利率主导市场定价

——宏观周报（9 月 20 日-9 月 26 日）

2026 年 9 月 27 日

- **本周关注：美债抛售压力加大，利率主导市场定价。**美伊本周就重新开放霍尔木兹海峡进行谈判，油价整体回落。不过，周末有消息称特朗普拒绝伊朗七天内开放霍尔木兹海峡的条款，并表示中选后可能恢复轰炸。市场依然面临油价的高不确定性。本周油价回落的同时美债收益率仍然上行，主要来自三个方面的影响：1、美国标普 PMI 超预期，美国经济偏强；2、财政部债券回购低于市场预期，美债被抛售的压力持续；3、美联储官员相对鹰派的发言。我们认为市场短期的焦点仍是美债利率，其走势成为资产定价的关键。

- **国内宏观-需求端：（1）消费：假期带动出行热度升温；汽车销量较上月同期改善，但电影消费仍弱。**截至 9 月 23 日，地铁客运量较去年 9 月日均水平上升 4.1%。截至 9 月 26 日，国内执行航班数平均 1.3 万架次，较去年 9 月均值上升 1.7%；国际执行航班数平均 1821.9 架次，较去年 9 月均值上升 1.6%。截至 9 月 26 日，电影日均票房收入 4599.0 万元，较去年 9 月均值下降 48.2%。截至 9 月 20 日，9 月乘用车销量 87.8 万辆，同比下降 22.6%，较上月同期上升 5.6%。**（2）外需：运价保持高位，港口吞吐量同步回升，外需高频边际走强。**截至 9 月 25 日，波罗的海干散货指数（BDI）9 月均值 3442.6，环比上升 16.3%，同比上升 62.6%；截至 9 月 24 日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）均值 1878.5，环比上升 2.3%，同比上升 67.6%。9 月 20 日当周港口货物吞吐量 28261.6 万吨，环比上升 4.6%，同比上升 6.8%；集装箱吞吐量 727.9 万箱，环比上升 1.8%，同比上升 9.2%。

- **国内宏观-生产端：受“中秋+国庆”双节假期排班等因素影响，本周生产整体环比小幅走弱。**本周受中秋假期影响，高频数据更新较少。截至 9 月 24 日，本周热卷产量环比下降 0.33%至 285.63 万吨。汽车制造明显走弱，半钢胎开工率大幅下降 3.75 个百分点至 61.19%，全钢胎开工率同样大幅下降 6.49 个百分点至 53.40%。化工链生产有分化，纯碱开工率环比反弹 3.57 个百分点至 73.83%，聚氯乙烯开工率回落 2.49 个百分点至 66.74%。石油链整体走弱，炼油厂开工率下降 0.38 个百分点至 54.07%，石油沥青装置开工率下降 0.9 个百分点至 23.70%，石油链修复动能进一步减弱。

- **物价表现：（1）CPI：9 月物价稳中偏弱，预计 CPI 环比小幅上涨。**截至 9 月 26 日，寿光蔬菜价格指数周环比下跌 6.81%，前期菜价上行趋势有所逆转；从 9 月全月看，蔬菜价格整体仅小幅上涨，月内波动较为明显。蔬菜价格回落主要由于秋季蔬菜集中上市，部分产区供应持续改善，市场供给较为充足。短期看，随着“双节”临近，餐饮消费和渠道备货需求有望对蔬菜价格形成一定支撑，但秋菜持续上市也将限制价格上行空间，预计菜价或维持震荡偏弱运行。**猪价方面，生猪现货继续走弱。**上周全国生猪均价为 10.7 元/公斤，较前一周下跌 2.7%；期货端同样偏弱，9 月 26 日生猪主力合约收于 10655 元/吨，较上周末下跌 3.66%。现货猪价回落主要反映供给端仍较宽松，养殖端出栏积极性偏高，前期压栏及二次育肥猪源陆续出栏。生猪期货继续下跌，表明市场对短期供应压力的定价仍较充分，对节前需求改善的持续性保持谨慎。**整体看，9 月食品价格尚未形成普遍上涨格局：蔬菜价格月内仅小幅上涨、下旬有所回落，对 CPI 的支撑较为有**

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

许冬石

☎：010-8357-4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu @chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

赵红蕾

☎：010-8092-7606

✉：zhaohonglei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060005

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

限；猪肉价格低位运行，对食品项仍形成一定拖累。考虑到节前备货、开学后服务消费恢复等因素将对非食品价格形成温和支撑，预计 9 月 CPI 环比或小幅上涨，涨幅大致在 0.0%—0.2%之间，中枢约为 0.1%，整体表现为稳中偏弱。

（2）PPI：原油冲高回落，黑色系分化调整，有色高位震荡，9 月 PPI 环比回升动能有所减弱。本周工业品价格整体呈现“能源回落、黑色分化、有色震荡”的格局。能源化工方面，尽管中东局势及霍尔木兹海峡通行风险一度推升市场风险溢价，国际油价在周初仍维持高位，但随着市场对供应中断风险重新评估、部分获利资金止盈，油价在后半周明显回落。截至 9 月 26 日，WTI 原油期货收于 92.41 美元/桶，当周下跌 7.87%；原油价格回落也带动国内原油、燃料油及部分化工品价格走弱。短期看，地缘局势仍将放大油价波动，但若未出现实质性供应扰动，油价持续大幅上行的基础相对有限。**黑色系方面，双焦与钢材价格表现分化**。9 月 26 日，焦煤主力合约较上周下跌 1.48%，焦炭上涨 2.0%，螺纹钢上涨 0.43%，铁矿石小幅下跌 0.48%。焦煤走弱主要反映煤炭保供预期升温、蒙煤供应边际改善，以及钢厂利润承压背景下对高价原料采购趋于谨慎；焦炭和螺纹钢小幅反弹，则显示旺季需求预期及部分补库需求仍有一定支撑。但总体而言，钢材终端需求改善幅度有限，房地产相关需求偏弱仍制约建筑钢材价格持续上行；铁矿石受铁水产量和日耗相对平稳支撑而相对抗跌，但钢厂库存上升也限制了其向上空间。**有色金属方面，铜、铝整体维持高位震荡，价格走势有所分化**。上周上海铜均价环比上涨 0.99%，上海铝均价环比下跌 0.78%。铜价仍受到美国政策预期的推动，但原油回落、宏观情绪转弱及高价对下游采购的抑制，限制了有色金属进一步上行；铝库存继续去化，对价格形成一定底部支撑。短期看，有色价格或延续高位震荡，进一步上涨仍需等待宏观预期改善和下游需求回暖。整体看，9 月工业品价格未能延续全面上涨态势：原油在月末明显回落，对能源化工品价格的支撑减弱；黑色系虽有局部反弹，但需求兑现仍偏缓；有色金属对 PPI 的向上拉动也相对有限。因此，预计 9 月 PPI 环比或较前期有所改善，但涨幅将较为有限，整体处于低位震荡格局。后续需重点关注地缘风险对原油供应的实际影响、“金九银十”需求的兑现程度，以及地产和基建相关需求对黑色系价格的带动。

- **国内宏观-财政：一般国债发行加快，地方新增专项债发行明显提速**。本周未发行特别国债，发行一般国债 3201.6 亿元，发行进度 75.5%（环比提升 2.3pct，前值 2pct）；发行地方新增一般债 104.33 亿元，发行进度 79.3%（环比提升 1.3pct，前值 2.5pct）；发行地方政府新增专项债 2293.98 亿元，发行进度 76.8%（环比提升 5.2pct，前值 2.3pct），其中发行特殊新增专项债 380.23 亿元，发行进度为年初预算的 132.9%（环比提升 4.8pct，前值 8.9pct）。9 月 22 日，国家发展改革委表示，近期聚焦交通、物流重点领域向民营企业推介 36 个项目，拟引入民间资本 156 亿元，目前相关项目正在有序推进。其中，在水利领域，上半年水网建设吸引民间投资超 108 亿元，同比增长 85.8%；在绿电直连领域目前已审批的项目中，民间资本参与的项目占到半数。9 月 21 日，财政部、应急管理部紧急拨付 2 亿元中央自然灾害救灾资金，支持四川、海南、浙江、福建等 4 省开展洪涝、地质灾害应急抢险救灾工作，重点做好受灾群众安置、排危除险等应急处置、过渡期生活救助以及倒损民房修复等工作，切实保障受灾群众基本生活，推动灾区尽快恢复生产生活秩序。

