

富荣固收：惊现黑天鹅，但债市主逻辑不变

观点：

(1) 国内方面：

社融增速自 7 月见顶后持续回落，消费补贴透支需求致零售走弱，地产投资低迷未改，制造业动能放缓。在此背景下，资产荒压力进一步放大，政府债供给收缩与信贷需求疲软共同强化配置力量，构成利率中枢下移的核心支撑。

资金面，央行呵护态度明确，资金宽松延续但有扰动。潜在扰动来自政府债缴款、税期高峰及财政支出节奏，但流动性“易松难紧”的格局未变，质押式回购成交量持续高位印证资金宽松预期。货币政策，宽松方向确定较大，Q4 或降息，或“定向宽松”工具优先。货币政策可能协同财政维稳，低利率环境或将延续。

(2) 海外及其他：

100%关税落地概率较低（更多或为谈判筹码），短期避险情绪利好债市，但若谈判启动则情绪可能快速反转；美债收益率下行对中债传导有限，重点关注国内增量政策（如稳股市资金分流效应）。

(3) 上周债券市场：

上周（2025 年 10 月 9 日-2025 年 10 月 10 日，以下简称上周）周四债市上涨，周五先涨后跌，30 年活跃券收益率再创新高，周六因川普的发言，债市大幅下行。此次债市下跌主因是黑天鹅事件引发的市场恐慌，债市的底层逻辑并未发生变化。

10 月 12 日晚间，川普发言显示中美紧张的关系略有缓和，但还需进一步谈判。100%关税或是川普的谈判筹码，10 月底、11 月初恰逢 APEC 峰会，未来的 2-3 周是谈判的窗口也是关键期，需要进一步观察与等待。由于市场已有 4 月份的经验可循，且有周末的缓冲，

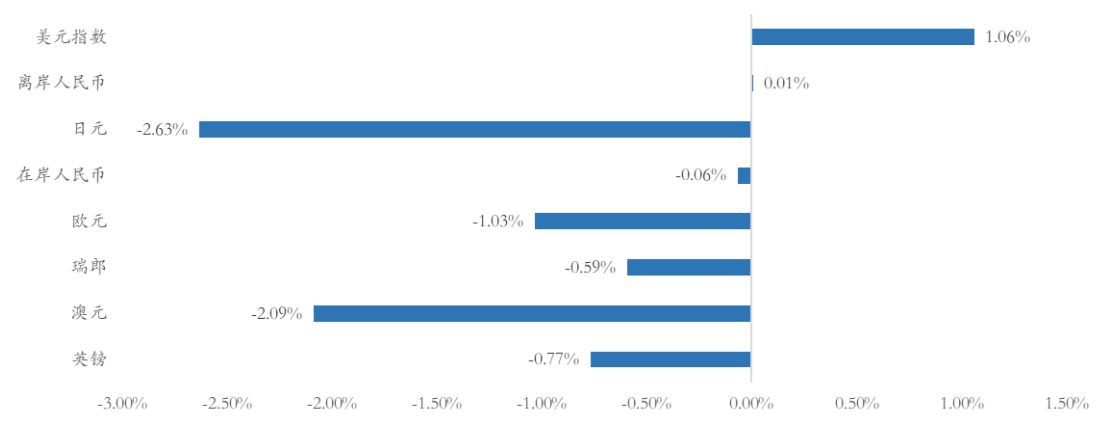
行情的变化幅度相对 4 月份或有所收敛。

但受央行买债、基金新规落地的影响，债市的吸引力可能仍在减退。尽管从技术面看，债市已出现底部背离，但国债期货仍屡创新低，现券收益率不断创新高，债市情绪仍偏谨慎。

1、上周高频数据

经济学家克劳迪奥·伊里戈延(Claudio Irigoyen)与安东尼奥·加布里埃尔(Antonio Gabriel)在 10 月 10 日发布的报告中指出，薪资上涨与稳健的消费支出相结合，进一步印证了他们的观点——尽管劳动力市场有所降温，但美国经济增长仍具备韧性。截至 10 月 10 日，美元指数涨 1.06%，非美货币普遍下跌，日元跌 2.63%，欧元跌 1.03%，在岸人民币跌 0.06%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20251009-20251010

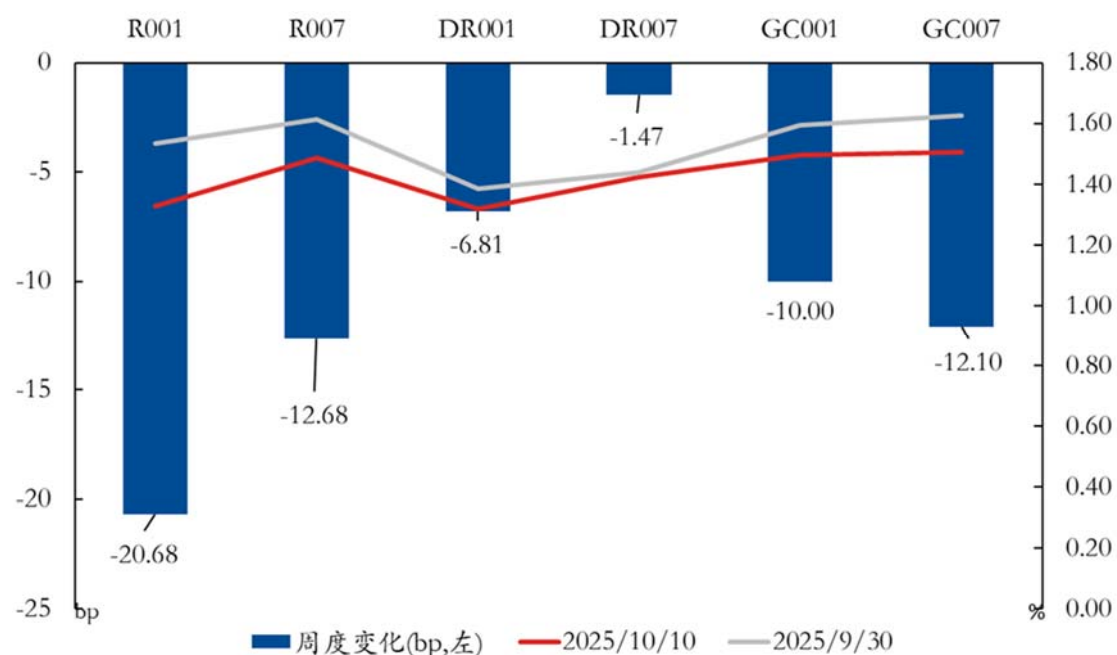
2、上周债券市场

资金面均衡偏松。DR001 下行 6.81bp 至 1.32%，DR007 下 1.47bp 至 1.42%，R001 下行 20.68bp 至 1.33%，R007 下行 12.68bp 至 1.49%，GC001 下行 10.00bp

至 1.50%，GC007 下行 12.10bp 至 1.51%。

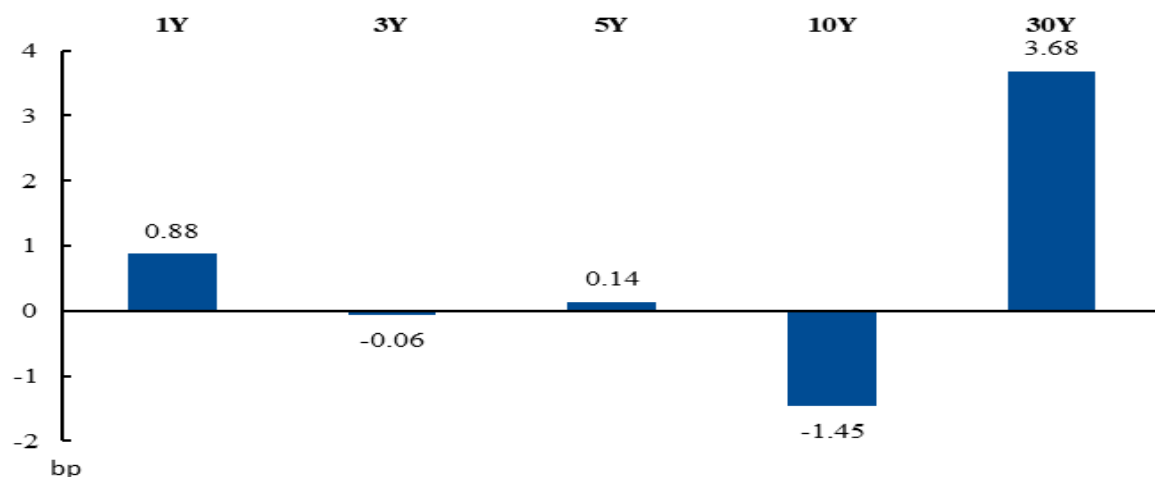
本周债市呈偏弱震荡格局。1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较前一周变化 0.88bp、0.14bp、-1.45bp、3.68bp 至 1.3741%、1.6050%、1.8460%、2.2829%。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20251009-20251010

