

内容摘要：

宏观经济方面，9 月经济呈现供给韧性、需求继续回落的状态。其中需求端投资增速由正转负，地产、基建、制造业均下行；消费增速在补贴退坡后也持续下降。供给端保持较强韧性，上中游在价格回升下补库动机提高。对于债券市场，数据整体偏利好，但市场对此反应平淡。总体而言，在前三季度 GDP 增速 5.2% 的基础上，年内稳增长压力不大，短期内新政策继续加码的概率较低。同时 10 月底十五五规划、11 月 APEC 会谈等均可能对市场预期形成提振，债券市场目前对基本面的利空更为敏感。

10 月以来，资金面保持偏宽，DR007 多在政策利率之上 5bp 以内区间运行。央行放量续作买断式逆回购，体现呵护态度。大行融出多保持在 4 万亿之上，质押式回购成交量升至高位。债券发行方面，四季度政府债净融资较前期偏低，前半段供需矛盾相对更大，但在货币政策协同发力下，资金面扰动或有限。货币政策方面，央行强调落实落细适度宽松的货币政策。最新经济数据虽然改善有限，四季度完成全年经济目标压力较小，降准降息等增量政策空间或有限，央行可能更倾向于使用买断式回购等公开市场操作降低银行负债端成本，结构性货币政策更多发力以稳增长、稳外贸。整体看，内需疲弱，贸易摩擦政策反复，货币政策有协同发力需求，流动性扰动可控，资金面预计均衡偏宽。

10 月以来，前期对债市形成压制的几大干扰因素有所缓和，债券收益率略有下行，但下行幅度有限。从经济基本面来看，出口保持韧性，内需持续下行，但前三季度 GDP 增速较好使得四季度稳增长压力不大，短期内增量政策出台的概率有限。债券市场对基本面利多反应平淡，同时后续十五五规划等或提振市场预期，形成利空。此外，债市的几项干扰因素仍然存在：一是股市上涨情绪仍然较为浓厚，对债市形成资金分流。二是公募基金费率新规即将落地，也对市场形成一定冲击。但资金利率仍然较为稳定，利率大幅上行的空间有限。预计债券收益率整体维持区间震荡走势，交易盘可在利率下行时择机平仓，配置盘可逢高介入，品种上利率曲线趋陡，中长端更优配置价值。

目录

一、宏观经济：内需继续下行，通胀缓慢回升	3
（一）需求：内需持续下行，生产保持韧性	3
1、三季度 GDP 累计同比增速 4.8%	3
2、投资：增速由正转负	4
3、地产：投资、销售增速继续下行	4
4、消费：补贴退坡叠加餐饮消费低迷，增速继续下行	5
5、就业：毕业季后小幅下行，企业用人需求回升	6
6、出口：出口结构继续优化，进口增速上行较多	6
7、高频数据：价格上涨后工厂开工回升	9
（二）生产：生产韧性较强	12
（三）CPI 仍然为负，PPI 跌幅继续收窄	13
二、流动性及货币政策：央行放量续作买断式逆回购，资金面均衡偏宽	17
（一）流动性回顾：央行放量续作买断式逆回购，跨季后短期利率回归平稳	17
（二）金融数据：新增信贷同比少增，社融增速回落，M1 增速超预期	20
（三）下阶段流动性展望：四季度债券供给压力减轻，资金面均衡偏宽	22
三、利率债策略：多空因素交织，利率区间震荡	23
（一）利率债走势回顾	23
1、收益率先上后下	23
2、隐含税率整体上行	25
（二）利率债影响因素分析	25
1、经济基本面：内需持续下行，但债市对基本面利空更为敏感	26
2、通胀：回升速度较慢，对债市影响较小	26
3、广义流动性：社融及贷款同比少增，M1 继续上行	26
4、狭义流动性：资金利率中枢稳定	27
5、中美利差：倒挂幅度收窄	28
6、股债比价：继续回落，债券配置价值上升	29
7、债券供需：供给压力整体下降	30

一、宏观经济：内需继续下行，通胀缓慢回升

制造业 PMI 较上月继续提升，但依旧处于临界值下。随着高温多雨极端天气影响基本消退，叠加扩大内需政策影响下，内外需均小幅提升，价格指数主要受到房地产投资相对低迷以及国外大宗商品市场波动等影响走势偏弱。从企业类型看，大型企业保持平稳扩张，中小型企业持续处于临界值下，但小型企业降势收窄明显。分行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业增长较快，高耗能行业偏弱。向后看，抢出口效应回落背景下外需或受影响，内需持续性有待观察，若反内卷和消费补贴等政策发力见效，价格指数或有所上行。非制造业商务活动指数回落，服务业商业活动指数有所回落，建筑业小幅回升但仍处于临界值下。分行业来看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业保持高景气度，房屋建筑业和土木工程建筑业增长稍显乏力。向后看，十一出行需求预计有所增加，服务业 PMI 或有所提升，另外，随着专项债资金加快落地生效，建筑业相关投资活动景气度或回升。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

指标名称	PMI	生产	新订单	出口	进口	在手订单	产成品库存	采购量	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2025-09	49.8	51.9	49.7	47.8	45.2	48.2	51.6	48.1	48.2	53.2	48.5	48.5	50.8	54.1
2025-08	49.4	50.8	49.5	47.2	45.5	46.8	50.4	48.0	49.1	53.3	48.0	47.9	50.5	53.7
变动	0.4	1.1	0.2	0.6	-0.3	1.4	1.2	0.1	-0.9	-0.1	0.5	0.6	0.3	0.4

(一) 需求：内需持续下行，生产保持韧性

1、三季度 GDP 累计同比增速 4.8%

第三季度 GDP 当季同比增速 4.8%，较二季度（5.2%）下降 0.4 个百分点。前三季度累计同比增长 5.2%，较前值（5.3%）下降 0.1 个百分点。第二产业降幅

较大，主要受内需持续下降以及反内卷政策的影响。总体而言，前三季度 GDP 增长 5.2%，使得四季度稳增长的压力相对较小（2024 年前三季度 GDP 同比增长 4.8%），预计短期内继续政策加码的概率较低。

2、投资：增速由正转负

1-9月固定资产投资累计同比增速-0.5%，较前值降低1个百分点，投资增速延续下行趋势，且增速由正转负。

从累计同比增速看，固定资产投资三大分项中，房地产、制造业、基建增速均下降。其中房地产投资下降1个百分点至-13.9%，地产投资仍未止跌；制造业投资下降1.1个百分点至4%，基建投资下降2.1个百分点至3.34%。三大分项投资增速均下降，对固定资产投资形成拖累。基建投资下行速度较快，显示财政支出节奏三季度以来放缓。制造业投资增速也下行至5%以下，显示关税影响下企业家国内投资意愿较低。

图表 2 固定资产投资累计同比增速（%）

指标名称	固定资产投资完成额	房地产	制造业	基建
2025-09	-0.50	-13.90	4.00	3.34
2025-08	0.50	-12.90	5.10	5.42

3、地产：投资、销售增速继续下行

1-9月，房地产开发投资累计增速-13.9%，较前值降低1个百分点，地产投资增速继续下降，且降幅进一步扩大。从累计同比增速来看，1-9月销售增速继续下降0.8个百分点至-5.5%，显示地产销售持续放缓，带动资金来源增速也下降0.4个百分点至-8.4%。新开工增速较前值提高0.6个百分点至-18.9%，仍然处于低位。

9月地产数据显示房地产仍然延续下行趋势，销售、投资增速继续下行。向后看，短期内增量政策有限，二手房价格持续下跌显示居民预期较差，房地产总体仍然处于探底过程中，地产投资预计处于低位。

图表 3 房地产分项累计同比增速 (%)

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源
2025 年 9 月	-5.5	-13.9	-18.9	-15.3	-8.4
2025 年 8 月	-4.7	-12.9	-19.5	-17	-8
变动	-0.8	-1.0	0.6	1.7	-0.4

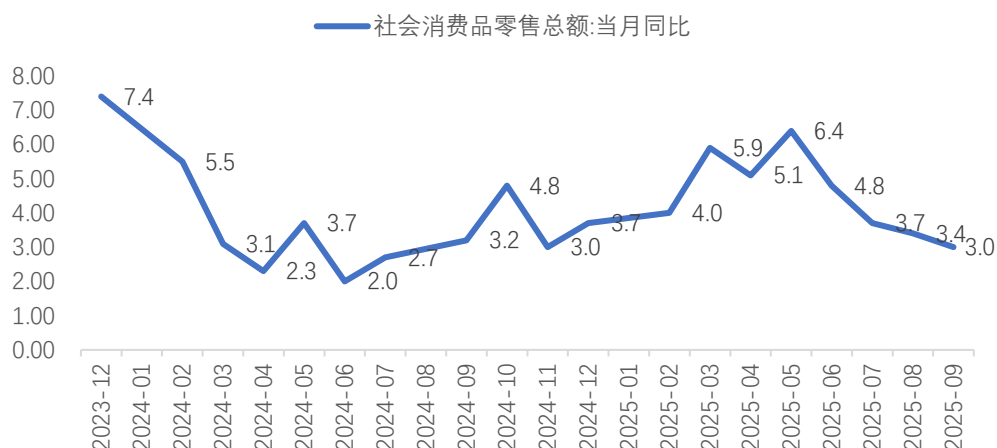
30 大中城市地产销售数据显示，10 月地产销售增速持续下降。10 月日均成交面积同比增速从 9 月的 6.71% 下降至 -41.86%。其中一、二、三线城市增速均下降，显示居民购房意愿一般。

从土地成交情况来看，10 月土地成交增速下降。10 月土地成交增速为 -40.95%，较 9 月下降 34.64 个百分点。从土地成交溢价率来看，10 月土地成交平均溢价率为 2.74%，较 9 月 2.62 小幅上升。

4、消费：补贴退坡叠加餐饮消费低迷，增速继续下行

9 月消费增速继续下行，当月同比增速 3%，较前值降低 0.4 个百分点。9 月消费增速下降，主要受补贴效应退坡的影响。

从细项看，9 月消费分项中，增速下行较为明显的主要为家电、家具、金银珠宝，通讯器材、化妆品增速回升。具体从当月同比增速来看：一是 2025 年消费补贴政策部分区域停止，家电、家具增速下行，分别较前值下降 11、2.4 个百分点。二是金银珠宝增速有所下行，但增速仍然较高，较前值降低 7.1 个百分点至 9.7%，可能受金价快速上涨后消费量减少影响。三是餐饮消费增速下降，较前值降低 1.2 个百分点至 0.9%。

图表 4 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)


