

流动性维持充裕，CPI、PPI 回升，债市先下后上

——债市周评（2025 年 11 月 03 日-11 月 09 日）

摘要：

流动性维持充裕，DR001 维持在 1.30%附近。本周央行公开市场净回笼，资金面保持充裕，主要期限资金利率较上周略有下行，仅周五边际略有收紧。预计下周资金面将保持平稳，关注政府债净缴款环比增加以及 11 月国债买卖动向。

CPI、PPI 回升，后续仍需关注需求修复。11 月 9 日，国家统计局公布 10 月通胀数据，CPI 同比 0.2%、前值-0.3%、环比 0.2%；PPI 同比-2.1%、前值-2.3%、环比 0.1%。蔬果、蛋类及猪肉价格回落对 CPI 有所拖累，而受旅游和金饰品价格带动，核心 CPI 环比上行，推动整体 CPI 回升。PPI 方面主要受“反内卷”及输入性因素，煤炭及有色金属行业推动 PPI 环比回升，但 PPI 分项中绝大部分种类仍然环比尚未转正，后续仍需观察需求修复。

新规传闻扰动市场，收益率先下后上区间震荡。一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债）总发行量 5139.97 亿元，较上周有所增加。二级方面，公募基金新规传闻扰动市场，债市先下后上，区间震荡。全周来看，债市收益率曲线期限利差收窄，短债表现较差，国债表现好于国开债。**展望下周，多空逐步钝化后，债市或将处于区间震荡运行，10 年期活跃国债或将维持在 1.78%-1.82%区间。**操作上，建议区间交易操作对待，快进快出，也可以继续考虑利差收窄策略，寻找前期利差较阔的老债买入。

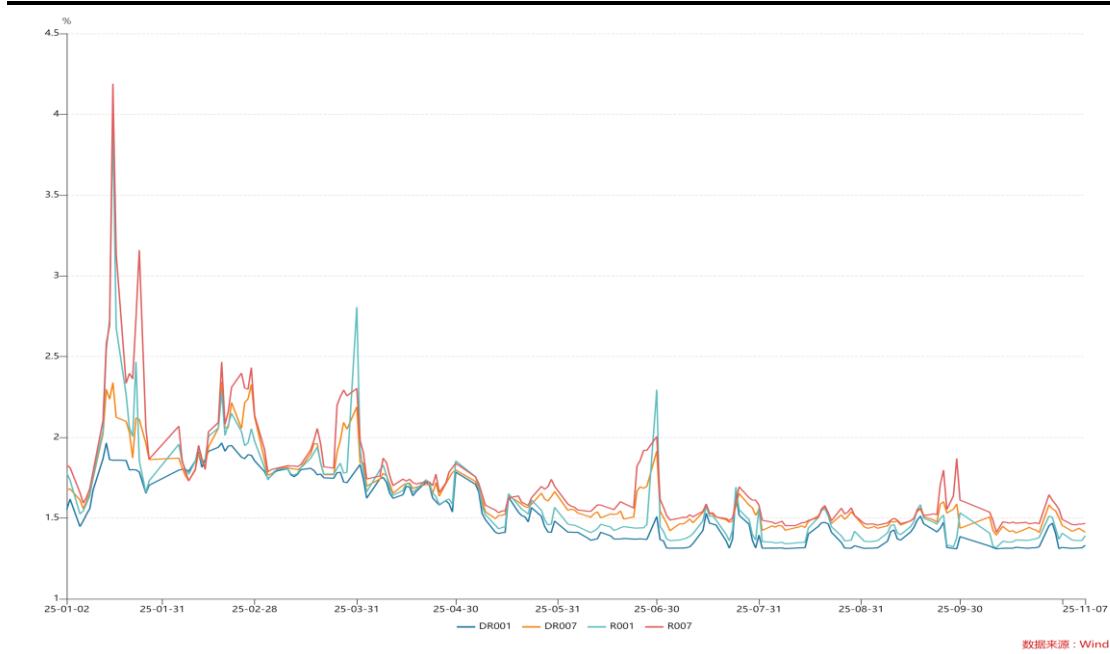
一、流动性维持充裕，DR001 维持在 1.30%附近

本周央行公开市场共有 27680 亿元逆回购到期，其中包括 7000 元买断式逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 11958 亿元逆回购操作，包括对买断式逆回购到期进行了等量续作。因此本周央行公开市场全口径净回笼 15722 亿元。

本周资金加权价格延续宽松，跨月后较上周略有下行，DR001 维持在 1.30%附近。截至 11 月 7 日，DR001 加权平均利率收于 1.33%，较 10 月 31 日上行 1.4bp，R001 加权平均利率为 1.39%，较 10 月 31 日下行约 1.5BP；DR007 加权平均利率收于 1.41%，较 10 月 31 日下行约 4.2BP，而 R007 加权平均利率收于 1.47%，较 10 月 31 日下行约 2.5BP。同业存单方面，本周净融资规模为 1509.90 亿元，发行总额达 5278.60 亿元，平均发行利率为 1.63%，到期量为 3768.70 亿元。未来三周，将分别有 7518.40 亿元、9070.30 亿元、8020.40 亿元的同业存单到期。

本周银行间市场流动性继续维持宽松态势，资金价格保持低位，仅在周五边际略有收紧。展望下周，公开市场到期量不高，仅政府债净缴款环比有所增加，预计整体资金面压力不大，资金利率仍将维持低位运行。同时本周国债买卖终落地，央行公告 10 月净买入 200 亿元，虽然量低于市场预期，但重启买入的动作较为重要。同时考虑到宣布重启时间也较短，11 月数据或更有参考意义。

图 1.资金价格维持低位



二、CPI、PPI 回升，后续仍需关注需求修复

2025 年 11 月 9 日，国家统计局公布 10 月通胀数据，CPI 同比 0.2%、前值-0.3%、环比

0.2%；PPI 同比-2.1%、前值-2.3%、环比 0.1%。

CPI 分项来看，食品方面，蔬果、蛋类和猪肉价格回落拖累食品 CPI 环比。10 月 CPI 食品项环比涨幅收窄，猪肉价格环比扩大至-2.5%，蛋类环比由正转负至-1.7%，鲜菜、鲜果环比涨幅收窄。非食品方面，旅游旺季叠加金价快速上涨推动核心 CPI 继续回升。十月国庆、中秋双节叠加，旅游分项环比上涨 2.5%，同时考虑到 10 月金价快速上行，其他用品及服务环比上涨 3.8%，双因素叠加或为带动核心 CPI 环比上行的主要原因。

PPI 分项来看，环比改善主要由煤炭及有色金属贡献，其中煤炭开采和洗选业、有色金属冶炼和压延加工业价格、有色金属矿采选业价格环比分别上涨 1.6%、2.4% 和 5.3%，而国际油价下行，拖累石油和天然气开采业价格环比下降 2.3%。本次 PPI 环比转正更多是由于前期“反内卷”推进带来的供给收缩及输入性因素导致，分项中绝大部分种类仍然环比尚未转正，后续仍需观察需求实质性回暖支撑 PPI 的持续性修复。

三、新规传闻扰动市场，收益率先下后上区间震荡

一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债），本周总发行量 5139.97 亿元，较上周的 4126.82 亿元增加 1013.15 亿元，其中国债发行 2958.90（上周无发行），地方政府债发行 916.07 亿元（上周为 2706.82 亿元），政金债发行 1265.00 亿元（上周 1420.00 亿元）。

二级方面，本周资金利率延续低位运行，公募基金新规传闻扰动市场，债市先下后上，区间震荡。全周来看，债市收益率曲线期限利差收窄，短债表现较差，国债表现好于国开债。截至周五收盘中债国债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动+2.2BP、+3.0BP、+2.1BP 和+1.9BP；中债国开债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动+2.5BP、+3.1BP、+5.0BP 和+2.4BP。具体看，周一，早盘债市情绪偏弱，或主要由上周获利盘止盈推动，现券收益率小幅上行，午后市场对央行公告国债买卖有一定的预期，收益率转为下行。相较前一交易日，10 年期活跃国债收益率估值下行 0.10BP 至 1.7870%；周二，早盘债市延续窄幅波动态势，尾盘央行公告 10 月国债共买入 200 亿元，现券收益率快速上行后回落。相较前一交易日，10 年期活跃国债收益率估值上行 0.40BP 至 1.7910%；周三，早盘传买断式逆回购利率继续下调 5BP 叠加全球股市有所回调，债市情绪回暖，现券收益率震荡下行，随后权益市场低开高走，股债跷跷板效应下，现券收益率下行幅度收窄，相较前一交易日，10 年期活跃国债收益率估值下行 0.20BP 至 1.7890%；周四，早盘股债跷跷板回归，上证指数重新站上 4000 点关键点位，同时市场传闻公募新规即将落地，债市情绪走弱，现券收益率震荡上行，相较前一交易日，10 年期活跃国债收益率估值上行 1.35BP 至 1.8025%；周五，早盘开始债市情绪偏弱，整体延续昨日跌势。昨夜外围股市集体走弱背景下现券收益率有所

低开。但随着资金面边际收紧、股市低开高走，债市情绪承压。临近尾盘公募费率新规传闻再度扰动，收益率小幅上行后有所企稳。相较前一交易日，10 年期活跃国债收益率估值上行 0.45BP 至 1.8070%。

本周收益率先下后上，上半周在央行买债预期以及股市调整情况下利率小幅下行，但下半周随着股市回暖以及公募基金新规传闻再起，收益率再度上行。随着后续国债买卖以及公募基金新规逐步落地后对债市影响钝化，市场也将再次处于多空真空状态，利率处于一个上下震荡区间的可能性较大，10 年期活跃国债或将维持在 1.78%-1.82% 区间。操作上，建议区间交易操作对待，快进快出，也可以继续考虑利差收窄策略，寻找前期利差较阔的老债买入。

图 2. 国债收益率曲线上行 (2025.11.07 对比 2025.10.31)

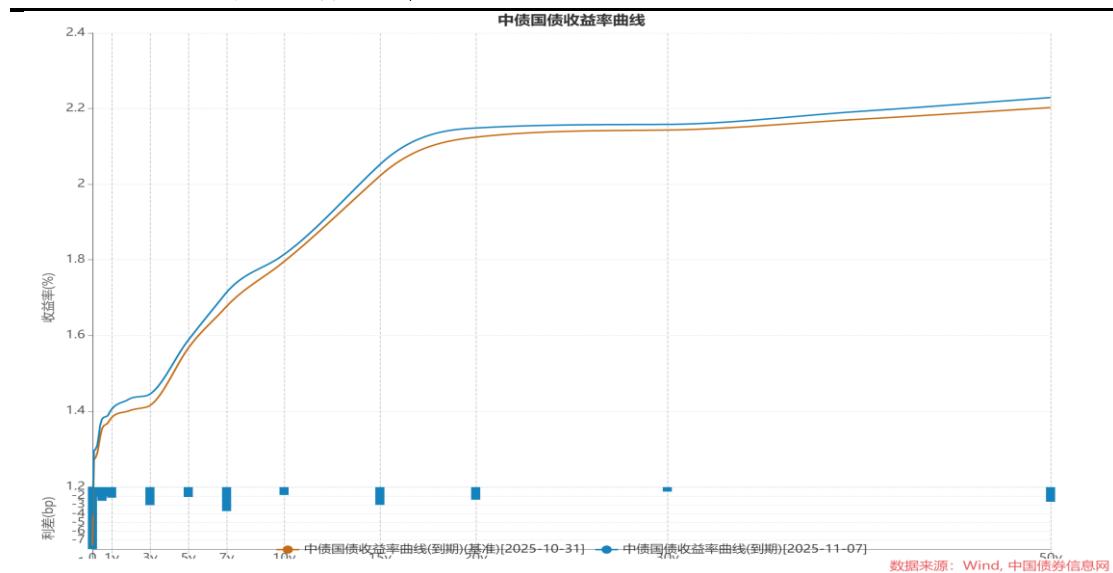


图 3. 全期限国开债收益率略有上行 (2025.11.07 对比 2025.10.31)

