

## 赎回冲击叠加情绪偏弱，债市压力加大

——债市周评（2025年9月8日-9月12日）

### 摘要:

本周以来，央行持续净回笼，资金面超预期收敛，资金价格上行。后半周随着央行开启净投放，资金价格有所下行。总体来看，全周 DR001 上行 5bp 至 1.3646%，R001 上行 4bp 至 1.3979%，DR007 上行 2bp 至 1.4575%，R007 上行 1bp 至 1.4651%。下周逆回购到期 12,645 亿元，国库定存到期 1,200 亿元，到期规模大，同时存单到期金额仍处高位，银行负债端缺口或对资金面造成扰动，但预计央行会维持投放力度呵护税期及资金面，预计资金面或保持相对平稳。

2025 年 8 月，新增社融 2.57 万亿（前值 1.13 万亿），社融存量同比 8.8%（前值 9.0%），政府债融资受去年财政节奏后置的高基数影响，同比少增 2519 亿元，对社融拉动减弱。8 月人民币贷款新增 5900 亿元，同比少增 3100 亿元，中长期信贷需求依然偏弱。M2 增速平稳，M1 受低基数影响继续回升，“M2-M1 剪刀差”收窄，但主要是受基数效应影响，资金使用效率难言提升。居民存款回落，非银存款多增，居民存款搬家现象仍在继续。

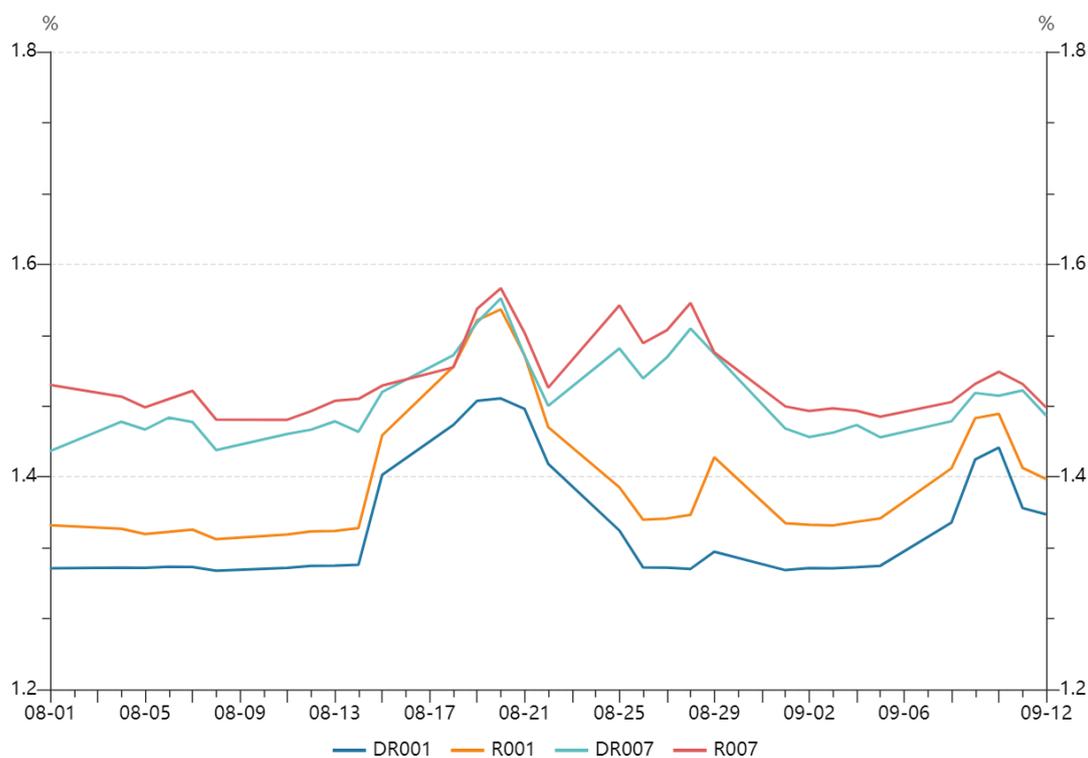
一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 10,345 亿元，比上周增加 4715 亿元。本周前半周资金面超预期收敛，受公募基金赎回费率改革征求意见稿影响，基金大额赎回致市场陷入恐慌情绪，长端利率大幅上行，10 年国债活跃券触及 1.8325%，30 年国债活跃券最高上行至 2.111%，后半周央行重启国债买卖预期再起，叠加央行转为净投放后资金价格逐步下降，利率有所反弹，**全周债券利率先上后下，长端上行幅度较大，利率曲线走陡**。近期股市强劲势头仍存，债市持续偏弱，虽股债相关性有一定程度减弱，但债市暂未走出独立行情，股市资金分流、公募费率改革以及季末资金面冲击仍会在短期内影响债市情绪，**当前市场处于对利空更为敏感的脆弱状态，债市持续修复的行情可能仍需等待。**

## 一、流动性收敛，资金价格先升后降

本周以来，央行持续净回笼，资金面超预期收敛，资金价格上行。后半周随着央行开启净投放，资金价格有所下行。总体来看，全周 DR001 上行 5bp 至 1.3646%，R001 上行 4bp 至 1.3979%，DR007 上行 2bp 至 1.4575%，R007 上行 1bp 至 1.4651%。央行公开市场操作方面，本周逆回购投放 12,645 亿元，逆回购 10,864 亿元到期，净投放资金 1,961 亿元，公告投放买断式逆回购 6,000 亿元（3,000 亿元到期）。本周存单发行量为 7,821 亿元，1 年期 AAA 存单利率比上周上行 1.68bp，收于 1.68%，3 个月 AAA 存单利率上行 1bp，收于 1.57%。

下周逆回购到期 12,645 亿元，国库定存到期 1,200 亿元，到期规模大，同时存单到期金额仍处高位，银行负债端缺口或对资金面造成扰动，但预计央行会维持投放力度呵护税期及资金面，预计资金面或保持相对平稳。

图 1 近期资金利率走势



数据来源：Wind

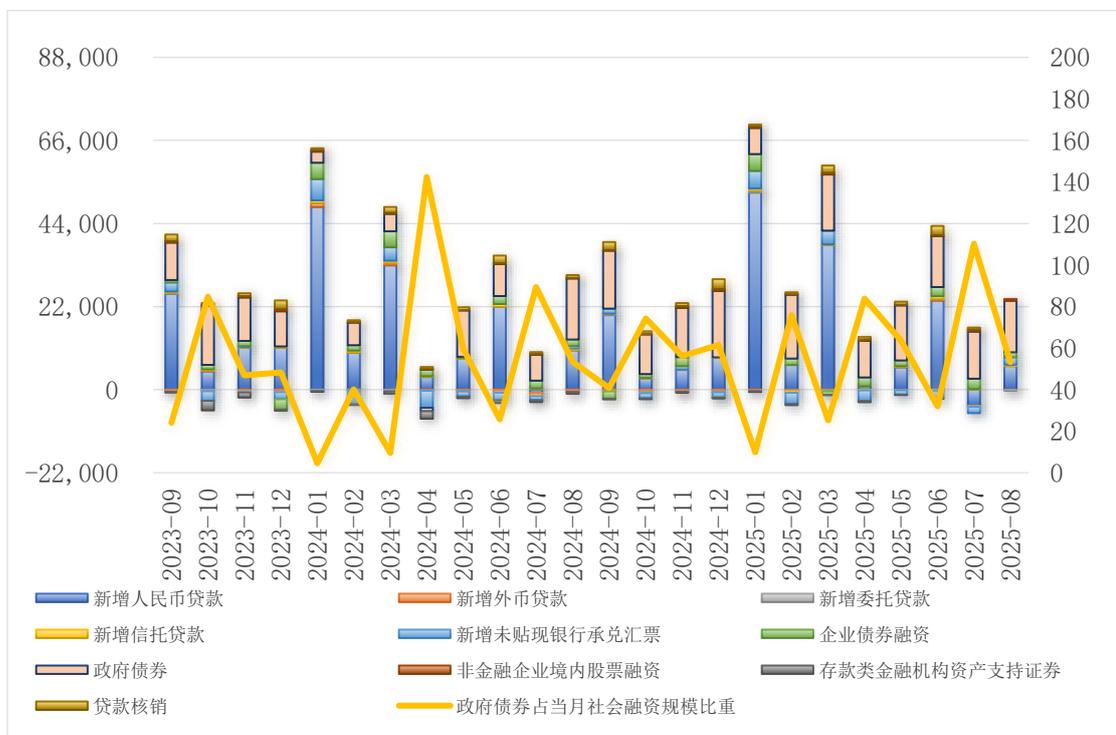
## 二、社融增速回落，存款搬家延续

2025 年 8 月，新增社融 2.57 万亿（前值 1.13 万亿）。社融存量同比 8.8%（前值 9.0%），其中新增人民币贷款 6233 亿元，新增政府债券融资达到 1.37 万亿元，政府债融资仍处高位，但受去年财政节奏后置的高基数影响，同比少增 2519 亿元，对社融拉动减弱。8 月人民币贷款新增 5900 亿元，同比少增 3100 亿元。其中居民短期贷款增长 105 亿元，同比少增 611 亿元，居民中长期贷款增长 200 亿元，同比少增 1100 亿元；企（事）业单位短期贷款增长 700

亿，同比多增 2600 亿元，企（事）业单位中长期贷款增长 4700 亿元，同比少增 200 亿元，票据融资增长 531 亿元，同比少增 4920 亿元。中长期信贷需求依然偏弱。

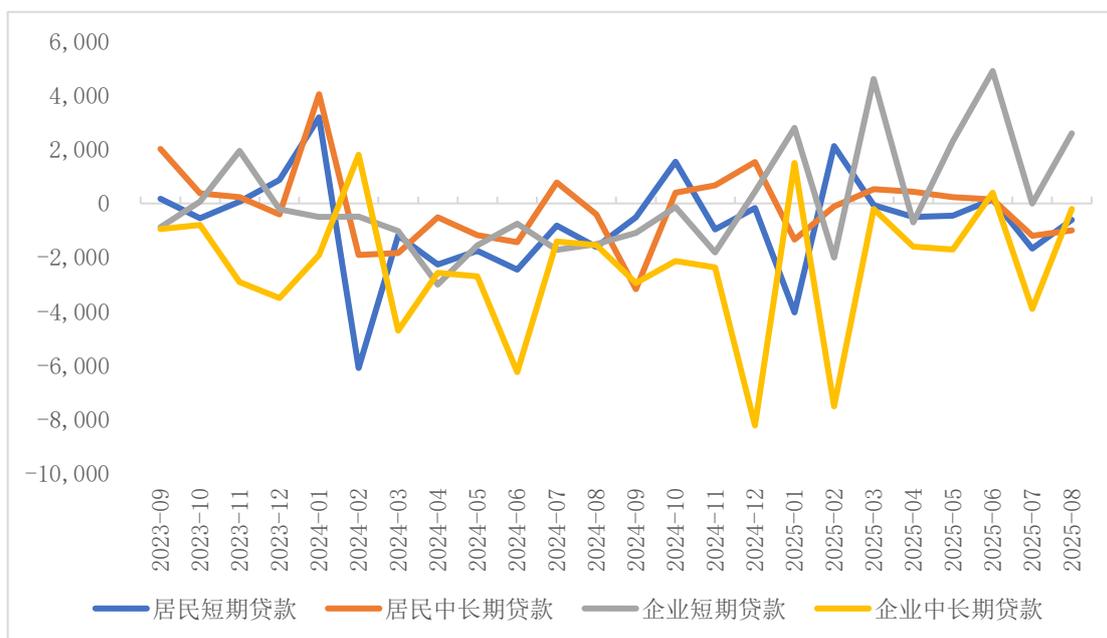
8 月 M2 同比 8.8%（前值 8.8%），新口径 M1 同比 6%（前值 5.6%）。M2 增速平稳，M1 受低基数影响继续回升，“M2-M1 剪刀差”收窄，但主要是受基数效应影响，资金使用效率难言提升。8 月人民币存款增加 20600 亿元，其中，居民存款增长 1100 亿元，同比少增 6000 亿元；非金融企业存款增长 2997 亿元，同比少增 503 亿元；财政性存款增长 1900 亿元，同比少增 3687 亿元；非银行业金融机构存款增长 11800 亿元，同比多增 5500 亿元。居民存款回落，非银存款多增，体现居民存款搬家现象仍在继续。

图 2 社融规模增量结构



数据来源：wind

图3 新增居民与企业贷款同比变化



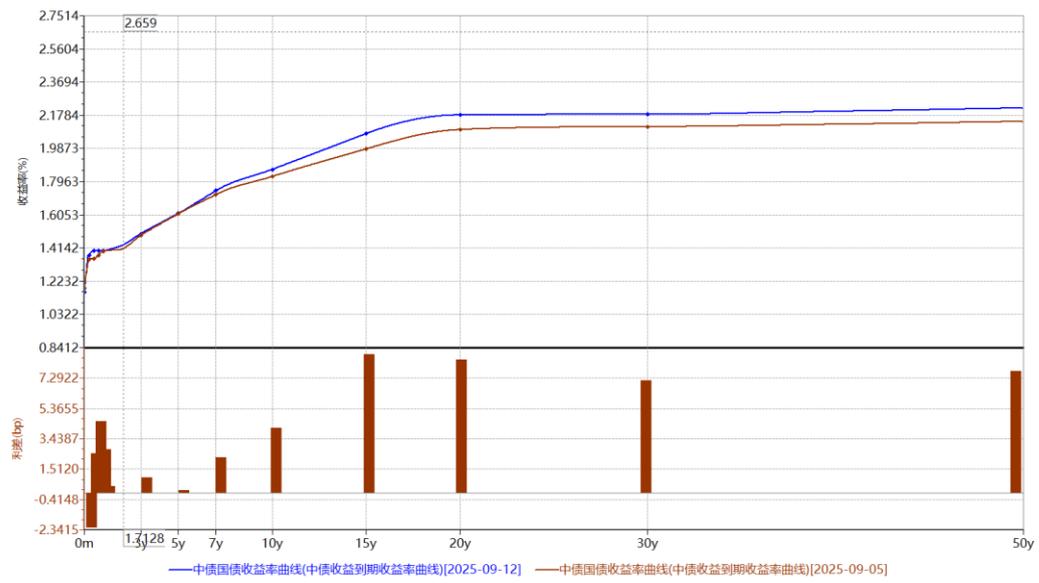
数据来源：wind

### 三、债市情绪较弱，利率先上后下

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 10,345 亿元，比上周增加 4715 亿元。本周前半周资金面超预期收敛，受公募基金赎回费率改革征求意见稿影响，基金大额赎回致市场陷入恐慌情绪，长端债券大幅上行，10 年国债活跃券触及 1.8325%，30 年国债活跃券最高上行至 2.111%，后半周央行重启国债买卖预期再起，叠加央行转为净投放后资金价格逐步下降，利率有所反弹，全周债券利率先上后下，长端上行幅度较大，利率曲线走陡。截至 9 月 12 日，1 年期国债收 1.4000%，较上周上行 0.4bp；5 年期国债收 1.6139%，较上周上行 0.2bp；10 年期国债收 1.8670%，较上周上行 4bp；30 年期国债收 2.1840%，较上周上行 7bp。1 年期国开债收 1.5780%，较上周上行 4bp；5 年期国开债收 1.8152%，较上周上行 6bp；10 年期国开债收 2.0284%，较上周上行 16bp。

近期股市强劲势头仍存，债市持续偏弱，虽股债相关性有一定程度减弱，但债市暂未走出独立行情，股市资金分流、公募费率改革以及季末资金面冲击仍会在短期内影响债市情绪，当前市场处于对利空更为敏感的脆弱状态，债市持续修复的行情可能仍需等待。

图4 国债收益率期限结构



数据来源:Wind