JRCB 江阴农商银行

金融市场周报

回顾上周市场动态 · 分析财政货币政策 · 展望未来投资走向

2026年10月4日

江阴银行金融市场条线

CONTENTS

目录

JRCB 江阴农商银行

01 本周核心观点

02 财政货币政策动态解读

03 市场流动性观察

04 利率变动与曲线

05 信用票息与利差

06 一级市场情况

07 经济动能走向

08 股债联动性

JRCB 江阴农商银行

PART ONE

本周核心观点与市场观点

ANALYSIS OF DOMESTIC MACROECONOMY

核心观点

债市

核心观点：在流动性保持充裕的背景下，债市仍有支撑，但政府债供给与增量政策落地或带来阶段性扰动，利率预计延续区间震荡，进一步下行空间受限。

股市

核心观点：在政策落地与三季报业绩验证的窗口期，A股预计延续震荡分化，科技成长仍有结构性机会，但估值与盈利兑现压力或加大波动，业绩确定性有望成为市场主线。

观点汇总

华泰固收

核心观点：当前债市赔率依然不佳，但处于利率惯性下行阶段，对交易能力要求有所提升，政策验证可能带来新的交易点。

观点详情

债市的抢跑情绪已经酝酿已久。四季度供给即将转弱，基本面暂未看到拐点，明年预期更趋于一致。此前信用债已经出现了一波极致的压利差行情，市场将目光逐渐转向超长期限利差。近几日资金面也比较平稳，机构持券过节的需求不小，共同推动了做多情绪升温。

财政端确定性最高增量工具是“用好地方政府债务结存限额”，我们预计四季度或将动用一部分结存限额空间，方向预计主要用于化债与稳投资。地产此前政策预期较高，包括公积金利率下调、按揭贷款贴息等。

货币政策方面，我们维持总量降息空间依然不大的判断，核心约束仍是银行息差，以及避免形成利率持续下行的预期。但结构性货币政策工具利率存在调整空间，昨日PSL利率率先下调。

对债市而言，存量提速+结构性支持的政策意味着广谱性宽信用出现概率不高，融资需求大概率继续磨底，基本面暂不构成调整风险。反而阶段性可能先交易"降息"逻辑：一是PSL等结构性工具利率下调意味着央行边际投放成本降低，有利于改善银行负债端成本，打开广谱利率下行空间；二是公积金利率如果下调，市场对LPR下调的预期会升温，“商转公”等行为也会驱动银行在商贷端小幅让利，并通过债贷比价效应向债市传导。当然，各类机制的实际传导效果或存在局限，更多是短期情绪上的助力。

策略上，重申债市大方向偏有利，短期预计处于震荡略偏强的格局。需要关注的扰动因素在于财政加量的具体规模、政策性金融工具的落地效果、以及是否有其他增量措施。当前债市赔率依然不佳，但处于利率惯性下行阶段，对交易能力要求有所提升，政策验证可能带来新的交易点。品种上，最近一个季度推荐的超长债仍有值博率，信用债供求关系仍有利，关注中长期限品种。

观点汇总

天风固收

核心观点：往年四季度，债市易现“大开大合”行情。但展望今年四季度，我们认为宏观与政策环境或更加温和，大规模财政供给与强刺激冲击的概率或较低；流动性预计保持平稳但难现极度宽松；配置盘或等到债市明显回调或年末时点再进行集中配置、交易盘进一步加仓空间有限。整体来看，市场大概率或延续多空制衡的低波震荡格局，破局需等待年末集中抢配或超预期政策催化。

观点详情

今年四季度，债市催化因素或不同于往年。宏观政策或以用好存量、降低成本为主，对债市冲击程度预计不同于往年展望四季度，实物工作量需加速形成，以完成全年经济增长目标。通胀虽有回升，但更多体现为全球原材料涨价与供给侧因素驱动，尚不能视为内需扩张，并不构成货币政策收紧或加息的依据。 我们认为四季度增量政策虽有必要，但政策重心或将由单纯扩张总量转向加快存量政策落地并降低实体融资与投资成本。

资金面调控精细化，“削峰填谷”下或难现超预期宽松央行已加强对资金面的精准调控，隔夜逆回购工具重要性显著提升，资金利率波动被大幅抹平。同时，传统总量工具对破局当前宏观堵点的效能或有限，我们预计四季度流动性或难现“极致宽松”。

政府债供给压力依然较大，发行节奏或平滑到各月四季度政府债净发行空间剩余约3万亿元，“供给真空期”或难现。 但与此同时，政府债发行压力或将被平滑到各月，且超长债的占比或有所下降，对债市的冲击预计也或将相应减弱。

配置盘或等到年末时点集中抢配，交易盘进一步大幅加仓空间或有限大型银行四季度或面临更明显的指标调节压力，临近年末时或进行提前抢配。中小型银行全年利润完成情况或较好，在特殊时点卖债兑现利润的迫切度较低。临近年末时或进行抢配。

策略上，关注年内10年国债1.65%的关键关口。的结合增量政策力度与机构行为博弈，我们推演了四季度债市可能出现的两种运行情形，以及相应的10Y国债利率可能的走势。情形一：回调后反弹——“强增量政策”驱动的高波路径。情形二：震荡后抢配——“弱增量政策”主导的低波路径。锚定该点位，关注利率债下破配置或上行止盈机会。

观点汇总

西部固收

当前市场利率低于政策利率，指向政策利率相对偏高、名义降息空间正在累积，其余期限（尤其短端）的下行空间有望随宽松预期发酵而打开。风险方面，短期内一方面重点关注中美关系改善带来的风偏变化，另一方面需关注机构的阶段性止盈需求。不过当前基本面利好、资金面稳定、基金理财等资金支撑下，利率大幅回调概率不大。

观点详情

9月制造业PMI重返扩张区间，其中生产指数扩张加速，价格指数继续上升，企业采购意愿增强，同时服务业和建筑业均超季节性回升，但内外需扩张放缓，供强需格局延续，后续仍需密切关注国际局势变化与各类稳经济政策举措。月末结构性降息和地产贴息政策落地后，止盈情绪升温，叠加制造业PMI重返扩张区间，债市回调走弱，收益率普遍上行。 “宽货币预期升温+双节前流动性呵护+机构欠配”三重逻辑共振下，节前超长债行情再度启动，9月29日，央行加码结构性工具宽松，PSL利率年内第二次下调，并以买断式逆回购超量投放呵护流动性。当前市场利率低于政策利率，指向政策利率相对偏高、名义降息空间正在累积，其余期限（尤其短端）的下行空间有望随宽松预期发酵而打开。风险方面，短期内一方面重点关注中美关系改善带来的风偏变化，另一方面需关注机构的阶段性止盈需求。不过当前基本面利好、资金面稳定、基金理财等资金支撑下，利率大幅回调概率不大。

策略上，30-10Y国债利差或仍有一定压缩空间，短期需关注中美关系改善带来的风偏变化、机构阶段性止盈需求。当前30-10Y国债利差压缩至42BP，接近2023年以来的75%分位数，整体仍处于较高水平，尤其是26T4、26T2等活跃度较高的老券，相较10Y国债活跃券利差分别为44BP、45BP，或仍有一定压缩空间，而其余期限则需要等待降息预期发酵打开下行空间。

JRCB 江阴农商银行

PART TWO

财政货币政策动态解读

ANALYSIS OF DOMESTIC MACROECONOMY & POLICY TRENDS

政策解读：关注两会/货政报告等

分类	主要内容
领导讲话	10月1日出版的第19期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《加强普惠性、基础性、兜底性民生建设》。文章强调，发展经济的根本目的是更好保障和改善民生，抓民生也是抓发展。要把发展经济和改善民生有机统一起来，制定经济发展政策同步嵌入改善民生的要求，制定民生政策同步考虑促进经济发展的效应，使民生改善和经济发展有效对接、相得益彰。
	财政部部长蓝佛安在求是网发表文章《精准有效实施更加积极的财政政策》。文章指出，财政部门要研究制定针对性强的增量政策，推动更加积极的财政政策发力提效，为完成全年经济社会发展目标任务提供坚强保障。优化实施财政金融协同促内需政策，扩大贴息范围，增加经办机构，适当提高额度，更好释放消费潜力、撬动民间投资。发行3000亿元特别国债支持有关中央金融企业补充核心一级资本，巩固提升其稳健经营和服务实体经济能力。研究出台安排使用地方政府债务结存限额等增量政策，提高地方一般公共预算保障能力和支持扩大有效投资。
	商务部美大司负责人解读第八轮中美经贸磋商成果。中美双方同意在中美经贸磋商机制项下建立中美贸易理事会，主要任务是优化双边贸易，并同意在中美贸易理事会下设立农业工作组。双方同意以对等方式降低自对方进口的规模约300亿美元产品的关税，其中各自约90%产品的关税将降至最惠国税率水平，中方自美进口煤炭关税将纳入对等降税框架。双方同意在中美经贸磋商机制项下建立中美投资理事会。双方在金融服务领域达成原则共识，同意建立人工智能事件的沟通渠道。双方同意将吉隆坡经贸磋商联合安排延期至2027年1月10日。双方同意就增加中美航班及相关事宜保持沟通。

政策解读：关注两会/货政报告等

分类	主要内容
经济数据	国家统计局公布数据显示，1—8月份，全国规模以上工业企业营业收入同比增长6.6%，带动规模以上工业企业利润同比增长15.7%，今年以来累计增速保持两位数增长。其中，规模以上高技术制造业利润同比增长54.7%，增速高于全部规模以上工业39个百分点；在算力基础设施加速建设带动下，光纤制造、光缆制造行业利润分别增长5.3倍和1倍。
	国家能源局透露，2026年1月至8月，全国各电力交易机构累计完成交易电量51800亿千瓦时，同比增长19.2%。从交易范围看，省内交易电量40264亿千瓦时，同比增长21.5%；跨省跨区交易电量11536亿千瓦时，增长12.1%。从交易品种看，中长期交易电量46173亿千瓦时；现货交易电量5627亿千瓦时。
	国家外汇局公布数据显示，2026年6月末，我国对外金融资产121804亿美元，对外负债83555亿美元，对外净资产38249亿美元。在对外金融资产中，直接投资资产35849亿美元，证券投资资产21572亿美元，金融衍生工具资产515亿美元，其他投资资产26005亿美元，储备资产37863亿美元。，2026年二季度，我国经常账户顺差13243亿元，其中，货物贸易顺差19061亿元，服务贸易逆差3789亿元，初次收入逆差2456亿元，二次收入顺差428亿元。资本和金融账户逆差10750亿元。
	国家统计局公布数据显示，9月份，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为50.1%、50.2%和50.7%，比上月上升0.3个、1.2个和1.2个百分点，经济景气水平有所回升。、国家发改委会同财政部，向地方下达了今年第四批625亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金。至此，全年2500亿元消费品以旧换新资金已全部下达。

政策解读：关注两会/货政报告等

分类	主要内容
行业研究	国泰基金、平安基金等多家公募机构认为，四季度A股有望迎来反弹，配置上，“科技+红利”哑铃策略成为主流选择——一端布局AI算力、光通信、半导体等业绩兑现方向，另一端配置低波红利、黄金、铜等防御性资产，同时关注创新药、新能源、制造出海等结构性机会。 一批主动权益基金穿越牛熊周期，交出“长跑成绩单”，从近十年维度来看，张明昕管理的华商优势行业A以924.29%的近10年单位净值涨幅，位居榜首。展望后市，易方达基金经理郭杰表示，未来三个月，预计市场仍将以结构性机会为主。
政策变动	国有六大银行先后公告落实居民购房贷款贴息政策，自10月1日起，为新发放符合条件的首套房商贷提供财政贴息服务。多家银行明确，将采取“免申即享”办理方式，即每月收息时，在每期还款额中自动扣除对应贴息金额。“828新政”叠加10月1日起居民购房贷款贴息正式生效，多地国庆楼市表现亮眼。10月1日至3日，武汉新建商品房销售额同比增长逾一成；十堰市销售面积、销售额同比增幅均达13%左右，荆州、孝感、随州等地成交同比稳步增长。国庆黄金周期间，佛山五区售楼部到访、咨询、认购量持续走高，刚需与改善型需求成为绝对主力。四季度楼市有望延续稳步修复态势。
国际市场	高盛衍生品交易主管Brian Garrett发出警告：美国股票市场"拒绝为任何恐慌定价"。高盛恐慌指数上周五收于1以下，VIX维持在低十几的水平，但与此同时，债券波动率指标MOVE指数却处于约100百分位的极端高位——两者之间的背离，正在向市场发出罕见的结构性预警信号。更令人警惕的是美股内部的广度崩塌。标普500指数成分股中，站上200日均线的比例已不足50%；52周新低股票数量连续九个交易日多于新高股票数量——这两项指标同时触发，是自2000年互联网泡沫顶部以来首次出现。

JRCB 江阴农商银行

PART THREE

市场流动性观察

OBSERVATION ON MARKET LIQUIDITY

MARKET LIQUIDITY OBSERVATION

央行货币操作情况

JRCB 江阴农商银行

上周操作回顾

上周（9.28-10.4）央行公开市场开展了27225亿元逆回购操作，因有20628亿元逆回购到期，实现净投放6597亿元。此外，有6000亿元MLF到期。

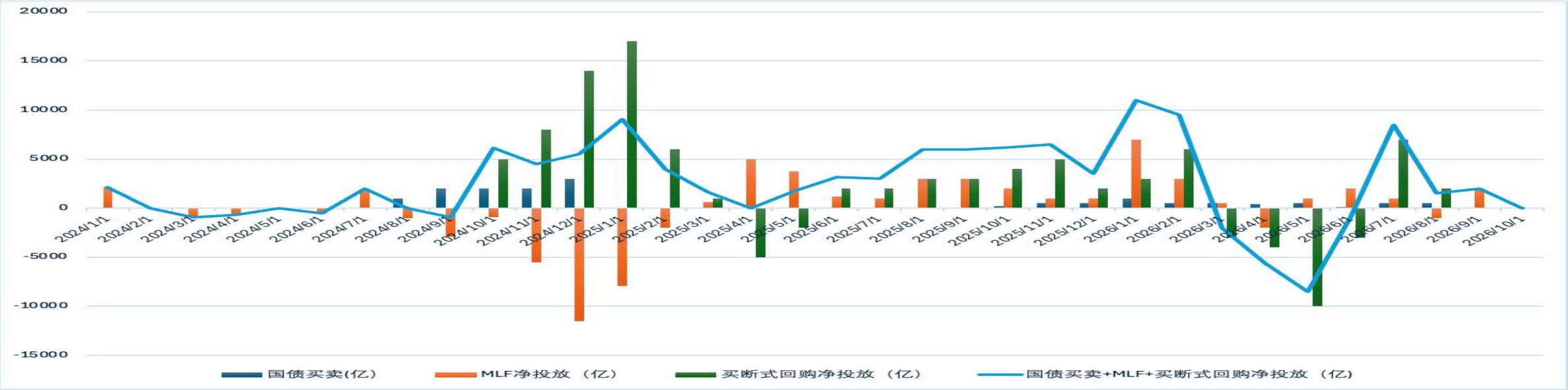
下周到期情况

本周（10.5-10.11）央行公开市场将有12145亿元逆回购到期，因国庆长假原因，均将于10月8日集中到期。此外，周四将有10000亿元91天期买断式逆回购到期、700亿元国库现金定存到期。

跟踪解读

10月3M、6M买断式逆回购到期规模分别为10000亿元、5000亿元，MLF到期9000亿元。此外，受国庆假期影响，工作日较少，税期走款与跨月相连，可能导致10月下旬资金面临的摩擦压力较大，此时资金面对央行流动性投放的依赖度也预计会有所提升。

历史资金投放趋势参考



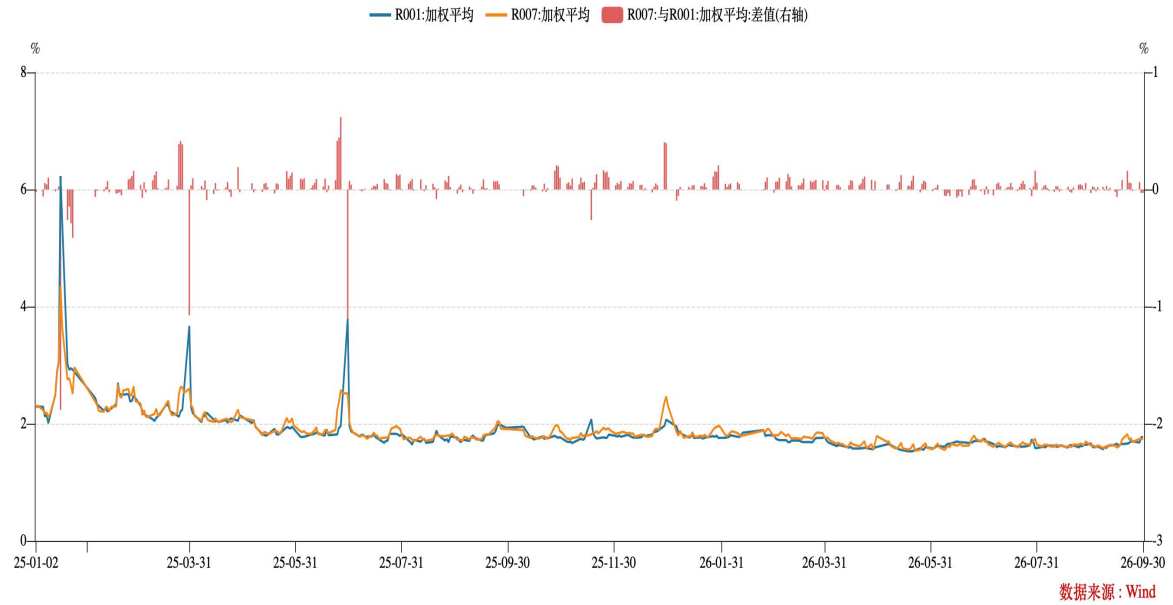
上周资金面回顾

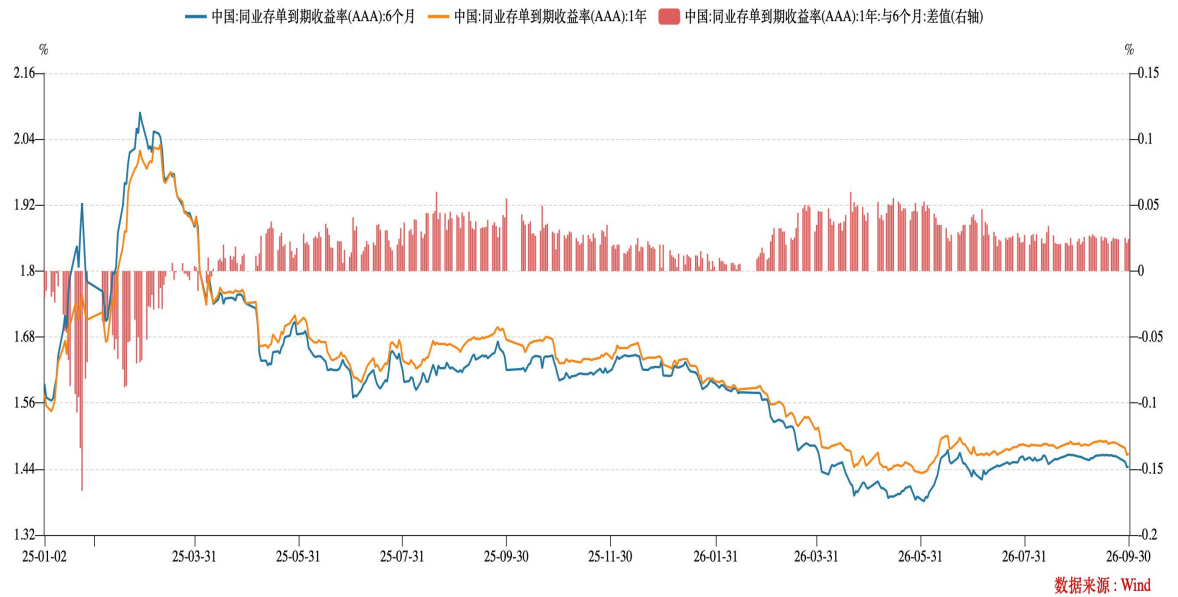
资金面

上周资金价格大体持平，R007有所下降。R001收于1.38%（前值1.38%），DR001收于1.36%（前值1.36%）。R007收于1.38%（前值1.43%），DR007收于1.39%（前值1.39%）。

同业存单

存单收益率小幅下行。3M存单收益率收于1.39%，较前值下行4.42bp；6M存单收益率收于1.44%，较前值下行1.64bp；1Y存单收益率收于1.47%，较前值下行1.61bp。



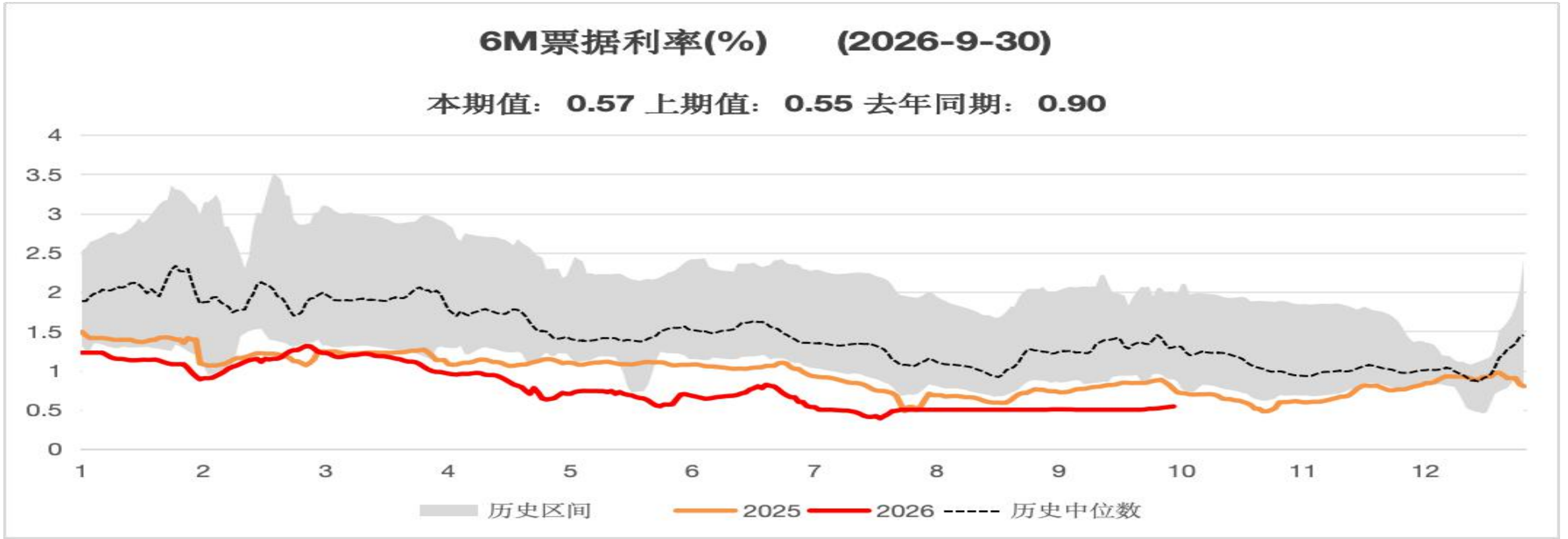


JRCB 江阴农商银行

上周资金面回顾

票据

上周最后一个工作日（9月30日）6个月期限票据转贴现收益率均值较上期末(9月24日)有所上升。上周最后一个工作日（9月30日）6个月期限票据与6个月同业存单的利差约为-87BP，较上期略有收窄。



JRCB 江阴农商银行

PART FOUR

利率变动与曲线分析

ANALYSIS OF INTEREST RATE MOVEMENTS AND CURVES

JRCB 江阴农商银行

上周利率债回顾

核心特征

口本周国债各期限收益率涨跌互现，1Y下行幅度最大（-1.20bp），7Y上行幅度最大（+0.82bp）；短端（1Y、3Y）及超长端（30Y、50Y）下行，中长端（5Y、7Y、10Y）小幅上行。曲线形态上，短端回落、中长端抬升，曲线呈"短端下移、中长端上移"的形态，期限利差整体走阔。

口本周国开债各期限收益率涨跌互现，1Y下行幅度最大（-2.46bp），10Y为最大上行期限（+0.39bp）；短端（1Y、3Y、5Y）及超长端（20Y）下行，中长端（7Y、10Y）小幅上行。曲线整体下移，短端回落明显、中长端逆势上行，曲线呈陡峭化特征，期限利差整体走阔。

国债	T	T-1	T-7	T-30	年初	T-1	T-7	T-30	年初	分位数	分位数	分位数
	2026/9/30	2026/9/29	2026/9/22	2026/8/28	2025/12/31	2026/9/29	2026/9/22	2026/8/28	2025/12/31	T	T-1	T-7
1Y	1.22	1.22	1.23	1.21	1.34	0.00	-0.01	0.01	-0.12	22%	22%	26%
3Y	1.28	1.28	1.28	1.26	1.38	0.00	0.00	0.02	-0.10	13%	14%	15%
5Y	1.41	1.39	1.41	1.41	1.63	0.01	0.00	0.00	-0.22	7%	3%	5%
7Y	1.51	1.50	1.50	1.54	1.74	0.01	0.01	-0.03	-0.23	2%	0%	1%
10Y	1.68	1.67	1.68	1.69	1.85	0.02	0.00	-0.01	-0.17	19%	14%	17%
30Y	2.10	2.07	2.11	2.15	2.27	0.03	-0.01	-0.05	-0.17	32%	30%	33%
50Y	2.26	2.24	2.26	2.30	2.48	0.02	0.00	-0.04	-0.22	41%	38%	42%

国开债	T	T-1	T-7	T-30	年初	T-1	T-7	T-30	年初	分位数	分位数	分位数
	2026/9/30	2026/9/29	2026/9/22	2026/8/28	2025/12/31	2026/9/29	2026/9/22	2026/8/28	2025/12/31	T	T-1	T-7
1Y	1.38	1.38	1.40	1.41	1.55	0.00	-0.02	-0.03	-0.17	10%	11%	18%
3Y	1.45	1.44	1.47	1.49	1.70	0.01	-0.02	-0.04	-0.25	2%	2%	7%
5Y	1.52	1.50	1.53	1.54	1.81	0.02	-0.01	-0.02	-0.29	7%	4%	8%
7Y	1.65	1.64	1.65	1.67	1.96	0.02	0.00	-0.02	-0.30	5%	2%	4%
10Y	1.76	1.74	1.75	1.77	2.00	0.02	0.00	-0.02	-0.25	23%	20%	21%
20Y	2.16	2.14	2.18	2.22	2.40	0.02	-0.01	-0.05	-0.24	32%	30%	33%

上周利率债回顾

核心特征

口国债期限利差变化以走阔为主。10Y-1Y走阔1.51bp至46.25bp最为显著，3Y-1Y走阔0.91bp、50Y-30Y走阔0.85bp、5Y-3Y走阔0.66bp、7Y-5Y走阔0.45bp；而30Y-10Y收窄1.41bp、10Y-7Y收窄0.51bp。整体曲线中短端利差走阔、长端利差收窄。10Y-1Y整体利差走阔1.51bp至46.25bp。国开债利差变化以走阔为主。10Y-1Y走阔2.85bp至37.92bp最为显著，5Y-3Y走阔1.67bp、7Y-5Y走阔0.75bp、10Y-7Y走阔0.27bp、3Y-1Y走阔0.16bp；仅20Y-10Y收窄1.71bp。整体曲线各段利差普遍走阔，曲线趋于陡峭。10Y-1Y整体利差走阔2.85bp至37.92bp。
口地方债-国债利差变化分化：30Y走阔1.10bp至15.00bp最为显著，1Y走阔0.20bp、3Y走阔0.29bp；而10Y收窄1.31bp、7Y收窄0.82bp、5Y收窄0.37bp。

国债	T 2026/9/30	T-1 2026/9/29	T-7 2026/9/22	T-30 2026/8/28	年初 2025/12/31	T-1 2026/9/29	T-7 2026/9/22	T-30 2026/8/28	年初 2025/12/31	分位数 T	分位数 T-1	分位数 T-7
3Y-1Y	6	6	5	5	5	0	1	2	2	39%	40%	30%
5Y-3Y	13	11	12	15	25	1	1	-2	-12	30%	21%	26%
7Y-5Y	10	10	10	12	11	0	0	-2	0	19%	19%	14%
10Y-7Y	17	17	18	16	11	0	-1	1	6	96%	93%	99%
30Y-10Y	42	41	43	45	42	1	-1	-4	0	66%	64%	68%
50Y-30Y	16	16	15	16	21	0	1	0	-5	72%	73%	66%
10Y-1Y	46	45	45	48	51	2	2	-2	-5	42%	36%	36%

国开债	T 2026/9/30	T-1 2026/9/29	T-7 2026/9/22	T-30 2026/8/28	年初 2025/12/31	T-1 2026/9/29	T-7 2026/9/22	T-30 2026/8/28	年初 2025/12/31	分位数 T	分位数 T-1	分位数 T-7
3Y-1Y	7	6	7	8	15	1	0	-1	-8	12%	6%	10%
5Y-3Y	8	7	6	5	12	1	2	2	-4	64%	57%	53%
7Y-5Y	13	14	13	13	15	0	1	0	-1	39%	44%	22%
10Y-7Y	10	10	10	10	4	0	0	0	6	74%	74%	72%
20Y-10Y	41	40	42	44	40	1	-2	-4	1	68%	65%	73%
10Y-1Y	38	36	35	36	45	2	3	2	-7	47%	41%	38%

地方债-国债	T 2026/9/30	T-1 2026/9/29	T-7 2026/9/22	T-30 2026/8/28	年初 2025/12/31	T-1 2026/9/29	T-7 2026/9/22	T-30 2026/8/28	年初 2025/12/31	分位数 T	分位数 T-1	分位数 T-7
1Y	7	7	7	7	19	0	0	0	-12	32%	32%	30%
3Y	8	8	8	9	12	0	0	-1	-4	7%	6%	4%
5Y	8	9	8	8	11	0	0	0	-3	9%	13%	12%
7Y	9	9	10	7	25	0	-1	2	-16	22%	26%	32%
10Y	7	8	8	9	28	-2	-1	-2	-21	1%	8%	6%
30Y	15	16	14	14	3	-1	1	1	12	35%	38%	26%

JRCB 江阴农商银行

PART FIVE

票息变动与利差

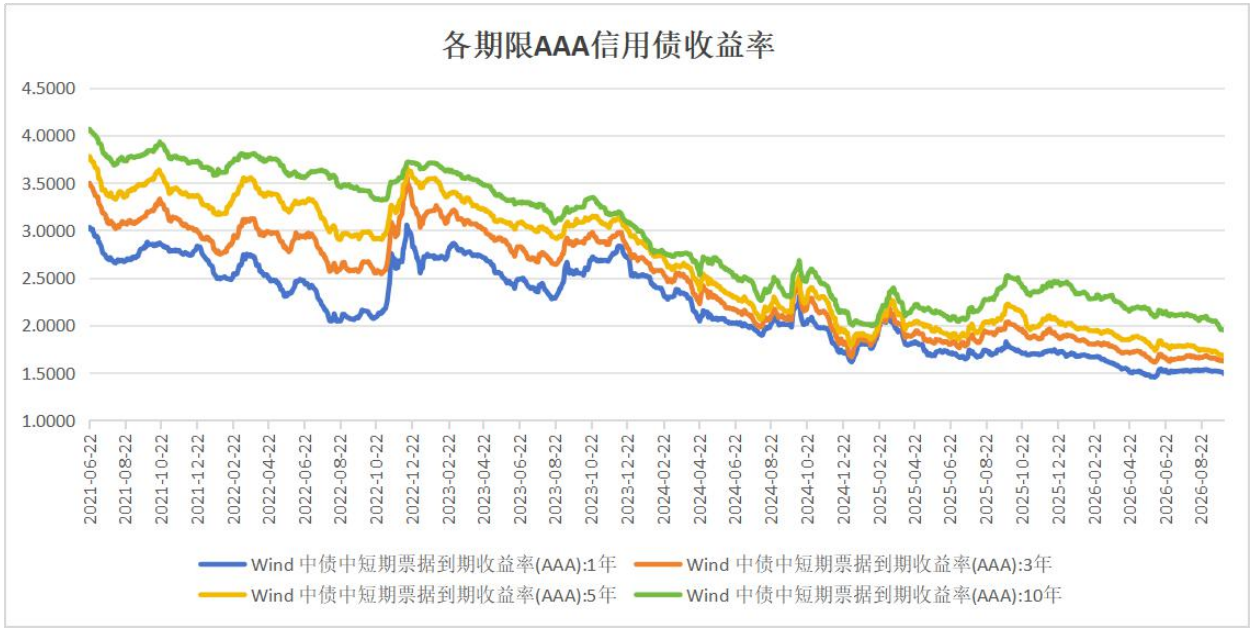
ANALYSIS OF COUPON CHANGES AND SPREADS

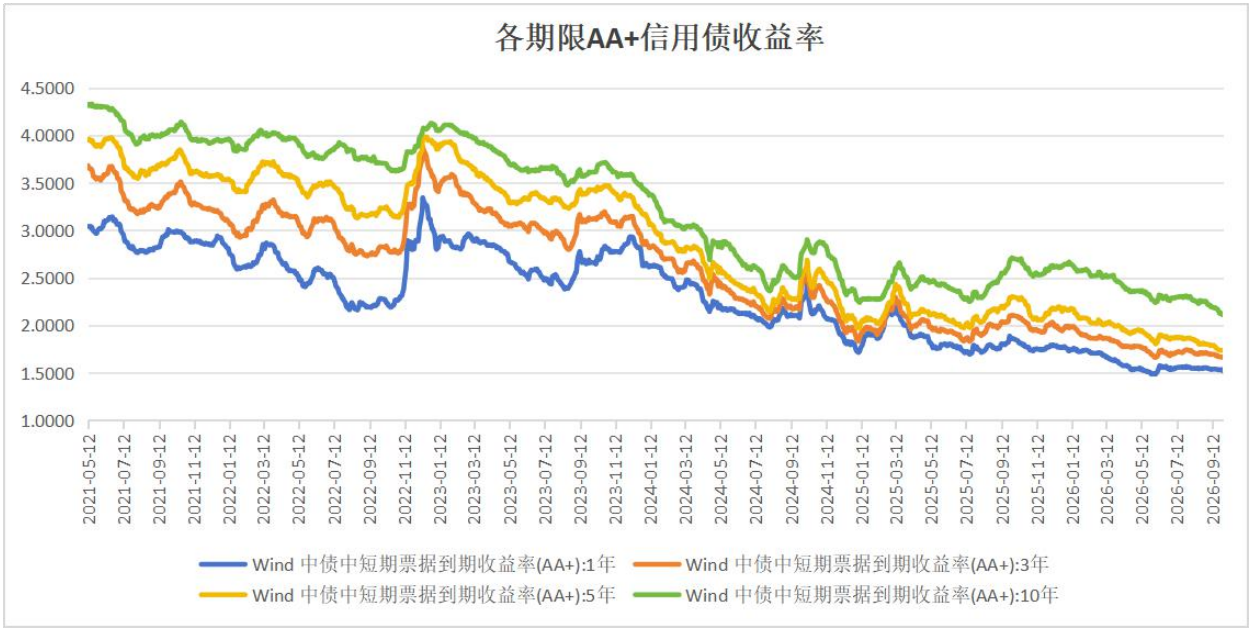
JRCB 江阴农商银行

上周信用债回顾

核心特征

- **AAA中票：**曲线呈现下行形态，1Y,5Y,10Y分别下行2.2，0.6，0.5bp，3Y上行0.4bp
- **AA+中票：**曲线呈现反蝶式形态，1Y,10Y分别下行1.2，1.5bp; 3Y,5Y分别上行0.4，0.4bp



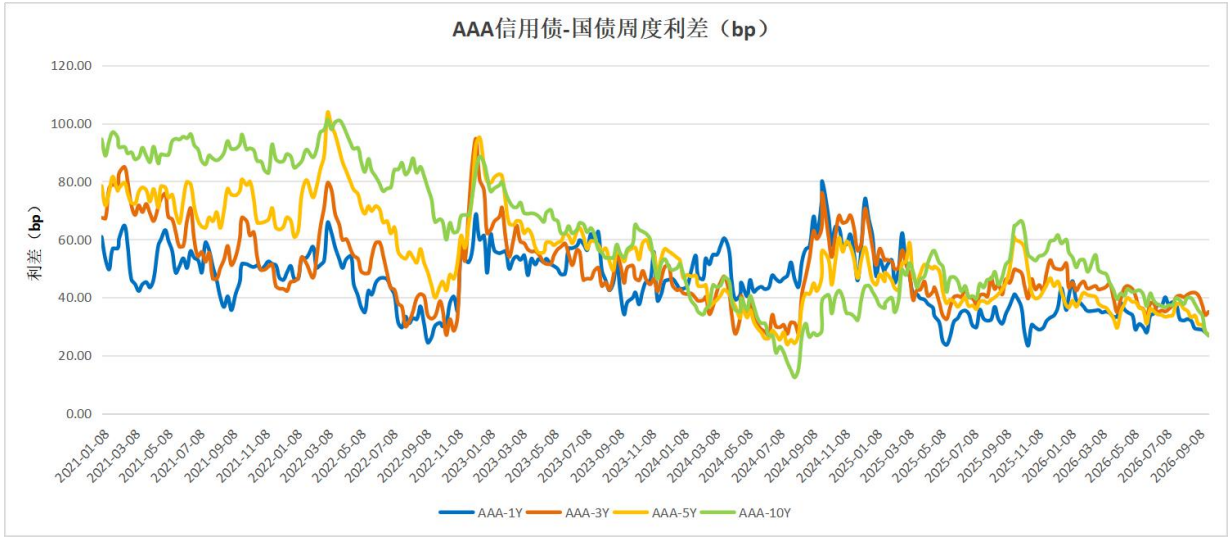


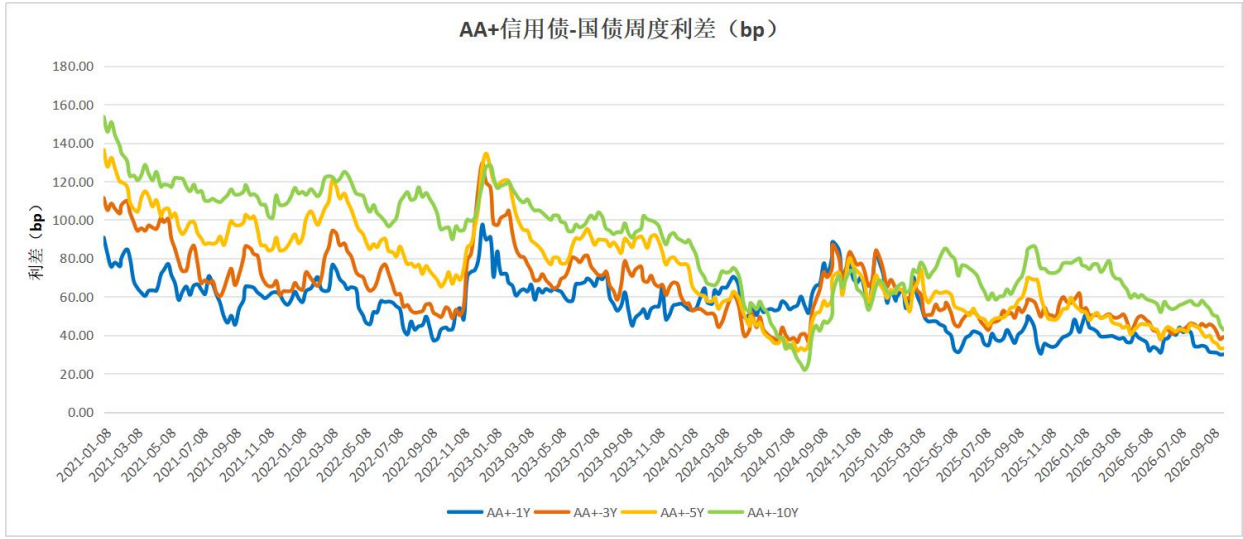
JRCB 江阴农商银行

上周信用债回顾

核心特征

- **AAA-国债：**利差变动呈现下行形态，1Y,5Y,10Y利差分别下行0.9，0.9，1.4bp，3Y上行1.1bp
- **AA+-国债：** 利差变动呈现牛平形态，10Y利差下行2.4bp，1Y,3Y,5Y利差分别上行0.1，1.1，0.1bp
- **从利差分位数水平看：** AAA-1Y,5Y,10Y国债利差分位数为2%，2.3%，2.6%，AA+-1Y,3Y,5Y,10Y国债利差分位数为0.3%，3.0%，1.0%，3.7%，均处于2021年以来样本历史分位数低位



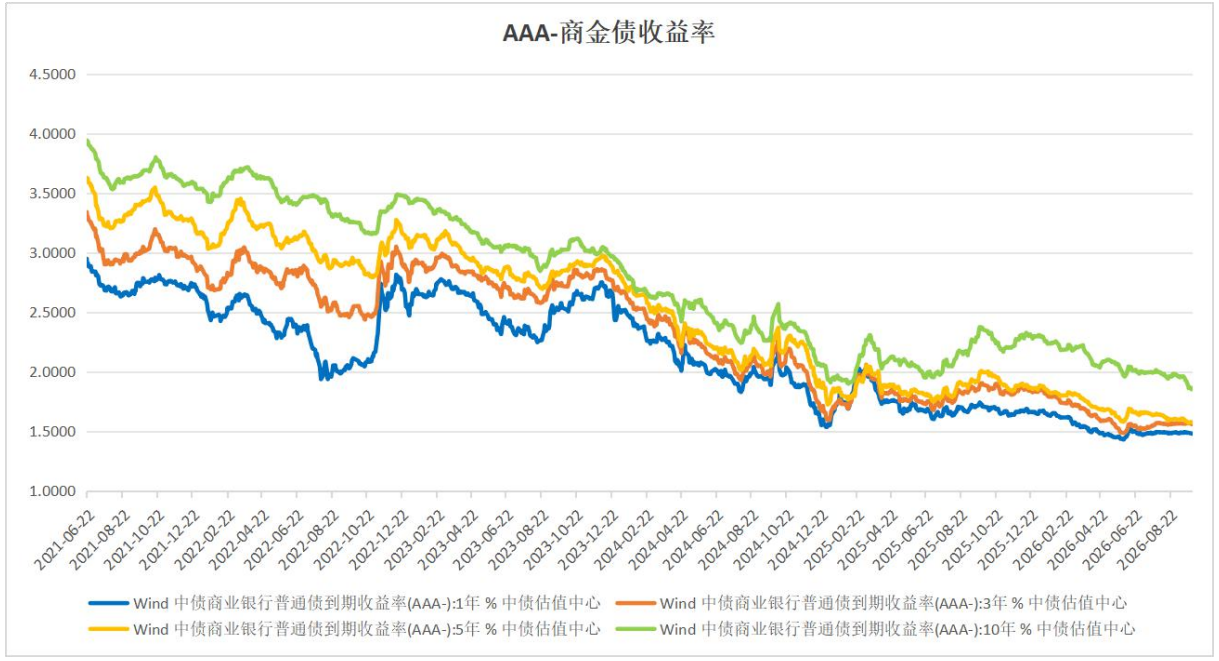


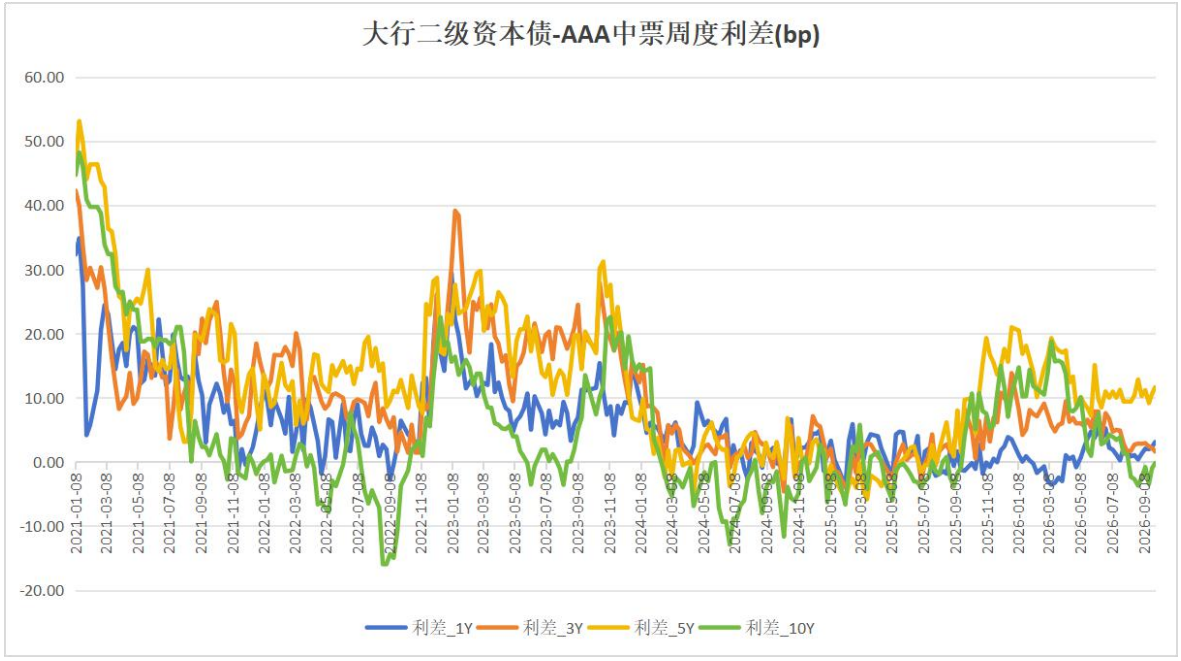
JRCB 江阴农商银行

上周信用债回顾

核心特征

- **AAA商金债：**曲线呈现震荡形态，1Y,3Y,10Y分别下行0.7，0.5，0.7bp，5Y上行0.8bp
- **大行二级资本债：**曲线呈现震荡形态，1Y,3Y分别下行1.4，0.2bp，5Y,10Y上行0.4，0.3bp
- **利差方面：** 利差呈现大部分期限走扩形态，1Y,5Y,10Y利差走扩0.8，1.2和0.8bp，3Y利差收窄0.6bp

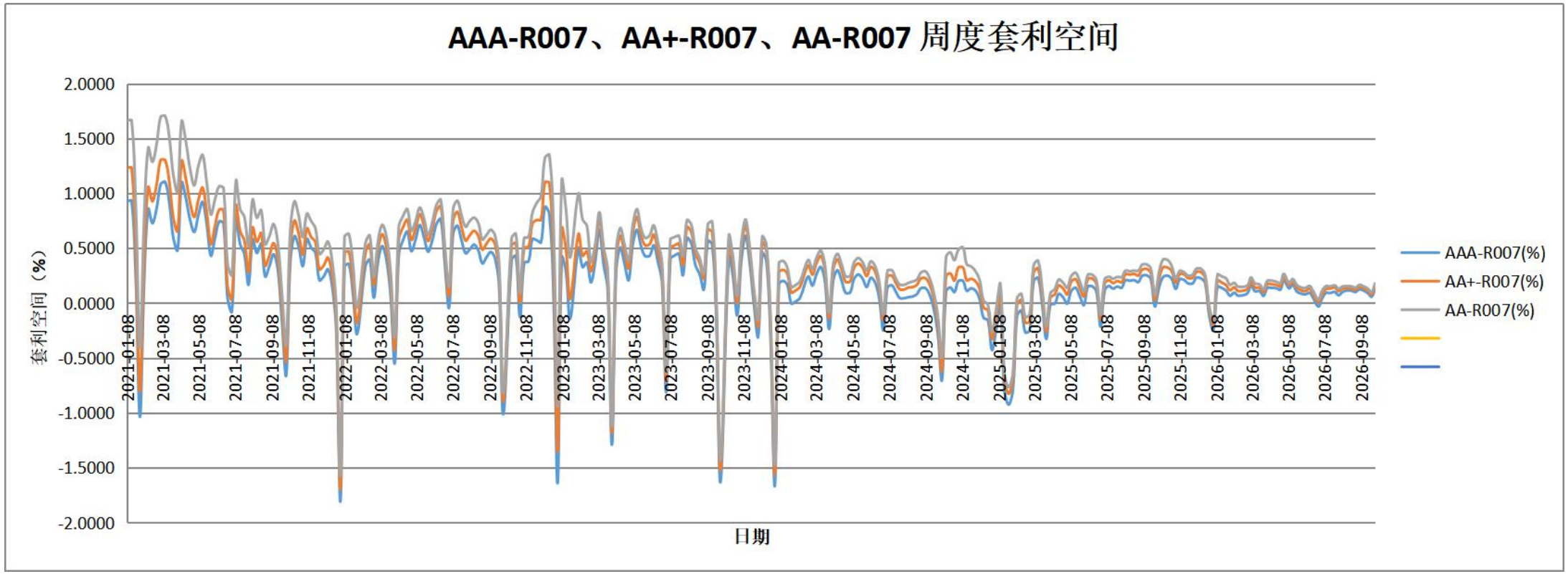




上周信用债回顾

核心特征

- 上周R-007均价1.3727%。上周1YAAA,AA+,AA中票套息空间分别为12.5bp，15.5bp，18bp， 环比走扩8bp



JRCB 江阴农商银行

PART SIX

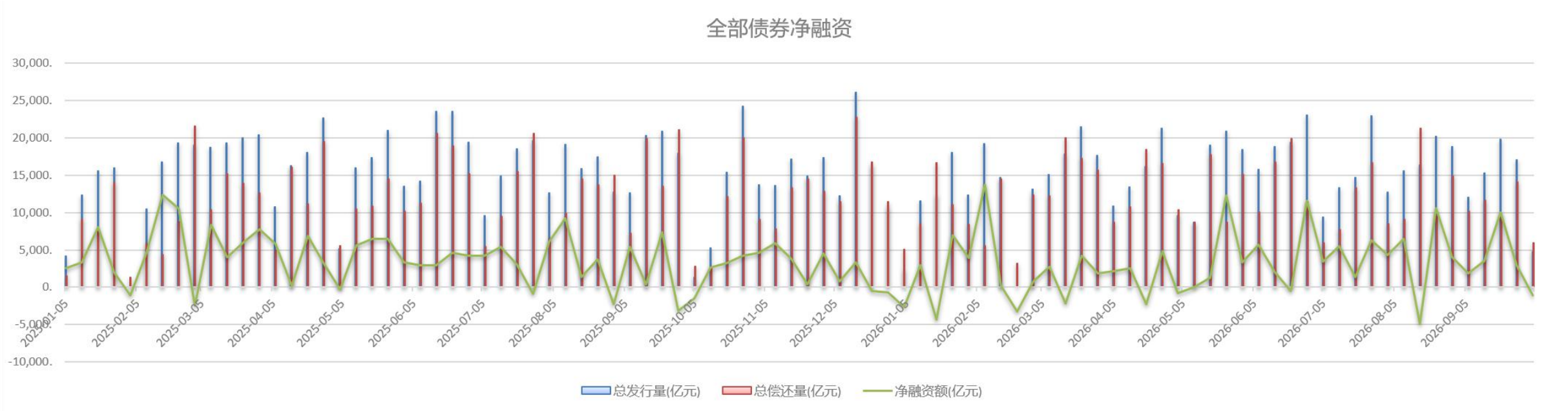
一级市场情况

MARKET LIQUIDITY OBSERVATION

JRCB 江阴农商银行

上周国债供给

- 截至上周（9月28日-10月4日），本月国债总发行量0亿元，净融资0亿元，较上月同期减少2,373.2亿元净融资，上月同期净融资为2,373.2亿元；上周国债无发行、无到期，净融资为0，较前一周4只、3,201.6亿元发行和-472.6亿元净融资明显回落。本年累计净融资44,992.2亿元，同比较上年减少14.63%。



上周地方债供给

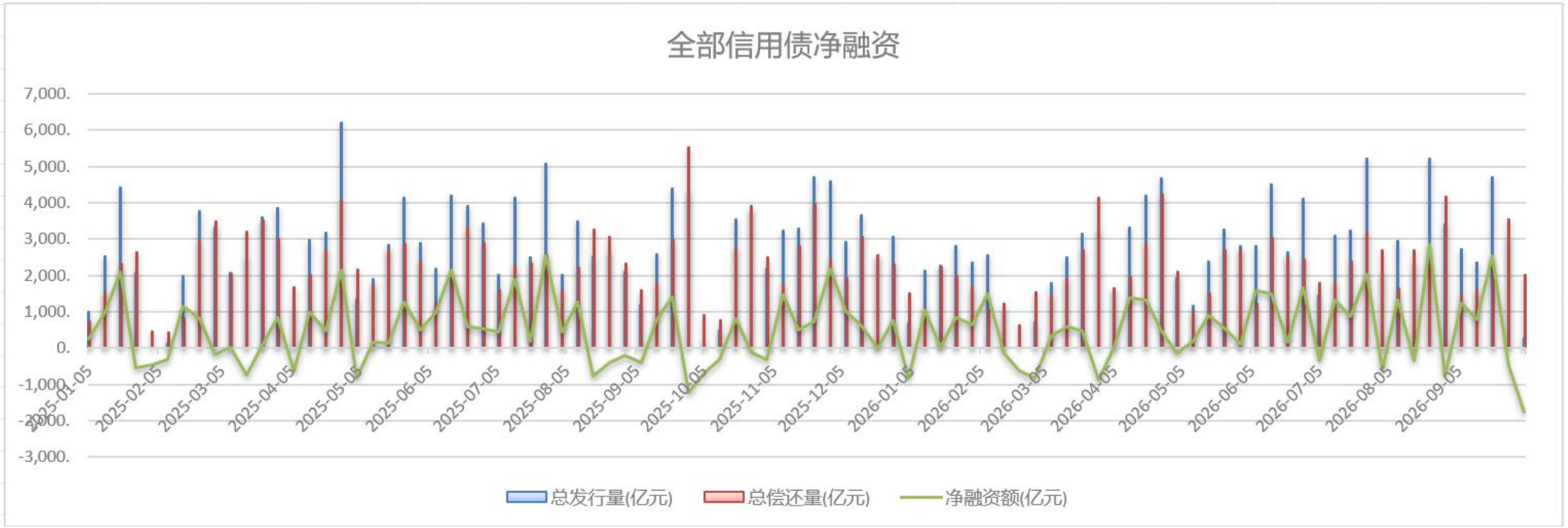
- 截至上周，本月地方债总发行量9873.18亿元，净融资7469.36亿元，较上月同期增加925.67亿元，上月同期净融资6543.69亿元，环比增加14.15%。本年累计净融资58191.79亿元，同比上年减少5.41%，前期为同比减少10.64%。
- 上周（2026年9月28日至10月4日）地方债共发行81只，发行总额2756.50亿元。平均期限15.20年，30年期地方债发行总额占比24.58%，是上周发行的主力品种。上周平均发行利率为1.86%，较前值1.88%下行2个基点。上周地方债平均全场倍数17.16倍，较前值21.20倍下降4.04倍，显示市场认购热情有所降温。



BOND SUPPLY

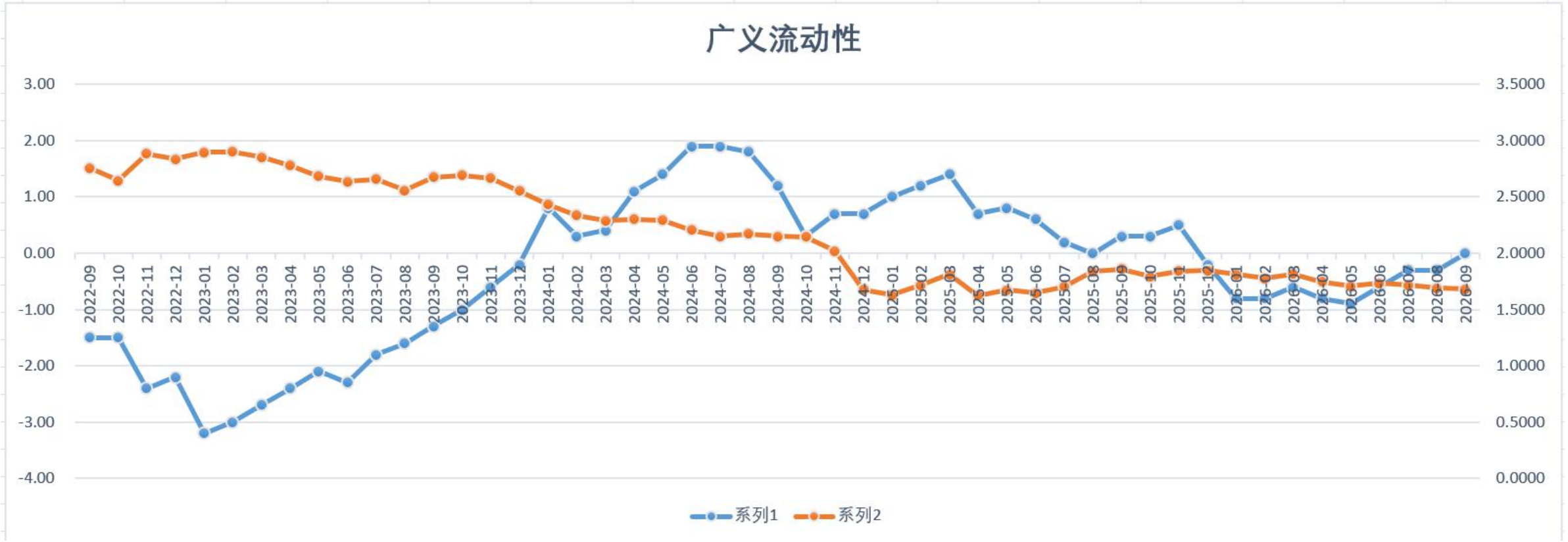
上周信用债供给

- 一级发行：截至上周，本月信用债总发行量12,965.85亿元，净融资2,566.93亿元，较上月同期增加66.69亿元，上月同期净融资2,500.24亿元，环比增加2.67%；本年累计净融资21,521.36亿元，同比上年增加18.57%，前值同比增加4.44%。
- 上周公司债平均发行利率为1.9847%，前值（9月21日-9月27日）为1.9712%，较前值上行1.35个基点。
- 上周中票平均发行利率为1.8095%，前值（9月21日-9月27日）为1.8525%，较前值下行4.30个基点。



广义剩余流动性

- 今年以来社融-M2剪刀差已进入负值区间，8月剪刀差维持平稳，9月回升0.3个百分点至0、回到0轴，广义剩余流动性仍处偏宽松区间，但已收敛至0轴附近。



JRCB 江阴农商银行

PART SEVEN

经济动能走向

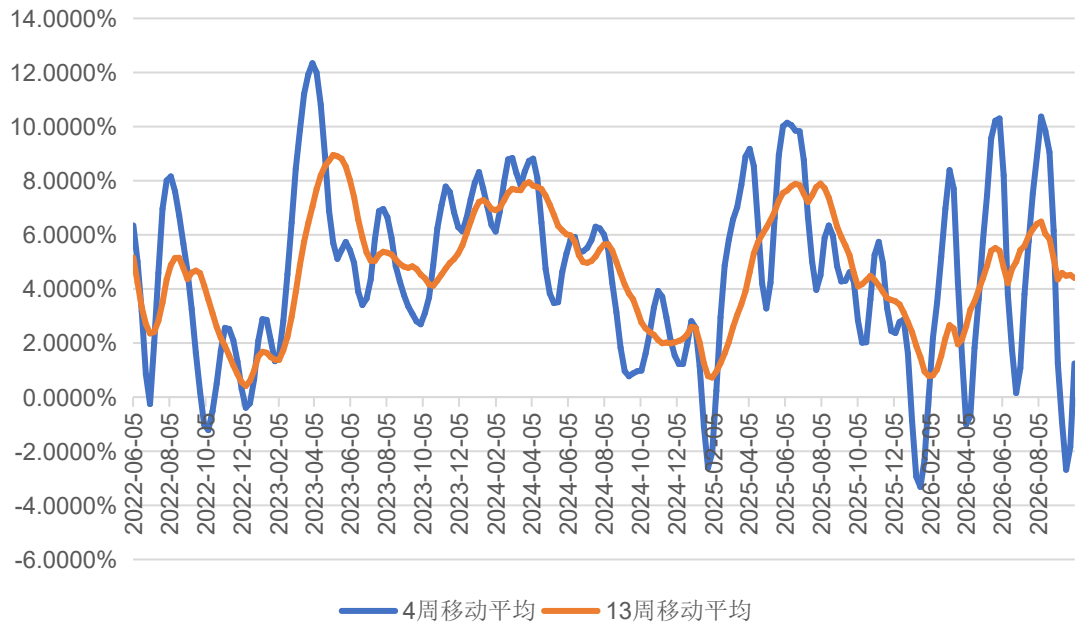
ECONOMIC MOMENTUM TRENDS

景气度月度指标回正 季度指标仍在走弱

基本面景气度同比跟踪（近两年）



基本面景气度同比跟踪（2022年至今）

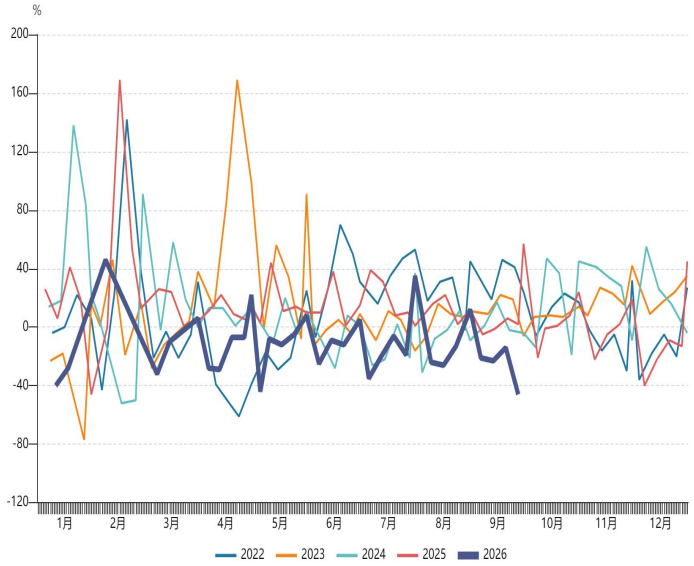


未来展望：关注季度指标边际变化及择向

本周月度指标继上周在低分位区间中结束下降趋势后本周回暖明显增速回至零轴以上，季度指标在中位数附近震荡徘徊略有下降，信号仍不明朗。

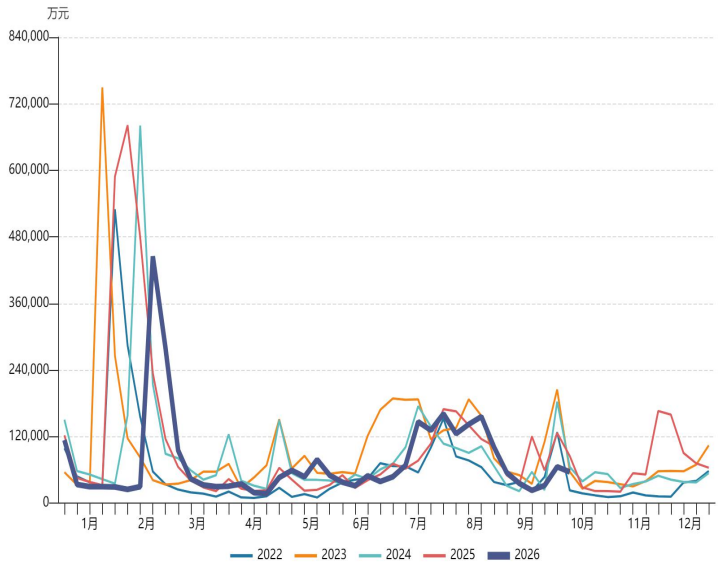
高频数据（消费）

中国:日均销量(当周,厂家批发):乘用车:同比



数据来源：Wind

中国:票房收入:电影



数据来源：Wind

北上广地铁客运量总和

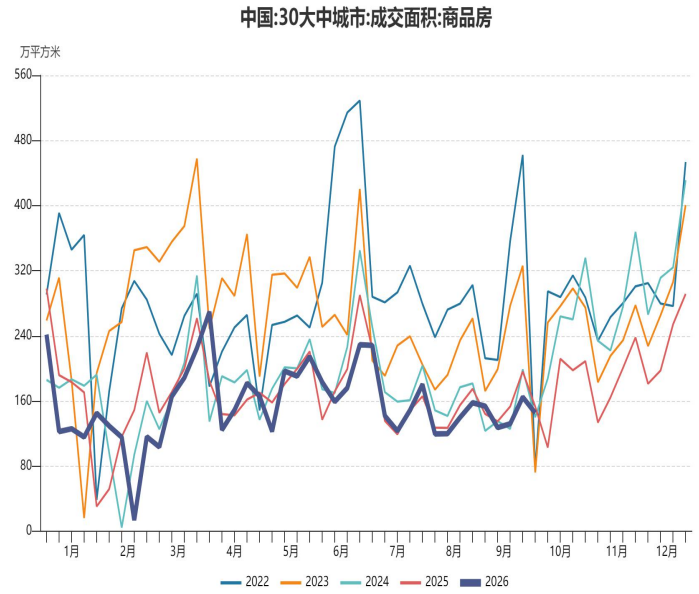


数据来源：Wind

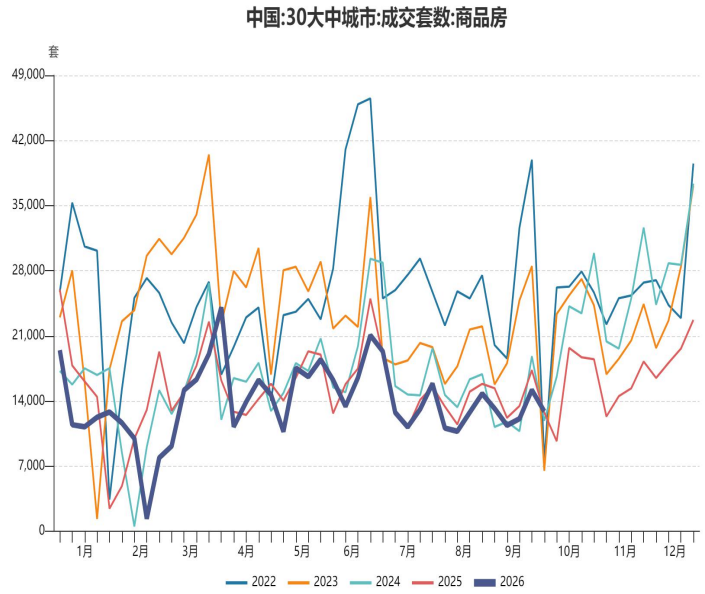
消费方面无起色

乘用车销量同比本周持续为负且降幅再次扩大，同比-46%，电影票房收入环比变化不大，国庆周爆发并不明显，北上广地铁客运量保持平稳，总体低迷。

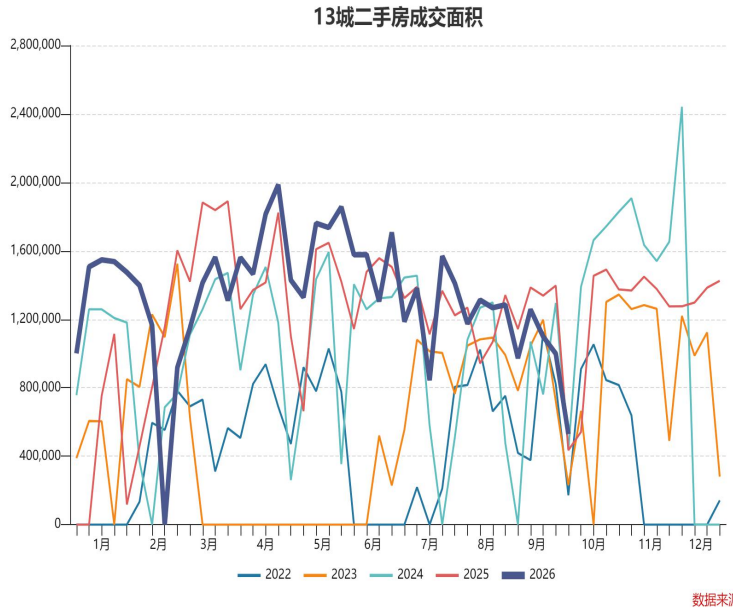
高频数据（地产）



数据来源：Wind



数据来源：Wind



数据来源：Wind

楼市成交疲态尽显，阶段进一步走弱

30大中城市商品房成交面积与成交套数本周环比负增，继续在近年低位徘徊，13城二手房成交面积回落较多，整体低迷。

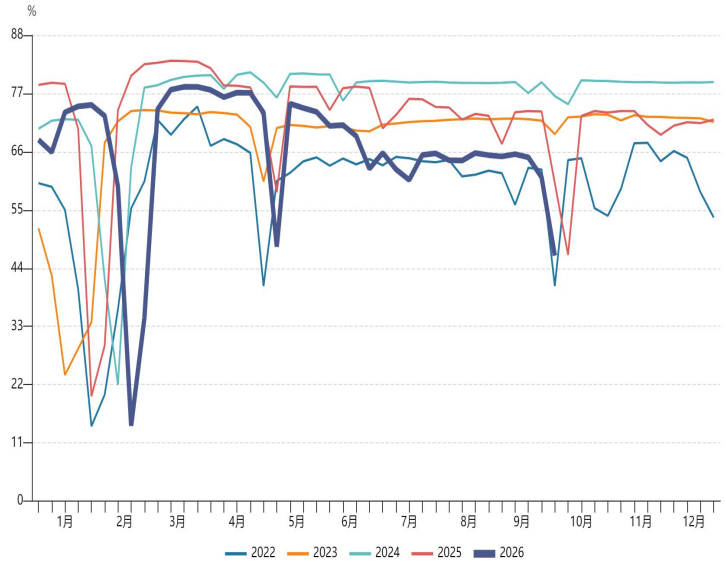
高频数据（生产）

中国:唐山:高炉开工率



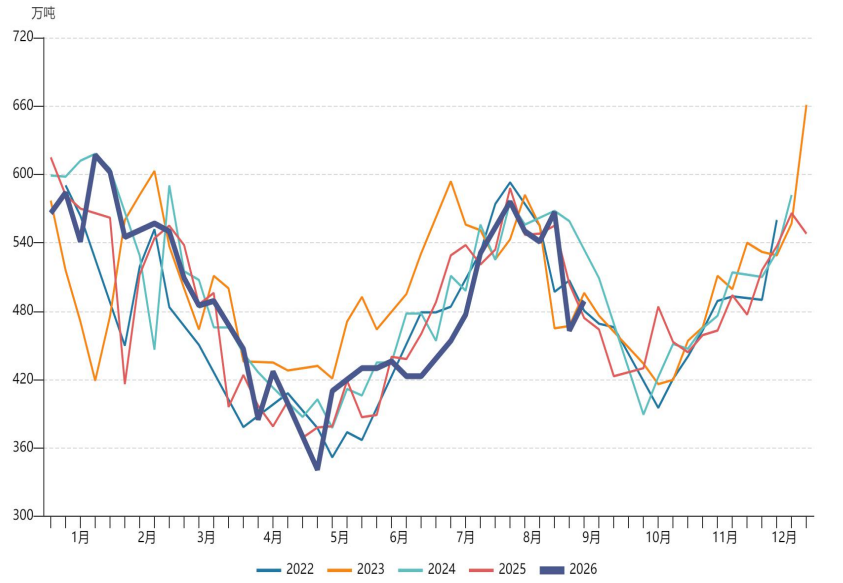
数据来源：Wind

中国:开工率:汽车轮胎(半钢胎)



数据来源：Wind

中国:日耗量:煤炭重点电厂



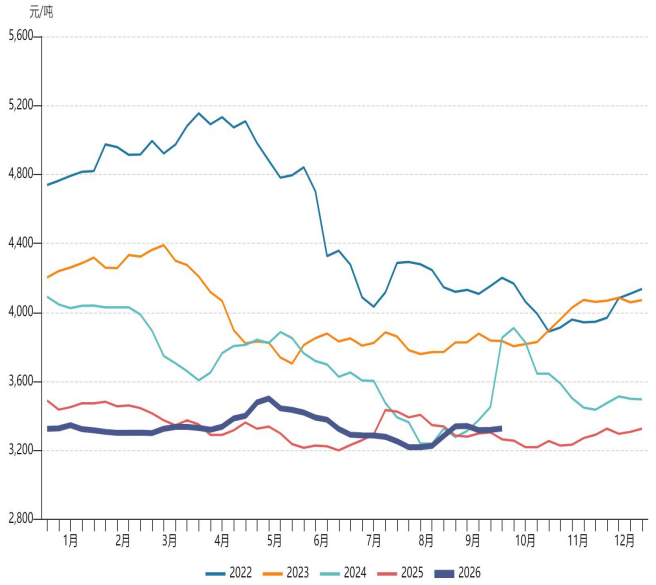
数据来源：Wind

工业生产恢复势头有所分化

唐山高炉开工率近期维持高开工率但较上周小幅回落，半钢胎开工率继续下行至5月水平，煤炭日耗量暂未更新。

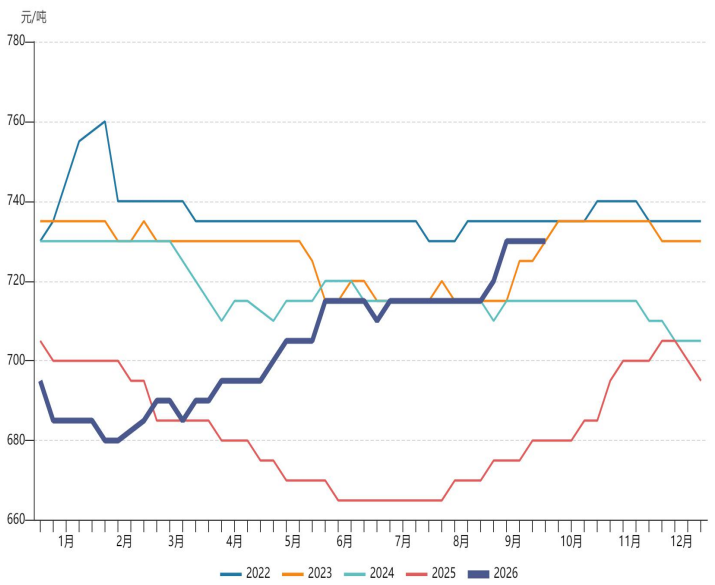
高频数据（价格）

中国:价格:螺纹钢(HRB400E,20mm)



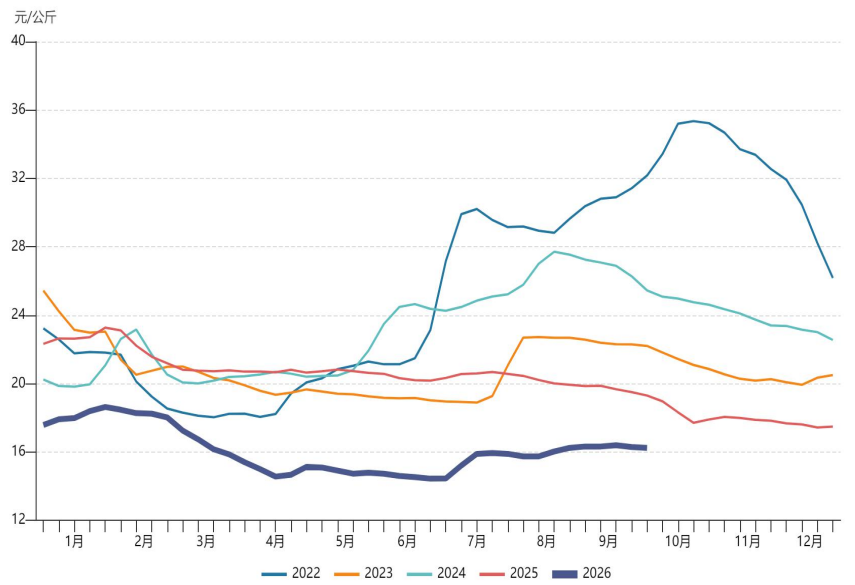
数据来源：Wind

中国:秦皇岛港:平仓价:动力煤(Q5500K)



数据来源：Wind

中国:平均批发价:猪肉(白条猪)



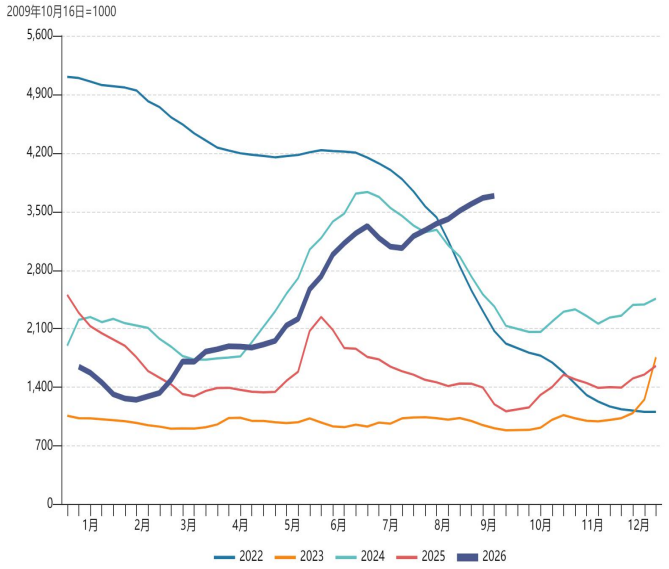
数据来源：Wind

价格走势边际分化 整体偏低

本周大宗商品市场内部仍呈分化，螺纹钢低位震荡上扬动力不足，动力煤保持高位，生猪价格小幅回落，整体偏低。

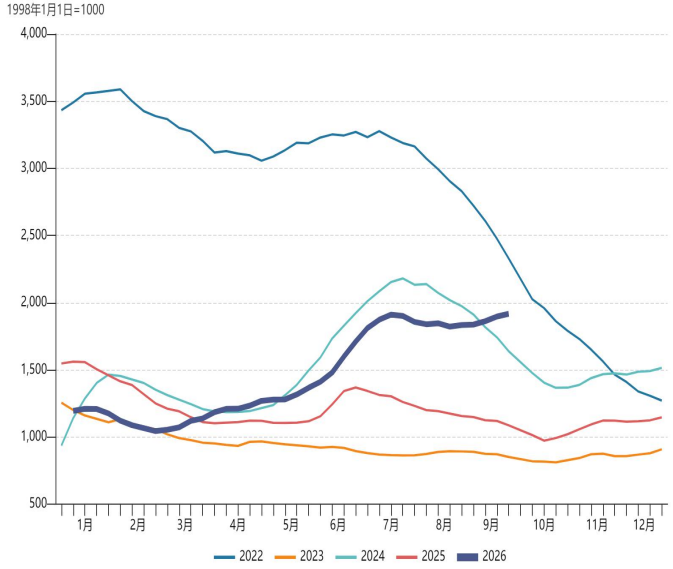
高频数据（外需）

中国:上海出口集装箱运价指数:综合指数



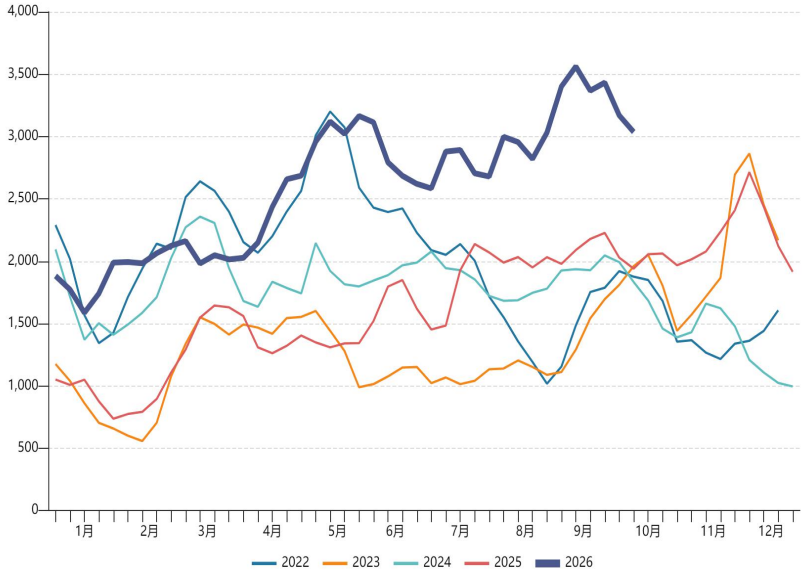
数据来源：Wind

中国:中国出口集装箱运价指数:综合指数



数据来源：Wind

波罗的海干散货指数(BDI)



数据来源：Wind

外需整体呈现高景气度

SCFI（上海出口集装箱运价指数）及CCFI（中国出口集装箱运价指数）均暂未更新，BDI阶段新高后回落后保持高分位，整体高景气度。

JRCB 江阴农商银行

PART EIGHT

权益市场表现

OUTLOOK ON FIXED INCOME STRATEGY

EQUITY MARKET REVIEW

权益复盘：本周权益走势

JRCB 江阴农商银行

核心指数表现复盘

上周仅三个交易日，A股放量下挫后地量企稳：万得全A全周下跌2.43%，科技成长领跌、中证红利逆势收红，节前避险与季末杠杆收缩主导行情，成交额降至年内地量。

科创50指数 (-5.66%)

美国拟立法限制联邦采购中国光模块，叠加OpenAI暂停前沿模型训练评估，AI硬件链情绪受挫。9月28日通信、电子分别大跌6.91%、4.20%，光模块龙头单日市值蒸发超1700亿元。

中证红利指数 (0.44%)

全周唯一收红的主要宽基指数，逆势上涨0.44%。石油石化、煤炭、银行等低估值防御品种获资金持续承接，红利资产成为节前避险资金的主要去处。

市场风格轮动与驱动因子

上周并非普跌，而是风险偏好与流动性双重收缩下的深度高低切换。驱动这一轮动的核心因子包括：

海外利率与油价共振

美国30年期国债收益率突破5.5%、创2004年以来新高，10年期约5.15%—5.22%，叠加布伦特原油升至106美元附近，市场对美联储年内二次加息的担忧升温，全球无风险利率中枢整体抬升。

AI产业事件冲击科技链

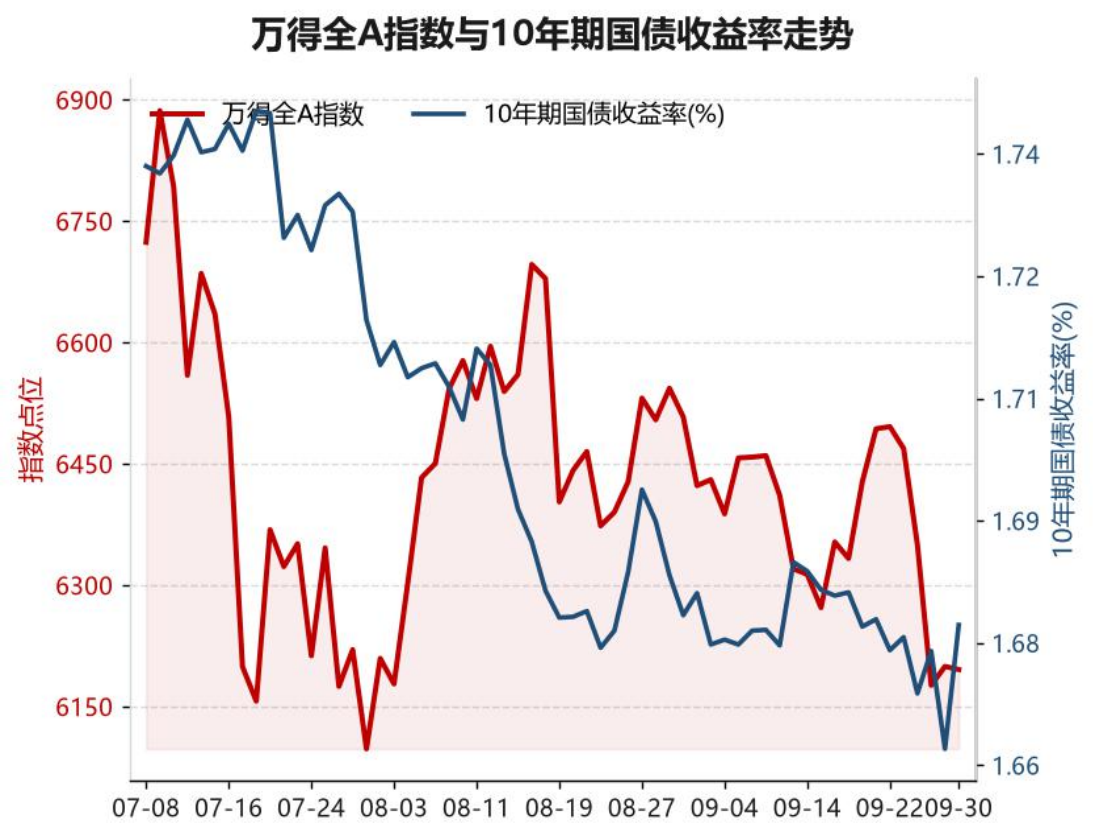
美国参议员提交S.5548法案，拟禁止联邦安全系统采购中国光模块，中际旭创、新易盛等龙头应声下挫；OpenAI同日暂停前沿模型训练评估。9月28日通信板块重挫6.91%、电子跌4.20%，电子单日主力净流出逾176亿元，科技链估值与拥挤度同步消化。

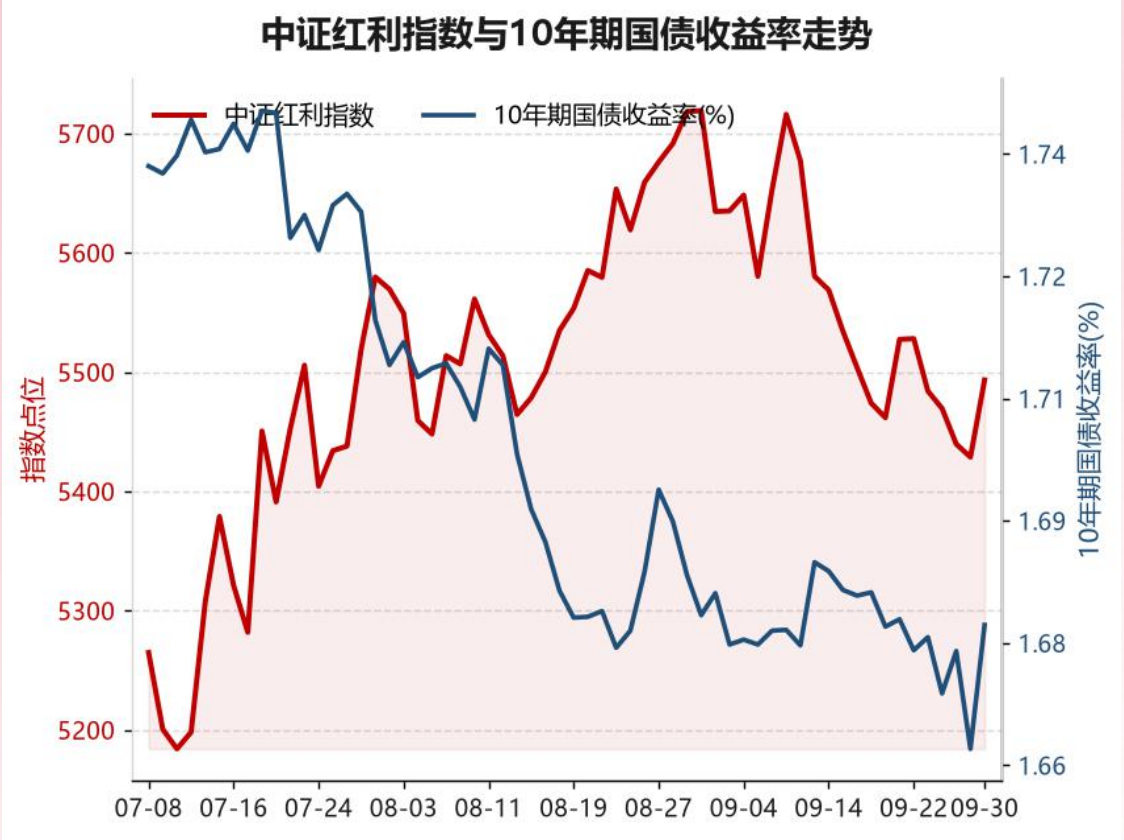
节前避险与季末杠杆收缩

国庆长假休市七天且海外经济数据集中公布，资金倾向持币观望，两融余额降至2.61万亿元下方。两市成交额自28日1.72万亿元逐日缩至1.42万亿元的年内地量，全周日均约1.53万亿元。

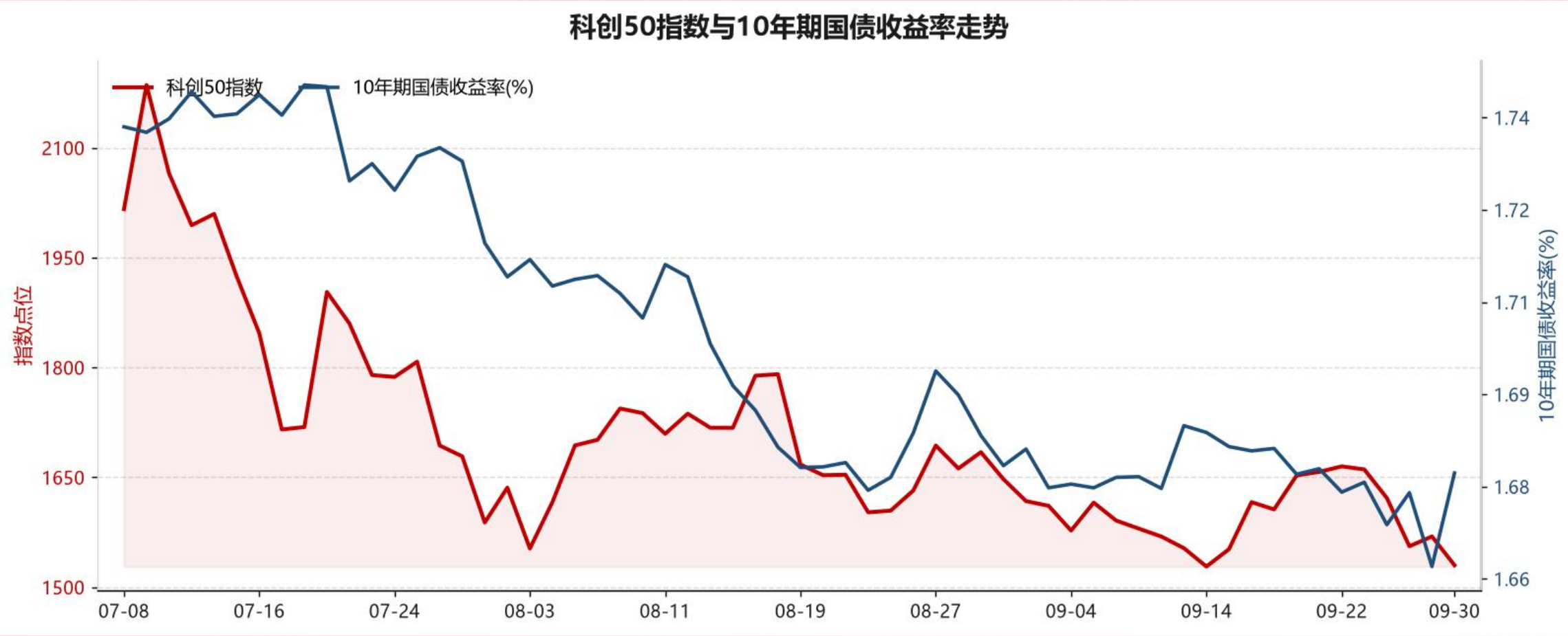
JRCB 江阴农商银行

权益复盘：本周权益走势





权益复盘：本周权益走势


科创50指数与10年期国债收益率走势
科创50指数
10年期国债收益率(%)
指数点位
10年期国债收益率(%)
2100
1950
1800
1650
1500
1.74
1.72
1.71
1.69
1.68
1.66
07-08
07-16
07-24
08-03
08-11
08-19
08-27
09-04
09-14
09-22
09-30

股债效应：股债跷跷板分析

股债表现对比

上周股债跷跷板效应明显弱化，一度呈现“双弱”。权益端万得全A下跌2.43%、科创50大跌5.66%；债券端10年期国债收益率不降反升，自1.6738%上行0.8bp至1.6822%，10年期国债期货主力T2612下跌0.175元、收报109.415元，节前单日减仓近5万手。

资金流向与风险偏好解读

上周权益深跌而债市仅小幅承压，反映出节前资金面与投资者心态的三个核心特征：

- **季末流动性主导，跷跷板被稀释**

权益大跌并未换来债市走强，10年期国债收益率周内先上5bp、再下12bp、又上15bp，最终累计上行0.8bp。主因季末机构考核与长假前降杠杆同时压缩两类资产需求，T2612单日减仓近5万手，流动性而非风险偏好成为定价主线。

- **海外利率高企约束债市空间**

30年期美债收益率突破5.5%、创2004年以来新高，中外利差倒挂加深，中债长端下行空间被明显压缩。即便国内资金存在避险需求，收益率也难有趋势性下行动力，债市进入窄幅震荡。

- **地量修复是节后行情关键**

上周成交额自1.72万亿元缩至1.42万亿元的年内地量，9月全市场日均约1.83万亿元、较8月下降18.6%。历史上国庆后首周万得全A平均上涨1.69%、上涨概率79%，节后量能能否重新放大是风格再平衡的核心观测点。

感谢聆听

THANKS FOR YOUR ATTENTION