

 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 17 日

核心观点

- 受股债跷跷板效应主导，上周债市窄幅震荡。上周公布的 10 月金融和宏观数据表现偏弱，印证四季度经济下行预期，但市场反应较为平淡，债市情绪仍主要受股市表现牵引，且对股市上涨更为敏感。上周股市先调整后冲高回落、整体有所下跌，债市随之波动，长债收益率仅微幅下行。短债方面，随着税期临近，上周资金面趋于收敛，短债收益率小幅上行，收益率曲线继续平坦化。
- 本周（11 月 17 日当周）债市仍将延续震荡格局。考虑到近期央行通过买断式逆回购、买卖国债等工具注入中期流动性，市场对于短期内降准的预期降温，降息预期也依然不强，加之宏观数据进入真空期，本周债市仍将延续震荡，股市波动将继续主导市场情绪。另外，公募赎回费率新规可能在近期落地，但由于此前市场对其定价较为充分，短期内可能带来市场波动但幅度料有限。总体来看，在基本面偏弱但宽松政策预期不强、央行较为呵护资金面、股市进入震荡休整期以及公募赎回费率新规未落地等多空因素交织下，本周债市仍难以打破僵局，大概率延续窄幅震荡格局。



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

上周债市窄幅震荡，长债收益率微幅下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.06%；上周五，10年期国债收益率较前一周五微幅下行0.02bp，1年期国债收益率较前一周五上行0.59bp，期限利差延续收窄。

- 11月10日：周一，受10月通胀数据回暖压制，早盘债市偏弱震荡，但午后股市下跌，带动长债回暖，短债则因资金面收紧仍偏弱。全天看，当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10年期国债收益率微幅下行0.03bp；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0.01%。
- 11月11日：周二，债市整体偏暖震荡，当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10年期国债收益率小幅下行0.20bp；国债期货各期限主力合约收盘全线上涨，10年期主力合约涨0.02%。
- 11月12日：周三，央行三季度货币政策报告再提稳增长并删除“防空转”表述，市场宽松预期仍在，带动债市整体偏暖震荡。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0.48bp；国债期货各期限主力合约收盘全线上涨，10年期主力合约涨0.02%。
- 11月13日：周四，股市再创新高，股债跷跷板效应明显，债市整体走弱。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0.55bp；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0.10%。
- 11月14日：周五，资金面边际收敛而股市有所回落，债市窄幅震荡。当日银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10年期国债收益率上行0.14bp；国债期货各期限主力合约收盘涨跌不一，其中10年期主力合约持平。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

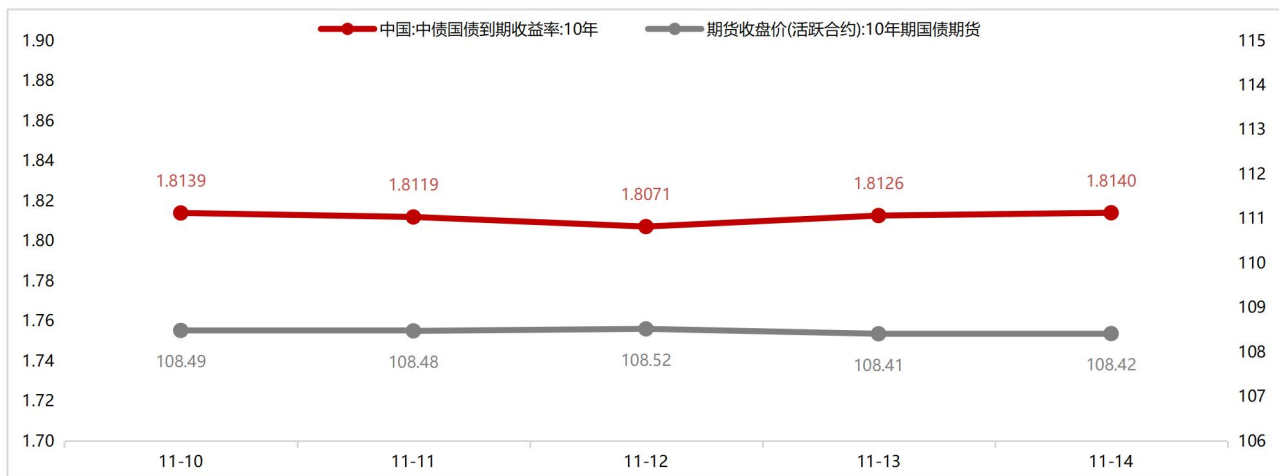


图 2 上周国债短端利率上行，中长端下行

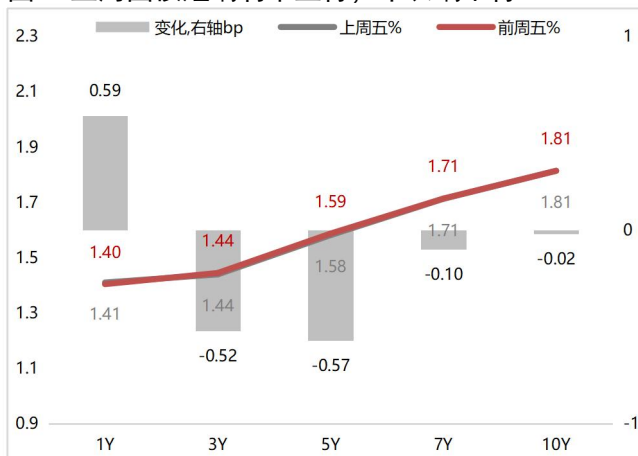


图 3 上周国开债中长端利率均下行

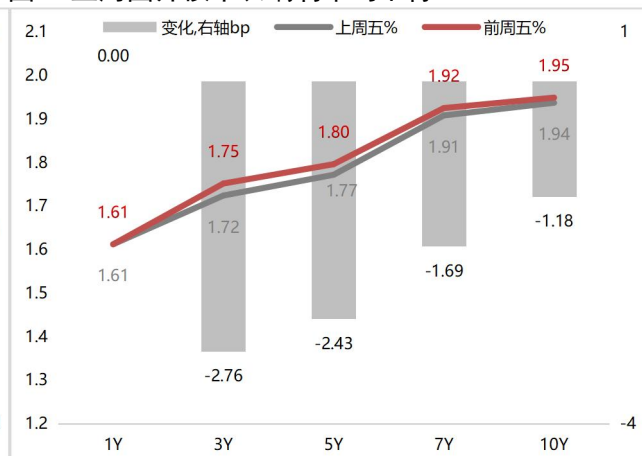


图 4 上周各期限国债期货小幅下行

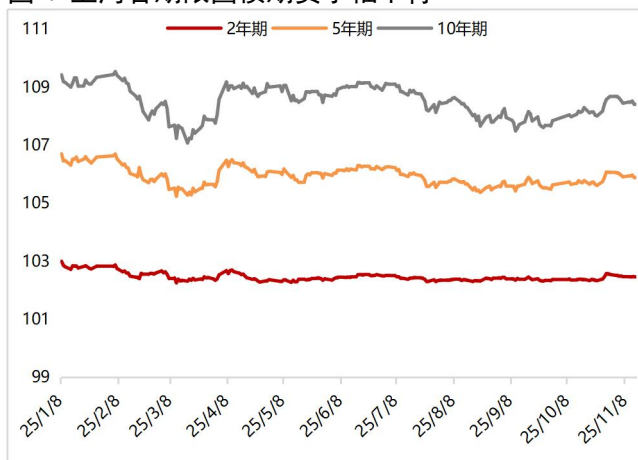


图 5 上周各期限国开债隐含税上行(%)



图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续收窄

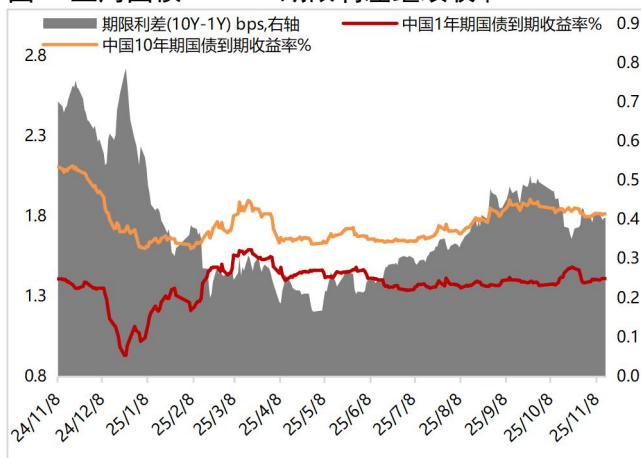
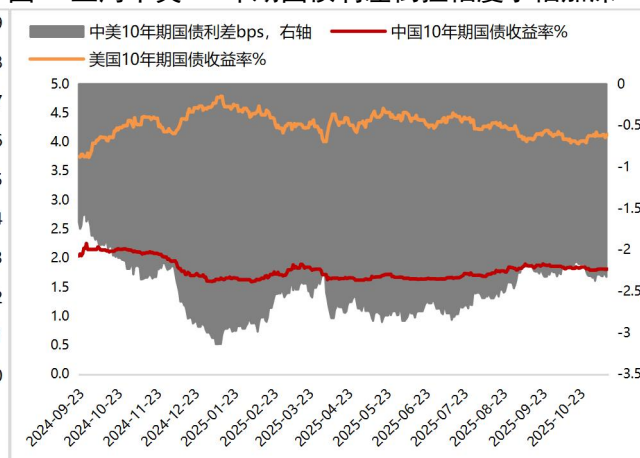


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度小幅加深



数据来源：Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 100 只，环比增加 43 只，发行量 7269 亿，环比增加 2129 亿，净融资额 3903 亿，环比增加 1020 亿。分券种看，上周国债、政金债和地方债发行量环比增加；国债和地方债净融资额环比增加，而政金债净融资额环比减少。

