

债海观潮，大势研判

基本面改善仍需验证，债市存在阶段性机会

投资策略 · 固定收益

2025年第十一期

证券分析师：赵婧

0755-22940745

zhaojing@guosen.com.cn

S0980513080004

证券分析师：季家辉

021-61761056

jijiahui@guosen.com.cn

S0980522010002

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

- **行情回顾：**9月全部债券品种收益率上行；利率债方面，10年国开债为利率上行幅度最高的品种；信用债方面，长期限品种信用利差上升幅度最为显著；违约方面，9月违约金额略有下降；
- **海外基本面：**美国经济景气回落，就业表现疲软；美国CPI通胀继续回升，通胀预期略有上升；欧洲日本经济景气继续扩张；
- **国内基本面：**基于生产法测算的月度GDP同比增速在8月份约为3.8%，较7月继续回落0.5个百分点，明显低于全年经济增速目标值。其中建筑业拖累约0.3个百分点，工业拖累0.1个百分点，服务业拖累0.1个百分点。需求方面，8月国内固定资产投资当月同比为-6.3%，较7月继续大幅下滑1.1个百分点。当月国内固定资产投资环比增速显著低于近年同期均值，与“反内卷”政策、出口高峰临近尾声、地方基建强度下降等因素有关。高频跟踪来看，9月国信高频宏观扩散指数B先回落再上升，平均表现基本持平历史平均水平，指向国内经济增长动能运行稳健；
- **货币政策：**9月公开市场继续净回笼；
- **热点追踪：**如果将物价数据作为影响货币政策或市场利率波动的重要变量，则需要更加关注需求属性更强的非食品价格变化趋势（或核心CPI）；
- **大势研判：**市场提前定价再通胀和经济复苏带动本轮债市下跌；前瞻来看，基本面改善仍需验证，债市存在阶段性机会；

- 2025年9月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
 - ✓ 海外基本面：美国就业疲软，欧日经济景气扩张
 - ✓ 国内基本面：8月经济增速继续大幅下滑
 - ✓ 国信高频跟踪与预测：9月国内经济增长动能先降后升
- 货币政策回顾与展望
 - ✓ 9月公开市场整体净回笼
- 热点追踪
 - ✓ 拆解长期利率及探讨CPI的内部结构分化
- 大势研判
 - ✓ 债市仍存在阶段性机会

● 2025年9月债券行情回顾

● 海内外基本面回顾与展望

- ✓ 海外基本面：美国就业疲软，欧日经济景气扩张
- ✓ 国内基本面：8月经济增速继续大幅下滑
- ✓ 国信高频跟踪与预测：9月国内经济增长动能先降后升

● 货币政策回顾与展望

- ✓ 9月公开市场整体净回笼

● 热点追踪

- ✓ 拆解长期利率及探讨CPI的内部结构分化

● 大势研判

- ✓ 债市仍存在阶段性机会

➤ 全部品种收益率上行

- ✓ 收益率方面，1年国债、10年国债、10年国开债、3年AAA、3年AA+、3年AA和3年AA-分别变动+2BP、+5BP、+16BP、+11BP、+11BP、+10BP和+9BP；
- ✓ 信用利差方面，长期限品种信用利差走阔，5年AAA、AA+、AA和AA-信用利差分别变动+16BP、+11BP、+14BP和+14BP；

2025 年 9 月各品种中债估值收益率和信用利差变动（单位：BP）							
		R001（均值）	R007（均值）	1 年	3 年	5 年	10 年
收益率	回购利率	4	2				
	国债			2	6	1	5
	国开债			12	11	6	16
	口行			10	6	5	8
	AAA			13	11	17	
	AA+			12	11	12	
	AA			11	10	15	
	AA-			12	9	15	
信用利差	AAA			11	5	16	
	AA+			10	5	11	
	AA			9	4	14	
	AA-			10	3	14	

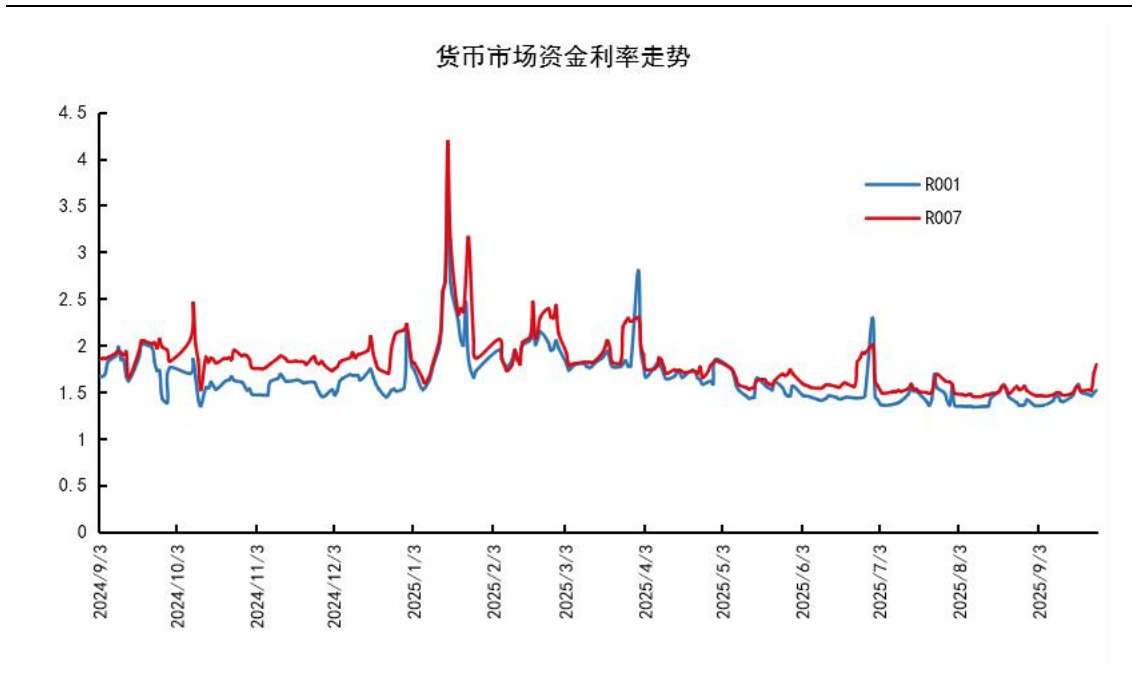
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理；注：数据截至 9 月 25 日

9月资金行情回顾：季末资金略显紧张

➤ 资金紧张结束，货币市场资金利率向上偏离政策利率

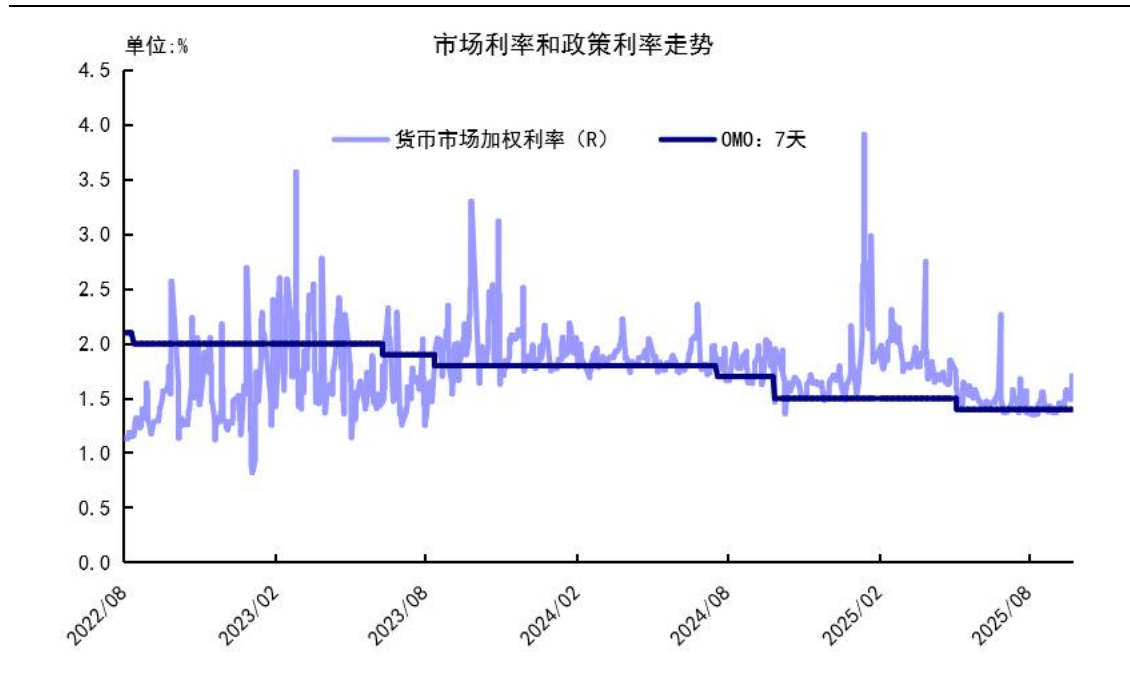
- ✓ 截至9月25日，9月R001均值为1.43%，R007均值为1.53%，均较8月上行3BP；
- ✓ 9月份资金面略有收紧；

图1：货币市场资金利率走势



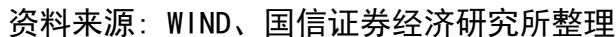
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：市场利率和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券
GUOSEN SECURITIES



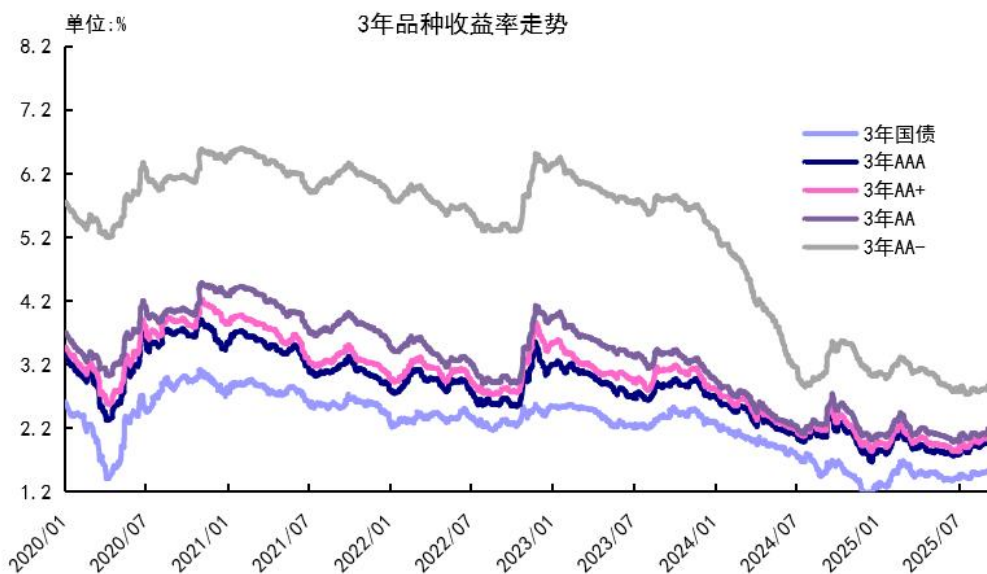
➤ 9月信用债全部品种收益率上行

- ✓ 截至9月25日，所有信用债品种收益率均不同程度上行，其中5年期AAA信用债收益率上行17BP，5年期AA和5年期AA-信用债收益率上行15BP，为变化幅度靠前的三类品种；

➤ 9月全部品种信用利差走阔

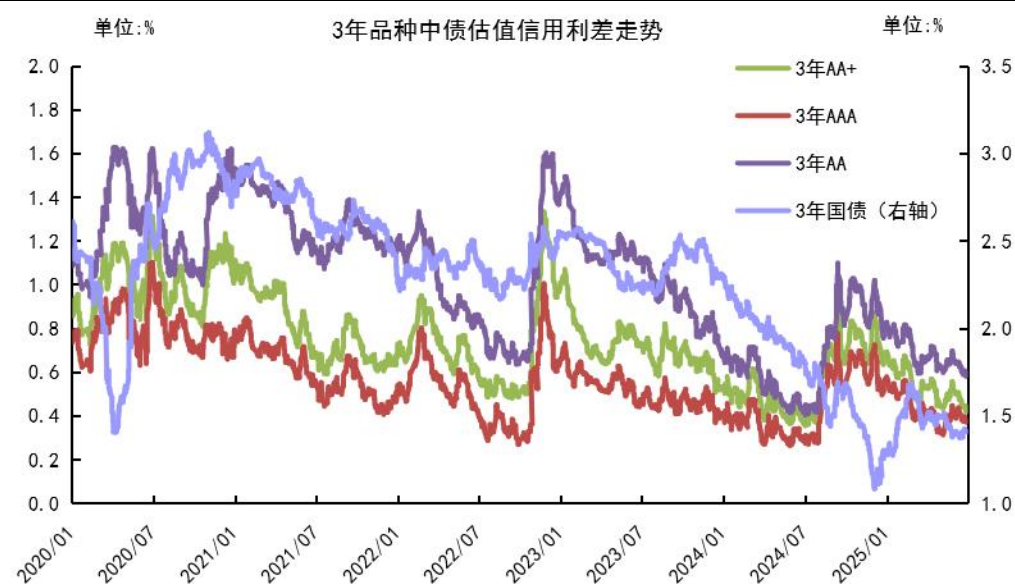
- ✓ 截至9月25日，所有信用债品种利差走阔，其中5年期AAA信用债收益率上行16BP，为变化幅度最大的品种；

图3：3年期品种收益率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：3年期品种中债估值信用利差走势



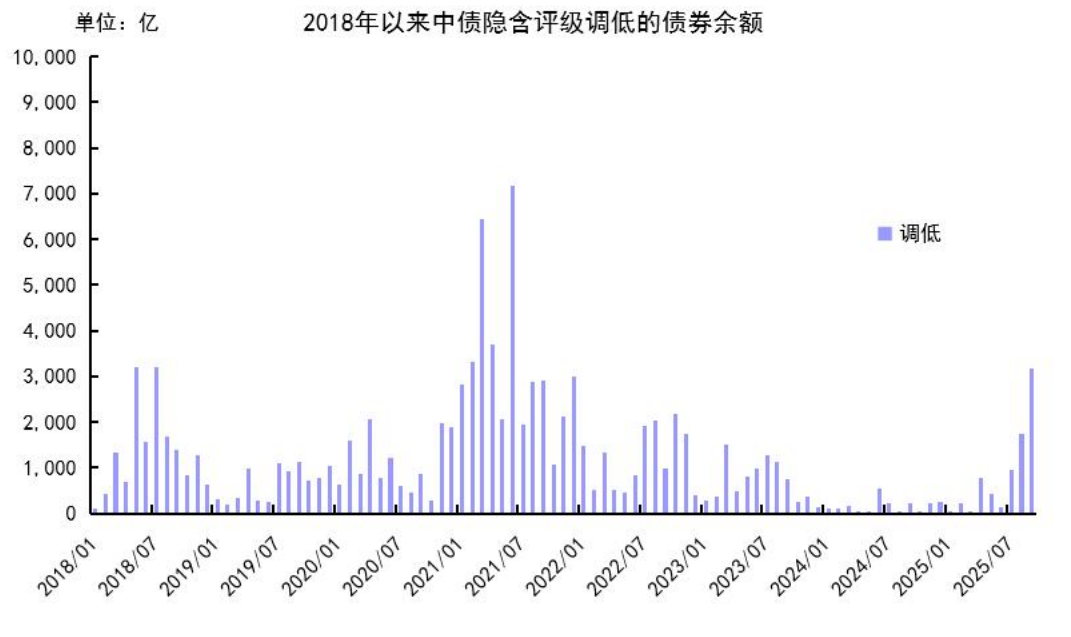
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

评级迁移：9月中债市场隐含评级下调规模大幅上升

➤ 具体到单只信用债的资本利得上，其所属的中债市场隐含评级下调也是重要风险点

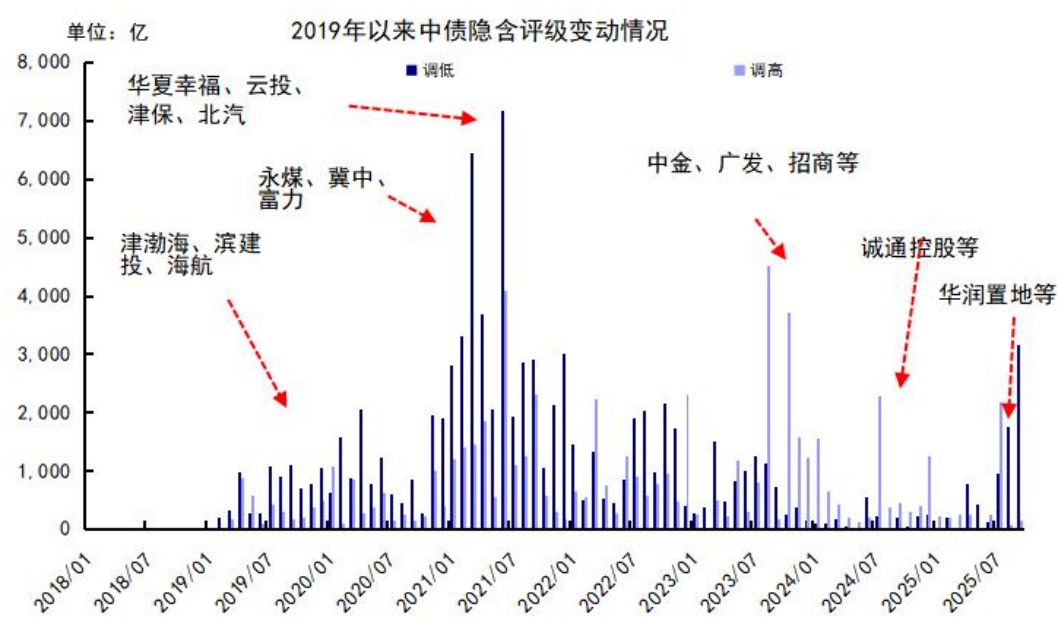
- ✓ 9月中债市场隐含评级下调债券金额3,160亿，上调债券金额161亿；
- ✓ 9月下调主体共21个，主要包括：张江高科、华润置地、中交房产、珠海格力、陆家嘴集团、保利置业；其中普陀城投、石柱国资、市中控股为城投品种；
- ✓ 9月上调主体共9个，包括三峡文旅、高密城建、华容实业、仁怀水务等，多数为城投品种；

图5：2018年以来中债隐含评级调低的债券金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2019年以来中债隐含评级变动情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

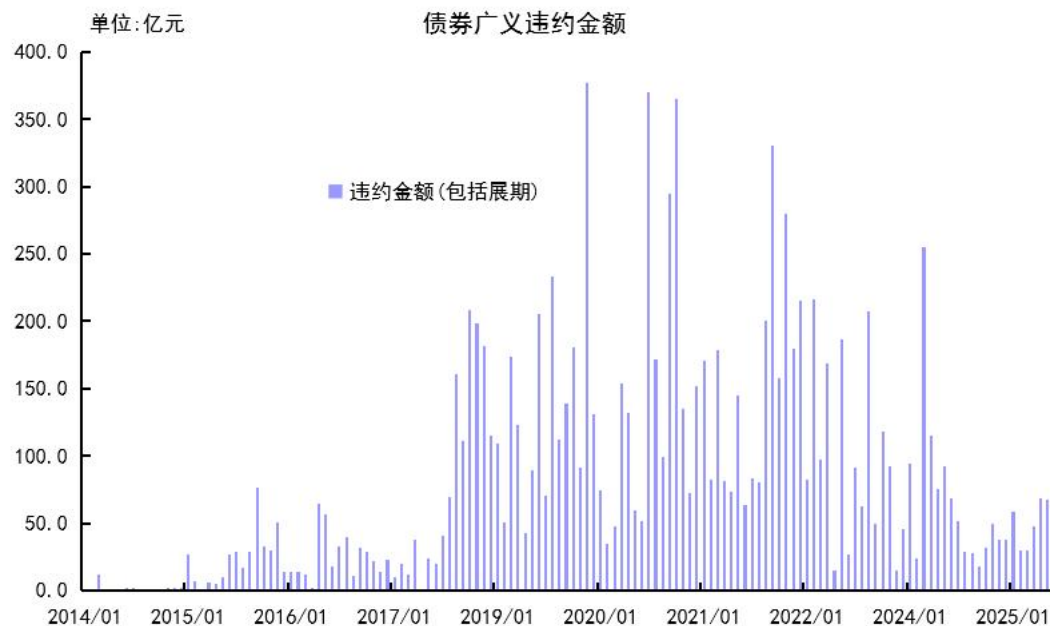
➤ 9月违约金额下降

✓ 9月违约金额（包括展期）67.9亿元，较上月小幅下降0.6亿元；

➤ 9月渤海租赁、宝龙实业还本付息

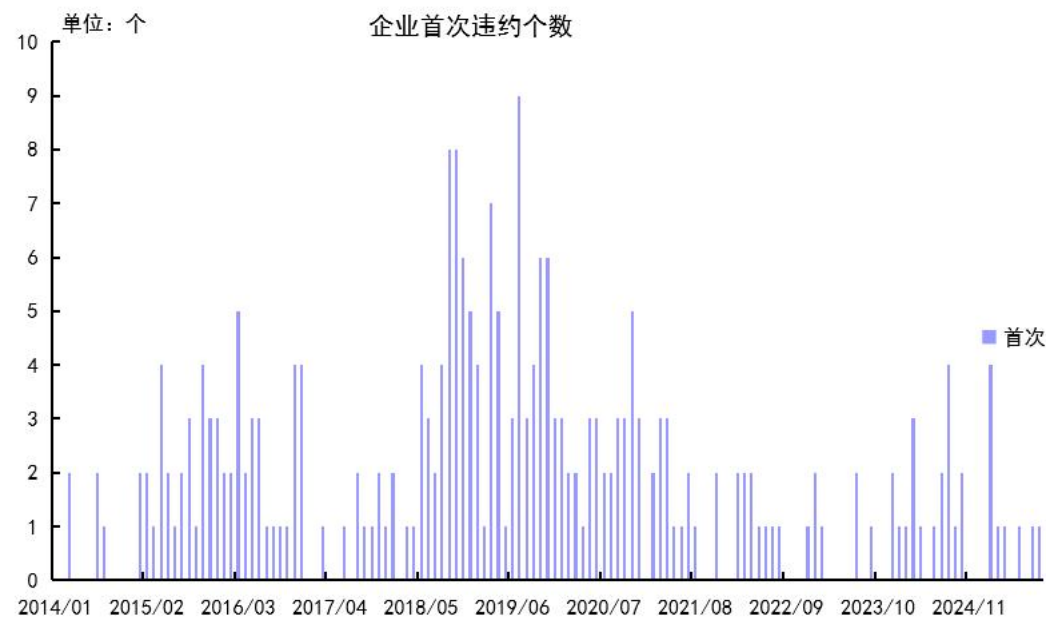
✓ 2015年以来共兑付1,305亿，兑付率为11.5%；

图7：债券广义违约金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：企业首次违约个数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

● 2025年9月债券行情回顾

● 海内外基本面回顾与展望

- ✓ 海外基本面：美国就业疲软，欧日经济景气扩张
- ✓ 国内基本面：8月经济增速继续大幅下滑
- ✓ 国信高频跟踪与预测：9月国内经济增长动能先降后升

● 货币政策回顾与展望

- ✓ 9月公开市场整体净回笼

● 热点追踪

- ✓ 拆解长期利率及探讨CPI的内部结构分化

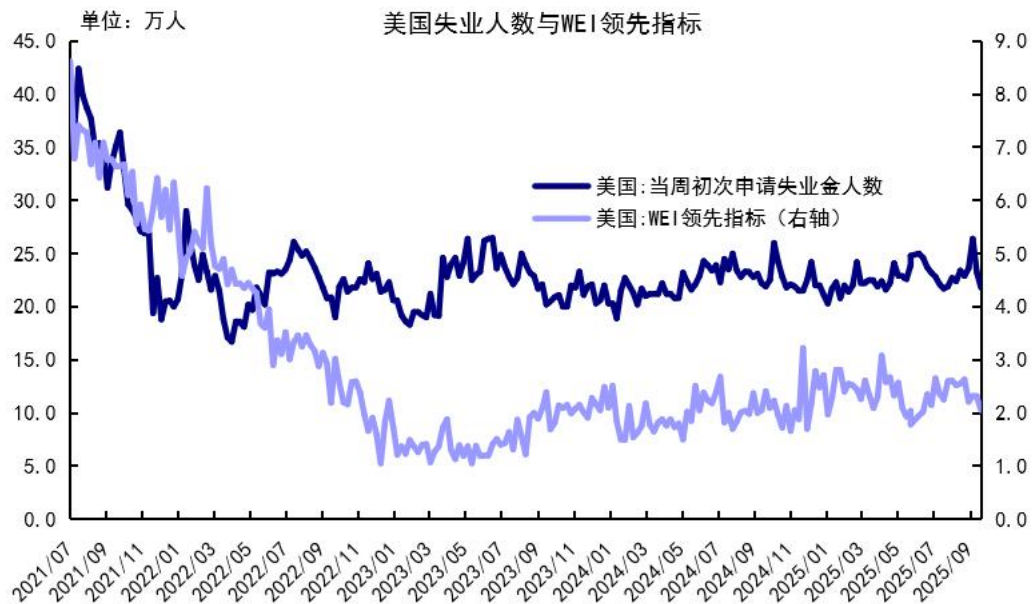
● 大势研判

- ✓ 债市仍存在阶段性机会

➤ 美国经济景气回落，就业表现疲软

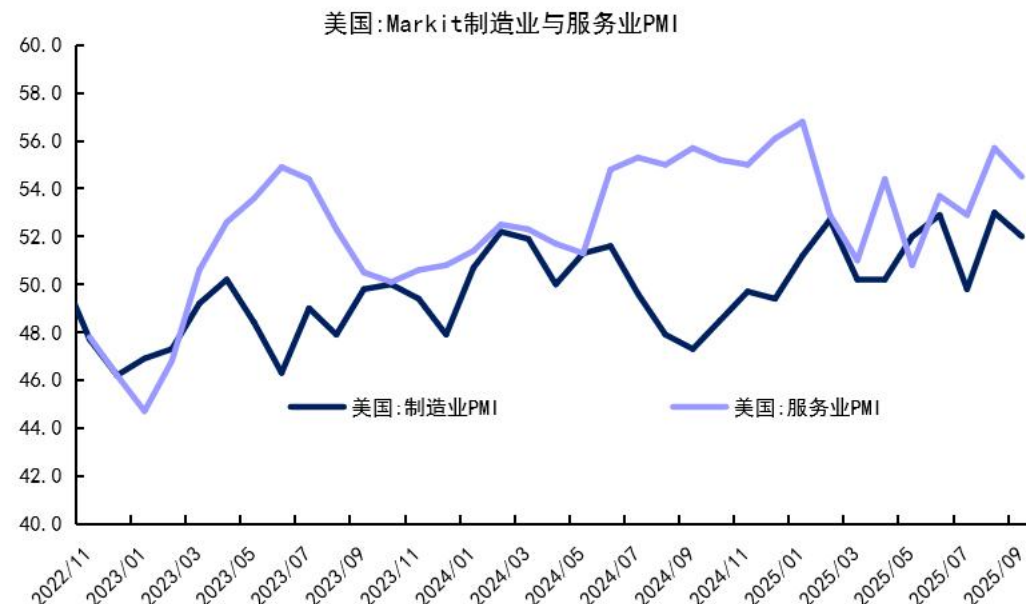
- ✓ 9月美国Markit制造业和服务业PMI分别录得52.0和53.9，前值为53.0和54.5，制造业和服务业景气略有回落；
- ✓ 8月美国新增非农就业人数录得2.2万人，失业率录得4.3%，新增就业进一步下滑，失业率继续上升；

图9：美国失业人数与WEI领先指标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：美国制造业与服务业PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 美国CPI通胀继续回升，通胀预期略有上升

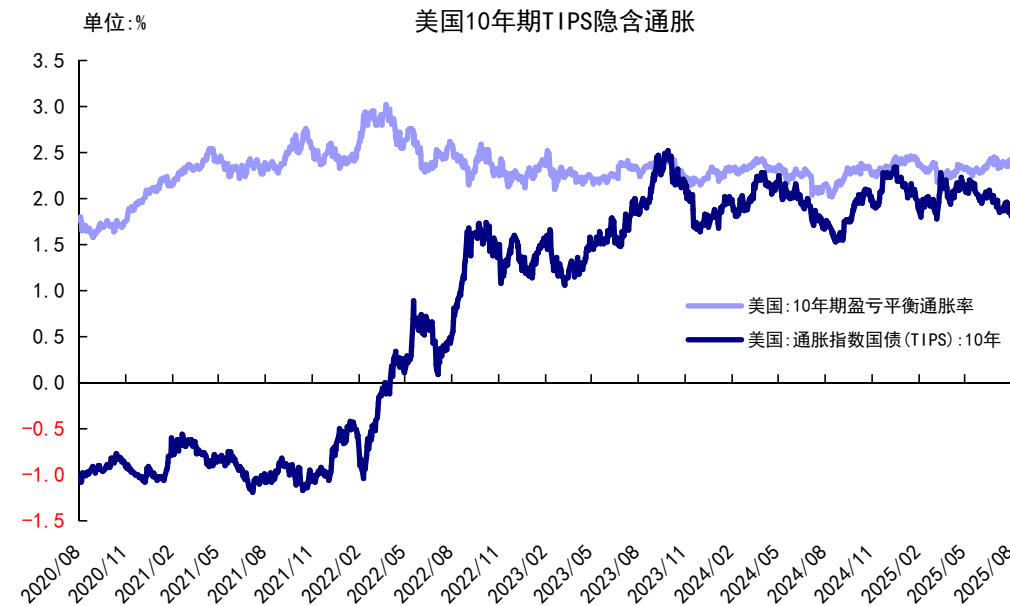
- ✓ 8月美国CPI同比上涨2.9%，较上月上升0.2个百分点；核心CPI同比上涨3.1%，较上月上升0.1个百分点；
- ✓ 8月以来，美国10年期通胀预期略有回升，现已接近2.4%；

图11：美国通货膨胀



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：美国10年期TIPS隐含通胀

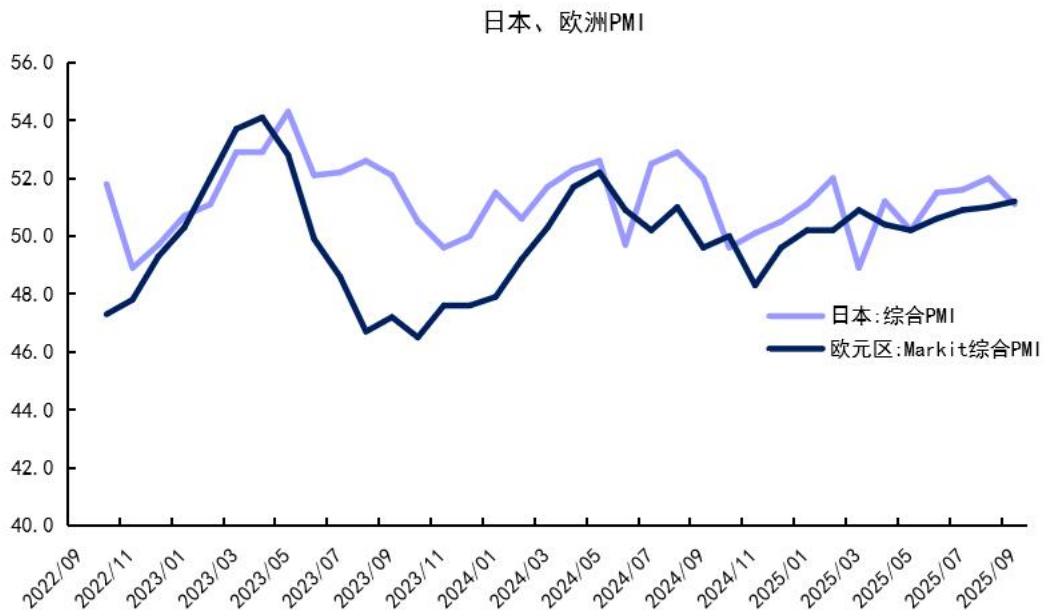


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 欧洲日本经济景气继续扩张

- ✓ 8月欧元区和日本CPI同比分别为2.0%和2.7%，前值分别为2.0%和3.1%；欧洲和日本通胀企稳；
- ✓ 9月欧元区和日本综合PMI录得51.2和51.1，前值为51.0和52.0，欧洲和日本经济景气稳步扩张；

图13：日本、欧洲PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：日本、欧洲CPI同比

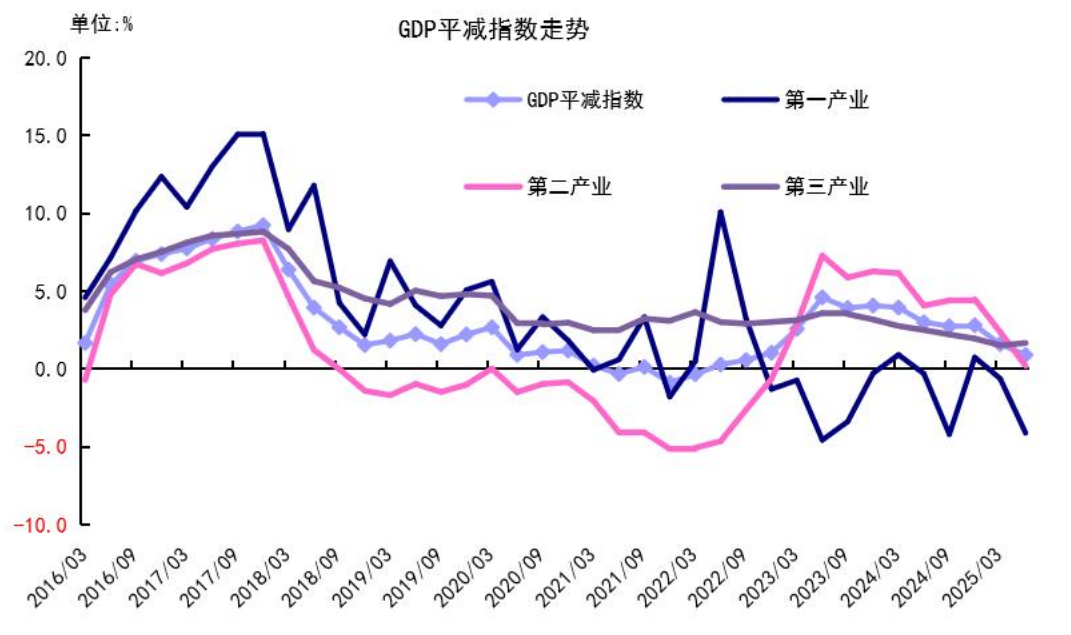


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 二季度GDP平减指数较一季度进一步回落，其中第一产业下滑明显

- ✓ 2025年第二季度GDP平减指数0.9%，回落0.7%；
- ✓ 其中，第一产业-4.1%（-3.5%）、第二产业0.2%（-2.2%），第三产业1.7%（+0.2%）；

图15：GDP平减指数走势



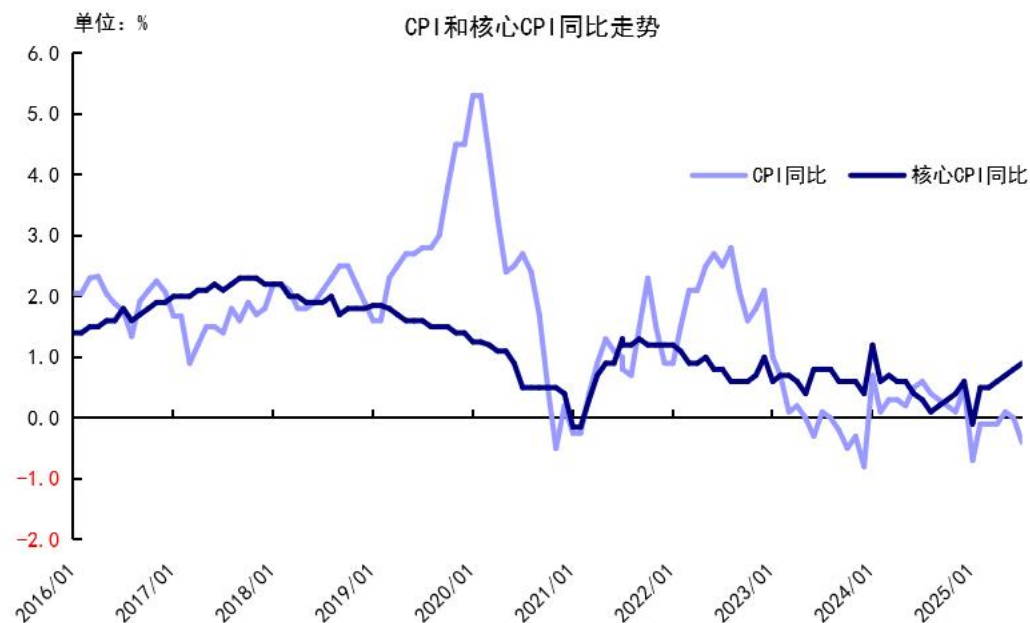
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 8月核心CPI同比继续回升，PPI同比跌幅收窄

✓ 8月CPI同比-0.4%，其中核心CPI同比0.9%，增速温和回升；

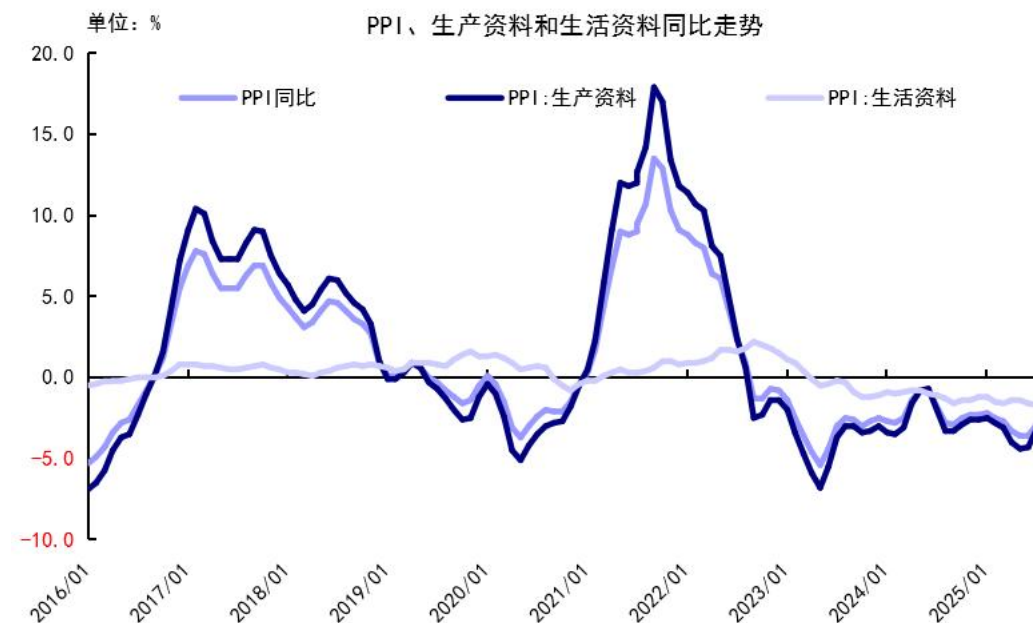
✓ 8月PPI同比-2.9%，较前值回升0.7个百分点；

图16：CPI和核心CPI同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：PPI、生产资料和生活资料同比走势

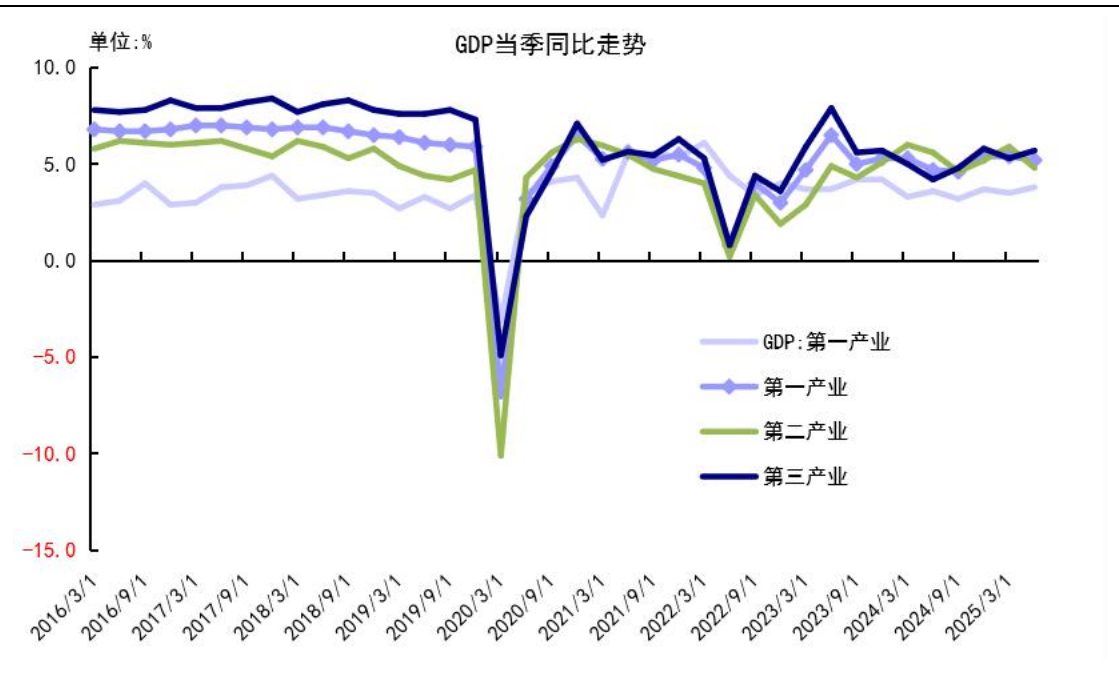


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 二季度GDP同比略微回落，但仍高于5%目标水平

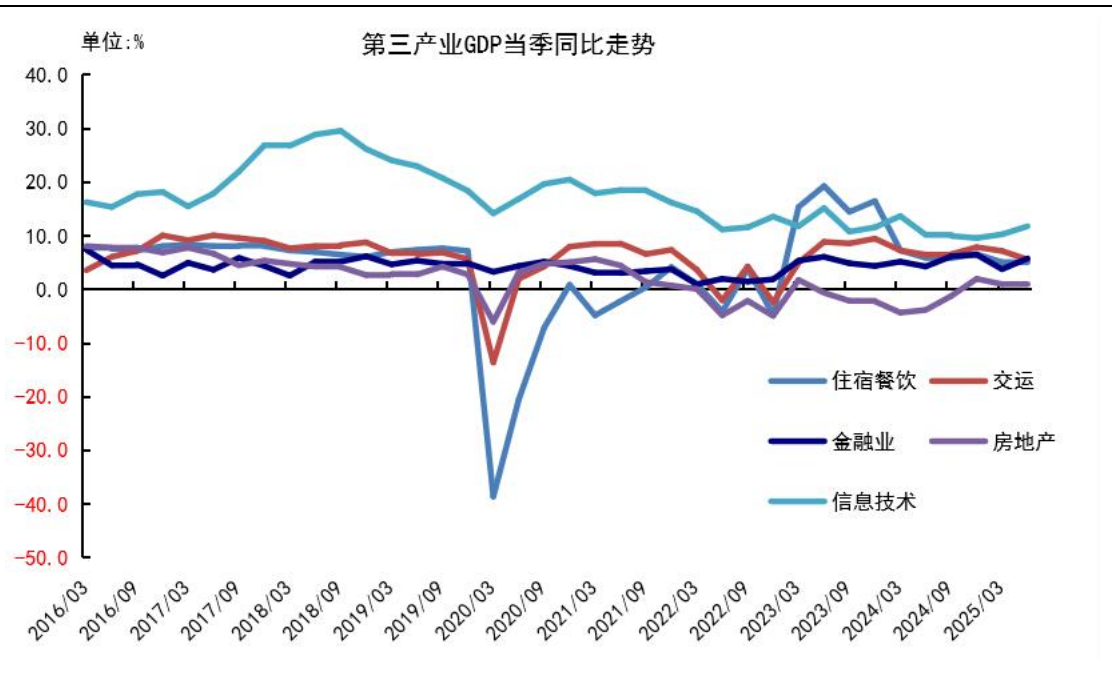
- ✓ 2025年第二季度GDP当季同比5.2%，较一季度回落0.2个百分点；分产业来看，第一产业3.8%（+0.3%），第二产业4.8%（-1.1%），第三产业5.7%（+0.4%）；
- ✓ 细分行业看，二季度同比回升居前的行业有金融业和信息技术；

图18：GDP当季同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：第三产业细分行业GDP当季同比走势

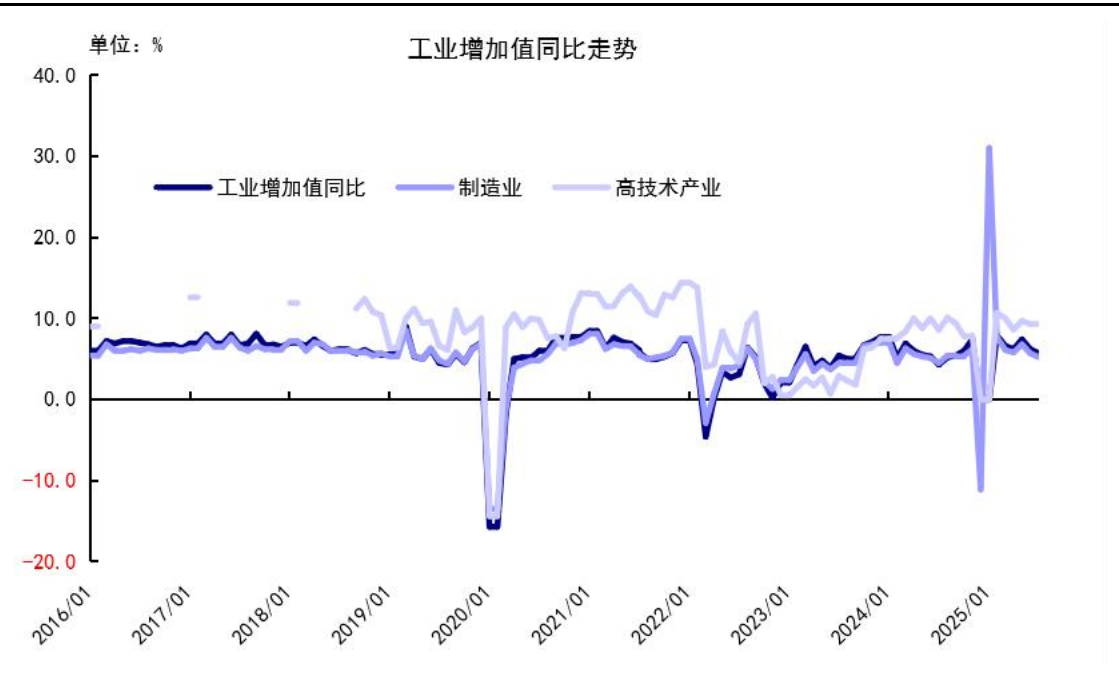


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 8月工业生产增速下降，多行业产出降温

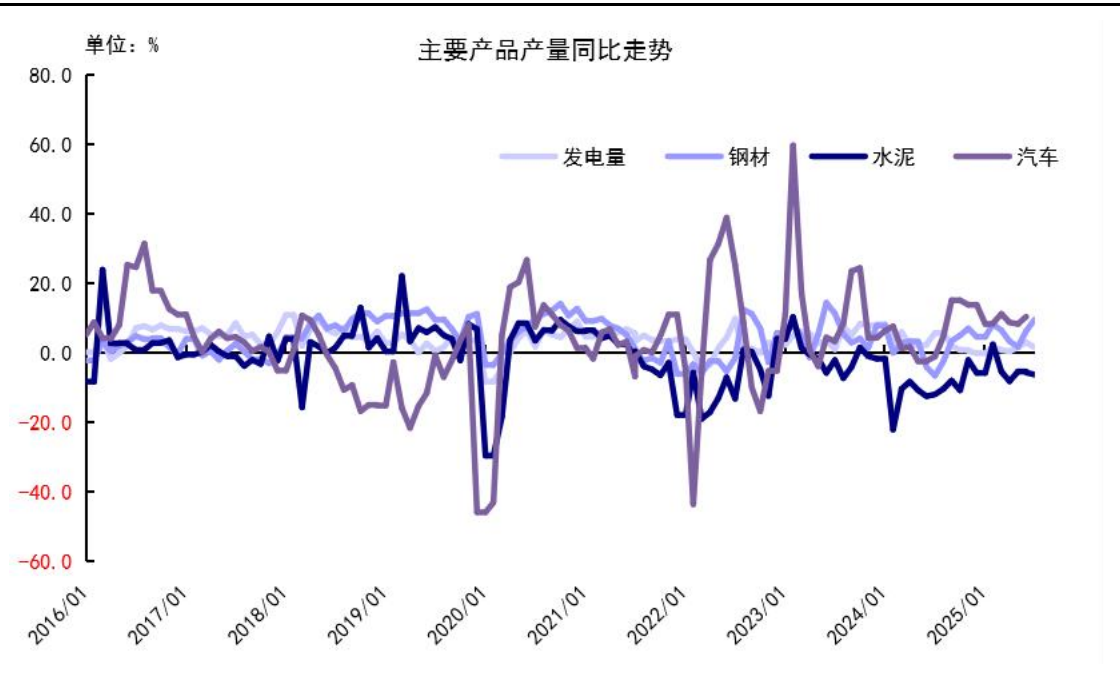
- ✓ 8月工业增加值同比上涨5.2%，较7月回落0.5%；
- ✓ 细分行业中，采矿业5.1%（-0.1%）、制造业5.7%（-0.5%）、公用事业2.4%（-0.9%），高技术产业9.3%（0.0%）；
- ✓ 分产品来看，发电量1.6%（-1.5%），钢材9.7%（+3.3%），水泥-6.2%（-0.6%），汽车10.5%（+2.1%）；

图20：工业增加值同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图21：主要产品产量同比走势



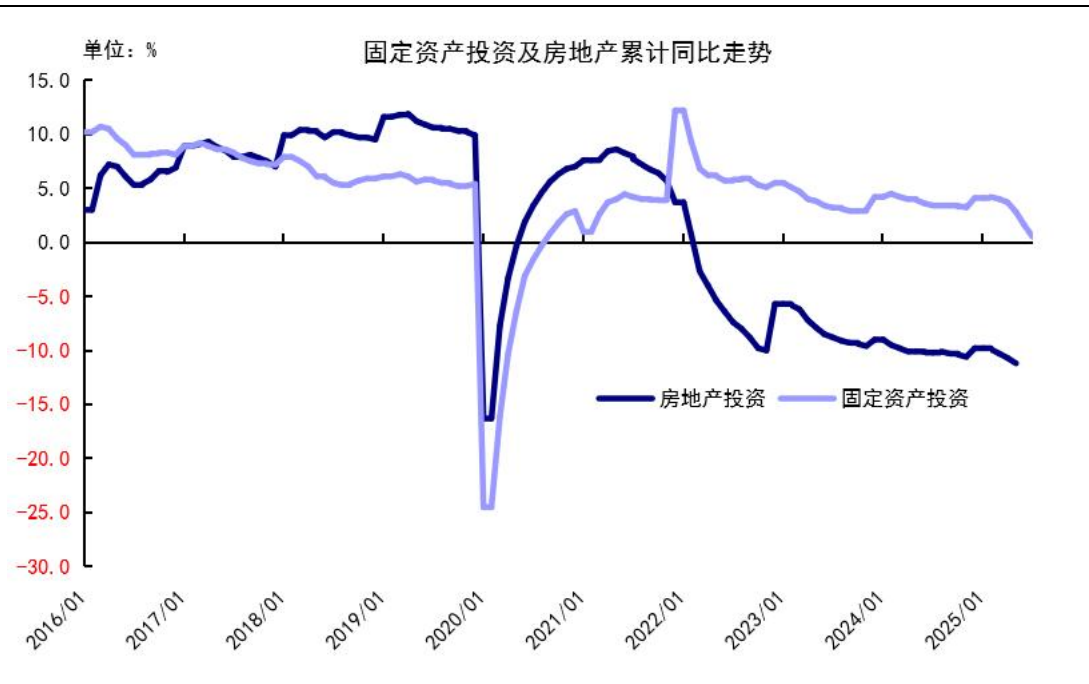
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 8月固定资产投资进一步负增长

✓ 8月固定资产投资同比增长-6.3%，较上月降幅扩大1.1个百分点；

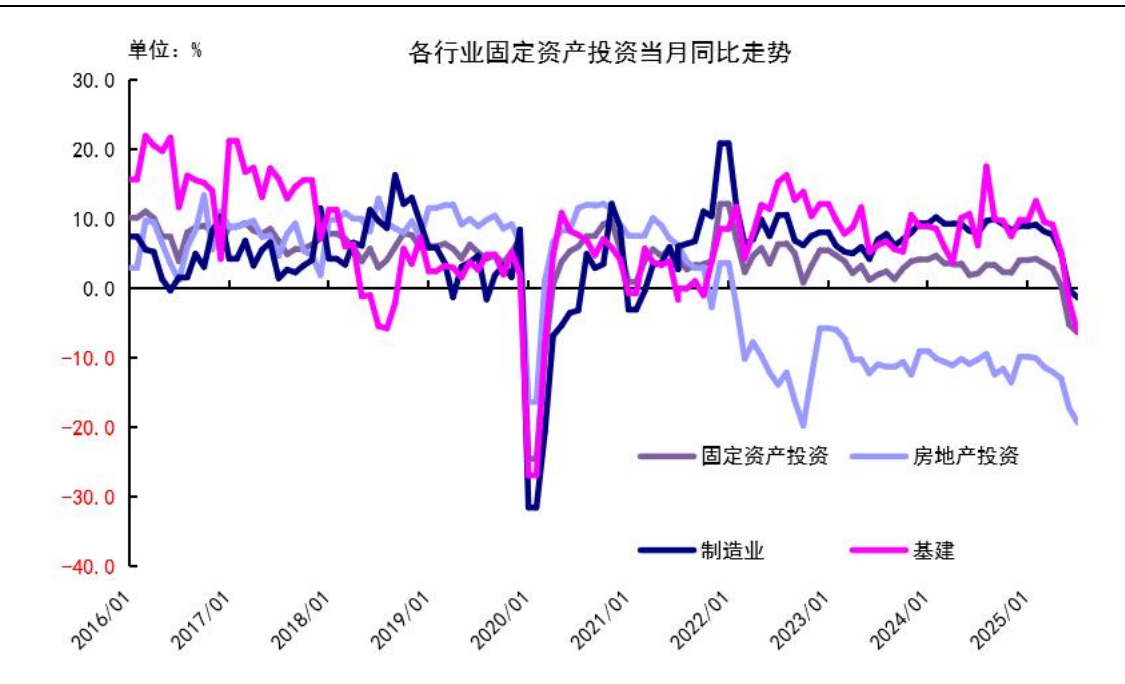
✓ 其中，制造业-1.3%（-1.1%），基建-6.3%（-4.4%），房地产-19.3%（-2.1%）；

图22：固定资产投资及房地产累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：各行业固定资产投资当月同比走势

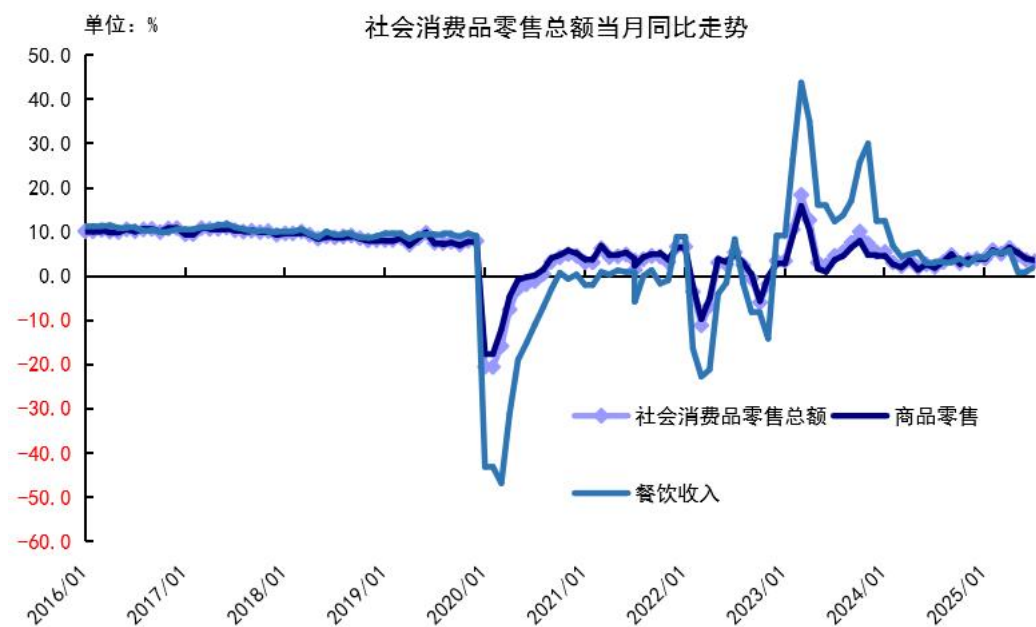


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 8月社会消费品零售总额增速回落

- ✓ 8月社会消费品零售总额增速回落，同比增长3.4%，增速较上月回落0.3个百分点；
- ✓ 按消费类型分，商品零售额3.6%（-0.4%），餐饮2.1%（+1.0%）；
- ✓ 限额以上商品中，汽车销售额+0.8%（+2.3%），石油及制品-8.0%（+0.3%）；

图24：社会消费品零售总额当月同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：汽车类、石油制品类零售额当月同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 8月进出口均有回落

✓ 进口：8月进口同比上升1.7%，较上月回落3.1个百分点；

✓ 出口：8月出口同比增长4.8%，较上月回落3.2个百分点；

图26：中国出口同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：中国进口同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 8月社融稳步增长

- ✓ 8月M2同比增长8.8%，增速持平上月；
- ✓ 8月社融同比增长8.8%，增速较上月回落0.2个百分点，其中政府债同比增长21.1%，稳定支撑社融上升；贷款同比增长6.6%，较上月小幅回落0.2个百分点；

图28：社融及贷款累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图29：货币供应量累计同比走势

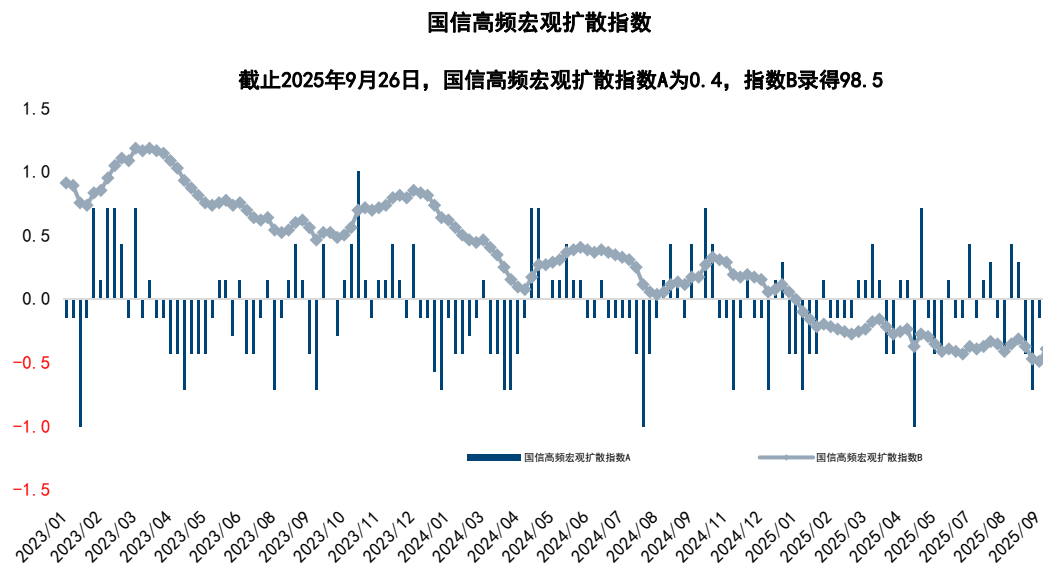


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 9月国内经济增长高频指标平均表现基本持平季节性

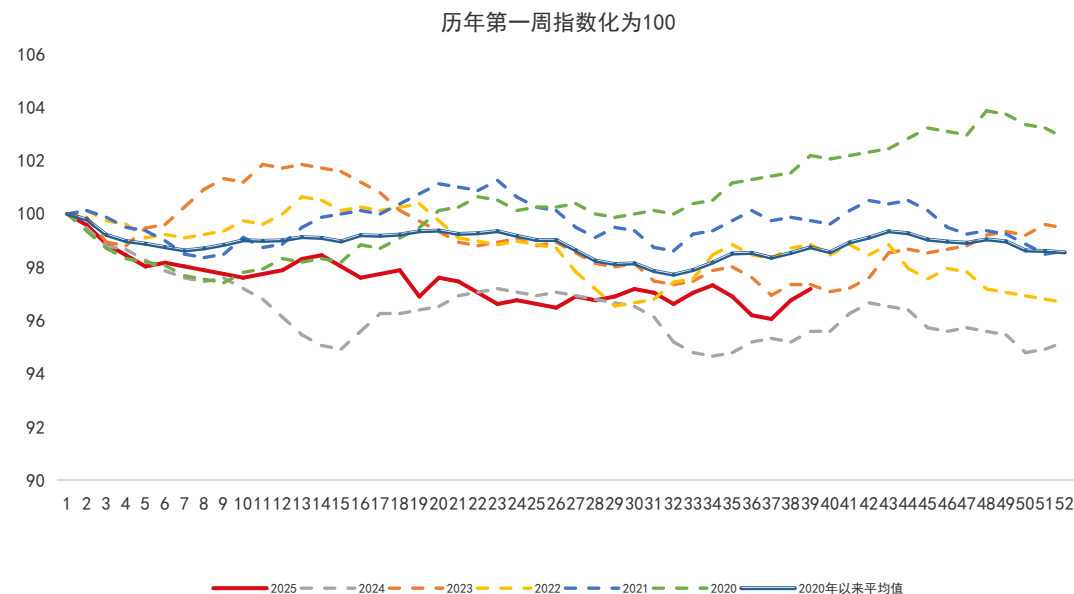
- ✓ 新版国信宏观扩散指数七个分项：全钢胎开工率、焦化企业开工率、螺纹钢产量、PTA 产量、水泥价格、30大中城市商品房成交面积、建材综合指数；
- ✓ 2025年9月国信高频宏观扩散指数B先回落再上升，平均表现基本持平历史平均水平，指向国内经济增长动能运行稳健；

图30：国信高频宏观扩散指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：历年国信高频扩散指数走势（首周指数化为100）

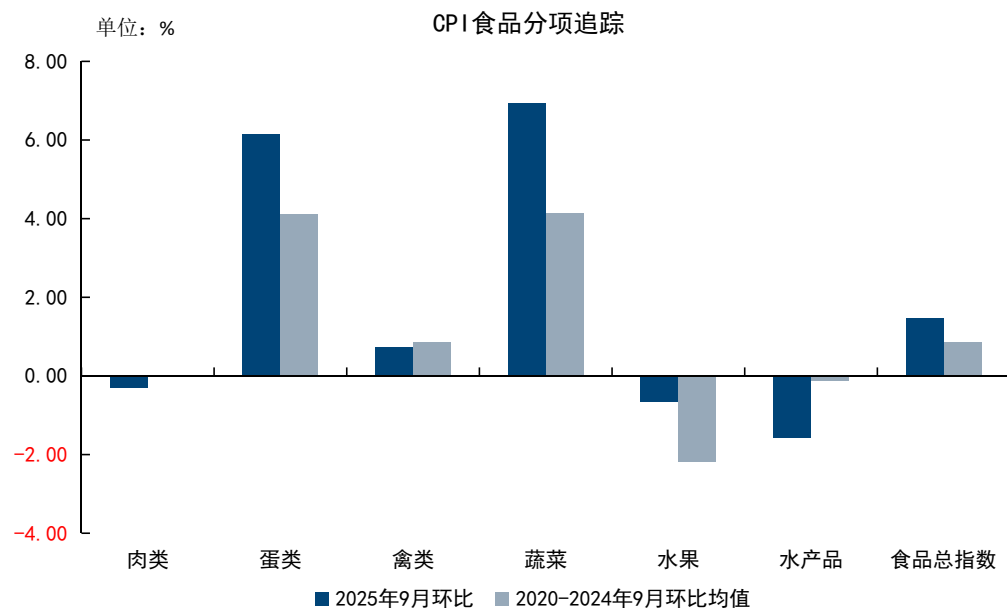


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 9月CPI同比或回升至-0.1%

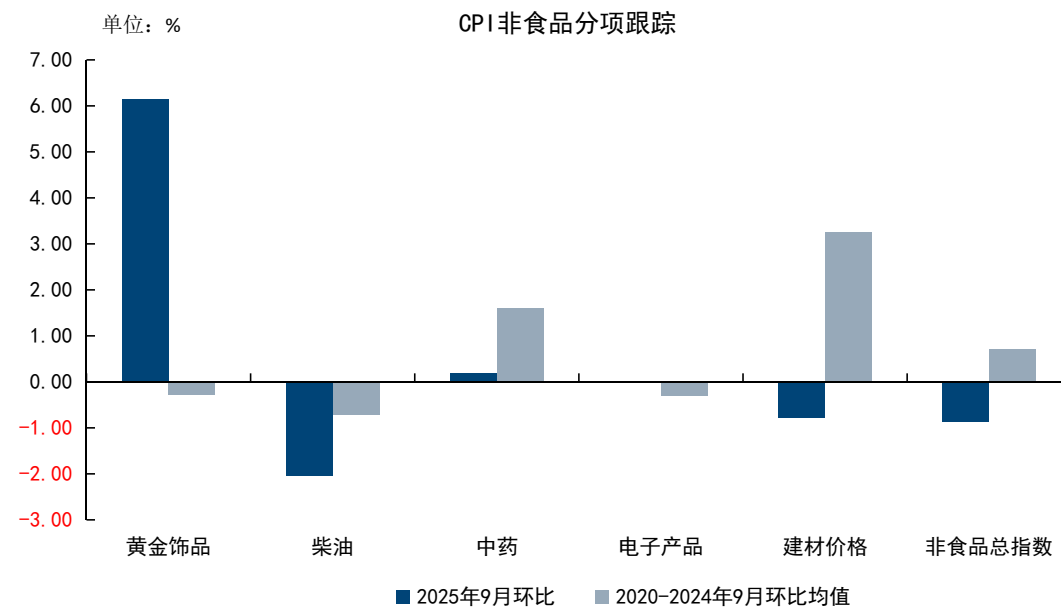
- ✓ 食品：国信农业部农产品批发价格指数9月环比约为1.5%（截至9月26日），高于历史均值0.9%，预计8月CPI食品环比高于季节性水平；
- ✓ 非食品：9月非食品价格高频指标环比为-0.9%（截至9月26日），低于历史均值0.7%，预计9月CPI非食品环比低于季节性水平；

图32：CPI食品分项跟踪



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图33：CPI非食品分项跟踪

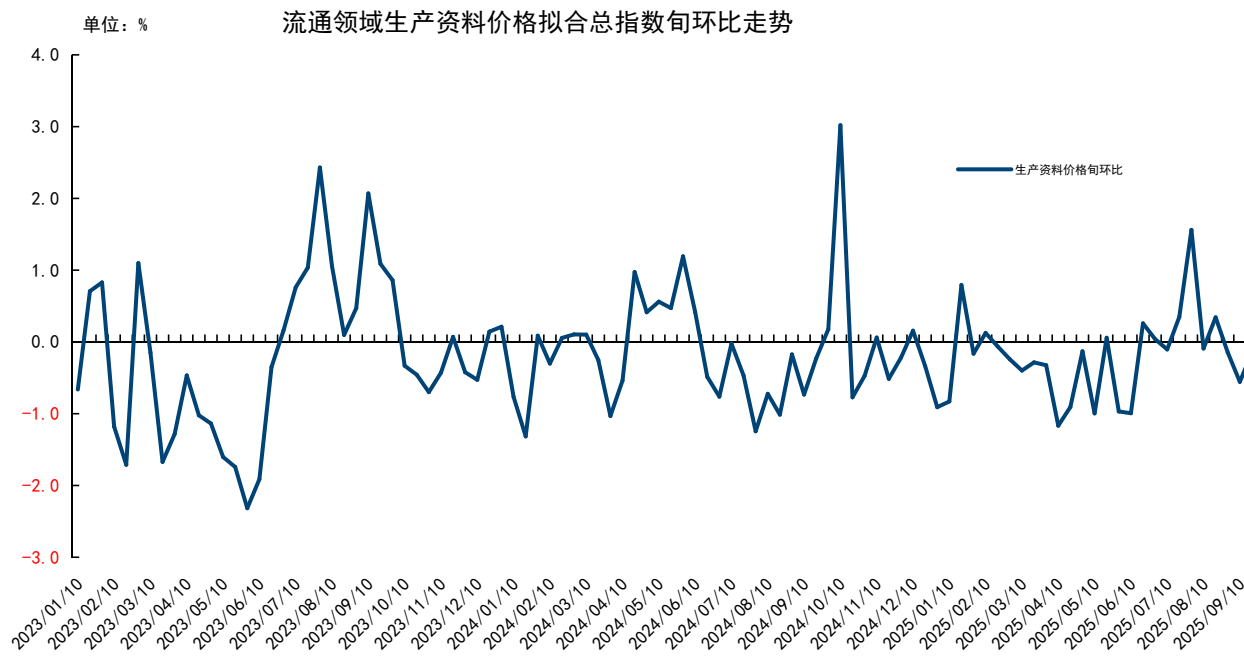


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 9月PPI同比或回升至-2.4%

- ✓ 9月上旬流通领域生产资料价格定基指数下跌，中旬继续小幅下跌；
- ✓ 9月国内PPI环比约为-0.1%，9月PPI同比或回升至-2.4%；

图34：流通领域生产资产价格拟和总指数旬环比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

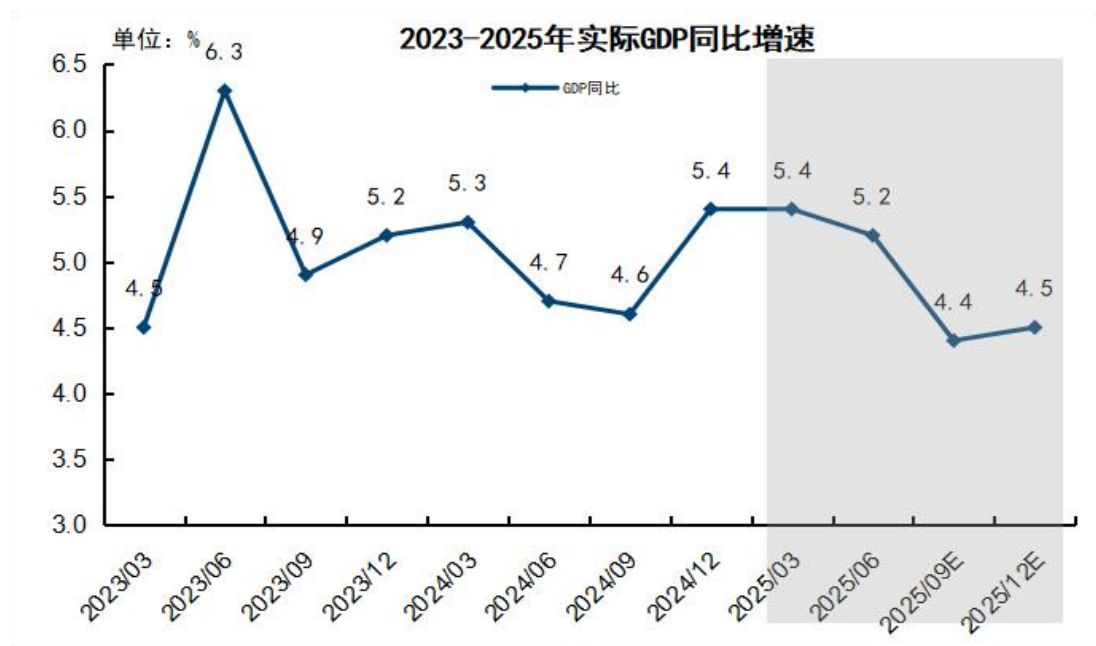
➤ 实际经济增速预期

✓ 2025年GDP增速预计为4.9%，四个季度分别是5.4%、5.2%、4.4%和4.5%；

➤ 物价走势预期

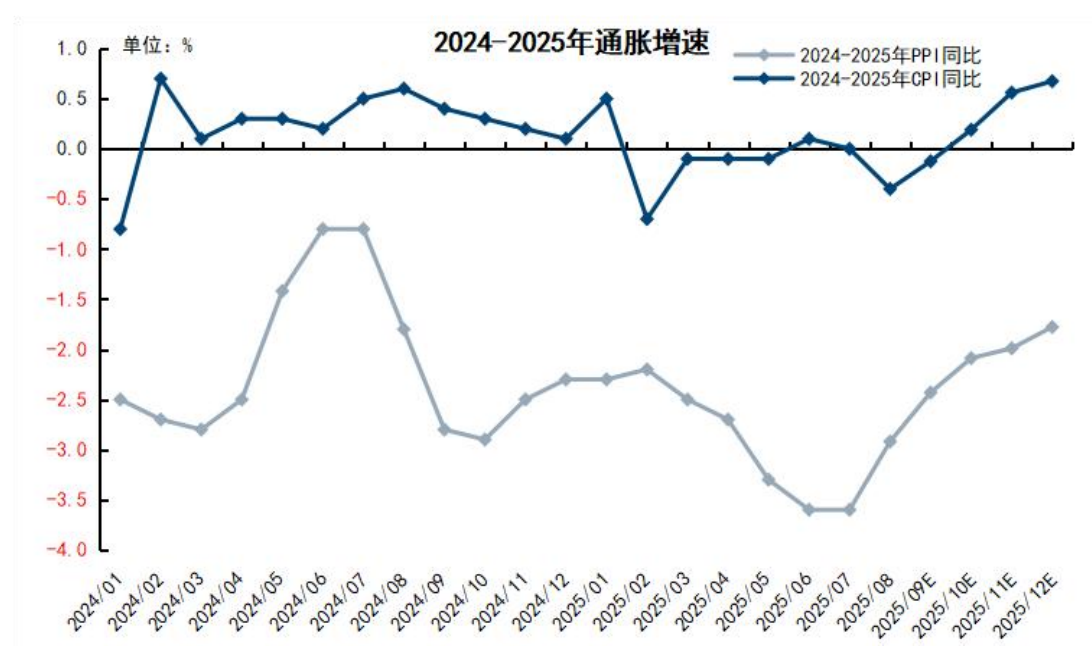
✓ 2025年CPI增速预计为0.1%，四个季度分别是-0.1%、0.0%、-0.2%和0.5%；2025年PPI增速预计为-2.6%，四个季度分别是-2.3%、-3.2%、-3.0%和-2.0%；

图35：2023年-2025年实际GDP同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图36：2024年-2025年通胀增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 2025年9月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
 - ✓ 海外基本面：美国就业疲软，欧日经济景气扩张
 - ✓ 国内基本面：8月经济增速继续大幅下滑
 - ✓ 国信高频跟踪与预测：9月国内经济增长动能先降后升
- 货币政策回顾与展望
 - ✓ 9月公开市场整体净回笼
- 热点追踪
 - ✓ 拆解长期利率及探讨CPI的内部结构分化
- 大势研判
 - ✓ 债市仍存在阶段性机会

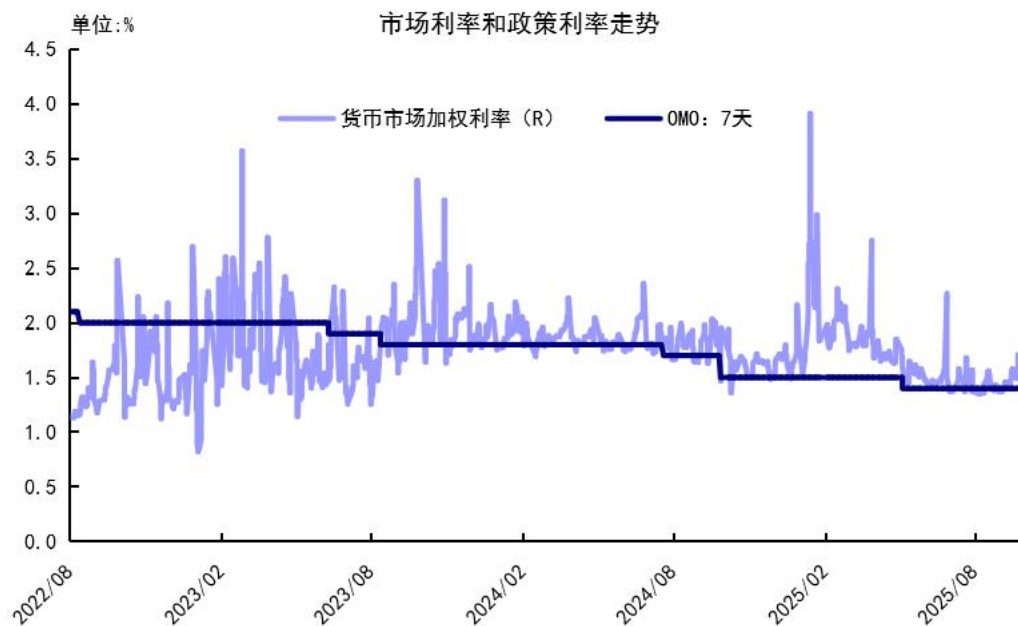
➤ 量（不包括MLF、国债买卖、买断式逆回购）：公开市场净回笼

✓ 截至9月25日，9月份公开市场净回笼1,872亿；

➤ 价：政策利率保持不变

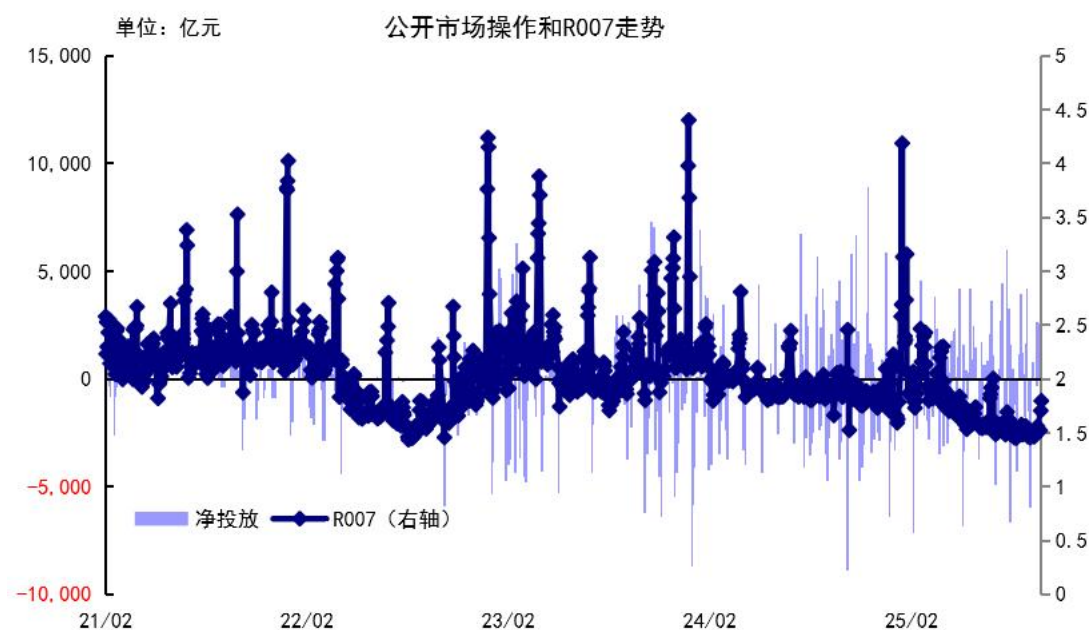
✓ 7天逆回购利率为1.4%；

图37：市场利率和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图38：公开市场操作和R007走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

MLF：9月净投放规模持平

➤ 量：9月MLF净投放增加

✓ 9月进行了6,000亿MLF操作，到期3,000亿，MLF净投放3,000亿，持平8月；

➤ 价：MLF操作方式改变

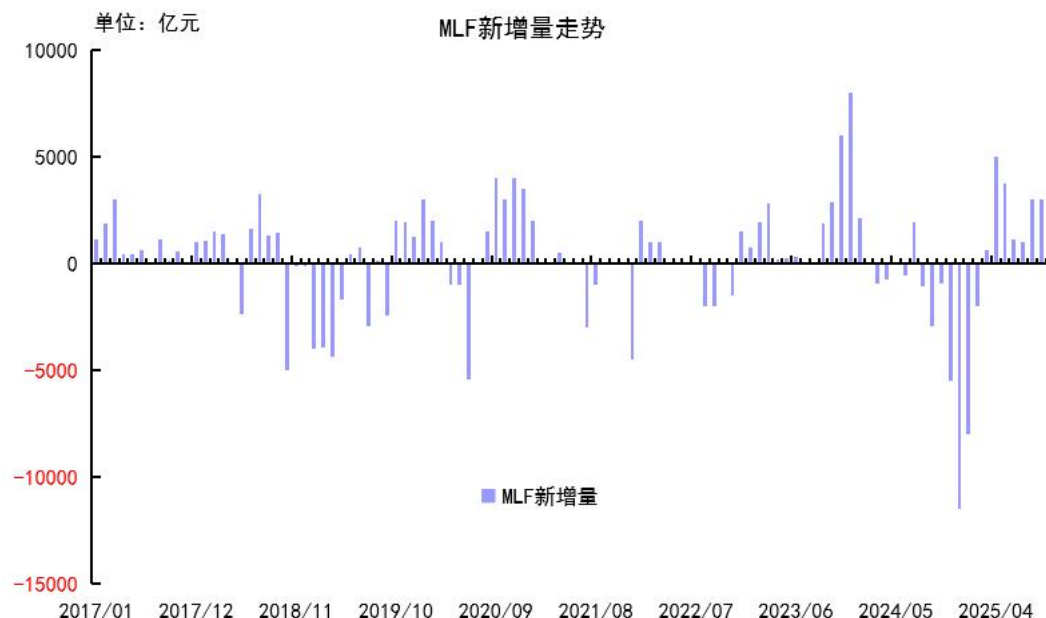
✓ MLF操作调整为多重价位中标方式；

图39：市场利率和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图40：MLF增量及利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

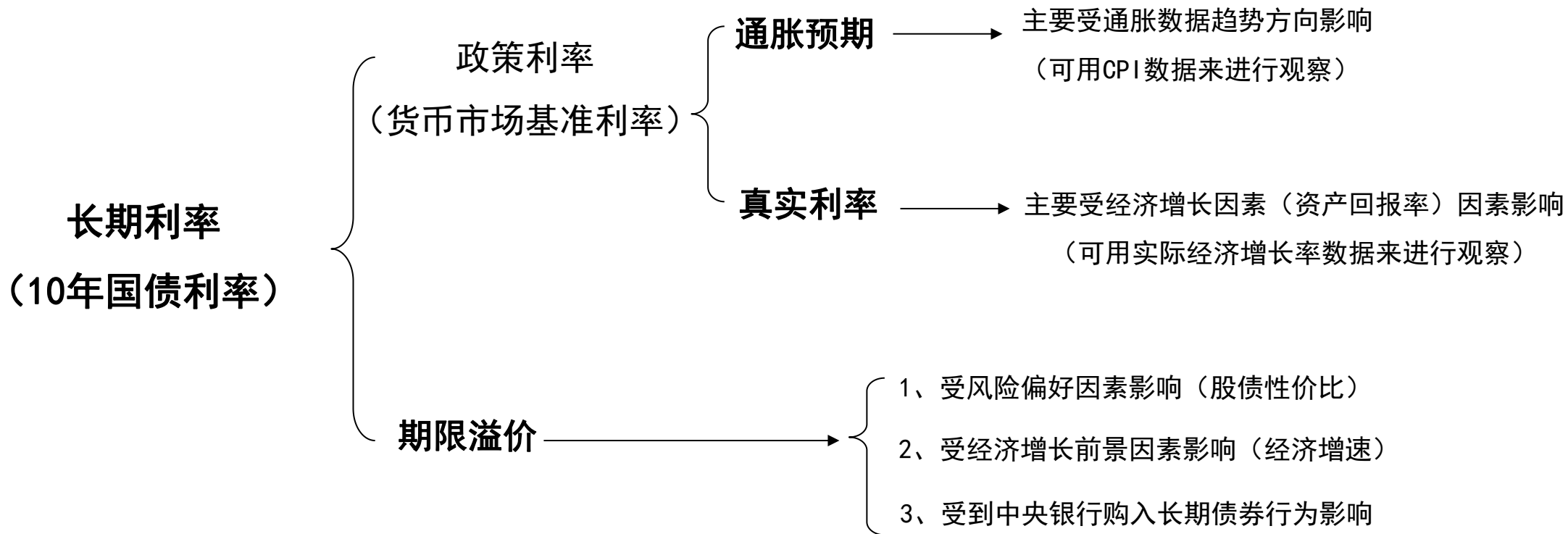
➤ 落实落细适度宽松的货币政策，加强逆周期调节（2025-9-26）：

- ✓ 在总体基调方面，会议明确建议加强货币政策调控，提高前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应。
- ✓ 在政策工具方面，例会强调有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。
- ✓ 在降息降准方面，例会强调保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

➤ 落实落细适度宽松的货币政策（2025-8-15）：

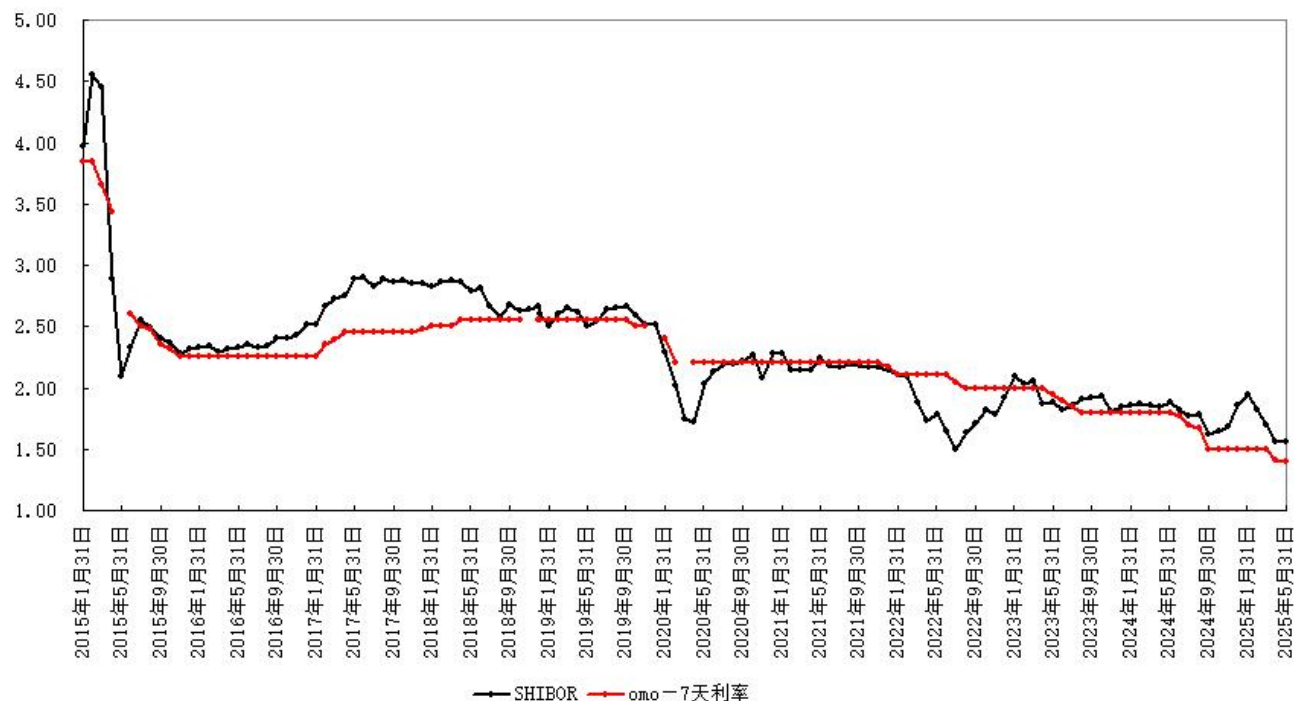
- ✓ 根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，持续营造适宜的金融环境；
- ✓ 把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平；

- 2025年9月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
 - ✓ 海外基本面：美国就业疲软，欧日经济景气扩张
 - ✓ 国内基本面：8月经济增速继续大幅下滑
 - ✓ 国信高频跟踪与预测：9月国内经济增长动能先降后升
- 货币政策回顾与展望
 - ✓ 9月公开市场整体净回笼
- 热点追踪
 - ✓ 拆解长期利率及探讨CPI的内部结构分化
- 大势研判
 - ✓ 债市仍存在阶段性机会



2016年以来，我国的政策利率基准正式建立，目前已经能够较好的引导货币市场基准利率，不妨采用市场基准利率来作为政策利率的代表

图41：市场利率和政策利率走势

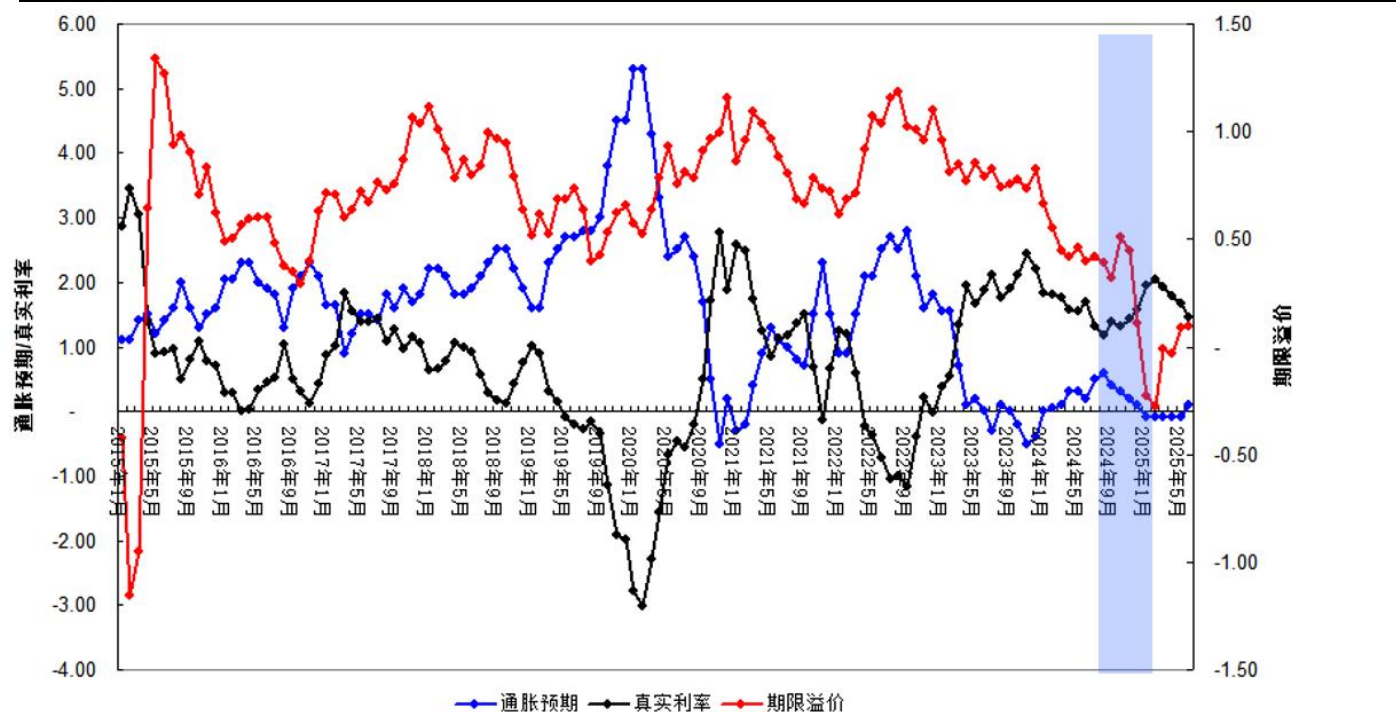


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

拆解长期利率-期限溢价、真实利率及通胀预期历史情况

2024年下半年以来的长期利率走低主要影响因素是期限溢价的大幅走低，这与经济预期、股债性价比因素并不相关，可能更多是来自于8月份开始的央行购债行为（虽然我们的购债多为“买短卖长”，但是市场还是倾向于理解为QE操作）

图42：拆解长期利率-期限溢价

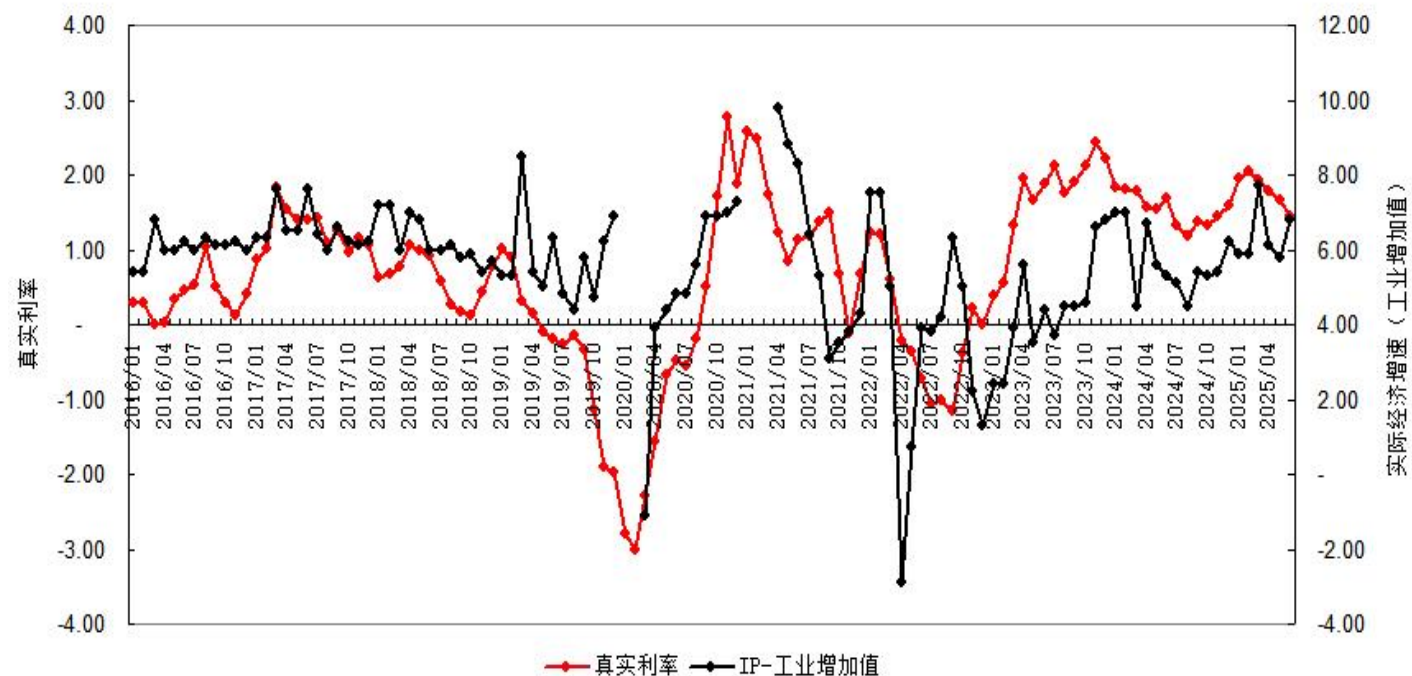


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

拆解长期利率-真实利率

真实利率更多是实际经济运行的结果，而非经济运行的原因

图43：拆解长期利率-期限溢价

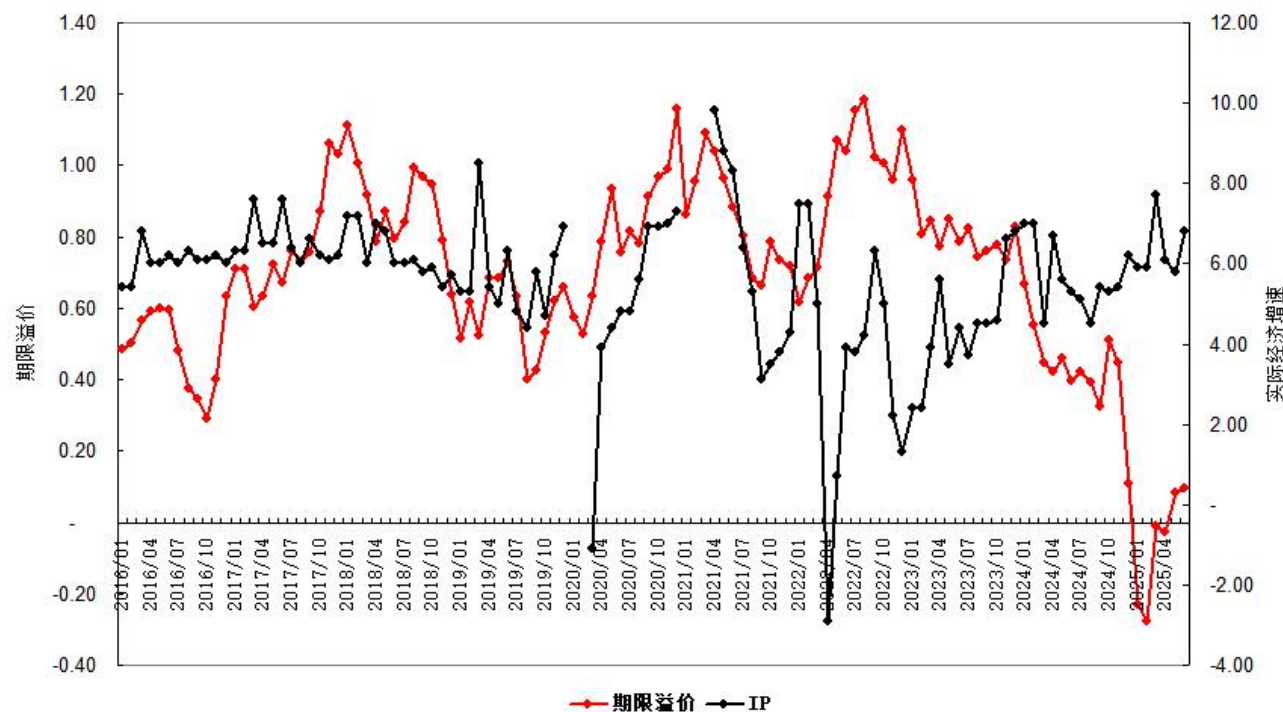


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

拆解长期利率-期限溢价

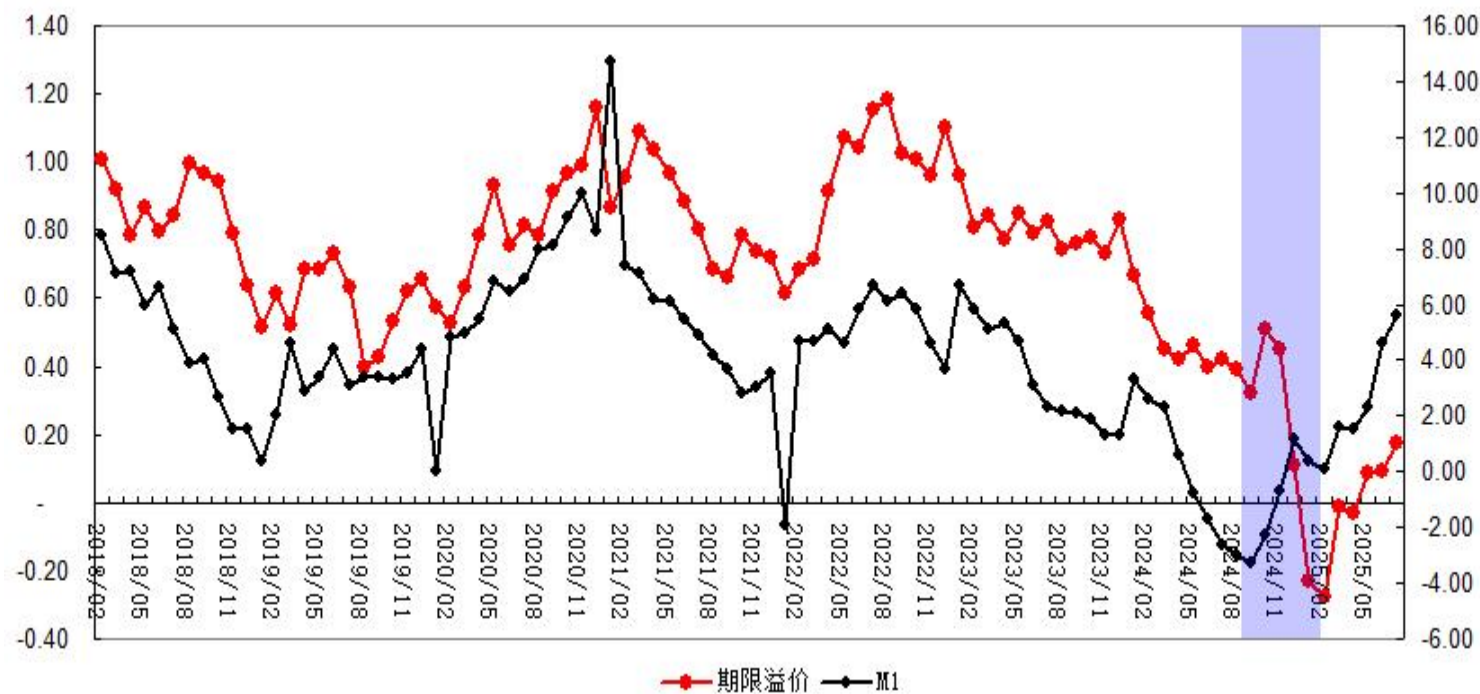
期限溢价影响因素多元化：经济增长因素、风险偏好因素、中央银行购（长）债行为

图44：期限溢价的影响因素



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

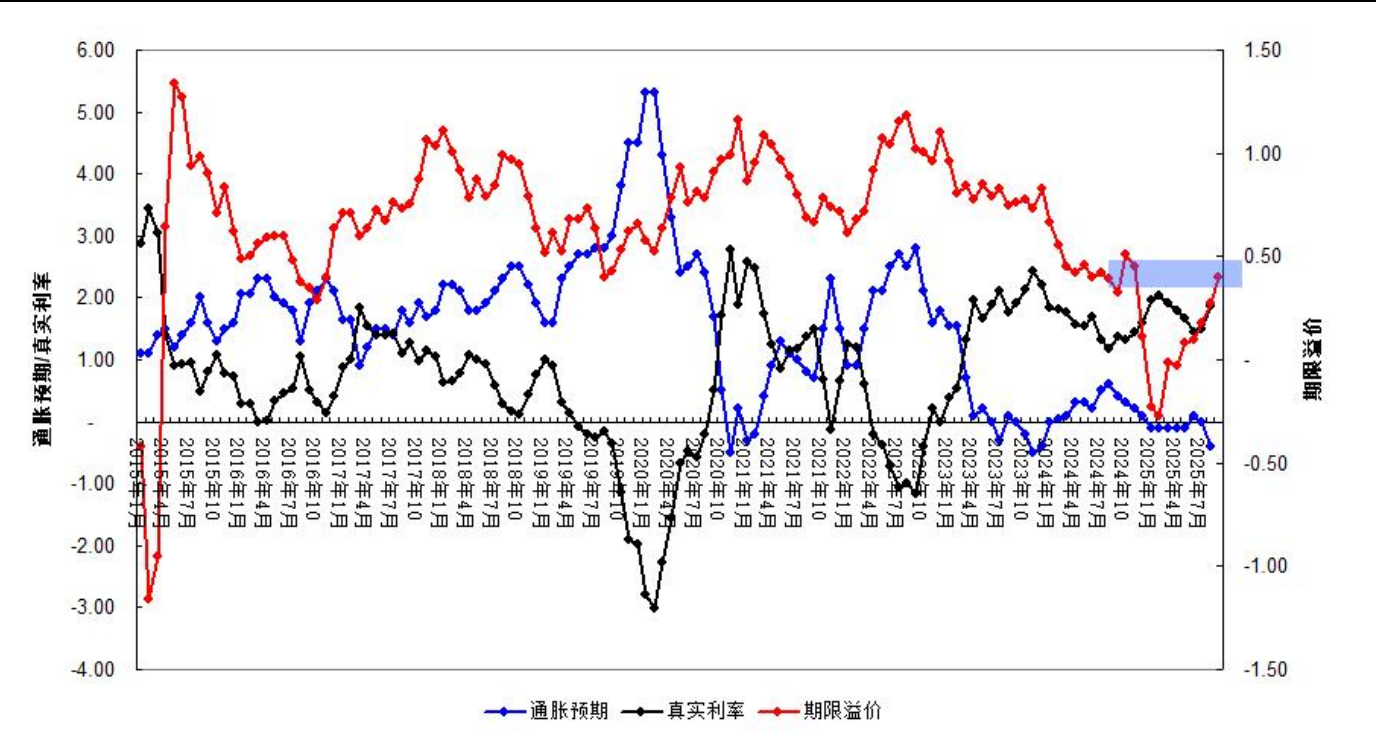
图45：期限溢价与M1走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

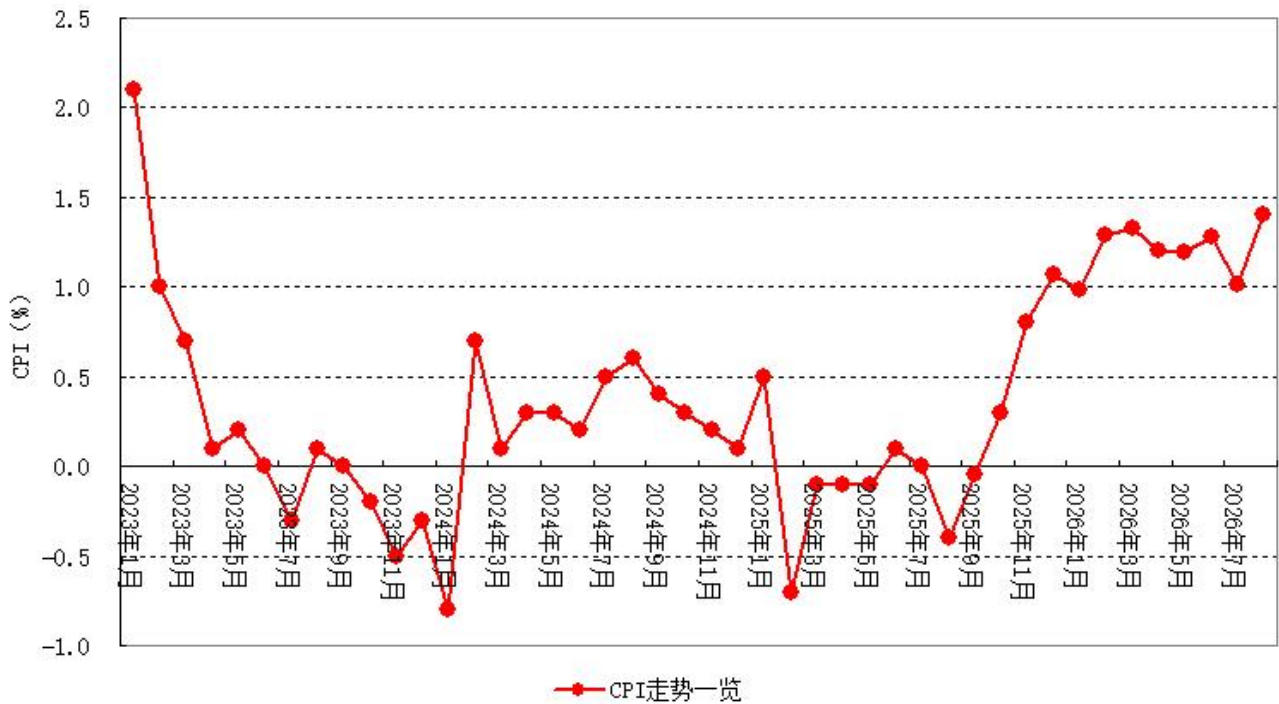
2016年以来	上限	下限	均值
期限溢价	1.18	-0.28	0.69
真实利率	2.76	-3	0.7

图46：期限溢价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

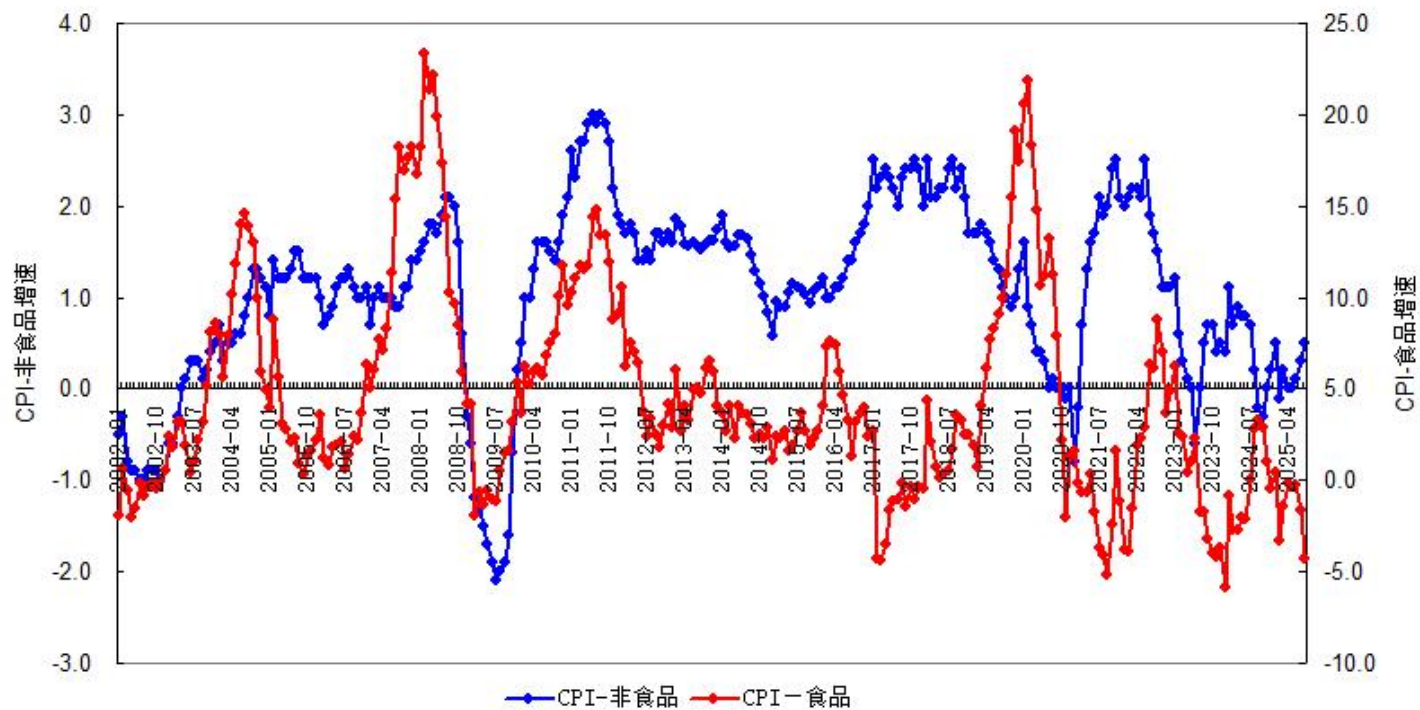
图47：CPI走势一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中国食品价格与非食品价格近些年出现了明显的背离

图48：CPI 食品和非食品走势一览

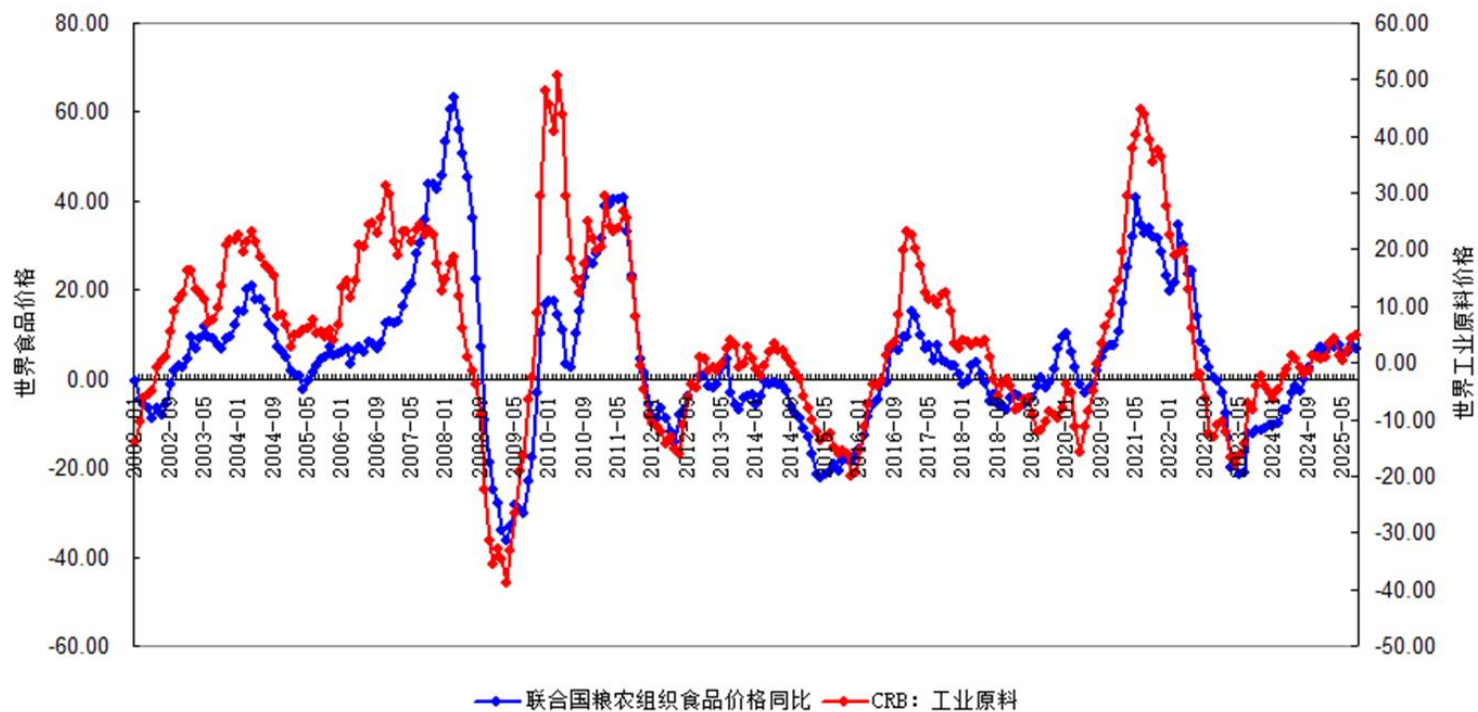


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

为何背离？-首先甄别需求因素或供给因素

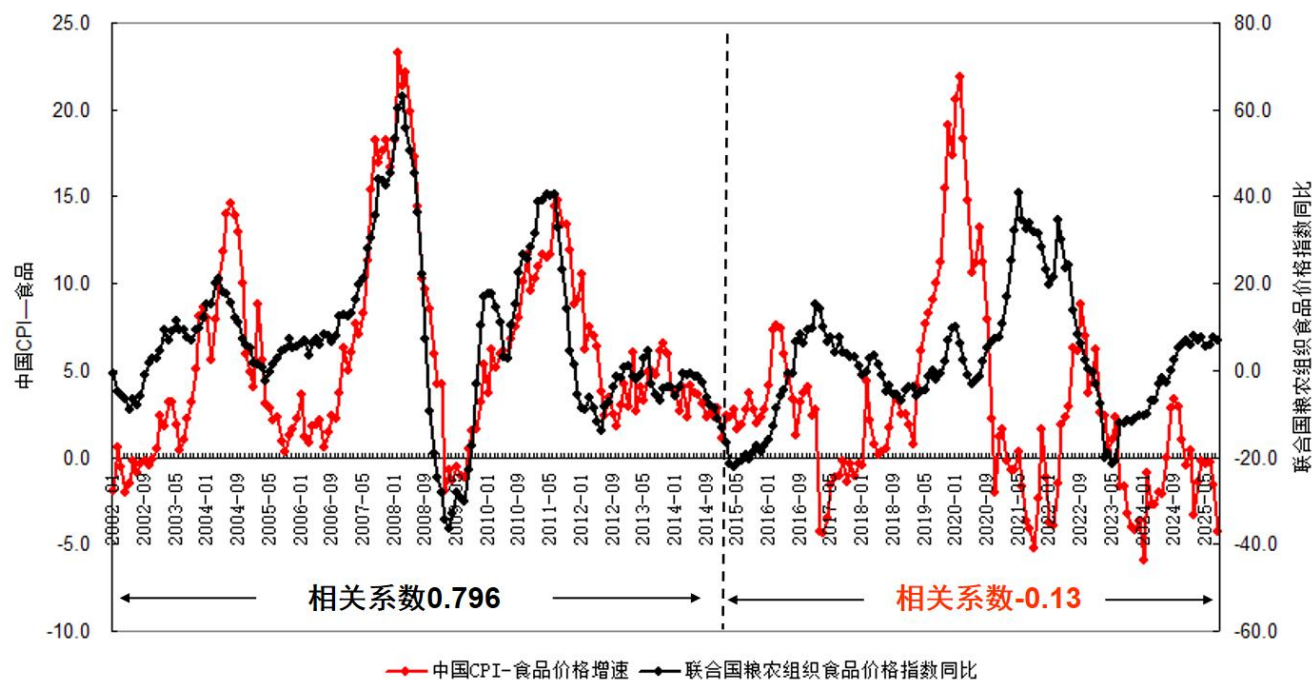
如何甄别需求因素还是供给因素？看世界的

图49：以全球食品价格为例甄别需求因素还是供给因素



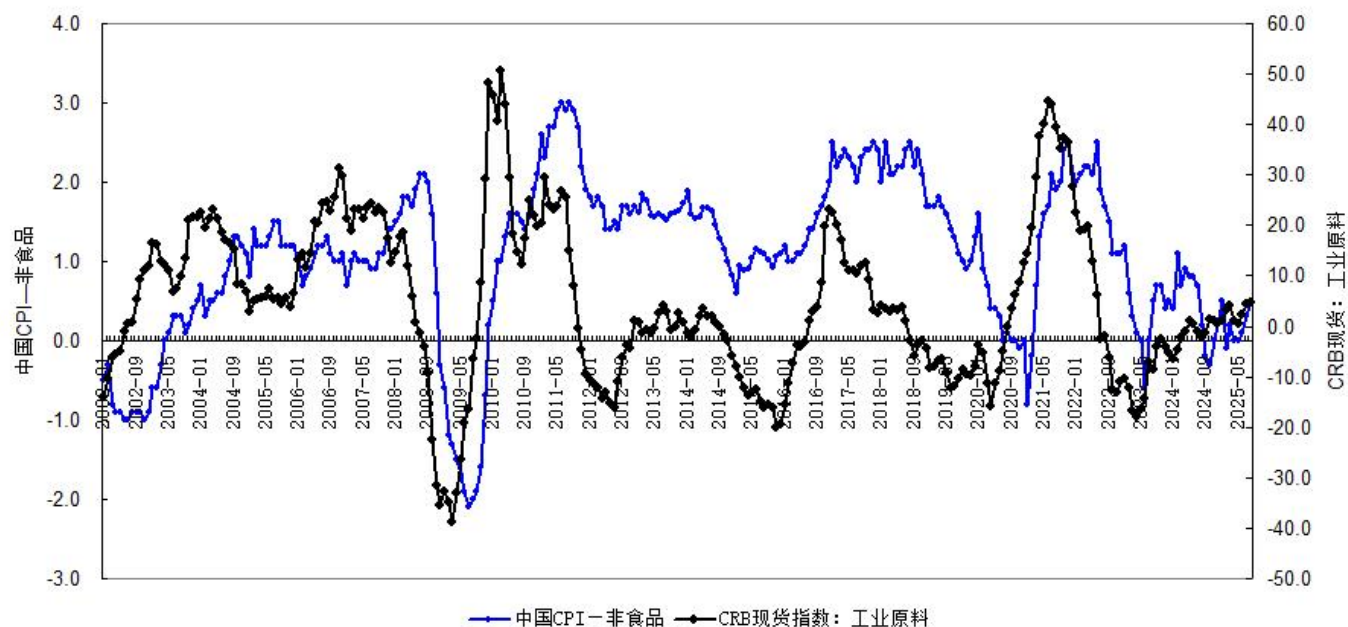
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图50：15年后中国食品价格与世界食品价格周期脱节



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图51：中国非食品价格与世界工业品价格周期依然同步



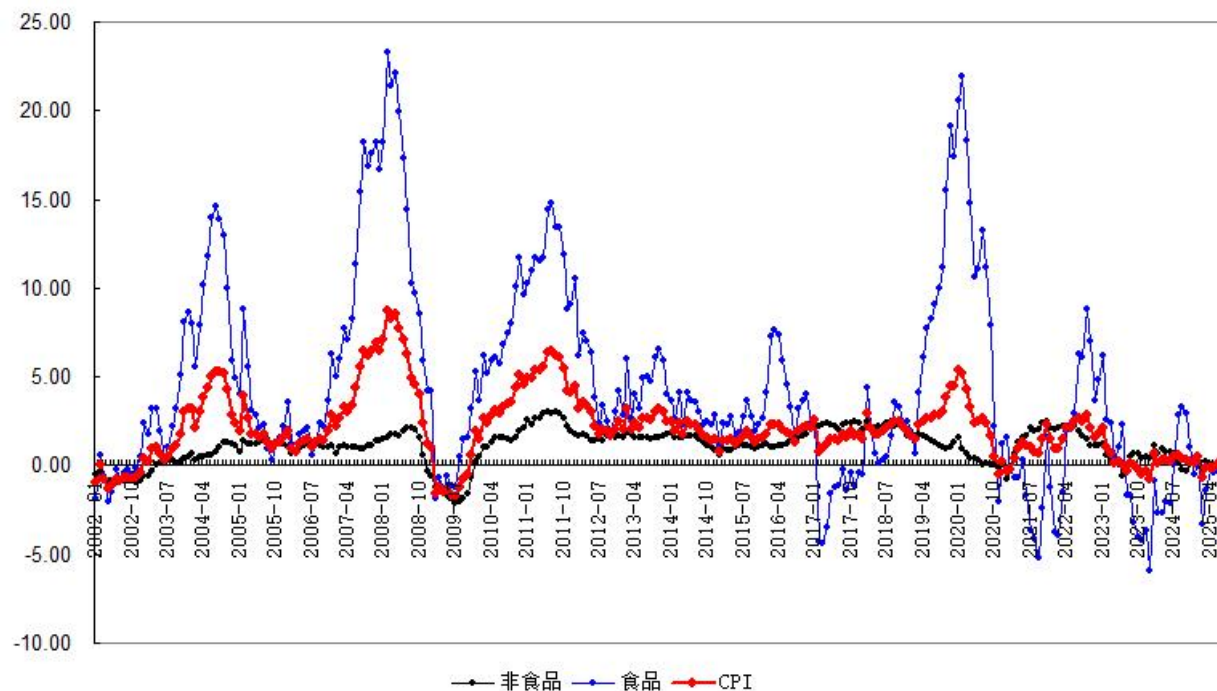
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

食品与非食品的分化，谁决定CPI的升降？

应该有更好的模式去拆解谁的贡献大：

- 1、权重；
- 2、波动幅度

图52：CPI各结构分项变化幅度

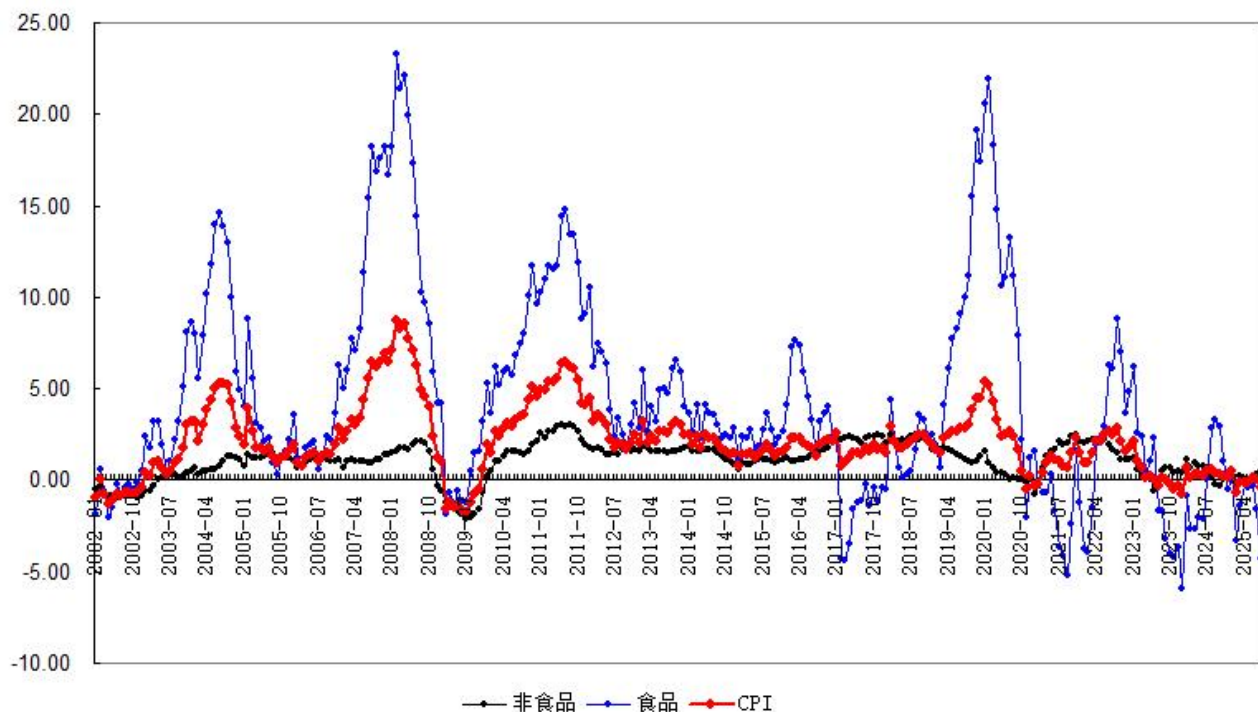


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

同向时

异向时：典型案例2016年、2019年底2020年初

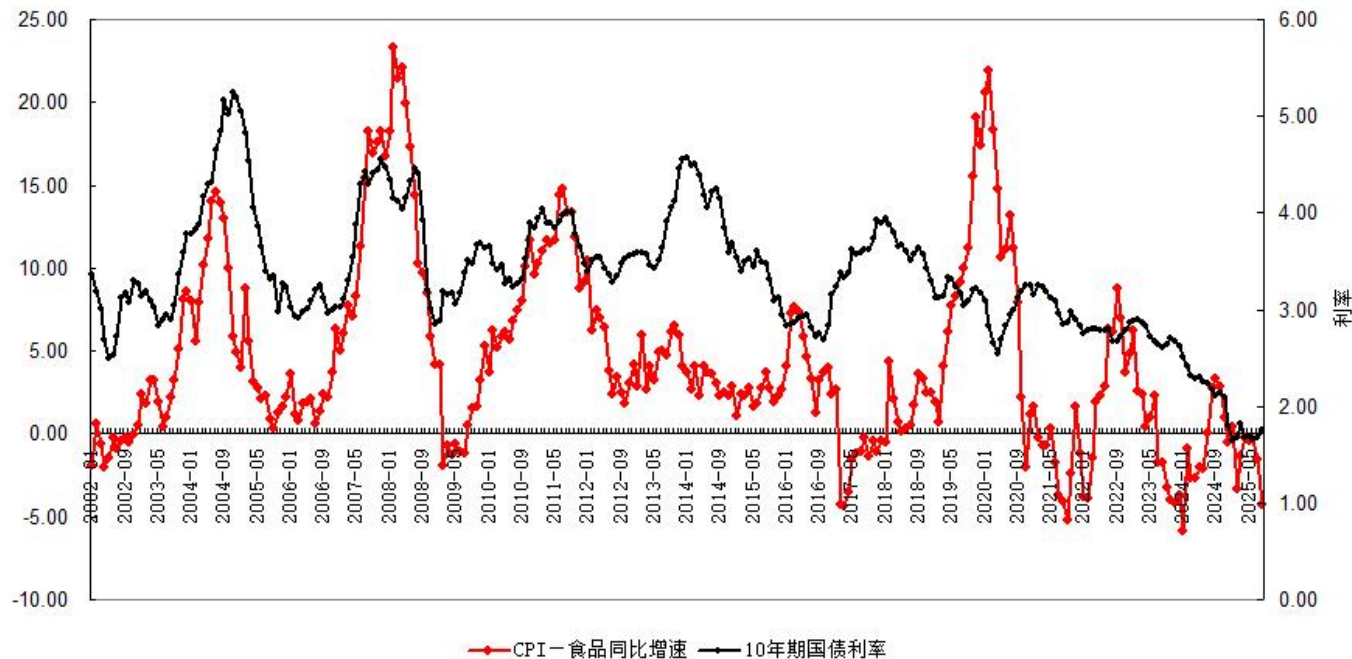
图53：CPI各结构分项变化幅度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

食品因素与利率

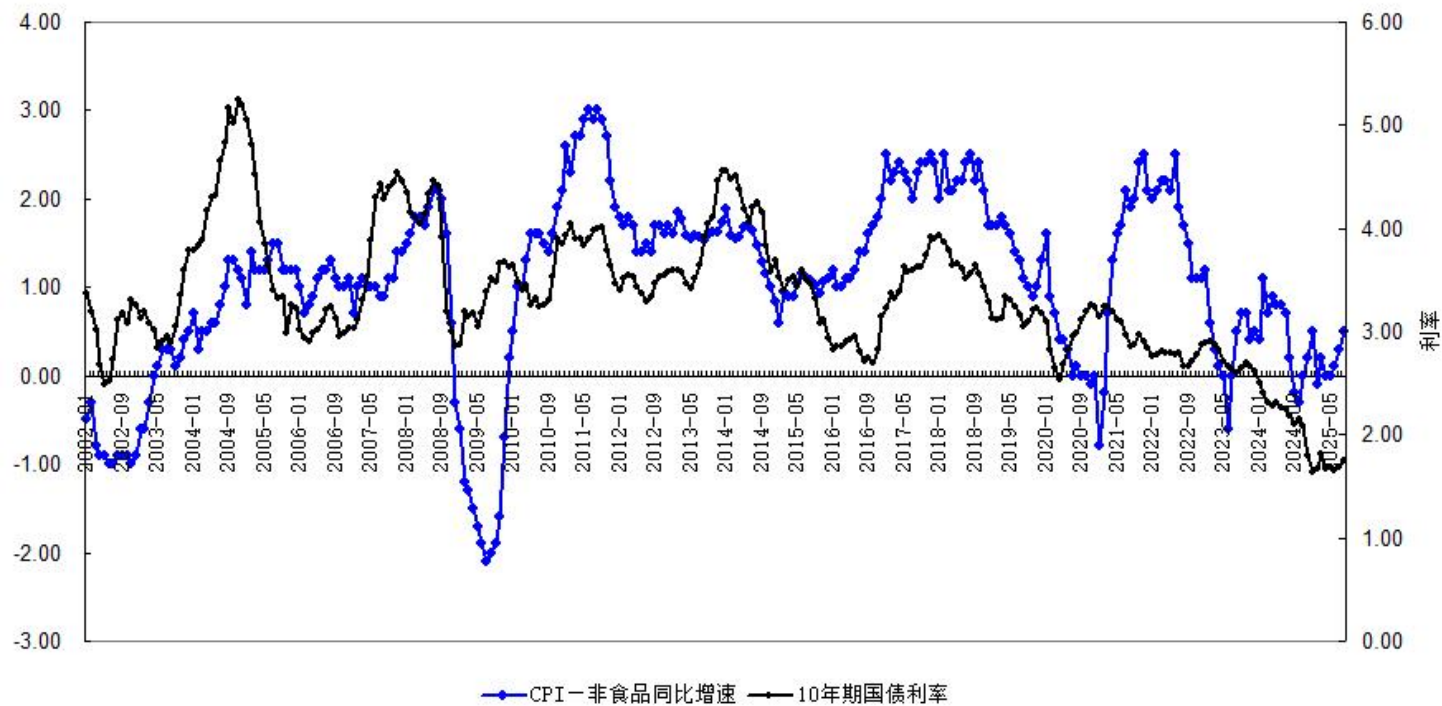
图54：CPI食品 and 10年期国债利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

非食品因素与利率

图55：CPI 食品和10年期国债利率



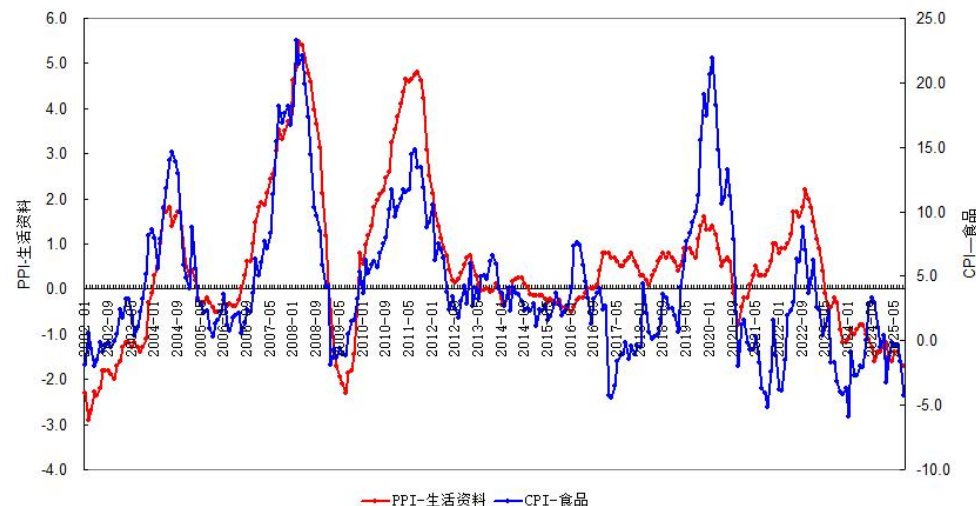
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

不同时期的相关系数

时期	相关系数	食品涨幅	非食品涨幅	CPI整体
2002-2014年	10年期国债利率	0.592	0.438	0.613
2015年至今	10年期国债利率	0.101	0.576	0.423

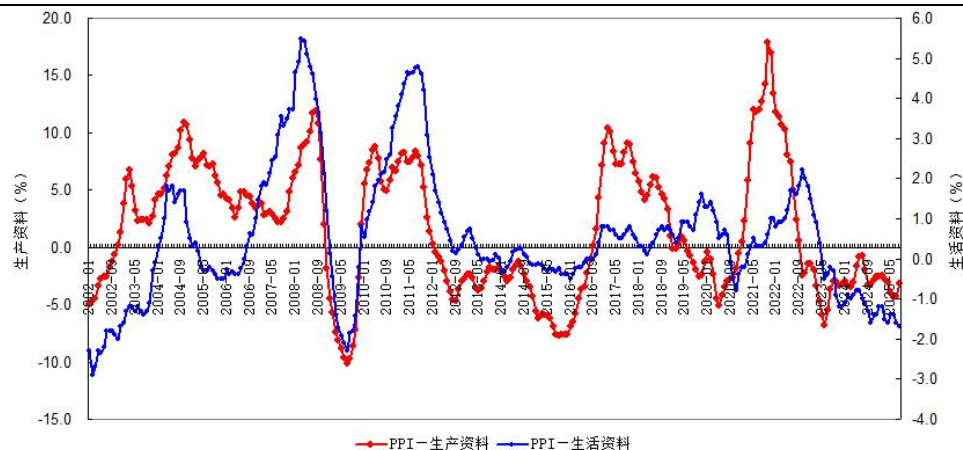
如果将物价数据作为影响货币政策或市场利率波动的重要变量，则需要更加关注需求属性更强的非食品价格变化趋势（或核心CPI），很难用食品价格的波动来严格定义通胀或通缩。当食品与非食品同向变化时，是较为清晰的时期，但是当两者反向变化时，则需要深入到结构中去进行仔细甄别。

图56: CPI 食品和10年期国债利率



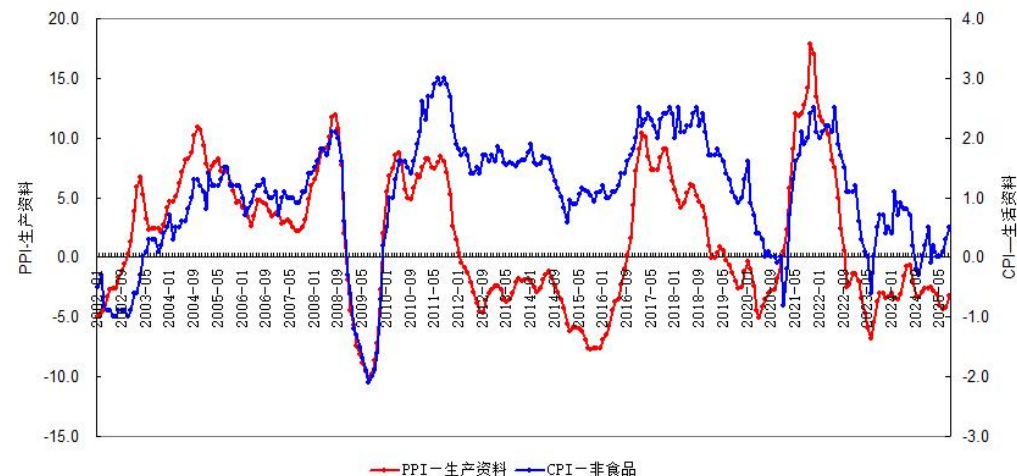
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图58: CPI 食品和10年期国债利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图57: CPI 食品和10年期国债利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

1、近些年来，CPI内部结构（食品项目和非食品项目）出现了显著的走势分化，这是十几年前所罕见的现象，这种分化也在很大程度上熨平了CPI的波动幅度。且食品波幅日益降低、非食品波幅未见收敛；

2、如何理解食品与非食品的走势分化：食品因素与世界食品价格同样分化，可能反映着中国对于食品供应问题的高度关注，食品因素更多蕴含了供应因素；非食品价格与世界工业品价格周期依然保持高度相关性，反映出非食品因素更多是需求驱动。

3、食品与非食品的方向分化，在很大程度上熨平了CPI的波动幅度，也对CPI的变化方向产生了不确定影响。究竟哪个因素在主导CPI变化的方向和趋势，这取决于两个因素：（1）食品与非食品在CPI的权重构成（2：8）；（2）食品与非食品的波动幅度。

4、货币政策更关乎需求因素驱动的价格变化，因此**非食品价格的变化或核心CPI的变化是关键**。

5、市场利率也如此。长期以来，我国的10年期国债利率与非食品价格同比增速始终保持着相对较高的相关性，2002-2014年时期，国债利率与非食品价格同比增速的相关系数为0.438，而2015年以来，两者的相关性反而进一步提高至0.576，**相关度进一步增大**。2002-2014年时期，国债利率与食品价格同比增速的相关系数为0.592，甚至高于非食品因素，而2015年以来，两者之间的相关系数锐减到0.10，**相关度显著缩小**。

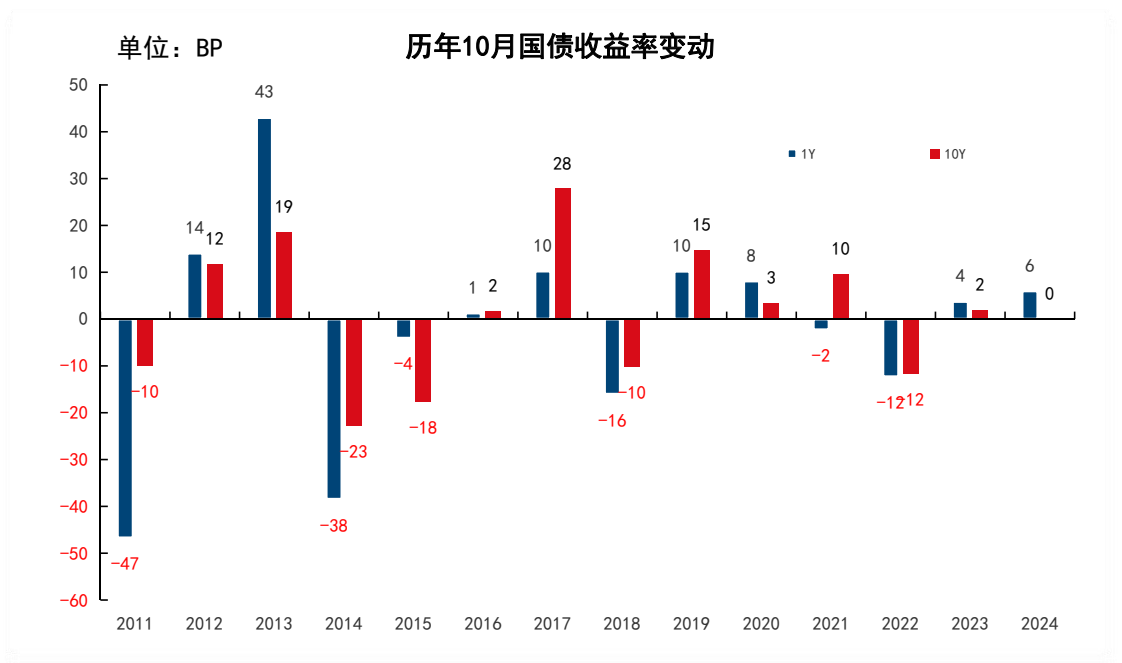
6、如果将物价数据作为影响货币政策或市场利率波动的重要变量，则需要更加**关注需求属性更强的非食品价格变化趋势（或核心CPI）**，很难用食品价格的波动来严格定义通胀或通缩。当食品与非食品同向变化时，是较为清晰的时期，但是当两者反向变化时，则需要深入到结构中去进行仔细甄别。

- 2025年9月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
 - ✓ 海外基本面：美国就业疲软，欧日经济景气扩张
 - ✓ 国内基本面：8月经济增速继续大幅下滑
 - ✓ 国信高频跟踪与预测：9月国内经济增长动能先降后升
- 货币政策回顾与展望
 - ✓ 9月公开市场整体净回笼
- 热点追踪
 - ✓ 拆解长期利率及探讨CPI的内部结构分化
- 大势研判
 - ✓ 债市仍存在阶段性机会

➤ 疫情后10月债券收益率升降不一：

- ✓ 历史数据显示，疫情以来（2022年）10月份国债收益率升降不一；该段时期1年期国债收益率平均下行1BP，10年期国债收益率平均下行3BP；
- ✓ 截至9月25日，国债10-1期限利差为49BP，处于2015年以来30%分位数；

图59：历年10月国债收益率变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图60：10-1期限利差走势（2015年至今）



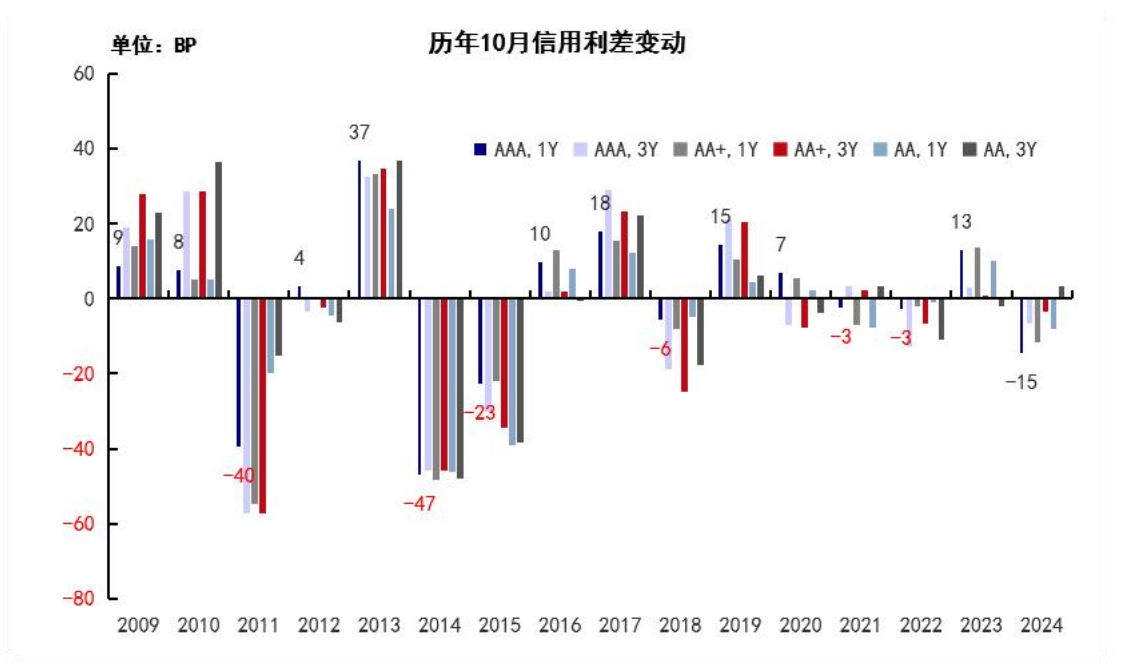
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

近些年10月信用利差变化不一

➤ 近些年10月信用利差变化不一：

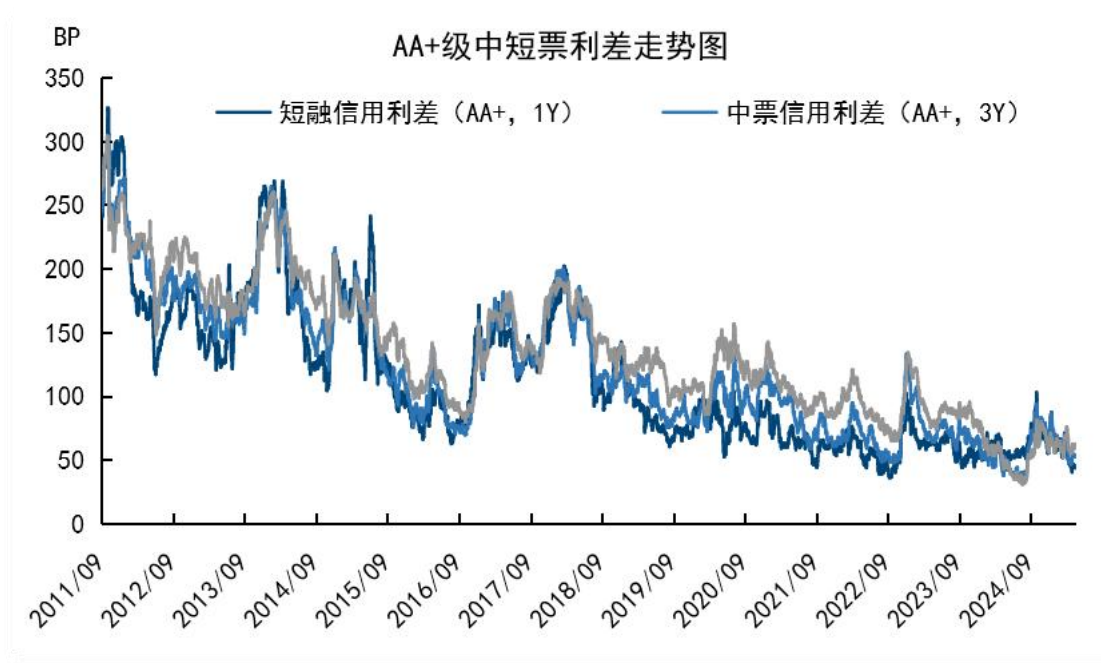
- ✓ 疫情后（2022年）10月份信用利差有升有降，3年AAA品种信用利差平均下降5BP，为变化幅度最大的信用品种；

图61：历年10月信用利差变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图62：中债AA+信用利差走势（1年、3年和5年）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 长期限品种信用利差仍在历史低位：

1 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

1 年短融	当前分位数 (%)	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	13.7	37	17	44	53	73	163
AAA	16.4	44	22	48	57	77	173
AA+	10.1	50	30	60	72	97	202
AA	7.7	54	35	69	91	132	227
AA-	3.6	98	82	225	297	314	383

3 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

3 年中票	当前分位数 (%)	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	27.1	45	22	43	59	78	160
AAA	24.7	50	27	50	66	86	171
AA+	14.9	57	36	67	85	113	200
AA	9.8	66	41	91	119	149	223
AA-	2.7	134	110	290	320	353	399

5 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

5 年中票	当前分位数 (%)	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	28.3	51	23	48	65	85	153
AAA	24.7	57	23	57	76	98	164
AA+	15.1	65	31	84	105	130	193
AA	12.2	83	36	121	154	176	230
AA-	4.9	171	126	304	359	383	417

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理；注：数据为截至 9 月 25 日

➤ 违约风险可控：

- ✓ 城投债违约风险可控：一揽子化债有序推进；
- ✓ 促进房地产市场平稳健康发展是主要方向，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，房企债务妥善处理概率更大；

图63：国内非金融企业信用债违约率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 3年期品种，持有3个月：

- ✓ AAA品种的票息可以抵御19BP收益率上行；
- ✓ 和AAA品种相比，AA品种的票息收益可多抵御2BP上行；AA-品种的票息收益可多抵御9BP上行；

票息保护度测算（持有 3M）

	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y
国债	47	14	9	7	5	4	4	3	2
国开债	56	17	10	8	6	4	4		
中短期票据（AAA）	62	19	12	10					
中短期票据（AA+）	64	20	13						
中短期票据（AA）	65	21	14						
中短期票据（AA-）	80	28	19						

票息保护度测算（持有 6M）

	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y
国债	137	31	19	15	11	8	7	5	4
国开债	163	37	21	16	12	9	7		
中短期票据（AAA）	180	42	26	19					
中短期票据（AA+）	186	43	27						
中短期票据（AA）	190	45	29						
中短期票据（AA-）	233	60	40						

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理；注：按照 9 月 25 日收益率买入

➤ 市场提前定价复苏带动本轮债市下跌

- ✓ 一是降息预期有所落空；
 - ✓ 二是今年上半年经济企稳并未继续下行，经济运行好于预期；
 - ✓ 三是反内卷运动使得投资者的通缩预期有所消散；
 - ✓ 四是权益市场气势如虹情绪上压制债市。
- ✓ 前两个因素是市场提前定价但是迟迟没有实现，后面两个则是新增信息，阶段内改变了宏观叙事。

➤ 前瞻来看，基本面改善仍需验证，债市存在阶段性机会

- ✓ 7月和8月国内经济运行压力较大，我们认为阶段内货币政策有望继续放松；
- ✓ 当前10-1期限利差49BP，处于历史30%分位水平，反映了一个相对中性的经济预期；
- ✓ A股依然呈现结构市的特征，股债脱敏背景下债市交易主线将回归基本面；

➤ 风险点

- ✓ 川普态度的多变性；
- ✓ 积极财政政策超预期；

- ✓ 内需改善动能趋弱；
- ✓ 就业修复不及预期；
- ✓ 国内货币政策大幅放松；
- ✓ 世界地缘政治矛盾加剧；
- ✓ 海外通胀韧性超预期；

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032