

国债期货周报

风险偏好仍为关键变量，下周关注
重要政策会议情况

作者：熊睿健

联系方式：020-88818020

从业资格：F03088018

投资咨询资格：Z0019608

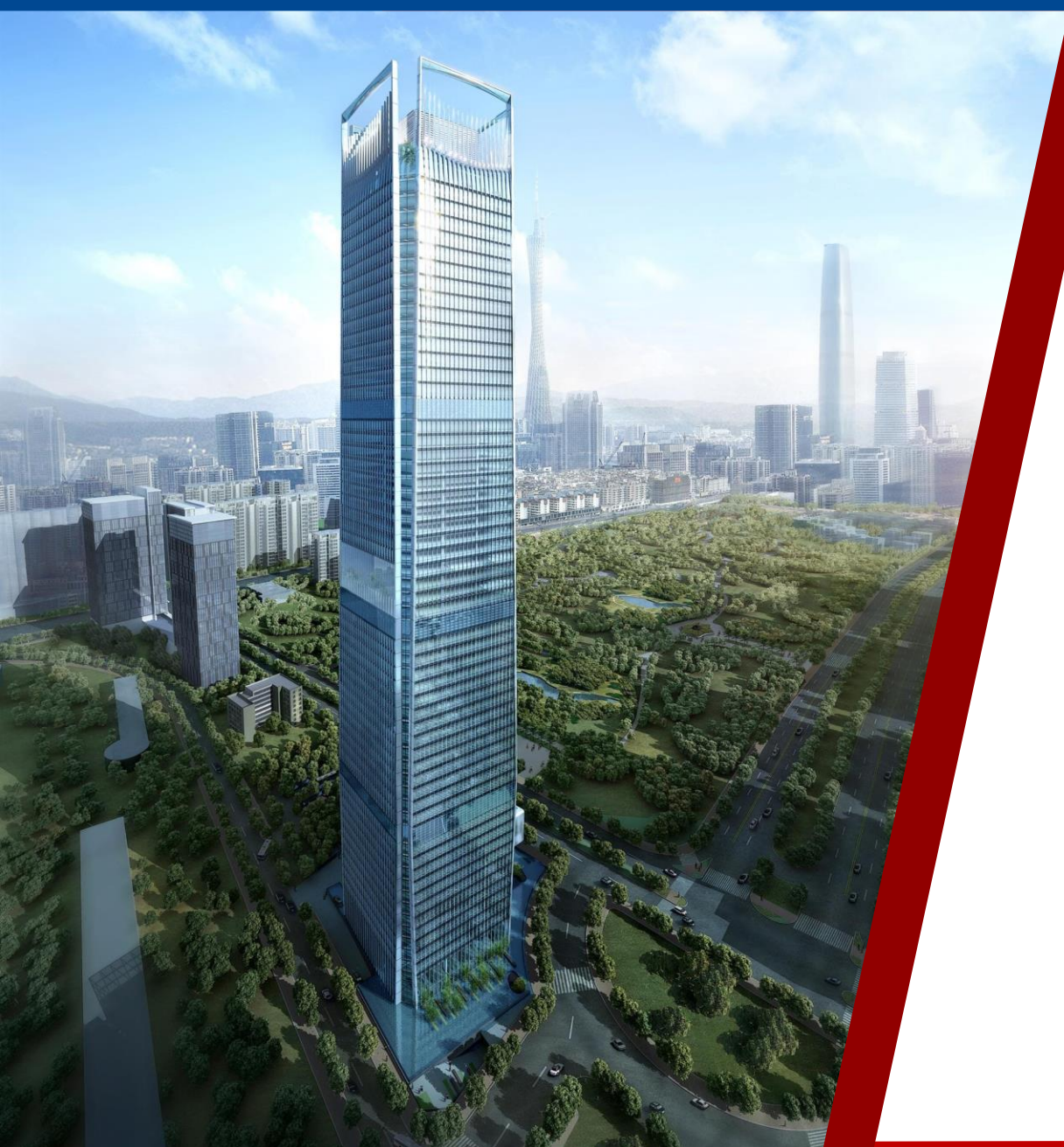


广发期货APP



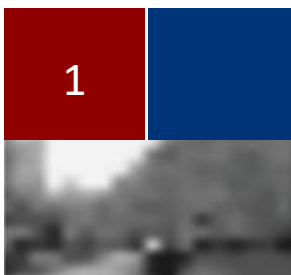
微信公众号

品种	主要观点	本周策略	上周策略
国债	● 基本面情况。上周公布金融数据和通胀数据，9月CPI延续缓慢改善的特征，环比为0.1%，略高于前值的零增长。不包含食品、能源的核心CPI同比为1.0%。PPI环比持平。分项来看，从主要大类来看，上游采掘和下游一般日用品是主要正拉动，环比分别为1.2%和0.2%。主要拖累来自于耐用消费品。9月社融增加3.5万亿元，略高于市场平均预期；同比少增2297亿元，较前值略有好转。信贷分项来看，一方面居民融资需求依旧不乐观，另一方面企业中长贷同比小幅少增500亿元，要稍好于信贷整体。其中可能初步包含了政策性金融工具落地、重大项目启动加速的影响。综合来看，9月金融数据反映当前实体需求尚未显性修复，四季度财政拉动下降、基数变高，实体信贷需求能否接棒比较关键。 ● 资金面来看。10月央行对3个月和6个月买断式逆回购均进行了增量续作，共计新增投放4000亿元，同时7天逆回购进行小额净投放，呵护资金面保持平稳宽松。10月缴税截止日为27日，下周预计资金面有望继续保持宽裕。 ● 国债期货行情展望：上周TL和T合约回升幅度较高，持仓也有明显增长，从边际动因来看，一方面是市场基金赎回费用新规利空减弱，另一方面30-10Y利差进入近三年高位、30年新老券利差也处于高位，出于利差修复的原因超长端品种相对其他品种上涨更多。此外股市调整也助推了长端债券的修复。整体债市对基本面数据仍显钝化，短期影响债市的关键仍为风险偏好、基金赎回费新规落地情况、中美贸易谈判进展。展望下周，上述影响因素仍有变数，一方面基金赎回费新规实际落地情况仍有变数，另一方面关键会议召开在即，增量政策是否超预期对短期风险偏好影响较大，两个因素中后者对下周行情更为关键。下周分两种情形来看，如果增量政策不及预期，那么可以继续博弈利差修复行情，可以适当做多超长端品种，风险偏好低一些的投资者可以选择10年期品种；如果增量政策超预期，那么短期风险偏好上行仍可能压制债券，不过在资金宽松支撑下债市回调有底，T2512回调至107.4以下可以把握超调做多机会。	● 下周分两种情形来看，如果增量政策不及预期，那么可以继续博弈利差修复行情，可以适当做多超长端品种，风险偏好低一些的投资者可以选择10年期品种；如果增量政策超预期，那么短期风险偏好上行仍可能压制债券，不过在资金宽松支撑下债市回调有底，T2512回调至107.4以下可以把握超调做多机会。	● 10月中旬以前政策预期可能继续驱动股牛，这种情形下债市情绪仍有可能受到风偏压制，如果出现超预期冲击也不排除出现超调。不过当前资金面基调宽松和长短期限利差回归正常水平也制约长债下跌的幅度，如果10年期国债利率上行至1.8%以上区间配置价值有所回升。短中期债预计继续区间震荡，T2512震荡区间可能在107.4-108.3，建议以观望为主等待超调机会。



目录

- 01 国债期货行情
- 02 宏观基本面跟踪
- 03 政策面跟踪
- 04 资金面跟踪

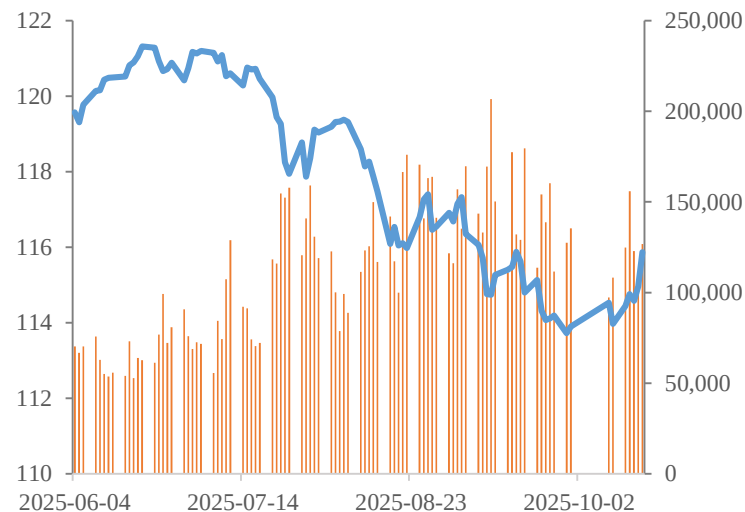


国债期货行情

国债期货主力合约走势

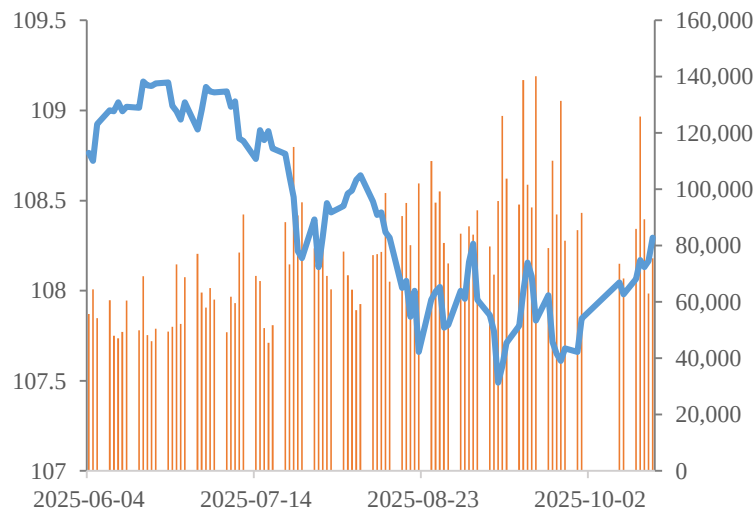
TL主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:30年期



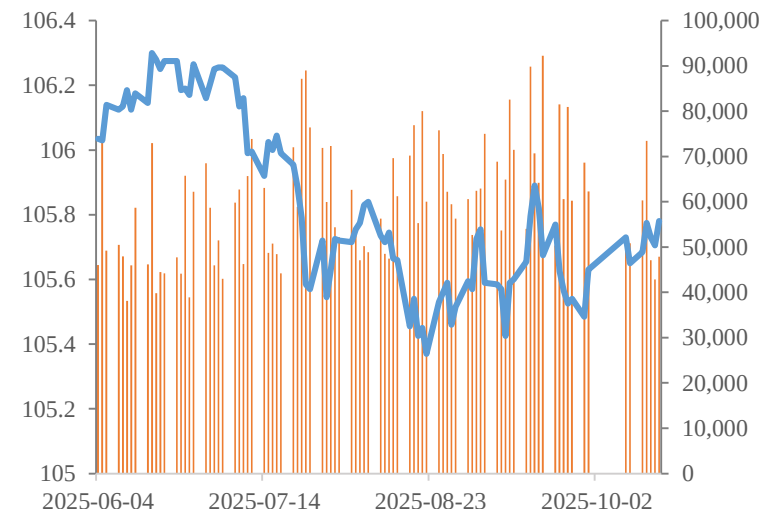
T主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:10年期



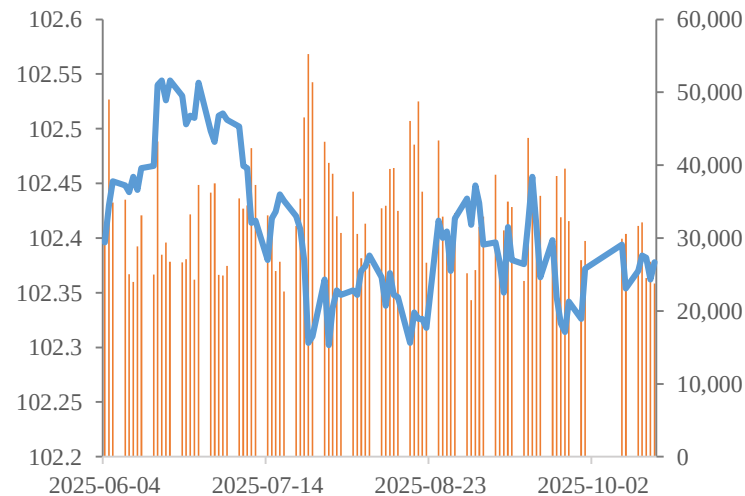
TF主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:5年期



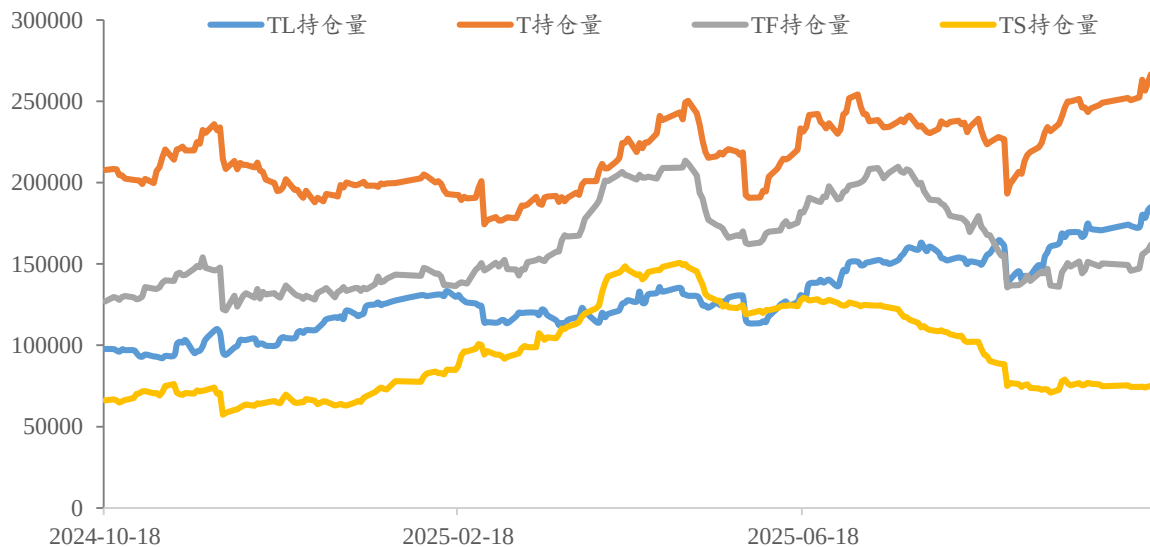
TS主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:2年期

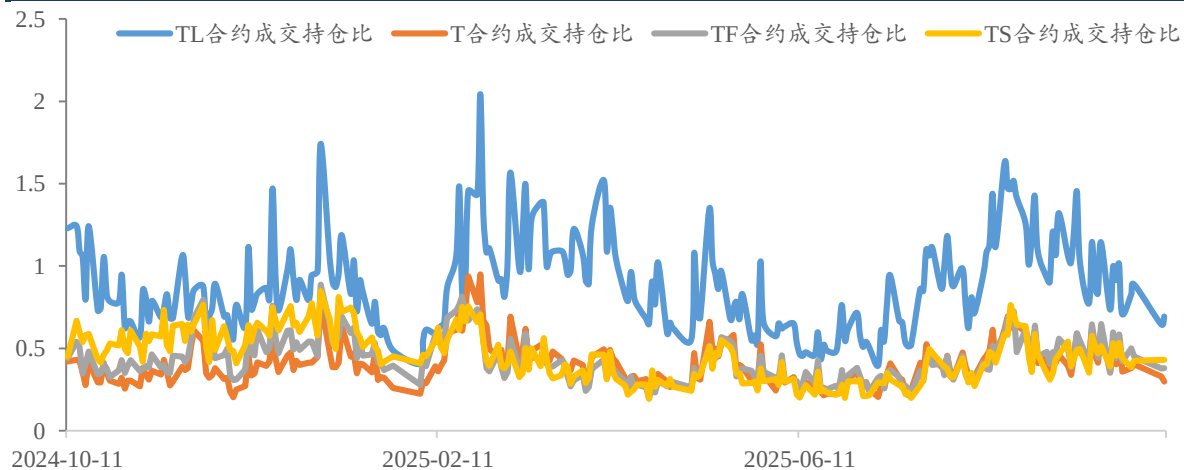


- 上周，30年期国债期货主力合约2512合约变化1.67%至115.87，10年期国债期货主力合约2512变化0.29%至108.3，5年期国债期货2512变化0.12%至105.78，2年期国债期货2512价格变化0.02%至102.38。

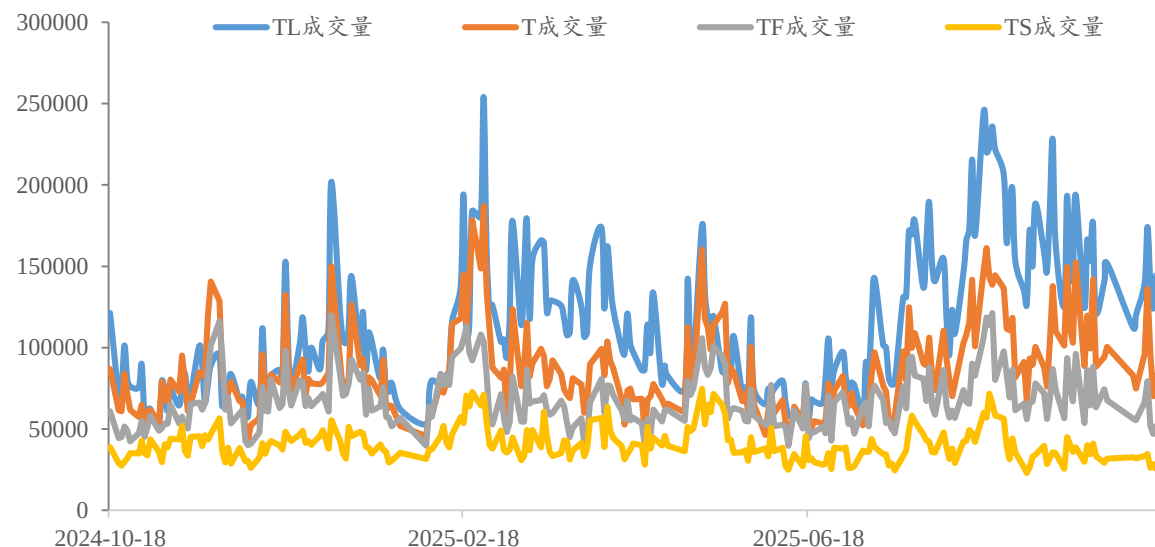
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交持仓比



国债期货各品种成交量

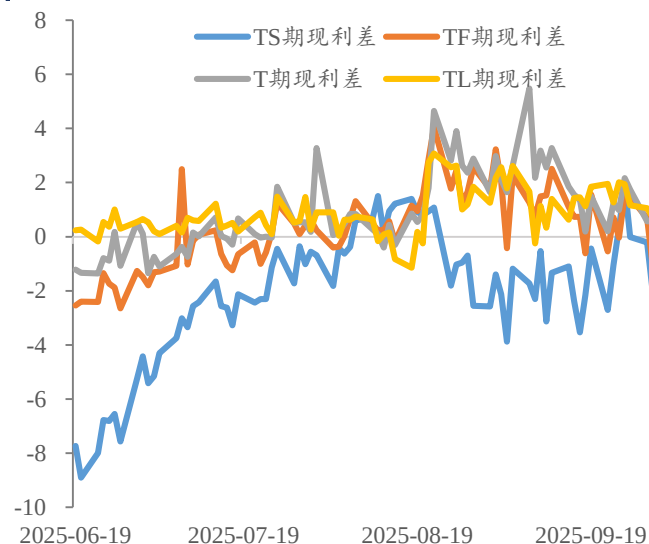


成交量方面，上周截至10月17日，30年期国债期货日均成交144,531手，较上周变化24457手，10年期国债期货日均成交82,865手，较上变化8079手，5年期国债期货日均成交手51,934手，较上周变化-3553手，2年期国债期货日均成交25,492手，较上周变化-6513手。上周长端和超长端品种成交上升，短端和中端品种成交下降。

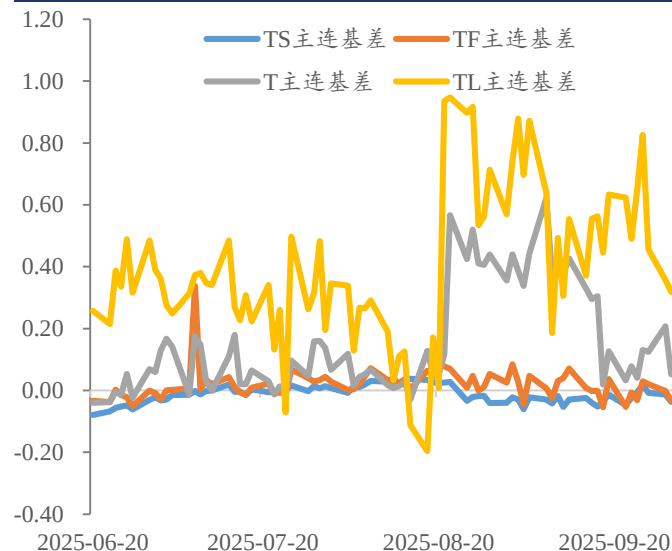
持仓量方面，30年国债期货持仓量184,963手持仓，较上周变化11589手。10年期国债期货共有255,722手持仓，较上周变化16006手。5年期国债期货共有持161,860手，较上周变化15987手。2年期国债期货共有持75,015手，较上周变化568手。上周各品种持仓回升，尤其是长端和超长端随着行情企稳，持仓显著上行。

国债期货期现指标

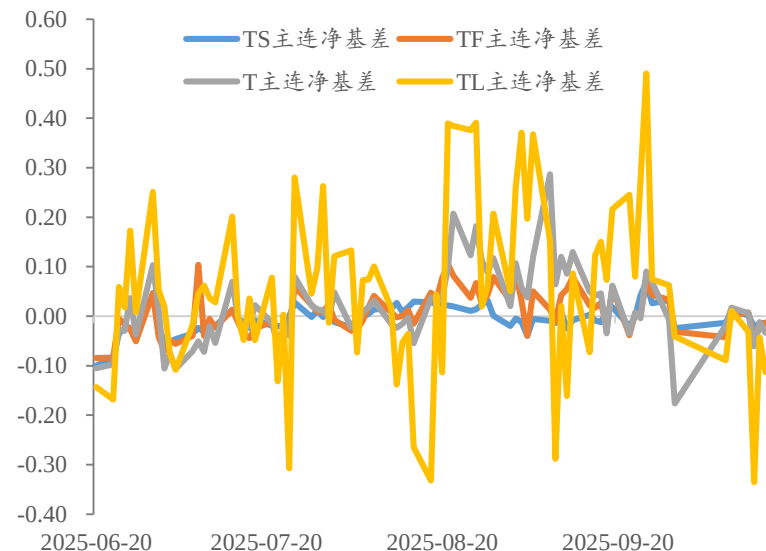
国债期货各品种期现利差



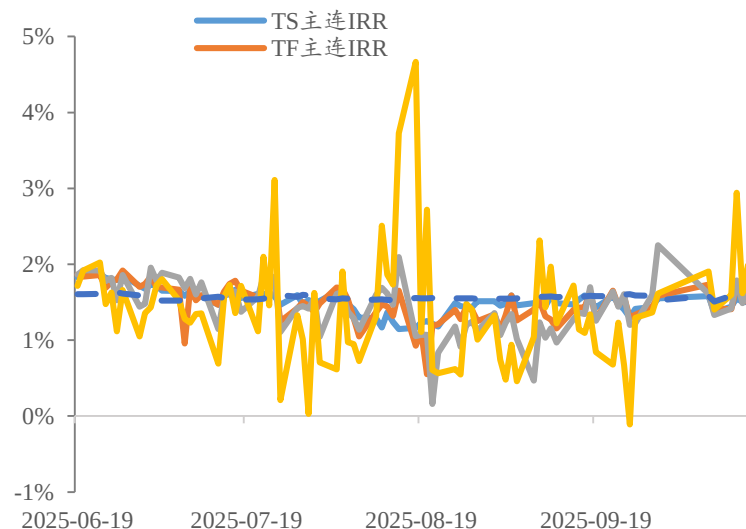
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



