



# 国债期货周报

期债窄幅震荡，关注中美经贸谈判进展

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



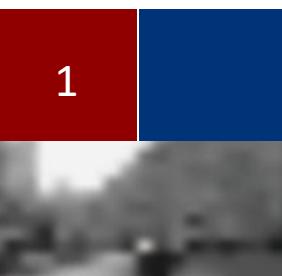
微信公众号

品种	主要观点	本周策略	上周策略
国债	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>基本面情况。</b>上周公布经济数据，9月工业增加值同比6.5%（前值5.2%），呈现出旺季回升特征。出口交货值同比增长3.8%（前值-0.4%），相较上个月明显回升，带动工业生产增速回涨。9月零售同比增3.0%，创年内新低，商品消费增速受到基数效应影响有所下降。9月固定资产投资累计同比-0.5%，低于前值的0.5%。其中地产、制造业、广义基建有不同程度回落。整体来看，完成全年5%目标压力较小，政策加码的必要性下降。内需的短板为投资端，其次社零面临基数抬升、国补拉动放缓，同比难有大提升空间。年内政策可能更多抓落实，财政和准财政方面，10月17日宣布，中央财政安排5000亿元地方政府债务结存限额下达地方，此外之前的5000亿元政策性开发性金融工具也逐步落地。</li> <li><b>资金面来看。</b>资金面将面临税期和跨月的双重压力。27日为税期申报截止日，28-29日走款。不过，政府债缴款对资金面的扰动均有限。另一方面，近期票据利率快速下行，或反映10月信贷依然偏弱。同时，央行进行中长期资金投放，将于27日续作9000亿元MLF，净投放2000亿元，有望一定程度缓释资金压力。继续关注跨月周央行呵护力度，目前预计会维持稳定。</li> <li><b>国债期货行情展望：</b>债市短期仍然围绕中美贸易谈判、基金赎回费新规、货币政策预期进行交易。从大会公报来看，总量经济远景目标未改变，而高质量发展、科技创新和安全等议题是重心。年内完成经济目标是主要任务，四季度完成目标压力不大，且财政与准财政增量政策已经陆续出台，短期对债市而言供给压力尚且不大。因此会议目前公布的内容对债市影响偏中性，短期债市面临的不确定性因素转向中美贸易谈判、基金赎回费新规，同时需要关注大会后权益市场定价的情况。短期债市相对缺乏驱动，或以窄幅区间震荡为主，T2512震荡区间预期维持在107.4-108.3，单边策略上建议区间操作。期现策略上或可适当关注正套机会。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>四中全会公报内容对债市影响偏中性，短期债市面临的不确定性因素转向中美贸易谈判、基金赎回费新规，同时需要关注大会后权益市场定价的情况。短期债市相对缺乏驱动，或以窄幅区间震荡为主，T2512震荡区间预期维持在107.4-108.3，单边策略上建议区间操作。期现策略上或可适当关注正套机会。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>



# 目录

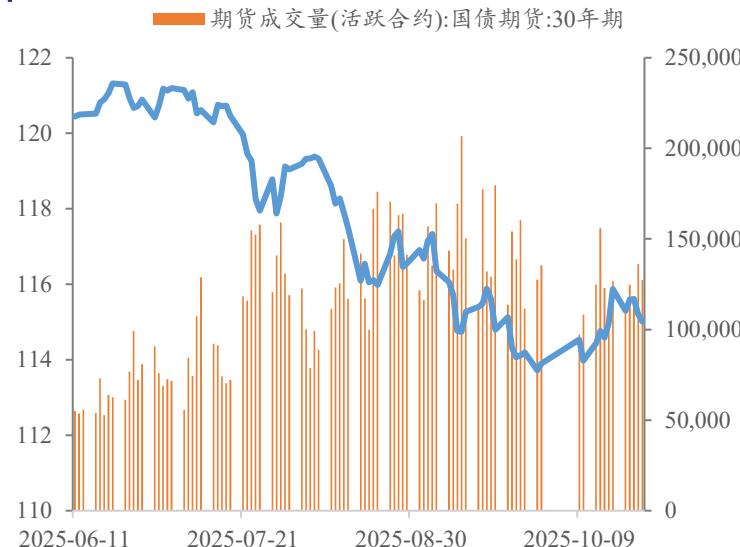
- 01 国债期货行情
- 02 宏观基本面跟踪
- 03 政策面跟踪
- 04 资金面跟踪



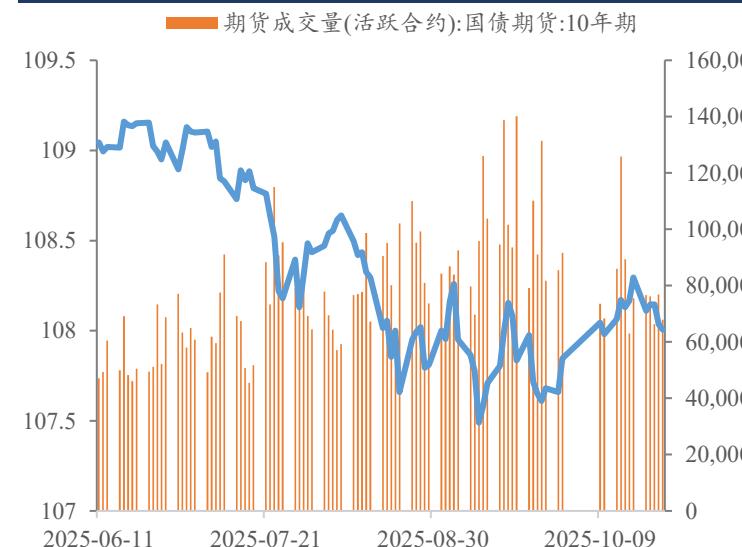
# 国债期货行情

# 国债期货主力合约走势

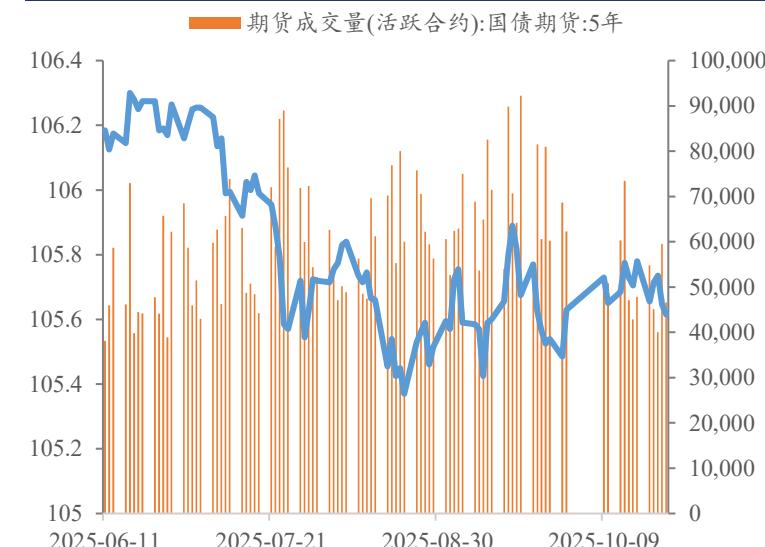
## TL主力合约成交量价



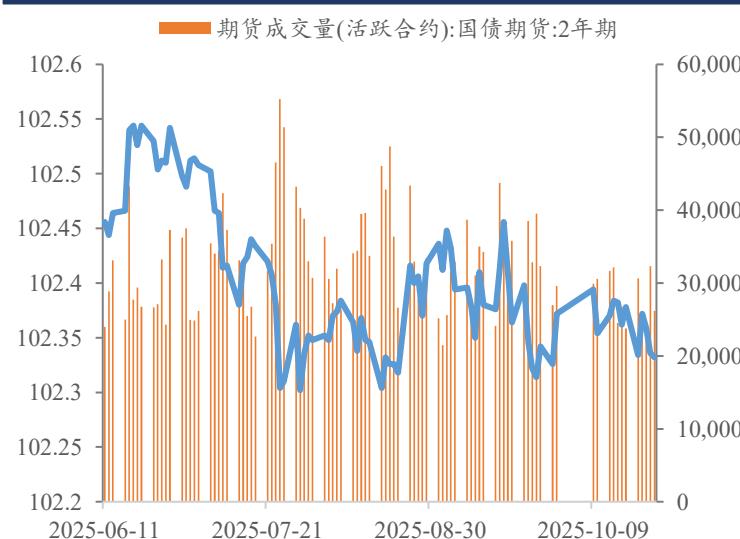
## T主力合约成交量价



## TF主力合约成交量价

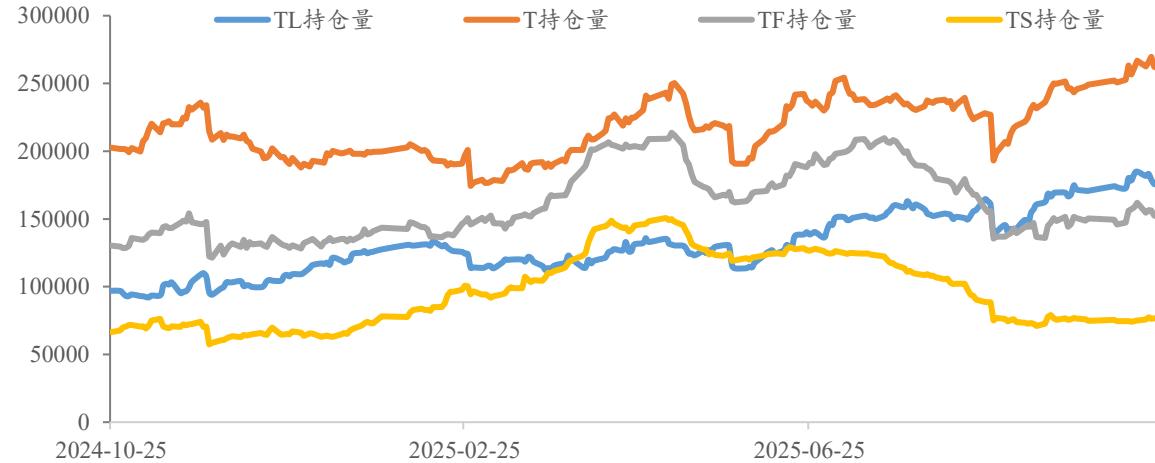


## TS主力合约成交量价

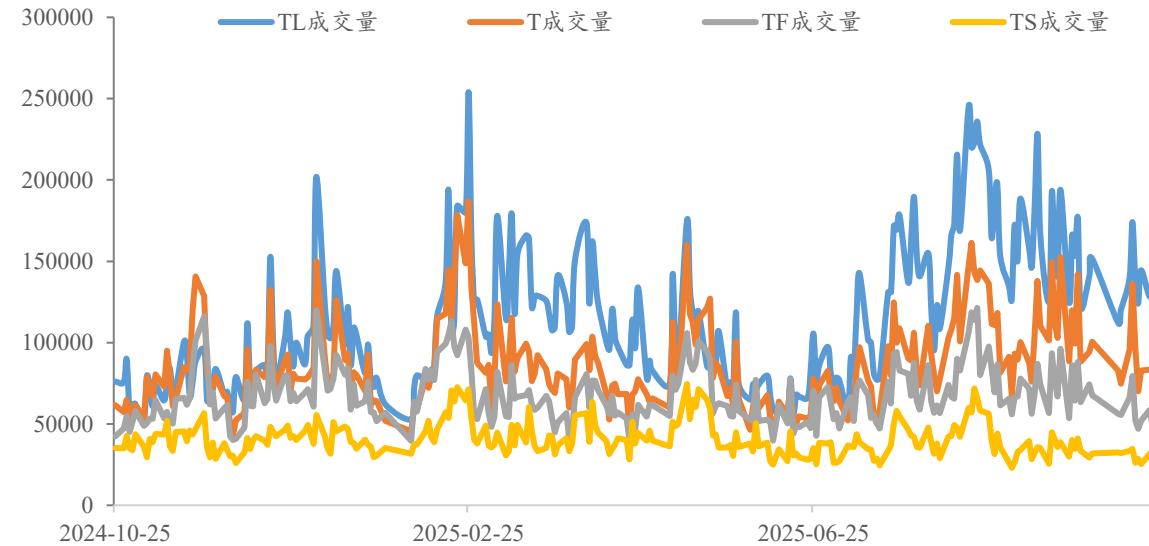


上周，30年期国债期货主力合约2512合约变化-0.52%至115.01，10年期国债期货主力合约2512变化-0.13%至108.01，5年期国债期货2512变化-0.11%至105.62，2年期国债期货2512价格变化-0.03%至102.33。

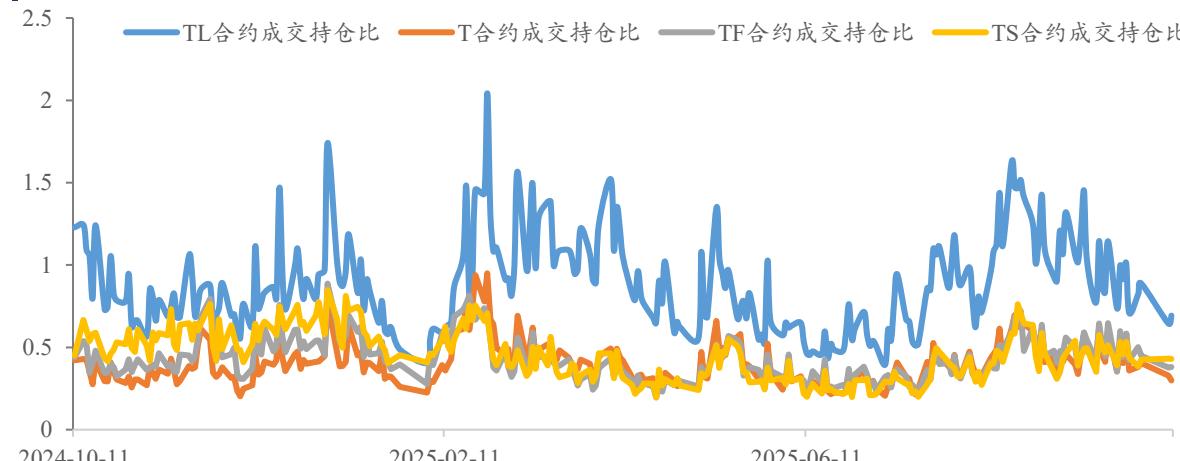
## 国债期货各品种持仓量



## 国债期货各品种成交量

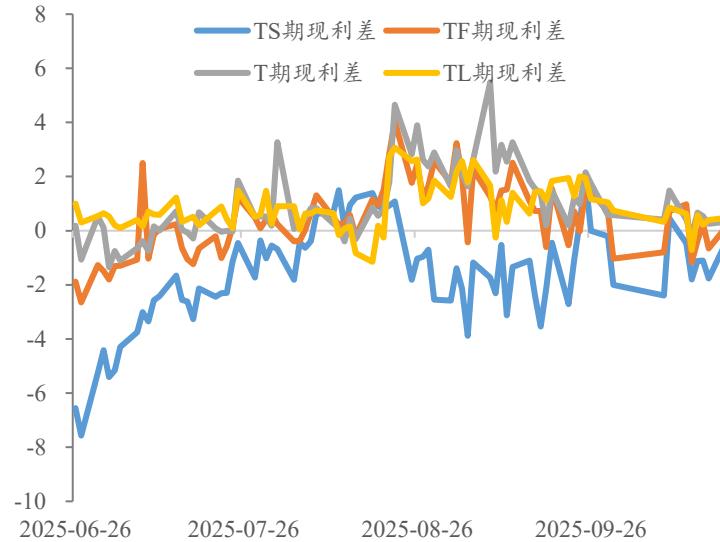


## 国债期货各品种成交持仓比

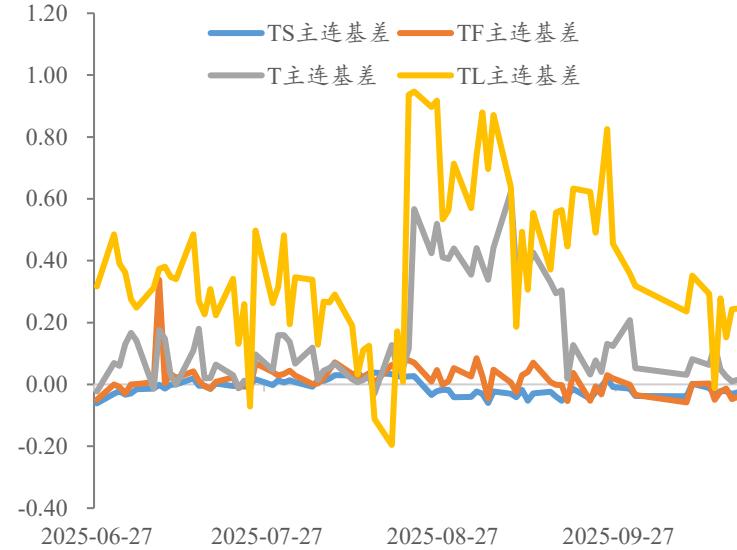


- 成交量方面, 上周截至10月24日, 30年期国债期货日均成交138,621手, 较上周变化-5756手, 10年期国债期货日均成交79,022手, 较上变化-17299手, 5年期国债期货日均成交手52,786手, 较上周变化-6584手, 2年期国债期货日均成交28,762手, 较上周变化-858手。上周国债期货各品种成交量下滑。
- 持仓量方面, 30年国债期货持仓量176,081手持仓, 较上周变化-8882手。10年期国债期货共有261,289手持仓, 较上周变化-5424手。5年期国债期货共有持151,744手, 较上周变化10116手。2年期国债期货共有持76,425手, 较上周变化1410手。上周除了TS合约以外, 其他品种持仓均下行。

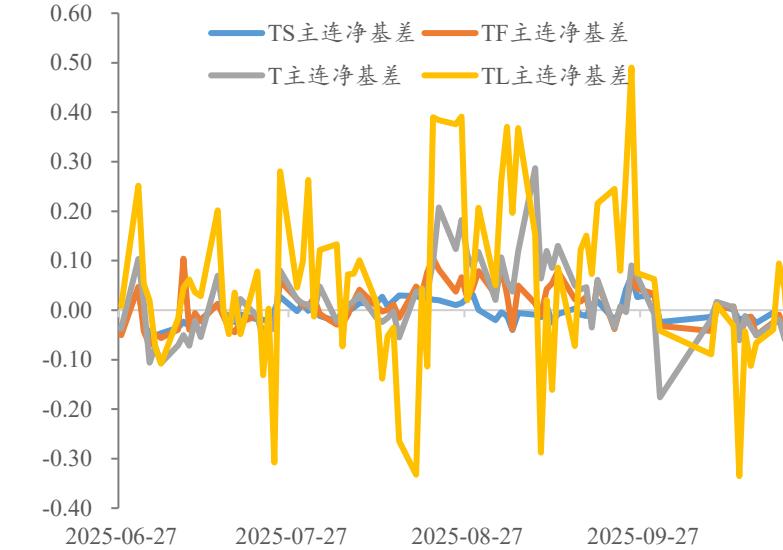
## 国债期货各品种期现利差



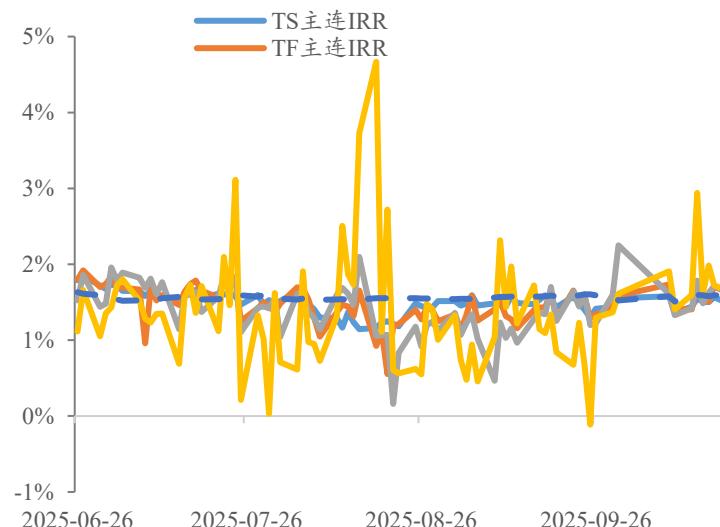
## 国债期货各品种主连基差



## 国债期货各品种主连净基差



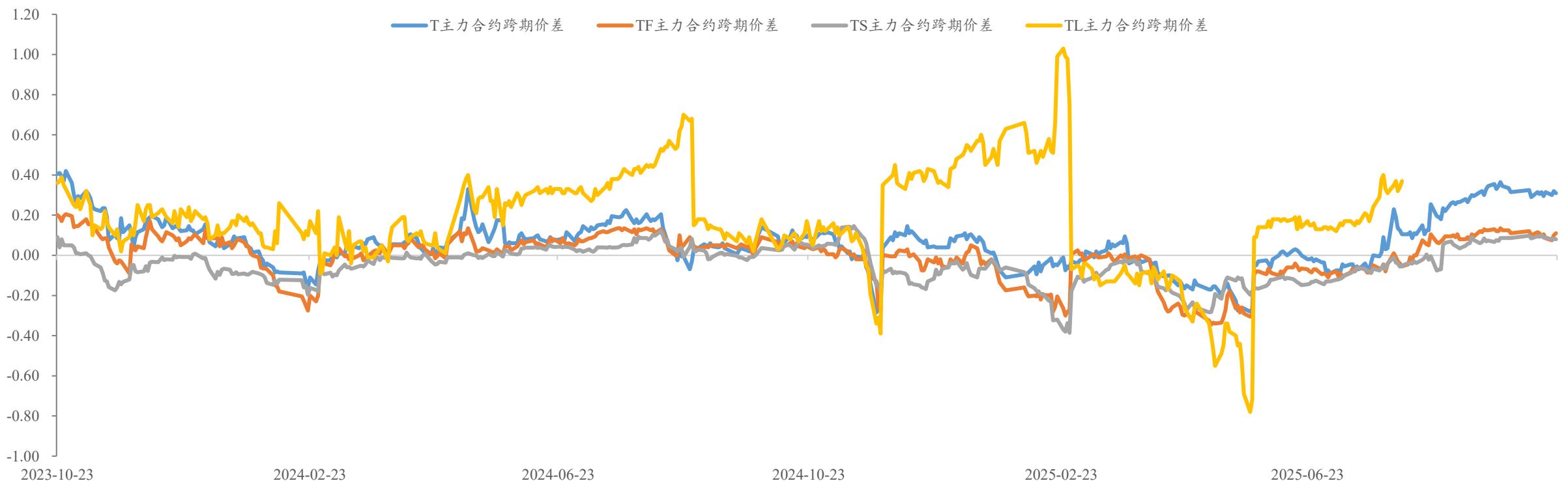
## 国债期货各品种主连IRR



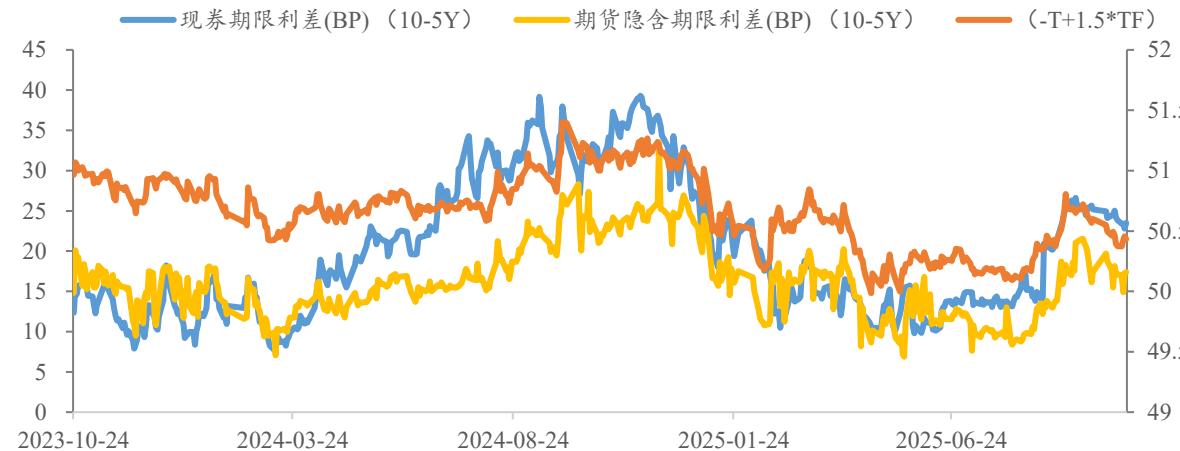
- 上周截至10月24日，TL2512、T2512、TF2512、TS2512基差分别为0.21、0.02、-0.02、0.01，分别较上周变化-0.11、0.03、0.02和0.04；隐含利差分别为0.34BP、0.37BP、0.17BP、0.65BP，分别较上周变化-0.45BP、0.48BP、0.64BP、1.94BP。
- 各品种IRR分别为1.77%、1.61%、1.54%、1.29%。随着长端和超长端品种修复，基差快速收敛，各品种净基差回落至负值，IRR有所提升，建议开始关注TL主力合约正套机会。

□ 10月跨期价差2512-2603，上周TL、T、TF、TS合约跨期价差分别变化0.01、0.02、0.02、-0.01，多数小幅回升，远月相对超跌。

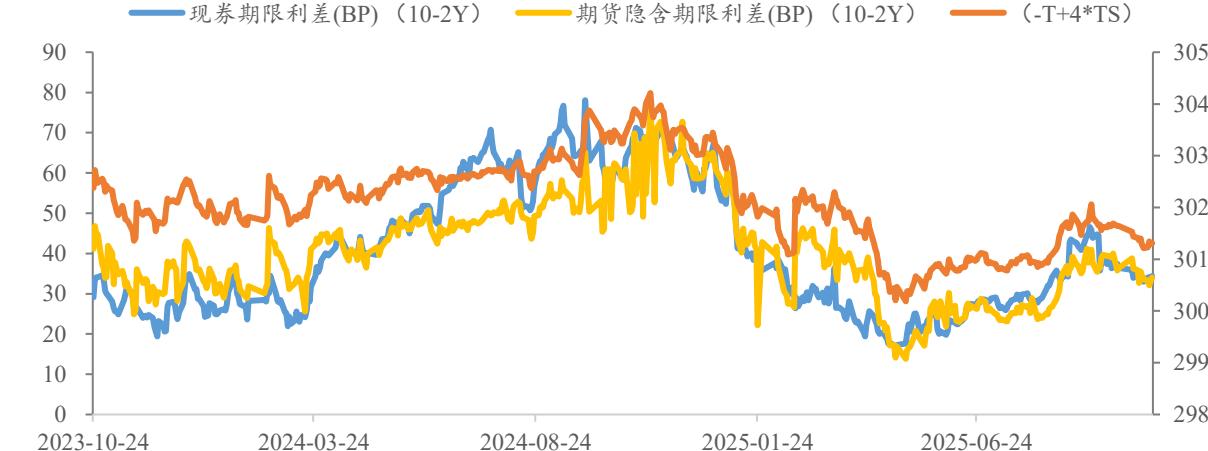
## 国债期货各品种跨期价差



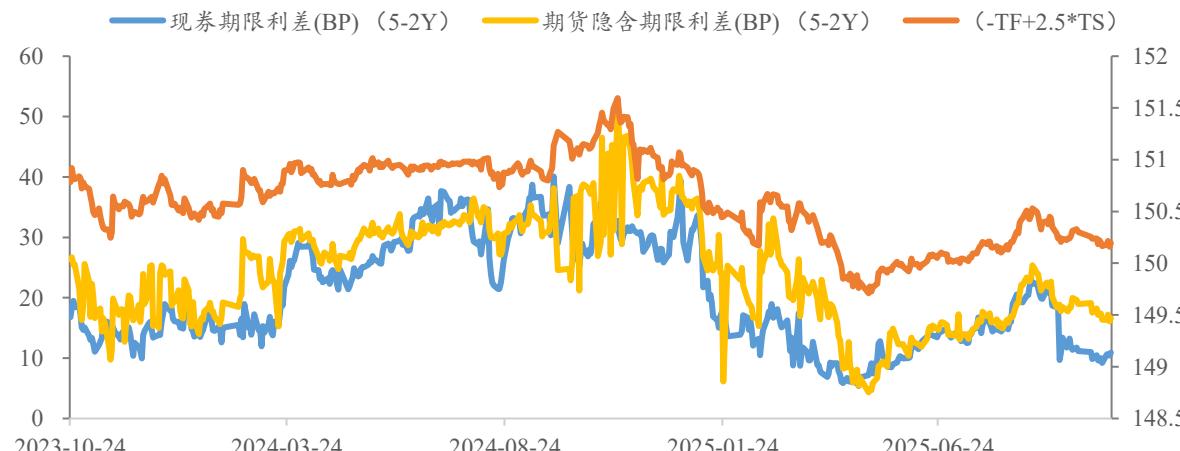
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (10-5Y)



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)

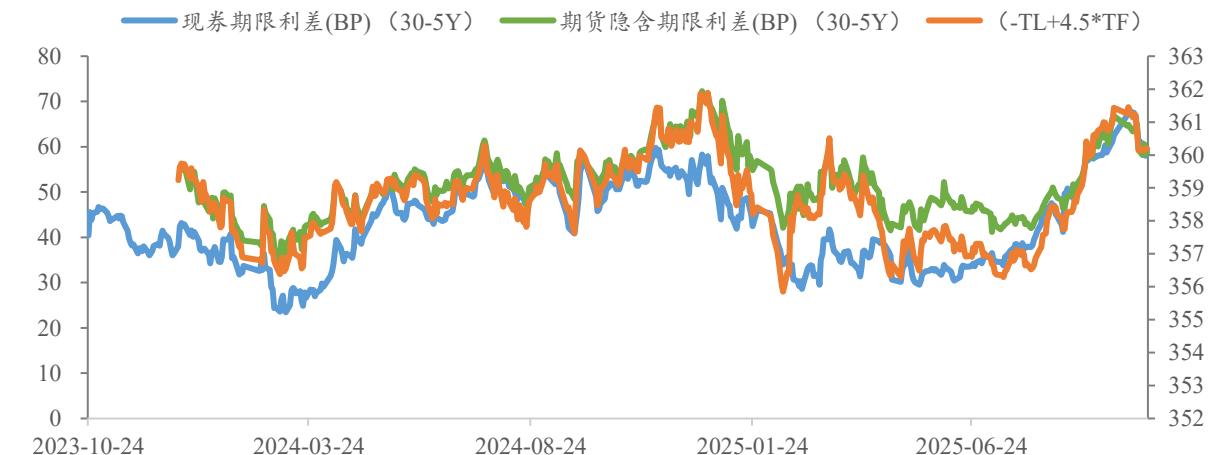


□ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到34.27BP，较上周变化0.74BP，10-5Y利差达到17BP，较上周变化-0.16BP，5-2Y利差达到17.27BP，较上周变化0.9BP。

期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-10Y)



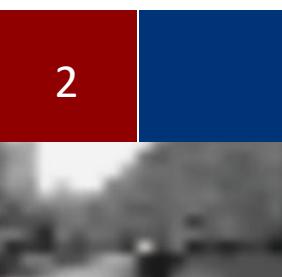
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-5Y)



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-2Y)



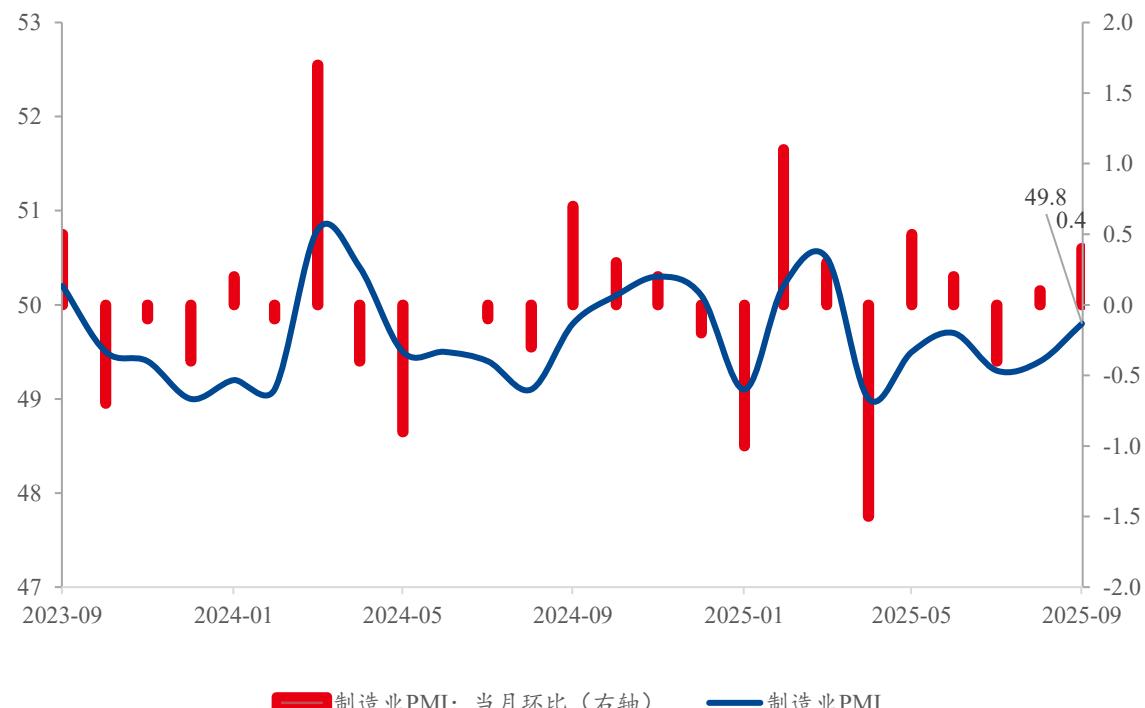
□ 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到41.92BP，较上周变化-0.22BP，30-5Y利差达到58.92BP，较上周变化-0.38BP，30-2Y利差达到76.19BP，较上周变化0.52BP。上周期限利差涨跌不一，2年期品种更为稳定，长端品种调整幅度更大。



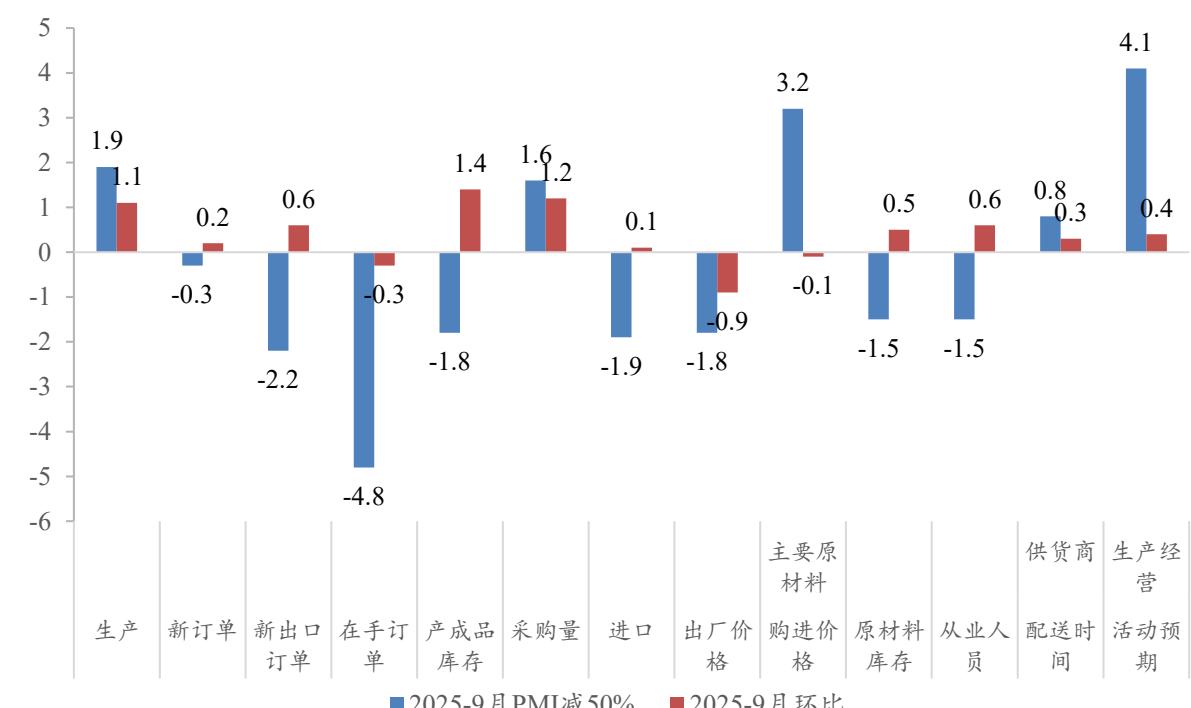
## 宏观基本面跟踪

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(%)

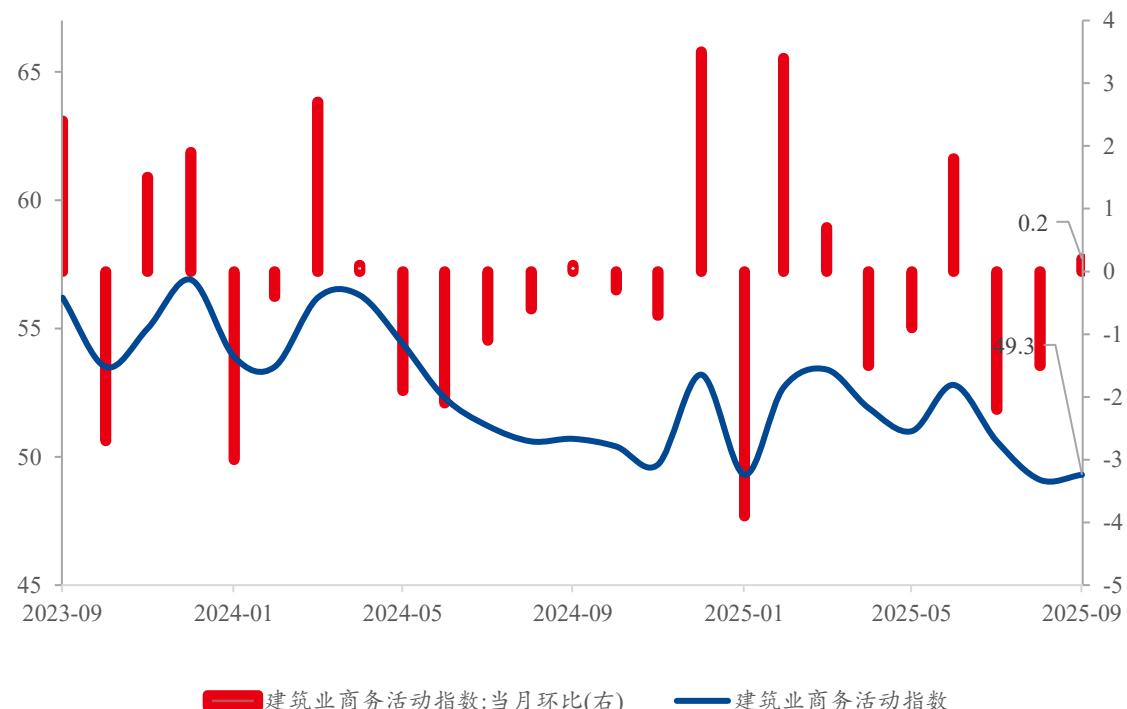


制造业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

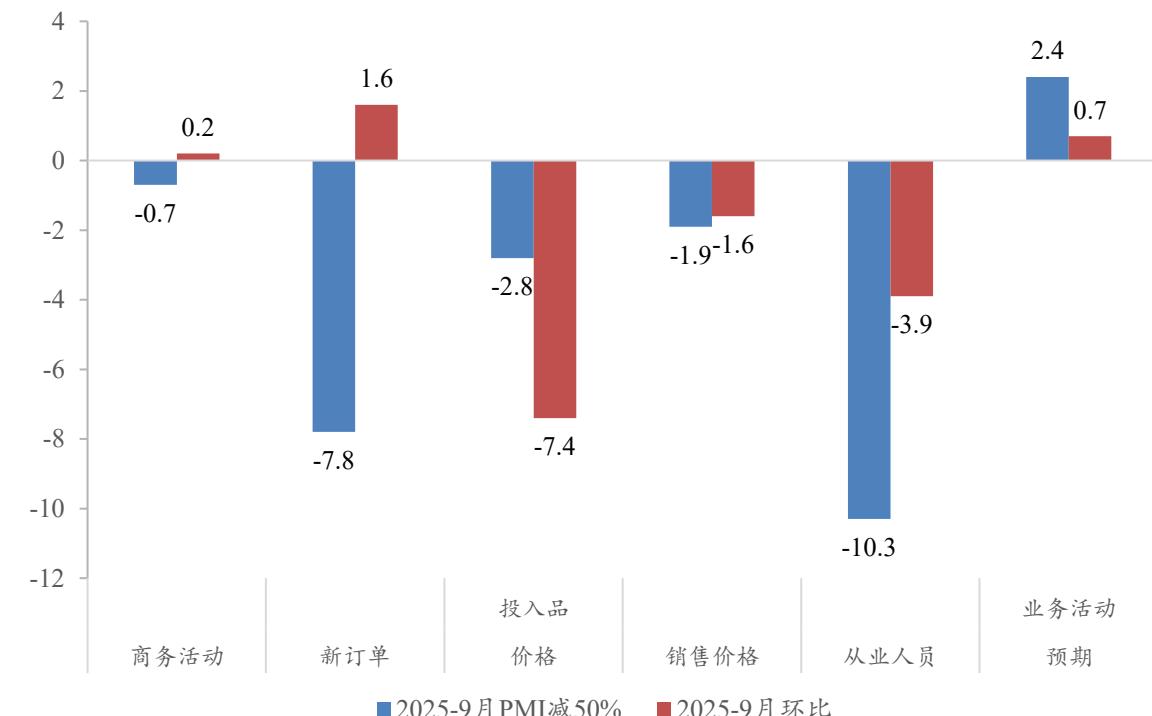


□ 建筑业需求偏弱，关注5000亿元政策性金融工具落地后的提振作用。

建筑业PMI及当月环比变化(%)

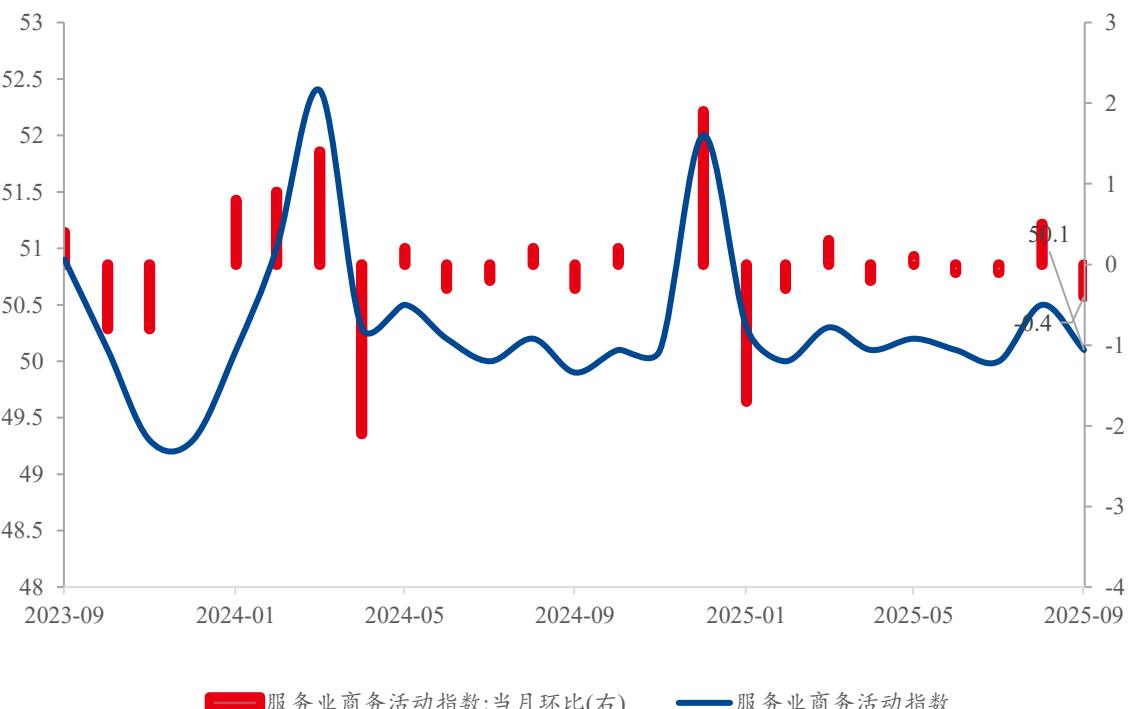


建筑业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比(%)

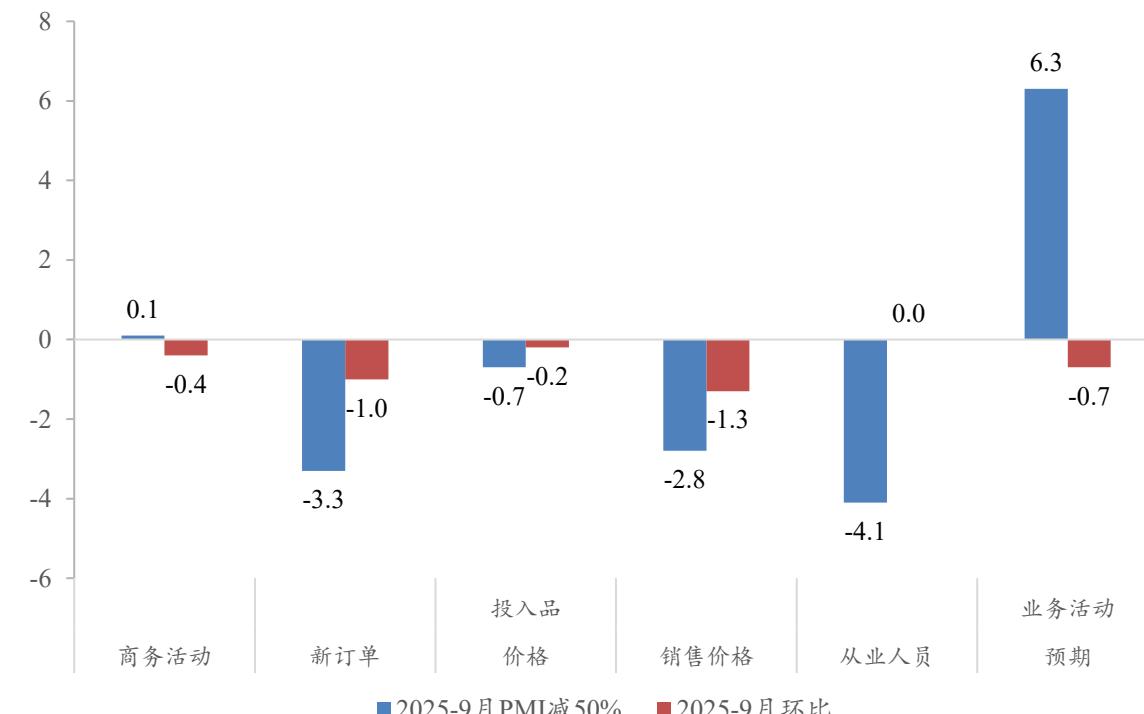


- 服务业受到暑期过后淡季影响，需求季节性回落。。
- 整体来看，9月制造业旺季改善，服务业淡季回落。其中制造业供需均回升，但是生产端回升强于内需，价格的环比上升受阻。

