下载日志已记录，仅供内部参考

PPI 上行期的配置思路？

定期报告

——宏观与大类资产周报

频率：每周

1）8 月以来发改委密集协调六张网及十五五重点项目与新型政策性金融工具项目落地，大体呈现以中央项目代替地方项目拉动投资的政策调整思路。2）2000 年以来，中国 PPI 同比转正后的高点通常在 5%以上，因此今年 6 月 4.1%或未必是本轮顶部。若后续 PPI 同比中枢继续抬升，能源板块有望受益，农业方向也可能受益于油价中枢上行。3）尽管中东局势短期缓和或推动油价回落至 100 美元/桶下方，但俄乌冲突升级、中东风险外溢及美国中选后政治不确定性上升，仍需警惕未来一年能源供给冲击推动油价再创新高。同时，截至 7 月非美投资者较美伊冲突前减持 2412.3 亿美元美债，若全球流动性进一步收紧，美债抛售压力或将加剧。

- **1、国内方面：**8 月以来发改委密集协调六张网及十五五重点项目与新型政策性金融工具项目落地，大体呈现以中央项目代替地方项目拉动投资的政策调整思路。根据央行数据披露，9 月至今，三家政策性银行合计投放新型政策性金融工具资金已超 1000 亿元，支持项目约 400 个，涉及项目总投资约 2.1 万亿元。
- **2、国际时政：**9 月 23-25 日习近平主席访美期间，中美两国达成八项共识。9 月 22 日联合国大会一般性辩论在纽约开幕，议题集中于地缘局势与人工智能两条主线。
- **3、资产方面：1）本周伴随着布伦特原油期货价格再度攀升至 100 美元/桶上方，10Y 美债收益率有效升破 5%、10Y 日债收益率升破 3%、10Y 德债收益率再度升破 3.5%。尽管在各国推动下中东局势有望短暂缓和并压制油价重新降至 100 美元/桶下方，但随着俄乌冲突仍在升级、中东局势开始失控、以及中选之后特朗普对内部掌控力或被进一步削弱，再次提示不可低估未来一年能源供给冲击持续并推动油价创出历史新高的可能。此外，与美伊冲突爆发前相比，截至 7 月非美投资者减持了 2412.3 亿美元美债，若全球流动性进一步收紧、美债抛售潮或将加剧。2）2000 年以来，中国 PPI 同比一旦转正高点则往往在 5%上方，据此经验，今年 6 月 PPI 同比 4.1%或许亦非本轮 PPI 同比顶部，若 PPI 同比中枢进一步抬升，能源板块或将受益。此外，农业方向亦有望继续受益于油价中枢抬升。**

货币流动性跟踪（9 月 21 日——9 月 25 日）

资金面整体由前期偏紧转向平稳偏松，税期扰动消退后，DR001、DR007 明显回落，央行通过逆回购、MLF 及国库现金定存维持流动性合理充裕。

- **流动性复盘：**

本周税期扰动消退后资金面整体由前期偏紧转向平稳偏松，尽管跨节、跨季需求以及约 5500 亿元政府债净缴款仍带来一定扰动，但资金价格未明显上行。央行四个交易日累计开展 2595 亿元 7 天期逆回购，对冲 2720 亿元到期后净回笼 125 亿元；同时 9 月 24 日开展 8000 亿元 MLF 操作，并于 9 月 23 日开展 1800 亿元国库现金定存，中长期流动性支持明显增强。资金利率总体围绕

相关报告

1、《怎么看人民币汇率？——宏观与大类资产周报》2026-09-20
2、《关注土地收入变化趋势——2026 年 8 月财政数据点评》2026-09-19
3、《加息仍未结束———9 月日本央行利率决议点评》2026-09-18

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
王泺宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

