

利空消息扰动，长债表现承压

- **一级市场回顾** 上周一级市场国债、地方债和政策性金融债发行规模分别为 2522 亿、3514 亿和 1125 亿，净融资额为 391 亿、3259 亿和 1125 亿。金融债（不含政金债）共计发行规模 1957 亿，净融资额 1439 亿。非金信用债共计发行规模 3281 亿，净融资额 1135 亿。暂无可转债新券发行。
- **二级市场回顾** 债基赎回担忧叠加房地产债风险事件冲击，债市表现偏弱。主要影响因素包括：赎回费新规传闻、万科事件等。
- **流动性跟踪** 央行 MLF 操作再度释放呵护信号，资金面平稳跨月。最终 R001 和 R007 分别较前周上行 3.8BP 和上行 2.7BP。
- **政策与基本面** 10 月工业企业利润大幅下行，11 月制造业 PMI 表现仍弱。高频数据来看：生产端表现分化，需求端地产出口偏弱但居民出行相关消费偏强，价格端食品、生产资料价格多数回升。
- **海外市场** 美联储官员表态偏鸽叠加美国 9 月 PPI、销售数据表现偏弱，市场对 12 月 FOMC 降息预期再度上升。10 年期美债收盘在 4.02%，较前周下行 4BP。
- **权益市场** 上周 A 股受美股科技走高影响，成长板块大幅反弹，通信、电子、有色涨幅领先。成交缩量，上周日均成交量 1.74 万亿，周度日均成交量减少 1281.13 亿，市场成交再度集中于通信、有色等方向，结构上与美股走势关联度较高，取决于 AI 叙事与美联储行动。截至 2025 年 11 月 27 日，全 A 融资余额 24549.85 亿，较 11 月 20 日减少 193.76 亿。
- **债市策略展望** 11 月以来债市表现较为弱势，核心原因在于市场对长债的承接能力较弱。2024 年以来，财政发债久期在持续提升，在承接债务的过程中，部分银行利率风险指标 ΔEVE 已逐步临近监管上限。进入年末，随着银行存款活期化、非银化加速演进，银行承接长债能力被进一步削弱。叠加保险开门红表现不佳，保险买债进程也有所放缓。在此背景下，债市曲线或继续呈现陡峭化趋势，投资者谨慎情绪预期持续，后续关注财政发债是否会停止拉久期或央行买债是否会提升长债购买量。短期观测 11 月 PMI(11.30) 和央行月度买债量(12.2) 对债市的影响。转债指数高位震荡。近期转债资金端的动向是最大的关注点，转债中长期的逻辑并没有被破坏，1) 供需关系没有逆转；2) 政策面对稳经济的需求没有完全落空；3) 转债机构持仓市值高，但仓位相对较低，绝对收益机构均低仓位。耐心等待抛压过去，或许

季度性的买点机会正在慢慢出现，目前更倾向于用风险收益比的框架应对当下市场。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。