东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观点评 20261114

财政托底社融，政策转向传导效率

2026 年 11 月 14 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 李沛
执业证书：S0600526080003
lip@dwzq.com.cn

相关研究

《接力与转折：居民部门需求的回归——2027 年展望之中国经济》
2026-11-12

《技术分析系列：TR 技术信号择时的分层检验与跨市场应用》
2026-11-12

■ **核心观点：2026 年 10 月国内新增社融 1.14 万亿元，同比多增 3251 亿元，存量增速 7.2%，较 9 月回升 0.1pct；但政府债券新增 1.18 万亿元，占当月社融的 103.6%。贷款余额增速降至 4.7%，M1 同比 4.4%，M2 同比 7.1%，呈现“财政托底总量、私人部门需求偏弱”的组合。结合三季度央行货币政策执行报告，政策重心由“宽松力度”转向“传导效率”，隔夜逆回购利率 1.25%成为主要政策利率。当前债市受免税政策预期、信用债舆情及逆回购缩量三重扰动，以情绪和预防性赎回为主，非基本面逆转，利率大幅上行的基础或有限。我们维持利率债“短期横盘震荡，中期仍偏多”判断，待理财负债端企稳后可择机增配。**

■ 社融：总量回升，政府债为主要贡献

2026 年 10 月新增社融 1.14 万亿元，同比多增 3251 亿元，社融存量规模增速回升至 7.2%，政府债为主要贡献。10 月政府债净融资 1.18 万亿元，占当月社融的 103.6%；剔除政府债的存量增速降至 5.2%，私人部门融资需求继续走弱。分项看，社融口径人民币贷款减少 5846 亿元；企业债融资明显修复，委托贷款增加或与新型政策性金融工具有关。2026 年前十个月人民币贷款同比少增 3.61 万亿元，而政府债、企业债和股票融资合计占社融增量约 53%，融资结构正由信贷主导转向政府债和直接融资支撑。

■ 信贷与货币：居民端改善程度有限，M1 回升含基数因素

信贷呈现淡季偏弱特征，居民端改善程度有限。2026 年 1-10 月居民中长期贷款累计-501 亿元，去年同期为+1.26 万亿元。10 月 M1 同比增速回升至 4.4%，M1 与 M2 剪刀差收窄至-2.7 个百分点，但主要受低基数和政府债发行后财政支出加快、企业活期存款增加影响，需观察后续持续性。2026 年 10 月 M2 同比回落至 7.1%，社融增速与 M2 增速之差转为+0.1 个百分点，剩余流动性自 2025 年 11 月以来首次转正，但居民与非银存款占新增存款的 66%，企业融资环境指数仅 44.6，改善质量有限。基本面与中期流动性整体仍支撑债市。

■ 2026Q3 央行货政报告：从“宽松力度”转向“传导效率”

2026 年三季度央行货币政策执行报告延续“适度宽松”基调，但在海外通胀回升、主要经济体重启加息及汇率约束增强的背景下，政策更强调力度、节奏与时机，重心由扩大宽松力度转向提升传导效率。央行将公开市场主要操作品种切换为隔夜逆回购，利率为 1.25%，DR001 成为判断政策态度和资金面的核心指标，贷款定价也由单一参考 LPR 向多元基准转型。2026 年 11 月，央行宣布将外汇存款准备金率由 4%上调 2 个百分点至 6%。同时，支农支小、科技创新再贷款和 PSL 等结构性工具继续加码，并推出 BNSF 防范非银机构集中赎回风险。后续政策效果仍取决于财政配合、项目储备及实体融资需求。

■ 债市影响：多重约束下短期或横盘震荡，中期仍偏多

居民信贷偏弱、BCI 融资指数相对低位，有效融资需求待提振，利率或不具备大幅上行的基础；10 月同业拆借加权平均利率 1.3%、质押式回购 1.33%，当前 DR001 略高于政策利率，但换锚信号中期仍偏宽松。债市运行来看，11 月 13 日 10 年、30 年国债收益率约 1.61%、2.06%，T、TL 持仓分别减 10758 手、3424 手，交易盘偏谨慎。后续若资金利率回到 1.25%、供给扰动消退，10 年国债利率仍有下探空间；若 DR001 持续高于 1.33%，交易赔率下降。当前受免税政策预期、信用债舆情及逆回购缩量三重扰动，以情绪和预防性赎回为主，非基本面逆转，理财负债企稳后可择机增配。债市短期或横盘震荡，中期仍偏多。

■ **风险提示：**海外通胀和主要央行加息超预期；政府债供给节奏超预期；资金面及理财赎回波动超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 社融：总量回升，政府债仍为主要贡献 4
2. 信贷：淡季转负，居民端与地产链仍弱 6
3. 货币：M1 回升含基数因素，剩余流动性转正 7
4. 政策：货政报告从“宽松力度”转向“传导效率” 9
5. 债市影响：短期横盘震荡，中期仍偏多 11
6. 风险提示 11

图表目录

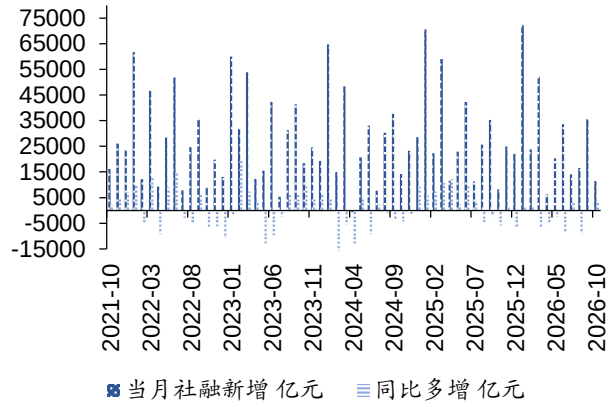
图 1: 社融当月新增及同比多增（亿元）.....4
图 2: 社融分项占当月社融规模比重（%）.....4
图 3: 新增社融规模当月同比多增分项（亿元）.....5
图 4: 金融机构新增居民存款及居民中长期贷款.....7
图 5: 30 大中城市商品房成交面积及同比.....7
图 6: M1-M2 同比剪刀差.....7
图 7: 社融存量同比-M2 同比.....7
图 8: 金融机构新增人民币贷款同比与融资环境指数.....8
图 9: 央行 2026 年三季度货币政策执行报告看点.....10
图 10: 中债 30Y-10Y 利差.....11
图 11: 国债期货 T 及 TL 持仓量环比变化.....11

表 1: 2026 年 10 月金融数据关键指标一览.....6

请务必阅读正文之后的免责声明部分

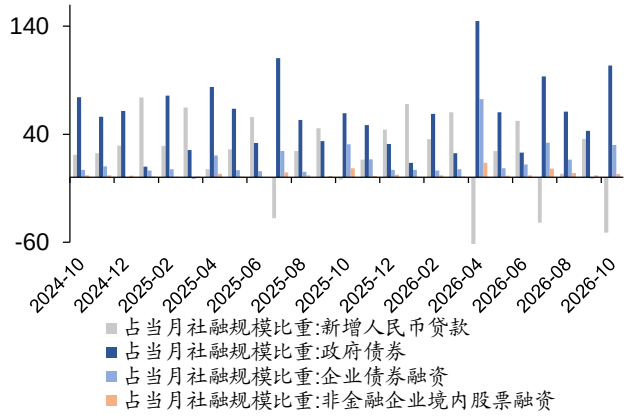
2026 年 11 月 13 日，央行发布 2026 年 10 月国内金融数据。2026 年 10 月我国新增社融 1.14 万亿元，同比多增 3251 亿元。10 月末社融存量同比增长 7.2%，较 9 月回升 0.1 个百分点。但结构仍然偏弱：政府债券新增 1.18 万亿元，超过社融总量；社融口径人民币贷款减少 5846 亿元，同比少增 5692 亿元。金融机构口径人民币贷款减少 1000 亿元，同比少增 3200 亿元，贷款余额增速降至 4.7%。货币端，M1 同比 4.4%，较 9 月回升 1.2 个百分点；M2 同比 7.1%，较 9 月回落 0.1 个百分点。M2 与 M1 的差值收窄至 2.7 个百分点，但 M1 回升含低基数因素。总体看，社融总量主要由财政托底，私人部门融资需求改善有限。

图1：社融当月新增及同比多增（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：社融分项占当月社融规模比重（%）



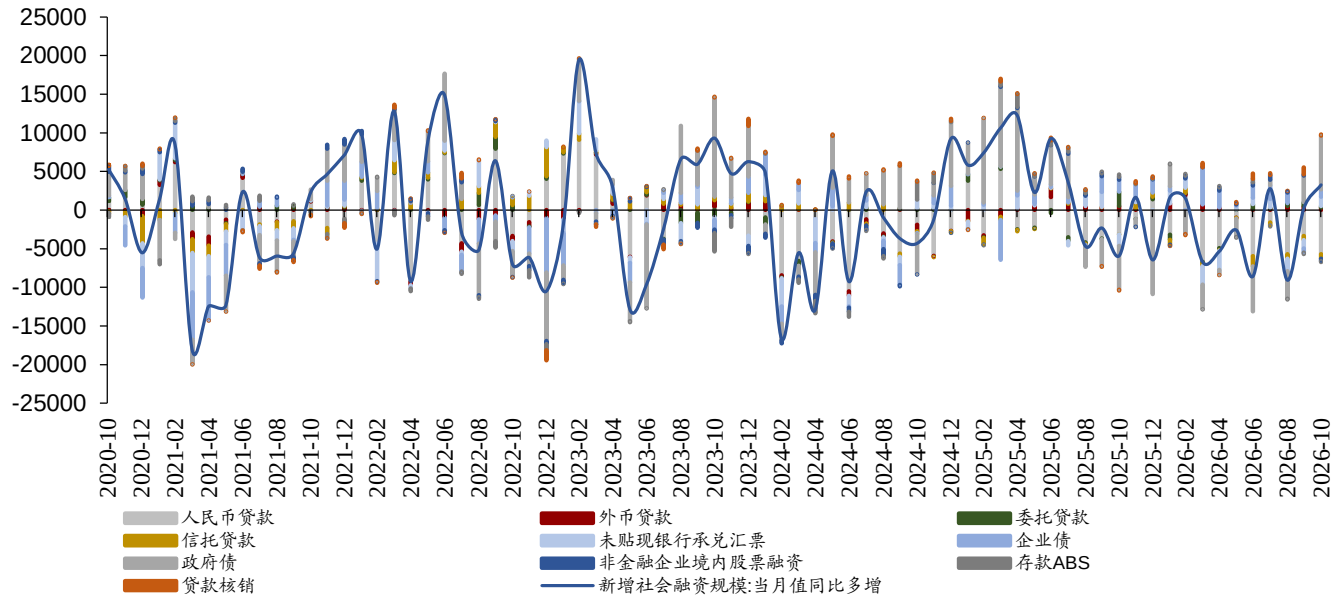
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 社融：总量回升，政府债仍为主要贡献

总量回升，增量主要来自政府债。2026 年 10 月新增社融 1.14 万亿元，比去年同期的 8178 亿元多 3251 亿元，10 月末存量同比 7.2%，较 9 月回升 0.1 个百分点。但政府债券净融资 1.18 万亿元，同比多增 6983 亿元，占当月社融增量的 103.6%，是今年以来多增幅度最大的一个月。剔除政府债的存量增速由 9 月的 5.3%降至 5.2%，去年同期为 5.9%，说明增速回升来自财政发力，私人部门融资仍然偏弱。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：新增社融规模当月同比多增分项（亿元）



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

分项上看，2026 年 10 月社融口径人民币贷款减少 5846 亿元，去年同期减少 154 亿元；未贴现票据减少 1687 亿元，信托贷款减少 415 亿元。企业债净融资 3446 亿元，同比多增 946 亿元，9 月为净偿还 393 亿元；委托贷款增加 1862 亿元，推测或部分来自新型政策性金融工具。股票融资 347 亿元，同比少增 348 亿元，与权益市场调整一致。

前十个月融资结构在变，社融增量较上年同期下降。社融增量 28.61 万亿元，比上年同期少 2.29 万亿元：人民币贷款 10.91 万亿元，同比少增 3.61 万亿元；企业债券 3.1 万亿元，同比多增 1.27 万亿元；政府债券 11.49 万亿元，同比少增 4592 亿元；股票融资 5705 亿元，同比多增 1842 亿元。政府债、企业债、股票三项合计占比约 53%，高于人民币贷款。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：2026 年 10 月金融数据关键指标一览

指标	2026-10	2026-09	2025-10	较上年同期
社会融资规模（亿元）				
社融当月新增	11,429	35,547	8,178	+3,251
其中：人民币贷款	-5,846	12,734	-154	-5,692
政府债券	11,835	15,362	4,852	+6,983
企业债券	3,446	-393	2,500	+946
非金融企业境内股票融资	347	658	695	-348
金融机构新增人民币贷款（亿元）				
合计	-1,000	10,800	2,200	-3,200
居民部门	-4,300	0	-3,604	-696
企业部门	-1,600	12,900	3,500	-5,100
其中：中长期贷款	1,600	8,900	300	+1,300
票据融资	-3,117	-500	5,006	-8,123
增速（%）				
社融存量同比	7.2	7.1	8.5	-1.3pp
社融（不含政府债）同比	5.2	5.3	5.9	-0.7pp
M1 同比	4.4	3.2	6.2	-1.8pp
M2 同比	7.1	7.2	8.2	-1.1pp

数据来源：中国央行，Wind，东吴证券研究所整理

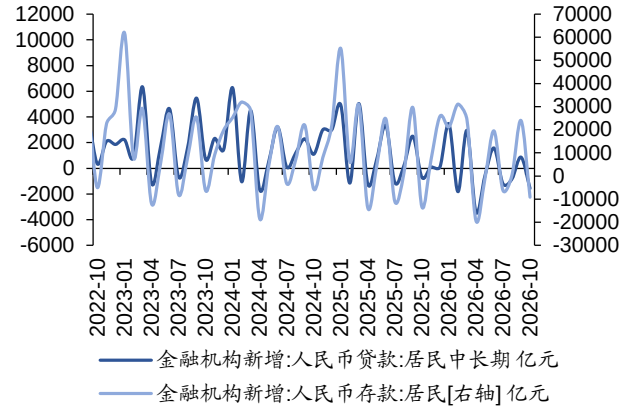
2. 信贷：淡季转负，居民端与地产链仍弱

信贷端符合季节性但幅度偏弱。2026 年 10 月金融机构口径新增人民币贷款-1000 亿元，去年同期为+2200 亿元，同比少增 3200 亿元，与市场预期基本一致；贷款余额同比 4.7%，较 9 月回落 0.1 个百分点。10 月是季末投放后的淡季，负增长不意外，但少增幅度说明有效需求仍较弱。

居民端杠杆仍在收敛，与地产链信号一致。2026 年 10 月居民贷款当月减少近 4300 亿元，同比多减 696 亿元。其中，短期贷款减少 2700 亿元，同比少减 166 亿元；中长期贷款减少 1563 亿元，同比多减 863 亿元。1-10 月居民中长期贷款累计口径为-501 亿元，去年同期为+1.26 万亿元，2024 年同期为+1.65 万亿元；前十个月住户贷款累计减少 1.46 万亿元。30 大中城市商品房成交面积 10 月同比-18.1%，7 月短暂转正后逐月走阔，8 月、9 月分别为-6.3%、-10.7%。

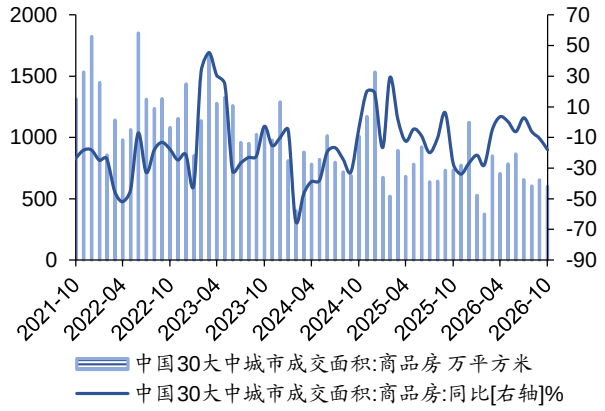
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：金融机构新增居民存款及居民中长期贷款



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

图5：30 大中城市商品房成交面积及同比



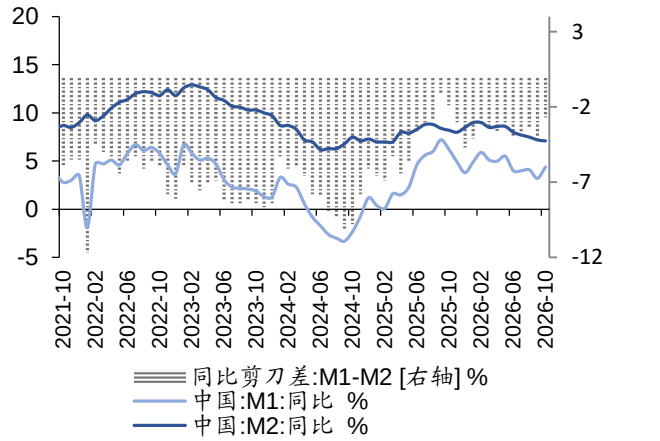
数据来源：Wind，东吴证券研究所

企业端结构略有改善，票据融资有所下降。2026 年 10 月企业贷款当月减少 1600 亿元，同比少增 5100 亿元，但中长期贷款增加 1600 亿元、同比多增 1300 亿元，短期贷款同比多增 2000 亿元；票据融资减少 3117 亿元，同比多减 8123 亿元。2026 年前十个月企事业单位贷款增加 12.39 万亿元，其中中长期贷款增加 6.69 万亿元，占比 54%。8000 亿元新型政策性金融工具已于 10 月 28 日前投放完毕，配套融资有时滞，需看 11—12 月企业中长期贷款能否持续多增。

3. 货币：M1 回升含基数因素，剩余流动性转正

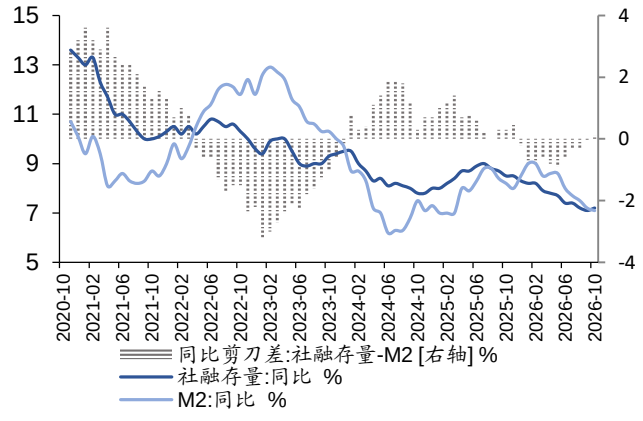
M1 回升以基数和财政为主。2026 年 10 月 M1 同比 4.4%，较 9 月回升 1.2 个百分点；M2 同比 7.1%，较 9 月回落 0.1 个百分点；2026 年 10 月 M1-M2 剪刀差由-4.0 个百分点收窄至-2.7 个百分点。回升一是因为去年 10 月 M1 同比 6.2%、较 9 月回落 1.0 个百分点，基数走低；二是政府债集中发行后财政支出带动企业活期存款增加。

图6：M1-M2 同比剪刀差



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

图7：社融存量同比-M2 同比

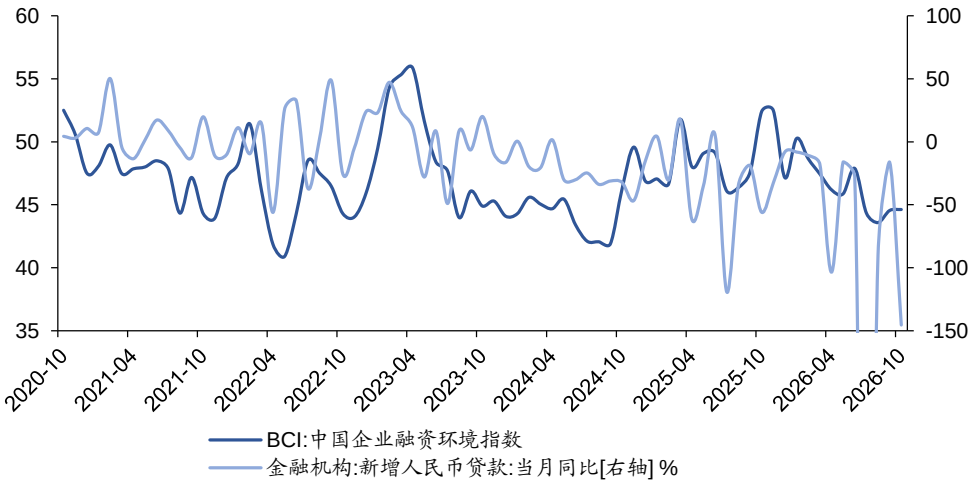


数据来源：中国央行，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

社融存量同比减 M2 同比“剩余流动性”转正。2026 年 10 月社融存量同比减 M2 同比由 9 月的-0.1 个百分点转为+0.1 个百分点，为 2025 年 11 月以来首次转正。前十个月人民币存款增加 21.97 万亿元，住户 8.47 万亿元、非银 5.99 万亿元，合计占 66%，资金仍在金融体系内部流转；BCI 企业融资环境指数 10 月为 44.6。

图8：金融机构新增人民币贷款同比与融资环境指数



数据来源：中国央行，长江商学院，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 政策：货政报告从“宽松力度”转向“传导效率”

“适度宽松”总基调不变，约束增多。2026 年三季度央行货币政策执行报告延续“适度宽松”，强调保持流动性充裕、社会融资条件相对宽松，同时更重视力度、节奏与时机。海外通胀回升、主要发达经济体重启加息，使政策需兼顾汇率与资本流动；2026 年 11 月 3 日外汇存款准备金率由 4%上调至 6%，也是这一约束体现。报告披露 9 月末社融存量、M2 同比分别为 7.1%、7.2%，人民币贷款同比 4.8%，观察框架转向社融、M2、直接融资和融资成本等综合指标。

“换锚隔夜利率”是最重要的增量信息。2026 年 11 月 2 日起央行每个工作日开展隔夜逆回购，利率 1.25%，较原 7 天期低 15 个基点；7 天期改为固定数量、利率招标，主要用于税期和月末。DR001 成为核心观察指标：三季度均值 1.38%，11 月 12 日约 1.29%。报告还提出推动贷款定价基准由单一 LPR 转向多元，截至 9 月末 24 个省级行政区落地 155 笔挂钩 DR001 的贷款，加权平均利率 2.94%。传导链条缩短后，资金价格稳定性比政策利率降幅更重要。

结构性工具加码，金融稳定工具扩容。央行增加支农支小再贷款额度 5000 亿元，科技创新和技术改造再贷款额度增加 2000 亿元，抵押补充贷款利率下调 25 个基点至 1.5%，并将“六张网”纳入支持范围、设立清欠专项再贷款；同时首次系统阐述债市非银大额赎回互换便利（BNSF），降低理财、公募群体性赎回引发踩踏的尾部风险。这些工具针对“资金充裕与需求不足并存”的堵点，能否转化为信贷增量，仍取决于项目储备、财政配套与企业融资需求。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图9：央行2026年三季度货币政策执行报告看点

内容	2026年第二季度货币政策执行报告	2026年第三季度货币政策执行报告
货币信贷情况	1.银行体系流动性充裕：新增公开市场隔夜逆回购操作，临时隔夜正/逆回购利率区间由70个基点收窄至50个基点；上半年DR001均值1.31%，略低于7天期逆回购利率，6月末1.36%；6月末超储率1.3%。 2.社会融资规模与货币供应量合理增长：6月末社融存量同比增长7.4%，M2、M1同比分别增长8.0%、4.0%；人民币贷款增长有所放缓。 3.金融机构存贷款量增价降：信贷总量平稳增长（6月末人民币贷款同比5.2%，还原地方债置换后约5.8%），提出贷款“降速提质”将成为新常态；存款增加较快；新发放贷款加权平均利率继续处于低位（6月3.1%）；外币存贷款利率总体下行；融资结构不断优化。 4.人民币汇率在合理均衡水平保持基本稳定：双向波动，6月末CFETS人民币汇率指数102.59，较上年末升值4.7%。	1.银行体系流动性充裕：**逐步增加隔夜逆回购操作频次和操作量**，提升特殊时点流动性调控效率；三季度DR001均值1.38%，9月末1.36%；**R001与DR001利差在个位数基点以内**；9月末超储率1.3%。 2.社会融资规模与货币供应量合理增长：9月末社融存量同比增长**7.1%**，M2、M1同比分别增长**7.2%、3.2%**；人民币贷款增长有所放缓。 3.金融机构存贷款量增价降：信贷总量平稳增长（9月末人民币贷款同比**4.8%**，还原地方债置换后约**5.4%**）；存款增加较快；新发放贷款加权平均利率持续处于低位（9月**3.0%**）；外币存贷款利率同比下行；融资结构持续优化。 4.人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定：双向波动、**有序升值**，9月末CFETS人民币汇率指数**103.20**，较上年末升值**5.3%**。 【专栏1】**我国银行存款结构的变化特征**；【专栏2】**国际利率水平比较**。
公开市场操作	灵活高效开展公开市场操作 1.灵活运用多种工具保持流动性充裕：前2个月中长期工具净投放2万亿元；4-5月7天期逆回购连续地量操作；国债4、5、6月分别净买入400亿元、500亿元、100亿元，上半年累计净买入3000亿元。 2.持续完善短端利率调控机制：主要政策利率（7天期逆回购利率）保持不变；临时正、逆回购利率调整为7天期逆回购利率减/加25个基点，区间由70个基点收窄至50个基点；6月底首次开展隔夜逆回购（固定利率、数量招标，29日、30日分别操作3000亿元、6000亿元）。 3.创设境外央行类机构回购工具；上半年在香港发行央票1800亿元。 【专栏2】完善短端利率调控机制。	灵活高效开展公开市场操作 1.**加大中长期资金投放力度**：三季度3个月和6个月逆回购、MLF各计净投放1.1万亿元；9月末开展14天期逆回购保障跨季跨节；国债7、8、9月分别操作500亿元、500亿元、1000亿元。 2.**主要操作品种期限切换为隔夜**：7月末形成“月末3天+月初1天”操作模式，8月税期首次增加隔夜操作；**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，利率1.25%；7天期逆回购改为固定数量、利率招标，主要在税期、月末开展**。 3.**设立债市非银大额赎回互换便利（BNSF）**（10月26日）。 4.**将外资人民币业务清算行纳入境外央行类机构回购工具操作对象**；三季度在香港发行央票900亿元。 【专栏3】**设立债市非银大额赎回互换便利**。
中期借贷便利+常备借贷便利	1.适时开展中期借贷便利（MLF）操作：上半年累计3.5万亿元，6月末余额7.4万亿元，较年初增加1.15万亿元。 2.及时开展常备借贷便利（SLF）操作：对地方法人金融机构按需足额提供短期流动性支持；6月末隔夜、7天、1个月SLF利率分别为2.25%、2.40%、2.75%。	1.适时开展中期借贷便利（MLF）操作：前三季度累计5.3万亿元，9月末余额7.6万亿元，较年初增加1.35万亿元。 2.及时开展常备借贷便利（SLF）操作：**10月起纳入外资法人银行，并明确全国性银行适用同样操作安排**；9月末SLF利率不变（2.25%、2.40%、2.75%）。
宏观审慎制度和管理框架	1.持续优化MPA考核框架。 2.促进资本市场平稳运行：截至6月末股票回购增持贷款签约超3900亿元，已发放超2100亿元。	1.持续优化MPA考核框架：**研究将MPA拆分为两部分，分别聚焦货币政策执行和宏观审慎与金融稳定评估**。 2.促进资本市场平稳运行：截至9月末股票回购增持贷款签约超4200亿元，已发放超2600亿元。
货币政策结构优化作用	1.支持做好金融“五篇大文章”：用好支农支小再贷款、再贴现、民营企业再贷款、碳减排支持工具、科技创新和技术改造再贷款、服务消费与养老再贷款等；6月末相关结构性工具余额4.6万亿元。 2.支持重大项目投资：安排PSL额度支持新型政策性金融工具；6月末PSL余额0.8万亿元。 【专栏3】设立民营企业再贷款支持民营经济发展（1万亿元，1年期利率1.25%）。	1.继续做好金融“五篇大文章”：**增加支农支小再贷款额度5000亿元（其中民营企业再贷款3000亿元）；增加科技创新和技术改造再贷款额度2000亿元，支持比例由60%提至100%**；9月末相关结构性工具余额4.8万亿元。 2.支持“六张网”建设等重大项目投资：**PSL利率下调0.25个百分点至1.5%，“六张网”纳入PSL支持领域**；9月末PSL余额0.6万亿元。 3.**支持中小企业修复现金流：设立清理拖欠企业账款专项再贷款**。
信贷政策的结构引导效能	1.提升科技金融服务质效：6月末科技型中小企业贷款同比增长20.1%。 2.完善绿色金融治理体系：制定《银行业金融机构高碳行业贷款业务碳核算操作指引》。 3.强化普惠金融服务保障：6月末普惠小微贷款38.5万亿元，同比增长8.3%。 4.持续加大养老金融工作力度：6月末养老产业贷款2372亿元，同比增长23.5%。 5.加力推进金融支持提振消费和扩大内需。	1.提升科技金融服务质效：**联合8部门出台《关于加强科技金融领域数据开发利用的通知》**。 2.完善绿色金融治理体系：建立健全投融资碳核算工作制度。 3.强化普惠金融服务保障：9月末普惠小微贷款38.5万亿元，同比增长**6.7%**。 4.持续完善养老金融供给体系：9月末养老产业贷款2434亿元，同比增长**16.2%**。 5.深化金融支持提振消费和扩大内需：**牵头出台《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》**。 【专栏4】**提升金融服务适配性 支持服务业扩能提质**。
市场化利率形成和传导机制	1.深化利率市场化改革，强化利率政策执行，畅通利率传导机制；6月企业贷款加权平均利率约3.0%。 2.《人民币存贷款利率管理规定》《大额存单管理办法》《同业存单管理办法》公开征求意见。 3.推动银行探索贷款定价基准多元化，已有参考DR001定价的贷款落地。	1.深化利率市场化改革，强化利率政策执行，畅通利率传导机制；**开展2026年度综合执法货币政策项目检查**。 2.推动贷款定价基准多元化：**截至9月末24个省落地155笔DR基准利率贷款，合计19.63亿元，加权平均利率2.94%**。
人民币汇率市场化改革	完善有管理的浮动汇率制度，强化预期管理，防范汇率超调风险。上半年人民币对美元中间价最强6.8088、最弱7.0230，6月末较上年末升值3.2%。授权6家银行在上海自贸区开展离岸人民币外汇交易。	完善有管理的浮动汇率制度，强化预期引导，**平衡外汇市场供求**，防范汇率超调风险。前三季度人民币对美元中间价最强**6.7351**、最弱7.0230，9月末较上年末升值**4.4%**。
金融风险	1.稳妥有序推动重点风险处置：支持接管武汉众邦银行，推动高风险机构集中省份制定改革化险整体方案，推进农信社改革化险。 2.构建金融风险防控长效机制：完成2025年下半年存款保险基金和金融稳定保障基金资金归集。	1.**继续稳妥推动中小金融机构风险化解：高风险机构数量较峰值显著下降**。 2.构建金融风险防控长效机制：**认真履行存款保险早期纠正职能**，有序推进存款保险保费归集和金融稳定保障基金筹集。
金融市场运行	1.货币市场利率下行，市场交易较为活跃。 2.债券发行利率回落，债券发行量略有下降（上半年43.4万亿元，同比降2.6%）；国债收益率下行，曲线陡峭化程度放缓，6月末1年期、10年期国债收益率1.12%、1.73%，利差61个基点。 3.票据市场平稳运行。 4.股票市场成交量增加：股票指数上涨（上证指数较上年末涨3.2%）。 5.保险业保费收入和资产同比增加。 6.外汇即期交易量同比增加，掉期、远期交易量同比减少。 7.黄金价格下降，成交量增加。	1.货币市场利率下行，市场交易较为活跃。 2.国债发行利率回落，债券发行量同比减少（前三季度66.4万亿元，同比降2.4%）；**国债收益率整体下行，部分短期利率上行**，9月末1年期、10年期国债收益率**1.22%、1.68%，利差较6月末缩窄15个基点至46个基点**。 3.票据市场平稳运行。 4.股票市场成交量增加：**股票指数下跌（上证指数较上年末降3.2%）**。 5.保险业保费收入和资产同比增加。 6.外汇即期、**掉期交易量同比增加**，远期交易量同比减少。 7.黄金价格下降，成交量增加。
金融市场制度建设	1.4月7日，中国证监会《关于短线交易监管的若干规定》正式施行。 2.5月15日，中国证监会发布《衍生品交易监管管理办法（试行）》，自11月16日起施行。 3.4月10日，中国证监会发布《关于深化创业板改革 更好服务新质生产力发展的意见》。 4.4月24日，允许合格境外投资者参与国债期货交易（限于套期保值）。 5.5月22日，八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》。 6.6月18日，国家金融监管管理总局发布《关于银行业保险业人工智能安全开发应用的指导意见》。 【专栏4】建立银行间市场数据报告库。	1.8月，中国证监会发布《**关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见**》。 2.9月，中国证监会修订《期货公司监督管理办法》，自2027年1月1日起施行。 3.8月，五年期人民币国债期货在港交所挂牌上市，中国证监会提出深化内地与香港资本市场务实合作的十项举措。 4.7月，国家金融监管管理总局、上海市人民政府印发《关于加快上海国际再保险中心建设的若干措施》。 5.8月，国家金融监管管理总局发布《非年险综合治理行动方案》。 6.8月，国家金融监管管理总局发布《保险公司资产负债管理办法》。 【专栏5】**治理中小企业回款难问题**。
主要经济体经济和金融市场概况	1.全球经济保持韧性，但增速分化（IMF 7月预测2026年全球增长3.0%）。 2.通胀压力仍然较大（5月美国CPI 4.2%创近3年新高）。 3.劳动力市场稳定。 4.全球金融市场波动：股市分化，债市收益率上行（6月末美10年期国债4.44%），美元升值。	1.主要经济体表现分化，**全球经济增长韧性不足**（IMF 10月预测2026年世界经济增速**3.1%**）。 2.**通胀指标有所回升**（9月美国CPI 3.7%，欧元区HICP 3.8%创2023年9月以来新高）。 3.劳动力市场稳定。 4.全球金融市场波动：股市分化，债市利率上行（9月末美国10Y国债利率**5.29%**，年内上行111基点），美元升值。
主要经济体货币政策	1.主要发达经济体货币政策走向存在不确定性：欧央行、日本银行各加息25个基点，美联储维持3.5%-3.75%不变但释放鹰派信号。 2.部分新兴经济体转向加息：印尼、菲律宾、南非加息。 【专栏5】海外主要经济体货币政策调整动态。	1.**主要发达经济体央行普遍重启或延续加息：美联储9月加息25个基点至3.75%-4%（2023年7月以来首次）**，欧央行、日本银行再各加息25个基点；韩国、澳大利亚、新西兰亦加息。 2.**新兴经济体货币政策分化**：南非加息，俄罗斯、巴西降息。
值得关注的问题和趋势	1.地缘政治风险较高。 2.人工智能发展的影响值得关注。 3.贸易摩擦风险上行。 4.主要发达经济体财政可持续性值得关注。	1.地缘政治风险**仍处高位**：关注供给冲击“拖尾效应”与“第二轮通胀效应”。 2.人工智能发展的影响值得关注。 3.**部分经济体国债收益率上行**（通胀上行、重启加息叠加AI企业大规模融资分流资产需求）。
中国宏观经济形势	初步核算，上半年国内生产总值69.6万亿元，同比增长4.7%。 1.消费稳步扩大，投资结构优化，进出口较快增长（固投同比降5.7%，货物进出口增16.9%）。 2.农业生产形势较好，工业生产增长较快，服务业平稳增长。 3.居民消费价格温和上涨，工业生产价格继续回升（上半年CPI 1.0%、PPI 1.5%）。 4.财政收入有所增加，财政支出增长。 5.就业形势总体稳定。 6.国际收支保持基本平衡。	初步核算，前三季度国内生产总值107.1万亿元，同比增长**4.6%**。 1.**消费市场持续扩容，固定资产投资结构优化，货物进出口快速增长**（货物进出口增**18.8%**）。 2.农业生产形势较好，工业生产较快增长，**现代服务业增势良好**。 3.居民消费价格温和上涨，**工业生产价格涨幅扩大**（前三季度CPI 0.9%、PPI **2.3%**，9月PPI 5.0%）。 4.**财政收入稳定增长，财政支出有所增加**。 5.就业形势总体稳定。 6.国际收支保持基本平衡。
重点行业关注	1.清洁能源发电行业 2.锂电池行业	1.**工程机械行业** 2.**农业行业**
中国宏观经济金融展望	上半年，外部环境更加复杂多变，国内新情况、老问题交织叠加，我国宏观政策更加积极有为，GDP同比增长4.7%，处于合理区间。 我国经济稳定运行、向新向优的基本面没有改变：一是经济发展韧性较强，有力应对外部风险挑战；二是新动能快速成长，经济发展质量优化；三是宏观政策协同发力，需求有望稳步释放。 经济稳中向好基础还需巩固，国内供强需弱矛盾仍存在。物价有望保持合理增长，确保实现“十五五”良好开局。	前三季度，外部环境更加复杂多变，国内经济面临**供强需弱、结构分化、外部冲击**等问题和挑战，我国加大宏观政策调节力度，GDP同比增长4.6%。 **实现全年经济增长预期目标有基础有支撑**：一是生产供给增势较好；二是消费市场持续扩容增量（前三季度消费贡献率46.7%）；三是外贸继续保持韧性；四是新动能快速成长；五是宏观政策进一步协同发力（8000亿元新型政策性金融工具、“六张网”建设、**9月末由台居民购房贷款贴息政策**）。 经济稳中向好基础还需巩固，国内供强需弱矛盾仍较突出，**内需恢复还不平衡**。物价有望保持合理回升态势。
下一阶段货币政策主要思路	总基调：充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度。 1.保持金融总量合理增长：把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量；密切关注海外主要央行货币政策变化。 2.充分发挥货币信贷政策导向作用：加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域支持。 3.把握好利率、汇率内外均衡：强化央行政策利率引导；推动贷款定价基准多元化。 4.加快金融市场制度建设和高水平对外开放：推动公司债券法制建设。 5.积极稳妥防范化解金融风险：创新金融工具，稳步拓宽附加监管覆盖范围至非银领域。	总基调：发挥存量政策与增量政策的集成效应，加大逆周期调节力度，**努力完成全年经济社会发展目标任务**。 1.保持金融总量合理增长：保持流动性充裕；密切关注海外主要央行货币政策变化。 2.充分发挥货币信贷政策导向作用：加大对“五篇大文章”、**“六张网”建设**等重点领域支持；**持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务**。 3.把握好利率、汇率内外均衡：**持续优化短端利率调控机制；推动贷款定价基准从单一参考LPR向更加多元转型，指导金融机构探索发放挂钩DR001的浮动利率贷款**。 4.加快金融市场制度建设和高水平对外开放：**推动完善债券市场法制**。 5.积极稳妥防范化解金融风险：**加力实施支持资本市场的两项货币政策工具，用好债市非银大额赎回互换便利；健全具有硬约束的金融风险早期纠正机制，建立健全地方中小金融机构多元化资本补充机制**。

数据来源：中国央行，东吴证券研究所整理

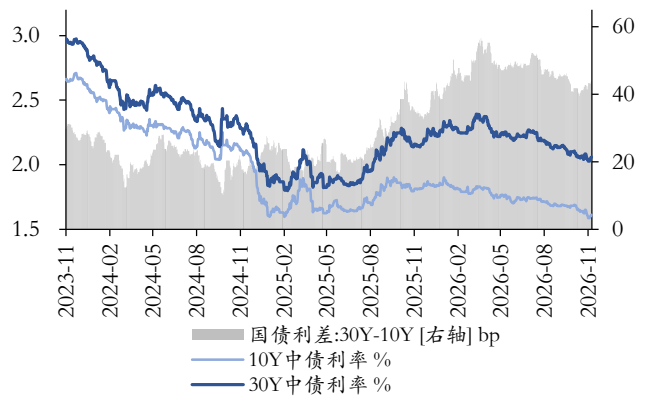
请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 债市影响：短期横盘震荡，中期仍偏多

基本面与中期流动性整体仍支撑债市。居民部门信贷需求偏弱、BCI 融资环境指数相对低位，说明有效融资需求仍待提振，利率下行的基本面逻辑未变；10 月银行间同业拆借月加权平均利率 1.3%，质押式回购 1.33%，当前 DR001 略高于政策利率，但政策利率换锚中期信号仍然宽松。

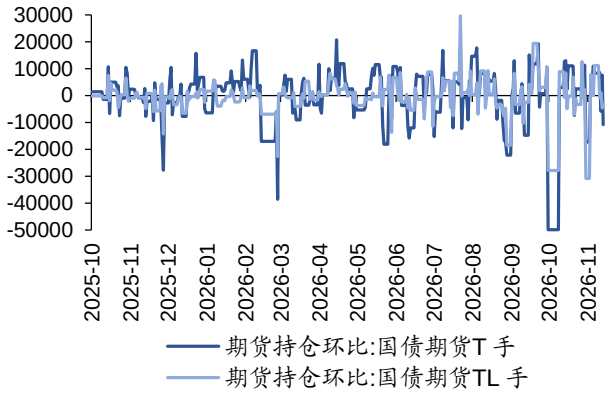
短期横盘震荡，中期仍偏多。配置盘逢调整增配，交易盘不追涨。11 月 13 日，10 年、30 年国债收益率约 1.61%、2.06%。T、TL 国债期货持仓量分别减少 10758 手、3424 手，交易盘偏谨慎。展望来看，若资金回到 1.25%、供给扰动消退，10 年期国债利率仍有下探空间；若 DR001 持续在 1.33%以上，交易赔率将下降。当前债市受免税政策预期、信用债舆情及逆回购缩量三重扰动，以情绪和预防性赎回为主，非基本面逆转，待理财负债企稳后可择机增配。整体而言，在连续半年的偏强运行过后，债市短期或步入横盘震荡，中期仍偏多。

图10：中债 30Y-10Y 利差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：国债期货 T 及 TL 持仓量环比变化



数据来源：中金所，东吴证券研究所

6. 风险提示

1）海外通胀和主要央行加息超预期：外部约束上升，国内货币政策空间收窄。

2）政府债供给节奏超预期：集中发行可能加大长端和超长端调整压力。

3）资金面及理财赎回波动超预期：税期、跨月或赎回可能引发资金收敛与净值波动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn