下载日志已记录，仅供内部参考

中期方向更为关键

——宏观与大类资产周报

定期报告

频率：每周

1）9 月固定资产投资环比在连续 6 个月负增长后首次转正；前三季度 GDP 增长 4.6%，今年四季度只要增长 4.2%左右，全年就能达到 4.5%增长目标下限。2）10 年期美债收益率回落至 5%附近，全球流动性压力暂缓，主要受美联储 10 月加息预期显著降温、地缘风险暂时缓和及科技巨头信用风险上升影响。3）暂不要线性外推短期变化，中期方向才是关键。11 月至次年 1 月，国内权益市场大概率将迎来险资等长期增量资金。中期而言，美国战略收缩加剧了中选后中东局势的不确定性。预计科技短期仍有反弹空间，但中期坚持传统能源＞消费、红利＞其他的配置排序，明年一季度末可逐步看多黄金。

- **1、国内方面：9 月经济继续呈现明显的“外需强、投资弱”的特征，生产端在出口、高技术制造和季末旺季带动下继续修复，需求端亦在边际改善：社零回到 1.1%，固定资产投资环比在连续 6 个月负增长后首次转正；前三季度 GDP 增长 4.6%，今年四季度只要增长 4.2%左右，全年就能达到 4.5%增长目标下限。**

- **2、海外方面：1）10Y 美债收益率降至 5%附近，暂时缓解全球流动性压力。美联储 10 月几无加息可能，叠加市场暂未给俄乌及中东局势赋予更多升级预期，以及美国科技巨头 CDS 飙升压制风险偏好等因素共振令 10Y 美债收益率高位回落。**2）目前市场对中选结果的定价概率：民主党横扫（67%）＞两院分裂（25%）＞共和党横扫（8%）。关注中选结果揭晓后对市场的短期影响。3）美以拟中选后打击伊朗，伊朗高层表态积极备战。内塔尼亚胡原计划 10 月 10 日那个周末空袭伊朗核设施、政权目标及发电厂，因特朗普反对在中期选举前重燃战火而未实施。22 日又有报道称，美以军方已制定 11 月 3 日之后再次打击的详细计划，可能持续约三天。伊朗也在频繁发声强化威慑。

- **3、资产方面：暂不要线性外推短期变化，中期方向才是关键。11 月至转年 1 月往往是国内保险等长期资金布局年度行情的关键期，国内权益市场大概率即将迎来增量资金。但配置方向仍需与中期前景一致。我们一直强调三条线索表明油价进一步上行风险仍大：①去年美国国防战略报告就曾指出秉承着“门罗主义”将其战略纵深回收至西半球，但这一战略变化将导致中东等此前由美国作为保护伞的部分东半球区域的地缘风险易燃难降；②俄乌冲突升级；③委内瑞拉已就其日后的原油增产收入向美国妥协，这意味着中东与俄乌冲突升级之于美国并非坏事。进而，目前美国在各方战局中的斡旋和压制大概率仅是中选冲刺阶段的权宜之计，中选过后各方形势仍具有极大不确定性。基于熵增理论，我们预计短期科技等方向或延续反弹，但中期来看，仍坚持：传统能源>消费、红利>其他的看法。此外，预计明年 Q1 尾声或可逐步看多黄金。**

货币流动性跟踪（10 月 19 日——10 月 23 日）

资金面延续均衡偏松格局，银行体系融出充裕、央行灵活开展隔夜逆回购操作，有效对冲税期及政府债缴款扰动，推动 DR001、DR007 中枢进一步下移。

相关报告

1、《财政支出渐进回暖——2026 年 9 月财政数据点评》2026-10-24
2、《增长目标完成基本无虞——2026 年 9 月份经济数据点评》2026-10-20
3、《基本面与流动性谁更关键？———宏观与大类资产周报》2026-10-18

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

- **流动性复盘：**

本周资金面呈现“低位平稳运行、周中宽松延续、周五边际收敛”的特征。周五，随着税期及月末临近，资金需求边际回升，DR001 小幅上行至 1.2737%，DR007 为 1.3214%，但整体未出现明显收紧。全周 DR001、DR007 均值分别为 1.26%、1.32%，较前周进一步下行，持续低于 1.40%的政策利率。央行操作方面，19—23 日累计开展 800 亿元 7 天期逆回购及 5110 亿元隔夜逆回购，对冲 5290 亿元到期资金后，全周短期逆回购净投放 620 亿元；同期 1500 亿元国库现金定存到期，并开展等额续作，净投放为零。总体来看，尽管政府债缴款有所增加，但银行体系融出充裕、央行灵活运用隔夜逆回购平滑短期波动，资金面继续维持均衡偏松格局。展望下周，随着 26 日税期截止、月末资金需求增加，以及央行计划开展 7000 亿元 MLF 操作、对冲 9000 亿元到期后净回笼 2000 亿元，资金面或面临阶段性收敛压力，但预计央行仍将通过公开市场操作适度对冲，资金利率大幅上行的风险总体可控。

- **货币市场：**

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.30%、1.26%、1.38%、1.32%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别下降约 1.42、0.71、1.93、1.84bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额约 81547 亿元，较上周增加约 3189 亿元。

- **政府债：**

本周，地方政府债净融资 0.61 亿元，国债净融资 2962.10 亿元，合计净融资约 2962.71 亿元，政府债净缴款合计 4399.95 亿元左右。

- **同业存单：**

一级市场，截至 10 月 23 日，同业存单发行利率集体下行。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.36%、1.42%、1.43%、1.44%、1.47%，较前一周分别下行 1.73、1.09、2.90、3.11、2.02bp；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 2.66bp，3 个月 AAA 同业存单下行 2.20bp，9 个月 AAA 同业存单下行 3.17bp，1 年 AAA 同业存单下行 2.89bp。

大类资产表现跟踪（10 月 19 日——10 月 23 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数震荡回落，创业板指跌幅居前，周五市场明显反弹。

2）港股市场：主要指数明显下跌，恒生指数录得近 4 个月最大单周跌幅。

3）海外股市：美股涨跌分化，欧洲市场普遍回落，日韩股市继续下跌。

- 债券：

1）国内：国债收益率短端小幅上行、长端小幅下行，信用利差收窄，资金利率小幅回落。

2）海外：10 年期美债收益率明显下行，欧洲长端收益率分化，法国 10 年期国债收益率突破 5%。

- 大宗：原油明显上涨，贵金属明显回落，有色金属和农产品涨跌互现。

- 外汇：美元指数基本持平，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。**

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 25 日）.....4
二、货币流动性跟踪周报（10 月 19 日-10 月 23 日）.....5
三、 大类资产总体回顾（10 月 19 日-10 月 23 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（10 月 25 日）

1、国内方面：9 月经济继续呈现明显的“外需强、投资弱”的特征，生产端在出口、高技术制造和季末旺季带动下继续修复，需求端亦在边际改善：社零回到 1.1%，固定资产投资环比在连续 6 个月负增长后首次转正；前三季度 GDP 增长 4.6%，今年四季度只要增长 4.2%左右，全年就能达到 4.5%增长目标下限。

2、海外方面：1）10Y 美债收益率降至 5%附近，暂时缓解全球流动性压力。美联储 10 月几无加息可能，叠加市场暂未给俄乌及中东局势赋予更多升级预期，以及美国科技巨头 CDS 飙升压制风险偏好等因素共振令 10Y 美债收益率高位回落。2）目前市场对中选结果的定价概率：民主党横扫（67%）＞两院分裂（25%）＞共和党横扫（8%）。关注中选结果揭晓后对市场的短期影响。3）美以拟中选后打击伊朗，伊朗高层表态积极备战。内塔尼亚胡原计划 10 月 10 日那个周末空袭伊朗核设施、政权目标及发电厂，因特朗普反对在中期选举前重燃战火而未实施。22 日又有报道称，美以军方已制定 11 月 3 日之后再次打击的详细计划，可能持续约三天。伊朗也在频繁发声强化威慑。

3、资产方面：暂不要线性外推短期变化，中期方向才是关键。11 月至转年 1 月往往是国内保险等长期资金布局年度行情的关键期，国内权益市场大概率即将迎来增量资金。但配置方向仍需与中期前景一致。我们一直强调三条线索表明油价进一步上行风险仍大：①去年美国国防战略报告就曾指出秉承着“门罗主义”将其战略纵深回收至西半球，但这一战略变化将导致中东等此前由美国作为保护伞的部分东半球区域的地缘风险易燃难降；②俄乌冲突升级；③委内瑞拉已就其日后的原油增产收入向美国妥协，这意味着中东与俄乌冲突升级之于美国并非坏事。进而，目前美国在各方战局中的斡旋和压制大概率仅是中选冲刺阶段的权宜之计，中选过后各方形势仍具有极大不确定性。基于熵增理论，我们预计短期科技等方向或延续反弹，但中期来看，仍坚持：传统能源>消费、红利>其他的看法。此外，预计明年 Q1 尾声或可逐步看多黄金。

国内：

1. 10 月 19 日，国家统计局公布 2026 年第三季度及 9 月中国经济增长数据，9 月规上工业增加值同比增长 5.5%，比 8 月加快 0.3 个百分点；社零同比增长 1.1%，比 8 月回升 0.7 个百分点；1-9 月固定资产投资同比下降 7.2%，与 1-8 月持平，其中基建、制造业、房地产开发投资分别下降 4.2%、2.1%和 20.6%。三季度 GDP 同比增长 4.5%，前三季度累计增长 4.6%。

2. 10 月 23 日，财政部发布数据显示，今年前三季度全国财政收入 17.23 万亿元，同比增长 5.1%，税收收入 14.07 万亿元，增长 6.1%；前三季度财政支出 21.02 万亿元，增长 1%。广义财政支出增速边际回升，支出力度温和改善。

海外：

1. 10 月 23 日，美国 10 月标普全球综合 PMI 初值为 57.6，低于 9 月的 58.4，但仍处于近五年来的高位区间。服务业 PMI 初值从 58.8 降至 57.9，制造业 PMI 初值则从 55.9 升至 56，创 2022 年 5 月以来最高水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、货币流动性跟踪周报（10 月 19 日-10 月 23 日）

资金面延续均衡偏松格局，银行体系融出充裕、央行灵活开展隔夜逆回购操作，有效对冲税期及政府债缴款扰动，推动 DR001、DR007 中枢进一步下移。

流动性复盘

本周资金面呈现“低位平稳运行、周中宽松延续、周五边际收敛”的特征。周五，随着税期及月末临近，资金需求边际回升，DR001 小幅上行至 1.2737%，DR007 为 1.3214%，但整体未出现明显收紧。全周 DR001、DR007 均值分别为 1.26%、1.32%，较前周进一步下行，持续低于 1.40%的政策利率。央行操作方面，19—23 日累计开展 800 亿元 7 天期逆回购及 5110 亿元隔夜逆回购，对冲 5290 亿元到期资金后，全周短期逆回购净投放 620 亿元；同期 1500 亿元国库现金定存到期，并开展等额续作，净投放为零。总体来看，尽管政府债缴款有所增加，但银行体系融出充裕、央行灵活运用隔夜逆回购平滑短期波动，资金面继续维持均衡偏松格局。展望下周，随着 26 日税期截止、月末资金需求增加，以及央行计划开展 7000 亿元 MLF 操作、对冲 9000 亿元到期后净回笼 2000 亿元，资金面或面临阶段性收敛压力，但预计央行仍将通过公开市场操作适度对冲，资金利率大幅上行的风险总体可控。

货币市场：

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.30%、1.26%、1.38%、1.32%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别下降约 1.42、0.71、1.93、1.84bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额约 81547 亿元，较上周增加约 3189 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 0.61 亿元，国债净融资 2962.10 亿元，合计净融资约 2962.71 亿元，政府债净缴款合计 4399.95 亿元左右。

同业存单：

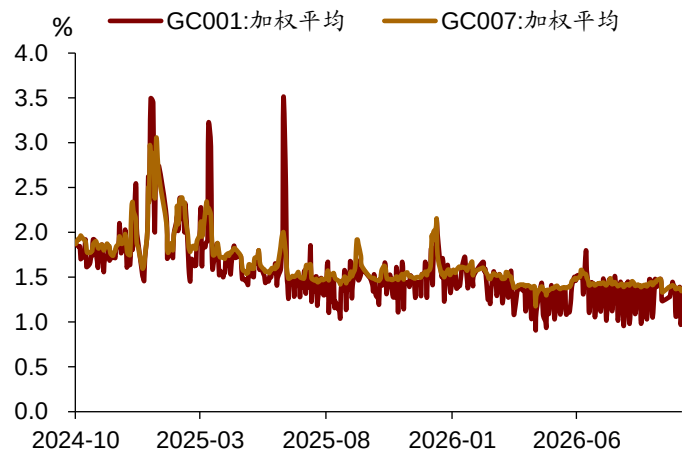
一级市场，截至 10 月 23 日，同业存单发行利率集体下行。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.36%、1.42%、1.43%、1.44%、1.47%，较前一周分别下行 1.73、1.09、2.90、3.11、2.02bp；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 2.66bp，3 个月 AAA 同业存单下行 2.20bp，9 个月 AAA 同业存单下行 3.17bp，1 年 AAA 同业存单下行 2.89bp。

汇率变动：

美元兑离岸人民币、美元兑人民币中间价均下行，人民币延续升值态势。截至 10 月 23 日，美元兑离岸人民币收盘报 6.6721，美元兑人民币中间价报 6.7180。与 10 月 16 日相比，人民币离岸汇率升值约 183 点，人民币中间价升值 40 点。

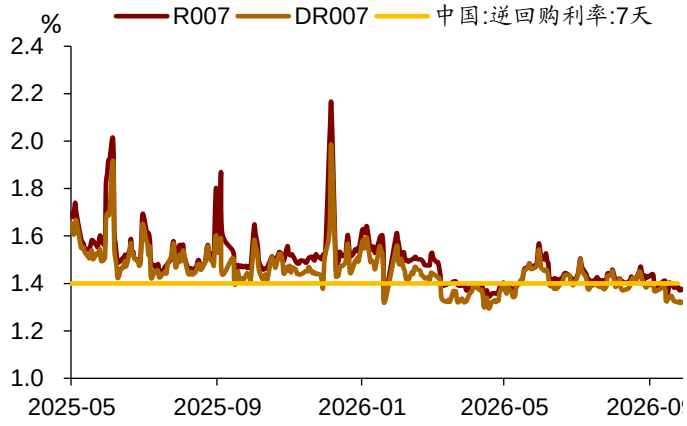
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：交易所利率走势



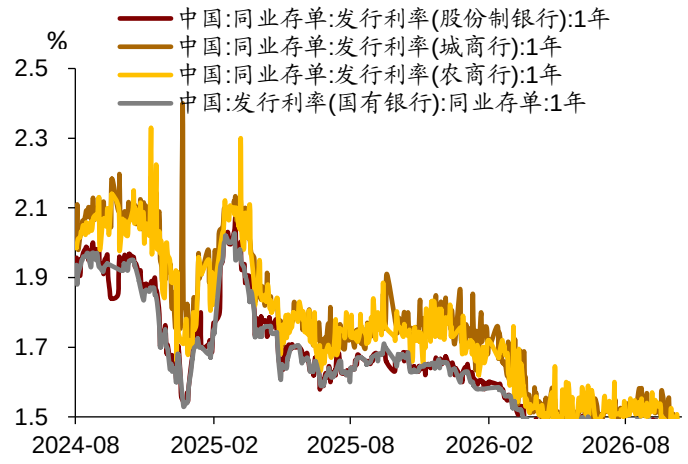
资料来源：Wind，招商证券

图 2：资金价格走势



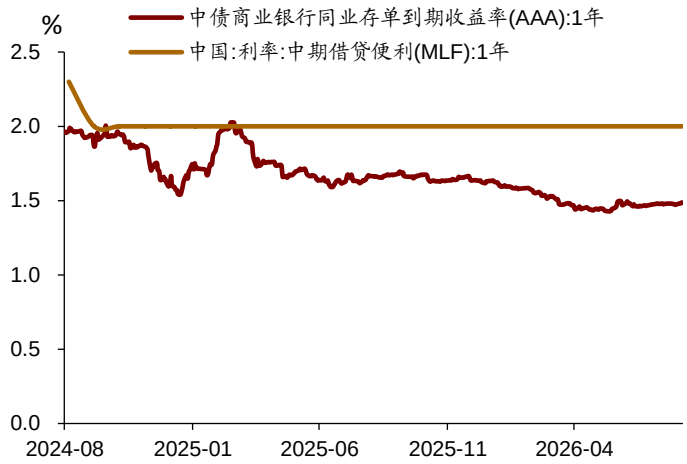
资料来源：Wind，招商证券

图 3：1 年期同业存单发行利率



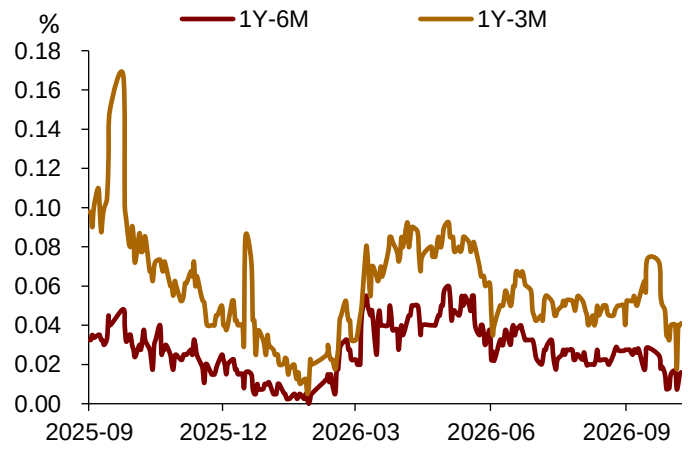
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



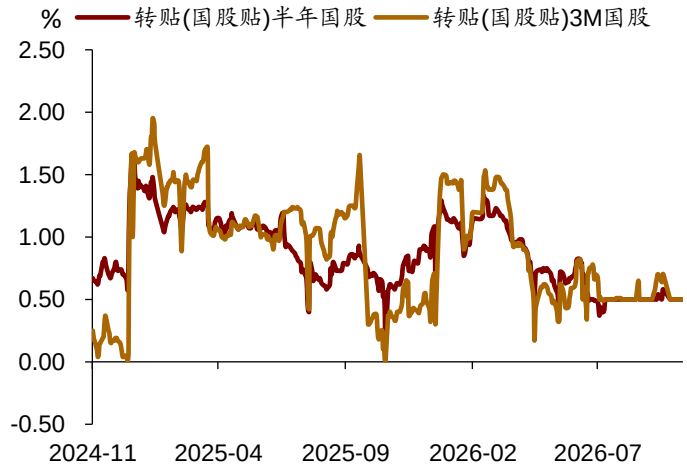
资料来源：Wind，招商证券

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（10 月 19 日-10 月 23 日）

- **权益:**

1）A 股市场：主要指数震荡回落，创业板指跌幅居前，周五市场明显反弹。

2）港股市场：主要指数明显下跌，恒生指数录得近 4 个月最大单周跌幅。

3）海外股市：美股涨跌分化，欧洲市场普遍回落，日韩股市继续下跌。

- **债券**:

1）国内：国债收益率短端小幅上行、长端小幅下行，信用利差收窄，资金利率小幅回落。

2）海外：10 年期美债收益率明显下行，欧洲长端收益率分化，法国 10 年期国债收益率突破 5%。

- **大宗**：原油明显上涨，贵金属明显回落，有色金属和农产品涨跌互现。
- **外汇**：美元指数基本持平，离岸人民币对美元小幅升值。

下载日志已记录，仅供内部参考

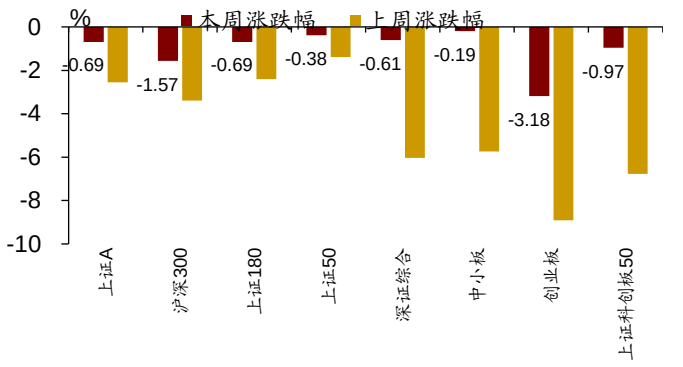
表 1：大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）

	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	3690.48	-0.69%	-2.56%	-3.95%	-7.01%
		深证成指	11673.83	-1.09%	-6.64%	-9.42%	-13.69%
		中小板指数	7334.58	-0.19%	-5.74%	-7.73%	-11.25%
		创业板指数	2684.10	-3.18%	-8.90%	-14.39%	-16.21%
		沪深 300	4105.33	-1.57%	-3.40%	-5.79%	-11.33%
	港股	恒生指数	23093.37	-4.52%	-0.10%	-6.18%	-9.90%
		恒生中国企业指数	7756.25	-4.58%	-0.24%	-5.64%	-12.98%
	美股及其它	道琼斯工业	52215.16	0.41%	0.67%	2.57%	8.64%
		标准普尔 500	7623.68	-0.47%	-1.95%	-0.36%	11.37%
		纳斯达克综指	25955.34	-0.71%	-4.48%	-3.37%	11.67%
		欧元区 STOXX50	6112.00	-1.58%	0.65%	-2.92%	4.64%
		伦敦富时 100	10690.36	-1.76%	3.13%	0.80%	7.64%
		巴黎 CAC40	7782.82	-2.19%	1.97%	-2.28%	-4.50%
		法兰克福 DAX	25181.65	-1.72%	2.13%	-0.07%	2.82%
		日经 225	62693.16	-4.03%	-5.37%	-6.08%	24.54%
		韩国综指	5550.30	-2.08%	-14.46%	-18.83%	31.71%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.18%	0.94BP	-4.69BP	-4.00BP	-15.75BP
		国债收益率:10Y	1.64%	-0.80BP	-3.84BP	-4.22BP	-20.73BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.46%	-1.74BP	0.85BP	-0.22BP	-4.98BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.28%	-3.63BP	3.01BP	0.36BP	-6.59BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.27%	-4.98BP	4.35BP	-0.97BP	-9.36BP
		SHIBOR:1 周	1.33%	-1.30BP	-0.20BP	-4.50BP	-63.00BP
		DR007	1.32%	-0.44BP	-0.37BP	-4.51BP	-66.07BP
	海外	10Y 美国国债收益率	5.00%	-9.00BP	-15.00BP	-29.00BP	82.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	31BP	-4.00BP	-9.00BP	-10.00BP	-40.00BP
		10Y 法国国债收益率	5.03%	24.30BP	-7.30BP	16.60BP	146.80BP
		10Y 德国国债收益率	3.39%	-9.00BP	-5.00BP	-25.00BP	45.00BP
		10Y 意大利国债收益率	4.59%	11.40BP	-10.90BP	-4.70BP	108.10BP
		10Y 国债中美利差	-336BP	8.20BP	11.16BP	24.78BP	-102.73BP
		2Y 国债中美利差	-344BP	4.05BP	4.28BP	16.87BP	-133.53BP
大宗商品	国内	原油	717.82	1.54%	-0.85%	4.82%	65.82%
		沪金	866.06	-4.12%	-0.75%	-5.06%	-11.61%
		螺纹钢	3047.00	-0.81%	-0.19%	-2.21%	-4.86%
		沪铜	108740.00	-0.65%	0.23%	-0.76%	10.30%
		沪铝	23350.00	1.87%	-0.47%	-1.18%	1.96%
		谷物	459.14	0.42%	0.88%	0.42%	-0.61%
	全球	布伦特原油	117.38	6.76%	5.18%	19.74%	148.46%
		COMEX 黄金	4010.00	-4.22%	-0.80%	-4.22%	-10.90%
		LME 铜	14298.00	-0.43%	-1.31%	-0.78%	15.09%
		LME 铝	3040.50	1.08%	-1.60%	-4.07%	1.50%
		CBOT 大豆	1257.50	-0.24%	-2.46%	-2.75%	14.86%
外汇		美元兑人民币（离岸）	6.67	-0.26%	-0.10%	-0.59%	-4.39%
		欧元兑人民币	7.47	-0.57%	0.24%	-1.72%	-8.81%
		美元指数	101.75	-0.03%	-0.44%	0.27%	3.54%
		美元兑欧元	0.89	0.33%	-0.34%	1.13%	4.84%

