下载日志已记录，仅供内部参考

海外供应链重塑之殇

——宏观与大类资产周报

定期报告

频率：每周

1）10 月制造业 PMI 为 49.3，回落 0.8pct，订单指标下降明显。预计 10 月 PPI 环比约 0.5%，同比 5.4%。2）供应链重塑之殇。10 月欧洲多国因生活成本高企、福利收缩爆发抗议，月底港口罢工蔓延，反映高通胀与财政约束下社会矛盾加剧。表面看，欧洲困境源于高利率限制财政扩张，深层则是长期制造业外迁后，欧美推动供应链回流，抬升生产成本与通胀中枢。22 至 25 年欧美日通胀明显高于疫前，与中国低通胀形成反差。当前美法制造业占 GDP 比重 10%，供应链重塑叠加高油价，或进一步加剧通胀及社会风险。为缓解通胀压力，海外或增加中国商品进口，支撑未来一年出口韧性。3）扰动过后，维持传统能源>消费、红利>其他的观点。再次强调，黄金配置时点或待明年 Q1 尾声。

- **1、国内方面：10 月制造业 PMI 为 49.3，较上月回落 0.8 个百分点，订单类指数下降明显，且都位于荣枯线以下。此外，结合发改委 10 月成品油价格来看，预计 10 月 PPI 环比涨幅在 0.5%左右，对应 PPI 同比大约 5.4%。**

- **2、海外方面：供应链重塑之殇。在刚刚过去的 10 月，欧洲多国爆发因抗议生活成本居高不下、教育等福利型财政收缩的游行；10 月 30 日欧洲多地港口罢工，并出现了跨洲、超 100 余港口罢工的连锁效应。正如我们在《法国财政风险为何持续发酵》中所指出的：表面看，欧洲的问题是高利率约束宽财政所致；实则是长期制造业外迁后，突然遭遇疫情及俄乌冲突引发对供应链安全担忧并试图推动供应链回流或重塑的结果。事实上，尽管今年全球通胀大幅抬升确为油价攀升所致，但 2022-2025 年欧美日等经济体通胀中枢亦显著高于疫前，并与中国的低通胀形成反差。换言之，疫后全球通胀格局变化大概率为供应链重塑的结果。目前美法等国制造业占 GDP 比重仅 10%左右，若欧美等经济体持续推动供应链重塑必然承受长期通胀压力，一旦其间出现其他推升通胀的边际变化，就将引发更多内部风险事件，类似当下。反过来，若油价仍维持高位，为缓解供应链带来的通胀压力，增加中国商品进口或成为海外多国的重要选项，因此，未来一年，在我们继续看多油价的同时，中国出口表现或亦将保持韧性，但究竟增速如何仍取决于外部形势变化。**

- **3、资产方面：扰动过后，继续维持传统能源>消费、红利>其他的观点。此外，黄金配置时点或待明年 Q1 尾声。**

货币流动性跟踪（10 月 26 日——10 月 30 日）

受税期走款、政府债净缴款及跨月资金需求影响，资金利率边际收敛。

- **流动性复盘：**

本周资金面呈现“周初边际收敛、周中宽松修复、周五跨月趋紧”的特征。受税期走款、政府债缴款及跨月资金需求影响，周一，DR001、DR007 分别升至 1.2922%、1.3766%；随后央行加大逆回购投放，周中资金利率有所回落。周五，随着银行体系融出减少、跨月需求集中释放，DR001、DR007 分别升

相关报告

1、《市场需求有所放缓——2026 年 10 月 PMI 点评》2026-10-31

2、《等待更多地缘信号———10 月日本央行利率决议点评》2026-10-31

3、《关注经济韧性下的通胀与债务压力——2026 年三季度美国 GDP 数据点评》2026-10-30

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

至 1.2890%、1.3898%，R001、R007 分别升至 1.3892%、1.4324%，非银融资成本上升更为明显。央行操作方面，26—30 日累计开展 7490 亿元 7 天期逆回购及 43980 亿元隔夜逆回购，对冲 37360 亿元到期资金后，短期逆回购净投放 14110 亿元；同期开展 7000 亿元 MLF 操作，对冲 9000 亿元到期后净回笼 2000 亿元，合计净投放 12110 亿元。总体来看，央行大额投放有效缓解税期及政府债缴款压力，但月末银行融出收缩仍推动资金面边际趋紧。展望下周，随着跨月及税期扰动消退，政府债净缴款明显下降，资金面有望重新转松。同时，11 月 2 日起央行将常态化开展隔夜逆回购操作，操作利率为 1.25%，有望进一步稳定短端利率预期，但仍需关注买断式逆回购到期及央行续作安排。

- **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 3183.45 亿元，国债净融资 857.5 亿元，合计净融资约 4040.95 亿元，政府债净缴款合计 4070.22 亿元左右。

- **同业存单：**

一级市场，截至 10 月 30 日，同业存单发行利率多数下行。具体来看，1M、3M、6M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.34%、1.40%、1.45%、1.47%，较前一周分别下行 1.82、1.25、0.17、1.79bp；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 0.45bp，3 个月 AAA 同业存单下行 0.42bp，9 个月 AAA 同业存单上行 0.32bp，1 年 AAA 同业存单上行 0.26bp。

大类资产表现跟踪（10 月 26 日——10 月 30 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数全面下跌，创业板指和科创 50 跌幅超 10%，成长风格大幅回撤。

2）港股市场：主要指数小幅反弹，恒生国企指数涨幅略大，结束两周连跌。

3）海外股市：美股三大指数回落，纳指跌幅较大；欧洲市场普遍上涨，日韩股市反弹，巴西股市暴跌。

- 债券：

1）国内：华发信托产品逾期事件冲击信用债，信用利差明显走阔；国债收益率短端小幅下行、长端小幅上行，月末资金利率上行。

2）海外：10 年期美债收益率小幅下行、期限利差走阔，法、意长端收益率明显回落。

- 大宗：原油继续上涨，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。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 宏观周观点（11 月 1 日）.....4
二、货币流动性跟踪周报（10 月 26 日-10 月 30 日）.....5
三、 大类资产总体回顾（10 月 26 日-10 月 30 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.....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.....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（11 月 1 日）

1、国内方面：10 月制造业 PMI 为 49.3，较上月回落 0.8 个百分点，订单类指数下降明显，且都位于荣枯线以下。此外，结合发改委 10 月成品油价格来看，预计 10 月 PPI 环比涨幅在 0.5%左右，对应 PPI 同比大约 5.4%。

2、海外方面：供应链重塑之殇。在刚刚过去的 10 月，欧洲多国爆发因抗议生活成本居高不下、教育等福利型财政收缩的游行；10 月 30 日欧洲多地港口罢工，并出现了跨洲、超 100 余港口罢工的连锁效应。正如我们在《法国财政风险为何持续发酵》中所指出的：表面看，欧洲的问题是高利率约束宽财政所致；实则是长期制造业外迁后，突然遭遇疫情及俄乌冲突引发对供应链安全担忧并试图推动供应链回流或重塑的结果。事实上，尽管今年全球通胀大幅抬升确为油价攀升所致，但 2022-2025 年欧美日等经济体通胀中枢亦显著高于疫前，并与中国的低通胀形成反差。换言之，疫后全球通胀格局变化大概率为供应链重塑的结果。目前美法等国制造业占 GDP 比重仅 10%左右，若欧美等经济体持续推动供应链重塑必然承受长期通胀压力，一旦其间出现其他推升通胀的边际变化，就将引发更多内部风险事件，类似当下。反过来，若油价仍维持高位，为缓解供应链带来的通胀压力，增加中国商品进口或成为海外多国的重要选项，因此，未来一年，在我们继续看多油价的同时，中国出口表现或亦将保持韧性，但究竟增速如何仍取决于外部形势变化。

3、资产方面：扰动过后，继续维持传统能源>消费、红利>其他的观点。此外，黄金配置时点或待明年 Q1 尾声。

国内：

1. 10 月 27 日，国家统计局发布数据显示，1—9 月份，全国规模以上工业企业利润总额达到 60337.4 亿元，较上年同期增长 15.5%。同期，营业收入为 106.21 万亿元，同比增长 6.6%；营业成本为 90.30 万亿元，同比增长 6.1%。从结构上看，行业分化仍在延续，利润增长仍主要由上游能源、有色、原材料，中游 AI 链条贡献，传统产业利润尚无明显改善。

