叠加两融余额下降，说明抛压来自存量多头减仓，而非新增杠杆推动。

- **对期指的含义**：两融去杠杆与期指贴水走扩同源——现货端多头离场、期货端对冲需求上升，两者共同压低期货相对现货的价格。若融资余额在 23,500 亿元附近止跌，贴水走扩的动能将同步衰减；这也是下周最值得跟踪的单一指标。

四、宏观与海外：PMI 重回收缩，海外 AI 叙事受压

表 4　本周公布的关键宏观数据与海外事件

指标	公布值	前值	变化/说明
10 月制造业 PMI	49.3%	50.1%	−0.8 个百分点
10 月非制造业商务活动	49.7%	50.2%	−0.5 个百分点
10 月综合 PMI 产出	49.7%	50.7%	−1.0 个百分点
建筑业商务活动	48.0%	50.3%	−2.3 个百分点
制造业生产指数	49.8%	51.7%	−1.9 个百分点
制造业新订单指数	49.4%	50.5%	−1.1 个百分点
1—9 月工业企业利润	+15.5%	—	9 月单月+14.4%
联邦基金利率区间	3.75%—4.00%	3.75%—4.00%	维持不变（10:2）

数据来源：华鑫期货研究所

- **增长**：10 月制造业 PMI 回落至 49.3%（前值 50.1%），生产指数 49.8%、新订单指数 49.4%双双跌破荣枯线，大型企业 50.2%尚在扩张、中型 48.4%、小型 47.5%，分化明显；非制造业商务活动回落至 49.7%，其中建筑业 48.0%、大降 2.3 个百分点，是本月最大拖累，服务业 50.0%、回落 0.2 个百分点，勉力站在荣枯线上；综合 PMI 产出 49.7%。1—9 月规模以上工业企业利润同比+15.5%，但行业分化极端——计算机通信电子+103.8%、有色金属冶炼+79.7%，黑色金属冶炼−73.3%、汽车−22.8%。

- **海外与汇率**：美联储 10 月 28 日维持联邦基金利率 3.75%—4.00%不变（10:2），并宣布 2027—2028 年减少议息频次、否定前瞻指引，政策沟通框架出现实质变化；10 年期美债收益率全周回落 6bp 至 4.94%，但美股在 AI 资本开支回报质疑下走弱，纳指周跌 2.00%、费城半导体 10 月 30 日单日跌 7.20%。人民币中间价升至 6.7138，为 2024 年 1 月以来最强（684 个交易日最低值），在岸即期 6.6558、强于中间价约 0.86%。

五、资金动向：期指净空扩大、期债净空收窄

表 5　股指与国债期货前 20 名会员净持仓（按品种全部合约汇总，10 月 23 日→10 月 30 日，万手）

品种	前 20 多头	前 20 空头	10/30 净持仓	10/23 净持仓	周变化	资金定性
中证 500（IC）	24.51	26.60	−2.09	−2.06	−0.03	多空同增，净空微扩
沪深 300（IF）	25.38	27.79	−2.41	−2.40	−0.01	多空同增，净空微扩
中证 1000（IM）	40.45	45.89	−5.44	−5.02	−0.42	空头单边加仓，净空扩大
上证 50（IH）	8.89	10.49	−1.60	−1.61	+0.01	多空同减，净空微收
30 年国债（TL）	19.51	21.11	−1.59	−1.88	+0.29	空头减仓主导，净空收窄
2 年国债（TS）	8.40	9.34	−0.94	−0.95	+0.01	多空同减，净空微收
5 年国债（TF）	20.96	23.66	−2.70	−2.88	+0.18	空头减仓主导，净空收窄
10 年国债（T）	35.29	40.37	−5.08	−5.63	+0.55	空头减仓主导，净空收窄

数据来源：华鑫期货研究所。口径：净持仓 = 该品种全部合约的前 20 名多头合计−前 20 名空头合计，反映头部席位的多空偏向，不等同方向判断。

- **期指：净空扩大、空头加码，IM 最显著**　四大品种净空合计由 11.09 万手扩大至 11.54 万手（+0.45 万手），其中 IM 贡献 0.42 万手——多头微减 0.01 万手、空头增 0.41 万手，是唯一“空头单边加仓”的品种；IC、IF 多空同增而空头略多；IH 多空同减、净空微收，价值端的空头压力明显较轻。

- **期债：净空全线收窄，空头在低位兑现**　TL 净空由 1.88 万手降至 1.59 万手（空头−1.10、多头−0.81），TF 由 2.88 降至 2.70（空头−0.93、多头−0.75），T 由 5.63 降至 5.08（空头−0.60）。价格下跌而净空收窄，说明头部席位并未加空，跌势由多头撤离与总持仓收缩驱动，属“减仓下跌”而非“空头进攻”。

- **口径与跟踪点**　金融期货空头席位以机构套保盘为主，净空水平及其变化不等同方向判断。后续跟踪三点：一是 IM 净空能否随风格价差收敛而归位（当前 5.44 万手为四大品种最深）；二是 TL 净空若转为净多，意味着长端配置盘重新入场；三是两融余额与贴水的同向关系能否重启。

六、下周焦点（11 月 2 日—6 日）：政策新机制与海外事件密集

表 6　下周关键事件日历

日期	事件	核心看点	对金融期货的影响
11 月 2 日	隔夜逆回购新机制启动	每工作日招标、固定利率 1.25%；7 天期退居税期与月末	短端定价锚切换，TS/TF 敏感度上升
11 月 2 日	财新 10 月制造业 PMI	官方读数 49.3%已重回收缩，关注两者背离幅度	中小企业景气是 IM/IC 盈利预期的验证
11 月 3 日	美国中期选举	众议院 435 席、参议院 35 席改选	关税与财政路径预期扰动风险偏好
11 月 6 日	美国 10 月非农就业	12 月议息路径的关键数据	超预期强则外资流出、贴水走扩压力上升

数据来源：公开信息整理，华鑫期货研究所。

- **隔夜逆回购新机制是首要变量**　11 月 2 日起每个工作日招标、利率 1.25%，短端定价锚正式切换。观察窗口是 DR001 与新政策利率的偏离度——若 DR001 持续低于 1.25%，短端仍有下探空间，曲线做陡的赔率改善；若上行偏离，则说明资金面并不宽松，长端压力将进一步累积。美国中期选举（11 月 3 日）与 10 月非农（11 月 6 日）叠加，外围风险偏好波动可能放大期指贴水的走扩压力。

七、综合观点与风险提示

- **期指：结构市，方向待验证**　贴水已回到 10 月中旬水平，继续走扩需要新的对冲需求。13.16 个百分点的风格价差处 2020 年 7 月以来极值（324 周最高、99.7%分位），均值回复的赔率在积累，但极值本身不是反转信号。上一次接近当前水平是 2026 年 7 月 17 日的 12.60 个百分点，其后一周即收敛至 0.37，但两周后又重新走阔至 7.33、第三周反向至−5.32——收敛来得快、却不可持续。策略上，IM/IC 相对 IH 的比价已至极端，做多价值、做空成长的剪刀差交易拥挤度上升，宜等待风格价差回落至 10 个百分点以内再评估；单边方向则需等贴水停止走扩、成交额重回 1.8 万亿元上方两个条件同时出现。
- **期债：长端赔率偏低，曲线做陡优于单边**　政策利率换锚后短端锚定更明确（1.25%），长端则面临宽松预期兑现与供给节奏的双重约束；30 年期收益率 2.08%、10 年期 1.65%，均处历

史低位区间，单边做多空间有限。曲线做陡（多 TS 空 TL）仍是赔率更优的方向：短端有新政策利率托底、下行有界，长端在供给与预期兑现压力下易跌难涨。核心风险是资金面在月末与税期超预期收紧，届时短端补跌会令做陡交易同时亏损两端。

- **海外映射：杀的是估值，不是盈利** 10 月 30 日全球科技股回调并非盈利下修，而是 AI 资本开支的回报兑现被重新审视——英特尔单日跌 28.58%、创 1986 年以来最差单日，费城半导体指数同日跌 7.20%。对国内的传导路径是估值而非盈利：科创 50 成分中半导体与算力权重最高、贴现久期最长，故跌幅最大；上证 50 以金融与公用事业为主，久期短、现金流稳定，跌幅不足 1 个百分点。若海外资本开支指引继续上修而自由现金流恶化，成长端的估值压力将延续，但幅度会因国内产业政策对冲而收敛。
- **股债相对价值** 本周股债同跌、人民币升值并存，反映的是长久期资产同步重定价，而非避险轮动——若是避险，债券应当上涨，实际却全线走弱。沪深 300 股息率与 10 年期国债收益率利差仍处历史中位偏上，权益性价比尚可；但贴现率抬升压制估值扩张，上行需要盈利端或政策端提供增量，而非流动性宽松。在两个条件出现前，股债之间不存在明确的方向性替代关系，配置层面的意义大于交易层面。
- **一句话总结** 本周是“长久期资产同步重定价”的完整样本：股票端科创 50 跌 13.72%、债券端 30 年期收益率上行 1.51bp、人民币升至 2024 年以来最强，三者共同指向贴现率与风险偏好的同向变化。这一框架下股债的对冲关系弱化，贴水与两融余额才是更灵敏的先行指标。
- **风险提示** 一是海外 AI 资本开支叙事若进一步恶化，成长端将继续承压、IM 贴水或再走扩；二是 10 月 PMI 重回收缩（49.3%），若后续社融与出口同步走弱，顺周期板块分子端预期下修，价值端的抗跌属性也将削弱；三是政策利率换锚初期，资金面波动率可能上升，期债短端与 TS 的基差交易需控制久期暴露；四是深市两融数据 10 月 30 日尚未披露，若周一补披露后降幅显著扩大，去杠杆的判断需相应上修。

注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“知微见著,臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293
投资咨询资格：Z0019353
邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司
地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）
邮编：200000
电话：400-186-8822

华鑫期货

华鑫期评