

期货研究报告

宏观金融研究

股指月报

走势评级：短期-震荡

中短期-看涨

宋靖琪

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

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

新一轮政策预期发酵，关注小盘周期风格

报告日期：

2025年10月1日

报告内容摘要：

◆ 9月运行情况回顾：高位偏强震荡，衍生品情绪谨慎

前期乐观情绪发酵后，9月A股分歧逐步显现，短期畏高情绪与中期牛市预期博弈，令股指市场月内呈现偏强震荡格局。结构方面，9月A股大小盘指数的表现差别不大，以沪深300/中证1000为代表的大小盘风格比价呈现走平状态。行业层面，9月电力设备、电子板块涨幅靠前，国防军工、非银金融板块承压，成长风格与金融风格分化特征显著，使得创业板、科创板指数显著跑赢主板指数。衍生品方面，9月股指期货基差（现货价格-期货价格）普遍上升，除IH合约有小幅升水外，IF、IC、IM合约均贴水，投资者仍在警惕中小盘股的尾部风险。股指期权隐含波动率出现分化，市场看平沪深300等大盘指数短期走势，对中证1000等小盘指数的防御情绪更浓。

◆ 股指核心逻辑小结：10月或有小波段调整，慢牛格局不变

本轮股指走牛的核心驱动，在于全球宽松周期共振后A股配置价值的被动提升。回顾美联储过去两轮降息周期可以发现，A股往往能在预防性降息的宏观环境中受益，即全球需求韧性+弱美元，这也意味着本轮股指慢牛的格局仍将持续。从运行节奏上看，短期即便出现调整，也不会演变为大波段级别的踩踏风险。一方面，当前居民存款搬家故事仍在推进，且远未达到历史牛市时期的极端水平。两融资金绝对规模增长较快，但其占流通市值的比重同样处于稳定区间（处于近3年的90%分位数以上，但远未触及2015年的高位水平）。另一方面，外资、主动型公募基金、私募基金等本轮发力有限，未来伴随着中美利差收敛的预期强化，预计对股市的潜在增配空间更大。

风格方面，10月有望向小盘周期方向阶段性切换，建议关注沪深300与中证500指数。其一，四季度政策窗口将重新打开，叠加市场往往会对下一年度的经济走势进行预期抢跑，历史上顺周期风格与成长风格在这一阶段更容易占优；其二，成长风格估值已处于中长期的90%分位数水平以上，这可能会对短期（尤其是10月）资金的追高情绪产生抑制；消费、周期风格有望成为短期资金避险时的选择对象。其三，本轮大小盘风格分化特征并不显著，考虑到“反内卷”方向或成为预期差存在的主要方向，预计小盘周期风格在仍存在进一步脉冲式上涨的机会，建议关注沪深300与中证500指数。

◆ 后市展望与策略建议：

期货操作上，节前股指暂未形成突破，节后暂不建议追涨，逢低则可短线做多，或参考下方20日均线处介入多单。长期慢牛趋势未改，ETF等指数产品投资者可选择滚动持有远月期指合约作为替代。

期权操作上，参考沪深300股指期权IV20%以上，中证1000股指期权IV30%以上，可考虑介入双卖。

◆ 风险提示：

（1）国内经济数据失速下行；（2）国内政策力度不及预期；（3）中美关系恶化；（4）美联储超预期紧缩；

目录

一、	9 月股指运行情况回顾:	3
1、	美联储降息落地, A 股转为震荡市	3
2、	成交量边际下降, 技术面依旧偏强	3
3、	衍生品情绪谨慎, 期指贴水维持高位	3
二、	股指核心逻辑小结:	7
1、	慢牛趋势延续, 10 月或有小波段调整	7
2、	小盘周期风格有望占优, 关注沪深 300、中证 500.....	9
三、	股指后市展望与操作建议	10

图目录

图 1:	9 月全球股指涨跌幅	4
图 2:	9 月中信风格指数涨跌幅	4
图 3:	行业板块涨跌幅	4
图 4:	成交量与成交金额	4
图 5:	股票型 ETF 份额与净值	4
图 6:	融资余额与大小盘风格	4
图 7:	股指期货年化基差率	4
图 8:	股指期权隐含波动率	4
图 9:	上证 50 期货	5
图 10:	沪深 300 期货	5
图 11:	中证 500 期货	6
图 12:	中证 1000 期货	6
图 13:	规模以上工业企业利润增速 (%)	7
图 14:	中美利差与股指走势	7
图 15:	2019-2020 年美联储降息周期下股指走势	8
图 16:	2007-2008 年美联储降息周期下股指走势	8
图 17:	居民存款搬家仍在路上	8
图 18:	融资余额占股票流通市值比重	8
图 19:	股票型公募基金净值占流通市值比重	8
图 20:	外资持股市值占流通 A 股市值比重 (%)	8
图 21:	中信风格指数估值历史百分位	9
图 22:	2015-2024 年各风格在四季度的涨跌幅排序	9
图 23:	四大标的指数估值历史百分位	9
图 24:	历次五年规划期间股指表现情况	9

一、9月股指运行情况回顾：

1、美联储降息落地，A股转为震荡市

乐观情绪持续发酵后，9月A股分歧逐步显现，短期畏高情绪与中期牛市预期博弈，令股指市场月内呈现偏强震荡格局。相比较而言，9月海外股指有边际走强的迹象，核心驱动来自于美联储降息重启后全球流动性压力有所缓解。不过，鉴于本次美联储点阵图释放的鸽派预期有限，国际风险偏好的整体提振力度有限。金戒指2025年9月28日，美股三大股指集体飘红，而俄罗斯MOEX指数及欧洲主要股指仍受到地缘冲突、关税政策等利空因素的影响下跌。

结构方面，9月A股大小盘指数的表现差别不大，截至2025年9月28日，四大标的指数的涨跌幅排序为中证500>沪深300>中证1000>上证50，以沪深300/中证1000为代表的大小盘风格比价呈现走平状态。行业层面，9月电力设备、电子板块涨幅靠前，国防军工、非银金融板块承压，这主要源于“反内卷”政策以及板块轮动背景下自资金高低切行为。中信风格指数中，成长风格与金融风格分化特征显著，对应到宽基指数上，创业板、科创板指数在9月显著跑赢主板指数。

2、成交量边际下降，技术面依旧偏强

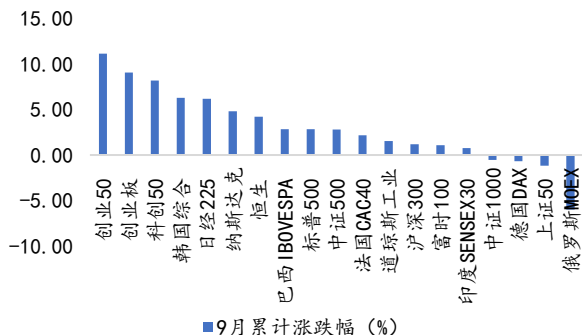
量价情况看，9月A股成交量虽有边际回落，但下降幅度有限，日均成交金额依然维持在2万亿之上，场外资金的入场意愿仍处于历史较高水平。资金结构上，9月市场增量的主要贡献方依然来自两融与ETF，其中融资余额整体规模继续攀升，但斜率有所放缓；股票型ETF份额较上月有多增，但规模指数ETF的份额逆势回落。总体而言，当前中长线资金的配置情绪维持平稳，短线投机资金情绪则有余温，延续前期活跃态势。

技术面来看，9月各股指日线上攻动能放缓，但下方20日均线处支撑较强，处于高位偏强调整阶段，沪深300、中证500强于上证50、中证1000。周线、月线维持上升趋势，中期看涨信号延续。

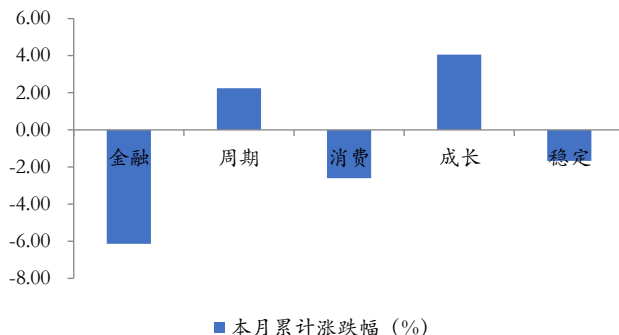
3、衍生品情绪谨慎，期指贴水维持高位

期货市场上，9月股指期货基差（现货价格-期货价格）普遍上升，除IH合约有小幅升水外，IF、IC、IM合约均呈现贴水结构。值得注意的是，IC、IM当季合约年化贴水率分别来到10.1%、12.8%一带，尽管A股现货情绪偏向乐观，但衍生品市场投资者仍在警惕中小盘股的尾部风险。