政策利率低位运行，9 月 21—24 日 DR001、DR007 均值分别约为 1.36%、1.39%，较前周明显回落；周内大行和国股行融出总体积极，周四资金面仍保持宽松，仅跨节、跨月期限资金价格相对偏高。展望节后，9 月 28—30 日将有 7033 亿元逆回购到期，跨季和国庆长假资金需求仍可能带来阶段性压力，但央行已提前开展 8000 亿元 MLF，对冲 9 月 28 日 6000 亿元 MLF 到期后月度净投放 2000 亿元，并宣布 9 月 28 日至 10 月 8 日开展隔夜逆回购操作，显示跨季、跨节流动性呵护意图较强，预计资金面总体仍将保持合理充裕，出现明显超季节性收紧的概率较低。

- **货币市场：**

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.38%、1.36%、1.43%、1.39%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别变动-6.36、-7.66、-1.64、-4.38bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 69473.17 亿元，较上周增加 9188.11 亿元。

- **政府债：**

本周，地方政府债净融资 2089.32 亿元，国债净融资-472.6 亿元，合计净融资约 1616.72 亿元，政府债净缴款合计为 5519.34 亿元。

- **同业存单：**

一级市场，截至 9 月 24 日，同业存单发行利率集体上行。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.46%、1.47%、1.50%、1.51%、1.52%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 0.44bp 至 1.4373%，3 个月 AAA 同业存单下行 0.33bp 至 1.4391%，9 个月 AAA 同业存单下行 0.05bp 至 1.4797%，1 年 AAA 同业存单下行 0.22bp 至 1.4871%。

大类资产表现跟踪（9 月 21 日——9 月 25 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数集体回落，创业板指数跌幅居前。

2）港股市场：主要指数小幅回落，恒生指数跌幅略大。

3）海外股市：美股三大指数上行，科技成长相对占优。

- 债券：

1）国内：国债收益率长短端分化，期限利差收窄，资金利率明显回落。

2）海外：美债及欧洲主要经济体长端收益率普遍上行。

- 大宗：原油整体回落，贵金属明显下跌。

- 外汇：美元指数上涨，离岸人民币对美元有所贬值。

- **风险提示：国内政策超预期；海外政策波动加剧。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 宏观周观点（9 月 27 日）.....4
二、货币流动性跟踪周报（9 月 21 日-9 月 25 日）.....4
三、 大类资产总体回顾（9 月 21 日-9 月 25 日）.....7

图表目录

图 1: 交易所利率走势.....6
图 2: 资金价格走势.....6
图 3: 1 年期同业存单发行利率.....6
图 4: AAA 中债同业存单二级收益率.....6
图 5: AAA 同业存单期限利差.....6
图 6: 国股转贴票据利率走势.....6
图 7: A 股主要市指数变化幅度.....9
图 8: 全球股票市场走势.....9
图 9: 国内债市信用利差和期限利差.....9
图 10: 货币净投放量变化（公开市场操作）.....9
图 11: 美债期限利差.....9
图 12: 中美利差变化趋势.....9
图 13: 南华指数的变化幅度.....9
图 14: 黄金价格与美元指数.....9
图 15: 人民币兑主要货币汇率波动.....10
图 16: 美元兑人民币.....10

表 1: 大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）.....8

下载日志已记录，仅供内部参考

一、宏观周观点（9 月 27 日）

1、国内方面：8 月以来发改委密集协调六张网及十五五重点项目与新型政策性金融工具项目落地，大体呈现以中央项目代替地方项目拉动投资的政策调整思路。根据央行数据披露，9 月至今，三家政策性银行合计投放新型政策性金融工具资金已超 1000 亿元，支持项目约 400 个，涉及项目总投资约 2.1 万亿元。

2、国际时政：9 月 23-25 日习近平主席访美期间，中美两国达成八项共识。9 月 22 日联合国大会一般性辩论在纽约开幕，议题集中于地缘局势与人工智能两条主线。

3、资产方面：1）本周伴随着布伦特原油期货价格再度攀升至 100 美元/桶上方，10Y 美债收益率有效升破 5%、10Y 日债收益率升破 3%、10Y 德债收益率再度升破 3.5%。尽管在各国推动下中东局势有望短暂缓和并压制油价重新降至 100 美元/桶下方，但随着俄乌冲突仍在升级、中东局势开始失控、以及中选之后特朗普对内部掌控力或被进一步削弱，再次提示不可低估未来一年能源供给冲击持续并推动油价创出历史新高的可能。此外，与美伊冲突爆发前相比，截至 7 月非美投资者减持了 2412.3 亿美元美债，若全球流动性进一步收紧、美债抛售潮或将加剧。2）2000 年以来，中国 PPI 同比一旦转正高点则往往在 5%上方，据此经验，今年 6 月 PPI 同比 4.1%或许亦非本轮 PPI 同比顶部，若 PPI 同比中枢进一步抬升，能源板块或将受益。此外，农业方向亦有望继续受益于油价中枢抬升。

国内：

1. 9 月 24 日，人民银行货币政策委员会召开三季度例会，会议研究了下阶段货币政策主要思路。建议发挥增量政策和存量政策集成效应，增强政策前瞻性灵活性针对性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。综合运用并适时调整货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

海外：

1. 9 月 23 日，9 月美国标普综合 PMI 初值攀升至 58.4，预期 55.3，创 2021 年 7 月以来最高。9 月服务业 PMI 升至 58.7，制造业 PMI 跳升至 57，双双超预期。消费者需求并未如市场担忧的那样明显降温，反而展现出较强韧性；企业投资活动保持活跃，尤其是 AI 相关投资，叠加国防订单带来的增量需求，共同支撑了需求端的强劲表现。

二、货币流动性跟踪周报（9 月 21 日-9 月 25 日）

资金面整体由前期偏紧转向平稳偏松，税期扰动消退后，DR001、DR007 明显回落，央行通过逆回购、MLF 及国库现金定存维持流动性合理充裕。

流动性复盘

本周税期扰动消退后资金面整体由前期偏紧转向平稳偏松，尽管跨节、跨季需

下载日志已记录，仅供内部参考

求以及约 5500 亿元政府债净缴款仍带来一定扰动，但资金价格未明显上行。央行四个交易日累计开展 2595 亿元 7 天期逆回购，对冲 2720 亿元到期后净回笼 125 亿元；同时 9 月 24 日开展 8000 亿元 MLF 操作，并于 9 月 23 日开展 1800 亿元国库现金定存，中长期流动性支持明显增强。资金利率总体围绕政策利率低位运行，9 月 21—24 日 DR001、DR007 均值分别约为 1.36%、1.39%，较前周明显回落；周内大行和国股行融出总体积极，周四资金面仍保持宽松，仅跨节、跨月期限资金价格相对偏高。展望节后，9 月 28—30 日将有 7033 亿元逆回购到期，跨季和国庆长假资金需求仍可能带来阶段性压力，但央行已提前开展 8000 亿元 MLF，对冲 9 月 28 日 6000 亿元 MLF 到期后月度净投放 2000 亿元，并宣布 9 月 28 日至 10 月 8 日开展隔夜逆回购操作，显示跨季、跨节流动性呵护意图较强，预计资金面总体仍将保持合理充裕，出现明显超季节性收紧的概率较低。

货币市场：

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.38%、1.36%、1.43%、1.39%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别变动-6.36、-7.66、-1.64、-4.38bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 69473.17 亿元，较上周增加 9188.11 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 2089.32 亿元，国债净融资-472.6 亿元，合计净融资约 1616.72 亿元，政府债净缴款合计为 5519.34 亿元。

