

金融衍生品周报
2025 年 04 月 18 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. 据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，环比增长 1.2%。
2. 中国 3 月规模以上工业增加值同比增长 7.7%，预期 5.85%，1-2 月累计增速为 5.9%。3 月份全国城镇调查失业率为 5.2%，环比下降 0.2 个百分点。
3. 中国一季度固定资产投资同比增长 4.2%，预期增 4.03%，1-2 月累计增速为 4.1%。一季度房地产开发投资同比下降 9.9%，其中住宅投资下降 9.0%。
4. 中国 3 月社会消费品零售总额同比增长 5.9%，预期 4.36%；3 月除汽车以外的消费品零售额增长 6.0%。一季度居民人均可支配收入 12179 元，比上年同期名义增长 5.5%，扣除价格因素，实际增长 5.6%。
5. 中国 3 月出口（以美元计价）同比增长 12.4%，进口降 4.3%，贸易顺差 1026.4 亿美元。
6. 财政部披露，一季度，全国一般公共预算收入 60189 亿元，同比下降 1.1%。其中，全国税收收入 47450 亿元，同比下降 3.5%；非税收入 12739 亿元，同比增长 8.8%。
7. 国家能源局：3 月份全社会用电量 8282 亿千瓦时，同比增长 4.8%；1-3 月，全社会用电量累计 23846 亿千瓦时，同比增长 2.5%，其中规模以上工业发电量为 22699 亿千瓦时。
8. 国务院常务会议指出，要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。要稳定外贸外资发展，一业一策、一企一策加大支持力度，支持外资企业境内再投资；要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费，扩大有效投资，大力提振民间投资积极性。
9. 财政部公布 2025 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排，其中，今年超长期特别国债发行自 4 月 24 日启动，共将发行 21 期，其中，20 年六期、30 年 12 期、50 年三期。
10. 美国总统特朗普表示，对中美达成协议有信心。特朗普认为美国会与中国达成协议，会和所有人达成协议的。如果达不成协议，那就定个目标，然后就这么定了，这样也挺好。大概在接下来的三到四周内，事情应该能全部搞定。
11. 美国上周初请失业金人数为 21.5 万人，预期 22.5 万人，前值自 22.3 万人修正至 22.4 万人；四周均值 22.075 万人，前值自 22.3 万人修正至 22.325 万人；至 4 月 5 日当周续请失业金人数 188.5 万人，预期 187.2 万人，前值自 185 万人修正至 184.4 万人。
12. 欧洲央行将存款机制利率下调 25 基点至 2.25%，将主要再融资利率下调 25 基点至 2.4%，将边际贷款利率下调 25 基点至 2.65%，均符合市场预期。

二、投资逻辑

股指期货：本周市场横盘震荡，股指表现分化，上证 50 指数一周涨 1.45%，沪深 300 指数涨 0.59%，中证 500 指数跌 0.37%，中证 1000 指数跌 0.52%。沪深两市合计成交 5.38 万亿元，日均成交较上周下降 31.6%。

股指期货随现货分化，主力合约 IH2506 一周涨 1.46%，IF2506 涨 0.43%，IC2506 跌 0.72%，IM2506 跌 0.76%。IM、IC、IF 和 IH 日均成交分别下降 38.5%、36.6%、48.3%和 53.6%；IM、IC、IF 和 IH 日均持仓下降 10.2%、8.7%、10.7%和 21.3%。

随着关税风波陷入僵持后，股指的表现趋于平静，市场总体成交逐步萎缩，总市值小幅下降。但具体到指数和板块，分化明显，由于各路资金的关照，上证 50、沪深 300 指数明显受到支持，银行、煤炭、油气、保险等权重板块稳中有涨，政策预期强烈的地产板块周涨幅第二，行业板块涨多跌少，相反，前一周强势的农业、军工等板块跌幅居前。

引人注意的是本周成交额不断下降，至周五两市成交额仅 9147 亿创去年“924”行情以来地量。此前在 2025 年 1 月 13 日，沪深两市成交 9670 亿元。成交低迷显示投资者谨慎观察的态度，虽然 ETF 持续有资金脉冲推动，但市场活跃度却在不断下降。市场如何破局，还需要关注关税风波的后续进展。

近期公布的国内经济数据向好，特别是 3 月家电、通讯器材、家具等政策重点补贴品类同比分别增长 35.1%、28.6% 和 29.5%，成为社零增速超预期的核心动力，汽车以旧换新补贴申请超 132 万份，家电以旧换新产品销售超 2600 万台，手机等数码产品购新补贴申请超 5100 万件，显示了消息复苏的趋势，有利于消费等板块的走强，使市场稳定增添力量。

