

金融市场月报

10 月债券、货币市场回顾与展望

目录

一、	宏观经济分析：	2
1、	国内市场	2
2、	海外市场	2
二、	近期重要内容跟踪：	4
1、	通胀数据	4
2、	金融数据	5
3、	政策利率	6
4、	经济数据	7
三、	货币市场、债券市场回顾及展望：	10
1、	10 月资金面回顾	10
2、	后期资金面展望	11
3、	10 月债市回顾	11
4、	债券市场展望	12

一、 宏观经济分析：

1、 国内市场

国内经济：物价修复，基础待巩固。10月国内PMI录得49%，较9月下降0.8个百分点，制造业景气度有所回落，其中生产、新订单指数均跌入收缩区间，表明需求回落、生产放缓。10月规模以上工业增加值同比增速放缓，“基建+设备更新”对工业生产形成一定托底，高技术制造投资回升拉动产业升级，但内需不足仍是制约。10月消费增速继续承压，国庆长假短期提振旅游餐饮消费，但耐用品需求疲弱，服务消费强于商品消费，整体消费增长仍需政策支持以稳定消费预期。10月楼市“金十”表现平平，继续呈现“量增价弱”态势，一线和部分热点二线城市受调控影响交易回暖乏力，三四线城市供给过剩、去库存压力较大，整体看，房地产市场回暖路径仍旧曲折，对建筑业投资和相关行业需求拖累依然存在。

2、 海外市场

海外市场方面，2025年10月，美国国债收益率整体呈现震荡下行的态势。月初受中美贸易摩擦及经济数据爆冷影响，避险情绪持续升温，收益率一度跌至阶段性低点。期间，美联储政策信号、通胀数据以及贸易关系等因素交织，导致收益率曲线波动显著，尤其10年期收益率多次围绕4%关口上下反复。月末，美联储如期降息，但鲍威尔发言意外释放鹰派信号，收益率全线上行，当周收益率呈先降后升再小幅回落态势。

11 月，美国政府停摆导致经济数据缺失，就业市场数据分歧较大（如 ADP 就业数据与裁员数据矛盾），市场对美联储 12 月降息预期反复调整。美债情绪极为脆弱，数据波动导致美债市场宽幅震荡。目前联邦政府临时拨款法案已经通过，政府全面恢复运作直至 2026 年 1 月 30 日。虽然停摆局面暂时结束，但白宫警告政府停摆可能导致 10 月经济数据无法公布，Q4 经济增长率或下降 2 个百分点。后续关注美国就业、经济数据的最新情况，若就业数据进一步恶化，美债利率可能下行；若数据超预期，利率可能反弹。10 年期美债收益率短期支撑位在 4.0%附近，阻力位在 4.2%左右。

