下载日志已记录，仅供内部参考

全球流动性迎来回涌窗口期

定期报告

——宏观与大类资产周报

频率：每周

1）生产项推动 9 月全国制造业 PMI 回升至 50.1%。2）美国进入中选冲刺阶段，特朗普政府改善流动性环境的诉求极强，10 月 FOMC 或暂停加息，全球进入流动性退潮回涌阶段。节后国内科技方向亦有望跟随美股反弹。3）历史上美联储加息终点均对应美债曲线倒挂，且倒挂深度与通胀程度有关，预计中选后，美联储或将进入快速加息阶段。此外，美军护航成本极高、中东与俄乌冲突亦仍有升级征兆，中选后油价再度上行甚至创历史新高概率依旧不低。

- **1、国庆经济数据看点：1）出行：**国庆假期居民出行意愿维持高位，全社会跨区域人员流动日均 3.11 亿人次，与去年同期基本持平，铁路客流表现较强，但公路出行依旧占据主导；国内、国际航班稳步增长，显示出境需求总体修复，但目的地替代明显，韩国取代日本成为国际航班主要目的地；重点旅游地区的游客数量、收入增长可观；**2）票房：**国庆档票房明显不及去年同期、观影人次大幅回落，平均票价约 36.0 元，低于去年同期的 37.4 元，票价下行并未带来观影需求回升；不过，周度日均灯塔演出票房显著上行，且远超去年同期。**3）房地产：**9 月 30 日至 10 月 5 日，30 大中城市商品房日均成交面积约 12.45 万平方米，低于 2025 年同期的 13.52 万平方米，同比下降约 7.9%；一线城市韧性是国庆期间成交的主要支撑，二三线城市仍然偏弱，特别是三线城市日均成交面积跌幅最大。**4）消费：**商务部数据显示，国庆假期前三天消费品以旧换新带动销售额 196.3 亿元，惠及 348.3 万人次；假期前三天，商务部重点监测的 78 个步行街（商圈）客流量、营业额同比分别增长 3.4%、5.3%；假期前三天，海南离岛免税购物金额 3.58 亿元，购物人数 5.51 万人次，购买离岛免税商品 27.70 万件，较去年同期分别增长 8.85%、12.90%、8.02%。
- **2、国内方面：**9 月全国制造业 PMI 回升至 50.1%，主要由生产项贡献。随着极端天气影响消退，建筑业与部分消费相关行业迎来传统旺季，带动 PMI 整体突破荣枯线。
- **3、海外方面：**1）9 月非农数据低于预期，7-8 月数据各下修约 3 万人。受 BEA 年度数据修订影响，8 月 PCE 同比增速大幅低于预期。此外，官员表态整体转鸽，市场预期 10 月 FOMC 暂停加息概率升至 80%。2）G7 决定未来四个月通过国际能源署协调释放最多 1 亿桶战略石油储备，叠加美军护航霍尔木兹海峡，油价或暂时受到一定压制并缓解各国通胀压力。
- **4、资产方面：1）美国进入中选冲刺阶段，10 月 FOMC 或暂停加息。9 月新增非农人数仅 2.9 万，并大幅下修 7-8 月数据，威廉姆斯等联储官员整体转鸽，美军在霍尔木兹海峡护航、并联合 G7 在未来四个月释放 1 亿桶战略储备原油压制油价等做法表明进入中选冲刺阶段，特朗普政府改善流动性环境的诉求很强，全球进入流动性退潮回涌阶段。节后国内科技方向有望跟随美股反弹。2）但历史上美联储加息终点均对应美债曲线倒挂，且倒挂深度与通胀程度有关，因此，中选后，美联储或将进入加速加息阶段。此外，美军护航成本极高、中东与俄乌冲突亦仍有升级征兆，中选后油价再度上行甚至创历史新高概率依旧不低。**

相关报告

1、《再受地方政府拖累———2026 年 9 月美国就业数据分析》2026-10-03

2、《企业生产加快，建筑业景气上行———2026 年 9 月 PMI 点评》2026-09-30

3、《营收增速回升，价格支撑增强———2026 年 1-8 月工业企业利润分析》2026-09-28

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

货币流动性跟踪（9 月 28 日——9 月 30 日）

尽管季末考核、国庆长假备付及逆回购集中到期带来一定扰动，但央行通过隔夜、7 天等逆回购灵活投放，有效缓解跨季流动性压力，资金利率整体下行。

- **流动性复盘：**

9 月 28—30 日资金面整体维持均衡偏松，尽管季末考核、国庆长假备付及逆回购集中到期形成扰动，但央行通过隔夜、7 天逆回购等操作灵活调节，有效保障平稳跨季。三个交易日公开市场全口径累计净投放 597 亿元，其中 28 日净回笼 1603 亿元，29 日、30 日分别净投放 930 亿元、1270 亿元。资金利率保持低位，DR001、DR007 三日均值分别为 1.35%、1.38%，较前周继续回落，均低于 1.40%的政策利率。大行融出积极，流动性分层压力可控，跨季资金面未明显收紧。展望节后，随着现金回流及季末扰动消退，资金需求有望回落，但逆回购集中到期、政府债供给及税期仍可能带来扰动，预计央行将灵活对冲，资金面总体保持合理充裕。

- **货币市场：**

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.37%、1.35%、1.41%、1.38%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别下降 1.00、1.10、1.68、0.82bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 54299.28 亿，较上周减少 15173.89 亿。

- **政府债：**

本周，地方政府债净融资 2624.29 亿元，国债净融资 0 亿元，合计净融资约 2624.29 亿元，政府债净缴款合计为-1192.11 亿元。

- **同业存单：**

一级市场，截至 9 月 30 日，同业存单发行利率走势分化。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.46%、1.46%、1.47%、1.49%、1.52%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 4.35bp，3 个月 AAA 同业存单下行 3.53bp，9 个月 AAA 同业存单下行 1.97bp，1 年 AAA 同业存单下行 1.66bp。

大类资产表现跟踪（9 月 28 日——10 月 6 日）

- **权益：**

1）A 股市场：上周主要指数集体回落，创业板指数和深证成指跌幅居前；国庆期间 A 股休市。

2）港股市场：上周主要指数同步回落，恒生指数跌幅略大；本周企稳反弹，恒生指数和恒生国企指数均上涨超 1%。

3）海外股市：上周美股三大指数涨跌分化，欧洲市场普遍回落；本周美股三大指数集体上涨，欧洲市场多数上涨，日股继续走强、韩股继续回落。

- 债券：

1）国内：上周国债收益率短端小幅下行、长端小幅上行，期限利差走阔，资金利率小幅回落（截至 9 月 30 日）。

2）海外：上周美债及法、意长端收益率明显上行，德债收益率回落；本周 10 年期美债收益率小幅下行，美债期限利差走阔，德债收益率小幅回升。

- 大宗：上周布伦特原油明显上涨、国内原油回落，贵金属明显回落，有色

下载日志已记录，仅供内部参考

金属普遍下跌；本周布伦特原油回落，COMEX 黄金、LME 铜铝和 CBOT 大豆反弹。

- 外汇：上周美元指数小幅上涨，离岸人民币对美元小幅升值；本周美元指数小幅回落，离岸人民币对美元基本持平。

- **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（10 月 7 日）.....5
二、货币流动性跟踪周报（9 月 28 日-9 月 30 日）.....6
三、 大类资产总体回顾（9 月 28 日-10 月 6 日）.....8

图表目录

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

表 1: 大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）.....9

下载日志已记录，仅供内部参考

一、宏观周观点（10 月 7 日）

1、国庆经济数据看点：1）出行：国庆假期居民出行意愿维持高位，全社会跨区域人员流动日均 3.11 亿人次，与去年同期基本持平，铁路客流表现较强，但公路出行依旧占据主导；国内、国际航班稳步增长，显示出境需求总体修复，但目的地替代明显，韩国取代日本成为国际航班主要目的地；重点旅游地区的游客数量、收入增长可观；**2）票房：**国庆档票房明显不及去年同期、观影人次大幅回落，平均票价约 36.0 元，低于去年同期的 37.4 元，票价下行并未带来观影需求回升；不过，周度日均灯塔演出票房显著上行，且远超去年同期。**3）房地产：**9 月 30 日至 10 月 5 日，30 大中城市商品房日均成交面积约 12.45 万平方米，低于 2025 年同期的 13.52 万平方米，同比下降约 7.9%；一线城市韧性是国庆期间成交的主要支撑，二三线城市仍然偏弱，特别是三线城市日均成交面积跌幅最大。**4）消费：**商务部数据显示，国庆假期前三天消费品以旧换新带动销售额 196.3 亿元，惠及 348.3 万人次；假期前三天，商务部重点监测的 78 个步行街（商圈）客流量、营业额同比分别增长 3.4%、5.3%；假期前三天，海南离岛免税购物金额 3.58 亿元，购物人数 5.51 万人次，购买离岛免税商品 27.70 万件，较去年同期分别增长 8.85%、12.90%、8.02%。

2、国内方面：9 月全国制造业 PMI 回升至 50.1%，主要由生产项贡献。随着极端天气影响消退，建筑业与部分消费相关行业迎来传统旺季，带动 PMI 整体突破荣枯线。

3、海外方面：1）9 月非农数据低于预期，7-8 月数据各下修约 3 万人。受 BEA 年度数据修订影响，8 月 PCE 同比增速大幅低于预期。此外，官员表态整体转鸽，市场预期 10 月 FOMC 暂停加息概率升至 80%。2）G7 已决定未来四个月通过国际能源署协调释放最多 1 亿桶战略石油储备，叠加美军在霍尔木兹海峡护航，预计油价暂时受到一定压制并缓解各国通胀压力。

4、资产方面：1）美国进入中选冲刺阶段，10 月 FOMC 或暂停加息。9 月新增非农人数仅 2.9 万，并大幅下修 7-8 月数据，威廉姆斯等联储官员整体转鸽，美军在霍尔木兹海峡护航、并联合 G7 在未来四个月释放 1 亿桶战略储备原油压制油价等做法表明进入中选冲刺阶段，特朗普政府改善流动性环境的诉求很强，全球进入流动性退潮回涌阶段。节后国内科技方向有望跟随美股反弹。2）但历史上美联储加息终点均对应美债曲线倒挂，且倒挂深度与通胀程度有关，因此，中选后，美联储或将进入加速加息阶段。此外，美军护航成本极高、中东与俄乌冲突亦仍有升级征兆，中选后油价再度上行甚至创历史新高概率依旧不低。

国内：

1. 9 月 30 日，国家统计局发布 PMI 数据。9 月制造业 PMI 为 50.1%，较 8 月上行 0.3 个百分点。服务业 PMI 为 50.2%，较 8 月上升 0.9 个百分点；建筑业 PMI 为 50.3%，较 8 月上行 3.4 个百分点。9 月全国制造业 PMI 回升至 50.1%，主要由生产项贡献。其中，供给相对需求更强，内外需求保持平稳，需求端库存压力相对原料端更弱，产品端价格回升幅度仍不及原料端。

海外：

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 10 月 2 日，美国劳工统计局（BLS）发布：2026 年 9 月非农就业人数新增 2.9 万人，预期值为新增 9.0 万人，前值为新增 13.3 万人；失业率录得 4.2%，预期值为 4.1%，前值为 4.1%。9 月新增非农就业数据显著低于预期，地方政府新增就业在高基数下出现回落是核心因素，此外休闲和酒店业新增就业再度较上月出现明显下降，信息业、专业和商业服务、金融业继续形成绝对拖累。

二、货币流动性跟踪周报（9 月 28 日-9 月 30 日）

尽管季末考核、国庆长假备付及逆回购集中到期带来一定扰动，但央行通过隔夜、7 天逆回购灵活投放，有效缓解跨季流动性压力，资金利率整体下行。

流动性复盘

9 月 28—30 日资金面整体维持均衡偏松，尽管季末考核、国庆长假备付及逆回购集中到期形成扰动，但央行通过隔夜、7 天逆回购等操作灵活调节，有效保障平稳跨季。三个交易日公开市场全口径累计净投放 597 亿元，其中 28 日净回笼 1603 亿元，29 日、30 日分别净投放 930 亿元、1270 亿元。资金利率保持低位，DR001、DR007 三日均值分别为 1.35%、1.38%，较前周继续回落，均低于 1.40%的政策利率。大行融出积极，流动性分层压力可控，跨季资金面未明显收紧。展望节后，随着现金回流及季末扰动消退，资金需求有望回落，但逆回购集中到期、政府债供给及税期仍可能带来扰动，预计央行将灵活对冲，资金面总体保持合理充裕。

货币市场：

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.37%、1.35%、1.41%、1.38%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别下降约 1.00、1.10、1.68、0.82bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 54299.28 亿元，较上周减少 15173.89 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 2624.29 亿元，国债净融资 0 亿元，合计净融资约 2624.29 亿元，政府债净缴款合计为-1192.11 亿元。

同业存单：

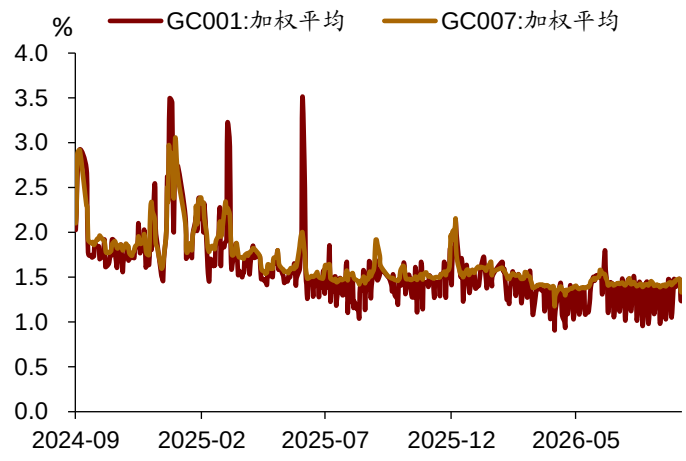
一级市场，截至 9 月 30 日，同业存单发行利率走势分化。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.46%、1.46%、1.47%、1.49%、1.52%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 4.35bp，3 个月 AAA 同业存单下行 3.53bp，9 个月 AAA 同业存单下行 1.97bp，1 年 AAA 同业存单下行 1.66bp。

汇率变动：

上周，即期汇率-美元兑离岸人民币，中间价-美元兑人民币集体升值，截至 9 月 30 日收盘价，分别录得 6.7053、6.7351，与 9 月 25 日相比，人民币离岸汇率调升 137 个基点，人民币中间价调升 138 个基点。

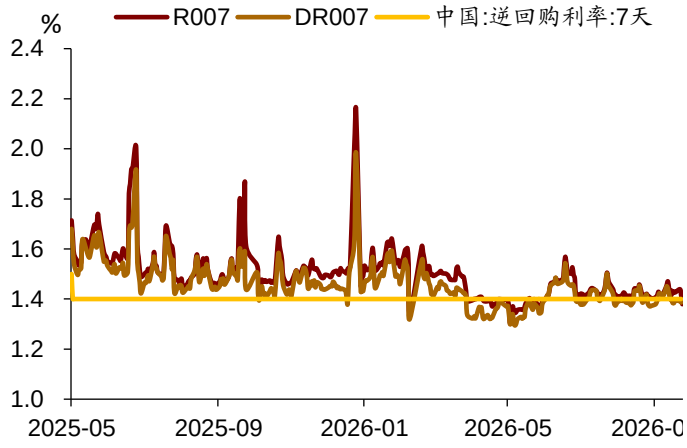
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：交易所利率走势



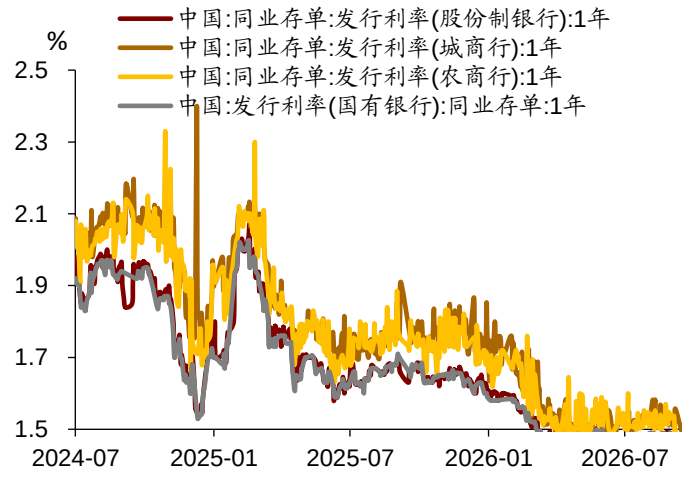
资料来源：Wind，招商证券

图 2：资金价格走势



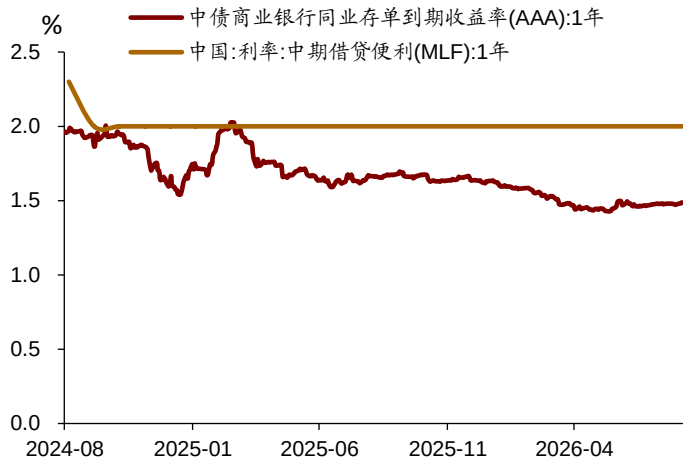
资料来源：Wind，招商证券

图 3：1 年期同业存单发行利率



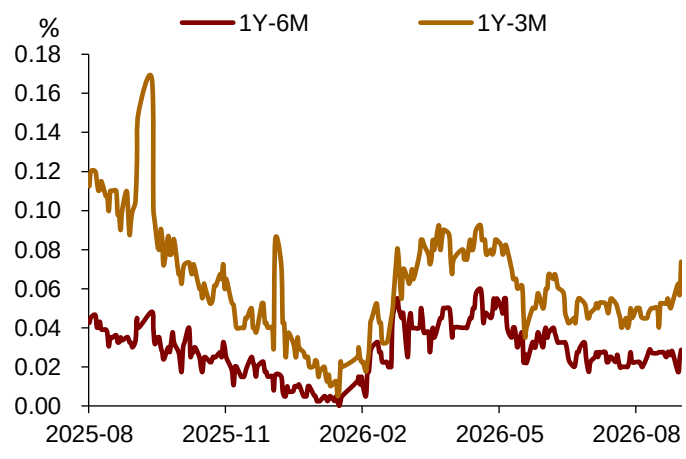
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



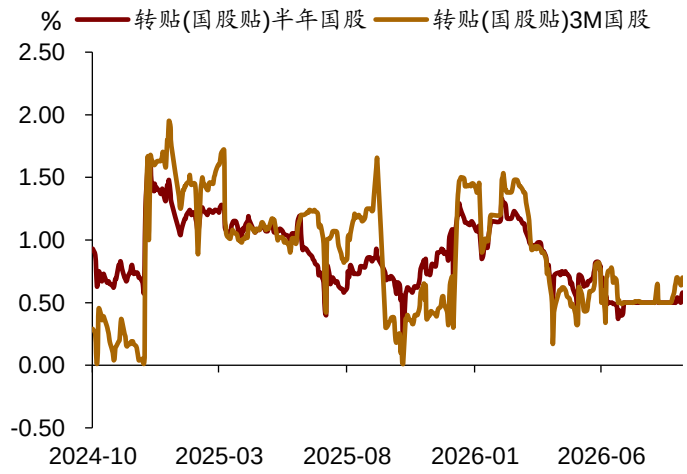
资料来源：Wind，招商证券

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 28 日-10 月 6 日）

- **权益:**

1）A 股市场：上周主要指数集体回落，创业板指数和深证成指跌幅居前；国庆期间 A 股休市。

2）港股市场：上周主要指数同步回落，恒生指数跌幅略大；本周企稳反弹，恒生指数和恒生国企指数均上涨超 1%。

3）海外股市：上周美股三大指数涨跌分化，欧洲市场普遍回落；本周美股三大指数集体上涨，欧洲市场多数上涨，日股继续走强、韩股继续回落。

- **债券**:

1）国内：上周国债收益率短端小幅下行、长端小幅上行，期限利差走阔，资金利率小幅回落（截至 9 月 30 日）。

2）海外：上周美债及法、意长端收益率明显上行，德债收益率回落；本周 10 年期美债收益率小幅下行，美债期限利差走阔，德债收益率小幅回升。

- **大宗**：上周布伦特原油明显上涨、国内原油回落，贵金属明显回落，有色金属普遍下跌；本周布伦特原油回落，COMEX 黄金、LME 铜铝和 CBOT 大豆反弹。
- **外汇**：上周美元指数小幅上涨，离岸人民币对美元小幅升值；本周美元指数小幅回落，离岸人民币对美元基本持平。

下载日志已记录，仅供内部参考

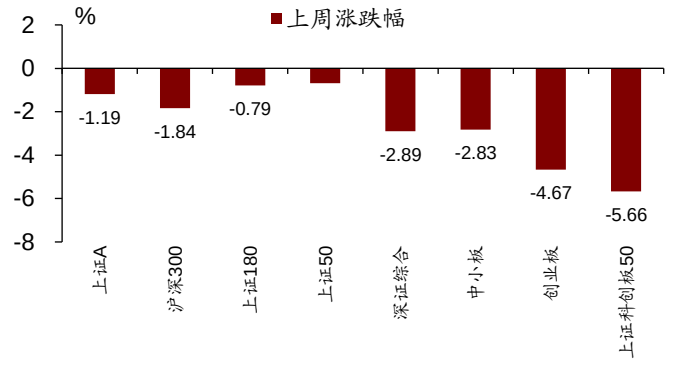
表 1：大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）

	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	3842.19	—	-1.19%	—	-3.19%
		深证成指	12887.62	—	-3.22%	—	-4.71%
		中小板指数	7948.79	—	-2.83%	—	-3.81%
		创业板指数	3135.28	—	-4.67%	—	-2.12%
		沪深 300	4357.62	—	-1.84%	—	-5.88%
	港股	恒生指数	24280.56	1.29%	-2.19%	-1.35%	-5.27%
		恒生中国企业指数	8128.97	1.23%	-1.66%	-1.11%	-8.80%
	美股及其它	道琼斯工业	51521.28	0.67%	-1.26%	1.21%	7.19%
		标准普尔 500	7818.93	1.25%	-0.27%	2.19%	14.22%
		纳斯达克综指	27599.79	1.50%	0.45%	2.75%	18.75%
		欧元区 STOXX50	6203.00	—	-1.91%	—	6.20%
		伦敦富时 100	10541.69	0.76%	-2.18%	-0.61%	6.15%
		巴黎 CAC40	7865.07	-0.41%	-2.24%	-1.25%	-3.49%
		法兰克福 DAX	25449.19	0.86%	-0.70%	0.99%	3.91%
		日经 225	70683.98	3.48%	2.93%	5.89%	40.41%
		韩国综指	6941.39	-0.89%	-1.09%	1.51%	64.72%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.22%	—	-1.30BP	—	-11.75BP
		国债收益率:10Y	1.68%	—	0.84BP	—	-16.51BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.46%	—	2.14BP	—	-4.76BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.27%	—	-0.73BP	—	-6.95BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.28%	—	0.12BP	—	-8.39BP
		SHIBOR:1 周	1.37%	—	-2.90BP	—	-58.50BP
		DR007	1.39%	—	-0.84BP	—	-59.59BP
	海外	10Y 美国国债收益率	5.27%	-1.00BP	11.00BP	-2.00BP	109.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	48BP	3.00BP	9.00BP	7.00BP	-23.00BP
		10Y 法国国债收益率	4.92%	—	19.60BP	6.20BP	136.30BP
		10Y 德国国债收益率	3.52%	3.00BP	-14.00BP	-12.00BP	58.00BP
		10Y 意大利国债收益率	4.71%	—	16.00BP	6.80BP	119.60BP
		10Y 国债中美利差	-361BP	—	-10.16BP	—	-127.51BP
		2Y 国债中美利差	-361BP	—	-1.44BP	—	-150.40BP
大宗商品	国内	原油	684.80	—	-4.22%	—	58.19%
		沪金	912.20	—	-1.77%	—	-6.90%
		螺纹钢	3112.00	—	0.03%	—	-2.83%
		沪铜	109680.00	—	-0.48%	—	11.25%
		沪铝	23830.00	—	-1.69%	—	2.87%
		谷物	457.20	—	0.21%	—	-1.03%
	全球	布伦特原油	101.08	-1.49%	5.31%	3.11%	113.96%
		COMEX 黄金	4192.70	0.49%	-3.45%	0.14%	-6.84%
		LME 铜	14409.00	1.00%	-2.43%	-0.01%	15.99%
		LME 铝	3143.50	1.45%	-5.19%	-0.82%	4.94%
		CBOT 大豆	1304.75	2.15%	-3.17%	0.91%	19.18%
外汇		美元兑人民币（离岸）	6.70	-0.08%	-0.25%	-0.11%	-3.93%
		欧元兑人民币	7.55	0.00%	-1.46%	-0.75%	-7.91%
		美元指数	101.84	-0.09%	0.89%	0.36%	3.63%
		美元兑欧元	0.89	-0.08%	1.23%	0.62%	4.31%

资料来源：Wind，招商证券

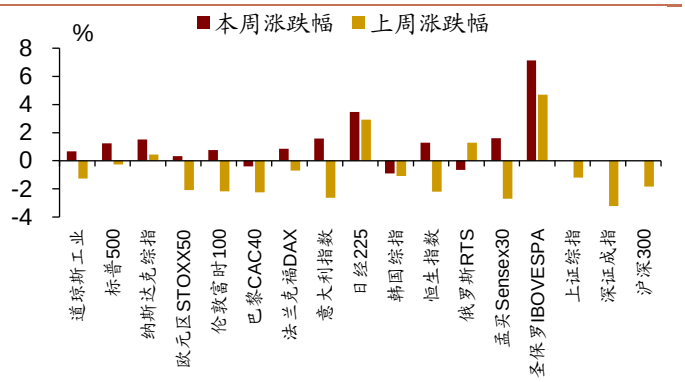
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：A 股主要市指数变化幅度



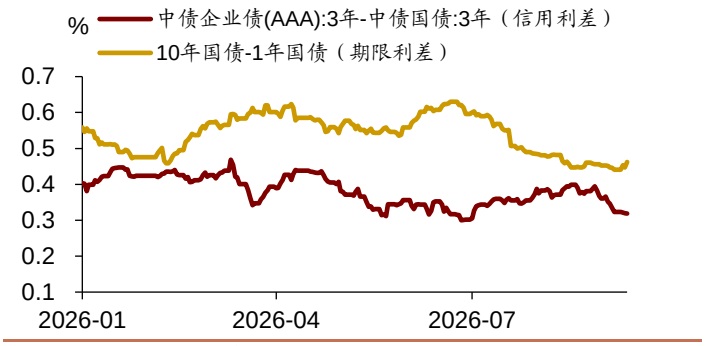
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



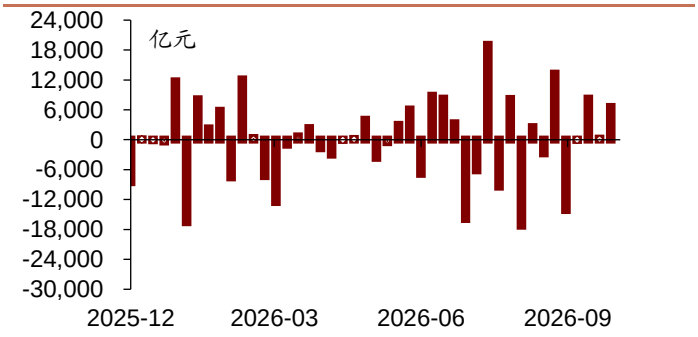
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



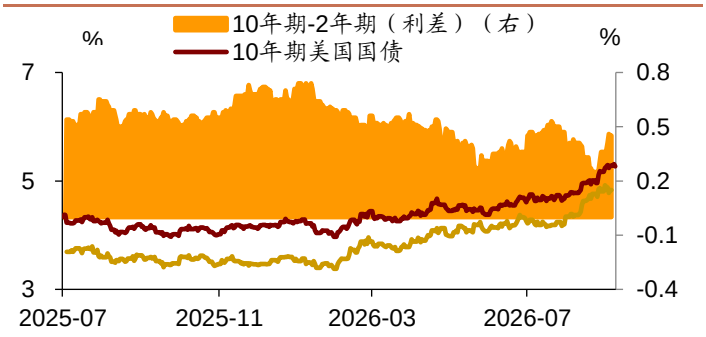
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



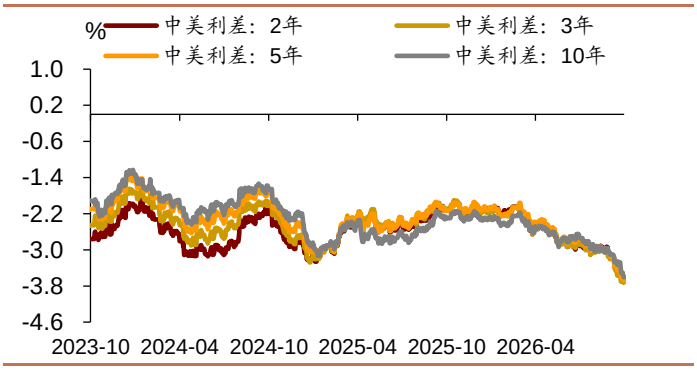
资料来源：Wind、招商证券

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

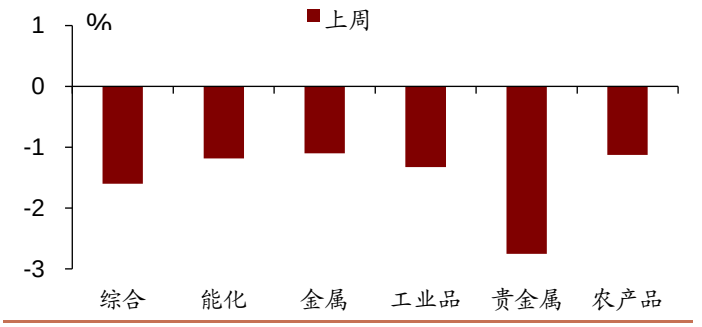
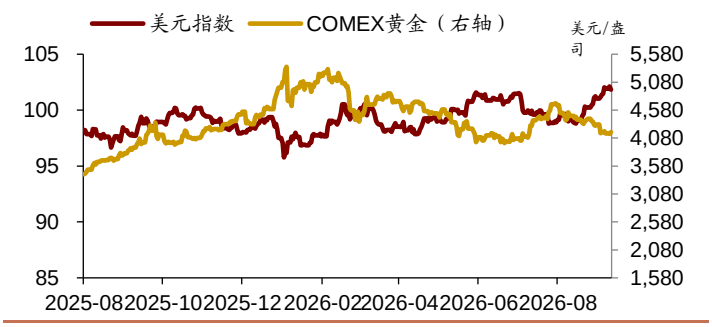


图 14：黄金价格与美元指数

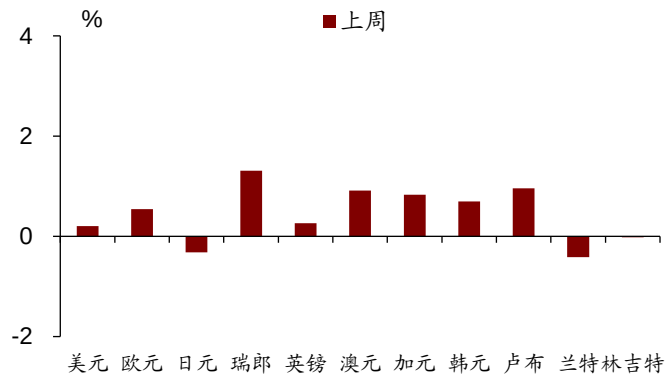


下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind、招商证券

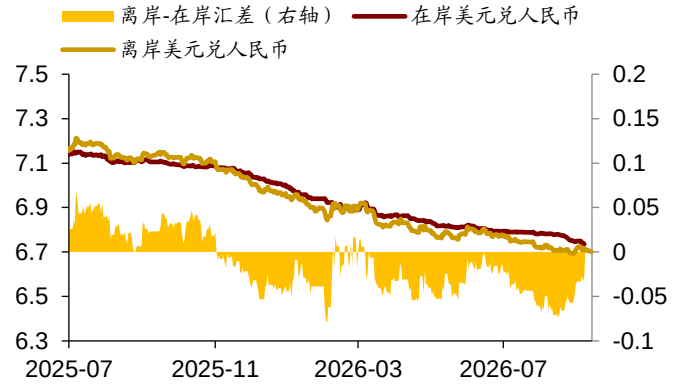
资料来源：Wind、招商证券

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。