

税期资金收敛，债市震荡调整

——债市周评（2025 年 9 月 15 日-9 月 19 日）

摘要:

本周在税期走款扰动下，资金面收敛，各期限价格上行，此外北交所打新也一定抬升资金需求。全周 DR001 上行 10bp 至 1.4644%，R001 上行 10bp 至 1.4993%，DR007 上行 5bp 至 1.5096%，R007 上行 5bp 至 1.5160%。银行融出水平回落，本周银行体系日均净融出规模 3,1597 亿元，较前周下降 3,381 亿元。下周逆回购到期 18,268 亿元，MLF 到期 3,000 亿元，到期压力大；存单到期规模仍居高位，到期金额达 9,692.1 亿，银行负债端缺口或对资金面造成扰动。恰逢跨季跨假期时点，预计央行会进行 7 天与 14 天逆回购操作呵护资金面平稳运行，预计资金面保持均衡。

8 月经济数据延续收敛。生产方面，工业生产增速回落但仍具韧性，高技术制造业加速扩张，新兴产业动能强劲。投资方面，受房地产仍处于深度调整期，显著拖累投资增速放缓，制造业投资与基础设施投资增速有所回落，但对整体投资仍具拉动作用。消费方面，消费增速放缓，促消费政策有待加力。8 月社零连续第三个月回落，当前消费仍较大程度上依赖于政策补贴，内生修复动力仍需培育。

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 6,645.39 亿元，比上周减少 3,699.61 亿元。受重启国债买卖预期博弈、公募费率改革、股债跷跷板等因素影响，本周债市收益率先下后上，总体保持震荡，曲线小幅走陡。下周，季末资金扰动相对可控，债市或仍区间震荡。临近季末，叠加银行负债端压力边际加大，资金面存在一定压力，但央行呵护态度未改，预计跨季资金平稳运行，资金面扰动相对可控。目前基本面偏弱与资金面宽松等利多因素推动收益率下行的作用有限；央行重启买债预期、四季度政府债发行偏缓、权益市场调整等有助于债市一定程度回暖修复，但目前债市情绪脆弱，短期内债市可能延续震荡格局。

一、税期引发资金面边际收敛，资金价格上行

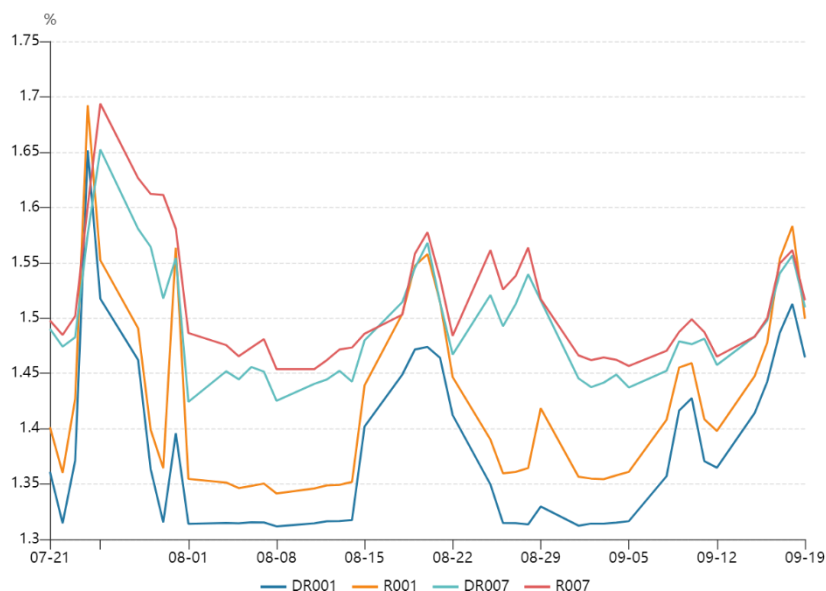
本周在税期走款扰动下，资金面收敛，各期限价格上行，此外北交所打新也抬升资金需求。总体来看，全周 DR001 上行 10bp 至 1.4644%，R001 上行 10bp 至 1.4993%，DR007 上行 5bp 至 1.5096%，R007 上行 5bp 至 1.5160%。央行公开市场操作方面，本周逆回购投放 18,268 亿元，逆回购 12,645 亿元到期，净投放资金 5,623 亿元，6M 买断式逆回购投放 6,000 亿元（3,000 亿元到期）。银行融出水平回落，本周银行体系日均净融出规模 3,1597 亿元，较前周下降 3,381 亿元。

9 月 19 日下午，央行公告将 14 天逆回购调整为“多重价位招标”，有利于央行优化流动性投放的节奏和期限安排，防止大额集中到期而引起资金超预期波动，且定价机制更为市场化之后，预计 14 天逆回购的中标利率有望下行。下周或将开启 14 天逆回购，呵护跨节资金面平稳运行。

本周同业存单净融资规模为 1,343.60 亿元(前值为-4,683.10 亿元),平均发行利率 1.6410% (前值为 1.6264%)；存单到期收益率小幅上行，3 个月 AAA 存单利率上行 1.5bp，收于 1.5750%；1 年期 AAA 存单利率上行 0.5bp，收于 1.6750%。

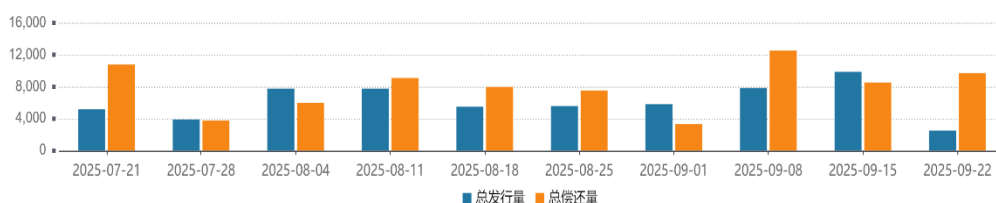
下周逆回购到期 18,268 亿元，MLF 到期 3,000 亿元，到期压力大；存单到期规模仍居高位，到期金额达 9,692.1 亿，银行负债端缺口或对资金面造成扰动。恰逢跨季跨假期时点，预计央行会进行 7 天与 14 天逆回购操作呵护资金面平稳运行，预计资金面保持均衡。

图 1 近期资金利率走势



数据来源：Wind

图 2 近期同业存单发行与到期情况



数据来源：wind

二、8 月经济数据延续收敛

工业生产增速回落，但仍具韧性。中国 8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，较前值 5.7% 回落 0.5 个百分点，连续第二个月调整，但仍保持在 5% 以上的增速，具有一定韧性。1—8 月累计同比增长 6.2%，环比增长 0.38%，略低于 7 月，处于历年平均水平。其中，高技术制造业加速扩张，增加值同比增长 9.3%，显示新兴产业动能强劲。当期增速放缓，主要是外需持续承压，拖累相关出口行业以及受“反内卷”政策影响，部分上游企业阶段性减产导致生产收缩。总体来看，8 月工业生产延续稳中向好的态势，新兴产业动力持续增强。但也要看到，外需和企业盈利压力仍存，在有效需求偏弱的背景下后续需继续巩固工业经济回升基础。

投资增速放缓，受房地产拖累明显。1-8 月全国固定资产投资累计同比增长 0.5%，增速较 1-7 月放缓 1.1 个百分点；8 月当月同比增速-7.1%，较前值-5.3% 进一步回落。8 月投资三大类增速均有所放缓，1-8 月，基础设施投资累计同比增长 5.4%（前值 7.3%），增速较上月有所放缓，但重点项目仍在加速推进；制造业投资增长 5.1%（前值 6.2%），比全部投资高出 4.6 个百分点，体现对投资的核心拉动作用；房地产开发投资降幅扩大至 12.9%（前值-12.0%），当前房地产市场仍处于深度调整期，仍是主要拖累项。

消费增速放缓，促消费政策有待加力。8 月社零同比增速 3.4%，较 7 月回落 0.3 个百分点，连续第三个月回落，表明当前消费修复动力仍有待提升。当前消费仍较大程度上依赖于政策补贴，内生修复动力仍需进一步培育。由于 9 月起部分地区取消或收窄国补范围，相关行业年内增速或有所放缓。

图 3 工业增加值

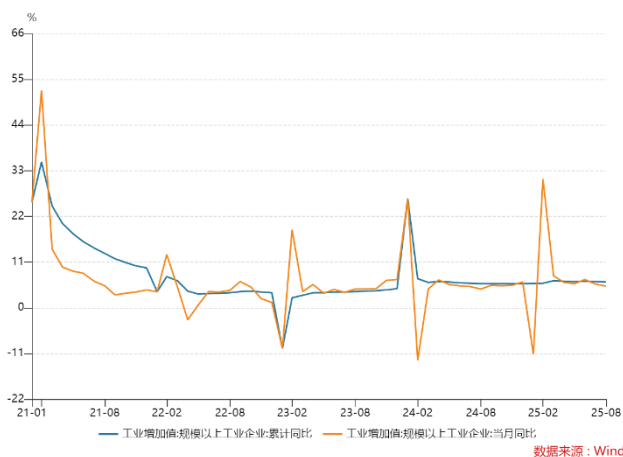


图 4 工业增加值当月同比 (分行业)



图 5 固定资产投资累计同比增速

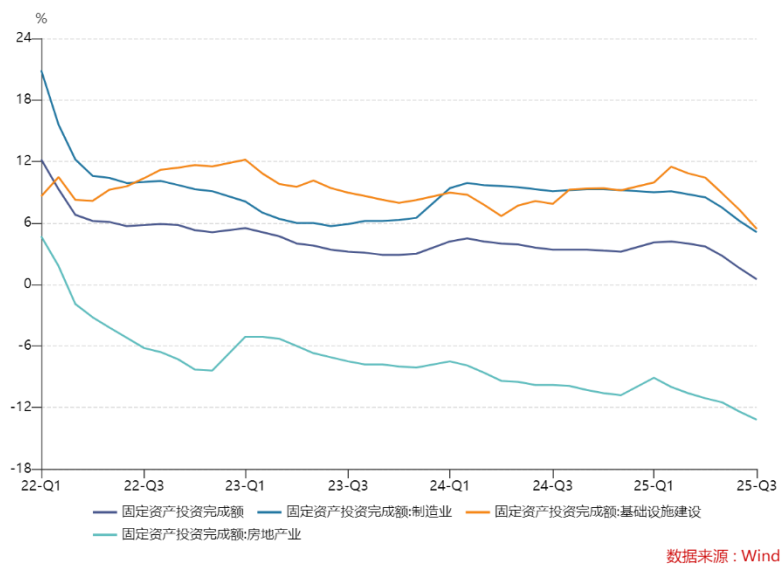
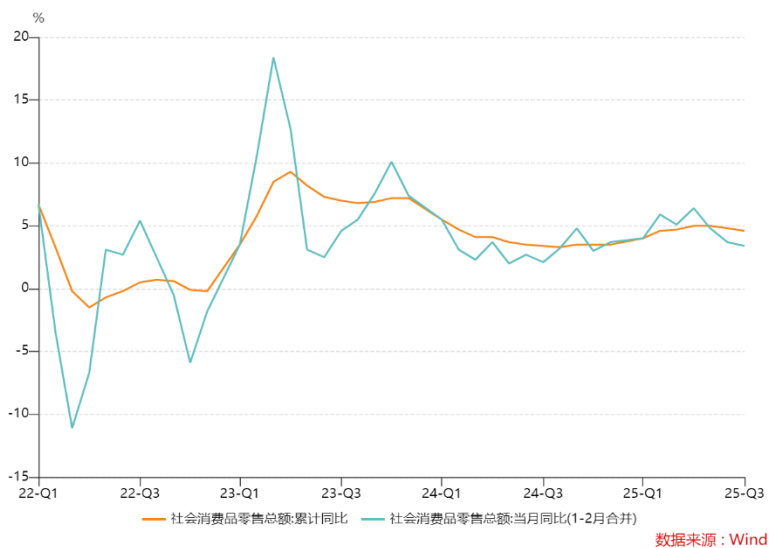


图 6 社会消费品零售总额累计与当月同比增速



三、债市窄幅震荡，收益率先下后上，曲线小幅走陡

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 6,645.39 亿元，比上周减少 3,699.61 亿元。本周债市收益率先下后上，总体保持震荡，曲线小幅走陡。具体来看，周一，八月经济数据不及预期，债市盘中偏强，尾盘中美会谈、“反内卷”消息扰动，收益率上行。周二，市场对央行重启买卖国债预期再度发酵，收益率下行。周三，国债买卖预期继续发酵，叠加二十年国债发行超预期，午后收益率显著下行。周四，美联储降息 25bp 符合预期，资金偏紧，债市走弱。周五，国债一级发行结果较差，叠加宽信用预期压制、对中美贸易会谈观望，下午收益率普遍上行。截至 9 月 19 日，1 年期国债收 1.3900%，较上周下行 1bp；5 年期国债收 1.6186%，较上周上行 0.47bp；10 年期国债收 1.8789%，较上周上行 1.19bp；30 年期国债收 2.1996%，较上周上行 1.56bp。1 年期国开债收 1.6264%，较上周上行 4.84bp；5 年期国开债收 1.7932%，较上周下行 2.2bp；10 年期国开债收 2.0268%，较上周下行 0.16bp。

季末资金扰动相对可控，债市或仍区间震荡。临近季末，叠加银行负债端压力边际加大，资金面存在一定压力，但央行呵护态度未改，预计跨季资金平稳运行，资金面扰动相对可控。目前基本面偏弱与资金面宽松等利多因素推动收益率下行的作用有限；央行重启买债预期、四季度政府债发行偏缓、权益市场调整等有助于债市一定程度回暖修复，但目前债市情绪脆弱，短期内债市可能延续震荡格局。

图 7 国债收益率期限结构