2. 10 月 31 日，国家统计局公布 10 月 PMI 数据，制造业 PMI 为 49.3%，前值 50.1%，预期 50%，官方非制造业 PMI 为 49.7%，前值 50.2%。10 月份经济景气水平较 9 月回落，新动能保持较快增长，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 51.3%和 50.6%，继续高于临界点，相关行业企业生产经营保持扩张，新质生产力延续良好发展态势。

海外：

1. 10 月 28 日，美联储召开议息会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.75%至 4.00%不变。本次会议释放信息量较少，市场反应也相对平淡，不加息的理由可能有三：第一，尽管 9 月 CPI 和 PPI 均显著超预期，但沃什目前关注的 PCE 指标仍在预期之内；第二，沃什强调市场显示的通胀补偿和长期通胀预期依然稳定，本次暂停加息也是为了积累更多的信息再观望；第三，9 月加息后金融条件已有所收紧，会议前夕市场对 10 月不加息定价已超过九成，从呵护近期风声鹤唳的市场角度美联储也不适合加息。

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 26 日-10 月 30 日）

受税期走款、政府债净缴款及跨月资金需求影响，资金利率边际收敛。

流动性复盘

本周资金面呈现“周初边际收敛、周中宽松修复、周五跨月趋紧”的特征。受税期走款、政府债缴款及跨月资金需求影响，周一，DR001、DR007 分别升至 1.2922%、1.3766%；随后央行加大逆回购投放，周中资金利率有所回落。周五，随着银行体系融出减少、跨月需求集中释放，DR001、DR007 分别升至 1.2890%、1.3898%，R001、R007 分别升至 1.3892%、1.4324%，非银融资成本上升更为明显。央行操作方面，26—30 日累计开展 7490 亿元 7 天期逆回购及 43980 亿元隔夜逆回购，对冲 37360 亿元到期资金后，短期逆回购净投放 14110 亿元；同期开展 7000 亿元 MLF 操作，对冲 9000 亿元到期后净回笼 2000 亿元，合计净投放 12110 亿元。总体来看，央行大额投放有效缓解税期及政府债缴款压力，但月末银行融出收缩仍推动资金面边际趋紧。展望下周，随着跨月及税期扰动消退，政府债净缴款明显下降，资金面有望重新转松。同时，11 月 2 日起央行将常态化开展隔夜逆回购操作，操作利率为 1.25%，有望进一步稳定短端利率预期，但仍需关注买断式逆回购到期及央行续作安排。

货币市场：

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.34%、1.28%、1.40%、1.36%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别上行约 3.25、1.89、1.87、3.90bp。成交量方面，银行间质押式回购成交规模整体回落，周一至周四日均成交额约 77561 亿元，周五成交进一步明显缩量，反映月末机构资金交易活跃度有所下降。

政府债

本周，地方政府债净融资 3183.45 亿元，国债净融资 857.5 亿元，合计净融资约 4040.95 亿元，政府债净缴款合计 4070.22 亿元左右。

同业存单：

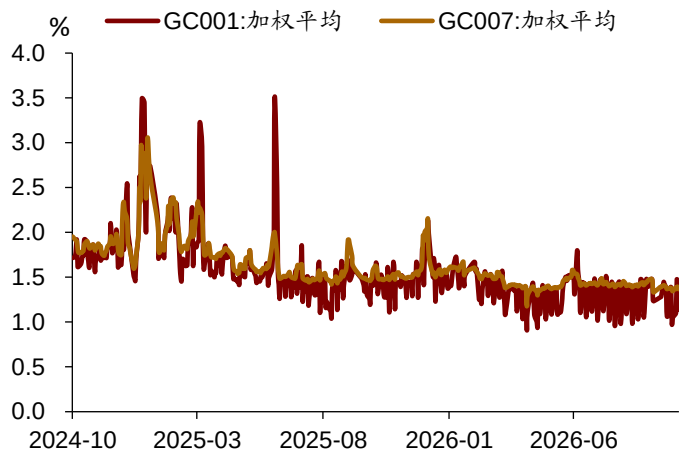
一级市场，截至 10 月 30 日，同业存单发行利率多数下行。具体来看，1M、3M、6M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.34%、1.40%、1.45%、1.47%，较前一周分别下行 1.82、1.25、0.17、1.79bp；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 0.45bp，3 个月 AAA 同业存单下行 0.42bp，9 个月 AAA 同业存单上行 0.32bp，1 年 AAA 同业存单上行 0.26bp。