周末外围市场因假期休市，关税谈判也没有特别明显的进展，在消息面平静的情况下，股指将整理蓄势等待靴子落地。

金融期权：本周 A 股市场表现分化，大市值类指数韧性较强。市场观望情绪较浓，全市场成交额较上周有所回落。

期权方面，本周标的波动有所收敛，期权日均成交量明显回落，分品种来看中证 500ETF 期权最为活跃。隐波方面，所有品种隐波回落至 4 月 7 日之前的水平，波动率卖方策略本周表现良好，其中深交所的品种表现强势。

本周多数期权隐波中枢回落速度较快，隐波溢价明显收窄。做空波动率的交易空间有限。曲面上看，多数隐波期限上轻微倒挂，且维持负偏。考虑到 ETF 期权 4 月合约

临近到期，可以适当考虑参与波动率卖近买远交易，保持组合 vega 中性偏正。

| | 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 | 1.339 | -2.783 | 5.363 | 7.839 | 0.684 | 70.364 | -8.939 |
| 50ETF 卖近买远 | 0.613 | -0.999 | 3.005 | 3.443 | 0.873 | 69.818 | -3.854 |
| 300ETF(沪市) 卖跨式 | 1.445 | -6.292 | 3.246 | 9.73 | 0.334 | 68.364 | -11.429 |
| 300ETF(沪市) 卖近买远 | 0.709 | -3.478 | 2.273 | 5.063 | 0.449 | 67.091 | -5.983 |
| 500ETF(沪市) 卖跨式 | 1.687 | -6.116 | -1.175 | 11.98 | -0.098 | 68.545 | -17.689 |
| 500ETF(沪市) 卖近买远 | 0.876 | -2.423 | 1.528 | 5.952 | 0.257 | 67.091 | -6.966 |
| 创业板 ETF 卖跨式 | 2.357 | -7.892 | -1.696 | 14.968 | -0.113 | 68.364 | -19.48 |
| 创业板 ETF 卖近买远 | 0.942 | -3.327 | 1.874 | 5.402 | 0.347 | 65.091 | -6.769 |
| 深 100ETF 卖跨式 | 2.011 | -5.268 | 1.952 | 10.327 | 0.189 | 67.818 | -12.671 |
| 深 100ETF 卖近买远 | 1.062 | -3.254 | 1.741 | 4.921 | 0.354 | 60.545 | -5.303 |
| 科创 50ETF 卖跨式 | 2.351 | -3.748 | -6.44 | 20.842 | -0.309 | 66.815 | -30.102 |
| 科创 50ETF 卖近买远 | 0.984 | -2.499 | -3.379 | 12.969 | -0.261 | 62.138 | -16.733 |
| 中证 1000 指数 卖跨式 | 1.188 | -11.696 | -5.336 | 13.381 | -0.399 | 65.818 | -20.198 |

国债期货：本周期债盘面表现分化。截至周五收盘，30 年期主力合约周+0.03%，10 年期主力合约周+0.04%，5 年期主力合约周-0.17%，2 年期主力合约周-0.22%；按期货结算价和中债估值计算，TL、T、TF、TS 主力合约 IRR 分别约为 2.1741%、2.2169%、2.2324%、2.2494%。

数据方面，本周 3 月及一季度经济数据陆续公布，整体表现超出预期。“两重”“两新”等政策支持下，内需端加速修复。3 月广义、狭义基建投资同比分别回升至+12.6%、+5.9%，而制造业投资和社会消费品零售总额同比增幅也分别扩大至+9.2%和+5.9%。主要内需指标中，仅房地产开发投资改善较为有限，3 月同比-10.0%，依旧低位运行。外需端，3 月货物出口同比+12.4%，较 1-2 月回升 10.2 个百分点，体现出较强韧性。而需求端的正向反馈也对生产端构成支撑。3 月国内工业增加值同比+7.7%，较 1-2 月回升 1.8 个百分点；服务业生产指数同比+6.3%，也叫 1-2 月回升 0.7 个百分点。

不过，市场对较为亮眼的经济数据并未过多交易。主要原因一是，4 月起外部环境的不确定性显著上升，叠加“抢出口”效应减弱，后续外需大概率将有所回落。二是，一次性支持后，存量政策是否具有乘数效应从而推动内需出现持续修复也有待观察。

流动性方面，本周市场资金面均衡偏松。截至周五，DR001、DR007 分别为 1.6647%、1.6925%，连续两日处于 1.7%关口下方。非银资金利差也继续回落，隔夜、7 天期资金利差分别降至 1.41bp、1.91bp。“长钱”方面，国有和股份制银行一年期同业存单利率在 1.7550% 附近，较上周五小幅回升约 2bp。

下周政府债券净缴款大幅缩量至-1701 亿元，对资金面的扰动将明显减弱。周初税期影响下，市场流动性可能仍有一定波动，但预计整体偏松态势仍将延续。而资金价格能否进一步回落仍将取决于央行态度。

