东方金诚
GOLDEN CREDIT RATING

上周债市有所调整，长债收益率波动上行

——利率债周报（2025.10.20-2025.10.26）

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门执行总监 冯琳

时间

2025 年 10 月 27 日

关注东方金诚公众号

获取更多研究报告

核心观点

- **上周债市有所调整，长债收益率波动上行。**受中美贸易关系预期好转，以及四中全会对“十五五”规划整体提振风险偏好，股债跷跷板效应显现影响，上周债市整体震荡偏弱，长债收益率波动上行。短端利率方面，尽管上周资金面整体平稳宽松，但对短债的支撑作用有限，短端收益率上行幅度仍略大于长端，收益率曲线进一步平坦化。

- **本周（10 月 27 日当周）债市将延续偏弱震荡行情。**上周末中美经贸磋商就出口管制等争议问题达成基本共识，贸易关系缓和预期升温，叠加“十五五”规划强化科技兴国与产业支持导向，市场风险偏好料维持高位，预计本周股债跷跷板效应将持续压制债市情绪。另外，公募基金销售费率新规尚未落地，市场对其引发的债基赎回及资产重新配置压力仍有担忧，对债市继续构成利空。综合来看，在缺乏趋势性驱动因素的背景下，短期内债市仍需逐步消化上述利空因素，预计本周债市将延续偏弱震荡行情，10 年期国债收益率将在 1.70%-1.80%区间运行。

一、上周市场回顾

1.1 二级市场

上周债市有所调整，长债收益率明显上行。全周看，10 年期国债期货主力合约累计下跌 0.24%；上周五，10 年期国债收益率较前一周五上行 2.40bp，1 年期国债收益率较前一周五上行 2.82bp，期限利差继续收窄。

- **10 月 20 日：**周一，股市反弹叠加中美会谈出现进展，带动市场风险偏好回暖，债市因此走弱。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10 年期国债收益率上行 2.52bp；国债期货各期限主力合约收盘全线下跌，10 年期主力合约跌 0.14%。
- **10 月 21 日：**周二，媒体报道部分中小银行下调存款利率，引发市场降息预期，债市整体震荡偏强。当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10 年期国债收益率下行 1.41bp；国债期货各期限主力合约低开高走收盘全线上涨，10 年期主力合约涨 0.05%。
- **10 月 22 日：**周三，受中美贸易谈判不确定性，以及基金赎回何时落地扰动，债市窄幅调整。全天看，当日银行间主要利率债收益率多数上行，10 年期国债收益率下行 0.64bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，其中，10 年期主力合约涨 0.02%。
- **10 月 23 日：**周四，债市整体震荡偏弱。当日银行间主要利率债收益率走势有所分化，短端下行，中长端上行，其中，10 年期国债收益率上行 0.98bp；国债期货各期限主力合约收盘全线下跌，10 年期主力合约跌 0.12%。
- **10 月 24 日：**周五，受股市强势上涨压制，债市整体走弱。当日银行间主要利率债收益率走势继续分化，短端下行，中长端上行，其中，10 年期国债收益率上行 0.95bp；国债期货各期限主力合约收盘全线下跌，10 年期主力合约跌 0.05%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