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	3093.2	2958.9	650	700.9	2443.2	2258
政金债	1324.8	1265	2292.7	280	-967.9	985
地方政府债	2850.66	916.07	422.74	1275.63	2427.92	-359.56
合计	7268.66	5139.97	3365.44	2256.53	3903.22	2883.44

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 6 只国债，其中 2 只为储蓄国债，剩余国债平均认购倍数为 3.39 倍；共发行 21 只政金债，平均认购倍数为 3.83 倍；共发行 73 只地方债，平均认购倍数为 20.09 倍。（上周利率债发行情况详见附表 1-3）

二、上周重要事件

- **10 月稳增长政策发力带动委托贷款走高，M1 继续处于较快增长水平。**央行 11 月 13 日公布的数据显示，2025 年 10 月新增人民币贷款 2200 亿，同比少增 2800 亿；10 月新增社会融资规模 8150 亿，同比少增 5970 亿；10 月末，广义货币 (M2) 同比增长 8.2%，增速较上月末低 0.2 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 6.2%，增速较上月末低 1.0 个百分点。

10 月人民币贷款同比少增，一方面源于内需偏弱、外需下滑，对企业和居民信贷需求形成抑制；另一方面，隐债置换因素对新增企业中长期贷款的下拉作用仍在。10 月社融延续同比少增，主要受政府债券融资和投向实体经济的人民币贷款同比大幅少增影响。受上年同期基数抬高影响，10 月末 M2 增速下行，但继续保持较快增长水平；由于低基数效应减弱，M1 增速回落，但受债务置换过程中城投平台企业活期存款增加，以及《保障中小企业款项支付条例》施行，大型企业加快偿还中小企业应收账款，导致中小企业活期存款较快增长影响，M1 仍处于较快增长状态。

- **10 月宏观数据延续下行。**据国家统计局 11 月 14 日公布的数据，10 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.9%，前值为 6.5%；前 10 个月规模以上工业增加值累计同比实际增长 6.1%，2024 年全年累计同比为 5.8%；10 月社会消费品零售总额同比增长 2.9%，前值为 3.0%；前 10 个月社会消费品零售总额累计同比增长 4.3%，2024 年全年累计同比为 3.5%；2025 年 1-10 月全国固定资产投资累计同比下降 1.7%，前值为下降 0.5%，2024 年全年累计同比增长 3.2%。

10月工业生产增速较快下行，一方面源于9月工作日较去年同期多两天，而10月工作日比去年同期少一天；另一方面是当月出口转负，国内消费、投资动能偏弱，以及“两新”等促内需政策拉动效应减弱等导致需求承压，进而向工业生产传导。10月社零同比增速延续下滑，主要原因是以旧换新补贴政策效应有所减弱，叠加上年同期基数抬升，导致政策范围内的部分商品零售增速大幅放缓。另外，10月楼市加速下滑，拖累房地产相关消费，也对当月社零总体表现产生一定下拉作用。1-10月固定资产投资同比增速为-1.7%，连续两个月出现历史罕见的累计同比负值，主要是基建、制造业、房地产三大投资板块全面减速。总体上看，受外需放缓，国内消费、投资增长动能减弱，以及稳增长政策需要传导时间等影响，10月宏观经济运行延续三季度以来的稳中见弱态势。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据涨跌不一，其中，高炉开工率、石油沥青装置开工率均小幅下跌，而日均铁水产量小幅回升，半胎钢开工率则与前周基本持平。从需求端来看，上周BDI指数继续上行，出口集装箱运价指数CCFI也持续上升；上周30大中城市商品房销售面积小幅增加。物价方面，上周猪肉价格小幅回落，而大宗商品价格多数上涨，其中，螺纹钢、铜以及原油价格均有所回升。

图8 上周高炉开工率小幅回落(%)

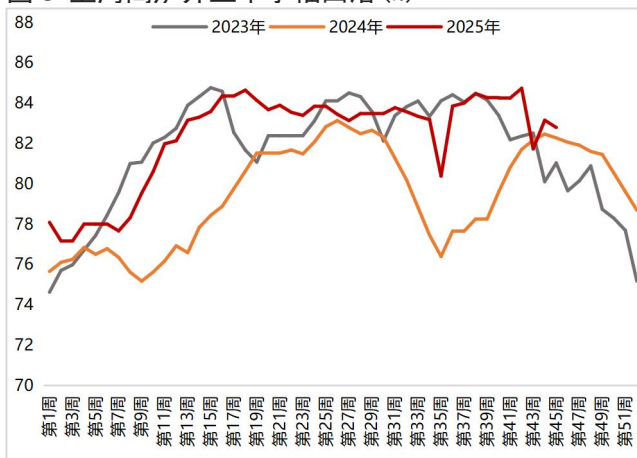


图9 上周石油沥青装置开工率小幅下跌(%)

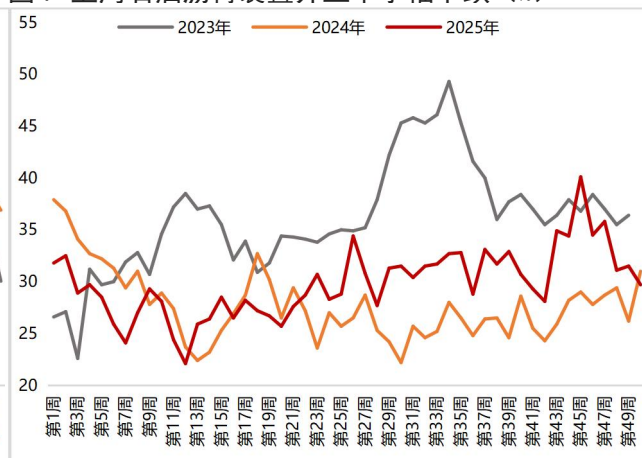


图 10 上周半钢胎开工率基本持平(%)

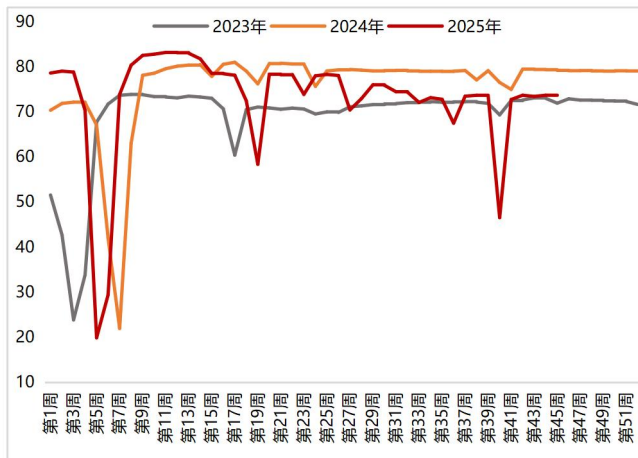


图 11 上周日均铁水产量(247 家)小幅回升(万吨)

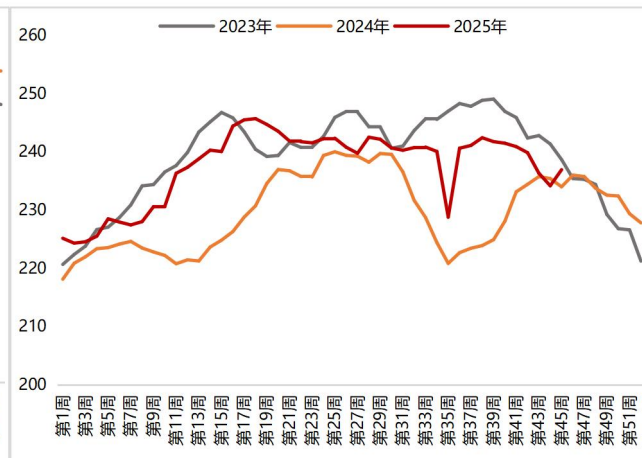


图 12 上周 30 城商品房成交面积小幅回升(万 m²)

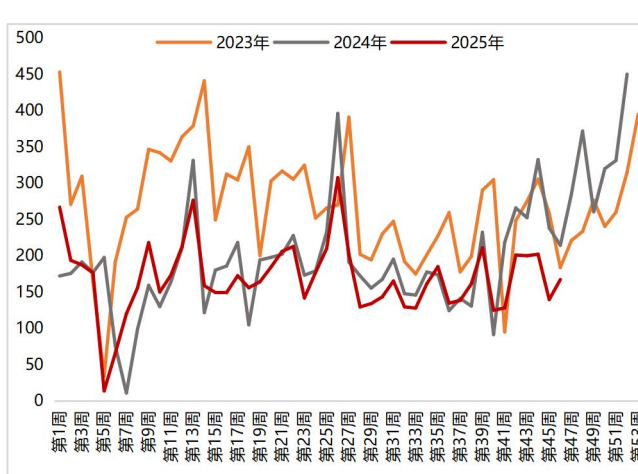


图 13 上周 BDI 指数继续上行

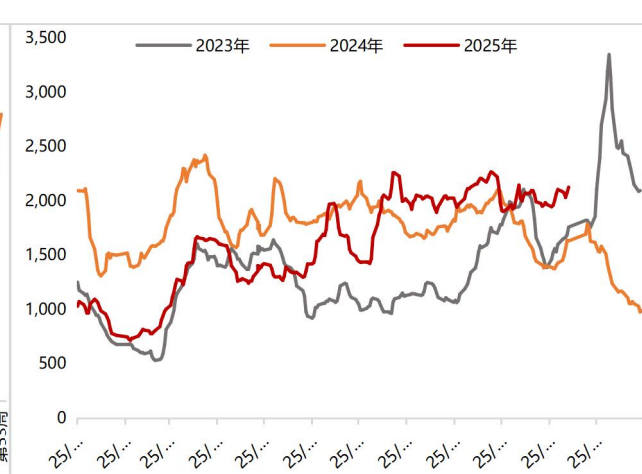


图 14 上周 CDFI 指数波动下行

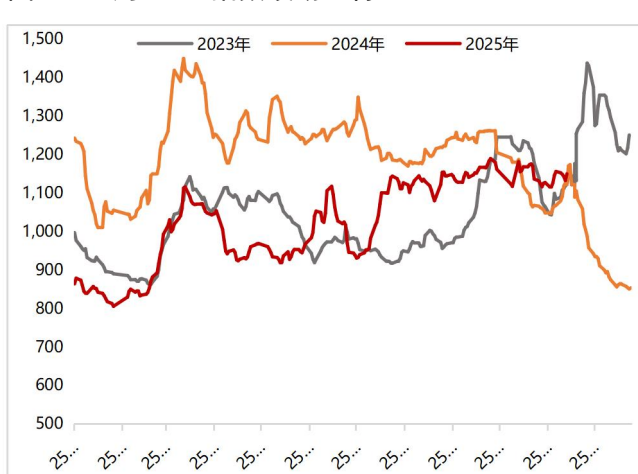


图 15 上周 CCFI 指数继续上升

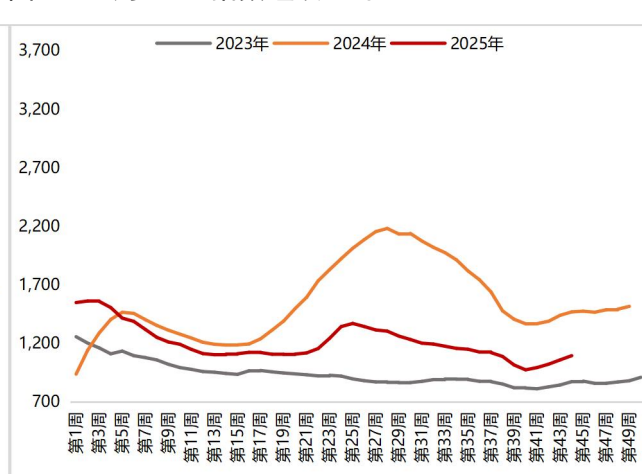


图 16 上周猪肉价格小幅回落

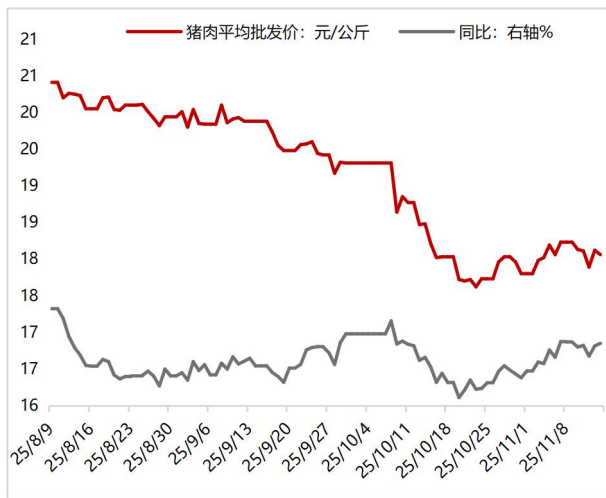


图 17 上周国际油价波动小幅回升

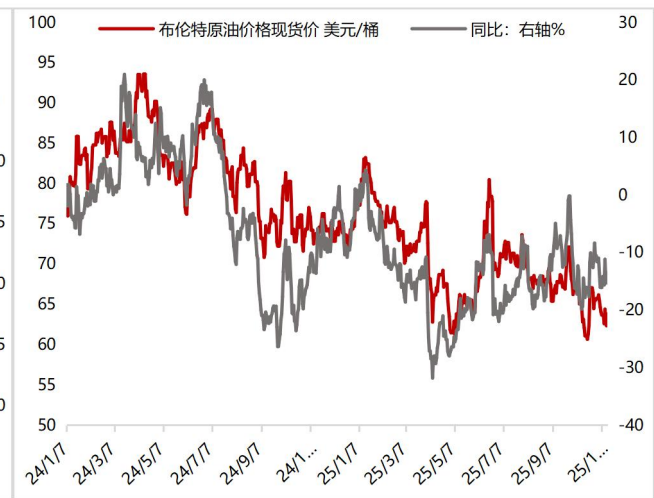


图 18 上周铜期货价格大幅上涨

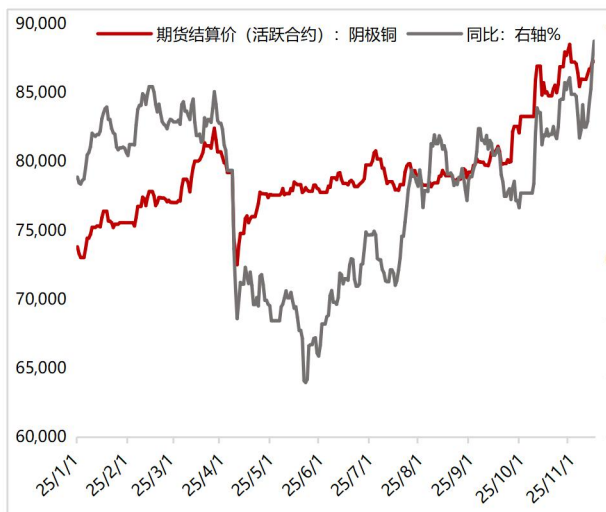
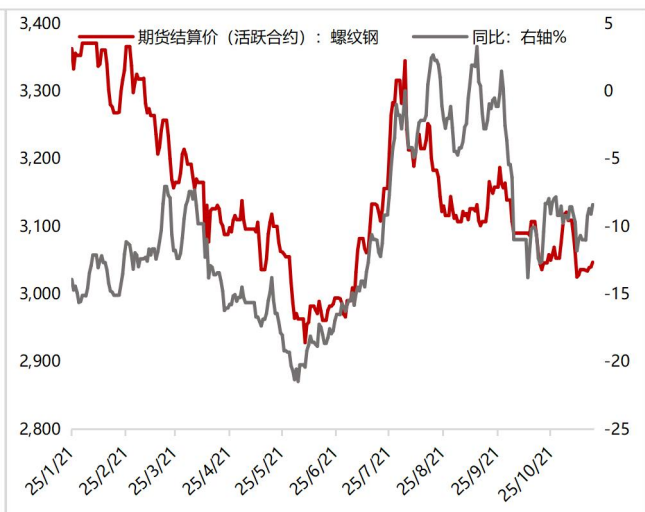


图 19 上周螺纹钢期货价格小幅回升



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 6262 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 (%)
2025/11/10	逆回购 7D	1199	1.40	逆回购 7D	783	1.40

2025/11/11	逆回购 7D	4038	1.40	逆回购 7D	1175	1.40
2025/11/12	逆回购 7D	1955	1.40	逆回购 7D	655	1.40
2025/11/13	逆回购 7D	1900	1.40	逆回购 7D	928	1.40
2025/11/14	逆回购 7D	2128	1.40	逆回购 7D	1417	1.40
发行	11220					
到期	4958					
净投放	6262					

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均上行 (%)

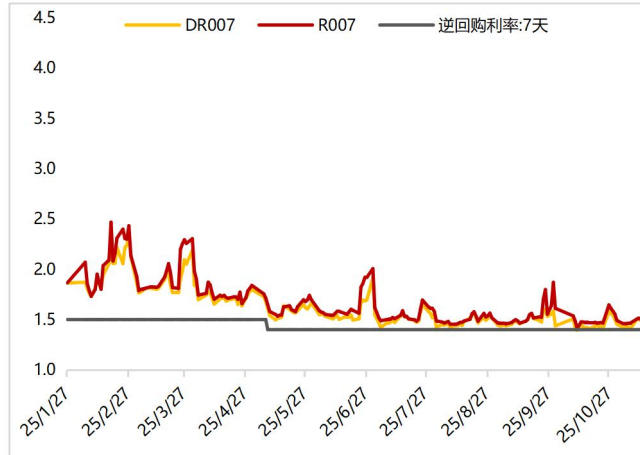


图 21 上周股份行同业存单发行利率上行 (%)

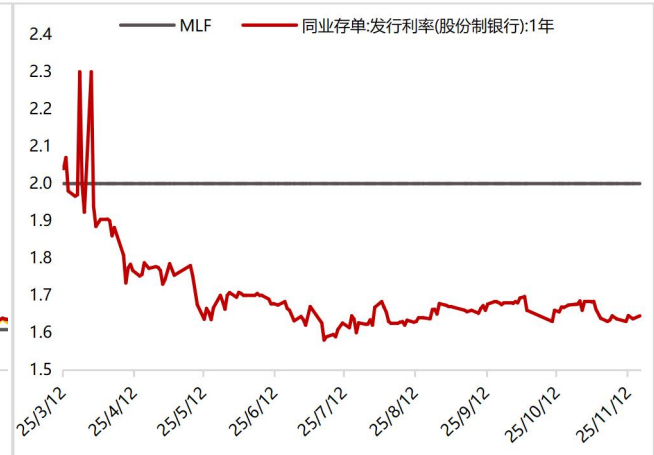


图 22 上周各期限国股直贴利率小幅下行

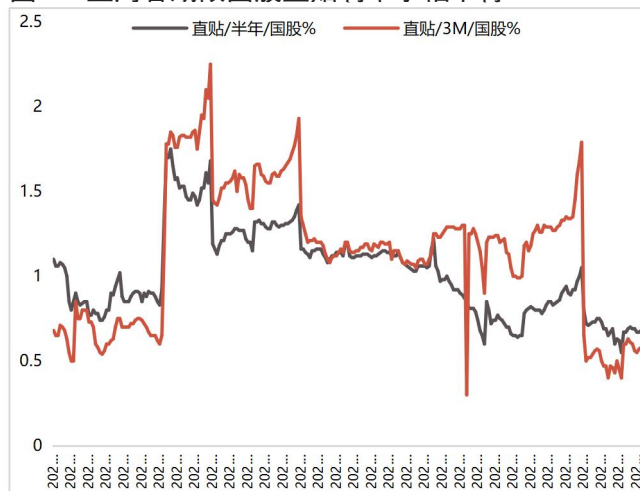


图 23 上周质押式回购成交量小幅减少 (亿元)

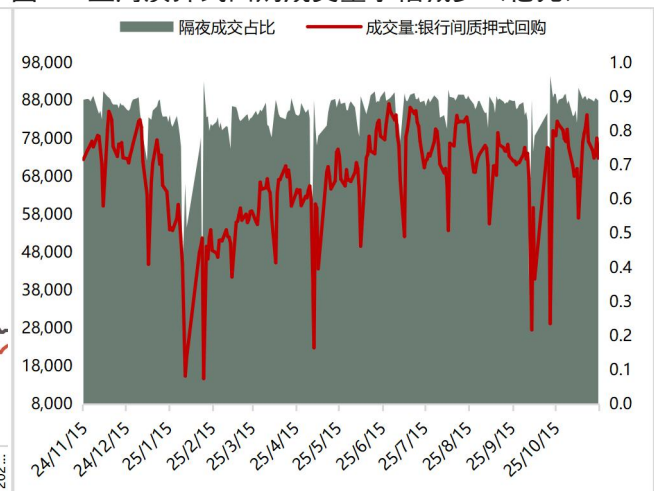
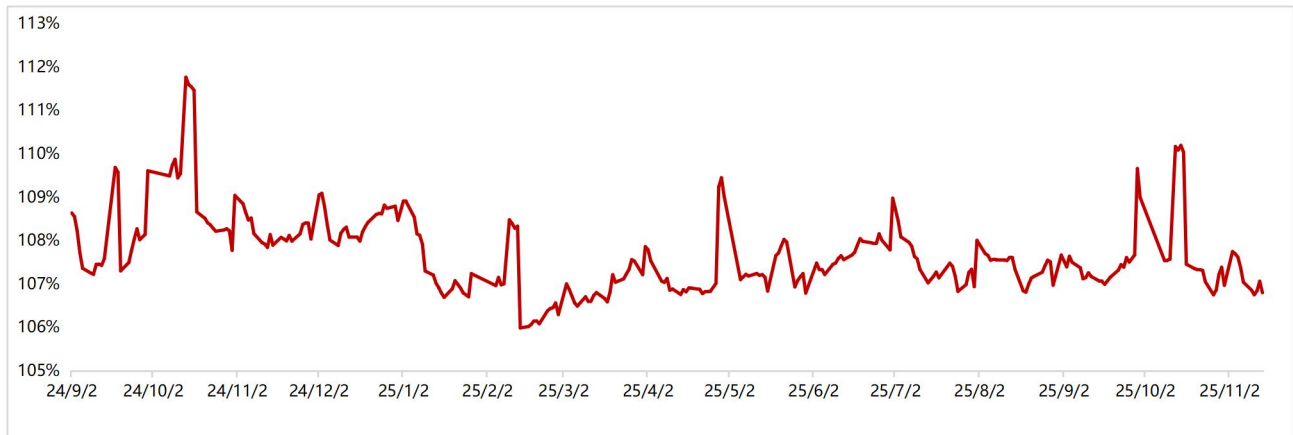


图 24 上周银行间市场杠杆率波动小幅下行



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 22	1190	10	1.78	3.67
25 附息国债 02(续 4)	270	30	1.92	4.5115
25 贴现国债 71	556.1	0.2493	1.2271	2.95
25 贴现国债 70	600	0.4986	1.3162	2.44
25 储蓄 09	238.5	3	1.63	-
25 储蓄 10	238.6	5	1.7	-

数据来源：Wind 东方金诚

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 14)	20	3	1.6579	7.72
25 国开清发 07(增发 7)	60	3	1.6611	3.09
25 国开清发 09(增发 7)	20	7	1.8648	3.63
25 进出 61(增 2)	144.8	1.2521	1.3875	2.12
25 国开 11(增 16)	70	1	1.4847	2.86
25 国开 18(增 7)	70	5	1.7201	2.82
25 国开 20(增 17)	50	10	1.8921	4.03
25 农发 31(增 10)	90	1.074	1.4013	4

25 农发 09(增 24)	20	3	1.7128	5.08
25 农发 20(增 22)	120	10	1.9291	2.92
25 国开 02(增 19)	60	2	1.5311	3.66
25 国开 18(增 6)	70	5	1.7181	3.22
25 国开 20(增 16)	50	10	1.8819	4.68
25 农发清发 09(增发 24)	30	2	1.6042	4.43
25 农发清发 12(增发 25)	30	2	1.5667	5.1
25 农发清发科创 01(增发 1)	20	7	1.6866	4.43
25 农发 31(增 9)	90	1.074	1.4118	3.72
25 农发 23(增 9)	120	3	1.6604	2.68
25 农发 25(增 3)	90	5	1.7536	2.64
25 国开 11(增 15)	70	1	1.4943	2.05
25 国开 14(增 33)	30	3	1.606	5.46

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 重庆债 56	7.24	15	2.28	25	25.79	25 河南 101	31.43	30	2.35	20	26.19
25 重庆债 57	8.85	20	2.38	25	24.94	25 河南 102	14.93	20	2.35	21	27.39
25 重庆债 58	45.25	30	2.37	22	26.02	25 河南 103	28.15	30	2.35	20	26.44
25 重庆债 59	88.54	5	1.73	15	21.84	25 辽宁债 39	16.54	7	1.86	15	25.94
25 青岛债 62	7.00	10	2	20	19.87	25 辽宁债 40	84.52	7	1.86	15	26.04
25 青岛债 63	15.80	10	1.96	16	20.15	25 辽宁债 41	196.36	10	2.03	22	25.39
25 青岛债 64	3.10	15	2.28	25	19.32	25 辽宁债 42	30.02	30	2.38	23	27.41
25 青岛债 65	17.32	20	2.37	24	20.01	25 湖南债 62	45.44	10	1.96	15	24.27
25 青岛债 66	54.82	30	2.38	23	19.72	25 湖南债 63	8.19	5	1.75	17	19.10
25 青岛债 67	21.54	10	1.99	19	19.78	25 湖南债 64	1.43	15	2.28	24	16.64
25 安徽债 104	60.00	10	1.95	15	29.33	25 湖南债 65	7.85	30	2.37	22	21.86
25 安徽债 105	22.00	20	2.36	23	32.20	25 湖南债 66	109.15	10	1.96	15	22.79
25 北京债 79	19.35	7	1.82	12	6.81	25 江西债 72	3.94	5	1.75	17	23.83
25 北京债 80	168.37	3	1.64	20	5.82	25 江西债 73	7.70	7	1.89	18	23.55
25 北京债 81	36.75	5	1.73	15	6.66	25 江西债 74	2.30	5	1.68	10	24.00
25 北京债 82	19.59	7	1.85	15	6.78	25 江西债 75	1.00	7	1.81	10	22.90
25 北京债 83	31.14	10	1.95	14	7.21	25 江西债 76	4.17	10	1.96	15	24.01
25 吉林债 37	2.64	15	2.33	29	19.85	25 江西债 77	10.55	15	2.29	25	26.89

25 吉林债 38	7.07	20	2.38	24	21.56	25 江西债 78	7.05	20	2.38	24	25.42
25 吉林债 39	2.74	30	2.39	24	20.51	25 江西债 79	147.56	30	2.37	22	22.87
25 吉林债 40	5.25	30(28.02)	2.39	24	19.01	25 江西债 80	59.37	5	1.68	10	25.57
25 吉林债 41	3.83	10	2.05	24	18.85	25 江西债 81	31.06	7	1.81	10	26.20
25 吉林债 42	70.32	5	1.75	17	20.28	25 厦门债 43	21.36	20	2.34	20	14.64
25 吉林债 43	53.75	7	1.89	19	21.71	25 厦门债 44	7.00	20	2.34	20	16.04
25 吉林债 44	4.50	10	2.05	24	18.86	25 厦门债 45	9.95	15	2.24	20	15.98
25 吉林债 45	40.93	10	2.02	21	22.19	25 厦门债 46	20.02	15	2.24	20	15.97
25 吉林债 46	42.33	30	2.38	23	22.48	25 厦门债 47	16.45	15	2.24	20	15.67
25 吉林债 47	16.95	5	1.78	20	20.37	25 厦门债 48	14.00	10	1.86	5	15.63
25 吉林债 48	33.55	7	1.9	20	20.17	25 厦门债 49	5.00	15	2.29	25	14.92
25 浙江 69	111.00	10	1.91	10	15.83	25 江苏债 45	173.00	10	1.86	5	18.05
25 浙江 70	39.00	10	1.91	10	16.25	25 江苏债 46	62.00	30	2.35	20	19.83
25 浙江 71	38.80	10	1.91	10	16.88	25 江苏债 47	26.06	7	1.76	5	19.92
25 浙江 72	82.15	10	1.95	14	15.35	25 江苏债 48	106.34	15	2.18	14	18.28
25 浙江 73	40.88	10	1.96	15	15.73	25 江苏债 49	66.54	20	2.33	19	18.74
25 浙江 74	21.74	5	1.63	5	16.38	25 江苏债 50	101.06	30	2.35	20	19.36
25 浙江 75	17.32	20	2.34	20	18.23	25 江苏债 51	100.00	15	2.23	19	18.26
25 浙江 76	11.74	30	2.34	19	17.57						

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