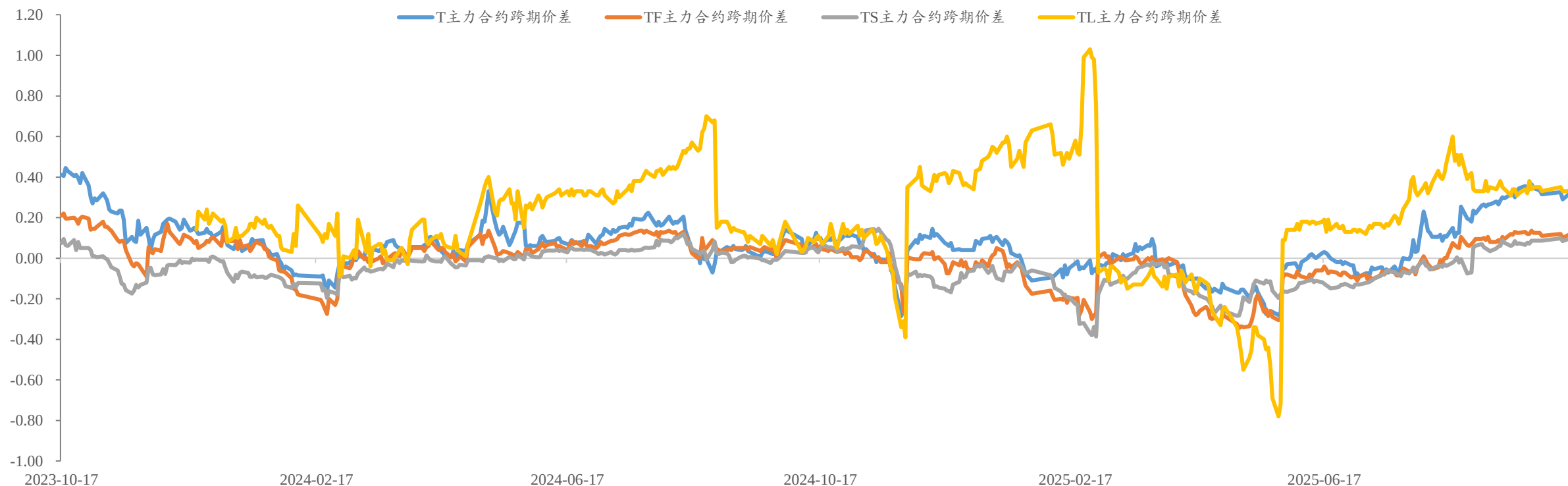
国债期货各品种主连IRR



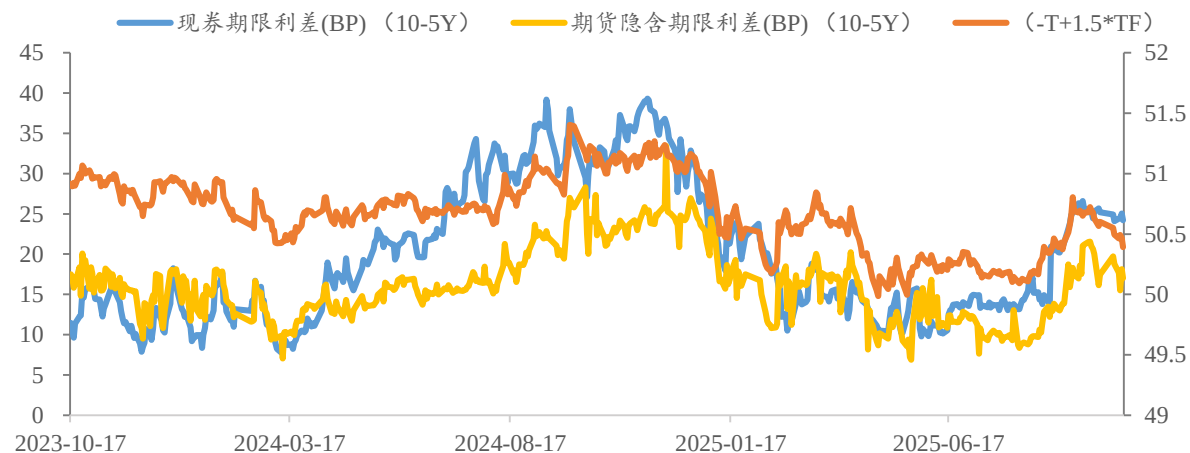
- 上周截至10月17日，TL2512、T2512、TF2512、TS2512基差分别为0.15、0.03、-0.01、-0.02，分别较上周变化-0.08、-0.01、0.05和0.02；隐含利差分别为0.22BP、0.54BP、0.27BP、-1.1BP，分别较上周变化-0.1BP、0.13BP、1.07BP、1.29BP。
- 各品种IRR分别为1.98%、1.62%、1.5%、1.5%。随着长端和超长端品种修复，基差快速收敛，各品种净基差回落至负值，IRR有所提升，建议开始关注TL主力合约正套机会。

- 10月跨期价差2512-2603，上周TL、T、TF、TS合约跨期价差分别变化-0.07、-0.03、-0.02、-0.01，均有小幅下行，远月相对近月超涨。

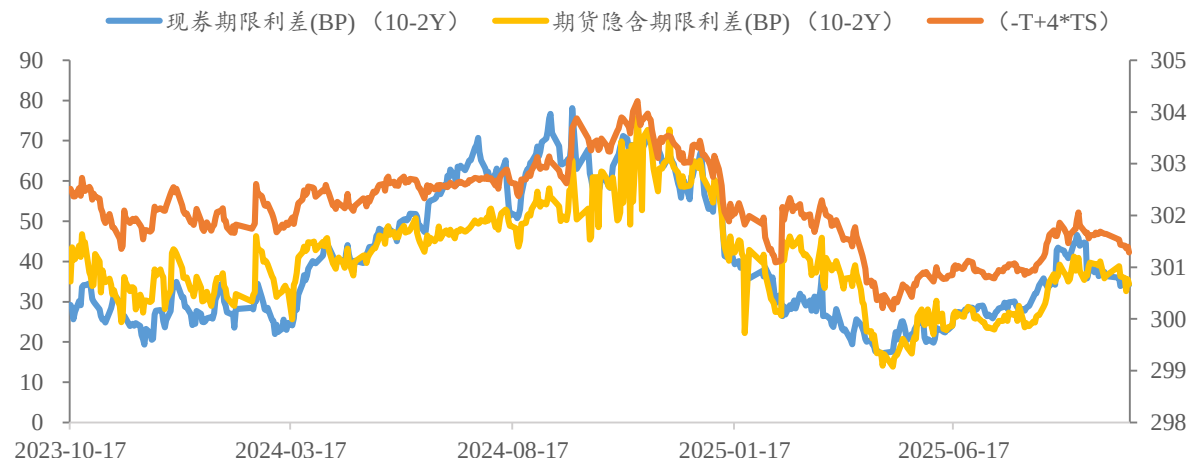
国债期货各品种跨期价差



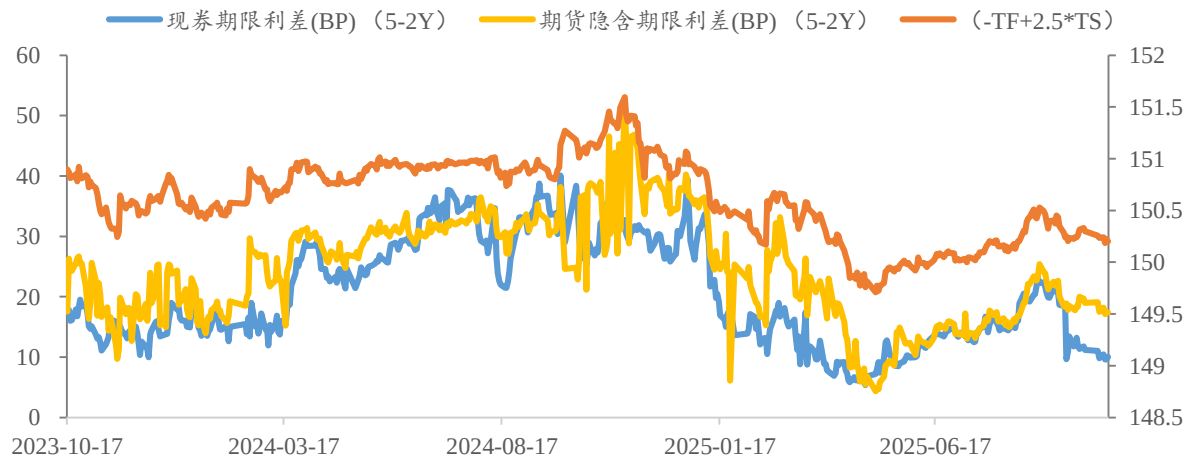
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-2Y）

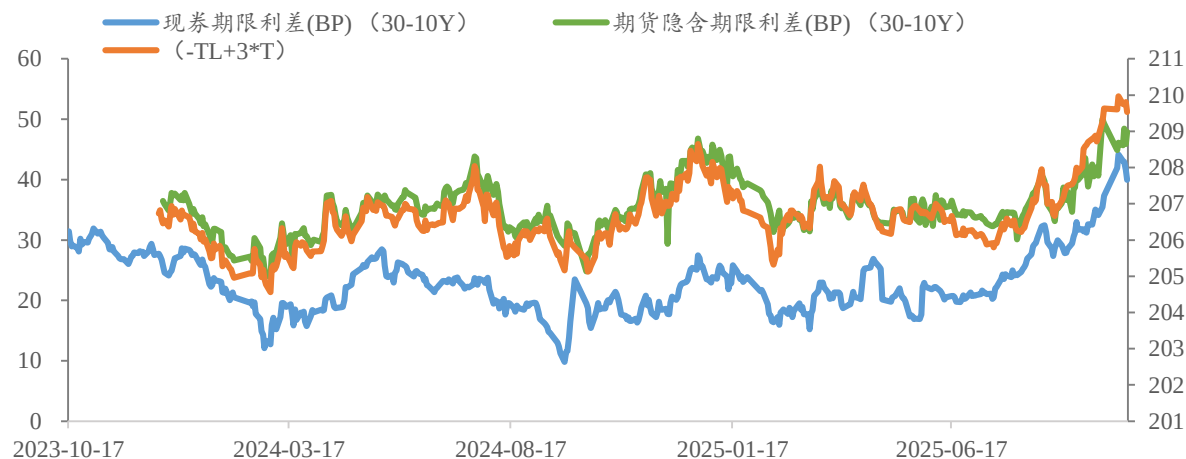


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（5-2Y）

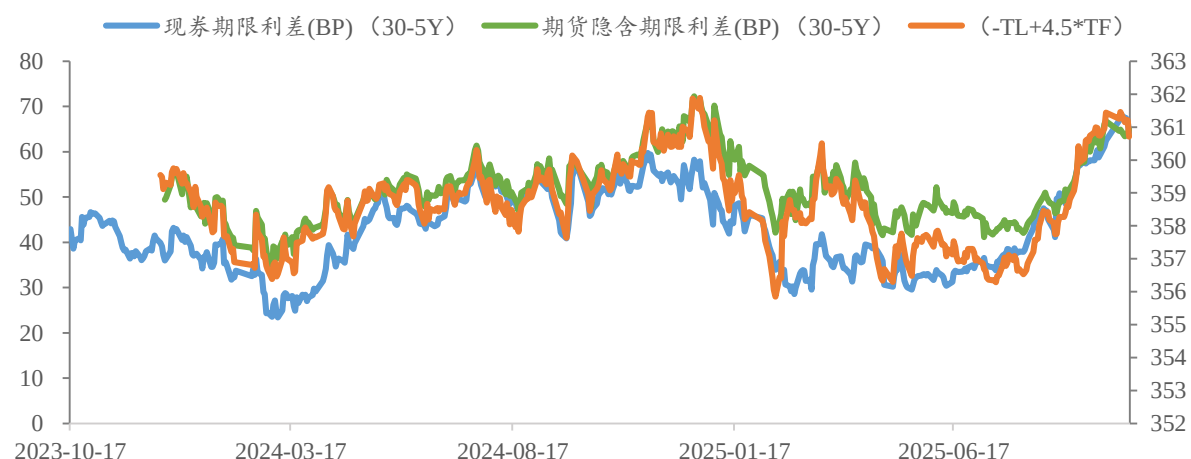


□ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到34.39BP，较上周变化-4.41BP，10-5Y利差达到17.02BP，较上周变化-2.69BP，5-2Y利差达到17.37BP，较上周变化-1.72BP。

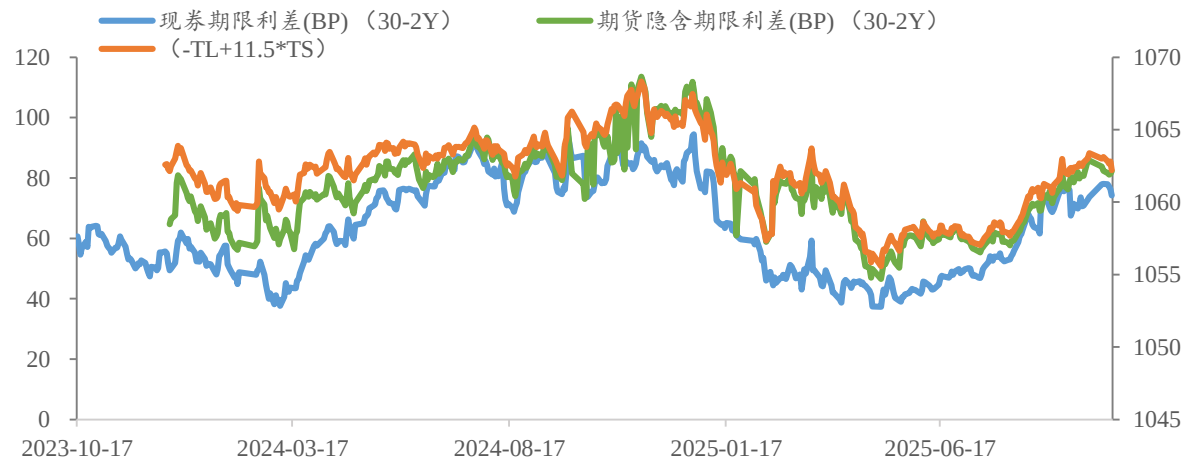
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-10Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-2Y）



■ 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到47.93BP，较上周变化3.02BP（主因TL合约标的券切换为220008.1B，但是现券30-10Y利差明显收敛），30-5Y利差达到64.95BP，较上周变化0.33BP，30-2Y利差达到82.32BP，较上周变化-1.39BP。上周现券长端走利差修复行情，回升更多，因此30Y和10Y与其他品种利差收敛。

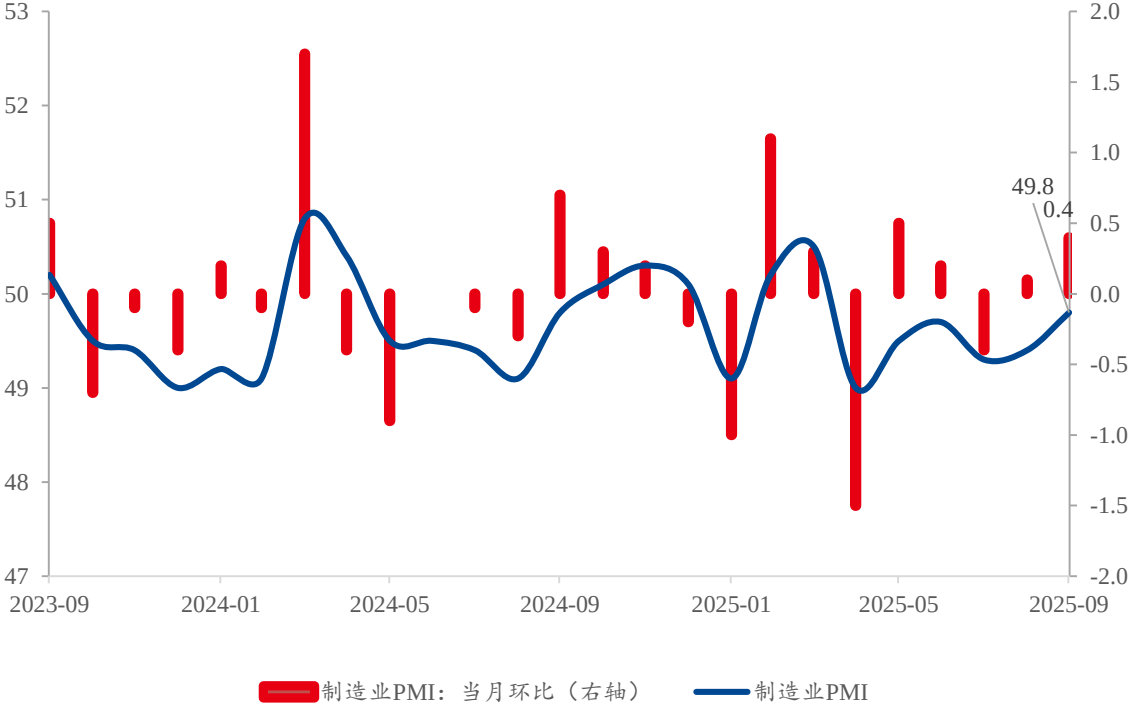
2



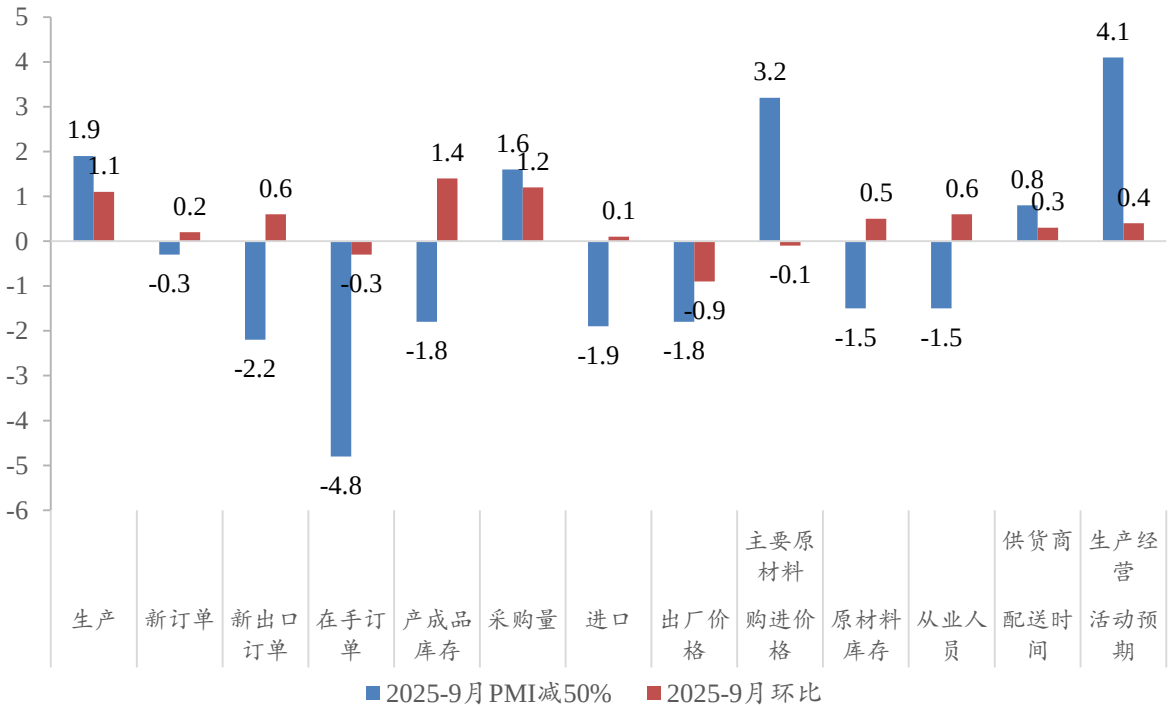
宏观基本面跟踪

从9月PMI来看，制造业旺季改善，服务业淡季回落。其中制造业供需均回升，但是生产端回升强于内需，价格指标回落，指向内需有待提振，出厂价降幅大于原材料价，需求对中下游涨价形成约束。积极因素是出口订单指标回升、企业增加采购量。

制造业PMI及当月环比变化(%)

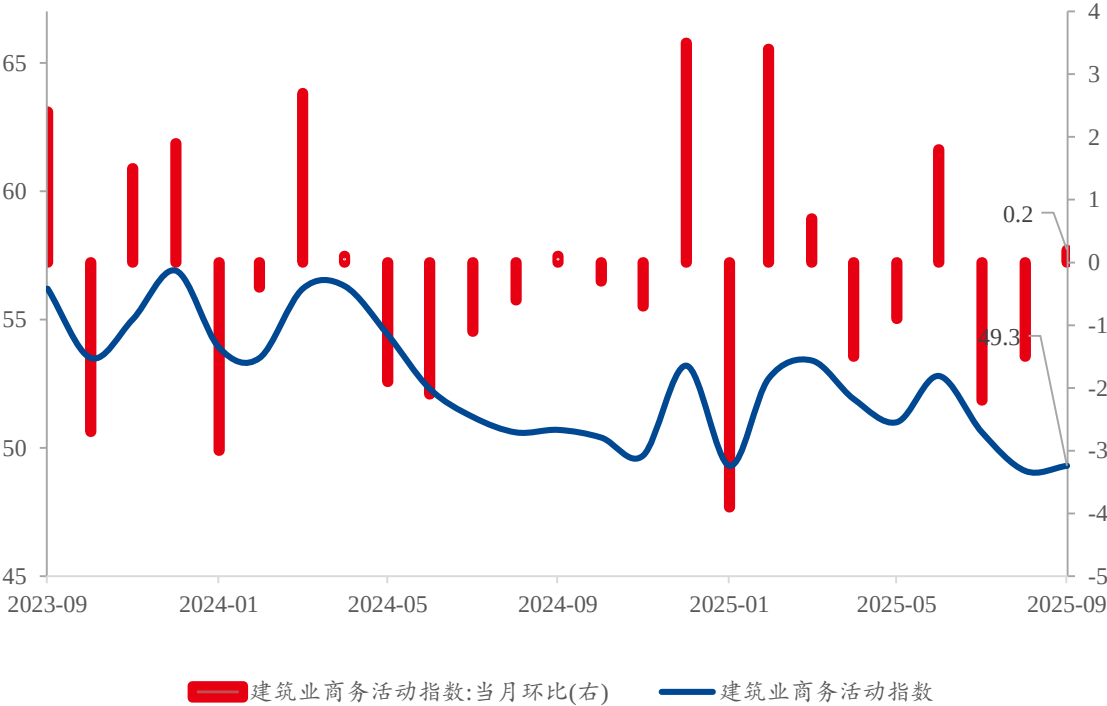


制造业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

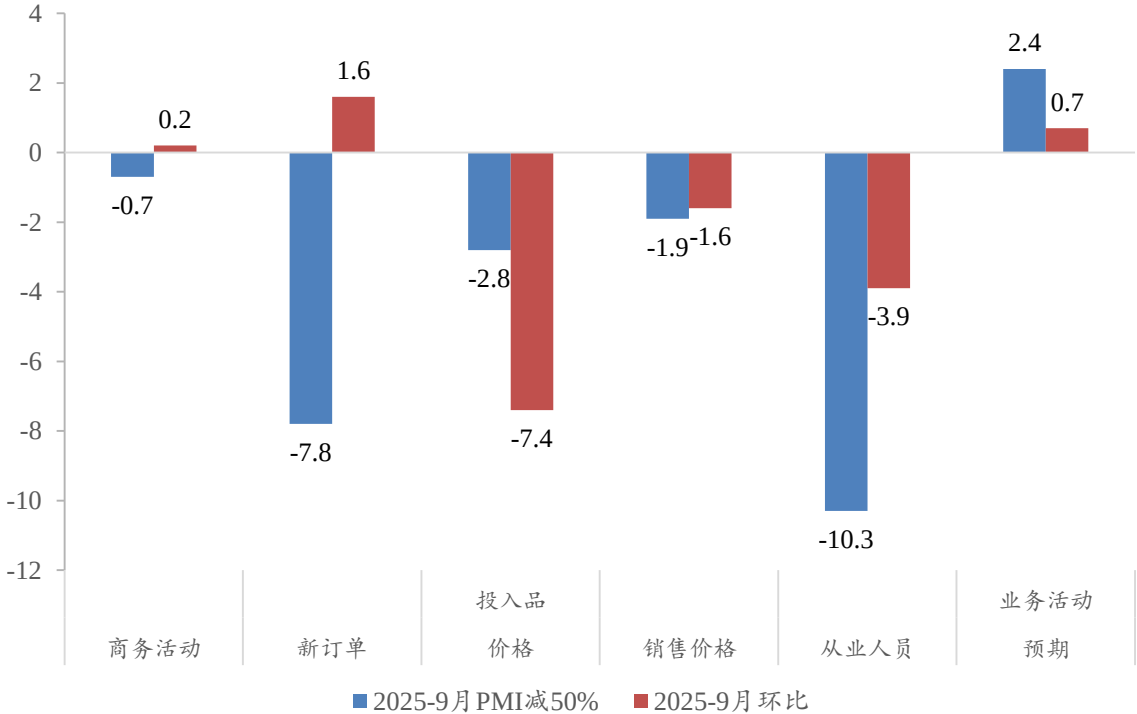


■ 建筑业需求偏弱，关注5000亿元政策性金融工具落地后的提振作用。

建筑业PMI及当月环比变化(%)