汇率变动：

美元兑离岸人民币、美元兑人民币中间价继续下行，人民币延续升值态势。截至 10 月 30 日，美元兑离岸人民币收盘报 6.6551，美元兑人民币中间价报 6.7138。与 10 月 23 日相比，人民币离岸汇率升值约 170 点，人民币中间价升值 42 点。

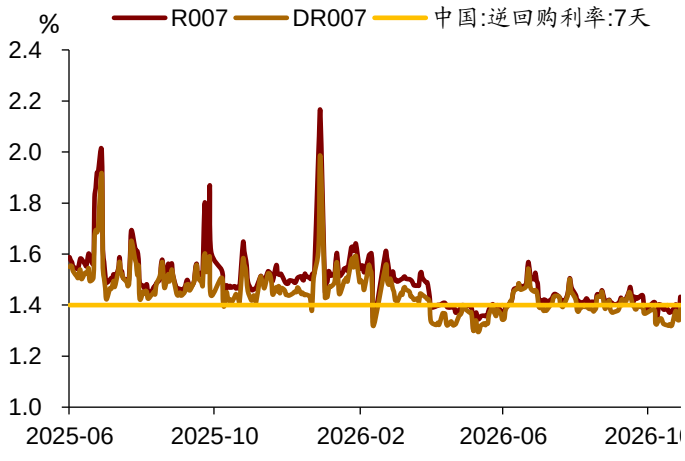
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：交易所利率走势