综合来看，当前海外关税政策变化和国内对冲政策落地节奏仍备受投资者关注。而考虑到货币转松加码可能滞后于财政发力，我们认为中短期维度国债收益率将先上后下。不过，本周债市表现强于我们的预期，仅短端调整幅度稍大。其原因可能在于风险资产缺少明显赚钱效应的情况下，“资产荒”驱动部分资金回流债市所致。

后续来看，我们仍然建议投资者关注债市出现类似 2 月中旬至 3 月中旬阶段性调整的可能性（虽然实际调整幅度可能远不及彼时）。市场资金面边际转松，但央行或维持相对偏高

的绝对价格，叠加4月末起，包括特别国债在内的政府债券供给有所放量，从而驱动长端收益率出现一定幅度的反弹。

操作上，单边建议投资者可考虑逢低轻仓布局一定多单或短期内暂观望。期现套利方面，当前部分合约IRR依旧偏高，建议继续关注期现正套机会。跨品种套利方面，考虑到后续长端调整幅度可能更大和期债移仓进度差异，建议可考虑利用期债当季合约做阔7Y-5Y利差(3TF-2T)。跨期套利方面，下月上旬开始，主力合约移仓将有所加速叠加市场降息预期有所延后，建议投资者择机参与做空T当季-下季跨期价差。

交易策略：股指期货，震荡运行；国债期货，逢低轻仓布局多单或暂观望，关注TS正套机会，做阔7Y-5Y期限利差，做空T合约跨期价差

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

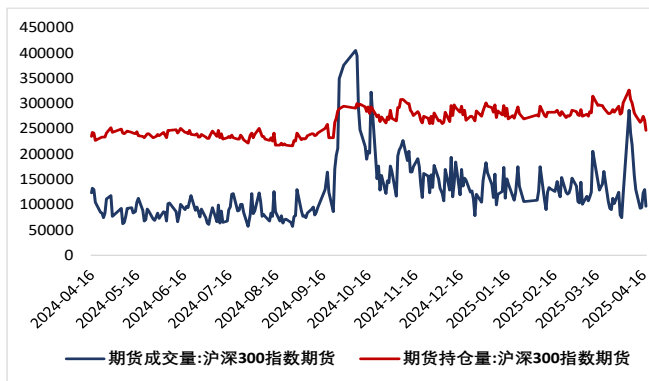
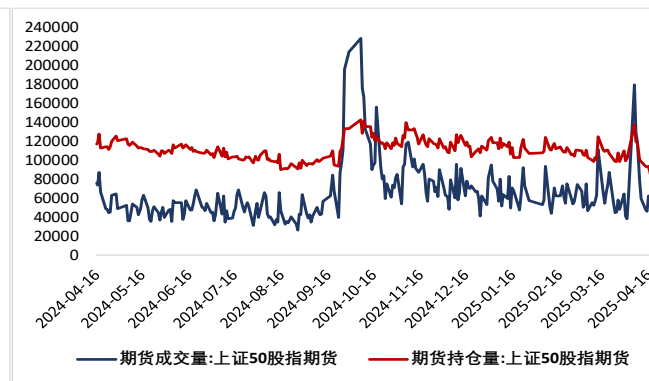


图2：IH成交和持仓变化



数据来源：Wind、银河期货

图3：IC成交和持仓变化

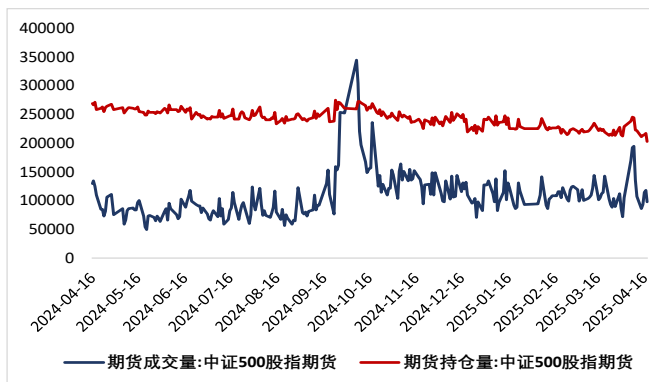
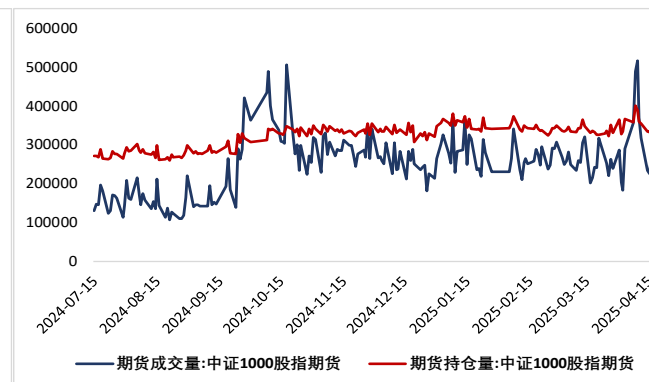