同业存单：

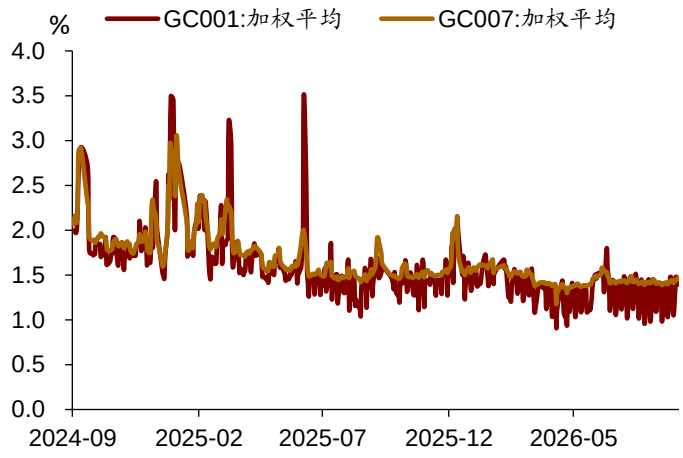
一级市场，截至 9 月 24 日，同业存单发行利率集体上行。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.46%、1.47%、1.50%、1.51%、1.52%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 0.44bp 至 1.4373%，3 个月 AAA 同业存单下行 0.33bp 至 1.4391%，9 个月 AAA 同业存单下行 0.05bp 至 1.4797%，1 年 AAA 同业存单下行 0.22bp 至 1.4871%。

汇率变动：

上周，即期汇率-美元兑离岸人民币，中间价-美元兑人民币走势分化，截至 9 月 24 日收盘价，分别录得 6.7152、6.7459，与 9 月 18 日相比，人民币离岸汇率调降 188 个基点，人民币中间价调升 32 个基点。

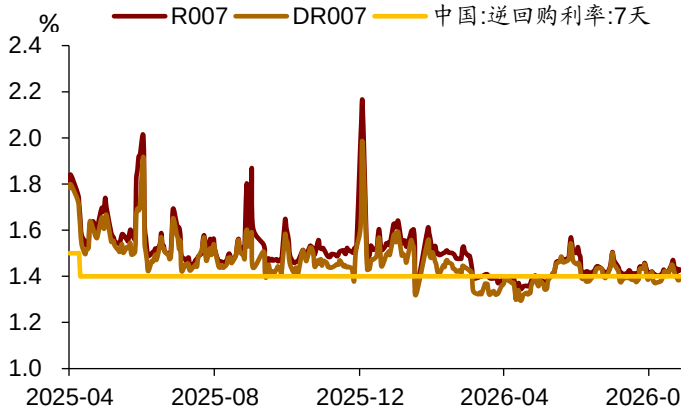
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：交易所利率走势



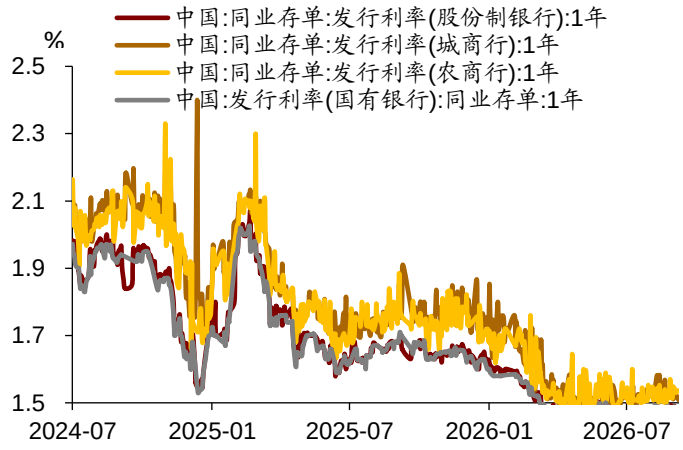
资料来源：Wind，招商证券

图 2：资金价格走势



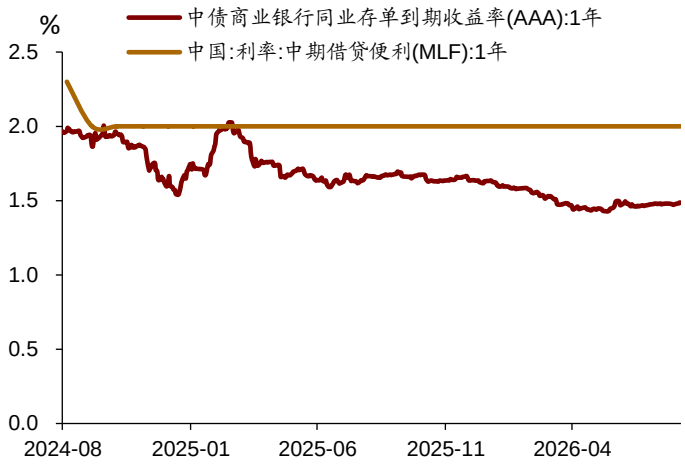
资料来源：Wind，招商证券

图 3：1 年期同业存单发行利率



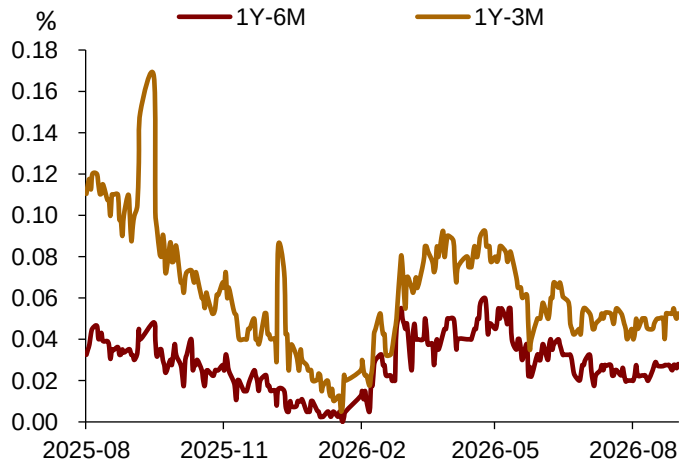
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



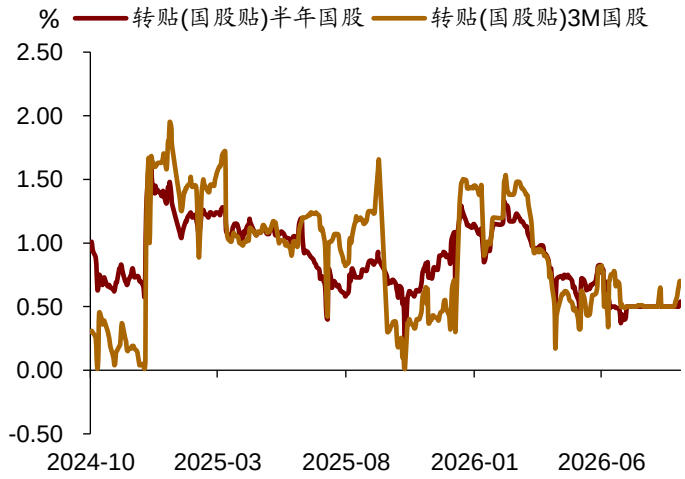
资料来源：Wind，招商证券

图 5：AAA 同业存单期限利差



资料来源：Wind，招商证券

图 6：国股转贴票据利率走势



资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、 大类资产总体回顾（9 月 21 日-9 月 25 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数集体回落，创业板指数跌幅居前。

2）港股市场：主要指数小幅回落，恒生指数跌幅略大。

3）海外股市：美股三大指数集体上行，科技成长相对占优。

- 债券：

1）国内：国债收益率长短端分化，期限利差收窄，资金利率明显回落。

2）海外：美债及欧洲主要经济体长端收益率普遍上行。

- 大宗：原油整体回落，贵金属明显下跌。
- 外汇：美元指数上涨，离岸人民币对美元有所贬值。

下载日志已记录，仅供内部参考

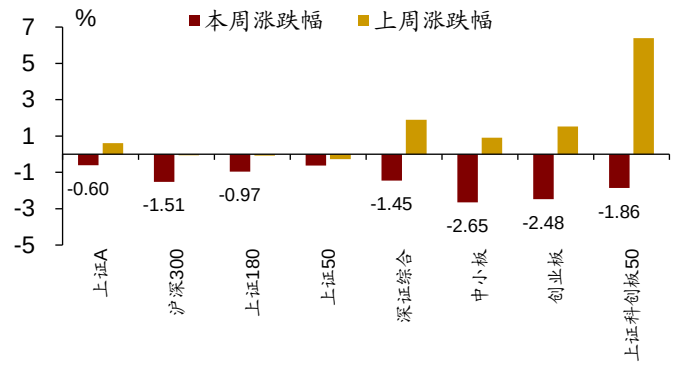
表 1：大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）

	分类	名称	现价	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
股票	A股	上证指数	3888.37	-0.60%	0.61%	-2.46%	-2.03%
		深证成指	13316.97	-2.37%	1.26%	-4.98%	-1.54%
		中小板指数	8180.35	-2.65%	0.92%	-5.53%	-1.01%
		创业板指数	3288.95	-2.48%	1.52%	-4.35%	2.68%
		沪深 300	4439.14	-1.51%	-0.06%	-4.02%	-4.12%
	港股	恒生指数	24510.09	-0.97%	-0.22%	-4.13%	-4.37%
		恒生中国企业指数	8165.78	-0.72%	-0.25%	-4.08%	-8.39%
	美股及其它	道琼斯工业	51828.62	0.28%	-1.69%	-2.55%	7.83%
		标准普尔 500	7743.41	1.21%	-0.08%	0.75%	13.12%
		纳斯达克综指	27068.72	2.06%	0.72%	2.65%	16.46%
		欧元区 STOXX50	6328.00	1.25%	-1.15%	-1.69%	8.34%
		伦敦富时 100	10695.25	0.34%	0.08%	-1.19%	7.69%
		巴黎 CAC40	8077.80	0.16%	-1.40%	-3.08%	-0.88%
		法兰克福 DAX	25408.64	0.41%	-1.03%	-3.24%	3.75%
		日经 225	66364.20	2.07%	1.57%	0.08%	31.83%
		韩国综指	7080.92	2.71%	-0.23%	3.83%	68.03%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.23%	0.29BP	0.06BP	0.95BP	-10.45BP
		国债收益率:10Y	1.67%	-0.82BP	-0.79BP	-1.45BP	-17.35BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.44%	-1.11BP	-0.85BP	-2.40BP	-6.90BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.28%	-0.98BP	-0.34BP	-2.06BP	-6.22BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.28%	-0.70BP	-0.87BP	-3.44BP	-8.51BP
		SHIBOR:1 周	1.40%	-6.20BP	4.20BP	-1.40BP	-55.60BP
		DR007	1.39%	-4.50BP	1.64BP	-2.34BP	-58.75BP
	海外	10Y 美国国债收益率	5.17%	16.00BP	5.00BP	42.00BP	99.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	36BP	11.00BP	-8.00BP	-5.00BP	-35.00BP
		10Y 法国国债收益率	4.66%	9.40BP	11.70BP	48.50BP	109.80BP
		10Y 德国国债收益率	3.63%	8.00BP	-1.00BP	26.00BP	69.00BP
		10Y 意大利国债收益率	4.51%	7.60BP	8.40BP	34.90BP	100.20BP
		10Y 国债中美利差	-351BP	-17.82BP	-5.79BP	-44.45BP	-117.35BP
		2Y 国债中美利差	-360BP	-9.48BP	-12.09BP	-51.15BP	-148.96BP
大宗商品	国内	原油	714.96	1.17%	-6.87%	16.04%	65.16%
		沪金	928.59	-2.44%	0.72%	-3.65%	-5.23%
		螺纹钢	3118.00	0.45%	-0.67%	-2.14%	-2.65%
		沪铜	110700.00	1.07%	0.88%	1.86%	11.71%
		沪铝	24200.00	-0.76%	0.85%	0.98%	4.47%
		谷物	456.24	-0.12%	-2.75%	-4.36%	-1.24%
	全球	布伦特原油	97.62	-1.68%	-1.10%	12.91%	106.63%
		COMEX 黄金	4320.50	-2.36%	0.16%	-3.59%	-4.00%
		LME 铜	14632.00	0.76%	2.26%	2.36%	17.78%
		LME 铝	3277.50	-0.33%	1.44%	1.10%	9.41%
		CBOT 大豆	1320.00	1.27%	0.50%	2.48%	20.57%
外汇		美元兑人民币(离岸)	6.72	0.42%	-0.19%	0.08%	-3.62%
		欧元兑人民币	7.66	-0.41%	-1.17%	-1.87%	-6.54%
		美元指数	101.03	0.82%	1.14%	1.63%	2.81%
		美元兑欧元	0.88	0.84%	0.99%	1.99%	3.12%

资料来源：Wind，招商证券

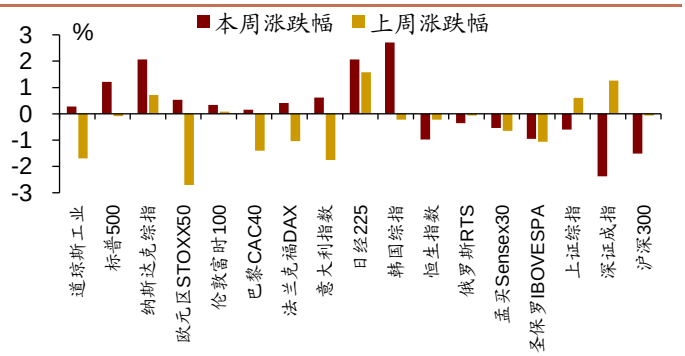
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：A 股主要市指数变化幅度



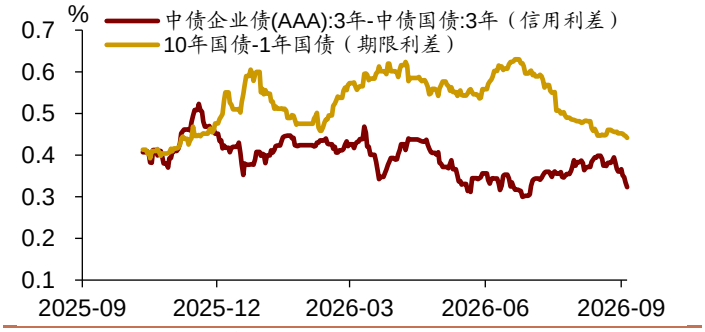
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



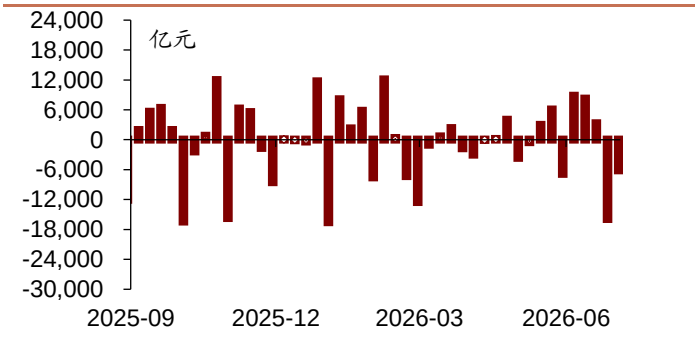
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



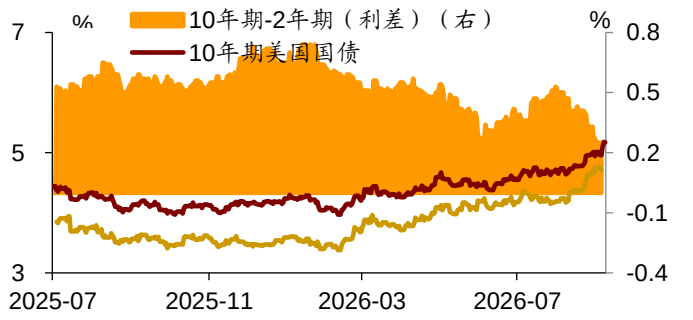
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



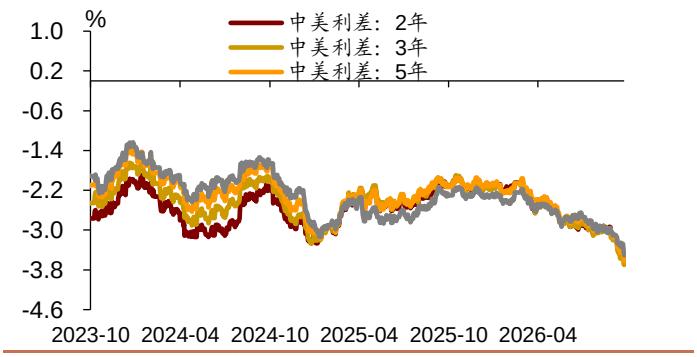
资料来源：Wind、招商证券

图 11：美债期限利差



资料来源：Wind、招商证券

图 12：中美利差变化趋势



资料来源：Wind、招商证券

图 13：南华指数的变化幅度

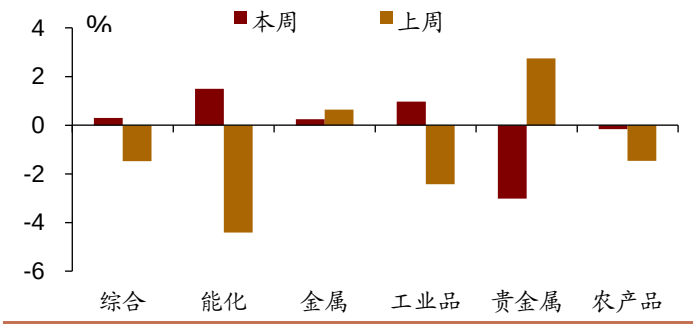
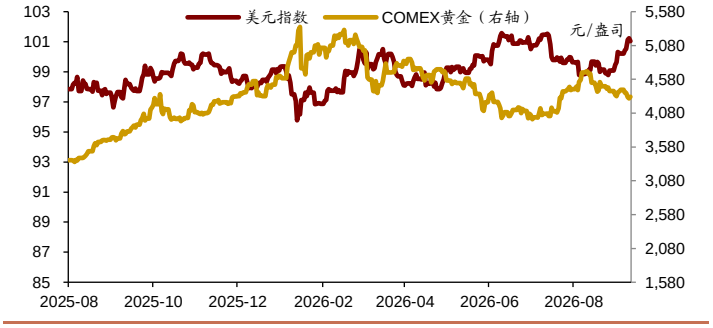


图 14：黄金价格与美元指数

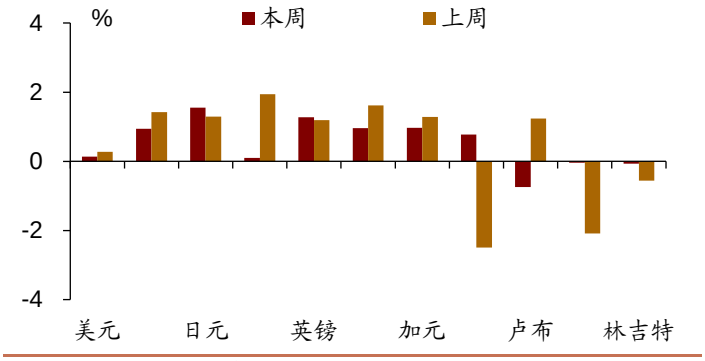


下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind、招商证券

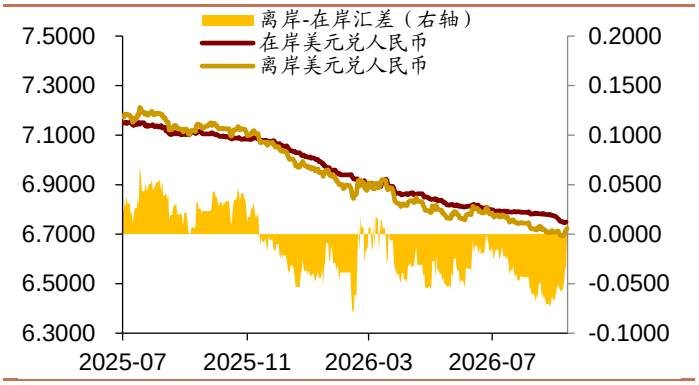
资料来源：Wind、招商证券

图 15：人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：Wind、招商证券

图 16：美元兑人民币



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。