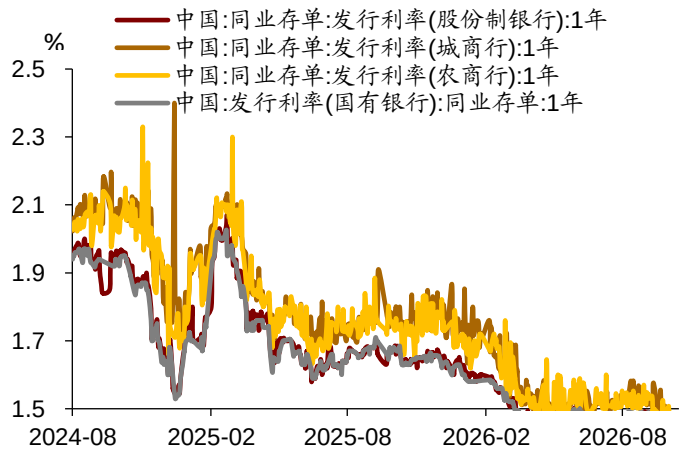
资料来源：Wind，招商证券

图 2：资金价格走势



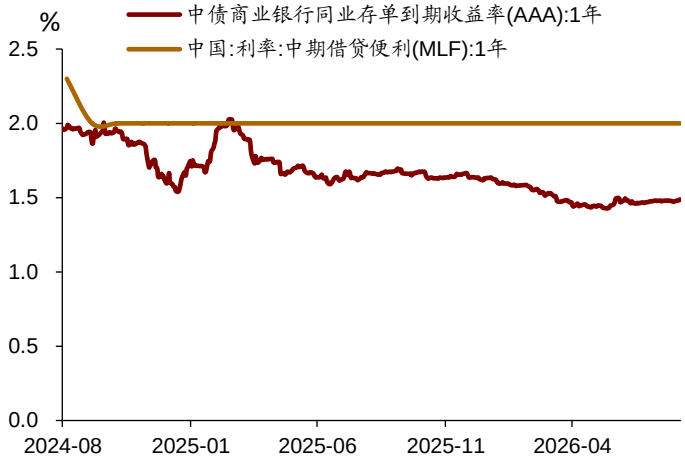
资料来源：Wind，招商证券

图 3：1 年期同业存单发行利率



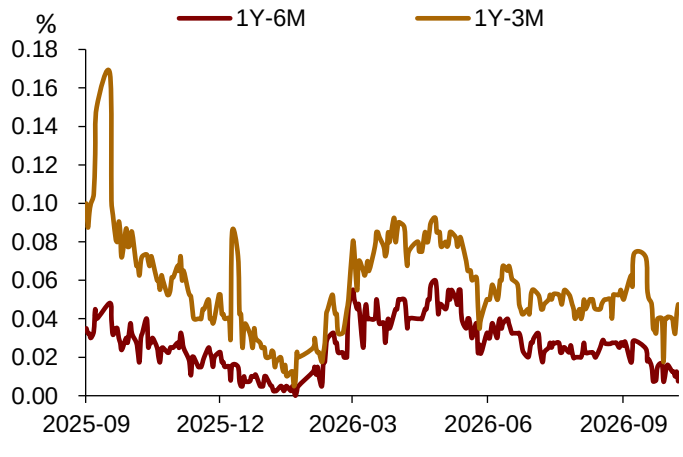
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



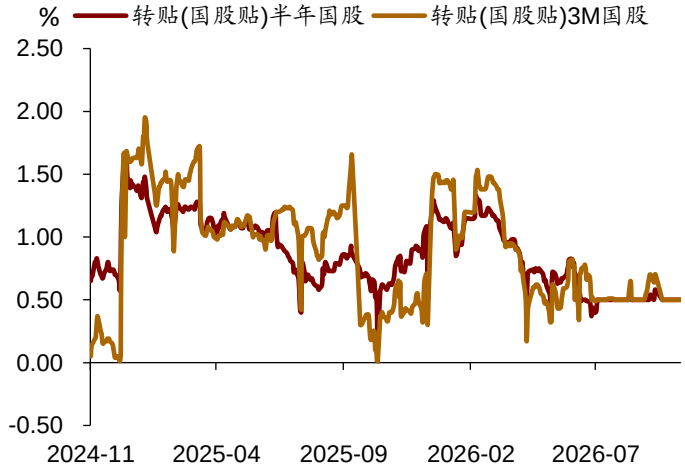
资料来源：Wind，招商证券

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 26 日-10 月 30 日）

- **权益:**

1）A 股市场：主要指数全面下跌，创业板指和科创 50 跌幅超 10%，成长风格大幅回撤。

2）港股市场：主要指数小幅反弹，恒生国企指数涨幅略大，结束两周连跌。

3）海外股市：美股三大指数回落，纳指跌幅较大；欧洲市场普遍上涨，日韩股市反弹，巴西股市暴跌。

- **债券:**

1）国内：华发信托产品逾期事件冲击信用债，信用利差明显走阔；国债收益率短端小幅下行、长端小幅上行，月末资金利率上行。

2）海外：10 年期美债收益率小幅下行、期限利差走阔，法、意长端收益率明显回落。

- **大宗**：原油继续上涨，贵金属明显回落，有色金属和农产品涨跌互现。
- **外汇**：美元指数小幅上涨，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

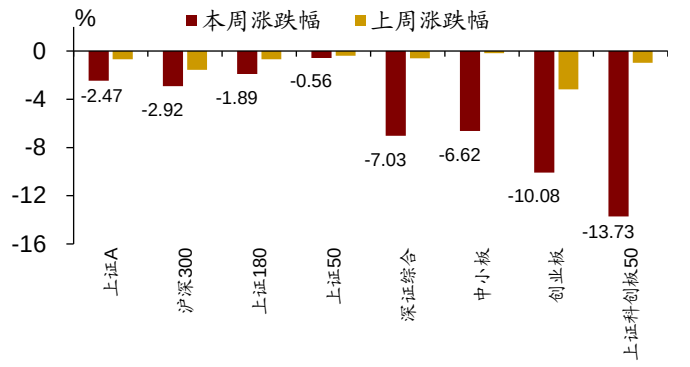
表 1：大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）

