内需仍待托底，科技调整债市震荡

--鑫元周观点（2026.10.26-2026.11.01）

一、核心观点

宏观层面，上周国内经济与政策的主线是需求再度走弱、融资支持进一步落实。10 月制造业与非制造业景气同步回落，制造业生产降温快于订单，建筑业新增订单下降，表明 9 月的改善缺乏持续的需求拉动。政策性金融工具投放完成，为项目补充资本金；央行明确隔夜政策利率，有助于稳定银行间资金成本。两项安排分别作用于项目融资能力和资金价格，政策支持向经济增长的传导，需要经过配套贷款、施工和采购环节。海外方面，通胀约束与科技企业现金流压力正在共同影响金融条件。美联储维持利率，政策讨论仍围绕抗通胀展开，企业融资成本难以迅速回落；欧洲受到能源涨价对购买力和企业成本的挤压，中东局势则增加了能源供应的不确定性。AI 相关需求保持较快增长，庞大投入对自由现金流的消耗已成为市场定价的重要因素。在这一过程中，依赖外部融资的投资扩张更容易受到利率约束，科技企业的增长质量与资金来源开始被放在一起审视。

权益市场方面，上周市场跌幅超预期，但底部区域判断维持不变。上证 10 月 30 日收于 3599 点，距 10 月 23 日盘中低点仅 0.7%，下周跌破前低的概率较大，仍属于底部区域内的最后一程。创业板指与科创 50 自高点分别回撤 44.79%和 47.42%，调整深度接近历史水平，速度已处于极值。两融自 7 月以来减少 2266 亿元，创业板指估值降至近十年 4.5%分位，市场已进入情绪与去杠杆主导的阶段。当前分母端未见恶化，流动性重新收紧或盈利系统性下修的假设尚未发生，维持不将目标位下调至 3100-3200 点的判断。本周进入重要验证窗口，重点观察海外科技企业财报对 AI 硬件订单的验证；费半需收回周五跌幅的一半、约 3.6%，才能确认压力缓解。同时关注中期选举、非农数据及美伊局势。维持对重大低点逐步接近的判断，具体低点位置仍难精确确定。

固定收益市场方面，债市收益率整体呈现先下后上的“倒 V”型走势。全周交易主线围绕宽货币预期发酵与“资产荒”配置力量，同跨月资金面边际收敛、监管传闻扰动及止盈压力之间的交替主导。从底层逻辑来看，上周行情的波动更多是政策预期与市场传闻交替驱动下，对前期快速下行行情的估值重定价与技术性修正。上半周在央行持续通过万亿级隔夜

OMO 呵护跨月流动性的背景下，叠加市场流传“MLF 降息 5BP”的传闻发酵，以及权益市场走弱催生的“股债跷跷板”效应，机构欠配压力下的做多情绪升温，推动 10Y 和 30Y 国债收益率分别下探至阶段性低位。下半周随着跨月节点临近，央行 7 天期逆回购显著缩量，资金面边际收敛信号显现。同时，市场传闻“部分机构收到窗口指导”等，引发市场对超长端流动性的担忧，前期获利盘止盈诉求集中释放。叠加华发事件引发的信用债抛压向利率端传导，长端收益率出现显著回调，30Y 国债活跃券单日上行超 4BP 至 2.09%上方。从机构行为看，市场呈现出“交易盘止盈、配置盘承接”的切换特征，保险与银行在 30Y 国债回调至 2.08%上方时转为净买入，显示绝对收益率回升后配置盘力量开始显现。截至 10 月 30 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 1.17%、1.26%、1.35%、1.46%、1.65%和 2.08%，较 10 月 23 日分别变动-0.83bp、0.16bp、0.00bp、0.43bp、1.00bp 和 1.51bp；10Y-1Y 利差走阔 1.83bp 至 47.86bp，30Y-10Y 利差走阔 0.51bp 至 43.26bp，曲线整体趋陡。按完整周末估值看，除 1 年期收益率下行、5 年期持平外，其余所列期限均小幅上行。整体而言，上周回调属于前期收益率快速下行后的估值修复与技术性调整，宏观基本面及货币政策取向并未出现实质性转向，债市中长期运行的底层支撑依然存在。短期需关注跨月后资金价格中枢的回归情况，以及增量政策的落地节奏。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议，于 10 月 26 日至 29 日在北京举行。中央委员会总书记习近平发表重要讲话。全会听取和讨论了习近平受中央政治局委托所作的工作报告，审议通过了《中共中央关于持之以恒推进全面从严治党若干重大问题的决定》。全会决定，中国共产党第二十一次全国代表大会于 2027 年下半年在北京召开。

国家统计局：10 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 49.3%、49.7%和 49.7%，比上月下降 0.8 个、0.5 个和 1.0 个百分点，经济景气水平较上月回落。新动能保持较快增长。高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 51.3%和 50.6%，继续高于临界点，相关行业企业生产经营保持扩张，新质生产力延续良好发展态势。

中国人民银行正式公告政策利率“换锚”。中国人民银行发布公告称，为进一步优化短端利率调控机制，从 2026 年 11 月 2 日起，公开市场操作进行如下调整：一、每个工作日开展隔夜逆回购操作招标，采用固定利率、数量招标。目前操作利率为 1.25%。二、7 天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要在税期、月末等时点开展。三、原

在 7 天期逆回购操作利率基础上加减点的其他工具，包括临时正/逆回购、境外央行类机构回购工具等，均调整为在隔夜逆回购操作利率基础上加减点，加减点幅度不变。中信证券首席经济学家明明表示，隔夜逆回购定价 1.25%与当前 DR001 运行中枢基本一致，释放了积极的稳定信号。

中国证监会党委传达贯彻党的二十届五中全会精神，要求坚决惩治新型和隐性腐败，完善权力配置运行的制约和穿透式监督。全力稳市场稳预期，深化投融资综合改革，完善全链条监管体系，持续提升资本市场韧性和信心。

中国人民银行党委传达学习党的二十届五中全会精神，强调继续实施适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。加快建设多层次现代化金融市场体系，提升金融服务实体经济适配性，更好支持经济转型升级和增长动能转换。有力有效防范化解重点领域金融风险。坚定维护国家金融安全。

欧盟方面正研究将中欧在混合动力汽车领域达成的贸易谅解安排，延伸至化工等领域。商务部就此回应表示，如果欧方一意孤行，对中国产品采取歧视性限制措施，中方必将采取一切必要措施，坚定维护自身利益和企业合法权益。

美国国土安全部宣布将 3 家中国实体增列至“维吾尔强迫劳动预防法”实体清单。商务部对此回应称，中方对此强烈谴责，坚决反对。中方将采取必要措施，坚定维护自身利益。

当前投资机构普遍认为 A 股市场出现超调，部分年金、保险、公募基金等机构已加大买入力度。与此同时，摩根资产管理（中国）、易方达基金、富国基金宣布旗下主动 ETF 正式成立，上述基金管理人将于近期启动主动 ETF 建仓。

2026 年 8000 亿元新型政策性金融工具完成投放。其中，国开行新型政策性金融工具投放 3650 亿元，涉及项目总投资 5.5 万亿元；农发行投放 3150 亿元，涉及项目总投资约 4.39 万亿元；进出口行投放 1200 亿元，拉动总投资逾 1.7 万亿元。

公募基金 2026 年三季报披露完毕。三季度公募基金在继续重仓科技板块的同时，对消费、医药、红利等传统资产配置意愿逐步提升。截至三季度末，全市场公募基金资产净值合计 39.30 万亿元，较二季度末的 39.66 万亿元小幅回落。重仓股方面，截至三季度末，中际旭创仍为主动权益类基金第一大重仓股，持仓市值为 959 亿元，持有该股的基金产品数量多达 1557 只。

9 月中国规模以上工业企业利润增长 14.4%；今年前三季度中国规模以上工业企业实现利润总额 60337.4 亿元，同比增长 15.5%，今年以来持续保持两位数增长。电子行业对利润

增长贡献显著。国家统计局工业司首席统计师于卫宁表示，前三季度电子行业利润同比增长1.0倍，拉动全部规模以上工业企业利润增长9.6个百分点，是规模以上工业企业利润较快增长的重要支撑。

知情人士称，欧盟计划明年出台贸易措施，减少自中国进口化工、家具、机械产品。外交部发言人郭嘉昆对此回应称，希望欧方尊重市场经济和公平竞争原则，避免滥用贸易救济工具，以实际行动推动中欧关系健康稳定发展。

中国人民银行设立债市非银大额赎回互换便利，用于在资管机构面临群体性流动性风险、债券市场出现系统性压力的特定情景下，支持具有系统性影响的银行理财子公司、公募基金管理人（或对应母行、证券母公司等），从人民银行借入央行票据用于市场回购融资，以购买本公司（或资管子公司）遭赎回公募产品的符合条件的债券或产品份额，并向央行抵押。权威专家指出，此次工具设立的目的是在债市出现大幅波动时，阻断赎回、抛售循环，守住不发生系统性风险的底线。

胡润研究院发布《2026胡润百富榜》，字节跳动创始人张一鸣以6700亿元财富第二次成为中国首富，刷新中国首富的财富纪录；农夫山泉创始人钟睒睒财富缩水1200亿元，以4100亿元退居第二。DeepSeek创始人梁文锋首次上榜便以2800亿元财富列第七。宇树科技创始人王兴兴以695亿元首次上榜。

（二）海外宏观

上周，多家美国大型科技企业三季度财报不及预期，引发科技股抛售加剧。周五收盘，费城半导体指数大跌7.20%，创6月以来最大跌幅。抛售情绪蔓延至贵金属，国际金价跌至逾一年低位。10月以来，黄金累计下跌6.79%，白银下跌18.64%。个股方面，英特尔股价暴跌28.59%，创下四十多年来最大单日跌幅。标普全球评级周五将Meta的评级展望从稳定调整为负面，理由是公司资本开支和自由经营现金流面临较大不确定性。苹果市值反超英伟达重回全球第一，苹果相对克制的基础设施投资及较强的自由现金流，使其在科技股调整中表现出相对韧性。

消息称，美国总统特朗普计划在中期选举次日恢复对伊朗打击。美国通报海湾国家要求其做好最早11月4日发动打击的准备。美国驻沙特大使馆表示，美国国务院下令非紧急岗位工作人员及其家属离开沙特阿拉伯，该命令自10月23日起生效。此举是出于安全风险。另

据消息人士证实，卡塔尔调解人周五在德黑兰转达旨在结束美国与伊朗战争提案草案最新修改内容。该提案旨在避免美国恢复对伊朗的军事行动，特朗普近几周已多次发出这一威胁。

圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示，有必要实施更为紧缩的货币政策，而且行动应当“尽快”落地。穆萨莱姆称，通胀依旧“过高”，但美国经济具备“韧性”。里士满联储主席巴金表示，美联储的方向是“明确的”，问题在于速度。达拉斯联储主席洛根表示，美联储至少还需加息两次，每次 25 个基点。在加息 50 个基点后，暂停加息将是合理的，以便确定何时进一步行动是合适的。

美国副总统万斯已致信伊朗最高国家安全委员会秘书雷扎伊，试图重启谈判。此举旨在探寻美伊能否找到足够的共同点，从而避免美国未来几周内对伊朗再次发动打击。伊朗方面称已收到该信函，但尚未作出回应，同时强调美国必须落实伊朗提出的七项条件。

美军中央司令部司令布拉德·库珀向美国总统特朗普汇报了针对伊朗的军事行动选项。此次会谈正值特朗普政府评估是否恢复针对伊朗的大规模军事行动之际。美国官员近期已向部分海湾国家发出信号，要求为中期选举后可能展开的一场短期、高强度军事行动做好准备。与此同时，美方也在继续推动外交接触。

10 月 31 日，币安公告确认约 10 月 30 日 4 时 05 分热钱包遭攻击，约 63 亿美元代币资产被盗。目前尚未发现钱包私钥泄露证据，已在链上冻结约 30 亿美元资产，正与多方合作开展追回工作，将通过 SAFU 及公司自有资金承担全部损失，用户不承担相关损失。

美联储结束 10 月议息会议，宣布维持利率不变，在 9 月加息后暂缓进一步收紧货币政策，但内部鹰派分歧明显扩大。声明显示，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）以 10 票赞成、2 票反对的结果，通过了决议，将联邦基金利率目标区间保持在 3.75%-4%，美联储理事莉萨·库克和克利夫兰联储主席贝丝·哈马克均主张再次加息 25 个基点。声明指出，通胀仍然偏高。随着获得更多信息，FOMC 将能够更好地确定适当的政策立场，以确保通胀及时回归委员会设定的 2%目标。

美联储主席凯文·沃什在新闻发布会上强调抗通胀立场，明确表示不存在“软性通胀目标”。沃什没有为 12 月会议提供明确政策指引，称当前政策讨论仍主要集中在价格稳定问题上，美联储需要获得更多经济信息后，才能判断合适的货币政策立场。对于外界关于中期选举是否影响本次利率决策的质疑，沃什强调，政治因素对本次决定“没有任何作用”。沃什表示，美联储将从 2027 年开始减少利率制定会议的次数。沃什指出，虽然每年八次会议对联邦公开市场委员会（FOMC）来说是“合适的数量”，但从 2027 年开始，将有一次会议专注于

宏观货币政策战略，不进行利率投票，也不发布政策声明；2028 年此类战略会议将增至两次，政策设定会议相应减少至六次。

欧洲央行如期维持三大关键利率不变，同时强调能源价格持续上涨，对通胀前景构成上行风险，对经济增长前景构成下行风险，但不会预先承诺特定的利率路径。知情人士透露，欧洲央行已做好在 12 月加息的准备。与此同时，欧洲央行行长拉加德决定，将于明年 2 月 7 日卸任该行行长职务，提前近 9 个月结束任期。

知情人士称，美国已经通知多个海湾阿拉伯国家，要为美国中期选举之后一场短时、高强度的军事行动做好准备。与此同时，卡塔尔已向伊朗提交旨在结束战事的新协议草案，但遭到伊朗方面拒绝。伊朗外长阿拉格齐表示，将继续与调解人探讨如何成功实施“7 日计划”。

谷歌母公司 Alphabet 三季度营收 1275.8 亿美元，同比增长 25%，低于市场预期 1282.2 亿美元；每股收益 2.12 美元，不及市场预期；自由现金流骤降至负 90.7 亿美元，远超市场预期的负 35 亿美元；资本开支 513.6 亿美元，低于市场预期的 557.8 亿美元，对 AI 交易构成警示信号；云业务营收超预期同比增长 103%，但搜索业务与广告业务均不及预期。财报公布后，Alphabet-A 盘后股价跌超 10%

当地时间 10 月 27 日晚，以色列议会选举出口民调数据显示，以色列总理内塔尼亚胡阵营未获议会多数席位。以色列第 26 届议会选举投票当日结束。截至 20:00，以色列议会选举投票率已达到 74.3%，高于 2022 年大选同一时段的 66.3%。能否争取至少 61 个议席支持，是决定内塔尼亚胡能否继续执政的关键。

谷歌推出新一代世界模型 Genie 4，将最长模拟时长延长至 2 分钟，并首次实现音视频同步生成，用户还可通过自然语言实时改变虚拟环境、操控镜头和添加角色。谷歌称，Genie 4 是其迄今最逼真、交互能力最强的世界模型。

受 AI 需求爆发、半导体供应链产能全面紧张影响，消息称，台积电正考虑将旗下 CoWoS 先进封装服务价格上调 10%至 20%。此举若落地，将直接推高英伟达、AMD 等芯片大厂生产成本，同时可能进一步拉升苹果 iPhone 及 MacBook 终端售价。

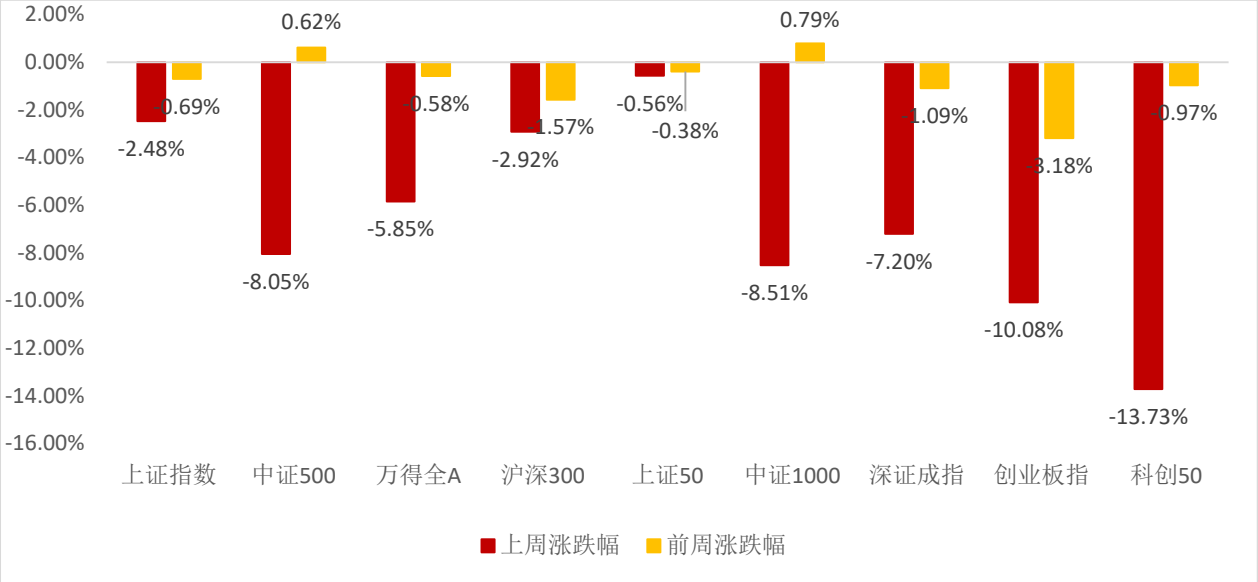
苹果公司宣布和阿里巴巴达成合作，将千问集成至 Apple 智能功能，中国用户可以在 Siri、写作工具及视觉智能中，直接调用千问的文本与图像理解、内容生成等能力。这些功能将于 11 月 4 日起随最新的 iOS 开发者 Beta 版开放测试，并将于 12 月 iOS 27.3 正式发布时面向中国用户推出。

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 股各宽基指数再度全线收跌。美联储 10 月按兵不动，12 月加息概率升至八成，叠加海外谷歌、亚马逊、英特尔等大厂三季度财报出现明显瑕疵，全球科技股共振下挫，A 股风险偏好受到显著冲击，各宽基指数全线收跌。其中，科创 50 下跌 13.73%，创业板下跌 10.08%，中证 1000 下跌 8.51%，中证 500 下跌 8.05%，沪深 300 下跌 2.92%，万得全 A 下跌 5.85%。31 个申万一级行业中，剔除综合后 30 个行业 6 涨 24 跌。领涨方向全部集中在红利与实物资产：**银行（+4.97%）、石油石化（+3.50%）、食品饮料（+3.29%）、煤炭（+2.97%）、交通运输（+2.44%）、家用电器（+0.34%）**。领跌方向全部集中在科技成长链：**通信（-14.77%）、电子（-13.82%）、计算机（-10.85%）、建筑材料（-8.79%）、机械设备（-8.20%）、国防军工（-7.77%）**。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2026/10/30	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	15.3	↑0.23	43.8	↑1.71	70.3%	77.9%	71.5%
深证成指	24.2	↓1.91	46.0	↓13.06	37.5%	34.9%	23.6%

上证 50	11.0	↑0.32	50.3	↑9.03	72.1%	69.6%	61.0%
沪深 300	12.9	↑0.04	44.7	↑0.94	58.8%	60.8%	52.6%
中证 500	26.8	↓2.59	33.4	↓15.14	42.2%	66.0%	57.4%
中证 1000	36.2	↓2.08	31.6	↓11.22	31.6%	42.7%	39.7%
创业板指	26.9	↓4.45	3.0	↓9.45	3.6%	5.7%	7.4%
科创 50	90.5	↓19.58	66.9	↓10.94	66.9%	66.9%	65.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

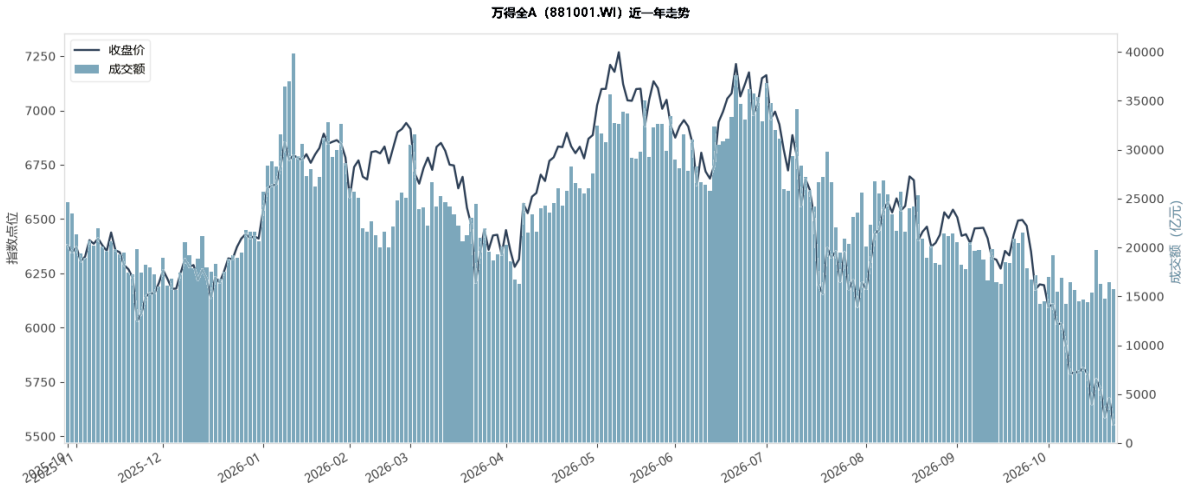
	2026/10/30	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	75.8	↓3.04	88.45%	↓1.01	88.5%	86.7%	82.7%
基础化工(申万)	22.1	↓1.12	33.46%	↓4.09	33.5%	53.0%	43.3%
钢铁(申万)	27.3	↓1.32	60.11%	↓1.50	60.1%	79.7%	73.6%
有色金属(申万)	14.2	↓1.00	3.07%	↓3.58	3.1%	4.9%	6.3%
电子(申万)	43.8	↓6.93	36.23%	↓21.38	36.2%	51.4%	39.8%
家用电器(申万)	14.7	↑0.05	39.01%	↑1.55	39.0%	43.5%	46.6%
食品饮料(申万)	21.7	↑0.70	27.57%	↑5.73	27.6%	24.1%	31.3%
纺织服饰(申万)	22.9	↓0.90	31.17%	↓8.22	31.2%	39.4%	36.5%
轻工制造(申万)	29.6	↓1.60	49.94%	↓7.61	49.9%	75.1%	67.6%
医药生物(申万)	31.0	↓0.62	25.27%	↓2.41	25.3%	40.0%	42.8%
公用事业(申万)	21.2	↓0.02	55.15%	↓0.23	55.2%	61.7%	59.8%
交通运输(申万)	16.6	↑0.39	44.24%	↑5.91	44.2%	53.2%	60.6%
房地产(申万)	12.2	↓0.61	38.44%	↓4.66	38.4%	51.1%	39.9%
商贸零售(申万)	30.7	↓0.78	53.16%	↓1.31	53.2%	60.3%	48.3%
社会服务(申万)	37.5	↓1.67	23.64%	↓2.91	23.6%	32.1%	16.4%
综合(申万)	64.9	↓5.79	77.78%	↓3.74	77.8%	89.3%	86.0%
建筑材料(申万)	30.8	↓2.93	77.34%	↓4.92	77.3%	91.0%	88.2%
建筑装饰(申万)	13.3	↓0.58	69.24%	↓2.62	69.2%	90.2%	89.3%
电力设备(申万)	23.1	↓1.47	10.29%	↓2.54	10.3%	16.3%	18.7%
国防军工(申万)	51.1	↓4.33	9.27%	↓10.47	9.3%	11.1%	14.5%
计算机(申万)	53.4	↓6.46	35.02%	↓20.19	35.0%	31.8%	25.9%
传媒(申万)	32.1	↓2.24	24.82%	↓4.40	24.8%	39.1%	32.5%
通信(申万)	34.1	↓5.87	27.90%	↓24.16	27.9%	40.6%	50.5%
银行(申万)	6.7	↑0.32	70.83%	↑16.83	70.8%	77.2%	85.2%
非银金融(申万)	8.6	↓0.13	0.02%	↓0.08	0.0%	0.0%	0.0%
汽车(申万)	23.2	↓0.95	45.66%	↓6.40	45.7%	30.3%	9.3%
机械设备(申万)	35.0	↓3.16	62.97%	↓4.39	63.0%	82.6%	80.4%
煤炭(申万)	18.6	↑0.50	73.98%	↑1.25	74.0%	91.3%	88.6%
石油石化(申万)	16.9	↑0.57	45.18%	↑4.22	45.2%	68.1%	70.7%
环保(申万)	21.8	↓1.22	26.93%	↓13.02	26.9%	42.6%	48.1%
美容护理(申万)	26.2	↓1.91	4.81%	↓6.18	4.8%	2.1%	1.6%

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，上周食品饮料、石油石化、煤炭上行最多，计算机、电子、通信估值下行最多。当前**农林牧渔**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

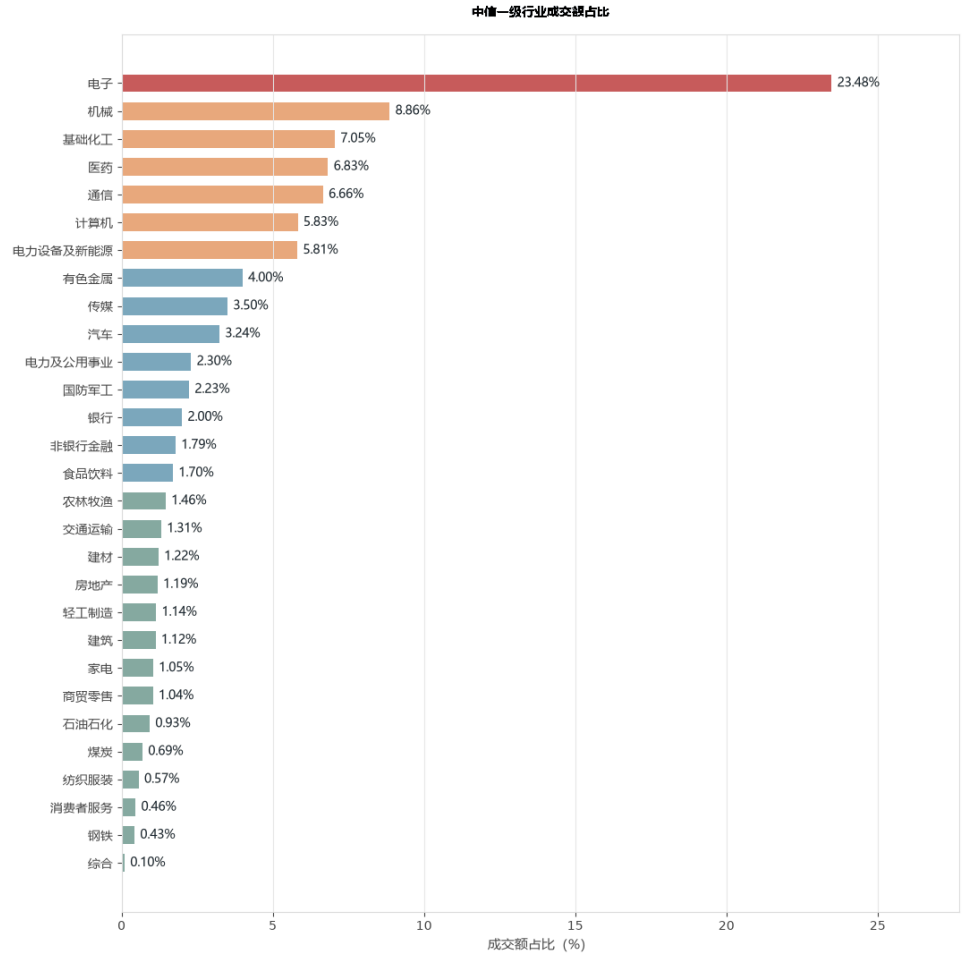
图：万得全 A（881001.WI）近一年价量走势



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 1.65%。从成交额来看，市场交投活跃度有所回落，周内日均成交额约 1.66 万亿元。截至 2026 年 10 月 29 日，万得全 A 收于 5555.06 点，近一年累计下跌 12.93%。

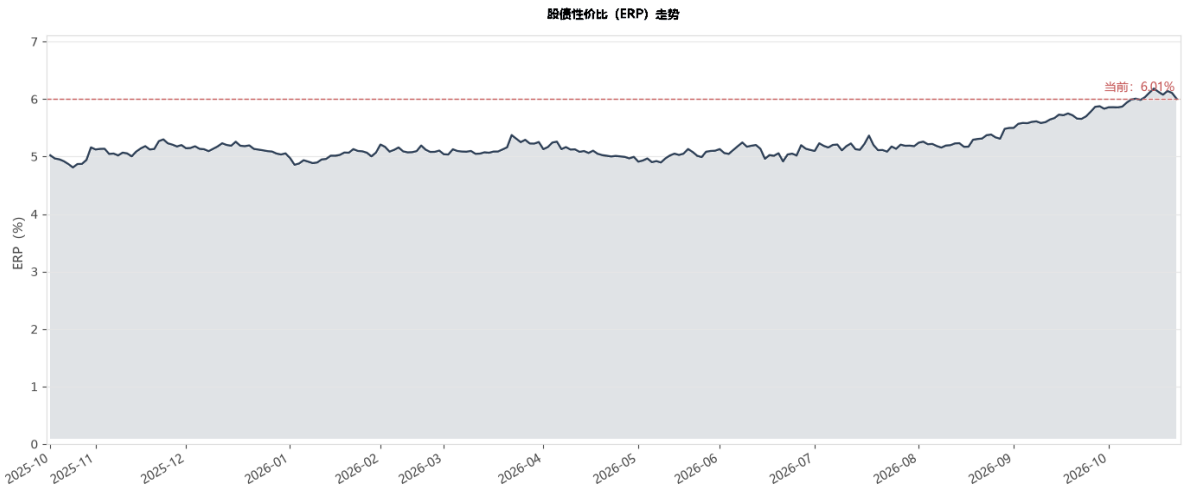
图：中信一级行业成交额



数据来源：Wind、鑫元基金

从行业成交额占比来看，电子行业以23.48%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（8.86%）、基础化工（7.05%）、医药（6.83%）和通信（6.66%）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



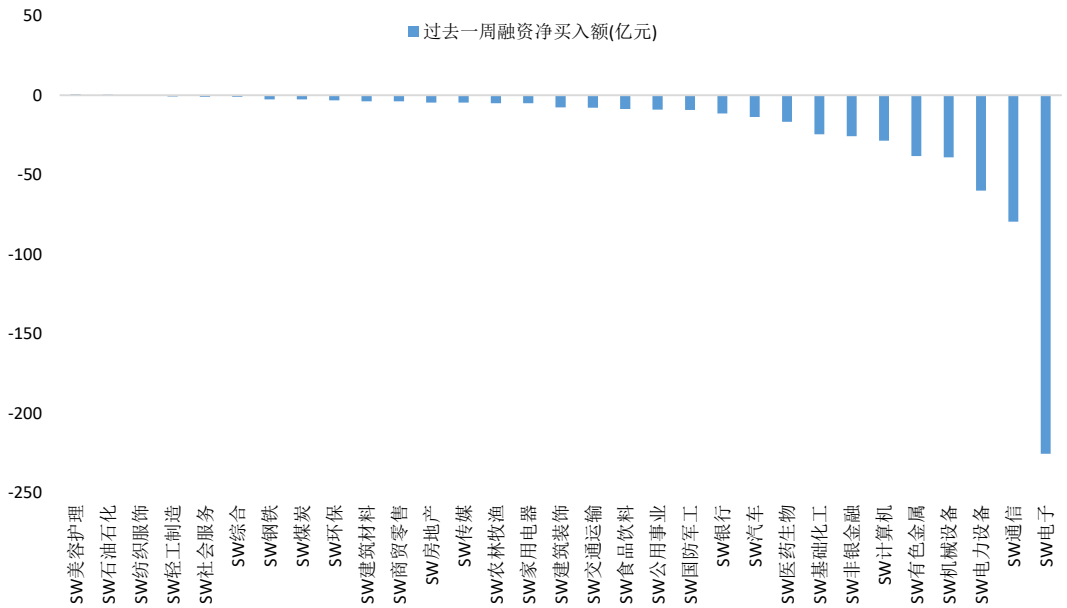
数据来源：Wind、鑫元基金

当前 ERP 值为 6.01%，处于 2016 年以来 84.53%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 3 个月震荡抬升。

4、权益市场资金

10 月 30 日，融资买入额占 A 股成交额比例为 7.55%，较 10 月 23 日的 7.89%下行。截至 10 月 30 日，上周融资净卖出的前三行业为**电子、通信、电力设备**。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

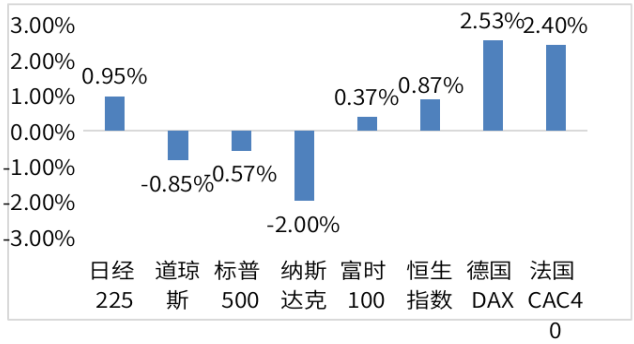


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌互现。美国股市方面，道琼斯下跌 0.85%，标普 500 下跌 0.57%，纳斯达克下跌 2.00%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.37%，德国 DAX 上涨 2.53%，法国 CAC40 上涨 2.40%；亚洲股市方面，日经 225 上涨 0.95%，恒生指数上涨 0.87%。主要市场表现分化。

图：上周海外主要指数涨跌

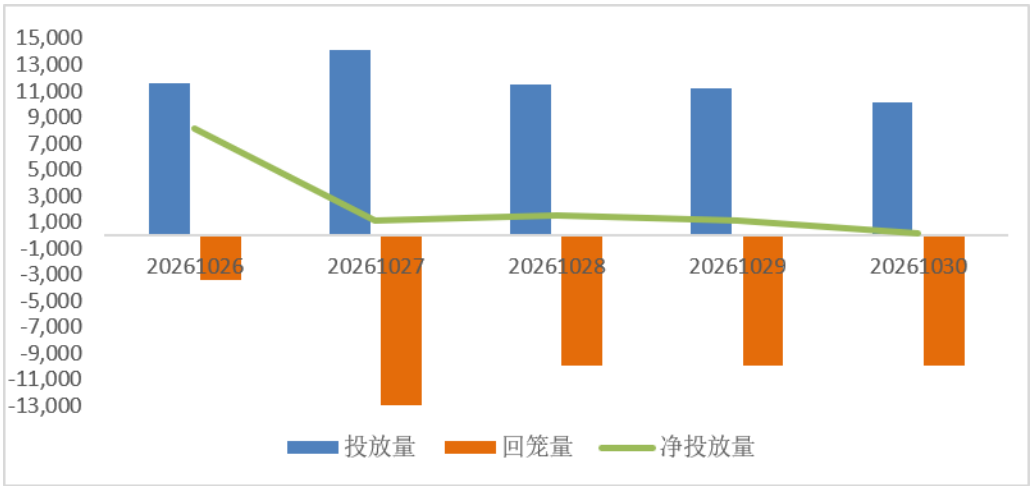


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 51470 亿元逆回购及 7000 亿 MLF 操作，因有 37360 亿元逆回购和 9000 亿 MLF 到期，整体上实现净投放 12110 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 1400 亿元，地方政府债计划发行 1526 亿元，整体净缴款 207 亿元。

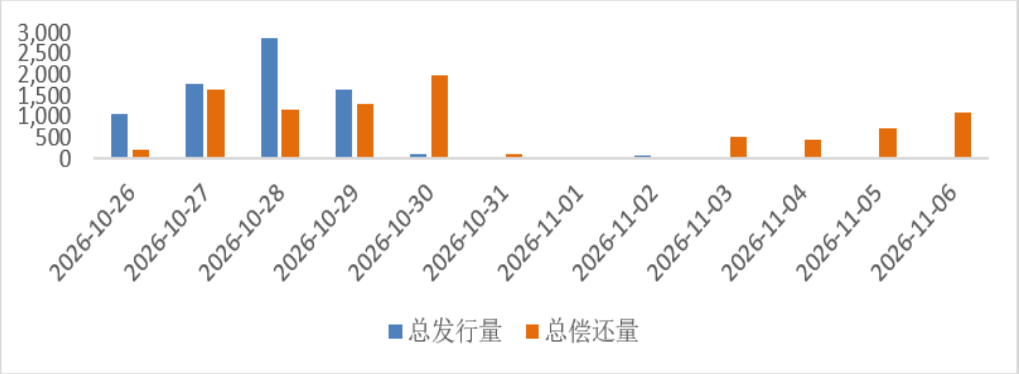
表：11 月 2-11 月 6 日政府债发行缴款

单位：亿元

	11 月 2 日		11 月 3 日		11 月 4 日		11 月 5 日		11 月 6 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	106	0	88	0	225	0	1053	1400	53
到期	0	285	760	0	0	127	300	0	200	0
缴款	0	406	0	106	0	88	0	225	0	1053
净缴款	121		-654		-38		-75		853	

同业存单发行：本周（11 月 2-6 日）存单到期 2883 亿元，较前一周的 6284 亿元有所回落。

图：同业存单到期与发行

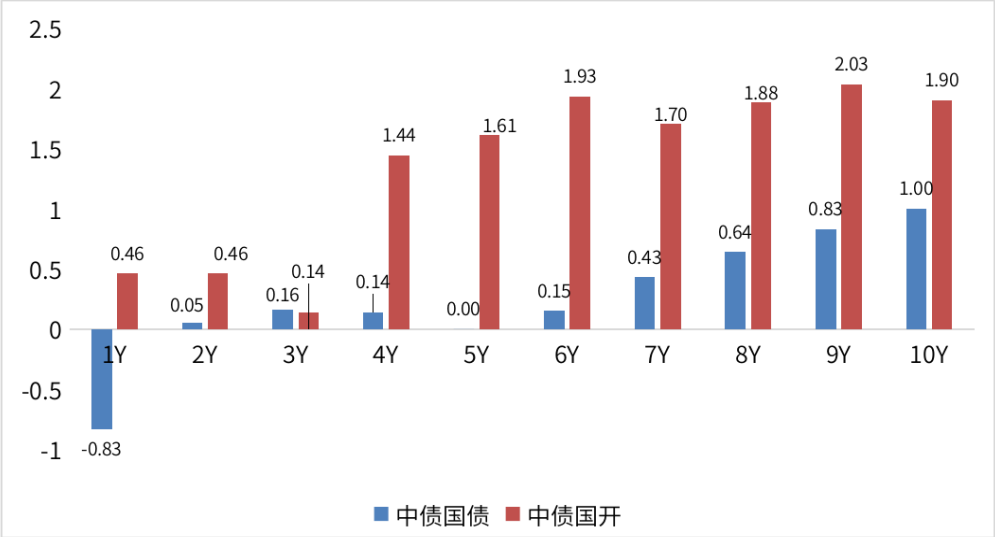


回购市场：上周受税期与跨月因素叠加影响，资金利率中枢有所上移。周一为税期首日，大行净融出小幅回落至 4.62 万亿元，资金利率小幅上行，R001 上行 1.6BP 至 1.33%；周二起，央行顶格投放隔夜逆回购，大行净融出有所修复至 4.78 万亿元，资金利率小幅回落，周二至周四 R001 稳定在 1.32%附近；周五跨月当日，尽管央行仍维持净投放，但大行净融出明显回落约 1.01 万亿元至 3.98 万亿元，资金利率显著走高，R001 较前一日上行约 6.6BP 至 1.39%。

票据利率：票据利率延续低位横盘格局。上周大行农商行收票积极，买盘情绪火热；而转贴市场票源供给偏紧，卖盘依旧惜售；供需博弈下，票价持续稳定在 0.5%水平。

（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 11 月 1 日）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	**9.26**	**8.92**	**29.68**	**21.76**
环比	0.99	-0.16	1.00	-4.86
较 2023 年末	-11.72	-2.15	14.16	-8.64
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	23.62	15.35	19.22	45.16
2016 年以来分位数	16.63%	13.08%	91.13%	20.47%

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 11 月 1 日）

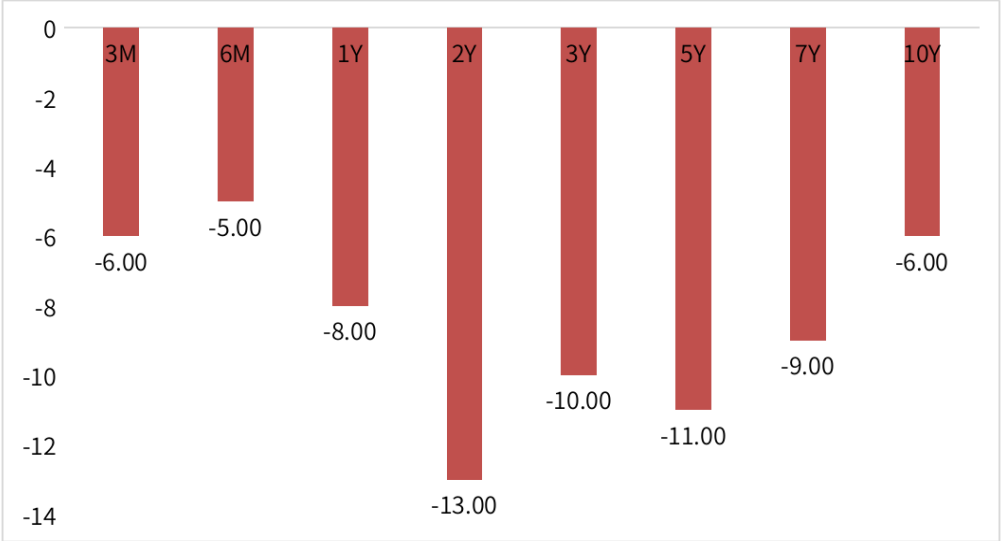
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	**14.85**	**21.88**	**20.79**	**20.25**	**23.83**
环比	5.00	6.46	5.07	2.52	4.14
较 2023 年末	-17.49	-13.35	-16.47	-13.39	-21.29
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	40.81	33.42	35.81	39.95	41.33
2016 年以来分位数	9.13%	20.29%	15.74%	7.21%	13.08%

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 年期收益率下行 0.83BP 至 1.1714，3 年期上行 0.16BP 至 1.2640，5 年期上行 0.00BP 至 1.3532，10 年期上行 1.00BP 至 1.6500。

短期限高等级票据信用利差均走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.00BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 6.46BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.07BP。

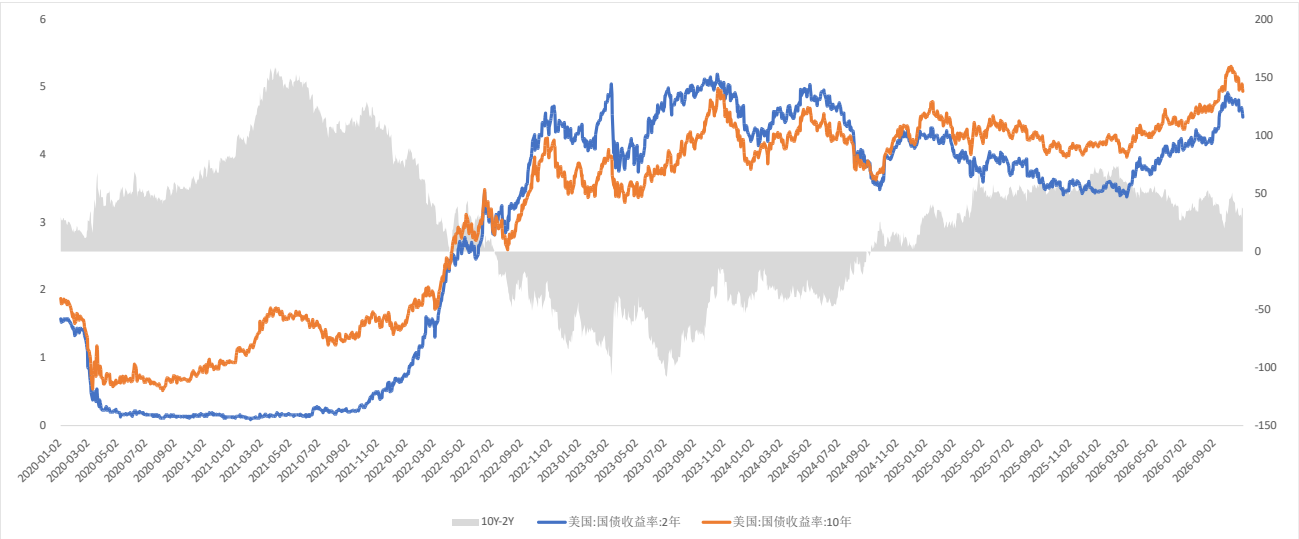
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 8BP，3 年期美债收益率下跌 10BP，10 年期美债收益率下跌 6BP。

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

上周美元指数小幅上行，在岸和离岸人民币汇率均有所升值。上周美元指数上涨0.21%；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0.24%。

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	101.9669	6.7138	6.6557	6.6533
对照日期	101.752	6.718	6.6711	6.6691
涨跌	0.21%	0.06%	0.23%	0.24%

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

国内方面，10月数据表明，需求不足正在带动生产降温。制造业PMI从9月的50.1%降至49.3%，生产、新订单指数分别下降1.9和1.1个百分点至49.8%和49.4%，供需差距收窄来自生产更快放缓。建筑业新订单指数降至40.0%，较上月回落5.7个百分点，新增项目需求偏弱。截至10月28日，8000亿元新型政策性金融工具完成投放，全部用于补充项目资本金，直接缓解部分项目因自有资金不足而难以获得配套贷款的约束。资金到位后，经由贷款发放、项目开工和工程支付，才能转化为建材、设备及用工需求，投放完成与形成实物工作量存在时间差。货币政策同步改善资金供给机制：央行10月30日宣布，自11月2日起每日开展隔夜逆回购，操作利率为1.25%，7天期操作改为利率招标，主要用于税期、月末等时点。隔夜政策利率与银行间主要资金交易期限更加匹配，有助于及时填补短期流动性缺口、减少资金利率波动，再通过银行负债成本和债券定价改善融资条件。

国际方面，美联储本次暂停加息保留了紧缩倾向。10月28日，联邦基金利率目标区间维持在3.75%-4%，两名委员主张加息25个基点。美国国内支出韧性和资本投资扩张，使美联储能够继续将抗通胀置于政策重心，融资成本难以迅速回落。欧洲央行10月29日同样维持利率不变，强调能源涨价推高通胀、压低增长。卡塔尔继续推动美伊斡旋，双方在核议题

与解除封锁的先后顺序上存在分歧，能源供应的不确定性延续。持续高企的能源价格增加企业成本，并挤占居民其他消费支出，欧洲的政策难题集中于供给冲击对物价和需求的双重影响。资金成本与现金回收的矛盾也体现在 AI 投资中：Alphabet 三季度云业务收入同比增长 103%，资本开支达 513.6 亿美元，自由现金流为负 90.7 亿美元。新增算力投资形成设备和建设需求，自由现金流转负提高了持续扩张对存量现金和外部融资的依赖，使科技企业对利率和信用条件更加敏感。此次科技股调整反映出，市场正在提高对现金回报和融资可持续性的要求。

（二）权益市场展望和策略

一、跌幅超预期，但底部判断不变。

上周提示“先止跌、慢修复”，但本周五出现加速下跌：上证-2.48%、创业板-10.08%、科创 50-13.73%。上证 10 月 30 日收 3599 点，距 10 月 23 日盘中低点 3574 点仅 0.7%，本周跌破是大概率。但方向不改：这是底部区域内的最后一程，不是新一轮下跌的开始。

二、双创的调整：深度接近历史，速度已在极值。

创业板指自高点-44.79%、科创 50-47.42%，深度约为 2015 年（-69.74%）与 2021-2024 年（-57.05%、-60.08%）的六至八成；但跌 40%只用 79 与 77 个交易日，前两轮分别用 445 与 184 日。同期纳指仅-7.84%、费半-26.96%，A 股已先行出清一个季度以上。

三、市场已进入情绪与去杠杆主导的阶段。

两融自 7 月以来减少 2266 亿元；10 月 30 日 4602 只下跌、93 只跌停；创业板指 PE 26.91 倍、近十年 4.5%分位，距历史最低仅高 17.6%。跌的是筹码与止损盘，这正是底部迅速接近的特征。

四、不把目标位下调到 3100-3200 点。

分母未恶化：美债 10 年 4.94%、2 年 4.56%、中债 1.65%、央行净投放 1.41 万亿元。下调目标位等于假设分母重新收紧或盈利系统性下修，目前都未发生。

五、本周是验证周，也是超级周。

苹果（周一）、AMD（周二）、高通、Lumentum、Coherent 财报将验证 AI 硬件订单；费半需收回周五跌幅的一半（约 3.6%）才能确认压力缓解。11 月 3 日中期选举、周五非农、美伊局势同周而至。

六、小结。

市场本身有回澜，信心依旧坚定。即便低点绝对值难以精确，也应振作精神迎接这个重大低点。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，重点观察月初资金能否恢复平稳，以及公开市场操作机制调整后的利率传导。央行 10 月 30 日盘后公告，自 11 月 2 日起每个工作日开展隔夜逆回购，固定利率、数量招标，目前利率为 1.25%；7 天期逆回购改为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要用于税期、月末等时点。此次安排明确了短端调控机制，不宜仅将隔夜与原 7 天期利率之差视为同期限降息。基本面方面，1-9 月规模以上工业企业利润同比增长 15.50%，9 月单月增长 14.40%，盈利改善仍需区分行业。周六 10 月 31 日公布的 10 月制造业 PMI 为 49.30%，较上月下降 0.80 个百分点，生产和新订单指数分别为 49.80%和 49.40%，这一周后信息可能支撑下周宽松预期，但不能用于解释周五的交易。若跨月扰动消退、机构赎回压力缓和，债市存在修复条件；若非银融资成本与信用利差继续上行，则需防范被动卖券的传导。暂以 10 年期国债 1.60%-1.70%、30 年期 2.02%-2.16%作为情景观察区间，而非确定性目标。

策略方面，建议保持中性久期并优先留足流动性，在资金与赎回压力得到验证前，不宜急于加杠杆博取修复。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，重视主体现金流、实际融资成本与二级市场深度，避免把个券下跌简单视为估值机会。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 1.67%-1.70%，且月初资金价格回落、市场成交恢复，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。30 年期上周相对偏弱，宜以小仓位参与，若收益率回升至 2.12%-2.16%，应先确认负债稳定及供给承接情况，再考虑配置；若接近 2.02%-2.04%，则降低超长久期暴露。信用债侧重高等级、可交易品种，逐项排查集中持仓与赎回敞口，避免通过信用下沉补偿低票息。跨月后先核对融资与申赎变化，再调整久期，必要时使用与组合 DV01 匹配的国债期货对冲。

整体而言，上周债市前期偏强、月末集中调整，长端收益率较上周末回升，资金与负债端约束的重要性上升。政策利率调控机制进一步明确，周后 PMI 回落为下周提供基本面支持，但行情修复仍需资金转稳及赎回压力缓和配合。操作上以高等级票息底仓为主，留足现金，回调后审慎分批配置，控制杠杆和超长端仓位。

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。