

## 流动性保持充裕，多重因素推升长端利率，债市进入低波阶段

——债市周评（2025 年 11 月 17 日-11 月 21 日）

### 摘要:

11 月 17 至 11 月 21 日，资金面保持均衡，全周资金价格先上后下。至 11 月 21 日，DR001 下行约 5BP 至 1.3209%，R001 下行约 4BP 至 1.3877%，DR007 下行约 2BP 至 1.4408%，R007 无变化收 1.4952%。本周存单市场收益率窄幅波动，期限利差未发生显著变化。至 11 月 21 日 1 年期 AAA 存单利率较上周上行 0.25BP，收于 1.635%。下周，公开市场操作到期量较大，但央行呵护资金面意愿较强，预计市场流动性充裕环境不会改变。

本周债券市场收益率呈现单边上行态势，收益率曲线整体呈现熊陡形态。核心驱动因素为：市场对 LPR 调降的预期落空，叠加国际地缘摩擦引发的避险情绪，长端利率债卖盘力量显著增强。当前债券市场交易活跃度出现显著下降，整体进入超低波动阶段，日内波动往往在 1BP 以内。

下周预计资金面维持充裕格局，在缺乏增量扰动的市场环境下，债券收益率将延续低波动特征。具体来看，短期债券收益率或维持震荡运行，中长期债券收益率有望呈现小幅下行态势，收益率曲线或趋于平坦化。

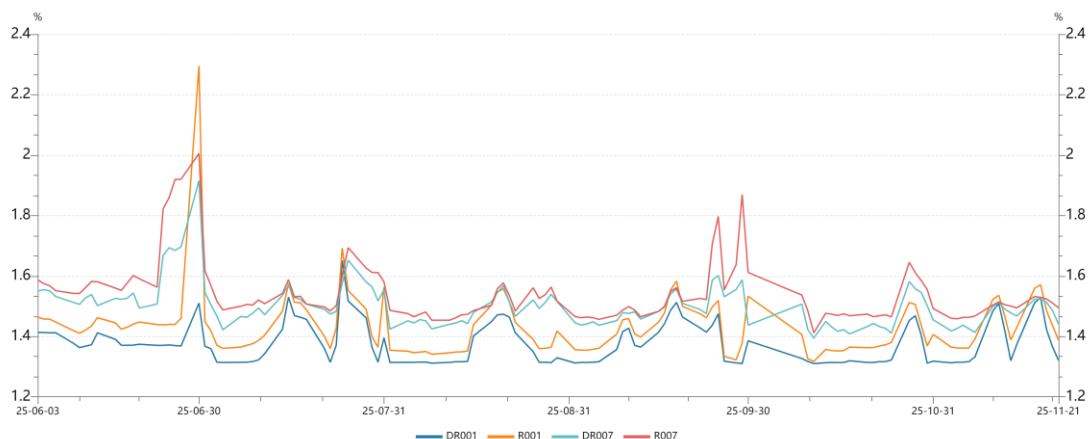
## 一、平稳度过税期，资金面保持流动性充裕

11月17日至11月21日，资金面保持均衡，全周资金价格先上后下。至11月21日，DR001下行约5BP至1.3209%，R001下行约4BP至1.3877%，DR007下行约2BP至1.4408%，R007无变化收1.4952%。本周央行公开市场操作共投放16,760亿元，到期11,220亿元，净投放5,540亿元。本周银行体系日均净融出约为3.7万亿元，周内呈现先低后高的增量趋势。

本周存单市场收益率窄幅波动，期限利差未发生显著变化。至11月21日1年期AAA存单利率较上周上行0.25BP，收于1.635%。本周存单发行量为5,330.30亿元，净融资额为-3,740.00亿元，为四季度以来最大缺口，下周8,020.40亿元存单到期。

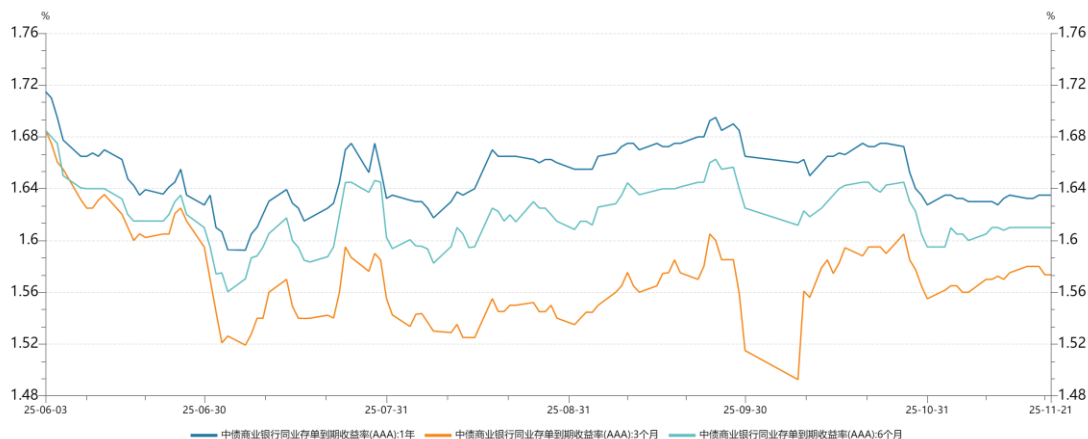
税期过后，上周资金面逐步转向宽松，资金价格整体窄幅波动。下周，公开市场操作到期量较大，但央行呵护资金面意愿较强，预计市场流动性充裕环境不会改变。

图1 近期资金利率走势



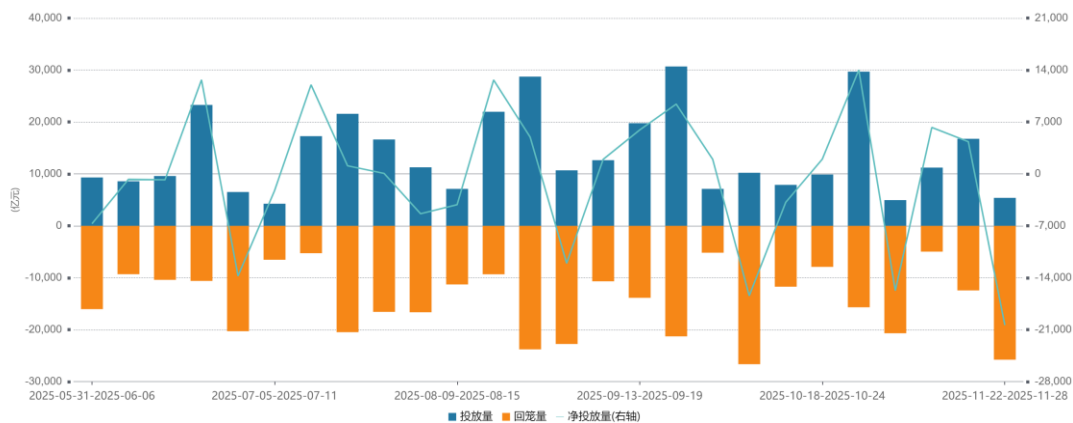
数据来源：wind

图2 存单利率走势



数据来源：wind

图3 存单发行与净融资情况

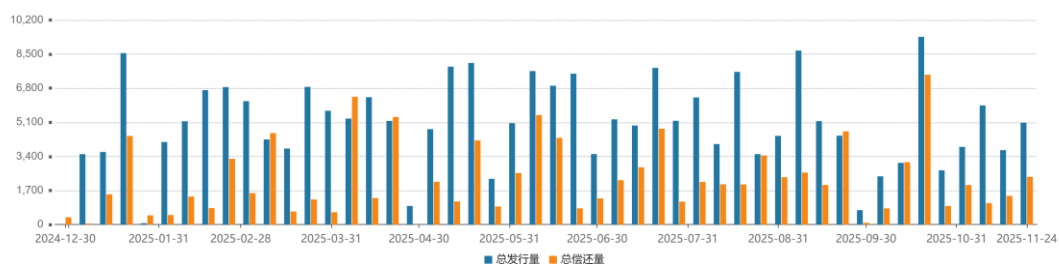


数据来源：wind

## 二、收益率曲线熊陡，多重因素推升长端利率

政府债券发行量小幅回升，但净融资额仍保持年内较低水平。本周，政府债券共发行3,716.59亿元，净融资2,238.01亿元。进入四季度，政府债券融资节奏显著回落，年内国债、地方政府债券发行计划均已基本完成。

图4 政府债券净融资走势

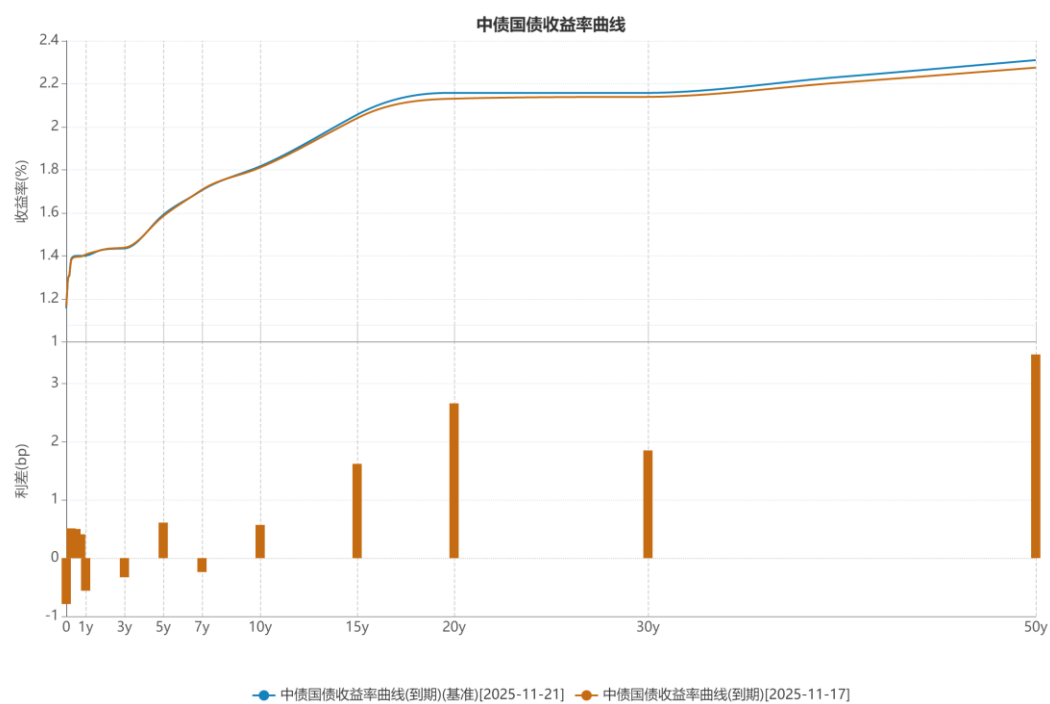


数据来源：wind

本周债券市场收益率呈现单边上行态势，收益率曲线整体呈现熊陡形态。核心驱动因素为：市场对LPR调降的预期落空，叠加国际地缘摩擦引发的避险情绪，长端利率债卖盘力量显著增强。具体来看：周一，日本外务省官员访华并释放“即便双方存在立场分歧，也应避免影响人员交流”的信号，市场收益率小幅上行。周二，资金面边际收敛推动收益率小幅上行；周三，资金面边际宽松后市场短暂企稳，但受情绪面拖累，长端收益率午后持续上行；周四，LPR维持不变，市场预期落空，长端收益率全日报持续上行；周五，避险情绪进一步发酵，长债收益率延续上行态势。

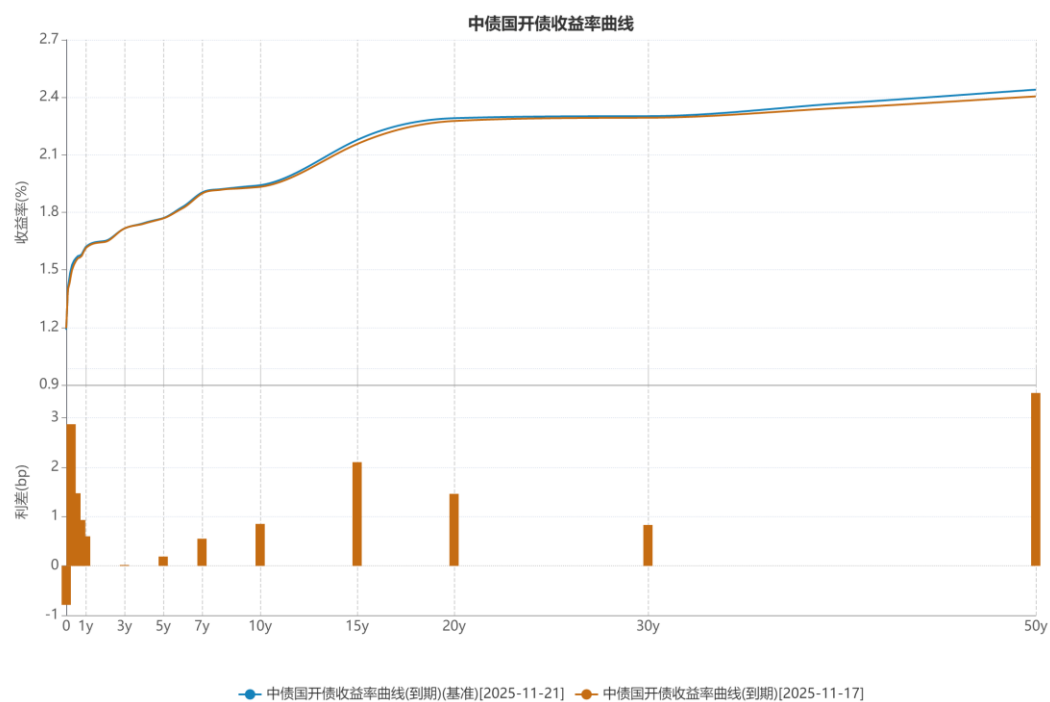
截至11月21日，1年期国债收1.40%，较上周下行约1BP；5年期国债收1.59%，较上周上行约1BP；10年期国债收1.815%，较上周上行约0.25BP，30年期国债收2.1575%，较上周上行约1BP。1年期国开债收1.62%，较上周上行约0.75BP；5年期国开债收1.7700%，较上周下行约0.25BP；10年期国开债收1.94%，较上周上行约0.25BP。

图 5 国债收益率期限结构



数据来源：wind

图 6 国开收益率期限结构



数据来源：wind

当前债券市场交易活跃度显著回落，整体呈现超低波动特征，日内波动幅度多维持在

1BP 以内。具体来看，市场表现主要受两方面因素影响：一是受机构行为周期性特征影响，交投活跃度天然存在下行压力；叠加本年市场走势背景下，机构止盈意愿与加仓动力均相对不足，在缺乏明确市场驱动因素的情况下，债券收益率呈现窄幅震荡运行态势。二是市场对基金费率新规仍持观望态度，尚未形成一致性预期，多数机构保持政策落地后再作调整的审慎心态，由此导致预期层面难以催生单边趋势，市场趋势性行情热度显著降温。

下周预计资金面维持充裕格局，在缺乏增量扰动的市场环境下，债券收益率将延续低波动特征。具体来看，短期债券收益率或维持震荡运行，中长期债券收益率有望小幅回落，收益率曲线或趋于平坦化。