下载日志已记录，仅供内部参考

基本面与流动性谁更关键？

——宏观与大类资产周报

定期报告

频率：每周

1）9 月出口超季节性提速、增长动能扩散，但量价背离仍存；PPI 同比升至 5.0%，油价上涨或推动 10 月 PPI 继续上行。2）本月 FOMC 美联储理应按兵不动，但 12 月开启提速加息为大概率，在 10Y 与 2Y 美债收益率倒挂来临前，全球流动性仍处收缩阶段，16 日印尼市场暴跌就是流动性冲击的结果。3）基本面与流动性谁更关键？除非强劲的增长动能或者可靠的成本支撑作为安全垫，否则流动性对于资产价格的影响往往更为直接。目前 Capital IQ 数据仍显示 Q3 全球资本开支同比或已见顶，若确认如此，伴随着美联储未来的加速加息，2027 年美股亦存在极大的调整风险。回到国内，我们认为国债价格仍有上行基础，权益层面仍维持传统能源>消费、红利>其他的观点。

- **1、国内方面：**9 月外贸整体表现是“出口超季节性加速、增长动能进一步扩散，但订单与金额增速的背离仍未消除”。9 月 PPI 同比上涨 5.0%，较 8 月扩大 1.2 个百分点，油价中枢上移或推动 10 月 PPI 同比进一步上行。9 月为季末月，银行信贷投放有所冲高，叠加部分政策性金融工具落地，信贷在边际上呈现回稳态势。

- **2、海外方面：1）美国 AI 风险从估值转向信用。**10 月 15 日英伟达投资的 AI 算力租赁商 Core Weave 的 5 年期信用违约互换（CDS）利差盘中升至 1195 个基点，创历史新高，隐含五年内违约概率约 64%。此外，甲骨文 5 年期 CDS 利差扩大 31 个基点至 288 个基点，软银扩大 24 个基点至 424 个基点，Meta、微软、英伟达承租的数据中心项目债也跌入承压区间。**2）本月 FOMC 美联储理应按兵不动，但 12 月开启提速加息为大概率，在 10Y 与 2Y 美债收益率倒挂来临前，全球流动性仍处收缩阶段，16 日印尼市场暴跌就是流动性冲击的结果。**

- **3、资产方面：基本面与流动性谁更关键？除非强劲的增长动能或者可靠的成本支撑作为安全垫，否则流动性对于资产价格的影响往往更为直接。目前 Capital IQ 数据仍显示 Q3 全球资本开支同比或已见顶，若确认如此，伴随着美联储未来的加速加息，2027 年美股亦存在极大的调整风险。回到国内，我们认为国债价格仍有上行基础，权益层面仍维持传统能源>消费、红利>其他的观点。**

货币流动性跟踪（10 月 12 日——10 月 16 日）

央行通过买断式逆回购补充中期流动性，有效缓解短期资金到期压力，市场流动性分层不明显，资金供需整体保持宽松平衡。

- **流动性复盘：**

本周资金面整体呈现“周初小幅波动、随后持续转松，短端利率中枢进一步下移”的特征。周初受 3000 亿元 14 天期逆回购到期影响，12 日央行公开市场净回笼 2500 亿元，DR001、DR007 分别小幅回升至 1.2896%、1.3439%，但大行、国股行融出积极，资金面整体仍保持宽松。随着机构融出增加、央行灵活开展逆回购操作，资金价格逐步回落，16 日 DR001、DR007 进一步降至 1.2608%、1.3258%，全周均值分别约为 1.27%、1.34%，均明显低于 1.40%

