



2025年12月1日

第46期·总第945期

## 中美元首通话释放积极信号 经济压力继续显现

### ➤ 市场行情概览

资金市场		
11月28日	利率	周变动基点
SHIBOR 隔夜	1.30	-1.50
SHIBOR 7天	1.44	-1.00

债券市场		
11月28日	利率	周变动基点
10Y 国债	1.84	+2.44
10Y 国开债	1.97	+3.21

外汇市场		
11月28日	点位	周涨跌幅%
在岸人民币	7.0794	0.37%
美元指数	99.44	-0.76%

国内宏观数据		
指标同比	最新	较前值
制造业 PMI	49.20	0.20
服务业 PMI	49.50	-0.70
建筑业 PMI	49.60	0.50

编写: 李晨曦  
sfclixx@sinopec.com  
5996-6487

审定: 李勇  
alexlee@sinopec.com  
5996-6430

### ➤ 市场综述

**票据与信贷市场:** 前半周, 买盘配置情绪较为低迷, 票价震荡上行, 后半周临近月末, 银行补充信贷规模的需求释放, 市场供不应求, 票价整体下行。后市来看, 12月整体信贷需求依旧偏弱, 票据补缺口或稍有压力, 直贴利率上涨后套利空间收窄, 一级市场签发量或重回相对低位, 本周票据利率或小幅下跌。

**外汇市场:** 美国消费和劳动力市场疲弱, 通胀数据弱于预期, 市场对美联储12月“小幅降息”再次成为优势预期, 美元指数连续走跌。中美两国元首通话释放积极信号, 叠加央行发行离岸央票等预期管理和稳定汇率行动, 人民币兑美元温和走升, 预计本周在岸人民币波动区间为7.04-7.14。

**资金市场:** 税期影响消退, 资金利率重新回落至OMO利率下方, 整体保持平稳, 仅在跨月当日小幅上升, 央行超额续作MLF, 呵护态度依旧。后市来看, 财政支出对月初流动性形成支撑, 政府债净缴款大幅回落, 整体缴款量位于年内低位, 本周资金面将维持宽松状态。

**债券市场:** 周初, 债市延续前期窄幅震荡局面, 缓慢小幅上行, 但随后市场风险偏好提振, 叠加利空消息频出, 基金遭遇大额赎回, 债市收益率显著上行, 最后一个交易日, 市场对传言利空趋于冷静, 债市情绪有所恢复。后市来看, 资金趋紧概率不大, 收益率已经进入利差偏高位置, 配置空间逐渐打开, 预计债券市场整体仍为震荡行情, 10年国债利率主要运行区间为1.75%-1.85%。

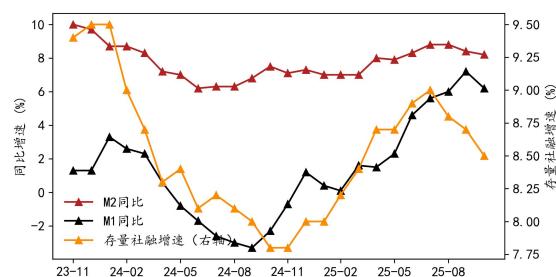
### ➤ 宏观数据

11月PMI数据回升幅度有限, 更多受库存累高、假期效应消退等短期因素影响, 经济压力继续显现。11月制造业PMI回升0.2个百分点至49.2%, 已连续8个月低于荣枯线。中美经贸磋商达成主要共识, 带动新出口订单指数反弹。生产指数、新订单指数小幅回升, 但整体生产依然及需求仍相对偏弱, 11月服务业PMI受假期效应消退等因素影响, 回落至49.5%。

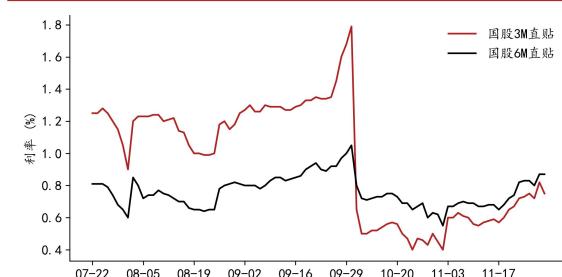
## ➤ 信贷与票据市场回顾展望

**回顾上周**，前半周，买盘配置情绪较为低迷，票源供给相对充足，票价震荡上行；后半周，临近月末，银行补充信贷规模的需求释放，陆续进场收票，卖盘出票意愿收敛，市场供不应求，票价整体下行，周五6M国股票价下行4BP至0.73%。**后市来看**，12月整体信贷需求依旧偏弱，票据到期量为年内次高，补缺口或稍有压力，直贴利率上涨后套利空间收窄，一级市场签发量或重回相对低位，综合来看本周票据利率或小幅下跌。

图：社会融资规模、M1及M2增速



图：票据直贴利率价格走势



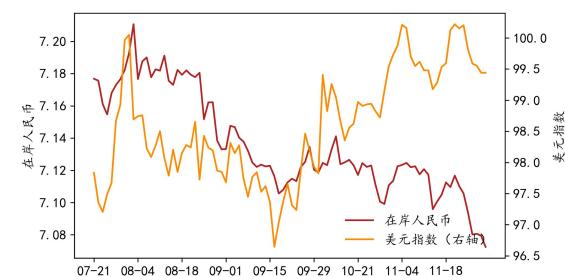
## ➤ 外汇市场回顾展望

**回顾上周，海外方面**，美国大部分地区经济走势基本保持不变，但消费和劳动力市场疲弱，通胀数据弱于预期，市场对美联储12月“小幅降息”再次成为优势预期，美元指数连续走跌。**国内方面**，中美两国元首通话释放积极信号，双方均表示正全面落实釜山会晤达成的重要共识，中方强调“台湾回归中国是战后国际秩序重要组成部分”，叠加人行发行离岸央票等预期管理和稳定汇率行动，人民币兑美元温和走升，周五在岸人民币报收7.0794。**后市来看**，预计本周在岸人民币波动区间为7.04-7.14。

表：美元指数及人民币汇率

日期	在岸人民币	离岸人民币	Wind人民币汇率预估指数	美元指数
2025-11-25	7.0938	7.0829	97.31	99.81
2025-11-26	7.0802	7.0691	97.21	99.59
2025-11-27	7.0806	7.0742	97.15	99.55
2025-11-28	7.0794	7.0713	97.03	99.44
2025-12-01	7.0725	7.0713	97.03	99.44

图：在岸人民币及美元指数走势

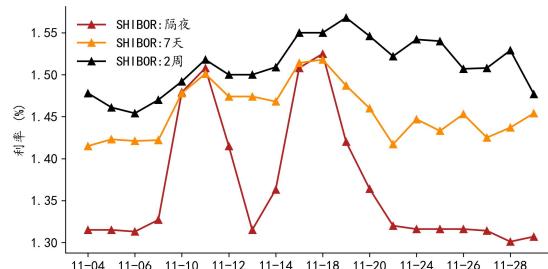


## ➤ 资金市场及央行公开市场操作回顾展望

**回顾上周**，随着税期影响消退，资金利率重新回落至OMO利率下方，整体保持平稳，仅在跨月当日小幅上升，央行超额续作MLF，呵护态度依旧。**后市来看**，财政支出对月初流动性形成支撑，政府债净缴款大幅回落，整体缴款量位于年内低位，本周资金面预计将维持宽松状态，不过本周公开市场到期金额较大，需关注续作情况。

央行公开市场操作统计				
本周到期	总到期量: 25118 亿			
逆回购	15118 亿			
买断式逆回购	10000 亿			
MLF	-			
上周操作	到期量	投放量	利率	利率变动
逆回购 <sup>1</sup>	16760 亿	15118 亿	1.40%	-
MLF	9000 亿	10000 亿	-	-
净投放量	-1642 亿			

图: 近1个月主要期限SHIBOR走势



## ➤ 债券市场回顾展望

**回顾上周**, 周初, 债市延续前期窄幅震荡局面, 缓慢小幅上行, 但随后中美元首通话显著提振市场风险偏好, 债市情绪承压, 伴随 11 月央行买债规模仅 200 亿元以及市场传言公募新规即将落地且更加严格, 基金遭遇大额赎回, 债市收益率显著上行, 最后一个交易日, 市场对传言利空趋于冷静, 以及大行可能调降大额存单利率, 债市情绪有所恢复, **周五 10 年期国债收益率报收于 1.84%** (中证估值)。**后市来看**, 央行货政报告公布后, 市场逐渐打消了年内降息预期, PMI 连续多月处于收缩区间, 预计资金趋紧的概率不大, 与 MLF 等利率相比较, 收益率已经进入利差偏高位置, 结合银行负债成本处于下行通道, 配置空间逐渐打开, 预计债券市场整体仍为震荡行情, **10 年国债利率主要运行区间为 1.75%-1.85%**。

图: 近两个月债券发行与到期情况

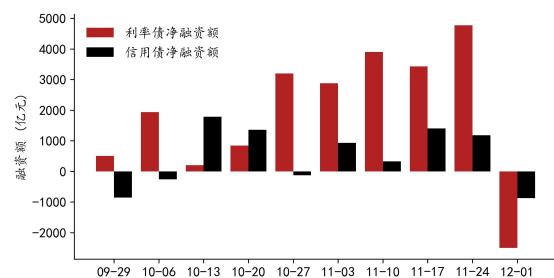


图: 10年国债收益率走势



## ➤ 宏观经济运行冷暖图

国内宏观	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
制造业PMI	49.20	49.00	49.80	49.40	49.30	49.70	49.50	49.00	50.50	50.20
服务业PMI	49.50	50.20	50.10	50.50	50.00	50.10	50.20	50.10	50.30	50.00
建筑业PMI	49.60	49.10	49.30	49.10	50.60	52.80	51.00	51.90	53.40	52.70

## ➤ 国内宏观数据简评: 11 月 PMI 数据

11 月 PMI 数据回升幅度有限, 更多受库存累高、假期效应消退等短期因素影响, 经济压力继续显现。具体看, 11 月制造业 PMI 回升 0.2 个百分点至 49.2%, 已连续 8

<sup>1</sup>包含逆回购操作及国库现金定存

个月低于荣枯线。新出口订单指数反弹幅度较大，边际回升 1.7%至 47.6%，主要受益于中美经贸磋商达成主要共识，带动我国外贸环境有所改善；生产指数在前月回落 2.2%的基础上，本月仅上行 0.3%，反映整体生产依然偏弱；新订单指数小幅回升 0.4%至 49.2%，连续 5 个月处于收缩期间，显示需求也相对偏弱；制造业原材料购进价格指数反弹 1.1%至 53.6%，在价格修复的同时，企业采购量反弹，原材料库存持平，产成品库存下滑，指向企业面临订单反弹，尚未完全反映到生产端，而是对应库存去化。此外，11 月服务业 PMI 受假期效应消退等因素影响，回落至 49.5%。

## ➤ 金融监管及行业信息

- ✧ **11月28日**，工行、农行、中行、建行、交行、邮储六大行集体停售五年期大额存单，仅剩的三年期产品利率普遍降到 1.5%至 1.75%，且额度紧张。与此同时，部分中小银行也开始调整甚至直接取消三年期、五年期普通定期存款产品。
- ✧ **美国油服公司贝克休斯公布数据显示**，11月28日当周，美国石油活跃钻井数减少 12 台至 407 台，天然气活跃钻井数增加 3 台至 130 台，总钻井数减少 10 台至 544 台。