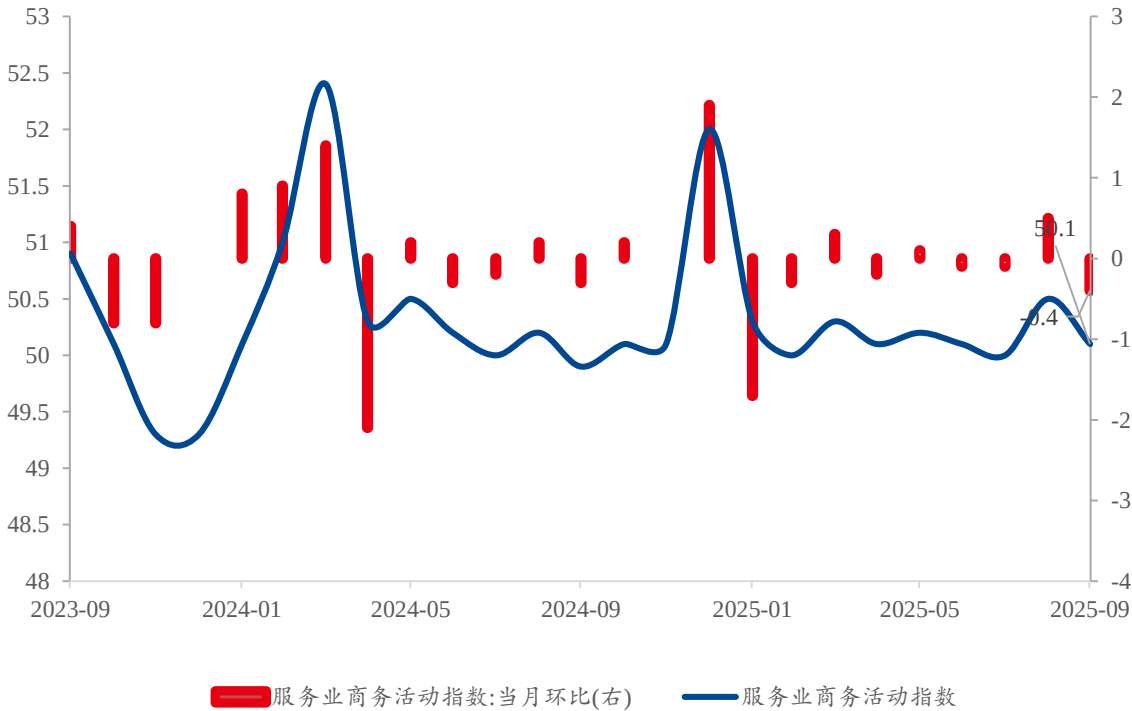


建筑业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)

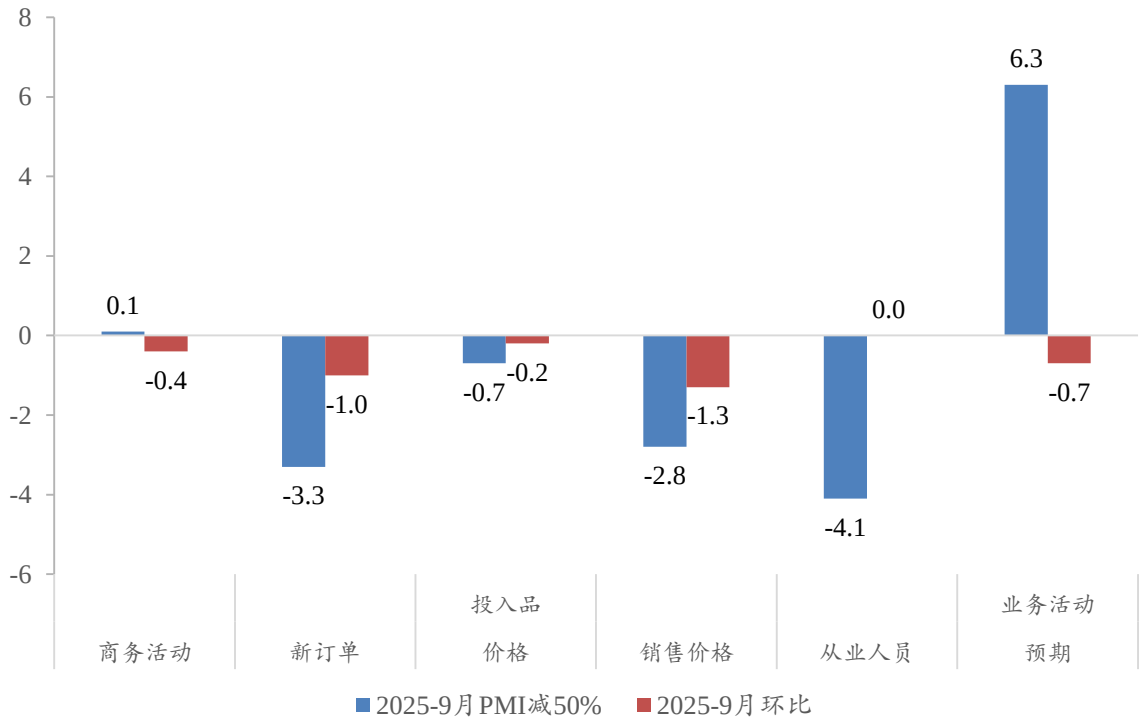


- 服务业受到暑期过后淡季影响，需求季节性回落。。
- 整体来看，9月制造业旺季改善，服务业淡季回落。其中制造业供需均回升，但是生产端回升强于内需，价格的环比回升受阻。

服务业PMI及当月环比变化(%)

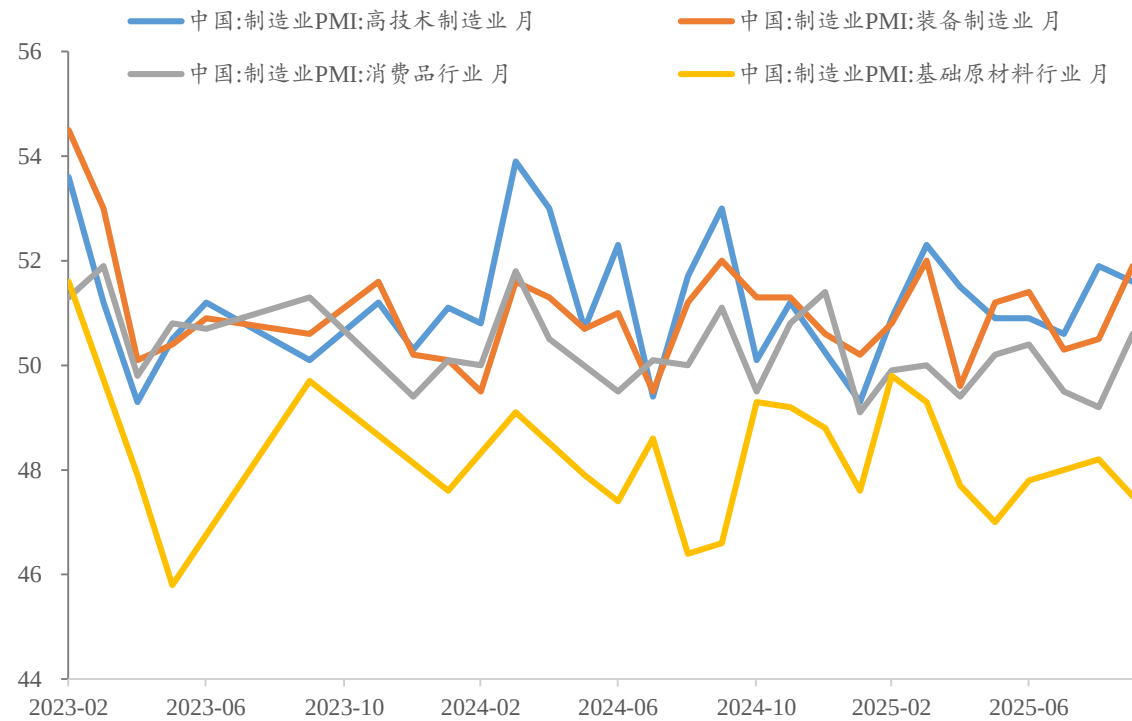


服务业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

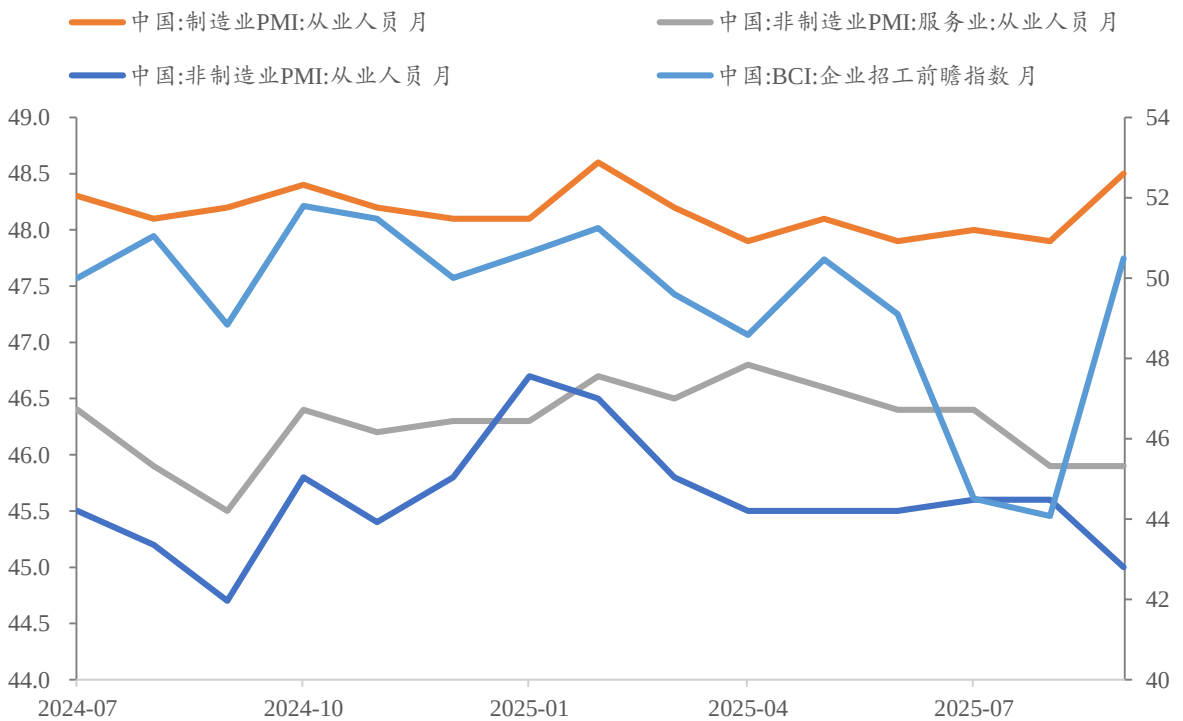


- 消费品行业是制造业PMI的主要拖累，其余行业中高技术制造业较强；装备制造业、基础原材料行业均小幅改善。8月消费品可能存在高温天气的影响。
- 8月就业指标环比多数下降持平，反映企业招工较为谨慎。

分行业PMI



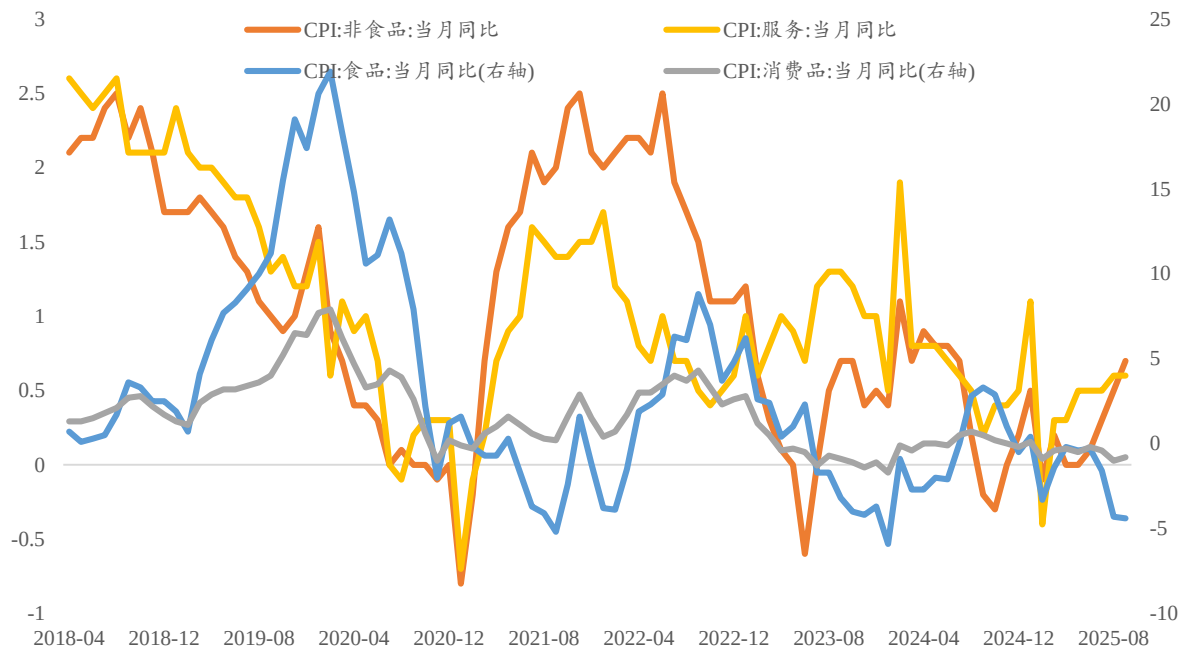
就业指标



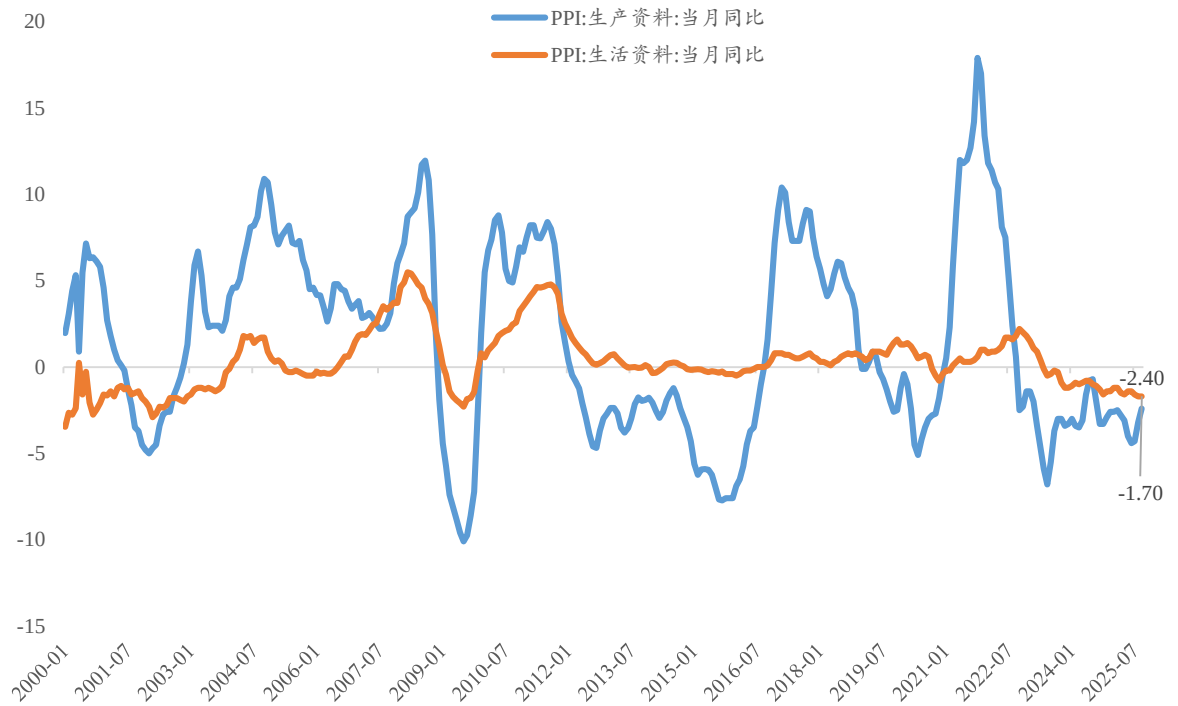
2.1 9月CPI与PPI降幅收窄

- 9月CPI延续缓慢改善的特征，环比为0.1%，略高于前值的零增长；扣除能源的工业消费品价格上涨0.5%，影响CPI环比上涨约0.12%。不包含食品、能源的核心CPI同比为1.0%。分项来看，猪肉价格依然没有止跌，9月环比为-0.7%；和金价上涨对应，金饰品价格上涨较为明显；医疗服务价格趋势较强，9月同比为1.9%。
- PPI环比持平。分项来看，从主要大类来看，上游采掘和下游一般日用品是主要正拉动，环比分别为1.2%和0.2%。原材料、加工品、食品、衣着变化不大。主要拖累来自于耐用消费品，9月PPI耐用消费品环比为-0.4%。从具体行业来看，耐用消费品代表汽车制造业9月环比为-0.5%，累计同比降幅进一步扩大至-3.0%。

CPI分项同比变化



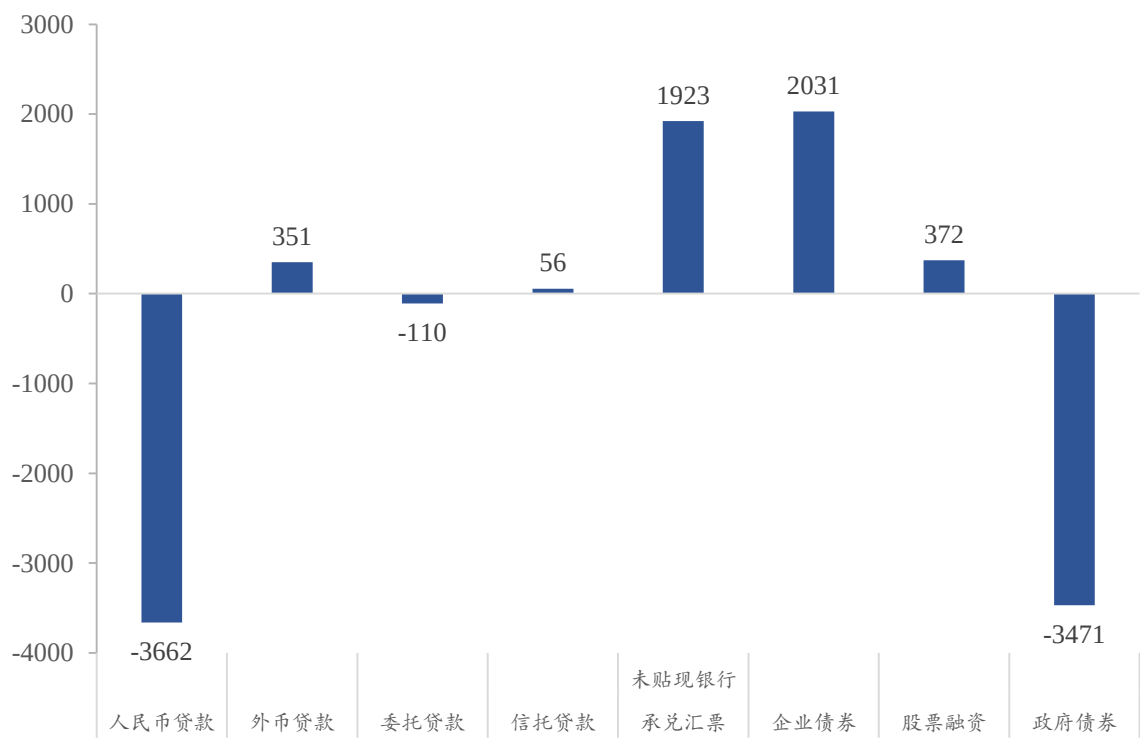
PPI分项同比变化



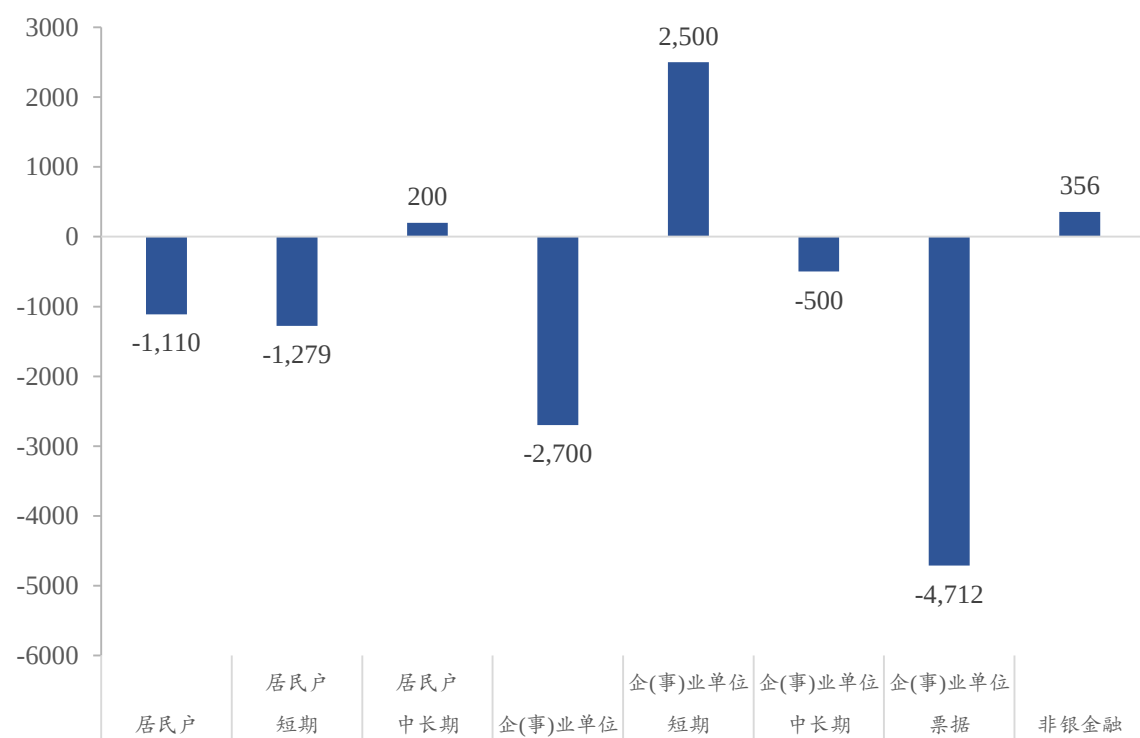
2.1 9月金融数据显示广义流动性好转，但实体融资需求偏弱

9月社融增加3.5万亿元，略高于市场平均预期；同比少增2297亿元，较前值略有好转；社融存量增速为8.7%，较上月小幅下降0.1%。新增社融分项中，政府债券融资增加1.2万亿元，同比少增3471亿元，主要因为去年同期高基数；实体信贷增加1.6万亿元，同比少增3662亿元，略好于8月但弱于同为季末的3月与6月。其余分项中，企业债融资增加105亿元，同比多增2031亿元，主要因为去年低基数。未贴现银行承兑汇票增加3235亿元，同比多增1923亿元，主要因银行表内冲量特征不明显，更多票据留存在了表外。信贷分项来看，一方面居民融资需求依旧不乐观，此外企业中长贷增加9100亿元，同比小幅少增500亿元，要稍好于信贷整体。其中可能初步包含了政策性金融工具落地、重大项目启动加速的影响，和同期石油沥青开工率的上行可以相互印证。综合来看，9月金融数据反映当前内生的信用周期尚未显性修复，四季度财政贡献下降、低基数变高基数，信用派生力量能否接棒比较关键。目前关注：（1）政策性金融工具落地、地方地产政策新一轮优化；（2）会否有2026年新增地方政府债务限额提前下达，带来年内政府债融资扩容。

