

中美关税冲突再起，风险偏好下行，债市走强

——债市周评（2025 年 10 月 9 日-10 月 17 日）

摘要:

节后两周流动性逐步宽松，资金价格回到跨季前的水平。DR001、R001、DR007、R007 分别较国庆节前变动-6.6BP、-16.9 BP、-2.9 BP、-14.3BP 至 1.32%、1.36%、1.41%、1.47%。公开市场操作方面，近两周（10.9-10.17）央行投放 35101 亿元，逆回购到期回笼 46343 亿元，实现净回笼 11242 亿元。尽管这两周都面临较大额的公开市场到期，但在央行主动呵护的情况下，资金价格回到跨季前的水平。机构资金供给方面，近两周银行融出规模显著提升。近两周同业存单加权发行利率下行。同业存单一级市场方面，近两周的加权发行利率均低于节前的 1.66%，回到跨季前的水平。二级市场方面，本周 1 年期 AAA 同业存单收益率收于 1.67%。展望下周，资金面压力不大，资金价格有望维持低位运行，具体来看：一是公开市场到期量较小，二是政府债缴款压力较小，三是存单到期压力不大。

近两周（10.9-10.17）要点：中美关税冲突再起；9 月金融数据出炉：社融和信贷依旧偏弱，M2-M1 剪刀差缩窄。中美关税冲突再起，市场对此次关税威胁的担忧情绪急剧上升。此次美方的各种关税威胁更像是给新一轮中美谈判积累筹码以获得谈判的主动权。下一轮中美经贸谈判大概率会在 APEC 峰会期间（10 月末）进行，期间不排除双方为会谈争取筹码，短期内加剧贸易摩擦的可能性。金融数据方面，社融增速受到 9 月政府债净发行减少（今年政府债发行前置）拖累连续小幅回落；信贷需求仍较疲软，居民需求有待提振，企业端结构有所改善；M2 与 M1 剪刀差收窄，货币活化程度提升。展望未来，国内新型政策性金融工具已启动投放，或将有助于拉动企业贷款需求。

中美贸易摩擦升温，市场风险偏好下行，近两周债市走强，收益率下行。相比国庆节前，1 年国债活跃券收益率上行 1.50BP 至 1.40%，3 年、5 年、10 年、30 年国债活跃券收益率分别下行 0.75BP、1.25BP、3.70BP、6.20BP 至 1.51%、1.58%、1.75%、2.07%；1 年国开债活跃券收益率略微上行 0.25BP 至 1.60%，3 年、5 年、10 年、20 年国开债活跃券收益率分别下行 1.00BP、1.75BP、5.75BP、5.50BP 至 1.77%、1.7725%、1.91%、2.19%。

展望后市，目前国内需求仍然不足，基本面仍处于修复阶段，债市缺乏大幅上行的基础。但目前债市交易的重心不在基本面，收益率主要受风险偏好和机构行为影响。当前债市在风险偏好下行中有所修复，但需警惕机构年末前有提前兑现收益的需求。短期内债市仍缺乏明确方向，后续需重点关注中美贸易谈判进展、基金销售新规落地和权益市场波动。

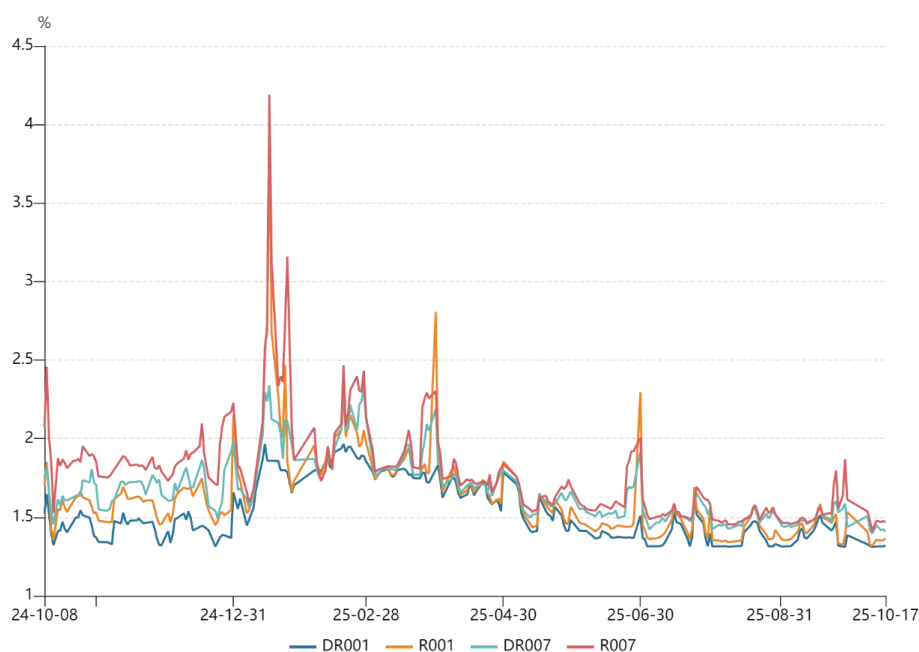
一、节后流动性逐步宽松

节后两周流动性逐步宽松，资金价格回到跨季前的水平。DR001、R001、DR007、R007 分别较国庆节前变动-6.6 BP、-16.9 BP、-2.9 BP、-14.3BP 至 1.32%、1.36%、1.41%、1.47%。公开市场操作方面，近两周（10.9-10.17）央行投放 35101 亿元，逆回购到期回笼 46343 亿元，实现净回笼 11242 亿元。尽管这两周都面临较大额的公开市场到期，但在央行主动呵护的情况下，资金价格回到跨季前的水平。机构资金供给方面，受益于银行跨季后负债压力的缓解，近两周银行融出规模显著提升。银行体系日均净融出升至 4.0 万亿元以上，融出规模周内曾触及 4.6 万亿元。其中，大行及政策行日均净融出量达 4.2 万亿元以上，融出规模于周尾达到 5.0 万亿元。

近两周同业存单加权发行利率下行。同业存单一级市场方面，上周发行量为 2159.7 亿元，净融资规模为 810.2 亿元，加权发行利率为 1.62%。本周发行量达 7295.3 亿元，净融资规模为 2246.6 亿元，加权发行利率为 1.63%。近两周的加权发行利率均低于节前的 1.66%，回到跨季前的水平。二级市场方面，本周 1 年期 AAA 同业存单收益率收于 1.67%。

展望下周，资金面压力不大，资金价格有望维持低位运行，具体来看：一是公开市场到期量较小，二是政府债缴款压力较小，三是存单到期压力不大。首先，下周公开市场到期量较小，逆回购到期 7891 亿元，处于今年以来的较低周水平。然后，政府债缴款压力较小，由于政府债到期量提升，下周政府债净缴款仅为 1584 亿元。再者，存单到期压力对流动性影响不大，下周将有 6178.9 亿元同业存单到期。综上，资金价格有望维持低位运行。

图 1 近期资金利率走势



数据来源：Wind

二、近两周（10.9-10.17）要点：中美关税冲突再起；9月金融数据出炉：社融和信贷依旧偏弱；M2-M1剪刀差缩窄。

1、中美关税冲突再起。近期，美方再次挑起关税冲突：10月3日，美国宣布14日起对进入美国港口的中国拥有、运营或建造的船舶征收额外费用。10月8日，美国商务部将15家中国公司列入出口管制实体清单。10月9日，美国参议院通过了限制英伟达、AMD向中国出口AI芯片的措施。10月10日，美国总统表示11月1日起对来自中国的所有产品征收100%的关税，以及限制所有关键软件出口。针对美方的一系列举措，中方进行了一系列的反制措施：10月9日中国商务部表示11月9日起对部分中重稀土相关物项实施出口管制，即日起对稀土相关技术实施出口管制等。10月10日中国宣布即日起对美国相关船舶征收“特别港务费”。同日，中国宣布对高通公司收购Autotalks启动反垄断调查。中美关税冲突再起，市场对此次关税威胁的担忧情绪急剧上升，美国三大股指、港股夜期均下行，国内债市亦走强。随后，美国总统对中美贸易摩擦释放缓和信号，本周初市场积极进行TACO交易。随着美国黑五和圣诞节等消费时点的到来，若100%关税实施可能将进一步推高美国国内物价，加剧其通胀压力，部分商品也可能存在断供风险；且关税威胁的落地日大多为11月。由此看来，美方的各种关税威胁更像是给新一轮中美谈判积累筹码以获得谈判的主动权。下一轮中美经贸谈判大概率会在APEC峰会期间（10月末）进行，期间不排除双方为会谈争取筹码，短期内加剧贸易摩擦的可能性。

2、9月金融数据出炉：社融和信贷依旧偏弱；M2-M1剪刀差缩窄。10月15日，中国人民银行发布了9月金融统计数据：

（1）社会融资规模增量为3.53万亿元，预期3.27万亿元，同比少增2297亿元，增速8.7%，较上月下降0.1%。新增社融规模增速连续两个月下降，反映融资需求整体偏弱。从结构上看，主要由于贷款和政府债券融资同比少增。社融口径贷款新增1.60万亿元，同比少增3662亿元，为社融拖累项。政府债净发行1.2万亿元，同比少增3471亿元，主要由于去年同期基数较高。今年财政发力前置明显，预计后续月份政府债对社融拉动作用减弱。企业债券融资新增105亿元，同比多增2031亿元。表外融资扩张，同比多增1869亿元。

（2）新增人民币贷款1.29万亿元，预期1.39万亿元，同比少增3000亿元，增速6.6%，较8月的6.8%有所放缓。实体信贷继续同比少增，显示实体经济需求仍然疲软。从结构上看，**居民需求有待提振，企业端结构有所改善。**从居民部门看，居民短期贷款新增1421亿元，同比少增1279亿元，表明消费贷贴息政策暂对提振居民需求的效果有限；居民中长期贷款新增2500亿元，同比多增200亿元，表明居民购房需求有所回暖但不强。从企业部门看，企业短期贷款新增7100亿元，同比多增2500亿元，是主要拉动项；企业中长期贷款新

增 9100 亿元，同比少增 500 亿元；企业票据融资减少 4026 亿元，同比少增 4712 亿元，表明冲量诉求较之前减少，企业端结构有所改善。

(3) M2 同比增长 8.4%，预期 8.5%，前值 8.8%；M1 同比增速 7.2%，预期 6.0%，前值 6.0%。M2 增速较 8 月放缓，主要是由于财政、非银存款减少。财政存款少增 8400 亿元，同比少增 6042 亿元，显示政府支出明显加快；非银存款减少 1.06 万亿元，同比少增 1.97 万亿元，主要由于去年 924 政策出台后股市活跃导致非银存款基数较高，同时今年 9 月权益市场高位盘整，居民存款搬家入市进程减缓，且资金或回流银行。此外，M1 增速超市场预期，环比上升，一是低利率环境下定期存款流向理财等存款替代品，二是今年股市活跃吸引部分居民持币观望，三是财政支出提速。M2 与 M1 剪刀差收窄，较上月下降 1.6%，货币活化程度提升。

总体来看，金融数据符合预期，社融增速受到政府债净发行减少拖累连续小幅回落；信贷需求仍较疲软，居民需求有待提振，企业端结构有所改善；M2 与 M1 剪刀差收窄，货币活化程度提升。展望未来，国内新型政策性金融工具已启动投放，或将有助于拉动企业贷款需求。

三、中美贸易摩擦升温，市场风险偏好下行，近两周债市走强，收益率下行。

一级发行方面，上周国债累计发行 2305 亿元，净发行 1843.6 亿元；本周国债累计发行 2760 亿元，净发行 166.3 亿元，较上周大幅减少，未来一周计划发行国债 6330 亿元。上周政策性金融债累计发行 461.1 亿元，净发行 341.1 亿元；本周政策性金融债累计发行 1423.6 亿元，净发行 233.4 亿元。上周地方政府债累计发行 102.54 亿元，净发行-245.6 亿元；本周地方政府债累计发行 323 亿元，净发行-197.8 亿元，未来一周预计有 2472.3 亿元地方政府债发行，较近两周大幅增加。

二级市场方面，上周中美贸易冲突再起，市场风险偏好提升，债市走强。本周周初市场对关税摩擦进行 TACO 交易，债市回调；后半周权益市场有所调整，避险情绪升温，现券收益率总体下行，超长端品种表现较为突出。近两周债市收益率走出“下行—上行—下行”的行情，总体看，现券收益率震荡下行。相比国庆节前，1 年国债活跃券收益率上行 1.50BP 至 1.40%，3 年、5 年、10 年、30 年国债活跃券收益率分别下行 0.75BP、1.25BP、3.70BP、6.20BP 至 1.51%、1.58%、1.75%、2.07%；1 年国开债活跃券收益率略微上行 0.25BP 至 1.60%，3 年、5 年、10 年、20 年国开债活跃券收益率分别下行 1.00BP、1.75BP、5.75BP、5.50BP 至 1.77%、1.7725%、1.91%、2.19%。**上周，债市收益率普遍下行：**受美国宣布加征关税幅度略超市场预期的影响，债市收益率出现较快下行，3 年、5 年、7 年、10 年及 30 年期国债收益率分别下行 1.75BP、2.25BP、4.00BP、4.60BP 至 1.50%、1.57%、1.74%、2.08%。**周一，债市**

收益率普遍回调上行：由于上周天美方对中美贸易摩擦释放缓和信号，本周初市场积极进行TACO 交易，权益市场先低开后走强，叠加进出口数据大超预期，债券市场承压。短期国债小幅上行，中长期国债上行 1.8BP 左右，30 年期国债上行 3BP。**周二，债券收益率下行，长端表现好于短端：**由于资金面宽松、股市调整，现券收益率明显下行。股市开盘后，权益市场走弱，现券中长端收益率开始下行。午后股市跌幅扩大，债市收益率加速下行，尾盘 10 年、30 年国债活跃券收益率分别收于 1.75%和 2.11%，分别较前一日下行 0.85BP 和 0.90BP。**周三，债市走弱，收益率普遍小幅上行：**债券市场受到权益市场的情绪压制走弱，不过各期限收益率跌幅不大，上行幅度不到 1BP。10 年、30 年国债活跃券收益率分别上行 0.60BP 和 0.50BP 分别至 1.76%和 2.11%。**周四，债市回暖，超长端情绪转好，曲线显著走平：**国债大部分品种全天收益率变动幅度不到 1BP，10 年国债活跃券收益率下行 0.55bp 至 1.75%。而市场预期 25 特国 06 将重启续发，故 30 年国债收益率下行幅度超过 2BP。**周五，权益走弱，债市走强：**权益市场大幅下挫，债市超长端延续修复并领涨债市。国债大部分品种全天收益率下行幅度不到 1BP。30 年国债收益率下行 2.7BP。

展望后市，目前国内需求仍然不足，基本面仍处于修复阶段，债市缺乏大幅上行的基础。但目前债市交易的重心不在基本面，收益率主要受风险偏好和机构行为影响。当前债市在风险偏好下行中有所修复，但需警惕机构年末前有提前兑现收益的需求。短期内债市仍缺乏明确方向，后续需重点关注中美贸易谈判进展、基金销售新规落地和权益市场波动。

图 2 国债收益率期限结构

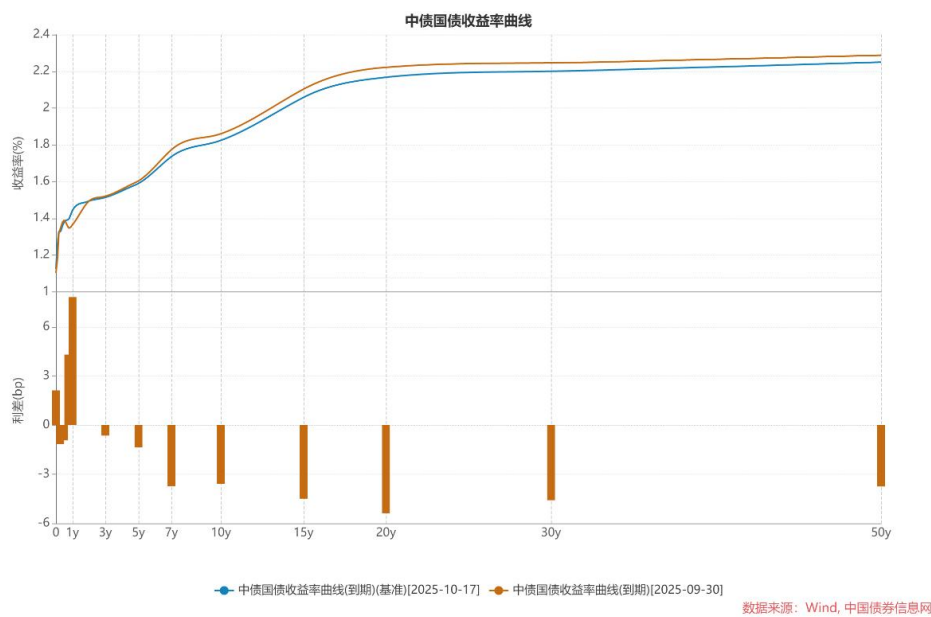


图 3 国开债收益率期限结构