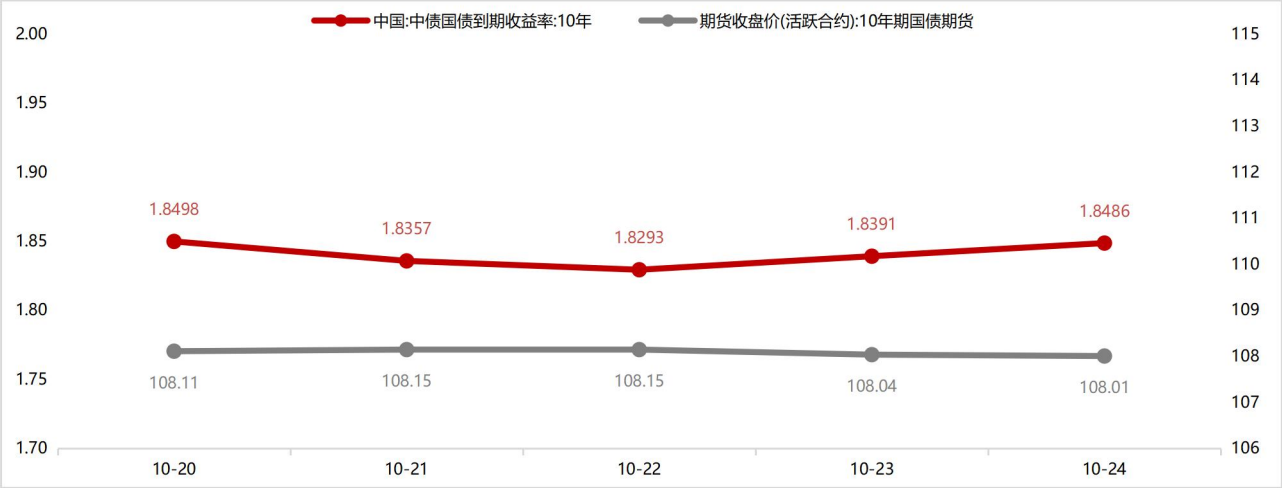


图 2 上周各期限国债利率均上行

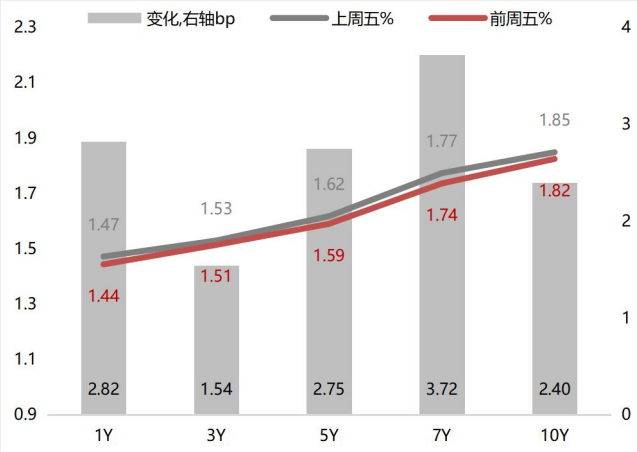


图 3 上周国开债短端和长端利率均上行

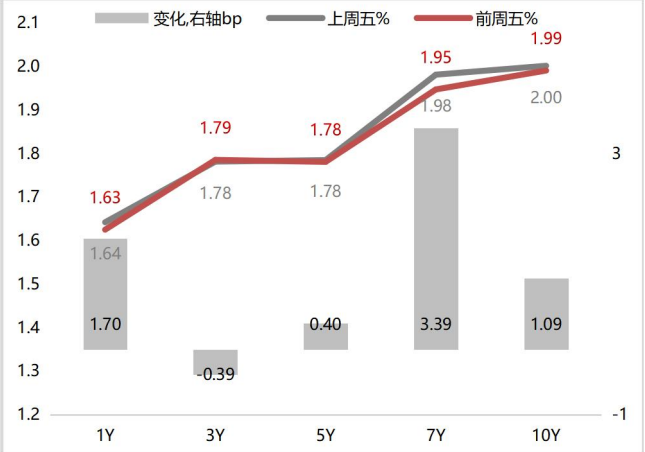


图 4 上周各期限国债期货小幅下行

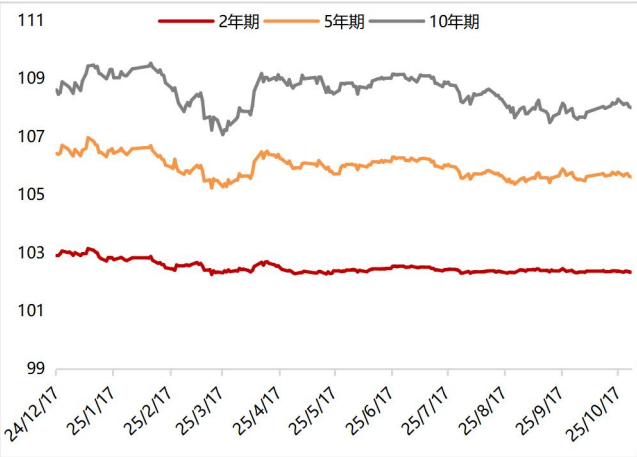


图 5 上周各期限国开债隐含税率下行(%)

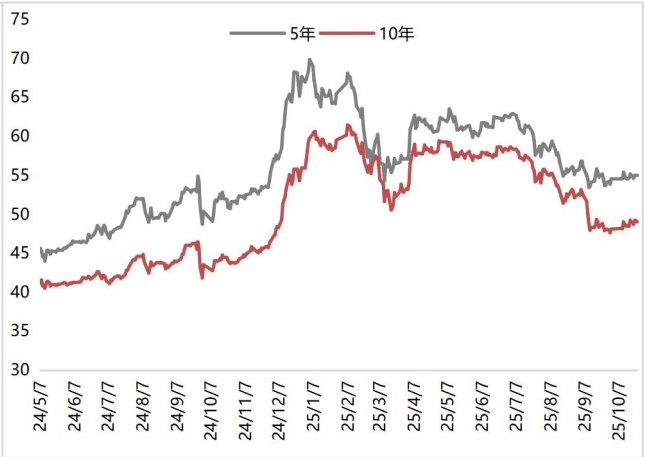


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续收窄

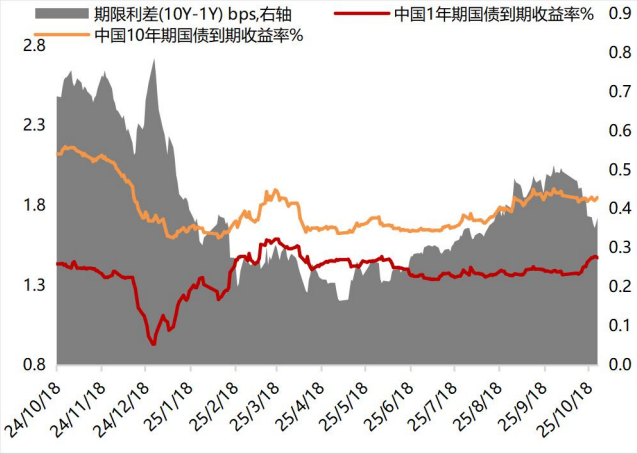
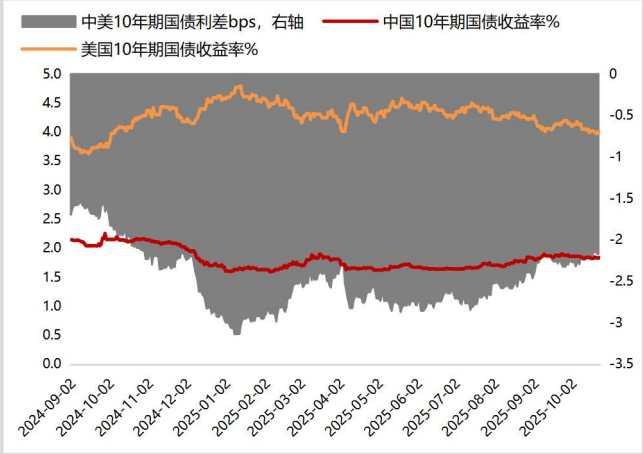


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续收敛



数据来源：Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 107 只，环比增加 60 只，发行量 10763 亿，环比增加 6256 亿，净融资额 847 亿，环比增加 645 亿。分券种看，上周国债、地方债发行量环比增加，而政金债发行量环比小幅减少；国债和地方债净融资额环比增加，政金债净融资额则环比减少。

表 1 利率债发行和到期（亿元）

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	6890.5	2760	6655	2593.7	235.5	166.3
政金债	1400	1423.6	2446.1	1190.2	-1046.1	233.4
地方政府债	2472.28	323.01	814.77	520.81	1657.51	-197.81
合计	10762.78	4506.61	9915.87	4304.71	846.91	201.89

数据来源：Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可，共发行 7 只国债，平均认购倍数为 2.61 倍；共发行 21 只政金债，平均认购倍数为 3.36 倍；共发行 79 只地方债，平均认购倍数为 20.42 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

二、上周重要事件

- **三季度 GDP 增速下行。**据国家统计局 2025 年 10 月 20 日公布的数据，2025 年三季度 GDP 同比增长 4.8%，前三季度 GDP 累计同比增长 5.2%，较 2024 年全年加快 0.2 个百分点；2025 年 9 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.5%，前值为 5.2%；前三季度规模以上工业增加值累计同比实际增长 6.2%，2024 年全年累计同比为 5.8%；9 月社会消费品零售总额同比增长 3.0%，前值为 3.4%；前三季度社会消费品零售总额累计同比增长 4.5%，2024 年全年累计同比为 3.5%；2025 年 1-9 月全国固定资产投资累计同比下降 0.5%，前值为 0.5%，2024 年全年累计同比增长 3.2%。

三季度 GDP 增速回落至 4.8%。主要是在出口增速加快的同时，国内投资、消费减速，内需对经济增长的拉动力减弱。其中，上半年经济运行稳中偏强，三季度宏观政策处于观察期，加之当前地方政府财政偏紧，三季度基建投资增速下行较快，外部波动持续影响国内制造业投资信心，楼市调整带动房地产投资下滑幅度扩大。以上导致三季度投资增速下行明显，1-9 月固定资产投资同比为-0.5%，出现历史罕见的负值，增速较上半年回落 3.3 个百分点，是当季 GDP 增速下行的主要原因。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据多数上涨，其中，高炉开工率、半胎钢开工率以及石油沥青装置开工率均上涨，而日均铁水产量继续下降。从需求端来看，上周 BDI 指数有所回落，出口集装箱运价指数 CCFI 则小幅回升；上周 30 大中城市商品房销售面积小幅减少。物价方面，上周猪肉价格继续下跌，而大宗商品价格多数上涨，其中，原油、螺纹钢及铜价均有所回升。

图 8 上周高炉开工率小幅上涨(%)

