

央行重启国债买卖，债市收益率整体下行

跨月资金面整体均衡偏松，资金利率走势呈现“先上后下”。截至 10 月 31 日，DR001、R001、DR007、R007 加权平均利率分别收于 1.41%、1.47%、1.45%、1.48%，较 10 月 24 日分别变动+1BP、+1BP、+1BP、-1BP。下周逆回购到期规模将上升至 20680 亿元、3M 买断式逆回购到期 7000 亿元，全周政府债净缴款规模下降至 1145 亿元。展望下周，月末财政支出支撑月初流动性，资金面或继续维持宽松态势，关注 DR001 会否突破 1.3%。

2025 年 10 月制造业 PMI49.0%，比上月下降 0.8%，非制造业 PMI 为 50.1%、前值 50%。制造业与非制造业景气分化，制造业 PMI 弱于季节性回落，非制造业 PMI 受服务业提振环比回升。

央行重启国债买卖，体现了财政与货币政策的协同效应加强，也有助于稳利率、稳预期。需主要关注两点，一是购债规模上，净买入规模应低于去年的 1 万亿元，具体仍需结合 MLF、买断式逆回购续作规模来看；二是购债期限上，预计央行还是以“买入短期”为主，期限或会适当延展至 3-5 年。

央行重启国债买卖逻辑主导上周债市行情，债市收益率整体下行。全周来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 期限国债 10 月 31 日收于 1.38%、1.41%、1.57%、1.68%、1.80%、2.14%，较上周五分别变动-9BP、-11BP、-5BP、-10BP、-5BP、-7BP。展望未来，公募基金费率新政何时落地、权益市场表现仍将对债市带来扰动，央行重启国债买卖、配置盘抢跑年末的季节性行情或成为定价核心，债市将保持震荡运行，长端利率“上有顶，下有底”。

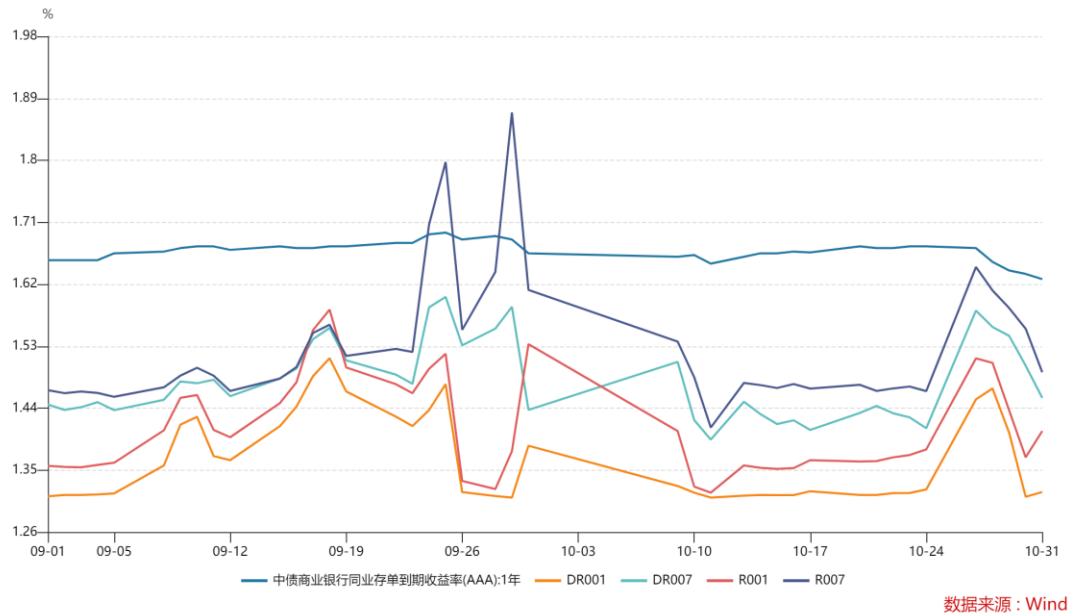
一、跨月资金面整体均衡偏松，资金利率走势呈现“先上后下”

资金方面，本周央行公开市场共有 8672 亿元逆回购、7000 亿元 MLF 及 5000 亿元买断式逆回购到期，累计进行了 20680 亿元逆回购及 9000 亿元 MLF 投放操作，本周央行公开市场（全口径）净投放 9008 亿元。本周跨月资金面整体均衡，资金利率走势呈现“先上后下”，周一 DR001 一度升至 1.47%，周三央行加大逆回购净投放规模，资金边际转松，周五跨月当日 DR001 仅 1.32%，创下 2022 年 8 月以来跨月新低。

截至 10 月 31 日，DR001、R001、DR007、R007 加权平均利率分别收于 1.32%、1.41%、1.46%、1.49%，较 10 月 24 日分别变动 0BP、-3BP、+5BP、+3BP。流动性分层现象继续偏弱，R007-DR007 利差下行 1.7BP 至 3.7BP。全周来看，全市场质押式回购日均成交量较上周下降 1.12 万亿至 6.7 万亿。分机构来看，大行净融出上半周大幅回落周三后重回 4 万亿上方；非银融出规模震荡上行，其中理财、货基和其他产品融出均大幅上升。存单方面，1 年期 AAA 同业存单到期收益率较上周五下行 4.5BP 至 1.63%。本周同业存单净融资规模为 1541 亿元，较上周减少 1915 亿元，1 年期国股行存单发行利率从周初的 1.68% 左右下降至 1.64%。未来三周将分别有 3769 亿元、7518 亿元、9070 亿元同业存单到期。

下周逆回购到期规模将上升至 20680 亿元、3M 买断式逆回购到期 7000 亿元，全周政府债净缴款规模下降至 1145 亿元。展望下周，月末财政支出支撑月初流动性，资金面或继续维持宽松态势，关注 DR001 会否突破 1.3%。

图 1 资金利率走势先上后下



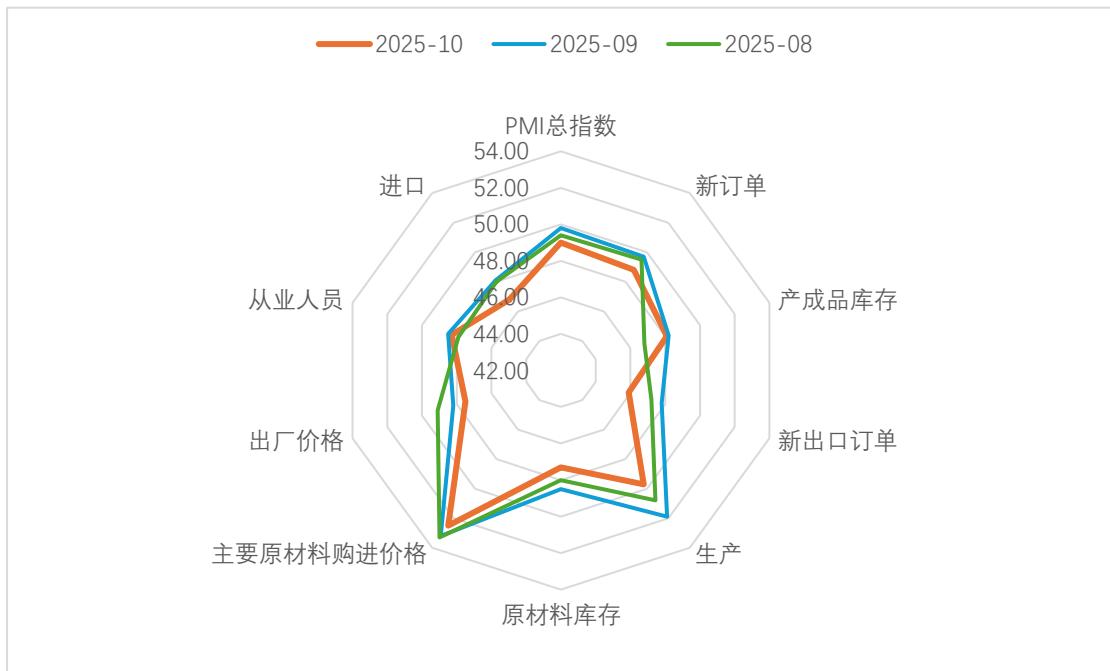
数据来源：wind

二、PMI 数据出炉，制造业与非制造业景气分化

2025 年 10 月制造业 PMI49.0%，比上月下降 0.8%，非制造业 PMI 为 50.1%、前值 50%。制造业与非制造业景气分化，制造业 PMI 弱于季节性回落，非制造业 PMI 受服务业提振环比上升。

制造业方面，产需全面回落，价格指数延续回调。从分项来看，生产、新订单、原材料库存、从业人员指数均下降，对制造业 PMI 形成拖累；10 月生产指数为 49.7% (-2.2%)，新订单指数为 48.8% (-0.9%)，新出口订单为 45.9% (-1.9%)，主要原材料购进价格指数为 52.5% (-0.7%)，出厂价格指数为 47.5% (-0.7%)。非制造业方面，节日消费带动作用明显，服务业扩张加速。在国庆、中秋节日效应带动下，居民消费有所提振，铁路运输、航空运输、住宿、文化体育娱乐等指数均位于 60.0% 及以上。受“双十一”促消费活动等因素带动，邮电业指数升至 70.0% 以上。但建筑业延续短期增长乏力特征，但结构分化明显，建筑业 PMI 环比下降 0.2% 至 49.1%，连续 3 个月位于荣枯线以下。

图 2 10 月制造业 PMI 回落



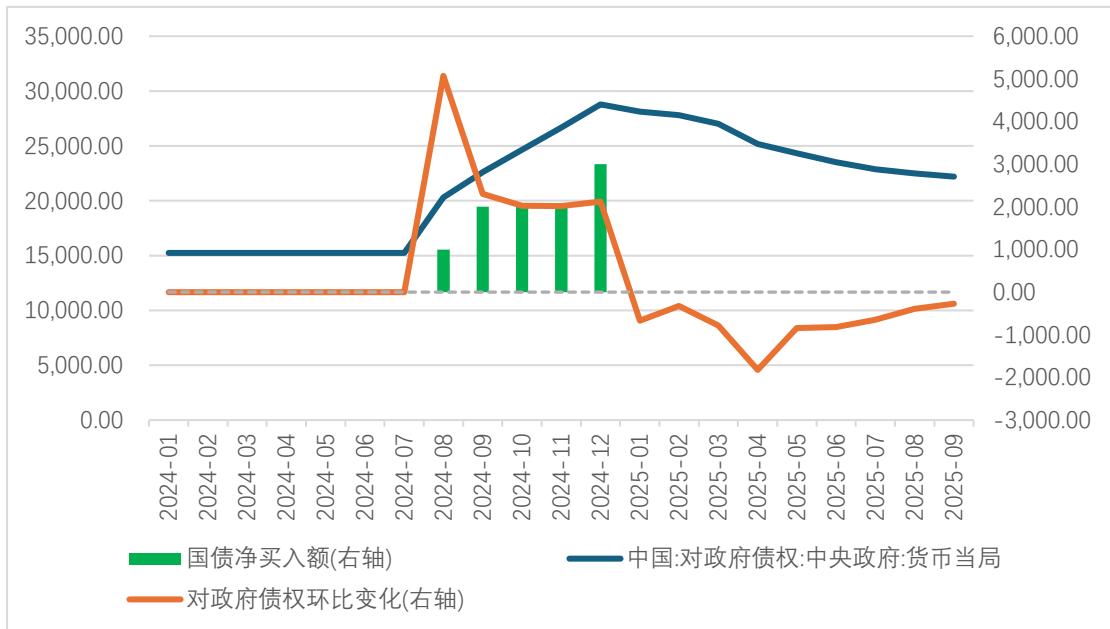
三、中美关税战缓和

10月30日中美元首会晤，关税战再度缓和。美方将取消对中国商品加征10%“芬太尼关税”，对中国商品加征暂停24%对等关税一年，50%穿透性的出口管制政策暂停一年，对华海事、物流和造船业301调查措施暂停一年。与10月初理论上超140%的关税税率相比，本轮谈判后美国对中国税率降至40%附近，尽管仍高于其对全球平均税率（17%-18%），但影响边际减弱，但鉴于特朗普政策多变，后续仍需继续关注。中美关税缓和，市场风险偏好得到提振，中长期A股走牛特征有望延续，也削弱了债市避险需求，股债均将回到原有逻辑，内部因素将成为短期内国内市场主导。

四、央行重启国债买卖，债市收益率整体下行

10月27日，潘功胜行长在2025金融街论坛年会主题演讲中称“目前，债市整体运行良好，我们将恢复公开市场国债买卖操作”，体现了财政与货币政策的协同效应加强，也有助于稳利率、稳预期；三季度长端国债收益率整体调整为重启国债买卖提供了较好的利率环境。央行重启国债具体操作上需主要关注两点，一是购债规模上，考虑到政府债券发行，叠加MLF、买断式逆回购到期，年内仍存在一定流动性缺口，央行通过购债填补流动性缺口，但购债规模应低于去年净买入1万亿元，具体仍需结合MLF、买断式逆回购续作规模来看；二是购债期限上，预计央行还是以“买入短期”为主，期限或会适当延展至3-5年。

图3 央行对政府债权科目变化与净买入情况

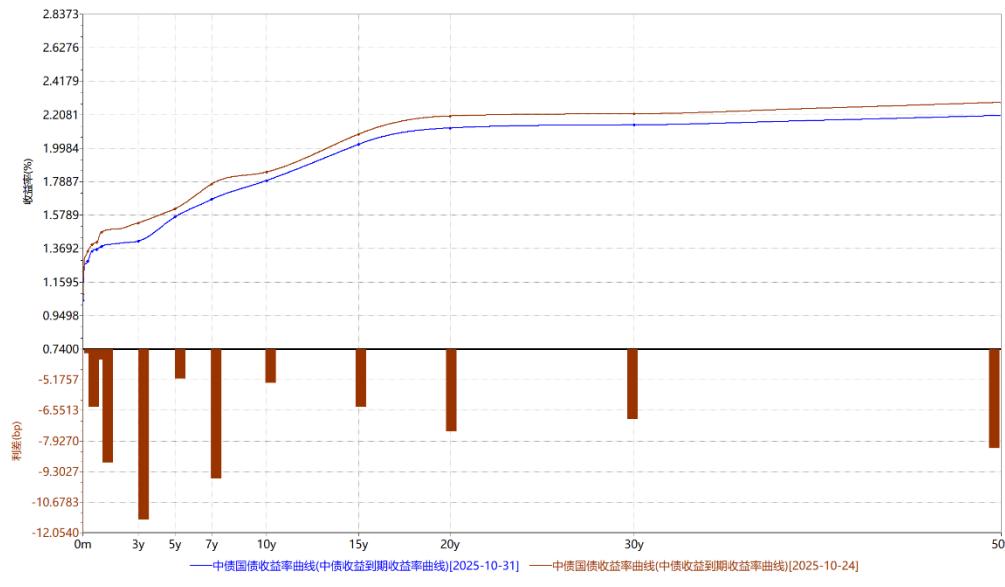


数据来源：wind

央行重启国债买卖逻辑主导上周债市行情，债市收益率整体下行。全周来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 期限国债 10 月 31 日收于 1.38%、1.41%、1.57%、1.68%、1.80%、2.14%，较上周五分别变动-9BP、-11BP、-5BP、-10BP、-5BP、-7BP。1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 期限国开债周五收于 1.59%、1.72%、1.75%、1.89%、1.93%，较上周五分别变动-6BP、-6BP、-4BP、-9BP、-8BP。周一盘初长债收益率上行，尾盘潘行长宣告央行恢复国债买卖操作，长债收益率快速大幅下行；周中权益站上 4000 点关键点位压制债市，且前一交易日长债大幅下行，止盈情绪较浓，长债收益率有明显反弹，而短端受央行买债影响，继续大幅下行；后半周权益调整，回到 4000 点下方，叠加月末资金整体宽松，PMI 数据回落，长端收益率再次下行。

展望下周，资金方面，逆回购到期规模将上升至 20680 亿元、3M 买断式逆回购到期 7000 亿元，全周政府债净缴款规模下降至 1145 亿元，但月末财政支出支撑月初流动性，预料下周资金面或继续维持宽松态势，关注 DR001 是否能突破 1.3%。债市方面，公募基金费率新政何时落地、权益市场表现仍将对债市带来扰动，央行重启国债买卖、配置盘抢跑年末的季节性行情或成为定价核心，债市将保持震荡运行，长端利率“上有顶，下有底”。

图 4 债券收益率整体下行



数据来源: wind