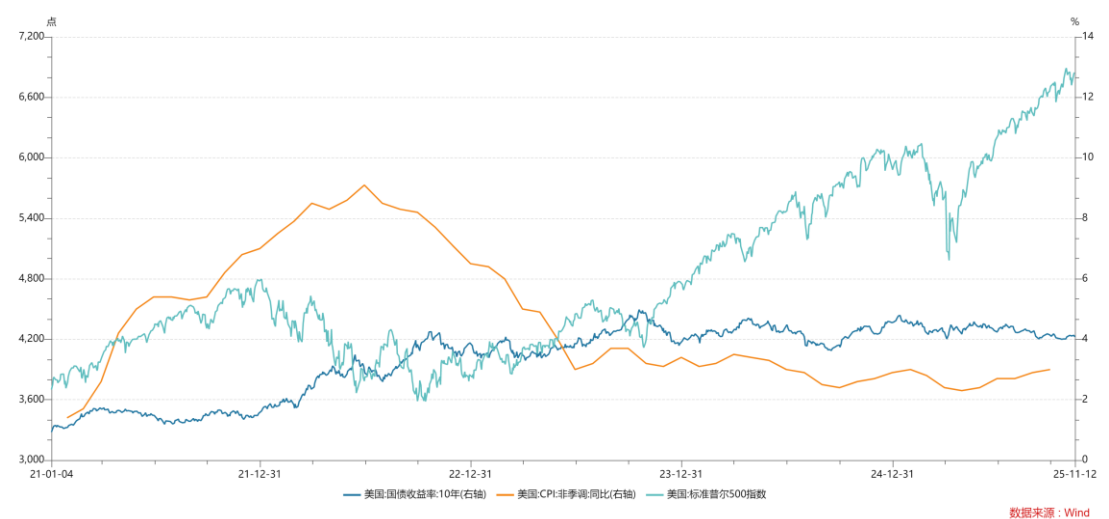


图 1：美国 CPI、10 年期国债、标准普尔 500 走势图

二、 近期重要内容跟踪：

1、 通胀数据

10 月 CPI 同比 0.2%，前值-0.3%，环比 0.2%；PPI 同比-2.1%，前值-2.3%，环比 0.1%。

10 月 CPI 同比转正，其中食品、服务、黄金价格改善边际贡献较大，其中食品价格同比跌幅-4.4%收窄至-2.9%，主要是蔬果价格改善所致，受双节和医改带动，服务价格环比强于季节性，同比 0.6%上升至 0.8%，10 月金价涨幅继续扩大或推动核心和总体 CPI 同比上行约 0.1 和 0.07 个百分点。

10 月 PPI 同比降幅较上月继续收窄，“反内卷”相关行业供需关系和价格有所改善，国际输入性因素推高国内有色相关行业价格，但国际油价下行压制国内石油和天然气开采业、精炼石油产品制造业价格环比下降，但值得注意的是其他大多行业价格仍未改善。

展望后续，未来数月果蔬高基数拖累或将减弱，双节短暂提振后服务价格同比可能调整，以旧换新相关品类价格在乘数减弱下或将走弱，金价斜率更陡峭上行亦有难度，CPI 同比改善或较为温和。PPI 方面，“反内卷”虽有望助力重点行业供给调整 and 价格改善，但当前在金融周期深度调整阶段，需求偏弱，去产能可能带来滞大于胀，推动实物物价合理回升，在减少无效供给的同时，更重要的是增强有效需求。



图 2：通胀数据

2、 金融数据

货币供应方面，10 月 M1、M2 同比增速差在连续 5 个月收窄后，本月走阔-0.2%。M1 同比增幅 6.2%，M2 同比增幅下滑 0.2 个百分点在 8.2%，10 月 M1 同比增速回落，M1-M2 增速差走阔，回到信贷趋弱的现状相匹配的走势，主要原因为：低基数效应减弱构成 10 月 M1 同比回落重要原因；10 月财政存款多增产生“抽水”效应，财政资金投放、债务置换在前三季度集中发力，为企业部门带来活期存款，四季度之后投入边际减弱，对 M1 支撑下降；10 月非银存款大幅多增，居民存款搬家促使 M1 向 M2 转化。后续看，M1 基数明显走高，M1 同比增速面临回落压力，M1-M2 增速差或持续走阔，货币活化仍待观察。

社融增量方面，10 月社融总量同比大幅回落 42%，连续三月

同比增速为负，10月社融增量8150亿元，同比少增5970亿元，也低于2022-2024年同期水平。结构来看，社融同比少增主要受到政府债发行规模回落，实体信贷需求偏弱两方面因素影星，未贴现银行承兑汇票也呈现同比少增，而新增委托贷款以及企业债券是社融主要拉动项。新增人民币信贷总量已连续四个月低于去年同期，10月人民币贷款净融资2200亿元，同比少增2800亿元，结构来看，居民短贷、中长贷同比明显转弱；企事业单位信贷表现与7月相似，呈现票据融资大幅放量、短贷净偿还的结构，银行继续以票据弥补信贷缺口。

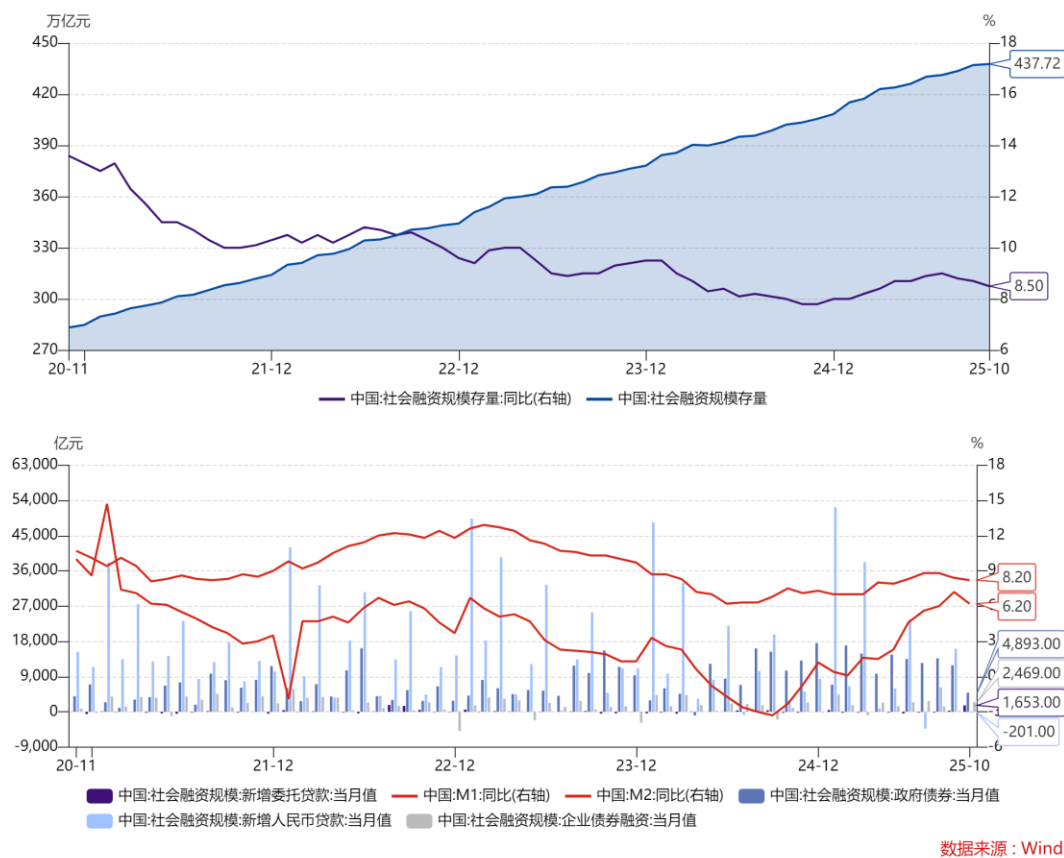


图 3：社会融资数据

3、 政策利率

10 月公开市场政策利率保持不变。

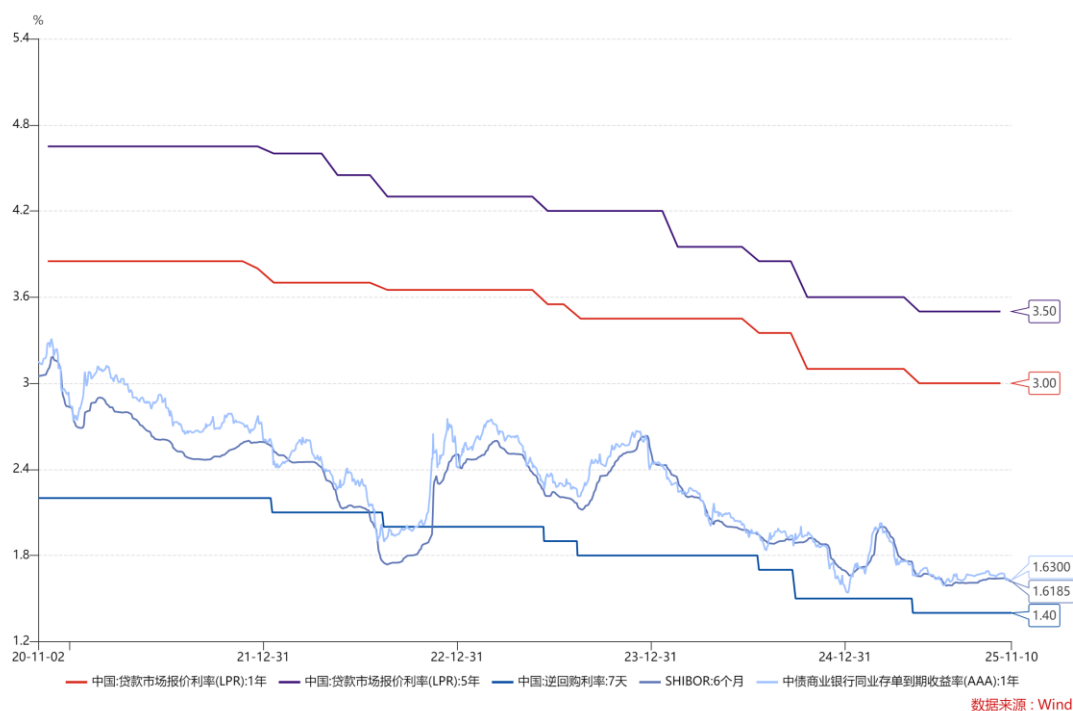


图 4：基准利率

4、 经济数据：

中国 10 月官方制造业 PMI 49.0%，前值 49.8%；非制造业 PMI 50.1%，前值 50%。制造业景气度有所回落，服务业小幅扩张，但建筑业仍在收缩。

制造业：景气度有所回落。其中，生产指数 49.7%（-2.2%）、新订单指数 48.8%（-0.9%），跌入收缩区间，表明需求回落、生产放缓。企业规模看，大型企业 PMI 接近荣枯线，中小企业明显偏弱，整体看供给端过剩、需求端偏弱格局未变。

非制造业：服务平稳，建筑待提振。10 月非制造业 PMI 主要受双节效应及“双十一”促销活动带动，与居民出行消费相关行业指数位于高位，而保险、房地产等行业均低于临界点，当前政

策端对基建项目的支持或边际提升：第一 5000 亿新型政策性金融工具完成投放，第二中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿原部分用于项目建设，第三提前下达 2026 年新增地方政府债务限额，支持重点项目在 2026 年一季度建设资金需求，上述新增政策支持或对建筑业景气度修复有所支撑。

价格端：边际下降。10 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 52.5%和 47.5%，均比 9 月下降 0.7 个百分点。体现为外需波动对价格形成拖累，供给端“反内卷”治理效果释放，煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业价格改善较为明显，接下来还需要从需求端发力、提振价格预期。

宏观政策要持续发力、适度加力，预期管理或成为调控重点。外部扰动影响消散后，价格低位运行是经济的薄弱环节，“十五五”规划建议稿指出，促进形成更多由“内需主导、消费拉动、内生增长”的经济发展模式。逐步形成“预期改善-消费与投资提升-经济回暖-预期进一步巩固”的良性循环。

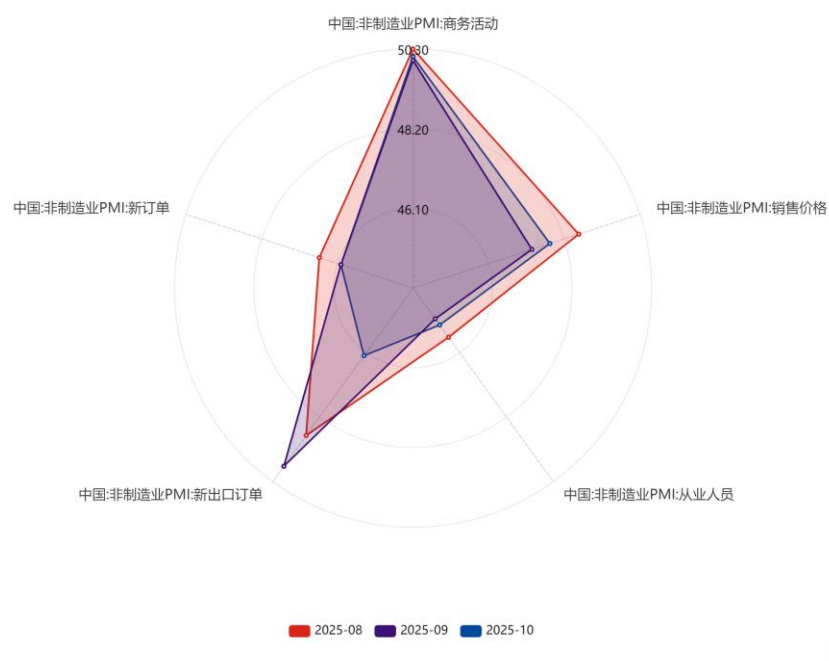
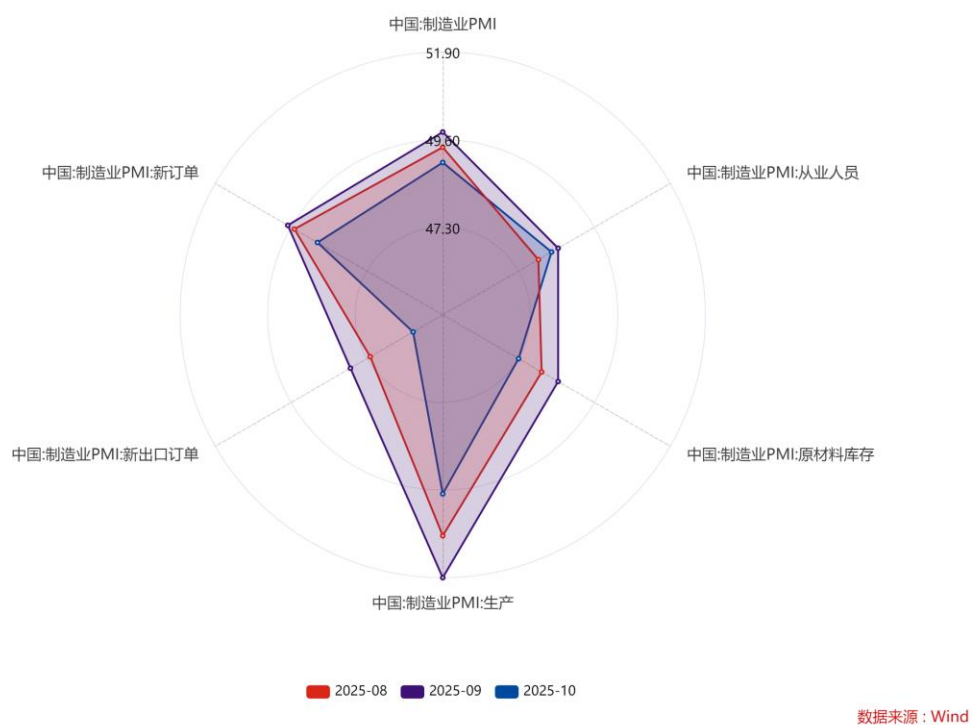


图 5: PMI 指数

根据海关总署公布数据，以美元计价，10 月出口额同比增 -1.1%，前值增 8.3%；其中对美出口同比下降 25.2%，前值 -27%；10 月进口额同比增 1.0%，前值 7.4%，皆低于市场预期，

高基数是 10 月出口转负的主要原因，对美出口边际小幅改善，但同比仍下降显著。

因去年 9、10 月台风影响使得基数错位，呈现出去年 9 月因台风影响导致出口偏低而 10 月补偿性出口偏高的特征，如观察出口两年复合增速，今年 10 月出口仍保持平稳，需求端看整体也保持平稳。虽然 10 月中美贸易摩擦有所升级，但对美出口仍连续第二个月小幅边际改善，对欧盟、东盟、拉美、非洲出口同比皆呈现边际回落。10 月进口价格同比增速较上月边际回落，显示价格和数量共同导致进口边际下降。

三、 货币市场、债券市场回顾及展望：

1、 10 月资金面回顾：

2025 年 10 月，市场流动性较上月更为宽松。度过十一假期后整月交易日较少，加之央行多次投放长期限资金，本月资金价格逐步下降，资金面稳定无忧。具体来看，本月央行净投放 3 个月期买断式逆回购 3000 亿元，MLF 净投放 2000 亿元，为连续第八个月超额续作 MLF。

10 月市场隔夜利率在 1.34%附近，较上月下降 5BP， 7 天利率平均在 1.46%，与上月相比下降 4BP。国股一年期同业存单利率略有下行 BP，稳定于 1.6%-1.65%。

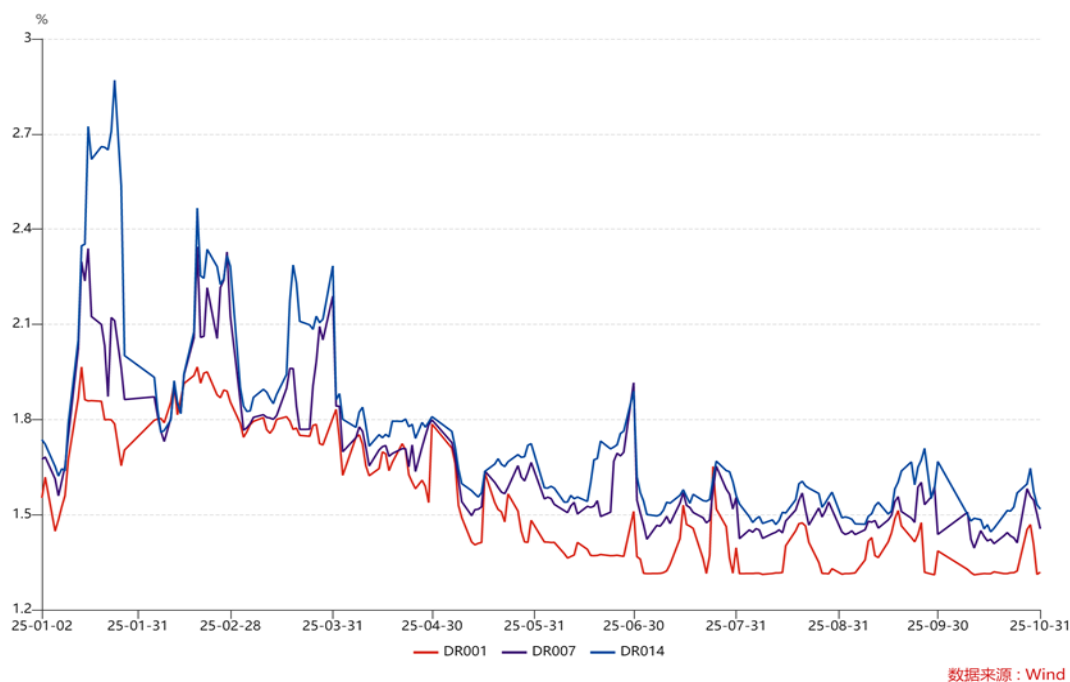


图 6：资金利率走势图

2、 后期资金面展望

近期央行公开市场操作偏好缩短放长，加大买断式逆回购与 MLF 的投放力度，助于为货币市场提供稳定的资金预期，银行中长期资金需求也得到较好满足，10 月 3M、1Y 同业存单发行价格逐步调降。11 月市场总体资金缺口并不大，预计月内较难有资金面收紧的情况，值得关注的是央行即将发布的第三季度货币市场执行报告中对货币政策的表述是否会有变化，或会影响资金面走向。

3、 10 月债市回顾

10 月份人民币债券市场呈窄幅波动行情，月初受股票市场持续走强、中美关税摩擦缓和收益率上行，月末受央行宣布恢复公开市场国债买卖操作收益率下行，总体上债券市场在年末增量政策推出概率较低的情况下仍然维持“看股做债”波动行情，难

言趋势性行情。月末 1 年期国债收益率收于 1.38%、3 年期国债收益率收于 1.41%、5 年期国债收于 1.56%、10 年期国债收于 1.80%、30 年期国债收益率收于 2.14%，长端收益率下行幅度大于短端，曲线呈平坦化。

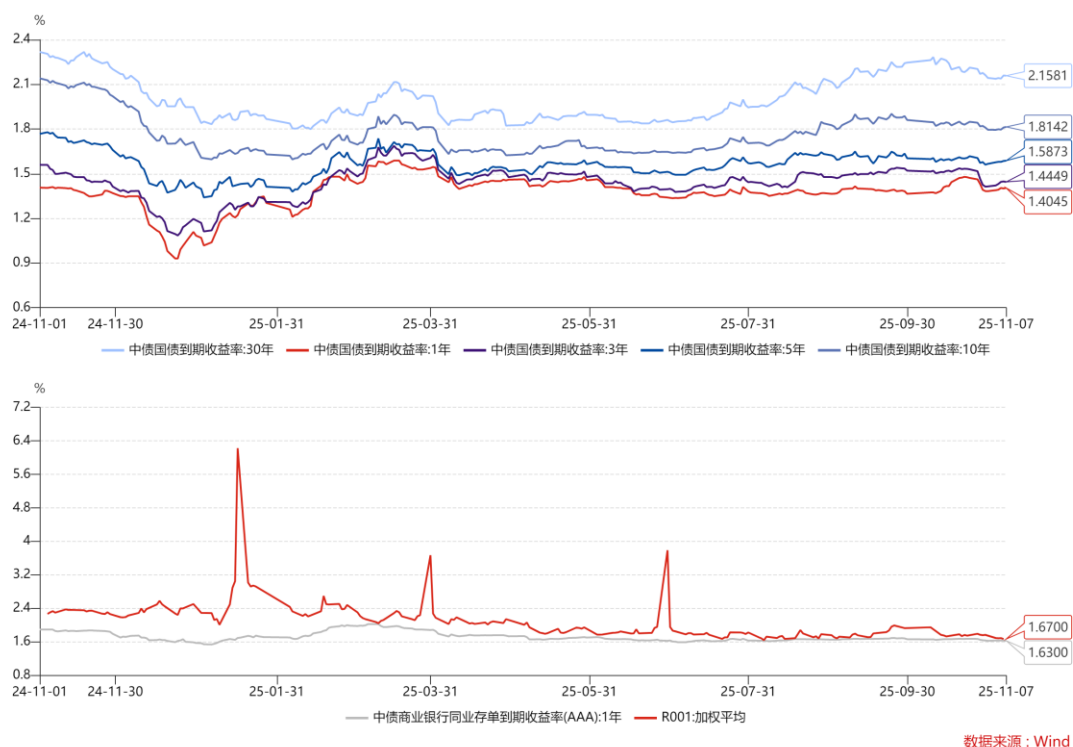


图 7： 人民币债券走势

4、 债券市场展望：

10 月末，央行行长在金融街论坛上释放货币宽松信号，包括“央行将恢复国债买卖操作“；”继续坚持支持性货币政策立场“”探索特定情境下向非银机构提供流动性机制安排“等，在央行释放宽松信号后，活跃卷快速下行，触及此前震荡区间下沿，10 年国债 250016 触及 1.8%点位。考虑后续中美贸易谈判预期乐观、市场风险情绪较好、公募销售新规、机构止盈需求释放等扰动因素，短期内国债利率维持”上有顶下有底“格局，围绕已下

移的中枢震荡。

免责声明

本报告中所提供的信息均根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得。

报告所述信息仅供参考，相关信息及观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资决策的依据，报告阅读者不应自认该信息是准确和完整的而无加判断地予以依赖，一切商业决策均应由报告阅读者综合各方信息后自行做出。对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任；

本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发表时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读。我司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为南洋商业银行（中国）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。