

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11月3日

核心观点

- 上周债市整体走强，长债收益率大幅下行。上周一（10月27日），央行行长潘功胜在金融街论坛宣布恢复国债买卖操作，加之央行大量增配中短债，提振市场宽松预期。同时，中美元首会晤落地，资金面维持宽松以及10月制造业PMI数据不及预期等利好因素共同强化多头情绪，推动债市整体走强，长债收益率大幅下行。短端利率方面，上周税期央行呵护流动性，资金面迅速转松，加之市场宽松预期再起，助推债市短端收益率大幅下行，幅度远大于长端，收益率曲线陡峭化下移。
- 本周（10月27日当周）债市料将延续偏强震荡行情。10月制造业PMI指数偏弱，显示当月制造业供需两端同步下行，进一步确认基本面偏弱的事实，叠加央行宣布重启公开市场国债买卖，强化市场货币宽松预期，短期看对债市多头情绪仍将有一定支撑。同时，央行持续运用多种工具投放流动性，资金面预计将维持宽松态势。在货币宽松预期、流动性充裕等利好因素支撑下，本周短端利率有望继续下行，并带动长端利率走低。不过，股债跷跷板效应犹存，加之公募债基赎回费率新规尚未落地，对债市仍将有一定扰动。综合来看，预计本周债市将延续偏强震荡行情，10年期国债收益率将在1.75%-1.85%区间运行。



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

## 一、上周市场回顾

### 1.1 二级市场

上周债市反弹，长债收益率大幅下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计大幅上涨0.62%；上周五，10年期国债收益率较前一周五下行5.32bp，1年期国债收益率较前一周五下行8.90bp，期限利差大幅走阔。

- **10月27日**：周一，受资金面收紧，以及中美贸易关系缓和影响，早盘债市明显走弱。不过，随着央行行长潘功胜在金融街论坛上宣布恢复国债买卖操作，多头情绪大幅升温，债市转而走强。全天看，当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行0.63bp；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0.15%。
- **10月28日**：周二，央行重启买债的消息落地后，利好快速兑现，市场情绪小幅降温，但债市整体延续暖势。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行2.44bp；国债期货各期限主力合约全线上涨，10年期主力合约涨0.25%。
- **10月29日**：周三，受大行买入今年新发的3年以内新券传闻影响，市场博弈宽货币空间仍在，债市震荡反弹，中短债大幅走强，长债较弱。当日银行间主要利率债收益率多数下行，10年期国债收益率小幅上行0.29bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，10年期主力合约涨0.13%。
- **10月30日**：周四，受央行买债预期及资金面宽松提振，债市震荡偏暖。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行1.10bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，10年期主力合约涨0.05%。
- **10月31日**：周五，受资金面持续宽松以及10月制造业PMI数据不及预期提振，市场情绪高涨，债市延续暖势。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1.44bp；国债期货各期限主力合约涨跌不一，10年期主力合约涨0.04%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

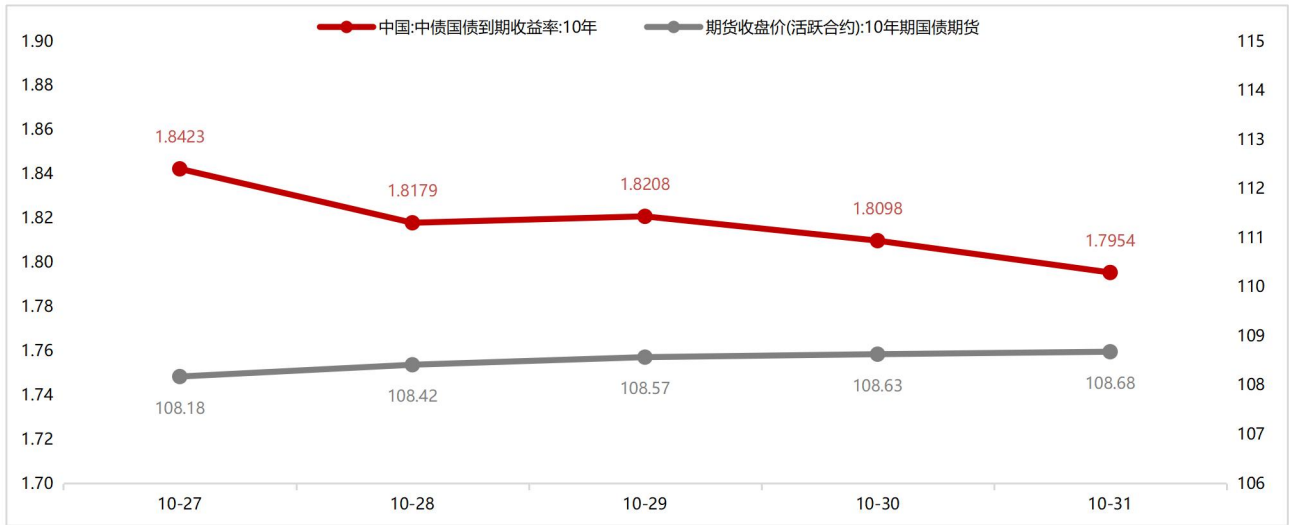


图 2 上周各期限国债利率均大幅下行

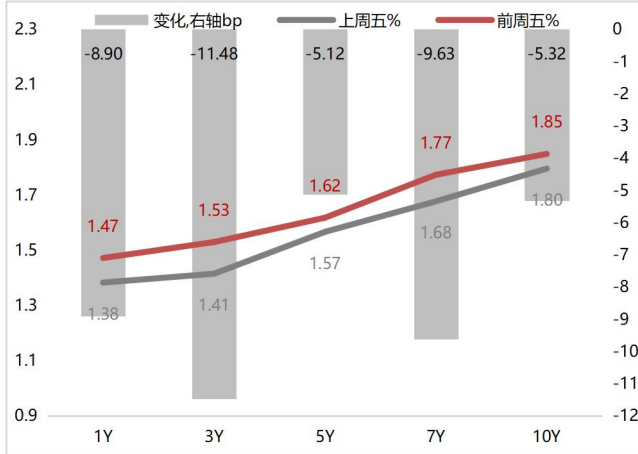


图 3 上周各期限国开债利率均大幅下行

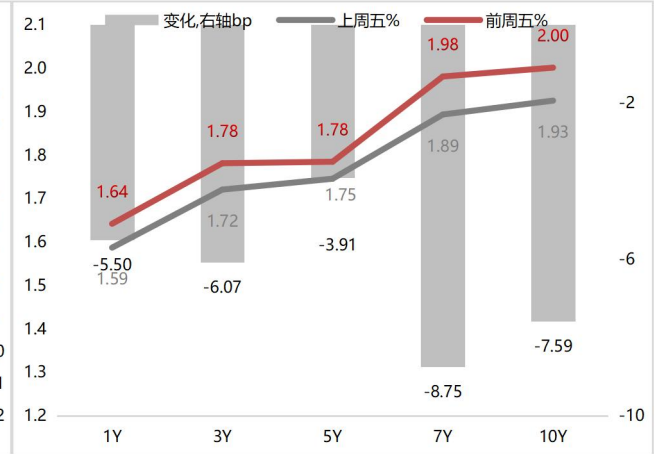


图 4 上周各期限国债期货上行

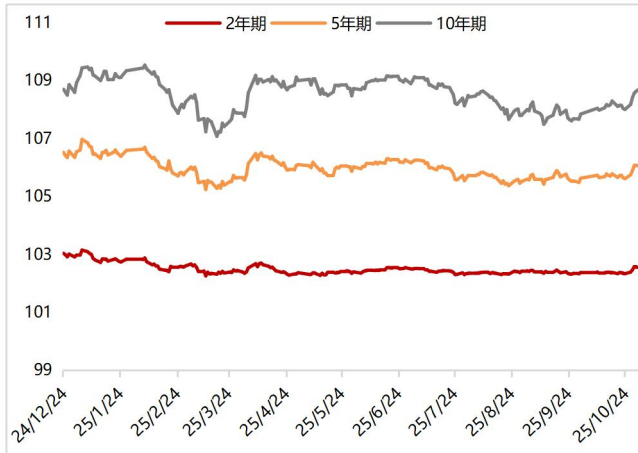


图 5 上周各期限国开债隐含税率上行(%)



图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差大幅走阔

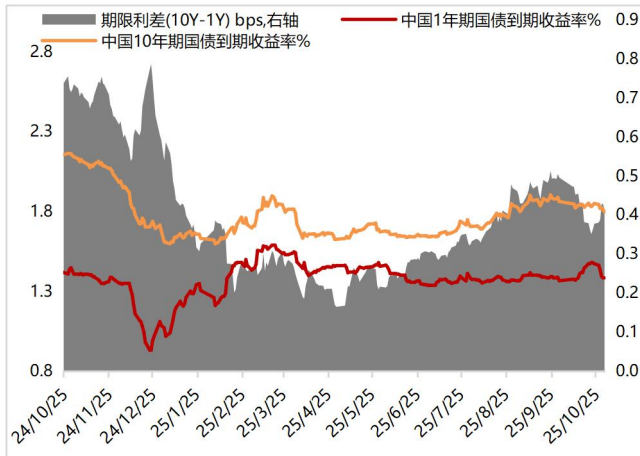
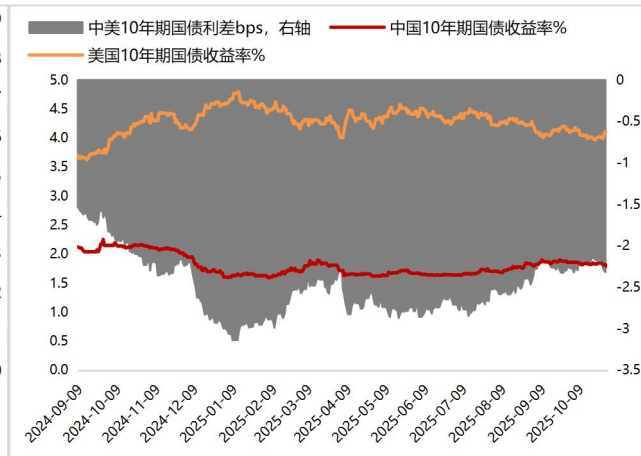


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度明显加深



数据来源: Wind 东方金诚

### 1.2 一级市场

上周共发行利率债 110 只, 环比增加 3 只, 发行量 4127 亿, 环比减少 6636 亿, 净融资额 3200 亿, 环比增加 2353 亿。分券种看, 上周无国债发行及偿还; 地方债、政金债发行量和净融资额均环比增加。

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	0	6890.5	0	6655	0	235.5
政金债	1420	1400	0	2446.1	1420	-1046.1
地方政府债	2706.82	2472.28	926.9	814.77	1779.92	1657.51
合计	4126.82	10762.78	926.9	9915.87	3199.92	846.91

数据来源: Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可, 无国债发行; 共发行 22 只政金债, 平均认购倍数为 3.78 倍; 共发行 88 只地方债, 平均认购倍数为 20.17 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-2)

## 二、上周重要事件

- **10月制造业 PMI 下行。**根据国家统计局公布的数据，2025年10月，中国制造业 PMI 指数为 49.0%，比9月回落 0.8 个百分点；10月非制造业 PMI 指数为 50.1%，比9月上升 0.1 个百分点，其中，建筑业 PMI 指数为 49.1%，比9月下降 0.2 个百分点，服务业 PMI 指数为 50.2%，比9月上升 0.1 个百分点；10月综合 PMI 产出指数为 50.0%，比9月下降 0.6 个百分点。

10月制造业 PMI 指数比上月下降 0.8 个百分点至 49.0%，弱于市场普遍预期，除了受季节性和中秋节错期因素影响外，主要源于在内外因素共振影响下，当月制造业供需两端同步下行。10月服务业 PMI 指数为 50.2%，较上月回升 0.1 个百分点，主因今年中秋节错期，10月长假增加 1 天，带动居民旅游出行需求增加。往后看，伴随美国高关税政策对全球贸易及我国出口冲击的进一步显现，以及当前国内需求有待进一步提振，11月制造业 PMI 指数仍将运行在收缩区间。不过，受季节性以及政策加码支撑，11月制造业 PMI 指数会小幅回升。

## 三、实体经济观察

上周生产端高频数据多数下跌，其中，高炉开工率、半胎钢开工率、石油沥青装置开工率及日均铁水产量均有不同程度下降。从需求端来看，上周 BDI 指数延续下行，而出口集装箱运价指数 CCFI 继续上升；上周 30 大中城市商品房销售面积继续小幅减少。物价方面，上周猪肉价格小幅波动上涨，大宗商品价格也多数上涨，其中，螺纹钢及铜价均有所上涨，而原油价格有所回落。

图 8 上周高炉开工率继续下跌 (%)

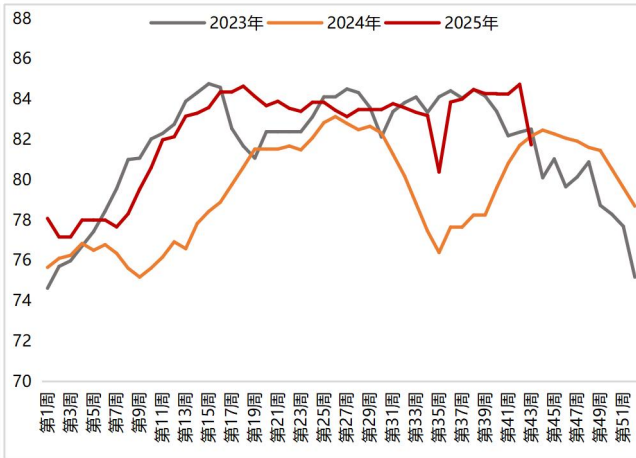


图 9 上周石油沥青装置开工率明显回落 (%)

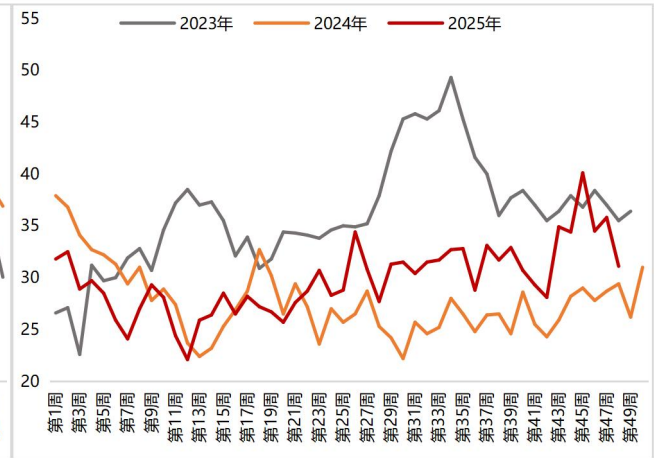


图 10 上周半钢胎开工率微幅下跌 (%)