图4：IM成交和持仓变化



数据来源：Wind、银河期货

图5: IF基差变化

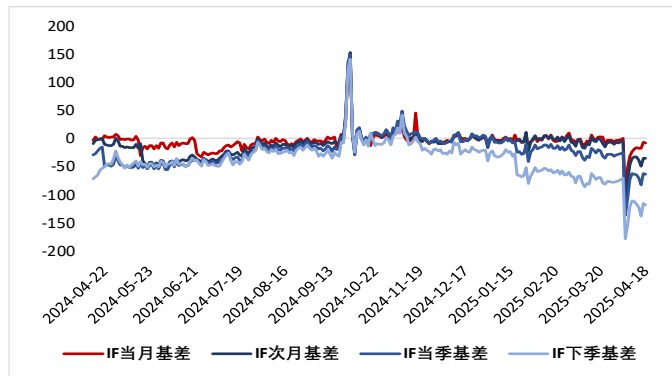
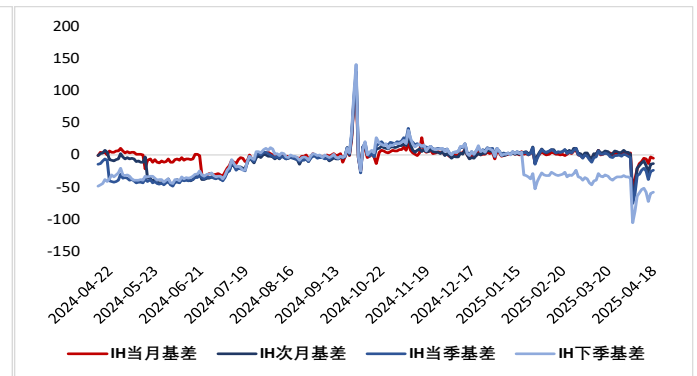


图6: IH基差变化



数据来源: Wind、银河期货

图7: IC基差变化

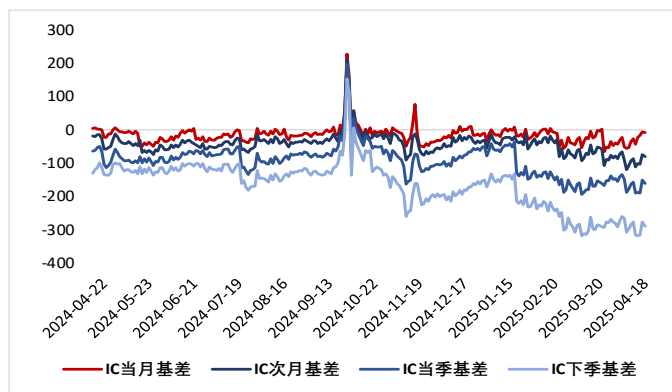
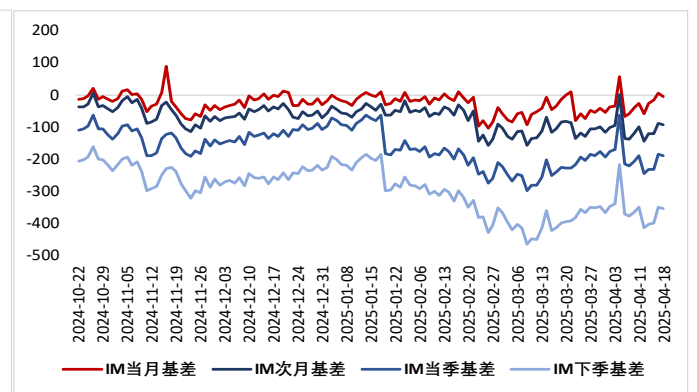


图8: IM基差变化



数据来源: Wind、银河期货

图9: 南向资金变动情况

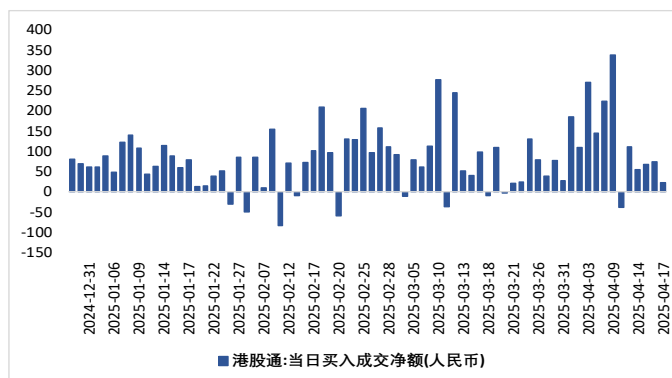
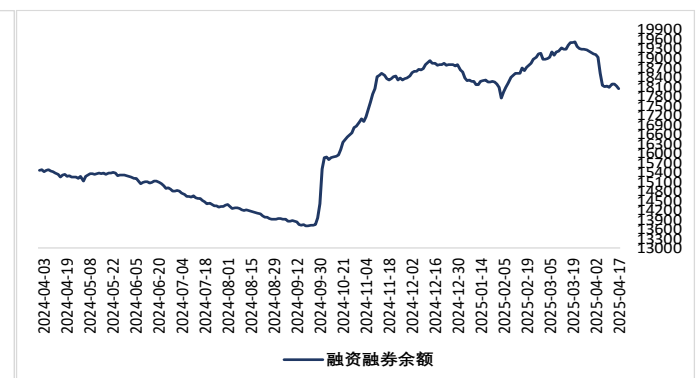


图10: 融资融券余额（截至上一易日）



数据来源: Wind、银河期货

图11: 市盈率变化

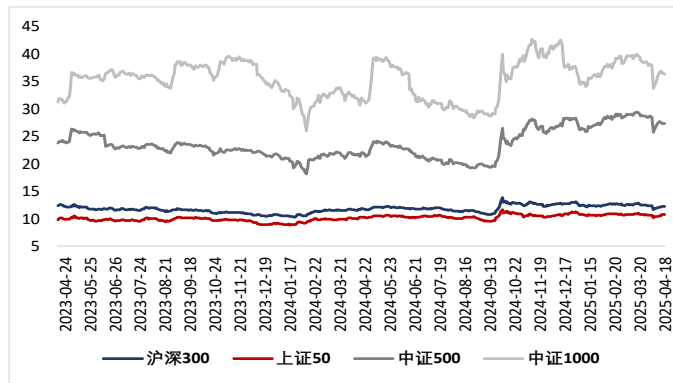
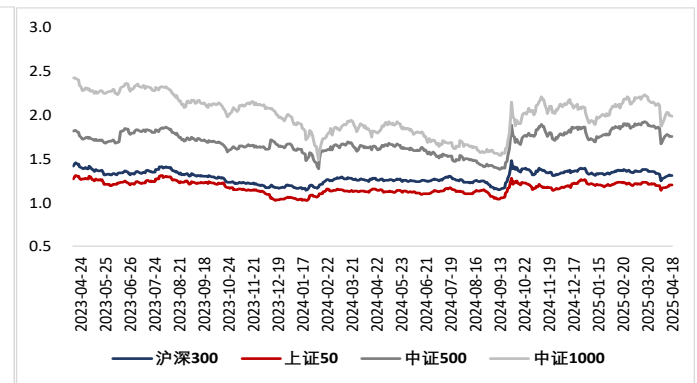


图12: 市净率变化



数据来源: Wind、银河期货

图13: 各品种期权周度持仓变化

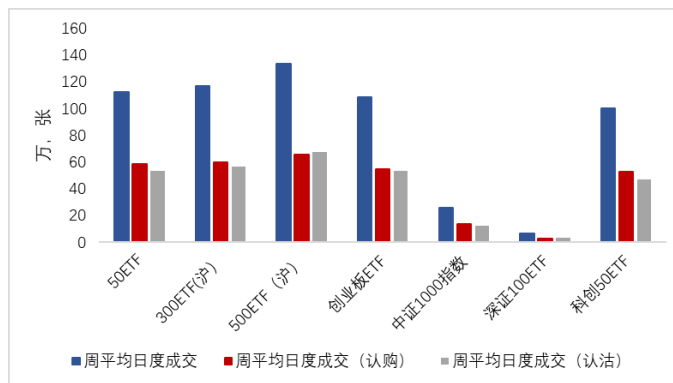
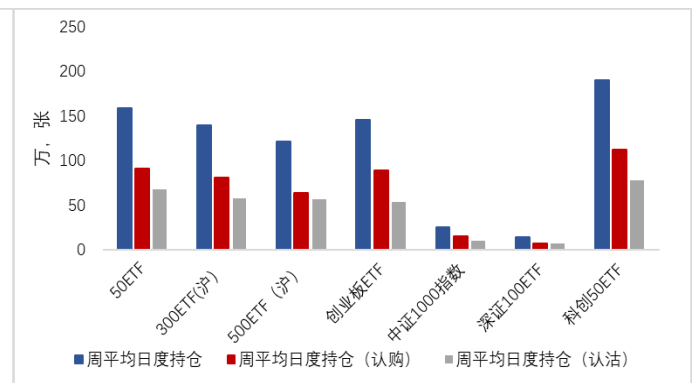


图14: 各品种期权周度成交变化



数据来源: Wind、银河期货

图15: 50、300和500ETF期权隐含波动率

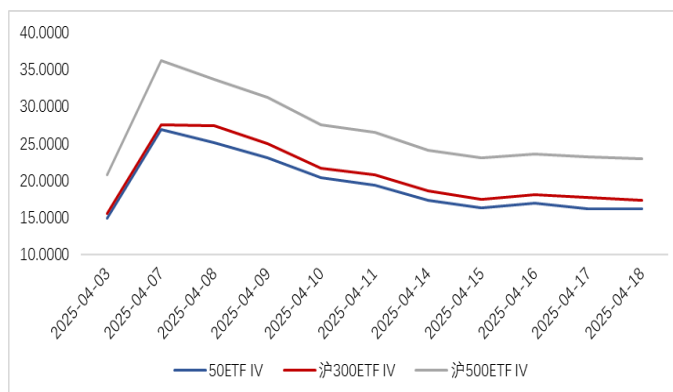
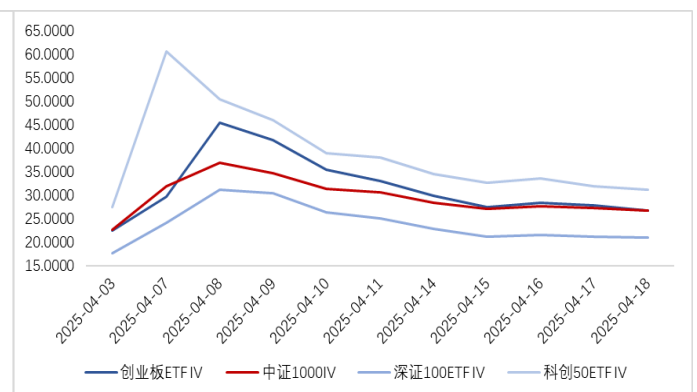


图16: 中证1000指数和创业板、深证100科创50ETF期权隐含波动率



数据来源: Wind、银河期货

图17：两年期国债期货成交与持仓量

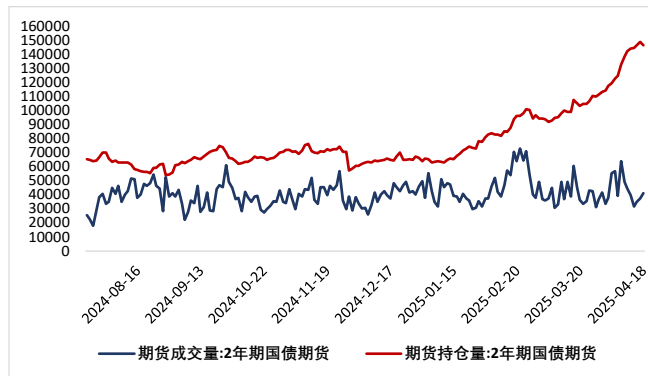
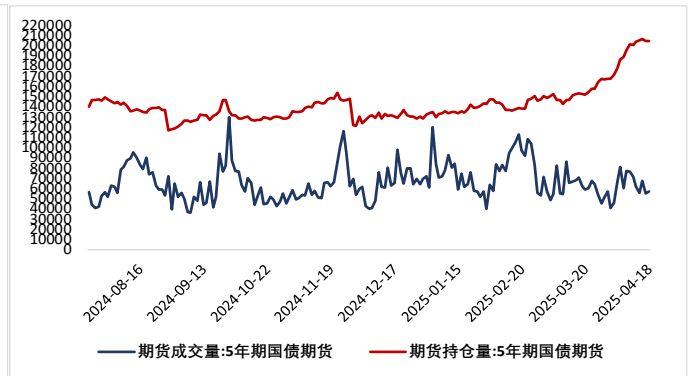


图18：五年期国债期货成交与持仓量



数据来源：Wind、银河期货

图19：十年期国债期货成交与持仓量

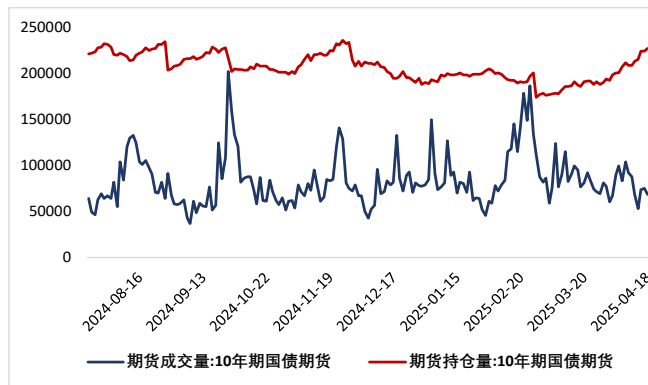
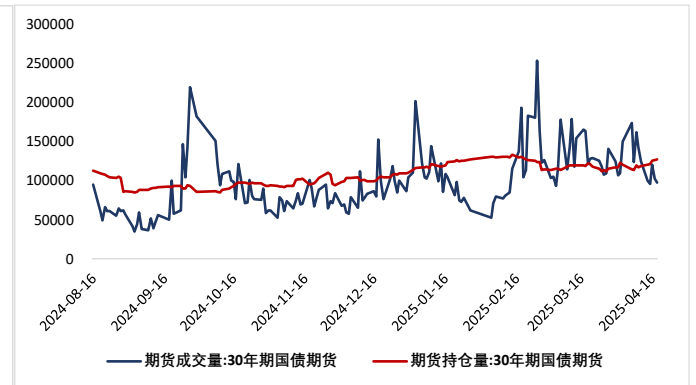


图20：三十年期国债期货成交与持仓量



数据来源：Wind、银河期货

图21：两年期国债期货合约间价差

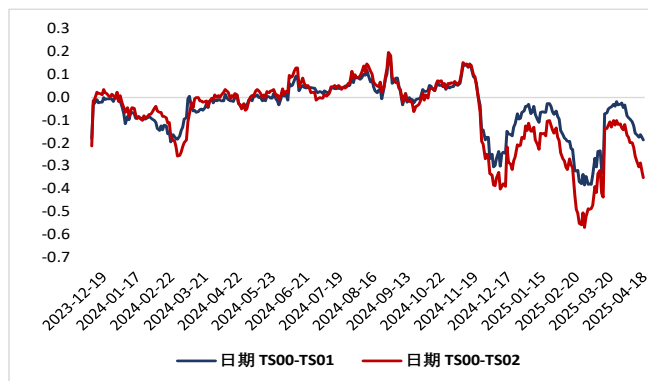
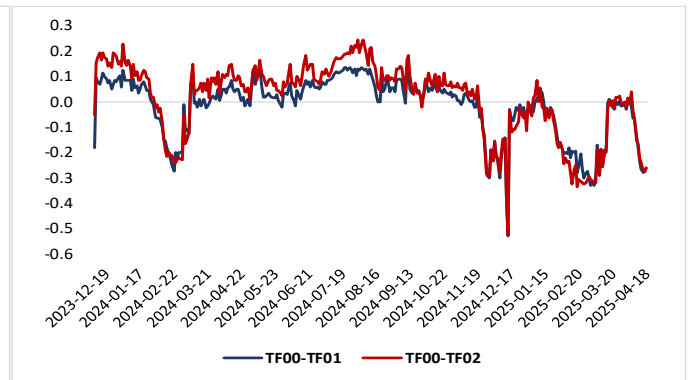


图22：五年期国债期货合约间价差



数据来源：Wind、银河期货

图23：十年期国债期货合约间价差

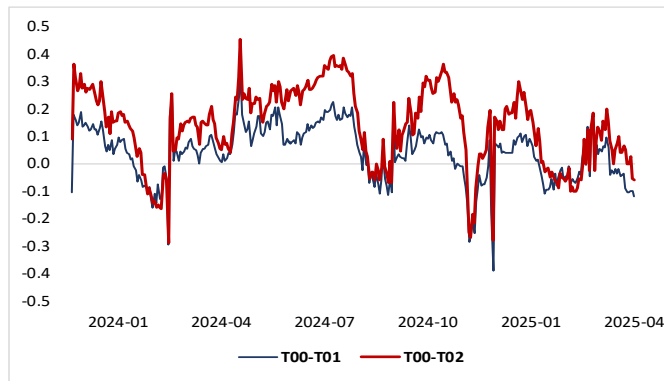
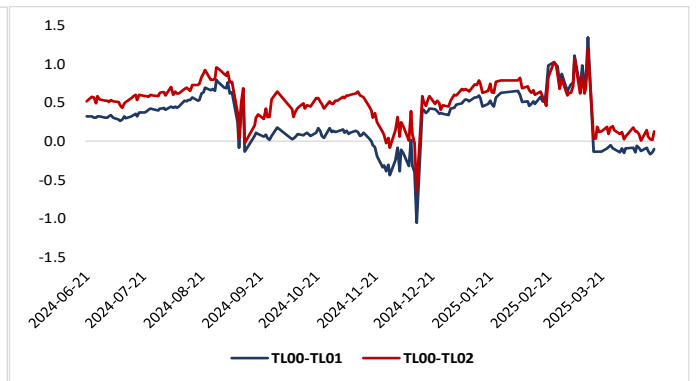


图24：三十年期国债期货合约间价差



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

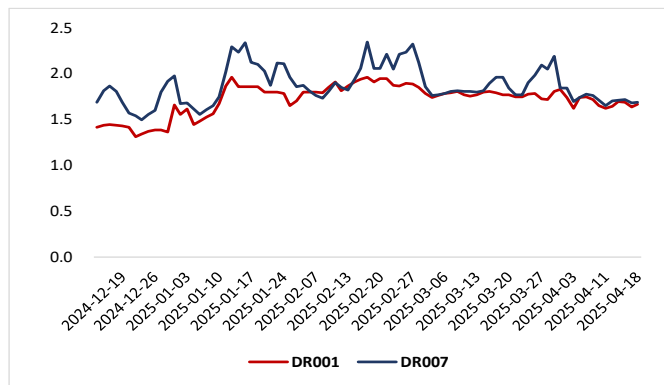
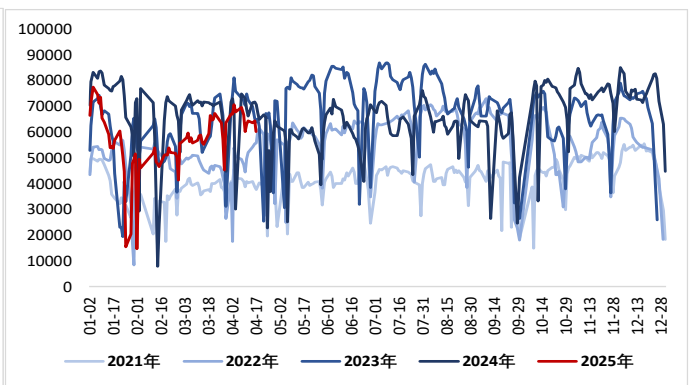


图26：存款类机构质押式回购成交量

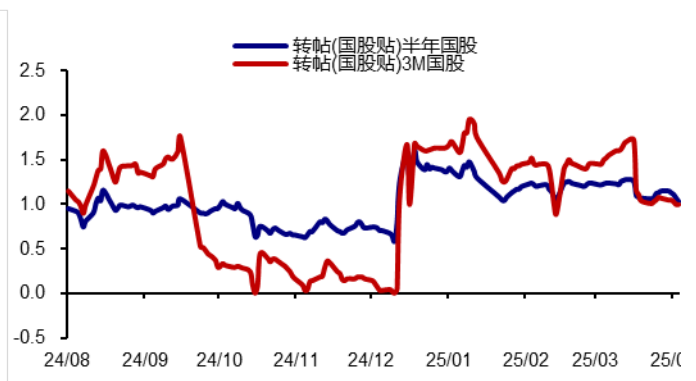


数据来源：Wind、银河期货

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）

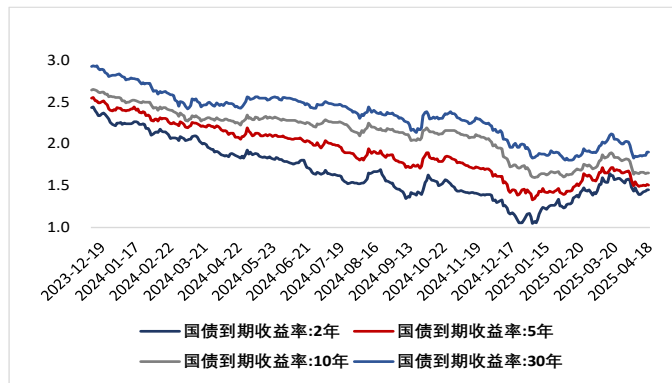
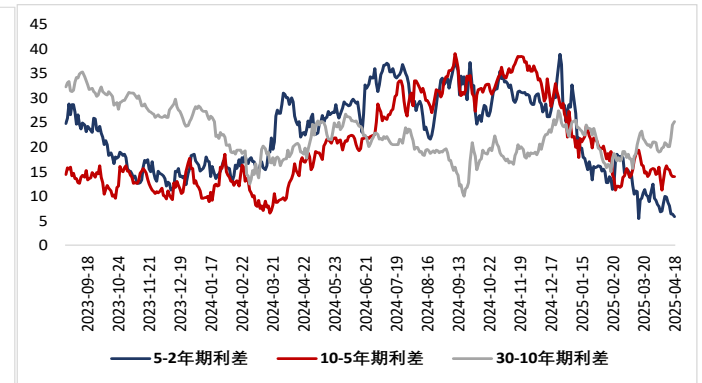


图30：国债期限利差（中证）



数据来源：Wind、银河期货

图31：国债收益率曲线变化（中债）

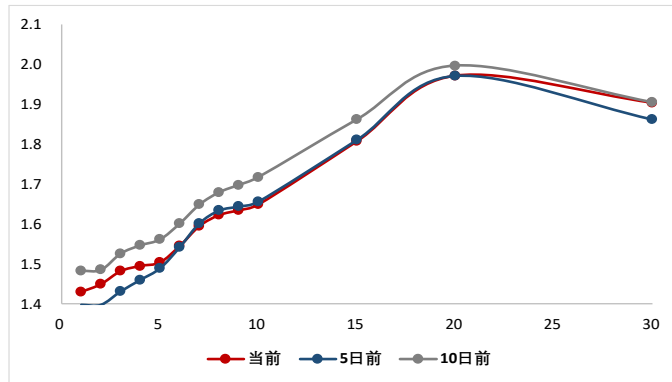


图32：美国10年期国债实际收益率



数据来源：Wind、银河期货

图33：人民币兑美元离岸价



图34：美元指数



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