- **货币和流动性：货币市场利率明显回落，国债收益率曲线走平**。本周公布的新一期贷款市场报价利率（LPR）保持不变，1 年期、5 年期以上分别维持 3.0%、3.5%。本周中国人民银行公告，为更好匹配银行体系短期流动性需

求，将在 9 月 28 日至 10 月 8 日开展隔夜逆回购操作，每日操作量不超过 10000 亿元，以应对“十一”长假前后居民取现、月末银行考核及公开市场操作集中到期等短期流动性需求；同时，本月 MLF 净投放 2000 亿元。叠加 9 月 3 个月期、6 个月期买断式逆回购均为等量续作，当月央行中期流动性合计净投放 2000 亿元，维护流动性充裕。

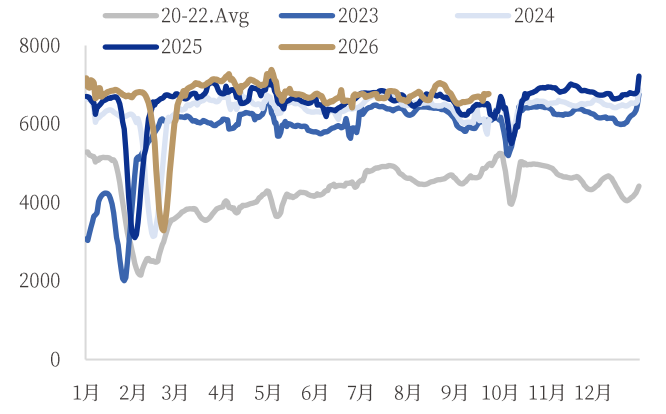
本周公开市场逆回购操作合计净投放 195 亿元。主要货币市场利率明显回落，其中 SHIBOR007 收于 1.4000%（-6BP）、DR007 收于 1.3946%（-5BP）、DR001 收于 1.3592%（-7BP）。银行间质押式回购日均成交量 5.98 万亿元（前值 6.03 万亿元），环比上周小幅回落。国债收益率曲线走平，30 年期国债收益率收于 2.0820%（-4BP），10 年期收于 1.6738%（-1BP），1 年期收于 1.2327%（+0BP）。1 年期国有银行同业存单发行利率收于 1.49%，环比上周基本持平。

- **海外宏观:美国经济数据偏强和美联储官员相对鹰派的发言进一步提升加息预期，但油价整体缓和，美债遭抛售但美股继续上行。政策与事件：（1）美联储多位官员支持进一步加息，市场鹰派定价加息导致美债抛售。**本周美联储理事巴尔表示通胀上升且经济较强的情况下，应进一步加息。芝加哥联储的古尔斯比认为不能等待能源冲击进一步消退，暗示加息。纽约联储的威廉姆斯也认为年内进一步加息是合理的，这导致市场预期 10 月也将出现加息。**（2）美伊霍尔木兹海峡谈判阶段性缓和油价，但不确定性仍存。**美伊本周就重新开放霍尔木兹海峡进行谈判，油价整体回落。不过，周末有消息称特朗普拒绝伊朗七天内开放霍尔木兹海峡的条款，并表示中选后可能恢复轰炸。市场依然面临油价的高不确定性。**（3）财政部债券回购低于市场预期，美债被抛售的压力持续。**美国财政部国债回购规模并未达到宣告的 60 亿美元上限，市场仍然质疑财政部有效压低收益率曲线的决心，美债整体的抛售并未出现明显缓和。**（4）中美贸易休战将于 10 月和 11 月延期，后续可能进一步延长。**美国财长贝森特与中方会谈后，双方同意将贸易休战延长至 10 月和 11 月，并对后续达成更广泛的协议和延长休战持开放态度。