相关报告

1、《关注美国通胀宽度扩散风险———9 月美国 CPI 数据点评》2026-10-15

2、《财政托底下的信用分化——9 月金融数据点评》2026-10-15

3、《出口为何再度提速？——2026 年 9 月进出口数据点评》2026-10-15

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

的政策利率。央行操作方面，12—16 日 7 天期逆回购累计投放 2760 亿元，叠加逆回购到期 3020 亿元，短端净回笼 260 亿元；15 日开展 7000 亿元 6 个月期买断式逆回购，对冲 5000 亿元到期后净投放 2000 亿元，全周公开市场全口径累计净投放 1740 亿元。总体看，银行体系流动性维持充裕，央行通过短端灵活调节与中期加量投放相结合，保障资金面平稳运行，市场未因逆回购到期出现明显收紧。展望下周，随着税期临近、政府债发行缴款及中期流动性工具到期压力增加，资金面或面临阶段性扰动，但预计央行仍将灵活对冲，资金利率总体维持低位运行。

- **货币市场：**

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.32%、1.27%、1.40%、1.34%；周度均值来看，R001、DR001、DR007 资金价格较前一周分别下降约 1.23、4.77、0.59bp，R007 则上升约 2.16bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额约 78357.98 亿元，较上周增加 25605.38 亿元。

- **政府债：**

本周，地方政府债净融资 969.45 亿元，国债净融资-433 亿元，合计净融资约 536.45 亿元，政府债净缴款合计 245 亿元左右。

- **同业存单：**

一级市场，截至 10 月 16 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 1.38%、1.43%、1.46%、1.47%、1.49%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 0.89bp，3 个月 AAA 同业存单上行 0.79bp，9 个月 AAA 同业存单下行 1.90bp，1 年 AAA 同业存单下行 2.26bp。

大类资产表现跟踪（10 月 12 日——10 月 16 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数全面回落，创业板指和科创 50 跌幅居前，成长风格明显承压。

2）港股市场：主要指数基本持平，恒生科技指数明显回落，内银股相对走强。

3）海外股市：美股涨跌分化，纳指明显回落；欧洲市场普遍上涨；日韩股市大幅下跌。

- 债券：

1）国内：国债收益率明显下行，信用利差走阔，资金利率基本持平。

2）海外：海外长端收益率普遍下行，10 年期美债收益率明显回落。

- 大宗：布伦特原油明显上涨、国内原油小幅回落；贵金属小幅回落，有色金属多数下跌，农产品涨跌分化。

- 外汇：美元指数小幅回落，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。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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 18 日）.....4
二、货币流动性跟踪周报（10 月 12 日-10 月 16 日）.....4
三、 大类资产总体回顾（10 月 12 日-10 月 16 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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

一、宏观周观点（10 月 18 日）

1、国内方面：9 月外贸整体表现是“出口超季节性加速、增长动能进一步扩散，但订单与金额增速的背离仍未消除”。9 月 PPI 同比上涨 5.0%，较 8 月扩大 1.2 个百分点，油价中枢上移或推动 10 月 PPI 同比进一步上行。9 月为季末月，银行信贷投放有所冲高，叠加部分政策性金融工具落地，信贷在边际上呈现回稳态势。

2、海外方面：1）美国 AI 风险从估值转向信用。10 月 15 日英伟达投资的 AI 算力租赁商 Core Weave 的 5 年期信用违约互换（CDS）利差盘中升至 1195 个基点，创历史新高，隐含五年内违约概率约 64%。此外，甲骨文 5 年期 CDS 利差扩大 31 个基点至 288 个基点，软银扩大 24 个基点至 424 个基点，Meta、微软、英伟达承租的数据中心项目债也跌入承压区间。2）本月 FOMC 美联储理应按兵不动，但 12 月开启提速加息为大概率，在 10Y 与 2Y 美债收益率倒挂来临前，全球流动性仍处收缩阶段，16 日印尼市场暴跌就是流动性冲击的结果。

3、资产方面：基本面与流动性谁更关键？除非强劲的增长动能或者可靠的成本支撑作为安全垫，否则流动性对于资产价格的影响往往更为直接。目前 Capital IQ 数据仍显示 Q3 全球资本开支同比或已见顶，若确认如此，伴随着美联储未来的加速加息，2027 年美股亦存在极大的调整风险。回到国内，我们认为国债价格仍有上行基础，权益层面仍维持传统能源>消费、红利>其他的观点。

国内：

1. 10 月 14 日，海关总署发布数据显示，按美元计价，2026 年 9 月我国出口 4471.8 亿美元，同比增长 36.3%，较 8 月加快 11.3 个百分点；进口 3136.5 亿美元，同比增长 31.0%，较 8 月加快 2.8 个百分点；贸易顺差 1335.3 亿美元，较 8 月扩大 144.4 亿美元。

2. 10 月 14 日，国家统计局发布数据显示，9 月中国 CPI 同比涨 0.9%，核心 CPI 同比涨 1.0%，PPI 同比涨 5.0%。9 月 CPI 同比小幅回升，主要原因是能源价格上涨；9 月 PPI 同比增长 5%，升至年内最高水平，煤炭、油气、有色链条是主要拉动，AI 硬件相关的电子设备价格亦持续走高。

海外：

1. 10 月 14 日，美国劳工统计局发布：9 月 CPI（季调）环比 0.6%，核心 CPI（季调）环比 0.3%；CPI 同比 3.7%，核心 CPI 同比 2.6%。美国 9 月 CPI、核心 CPI 同比超预期，能源价格以及与之关联的运输服务价格的大幅反弹基本在市场预期之内，房租项的上涨是本期数据超预期的重要原因。



二、货币流动性跟踪周报（10 月 12 日-10 月 16 日）

银行体系流动性维持充裕，央行通过短端灵活调节与中期加量投放相结合，保障资金面平稳运行，市场未因逆回购到期出现明显收紧。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

流动性复盘

本周资金面整体呈现“周初小幅波动、随后持续转松，短端利率中枢进一步下移”的特征。周初受 3000 亿元 14 天期逆回购到期影响，12 日央行公开市场净回笼 2500 亿元，DR001、DR007 分别小幅回升至 1.2896%、1.3439%，但大行、国股行融出积极，资金面整体仍保持宽松。随着机构融出增加、央行灵活开展逆回购操作，资金价格逐步回落，16 日 DR001、DR007 进一步降至 1.2608%、1.3258%，全周均值分别约为 1.27%、1.34%，均明显低于 1.40%的政策利率。央行操作方面，12—16 日 7 天期逆回购累计投放 2760 亿元，叠加逆回购到期 3020 亿元，短端净回笼 260 亿元；15 日开展 7000 亿元 6 个月期买断式逆回购，对冲 5000 亿元到期后净投放 2000 亿元，全周公开市场全口径累计净投放 1740 亿元。总体看，银行体系流动性维持充裕，央行通过短端灵活调节与中期加量投放相结合，保障资金面平稳运行，市场未因逆回购到期出现明显收紧。展望下周，随着税期临近、政府债发行缴款及中期流动性工具到期压力增加，资金面或面临阶段性扰动，但预计央行仍将灵活对冲，资金利率总体维持低位运行。

货币市场:

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.32%、1.27%、1.40%、1.34%；周度均值来看，R001、DR001、DR007 资金价格较前一周分别下降约 1.23、4.77、0.59bp，R007 则上升约 2.16bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额约 78357.98 亿元，较上周增加 25605.38 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 969.45 亿元，国债净融资-433 亿元，合计净融资约 536.45 亿元，政府债净缴款合计 245 亿元左右。

同业存单:

一级市场，截至 10 月 16 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 1.38%、1.43%、1.46%、1.47%、1.49%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 0.89bp，3 个月 AAA 同业存单上行 0.79bp，9 个月 AAA 同业存单下行 1.90bp，1 年 AAA 同业存单下行 2.26bp。

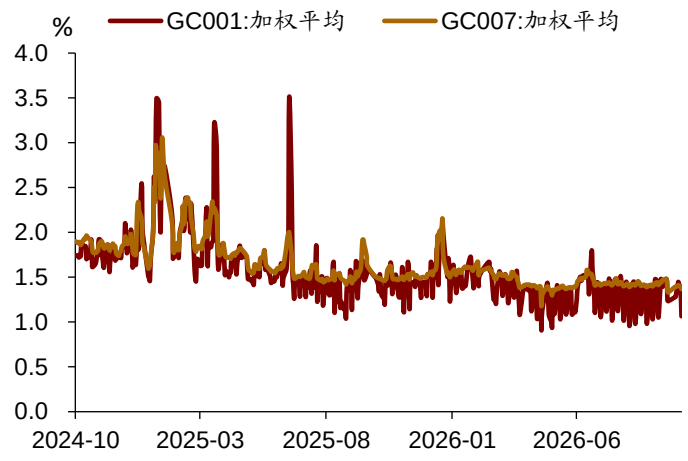
汇率变动:

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 16 日收盘价，分别录得 6.6904、6.7220，与 10 月 9 日相比，人民币离岸汇率调升 70 个基点，人民币中间价调升 110 个基点。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

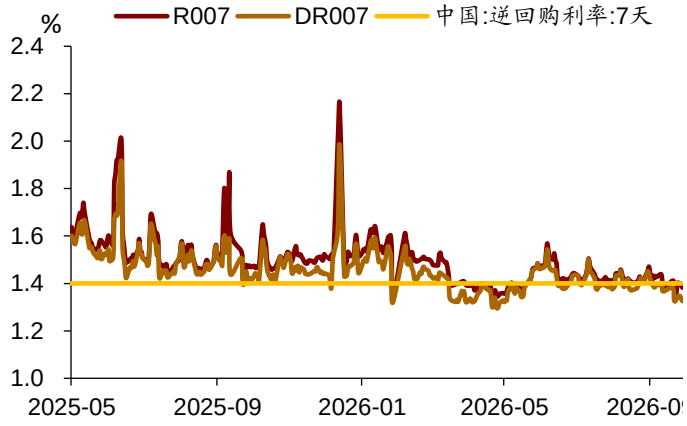
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：交易所利率走势



