加息开启美债曲线为何熊陡？

定期报告

——宏观与大类资产周报

频率：每周

1）10 月 1 日起购房贷款贴息落地，1-10 日 30 城商品房成交面积累计同比+22.4%，一、二、三线分别增 56.7%、2.3%、17.8%；9 月 30 城成交同比-10.7%，政策短期效果显现，但持续性仍需观察。2）加息周期美债熊陡，美国借 G7 释放原油储备压低通胀预期，9 月 FOMC 后加息预期降温，10 月加息概率不足 20%，短端收益率压力缓和。但油价韧性、远期贴水收敛推升长端利率，9 月下旬 10Y-2Y 利差自 20BP 扩至 44BP。3）当前是全球流动性退潮回涌窗口。美联储加息旨在控通胀，周期终点常为美债曲线倒挂。复盘 1970 年后加息周期：前中期长端上行，倒挂多由短端追赶形成；除 2015-2018 年慢加息外，多数周期年化加息 200BP。10 月 FOMC 大概率按兵不动，后续加息有望提速。若无 AI 新叙事，市场波动或将加剧。

- **1、国内方面：**今年 10 月 1 日正式实行购房贷款贴息，1 日-10 日 30 大中城市商品房成交面积累计同比上涨了 22.4%，一线、二线、三线城市同比分别上涨了 56.7%、2.3%、17.8%。相比之下，9 月 30 大中城市商品房成交面积同比下降 10.7%，表明政策效果显著，但持续性有待进一步观察。

- **2、海外方面：加息开启美债曲线为何熊陡？美国中选冲刺期特朗普有意压制通胀预期，不仅下令美军护航、更推动了 G7 联合抛售原油战略储备以及俄罗斯增加原油供应，9 月 FOMC 以来美联储未来 5 个季度的加息预期确实由 5 次降至 4 次甚至 10 月 FOMC 加息概率已不足 20%，缓解了 2 年及更短期限美债收益率上行压力。但，此过程国际油价不仅并未显著下行甚至远期贴水幅度还有所收敛，支撑了 10Y 美债收益率向上，进而 9 月下旬以来 10Y 与 2Y 美债收益率差由 20BP 重新走扩至 44BP。**

- **3、资产方面：再次强调当前为全球流动性退潮回涌窗口。我们此前强调过，美联储加息的最终目标是压制通胀，均以美债曲线倒挂为加息终点。此外，1970 年以来历次加息前中期 10Y 美债收益率仍攀升，表明曲线的倒挂主要由 2Y 美债收益率追赶 10Y 美债收益率实现；且除 2015-2018 年低通胀阶段加息偏慢外，历次加息节奏往往达到年化 200BP。由上述历史经验可知，10 月 FOMC 虽大概率维持 3.75%-4.00%不变，但随后美联储提速加息为大概率。当然，以今年 Q2 为例，只要 AI 仍有新故事即可无惧加息，否则市场波动或显著加剧。**

货币流动性跟踪（10 月 8 日——10 月 10 日）

资金面整体明显转松，节后现金回流、跨季扰动消退、买断式逆回购放量及机构融出增加推动 DR001、DR007 持续下行。

- **流动性复盘：**

8—10 日资金面整体呈现“节后首日均衡偏松、随后快速转松”的特征。10 月 8 日受跨节资金到期影响，DR001、DR007 分别为 1.3691%、1.3822%，但随着节后现金回流、跨季扰动消退及机构融出增加，9—10 日资金价格明显下行，10 日 DR001、DR007 进一步降至 1.2812%、1.3241%，三日均值约为

相关报告

1、《9 月宏观数据预测》2026-10-09
2、《全球流动性迎来回涌窗口期———宏观与大类资产周报》2026-10-07
3、《再受地方政府拖累———2026 年 9 月美国就业数据分析》2026-10-03

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

仅供内部参考，请勿外传

1.32%、1.35%，均明显低于 1.40%的政策利率。央行操作上，一方面持续回收前期跨节短期流动性，8、9 日短端公开市场分别净回笼 6085 亿元、6040 亿元，10 日零投放零回笼；另一方面，8 日开展 1.2 万亿元 3 个月期买断式逆回购、较到期量净投放 2000 亿元，对冲银行中长期流动性需求。总体看，节后资金供给恢复较快，大行国股行融出积极，短端流动性保持充裕，央行在回收临时性跨节资金的同时继续补充中期流动性，资金面未因大额到期出现明显收紧。

- **货币市场：**

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.33%、1.32%、1.37%、1.35%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别下降约 4.32、3.18、3.71、3.60bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额约 52752.47 亿，较上周减少 1546.81 亿。

- **政府债：**

本周，地方政府债净融资 166 亿元，国债净融资 4340.20 亿元，合计净融资约 4506.20 亿元，政府债净缴款合计为 3220.47 亿元。

- **同业存单：**

一级市场，截至 10 月 10 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 1.40%、1.44%、1.48%、1.48%、1.50%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 1.18bp，3 个月 AAA 同业存单下行 0.46bp，9 个月 AAA 同业存单上行 0.34bp，1 年 AAA 同业存单下行 0.12bp。

大类资产表现跟踪（10 月 5 日——10 月 9 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数集体回落，科创 50 和创业板指跌幅居前，资金由高估值科技向红利方向切换。

2）港股市场：主要指数小幅反弹，恒生国企指数涨幅略大。

3）海外股市：美股三大指数集体上涨，欧洲市场涨跌分化，日股上涨、韩股明显回落。

- 债券：

1）国内：国债收益率窄幅波动，期限利差小幅走阔，资金利率明显回落。

2）海外：10 年期美债收益率小幅回落，欧洲主要经济体长端收益率涨跌分化。

- 大宗：国内外原油上涨，国内原油涨幅较大；黄金内外盘分化，有色金属铜涨铝跌，农产品涨跌分化。

- 外汇：美元指数小幅上涨，离岸人民币对美元小幅升值。

- **风险提示：国内政策超预期；海外政策波动加剧。**

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、 宏观周观点（10 月 11 日）.....4
二、货币流动性跟踪周报（10 月 8 日-10 月 10 日）.....4
三、 大类资产总体回顾（10 月 5 日-10 月 9 日）.....6

图表目录

图 1: 交易所利率走势.....5
图 2: 资金价格走势.....5
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.....8
图 8: 全球股票市场走势.....8
图 9: 国内债市信用利差和期限利差.....8
图 10: 货币净投放量变化（公开市场操作）.....8
图 11: 美债期限利差.....8
图 12: 中美利差变化趋势.....8
图 13: 南华指数的变化幅度.....8
图 14: 黄金价格与美元指数.....8
图 15: 人民币兑主要货币汇率波动.....9
图 16: 美元兑人民币.....9

表 1: 大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）.....7

仅供内部参考，请勿外传

一、宏观周观点（10 月 11 日）

1、国内方面：今年 10 月 1 日正式实行购房贷款贴息，1 日-10 日 30 大中城市商品房成交面积累计同比上涨了 22.4%，一线、二线、三线城市同比分别上涨了 56.7%、2.3%、17.8%。相比之下，9 月 30 大中城市商品房成交面积同比下降 10.7%，表明政策效果显著，但持续性有待进一步观察。

2、海外方面：加息开启美债曲线为何熊陡？美国中选冲刺期特朗普有意压制通胀预期，不仅下令美军护航、更推动了 G7 联合抛售原油战略储备以及俄罗斯增加原油供应，9 月 FOMC 以来美联储未来 5 个季度的加息预期确实由 5 次降至 4 次甚至 10 月 FOMC 加息概率已不足 20%，缓解了 2 年及更短期限美债收益率上行压力。但，此过程国际油价不仅并未显著下行甚至远期贴水幅度还有所收敛，支撑了 10Y 美债收益率向上，进而 9 月下旬以来 10Y 与 2Y 美债收益率差由 20BP 重新走扩至 44BP。

3、资产方面：再次强调当前为全球流动性退潮回涌窗口。我们此前强调过，美联储加息的最终目标是压制通胀，均以美债曲线倒挂为加息终点。此外，1970 年以来历次加息前中期 10Y 美债收益率仍攀升，表明曲线的倒挂主要由 2Y 美债收益率追赶 10Y 美债收益率实现；且除 2015-2018 年低通胀阶段加息偏慢外，历次加息节奏往往达到年化 200BP。由上述历史经验可知，10 月 FOMC 虽大概率维持 3.75%-4.00%不变，但随后美联储提速加息为大概率。当然，以今年 Q2 为例，只要 AI 仍有新故事即可无惧加息，否则市场波动或显著加剧。

国内：

1. 10 月 9 日，经文化和旅游部数据中心测算，国庆节假期 7 天，全国国内出游 8.26 亿人次，国内出游总花费 7383.75 亿元，按可比口径（日均）同比 2025 年分别增长 6.3%、4.3%。而人均花费约 894 元、较 2025 年回落约 1.9%。供给端亮点纷呈，红色旅游、乡村旅游、演出市场热度攀升。

海外：

1. 10 月 9 日，美国密歇根大学数据显示，10 月美国消费者信心指数初值降至 46.3，连续第三个月下滑，创 5 月以来最低；经济现况指标降至 44.7，创历史新低。同时，消费者对未来一年的通胀预期从 9 月的 4.6%升至 4.7%，创 5 月以来最高水平；受高物价与高借贷成本拖累，耐用品购买环境大幅恶化。

二、货币流动性跟踪周报（10 月 8 日-10 月 10 日）

资金面整体明显转松，节后现金回流、跨季扰动消退、买断式逆回购放量及机构融出增加推动 DR001、DR007 持续下行。

流动性复盘

8—10 日资金面整体呈现“节后首日均衡偏松、随后快速转松”的特征。10 月 8 日受跨节资金到期影响，DR001、DR007 分别为 1.3691%、1.3822%，但随着节后现金回流、跨季扰动消退及机构融出增加，9—10 日资金价格明显下行，

仅供内部参考，请勿外传

10 日 DR001、DR007 进一步降至 1.2812%、1.3241%，三日均值约为 1.32%、1.35%，均明显低于 1.40%的政策利率。央行操作上，一方面持续回收前期跨节短期流动性，8、9 日短端公开市场分别净回笼 6085 亿元、6040 亿元，10 日零投放零回笼；另一方面，8 日开展 1.2 万亿元 3 个月期买断式逆回购、较到期量净投放 2000 亿元，对冲银行中长期流动性需求。总体看，节后资金供给恢复较快，大行国股行融出积极，短端流动性保持充裕，央行在回收临时性跨节资金的同时继续补充中期流动性，资金面未因大额到期出现明显收紧。

货币市场:

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.33%、1.32%、1.37%、1.35%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别下降约 4.32、3.18、3.71、3.60bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额约 52752.47 亿元，较上周减少 1546.81 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 166 亿元，国债净融资 4340.20 亿元，合计净融资约 4506.20 亿元，政府债净缴款合计为 3220.47 亿元。

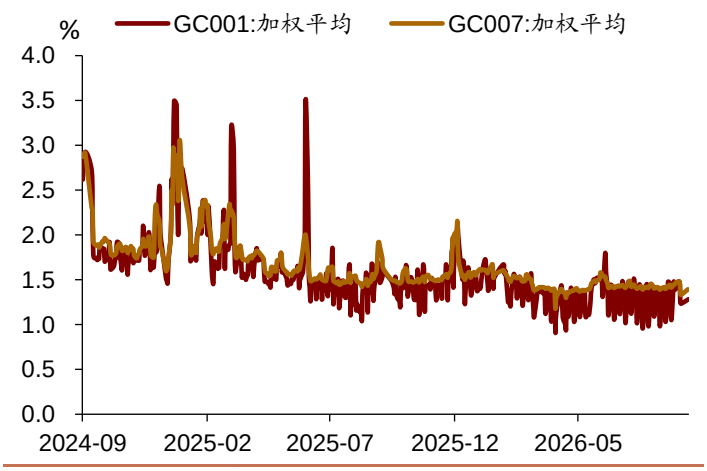
同业存单:

一级市场，截至 10 月 10 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 1.40%、1.44%、1.48%、1.48%、1.50%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 1.18bp，3 个月 AAA 同业存单下行 0.46bp，9 个月 AAA 同业存单上行 0.34bp，1 年 AAA 同业存单下行 0.12bp。

汇率变动:

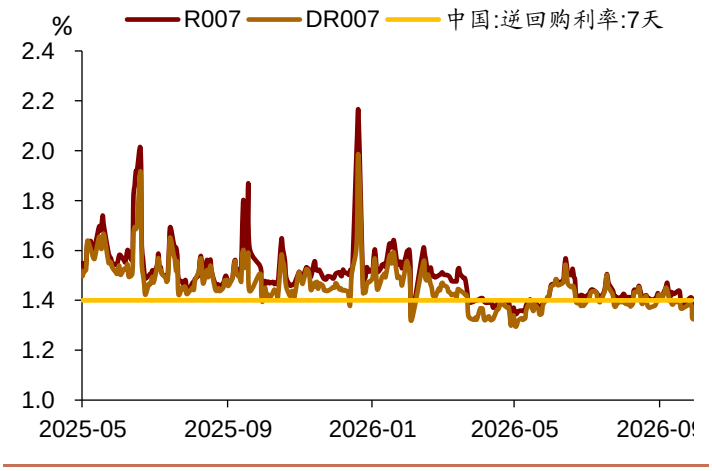
即期汇率-美元兑离岸人民币，中间价-美元兑人民币集体升值，截至 10 月 9 日收盘价，分别录得 6.6974、6.7330，与 10 月 2 日相比，人民币离岸汇率调升 94 个基点，人民币中间价调升 21 个基点。

图 1：交易所利率走势



资料来源：Wind，招商证券

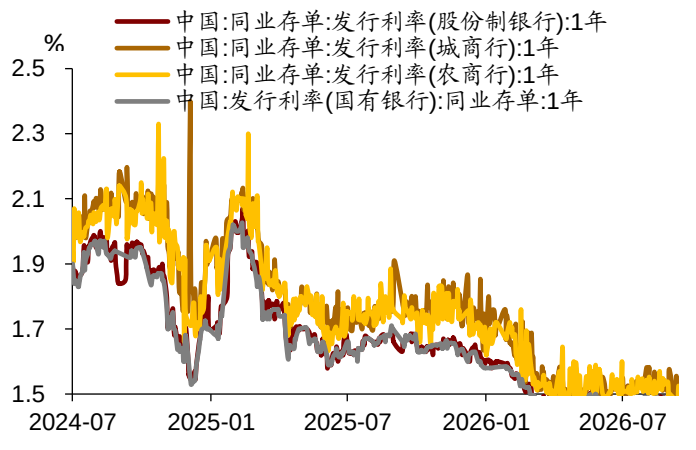
图 2：资金价格走势



资料来源：Wind，招商证券

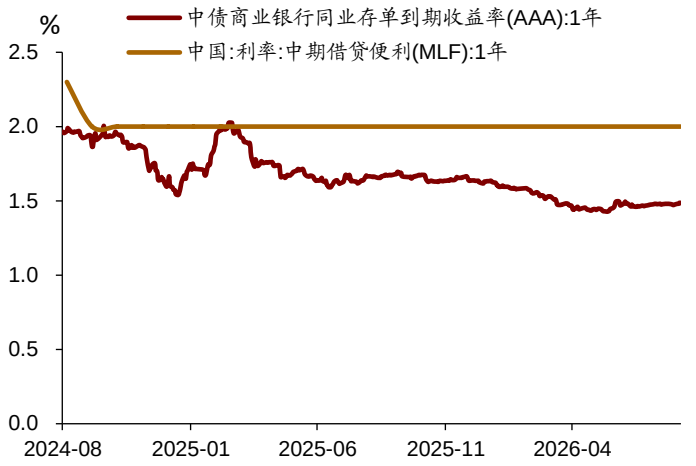
仅供内部参考，请勿外传

图 3：1 年期同业存单发行利率



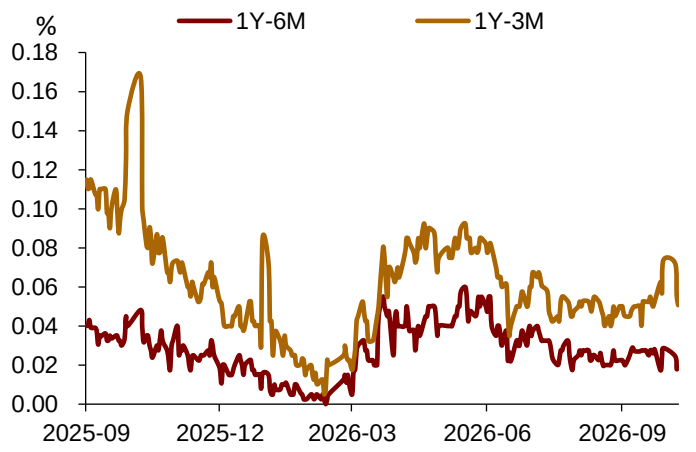
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



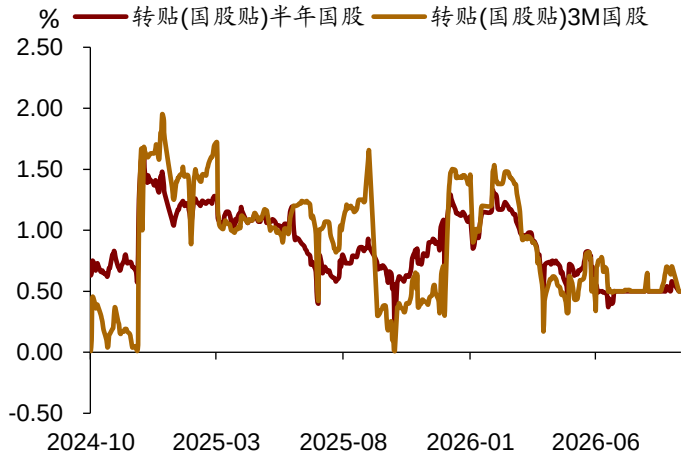
资料来源：Wind，招商证券

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

三、 大类资产总体回顾（10 月 5 日-10 月 9 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数集体回落，科创 50 和创业板指跌幅居前，资金由高估值科技向红利方向切换。

2）港股市场：主要指数小幅反弹，恒生国企指数涨幅略大。

3）海外股市：美股三大指数集体上涨，欧洲市场涨跌分化，日股上涨、韩股明显回落。

- **债券：**

1）国内：国债收益率窄幅波动，期限利差小幅走阔，资金利率明显回落。

2）海外：10 年期美债收益率小幅回落，欧洲主要经济体长端收益率涨跌分化。

- **大宗**：国内外原油上涨，国内原油涨幅较大；黄金内外盘分化，有色金属铜涨铝跌，农产品涨跌分化。

- **外汇**：美元指数小幅上涨，离岸人民币对美元小幅升值。

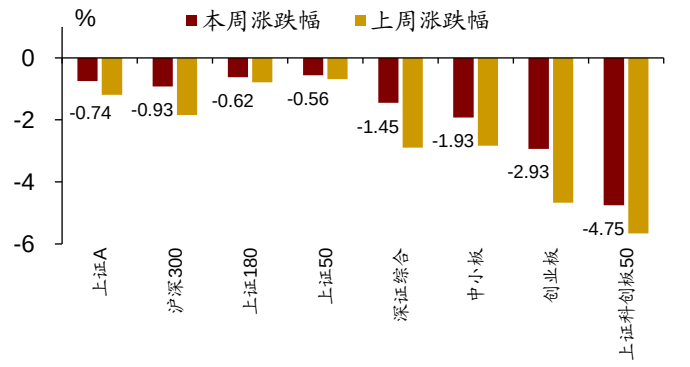
表 1：大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）

	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	3813.79	-0.74%	-1.19%	-0.74%	-3.91%
		深证成指	12641.86	-1.91%	-3.22%	-1.91%	-6.53%
		中小板指数	7795.69	-1.93%	-2.83%	-1.93%	-5.67%
		创业板指数	3043.33	-2.93%	-4.67%	-2.93%	-4.99%
		沪深 300	4317.25	-0.93%	-1.84%	-0.93%	-6.75%
	港股	恒生指数	24211.35	1.00%	-2.19%	-1.63%	-5.54%
		恒生中国企业指数	8147.87	1.46%	-1.66%	-0.88%	-8.59%
	美股及其它	道琼斯工业	51654.95	0.93%	-1.26%	1.47%	7.47%
		标准普尔 500	7811.54	1.15%	-0.27%	2.09%	14.11%
		纳斯达克综指	27366.17	0.64%	0.45%	1.88%	17.74%
		欧元区 STOXX50	6170.00	-1.34%	-0.71%	-2.00%	5.63%
		伦敦富时 100	10552.05	0.86%	-2.18%	-0.51%	6.25%
		巴黎 CAC40	7803.33	-1.19%	-2.24%	-2.02%	-4.25%
		法兰克福 DAX	25087.27	-0.57%	-0.70%	-0.44%	2.44%
		日经 225	69030.92	1.06%	2.93%	3.41%	37.13%
		韩国综指	6625.93	-5.39%	-1.09%	-3.10%	57.23%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.22%	-0.25BP	-1.30BP	-0.25BP	-12.00BP
		国债收益率:10Y	1.69%	0.42BP	0.84BP	0.42BP	-16.09BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.47%	0.67BP	2.14BP	0.67BP	-4.09BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.28%	0.98BP	-0.73BP	0.98BP	-5.97BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.28%	-0.34BP	0.12BP	-0.34BP	-8.73BP
		SHIBOR:1 周	1.34%	-3.00BP	-2.90BP	-3.00BP	-61.50BP
		DR007	1.33%	-3.70BP	-2.81BP	-3.70BP	-65.26BP
	海外	10Y 美国国债收益率	5.24%	-4.00BP	11.00BP	-5.00BP	106.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	44BP	-1.00BP	9.00BP	3.00BP	-27.00BP
		10Y 法国国债收益率	4.86%	-0.10BP	13.10BP	-0.40BP	129.70BP
		10Y 德国国债收益率	3.53%	4.00BP	-14.00BP	-11.00BP	59.00BP
		10Y 意大利国债收益率	4.59%	-2.30BP	6.30BP	-5.20BP	107.60BP
		10Y 国债中美利差	-355BP	5.42BP	-10.16BP	5.42BP	-122.09BP
		2Y 国债中美利差	-353BP	8.54BP	-1.44BP	8.54BP	-141.86BP
大宗商品	国内	原油	713.06	4.13%	-4.22%	4.13%	64.72%
		沪金	910.09	-0.23%	-1.77%	-0.23%	-7.12%
		螺纹钢	3080.00	-1.16%	0.03%	-1.16%	-3.83%
		沪铜	110110.00	0.49%	-0.48%	0.49%	11.69%
		沪铝	23470.00	-1.80%	-1.69%	-1.80%	1.32%
		谷物	453.25	-0.87%	0.21%	-0.87%	-1.89%
	全球	布伦特原油	104.54	1.88%	5.31%	6.64%	121.28%
		COMEX 黄金	4220.30	1.16%	-3.45%	0.80%	-6.23%
		LME 铜	14550.00	1.99%	-2.43%	0.97%	17.12%
		LME 铝	3057.00	-1.34%	-5.19%	-3.55%	2.05%
		CBOT 大豆	1292.25	1.17%	-3.17%	-0.06%	18.04%
外汇		美元兑人民币（离岸）	6.69	-0.20%	-0.25%	-0.23%	-4.05%
		欧元兑人民币	7.50	-0.64%	-1.46%	-1.38%	-8.50%
		美元指数	102.23	0.29%	0.89%	0.75%	4.03%
		美元兑欧元	0.89	0.44%	1.23%	1.14%	4.85%

资料来源：Wind，招商证券

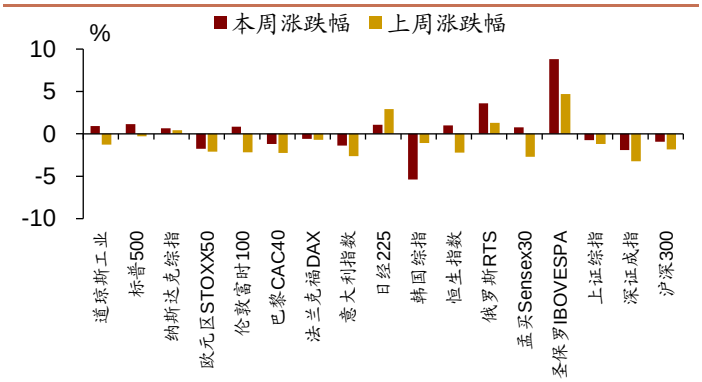
仅供内部参考，请勿外传

图 7：A 股主要市指数变化幅度



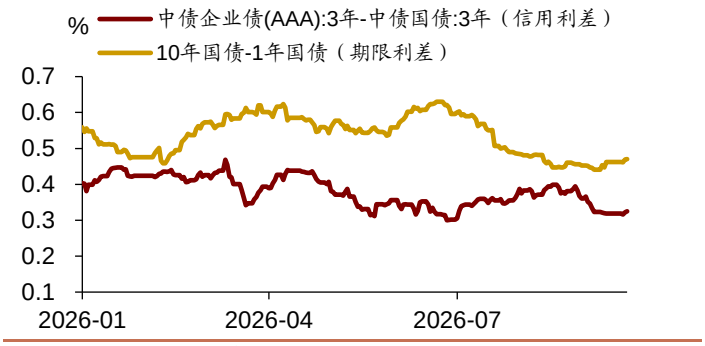
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



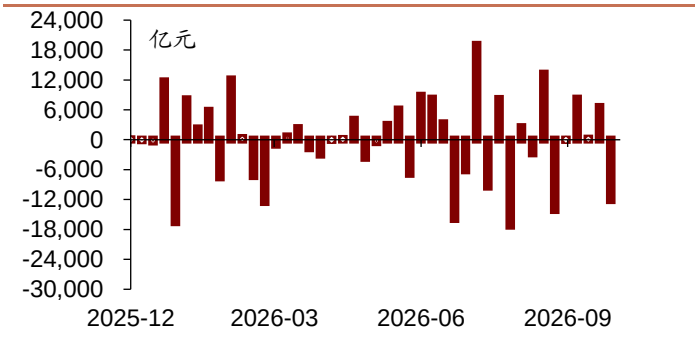
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



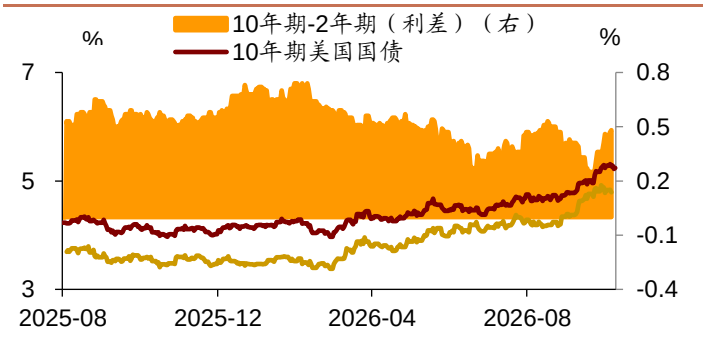
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



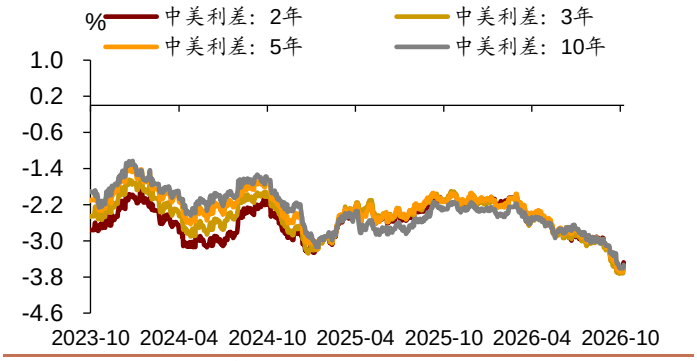
资料来源：Wind、招商证券

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

人在草木间

图 13：南华指数的变化幅度

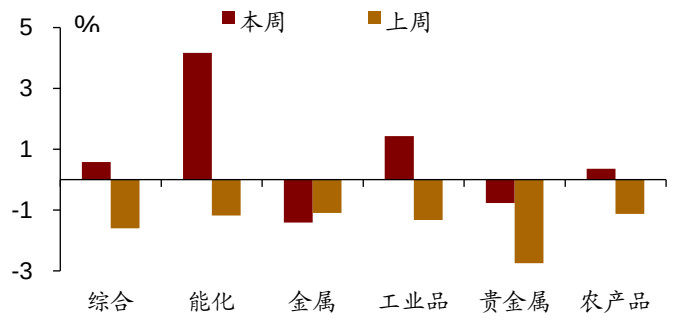
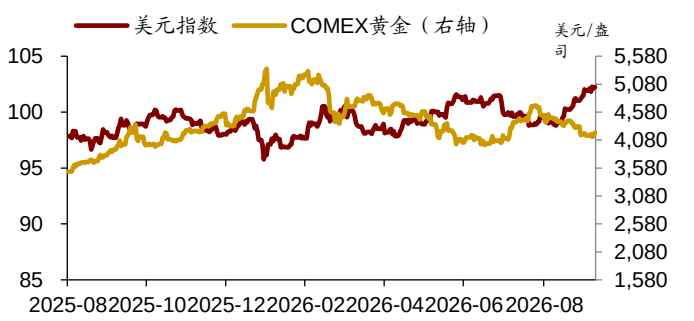


图 14：黄金价格与美元指数

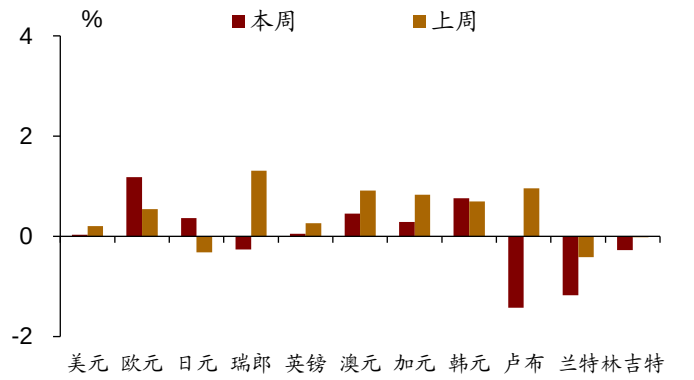


仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Wind、招商证券

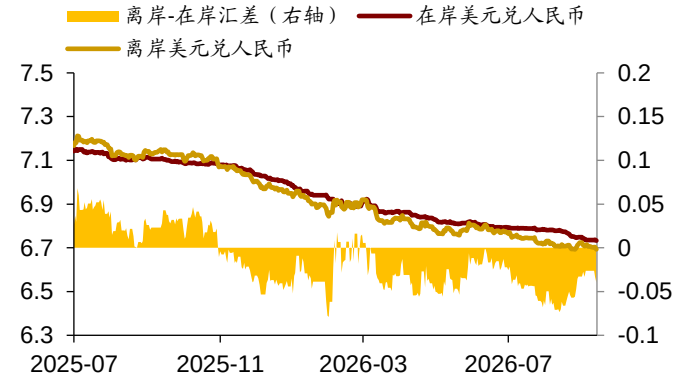
资料来源：Wind、招商证券

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

仅供内部参考，请勿外传

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。