新增社融分项同比变化值（亿元）

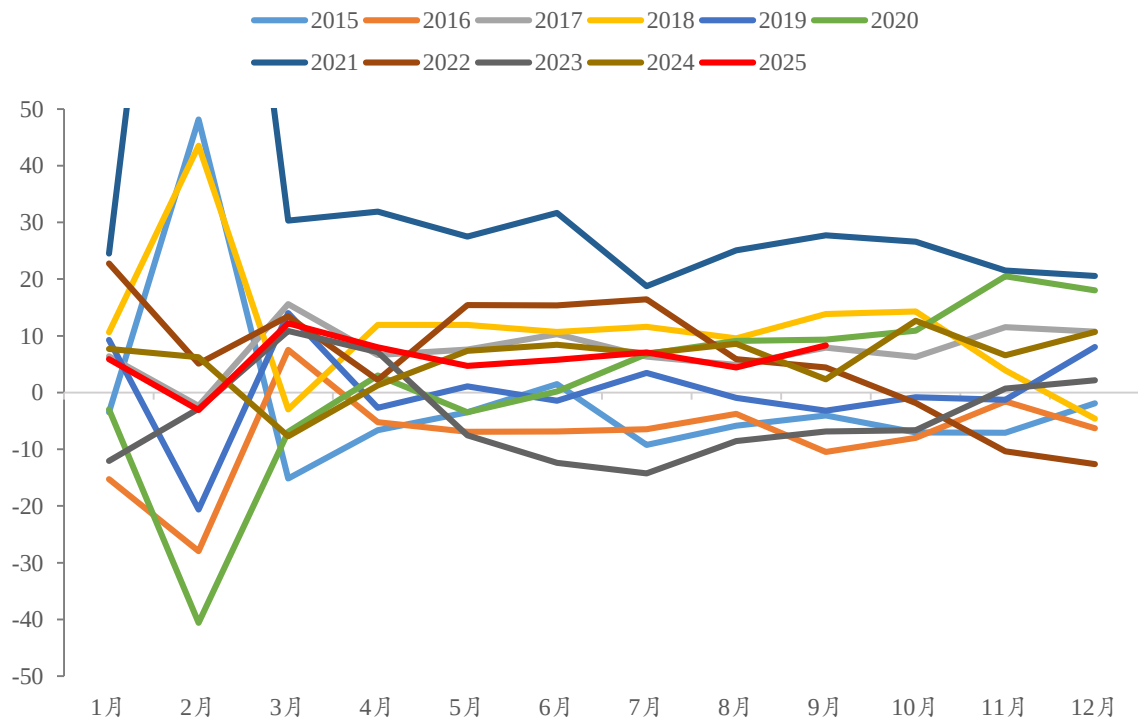


新增人民币贷款分项同比变化值（亿元）

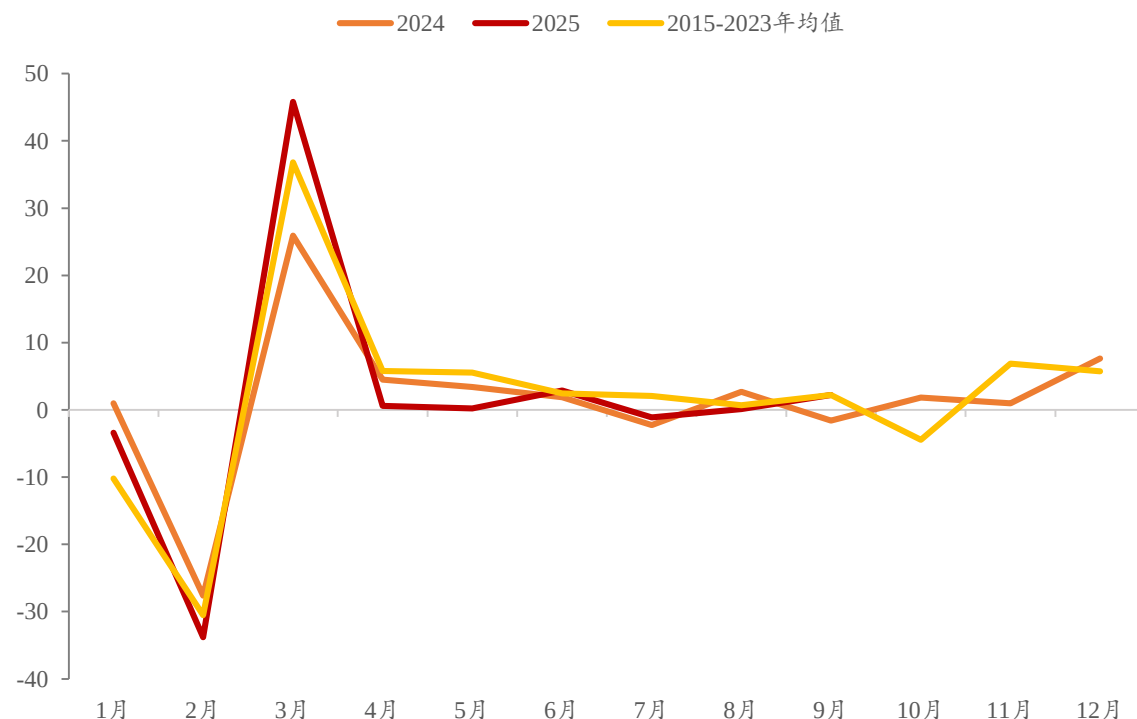


- ▣ 9月出口同比增长8.3%，依然维持在高位。环比的2.1%基本持平季节性。出口的韧性表现和高频数据吻合，9月集装箱吞吐量同比较高，PMI新出口订单指数同样环比上行。

出口同比季节性

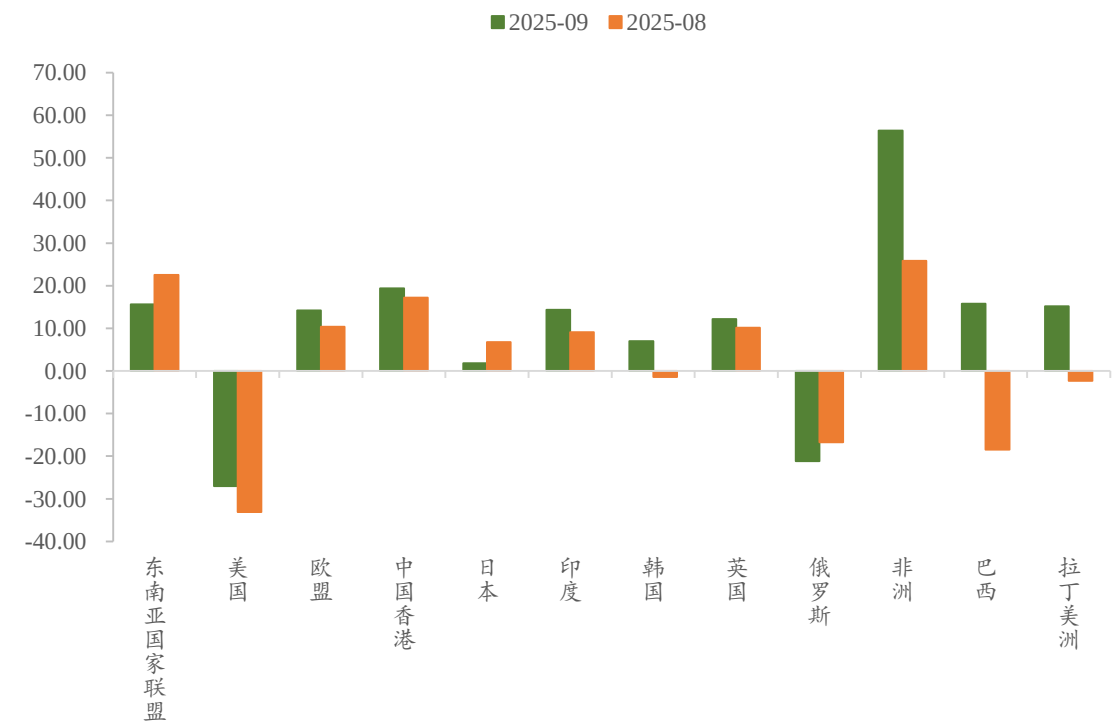


出口环比增速

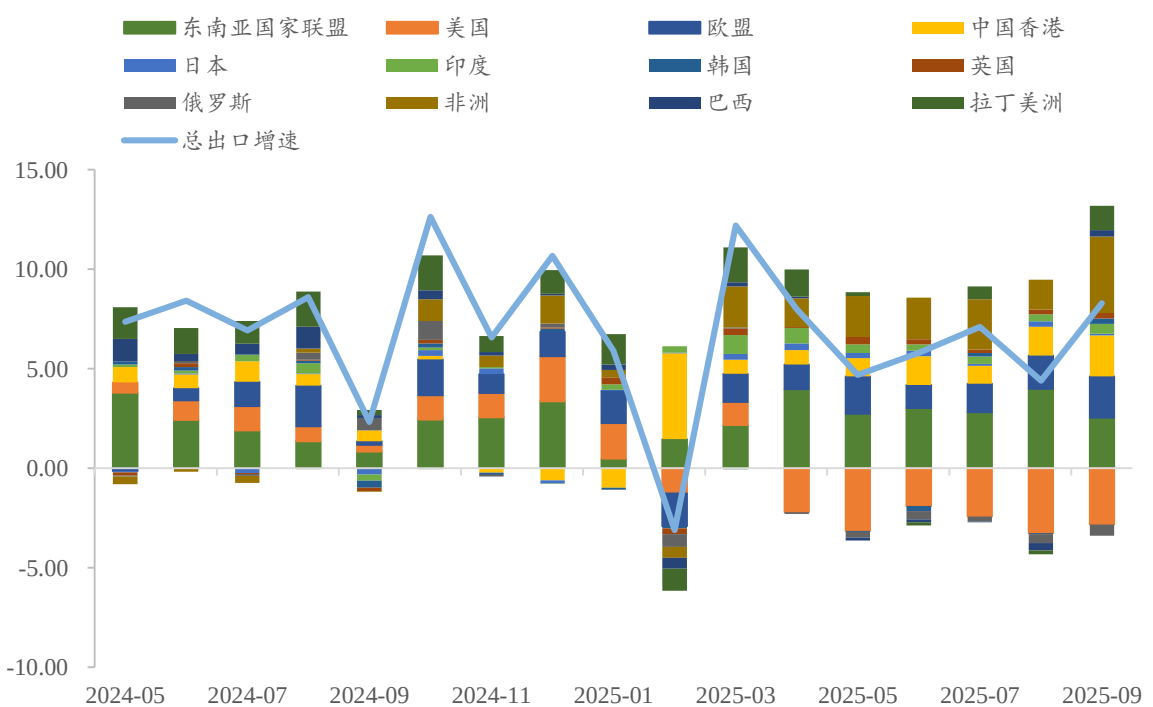


分国别和地区来看，对美出口增速依然在-27%左右的同比负增长；对欧盟、东盟、拉美、非洲增速却均在双位数增速，对非洲出口同比达56.4%。今年前9个月对东盟、非洲出口的累计同比分别为14.7%、28.3%，合并占比已为中国出口的23.4%。对非洲出口增长是目前出口的结构性亮点之一，背后存在非洲经济基础，东非处高增长阶段，世行预测坦桑尼亚、肯尼亚、乌干达、卢旺达等国2025年的GDP增速达4.5-7.0%；对越南出口同比是目前亮点之二，中国供应链是其工业部门的重要上游。

对各国家/地区出口同比

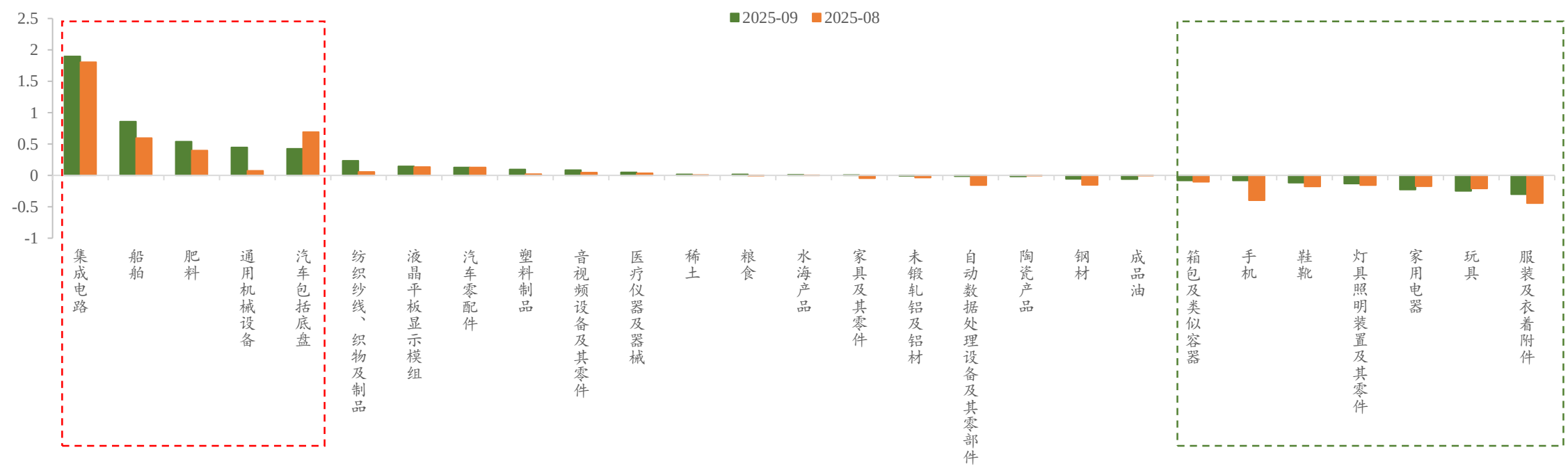


对各国/地区出口对总出口同比拉动



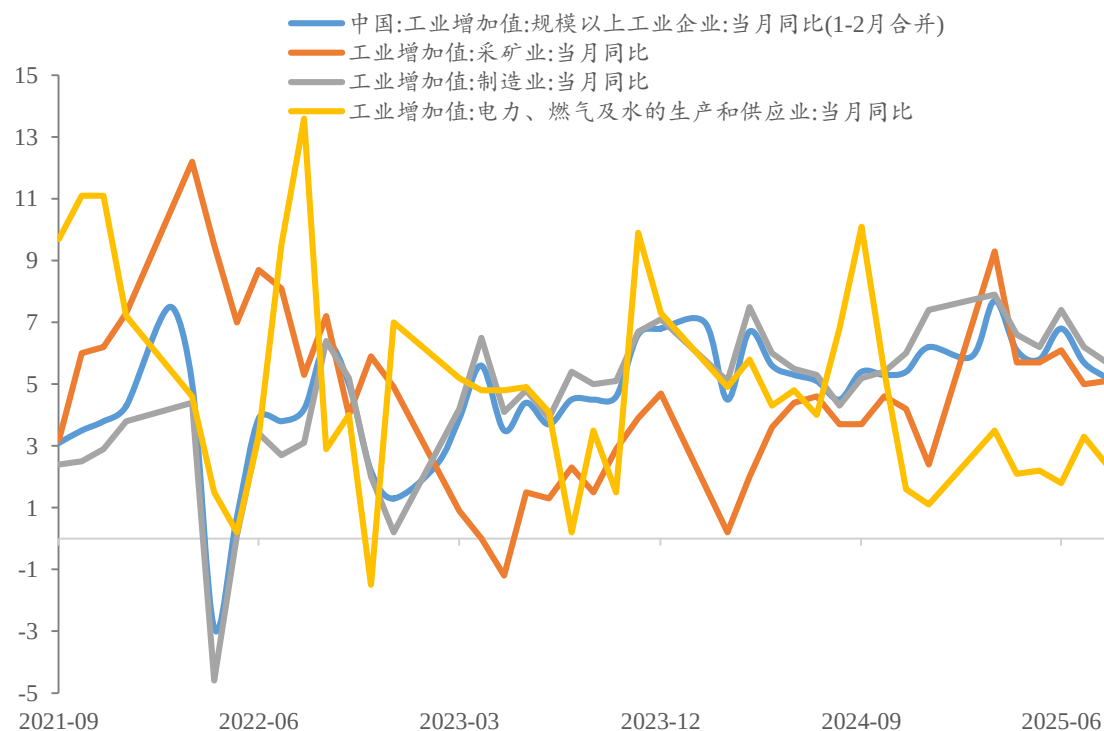
- 分产品来看，表现偏弱的领域包括：四大劳动密集型产品（纺织品、服装、箱包、玩具）合并出口同比-5.8%；电子产品（手机、自动数据处理设备）合并出口同比-1.0%；家电同比增长-9.7%。
- 保持高增速高贡献的主要为高端装备：通用机械设备同比增长24.9%、集成电路出口同比增长32.7%、汽车同比增长10.9%、船舶同比增长42.7%。

分行业出口同比对总出口增速拉动

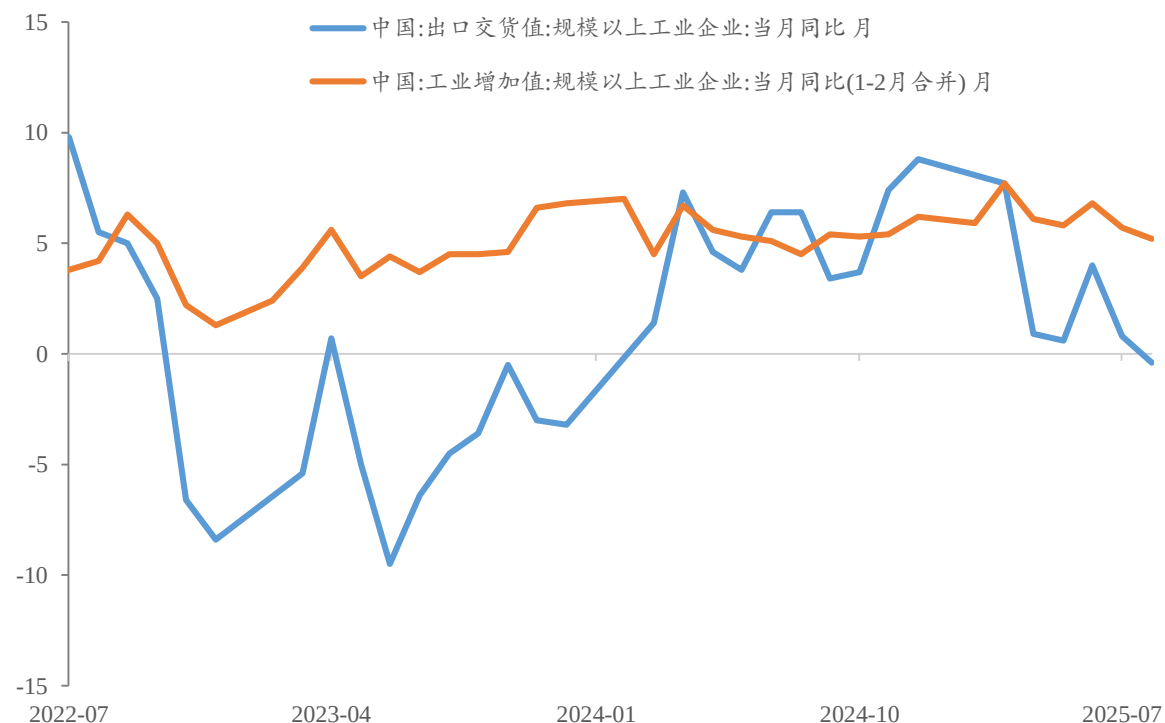


8月工业增加值同比5.2%，低于前值的5.7%。出口交货值同比增长-0.4%，属于年内首次负增长，或带动工业增加值增速下滑。

工业增加值、采矿业、制造业、电力热力生产产业增速（%）



工业部增加值和出口交货值增速（%）



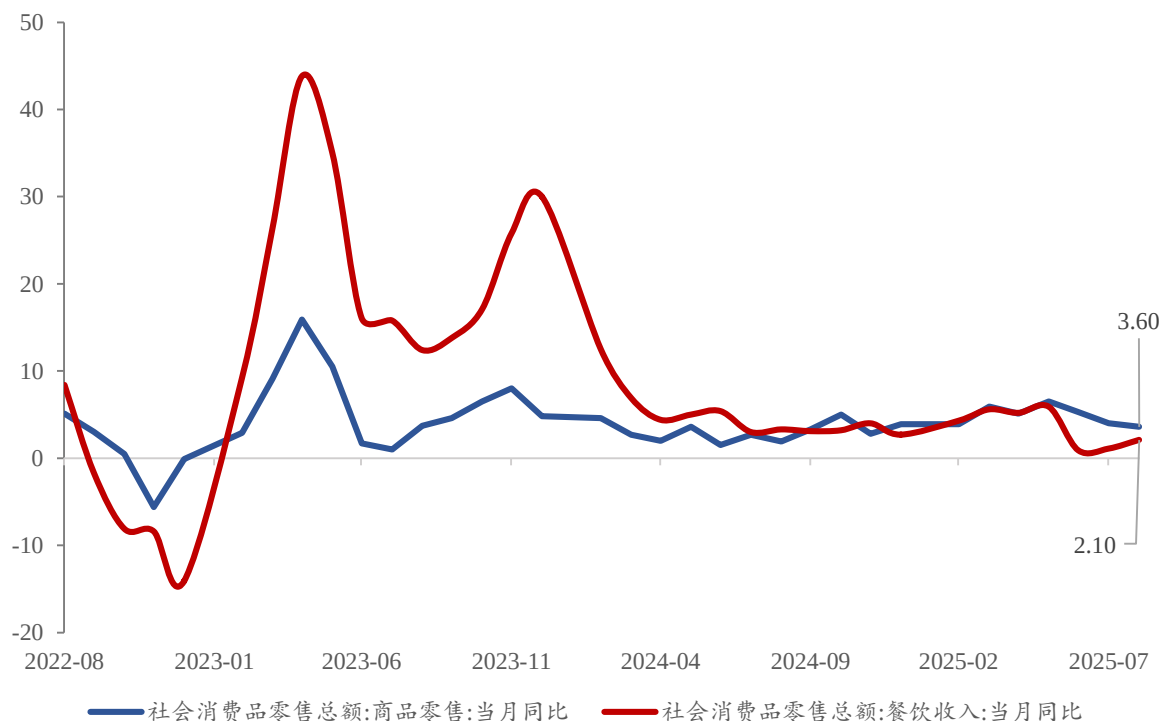
- 分行业来看，高技术产业增加值仍相对较高。制造业中还是铁路、船舶航空等运输设备、计算机通信、电气机械及器材制造、汽车等产业工业增加值增速绝对值比较高。边际变化上来看，食品、饮料、运输设备、金属制品、黑色金属等行业生产增速回落最多；有色金属、非金属矿物等行业生产增速回升最多。
- 从产品产量来看，新能源汽车、发电设备、太阳能电池、金属切削机床、工业机器人等产量增速依旧较高，产业趋势集中。

分行业规模以上工业增加值同比增速（%）

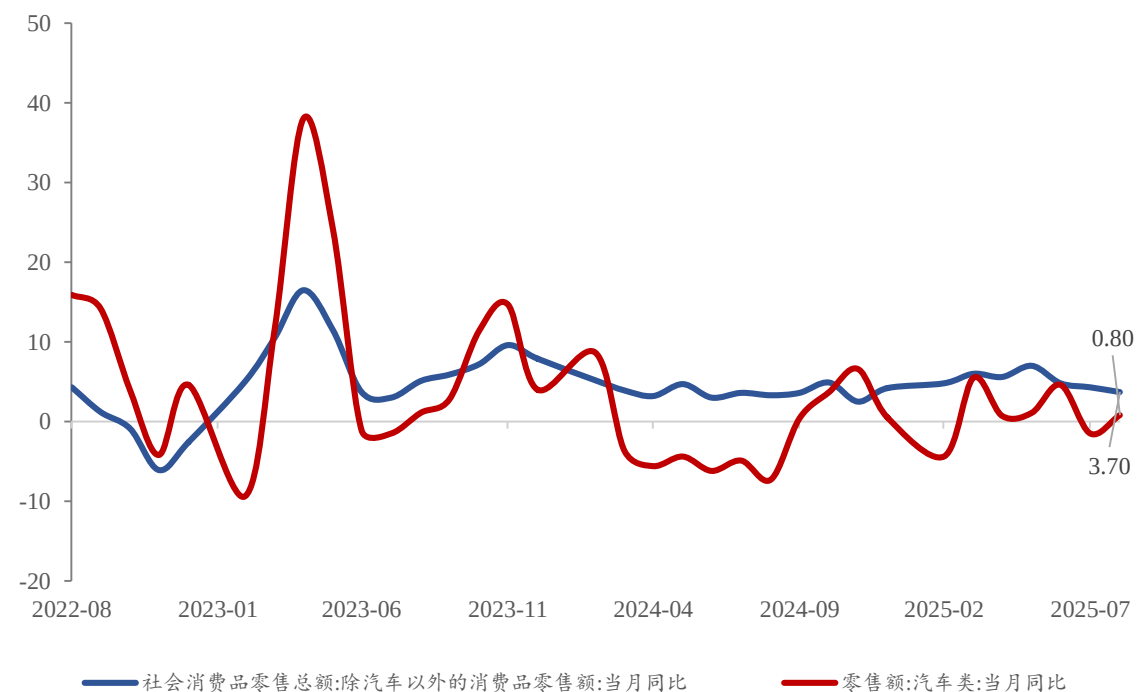


- 8月社零同比3.4%，较前值回落0.3%，低于市场预期的3.8%；8月社零季调环比0.17%，较前值小幅提升。
- 餐饮收入增速自6月低点以来，连续两个月改善。8月餐饮收入同比增速2.1%，较7月的1.1%继续回升。
- 汽车销售8月同比0.8%，较上个月同比-1.5%有所回升，对应反内卷影响后的价格趋势可能有所企稳。

餐饮收入与商品零售额同比增速（%）

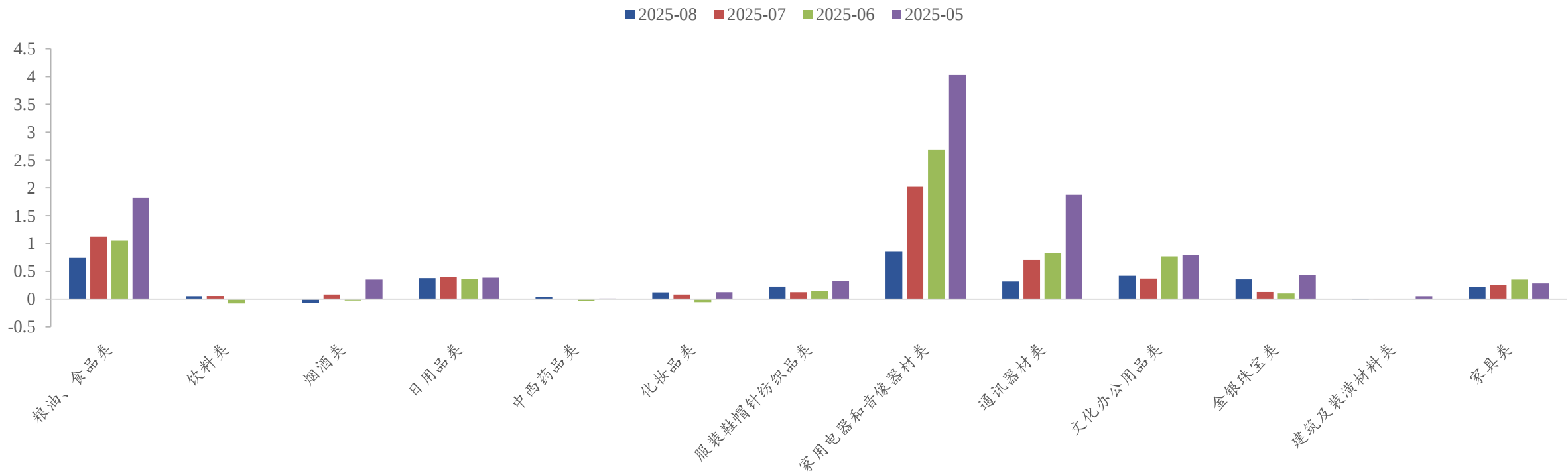


汽车类和除汽车外零售额同比增速（%）



商品消费方面。相对高增速的品类包括体育娱乐、金银珠宝、家电、家具等，背后或主要受到两新政策和二手房交易活跃度影响。边际变化来看，家电、通讯器材、家具消费增速回落幅度较大，指向以旧换新支持力度或有所减弱。金银珠宝、汽车等消费小幅回升。

分类型商品零售额同比对限额以上商品零售增速的拉动(%)

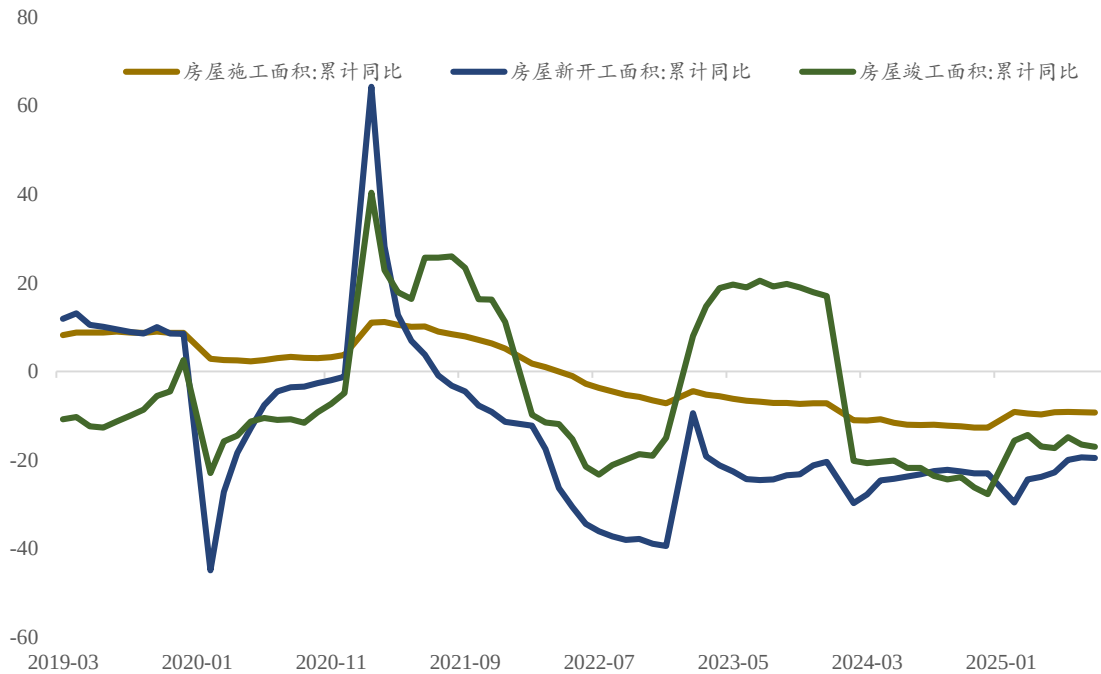


- 8月固定资产投资累计同比从前值的1.6%下降至0.5%。其中地产、制造业、基建有不同程度回落。地产投资同比-12.9%（前值-12%），地产跌幅扩大，整体量价继续下行；制造业投资同比5.1%（前值6.2%），制造业投资继续回落可能和设备更新支持降低、反内卷限产和出口预期回落有关；1-8月广义、狭义基建投资同比分别为5.4%、2.0%，分别较前值回落1.9、1.2%，和建筑业PMI偏低的情况可以互相印证，背后可能是财政发力节奏偏慢。其中水利投资受到基数影响增速下行较快；地方主导的道路、公共设施管理均明显偏弱，可能和化债背景下项目不足有关。
- 8月经济数据显示，消费、地方投资、地产均呈现回落，带动总量数据再放缓。新一轮接续性的内需刺激政策出台，主要集中在服务类消费、地产政策和增量财政政策领域，包括对居民个人消费贷款、服务业经营主体贷款进行贴息，预计将对消费逐步产生积极支撑；此外增量政策性金融工具的落地也很关键，三四季度需要扩大有效投资。

主要行业投资同比增速（%）

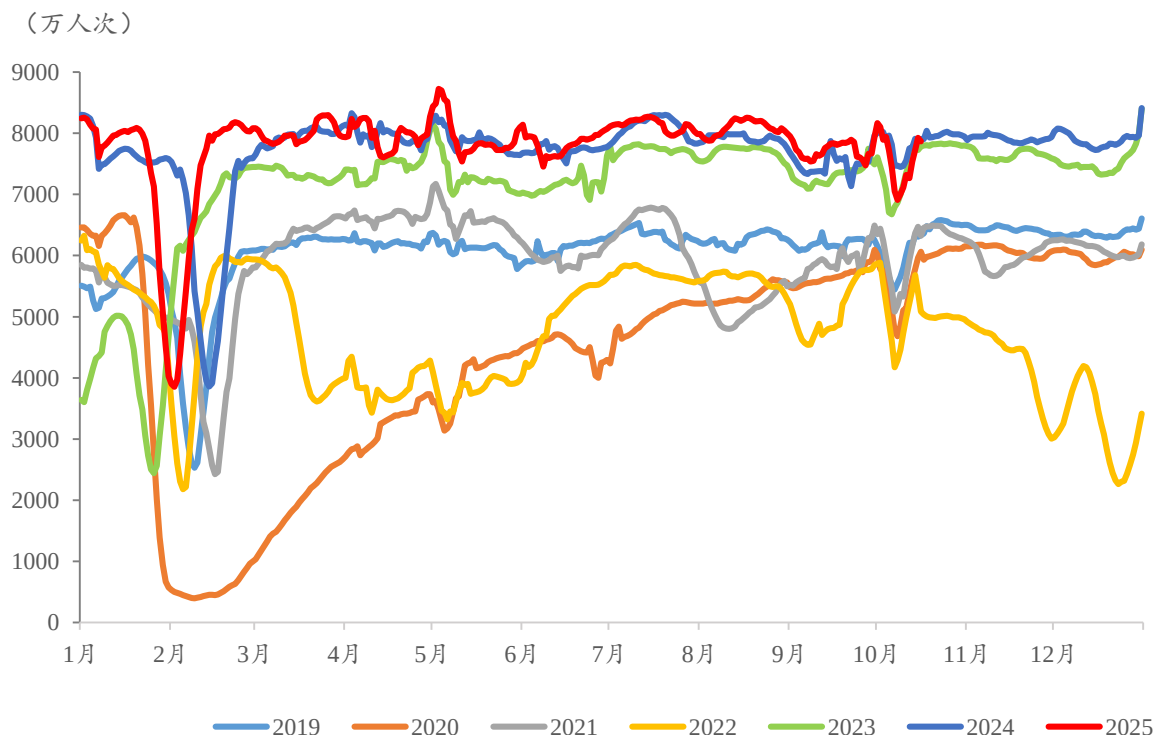


房地产开工、竣工同比增速（%）

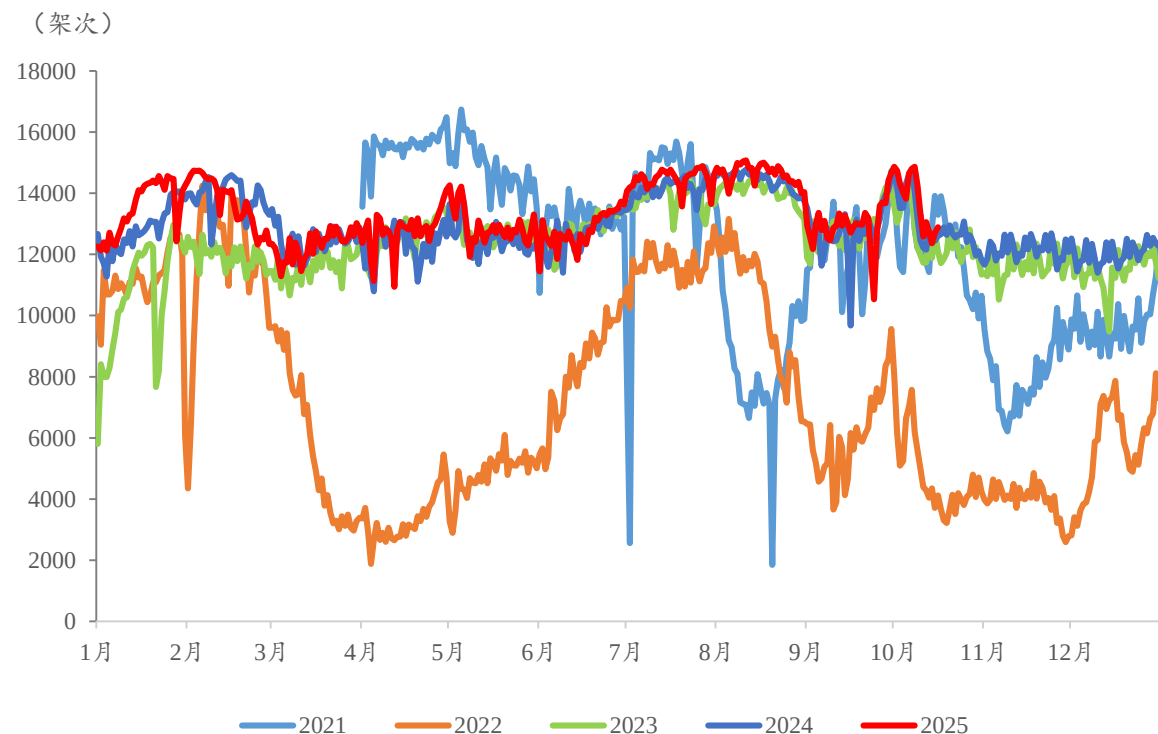


- 地铁客运和执行航班数据为居民生活半径和出行指标，与消费和服务业活动存在关联，目前地铁客运同比增速维持正增长，航班数环比小幅回落，反映暑期出行需求退坡，不过同比仍保持正增长。
- 截至目前，10月主要城市地铁客运量日均环比增速-4.38%，同比增速-3.36%，当前绝对值处在历史高位，国庆节后地铁出行季节性下降。
- 截至目前，10月国内执行航班数日均12888架次，环比增速5.87%，同比增速2.82%，较上月同比回升，当前绝对值处在历史高位，国庆期间飞机出行同比回升。

主要城市地铁客运量（7日移动平均）

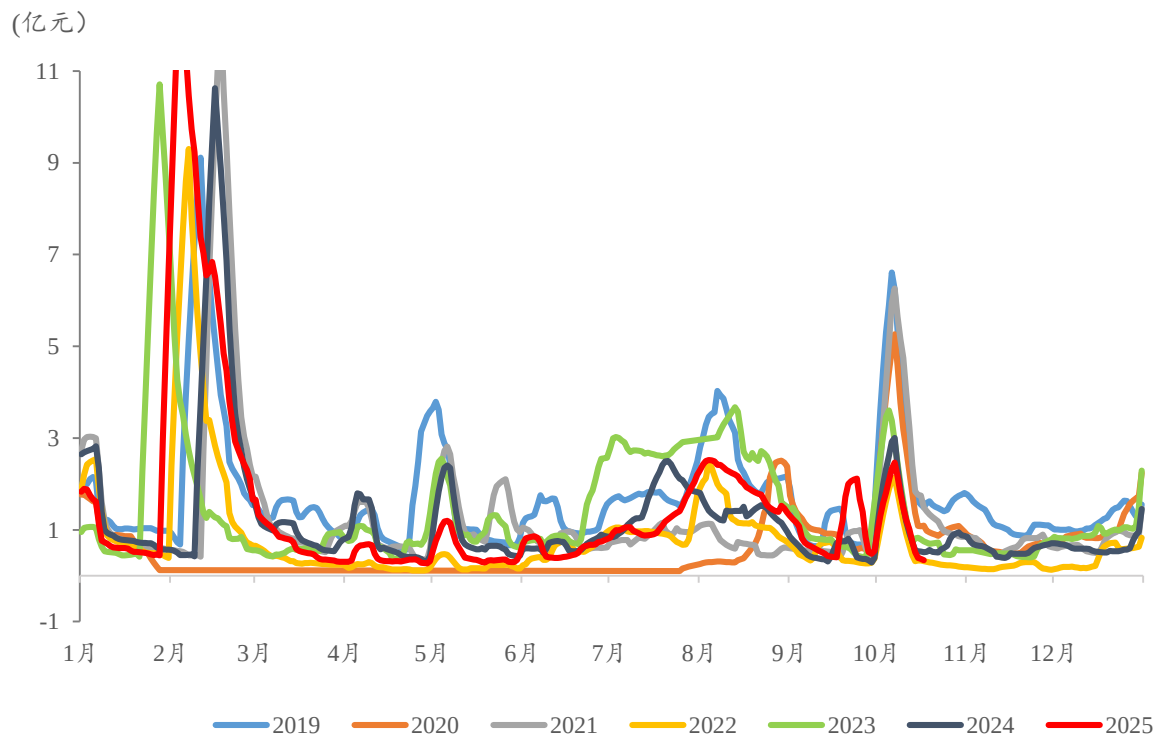


国内执行航班数

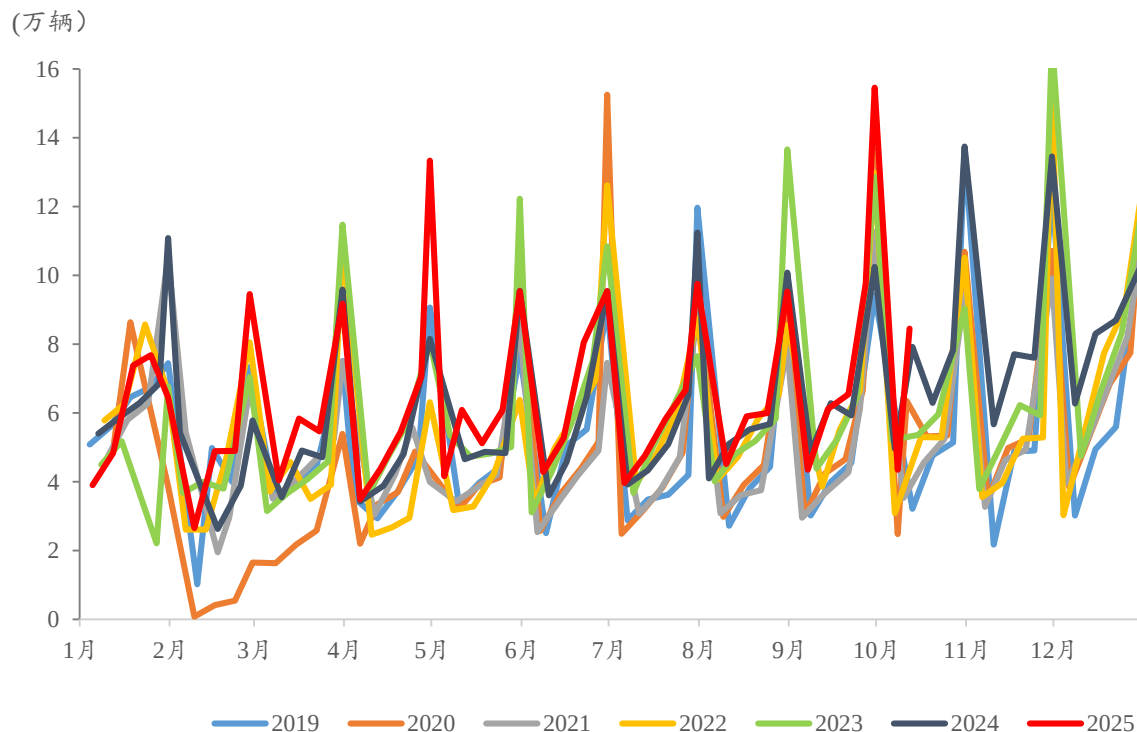


- 截至目前，10月电影票房均值12581万元，季节性降低，环比增速41.82%，同比去年同期增速-17.41%，同比增速回落主因或是部分影片在国庆前上映，分流了十一期间票房。
- 截至目前，10月乘用车销量均值6.4万辆，环比增速-24.91%，同比去年同期增速-0.66%，同比增速比较大幅回落。

全国电影票房（7日移动平均）

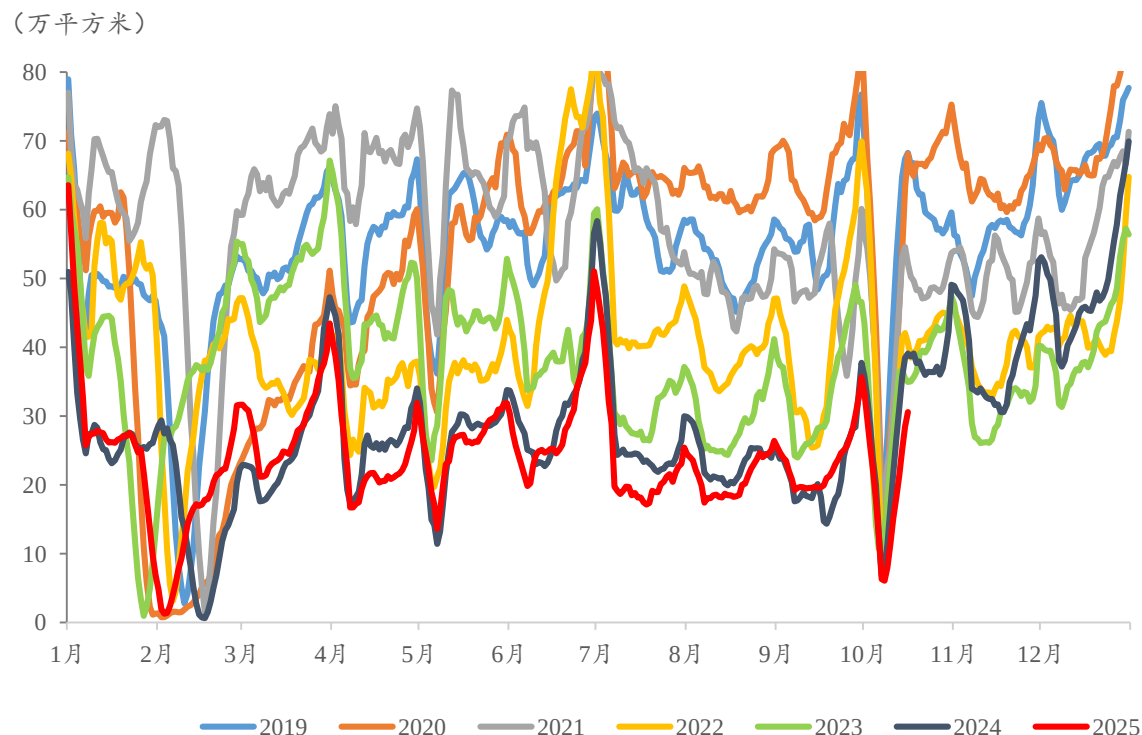


乘用车销量：厂家零售



- 目前来看10月新房成交同比回落幅度有所加大，一线二手房销售量同比回落。
- 10月30大中商品房成交面积日均值17.88万平方米，环比增速-27.07%，同比去年同期增速-23.71%，同环比增速均下滑，整体新房销售增速绝对值处于季节性低位。
- 10月北京二手房销售面积日均2.44万平方，环比增速-52.58%，同比去年同期增速-31.93%，同环比增速出现下滑。后续关注进一步巩固房地产市场稳定的增量政策。

30大中城市商品房成交面积（7日移动平均）

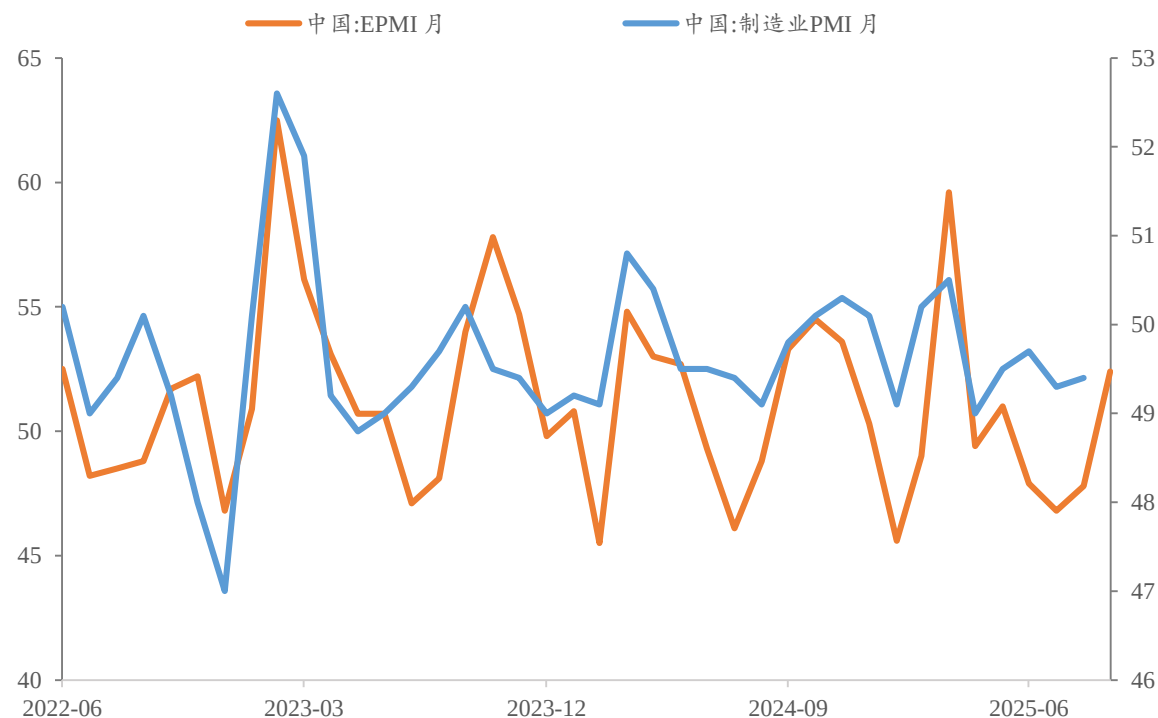


北京二手房成交面积（7日移动平均）

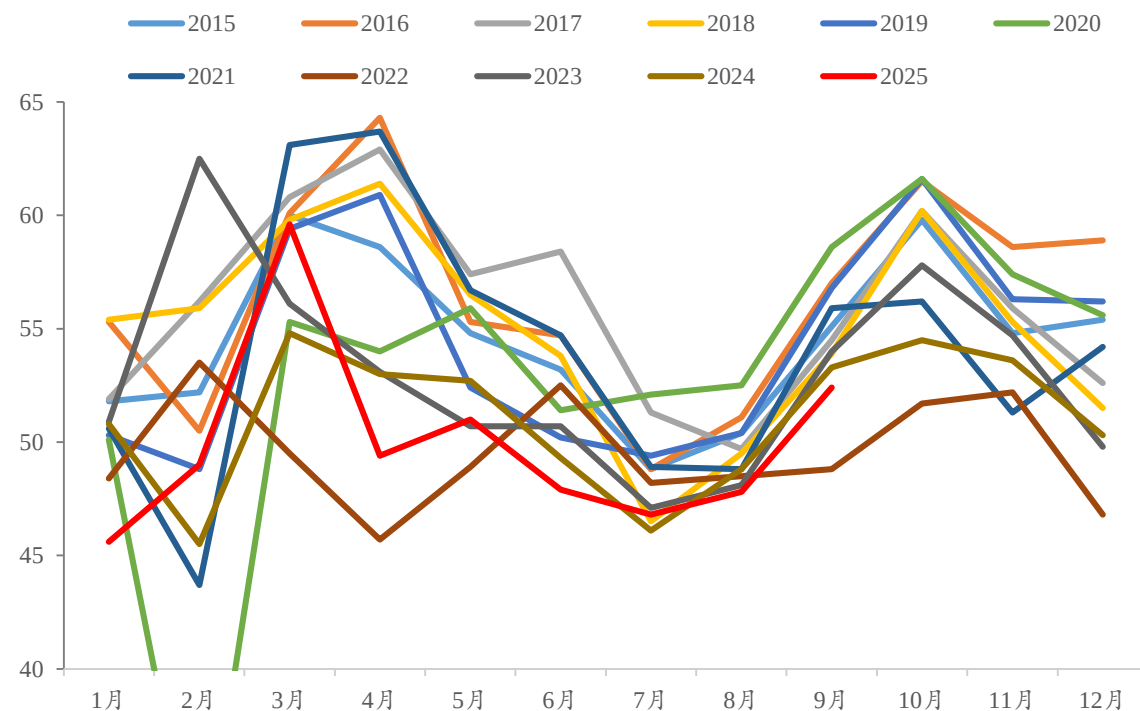


■ 9月EPMI环比上行4.6%至52.4。9月EPMI季节性上行，环比上行幅度大致持平于季节性均值。从分项指标看，供需指标均有不同程度改善。生产量、产品订货、出口订货环比分别上行7.8%、6.5%、6.8%，生产好于需求。三季度以来经济出现一定的放缓迹象，8月起新一轮扩内需政策落地，个人消费贷款贴息、北上深房地产政策等接续落地。9月EPMI数据来看，旺季的环比季节性回升仍在，且整体环比持平季节性，但是同比来看可能与7-8月相距不大。意味着9月制造业PMI也有概率季节性环比上行。

PMI&EPMI 边际回落

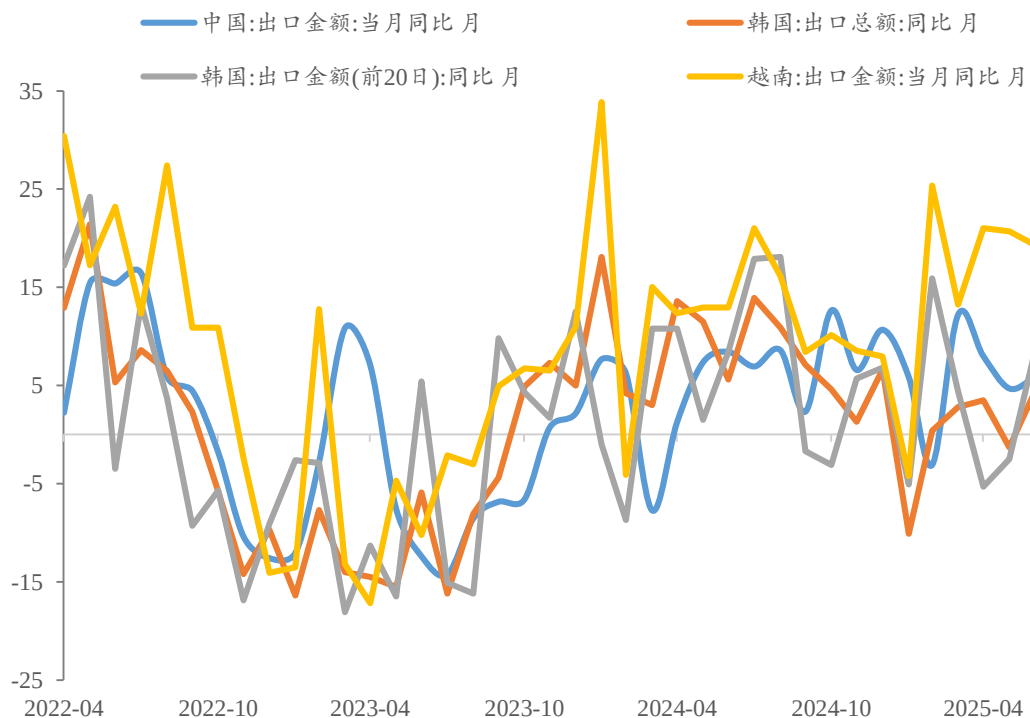


EPMI 季节性

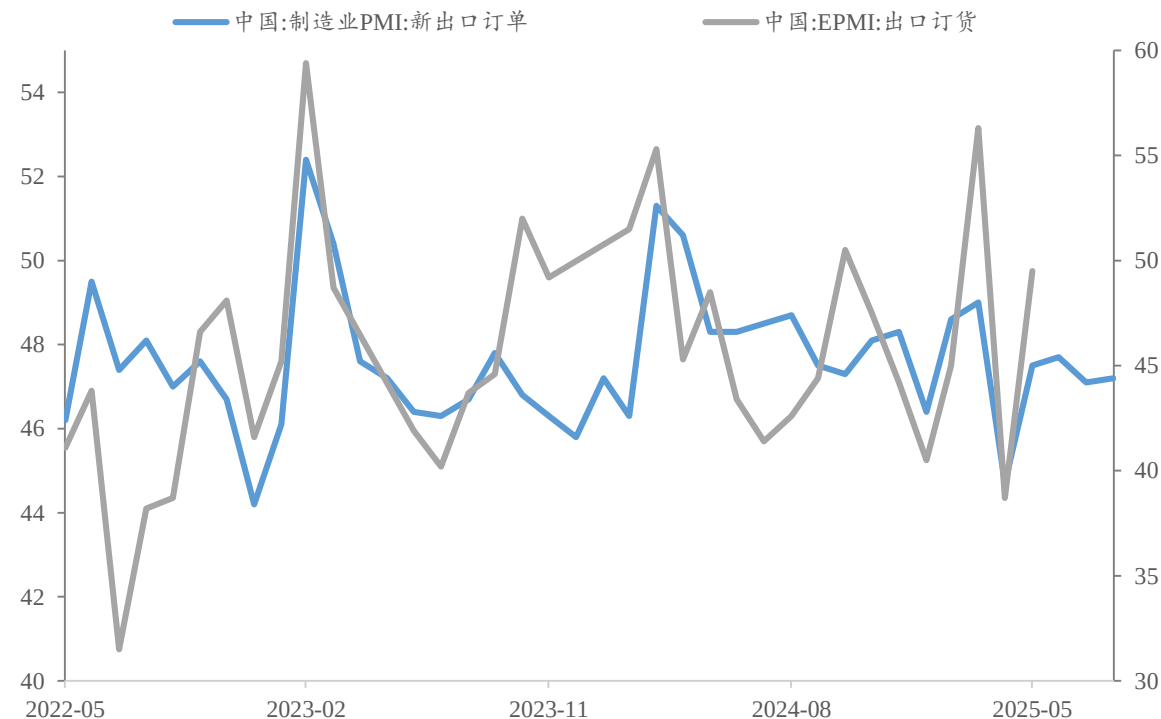


- 9月韩国前20日出口同比13.5%，较上月7.6%回升。
- 9月韩国出口同比12.7%，较上月1.3%回升。
- 9月越南出口同比25.32%，较上个月的15.42%回升。
- 9月周边国家出口同比均回升，结合9月PMI出口订单分项回升，预计出口同比有望上行。

韩国前20日、韩国、越南出口同比

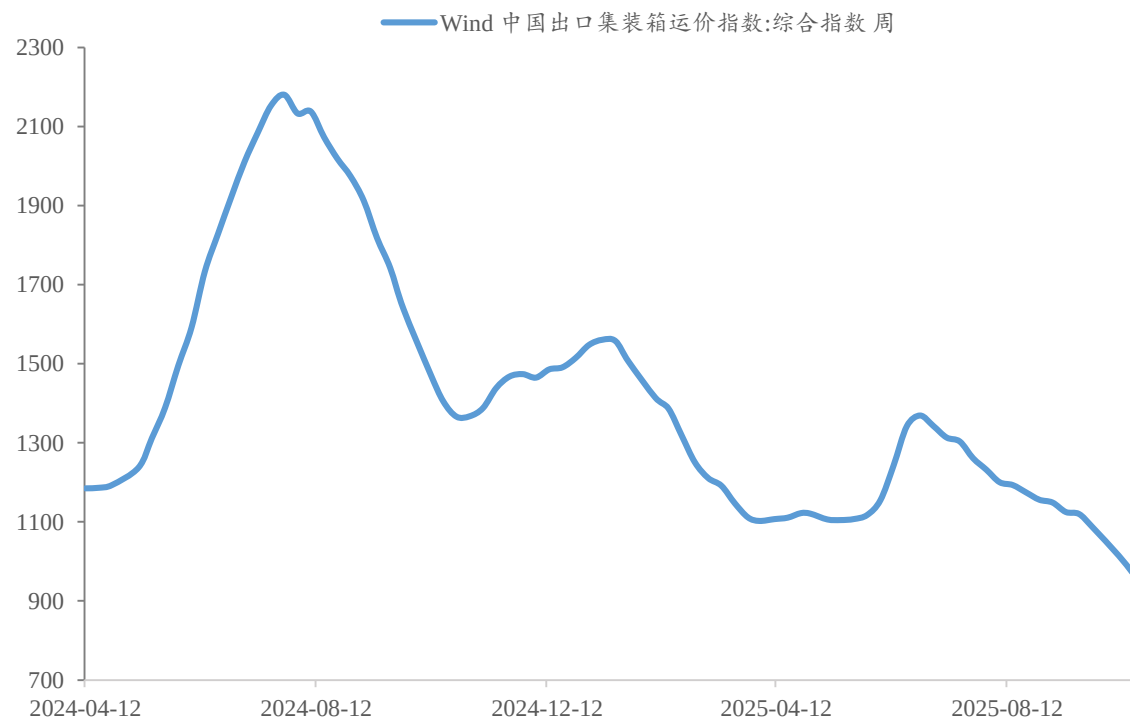


PMI、EPMI 出口订单指数

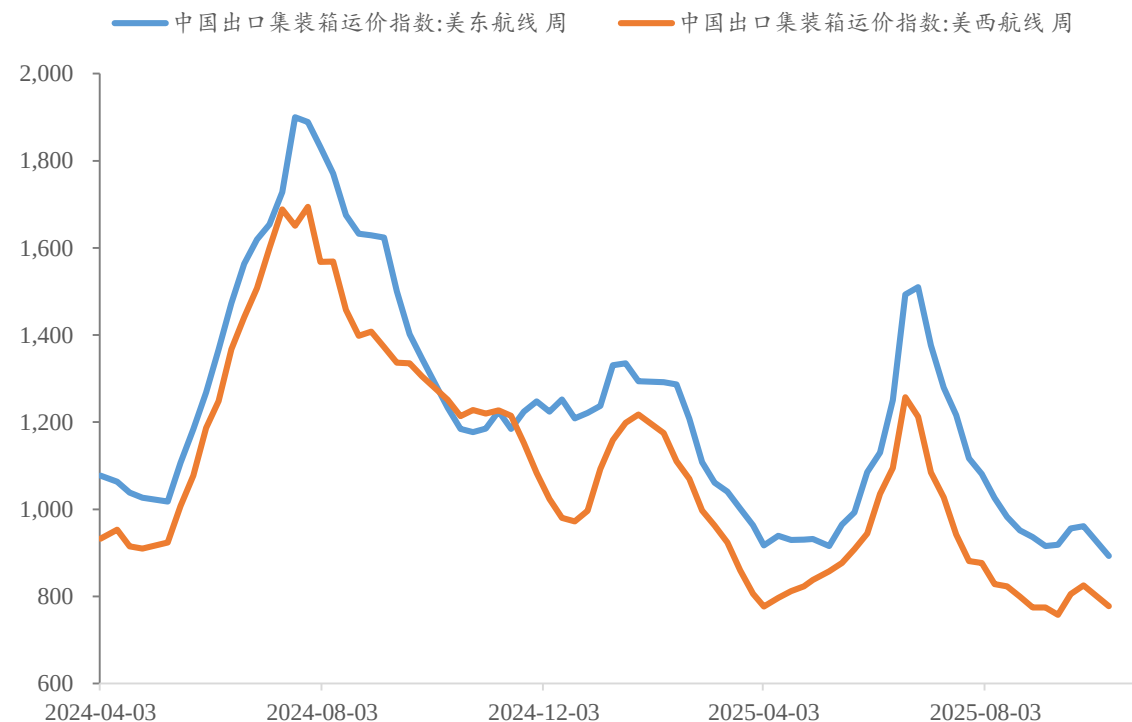


- 10月出口集装箱运价指数环比-11.3%，进入10月运价整体降幅扩大。
- 10月美西和美东航线集装箱运价指数均值环比-4.77%、-1.62%，整体运价维持负增但降幅明显收窄。

中国出口集装箱运价指数

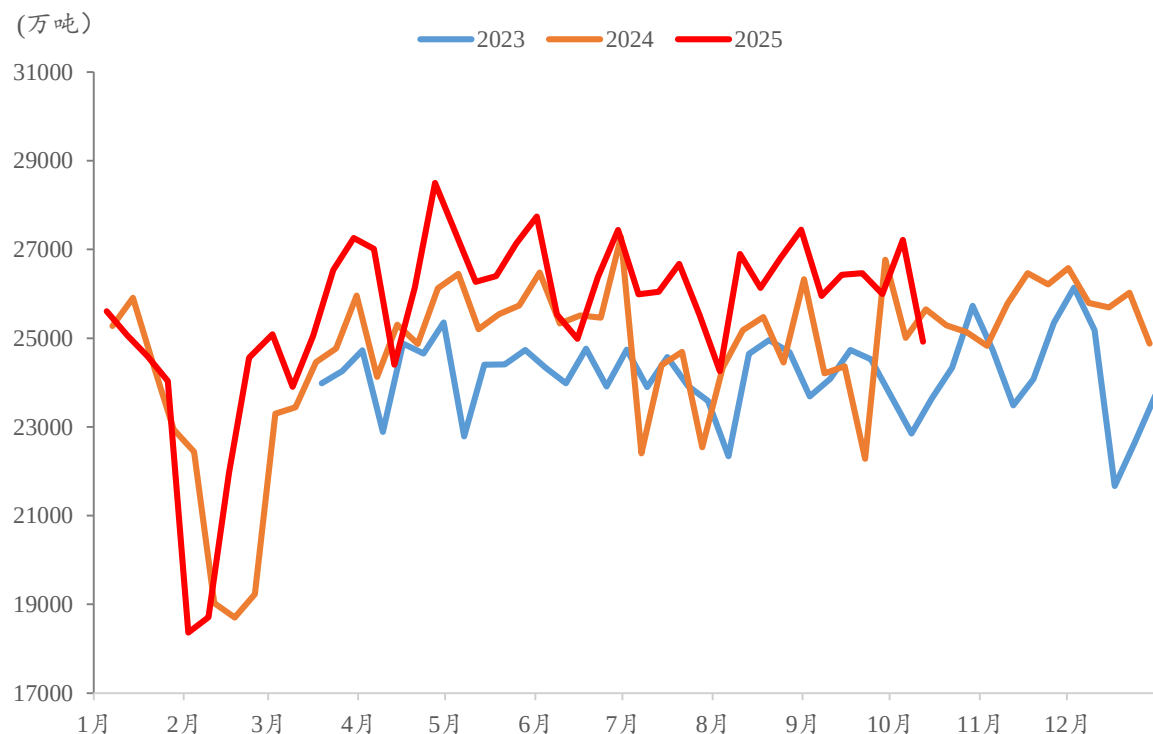


美西航线&美东航线集装箱运价指数

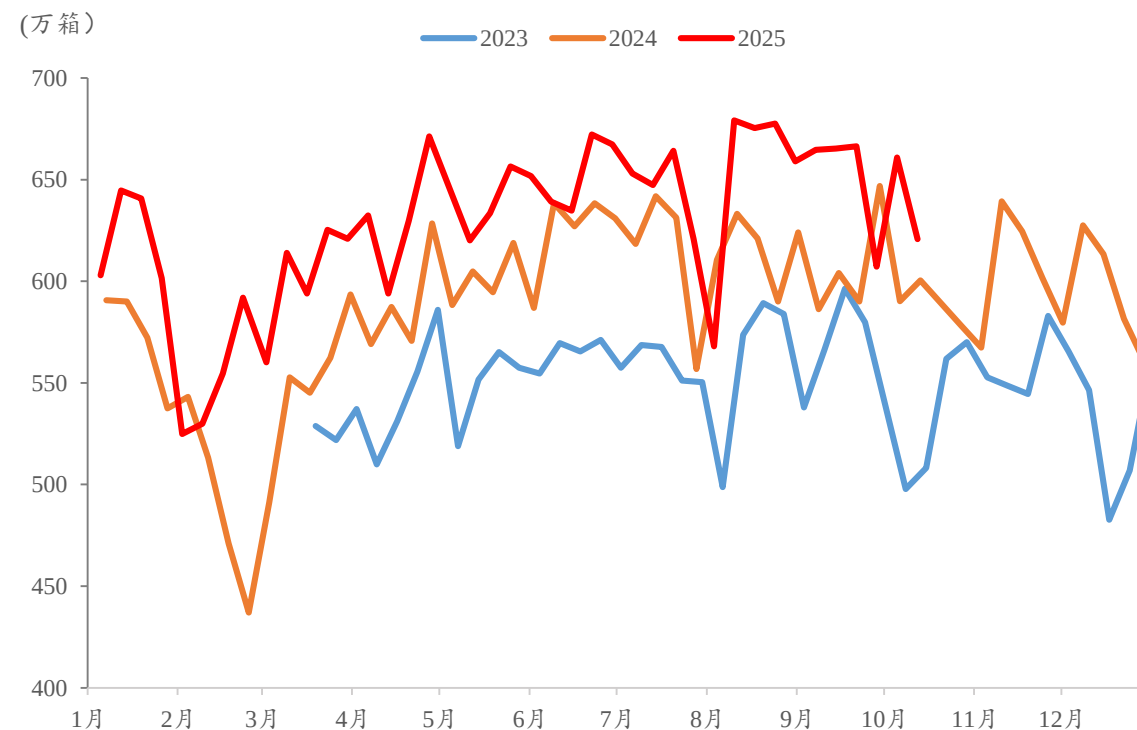


- 从港口吞吐量来看，10月同比回升。
- 10月货物吞吐量周度均值为260687万吨，同比增长3.16%，较9月增速5.73%回落。
- 10月集装箱吞吐量周度均值640万箱，同比增长8.69%，较9月增速6.651%回升。

中国港口货物吞吐量（万吨）

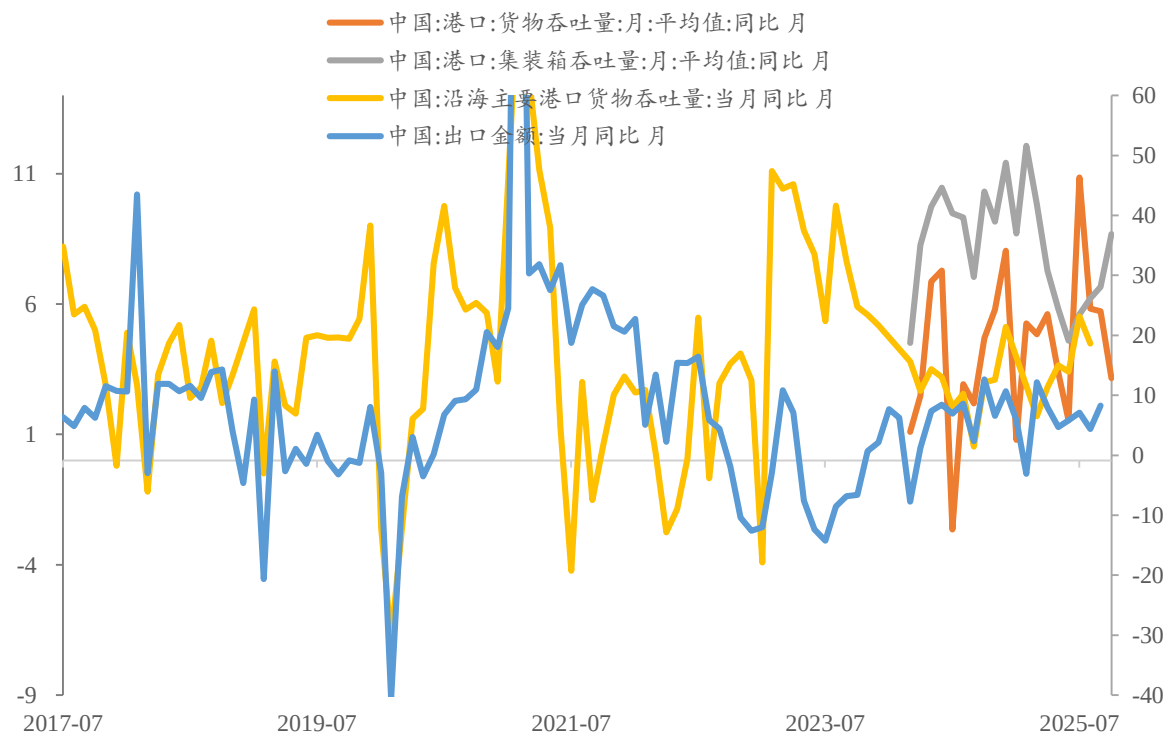


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

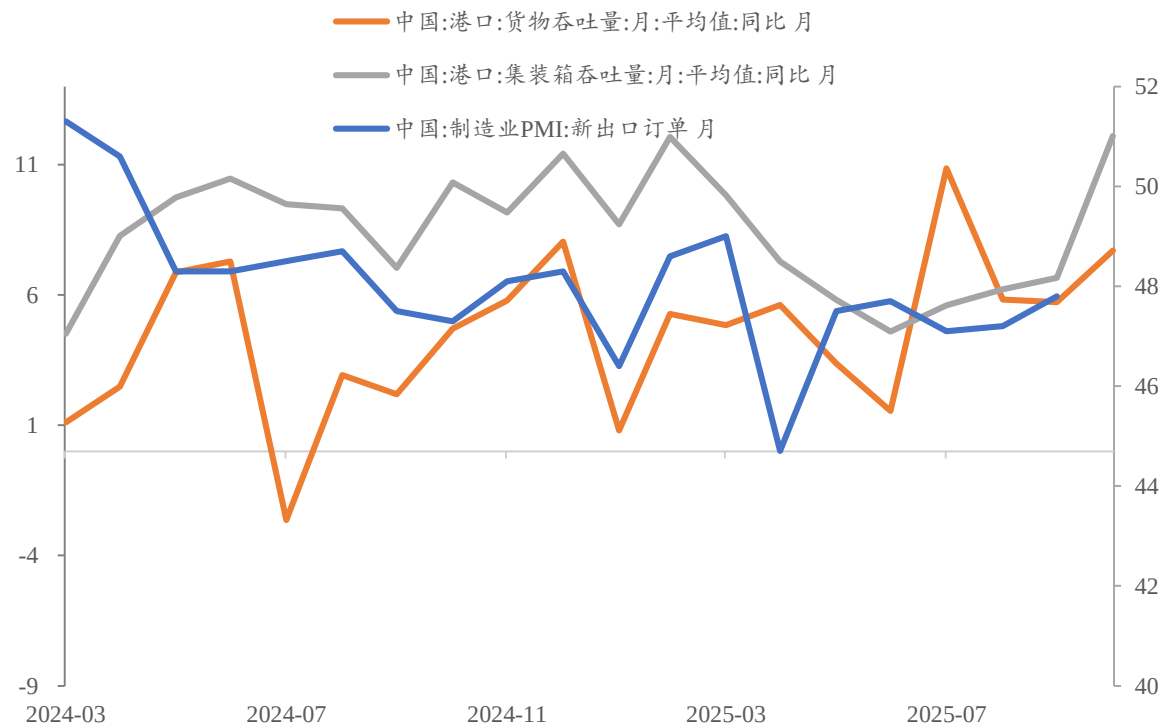


- 长周期来看，沿海主要港口货3.16%、8.69%，从港口货运同比看目前出口增速维持正增长，中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期3个月，预计三季度出口增速失速风险较低，9月预计出口增速维持韧性。
- 展望四季度，一方面高基数效应下对欧美地区增速或有回落，对东盟和非洲等经济体出口韧性较为关键，另一方面，中美关税也存在变数，10月开始新一轮关税谈判和博弈开启。总体而言我国出口增速仍有韧性，不过在需求前置和高基数效应下同比或有回落。

中国沿海货物吞吐量当月同比与出口同比具有一定同步性



港口货物吞吐量与集装箱吞吐量月均同比



3



政策面跟踪

- **2025年开启至今。**本轮贸易战与关税博弈自2025年2月揭开序幕，本轮从2月开始加征关税以来加征幅度、涉及商品广度、推进速度都显著超出上一轮。
- **针对所有进口品统一上调关税，且幅度显著超预期。**不同于上一轮，2025年贸易政策不再针对部分重点商品加征关税，而是针对所有对华进口商品加征，幅度和速度也远超上一轮，公布“对等关税”后，美对华有效关税水平=10.7%（2024年）+10%（2月新加）+10%（3月新加）+34%（互惠对等新加）=64.7%。与美国估算的所谓中国对美税率约为67%。而所谓贸易伙伴对美国的“对等关税”，大致等于美国对该国贸易逆差/美国从该国进口额*1/2，也可以理解为某国对美国出口商品“利润率”的一半，即美国通过加征关税收取贸易伙伴利润的一半。



- **关税博弈再升级。**4月8日-9日贸易冲突再度出现波澜，美国继续对华加征50%关税，中国也迅速对美商品加征对等关税反制。当前关税政策面临多重不确定性，不排除美方反复改变立场，全球资产波动性加剧。本轮贸易冲突短期应无法结束，面对如此激进的关税政策，各国或将进入谈判进程，接下来或上演多轮磋商、公告和反制。
- **日内瓦联合声明。**5月12日，美国修改4月2日对中国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，仅保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税，取消4月8日和4月9日对这些商品的加征关税，中国相应修改对美关税。考虑到4月以前加征的关税，美对华加征关税仍有30%，因此目前对华综合税率在40%左右，此外还有24%暂缓90天执行。
- **特朗普关税遭遇国内阻力。**5月29日，美国国际贸易法院裁决特朗普总统的对等关税超出了其职权范围。特朗普用来为关税辩护的《国际紧急经济权力法案》（IEEPA），实际上并未赋予总统单方面实施这些广泛关税的权力。该裁决适用于一系列走私关税以及特朗普4月对多个国家实施的“对等”关税。不过**裁决实施结果具有较大不确定性**，特朗普政府也可通过向最高法院上诉、申请暂缓执行、援引其他法案（包含贸易法122条款、301调查等名目）对贸易伙伴国继续加征关税。

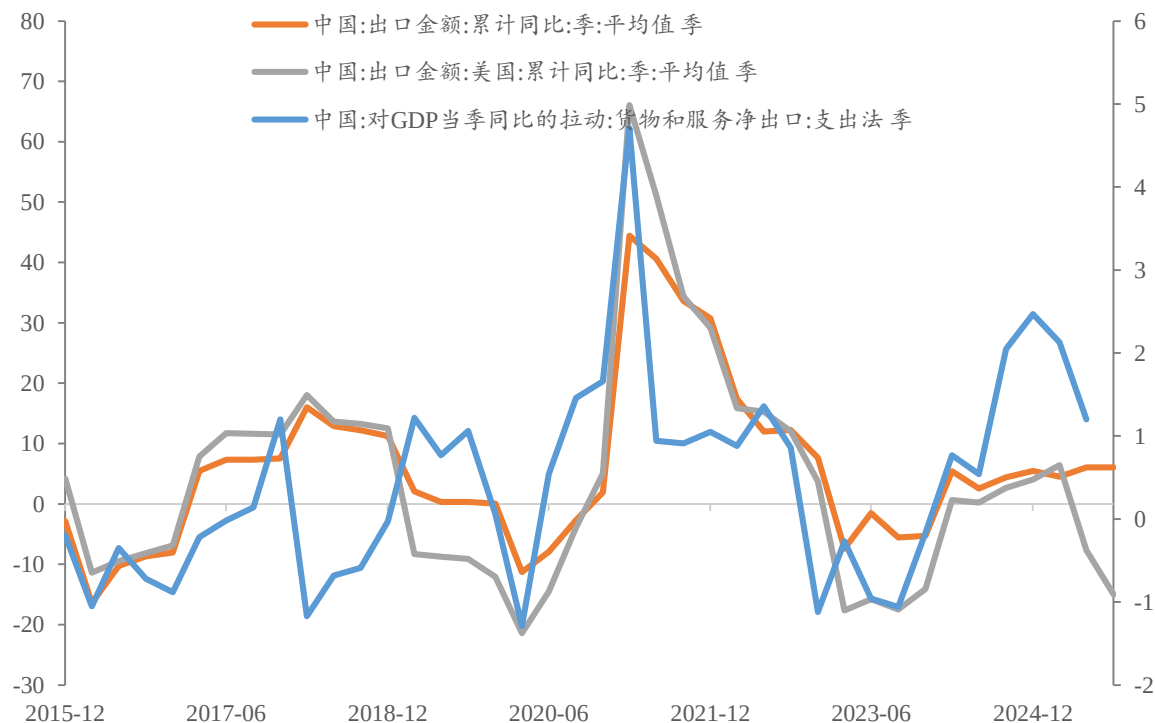


- **中美对关键领域进行互相限制。**7月美国扩大对华半导体技术出口限制，中国加速“双循环”战略，10月9日，中国商务部宣布对稀土、锂电池等关键材料实施出口管制。
- **美国第四轮威胁加关税。**美国宣布自11月1日起对华所有商品加征100%关税，中国同步对美船舶加收特别港务费（10月14日生效）这一轮国内资本市场对此定价比较克制，整体呈现观望的态度，一方面是关税实操上也有一定障碍，目前美国政府仍在摇摆状态，两党博弈前景不明，后续也需要关注美国商务部等能否落实关税，因此“TACO”交易主导周一的市场，两一方面是很短时间内中美可能就会进行谈判，结果有可能出现反复，时间线上，中国10月20日至23日将召开四中全会，美方特朗普有可能在10月26日至28日出席东盟峰会，而10月31日APEC峰会就将召开。因此中美谈判的时间窗口非常短，很快就要有实质性推进，不能轻言影响结束。

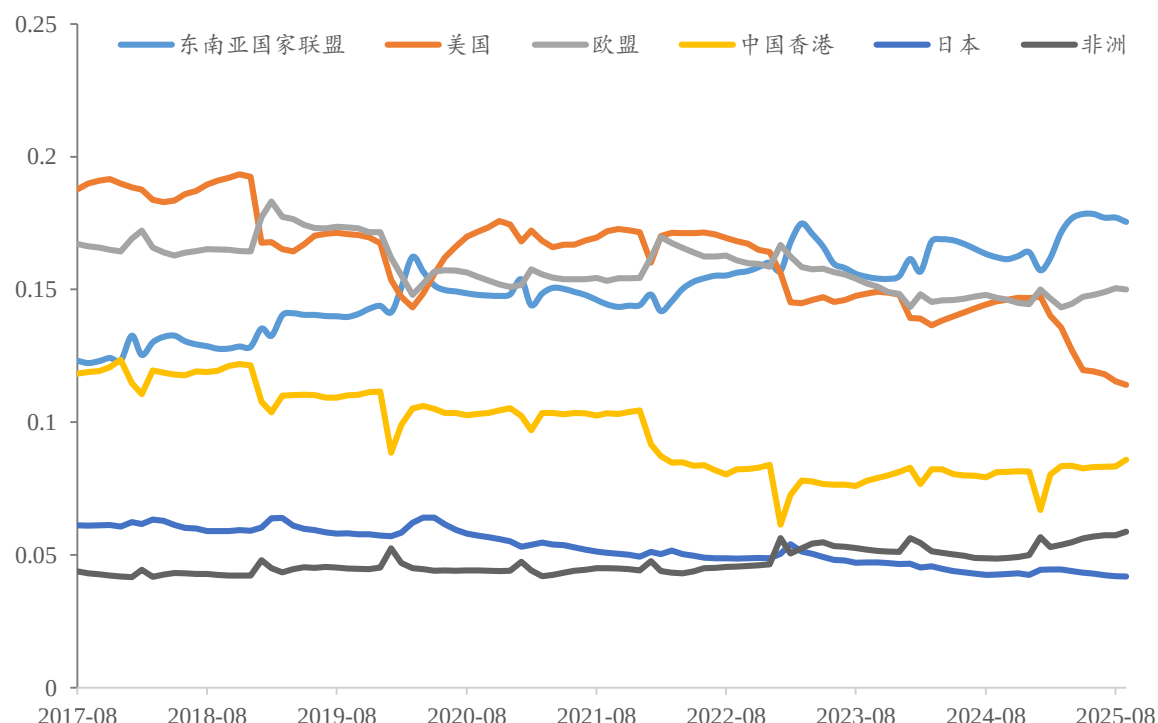


- 理论上外需下行可能拖累中国出口增速，进一步出口下滑或将对我国全年GDP形成负面影响。不过今年我国出口的增速强于预期，整体而言韧性较强，对美出口占比持续回落，对东南亚、欧盟、非洲等地出口占比持续抬升，具有竞争力的中国商品带动了整体出口增速。
- 10月开始关税政策出现新进展，外贸挑战仍有加码的可能性。外需风险持续存在的状况下稳定内需重要继续增强，尤其在当前出口仍有韧性的时期，是推动扩内需政策的窗口期。

中国对美出口增速、中国整体出口增速、净出口对GDP拉动 (%)

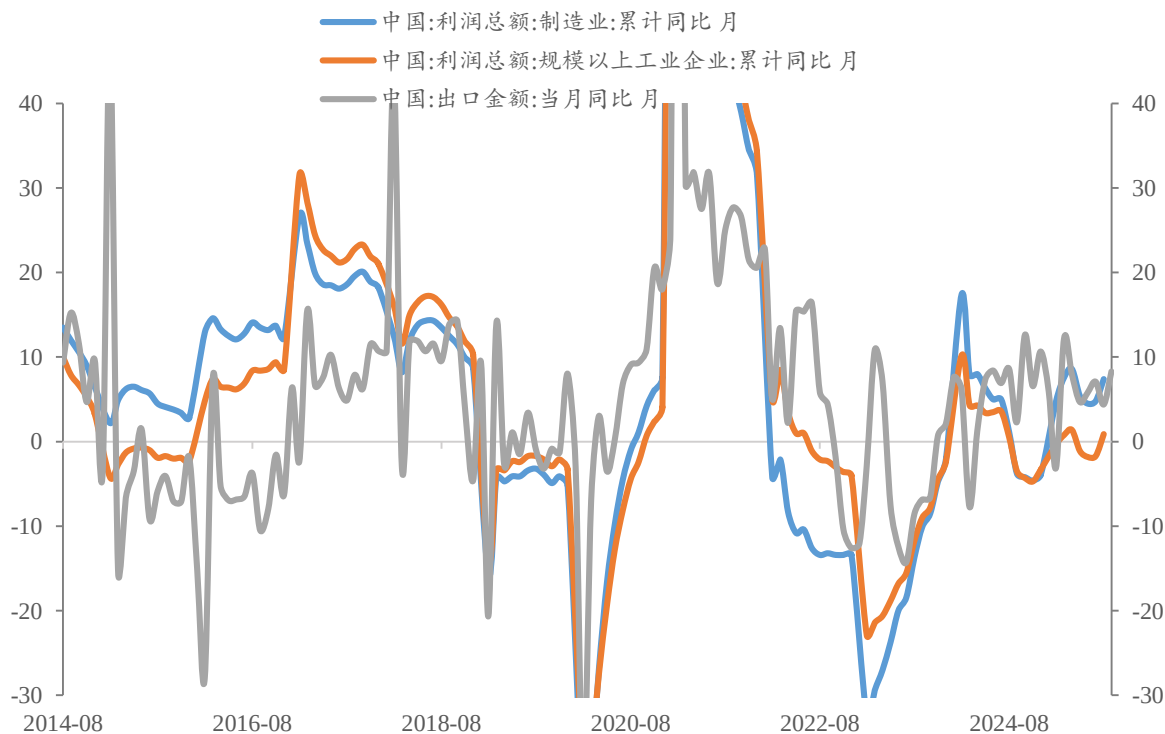


主要出口国占我国出口份额

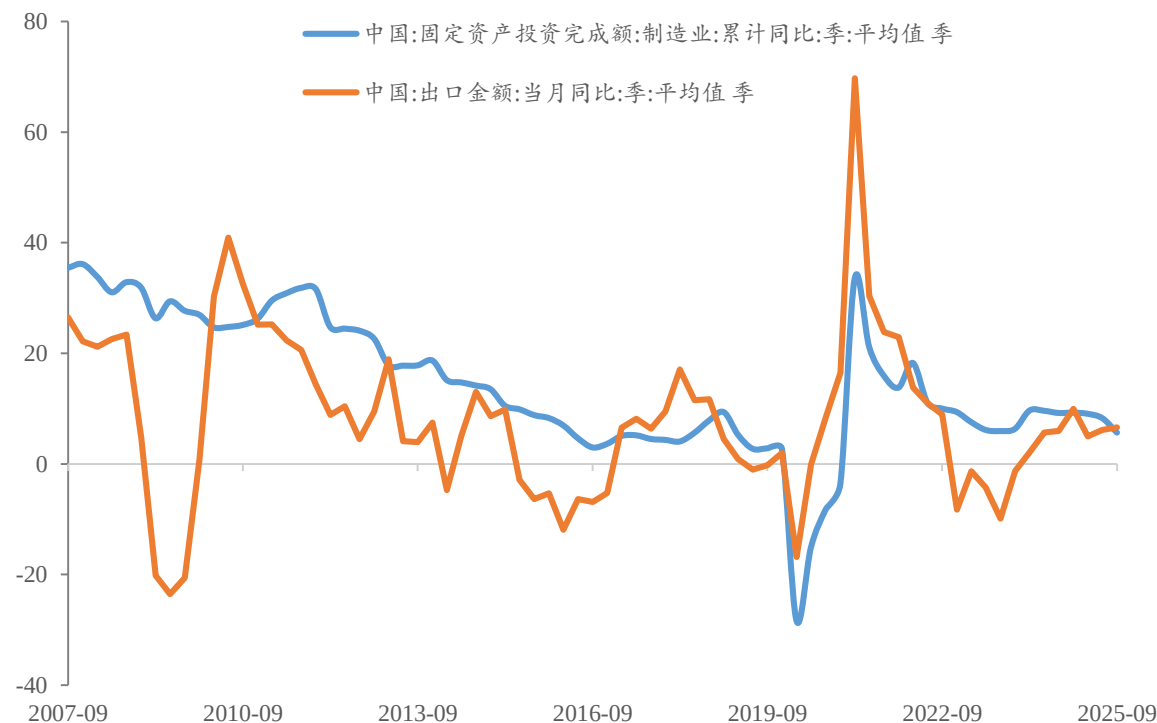


- 除此以外，出口增速主要与中游制造业利润、投资增速关联度较高，目前出口韧性较强，对此没有形成明显拖累，不过如果后续有下行压力，应会逐步传导至制造业投资和相关工业生产数据中。
- 国内扩内需政策有几条主线：一是促进通胀中枢以抬升企业利润刺激微观活力，二是消费和投资端发力扩大有效需求。

出口与中游制造业、相关工业企业利润



出口领先制造业投资约3季度



召开时间	2025年9月23日		相关解读
主要内容	三季度货币政策委员会例会		
经济形势	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱， 贸易壁垒增多 ，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济运行稳中有进，社会信心持续提振，高质量发展取得新成效， <u>但仍面临国内需求不足、物价低位运行等困难和挑战</u> 。		1、政策基调，货币政策重点在“落实落细”，并持续营造适宜的金融环境。增量政策视经济运行情况出台 2、稳固信贷支持力度。二季度报告为“稳固信贷支持力度”，但是三季度委员会提及“加大信贷投放力度”，总量投放重要性有所回升。 3、提及“防范资金空转”、“关注长期收益率变化”。或维持资金不溢不缺，债市利率出现超调或政府债供给压力增大阶段，央行可能重启国债买卖工具。 4、服务实体经济方面重点为“科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸”、“两重两新项目融资”和巩固房地产市场稳定态势。
工作基调	落实落细 适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，促进 <u>经济稳定增长和物价处于合理水平</u>		
货币政策定调	加强货币政策调控， 提高前瞻性、针对性、有效性 ，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况， 把握好政策实施的力度和节奏，抓好各项货币政策措施执行 ，充分释放政策效应。		
存贷款利率	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。		
流动性	保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配…… 从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化 。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率， 防范资金空转 。		
结构性工具	有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加力支持 科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸 等，做好“ 两重 ”“ 两新 ”等 重点领域的融资支持 。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。		
支持实体经济	引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，增强银行资本实力，共同维护金融市场的稳定发展。		
外汇	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。		
房地产	着力推动已出台金融政策措施落地见效， 加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势 ，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。		

会议/行业	召开时间	2025年8月 主要内容	相关解读
国务院第九次全体会议	2025/8/19	1、要进一步提升宏观政策实施效能，深入评估政策实施情况，增强政策针对性有效性，及时回应市场关切，稳定市场预期。 2、持续激发消费潜力，系统清理消费领域限制性措施， 加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。 3、 加力扩大有效投资 ，发挥重大工程引领带动作用，适应需求变化更多投资于人、服务于民生，积极促进民间投资。 4、 纵深推进全国统一大市场建设 ，不断释放超大规模市场红利。 5、 采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势 ，结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求	1、国务院第九次全体会议召开。从会议对政策的阐述来看，政策对进一步稳定短期经济走势仍非常重视。服务消费和两重投资是当前阶段宏观总量政策的两大抓手，同事提出继续巩固房地产市场止跌回稳态势。
一线城市地产政策放松	2024/8	近期地方继续松地产，聚焦取消限购限售+优化公积金支持。 北京取消五环外限购、同步加大公积金贷款支持。 天津支持公积金付首付、合肥第三次放宽“商转公”业务办理年限、苏州公积金贷款首付款比降至15%。 上海取消外环外限购、苏州取消限售，两地均配套优化公积金支持 此外，广州、上海部署加快推进城中村改造、城市更新 ，且上海明确要求“将群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村优先纳入改造范围”	2、北京、上海和天津等地均加大房地产政策支持，包括放松限购和加大公积金购房支持。
国务院常务会议	2025/8/22	实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策情况汇报，围绕更好发挥“两新”政策对扩大内需的推动作用作出系列部署； 大规模设备更新和消费品以旧换新政策，在稳投资、扩消费、促转型、惠民生等方面取得明显成效。 要在对政策实施情况进行认真总结评估的基础上，加强统筹协调，完善实施机制，更好发挥对扩大内需的推动作用； 今年第三批消费品以旧换新资金690亿元已下达，第四批同等规模资金将于10月接续发力；今年超长期特别国债支持设备更新的1880亿元投资补助资金也已下达完毕。	3、两新政策，要在对政策实施情况进行认真总结评估的基础上，加强统筹协调，完善实施机制，更好发挥对扩大内需的推动作用。
国务院关于推动城市高质量发展的意见	2025/8/28	1、建立可持续的城市建设运营投融资体系。落实地方政府主体责任，统筹财政资金、社会资本和金融等资金渠道。 2、对涉及重大安全和基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度，中央预算内投资予以适当补助。 3、创新财政金融政策工具，吸引和规范社会资金参与，稳慎推进公用事业价格改革。 （据21世纪经济报道，发改委、财政部、央行将联合推出5000亿政策性金融工具 ，重点投向数字经济、人工智能、低空经济、消费领域、绿色低碳、农业农村、交通物流，城市基础设施等新兴产业和基础设施领） 4、强化中长期信贷供给，发挥债券市场、股票市场融资功能，鼓励保险、信托等机构提供金融服务。加快融资平台改革转型，坚决遏制新增地方政府隐性债务。	4、城市高质量发展建议方面，强调建立可持续的城市建设运营投融资体系，包括对涉及重大安全和基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度、创新财政金融政策工具、强化中长期信贷供给等。

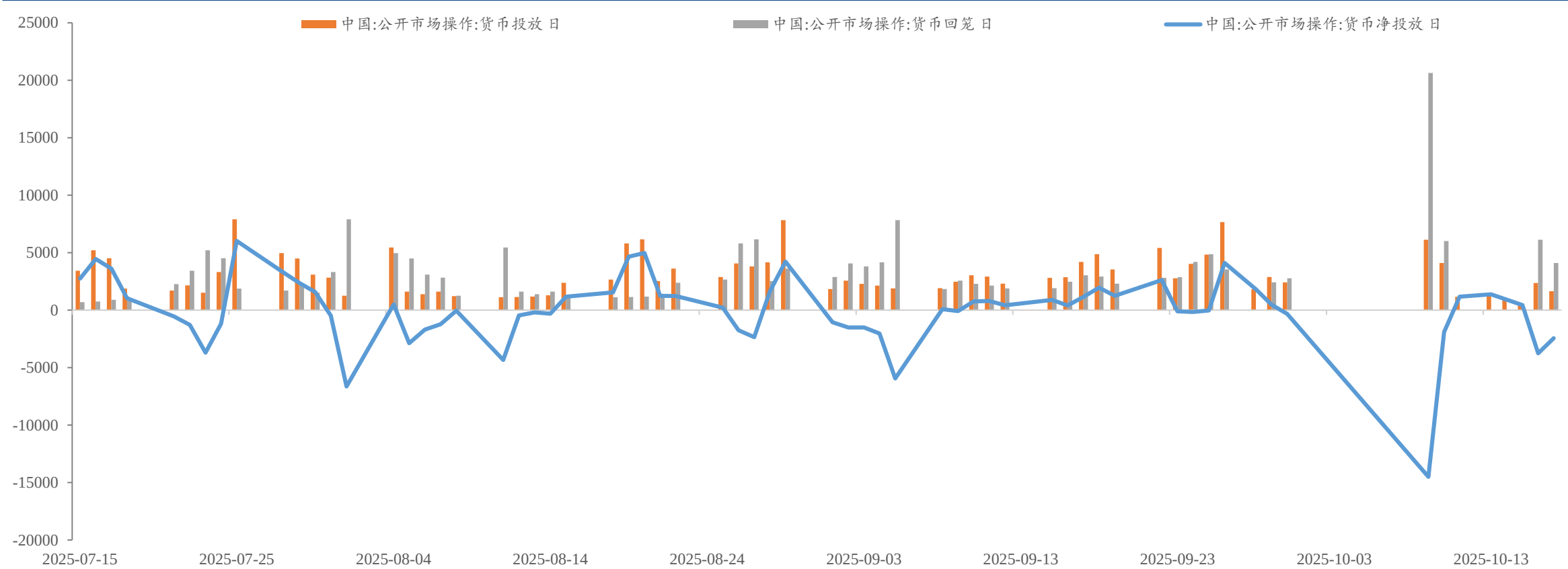
3



资金面跟踪

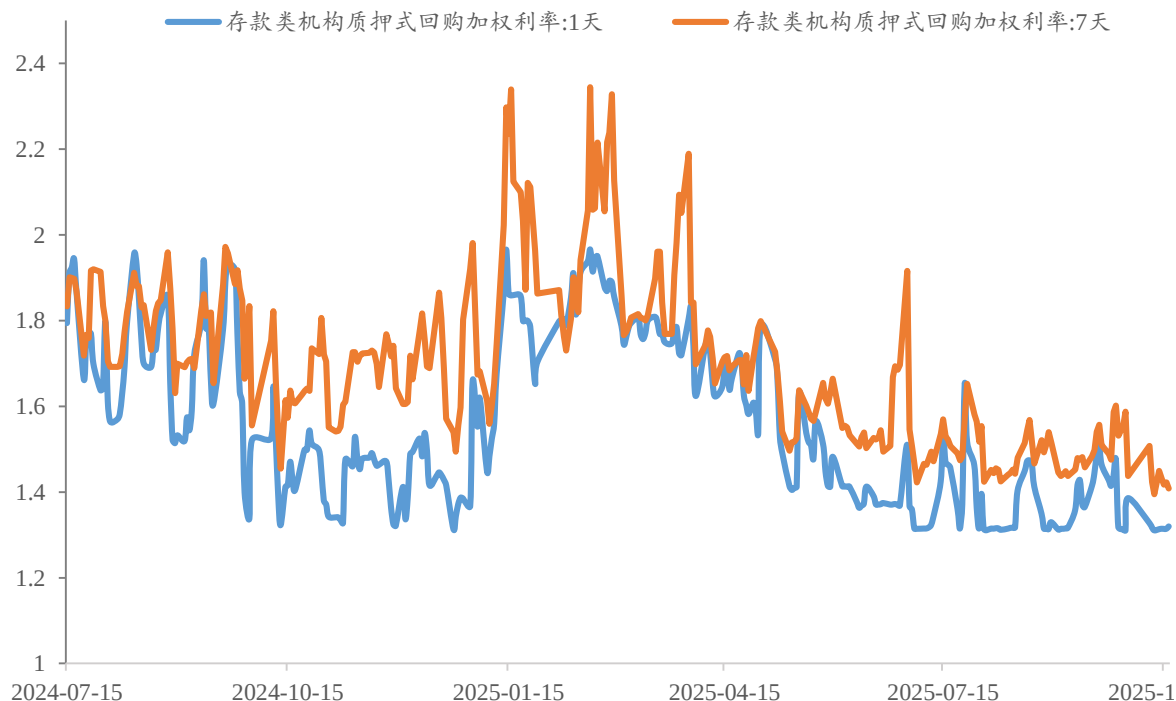
- 本周央行公开市场有10210亿元逆回购到期，进行了6731亿元逆回购投放，净回笼3479亿元。月初央行常规回收流动性。
- 下周将有7891亿元逆回购到期。
- 中长期资金部分，10月分别有8000亿元3个月期和5000亿元6个月期买断式逆回购到期，央行公布进行11000亿元3个月买断式逆回购和6000亿元6个月操作，本月超额续作4000亿元，显示对资金面的呵护。

公开市场操作（亿元）

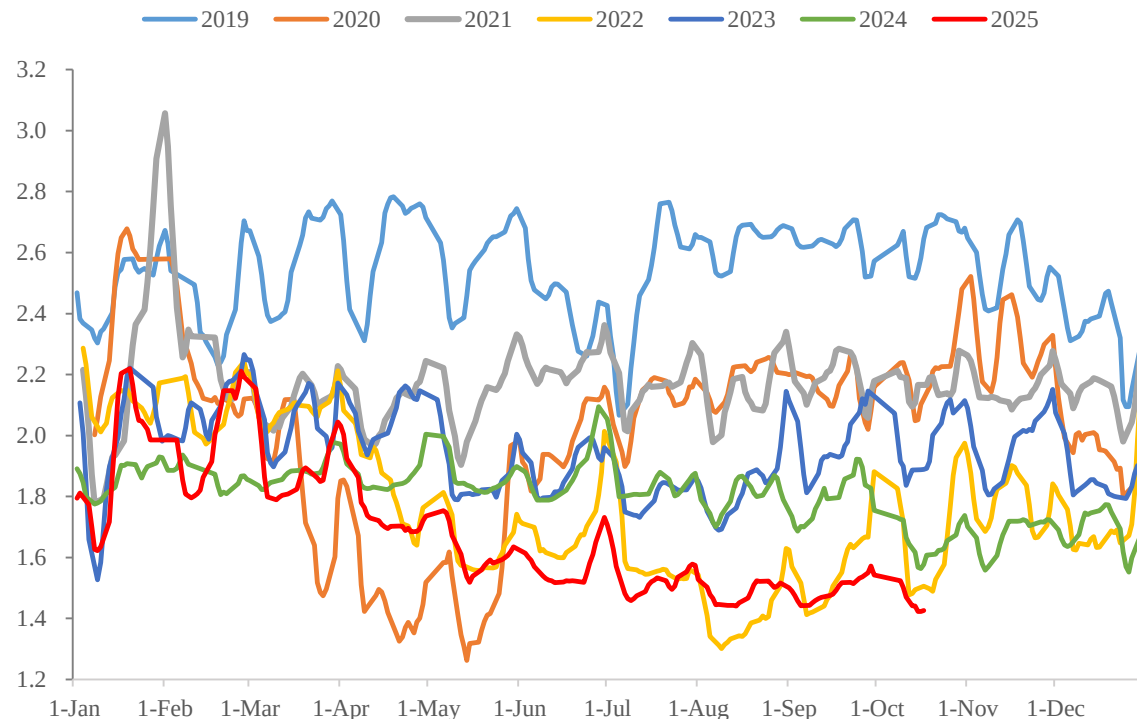


- 截至10月17日，本周存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.315%，较上周均值变化-0.34BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.42%，较上周收盘变化-1.57BP。央行进行买断式逆回购投放增加中期流动性供给，对资金面起到支撑作用，整体资金利率季节性下行，10月资金利率回到年内低位。

银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

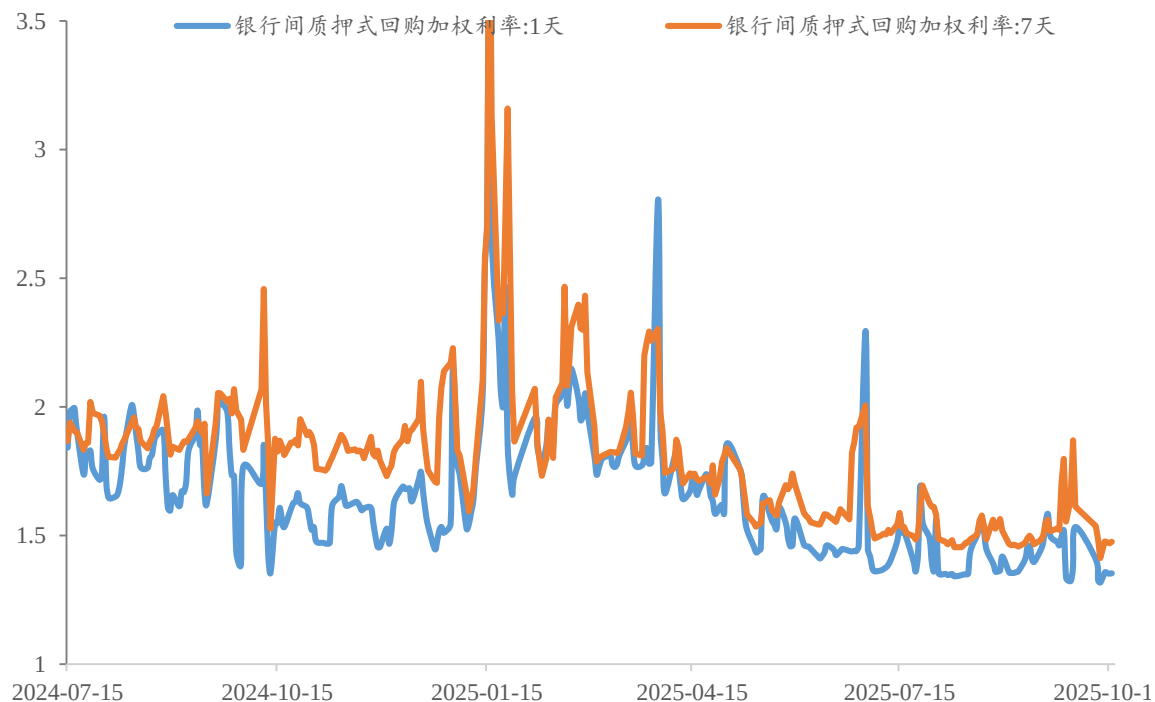


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性 (%)

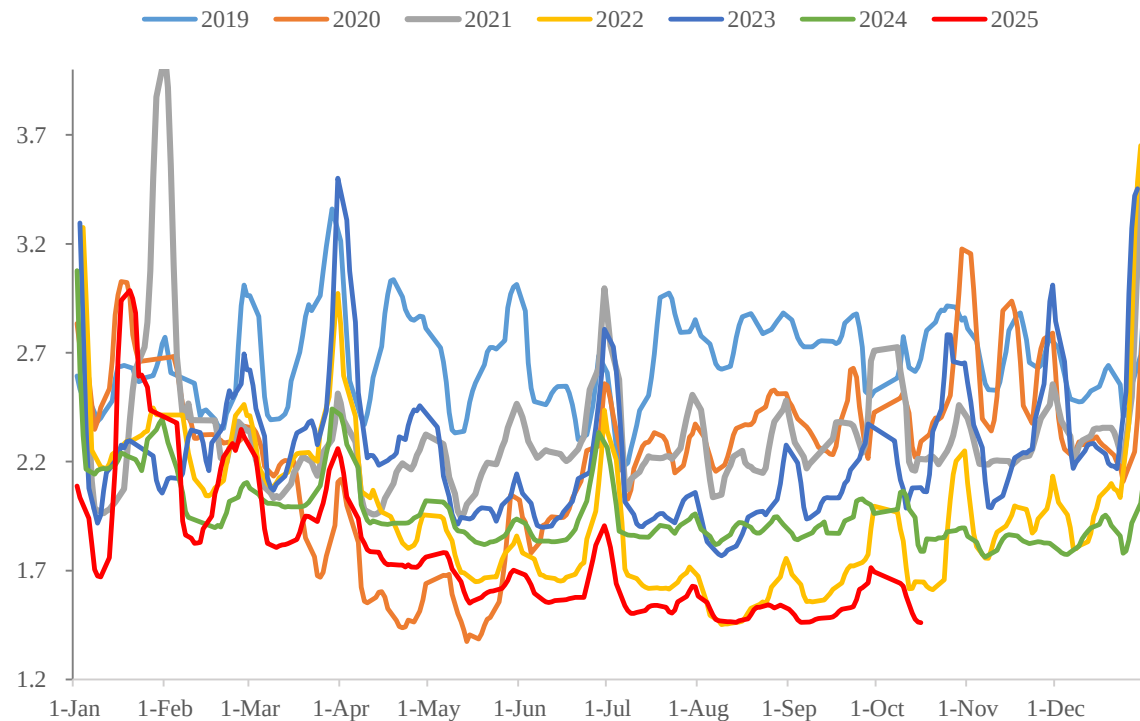


- 截至10月17日，本周银行间质押式回购利率1天期均值为1.35%，较上周均值变化0.36BP，银行间质押式回购利率7天期均值为1.47%，较上周均值变化-0.42BP。

银行间市场质押式回购利率 (%)

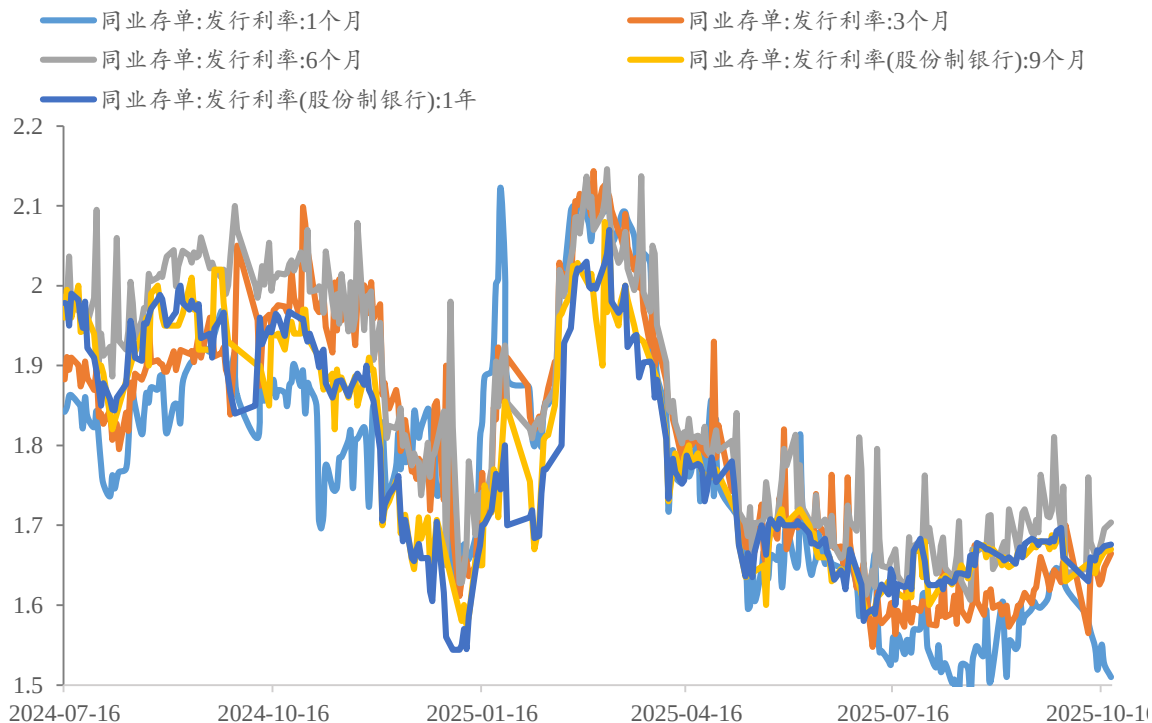


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)

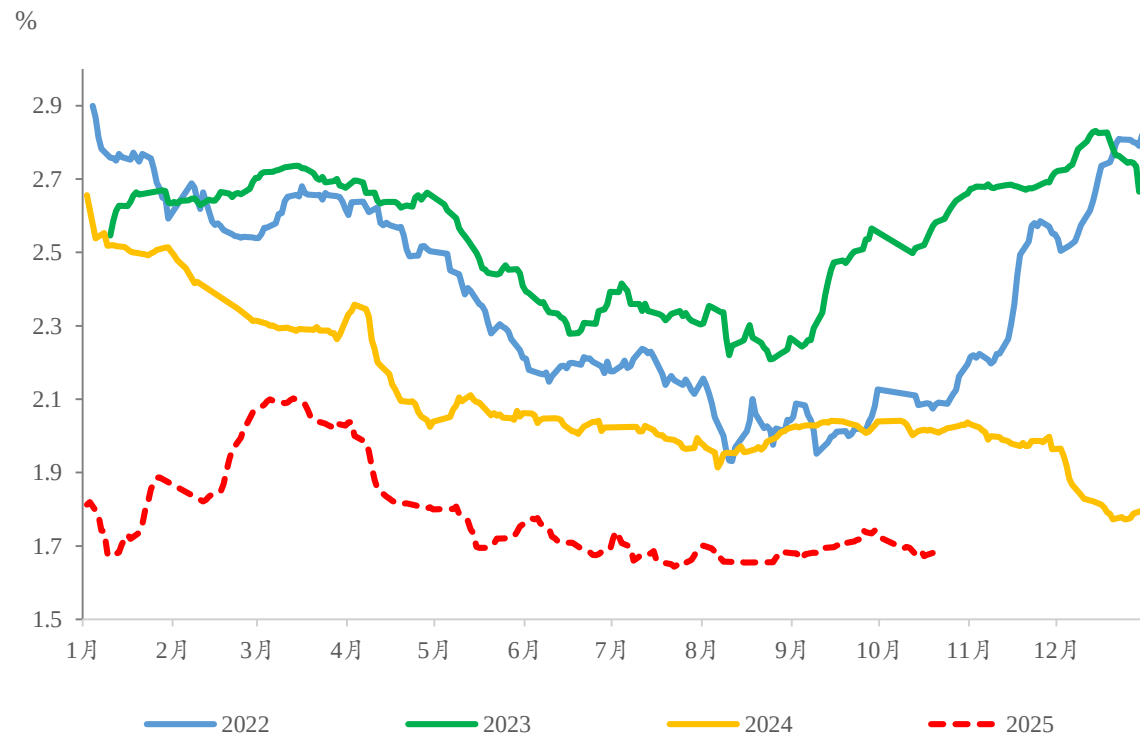


- 本周同业存单发行利率多数下行，1M同业存单周均值及至1.53%，较上周变化-4.21BP，3M同业存单发行利率均值及至1.64%，较上周变化3.72BP。6M同业存单利率均值1.67%，较上周均值变化-1.9BP。跨季后1个月同业存单利率显著下行。

同业存单利率 (%)

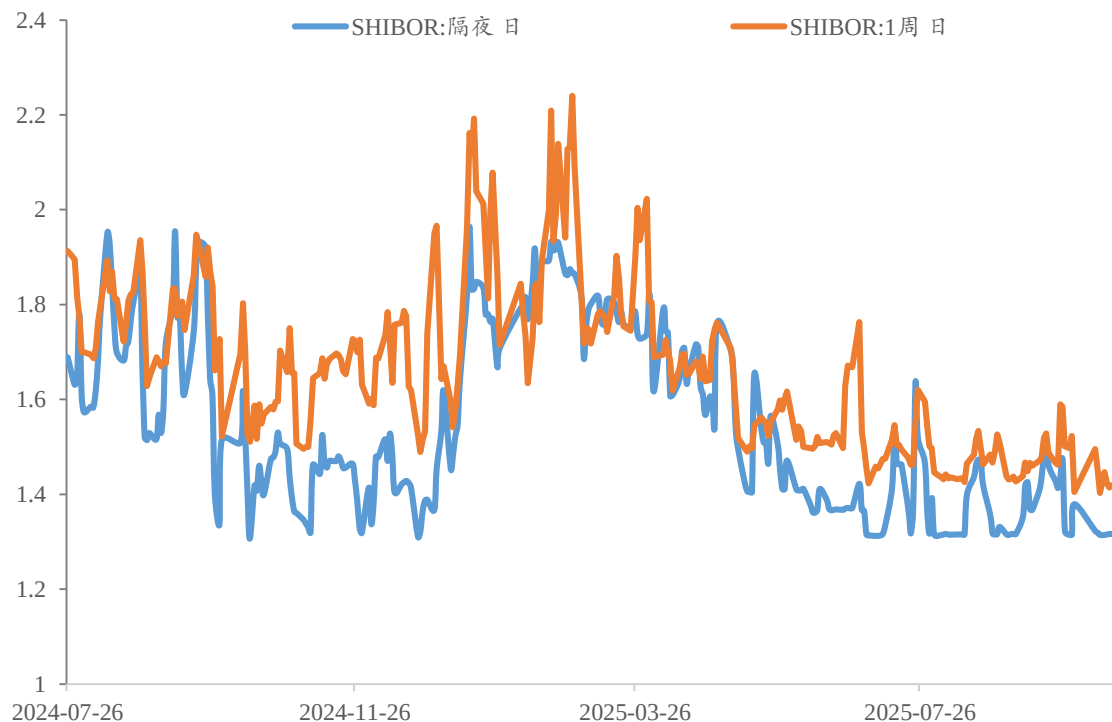


6M同业存单季节性 (5DMA)

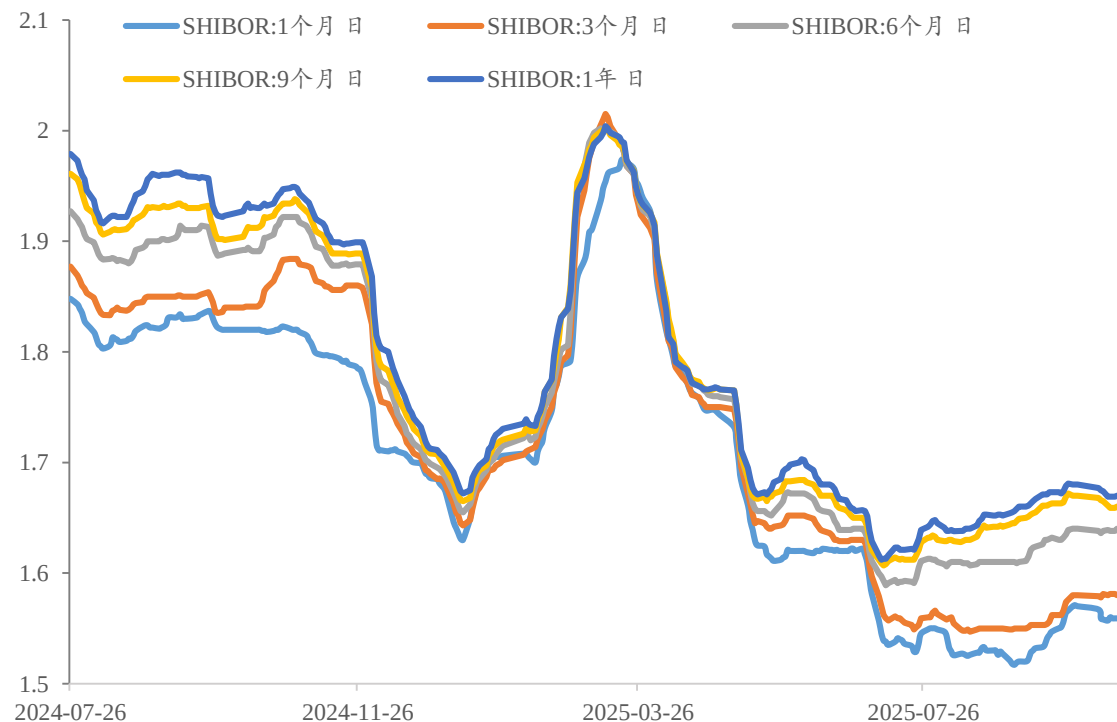


▣ shibor利率，截至10月17日，上周隔夜和7天期利率均值分别变化-0.25BP和-2.6BP至1.31%和1.42%。3M利率均值及至1.58%，较上周变化0.12BP，6M利率均值及至1.638%，较上周变化0.12BP。上周shibor资金利率边际略有下行。

Shibor隔夜、7天期资金利率 (%)

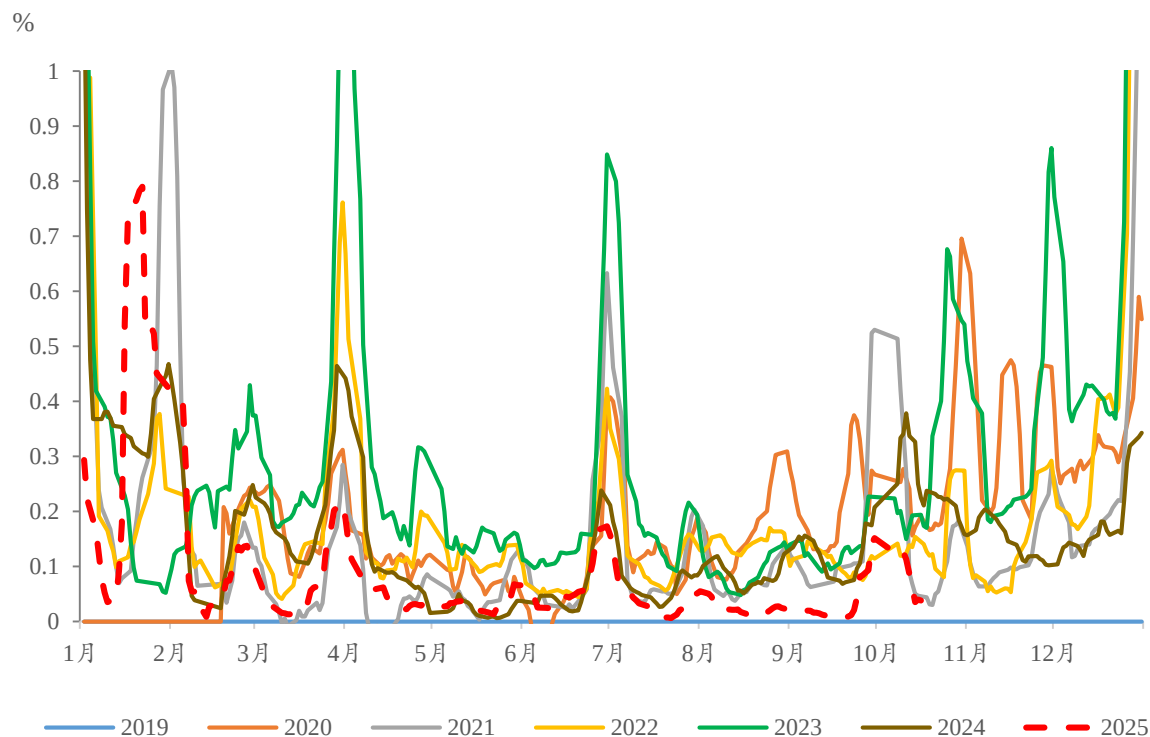


Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率 (%)

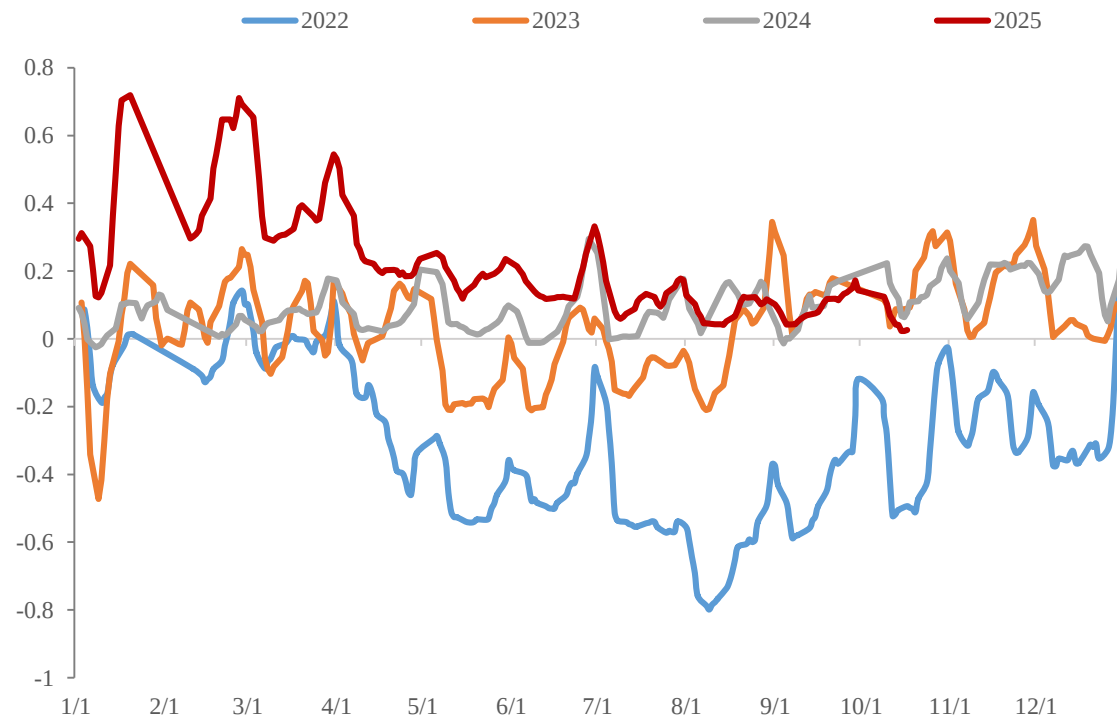


- 10月DR007-OMO利差维持在（0BP，10BP）区间，R007-DR007利差也处于下行至季节性低位。整体银行间和非银资金面均表现宽松。

R007-DR007利差季节性（%）



DR007-OMO利差（%）



报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

数据来源：Wind、Mysteel、SMM、彭博、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢倾听
Thanks