

金融市场分析周报

(2025.09.01-2025.09.05)

报告摘要

- **资金面分析：**跨月结束，资金面维持温和态势；下周资金面有望维持平稳。本周央行进行 10684 亿元逆回购操作和 10000 亿元买断式逆回购操作，因本周有 22731 亿元逆回购、10000 亿元买断式逆回购到期，本周实现全口径净回笼 12047 亿元。跨月期间央行增大投放，叠加政府债融资额回落，对于资金面的压力相对减小，本周虽为跨月，但资金面整体缓和。月初宽松环境下，央行回笼对于资金面造成的影响尚未显现，主要期限资金价格较上周有所回落。下周仍为月初，影响资金面的季节性因素相对有限。下周政府债净融资额环比回升，预计对于资金面的影响有所增加。本周逆回购大量到期下，下周逆回购到期额环比减少，近期央行对于资金面呵护态度明显，预计央行仍将维持相应投放，下周资金面大幅收紧的可能相对有限。
- **利率债：**下周经济金融数据集中公布，但是在低基数、企业账期缩短等因素的作用下，M1 增速有望继续上升。短期风险偏好难以回落，债市仍处逆风期，债市进一步做多动能不强，短期仍偏震荡。美联储降息后国内出台增量政策的约束下降，权益市场也会对增量政策有预期。结合近期市场表现来看，反内卷交易存在升温可能，短期内收益率下行空间尚未打开，新一轮反内卷行情或将压制债市情绪。
- **权益市场：**本周市场表现分化，消费风格表现较强。上证指数（-1.18%）、深证成指（-0.83%）、沪深 300（-0.81%）、科创 50（-5.42%）、中证 500（-1.85%）、中证 1000（-2.59%），均表现较弱；创业板指（2.35%），表现较强。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 0.16%；金融风格表现较弱，下跌 2.74%。分行业来看，申万一级行业中电力设备、综合、有色金属表现较强，分别上涨 7.39%、5.38%、2.12%；

主要数据

上证指数	3387.6373
沪深 300	4466.7179
深证成指	12860.3559

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

国防军工、非银金融、计算机表现较弱，分别下跌 10.25%、7.27%、4.96%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 26032.01 亿元，较上周减少 3799.30 亿元。展望未来，新旧动能转变作为本轮经济转型牛的核心驱动仍在稳步推进之中，“稳股市”政策地位不仅处于最高政策目标之一，“稳股市”政策工具的实际运行效果也得到验证。因此，未来阶段性震荡有利于中期回归慢牛趋势。结构上，人工智能、资源品、券商仍为 A 股中期主线。后续关注国内“反内卷”与内需刺激方面的政策部署，以及“十五五”规划政策线索。

风险提示: 货币政策超预期收紧,经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

一、 本周重点经济	4
1.1 一周要闻	4
二、 固定收益市场分析	4
2.1 资金面分析：跨月结束，资金面维持温和态势；下周资金面有望维持平稳	4
2.2 利率债走势分析：债市波动率上升，有望迎来修复行情	6
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回升、信用债融资环比下行；信用债收益率涨跌不一	7
三、 主要资产价格分析	8
3.1 权益市场分析：阶段性震荡有利于 A 股回归慢牛趋势	8

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 公募基金第三阶段费率改革落地。证监会就公募基金销售费用管理规定公开征求意见，将合理调降公募基金认购费、申购费、销售服务费等销售环节费率水平，优化赎回费制度安排。据测算，三个阶段费改累计让利超 500 亿元，其中第三阶段每年为投资者让利约 300 亿元。同时，证监会指导中国结算搭建的公募基金行业机构投资者直销服务平台（FISP 平台）正式启动运行，基金管理人、基金托管人应当接入 FISP 平台。

2) 美国劳工统计局公布，美国 8 月非农就业仅增长 2.2 万人，远不及市场预期的 7.5 万人。6 月非农就业数据由此前的增加 2.7 万人大幅下修至减少 1.3 万人，为自 2020 年以来首次出现月度就业人数萎缩。8 月失业率升至 4.3%，为 2021 年以来新高。相关数据进一步提升美联储 9 月降息预期。CME “美联储观察”数据显示，美联储 9 月维持利率不变的概率为 0，降息 25 个基点的概率为 88.2%，降息 50 个基点的概率为 11.7%。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨月结束，资金面维持温和态势；下周资金面有望维持平稳

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 12047 亿元

本周央行进行 10684 亿元逆回购操作和 10000 亿元买断式逆回购操作，因本周有 22731 亿元逆回购、10000 亿元买断式逆回购到期，本周实现全口径净回笼 12047 亿元。本周为 9 月份第一周，资金面存在季节性转松趋势。跨月结束后，隔夜、7d 等期限资金相应下行。本周央行公开市场操作转为净回笼，全周总共净回笼超万亿元，整体来看月初宽松环境下，央行回笼对于资金面造成的影响尚未显现。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.3609%，R007 加权平均降至 1.4566%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.3860%，GC007 加权平均降至 1.4530%。

表 1: 本周公开市场操作 (亿元)

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	2884	4058	3799	4161	7829
7 天	1827	2557	2291	2126	1883
14 天	0	0	0	0	0
买断式逆回购投放	0	0	0	0	10000
买断式逆回购到期	0	0	0	0	10000
MLF (投放)	0	0	0	0	0
MLF (回笼)	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-1057	-1501	-1508	-2035	-5946

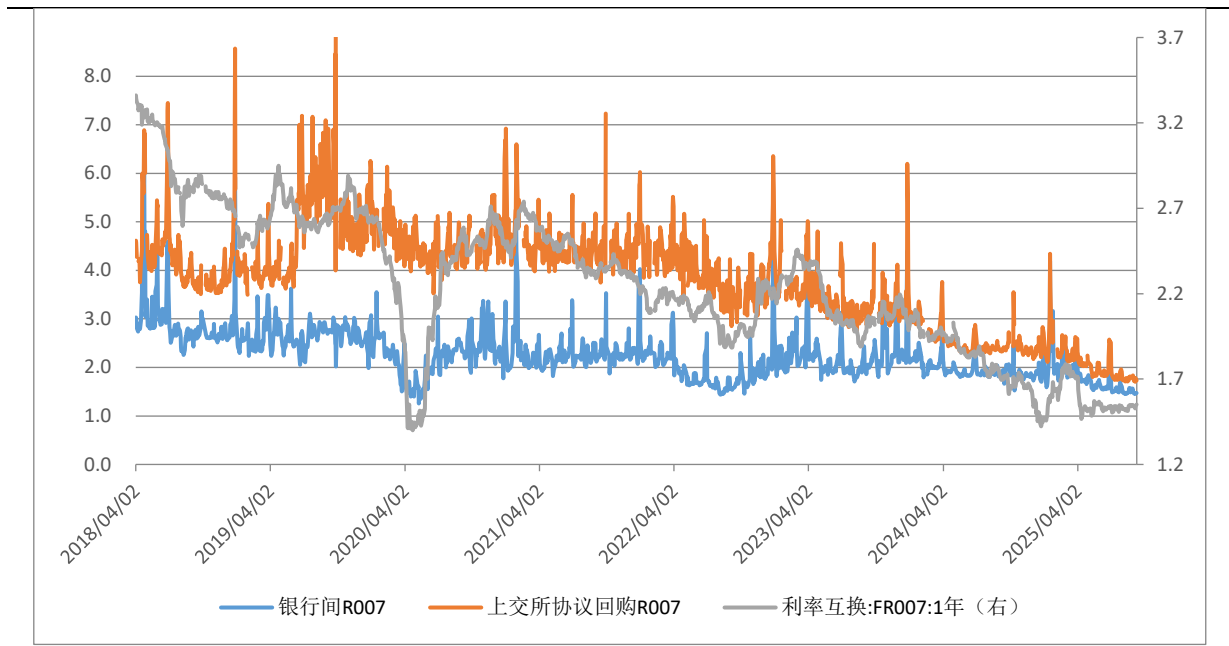
资料来源: Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望: 月初资金面有望维持温和态势

近期央行发布第二季度货币政策执行报告提出,下一阶段要落实落细适度宽松的货币政策,把握好政策实施的力度和节奏,保持流动性充裕。整体来看,当前经济仍处于复苏阶段,金融数据恢复持续性仍有待观察,实体经济融资需求有待增强,外部环境仍复杂严峻,未来经济不确定性仍较大,预计后续货币政策仍将维持宽松态势,快速转向的可能较为有限。

下周仍为月初,影响资金面的季节性因素相对有限。下周政府债净融资额环比回升,预计对于资金面的影响有所增加。本周逆回购大量到期下,下周逆回购到期额环比减少,近期央行对于资金面呵护态度明显,预计央行仍将维持相应投放,下周资金面大幅收紧的可能相对有限。

图 1：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：债市波动率上升，有望迎来修复行情

1) 利率债走势复盘：

本周国债收益率短端上行，中长端下行，资金面整体宽松。1Y 收益率上行 2.85bp，10Y 收益率下行 1.18bp，30Y 收益率下行 2.65bp。

图 2：本周 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：

股市短期出现调整，叠加财政部与央行联合工作组召开第二次组长会议，提及“央行国债买卖操作”和“财政政策与货币政策的协同发力”，为市场带来重启国债买卖操作的乐观预期，债市回暖。下周经济金融数据集中公布，但是在低基数、企业账期缩短等因素的作用下，M1 增速有望继续上升。短期风险偏好难以回落，债市仍处逆风期，债市进一步做多动能不强，短期仍偏震荡。美联储降息后国内出台增量政策的约束下降，权益市场也会对增量政策有预期。结合近期市场表现来看，反内卷交易存在升温可能，短期内收益率下行空间尚未打开，新一轮反内卷行情或将压制债市情绪。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回升、信用债融资环比下行；信用债收益率涨跌不一

1) 一级市场发行：存单融资额环比回升、信用债融资环比下行

本周同业存单净融资规模为 2,514.50 亿元。其中，发行总额达 5,815.00 亿元，平均发行利率为 1.6150%，到期量为 3,300.50 亿元。同业存单融资额环比回升。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 2.97bp 报 1.5292%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 1.02bp 报 1.5624%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.72bp 报 1.6403%，9M 存单平均发行利率较上周下行 0.83bp 报 1.6667%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 1,255.96 亿元，环比减少 1,040.75 亿元，偿还量约 1,893.91 亿元，净融资额约-637.95 亿元，环比减少 338.87 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率涨跌不一

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率涨跌不一，1 年期各评级信用债收益率下行 1.89bp~上行 1.11bp，3 年期各评级信用债收益率下行 2.64bp~下行 1.64bp，5 年期各评级信用债收益率下行 1.48bp~上行 0.99bp。

表 2：信用债各期限收益率水平（%）

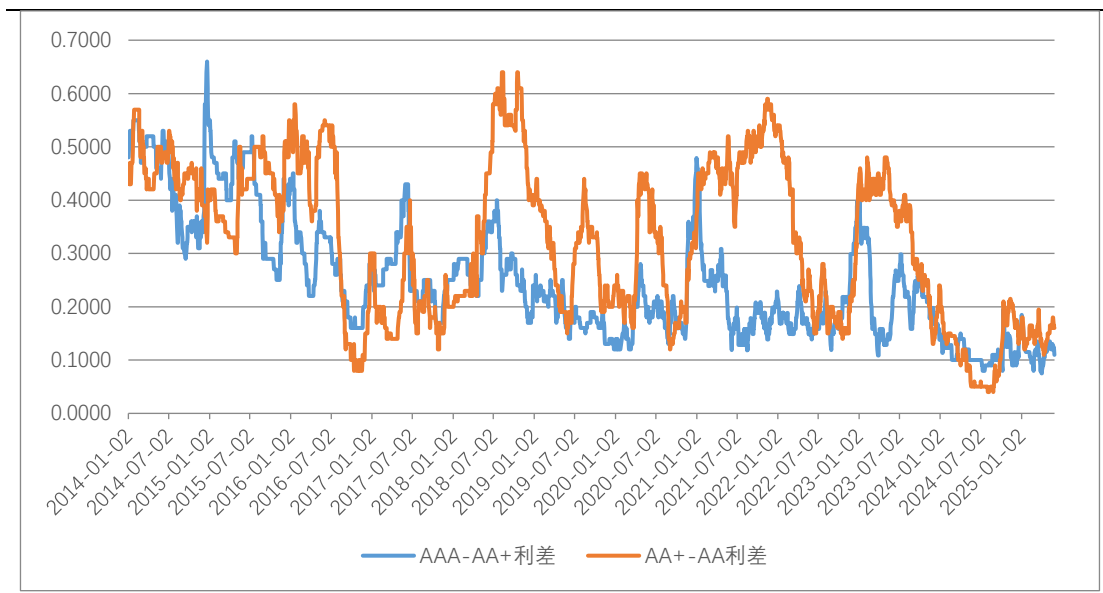
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	1.7052	1.80%	1.11
信用债(AAA):3 年	1.8977	3.90%	-2.64
信用债(AAA):5 年	2.0394	4.50%	-0.48
信用债(AA+):1 年	1.7552	1.10%	-0.89
信用债(AA+):3 年	1.9777	3.40%	-1.64
信用债(AA+):5 年	2.1594	4.60%	-1.48
信用债(AA):1 年	1.7952	0.80%	-1.89
信用债(AA):3 年	2.0777	1.60%	-1.64
信用债(AA):5 年	2.3294	3.60%	0.99

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 3.75bp、缩小 0.75bp、扩大 0.25bp，5Y-3Y 利差分别扩大 2.16bp、扩大 0.16bp、扩大 2.63bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 8p，较上周扩大 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 10bp，较上周持平。

图 3：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：阶段性震荡有利于 A 股回归慢牛趋势

1) 权益市场走势复盘：本周市场表现分化，消费风格表现较强

本周市场整体上涨，上证指数（-1.18%）、深证成指（-0.83%）、沪深 300（-0.81%）、科创 50（-5.42%）、中证 500（-1.85%）、中证 1000（-2.59%），均表现较弱；创业板指（2.35%），表现较强。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 0.16%；金融风格表现较弱，下跌 2.74%。分行业来看，申万一级行业中电力设备、综合、有色金属表现较强，分别上涨 7.39%、5.38%、2.12%；国防军工、非银金融、计算机表现较弱，分别下跌 10.25%、7.27%、4.96%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 26032.01 亿元，较上周减少 3799.30 亿元。

2) 权益市场展望：

8 月下半月 A 股一度加速，8 月 26 日起市场开启震荡，或因市场对于九三阅兵前上涨的预期过于一致，且累积浮盈较大，而阅兵后、“十五五”规划前缺乏政策发力窗口，导致部分资金落袋为安。截至 9 月 5 日，沪指最大回撤 4.01%，三连阴后一度收盘失守 3800 点。美国劳动力市场持续降温，美联储降息预期进一步强化。美

股科技股连续修复，周五沪指重新站回 3800 点位上方，科技、有色板块领涨。

牛市多剧烈波动，但当前市场交投热情仍然维持高位，场外潜在资金充足，资本市场政策鼓励资金进场。中期看，新旧动能转变作为本轮经济转型牛的核心驱动仍在稳步推进之中，阶段性震荡不改中期牛市趋势。当前杠杆资金绝对额处于较高水平，市场担心杠杆资金在股市震荡期被迫降低仓位，从而引发连锁抛售。本轮经济转型牛中，“稳股市”政策地位不仅处于最高政策目标之一，“稳股市”政策工具的实际运行效果也得到验证，效果喜人，“稳股市”政策有望推动本轮牛市以慢牛趋势发展。根据 2025 年中报上市基金持有人披露情况，通过汇金 5 支重仓的 ETF 来观测“国家队”的动向，用剔除此 5 支 ETF 外的其他股票型 ETF 来观测市场被动资金动向。总体来看，“国家队”在 ETF 市场上体现出较强的逆向调控风格，符合其“稳股市”的职责。去年 924 政策转向后，市场情绪被扭转，“国家队”和市场被动资金均在短时间内大量净申购。之后随市场转暖，市场被动资金仍在进一步流入，而“国家队”政策托底资金有序离场。进一步看，由于汇金 5 只重仓 ETF 主要为沪深 300ETF 和上证 50ETF，主要体现中国旧核心资产，“国家队”和市场被动资金动向相反，且申赎量级分歧较大，这或显示市场被动资金更多流入新经济领域。今年 4 月美国“对等关税”引发市场波动，“国家队”迅速发声并快速大量增持主要宽基 ETF，成功稳定市场。市场稳定后，“国家队”再次有序退场。

后续政策方面，预计“反内卷”政策作为本轮经济转型的重要一环，相关政策有望持续推进。二季度全部 A 股盈利当前虽然仍处于磨底阶段，但 7 月“反内卷”政策推出后，7 月工业企业数据已初步显现出前期反内卷政策效果，价格回落趋势被遏制，PPI 降幅扩大趋势已被遏制。若未来 PPI 与产能利用率或迎来同步上行阶段，A 股业绩企稳回升，市场或将转向大盘风格。

军工方面，下半年军工板块业绩有望优于上半年。一是 2025 年为十四五收官，十五五谋篇布局之年，订单需求节奏有望改善，近期部分企业披露了大额订单落地，释放了一些需求修复迹象。同时，规划初步明确后中上游有望提前得到部分订单需求。二是去年下半年，行业整体受审价等因素受到一定冲击。今年整体而言，降价压力逐步释放。同时，从上半年来看，行业寻找新增量初具成效，商业航天、低空经济、军事智能化、军贸等大军工、新需求赛道贡献收入增多，增量化需求打开行业天花板。

展望未来，新旧动能转变作为本轮经济转型牛的核心驱动仍在稳步推进之中，“稳股市”政策地位不仅处于最高政策目标之一，“稳股市”政策工具的实际运行效果也得到验证。因此，未来阶段性震荡有利于中期回归慢牛趋势。结构上，人工智能、资源品、券商仍为 A 股中期主线。后续关注国内“反内卷”与内需刺激方面的政策部署，以及“十五五”规划政策线索。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637