服务业PMI及当月环比变化(%)

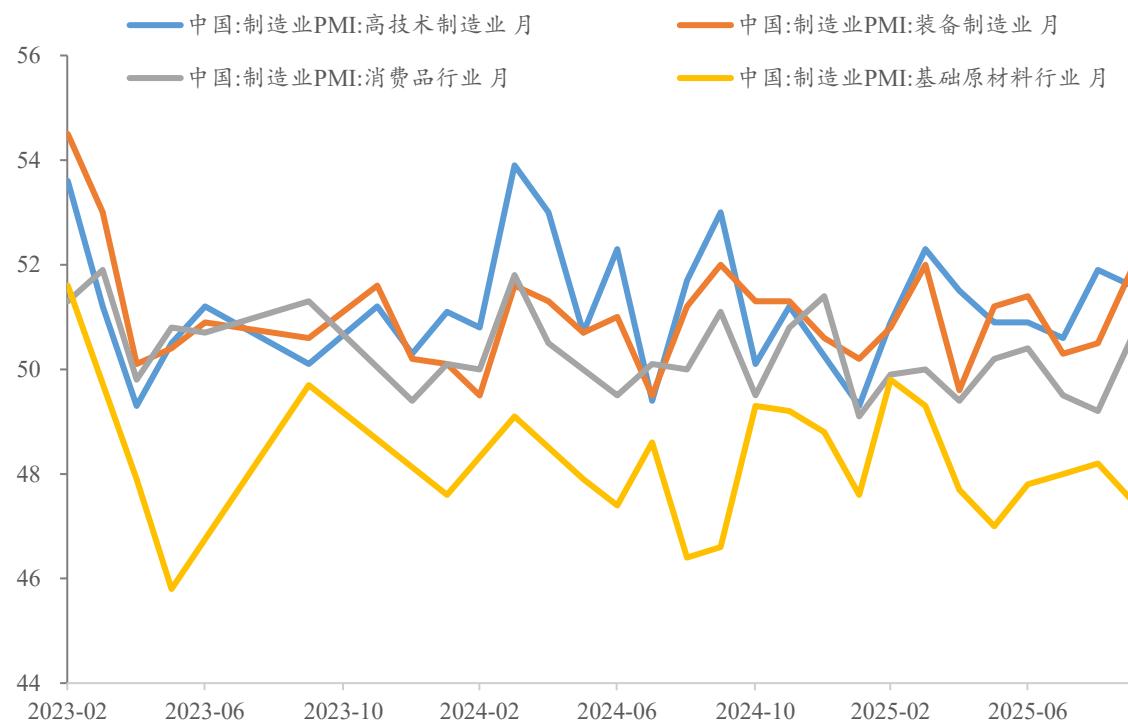


服务业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比(%)

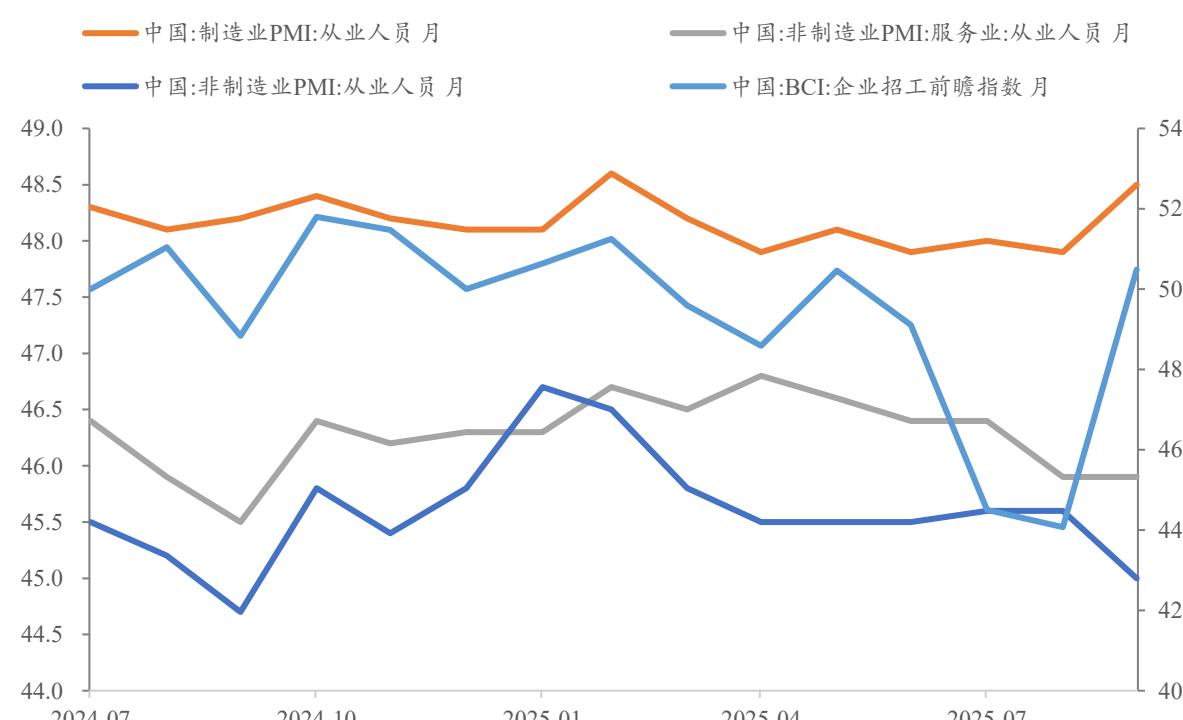


- 消费品行业是制造业PMI的主要拖累，其余行业中高技术制造业较强；装备制造业、基础原材料行业均小幅改善。8月消费品可能存在高温天气的影响。
- 8月就业指标环比多数下降持平，反映企业招工较为谨慎。

## 分行业PMI



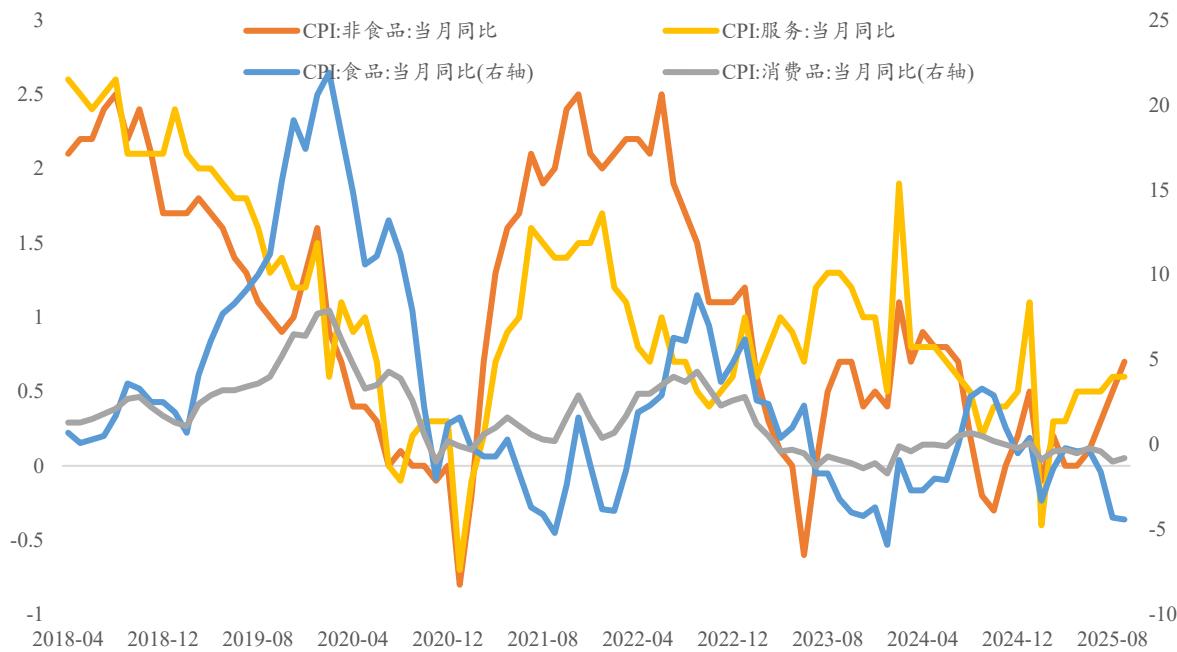
## 就业指标



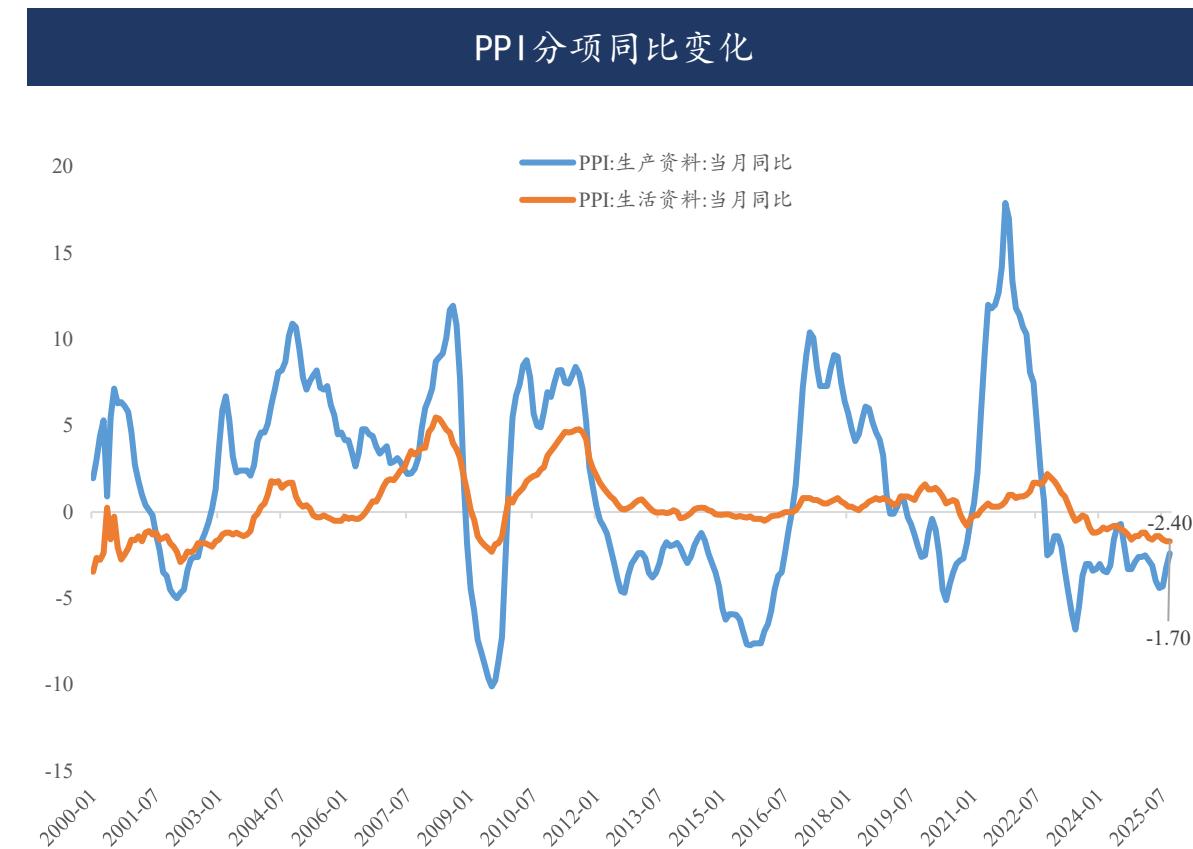
## 2.1 9月CPI与PPI降幅收窄

- 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



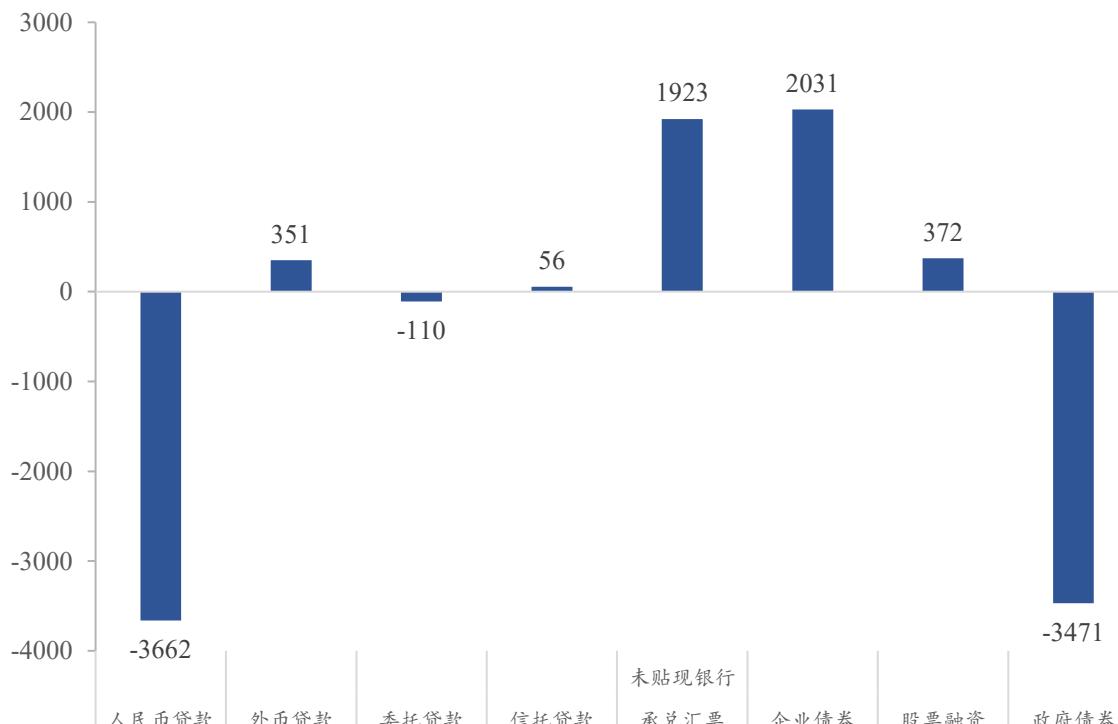
PPI分项同比变化



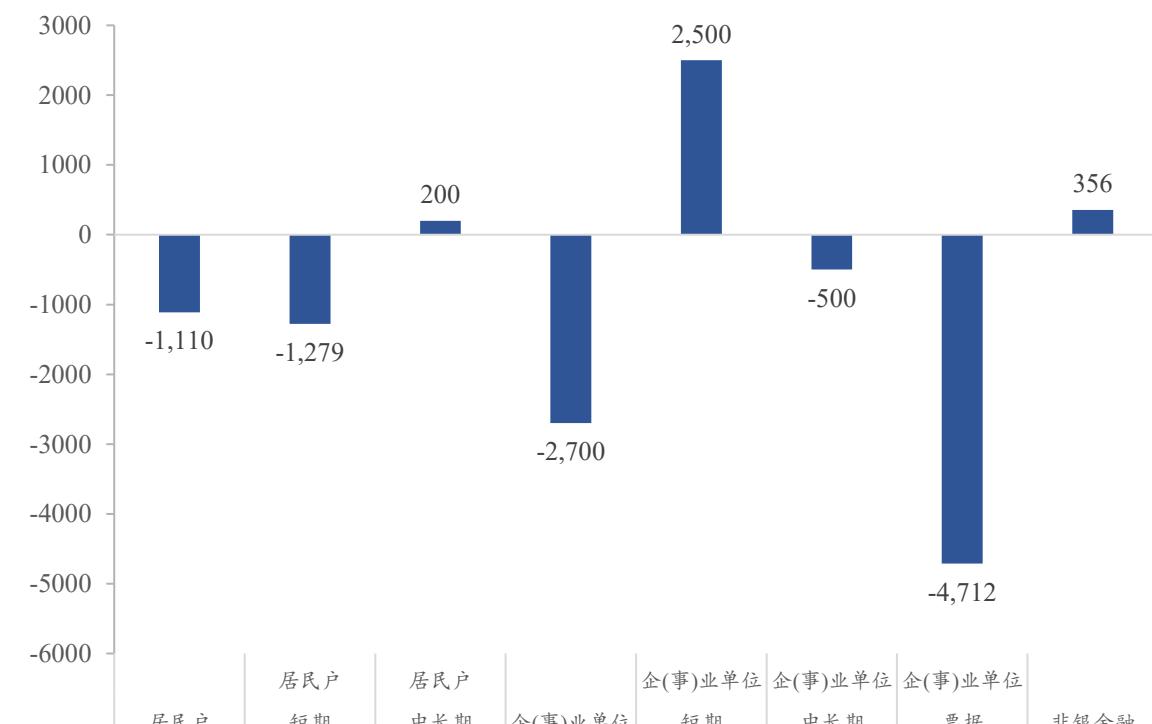
## 2.1 9月金融数据显示广义流动性好转，但实体融资需求偏弱

□ 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）

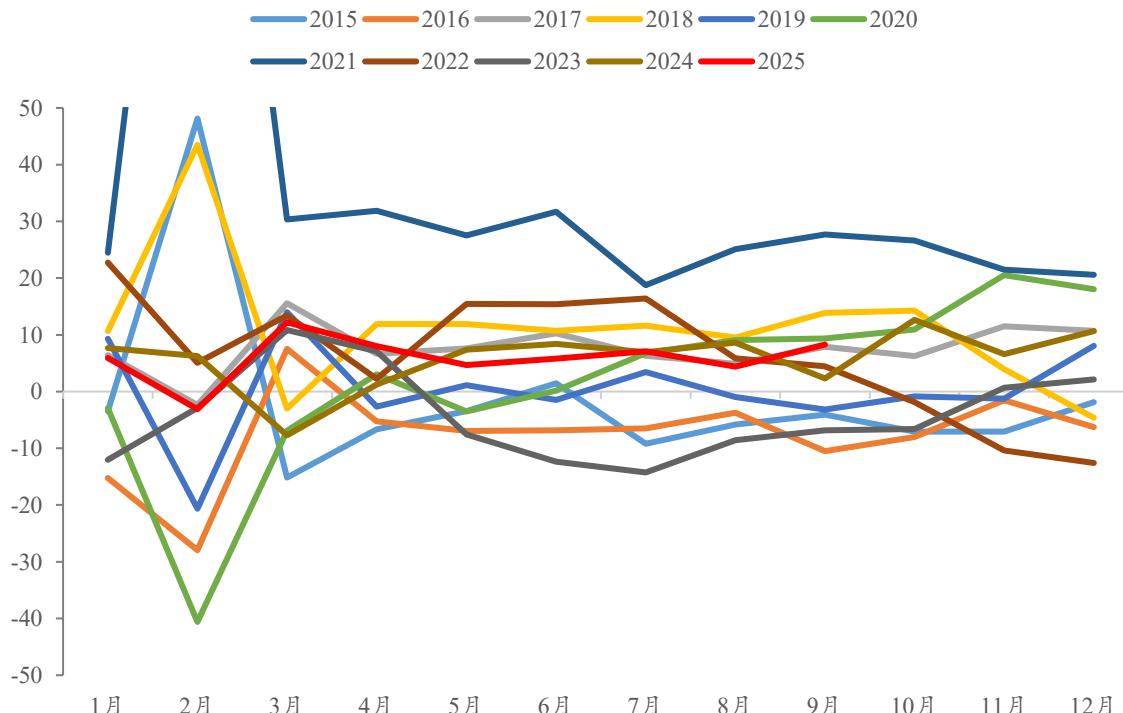


新增人民币贷款分项同比变化值（亿元）

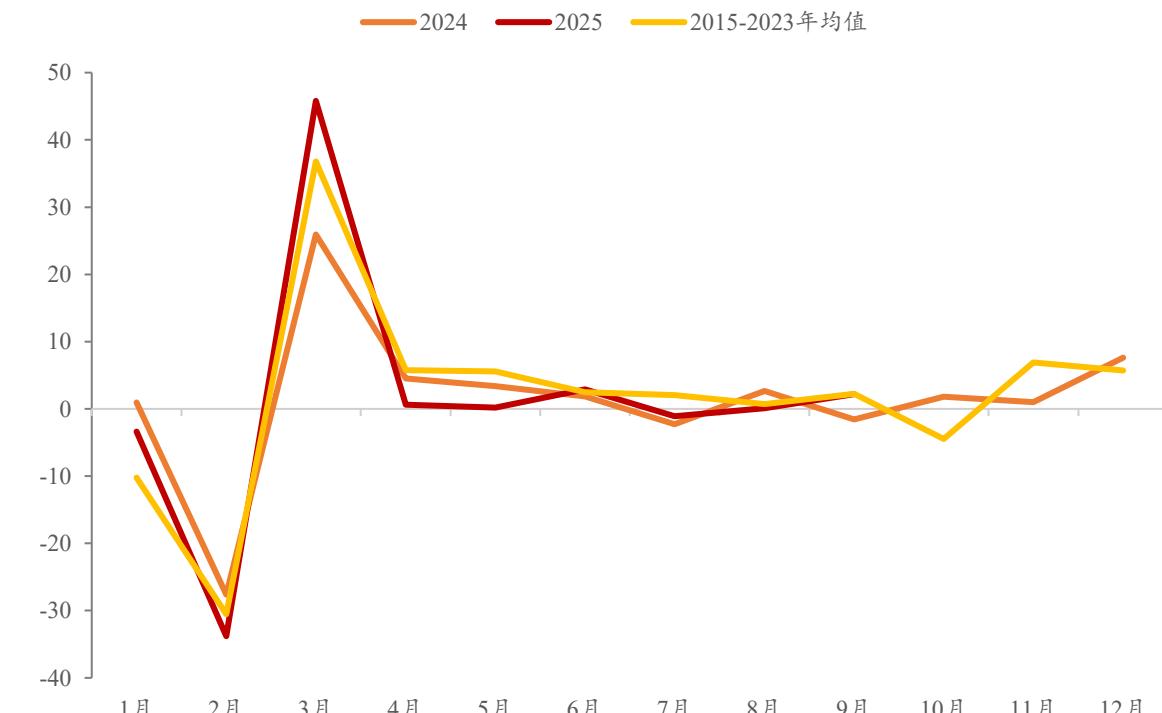


□ 9月出口同比增长8.3%，依然维持在高位。环比的2.1%基本持平季节性。出口的韧性表现和高频数据吻合，9月集装箱吞吐量同比较高，PMI新出口订单指数同样环比上行。