	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	3599.02	-2.48%	-0.69%	-6.33%	-9.32%
		深证成指	10833.78	-7.20%	-1.09%	-15.94%	-19.90%
		中小板指数	6848.92	-6.62%	-0.19%	-13.84%	-17.12%
		创业板指数	2413.63	-10.08%	-3.18%	-23.02%	-24.65%
		沪深 300	3985.50	-2.92%	-1.57%	-8.54%	-13.92%
	港股	恒生指数	23294.42	0.87%	-4.52%	-5.36%	-9.11%
		恒生中国企业指数	7862.22	1.37%	-4.58%	-4.35%	-11.80%
	美股及其它	道琼斯工业	51770.31	-0.85%	0.41%	1.70%	7.71%
		标准普尔 500	7580.07	-0.57%	-0.47%	-0.93%	10.73%
		纳斯达克综指	25437.00	-2.00%	-0.71%	-5.30%	9.44%
		欧元区 STOXX50	6215.00	1.69%	-1.58%	-1.29%	6.40%
		伦敦富时 100	10729.78	0.37%	-1.76%	1.17%	8.04%
		巴黎 CAC40	7969.42	2.40%	-2.19%	0.06%	-2.21%
		法兰克福 DAX	25818.21	2.53%	-1.72%	2.46%	5.42%
		日经 225	63290.11	0.95%	-4.03%	-5.19%	25.73%
		韩国综指	5730.74	3.25%	-2.08%	-16.19%	35.99%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.17%	-0.83BP	0.94BP	-4.83BP	-16.58BP
		国债收益率:10Y	1.65%	1.00BP	-0.80BP	-3.22BP	-19.73BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.48%	1.83BP	-1.74BP	1.61BP	-3.15BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.33%	5.80BP	-3.63BP	6.16BP	-0.79BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.34%	7.26BP	-4.98BP	6.29BP	-2.10BP
		SHIBOR:1 周	1.39%	6.60BP	-1.30BP	2.10BP	-56.40BP
		DR007	1.39%	6.84BP	-0.44BP	2.33BP	-59.23BP
	海外	10Y 美国国债收益率	4.94%	-6.00BP	-9.00BP	-35.00BP	76.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	38BP	7.00BP	-4.00BP	-3.00BP	-33.00BP
		10Y 法国国债收益率	4.91%	-11.80BP	24.30BP	4.80BP	134.90BP
		10Y 德国国债收益率	3.40%	1.00BP	-9.00BP	-24.00BP	46.00BP
		10Y 意大利国债收益率	4.48%	-11.10BP	11.40BP	-15.80BP	97.00BP
		10Y 国债中美利差	-329BP	7.00BP	8.20BP	31.78BP	-95.73BP
		2Y 国债中美利差	-331BP	13.05BP	4.05BP	29.92BP	-120.48BP
大宗商品	国内	原油	732.97	2.11%	1.54%	7.03%	69.32%
		沪金	857.03	-1.04%	-4.12%	-6.05%	-12.53%
		螺纹钢	3030.00	-0.43%	-0.81%	-2.76%	-5.39%
		沪铜	108050.00	0.70%	-0.65%	-0.62%	10.45%
		沪铝	23395.00	0.84%	1.87%	-0.99%	2.16%
		谷物	461.54	0.52%	0.42%	0.95%	-0.09%
	全球	布伦特原油	113.40	1.76%	6.76%	21.16%	151.41%
		COMEX 黄金	3884.90	-3.12%	-4.22%	-7.21%	-13.68%
		LME 铜	14130.00	-1.17%	-0.43%	-1.94%	13.74%
		LME 铝	3062.50	0.72%	1.08%	-3.38%	2.24%
		CBOT 大豆	1234.00	-1.87%	-0.24%	-5.42%	11.71%
外汇		美元兑人民币（离岸）	6.65	-0.24%	-0.26%	-0.83%	-4.62%
		欧元兑人民币	7.43	-0.63%	-0.57%	-2.34%	-9.38%
		美元指数	101.97	0.21%	-0.03%	0.49%	3.76%
		美元兑欧元	0.90	0.39%	0.33%	1.53%	5.25%

资料来源：Wind，招商证券

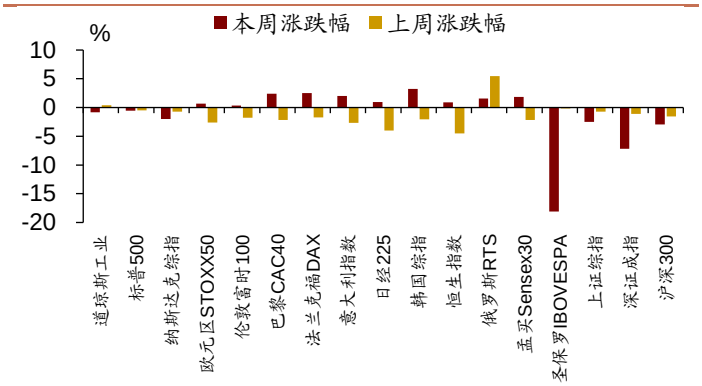
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：A 股主要市指数变化幅度



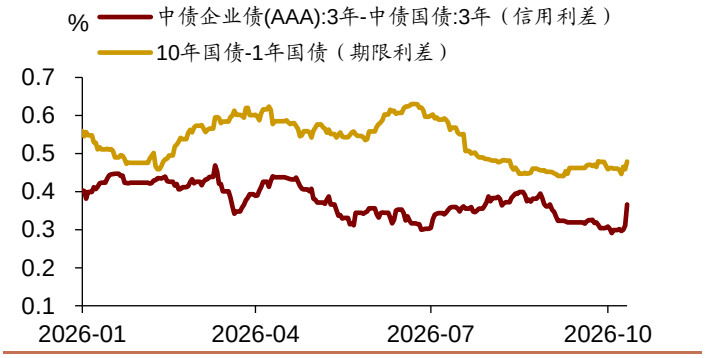
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



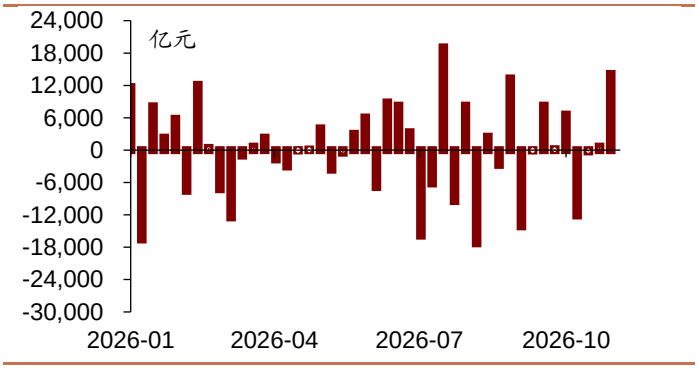
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



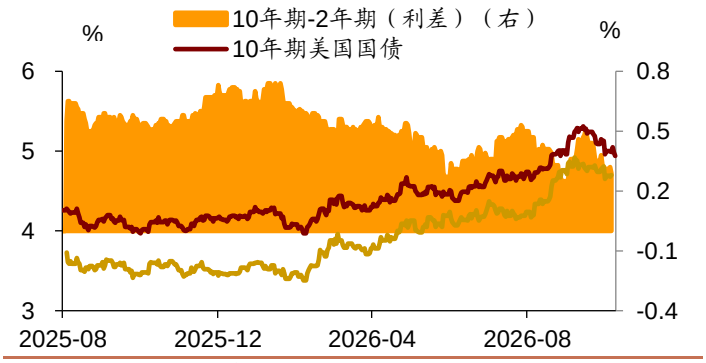
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



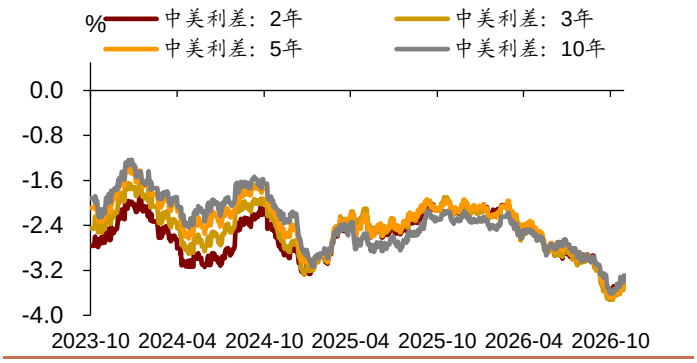
资料来源：Wind、招商证券

图 11：美债期限利差



资料来源：Wind、招商证券

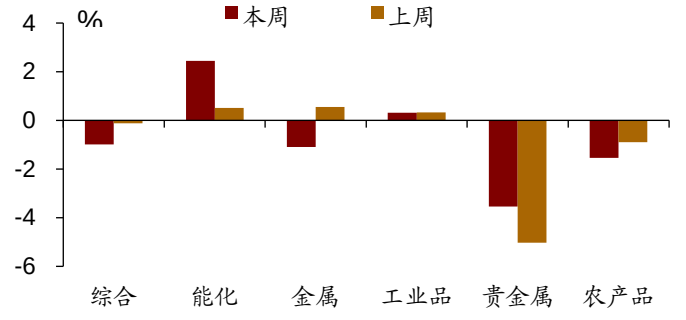
图 12：中美利差变化趋势



资料来源：Wind、招商证券

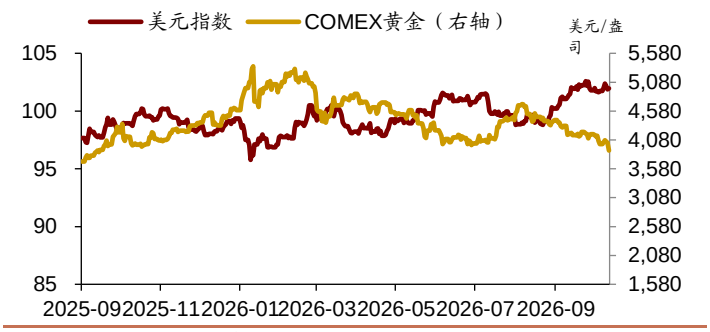
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：南华指数的变化幅度



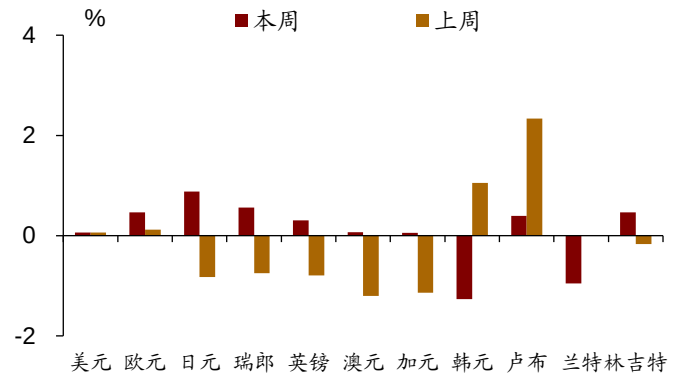
资料来源：Wind、招商证券

图 14：黄金价格与美元指数



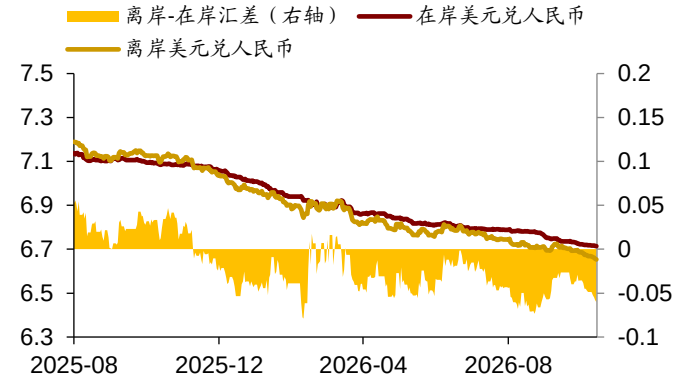
资料来源：Wind、招商证券

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。