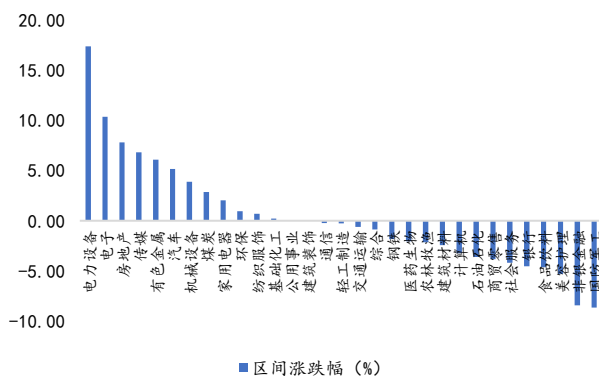
期权市场上，9月股指期权隐含波动率分化，其中沪深300期权当月加权隐含波动率（IV）从月初的23%回落至18%附近，中证1000期权当月加权隐含波动率（IV）则小幅扩大。从绝对水平来看，两类期权IV均处于历史中高位区间。期权投资者对沪深300等大盘指数的短期走势相对看平，对中证1000等小盘指数的防御情绪更浓，不过从整体预期来看，市场暂未反映出对重大尾部风险的担忧。

图 1：9月全球股指涨跌幅


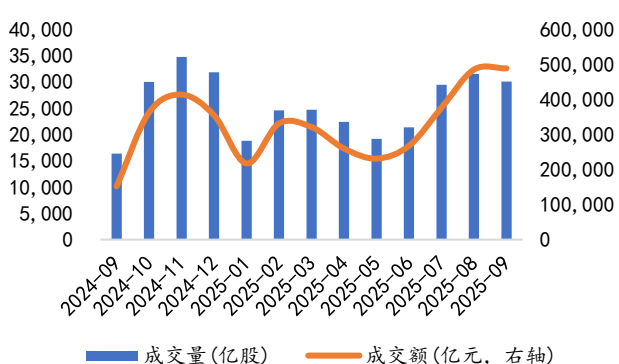
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 2：9月中信风格指数涨跌幅


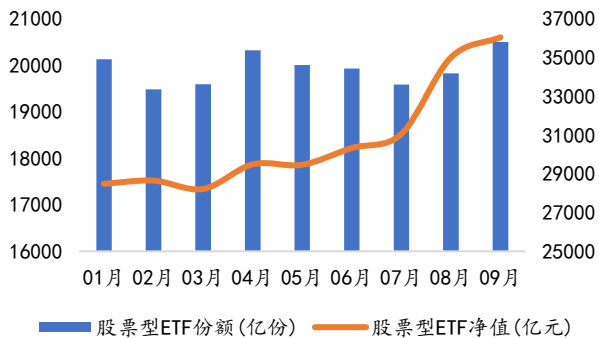
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 3：行业板块涨跌幅


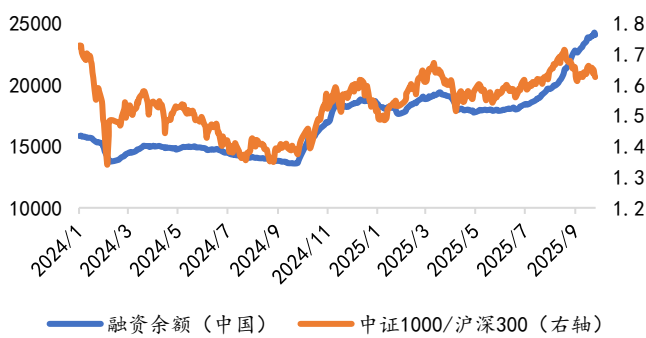
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 4：成交量与成交金额


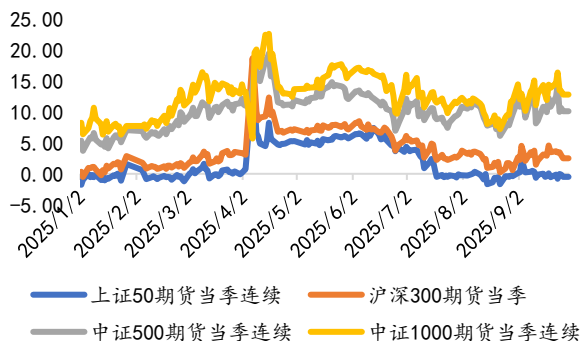
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 5：股票型 ETF 份额与净值


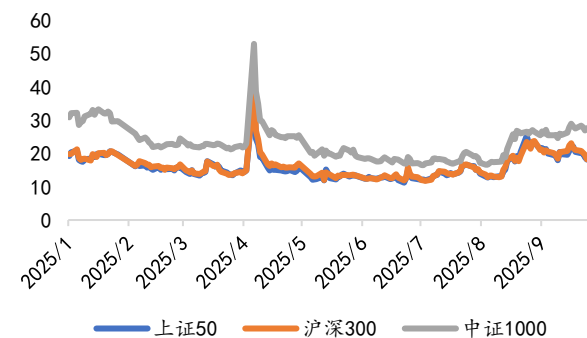
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 6：融资余额与大小盘风格


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 7：股指期货年化基差率


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 8：股指期权隐含波动率


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 9：上证 50 期货


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 10：沪深 300 期货


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 11：中证 500 期货


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 12：中证 1000 期货


资料来源：Wind，信达期货研究所

二、股指核心逻辑小结：

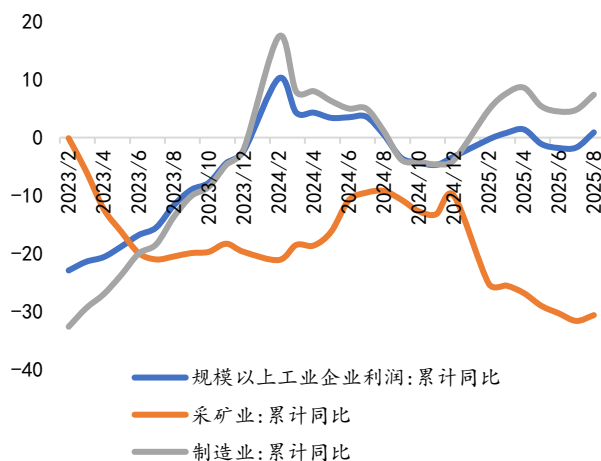
1、慢牛趋势延续，10月或有小波段调整

基本面拐点尚未确认。根据公开数据，2025 年 1-8 月我国规模以上工业企业利润同比增长 0.9%， “反内卷” 政策效果显现+财政政策对中游制造业的需求支撑，是推动本轮利润增速由负转正的主要力量。展望四季度，尽管 “反内卷” 相关配套措施预计将逐步落地，但财政补贴力度大概率会有所减弱，这意味着需求端的扩张仍将面临较大压力。综合判断下，2025 年内经济弱稳依旧是基准情形，相关顺周期资产目前仍处于中长期的拐点交易阶段。

全球流动性宽松，A 股慢牛格局延续。本轮股指走牛的核心驱动，在于全球宽松周期共振后 A 股配置价值的被动提升。回顾美联储过去两轮降息周期可以发现，A 股往往能在预防性降息的宏观环境中受益，即全球需求韧性+弱美元。参考 2019 年下半年的经验，当前市场条件与彼时存在相似性，这也意味着本轮股指慢牛的格局仍将持续。

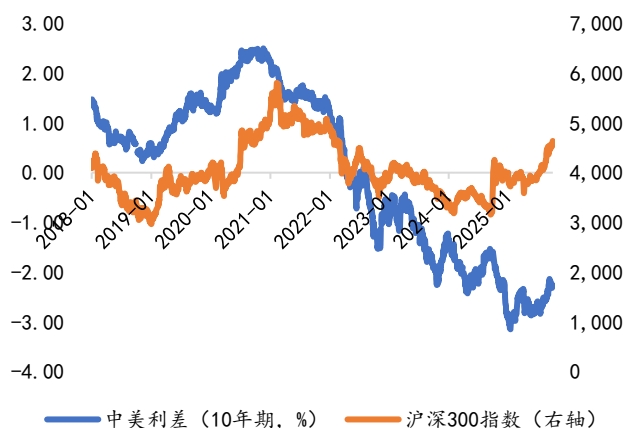
短期虽有调整需求，但不构成大波段风险。不同于 2019 年的外资行情，本轮流动性牛市的主力资金源自国内，即居民存款向股市迁移，其中两融与股票型 ETF 是资金入市的主要渠道。从运行节奏上看，居民存款/流通市值的指标显示当前居民存款搬家故事仍在推进，且远未达到历史牛市时期的极端水平。两融资金绝对规模增长较快，但其占流通市值的比重同样处于稳定区间（处于近 3 年的 90% 分位数以上，但远未触及 2015 年的高位水平）。此外，外资、主动型公募基金、私募基金等在本轮行情中发力有限，未来伴随着中美利差收敛的预期不断强化，预计对股市的潜在增配空间更大，这将为股指向更高点位迈进提供支撑。综合来看，当前市场资金的底部承接能力强劲，短期即便出现阶段性调整，也不会演变为大波段级别回调。

图 13：规模以上工业企业利润增速（%）

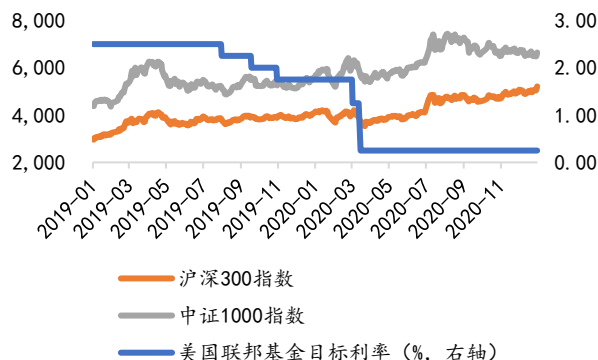


资料来源：Wind，信达期货研究所

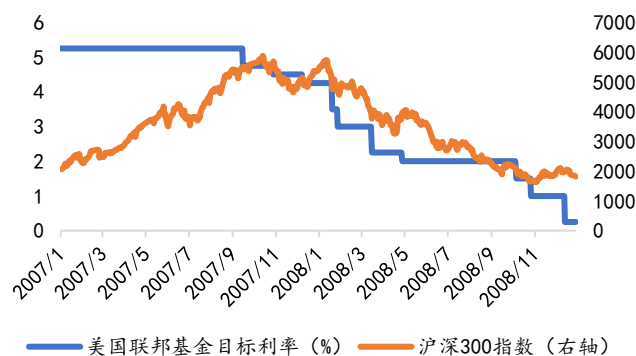
图 14：中美利差与股指走势



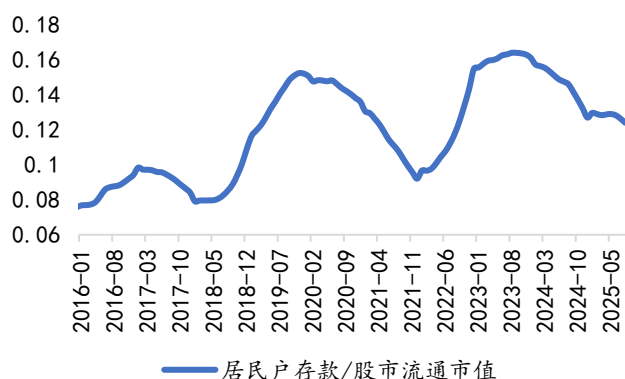
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 15：2019-2020 年美联储降息周期下股指走势


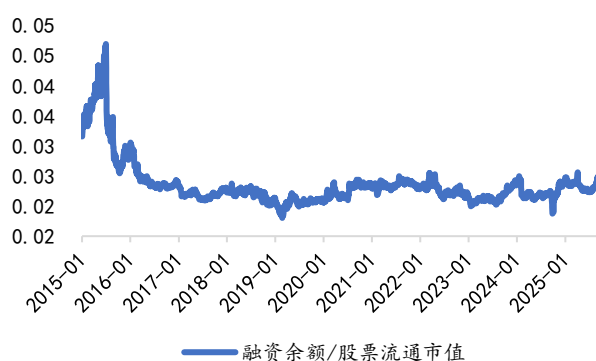
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 16：2007-2008 年美联储降息周期下股指走势


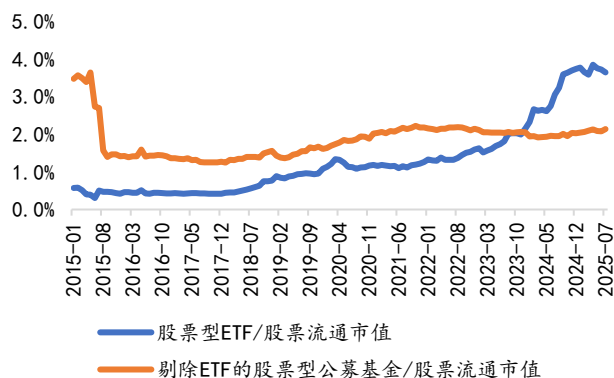
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 17：居民存款搬家仍在路上


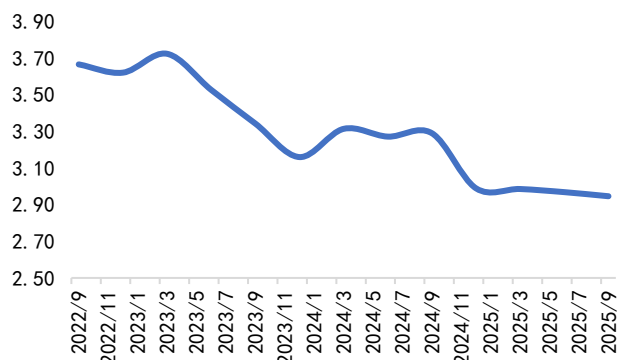
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 18：融资余额占股票流通市值比重


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 19：股票型公募基金净值占流通市值比重


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 20：外资持股市值占流通 A 股市值比重 (%)


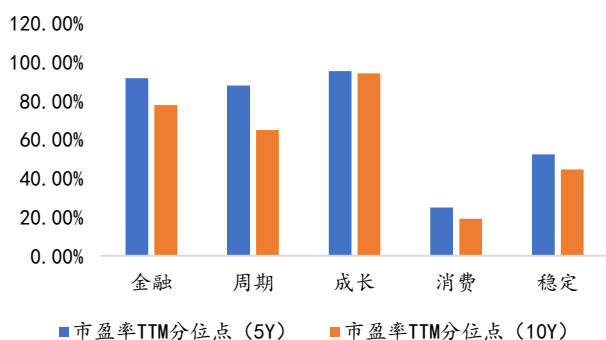
资料来源: Wind, 信达期货研究所

2、小盘周期风格有望占优，关注沪深 300、中证 500

从历史表现的统计来看，四季度顺周期风格与成长风格更容易占优，这主要源于年底是国内政策密集发布的窗口，叠加市场往往会对下一年度的经济走势进行预期抢跑。目前来说，当前市场对 10 月的政策关注点主要集中在 10 月 20 日至 23 日召开的二十届四中全会，预计本次会议将对“十五五”规划开展审议。为此，我们复盘了过去三次五年规划审议与发布阶段的股指表现，可以发现，在政策预期的提振下，股指实现“红十月”的概率相对较高，但具体的风格结构并无明显规律，通常需要结合当时的市场与政策背景展开分析。

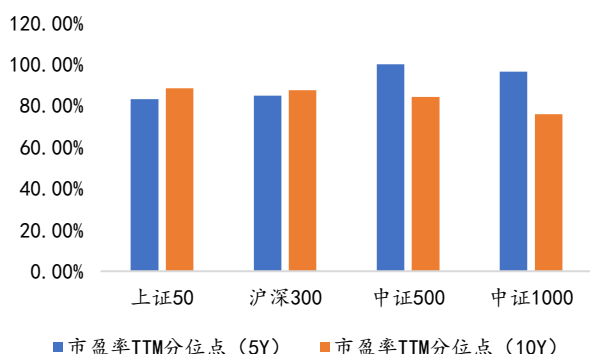
聚焦当前的市场情况，四大宽基指数所代表的大小盘风格呈现接棒上行态势，而中信风格指数的分化特征显著。其中，成长风格估值已处于中长期的 90%分位数水平以上，这可能会对短期（尤其是 10 月）资金的追高情绪产生抑制；消费风格仍位于低估区间，短期有望成为资金避险时的选择对象。不过，从中期趋势来看（四季度），消费风格在经济筑底阶段的上涨高度与持续性通常有限。以上一轮消费估值的高点为例，2022 年疫情放开后相关板块具有“困境反转”的特殊场景驱动，这在当前市场环境下复刻的难度较大。本轮市场环境下，预计“反内卷”方向将成为预期差存在的主要方向，对应周期风格仍存在进一步脉冲式上涨的机会，股指风格或向小盘周期方向切换。宽基指数层面，建议重点关注沪深 300 与中证 500 指数。

