

金融市场月报

9 月债券、货币市场回顾与展望

目录

一、	宏观经济分析：	2
1、	国内市场	2
2、	海外市场	2
二、	近期重要内容跟踪：	4
1、	通胀数据	4
2、	金融数据	5
3、	政策利率	6
4、	经济数据	7
三、	货币市场、债券市场回顾及展望：	10
1、	9 月资金面回顾	10
2、	后期资金面展望	11
3、	9 月债市回顾	11
4、	债券市场展望	12

一、 宏观经济分析：

1、 国内市场

国内经济：稳中有进、结构分化。9月国内宏观经济核心指标呈积极变化，但部分领域仍面临挑战：价格指数方面，核心CPI连续5个月回升，显示消费内需活力增强；制造业PMI连续2个月回升，生产端修复快于需求端，非制造业受季节性影响回落，非制造业PMI同比微降。进出口同比增长4.7%，对东盟、“一带一路”国家出口韧性较强。金融数据方面，货币结构活化，预示企业信心企稳回升。9月结构性特征显示新质生产力支撑增长：高端制造、新能源产业表现亮眼，政策性金融工具、消费贷贴息、房地产调控优化政策效果初现，推动经济从政策托底向内生动力增长过渡。9月数据释放积极信号，核心动能边际增强为全年5%左右增长目标奠定基础，若政策连续性与稳定性增强，着力扩大有效需求，四季度经济有望持续回升。

2、 海外市场

海外市场方面，9月美债收益率整体呈V型走势。月初劳动力市场恶化、鲍威尔放鸽等事件共同推升当月降息预期，美债收益率加速下行，10年期美债收益率逼近4%。9月17日，美联储如期降息25bp，美债利多出尽，市场对美国长期通胀的担忧未消，美联储官员对10月降息预期的分歧也逐渐加大。临近月末，超预期的经济与就业数据进一步削弱了降息预期。

10月美债走势受到多重因素影响。降息预期方面，美联储9

月会议纪要显示，多数官员进一步降息意愿强烈，认为将基准利率调整至更中性的水平是适当的，但由于通胀担忧仍存，因此决策更为谨慎，进一步降息时点存在分歧。美国政府方面，因参议院未能在联邦政府资金耗尽前通过新的临时拨款法案，美国联邦政府从10月1日起再度停摆，受此影响，原定于10月3日公布的美国9月非农数据未能如期发布，为12年来首次出现非农数据延迟发布的情况，市场对美国政府的财政情况表示担忧。关税政策方面，特朗普10月11日威胁对华额外征收100%关税，避险情绪升温，美债收益率急剧下行，但目前特朗普态度已有所缓和，市场认为特朗普此举大概率是APEC峰会前的谈判筹码策略，最终会寻求妥协。后续需持续关注经济就业数据的发布、美联储委员的发公开发言及特朗普表态。

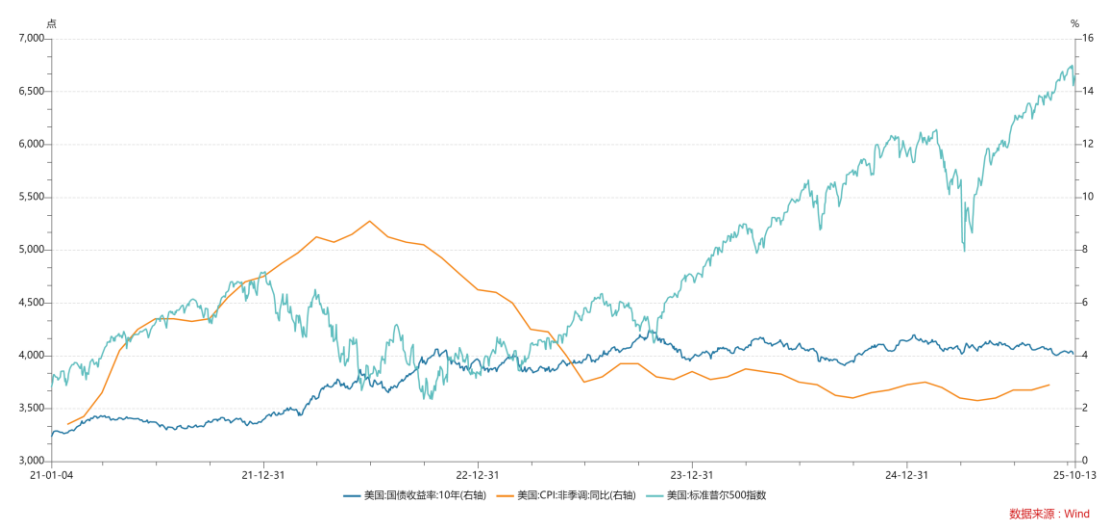


图 1：美国 CPI、10 年期国债、标准普尔 500 走势图

二、 近期重要内容跟踪：

1、 通胀数据

9 月 CPI 同比-0.3%，前值-0.4%，环比 0.1%；PPI 同比-2.3%，前值-2.9%，环比 0.6%。

9 月 CPI 同比下降，但降幅较上月收窄 0.1 个百分点。主要受到食品价格拖累，尤其是猪肉价格持续下行，同比降幅 17%。不过核心 CPI(剔除食品和能源)同比上涨 1%，连续 5 个月回升，近 19 个月首次回到 1%关口，显示消费内需的潜在活力进一步释放。

9 月 PPI 同比下降，降幅较上月收窄，部分行业供需结构改善，如煤炭、钢铁、光伏等价格上涨，但石油相关行业受国际油价下行影响价格回落，整体工业品在反内卷影响下价格企稳迹象初现。

展望后续，9 月通胀数据积极信号在于：核心 CPI 持续上行表明消费信心有所回暖；PPI 降幅连续 2 个月收窄，显示工业部门盈利能力触底反弹，工业品价格下跌趋势得到遏制。说明消费品换新政策、产能治理等措施对核心 CPI 回升起到关键作用，政策托底与市场内生动力修复形成良性互动，政策连续性和稳定性对后续通胀走势至关重要，若政策持续发力，四季度 CPI 有望延续反弹，PPI 可能进一步收窄降幅。

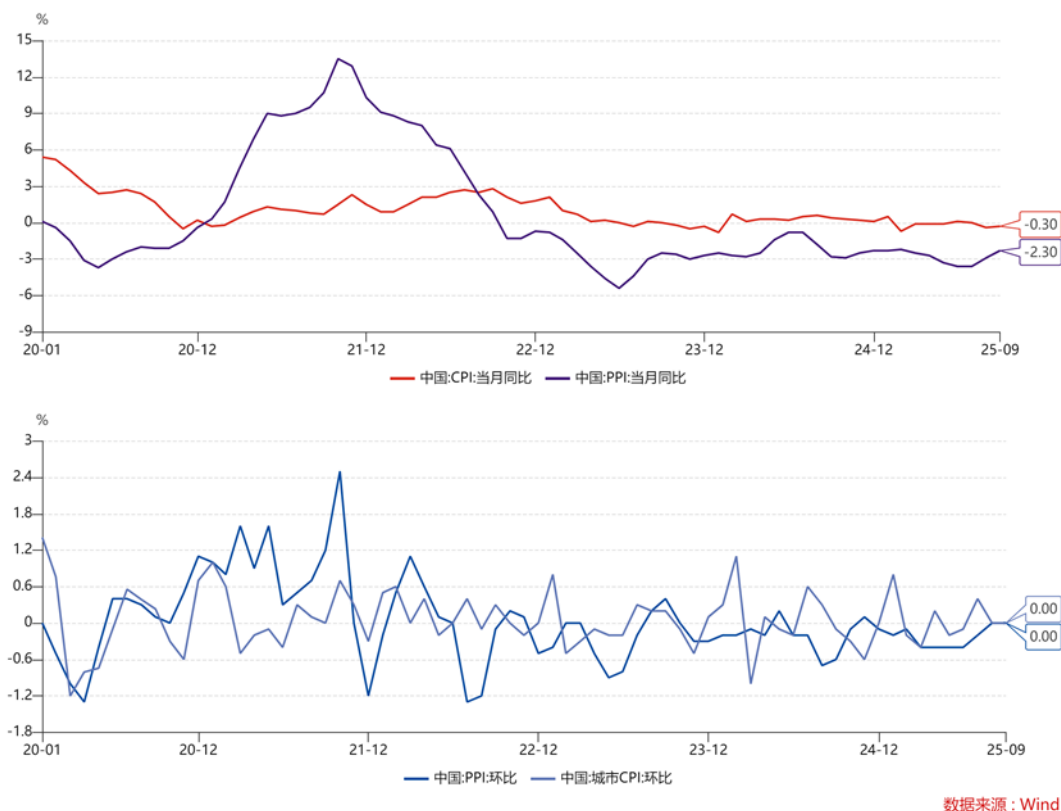


图 2：通胀数据

2、 金融数据

货币供应方面，9 月 M1、M2 剪刀差继续收敛。M1 同比增幅跳升至 7.2%，M2 同比增幅下滑 0.4 个百分点在 8.4%，M1 同比增速跳升主要源于财政支出加速，财政存款减少 8400 亿元，带动企业存款改善，同时居民活期存款增长对 M1 增速形成支撑，但企业现金改善仍需改善。M2 同比下滑 0.4 个百分点至 8.4%，主因非银存款同比少增 1.97 万亿元，季末理财回表、股市震荡等因素导致居民存款搬家进程暂缓。

社融增量方面，9 月新增人民币信贷 1.29 万亿，同比少增 3000 亿元，主要源于企业部门，企业贷款新增同比少增 2700 亿元，其中短期贷款多增、中长期贷款少增，显示企业投资仍偏谨

慎；居民贷款新增 3890 亿元，同比少增 1110 亿元，消费贷贴息政策效果有限，居民短期贷款减少，中长期贷款微增。社融存量同比增速 8.7%，较上月下降 0.1 个百分点，主要受政府债券净融资同比少增拖累，政府债发行节奏错位，叠加去年同期高基数，是社融增速放缓的重要原因。总体看，9 月金融数据反映实体经济需求仍偏弱，政策效果有待进一步显现。

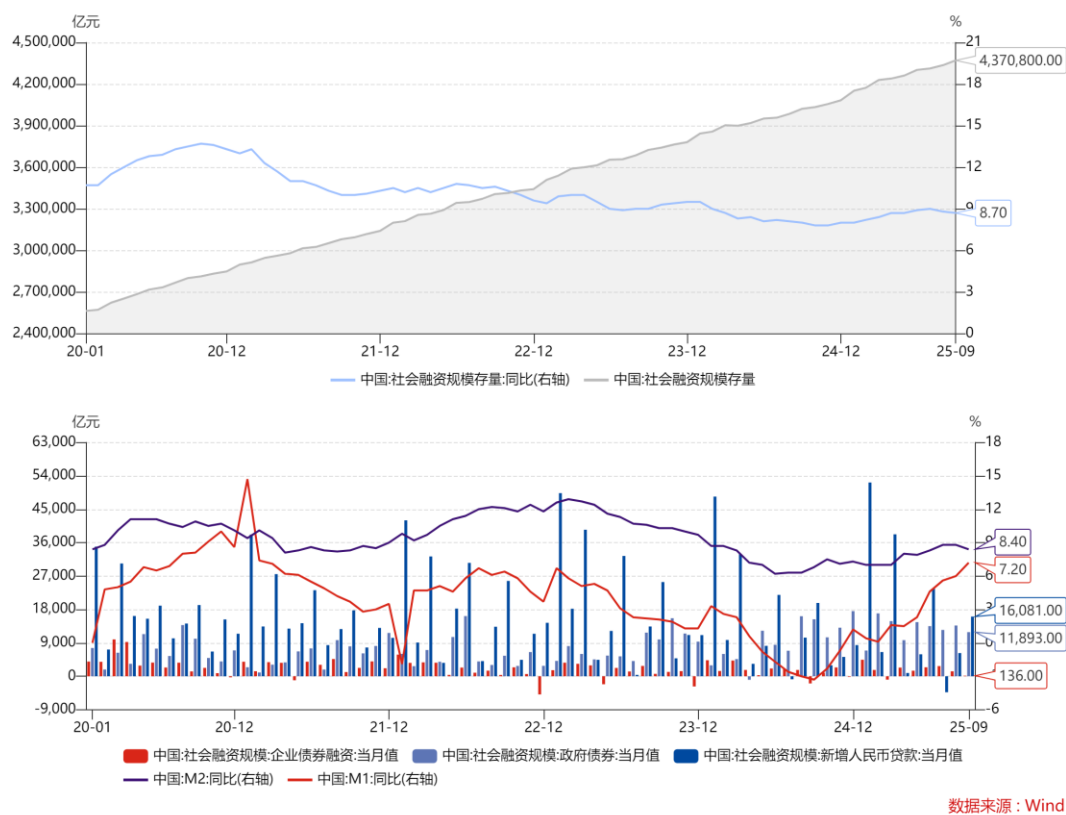
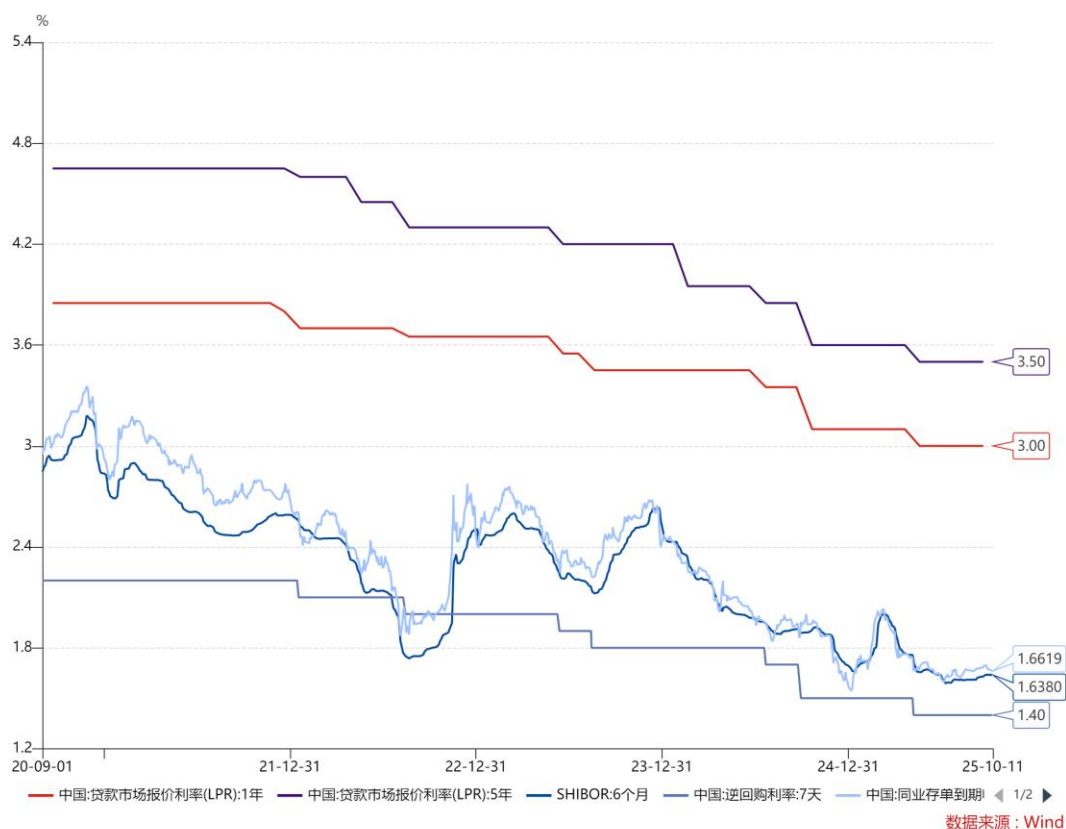


图 3：社会融资数据

3、 政策利率

9 月公开市场政策利率保持不变。



4、 经济数据：

中国 9 月官方制造业 PMI 49.8%，前值 49.4%；非制造业 PMI 50%，前值 50.3%。制造业 PMI 环比继续回升，非制造业弱于同期。

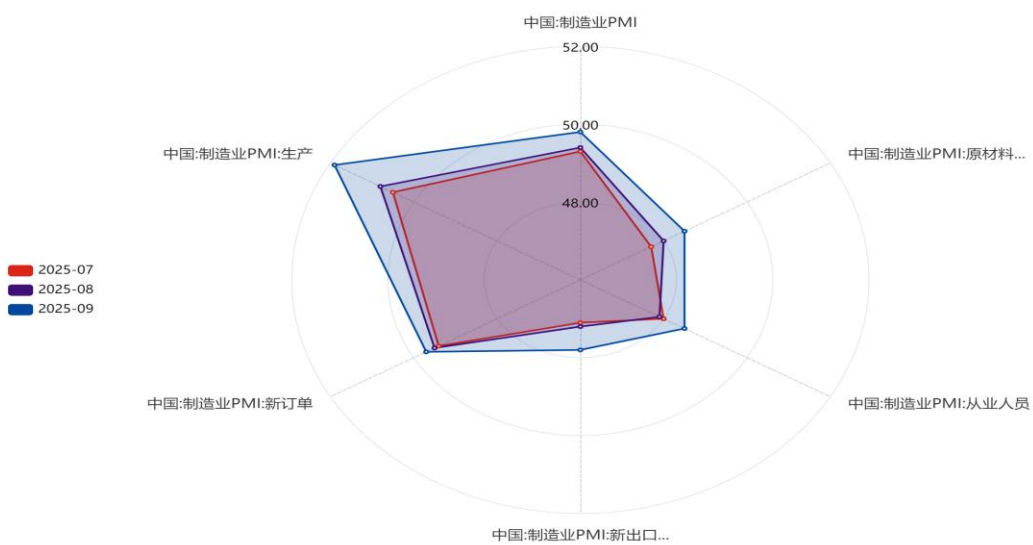
制造业：继续回升，连续第六个月位于荣枯线下。生产与需求同步上行，生产上行幅度仍大于需求，“产需差”继续扩大。从行业看，食品及酒饮料精制茶、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业产需释放较快，受制造业生产回升带动，企业加快原材料采购，9 月季节性改善，是拉动 PMI 回升的组要动力。

非制造业：服务业景气回落。9 月非制造业商务活动指数下降至 50%，服务业 PMI 回落至 50.1%，属季节性转淡，中秋节落

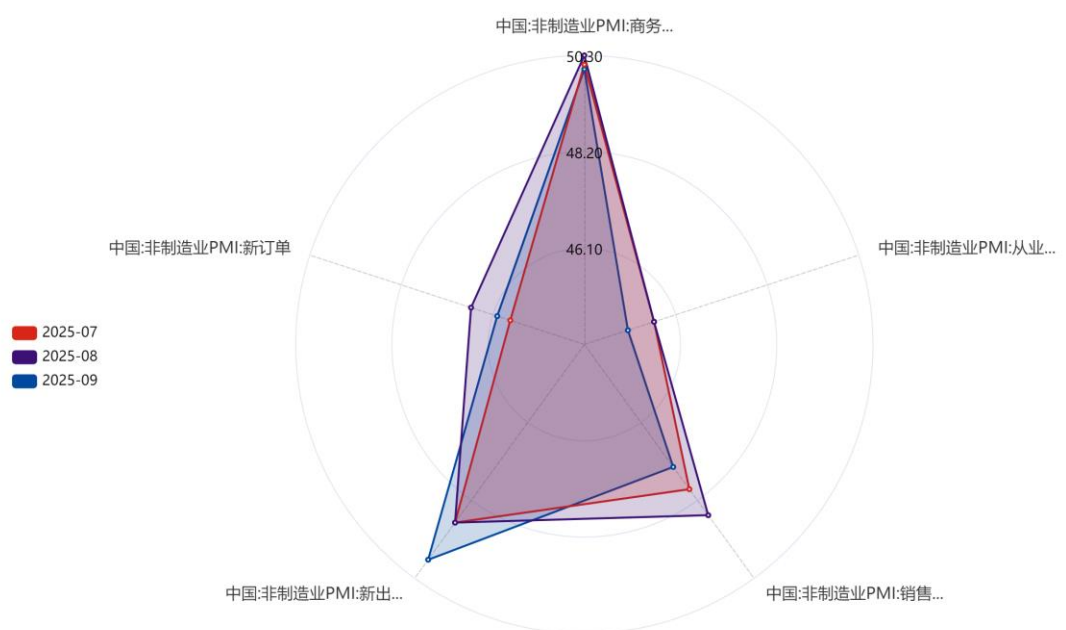
至 10 月，导致节日居民出行和文娱活动后移，10 月文旅旺季到来服务业景气有望环比改善。

价格端：有所回撤。制造业价格回落，出厂价回调 0.9 个百分点至 48.2%，仍处于收缩区间，或指向 9 月 PPI 环比仍可能为负；非制造业方面，建筑和服务业价格分别下滑 1.6、1.3 个百分点至 48.1%和 47.2%。7-8 月价格修复中断，需求相对不足可能对价格上涨形成反制。

三季度以来，固定资产投资减速影响下，经济指标一度有放缓压力，数据短板比较明显：一是经济整体景气度仍待巩固，二是价格趋势需继续培育，三是基建等投资端弱势仍存，近期政策表示的“抓紧将新型政策性金融工具资金投放到具体项目”，“督促各地方推动项目加快开工建设，尽快形成更多实物工作”确实具有必要性。



数据来源：Wind



数据来源: Wind

图 5: PMI 指数

根据海关总署公布数据，以美元计价，9月出口额同比增8.3%，增速较上月高3.9个百分点；其中对美出口同比下降27%，降幅较上月收窄6.1个百分点；9月进口额同比增7.4%，增速较上月高6.1个百分点；其中美进口同比下降161%，降幅较上月扩大0.1个百分点。进出口数据好于市场普遍预期，一是去年9月台风天气影响超正常年份，基数显著下沉；二是中秋节落在10月，导致9月工作日比去年同期多，带动出口增加；三是加之我国制造业转型升级效果明显，带动芯片、新能源汽车等出口快速增长，形成重要支撑。进口商品角度，进口额同比普遍大幅加快，其中原油、铁矿石等大宗商品进口量和进口价格同比增速均上行，进口价格环比上涨但同比增速有所放

缓。展望四季度，出口下行压力加大，“大进大出”的对外贸易格局下，其对进口的影响会进一步显现，预计10月进出口增速或将明显放缓。

三、 货币市场、债券市场回顾及展望：

1、 9月资金面回顾：

2025年9月，市场流动性整体宽松稳定。由于9月末正值跨季与十一假期，跨月资金价格居高不下，但市场跨月资金充裕，机构跨月无忧。本月央行净投放9900亿，其中买断式逆回购净投放6000亿元，MLF净投放3000亿元，为连续第七个月超额续作MLF。

9月市场隔夜利率在1.39%附近，较上月上升4BP，7天利率平均在1.50%，与上月基本持平。国股一年期同业存单利率上升5BP，位于1.65%-1.70%。

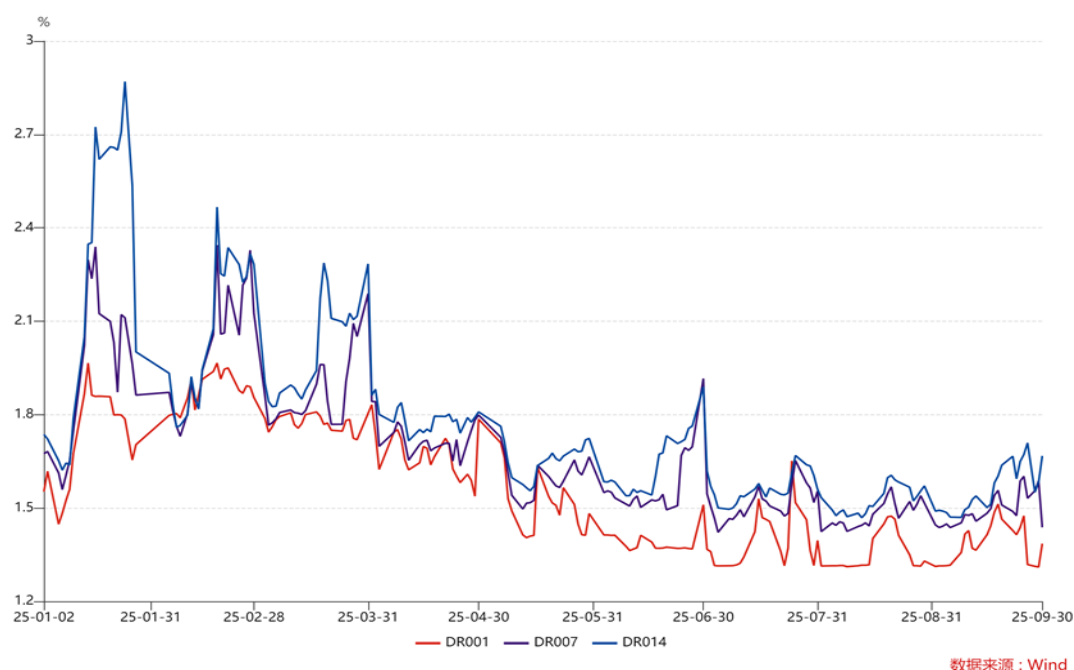


图6：资金利率走势图

2、 后期资金面展望

近期央行货币市场操作，对货币政策“适度宽松”“合理充裕”的表态始终坚持如意，市场流动性也保持在不满不溢的稳定状态，9月整月无波无澜的流动性市场也是此举的最好证明。不过值得注意的是9月同业存单3M的发行价格逐步上移，说明银行中长期资金需求未充分满足，仍在增长，或会对缴税等特定时点的资金流动性造成扰动。

总体而言，预计资金市场总体仍保持稳定状态，但仍存在短时段收紧可能。

3、 9月债市回顾

9月份，受股票市场持续走强、恢复对新发国债等利息收入征收增值税政策影响，债券市场持续调整，1年国债较月初上行10bp，最高至1.79%。月末1年期国债收益率收于1.37%、3年期国债收益率收于1.47%、5年期国债收于1.63%、10年期国债收于1.84%、30年期国债收益率收于2.14%，长端收益率上行幅度大于短端，曲线呈陡峭化。

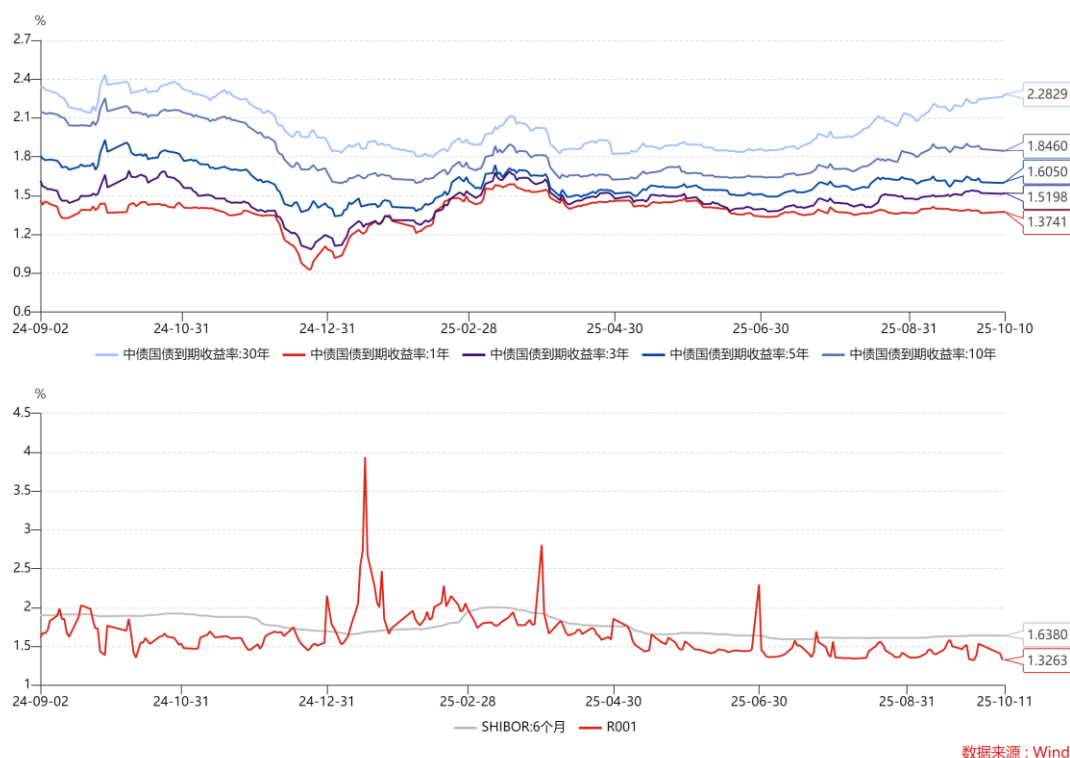


图 7： 人民币债券走势

4、 债券市场展望：

近期债市收益率在市场风险偏好提升及证监会对公募基金费用管理规定征求意见稿的影响，债券收益率快速调整，10 年上行至 1.83%，30 年上行至 2.2%，目前债券市场对于基本面反应有所钝化，短期内债基赎回和部分银行沽售自营债券以补充利润的机构行为或为主要敏感因素。10 月随着二十届四中全会可能出台的“十五五”规划相关产业政策，或将提振股市风险偏好，随着国内全面降准降息预期的弱化，或对债券市场形成压力，但今年政府债券供给整体供给前置，四季度债券市场供给压力减轻，债券收益率大幅上行可控，整体看债券持仓采取“短久期、高流动性”策略，密切关注央行操作、政策动向及美联储政策，灵活调整持仓为宜。

免责声明

本报告中所提供的信息均根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得。

报告所述信息仅供参考，相关信息及观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资决策的依据，报告阅读者不应自认该信息是准确和完整的而无加判断地予以依赖，一切商业决策均应由报告阅读者综合各方信息后自行做出。对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任；

本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发表时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读。我司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为南洋商业银行（中国）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。