

机构行为扰动，信用利差走阔

- **一级市场回顾** 上一周一级市场国债、地方债和政策性金融债发行规模分别为 2475 亿、1961 亿和 1362 亿，净融资额为-1441 亿、1225 亿和 154 亿。非金信用债共计发行规模 4142 亿，净融资额 802 亿。可转债新券发行 1 只，预计融资规模 20 亿元。
- **二级市场回顾** 上周利率整体上行。主要影响因素包括：机构行为、公开市场投放、货币政策预期等。
- **流动性跟踪** 央行重启 14 天逆回购投放，本月 MLF 超量续做 3000 亿，资金逐步由紧转松，周五匿名资金利率重回 1.3%。
- **政策与基本面** 央行称关于十五五及下一步金融改革的内容，将在中央统一部署后与市场沟通。8 月工业企业利润同比增长 20.4%，低基数与利润率增长是主要贡献。
- **海外市场** 美国 Q2 GDP 等经济数据好于预期。鲍威尔警告美股估值偏高风险，美元指数回升，美债下跌、美股回落。
- **权益市场** 本周 A 股宽幅震荡，万得全 A 周内上涨 0.25%，但多数行业板块下跌，市场分歧显著加大，分化明显，仅电子、有色与电力设备等少数行业上涨。成交缩量，全 A 日均成交额 2.31 万亿，周度日均成交额缩量 2046.53 亿元。截至 2025 年 9 月 25 日，全 A 融资余额 24273.70 亿，较 9 月 18 日增加 416.42 亿，杠杆资金在大盘指数滞涨的背景下仍持续流入，密切关注其结构化特征及未来流出情况。
- **债市策略展望** 近期机构行为仍是主导债券波动节奏的关键变量，债市情绪偏弱，交易难度较大。不过，央行流动性工具投放仍然积极，资金面宽松格局并未改变，经过前期调整后，债市的配置价值已经明显提升。更重要的是，进入四季度后，经济面临的基数压力将加大，考虑到推动十五五开局顺利的需要，新一轮稳增长政策仍有出台必要性，货币政策也有配合宽松的可能，关注四中全会、中央新一轮统一部署的时间窗口。转债指数高位震荡。中期角度，指数性的行情仍需要政策的催化，从最近的发布会表态来看，高层并不急于要像去年把 10 月会议提前到 9 月那样，立即加码。预期十月中下旬是重要的“政策窗口期”，而当下的具体规划尚未成型。稳健防御风格方面，可关注银行转债已经重回年初的价格区间，防御性价比优势凸显，进攻性的方向上仍需要积极挖掘产业机会。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任

何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。