海外数据方面，美国标普 PMI 超预期加大债券市场抛售压力，但在油价回落和美伊谈判情况下，权益资产仍然收涨：（1）美国 9 月标普全球 PMI 明显超预期，制造业和服务业同步加速。美国 9 月制造业 PMI 初值由 53.9 升至 57.0，明显高于 53.6 的市场预期；服务业 PMI 由 56.5 升至 58.7，高于 56.0 的预期；综合 PMI 由 56.0 升至 58.4，为 2021 年 7 月以来最高。美国经济短期依然呈现部分走强，价格压力维持的状态，加大了市场对于美联储连续加息的预期。**（2）美国 8 月新屋销售好于预期，但整体仍然疲弱。**8 月新屋销售折年率升至 68.4 万户，环比增长 6.4%，明显高于 61.5 万户预期;7 月数据同时由 60.7 万户上修至 64.3 万户。新屋销售中位价为 39.37 万美元，同比下降 5.8%。销售改善一定程度上是降价的结果，而房贷利率仍处于较高水平，因此当前数据更适合视为地产需求阶段性改善，而非地产市场已进入持续复苏。**（3）美国初请失业金人数继续处于低位，劳动力市场裁员压力仍然有限。**截至 9 月 19 日当周，美国初请失业金人数为 19.7 万人，低于 20.1 万人预期，前值由 19.6 万人上修至 19.8 万人。目前来看，美国虽然招聘偏弱，但失业率依然因供给侧原因没有明显的上行压力，不阻碍美联储年内再加息一次。**（4）欧元区 9 月经济活动继续改善，服务业是本月主要拉动。**欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 52.7，与前值持平并略高于 52.6 的市场预期；服务业 PMI 从 51.6 升至 53.0，明显高于 51.5 的预期。德国制造业 PMI 从 54.3 小幅回落至 53.8，但服务业 PMI 从 49.7 升至 52.9，重新进入扩张区间；法国制造业 PMI 由 51.1 降至 50.3，服务业则由 48.0 升至 51.4，同样重新回到 50 以上。整体来看，本月欧元区经济活动改善主要来自服务业修复，德国和法国服务业表现均明显改善。

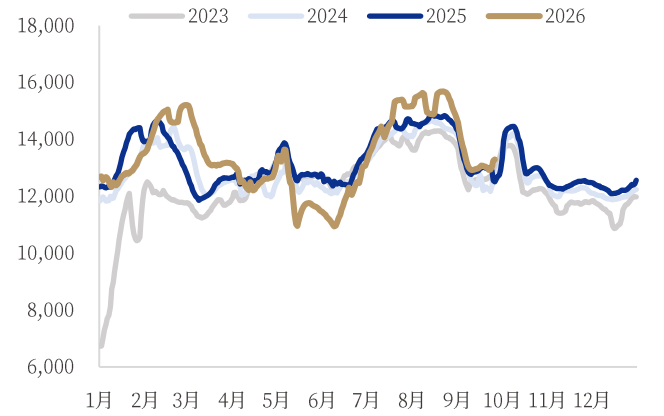
- **风险提示：**政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

图1：地铁客运量（万人次）



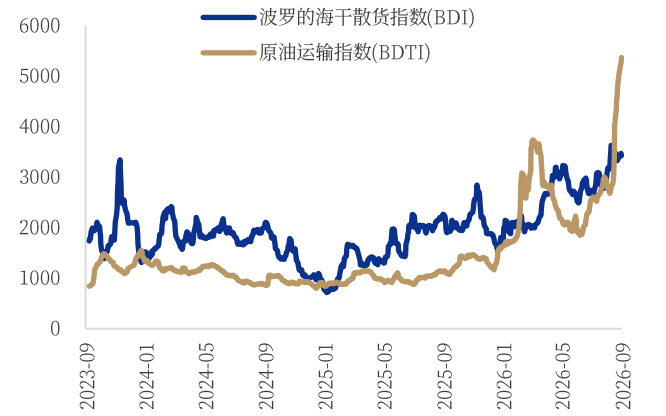
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：国内航班执行航班数（架次）



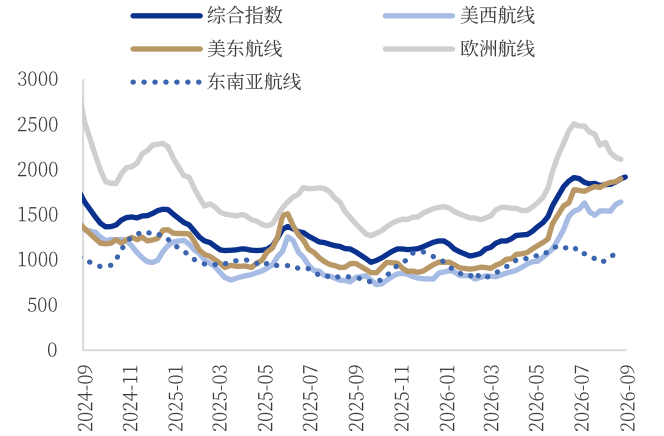
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：波罗的海干散货指数(BDI)及原油运输指数（BDTI）



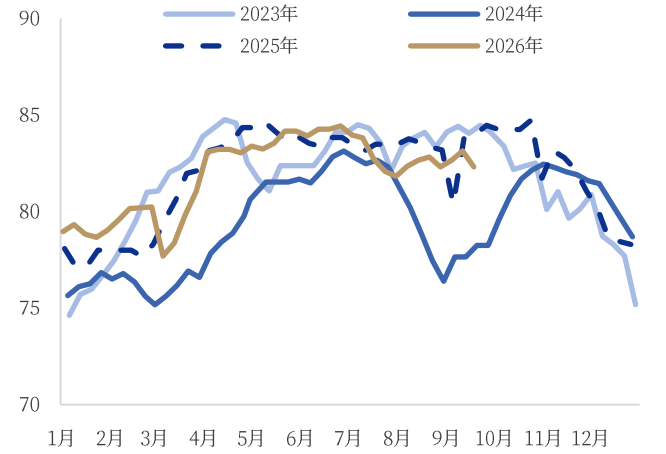
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：中国出口集装箱运价综合指数(CCFI)1998 年 1 月 1 日=1000



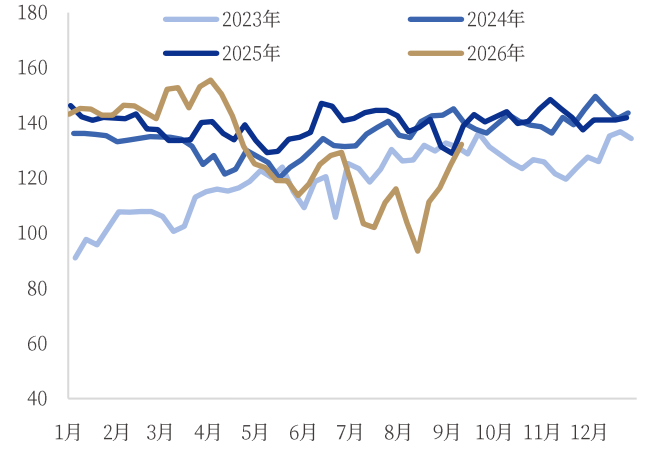
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：高炉开工率（%）



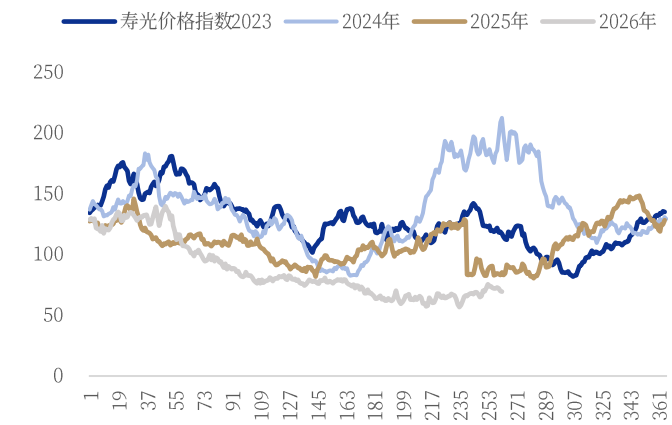
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：PTA 产量（万吨）



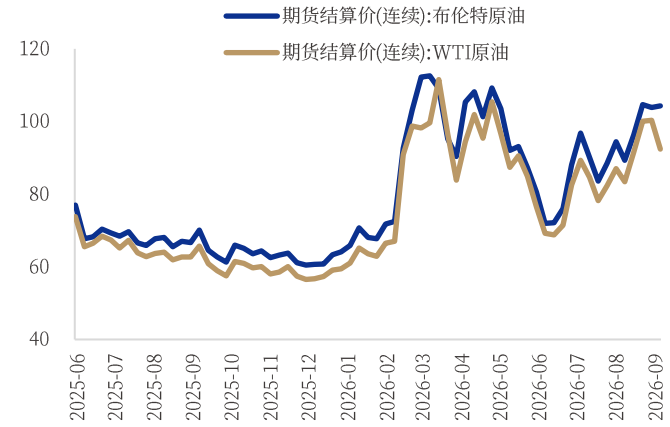
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：寿光蔬菜价格指数（2010 年 6 月底=100）



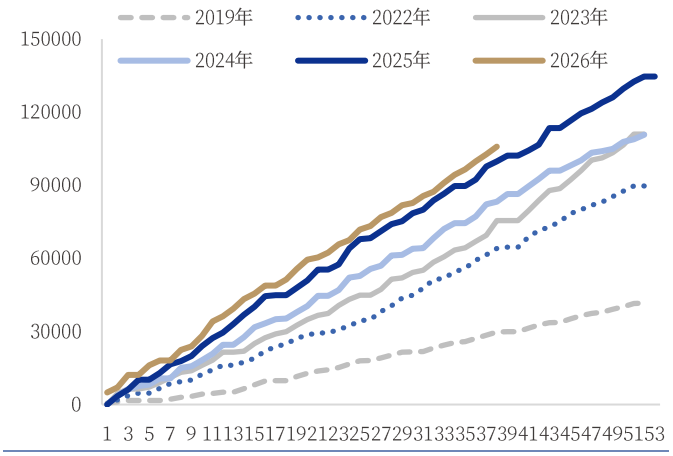
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：布伦特和 WTI 原油期货结算价（美元/桶）



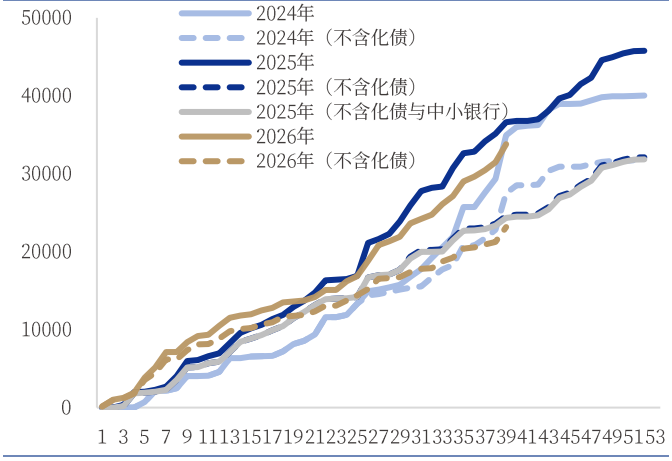
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：一般国债发行周进度（亿元）



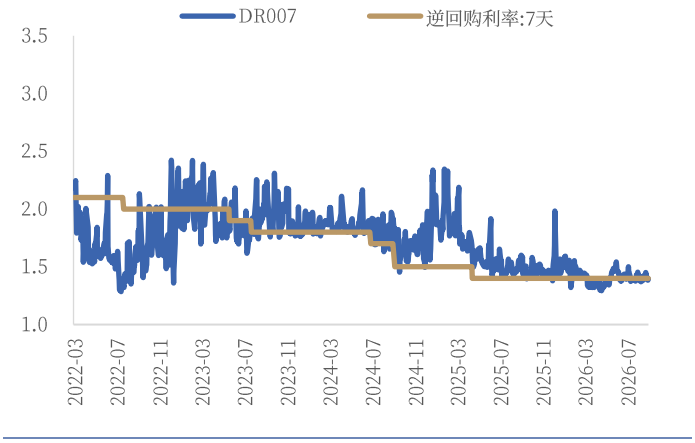
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：专项债发行周进度（亿元）



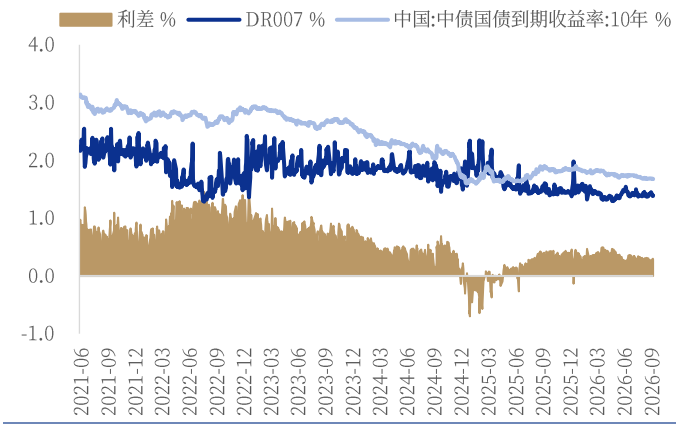
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：R007 与 7 天逆回购利率（%）



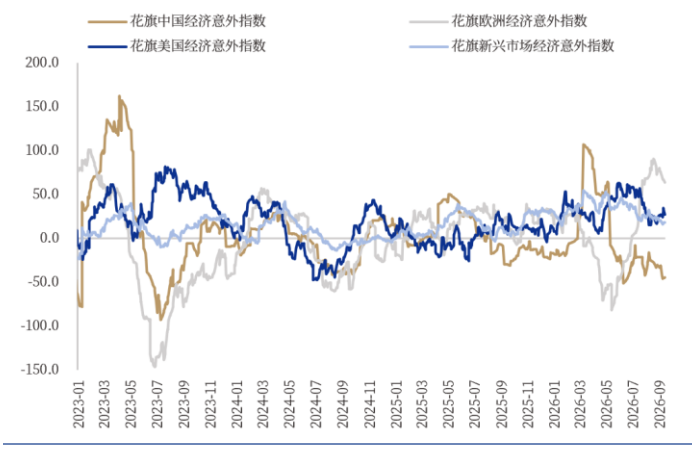
资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图12：10 年期国债收益率与 DR007



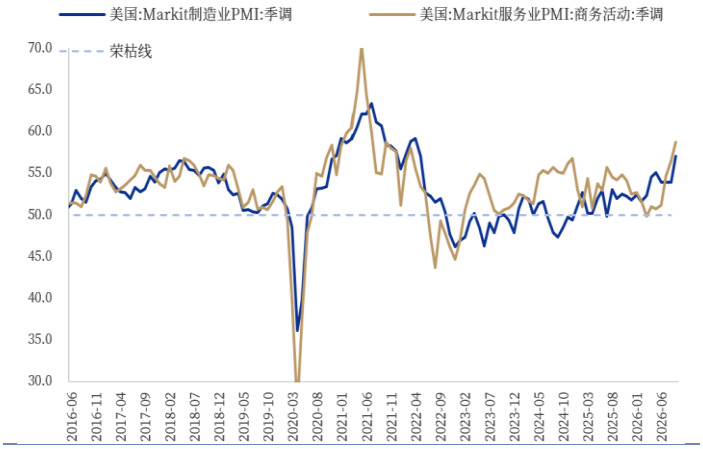
资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图13：欧美经济数据改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：美国标普 PMI 超预期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示

政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观经济分析师。许冬石：宏观经济分析师。詹璐：宏观经济分析师。吕雷：宏观经济分析师。赵红蕾：宏观经济分析师。于金潼：宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

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咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券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，但银河证券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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn