



调整收官反弹启程，隔夜换锚债市分化

——鑫元周观点（2026. 10. 19-2026. 10. 25）

一、核心观点

宏观层面，国内宏观方面，9月经济数据边际改善，部分读数好于预期，但外需强于内需、生产强于需求的结构性分化仍在。三季度实际GDP同比4.5%，较二季度回升0.2个百分点，二产增速有所修复，但季调环比仍弱于近三年同期均值。国内政策方面，在2026金融街论坛年会开幕式上，中国人民银行行长潘功胜宣布即将推动出台的一系列政策措施，包括设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具、扩大常备借贷便利的适用机构范围等。海外方面，美国总统特朗普表示，美国或许会再来一次小规模“史诗怒火”行动，又或者伊朗会选择妥协。消息称，美国和以色列军方已制定具体计划，准备在11月美国国会中期选举结束后再次打击伊朗，但特朗普是否会批准实施这一计划尚不确定；AI投资正在持续虹吸市场上的流动性，而产业巨头仍在加速这一进程，AI巨头CDS利差飙升。

权益市场方面，上周海外AI市场经过充分调整，当前AI板块利空充分出清，定价更多反映极端情绪而非基本面，海外科技巨头财报指引是重要验证信号。但见底不等于快速大涨，中东冲突推高油价、通胀与长端利率形成约束，行情大概率走止跌、情绪缓慢修复的路径。配置上建议遵循“先主题、后超跌、再景气”顺序，优先关注机器人、军工、AI应用、医药等主题，其次布局订单确定性较强的超跌双创与硬科技赛道，再择机配置业绩可验证的算力硬件方向，红利板块暂不作为进攻主线。后续重点跟踪海外科技企业资本开支指引、美联储政策、油价与ETF资金流向，若油价持续破120美元、美债利率突破5.5%、海外资本开支下修或ETF持续净流出，则本轮反弹逻辑将被证伪。

固定收益市场方面，上周债市呈现“先扬后抑、期限分化”的格局，全周交易主线主要围绕“央行隔夜‘换锚’释放的政策红利”与“超长端极致拥挤后的止盈反扑”之间的激烈博弈，并叠加了“股债跷跷板与流动性抽水”的扰动。上周初，三季度基本面数据落地使增量政策强预期落空，叠加央行官宣隔夜逆回购并定调为主要政策利率，债市情绪走强，10Y与30Y国债收益率势如破竹向下突破前低至1.61%和2.03%；随着收益率下行至较低水平，超长端筹码拥挤，交易盘获利了结诉求升温，现券收益率呈现宽幅震荡的“V型”反转。上周

五早盘股市跌破 3600 点且债市受流动性抽水影响交投冷清，但午后风险偏好的极速回升直接对债市形成情绪压制与资金分流。整体看，上周行情由政策预期变化驱动下的情绪升温，逐步转向对赔率修复和外部扰动的防守型博弈。在期限利差压缩的环境下，后续需关注股市反弹带来的资金分流，以及机构行为趋同后超长端可能面临的调整压力。截至 10 月 23 日，中债 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年和 30 年期国债收益率分别为 1.18%、1.26%、1.35%、1.46%、1.64% 和 2.07%，较 10 月 16 日分别变动 0.94bp、-1.05bp、-2.83bp、-1.46bp、-0.80bp 和 0.75bp；10Y-1Y 利差收窄 1.74bp 至 46.03bp，30Y-10Y 利差走阔 1.55bp 至 42.75bp，中段相对占优，10 年至 30 年段趋陡。整体看，流动性支持仍在，但政策预期推动的上涨未能持续向超长端扩散，低收益率环境下继续拉长久期需要新的催化。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究统筹人口与经济社会发展有关工作，听取推进全国服务业大会部署落实情况汇报。会议指出，要加快建设生育友好型社会，持续完善婚嫁、生育、养育、教育等政策，优化面向家庭的财税、社保、住房等支持举措，努力稳定新出生人口规模。要加力推进服务业扩能提质。

上周五 A 股“深 V”反弹，当日主要指数低开后弱势下探，但在午后急剧拉升，创业板指从一度大跌超 3% 强势拉回，最终收涨超 4%。市场超 4500 只个股上涨，成交额较前一日增加超 4200 亿元。多只宽基 ETF 巨量成交，创业板 ETF 易方达成交额突破 195 亿元，沪深 300ETF 华泰柏瑞、科创 50ETF 华夏均成交超 150 亿元。

首批 18 只主动 ETF 火爆开售，首日募集规模已超 150 亿元。摩根基金、易方达、富国基金旗下主动 ETF 均告一日售罄，将对有效认购申请采取比例配售。据悉，国泰海通证券计划运用自有资金不超过 6.7 亿元，认购多只主动 ETF，工银瑞信也宣布自购 1 亿元。

证监会就《私募投资母基金管理规定（征求意见稿）》公开征求意见。《母基金规定》共二十三条，主要内容包括：一是明确私募投资母基金概念和具体分类，细化认定标准，根据投资范围差异对私募投资母基金分类。二是明确私募投资母基金分散投资要求，对长期资金投资私募投资母基金设置差异化投资比例要求。三是明确对私募投资母基金豁免计入一层投资层级。四是对管理不同类型私募投资母基金的管理人提出持续性要求。五是明确私募投资母基金运作管理要求，压实管理人主动管理职责，建立健全投后跟踪、穿透管理和风险监测机制，并对基金托管、利益冲突和关联交易管理等提出相应要求。六是细化私募投资母基金

投资负面清单，坚守合规底线。

十四届全国人大常委会第七十四次委员长会议 10 月 22 日下午举行。会议决定，十四届全国人大常委会第二十五次会议 11 月 2 日至 6 日在北京举行。委员长会议建议，十四届全国人大常委会第二十五次会议审议国有资产法草案、金融法草案；审议国务院关于提请审议税收征收管理法修订草案的议案；审议国务院关于提请审议批准《关于成立世界人工智能合作组织的协定》的议案；审议国务院关于金融工作情况的报告等。

上周四 A 股科技板块集体大跌，网传“部分 AI 龙头股发生大额强制平仓，产生连锁反应”，引发部分投资者关注。据悉，当日深市 AI 龙头股未出现网传的连锁强平现象，仅个别股票小额平仓，金额不足十万元，相关传闻为不实信息。新易盛、中际旭创、天孚通信、源杰科技、联讯仪器及东山精密盘后相继回应市场关切，均表示当前生产经营活动正常有序，订单交付工作正常开展。

消息称 DeepSeek 拟在新一轮融资中筹资约 1000 亿元，腾讯和宁德时代为本轮出资最多的投资方，交易预计在未来数日内正式完成。本轮募资目标最初设定为 500 亿元，此后经多轮上调至约 1000 亿元。部分消息人士判断，本轮融资将为公司筹备中的科创板 IPO 铺平道路。

中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于推动科技创新和产业创新深度融合的意见》，要求推动全链条贯通、全领域覆盖、全要素融通、全方位保障，形成科技创新和产业创新互融共促新格局。意见提出，推动集成电路、工业母机、高端仪器、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。在新业态新领域开展放宽市场准入试点，探索开展承诺即入制。加强新技术应用监管，探索“沙盒监管”方式。

2026 金融街论坛数字人民币年会召开。数字人民币运营管理中心对外公布数字人民币基础设施服务体系，推出央行端数字人民币系统（DCEPS）、数字人民币智能合约生态服务框架（e-CNY SMART Contract）两大核心成果。

中国人民银行将于 10 月 21 日至 11 月 2 日开展隔夜逆回购操作，采用固定利率、数量招标，每日操作量不超过 10000 亿元。专家指出，本次连续操作的工作日天数明显加长，每日操作量上限保持在 1 万亿元，能够充分满足税期、月末因素叠加背景下金融机构较大规模的短期资金需求。

新央企国家数据集团有限公司正式成立，总部位于河北雄安新区。集团成立旨在推进数据资源开发利用、释放数据要素价值、服务人工智能发展、繁荣数据产业生态。国家层面成

立数据集团，在全球范围内也是一种先行先试，将有效提升我国在全球数据资源竞争中的地位。

中国 10 月 LPR 出炉，1 年期 LPR 为 3%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，均连续 17 个月保持不变。东方金诚首席宏观分析师王青认为，短期内 LPR 报价下调的可能性不大。综合考虑经济金融形势，预计 2027 年央行有望全面降息 10 到 20 个基点，届时将引导 LPR 报价跟进下调。

美国土安全部发布针对 DeepSeek 的联邦采购排除和移除命令，美方以窃取商业秘密为由对中国 5 家企业实施制裁。商务部对此回应称，中国人工智能企业的快速发展，得益于长期深耕基础研究，持续创新投入，是坚持科技自主创新与开放合作的成果。敦促美方纠正错误做法，否则将采取必要措施予以回应。

国家统计局公布数据显示，今年前三季度国内生产总值（GDP）为 107.11 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.6%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.0%，二季度增长 4.3%，三季度增长 4.5%。规模以上工业增加值、服务业增加值、社会消费品零售均出现好转，固定资产投资企稳，房地产开发投资则继续加速下滑。新动能对经济增长的贡献率继续保持在 40% 以上。

前三季度我国二手房交易网签面积同比增长 10.7%，增速进一步加快。9 月末新建商品房待售面积同比下降 1.5%，连续 7 个月同比下降。70 个大中城市房价方面，9 月份，新房、二手房价格环比上涨城市数量均比 8 月增加，一线城市二手房价格连续 7 个月环比上涨且涨幅扩大，二三线城市环比降幅总体收窄。一二三线城市整体同比降幅均收窄，其中上海二手房价同比上涨 0.8%，成为全国首个二手房价同比上涨的城市。

10 月 19 日，在 2026 金融街论坛年会开幕式上，中国人民银行行长潘功胜宣布即将推动出台的一系列政策措施，包括设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具、扩大常备借贷便利的适用机构范围、推动债券市场互联互通落地、便利境外金融机构在境内外汇市场开展人民币购售业务等。货币政策框架转型方面，央行将研究择机把公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜，公开市场隔夜回购利率将相应成为主要政策利率。推动贷款利率定价基准更加多元，并退出存贷款基准利率。央行将密切跟踪研判人工智能发展的宏观影响，前瞻性做好政策考量和准备，稳妥推进人工智能在金融领域的应用。

中国人民银行副行长宣昌能出席全球主权债务圆桌会、国际货币与金融委员会（IMFC）经济形势介绍会、国际金融协会托管委员会年会等会议。宣昌能表示，近期全球金融市场无风险利率攀升，抬高发展中国家融资成本，进一步加重偿债负担。各方应加强多边合作，坚

持“共同行动、公平负担”原则，探索建立私人部门以可比方式参与债务重组的有效落实机制。

（二）海外宏观

美国总统特朗普表示，美国或许会再来一次小规模“史诗怒火”行动，又或者伊朗会选择妥协。消息称，美国和以色列军方已制定具体计划，准备在11月美国国会中期选举结束后再次打击伊朗，但特朗普是否会批准实施这一计划尚不确定。

美国政府宣布，豁免部分加拿大进口商品的50%关税，包括蓝莓、土豆、苹果、海藻，以及塑料箱、包装材料、制冷设备和包装机械等，相关关税此前在美加贸易谈判于8月底破裂后实施。美国政府同时对部分阀门、地毯及废弃物产品加征关税，以抵消部分减税影响。

消息称，以色列总理内塔尼亚胡10月早些时候曾指示军方筹划对伊朗发动新一轮大规模攻势，目标包括发电厂等民用基础设施、核设施等。由于美国总统特朗普反对在11月中期选举前重启战事，该计划最终未实施。白宫发言人重申，美国不会在中期选举前的任何时间攻击伊朗。伊朗外交部长阿拉格齐表示，美国和以色列可能将再次针对伊朗发动一场新的战争，伊朗已经做好准备，严阵以待。

乌克兰总统泽连斯基接受采访时表示，乌方可在保留至少75%领土控制权的基础上达成和平协议。泽连斯基称，俄罗斯已同意举行新一轮美乌俄三方谈判。美方提议尽快启动会谈，乌克兰予以支持，各方争取在11月初或更早时间召开会议。据俄罗斯总统助理乌沙科夫介绍，俄罗斯总统普京在会见美国总统特使威特科夫期间，向其通报俄愿意在11月中旬恢复乌克兰问题俄美乌三方谈判。

伊朗议会国家安全和外交政策委员会成员马利基称，伊朗已向中东地区国家发出最后通牒，要求一旦伊朗与美国重燃战火，这些国家必须停止对美方的一切支持，否则将被伊朗列为“敌对国家”。

AI投资正在持续虹吸市场上的流动性，而产业巨头仍在加速这一进程。Meta直言，同行已开启大规模融资，因此即使公司目前资金够用，也要抢在对手之前先行融资。融资时间窗口与资金获取能力，决定着谁能继续在牌桌上生存。疑虑引发全面抛售，哀鸿遍野的美股“七姐妹”中，苹果反而“一枝独秀”，盘中创下了历史新高。

日本央行副行长冰见野良三表示，日本基础通胀水平已相当接近2%目标，且金融环境依然保持宽松，暗示该行已准备好加息。另据知情人士透露，日本央行将在10月政策会议就是否实现2%通胀目标作出正式判断。若确认实现，将标志着日本历时近14年的抗通缩政策框

架迎来象征性转折。

穆迪宣布维持法国 Aa3 评级不变，但同时将展望维持于负面，理由是政治不稳定性将持续制约财政整顿努力。此次评级维持使穆迪对法国的评级继续高于标普和惠誉一个等级，标普与惠誉均已于 2025 年将法国评级下调至 A+，理由是公共财政恶化与政治不稳定。

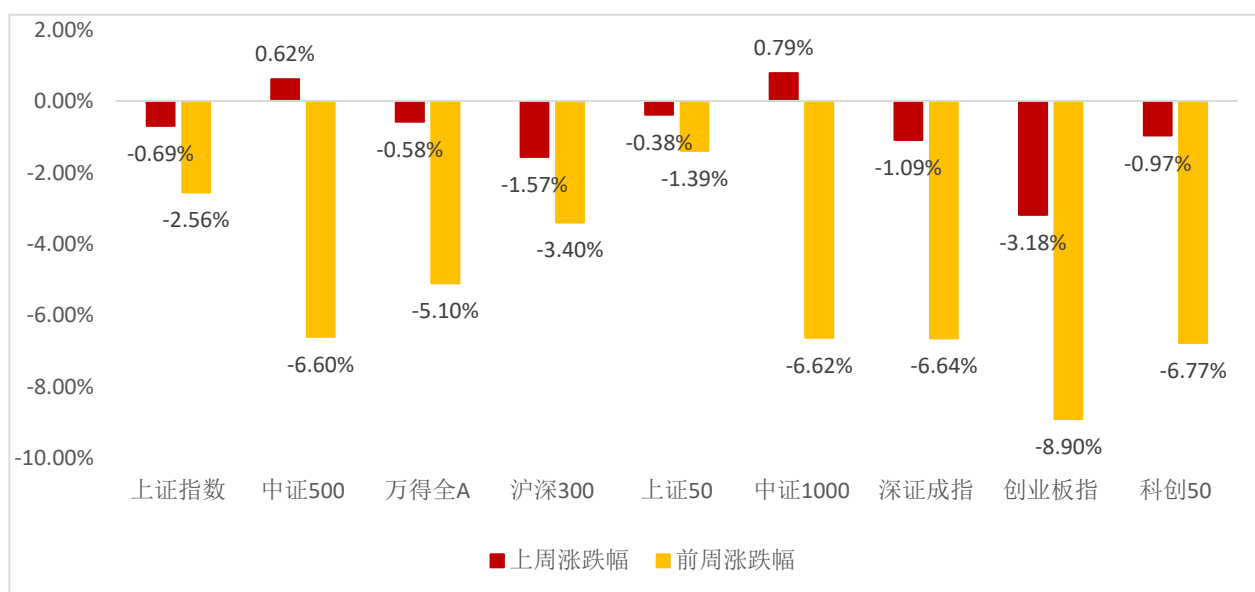
Anthropic 计划于 11 月中旬完成 IPO，目标估值高达 2 万亿美元，有望超越 SpaceX 今年早些时候 1.77 万亿美元的规模，成为史上最大科技 IPO 之一。AI 相关股票近期的大幅回调，是 Anthropic 管理层不得不正视的重要变量。多位市场人士表示，Anthropic 可能面临推迟上市的压力，但也有分析师指出，该公司对资本的迫切需求或将推动其坚持原定计划。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数小幅调整，但结构层面出现明显分化。中东局势动荡，美股财报季股价波动加剧，叠加 10 月联储议息会议前夕市场谨慎情绪升温，上周 A 股整体延续小幅调整态势，行业、风格、个股层面的分化态势明显。其中，创业板指下跌 3.18%，沪深 300 下跌 1.57%，科创 50 下跌 0.97%，中证 1000 上涨 0.79%，中证 500 上涨 0.62%，万得全 A 下跌 0.58%。31 个申万一级行业中，剔除综合后 30 个行业 7 涨 23 跌，中位数 -1.62%，行业分化程度大于指数。领涨集中在“机器人产业链 + 医药”：**计算机 (+5.21%)、机械设备**

(+3.01%)、汽车 (+1.51%)、医药生物 (+0.75%)、家用电器 (+0.44%)、国防军工 (+0.32%)、电子 (+0.15%)。领跌以资源、地产链与算力硬件为主：煤炭 (− 4.12%)、房地产 (− 3.61%)、通信 (− 3.60%)、电力设备 (− 3.54%)、交通运输 (− 2.90%)、钢铁 (− 2.56%)、建筑装饰 (− 2.50%)。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2026/10/23	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	15.0	↓0.14	42.6	↓1.17	68.5%	76.5%	69.6%
深证成指	26.1	↓0.44	53.7	↓2.82	50.5%	54.2%	41.8%
上证 50	10.7	↓0.06	44.5	↓1.91	63.0%	59.1%	48.2%
沪深 300	12.8	↓0.17	44.1	↓3.27	57.8%	59.9%	51.8%
中证 500	29.4	↑0.11	47.2	↑0.64	57.4%	79.3%	73.0%
中证 1000	38.3	↓0.26	42.8	↓1.24	42.8%	56.8%	54.6%
创业板指	31.4	↓0.54	11.2	↓0.78	13.0%	20.7%	21.4%
科创 50	110.0	↓0.87	77.9	↑0.01	77.9%	77.9%	77.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

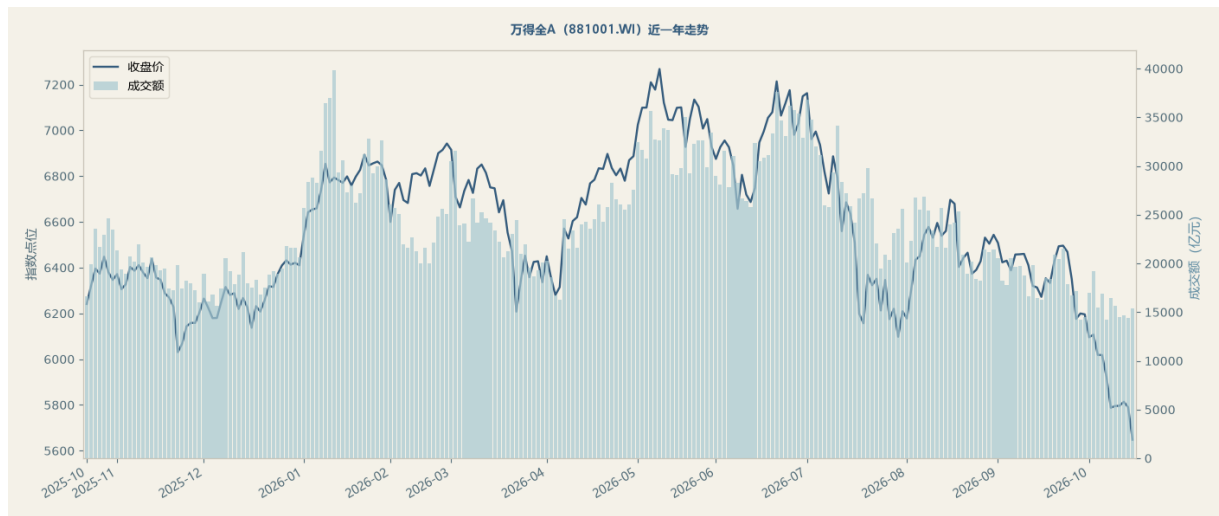
	2026/10/23	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	78.9	↓0.32	89.46%	↓0.07	89.5%	87.1%	83.2%
基础化工(申万)	23.2	↓0.42	37.56%	↓0.95	37.6%	59.5%	49.3%
钢铁(申万)	28.6	↓0.77	61.61%	↓1.38	61.6%	81.9%	76.4%
有色金属(申万)	15.2	↓0.35	6.65%	↓1.19	6.6%	10.5%	13.7%
电子(申万)	50.7	↑0.21	57.61%	↑0.37	57.6%	69.7%	61.4%
家用电器(申万)	14.6	↑0.03	37.47%	↑0.61	37.5%	41.5%	44.0%
食品饮料(申万)	21.0	↓0.11	21.84%	↓1.06	21.8%	16.6%	21.6%
纺织服饰(申万)	23.8	↓0.40	39.39%	↓3.20	39.4%	48.7%	44.1%
轻工制造(申万)	31.2	↓0.93	57.55%	↓3.21	57.6%	86.5%	82.4%
医药生物(申万)	31.7	↑0.27	27.69%	↑1.06	27.7%	43.9%	46.7%
公用事业(申万)	21.2	↓0.43	55.39%	↓3.22	55.4%	62.1%	60.1%
交通运输(申万)	16.2	↓0.49	38.33%	↓7.15	38.3%	44.0%	52.1%
房地产(申万)	12.8	↓0.48	43.10%	↓3.96	43.1%	55.7%	44.7%
商贸零售(申万)	31.5	↓0.30	54.47%	↓0.64	54.5%	61.8%	50.3%
社会服务(申万)	39.2	↓0.75	26.55%	↓1.92	26.6%	34.7%	17.6%
综合(申万)	70.7	↓3.01	81.52%	↓3.52	81.5%	92.1%	89.7%
建筑材料(申万)	33.7	↓0.65	82.26%	↓1.28	82.3%	93.1%	91.1%
建筑装饰(申万)	13.9	↓0.35	71.86%	↓0.64	71.9%	93.6%	92.9%
电力设备(申万)	24.5	↓0.90	12.84%	↓1.00	12.8%	20.3%	19.8%
国防军工(申万)	55.4	↓0.09	19.74%	↓0.47	19.7%	26.5%	31.1%
计算机(申万)	59.8	↑2.97	55.21%	↑9.85	55.2%	52.1%	41.6%
传媒(申万)	34.4	↓0.19	29.22%	↓0.44	29.2%	45.2%	36.8%
通信(申万)	40.0	↓1.49	52.06%	↓5.82	52.1%	67.9%	72.3%
银行(申万)	6.4	↓0.10	54.00%	↓5.90	54.0%	62.0%	74.0%
非银金融(申万)	8.7	↓0.12	0.09%	↑0.09	0.1%	0.1%	0.2%
汽车(申万)	24.1	↑0.36	52.06%	↑1.80	52.1%	34.1%	14.1%
机械设备(申万)	38.1	↑1.11	67.36%	↑1.79	67.4%	88.9%	87.3%
煤炭(申万)	18.1	↓0.78	72.73%	↓1.87	72.7%	89.6%	86.5%
石油石化(申万)	16.4	↓0.25	40.96%	↓2.22	41.0%	62.8%	64.4%
环保(申万)	23.0	↓0.40	39.95%	↓3.93	39.9%	63.3%	66.9%
美容护理(申万)	28.1	↓0.14	10.99%	↓0.85	11.0%	9.3%	4.8%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数和各行业估值多数下行。从行业板块看，上周计算机、机械设备、汽车上行最多，通信、轻工制造、电力设备估值下行最多。当前**农林牧渔、建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**非银金融、有色金属、美容护理**板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

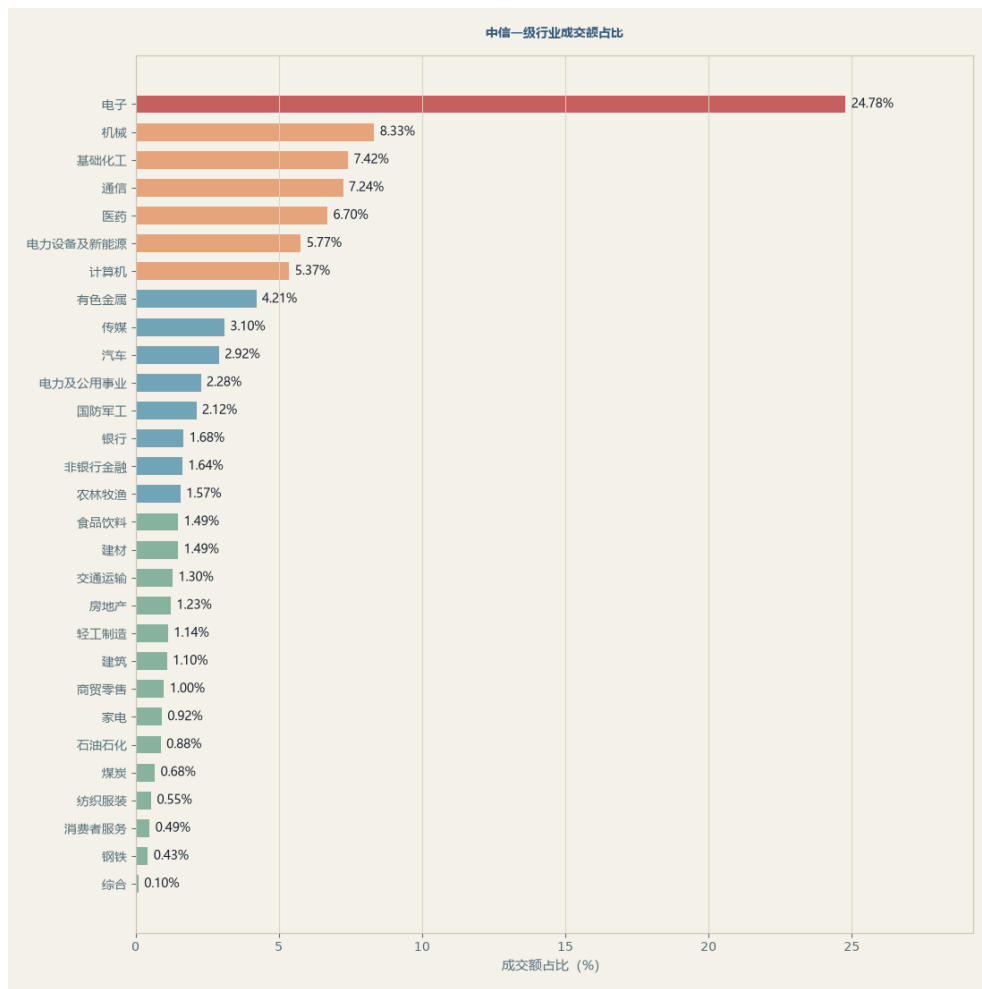
图：万得全 A（881001.WI）近一年价量走势



数据来源：Wind、鑫元基金

近一周万得全 A 指数震荡调整，累计下跌 2.41%。从成交额来看，市场交投活跃度有所回落，上周内日均成交额约 1.49 万亿元。截至 2026 年 10 月 22 日，万得全 A 收于 5647.98 点，近一年累计下跌 9.51%。

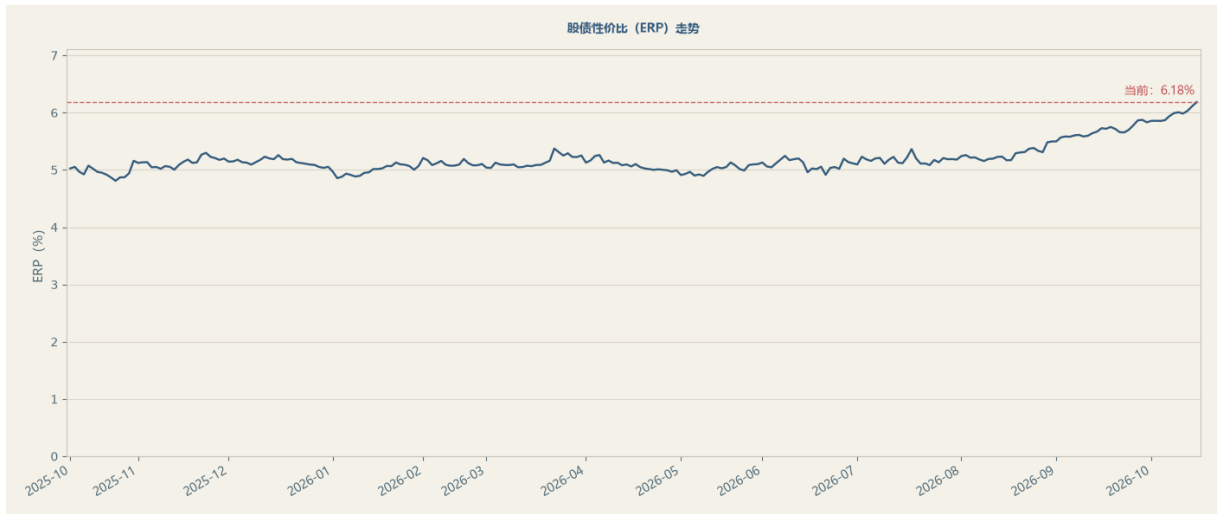
图：中信一级行业成交额



数据来源：Wind、鑫元基金

从行业成交额占比来看，电子行业以 24.78% 的占比位居首位，显著高于其他行业，显示资金高度集中。机械（8.33%）、基础化工（7.42%）、通信（7.24%）和医药（6.70%）分列二至五位，成交额分布呈现明显的头部集中特征。

图：股债性价比（ERP）走势



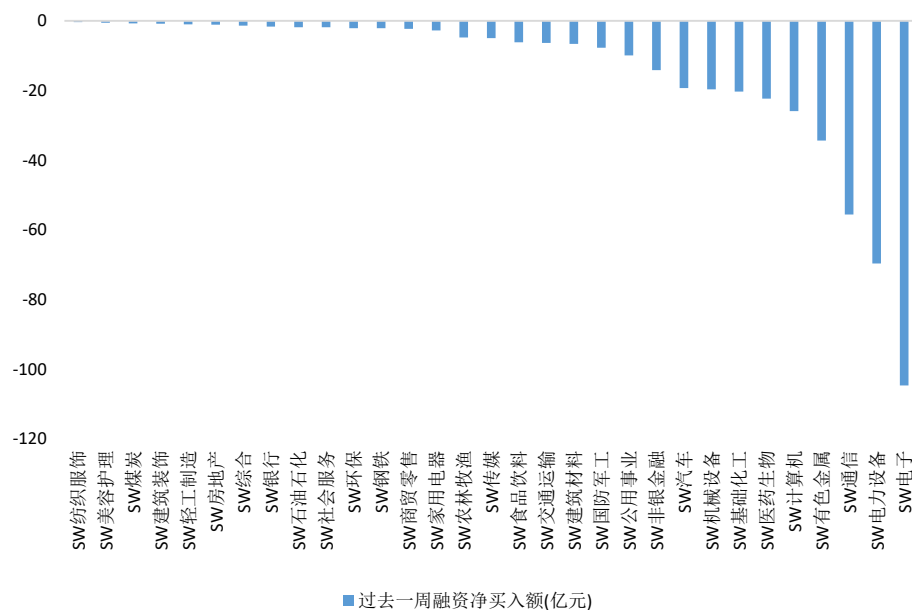
数据来源：Wind、鑫元基金

当前 ERP 值为 6.18%，处于 2016 年以来 90.04% 的分位水平，权益资产相对于债券资产的性价比处于较高水平。从走势来看，ERP 近一年震荡抬升，近一周由 6.01% 上行至 6.18%，创近一年新高。

4、权益市场资金

10 月 23 日，融资买入额占 A 股成交额比例为 7.68%，较 10 月 16 日的 8.16% 下行。截至 10 月 23 日，上周融资净卖出的前三行业为电子、电力设备、通信。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

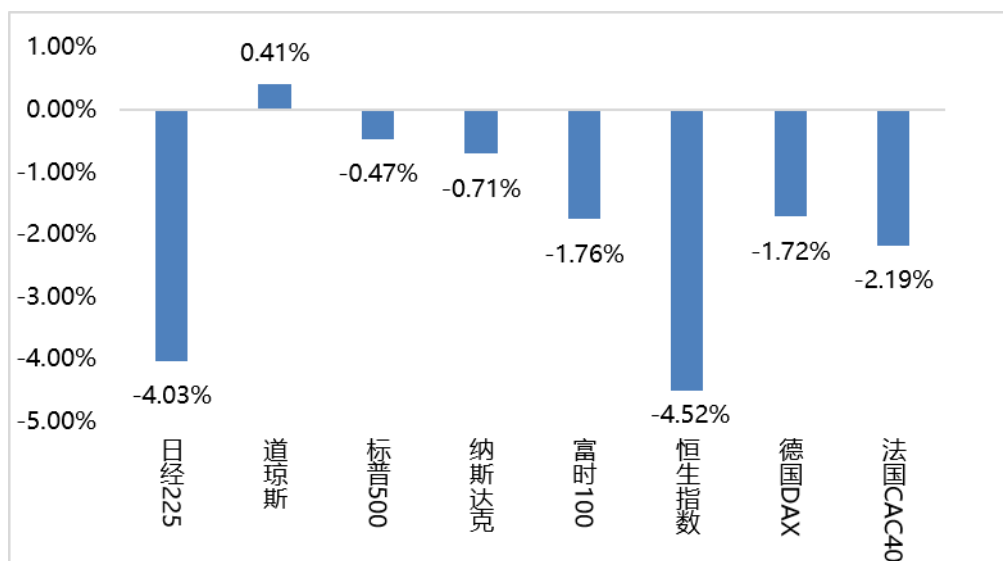


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌互现。美国股市方面，道琼斯上涨 0.41%，标普 500 下跌 0.47%，纳斯达克下跌 0.71%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 1.76%，德国 DAX 下跌 1.72%，法国 CAC40 下跌 2.19%；亚洲股市方面，日经 225 下跌 4.03%，恒生指数下跌 4.52%。主要市场表现分化。

图：上周海外主要指数涨跌

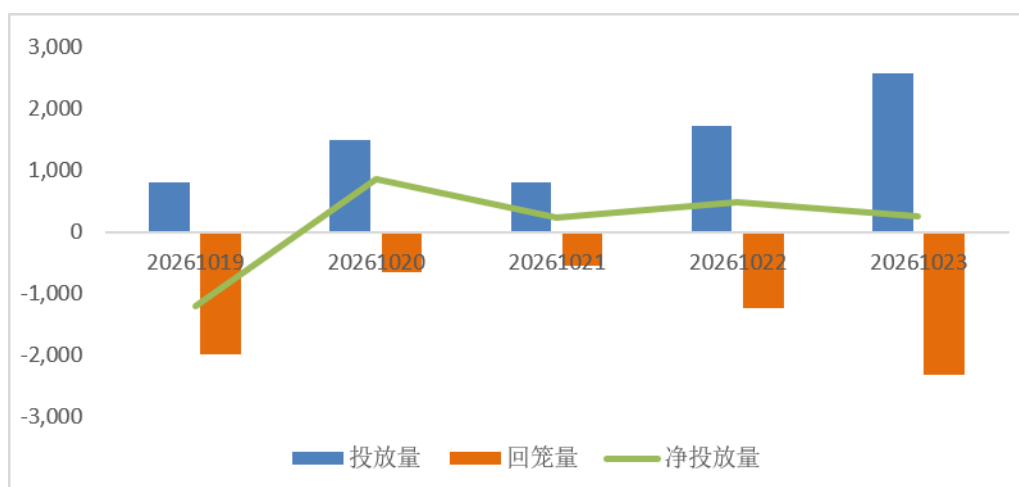


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 5910 亿元逆回购及 1500 亿国库现金定存操作，因有 5290 亿元逆回购和 1500 亿国库现金定存到期，整体上实现净投放 620 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 550 亿元，地方政府债计划发行 3494 亿元，整体净缴款

3460 亿元。

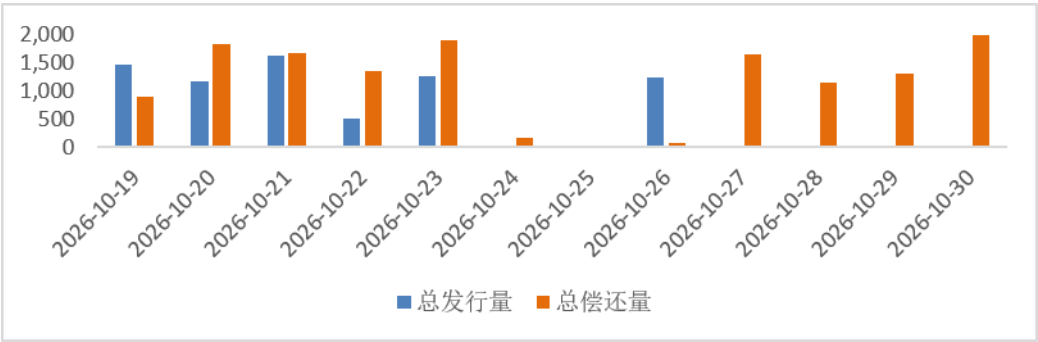
图：10 月 26-10 月 30 日政府债发行缴款

单位：亿元

	10 月 26 日		10 月 27 日		10 月 28 日		10 月 29 日		10 月 30 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	830	550	777	0	728	0	753	0	406
到期	0	240	0	24	300	25	0	66	0	39
缴款	250	265	0	830	550	777	0	728	0	753
净缴款	275		806		1002		662		714	

同业存单发行：本周（10 月 26-30 日）存单到期 6284 亿元，较前一周的 7558 亿元有所回落。

图：同业存单到期与发行

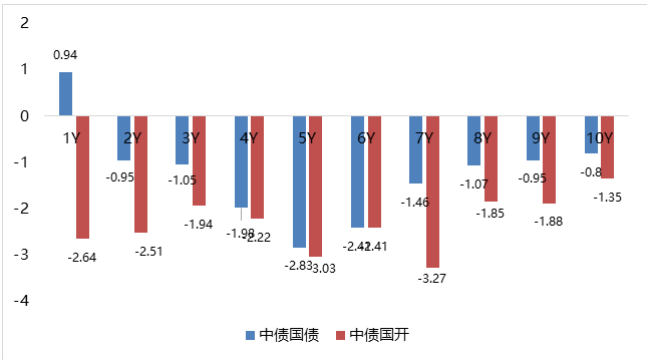


回购市场：上周资金面整体呈均衡宽松格局，资金利率中枢低位运行。上周一至周二，大行净融出维持高位，并由 4.9 万亿元逐步回升至 5.1 万亿元，资金面延续均衡宽松态势；上周三起，午后资金面边际有所收敛，资金利率小幅上行。全周资金利率波动幅度不大。

票据利率：票据利率整体低位横盘。上周一级票源供给虽有所恢复但小于到期缺口，二级市场票源偏紧而买盘需求旺盛，全周转贴利率在 0.5%窄幅波动。

（三）债券市场

图：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表：中债国债期限利差（2026 年 10 月 25 日）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	8.27	9.08	28.68	26.62
环比	-1.99	-1.78	2.03	0.05
年初以来	-12.71	-1.99	13.16	-3.78
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	23.65	15.37	19.20	45.20
2016 年以来分位数	14.66%	13.44%	88.49%	25.51%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2026 年 10 月 25 日）

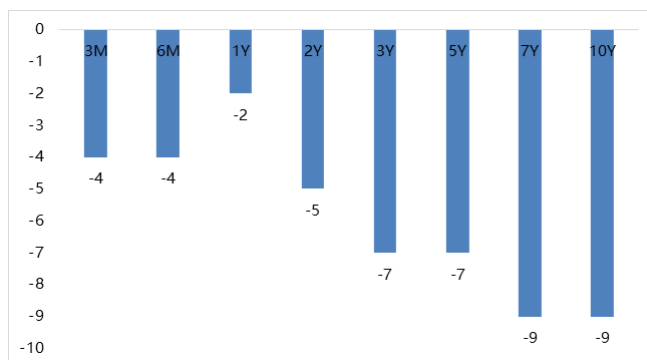
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	9.85	15.42	15.72	17.73	19.69
环比	-0.01	-1.28	-1.55	-1.64	0.71
年初以来	-22.49	-19.81	-21.54	-15.91	-25.43
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	40.86	33.45	35.85	39.99	41.36
2016 年以来分位数	2.37%	5.70%	2.85%	2.04%	5.18%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.94BP 至 1.1797，3 年期下行 1.05BP 至 1.2624，5 年期下行 2.83BP 至 1.3532，10 年期下行 0.80BP 至 1.6400。

短期限高等级票据信用利差均收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.01BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.28BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.55BP。

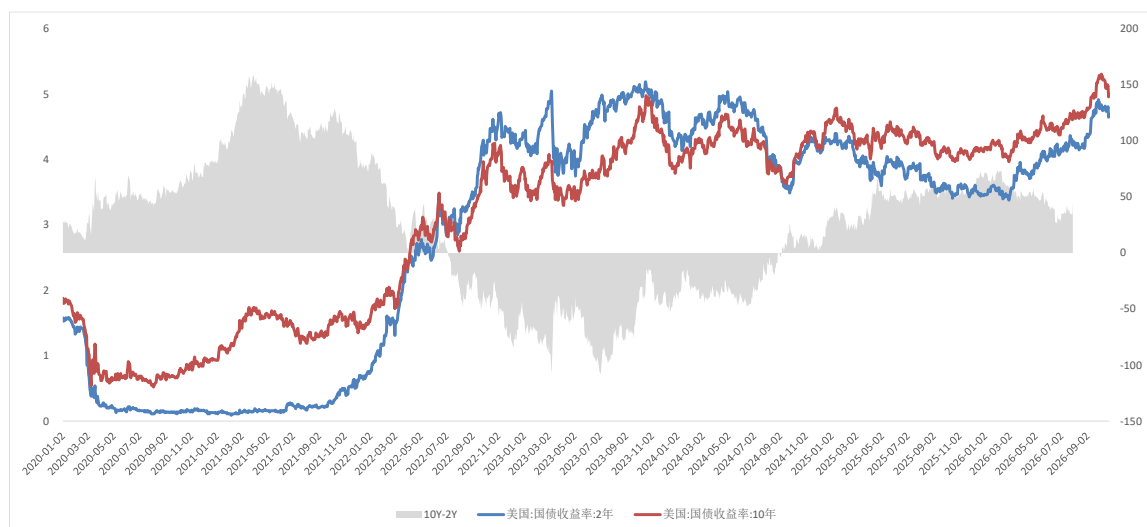
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率均下跌。1 年期美债收益率下跌 2BP，3 年期美债收益率下跌 7BP，10 年期美债收益率下跌 9BP。

图：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数小幅下行，在岸和离岸人民币汇率均有所升值。上周美元指数下跌 0.03%；人民币兑美元中间价升值 0.06%，即期汇率升值 0.23%，离岸人民币汇率升值 0.26%。

表：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	101.752	6.718	6.6711	6.6691
对照日期	101.7827	6.722	6.6868	6.6863
涨跌	-0.03%	0.06%	0.23%	0.26%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

国内宏观方面，9月经济数据显示生产端受出口韧性、季末交付和节前备货支撑，工业增加值同比升至5.5%，高技术制造业仍保持较高景气。消费端社零同比回升至1.1%，低基数、假期错位及部分品类涨价形成提振，但汽车和地产链消费仍弱，居民消费倾向偏低，内生需求尚未明显改善。投资端固定资产投资累计同比-7.2%，与1-8月持平，制造业和基建投资当月降幅收窄，地产投资及销售继续承压。10月19日，在2026金融街论坛年会开幕式上，中国人民银行行长潘功胜宣布即将推动出台的一系列政策措施，包括设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具、扩大常备借贷便利的适用机构范围、推动债券市场互联互通落地、便利境外金融机构在境内外汇市场开展人民币购售业务等。货币政策框架转型方面，央行将研究择机把公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜，公开市场隔夜回购利率将相应成为主要政策利率。推动贷款利率定价基准更加多元，并退出存贷款基准利率。央行将密切跟踪研判人工智能发展的宏观影响，前瞻性做好政策考量和准备，稳妥推进人工智能在金融领域的应用。

海外方面，美国总统特朗普表示，美国或许会再来一次小规模“史诗怒火”行动，又或者伊朗会选择妥协。消息称，美国和以色列军方已制定具体计划，准备在11月美国国会中期选举结束后再次打击伊朗，但特朗普是否会批准实施这一计划尚不确定。AI巨头CDS利差飙升，反映出华尔街因担忧庞大资本支出和债务泡沫破裂，正以数倍速度疯狂抢购科技巨头的“违约保险”，标志着市场对AI行业信用风险的集体恐慌急剧蔓延。AI投资正在持续虹吸市场上的流动性，而产业巨头仍在加速这一进程。Meta直言，同行已开启大规模融资，因此即使公司目前资金够用，也要抢在对手之前先行融资。融资时间窗口与资金获取能力，

决定着谁能继续在牌桌上生存。疑虑引发全面抛售，哀鸿遍野的美股“七姐妹”中，苹果反而“一枝独秀”，盘中创下了历史新高。

（二）权益市场展望和策略

上周核心观点有四：一是调整已经结束，我们站在一轮大规模反弹的起点。时空端：上证自5月13日见顶已5个多月，万得全A最大回撤24.97%；双创自6月下旬见顶约4个月，盘中最大回撤43.06%与44.25%，接近45%。情绪端：10月22日近5000只个股下跌、10月23日即4568只上涨、约150只涨停；两融降至2.44万亿元，较7月底减少约1560亿元。二是AI的利空叙事已经“能出尽出”，担忧到了极值。Meta自由现金流-21.2亿美元、上市以来首次转负，并设C类股为融资铺路；Bloom Energy指引第三次上调、订单增速快于营收，股价仍跌8.70%；GE Vernova产能指引上调至125GW、2030年产能基本售罄，股价跌10.64%。只要融资投AI就被担心现金流、只要兑现久期变长就不被容忍——这是情绪而非基本面的定价。下周微软、谷歌、亚马逊财报将给出2027年指引。三是见底转折并不意味着马上大涨。布伦特原油单周+9.26%至116.72美元，中东局势仍在恶化；油价推升通胀与长端利率，快速拉升难度较大。更现实的路径是先止跌、缓慢修复情绪。四是配置方面先主题，后超跌，再景气。第一层是主题，机器人、军工、AI应用、医药；第二层是超跌双创与硬科技，光互连（1.6T/CP0）的订单能见度最高；第三层是算力硬件中业绩可验证的设备、散热、玻璃基板；红利与本轮反弹的相关性较低，暂不作为进攻方向。

风险提示方面，油价若站上120美元并持续，通胀与长端利率将二次上行；海外CSP若在财报中下修2027年capex，国内三季报若出现龙头下修，AI硬件的估值修复会被打断。跟踪方面，10月28日微软与谷歌、10月29日亚马逊的财报及2027年capex指引，美联储议息，布伦特原油能否站稳110美元，宽基ETF净流入的持续性。证伪方面，美债10年期有效突破5.5%、布伦特站上120美元、海外capex指引下修、ETF转为持续净流出。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市预计仍以区间震荡为主，重点验证月末资金安排与政策落地效果。三季度GDP同比增长4.50%，9月规模以上工业增加值和社会消费品零售总额同比分别增长5.50%和1.10%；前三季度固定资产投资、房地产开发投资分别下降7.20%和20.60%，生产改善与内需偏弱并存，尚不足以确认需求已全面回升。央行拟设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具，有助于缓释赎回与抛售的负反馈，但启用具有特定条件，并非对债券价格或机构持仓兜底。资金方面，央行已预告10月26日开展7000亿元MLF，较本月9000亿元到期量

少 2000 亿元，需结合隔夜逆回购、买断式逆回购及财政收支综合判断，不能仅据单项缩量认定流动性收紧。后续关注工业企业利润、月底 PMI 及跨月资金价格；若资金维持平稳且内需修复有限，债市仍有支撑，若供给缴款与止盈共振，则需防范回撤。暂以 10 年期国债 1.60%—1.68%、30 年期 2.02%—2.14% 作为情景观察区间。

策略方面，建议保持中性久期，以高等级票息底仓配合利率债区间交易，优先管理跨月融资与长端回撤风险。底仓可在信用审查范围内配置 1—3 年高等级信用债、同业存单及中短久期利率债，重视主体资质、实际融资成本与二级市场流动性，避免依靠信用下沉或提高杠杆增厚收益。5—10 年利率债仍可作为主要交易品种；若 10 年期收益率回升至 1.66%—1.68%、同时资金价格稳定，可分批评估增配；若下探 1.60%—1.62% 且缺少新增宽松催化，则适度兑现交易收益、缩短交易久期。30 年期本周相对偏弱，与 10 年期利差走阔，宜保留小仓位观察相对价值，不宜仅因利差扩大就押注其迅速修复；若收益率回升至 2.10%—2.14%，可结合供给及负债稳定性再评估配置价值，若接近 2.02%—2.04%，则降低超长久期暴露。月末留足现金与融资额度，待 MLF 和跨月资金效果明确后再调整仓位。

整体而言，上周政策框架调整预期一度推动债市上涨，但后半周超长端回吐涨幅，中段表现相对更稳。生产改善与内需偏弱并存，宽松资金仍提供支撑，后续行情更依赖政策落实和跨月流动性的验证。操作上保留高等级票息底仓，回调后分批配置，对缺少新增催化的上涨适度止盈，控制杠杆及超长端仓位。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。