图三：国债周度变化



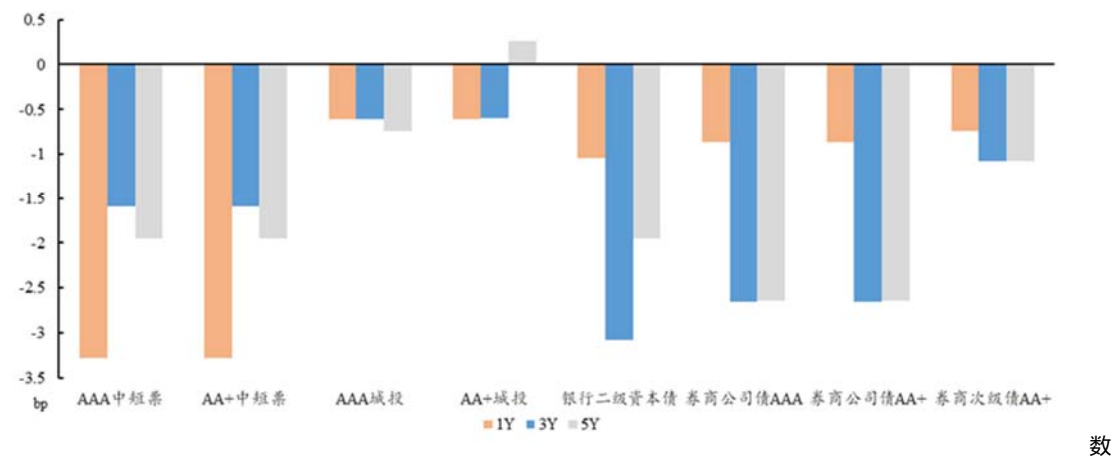
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20251009-20251010

央行节后超量续作 3M 买断式逆回购 1.1 万亿，净投放 3000 亿元，市场资金转为

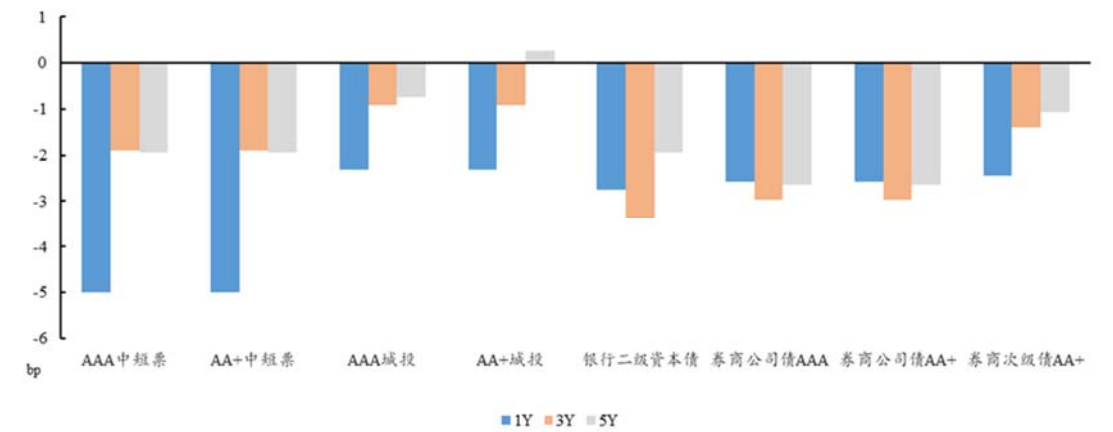
宽松。

上周两个交易日信用债收益率转为下行，既有资金面呵护，也有关税问题发酵宏观环境不确定性再次转紧的影响；利差方面，信用各品种利差全面收窄。

图四：信用债收益率变化



图五：信用利差变化



风险提示：

1、本材料中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任

何变更，且本材料仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本材料中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。