出口同比季节性

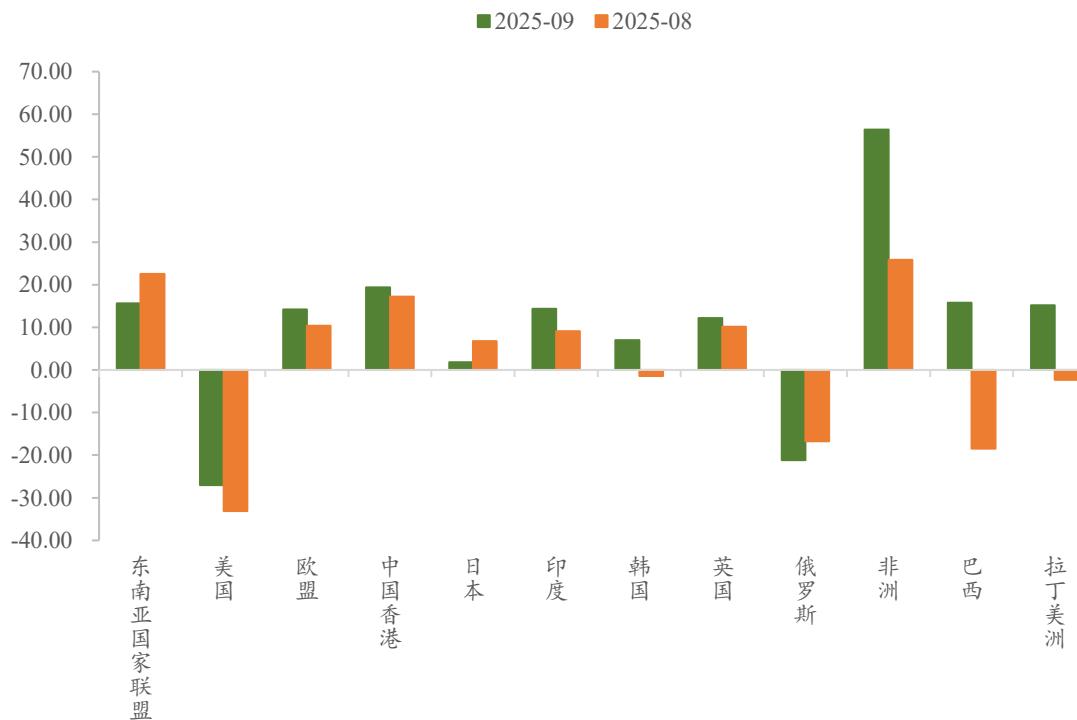


出口环比增速

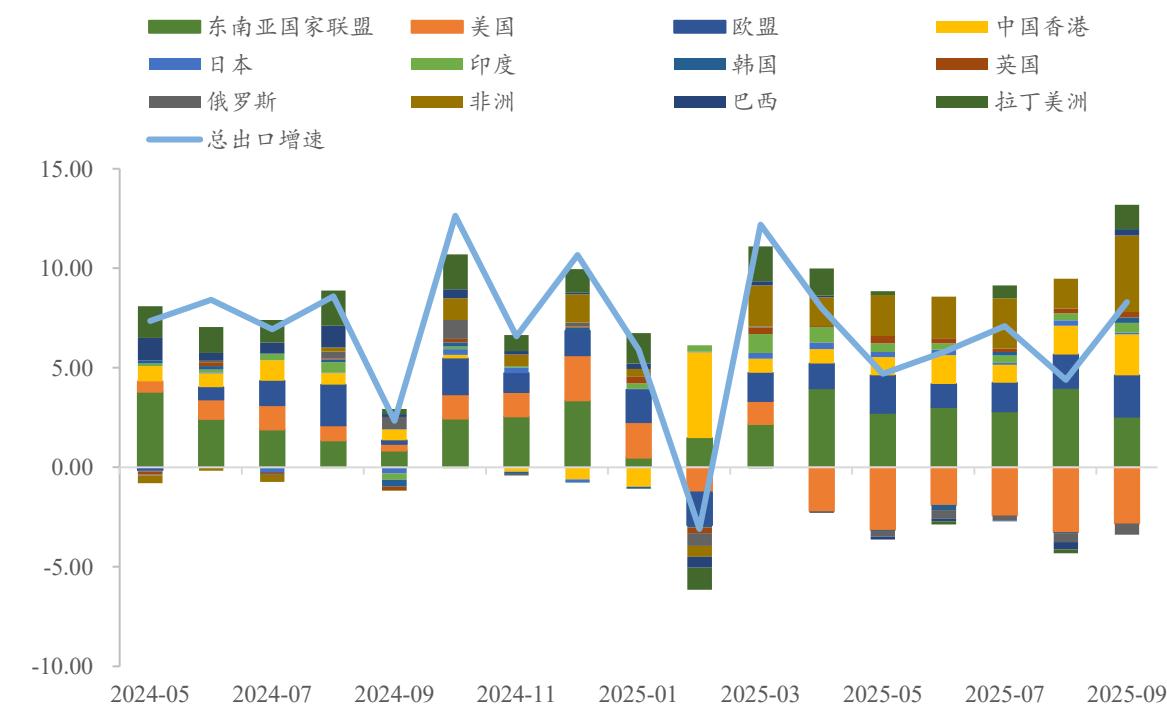


分国别和地区来看，对美出口增速依然在-27%左右的同比负增长；对欧盟、东盟、拉美、非洲增速却均在双位数增速，对非洲出口同比达56.4%。今年前9个月对东盟、非洲出口的累计同比分别为14.7%、28.3%，合并占比已为中国出口的23.4%。对非洲出口增长是目前出口的结构性亮点之一，背后存在非洲经济基础，东非处高增长阶段，世行预测坦桑尼亚、肯尼亚、乌干达、卢旺达等国2025年的GDP增速达4.5-7.0%；对越南出口同比是目前亮点之二，中国供应链是其工业部门的重要上游。

对各国家/地区出口同比

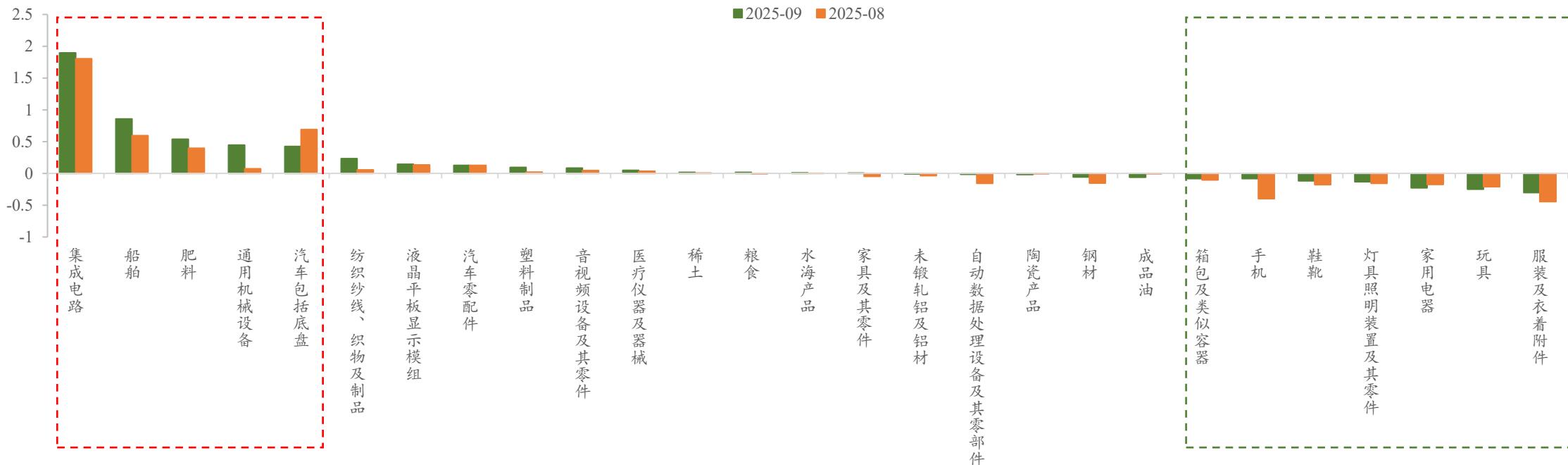


对各国/地区出口对总出口同比拉动



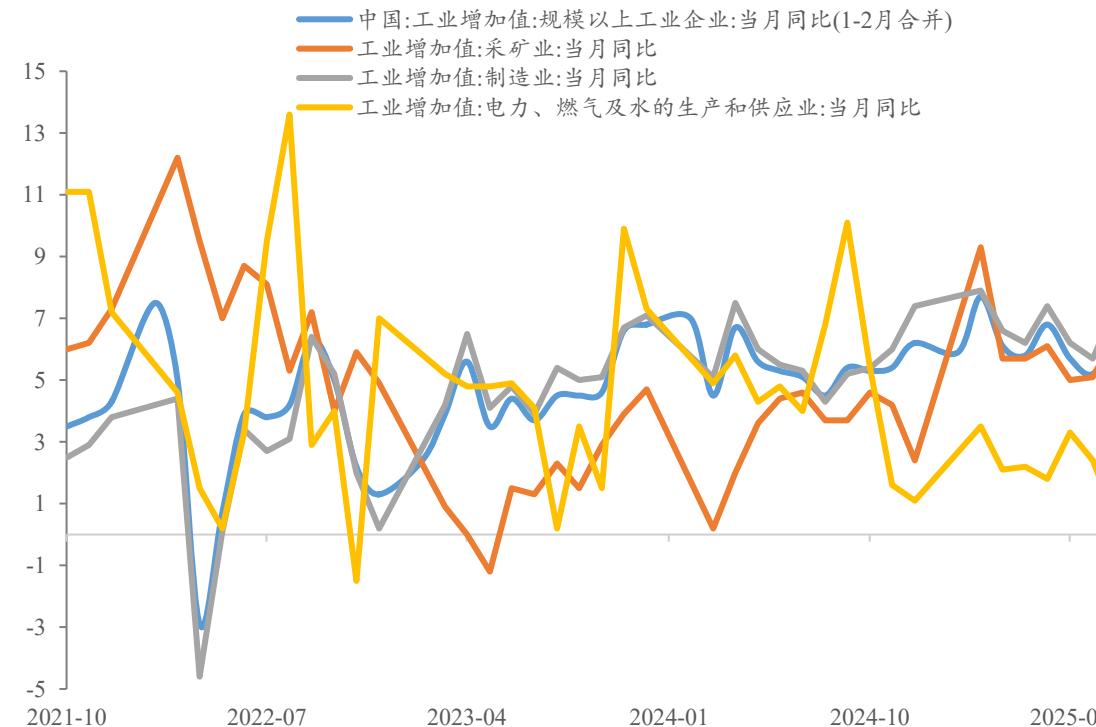
- 分产品来看，表现偏弱的领域包括：四大劳动密集型产品（纺织品、服装、箱包、玩具）合并出口同比-5.8%；电子产品（手机、自动数据处理设备）合并出口同比-1.0%；家电同比增长-9.7%。
- 保持高增速高贡献的主要为高端装备：通用机械设备同比增长24.9%、集成电路出口同比增长32.7%、汽车同比增长10.9%、船舶同比增长42.7%。

分行业出口同比对总出口增速拉动

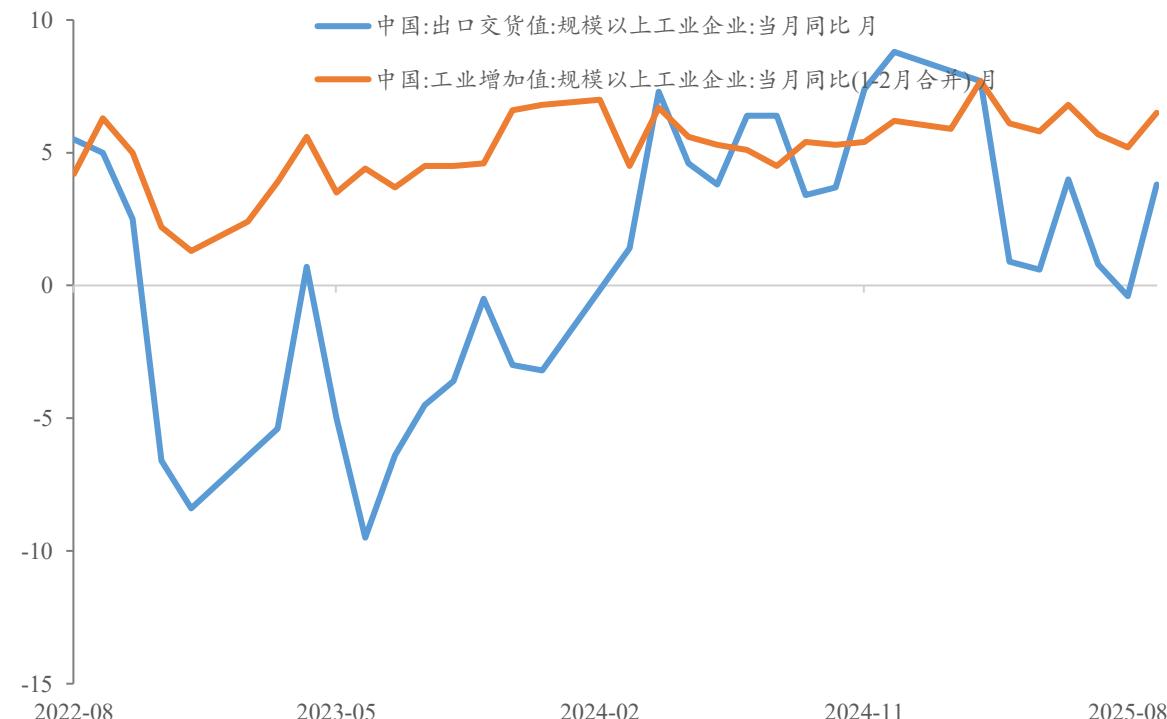


□ 9月工业增加值同比6.5%（前值5.2%），呈现出旺季回升特征。出口交货值同比增长3.8%（前值-0.4%），相较上个月明显回升，带动工业生产增速回涨。

工业增加值、采矿业、制造业、电力热力生产业增速（%）

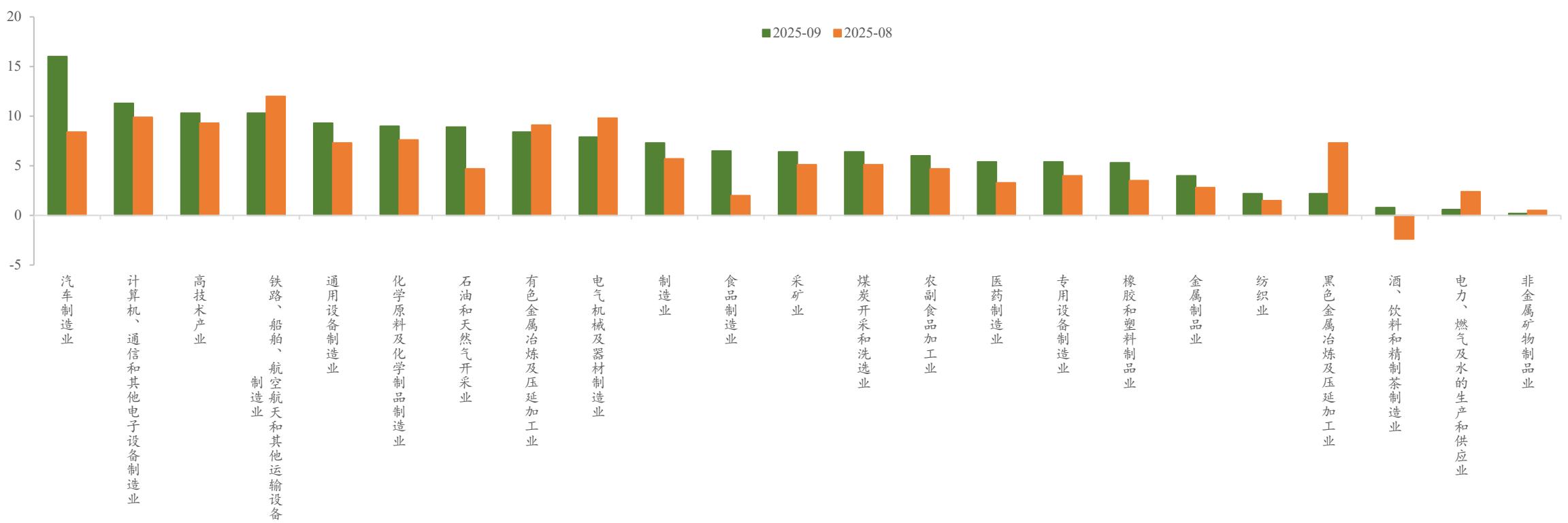


工业部增加值和出口交货值增速（%）



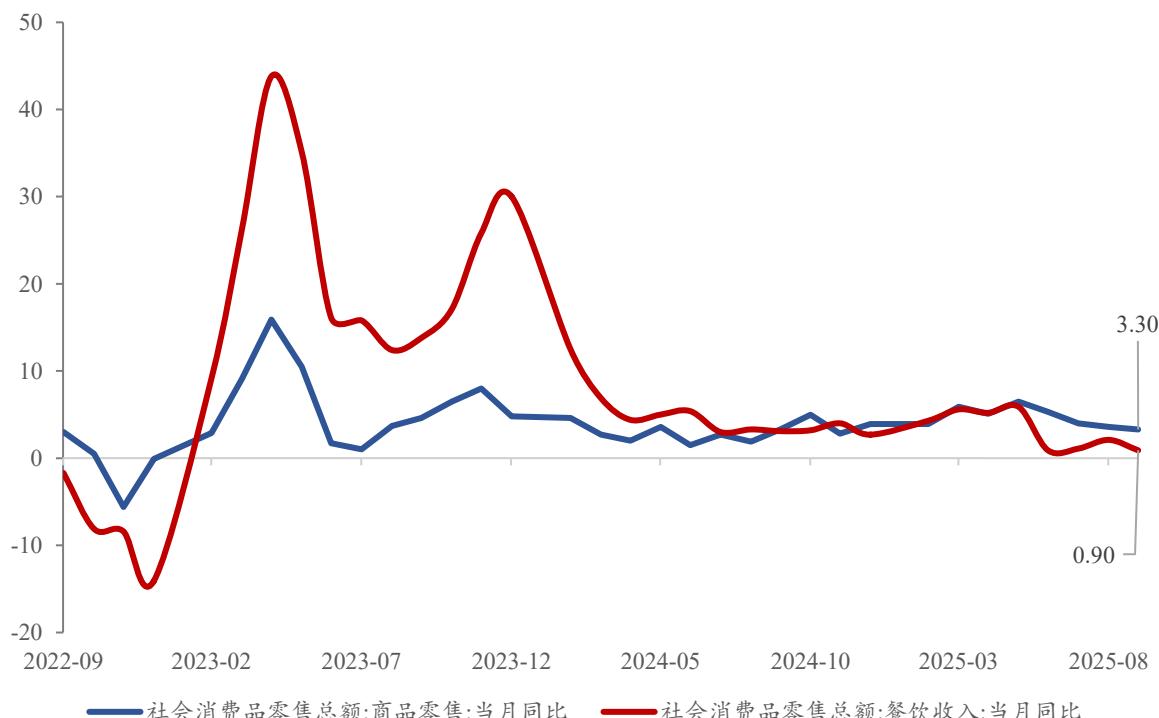
- 分行业来看，高技术产业增加值仍相对较高。制造业中还是铁路、船舶航空等运输设备、计算机通信、通用设备制造、汽车等产业工业增加值增速绝对值比较高。边际变化上来看，汽车、食品制造、石油天然气、饮料、医药等行业生产增速回升最多；黑色金属、电热生产、电气机械、运输设备等行业生产增速回落最多，可能与投资走弱有关。
- 从产品产量来看，产量增速偏高的主要是工业机器人、金属切削机床、汽车等；智能手机产量增速较低；水泥同比降幅进一步有所扩大。

分行业规模以上工业增加值同比增速（%）



- 9月零售同比增3.0%，创年内新低。餐饮收入增速自6月低点以来，连续两个月改善。
- 餐饮收入同比放缓1.2%至0.9%，拖累零售约0.1%。
- 汽车销售同比3.2%，较上个月同比0.8%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 (%)

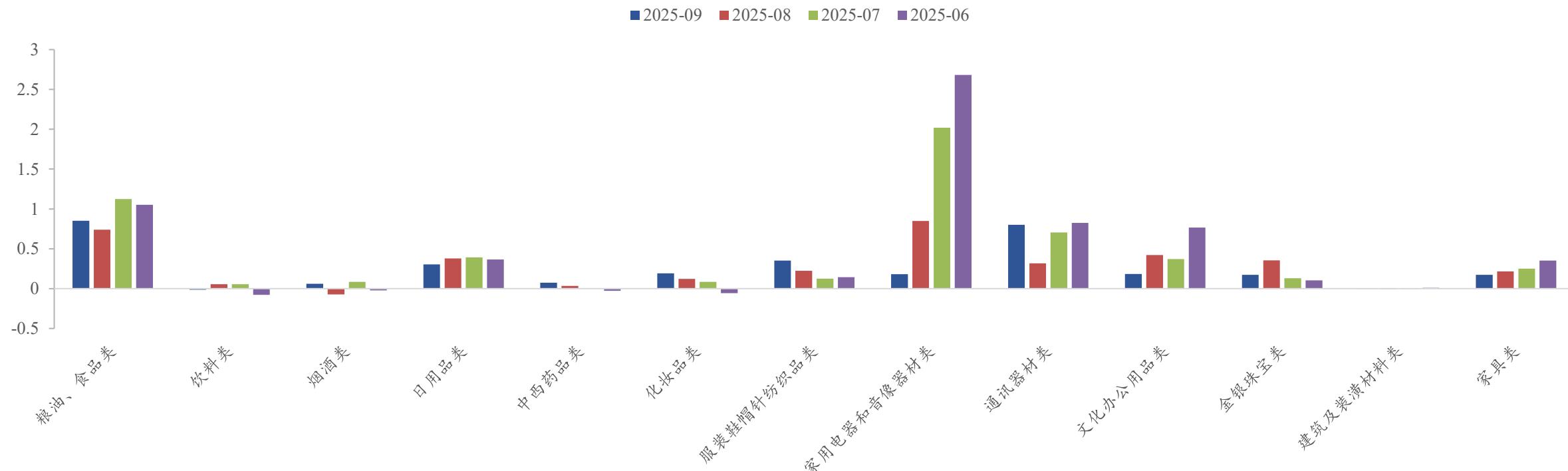


汽车类和除汽车外零售额同比增速 (%)



- 商品消费方面。国补相关商品拉动放缓，或主要受去年同期家电等基数抬升的影响。家用电器音像器材、家具、通讯器材、文化办公用品、汽车五类拉动9月零售同比1.1%，较前月小幅放缓0.14%。
- 其中9月家电销售在基数走高背景下下降较快，文化办公用品、金银珠宝增速也有所放缓；而汽车零售额增速低位企稳，通讯器材销售增速有所反弹。

分类型商品零售额同比对限额以上商品零售增速的拉动(%)

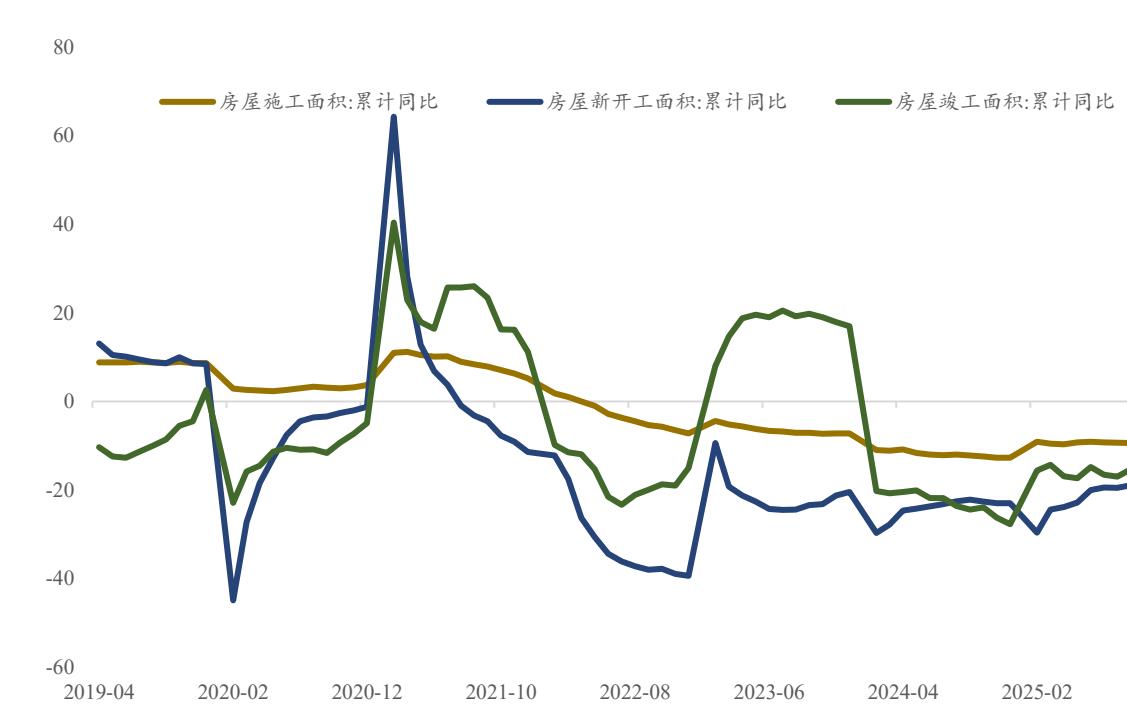


- 9月固定资产投资累计同比-0.5%，低于前值的0.5%。其中地产、制造业、广义基建有不同程度回落。其中，制造业投资当月同比-1.9%，前值-1.3%；地产投资当月同比-21.2%，前值-19.4%；大口径基建投资当月同比-8.0%，前值-6.4%。今年更多财政资源用于债务置换与偿还，用于基建的资金可能相应减少。其中水利投资增速下行较快，同时代表地方基建投资的公共设施管理业投资同样下降，均拖累基建增速。狭义基建投资同比降幅较前月收窄1.2%至-4.6%。而制造业投资放缓0.6%至-1.9%，可能受到两方面因素影响，一是关税冲击下，部分企业削减投资；二是反内卷涉及到的部分行业，因产能相对过剩而削减投资。地产投资放缓1.8%至-21.3%，主要或受到销售偏弱以及前期拿地较少的拖累。
- 整体来看，完成全年5%目标压力较小，政策加码的必要性下降。内需的短板为投资端，其次社零面临基数抬升、国补拉动放缓，同比难有大提升空间。年内政策可能更多抓落实，财政和准财政方面，10月17日宣布，中央财政安排5000亿元地方政府债务结存限额下达地方，此外之前的5000亿元政策性开发性金融工具也逐步落地。

## 主要行业投资同比增速（%）

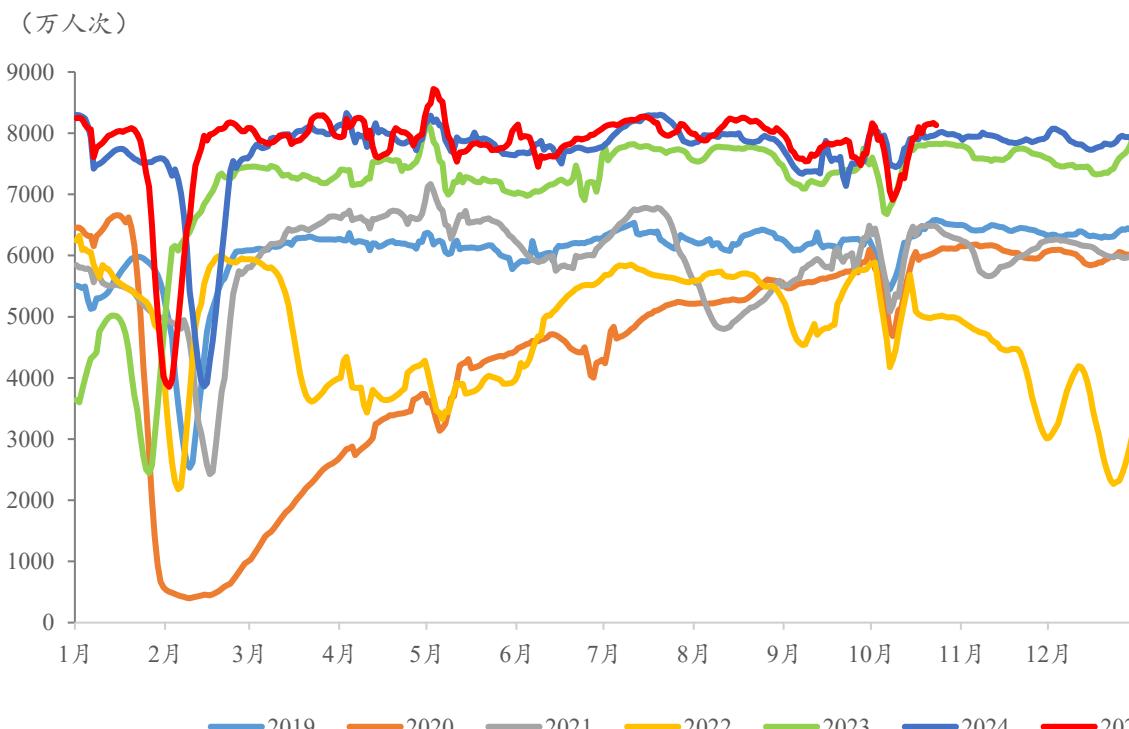


## 房地产开工、竣工同比增速（%）

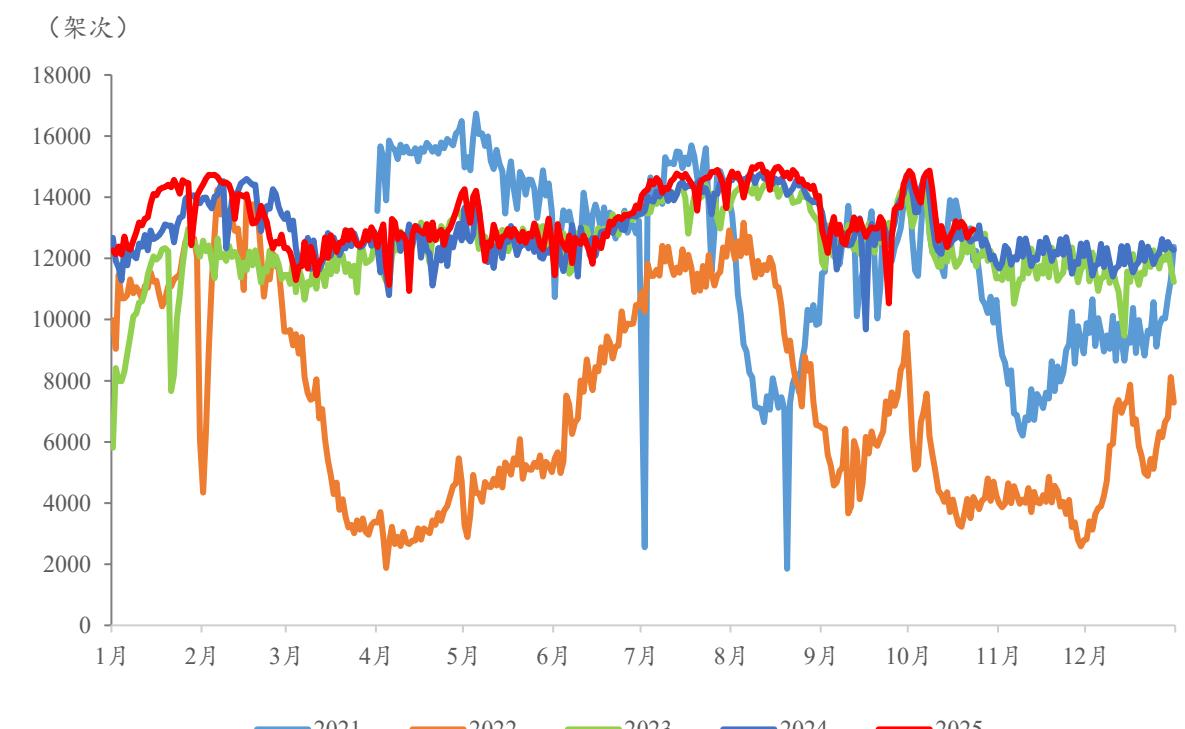


- 地铁客运和执行航班数据为居民生活半径和出行指标，与消费和服务业活动存在关联，目前地铁客运同比增速维持正增长，航班数环比小幅回落，反映暑期出行需求退坡，不过同比仍保持正增长。
- 截至目前，10月主要城市地铁客运量日均环比增速-1.54%，同比增速-1.49%，当前绝对值处在历史偏高位，国庆节后地铁出行季节性下降。
- 截至目前，10月国内执行航班数日均12888架次，环比增速4.13%，同比增速2.65%，较上月同比回升，当前绝对值处在历史高位。

主要城市地铁客运量 (7日移动平均)

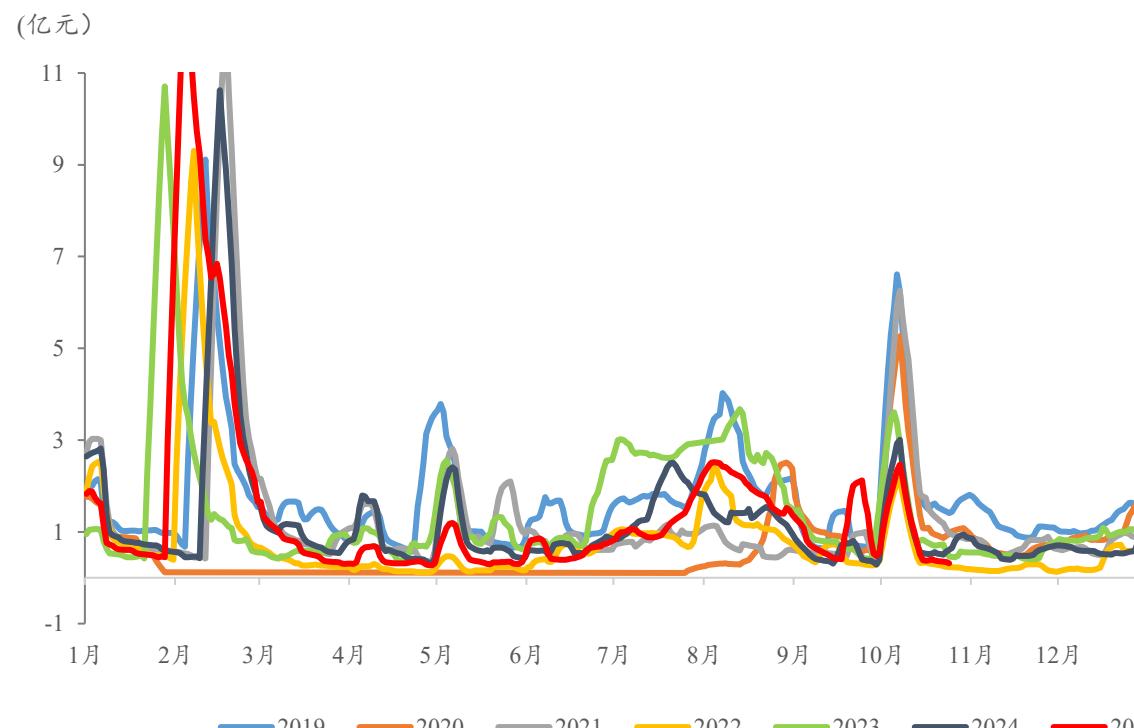


国内执行航班数

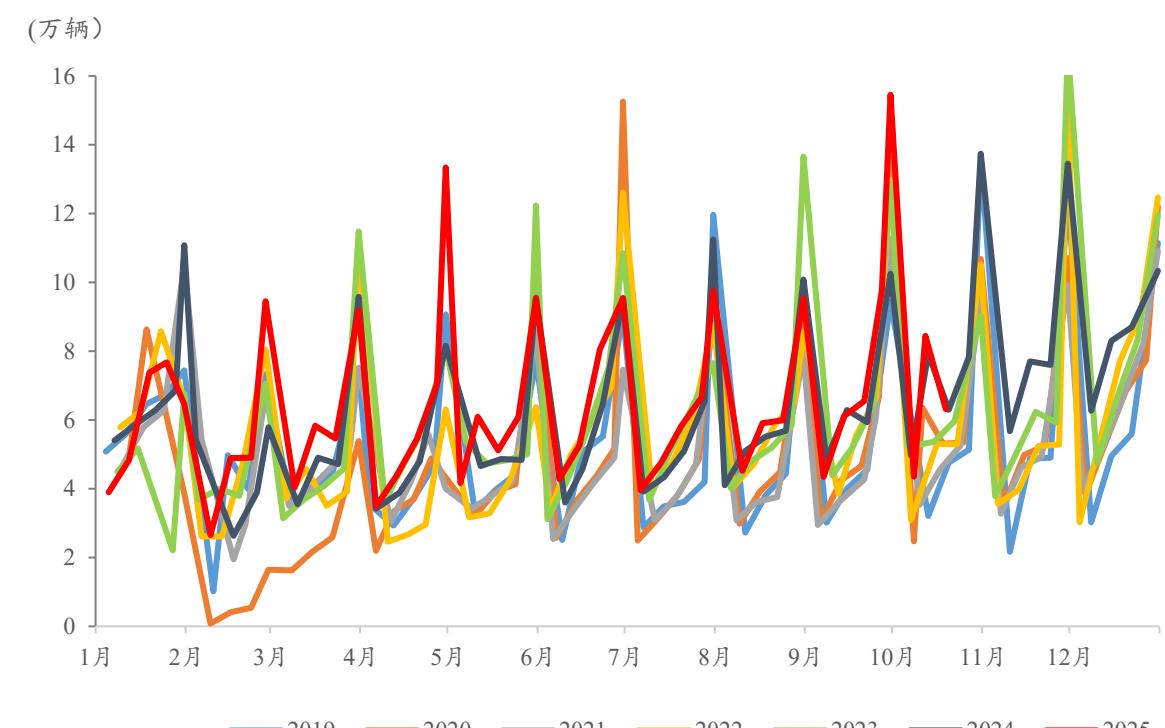


- 截至目前，10月电影票房均值12581万元，季节性降低，环比增速11.92%，同比去年同期增速-20.96%，同比增速回落主因或是部分影片在国庆前上映，分流了十月票房，目前处于季节性低位。
- 截至目前，10月乘用车销量均值6.7万辆，环比增速-24.53%，同比去年同期增速-0.34%，同比增速比较大幅回落。

全国电影票房 (7日移动平均)

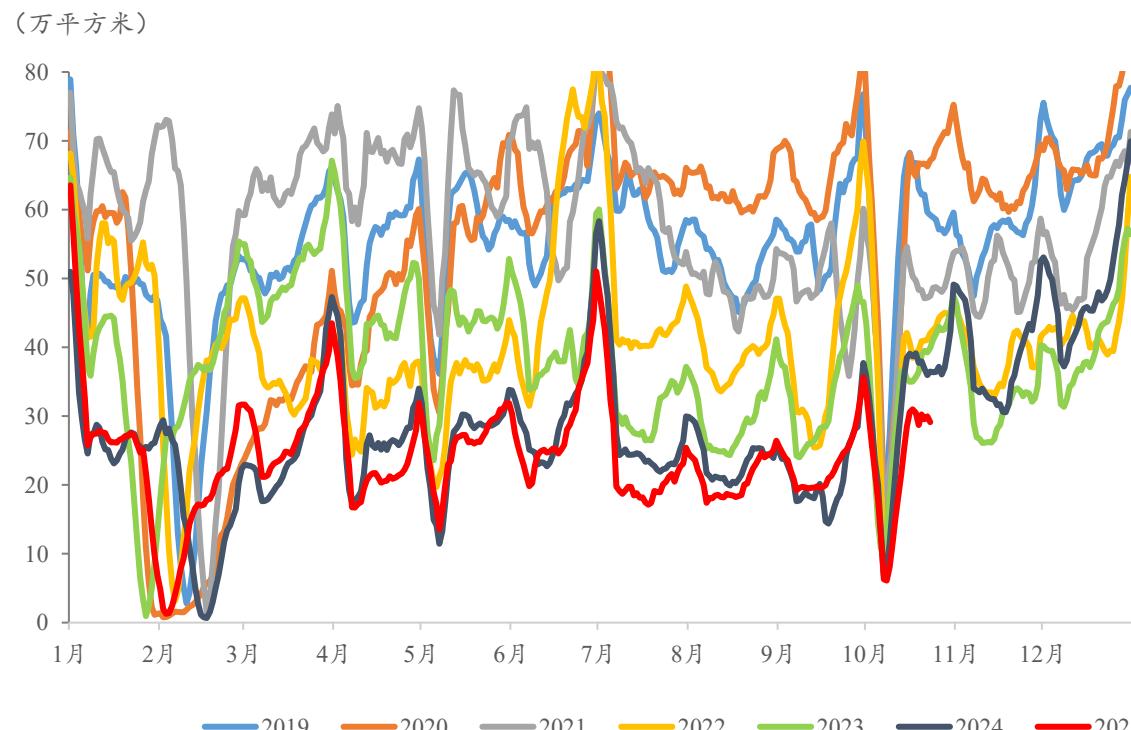


乘用车销量：厂家零售

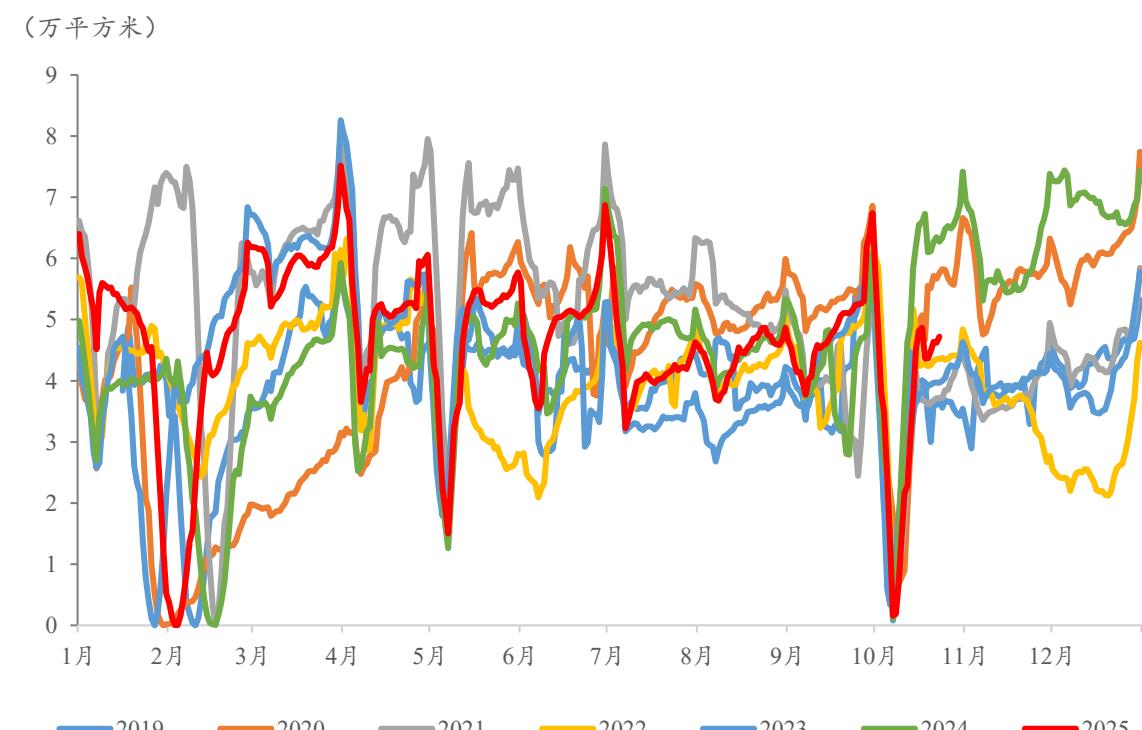


- 目前来看10月新房成交同比回落幅度有所加大，一线二手房销售量同比回落。
- 10月30大中商品房成交面积日均值21.3万平方米，环比增速-13.13%，同比去年同期增速-22.26%，同环比增速均下滑，整体新房销售增速绝对值处于季节性低位。
- 10月北京二手房销售面积日均3.13万平方，环比增速-39.06%，同比去年同期增速-28.84%，同环比增速出现下滑。后续关注进一步巩固房地产市场稳定的增量政策。

30大中城市商品房成交面积 (7日移动平均)

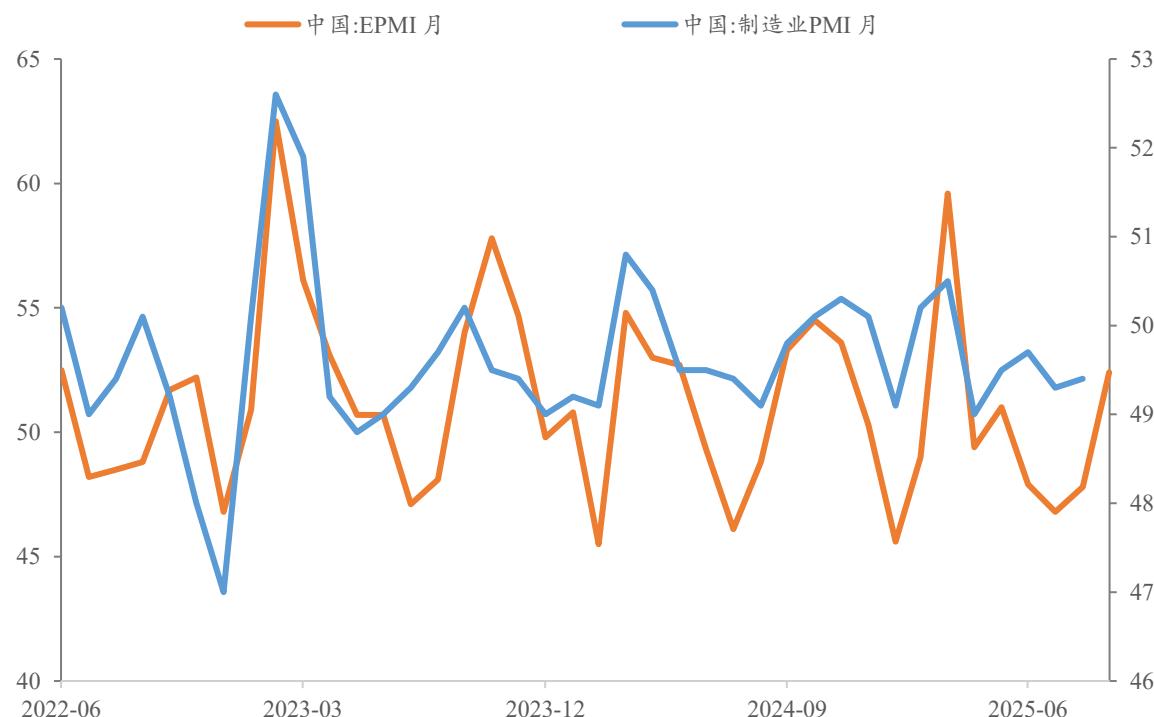


北京二手房成交面积 (7日移动平均)

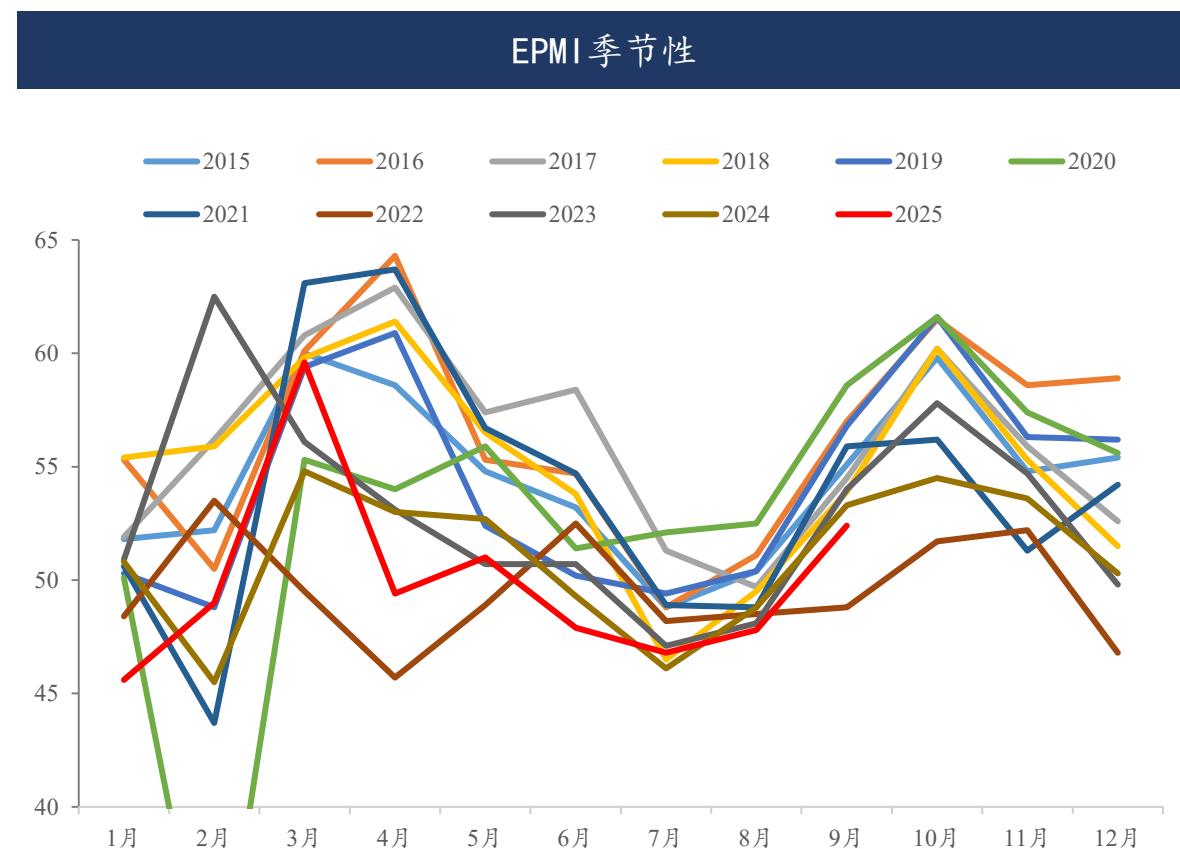


□ 9月EPMI环比上行4.6%至52.4。9月EPMI季节性上行，环比上行幅度大致持平于季节性均值。从分项指标看，供需指标均有不同程度改善。生产量、产品订货、出口订货环比分别上行7.8%、6.5%、6.8%，生产好于需求。三季度以来经济出现一定的放缓迹象，8月起新一轮扩内需政策落地，个人消费贷款贴息、北上深房地产政策等接续落地。9月EPMI数据来看，旺季的环比季节性回升仍在，且整体环比持平季节性，但是同比来看可能与7-8月相距不大。意味着9月制造业PMI也有概率季节性环比上行。

PMI&EPMI边际回落

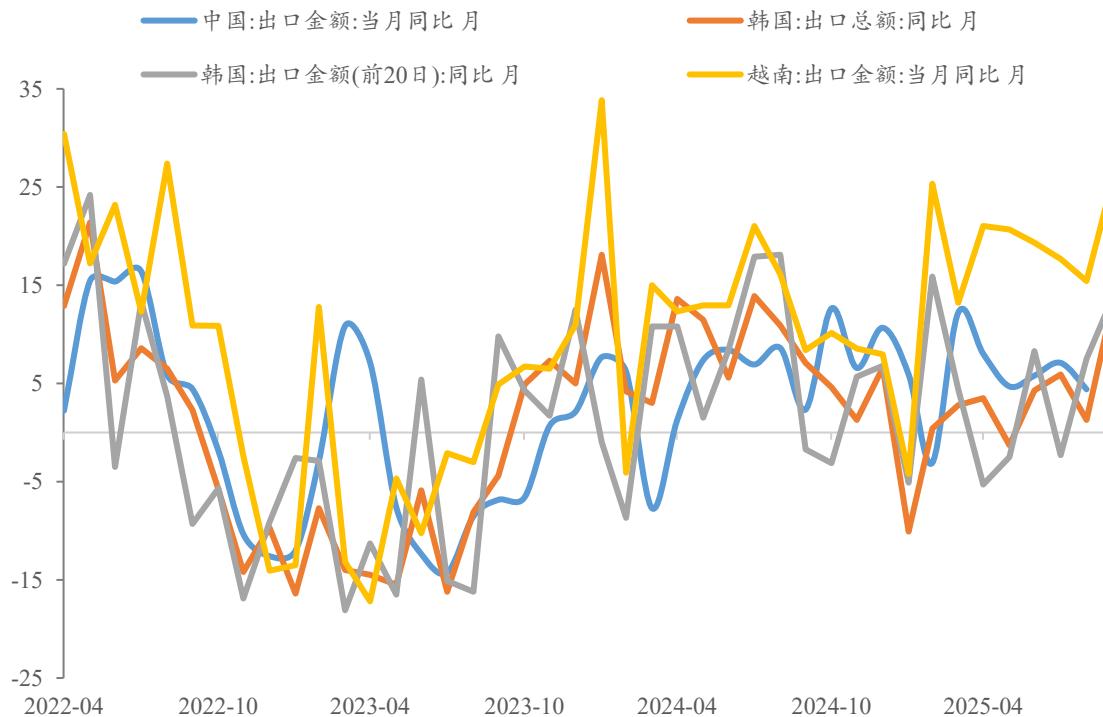


EPMI季节性

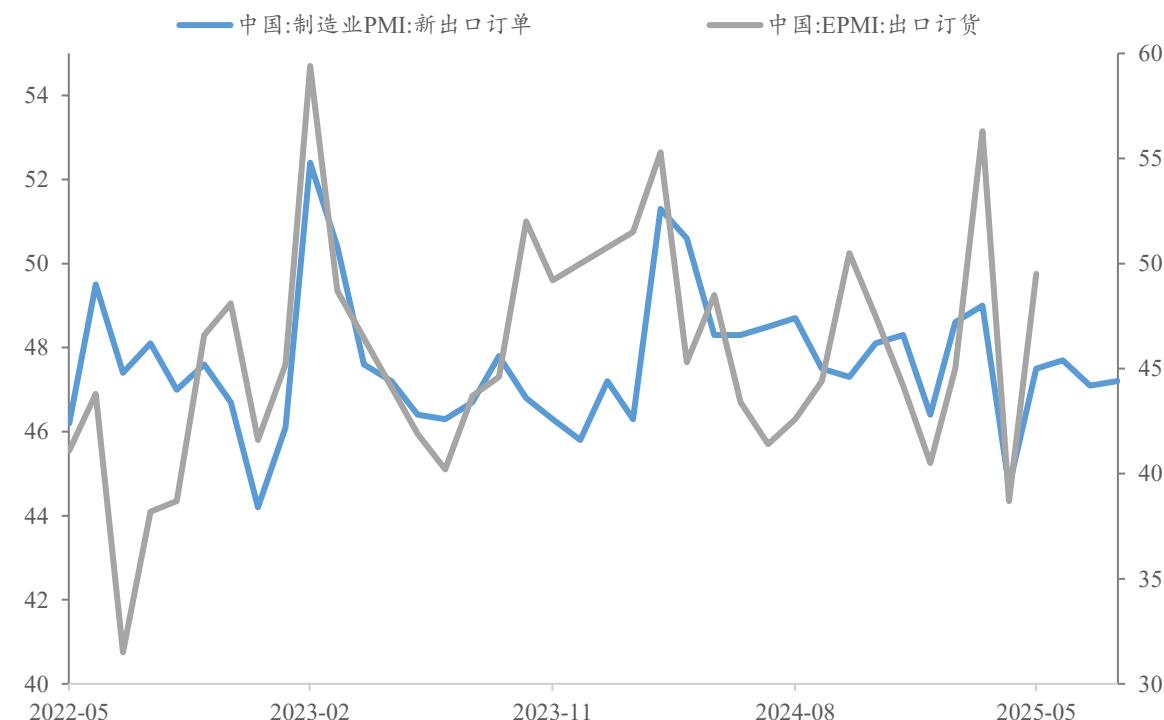


- 9月韩国前20日出口同比13.5%，较上月7.6%回升。
- 9月韩国出口同比12.7%，较上月1.3%回升。
- 9月越南出口同比25.32%，较上个月的15.42%回升。
- 9月周边国家出口同比均回升，结合9月PMI出口订单分项回升，预计出口同比有望上行。

韩国前20日、韩国、越南出口同比

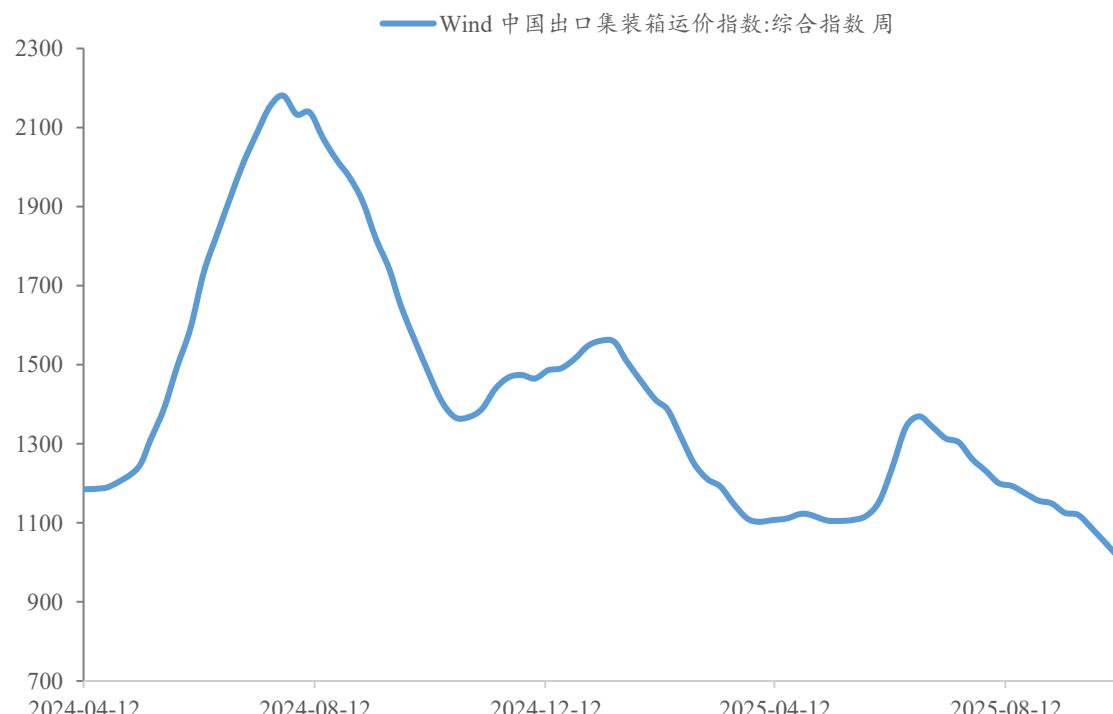


PMI、EPMI出口订单指数

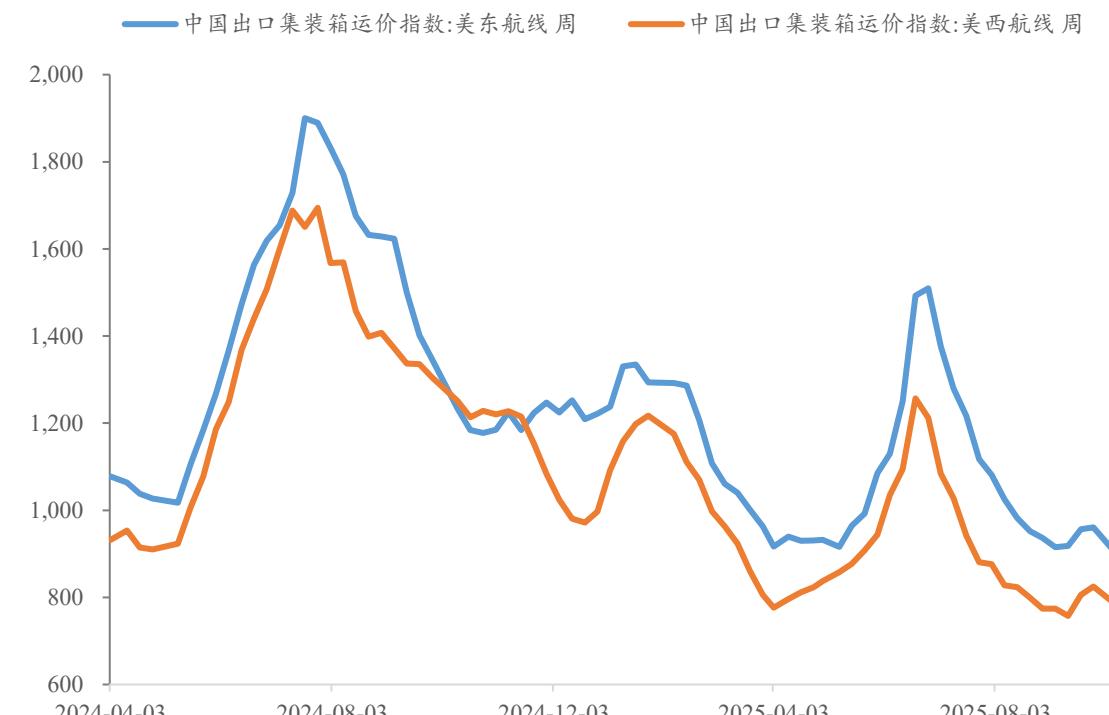


- 10月出口集装箱运价指数环比-11.3%，进入10月运价整体降幅扩大。
- 10月美西和美东航线集装箱运价指数均值环比-4.77%、-1.62%，整体运价维持负增但降幅明显收窄。

## 中国出口集装箱运价指数



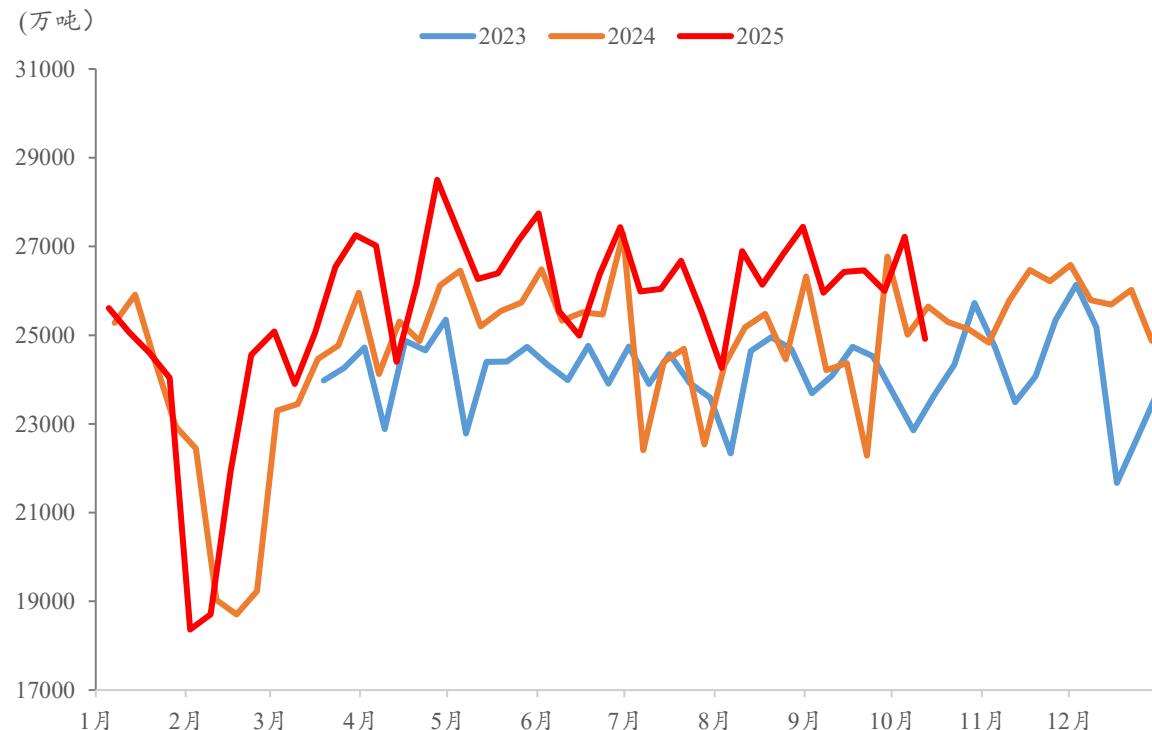
## 美西航线&美东航线集装箱运价指数



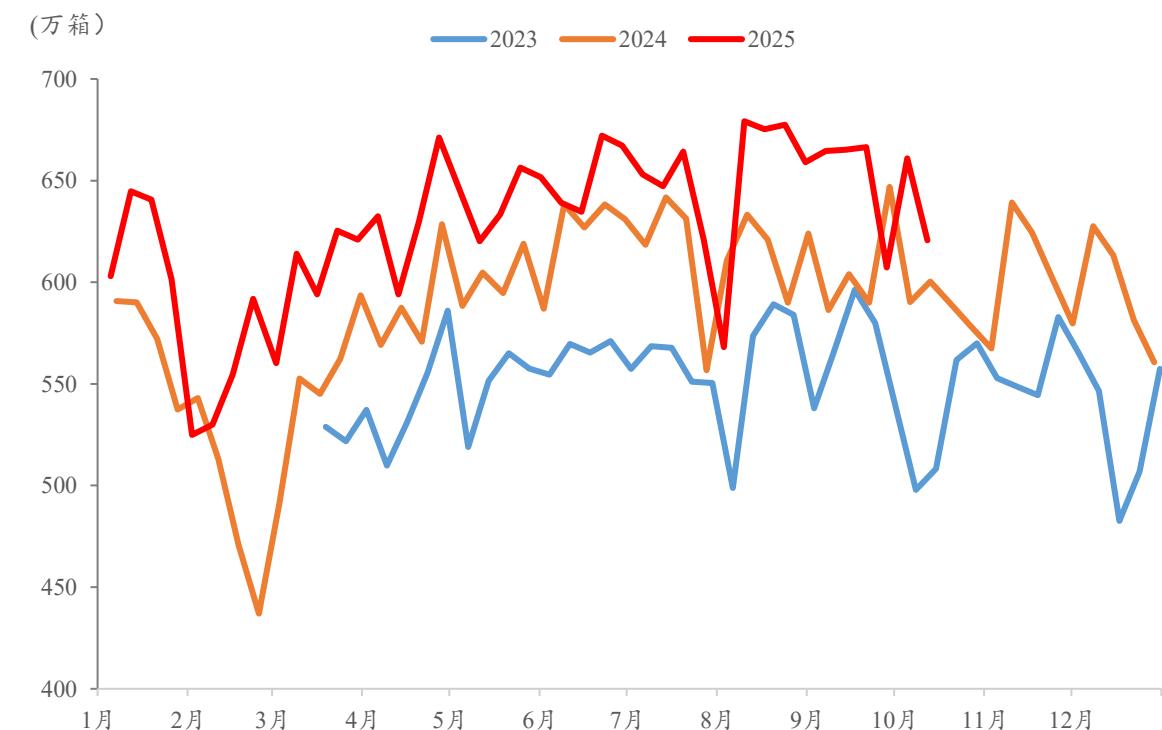
# 出口高频数据：抢转出口效应下，出口增速具有韧性

- 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）

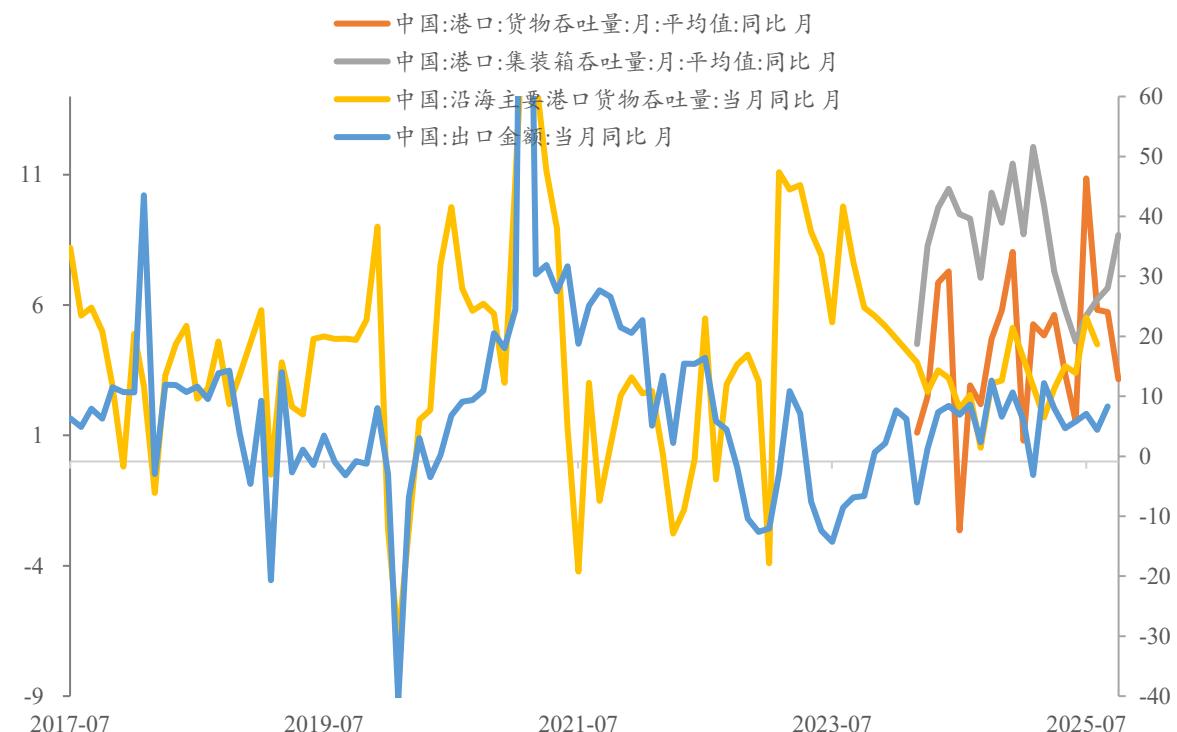


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

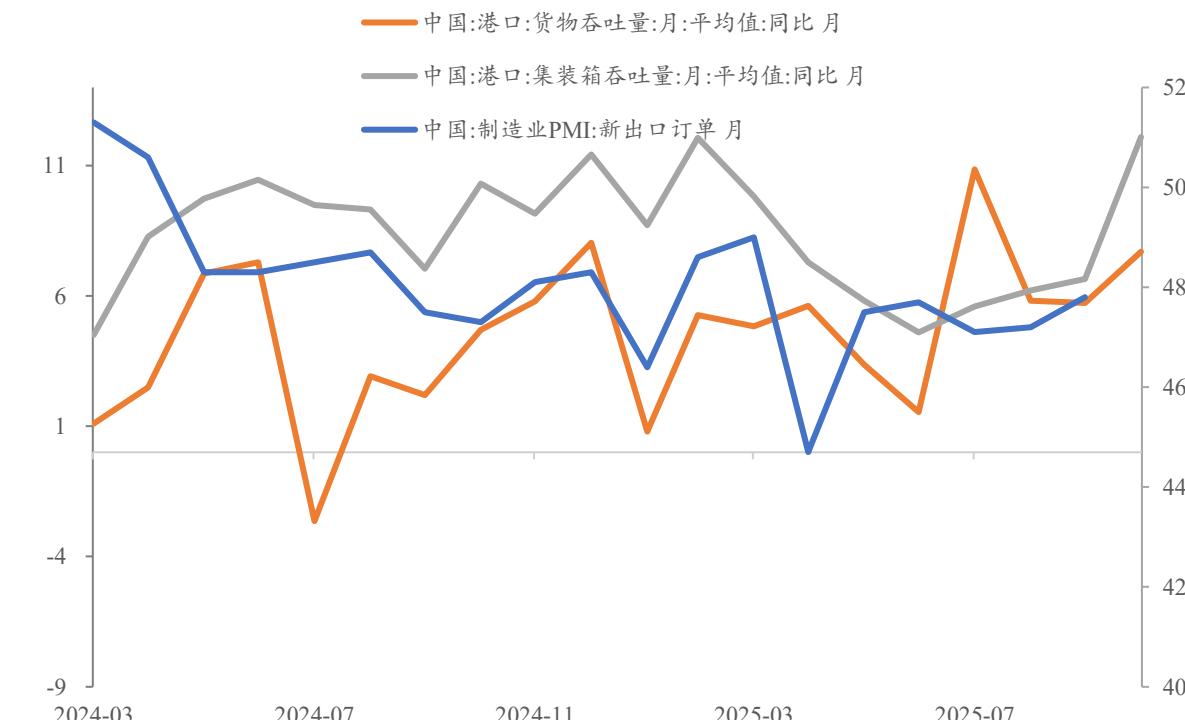


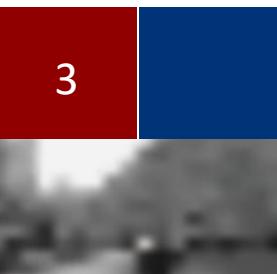
- 长周期来看，沿海主要港口货3.16%、8.69%，从港口货运同比看目前出口增速维持正增长，中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期3个月，预计三季度出口增速失速风险较低，9月预计出口增速维持韧性。
- 展望四季度，一方面高基数效应下对欧美地区增速或有回落，对东盟和非洲等经济体出口韧性较为关键，另一方面，中美关税也存在变数，10月开始新一轮关税谈判和博弈开启。总体而言我国出口增速仍有韧性，不过在需求前置和高基数效应下同比或有回落。

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





## 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。

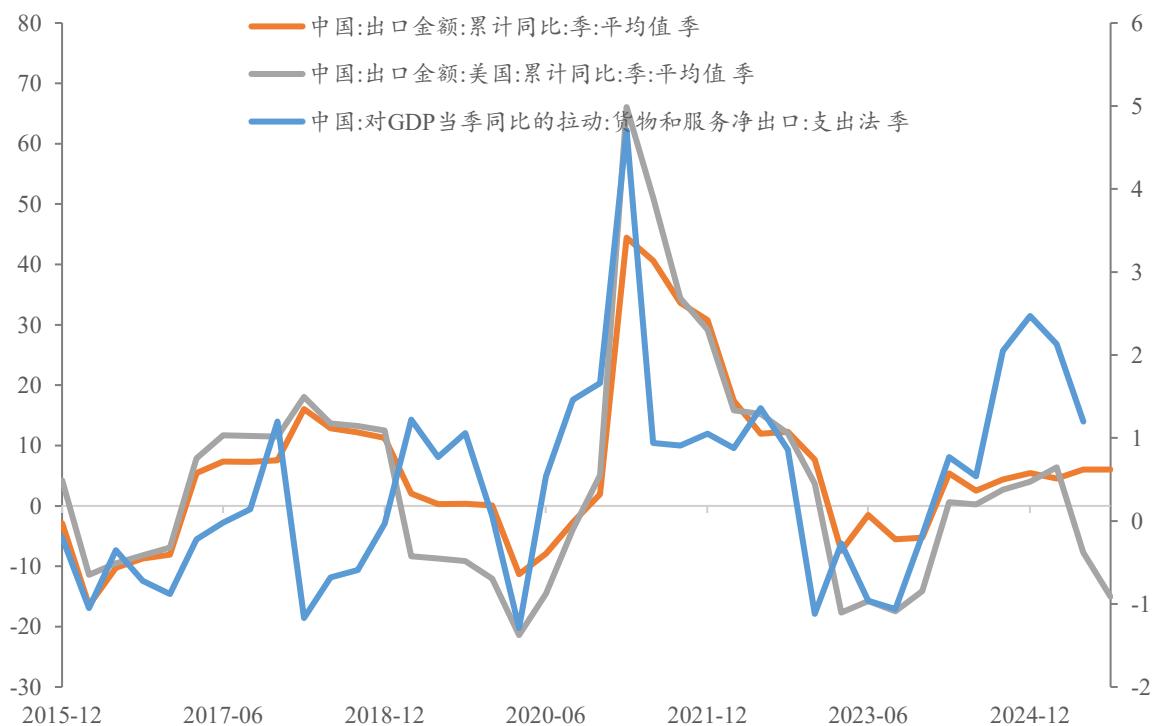


- 中美对关键领域进行互相限制。7月美国扩大对华半导体技术出口限制，中国加速“双循环”战略，10月9日，中国商务部宣布对稀土、锂电池等关键材料实施出口管制。
- 美国第四轮威胁加关税。美国宣布自11月1日起对华所有商品加征100%关税，中国同步对美船舶加收特别港务费（10月14日生效）这一轮国内资本市场对此定价比较克制，整体呈现观望的态度，一方面是关税实操上也有一定障碍，目前美国政府仍在停摆状态，两党博弈前景不明，后续也需要关注美国商务部等能否落实关税，因此“TACO”交易主导周一的市场，两一方面是很短时间内中美可能就会进行谈判，结果有可能出现反复，时间线上，中国10月20日至23日将召开四中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

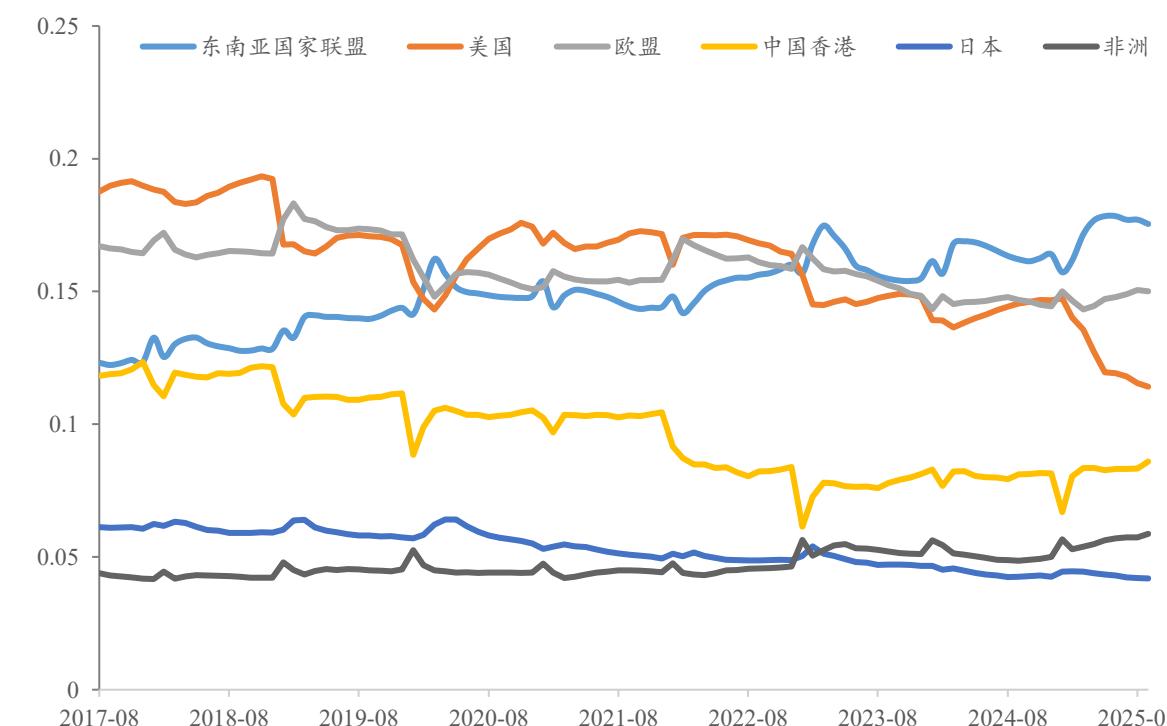


- 理论上外需下行可能拖累中国出口增速，进一步出口下滑或将对我国全年GDP形成负面影响。不过今年我国出口的增速强于预期，整体而言韧性较强，对美出口占比持续回落，对东南亚、欧盟、非洲等地出口占比持续抬升，具有竞争力的中国商品带动了整体出口增速。
- 10月开始关税政策出现新进展，外贸挑战仍有加码的可能性。外需风险持续存在的状况下稳定内需重要继续增强，尤其在当前出口仍有韧性的时期，是推动扩内需政策的窗口期。

中国对美出口增速、中国整体出口增速、净出口对GDP拉动（%）

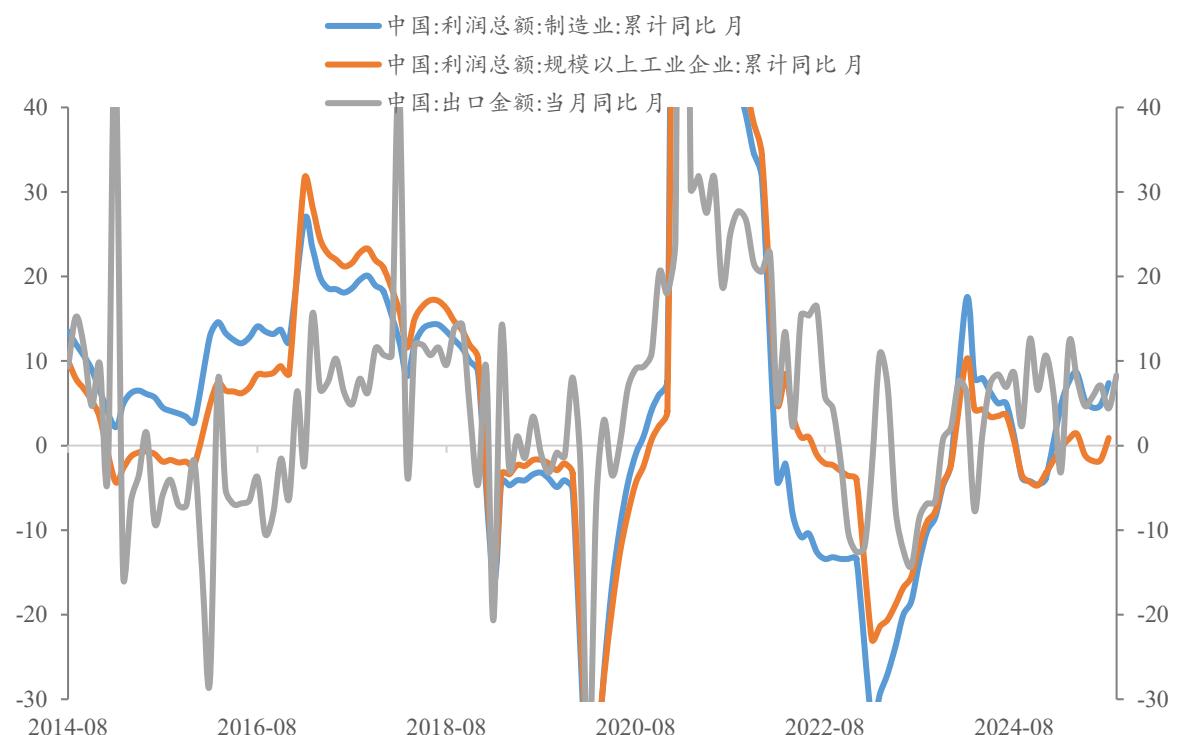


主要出口国占我国出口份额

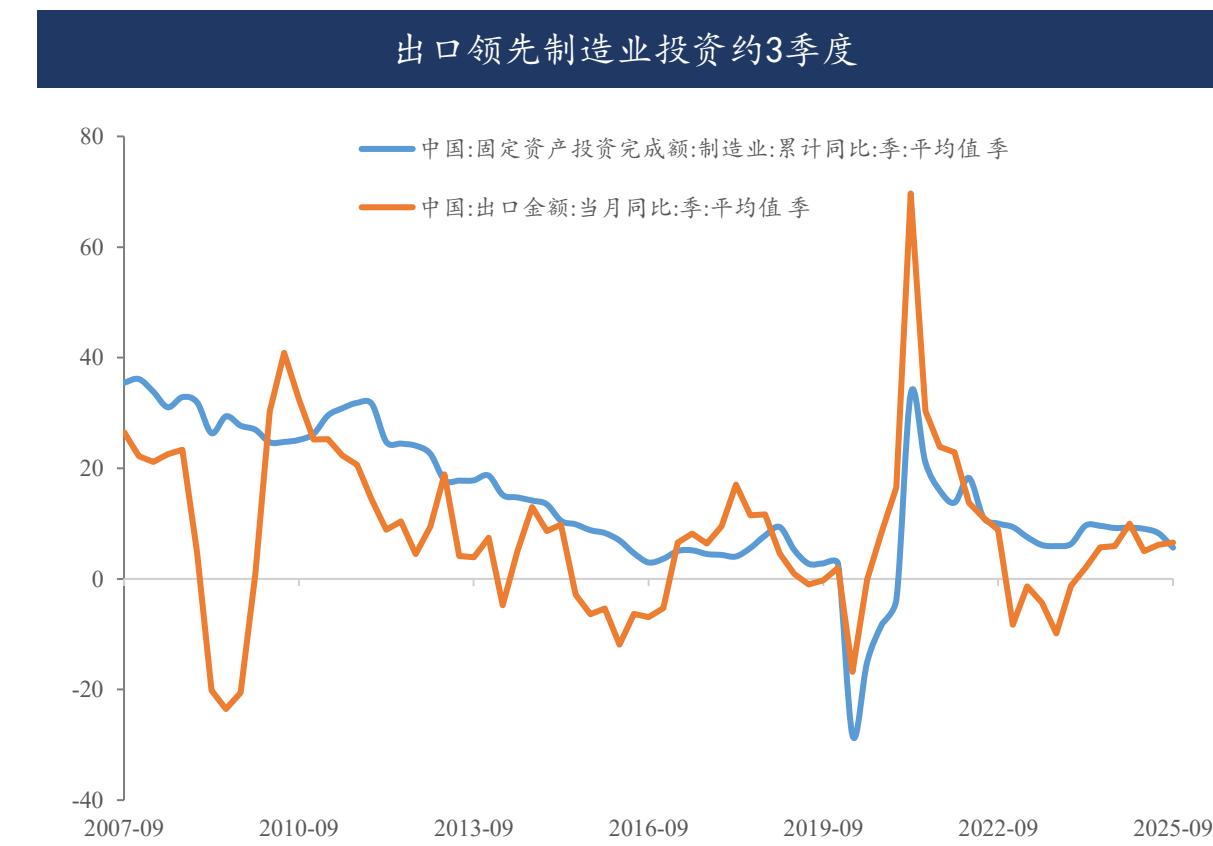


- 除此以外，出口增速主要与中游制造业利润、投资增速关联度较高，目前出口韧性较强，对此没有形成明显拖累，不过如果后续有下行压力，应会逐步传导至制造业投资和相关工业生产数据中。
- 国内扩内需政策有几条主线：一是促进通胀中枢以抬升企业利润刺激微观活力，二是消费和投资端发力扩大有效需求。

出口与中游制造业、相关工业企业利润

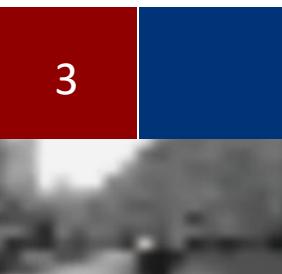


出口领先制造业投资约3季度



召开时间 主要内容	2025年9月23日 三季度货币政策委员会例会	相关解读
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， <b>贸易壁垒增多</b> ，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>	
工作基调	<u>落实落细</u> 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>	1、 <b>政策基调</b> ，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
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， <b>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。</b>	2、 <b>稳固信贷支持力度</b> 。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。
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。	3、 <b>提及“防范资金空转”、“关注长期收益率变化”</b> 。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。
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…… <b>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</b> 。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率， <b>防范资金空转</b> 。	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。
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 <b>科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸</b> 等，做好 <b>“两重”“两新”等重点领域的融资支持</b> 。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	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， <b>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</b> ，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	

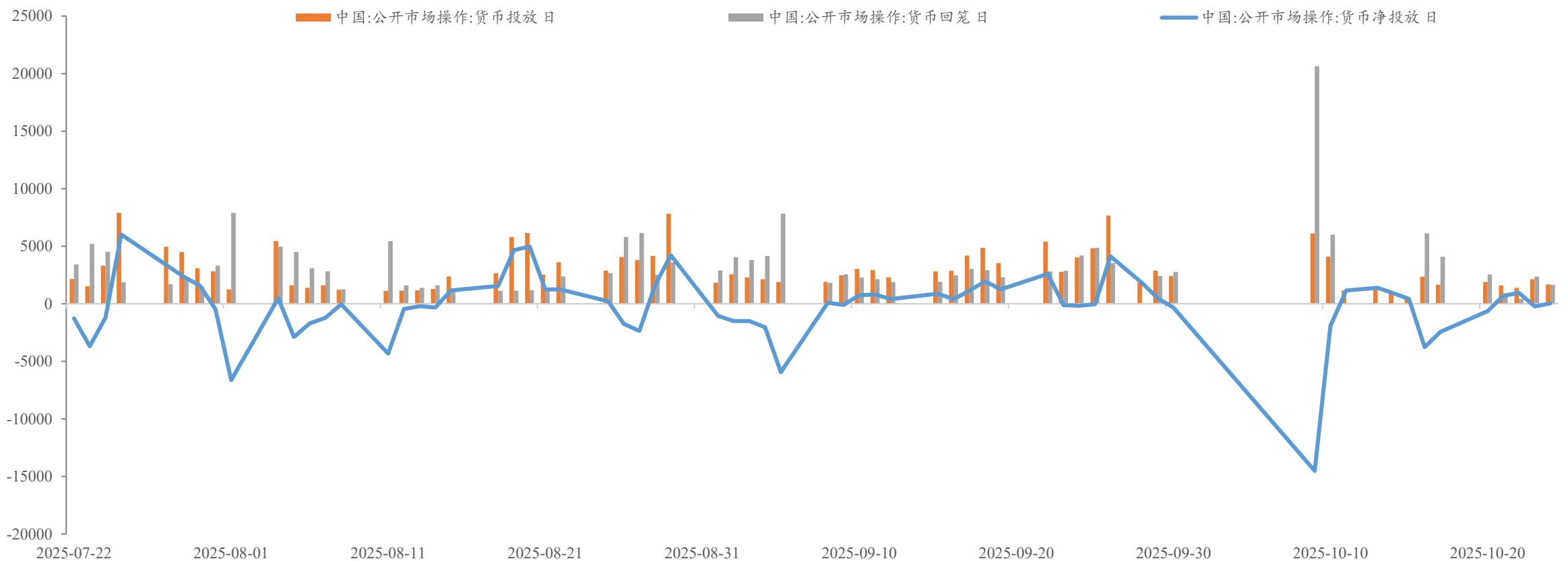
会议/行业	召开时间	2025年8月 主要内容	相关解读
国务院第九次全体会议	2025/8/19	<p>1、要进一步提升宏观政策实施效能，深入评估政策实施情况，增强政策针对性有效性，及时回应市场关切，稳定市场预期。</p> <p>2、持续激发消费潜力，系统清理消费领域限制性措施，<b>加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。</b></p> <p>3、<b>加大有效投资</b>，发挥重大工程引领带动作用，适应需求变化更多投资于人、服务于民生，积极促进民间投资。</p> <p>4、纵深推进全国统一大市场建设，不断释放超大规模市场红利。</p> <p>5、采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，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</p> <p><b>近期地方继续松地产，聚焦取消限购限售+优化公积金支持。</b></p> <p>北京取消五环外限购、同步加大公积金贷款支持。</p> <p>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%。</p> <p>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</p> <p><b>此外，广州、上海部署加快推进城中村改造、城市更新</b>，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”</p>	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>
一线城市地产政策放松	2024/8		
国务院常务会议	2025/8/22	<p>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；  <b>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。</b>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。</p>	
国务院关于推动城市高质量发展的意见	2025/8/28	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>3、创新财政金融政策工具，吸引和规范社会资金参与，稳步推进公用事业价格改革。<b>（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</b>，重点授向数字经济、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）</p> <p>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。</p>	



## 资金面跟踪

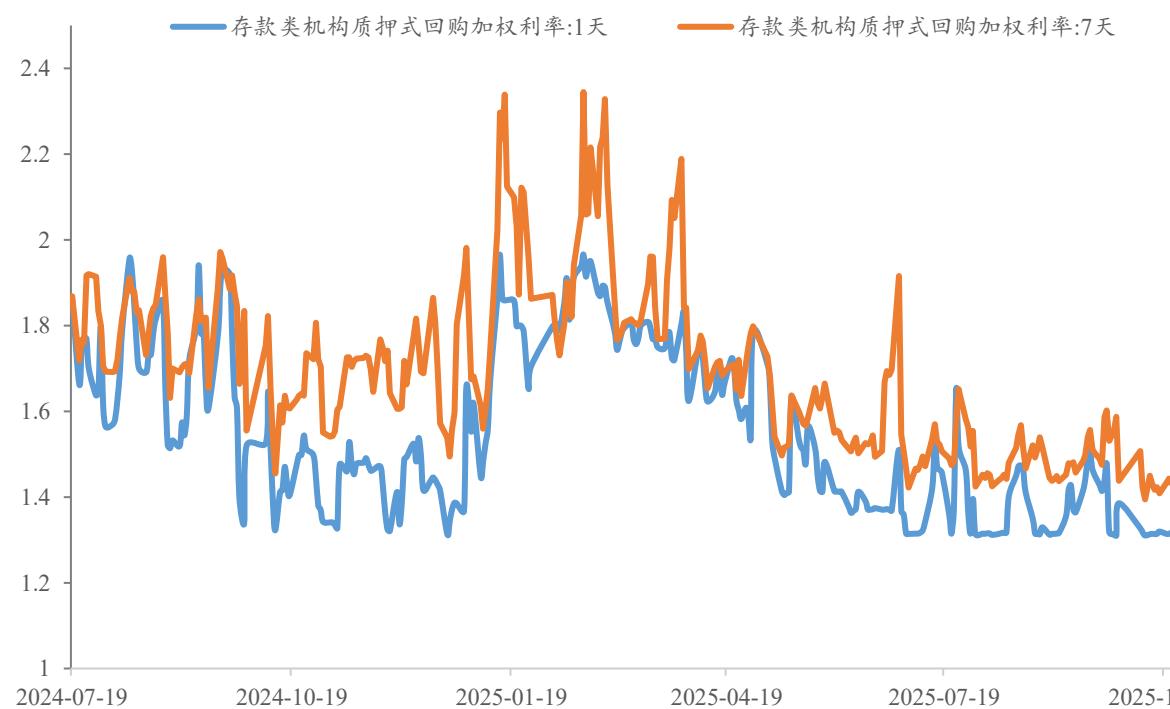
- 本周央行公开市场有7891亿元逆回购到期，进行了8672亿元逆回购投放，净投放1981亿元。
- 下周将有8672亿元逆回购到期。
- MLF：10月27日将开展9000亿元MLF操作，本月有7000亿元MLF到期，超额续作2000亿元；买断式逆回购：10月分别有8000亿元3个月期和5000亿元6个月期买断式逆回购到期，央行公布进行11000亿元3个月买断式逆回购和6000亿元6个月操作，本月超额续作4000亿元。

## 公开市场操作（亿元）

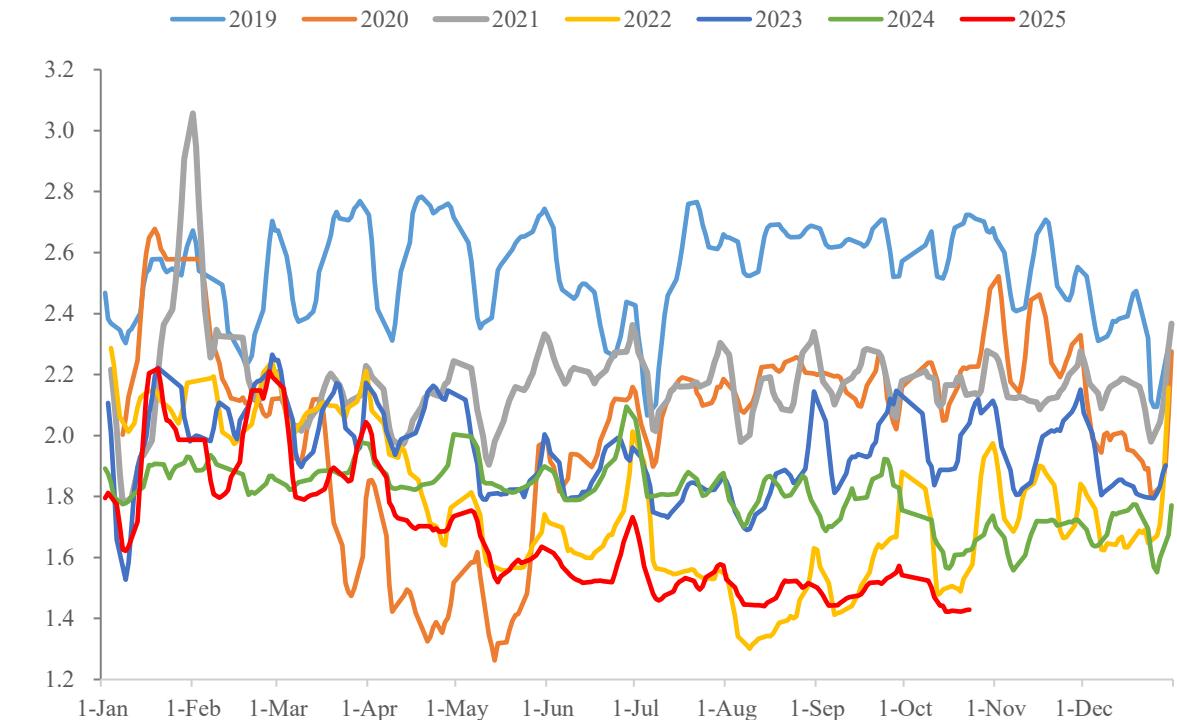


- 截至10月24日，本周存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.3168%，较上周均值变化0.188BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.429%，较上周收盘变化0.36BP。央行一边进行逆回购净投放，一边MLF超额续作，总体对资金面维持呵护，资金利率稳定在年内低位。

银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

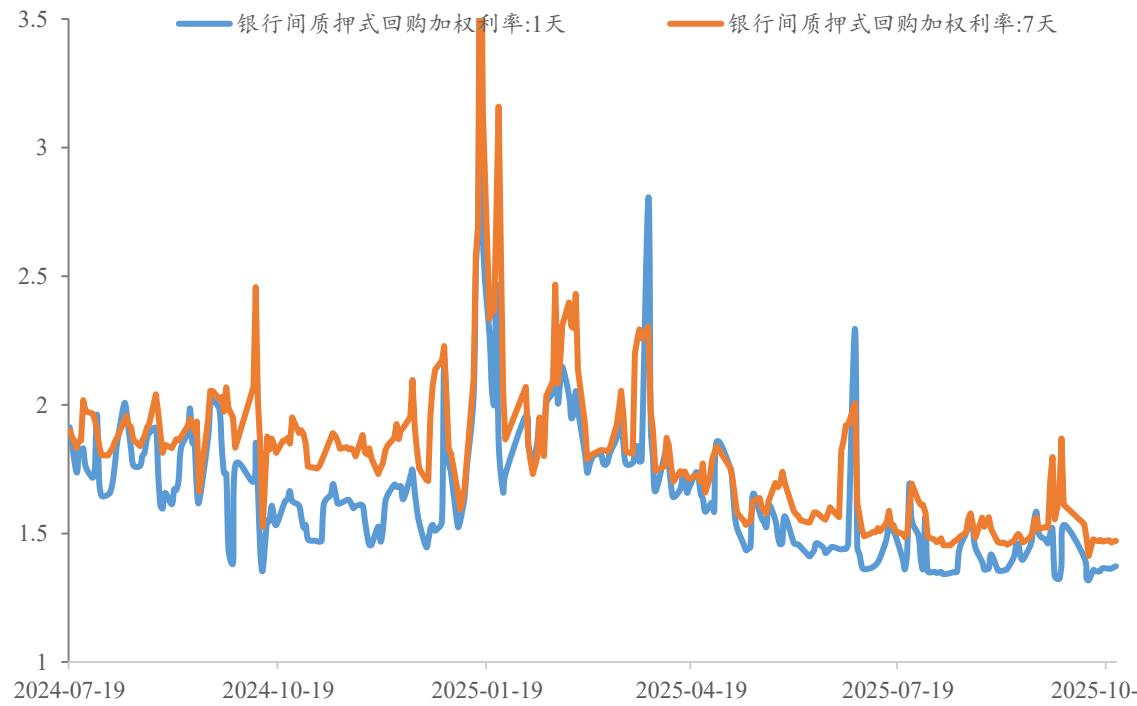


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性 (%)

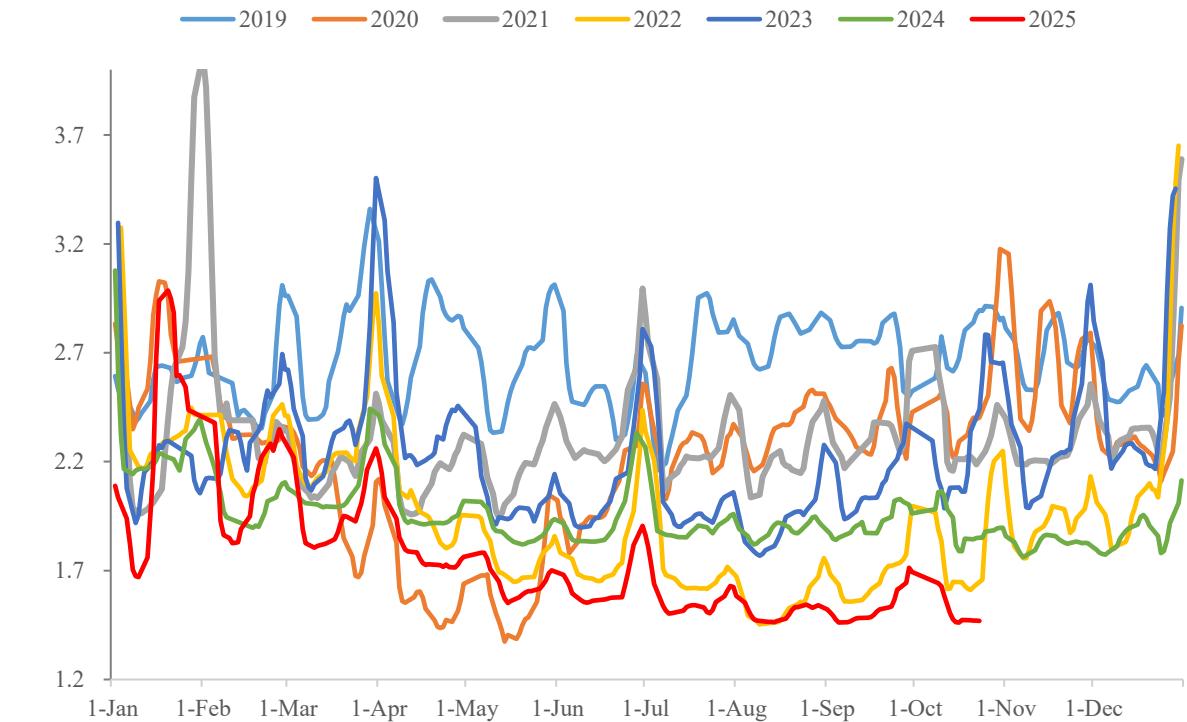


□ 截至10月24日，本周银行间质押式回购利率1天期均值为1.369%，较上周均值变化1.33BP，银行间质押式回购利率7天期均值为1.468%，较上周均值变化-0.38BP。

银行间市场质押式回购利率 (%)

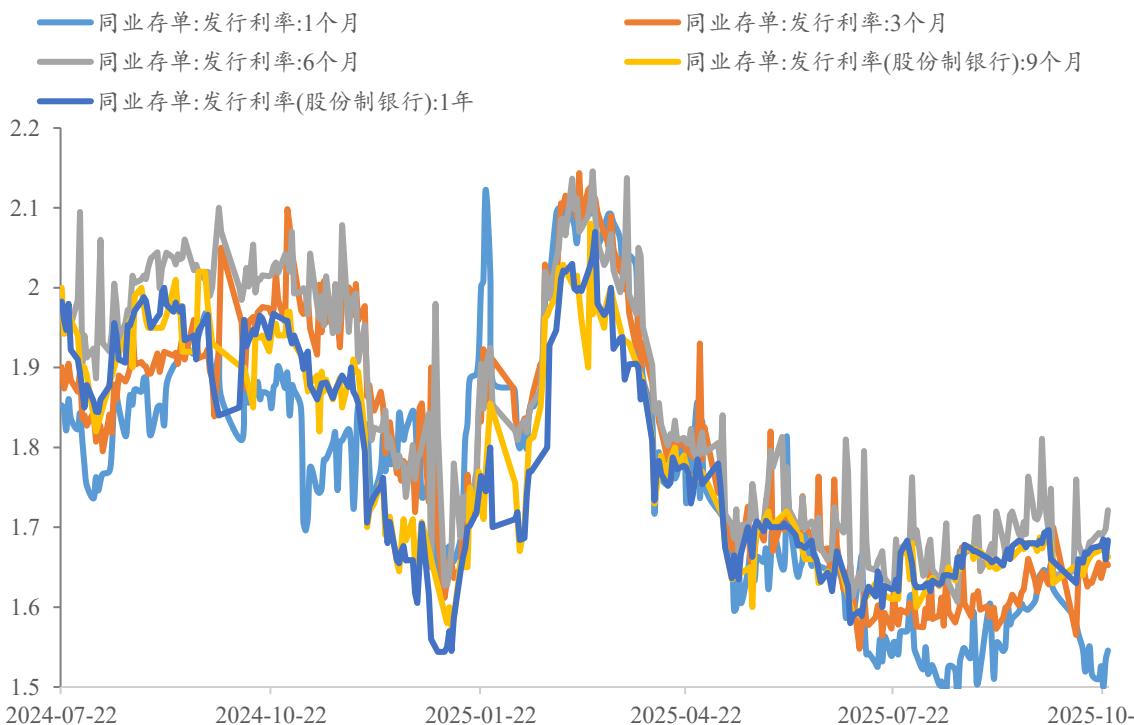


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)



- 本周同业存单发行利率略有提升，1M同业存单周均值及至1.52%，较上周变化-1.08BP，3M同业存单发行利率均值及至1.65%，较上周变化1.3BP。6M同业存单利率均值1.69%，较上周均值变化2.6BP。

## 同业存单利率 (%)

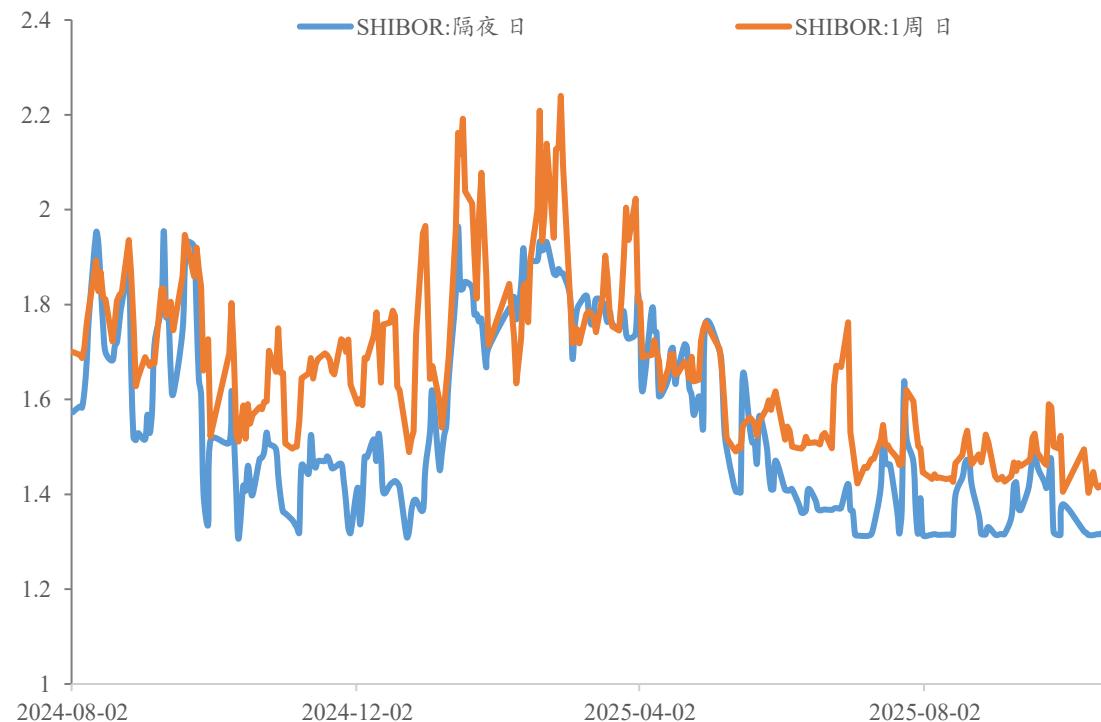


## 6M同业存单季节性 (5DMA)

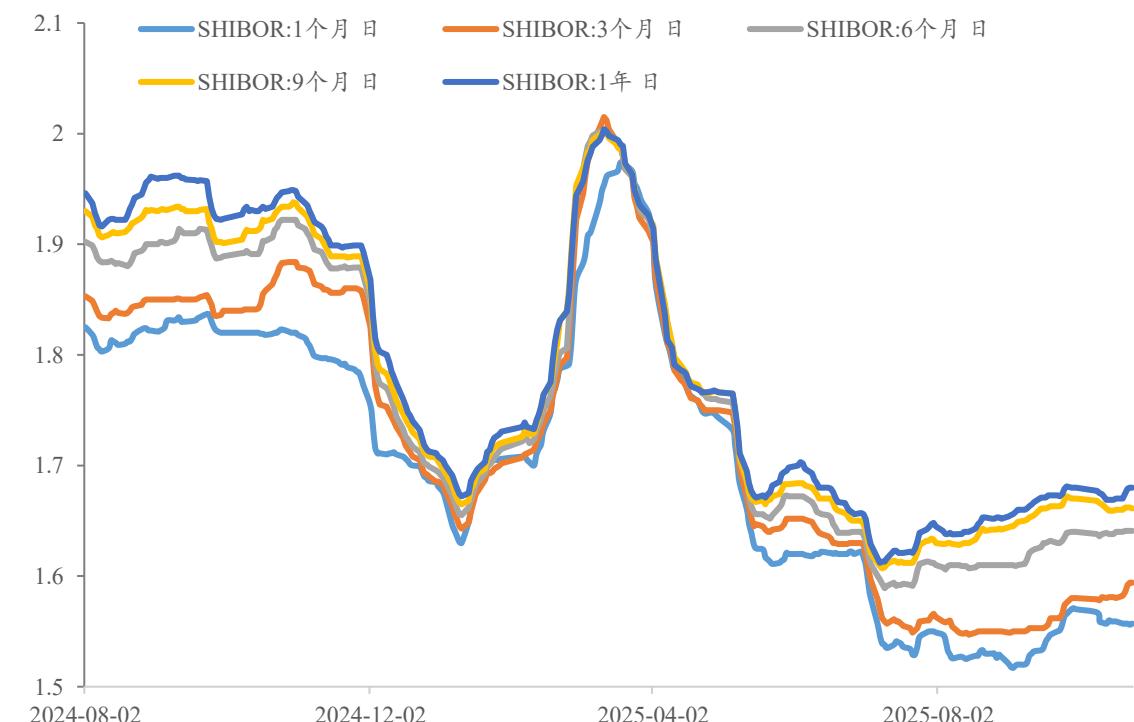


□ shibor利率，截至10月24日，上周隔夜和7天期利率均值分别变化0.22BP和-0.42BP至1.318%和1.419%。3M利率均值及至1.589%，较上周变化0.9BP，6M利率均值及至1.64%，较上周变化0.22BP。上周shibor资金利率多数边际略有上行。

Shibor隔夜、7天期资金利率 (%)

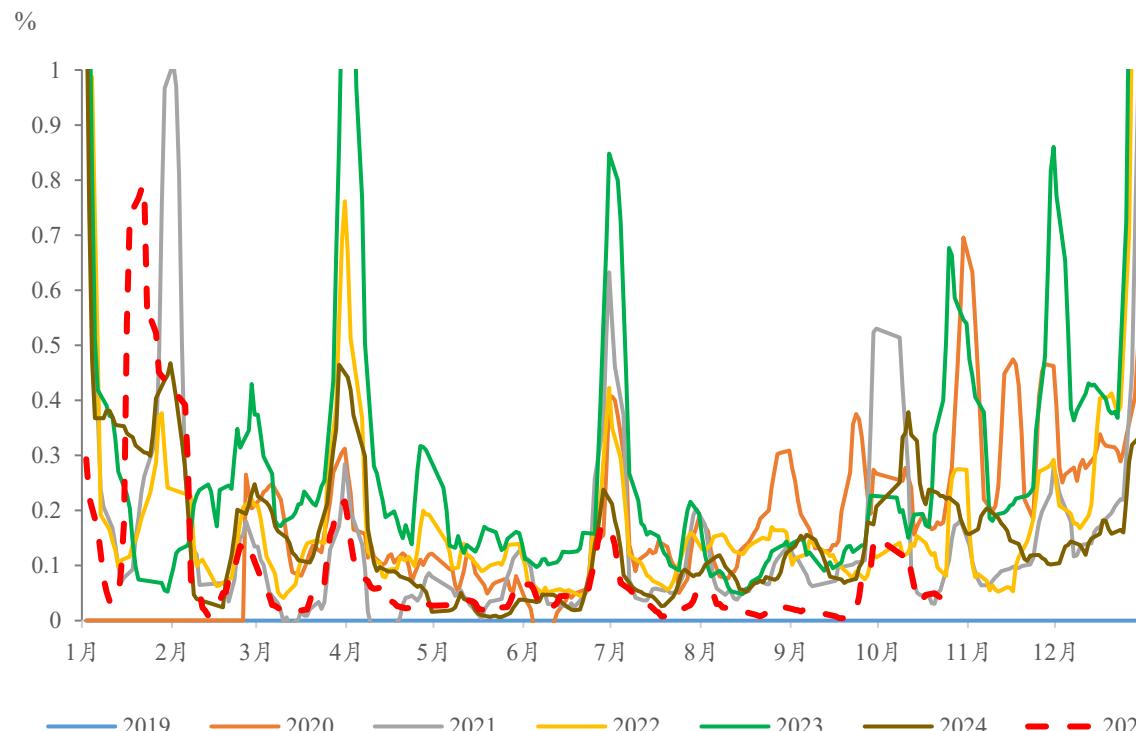


Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率 (%)

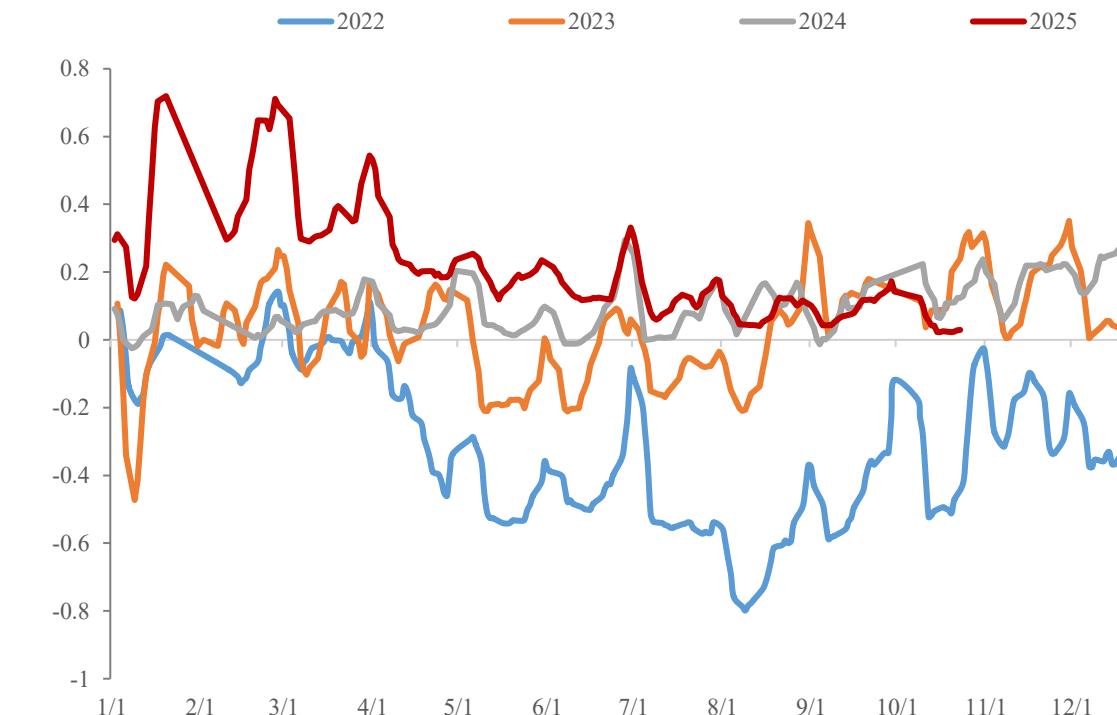


□ 10月DR007-OMO利差维持在(0BP, 10BP)区间, R007-DR007利差也处于下行至季节性低位。整体银行间和非银资金面均表现宽松。

R007-DR007利差季节性 (%)



DR007-OMO利差 (%)



# 免责声明



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