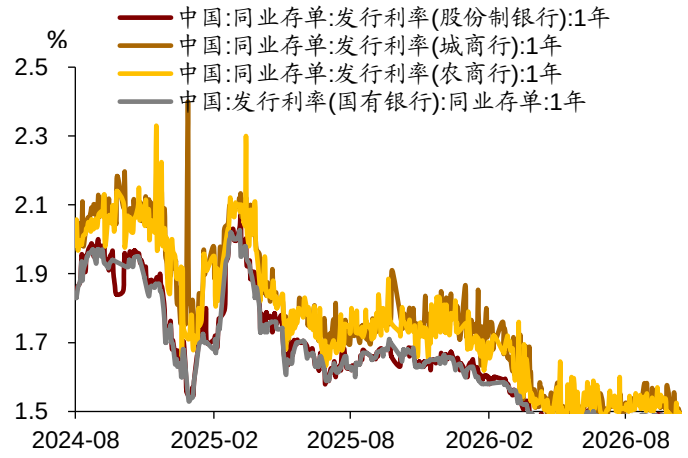
资料来源：Wind，招商证券

图 2：资金价格走势



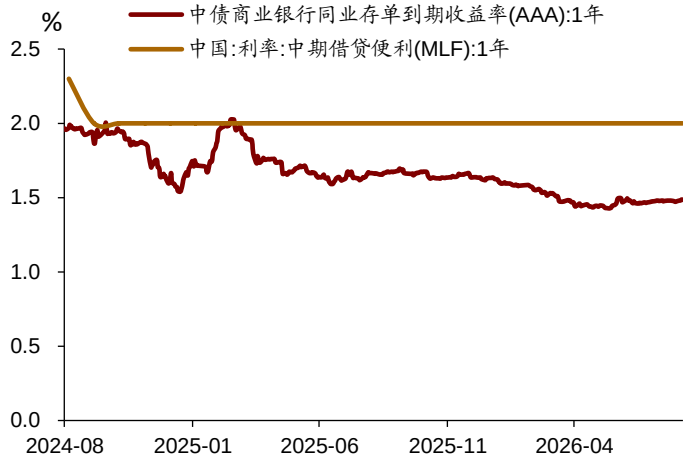
资料来源：Wind，招商证券

图 3：1 年期同业存单发行利率



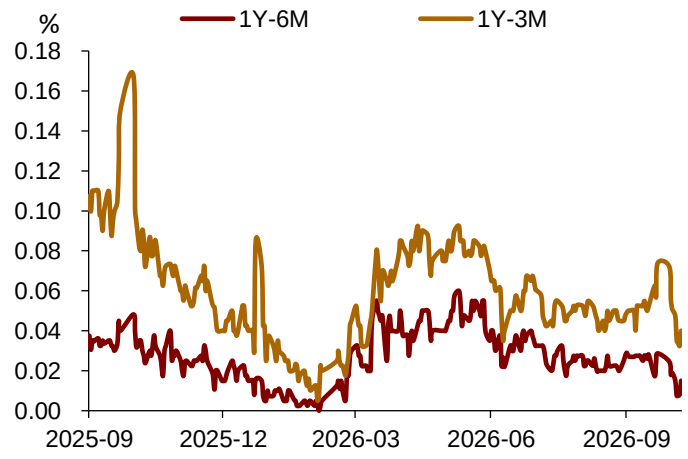
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



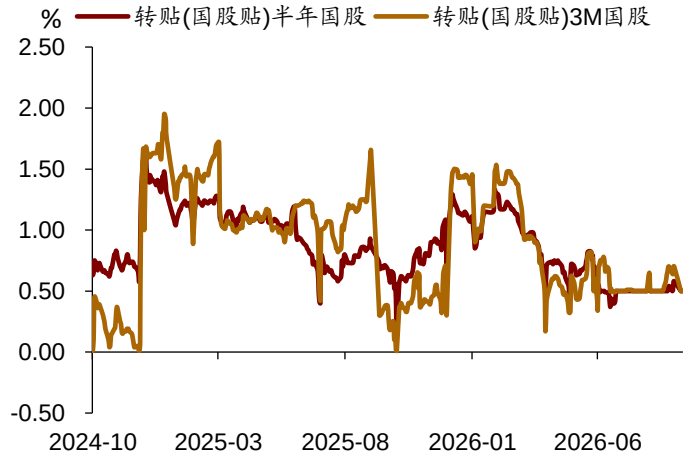
资料来源：Wind，招商证券

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

三、 大类资产总体回顾（10 月 12 日-10 月 16 日）

- **权益:**

1）A 股市场：主要指数全面回落，创业板指和科创 50 跌幅居前，成长风格明显承压。

2）港股市场：主要指数基本持平，恒生科技指数明显回落，内银股相对走强。

3）海外股市：美股涨跌分化，纳指明显回落；欧洲市场普遍上涨；日韩股市大幅下跌。

- **债券**:

1）国内：国债收益率明显下行，信用利差走阔，资金利率基本持平。

2）海外：海外长端收益率普遍下行，10 年期美债收益率明显回落。

- **大宗**：布伦特原油明显上涨、国内原油小幅回落；贵金属小幅回落，有色金属多数下跌，农产品涨跌分化。
- **外汇**：美元指数小幅回落，离岸人民币对美元小幅升值。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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）

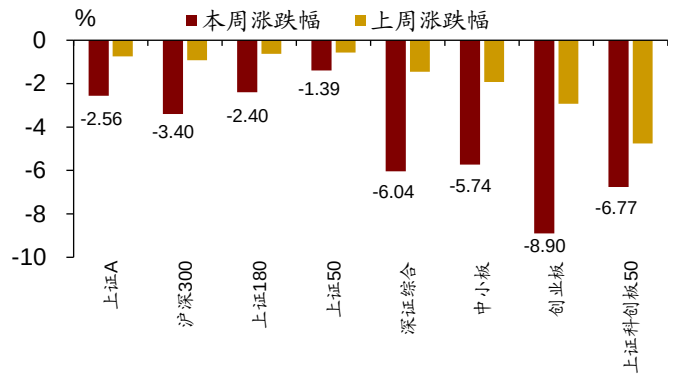
	分类	名称	现价	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
股票	A股	上证指数	3716.28	-2.56%	-0.74%	-3.28%	-6.36%
		深证成指	11802.46	-6.64%	-1.91%	-8.42%	-12.74%
		中小板指数	7348.57	-5.74%	-1.93%	-7.55%	-11.08%
		创业板指数	2772.38	-8.90%	-2.93%	-11.57%	-13.45%
		沪深 300	4170.61	-3.40%	-0.93%	-4.29%	-9.92%
	港股	恒生指数	24186.83	-0.10%	1.00%	-1.73%	-5.63%
		恒生中国企业指数	8128.25	-0.24%	1.46%	-1.12%	-8.81%
	美股及其它	道琼斯工业	52002.41	0.67%	0.93%	2.15%	8.20%
		标准普尔 500	7659.44	-1.95%	1.15%	0.10%	11.89%
		纳斯达克综指	26140.03	-4.48%	0.64%	-2.68%	12.47%
		欧元区 STOXX50	6210.00	0.65%	-1.34%	-1.37%	6.32%
		伦敦富时 100	10881.90	3.13%	0.86%	2.60%	9.57%
		巴黎 CAC40	7956.70	1.97%	-1.19%	-0.10%	-2.37%
		法兰克福 DAX	25622.61	2.13%	-0.57%	1.68%	4.62%
		日经 225	65324.29	-5.37%	1.06%	-2.14%	29.77%
		韩国综指	5668.05	-14.46%	-5.39%	-17.11%	34.50%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.17%	-4.69BP	-0.25BP	-4.94BP	-16.69BP
		国债收益率:10Y	1.65%	-3.84BP	0.42BP	-3.42BP	-19.93BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.48%	0.85BP	0.67BP	1.52BP	-3.24BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.31%	3.01BP	0.98BP	3.99BP	-2.96BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.32%	4.35BP	-0.34BP	4.01BP	-4.38BP
		SHIBOR:1 周	1.34%	-0.20BP	-3.00BP	-3.20BP	-61.70BP
		DR007	1.33%	-0.37BP	-3.70BP	-4.07BP	-65.63BP
	海外	10Y 美国国债收益率	5.09%	-15.00BP	-4.00BP	-20.00BP	91.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	35BP	-9.00BP	-1.00BP	-6.00BP	-36.00BP
		10Y 法国国债收益率	4.79%	-7.30BP	-0.10BP	-7.70BP	122.40BP
		10Y 德国国债收益率	3.48%	-5.00BP	4.00BP	-16.00BP	54.00BP
		10Y 意大利国债收益率	4.48%	-10.90BP	-2.30BP	-16.10BP	96.70BP
		10Y 国债中美利差	-344BP	11.16BP	5.42BP	16.58BP	-110.93BP
		2Y 国债中美利差	-349BP	4.28BP	8.54BP	12.82BP	-137.58BP
大宗商品	国内	原油	706.97	-0.85%	4.13%	3.24%	63.31%
		沪金	903.28	-0.75%	-0.23%	-0.98%	-7.81%
		螺纹钢	3074.00	-0.19%	-1.16%	-1.35%	-4.02%
		沪铜	109860.00	0.23%	0.49%	0.26%	11.44%
		沪铝	23270.00	-0.47%	-1.80%	-2.64%	0.46%
		谷物	457.22	0.88%	-0.87%	0.00%	-1.03%
	全球	布伦特原油	109.95	5.18%	1.88%	12.16%	132.73%
		COMEX 黄金	4186.70	-0.80%	1.16%	0.00%	-6.97%
		LME 铜	14359.50	-1.31%	1.99%	-0.35%	15.59%
		LME 铝	3008.00	-1.60%	-1.34%	-5.10%	0.42%
		CBOT 大豆	1260.50	-2.46%	1.17%	-2.51%	15.14%
外汇		美元兑人民币（离岸）	6.69	-0.10%	-0.20%	-0.34%	-4.15%
		欧元兑人民币	7.52	0.24%	-0.64%	-1.15%	-8.28%
		美元指数	101.78	-0.44%	0.29%	0.30%	3.57%
		美元兑欧元	0.89	-0.34%	0.44%	0.80%	4.50%

资料来源：Wind，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

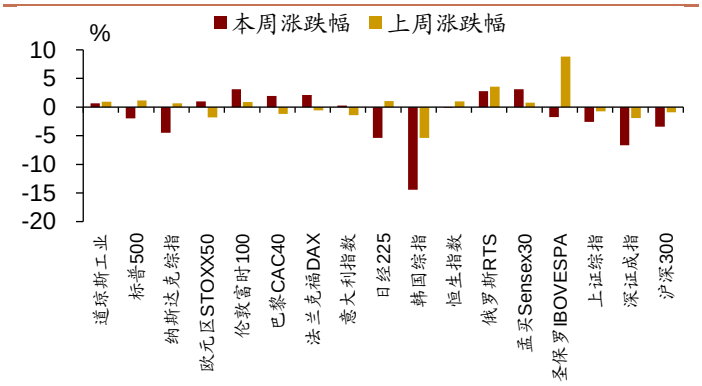
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：A 股主要市指数变化幅度



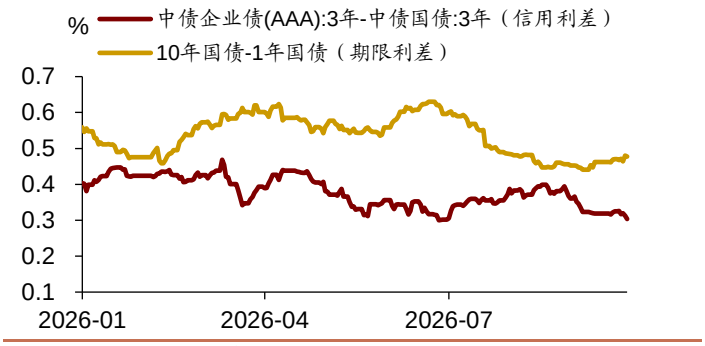
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



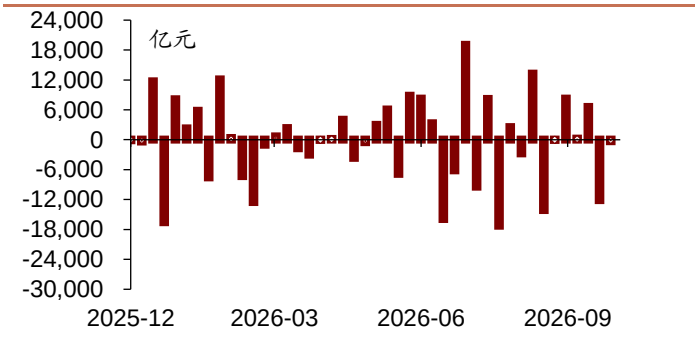
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



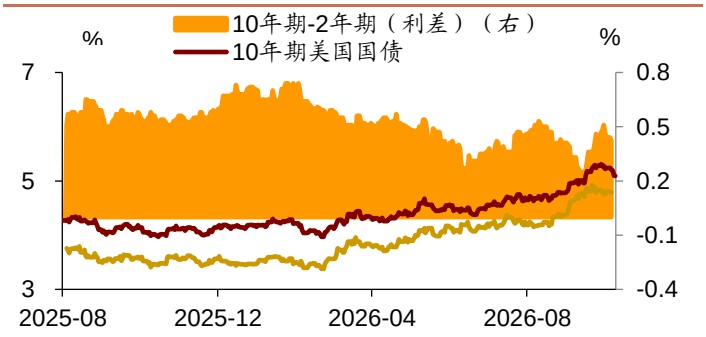
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



