



2025 年 9 月 15 日

第 36 期•总第 935 期

基金费率改革引发赎回担忧
债券利率大幅上行

➤ 市场行情概览

资金市场		
9 月 12 日	利率	周变动基点
SHIBOR 隔夜	1.37	+1.40
SHIBOR 7 天	1.46	+2.20

债券市场		
9 月 12 日	利率	周变动基点
10Y 国债	1.86	+2.80
10Y 国开债	2.03	+14.93

外汇市场		
9 月 12 日	点位	周涨跌幅%
在岸人民币	7.1224	0.14%
美元指数	97.62	-0.12%

国内宏观数据		
指标同比	最新	较前值
CPI 同比	-0.40%	-0.40%
PPI 同比	-2.90%	+0.70%
M2 同比	8.80%	0.00%
存量社融规模同比	8.80%	-0.20%

编写：李晨曦
sfclcx@sinopec.com
5996-6487

审定：李勇
alexlee@sinopec.com
5996-6430

➤ 市场综述

票据与信贷市场：融资需求未见明显提振，但临近税期，资金面将略微收紧，票据依赖度下降，票据利率将窄幅震荡。8 月社融增速回落，主要原因是政府债基数抬升和新增实体信贷仍弱。居民信贷连续两个月位于历史极低位，企业端主要是短贷恢复，中长贷同比依然少增。

外汇市场：美国 8 月 CPI 小幅上升、PPI 增速放缓，劳动力市场降温和美联储降息预期强化，美元指数震荡稍跌，我国外贸韧性持续彰显，人民币汇率小幅走升。预计本周在岸人民币波动区间为 7.09-7.19。

资金市场：存单发行偏慢，影响银行融出意愿，资金面先紧后松，隔夜利率周五收于 1.40%。后市来看，银行融出明显减少，加之同业存单净融资持续为负，银行可能会形成负债端缺口，预计本周资金面小幅收敛。

债券市场：前半周，市场恐慌情绪加剧，参与者对利多敏感度下降、对利空敏感度上升，后半周，利多传闻下债券市场情绪一定好转。后市来看，短期内资金面、基本面难有新增的利好，即使央行重启国债买卖，可能也不会带动收益率快速下行，预计债券市场整体仍为震荡行情，10 年国债利率主要运行区间或为 1.75%-1.90%。

➤ 宏观数据

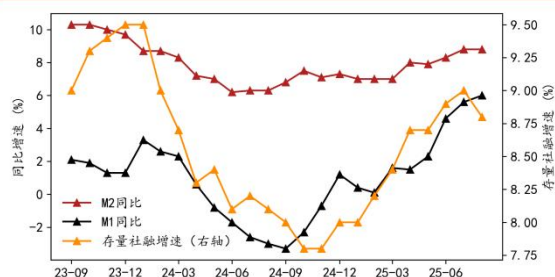
8 月 CPI 同比下降 0.4%，低于预期，环比弱于季节性。除翘尾因素外，主要原因食品价格拖累，以及极端天气的频次和强度较为突出，导致暑期出行降温，对非食品项带来一定拖累。PPI 方面，在反内卷政策带动部分行业供需边际改善的背景下，中上游价格修复，PPI 同比收窄，8 月 PPI 同比下降 2.9%，较上月 3.6%降幅收窄，环比持平，结束了连续 8 个月的环比下行。

➤ 信贷与票据市场回顾展望

回顾上周，前半周，主要大行持续配置跨年到期票，报价多以上调为主，叠加票源供给逐步向好，票价震荡上涨；后半周，主要大行多次降价配置足月票，买盘需求平稳释放，票价整体震荡下行。**后市来看**，经济数据不及预期，融资需求未见明显提振，但临近税期，且公开市场到期规模超万亿，预计资金面将略微收紧，同时本月消费贷发力，反内卷及削峰填谷政策使得票据依赖度下降，综合来看票据利率将窄幅震荡。

信贷方面，8月新增社会融资规模2.57万亿元，同比少增4630亿元，同比增速回落0.2个百分点，主要原因是政府债基数抬升和新增实体信贷仍弱。企业与居民信贷需求依然不容乐观，其中居民信贷已经连续两个月位于历史极低位，需观察后续贴息政策对居民贷款的提振作用。企业端环比有所改善，但主要是短贷恢复，一是受益于反内卷带动价格预期好转，部分企业回补库存，二是稳息差背景下，银行偏好短贷来满足企业部门的短期融资需求，三是银行加快了结构性工具的落地，而更能代表实体融资需求的企业中长贷，同比依然少增。

图：社会融资规模、M1及M2增速



图：票据直贴利率价格走势



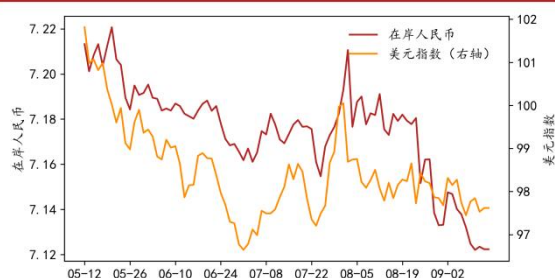
➤ 外汇市场回顾展望

回顾上周，海外方面，美国8月CPI小幅上升、PPI增速放缓，美国居民对中短期财务状况预期进一步恶化，美国劳动力市场降温和美联储降息预期再次强化，同时市场对美联储政策独立性担忧加剧，美元指数震荡稍跌。**国内方面**，8月贸易数据显示我国外贸韧性持续彰显，人民币兑美元汇率震荡走升，周五在岸人民币报收7.1225。**后市来看**，预计本周在岸人民币波动区间为7.09-7.19。

表：美元指数及人民币汇率

日期	在岸人民币	离岸人民币	Wind人民币 汇率预估指数	美元指数
2025-09-08	7.1321	7.1226	95.71	97.45
2025-09-09	7.1248	7.1232	95.51	97.77
2025-09-10	7.1221	7.1202	95.65	97.84
2025-09-11	7.1235	7.1129	95.73	97.53
2025-09-12	7.1224	7.1237	95.65	97.62

图：在岸人民币及美元指数走势

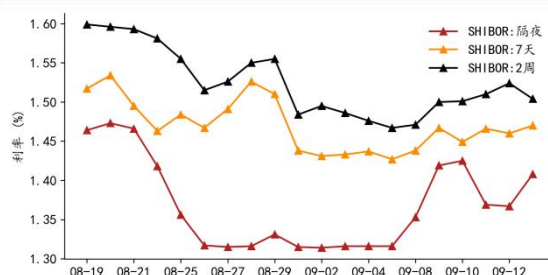


资金市场及央行公开市场操作回顾展望

回顾上周，存单发行偏慢，影响银行融出意愿，市场传闻买断式逆回购可能会缩量续作，对资金面形成一定扰动，资金面先紧后松，隔夜利率周五报收于 1.40%。**后市来看**，本周是税期，同时考虑季末效应，银行融出可能明显减少，加之同业存单净融资持续为负，银行可能会形成负债端缺口，预计本周资金面将小幅收敛，需关注央行续作情况。

央行公开市场操作统计				
本周到期	总到期量: 13845 亿			
逆回购	12645 亿			
国库现金定存	1200 亿			
MLF	-			
上周操作	到期量	投放量	利率	利率变动
逆回购 ¹	10684 亿	12645 亿	1.40%	-
MLF	-	-	-	-
净投放量	1961 亿			

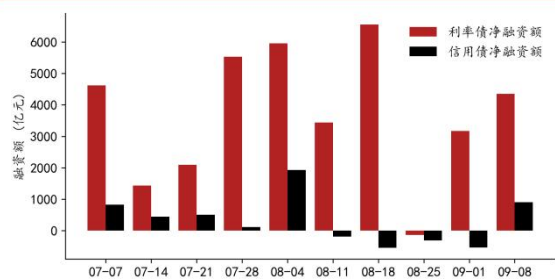
图：近1个月主要期限SHIBOR走势



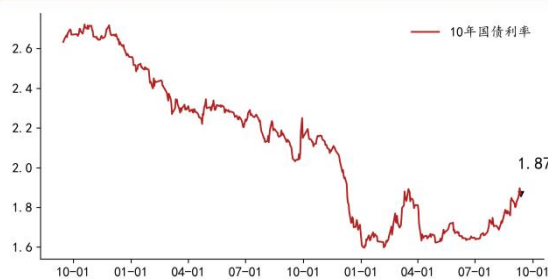
债券市场回顾展望

回顾上周，前半周，市场恐慌情绪加剧，初现走弱的外贸数据、表现持续一般的通胀数据，以及波动放大的权益市场均未提振市场，参与者对利多敏感度下降、对利空敏感度上升，尤其是对基金费率改革引发的赎回的担忧发酵，市场剧烈调整；后半周，市场传闻央行将重启国债买卖，而买断式逆回购没有像传闻一样缩量续作，债市情绪一定好转，周五 10 年期国债收益率报收于 1.86%（中证估值）。**后市来看**，基本面方面，物价数据仍然偏弱、8 月新增贷款仍同比少增且后续政府债发行逐步减少，融资需求增速下降，资金利率也维持在低位，央行对于资金面宽松的态度没有转向。但短期内资金面、基本面难有新增的利好，即使央行重启国债买卖，可能也不会带动收益率快速下行，预计债券市场整体仍为震荡行情，10 年国债利率主要运行区间或为 1.75%-1.90%。

图：近两个月债券发行与到期情况



图：10年国债收益率走势



¹包含逆回购操作及国库现金定存

宏观经济运行冷暖图

国内宏观	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	2月	12月	11月
CPI同比	-0.40%	0.00%	0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.70%	0.50%	0.10%	0.20%
PPI同比	-2.90%	-3.60%	-3.60%	-3.30%	-2.70%	-2.50%	-2.20%	-2.30%	-2.30%	-2.50%
M2同比	8.80%	8.80%	8.30%	7.90%	8.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.30%	7.10%
存量社融规模同比	8.80%	9.00%	8.90%	8.70%	8.70%	8.40%	8.20%	8.00%	8.00%	7.80%
美元计价出口金额同比	4.40%	7.20%	5.80%	4.70%	8.10%	12.20%	-3.10%	5.90%	10.67%	6.58%
美元计价进口金额同比	1.30%	4.10%	1.10%	-3.40%	-0.30%	-4.30%	1.60%	-16.30%	0.84%	-4.03%
海外宏观	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	2月	12月	11月
美国:PPI:最终需求:季调:同比	2.60%	3.10%	2.40%	2.80%	2.40%	3.20%	3.40%	3.80%	3.50%	2.90%
美国:CPI:季调:同比	2.90%	2.70%	2.70%	2.40%	2.30%	2.40%	2.80%	3.00%	2.90%	2.70%
美国:核心CPI:季调:同比	3.10%	3.00%	2.90%	2.80%	2.80%	2.80%	3.10%	3.30%	3.20%	3.30%

国内宏观数据简评：8月物价数据

8月CPI同比下降0.4%，低于预期，环比弱于季节性，除了翘尾因素外，主要有两方面原因，一是食品价格拖累，猪肉、蛋类、鲜果价格均明显弱于季节性，猪肉价格整体处于稳步下降的状态，旺季不旺特征显著，能繁母猪存栏量处于较高水平；二是极端天气导致暑期出行降温，对非食品项带来一定拖累。核心CPI同比连续四个月反弹，医疗服务及家用器具是主要贡献。PPI方面，8月PPI同比下降2.9%，降幅较上月3.6%收窄，环比持平，结束了连续8个月的环比下行。上游价格企稳较为明显，采掘、原材料均环比转正；中游部分原材料涨价，黑色金属冶炼等均环比上涨；然而下游仍然偏弱，计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业价格环比下降。整体来看，反内卷明显拉动PPI，成为PPI同比收窄的重要支撑。

金融监管及行业信息

- ◇ **9月8日**，据中国证券报，央行国债买卖操作自今年1月起暂停以来，近期市场对于重启买卖操作的预期正逐步升温。财政部与中国人民银行联合工作组日前召开第二次组长会议，就政府债券发行管理、央行国债买卖操作等议题进行了深入研讨。专家表示，上述情况意味着年底前央行重启国债买卖的概率在增加。
- ◇ **9月10日**，财政部部长蓝佛安在全国人大常委会作报告指出，下一步用好用足更加积极的财政政策，全力支持稳就业稳外贸，加快培育壮大发展新动能，进一步保障和改善民生，持续用力防范化解重点领域风险，不断提升财政治理效能和水平，严格落实过紧日子要求。
- ◇ **9月12日**，央行就银行业金融机构人民币跨境同业融资业务公开征求意见，新规旨在进一步支持境内银行开展人民币跨境同业融资业务，向人民币离岸市场提供稳定的流动性，促进人民币跨境使用。
- ◇ **美国油服公司贝克休斯公布数据显示**，9月12日当周，美国石油活跃钻井数增加2台至416台，天然气活跃钻井数持平，为118台，总钻井数增加2台至539台。

数据来源：Wind、全国银行间同业拆借中心、上海票交所