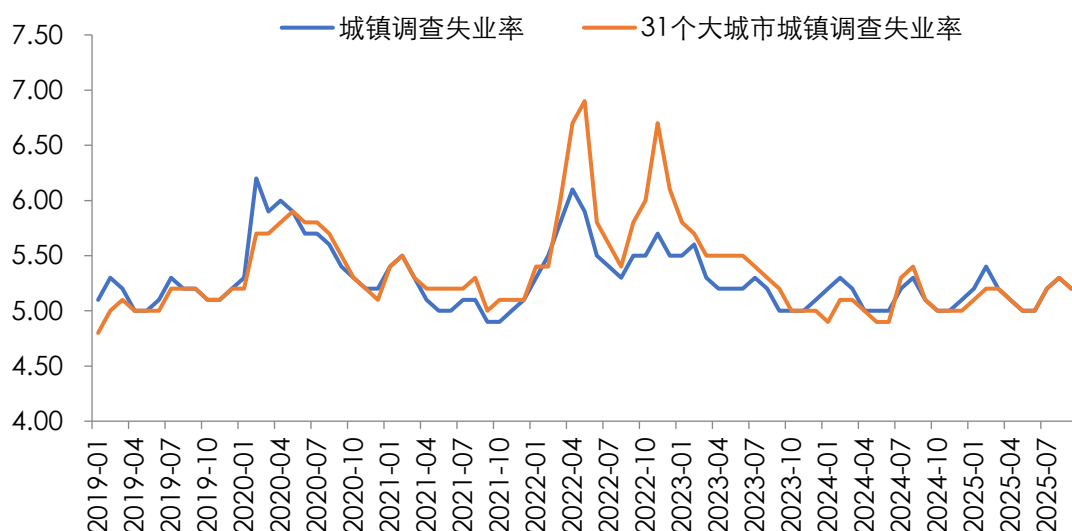
总体来看，9月消费增速继续下行至3%，主要原因受补贴退坡影响，餐饮消费也较为低迷。从居民收入来看，前三季度城镇居民人均可支配收入实际累计同比增速4.5%，较前值继续降低0.2个百分点。而前三季度城镇居民人均消费性支出累计同比增速3.8%，较前值降低0.8个百分点。支出增速降幅大于收入降幅，显示居民储蓄意愿进一步抬升，消费意愿有所下降。向后看，10月消费基数也较高，预计消费增速将进一步下降至3%以下。

5、就业：毕业季后小幅下行，企业用人需求回升

9月，全国城镇调查失业率5.2%，较上月降低0.1个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.2%，较上月降低0.1个百分点。毕业季过后，失业率小幅下行。

从景气度指数来看，9月大、中、小型企业用人需求均回升。9月PMI从业人员指数48.5%，较前值提高0.6个百分点；BCI企业招工前瞻指数50.49%，较前值提高6.42个百分点。9月份以来，各类企业用人需求均有所回升，减轻部分就业压力。

图表 5 城镇调查失业率(%)



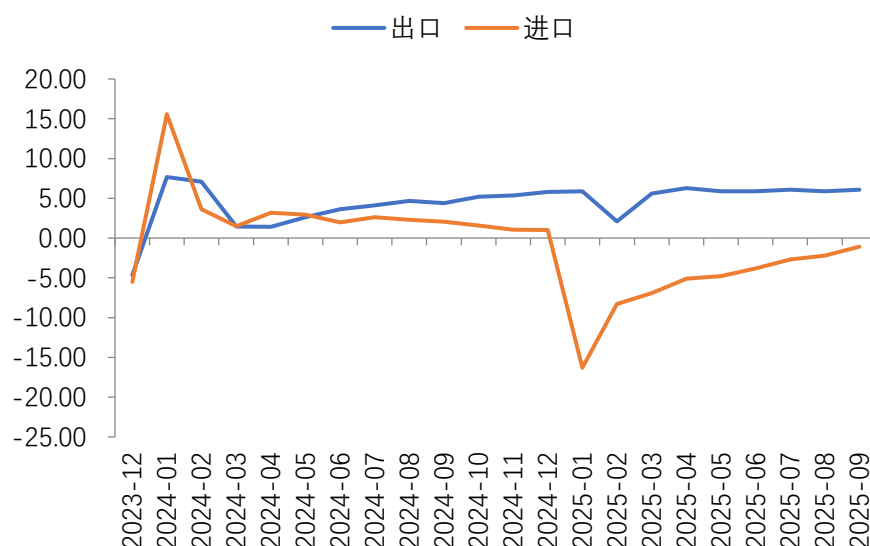
6、出口：出口结构继续优化，进口增速上行较多

(1) 出口：增速上行，基数效应及电子类产品有支撑。

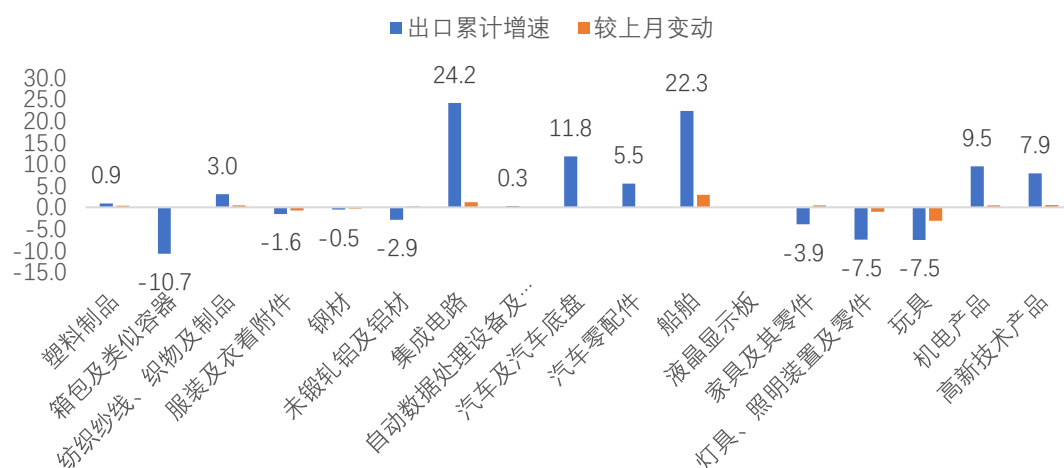
按美元计，1-9月出口累计同比增速为6.1%，较前值提高0.2个百分点；9月当月出口同比增速为8.3%，较上月提高3.9个百分点。9月出口增速上升，一方面是基数下降影响，另一方面也显示我国出口具有较强韧性。

我国出口结构继续优化，对美出口持续下行，但对欧盟、新兴国家出口潜力逐步释放。低附加值产品出口走弱，但电子类产品仍然具备较强竞争力。向后看，中美关税经历阶段性的暂缓期后，近期摩擦有所升温，对美出口预计继续下滑。后续中美谈判过程仍有不确定性，但外部宽财政、国防军工、产业链重构等推动制造业周期，对我国外需仍有一定支撑，优势产品和多元化的支撑有持续性，预计出口保持一定韧性，小幅下行。

图表 6 中国进出口累计增速（以美元计，%）



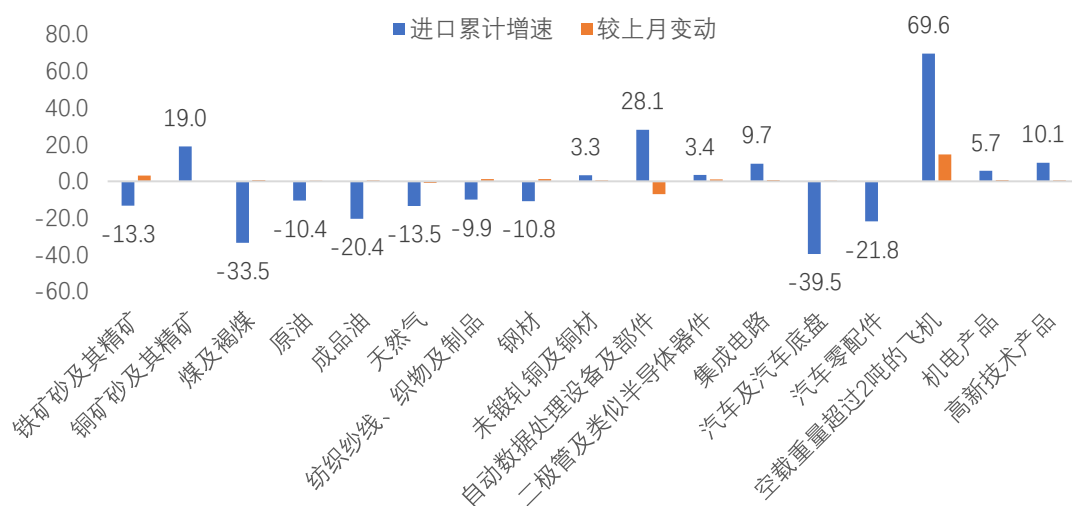
图表 7 中国出口累计增速（以美元计，%）



(2) 进口：增速上行较多。

按美元计，9月进口累计同比增速-1.1%，较前值提高1.1个百分点。当月进口同比增速7.4%，较前值提高6.1个百分点。具体从进口累计增速来看：一是能源类进口增速上行，部分受进口价格上涨拉动。二是科技类中间产品进口增速上行。三是飞机进口增速大幅上行，进口大豆数量增长也较多，或与中美贸易博弈有关。

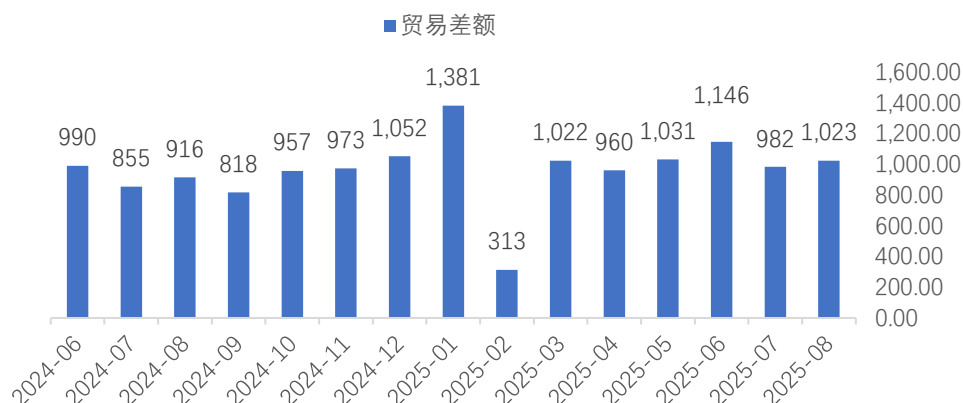
图表 8 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差收窄。

按美元计，9月我国贸易顺差为905亿美元，较8月有所收窄，主要受9月进口增长较快影响。向后看，随着中美贸易摩擦不确定性增大，预计将带动贸易差额继续收窄。

图表 9 贸易差额当月值（单位：亿美元）



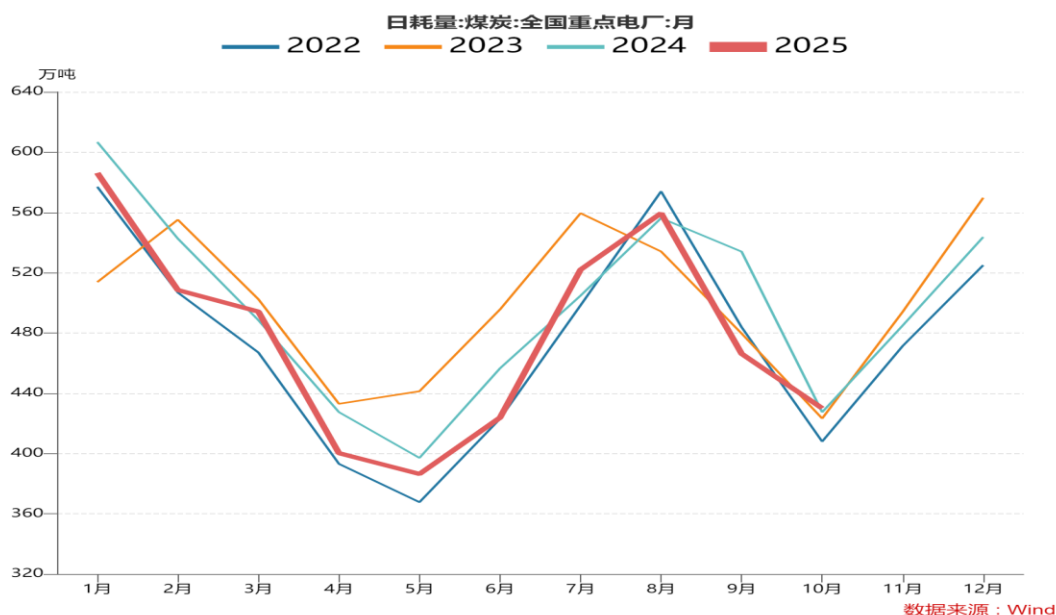
7、高频数据：价格上涨后工厂开工回升

从高频数据来看，8月份以来，受反内卷政策影响，钢铁、煤炭价格上涨，部分工厂开工率也有所反弹。

（1）电厂日耗煤量环比下降

从电厂耗煤量来看，10月以来电厂日耗煤量环比下降，主要原因是气温转凉居民用电需求回落，此外水电发电量增加也使得电厂耗煤量下降。全国统调电厂日耗煤量从466万吨/日下降至430万吨/日。

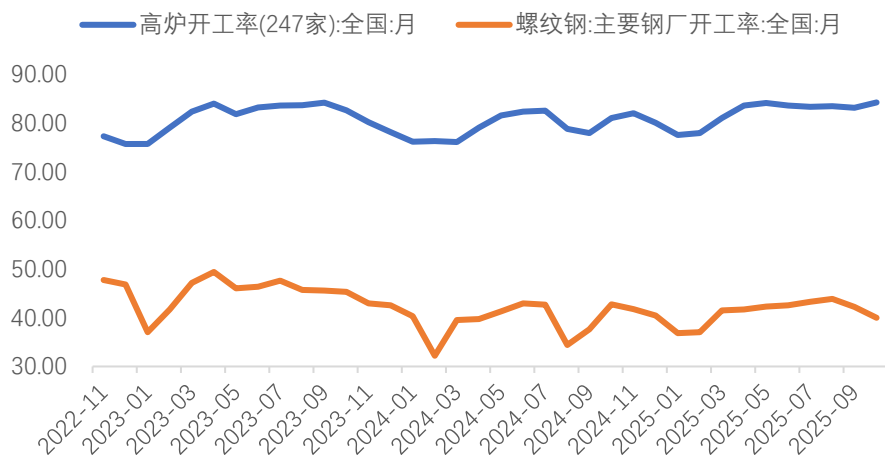
图表 10 重点电厂日耗煤量



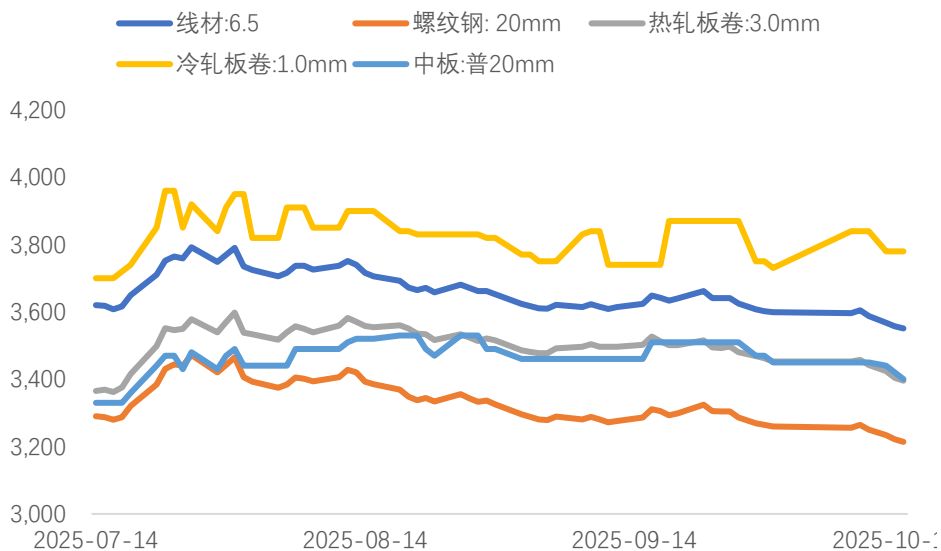
(2) 10月以来受假期影响开工率有所回落

从生产端来看，10月钢铁开工率分化。其中全国247家钢厂高炉开工率从9月的83.18%上升至84.26%，螺纹钢主要钢厂开工率从42.21%下降至39.98%。钢铁库存10月以来持续上升，显示下游地产、基建需求较为一般

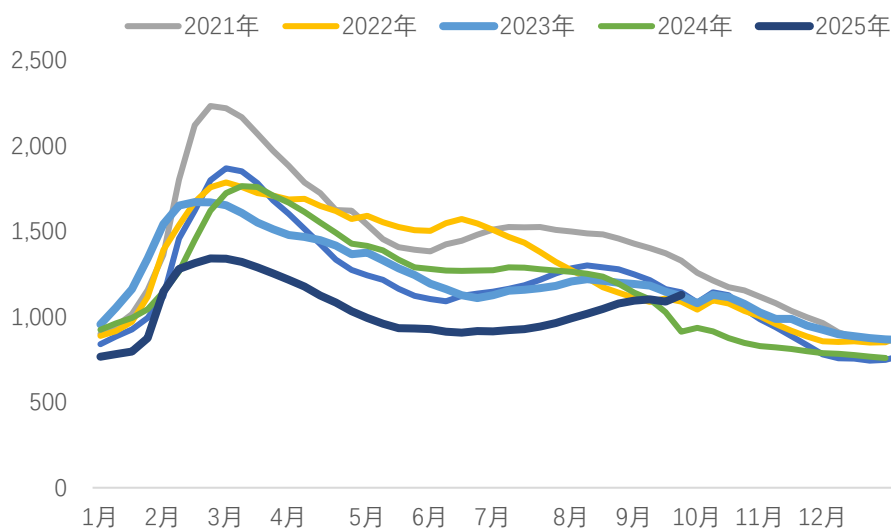
图表 11 钢铁高炉开工率



图表 12 各类钢材价格

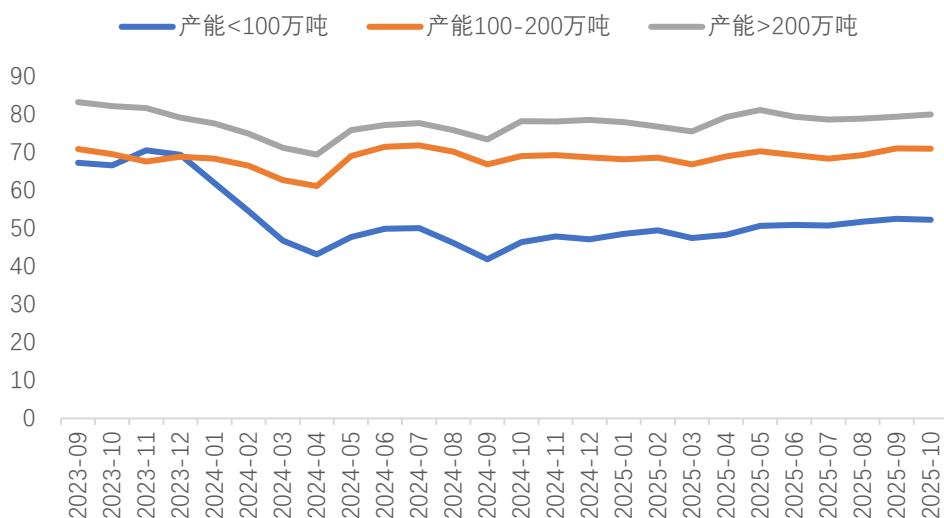


图表 13 钢材社会库存



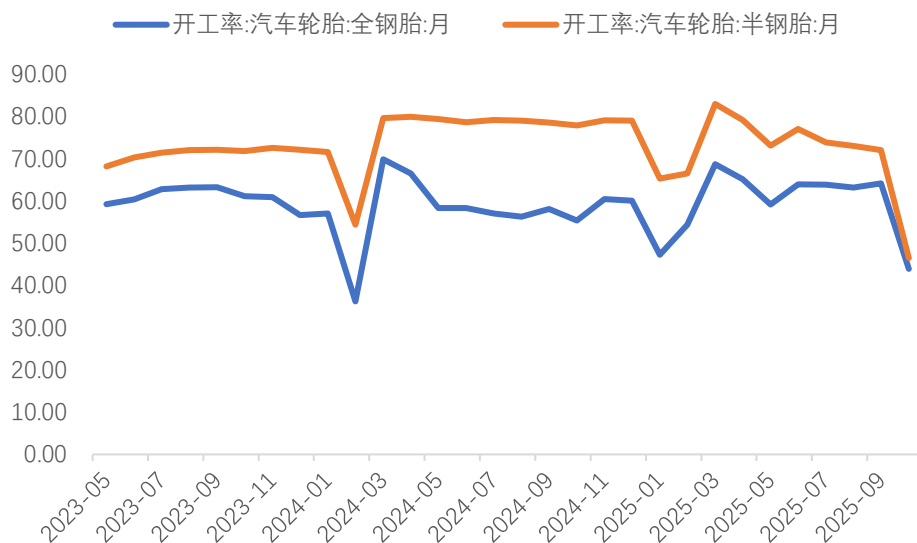
10月焦化企业开工率环比有升有降，大、中、小型焦炭企业开工率分别为80.04%、70.96%、52.3%，分别较9月变动0.58、-0.1、-0.26个百分点。

图表 14 焦化企业开工率



从卡车轮胎开工率来看，10月以来开工率整体下行，主要受国庆假期影响。10月上半月全钢胎和半钢胎开工率分别为43.96%、46.51%，分别较9月变动-20.23、-25.53个百分点。

图表 15 汽车轮胎全钢胎开工率



(二) 生产：生产韧性较强

1-9月，规模以上工业增加值累计同比增长6.2%，与前值持平，9月当月工业增加值同比增长6.5%，较前值提高1.3个百分点。

图表 16 规模以上工业增加值累计同比增速 (%)

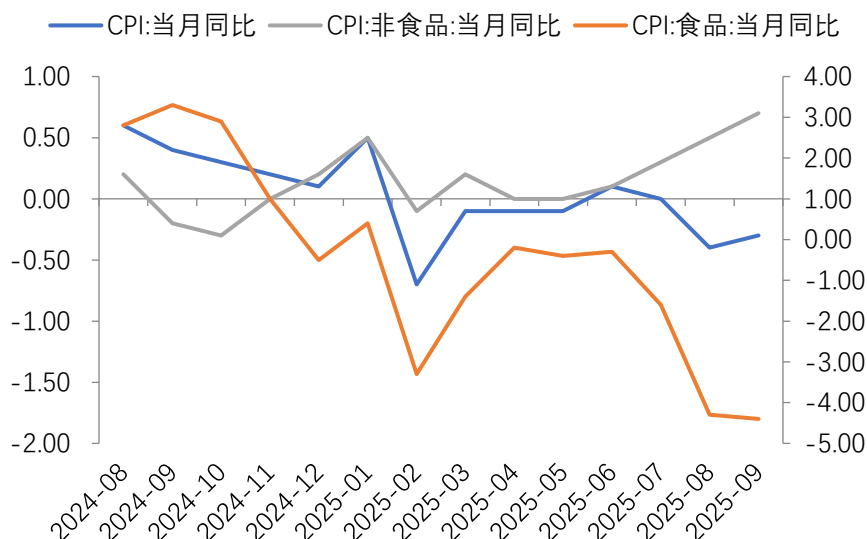
指标名称	工业增加值	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业	高技术产业
2025-09	6.20	5.80	6.80	2.00	9.60
2025-08	6.20	5.70	6.80	2.20	9.50
2025-07	6.30	5.80	6.90	2.20	9.50

从行业累计同比增速来看，1-9月采矿业、高技术产业增速上行，制造业增速持平前值，电力、燃气及水的生产和供应业小幅下降，可能受气温下降用电需求减少影响。工业生产整体具有较强韧性，显示9月出口对生产端有一定支撑，同时价格修复也利好企业生产、采购与补库动机。向后看，预计生产仍然处于较强状态，短期内供给仍然强于需求。

（三）CPI 仍然为负， PPI 跌幅继续收窄

9 月 CPI 增速小幅回升，但仍然为负，PPI 同比增速继续上行。

图表 17 CPI 变化趋势（%）

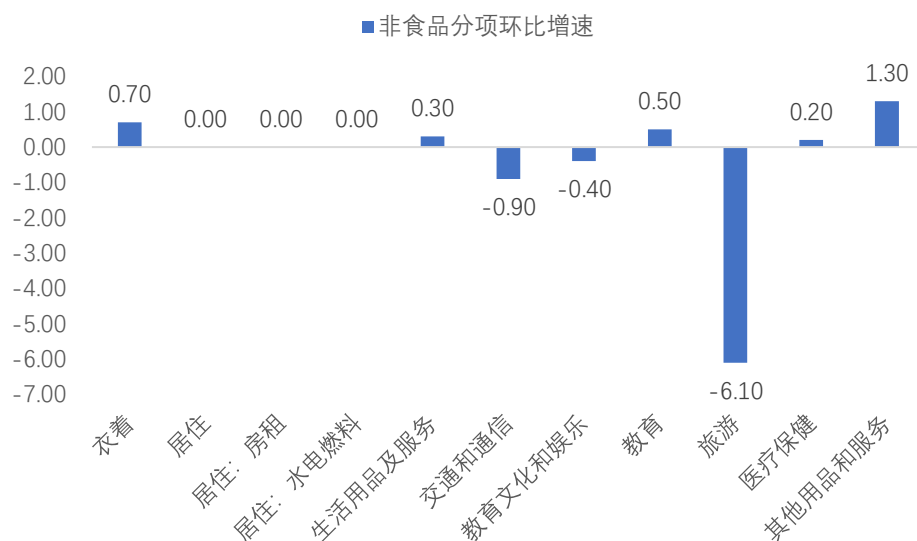


1、CPI 同步增速上行，但仍然为负。

9 月 CPI 同比增速为-0.3%，较前值提高 0.1 个百分点，环比上涨 0.1%，涨幅略低于近十年同期平均 0.14%的水平。CPI 同比增速回升，环比增速上行，主要受非食品价格的拉动。食品价格环比上涨 0.7%，同比增长-4.4%。非食品价格同比增长 0.7%，增速较前值提高 0.2 个百分点。非食品价格环比下跌，主要受旅游和交通通信价格下跌拖累，黄金价格持续上涨。

9 月非食品价格环比下跌 0.1%，增速与上月持平。同比增长 0.7%，增速较前值提高 0.2 个百分点。非食品价格环比下跌，主要受旅游和交通通信价格下跌拖累。从分项环比增速看，非食品中跌幅较大的有旅游（-6.1%）、交通和通信（-0.9%）、教育文化和娱乐（-0.4%），涨幅较大的主要是其他用品和服务（1.3%）、衣着（）0.7%。

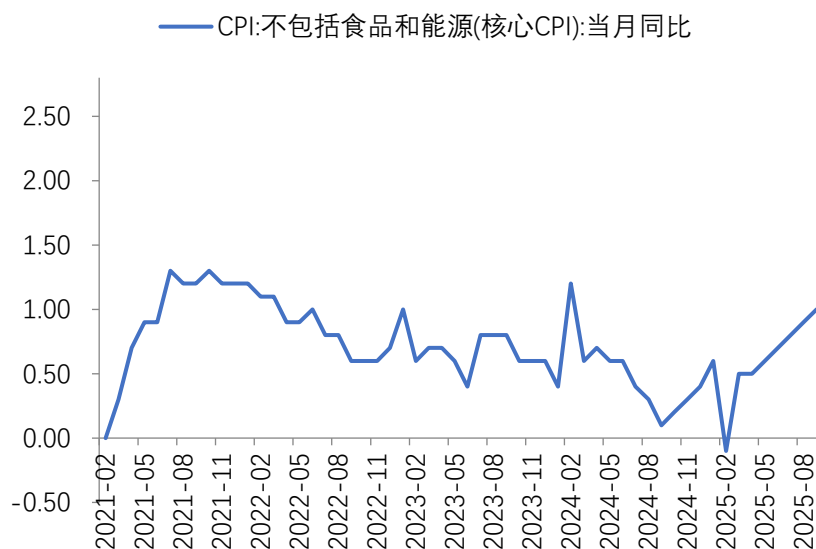
图表 18 CPI 非食品分项环比涨跌幅 (%)



2、核心 CPI 同比增速继续回升。

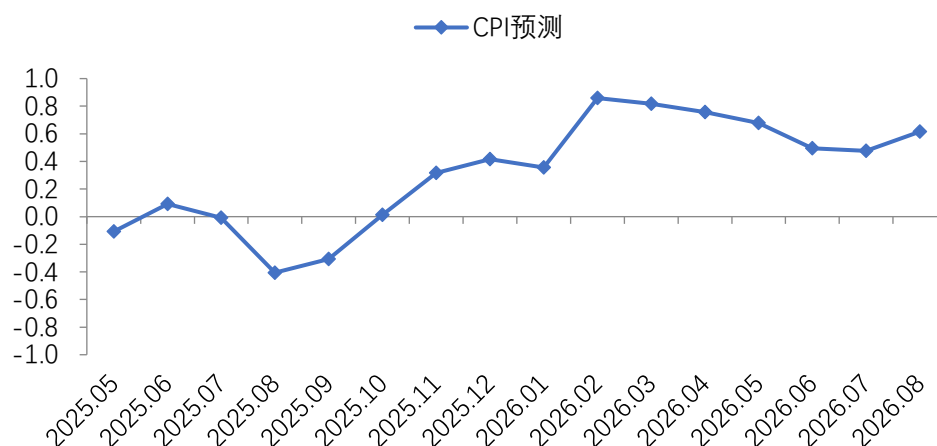
9月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为1%，较前值提高0.1个百分点；环比上涨0%，增速与前值持平。9月核心CPI同比增速继续上行，一方面是基数较低影响，另一方面黄金价格上涨也有所拉动。向后看，基数逐步抬升，但黄金价格涨势延续，预计核心CPI继续上行。

图表 19 核心通胀走势 (%)



向后看，四季度将随着基数降低，CPI预计逐步回升，年底预计上升至0.4%附近。

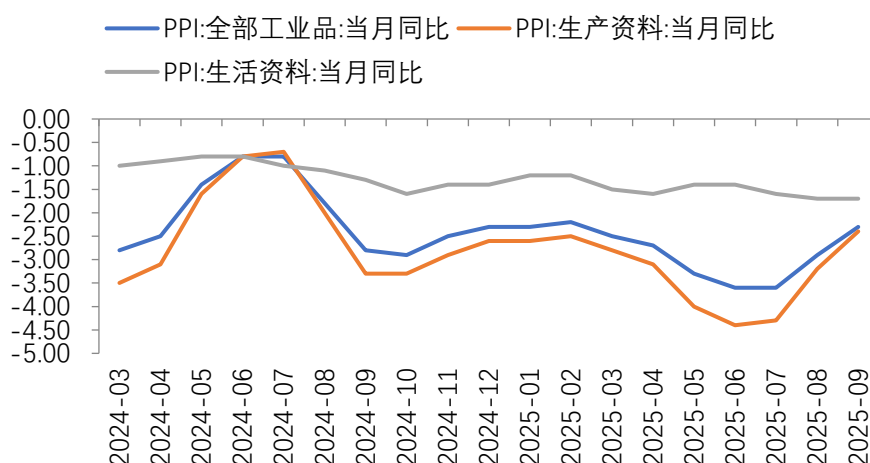
图表 20 CPI 走势预测 (%)



3、PPI 同比增速继续回升。

9月，PPI环比持平，增速与上月持平；同比增长-2.3%，较前值提高0.6个百分点。PPI同比增速继续回升，主要受反内卷政策下部分行业市场竞争秩序持续优化的影响。

图表 21 PPI 及分项走势



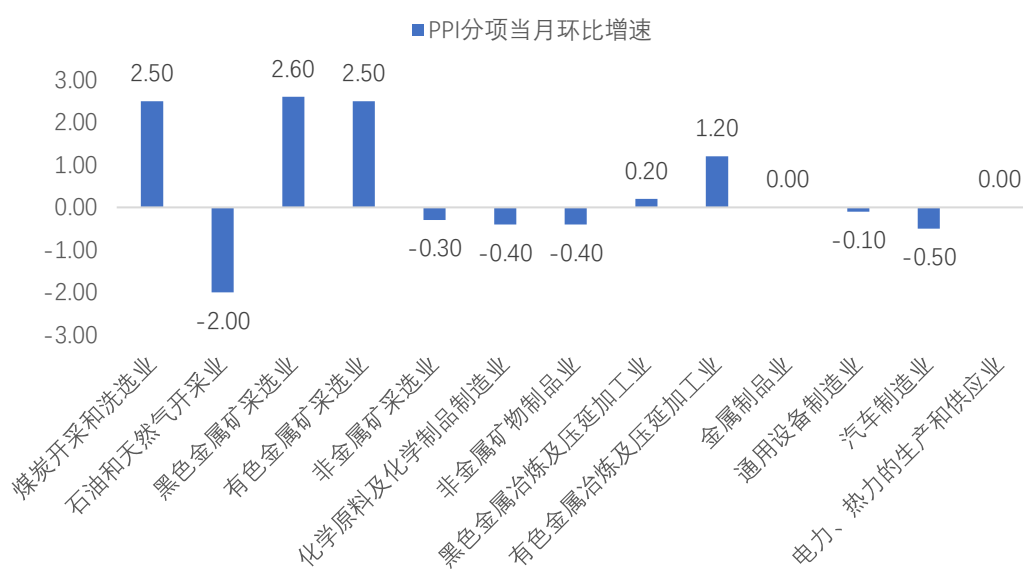
从行业环比增速来看，9月煤炭、钢铁、有色金属涨幅较大，其余行业继续下跌。

具体来看，本月PPI环比变动的主要特点：一是供需结构改善带动部分行业价格明显企稳。煤炭加工价格环比上涨3.8%，煤炭开采和洗选业价格上涨2.5%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.2%，均连续两个月上涨，光伏设备及元器件制造价格由上月下降0.2%转为上涨0.8%；非金属矿物制品业、锂离子电池制造价格分别下降0.4%和0.2%，降幅比上月分别收窄0.6个和0.3个百分点。

点。二是输入性因素影响国内石油相关行业价格环比下降。国际油价下行带动国内石油相关行业价格环比下降。其中石油开采价格下降2.7%，精炼石油产品制造价格下降1.5%，有机化学原料制造价格下降0.6%，化学纤维制造业价格下降0.2%。

PPI同比下降2.3%，降幅比上月收窄0.6个百分点。除受上年同期对比基数走低影响外，我国各项宏观政策效果持续显现，一些行业价格呈现积极变化。一是全国统一大市场建设纵深推进带动相关行业价格同比降幅收窄。部分行业产能治理成效显现，市场竞争秩序持续优化，价格同比降幅收窄。煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、电池制造、非金属矿物制品业价格降幅比上月分别收窄8.3个、3.4个、3.0个、2.4个、0.5个和0.4个百分点，上述6个行业对PPI同比的下拉影响比上月减少约0.34个百分点。二是产业结构升级和消费潜力释放带动相关行业价格同比上涨。现代化产业体系加快构建，制造业高端化、智能化、绿色化发展向好，市场需求稳步扩大，飞机制造价格同比上涨1.4%，电子专用材料制造价格上涨1.2%，废弃资源综合利用业价格上涨0.9%，可穿戴智能设备制造价格上涨0.1%。提振消费等政策效应继续显现，品质化、升级类消费需求释放，工艺美术及礼仪用品制造价格上涨14.7%，运动用球类制造价格上涨4.0%，营养食品制造价格上涨1.8%。

图表 22 PPI 分项当月环比增速（%）



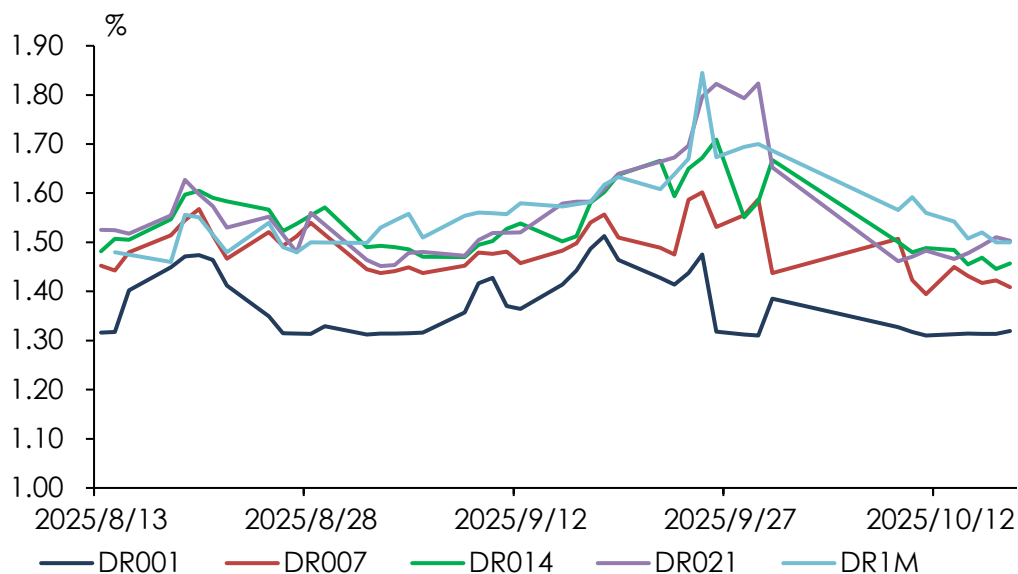
二、流动性及货币政策：央行放量续作买断式逆回购，资金面均衡偏宽

（一）流动性回顾：央行放量续作买断式逆回购，跨季后短期利率回归平稳

10 月上半月，央行公开市场操作月初回笼季末投放资金，放量续作买断式逆回购，体现呵护态度。资金面保持偏宽，资金利率较上季末下行，DR007 多在政策利率之上 5bp 以内区间运行。

具体来看，截至 10 月 17 日，央行累计开展 8 期 7 天逆回购操作，共投放金额 18101 亿元，开展 17000 亿元买断式逆回购操作。结合到期量来看，10 月上半月央行净回笼 11242 亿元。短期资金方面，跨季后资金面回归平稳，10 月上半月资金面维持偏宽，DR007 多数时间在政策利率之上 5bp 以内区间运行。具体来看，DR001 均值为 1.32%，DR007 均值为 1.43%。本月资金价格较上月下行，分别下行 7bp 和 6bp。

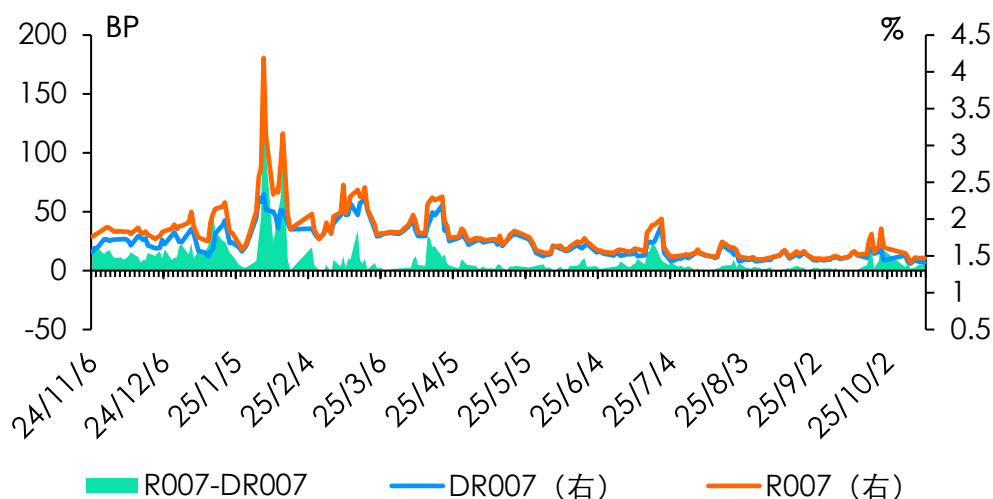
图表 23 短期资金利率均值整体下行



10 月资金中枢进一步下行，大行资金融出多数时间在 4 万亿以上，机构流

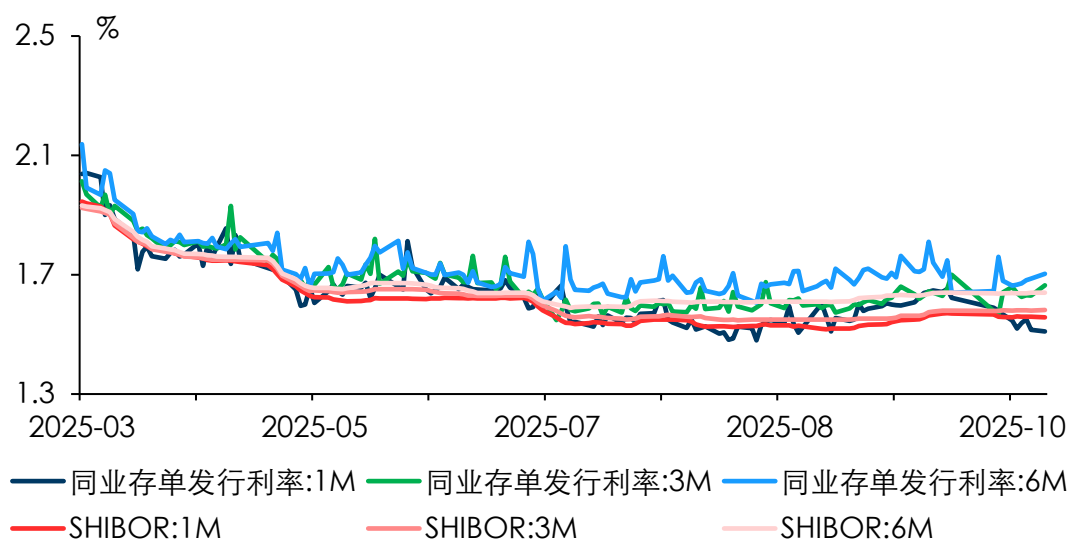
动性分层保持低位。10 月上半月，R007-DR007 的均值为 4.3bp，较 9 月同期均值 1.9bp 小幅增加。

图表 24 机构流动性分层保持低位



长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢多较上月变动不大，仅 1M 同业存单发行利率中枢下行稍多。具体来看，同业存单方面，至 10 月 17 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 1.55%，3M 为 1.63%，6M 为 1.68%，分别较 9 月均值下行 5bp、上行 1bp 和下行 2bp；Shibor 方面，截至 10 月 15 日，各期限平均利率：1M 为 1.56%，3M 为 1.58%，6M 为 1.64%，分别较 9 月均值上行 2bp、2bp 和 1bp。。

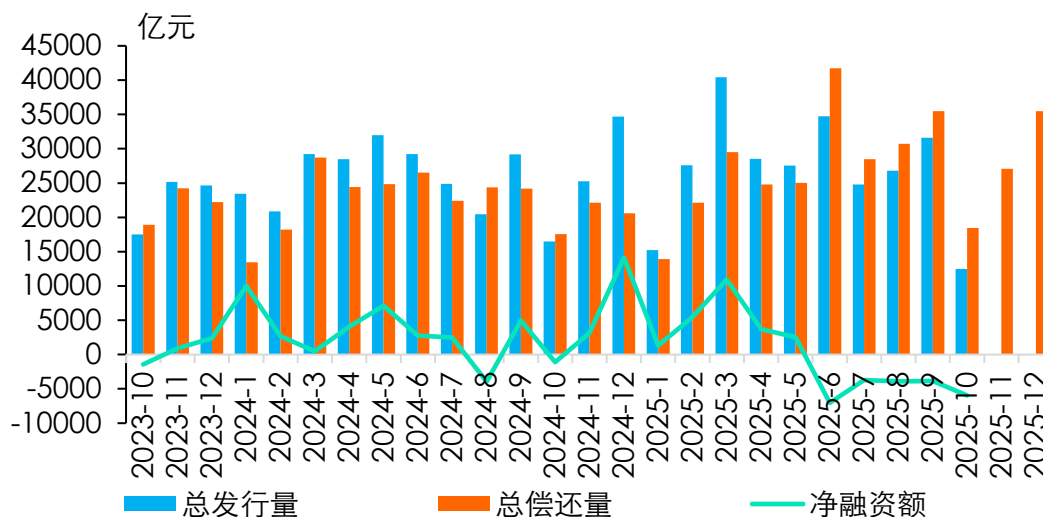
图表 25 长期资金价格中枢多变化不大



向后看，10、11 月同业存单偿还量分别在 1.8、2.7 万亿元左右，10 月偿

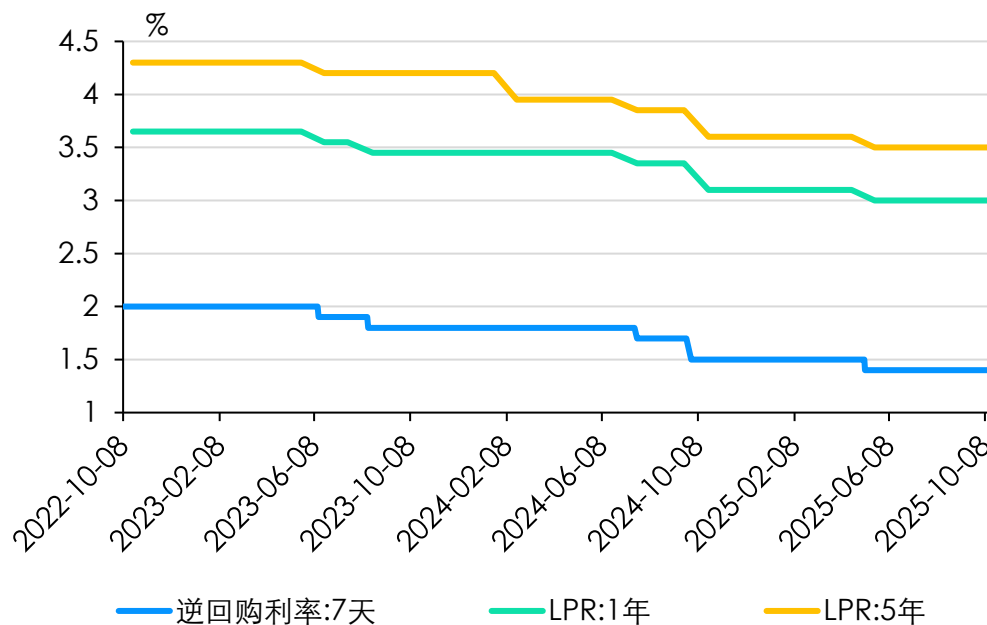
还压力偏低，较 9 月的 3.5 万亿偿还压力明显减小。需求端，季初资金回流理财，同业存单供需压力减小。

图表 26 同业存单发行与到期情况（亿元）



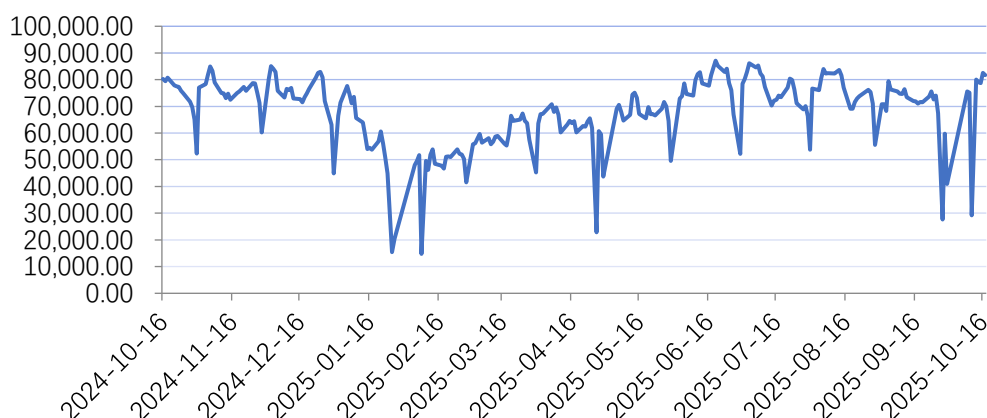
利率走廊方面，本月 7 天期逆回购操作利率为 1.4%，1 年 LPR 为 3.1%，5 年 LPR 为 3.6%，本月无变动。

图表 27 利率走廊变化（%）



10 月上半月，银行间质押式回购日成交量均值为 7.9 万亿，较上月同期 7.4 万亿均值有所增加。整体来看，跨季后资金面压力减小，10 月大行融出多数时间保持在 4 万亿以上，资金利率保持低位，机构加杠杆意愿有所增强。

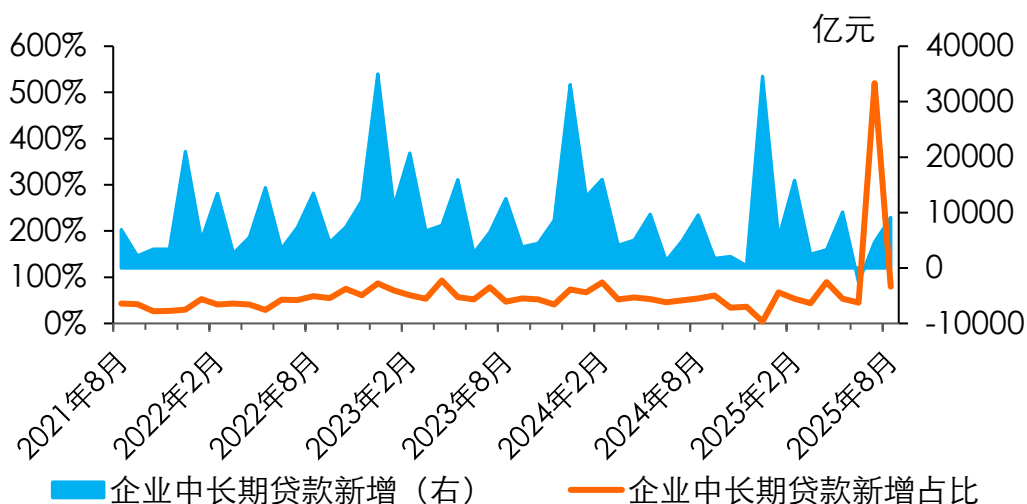
图表 28 银行间质押式回购日成交量（亿元）



（二）金融数据：新增信贷同比少增，社融增速回落，M1 增速超预期

9 月新增信贷同比少增，居民短贷和企业中长贷同比少增。居民收入和就业预期仍待改善，信贷需求较弱，消费贷财政贴息的拉动有限。另外，9 月三十大中城市住房销售面积同比出现回升，仅三线城市同比回落。向后看，二手房价格指数延续下行趋势，稳地产政策仍需发力，居民中长贷改善有限。企业信贷同比少增，其中，中长贷少增，短贷同比多增。季末企业短贷季节性放量，景气度环比有所改善，另外，化债因素对企业拖累减轻。但制造业 PMI 仍低于临界值，价格指数下行，企业中长期融资需求偏弱。9 月票据利率震荡上行，机构冲量需求大幅减少。向后看，10 月票据利率再度回落至低位，显示企业信贷需求有所走弱。

图表 29 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



图表 30 半年国股转贴现利率

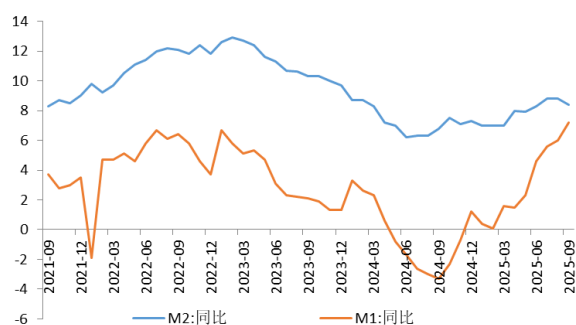

社融同比少增，主要由政府债券和人民币贷款同比少增拖累。向后看，内需疲弱下新增信贷改善幅度或有限，四季度政府债供给逐步放缓，对社融支撑力度有所减弱，关注地方债限额提前使用情形。

图表 31 社会融资规模各细项新增（亿元）

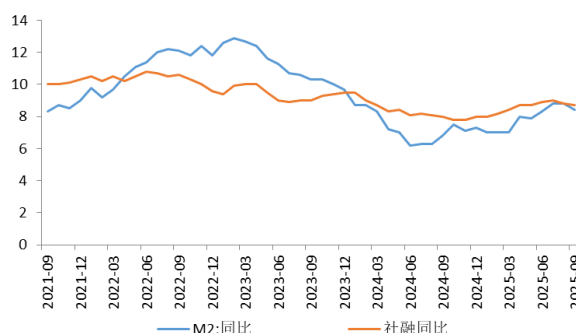
日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	承兑汇票	企业债券	股票	政府债券
2025年2月	22331	6528	-281	-228	-330	-2987	1702	76	16939
2025年3月	58961	38234	-295	-165	238	3632	-905	412	14866
2025年4月	11599	884	-130	-2	-77	-2794	2340	391	9729
2025年5月	22899	5923	134	-166	173	-1164	1496	152	14585
2025年6月	42251	23600	325	-400	816	-1900	2422	203	13508
2025年7月	11307	-4296	-87	-177	149	-1638	2748	505	12482
2025年8月	25668	6253	-91	-165	350	1973	1338	456	13672
2025年9月	35338	16080	-129	282	62	3235	105	500	11886
2024年9月	37635	19742	-480	392	6	1312	-1926	128	15357

9月M2同比增长8.4%，较上月减少0.4%。M1同比增速7.2%，前值6%。M1增速环比增加较多，去年同期整顿存款手工补息影响下基数较低，另外，财政支出力度加大，居民和企业存款均同比多增，季末理财回表也有所影响。M2增速在高基数下有所回落。M1与M2剪刀差较上月缩小。社融增速较上月回落0.1%，政府债融资及新增信贷对社融的支撑有所减弱。

图表 32 M2 及 M1 同比增速 (%)



图表 33 M2 及社融同比增速 (%)



(三) 下阶段流动性展望：四季度债券供给压力减轻，资金面均衡偏宽

10 月以来，资金面保持偏宽，资金利率较上季末下行，DR007 多在政策利率之上 5bp 以内区间运行。央行公开市场操作月初回笼季末投放资金，放量续作买断式逆回购，体现呵护态度。人行融出多保持在 4 万亿之上，质押式回购成交量升至高位。债券发行方面，考虑到近期公布的 5000 亿地方债结存限额的使用，四季度政府债净融资较前期依然偏低，四季度前半段供需矛盾相对更大，但在货币政策协同发力下，资金面扰动或有限。

货币政策方面，央行三季度例会通稿中强调落实落细适度宽松的货币政策，抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应。最新经济数据虽然改善有限，四季度完成全年经济目标压力较小，降准降息等增量政策空间或有限，央行可能更倾向于使用买断式回购等公开市场操作降低银行负债端成本，结构性货币政策更多发力以稳增长、稳外贸。整体看，内需疲弱，贸易摩擦政策反复，货币政策

有协同发力需求，流动性扰动可控，资金面预计均衡偏宽。

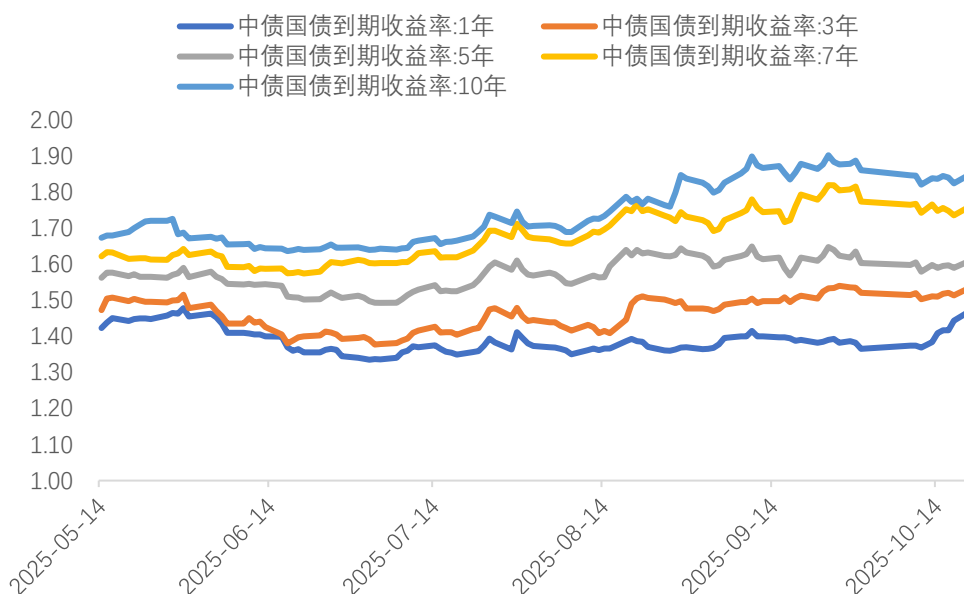
三、利率债策略：多空因素交织，利率区间震荡

（一）利率债走势回顾

1、收益率先上后下

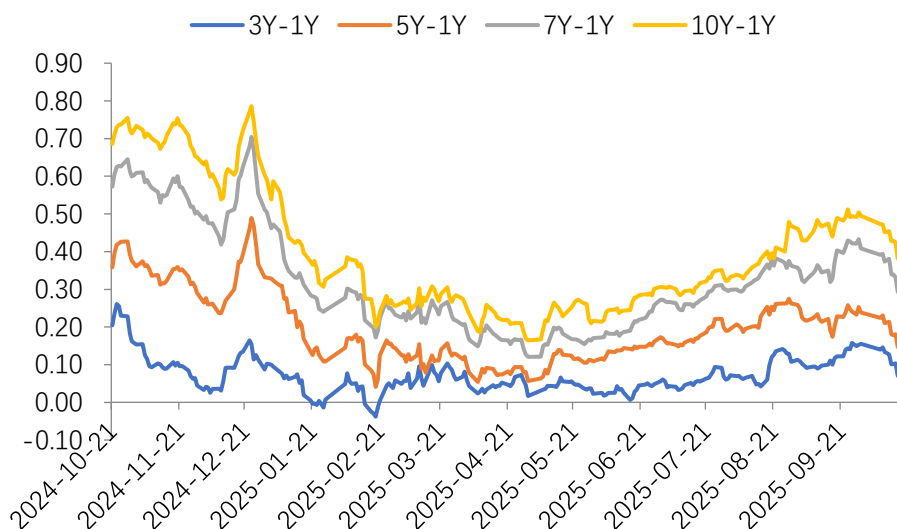
9 月份受机构行为、股市跷跷板效应等因素影响，债券收益率整体上行。10 月以来随着机构卖出行为放缓，债券收益率有所回落，但随着中美贸易摩擦反复，债券收益率进入震荡走势。10Y 国债在 1.85%左右，10Y 国开上行至 2.01%左右。

图表 34 国债收益率走势（%）



从曲线形态来看，9 月以来长端上行幅度较大，收益率曲线陡峭化。但 10 月以来长端回落，期限利差再度缩窄，曲线平坦化。

图表 35 国债期限利差走势 (%)



目前利率债收益率所处的分位数小幅上升。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 7.6%、7.7%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 11.9%、9.4%、6.6%、7.3%、7.6%。国开债关键期限所处的分位数分别为 8.8%、9.3%、8.0%、8.0%、7.7%。

图表 36 国债关键期限分位数

2025/10/20	期限(国债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	30 年
当前水平	1.47	1.54	1.61	1.76	1.85	2.22
历史均值	2.35	2.63	2.79	2.96	2.99	3.47
当前-均值	-0.87	-1.10	-1.18	-1.20	-1.14	-1.26
分位数(十年期)	11.9%	9.4%	6.6%	7.3%	7.6%	8.4%

图表 37 国开债关键期限分位数

2025/10/20	期限(国开债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	20 年
当前水平	1.63	1.79	1.80	1.96	2.01	2.30
历史均值	2.65	3.00	3.17	3.37	3.36	3.74
当前-均值	-1.02	-1.21	-1.37	-1.41	-1.35	-1.44
分位数(十年期)	8.8%	9.3%	8.0%	8.0%	7.7%	9.0%

从期限利差来看，国债期限利差分位数处于 10%左右，7 年、10 年期较陡；国开债期限利差分位数处于 15%左右，7 年、10 年期较陡。

图表 38 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.06	0.14	0.29	0.38
历史均值	0.29	0.45	0.61	0.64
当前-均值	-0.22	-0.31	-0.32	-0.26
历史分位数（十年期）	7.20%	4.30%	8.60%	11.00%

图表 39 国开债期限利差

国开期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.16	0.17	0.33	0.38
历史均值	0.35	0.52	0.72	0.71
当前-均值	-0.19	-0.35	-0.39	-0.32
历史分位数（十年期）	17.90%	11.00%	13.50%	16.60%

2、隐含税率整体上行

9月以来，由于增值税新政及机构卖出等因素影响，政金债上行幅度略大于国债，隐含税率整体上行。目前各关键期限的隐含税率分别为9.8%、14.4%、10.4%、10.1%、8.1%，所处的历史分位数分别为38.5%、51.2%、30.1%、29.7%、23.1%，1Y、3Y隐含税率相对较高。

图表 40 国开债隐含税率分位数

2025/10/20	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	9.8%	14.4%	10.4%	10.1%	8.1%
历史均值	0.13	0.14	0.13	0.13	0.12
当前-均值	-0.03	0.00	-0.03	-0.03	-0.04
分位数（十年期）	38.5%	51.2%	30.1%	29.7%	23.1%

（二）利率债影响因素分析

9月以来，带动收益率上行的主要因素有季末机构卖出较多、增值税新政下利率整体上行、股债跷跷板效应下资金分流、基金费率新规征求意见稿等，10月以来机构卖出行为有所缓解，收益率小幅回落，但部分干扰因素仍然存在，债券

收益率维持震荡走势。

1、经济基本面：内需持续下行，但债市对基本面利空更为敏感

9 月经济呈现供给韧性、需求继续回落的状态。其中需求端投资增速由正转负，地产、基建、制造业均下行；消费增速在补贴退坡后也持续下降。供给端保持较强韧性，上中游在价格回升下补库动机提高。对于债券市场，数据整体偏利好，但市场对此反应平淡。总体而言，在前三季度 GDP 增速 5.2% 的基础上，年内稳增长压力不大，短期内新政策继续加码的概率较低。同时 10 月底十五五规划、11 月 APEC 会谈等均可能对市场预期形成提振，债券市场目前对基本面的利空更为敏感。

2、通胀：回升速度较慢，对债市影响较小

9 月 CPI 同比增速为-0.3%，较前值提高 0.1 个百分点，环比上涨 0.1%，涨幅略低于近十年同期平均 0.14% 的水平。CPI 同比增速回升，环比增速上行，主要受黄金价格的拉动。核心 CPI 同比增速为 1%，较前值提高 0.1 个百分点；环比上涨 0%，增速与前值持平。9 月核心 CPI 同比增速继续上行，一方面是基数较低影响，另一方面黄金价格上涨也有所拉动。向后看，基数逐步抬升，但黄金价格涨势延续，预计核心 CPI 继续上行。

PPI 方面，9 月 PPI 环比持平，增速与上月持平；同比增长-2.3%，较前值提高 0.6 个百分点。PPI 同比增速继续回升，主要受反内卷政策下部分行业市场竞争秩序持续优化的影响。

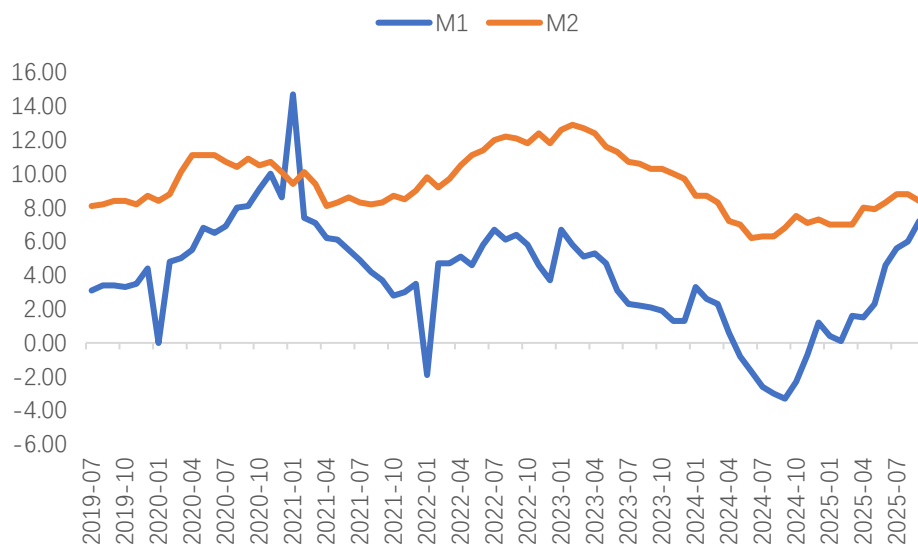
总体来看，通胀逐步从低位回升，尤其 PPI 的回升较为明显，但当前终端需求整体较弱，CPI 回升速度较慢，通胀对债市的影响整体较小。后续关注随着反内卷的持续进行，PPI 何时由负转正，或将对债市形成较大利空。

3、广义流动性：社融及贷款同比少增，M1 继续上行

9 月社融新增 3.53 万亿，同比少增 2297 亿，增速从 8.8% 下降至 8.7%。从

细项来看，贷款和地方债是支撑社融的主要分项。贷款当月新增 1.29 万亿，同比少增 3000 亿。从贷款新增结构来看，居民贷款新增 3890 亿，中长期贷款和短期贷款分别新增 2500 亿、1421 亿，居民贷款新增由负转正，但同比仍然少增 1110 亿，显示居民融资需求一般。企业贷款新增 1.22 万亿，其中短期贷款新增 7100 亿，中长期贷款新增 9100 亿。总体而言，9 月社融及贷款新增均回升，但较去年同期仍然为少增，显示实体经济融资需求一般。从存款端来看，M1 增速继续回升，M2 增速有所回落，M1、M2 剪刀差继续收窄。

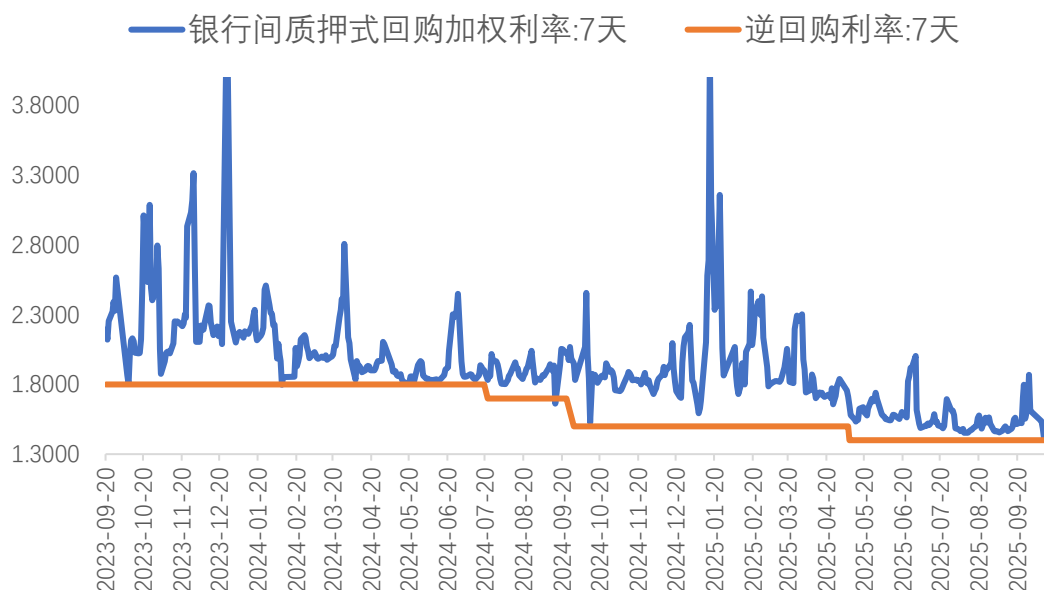
图表 41 M1、M2 增速 (%)



4、狭义流动性：资金利率中枢稳定

9 月以来，资金面整体较为宽松，资金利率中枢稳定。具体来看，银行间质押式回购利率（7D）维持在 1.45% 附近，较同期限政策利率（1.4%）高约 5BP。1Y 同业存单发行利率小幅上行至 1.66% 附近，资金利率曲线陡峭化。

图表 42 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



图表 43 1Y AAA 同业存单利率 (%)



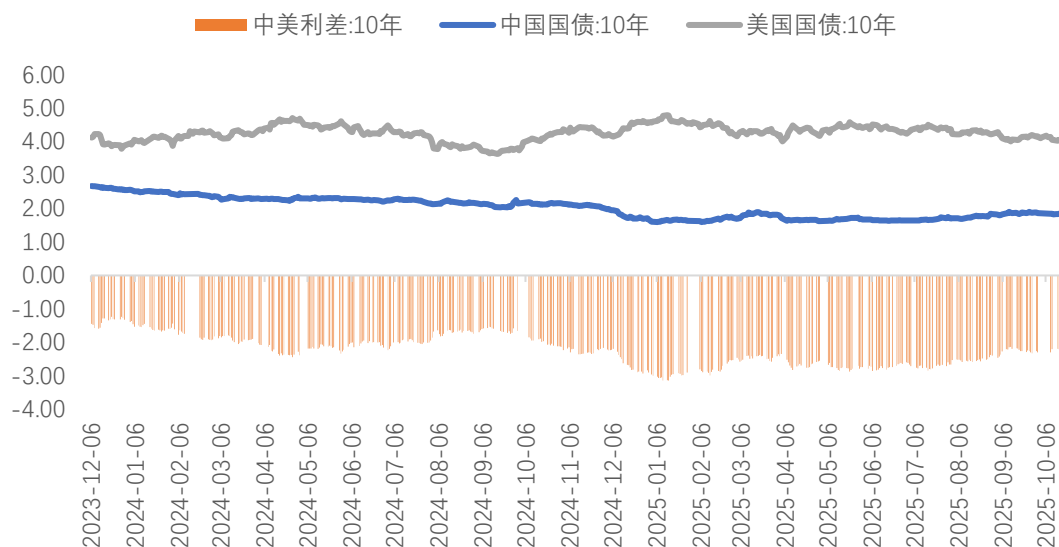
从市场质押式回购成交情况来看，9 月底受利率上行调整影响，回购成交量有所下降，显示杠杆率下降。但 10 月以来利率再度回落，叠加短端资金利率下行，回购成交量再度上升。

5、中美利差：倒挂幅度收窄

9 月以来，美国国债收益率整体下行至 4.05% 附近，中国国债收益率小幅上行，中美利差倒挂幅度小幅缩窄至 220BP 左右。

尽管中美利差倒挂幅度收窄，但人民币兑美元汇率较为稳定，保持在 7.12 附近。从汇率角度来看，随着美联储降息，中美利差倒挂幅度逐步收窄，汇率贬值压力逐步减轻，对货币政策不形成制约。

图表 44 中美利差走势（10Y，%）



图表 45 美元兑人民币即期汇率



6、股债比价：继续回落，债券配置价值上升

9 月底至 10 月，股票市场受中美贸易摩擦影响有所回落，但整体仍然保持较强的上涨动力，对债市的压制也继续。

从股债比价来看，随着股票市场的上涨，9 月以来股债比价持续下跌，从 8

月的 2.7 附近下降至 2.4 附近，处于近十年历史分位数 66.6%。与 8 月相比，随着股票市场的上涨以及债券收益率的上行，债券市场的配置价值逐步上升。

图表 46 股债市场走势



图表 47 股债比价走势



7、债券供需：供给压力整体下降

从国债和地方债发行进度来看，截止 10 月 16 日，国债新增规模占全年新增规模的 87%，地方债基本发行完毕。国债和地方债合计新增在全年新增中占比达到 99%。向后看，四季度国债和地方债供给压力大幅下降，但随着 5000 亿新型政策性金融工具的发行，预计政金债的供给规模略有上升。

图表 48 国债、地方债发行进度

债券类型	全年新增额度 (赤字 5.66 万亿、 1.8 万亿特别国债)	累计净增规模	剩余新增规模	发行进度
国债	64500	56003	8497	87%
地方债	54100	61219	-7119	113%
合计	118600	117222	1378	99%

注：地方债 10 月中旬至年底还有 5460 亿到期

(三) 利率债策略：多空因素交织，利率区间震荡

10月以来，前期对债市形成压制的几大干扰因素有所缓和，债券收益率略有下行，但下行幅度有限。从经济基本面来看，出口保持韧性，内需持续下行，但前三季度GDP增速较好使得四季度稳增长压力不大，短期内增量政策出台的概率有限。债券市场对基本面利多反应平淡，同时后续十五五规划等或提振市场预期，形成利空。此外，债市的几项干扰因素仍然存在：一是股市上涨情绪仍然较为浓厚，对债市形成资金分流。二是公募基金费率新规即将落地，也对市场形成一定冲击。但资金利率仍然较为稳定，利率大幅上行的空间有限。预计债券收益率整体维持区间震荡走势，交易盘可在利率下行时择机平仓，配置盘可逢高介入，品种上利率曲线趋陡，中长端更优配置价值。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。