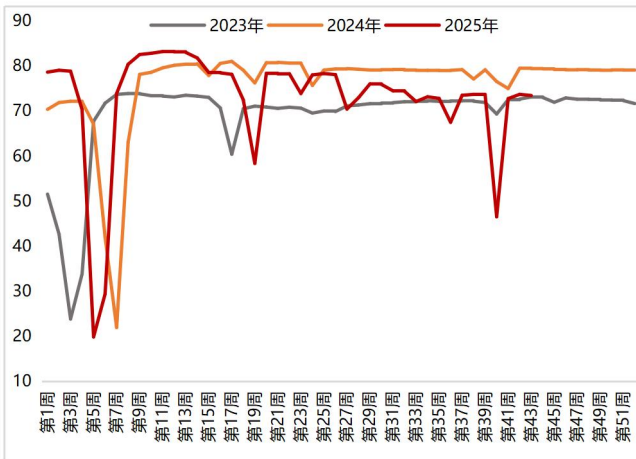


图 11 上周日均铁水产量 (247 家) 继续下降 (万吨)

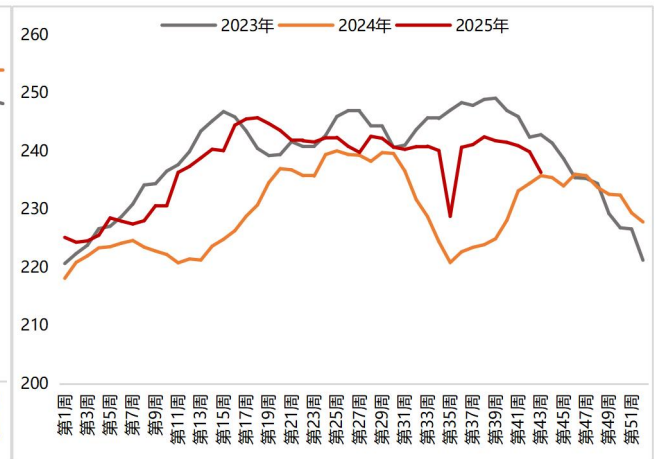


图 12 上周 30 城商品房成交面积继续减少 (万 m²)

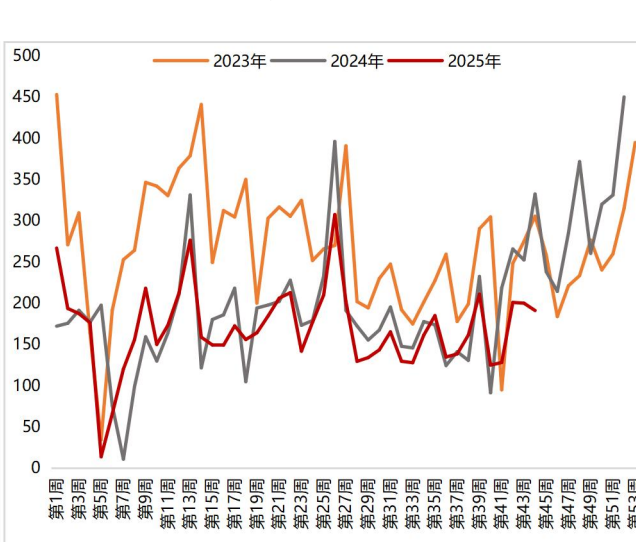


图 13 上周 BDI 指数继续下行

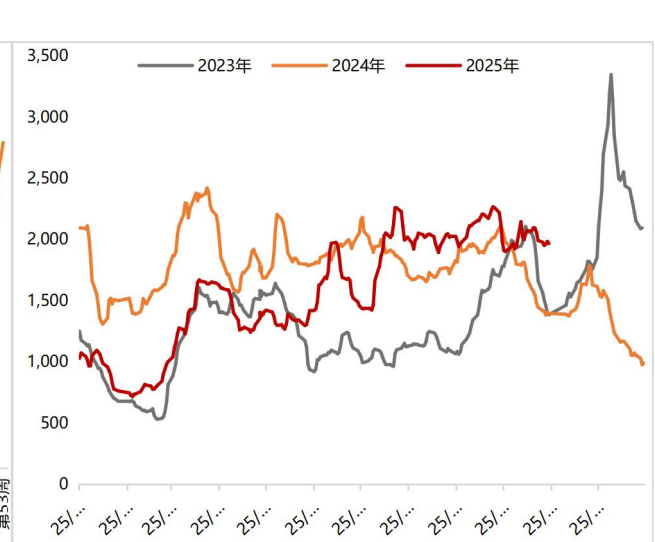


图 14 上周 CDFI 指数继续下行

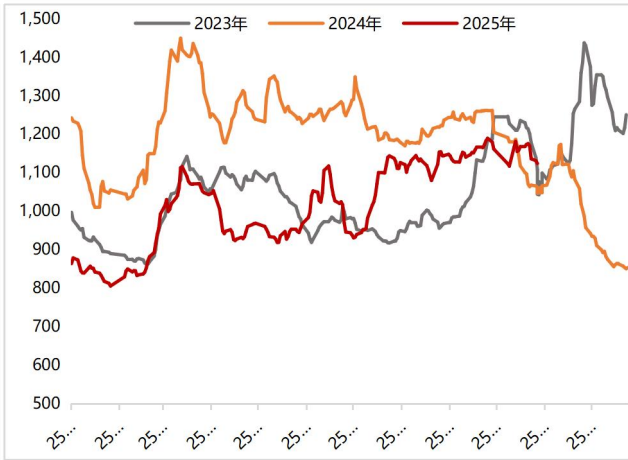


图 15 上周 CCFI 指数继续上升

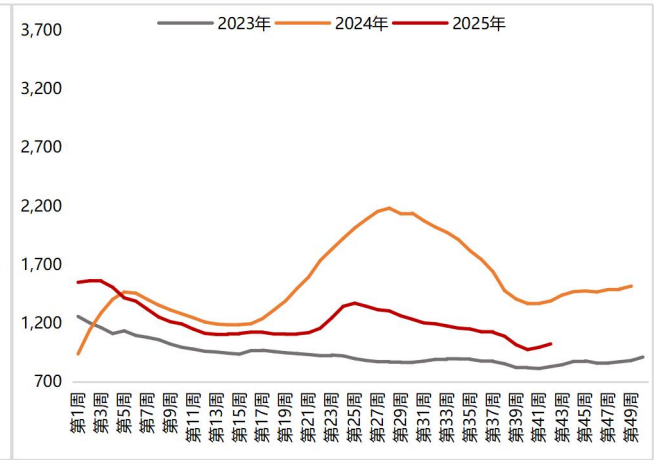


图 16 上周猪肉价格先上后下，整体小幅上涨

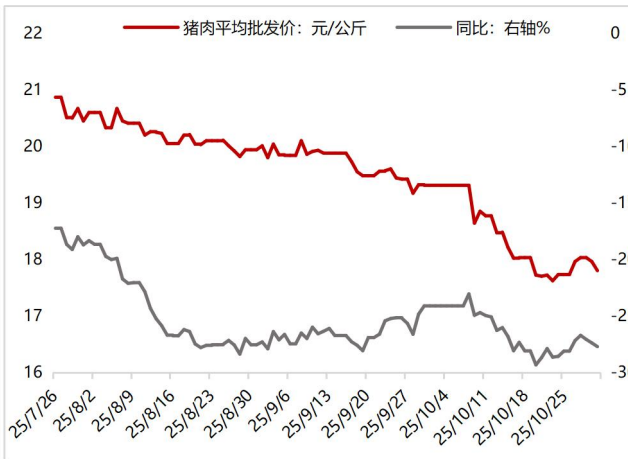


图 17 上周国际油价波动下跌

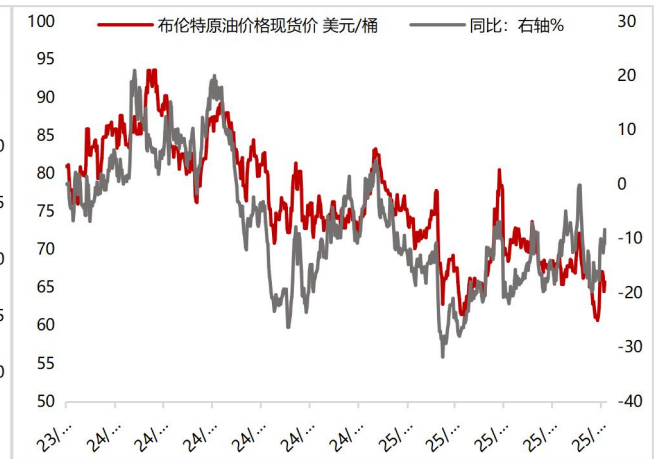


图 18 上周铜期货价格整体继续上涨

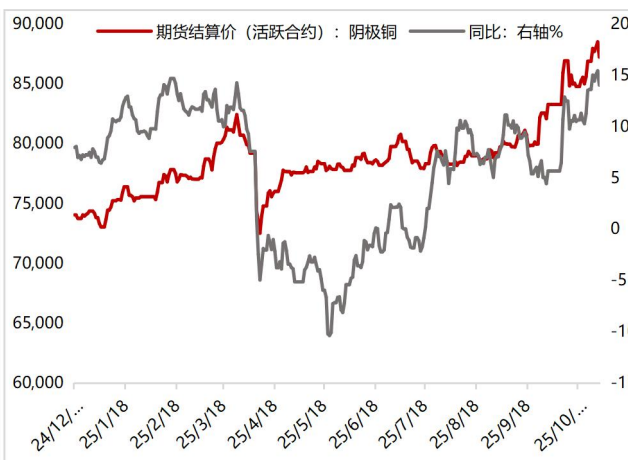
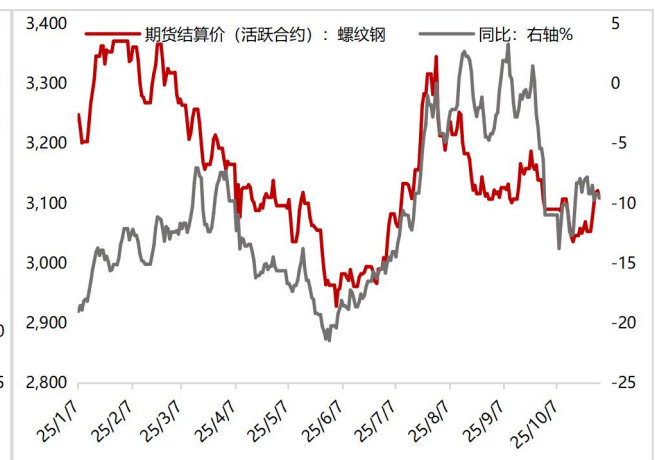


图 19 上周螺纹钢期货价格波动上涨



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 9008 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2025/10/27	逆回购 7D	3373	1.40	逆回购 7D	1890	1.40
2025/10/27	MLF365D	9000	1.40	MLF365D	7000	2.00
2025/10/28	逆回购 7D	4753	1.40	逆回购 7D	1595	1.40
2025/10/29	逆回购 7D	5577	1.40	逆回购 7D	1382	1.40
2025/10/29				买断式逆回购 182D	5000	
2025/10/30	逆回购 7D	3426	1.40	逆回购 7D	2125	1.40
2025/10/31	逆回购 7D	3551	1.40	逆回购 7D	1680	1.40
<b>发行</b>				19680		
<b>到期</b>				20672		
<b>净投放</b>				9008		

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均上行 (%)

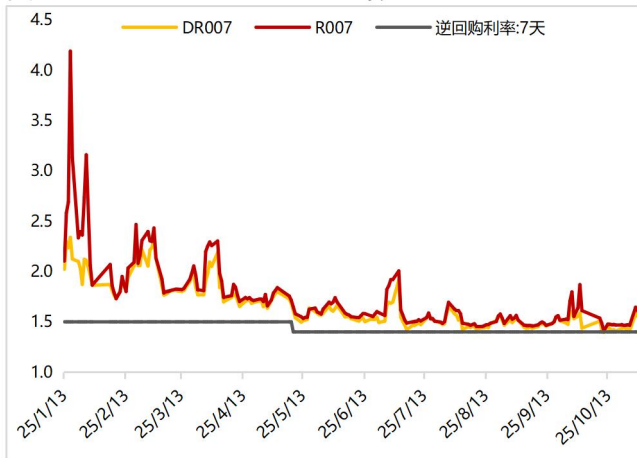


图 21 上周股份行同业存单发行利率大幅下行 (%)

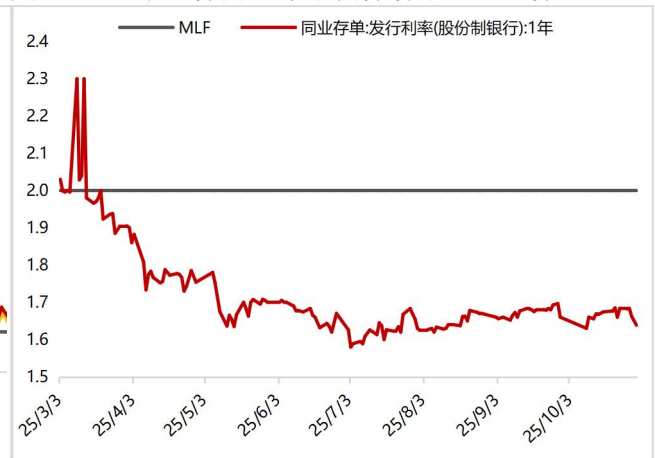


图 22 上周各期限国股直贴利率继续下行

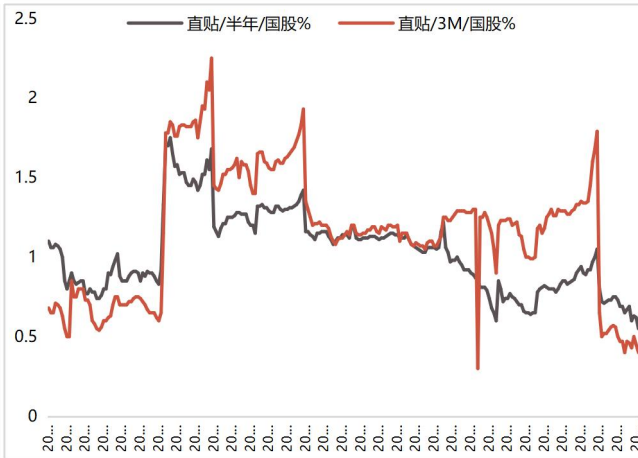


图 23 上周质押式回购成交量继大幅减少 (亿元)

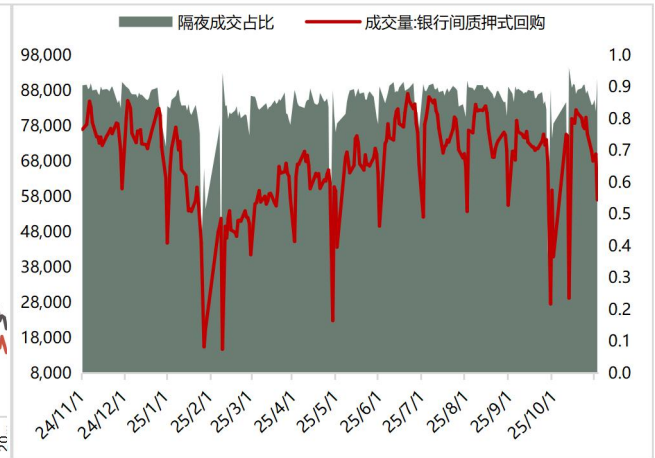
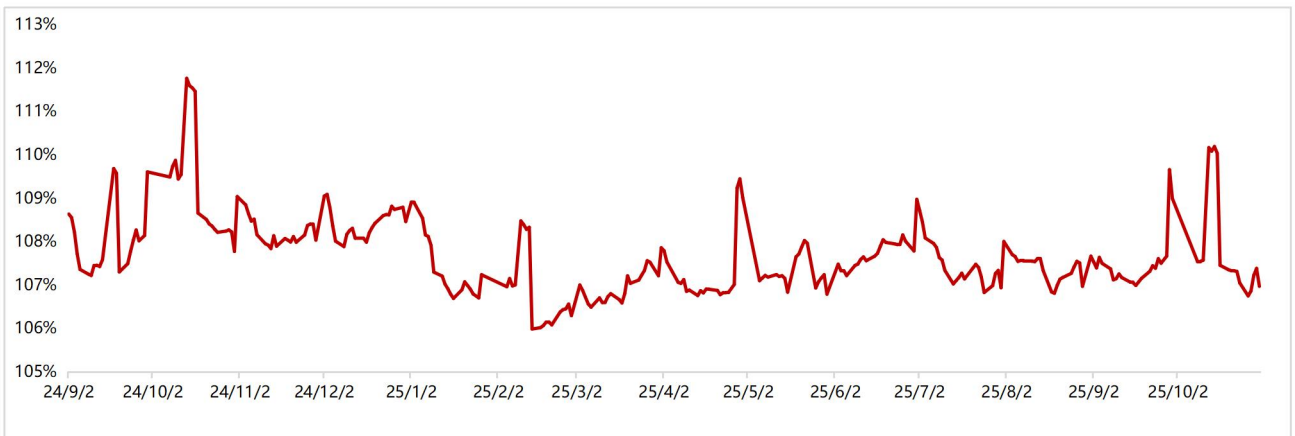


图 24 上周银行间市场杠杆率波动小幅下行



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 12)	20	3	1.7251	5.89
25 国开清发 07(增发 5)	60	3	1.6814	3.16
25 国开清发 09(增发 5)	20	7	1.9097	4.17
25 进出 06(增 10)	150	1	1.3571	2.48
25 进出 13(增 4)	30	3	1.6066	5.81
25 国开 11(增 12)	60	1	1.4536	2.74

25 国开 18(增 3)	70	5	1.7063	3.4
25 国开 20(增 13)	50	10	1.911	4.4
25 农发 31(增 7)	160	1.074	1.4811	2.08
25 农发 09(增 22)	30	3	1.7549	5.03
25 农发 20(增 20)	170	10	1.948	1.98
25 国开 02(增 17)	60	2	1.5578	4.03
25 国开 18(增 2)	70	5	1.738	3.23
25 国开 20(增 12)	50	10	1.9098	5.15
25 农发清发 09(增发 22)	30	2	1.672	4.09
25 农发清发 12(增发 23)	30	2	1.6223	4.86
25 农发清发 07(增发 21)	20	7	1.8565	3.43
25 农发贴现 09(增 2)	20	0.4986	1.558	3.48
25 农发 23(增 7)	120	3	1.7005	3.45
25 农发 15(增 20)	90	5	1.7841	2.79
25 国开 11(增 11)	70	1	1.4748	2.86
25 国开 14(增 31)	40	3	1.7263	4.54

数据来源: Wind 东方金诚

附表 2 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 西藏债 14	8.11	3	1.52	5	21.75	25 广东债 67	96.32	20	2.38	20	15.55
25 西藏债 15	1.89	7	1.91	18	21.64	25 广东债 68	90.17	30	2.38	19	15.84
25 西藏债 18	1.99	15	2.31	25	21.26	25 广东债 69	9.14	10	2.04	20	14.46
25 西藏债 19	3.65	20	2.38	21	22.77	25 广东债 70	57.60	7	1.87	11	16.58
25 西藏债 20	13.36	30	2.38	19	25.99	25 广东债 71	61.54	7	1.87	11	16.29
25 重庆债 50	2.96	15	2.31	25	22.60	25 广东债 72	20.00	15	2.3	23	16.41
25 重庆债 51	3.97	20	2.38	21	23.10	25 广东债 73	137.11	10	2	16	13.68
25 重庆债 52	23.83	30	2.38	19	25.22	25 广东债 74	43.00	30	2.37	18	16.02
25 重庆债 53	54.69	5	1.77	18	23.28	25 河南债 89	58.83	15	2.28	21	22.26
25 重庆债 54	140.56	5	1.77	18	22.07	25 河南债 90	162.19	7	1.9	14	20.26
25 重庆债 55	49.55	10	2	17	22.58	25 河南债 91	55.08	30	2.36	16	22.87
25 山西 59	10.13	5	1.69	10	24.34	25 河南债 92	19.69	30	2.37	17	22.58
25 山西 60	2.02	10	2.01	18	21.75	25 河南债 93	1.69	15(11.76)	2.28	21	17.99
25 山西 61	2.59	20	2.38	21	22.30	25 河南债 94	27.77	30(23.27)	2.38	18	20.35
25 山西 62	8.98	15	2.29	23	23.31	25 河南债 95	1.56	10(7.24)	2.01	17	16.91

25 内蒙古 28	15.00	10	2.03	20	26.43	25 河南债 96	1.21	15(11.76)	2.29	22	17.52
25 内蒙古 29	6.60	7	1.95	21	24.12	25 河南债 97	2.20	30(23.27)	2.45	25	17.36
25 内蒙古 30	2.57	10	2.09	26	23.66	25 河南债 98	1.67	5	1.81	20	18.26
25 内蒙古 31	6.59	15	2.32	25	24.54	25 河南债 99	35.81	7	1.92	16	21.31
25 内蒙古 32	13.65	20	2.41	23	24.94	25 河南债 100	10.27	20	2.37	19	22.40
25 山东 103	12.48	7	1.89	15	18.90	25 辽宁债 36	10.95	7	1.86	10	26.79
25 山东 104	64.88	30	2.39	20	22.02	25 辽宁债 37	25.51	10	1.99	15	26.90
25 山东 105	24.46	15	2.31	24	20.41	25 辽宁债 38	19.00	10	2.08	24	25.93
25 山东 106	14.17	10	2.03	20	20.60	25 浙江 62	133.07	10	1.94	10	15.11
25 山东 107	2.50	7	1.9	16	18.88	25 浙江 63	3.00	15	2.22	15	17.70
25 山东 108	6.47	10	2.03	20	17.91	25 浙江 64	3.22	20	2.36	18	16.55
25 山东 109	7.89	7	1.89	15	17.00	25 浙江 65	3.00	5	1.66	5	17.33
25 山东 110	26.23	15	2.31	24	19.97	25 浙江 66	23.57	10	1.94	10	16.85
25 山东 111	3.83	15	2.31	24	17.75	25 浙江 67	163.17	20	2.35	17	16.06
25 山东 112	1.37	15	2.31	24	17.45	25 浙江 68	6.17	30	2.34	14	18.06
25 江西债 60	0.86	5	1.9	30	19.77	25 天津 68	4.11	7	1.96	20	17.64
25 江西债 61	1.63	7	2	26	20.49	25 天津 69	0.50	7(5.50)	2.06	30	16.40
25 江西债 62	1.82	10	2.05	22	19.62	25 天津 70	0.30	20(15.51)	2.23	5	19.33
25 江西债 63	11.62	15	2.31	24	22.62	25 天津 71	1.50	30	2.25	5	18.33
25 江西债 64	8.56	20	2.38	20	20.85	25 天津 72	0.50	30(16.21)	2.25	5	18.80
25 江西债 65	140.69	30	2.39	20	23.31	25 天津 73	1.00	30(17.02)	2.25	5	19.90
25 江西债 66	204.66	5	1.78	18	25.18	25 天津 74	3.96	3	1.68	15	17.50
25 江西债 67	125.35	7	1.91	17	23.63	25 天津 75	5.51	7	1.99	23	16.73
25 江西债 68	3.44	10(5.50)	1.95	12	21.25	25 天津 76	42.91	3	1.68	15	18.76
25 江西债 69	122.71	10	2.02	19	23.68	25 天津 77	6.69	5	1.76	15	17.85
25 江西债 70	3.85	10(5.50)	1.95	12	19.51	25 天津 78	26.24	7	1.94	18	19.36
25 江西债 71	6.81	10	2.06	23	19.52	25 广西债 28	71.96	10	2.06	22	23.24
25 广东债 65	6.07	7	1.86	10	16.05	25 广西债 29	1.10	20(18.01)	2.25	7	20.36
25 广东债 66	80.47	15	2.3	23	15.59	25 广西债 30	1.50	20(18.01)	2.25	7	19.20

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