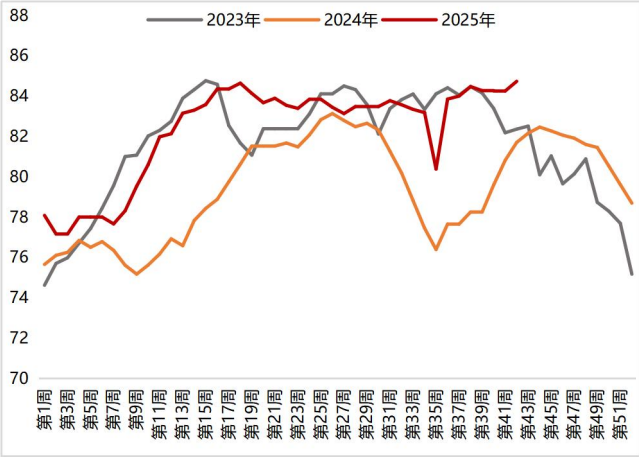


图 9 上周石油沥青装置开工率小幅回升（%）

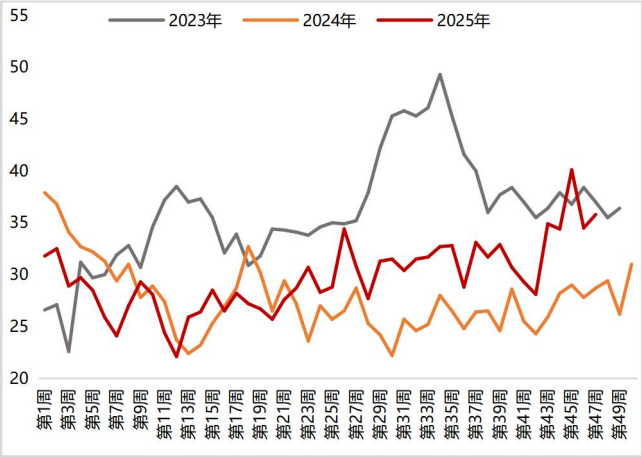


图 10 上周半钢胎开工率继续上涨(%)

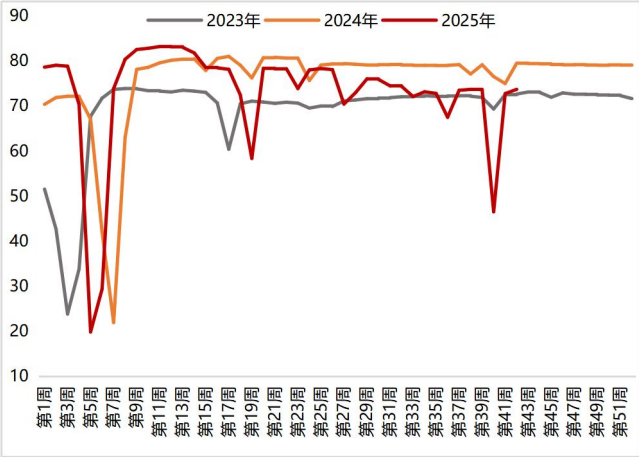


图 11 上周日均铁水产量(247 家)继续下降(万吨)

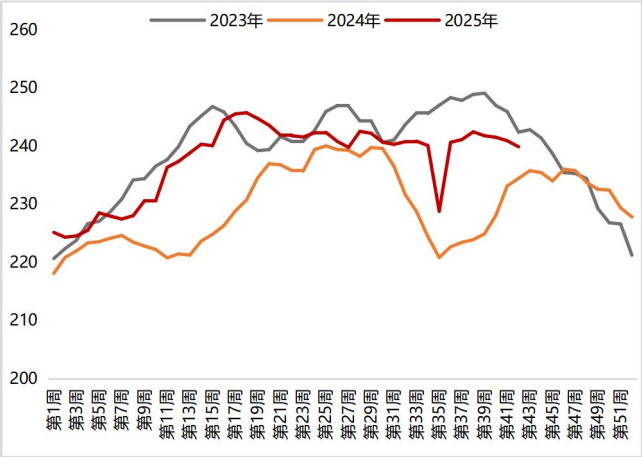


图 12 上周 30 城商品房成交面积小幅回落（万㎡）

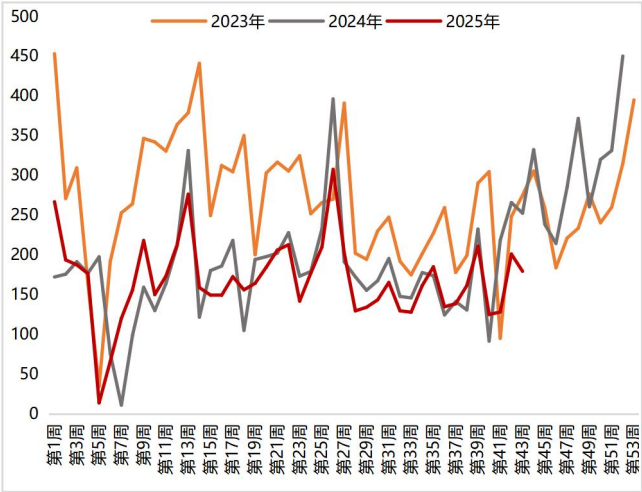


图 13 上周 BDI 指数有所回落

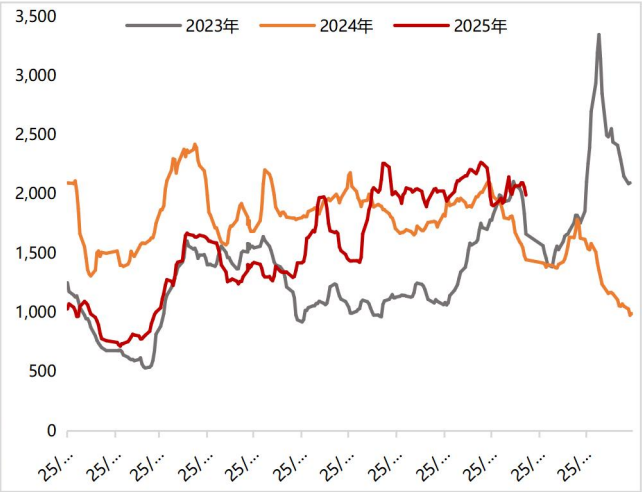


图 14 上周 CDFI 指数小幅回落

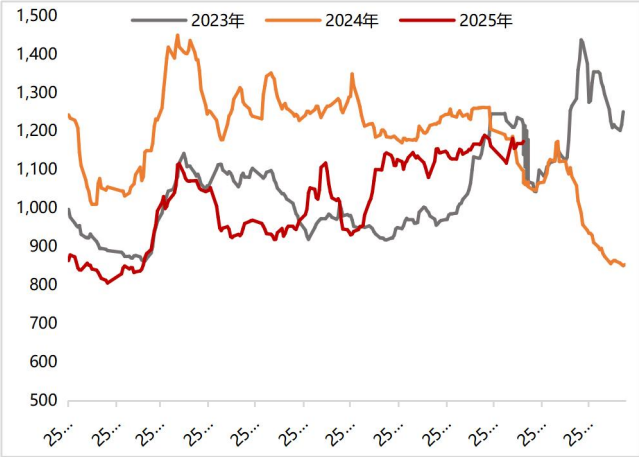


图 15 上周 CCFI 指数小幅回升

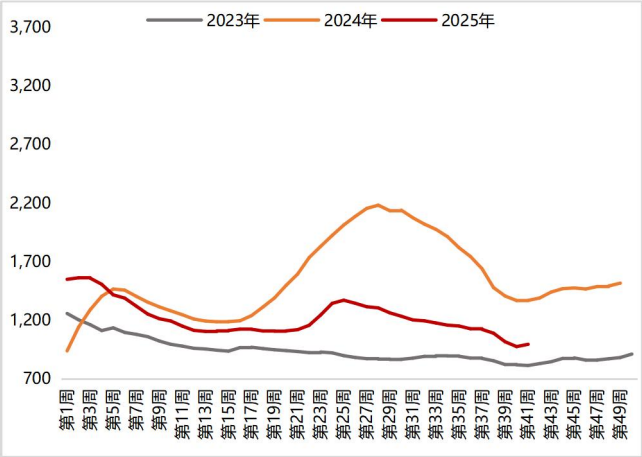


图 16 上周猪肉价格继续下跌

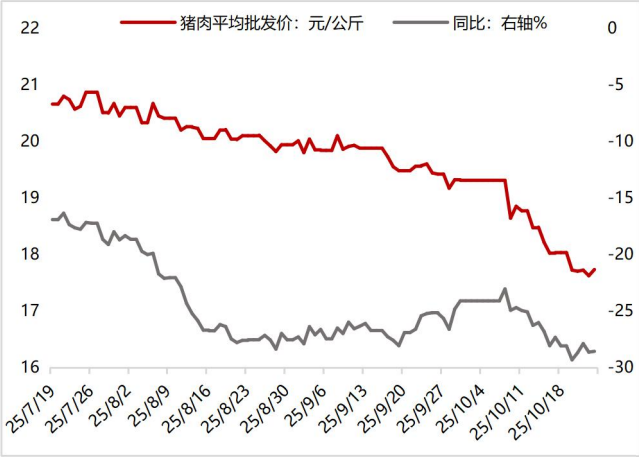


图 17 上周国际油价波动回升

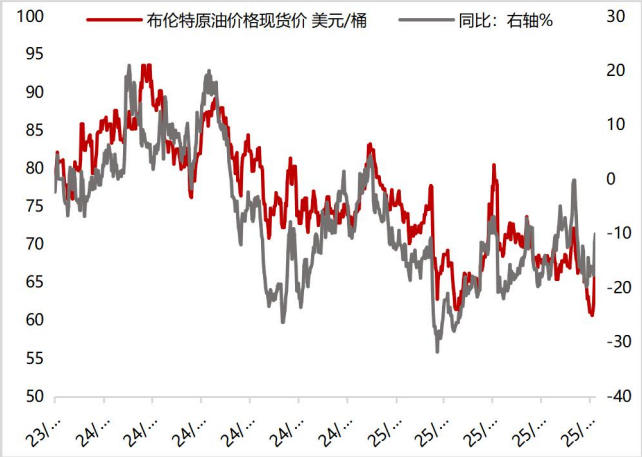


图 18 上周铜期货价格明显回升

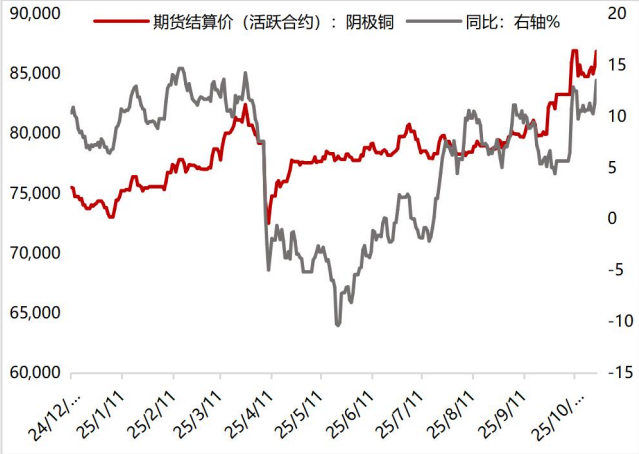


图 19 上周螺纹钢期货价格小幅回升

数据来源：Wind 东方金诚

四、上周流动性观察

表 2　上周央行公开市场净投放资金 1981 亿元

	发行			到期		
发生日期	名称	发生量（亿元）	利率（%）	名称	发生量（亿元）	利率（%）
2025/10/20	逆回购 7D	1890	1.40	逆回购 7D	2538	1.40
2025/10/21	逆回购 7D	1595	1.40	逆回购 7D	910	1.40
2025/10/22	逆回购 7D	1382	1.40	逆回购 7D	435	1.40
2025/10/23	逆回购 7D	2125	1.40	逆回购 7D	2360	1.40
2025/10/23	国库定存 1 个月	1200	1.76			
2025/10/24	逆回购 7D	1680	1.40	逆回购 7D	1648	1.40
发行	9872					
到期	7891					
净投放	1981					

数据来源：Wind 东方金诚

图 20 上周 R007 下行，DR007 上行（%）

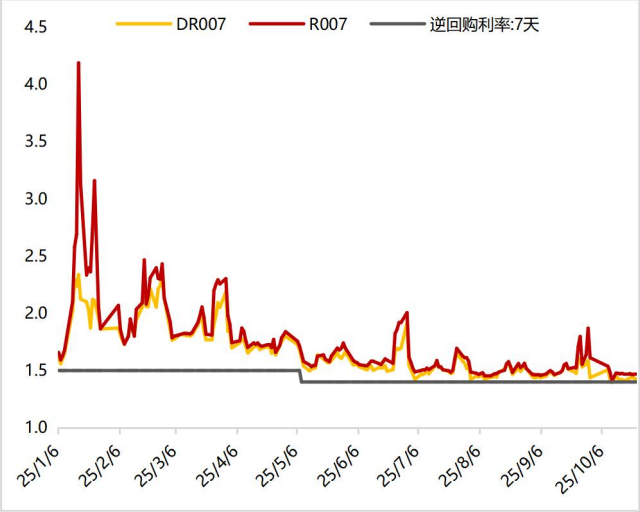


图 21 上周股份行同业存单发行利率上行（%）

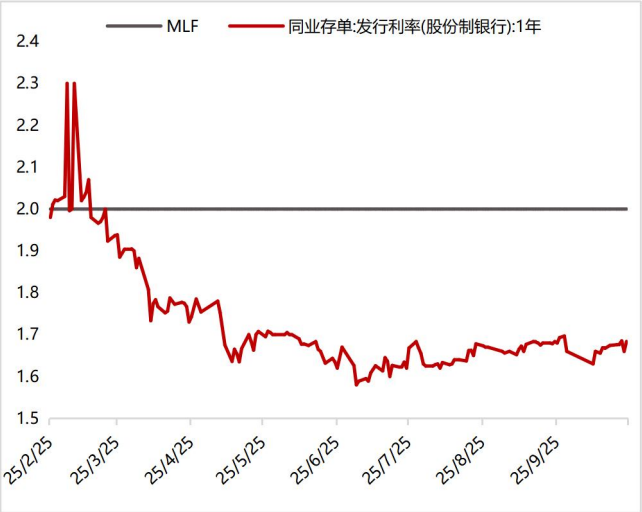


图 22 上周各期限国股直贴利率均下行

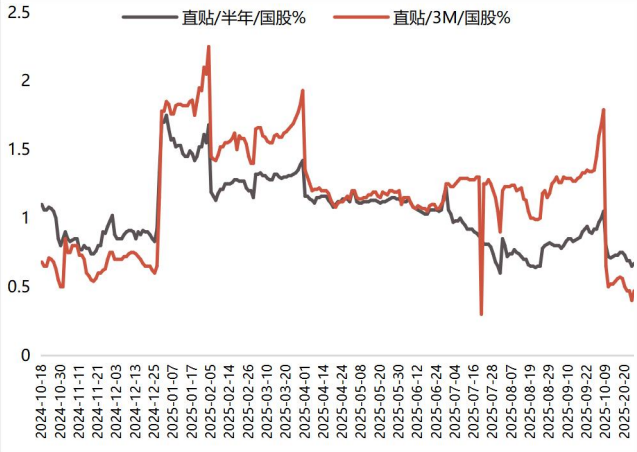


图 23 上周质押式回购成交量波动减少（亿元）

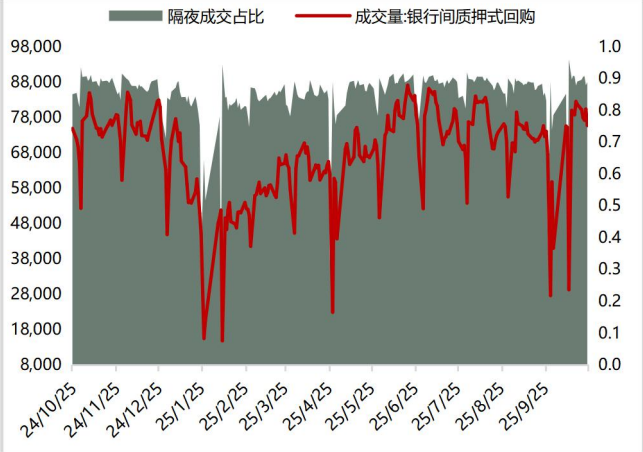
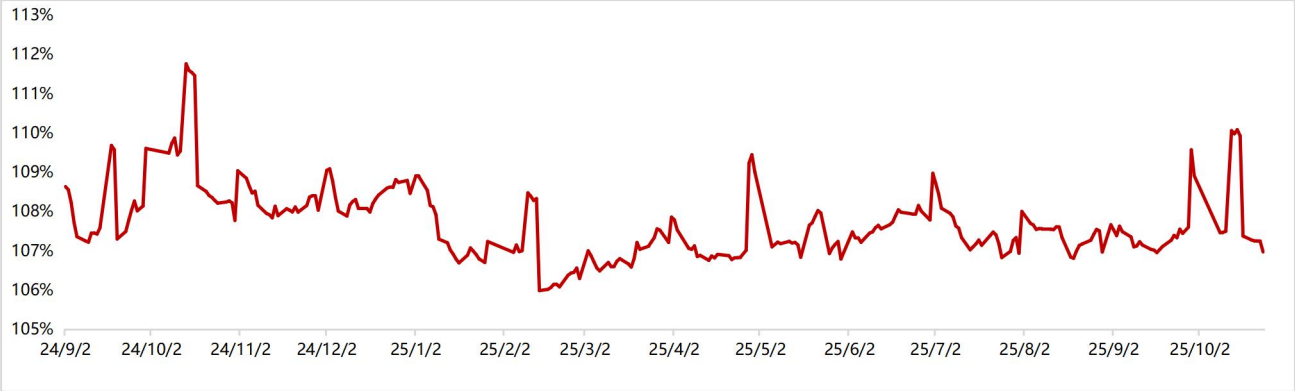


图 24 上周银行间市场杠杆率继续下行



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额/（银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额），其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计

数据来源：Wind 东方金诚

附表:

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率（%）	全场倍数
25 附息国债 20	1290	5	1.63	2.64
25 附息国债 18(续发)	1182	7	1.78	3.24
25 贴现国债 67	551.5	0.2493	1.2594	2.48
25 贴现国债 66	550	0.4986	1.3527	2.42
25 贴现国债 65	555.5	0.2493	1.2746	2.5336
25 附息国债 15(续 2)	1271.5	3	1.42	2.4831
25 附息国债 16(续 2)	1490	10	1.83	2.4517

数据来源：Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率（%）	全场倍数
25 进出清发 007(增发 11)	20	3	1.8049	3.36
25 国开清发 07(增发 4)	60	3	1.7342	3.04
25 国开清发 09(增发 4)	20	7	1.9415	4.56
25 进出 06(增 9)	150	1	1.3649	2.31
25 进出 13(增 3)	30	3	1.6815	3.94
25 国开 11(增 10)	60	1	1.4794	3.44
25 国开 18(增发)	70	5	1.7752	3.05
25 国开 20(增 11)	50	10	1.9519	5.55
25 农发 31(增 6)	160	1.074	1.5091	1.81
25 农发 09(增 21)	30	3	1.7911	2.37
25 农发 20(增 19)	170	10	1.9537	2.5
25 国开 02(增 16)	60	2	1.5898	4.11
25 国开 18	70	5	-	3.73
25 国开 20(增 10)	50	10	1.9598	5.89
25 农发清发 12(增发 22)	30	2	1.6518	3.28
25 农发清发 09(增发 21)	30	2	1.7004	2.88
25 农发贴现 09(增发)	20	0.4986	1.5549	3.79
25 农发 23(增 6)	120	3	1.7285	2.28
25 农发 15(增 19)	90	5	1.7962	2.51
25 国开 11(增 9)	60	1	1.4771	3.36
25 国开 14(增 30)	50	3	1.7298	2.86

数据来源：Wind 东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率(%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度(bps)	全场倍数	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率(%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度(bps)	全场倍数
25 吉林债 32	14.72	30Y	2.42	22	23.61	25 海南 58	25.80	10Y	2.04	20	20.12
25 吉林债 33	6.03	20Y	2.43	26	20.98	25 海南 59	8.99	10Y	2.08	24	18.23
25 吉林债 34	3.92	20Y(18.01)	2.47	30	20.13	25 海南 60	6.10	30Y	2.41	20	21.00
25 吉林债 35	1.77	15Y	2.37	30	19.38	25 海南 61	5.00	10Y	2.07	23	19.32
25 吉林债 36	3.58	10Y	2.11	27	19.50	25 云南债 40	77.61	7Y	1.96	21	24.82
25 河北债 63	104.00	10Y	2.05	21	18.63	25 云南债 41	102.45	7Y	1.96	21	25.36
25 河北债 64	37.00	30Y	2.41	21	19.17	25 云南债 42	45.67	10Y	2.1	26	25.51

25 河北债 65	50.31	15Y	2.32	25	20.54	**25 贵州债 31**	201.37	20Y	2.44	24	23.83
25 河北债 66	210.57	30Y	2.4	20	18.64	**25 贵州债 32**	109.46	30Y	2.43	19	23.20
25 河北债 67	14.92	3Y	1.76	23	16.89	**25 贵州债 33**	53.00	30Y	2.43	19	25.49
25 河北债 68	26.00	5Y	1.85	25	17.05	**25 四川债 65**	36.32	10Y	2.04	20	19.87
25 河北债 69	32.46	7Y	1.96	21	18.26	**25 四川债 66**	51.66	10Y	2.05	21	18.14
25 宁夏债 39	3.00	3Y	1.73	20	16.50	**25 青岛债 55**	5.44	10Y	2.03	19	18.18
25 宁夏债 40	15.00	10Y	2.02	18	18.64	**25 青岛债 56**	3.51	10Y	2.05	21	18.83
25 宁夏债 41	1.47	10Y	2.1	26	15.51	**25 青岛债 57**	10.00	7Y	1.9	15	20.36
25 宁夏债 42	2.12	10Y	2.12	28	15.57	**25 青岛债 58**	4.90	10Y	2.05	21	19.00
25 黑龙江 29	14.77	5Y	1.65	5	18.67	**25 青岛债 59**	4.90	15Y	2.32	24	19.71
25 黑龙江 30	0.70	10Y	2.1	26	12.00	**25 青岛债 60**	14.75	20Y	2.4	20	21.16
25 黑龙江 31	12.99	20Y	2.4	22	21.54	**25 青岛债 61**	22.70	30Y	2.4	16	21.33
25 黑龙江 32	6.39	30Y	2.41	20	19.26	**25 山东债 94**	11.48	7Y	1.9	15	18.26
25 黑龙江 33	2.73	5Y	1.66	6	16.34	**25 山东债 95**	90.50	30Y	2.39	14	18.92
25 黑龙江 34	1.00	10Y	1.99	15	15.50	**25 山东债 96**	12.10	20Y	2.39	18	22.45
25 黑龙江 35	2.18	20Y	2.44	26	16.12	**25 山东债 97**	40.84	15Y	2.32	24	21.24
25 陕西债 48	2.10	3Y	1.63	10	25.29	**25 山东债 98**	12.91	10Y	2.05	21	17.75
25 陕西债 49	94.43	5Y	1.75	15	27.42	**25 山东债 99**	5.87	10Y	2.05	21	18.55
25 陕西债 50	130.62	7Y	1.95	20	28.75	**25 山东债 100**	8.03	7Y	1.93	18	18.64
25 陕西债 51	2.23	10Y	1.99	15	26.59	**25 山东债 101**	8.54	15Y	2.33	25	17.45
25 陕西债 52	3.18	15Y	2.32	25	26.10	**25 山东债 102**	1.87	15Y	2.33	25	17.01
25 陕西债 53	76.71	20Y	2.39	21	29.47	**25 河南债 78**	294.15	10Y	2.05	21	19.44
25 陕西债 54	20.33	20Y	2.39	21	31.27	**25 河南债 79**	58.18	30Y	2.38	13	22.90
25 陕西债 55	14.28	7Y	1.95	20	28.28	**25 河南债 80**	4.94	15Y(11.76)	2.31	23	19.92
25 海南 49	9.91	10Y	2.05	21	19.03	**25 河南债 81**	56.86	30Y(23.27)	2.4	15	22.49
25 海南 50	4.07	10Y	2.09	25	18.10	**25 河南债 82**	1.07	15Y(11.76)	2.33	25	19.63
25 海南 51	2.98	15Y	2.33	26	19.50	**25 河南债 83**	4.09	30Y(23.27)	2.41	16	19.13
25 海南 52	26.47	20Y	2.39	21	21.97	**25 河南债 84**	5.75	5Y	1.74	15	19.15
25 海南 53	8.52	30Y	2.41	20	21.08	**25 河南债 85**	4.27	7Y	1.96	21	18.76
25 海南 54	5.63	15Y	2.33	26	20.19	**25 河南债 86**	2.07	10Y	2.07	23	17.97
25 海南 55	14.93	7Y	1.9	15	20.72	**25 河南债 87**	0.67	7Y	2	25	14.48
25 海南 56	15.00	7Y	1.9	15	21.45	**25 河南债 88**	46.30	7Y	1.9	15	22.29
25 海南 57	13.18	5Y	1.75	15	19.75						

数据来源：Wind 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn