

资金面平稳向宽；债市整体震荡偏弱

【内容摘要】11月25日，资金面平稳向宽；受股市表现强势影响，债市整体震荡偏弱；转债市场跟随权益市场继续反弹，转债个券多数上涨；各期限美债收益率普遍下行，主要欧洲经济体10年期国债收益率普遍下行。

一、债市要闻

（一）国内要闻

【10月份增值税发票数据显示：我国新质生产力持续培育壮大】11月24日，国家税务总局公布的最新增值税发票数据显示，2025年10月，我国新质生产力持续培育壮大，高端制造、创新产业、数实融合三大领域均呈现稳健增长态势，为经济发展持续注入新活力。10月高技术产业销售收入同比增长13.6%，延续两位数较快增长。其中，高技术服务业销售收入同比增长16.1%；高技术制造业销售收入同比增长10.1%，特别是随着“人工智能+”行动加快落地，集成电路、工业机器人、无人机制造销售收入同比分别增长32.5%、41.7%和38.4%。

【国务院将举行政策例行吹风会，介绍增强消费品供需适配性进一步促进消费政策措施有关情况】国务院新闻办公室定于11月27日（星期四）上午10时举行国务院政策例行吹风会，请工业和信息化部副部长谢远生和国家发展改革委、商务部、文化和旅游部、市场监管总局有关负责人介绍增强消费品供需适配性进一步促进消费政策措施有关情况，并答记者问。

【财政部拟于11月26日招标发行950亿元贴现国债】财政部拟发行2025年记账式贴现（七十三期）国债，为期限63天的贴现债，竞争性招标面值总额400亿元，进行甲类成员追加投标，招标时间为2025年11月26日上午10:35至11:35。同时，财政部拟发行2025年记账式贴现（七十四期）国债，为期限91天的贴现债，竞争性招标面值总额550亿元，进行甲类成员追加投标，招标时间为2025年11月26日上午10:35至11:35。

（二）国际要闻

【美国9月PPI环比上涨0.3%，同比上涨2.7%】11月25日，美国劳工统计局公布的数据显示，9月PPI环比上涨0.3%，预期上涨0.3%，前值为下降0.1%；9月剔除食品和能源的核心PPI环比上涨0.1%，预期上涨0.2%，前值为下跌0.1%；9月PPI同比上涨2.7%，预期上涨

2.6%，前值上涨 2.7%；9 月核心 PPI 同比上涨 2.6%，预期上涨 2.7%，前值上涨 2.9%，这是自 2024 年 7 月以来核心 PPI 的最低同比增幅。该报告原定于 10 月 16 日发布，因政府停摆而延迟。这一数据公布时点距离 9 月 CPI 报告已有一个月，当时 CPI 数据显示通胀低于预期，而批发价格数据则显示企业可能正限制涨价幅度。据有“新美联储通讯社”之称的《华尔街日报》记者 Nick Timiraos 点评称，批发价格上涨暗示美联储首选通胀指标 PCE 涨幅有限。

【美国 9 月零售销售环比增长 0.2%，大幅低于预期】11 月 25 日，美国商务部公布的数据显示，美国 9 月零售销售环比增长 0.2%，预期 0.4%，前值 0.6%；9 月零售销售(除汽车)环比增长 0.3%，预期 0.3%；9 月零售销售(除汽车与汽油)环比增长 0.1%，预期 0.3%。尽管经通胀调整后的实际零售额已实现连续 12 个月同比增长，显示消费需求仍具韧性，但核心零售销售(剔除汽车、汽油等类别)环比仅增长 0.1%，且未经季调的数据显示零售销售出现显著下滑，表明内生消费动能正在减弱。结合近期美国就业市场放缓及消费者信心下滑等信号，这份整体弱于预期的数据可能为美联储考虑降息提供更多依据。

(三) 大宗商品

【国际原油期货价格转跌，国际天然气价格继续下跌】11 月 25 日，WTI 1 月原油期货收跌 1.51%，报 57.95 美元/桶；布伦特 1 月原油期货收跌 1.40%，报 62.48 美元/桶；COMEX 12 月黄金期货收涨 1.12%，报 4140 美元/盎司；NYMEX 天然气价格收跌 0.47%至 4.485 美元/盎司。

二、资金面

(一) 公开市场操作

11 月 25 日，央行以固定利率、数量招标方式开展了 3021 亿元 7 天期逆回购操作，其中，操作利率 1.40%，投标量 3021 亿元，中标量 3021 亿元。Wind 数据显示，当日有 4075 亿元逆回购到期，因此单日净回笼资金 1054 亿元。

(二) 资金利率

11 月 25 日，资金面平稳向宽，当日 DR001 下行 0.07bp 至 1.318%，DR007 下行 1.62bp 至 1.454%。

类别	名称	当日:%	较前一交易日变动:bp
质押式回购加权利率	R001	1.384	-0.51
	R007	1.524	-3.28
	DR001	1.318	-0.07
	DR007	1.454	-1.62
银行同业拆借利率	Shibor:隔夜	1.316	0.00
	Shibor:1W	1.433	-1.40
	Shibor:2W	1.540	-0.20
	Shibor:1M	1.520	0.00
	Shibor:3M	1.580	0.00
	Shibor:6M	1.620	0.00
	Shibor:9M	1.639	-0.10
	Shibor:1Y	1.650	0.00
回购定盘利率	FR001	1.410	-1.00
	FR007	1.540	-4.00
	FR014	1.530	-2.00

数据来源: Wind, 东方金诚

三、债市动态

(一) 利率债

1. 现券收益率走势

11月25日, 尽管央行超量续作MLF, 但受股市表现强势影响, 债市整体震荡偏弱。截至北京时间20:00, 10年期国债活跃券250016收益率上行0.65bp至1.8195%, 10年期国开债活跃券250215收益率上行0.95bp至1.8830%。

	期限	活跃券	当日 (截至20:00):%	变动幅度:bp
国债	1Y	250019	1.4040	0.15
	3Y	250005	1.3650	0.00
	5Y	250003	1.5500	1.25
	7Y	250018	1.7025	1.15
	10Y	250016	1.8195	0.65
	30Y	2500006	2.1775	1.75
国开债	1Y	250211	1.6010	0.10
	3Y	240208	1.7150	1.50
	5Y	250208	1.7275	1.00
	7Y	220220	1.8700	1.00
	10Y	250215	1.8830	0.95

数据来源: Wind, 东方金诚

2. 债券招标情况

名称	期限 (年)	发行规模 (亿元)	中标收益率	全场倍数	边际倍数
25国开02(增21)	2Y	60	1.5302	2.92	6.85
25国开18(增10)	5Y	70	1.715	2.04	3.43
25国开20(增20)	10Y	50	1.89	3.36	1.48
25农发清发12(增发27)	2Y	30	1.5185	6.52	17.5
25农发清发09(增发26)	2Y	40	1.5977	3.45	4.82

数据来源: Wind, 东方金诚

(二) 信用债

1. 二级市场成交异动

11月25日, 4只产业债成交价格偏离幅度超10%, 为“22万科02”跌超17%, “22万科06”跌超16%, “23万科01”跌超13%, “22万科04”跌超12%。

2. 信用债事件

- **江西交投:** 公司公告, 鉴于近期市场情况, 取消发行“25赣交K1”。
- **华润信托:** 公司公告, 综合考虑市场环境与实际情况, 推迟发行“臻粹2025年第九期不良资产支持证券”。
- **中证鹏元:** 公司公告, 因担保方瀚华担保级别终止, 对其提供担保的实际保障作用无法准确评定, “18泰华诚债/PR泰华诚”信用等级由AA+下调至AA, 与公司主体信用等级一致。
- **时代控股:** 公司公告, 公司及时代红卫新增逾期债务金额91.56万元。
- **阳光城:** 公司公告, 截至11月25日, 公司已到期未支付的债务(包含金融机构借款、合作方款项等)本金合计金额663.86亿元。
- **宏安地产:** 公司公告, 截至2025年9月30日止六个月之未经审核中期业绩, 集团收入约6.08亿港元, 同比增加37.5%; 净亏损约3.84亿港元, 同比由盈转亏。

(三) 可转债

1. 权益及转债指数

【权益市场三大股指集体收涨】 11月25日，A股震荡反弹，午后有所回落，锂矿、福建板块午后爆发，近百股涨停，上证指数、深证成指、创业板指分别收涨0.87%、1.53%、1.77%，全天成交额1.83万亿元。当日申万一级行业多数上涨，上涨行业中，通信涨超3%，传媒、有色金属、综合涨超2%；下跌行业中，国防军工、交通运输小幅下跌。

【转债市场主要指数集体跟涨】 11月25日，转债市场跟随权益市场继续反弹，当日中证转债、上证转债、深证转债分别收涨0.22%、0.16%、0.28%。当日转债市场成交额677.09亿元，较前一交易日放量58.29亿元。转债市场个券多数上涨，401支转债中，233支收涨，157支下跌，11支持平。当日上涨个券中，卓镁转债涨超9%，继续领涨市场，振华转债涨超8%；下跌个券中，华辰转债跌逾8%，新化转债跌逾4%。

当日前五大涨幅个券				当日前五大跌幅个券			
名称	涨幅 (%)	正股表现	申万行业	名称	跌幅 (%)	正股表现	申万行业
卓镁转债	9.60	0.12	汽车	华辰转债	-8.96	5.71	电力设备
振华转债	8.19	5.92	基础化工	新化转债	-4.32	0.79	基础化工
大中转债	7.85	4.14	钢铁	东时转债	-2.75	-2.36	社会服务
国城转债	7.79	6.04	有色金属	能辉转债	-2.15	0.24	建筑装饰
利扬转债	4.82	5.65	电子	睿创转债	-2.15	-1.55	国防军工

数据来源：Wind，东方金诚

2. 转债跟踪

- 11月25日，联瑞新材发行转债获证监会注册批复。
- 11月25日，中能转债、宏发转债公告将提前赎回。

(四) 海外债市

1. 美债市场

11月25日，各期限美债收益率普遍下行。其中，2年期美债收益率下行3bp至3.43%，10年期美债收益率下行3bp至4.01%。

	当日 (%)	较前一交易日变动 (bp)
2Y	3.43	-3.00
3Y	3.46	-3.00
5Y	3.55	-6.00
7Y	3.77	-3.00
10Y	4.01	-3.00

数据来源: iFinD, 东方金诚

11月25日, 2/10年期美债收益率利差保持在58bp不变; 5/30年期美债收益率利差扩大5bp至112bp。

11月25日, 美国10年期通胀保值国债(TIPS)损益平衡通胀率下行1bp至2.22%。

2. 欧债市场

11月25日, 主要欧洲经济体10年期国债收益率普遍下行。其中, 德国10年期国债收益率下行3bp至2.67%, 法国、意大利、西班牙、英国10年期国债收益率均下行4bp。

	国家	当日 (%)	较前一交易日变动 (bp)
10年期国债收益率	德国	2.67	-3.00
	法国	3.41	-4.00
	意大利	3.40	-4.00
	西班牙	3.17	-4.00
	英国	4.50	-4.00

数据来源: 英为财经, 东方金诚

3. 中资美元债每日价格变动 (截至11月25日收盘)

类别	日变动 (%)	信用主体	债券代码	债券余额 (亿美元)	到期日	收益率 (%)	月变动 (%)
单日涨幅前 10	9.4	众安在线	ZHONAN 3 ½ 07/16/25	6.0	2025-7-16	12.1	-4.4
	4.5	肇庆市国联投资控股有限公司	ZQGLIH 2.68 10/26/24	3.0	2024-10-26	3.0	4.4
	3.6	河南省铁路建设投资集团有限公	HNRAIL 3.214 03/15/27	1.0	2027-3-15	6.2	-3.7
	2.8	合生创展集团	HPDLF 8 01/06/23	2.5	2023-1-6	138.5	-8.1
	2.2	正荣地产	ZHPRHK 5.95 03/06/22	0.1	2022-3-6	100.6	-0.4
	2.1	绿地全球投资有限公司	GRNLGR 7 ¼ 01/22/25	2.5	2025-1-22	100.7	-18.5
	2.1	华住酒店集团	HTHT 3 05/01/26	5.0	2026-5-1	2.8	-9.2
	2.0	新城环球有限公司	FTLNHD 4 ½ 05/02/26	4.0	2026-5-2	73.5	-15.9
	1.9	华发集团	ZHHFGR 4 ¼ PERP	3.5	永续债	11.4	-3.9
	1.7	昆明市公共租赁住房开发建设管	KMLHDM 5 ½ 07/08/24	1.0	2024-7-8	7.4	-0.6
单日跌幅前 10	-5.9	万科地产(香港)有限公司	VNKRLE 3.15 05/12/25	4.2	2025-5-12	25.0	-25.2
	-6.8	方兴光耀有限公司	CHJMAO 4 ¼ 07/23/29	5.0	2029-7-23	21.1	-31.0
	-6.9	万科地产(香港)有限公司	VNKRLE 3 ½ 11/12/29	3.0	2029-11-12	5.1	-5.7
	-7.1	富庆投资管理有限公司	PINGRE 3 ¼ 06/23/25	5.0	2025-6-23	541.5	-2.0
	-9.2	方兴光耀有限公司	CHJMAO 3.2 04/09/26	6.0	2026-4-9	22.6	-23.8
	-12.6	绿城中国	GRNCH 5.65 07/13/25	3.0	2025-7-13	41.8	-34.1
	-12.6	绿城中国	GRNCH 4.7 04/29/25	4.5	2025-4-29	41.5	-33.0
	-12.9	平安不动产资本有限公司	PINGRE 3.45 07/29/26	3.0	2026-7-29	14.6	-13.1
	-13.3	绿城中国	GRNCH 5.95 12/22/24	1.5	2024-12-22	29.1	-34.5
-32.7	远洋资本	SINOCL 6 10/24/23	2.8	2023-10-24	56.0	-32.7	

数据来源: Bloomberg, 东方金诚整理