资料来源：Wind，招商证券

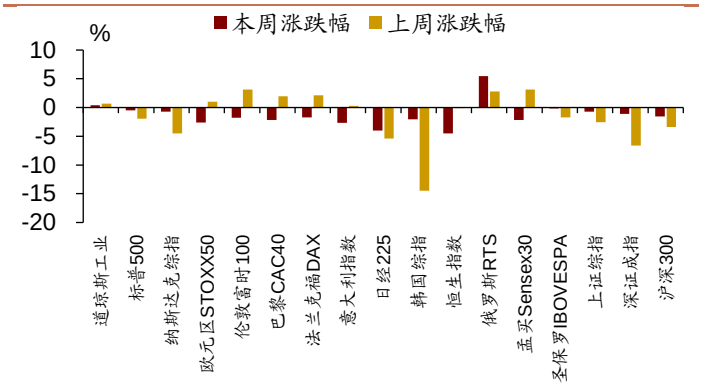
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：A 股主要市指数变化幅度



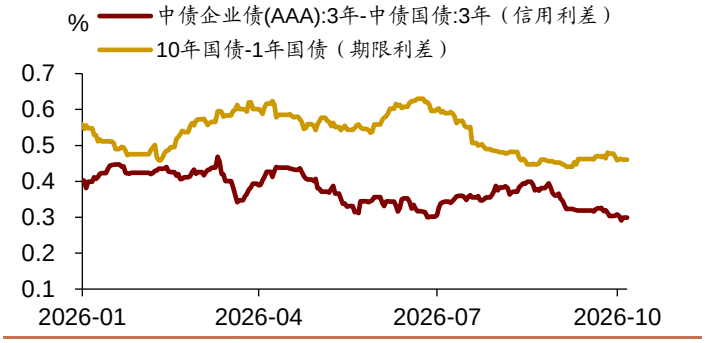
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



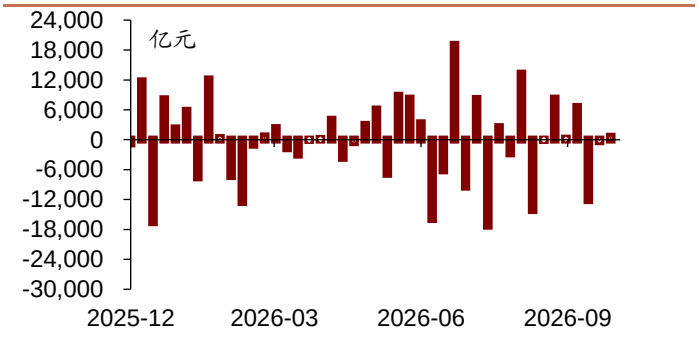
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



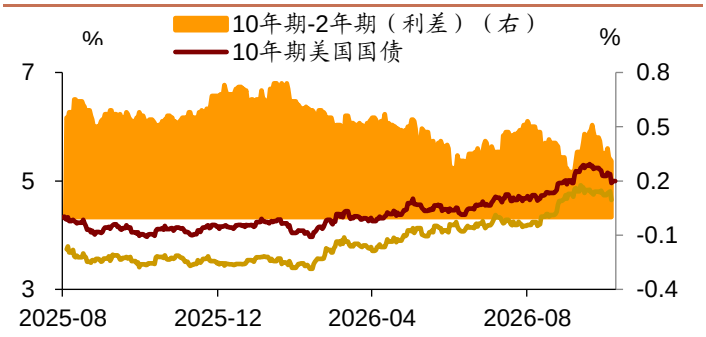
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



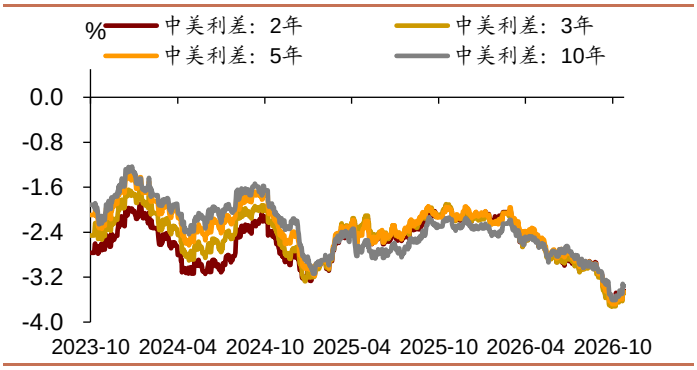
资料来源：Wind、招商证券

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

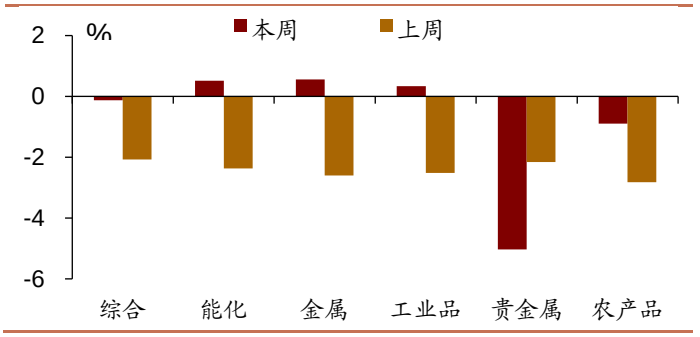
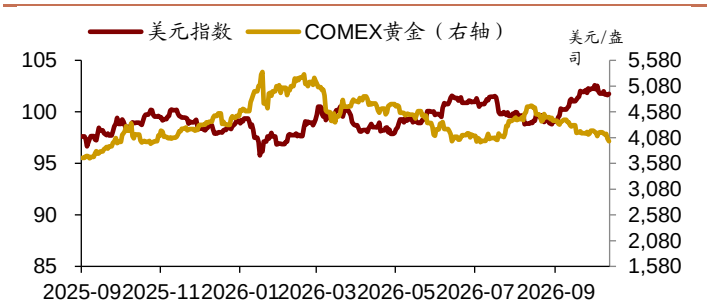


图 14：黄金价格与美元指数

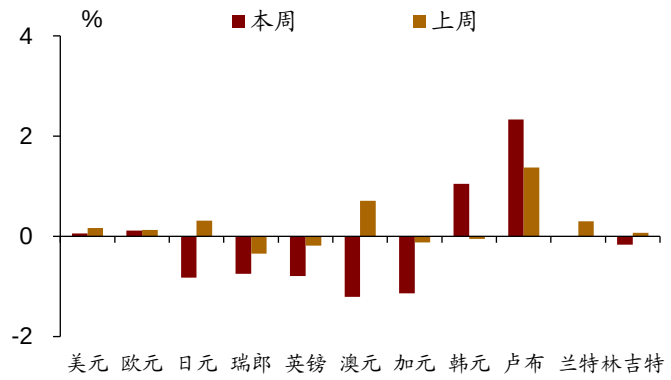


下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind、招商证券

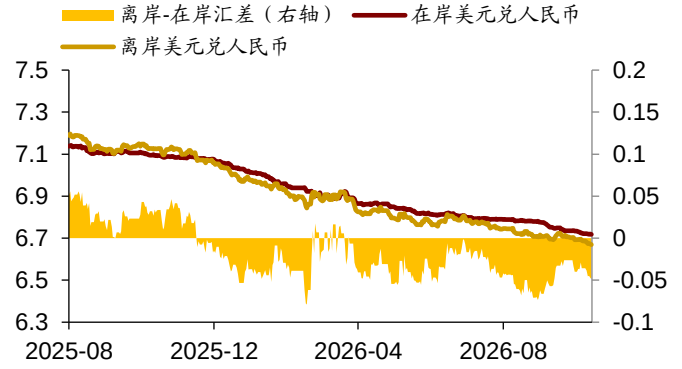
资料来源：Wind、招商证券

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。