图 21：中信风格指数估值历史百分位



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 23：四大标的指数估值历史百分位



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 22：2015-2024 年各风格在四季度的涨跌幅排序

	金融	周期	消费	成长	稳定
2015	26.5%	31.0%	31.9%	39.6%	11.6%
2016	-0.2%	3.3%	1.8%	-4.2%	10.0%
2017	1.1%	-5.1%	4.8%	-6.2%	-6.6%
2018	-9.0%	-13.3%	-13.5%	-12.8%	-6.7%
2019	7.3%	8.2%	5.8%	7.4%	0.8%
2020	4.2%	10.9%	12.9%	7.6%	-0.5%
2021	0.2%	1.4%	4.9%	7.6%	1.0%
2022	5.6%	0.0%	5.6%	1.9%	3.2%
2023	-8.1%	-2.9%	-3.9%	-3.0%	-3.7%
2024	2.2%	-2.5%	-4.6%	7.0%	-0.2%

资料来源：Wind，信达期货研究所

图 24：历次五年规划期间股指表现情况

	事件	时间	万得全A 当月涨跌幅	当月占优 宽基指数	当月占优 中信风格指数
十二五规划	意见稿审议时间	2010年10月	12.01%	沪深300	周期
	正式发布时间	2011年3月	0.19%	上证50	金融
十三五规划	意见稿审议时间	2015年10月	17.10%	中证1000	成长
	正式发布时间	2016年3月	16.43%	中证1000	成长
十四五规划	意见稿审议时间	2020年10月	1.05%	沪深300	消费
	正式发布时间	2021年3月	-3.14%	中证1000	稳定

资料来源：Wind，信达期货研究所

三、股指后市展望与操作建议

10月或有小波段调整，但慢牛格局不变。本轮股指走牛的核心驱动，在于全球宽松周期共振后A股配置价值的被动提升。回顾美联储过去两轮降息周期可以发现，A股往往能在预防性降息的宏观环境中受益，即全球需求韧性+弱美元，这也意味着本轮股指慢牛的格局仍将持续。从运行节奏上看，短期畏高情绪出现，但不会演变为大波段级别的调整。一方面，当前居民存款搬家的故事仍在推进，且远未达到历史牛市时期的极端水平。两融资金绝对规模增长较快，但其占流通市值的比重同样处于稳定区间（处于近3年的90%分位数以上，但远未触及2015年的高位水平）。另一方面，外资、主动型公募基金、私募基金等本轮发力有限，未来伴随着中美利差收敛的预期强化，预计对股市的潜在增配空间更大。

品种方面，建议关注沪深300与中证500指数。其一，四季度政策窗口将重新打开，叠加市场往往会对下一年度的经济走势进行预期抢跑，历史上顺周期风格与成长风格在这一阶段更容易占优；其二，成长风格估值已处于中长期的90%分位数水平以上，这可能会对短期（尤其是10月）资金的追高情绪产生抑制；消费、周期风格有望成为短期资金避险时的选择对象。其三，本轮大小盘风格分化特征并不显著，考虑到“反内卷”方向或成为预期差存在的主要方向，预计小盘周期风格在仍存在进一步脉冲式上涨的机会，建议关注沪深300与中证500指数。

操作建议：

期货操作上，节前股指暂未形成突破，节后暂不建议追涨，逢低则可短线做多，或参考下方20日均线处介入多单。长期慢牛趋势未改，ETF等指数产品投资者可选择滚动持有远月期指合约作为替代。

期权操作上，参考沪深300股指期权IV20%以上，中证1000股指期权IV30%以上，可考虑介入双卖。

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个月以内)	中短期(1-3个月)	中长期(3-6个月)	长期(6个月以上)
强烈看涨	上涨 15%以上	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%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	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%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	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