

经济金融数据走弱，利率债收益率窄幅震荡

摘要：

资金面有所收敛，资金价格先上后下，存单收益率小幅抬升。央行周内公开市场操作净投放资金 6262 亿元，并公告 17 日将进行 8000 亿元买断式回购操作，呵护资金市场态度明显。DR001 周五回落至 1.37%，DR007 周五回落至 1.47%，DR014 周五回落至 1.52%。存单收益率小幅抬升，1M、3M、6M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较 11 月 7 日上行 2.3BP、1.1BP、0.4BP、0.3BP 至 1.50%、1.59%、1.61%、1.64%，9M 期限稍下行 0.2BP 至 1.63%。下周公开市场到期量 11220 亿，同业存单净兑付超 6600 亿，政府债券净缴款约 3600 亿，叠加税期到来，预期央行仍将合理投放流动性维持资金面保持平稳。

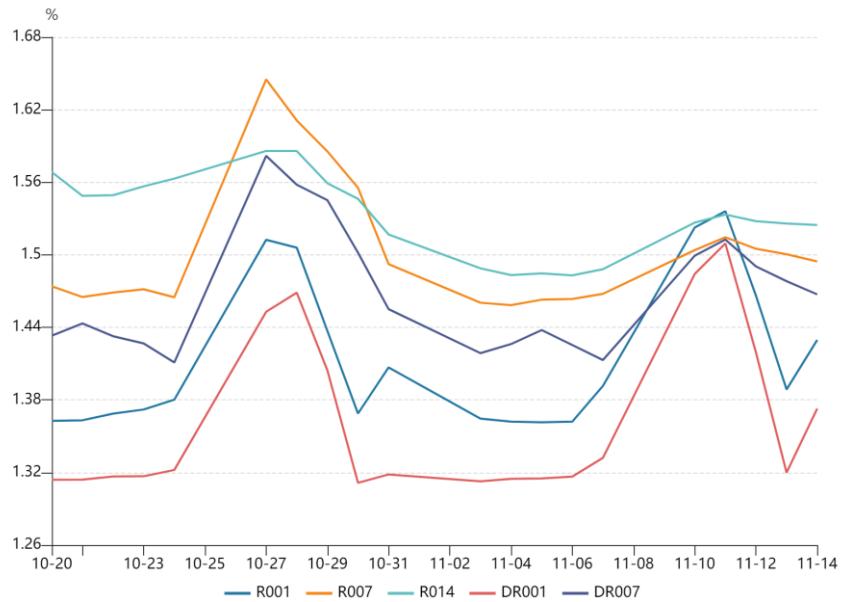
10 月经济数据有所回落、金融数据走弱。生产、消费、投资领域均出现不同程度的走弱，10 月规模以上工业增加值同比增长 4.9%，涨幅较 9 月下降 1.6 个百分点。10 月社会消费品零售总额同比增长 2.9%，增速比上月回落 0.1 个百分点。10 月人民币信贷需求偏弱，社融增速走低。1-10 月社融存量同比增长 8.5%，增速较 1-9 月回落 0.2 个百分点，10 月社会融资规模增量为 8150 亿元，同比少增 5970 亿元。10 月对实体经济发放的人民币贷款减少 201 亿元，同比多减 3166 亿元。10 月社融结构上，依然主要受企业债券融资、政府债券融资的支撑，新增人民币贷款自 7 月之后再次转负。10 月末，M2 与 M1 剪刀差为 2%，较上月走高 0.8 个百分点。

截至 11 月 14 日，1 年期国债收 1.41%，较上周五上行 0.6BP；5 年期国债收 1.58%，较上周五下行 0.6BP；10 年期国债收 1.81%，较上周五基本持平；30 年国债收 2.15%，较上周五下行 1BP。本周债市窄幅震荡，陆续公布的通胀数据、货政报告、社融和经济数据均未能对市场形成较强的方向指引，多空双方纠结。展望后市，在基本面阶段趋弱的现实以及央行国债买卖重启的背景下，债市大幅上行空间有限，后续关注权益市场强弱、年末机构兑现浮盈需求以及年末配置盘介入等扰动因素，操作上维持区间策略，十年期国债预计短期波动区间在 1.78%-1.83%。

一、资金面有所收敛，资金价格先上后下，存单收益率小幅抬升。

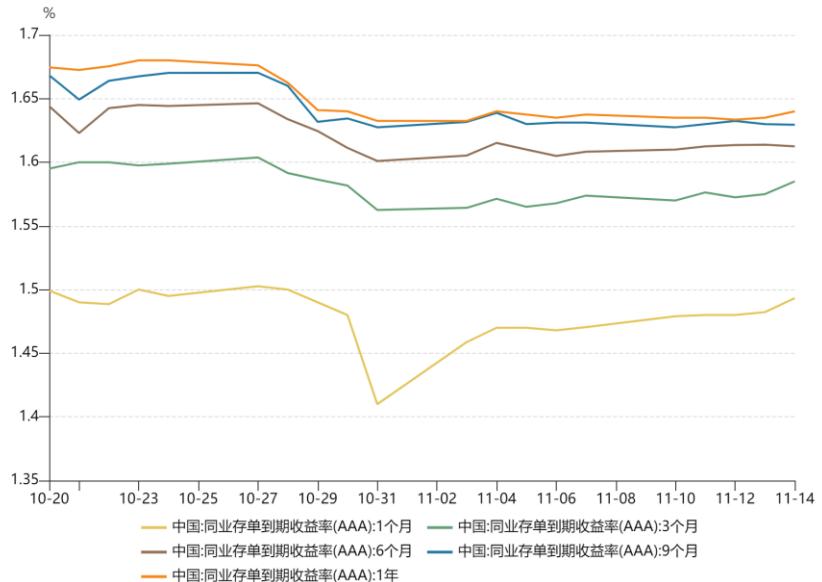
央行周内公开市场操作净投放资金 6262 亿元，并公告 17 日将进行 8000 亿元买断式回购操作，呵护资金市场态度明显。全周资金价格先上后下，DR001 周五回落至 1.37%，DR007 周五回落至 1.47%，DR014 周五回落至 1.52%。市场融出结构方面，大型商业银行与政策性银行融出收缩，周四走升至约 4.1 万亿后，周五再次降至不足 3.8 万亿。货币市场基金整体融出积极，净融出存量保持高位，货基单日净融出存量接近 1.7 万亿。存单收益率小幅抬升，1M、3M、6M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较 11 月 7 日上行 2.3BP、1.1BP、0.4BP、0.3BP 至 1.50%、1.59%、1.61%、1.64%，9M 期限稍下行 0.2BP 至 1.63%。下周公开市场到期量 11220 亿，同业存单净兑付超 6600 亿，政府债券净缴款约 3600 亿，叠加税期到来，预期央行仍将合理投放流动性维持资金面保持平稳。

图 1 主要期限资金价格走势



数据来源：wind

图 2 AAA 存单利率走势



数据来源：wind

二、三季度货币政策执行报告发布。

11月11日，央行发布2025年三季度货币政策执行报告，主要关注以下几点。一是对国内外经济形势的判断有别，对海外总体判断是“全球经济增长动能不足”，对国内总体判断是“国民经济稳中有进，实现全年预期目标有基础有支撑”，对通胀表述比二季度乐观，物价水平从“积极因素增多”到“有所改善”，对国内经济形势的判定相对积极，由此看年内进一步加码宽货币政策的空间有限。二是专栏1《科学看待金融总量指标》有意引导市场淡化对社融信贷等总量指标的关注，提到“随着基数变大，未来金融总量增速有所下降是自然的……贷款增速略低一些也是合理的”，表明央行对信贷总量、增量数据的关注位次边际后置。三是重提“跨周期调节”。下一阶段思路部分提到“做好逆周期和跨周期调节”，这是时隔五个季度央行再度提及“跨周期”。如此看，在十五五开局在即的背景下，货币政策更需要兼顾短期与长远，并可能阶段性更重长期，这也进一步映射年内降准降息政策出台的概率大幅下降。四是适度宽松的货币政策由“落实落细”调整为“实施好”，并新增“保持社会融资条件相对宽松”的表述，暗示央行短期内更注重政策效果的可持续性和传导效率。五是对利率比价关系的论述，指出需重点关注五类比价关系：政策利率与市场利率的联动、银行资产与负债端利率的协调、不同类型资产收益率的差异、不同期限利率的期限溢价，以及不同风险利率的风险溢价。

三、10月经济数据有所回落、金融数据走弱。

在外需波动、房地产链条持续下行及政策拉动效应减弱等因素的共同作用下，生产、消费、投资各领域均出现不同程度的走弱。10月规模以上工业增加值同比增长4.9%，涨幅较9月下降1.6个百分点。环比看，10月份规模以上工业增加值环比增速为+0.17%，为年内最

低。社会消费品零售总额同比增速下降，环比增速提升但弱于季节性。10月社会消费品零售总额同比增长2.9%，增速比上月回落0.1个百分点。从环比来看，10月社消环比增速为0.16%，环比转正。年内固定资产投资累计同比增速仍在回落。1-10月固定资产投资累计同比增速为-1.7%，增速较1-9月回落1.2个百分点，延续回落态势。从环比增速来观察，10月固定资产投资环比增速为-1.62%，环比降幅扩大。结构上看，房地产投资持续偏弱，制造业和基建投资则从年初的高位走弱。

10月人民币信贷需求偏弱，社融增速走低。从社融存量看，2025年1-10月，社融存量同比增长8.5%，增速较1-9月回落0.2个百分点。从社融增量看，10月社会融资规模增量为8150亿元，同比少增5970亿元。10月对实体经济发放的人民币贷款减少201亿元，同比多减3166亿元。10月社融结构上，依然主要受企业债券融资、政府债券融资的支撑，新增人民币贷款自7月之后再次转负。10月末，M2同比增长8.2%，相较上月回落0.2个百分点，延续高位增长趋势。由于前期基数连续走高，M1同比增长6.2%，增速回落1个百分点。10月末，M2与M1剪刀差为2%，较上月走高0.8个百分点。

三、利率债窄幅震荡，日内股债跷跷板效应明显。

截至11月14日，1年期国债收1.41%，较上周五上行0.6BP；5年期国债收1.58%，较上周五下行0.6BP；10年期国债收1.81%，较上周五基本持平；30年国债收2.15%，较上周五下行1BP。本周债市窄幅震荡，陆续公布的通胀数据、货政报告、社融和经济数据均未能对市场形成较强的方向指引，多空双方纠结。周一，市场对10月通胀数据略超预期反映不多，利率债小幅高开略显谨慎，随后受权益市场表现不佳影响转为小幅下行，10年期活跃国债下行0.1bp。周二，早盘央行大额净投放呵护流动性叠加权益市场偏弱，10年期活跃国债下行0.1bp。周三，前日晚间央行发布三季度货币政策执行报告，盘前债市情绪偏暖，但午后权益触底反弹，债市跟随小幅回调，日终10年期活跃国债下行0.3bp。周四，盘中权益表现强势压制债市，国债期货全天呈单边下跌态势，现券维持偏弱震荡，日终10年期活跃国债上行0.15bp。周五，债市对经济数据不及预期定价有限，国债期货高开低走，现券收益率窄幅震荡，10年期活跃国债上行0.25bp。

展望后市，在基本面阶段趋弱的现实以及央行国债买卖重启的背景下，债市年内大幅上行空间有限，后续关注年末机构兑现浮盈需求以及年末配置盘介入等因素，同时提防权益市场走强对债市的压制，操作上维持区间策略，十年期国债预计短期波动区间在1.78%-1.83%。

图3 国债收益率曲线期限结构

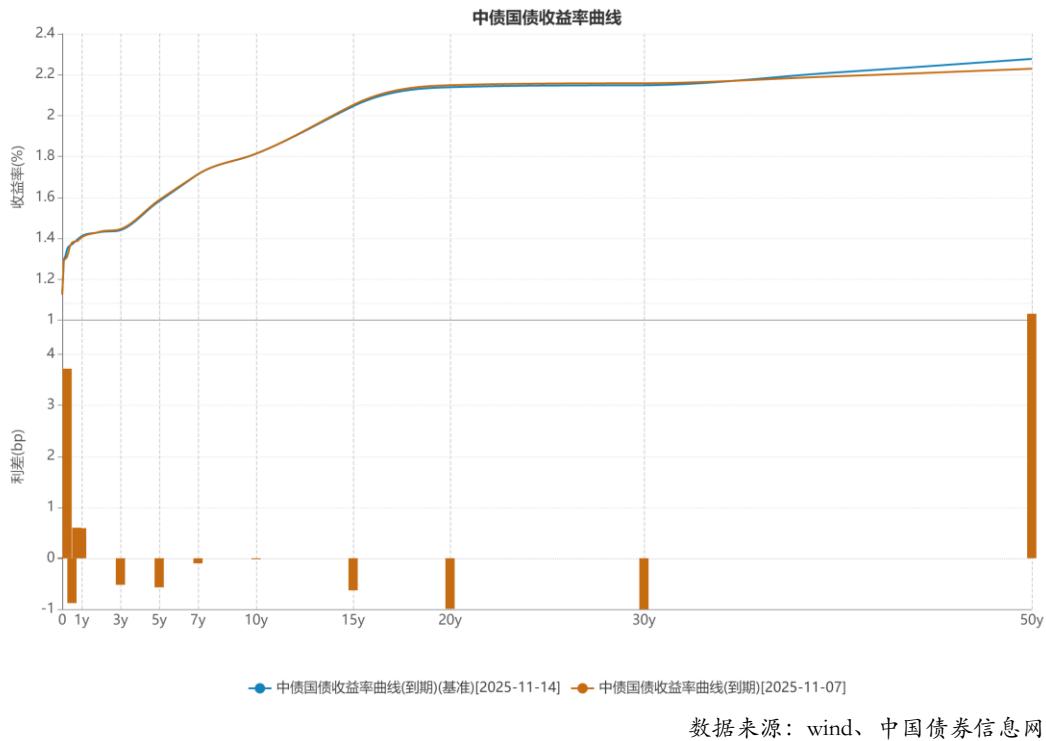


图 4 国开债收益率曲线期限结构