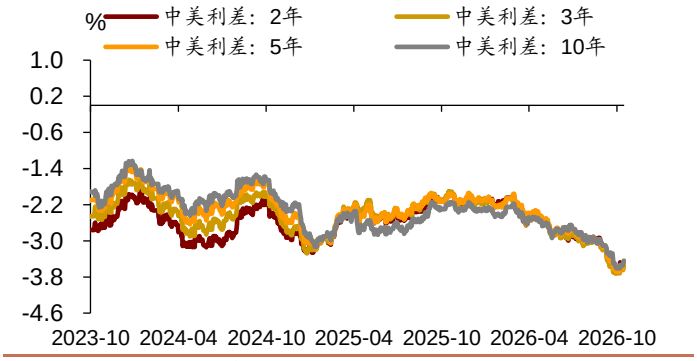
资料来源：Wind、招商证券

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

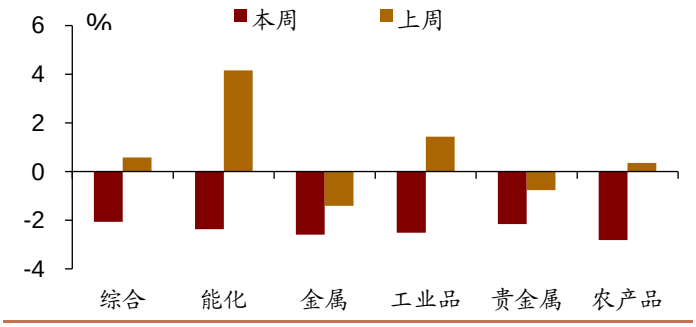
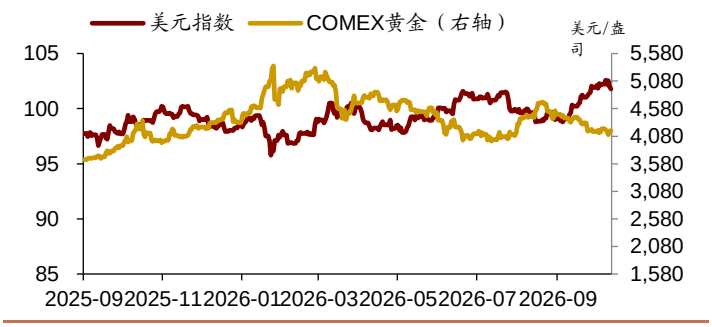


图 14：黄金价格与美元指数



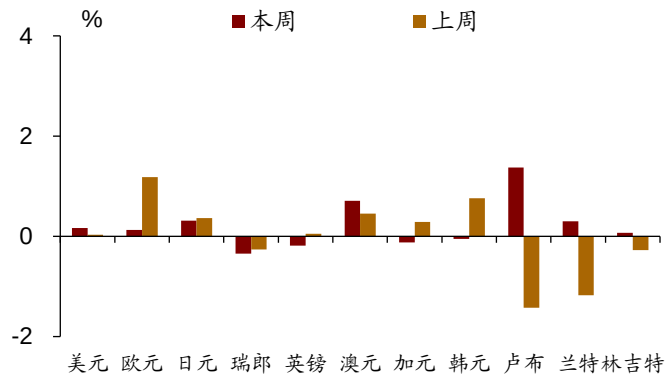
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind、招商证券

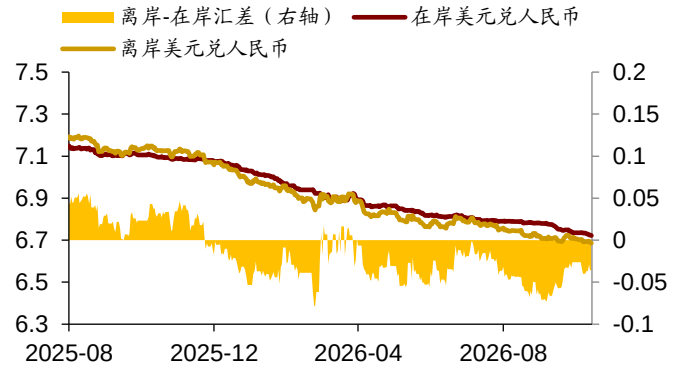
资料来源：Wind、招商证券

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster