

金融市场月报

11月债券、货币市场回顾与展望

目录

一、	宏观经济分析:	2
1、	国内市场	2
2、	海外市场	2
二、	近期重要内容跟踪:	4
1、	通胀数据	4
2、	金融数据	5
3、	政策利率	7
4、	经济数据	8
三、	货币市场、债券市场回顾及展望:	10
1、	11月资金面回顾	10
2、	后期资金面展望	11
3、	11月债市回顾	11
4、	债券市场展望	12

一、 宏观经济分析：

1、 国内市场

国内经济：物价修复，基础仍显疲弱。11月国内 PMI 录得 49.2%，较 10 月上行 0.2 个百分点，主要得益于季节性回升及“双十一”对上游消费品制造业短期拉动，指数仍在收缩区间，复苏基础尚不牢固。生产端，11 月规模以上工业增加值同比仍在 5%附近，与上月基本持平，在房地产深度调整背景下，体现了中国工业体系的强大韧性：“新三样”正在填补“旧三样”留下的增长缺口。汽车制造、电子通信设备及航空航天制造业仍会保持相对较高增速增长；国产替代逻辑继续强化，半导体、精密仪器呈现出独立增长态势。与上述行业形成鲜明对比的是，黑色金属冶炼、非金属矿物制品（水泥、玻璃）等行业继续处于负增长或零增长边缘。消费端，11 月社零增速继续保持相对低速，除得益于国家及地区层面家电以旧换新补贴政策，汽车零售销量则同比下降，其增量已无法覆盖燃油车销量下跌的缺量。固定资产投资方面，房地产依然是拖累投资的核心负向因子，11 月万科债券展期风波再次冲击市场信心，房地产行业风险偏好偏低，房企融资现金流仍偏紧张，基建投资维持低速，10 万亿化债计划的核心逻辑是“置换存量债务”而非“新增债务”拉动基建，地方政府对于新项目立项和开工及其审慎。

2、 海外市场

海外市场方面，2025 年 11 月，美国国债收益率整体呈现震

荡下行的态势。月初，市场情绪在风险偏好与避险需求间快速切换，导致收益率宽幅震荡。随后，因政府停摆结束及美联储鹰派信号，收益率一度集体上行。月中以后，受 12 月降息预期激增及鸽派言论影响，各期限收益率转为陡峭下行，并跌至阶段性低点。临近月末，收益率在感恩节日前后出现波动，但全月整体震荡走低。

12 月，议息会议成为市场焦点，数据缺失及美联储鹰派发言下，市场修正此前过度定价的降息预期，焦点已从“是否降息”转为“降息幅度与路径”，即虽然仍然预期 12 月 FOMC 会议将降息 25bp，但未来降息的幅度和次数将大幅减小。因此，美债收益率不降反升，加之日本央行加息对全球流动性的冲击，12 月上旬美债收益率全期限大幅上行。当地时间 12 月 10 日，FOMC 会议如期降息 25bp，联邦基金利率目标区间降至 3.5%-3.75%。虽然本次会议鲍威尔部分措辞偏鹰，但美联储宣布将启动短期国库券购买操作以维持准备金充裕，叠加鲍威尔对劳动力市场下行风险的强调，导致市场解读会议整体基调偏鸽，美债收益率集体下行。展望后续，政策节奏可能放缓，美联储或将进入一段时间观望期。美联储内部日益增大的分歧及 2026 年美联储主席的变更，将导致未来政策走向具有重大不确定性。政策路径将更加依赖后续经济数据表现。

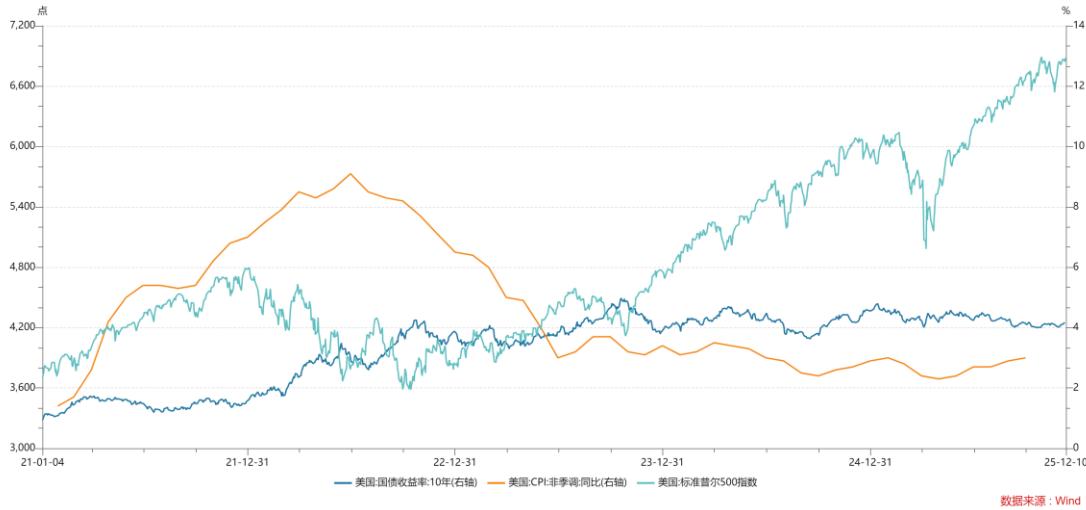


图 1：美国 CPI、10 年期国债、标准普尔 500 走势图

二、近期重要内容跟踪：

1、通胀数据

11月CPI同比0.7%，前值0.2%，环比-0.1%；PPI同比-2.2%，前值-2.1%，环比0.1%。

11月CPI同比涨幅扩大，鲜菜价格上涨是拉动CPI改善的关键动力，除去食品和能源项后的核心CPI保持温和增长趋势，居民基础消费在政策拉动下弱修复。结构上看，食品、医疗保健/个人用品、衣着、生活用品/服务对CPI同比形成正向拉动，交通/通信工具相对疲弱。环比看，食品价格上涨0.5%，略高于季节性水平；部分服务行业价格在上月高基数下下滑，反映出旅游需求从双节峰值回落；汽车手机等耐用品方面，部分地区政策补贴退坡及需求提前释放导致11月零售呈现减速特征，今年年末车市或不会出现明显“翘尾”行情。

11月PPI同比跌幅扩大，环比继续上涨，由于冬季煤炭、燃

气需求季节性增加，以及国际有色金属价格上涨的输入性因素影响带动相关行业价格企稳回升。在连续两个月的环比正增长下，同比降幅仍扩大 0.1 个百分点至 -2.2%，原因在于当前需求恢复仍不稳固。PPI 走势在明年是否延续今年 7 月以来的不断改善态势，可能仍需期待“反内卷”政策实施情况，后续政策在促进工业生产领域稳定的同时，仍需着力提振消费需求，形成消费和生产的正向循环。

总体而言，国内 CPI 在黄金以及鲜菜价格带动下表现较好，而占比比较大的肉类和能源价格仍处于下跌趋势，给 CPI 造成较大拖累。PPI 同比在负区间内反复波动，这一态势可能会延长转正的时间，明年 PPI 转正时机或是影响市场对利率走势的预期。

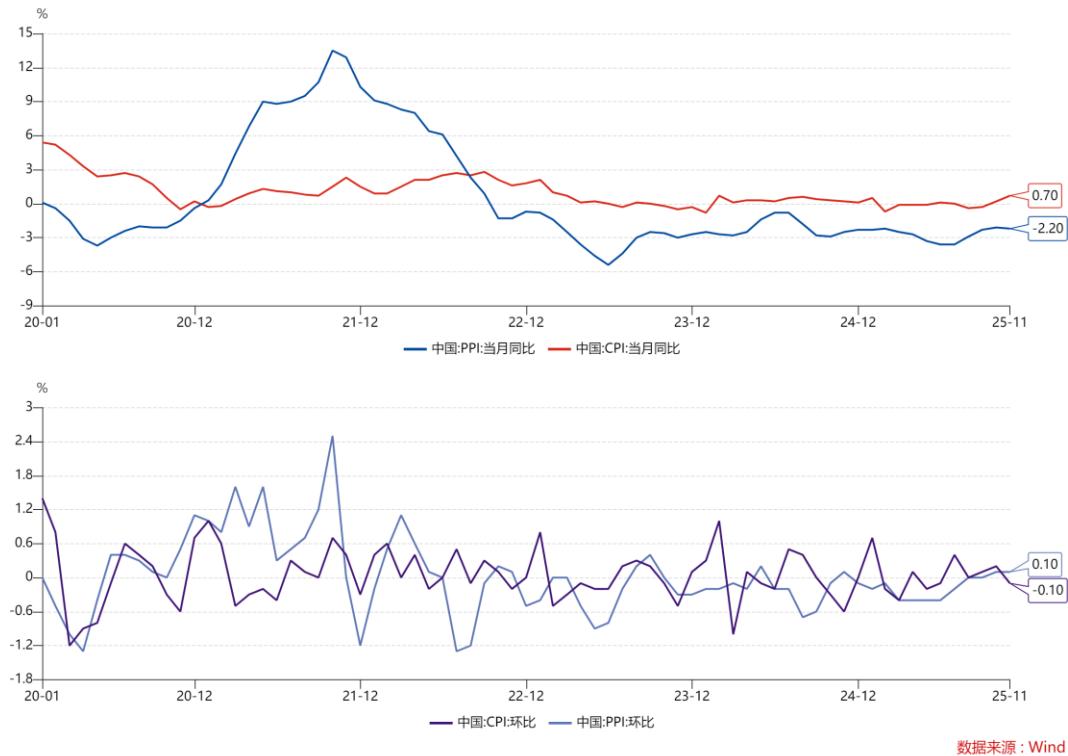


图 2：通胀数据

2、金融数据

货币供应方面，11月M1、M2同比增速分别为4.9%和8%，环比分别为-1.3%和-0.2%，去年同期基数提升影响M1增速。M1-M2剪刀差-3.1%，环比扩大1.1%。11月单月，金融机构人民币存款增加1.41万亿元，同比少增7600亿元；其中，居民存款增加6700亿元，同比少增1200亿元；企业存款增加6453亿元，同比少增947亿元，财政存款减少500亿元，同比少增1900亿元，非银存款增加800亿元，同比少增1000亿元。存款搬家较上月有所放缓，预计受资本市场调整影响，11月全市场日均交易额有所下降。

社融增量方面，11月社融总量2.49万亿元，同比多增1597亿元；截至11月末，社融存量同比增8.5%。政府债、让农民比贷款对社融增量变化贡献延续偏弱，企业债、表外融资拉动作用提升。实体部门有效信贷需求仍显疲弱。11月末，金融机构人民币贷款余额同比增6.4%，较上月降0.1%，居民短期和长期信贷均有所回落，预计受房地产市场承压影响，11月百城二手房住宅价格指数跌幅较上月扩大，30城住宅成交面积同比降幅扩大。企业贷款增加6100亿元，同比多增3600亿元，主要由票据融资和短期贷款分别多增影响，而中长期贷款延续偏弱态势，企业有效信贷需求仍待修复。

政府债对社融支撑减弱，信贷需求仍待修复，企业债等多元融资渠道贡献提升。中央经济工作会议部署政策组合拳，关注后续新型政策性金融工具、贴息等政策成效释放。

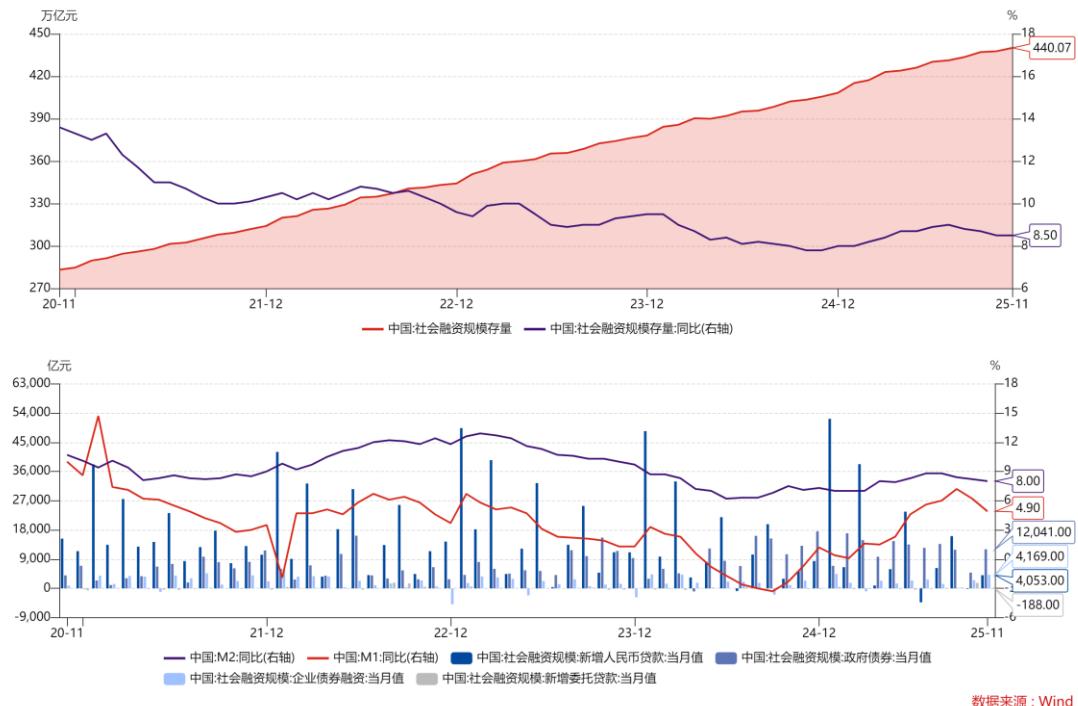


图 3：社会融资数据

3、政策利率

11月公开市场政策利率保持不变。

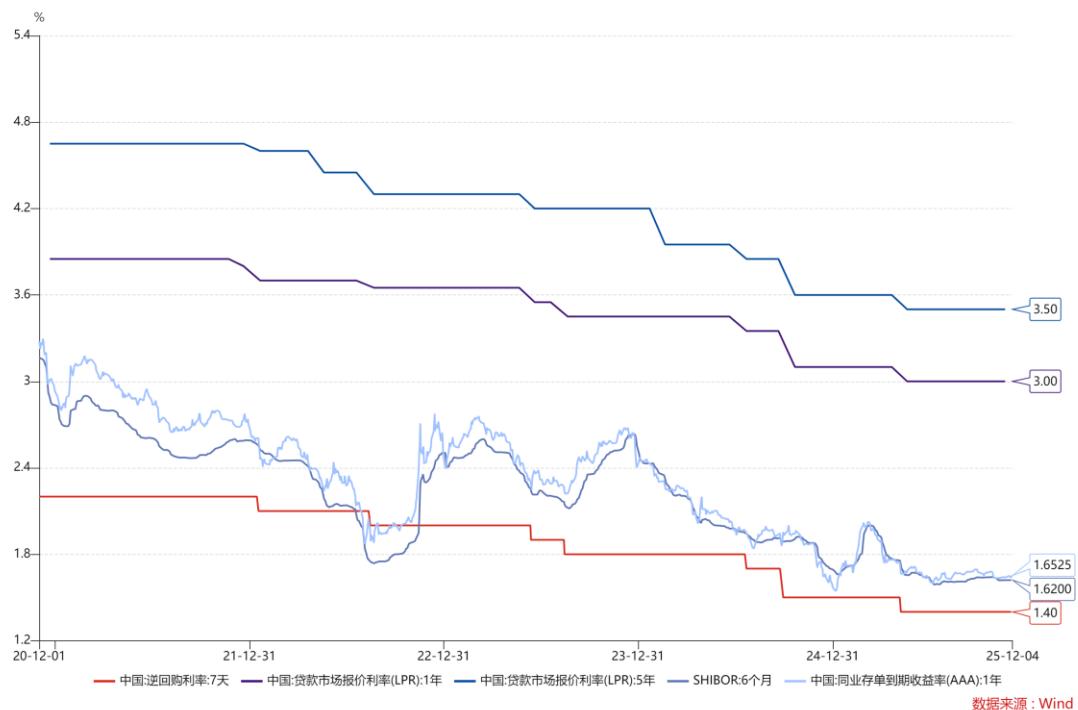


图 4：基准利率

4、 经济数据：

中国 11 月官方制造业 PMI 49.2%，前值 49%；非制造业 PMI 49.5%，前值 50.1%。制造业景气度小幅反弹，服务业下跌，拖累综合 PMI 跌破 50%。

制造业：景气度反弹 0.2 个百分点至 49.2%。主要是新订单和生产修复，分别反弹 0.4 个百分点至 49.2% 和 0.3 个百分点至 50%。新出口订单反弹 1.7 个百分点至 47.6%，高于 6-9 月平均值，指向出口环比可能修复。11 月建筑业商务活动反弹 0.5 个百分点至 49.6%，为仅四个月高点，政策性开发金融工具投放 5000 亿，以及追加的 5000 亿地方债结存限额中有 2000 亿用于地方项目建设，对 11-12 月土木工程建筑形成支撑。

非制造业：服务业活动指数环比 -0.7，是拖累综合 PMI 跌破 50% 的主因。10 月逢国庆中秋假期，居民出行、购物、旅游、文体娱乐以及餐饮消费表现较好，11 月进入淡季，以上分项均出现不同程度回落。

价格端：边际修复。尽管 11 月服务业 PMI 商务活动明显回落，但销售价格反弹 1.1 个百分点至 49.2%，是 2024 年 5 月以来最高。制造业出厂价也反弹 0.7 个百分点至 48.2%，建筑业销售价格持平。以上三个价格分项均低于荣枯线，不过自 7 月以来，制造业和服务业价格整体呈震荡修复，指向价格低迷状态正逐渐改善。

三季度 GDP 增长 4.8%，10-11 月 PMI 指向经济环比仍在放

缓，综合 PMI 平均值仅 49.85%，较三季度平均值 50.43% 大幅放缓，也低于全年 924 政策发力前 7-8 月的 50.15%。前期出台的政策性开发金融工具、动用结存地方债限额、以及央行买债等均已落地。临近年末是否出台新的托底政策，市场持怀疑态度，宽货币预期不高。

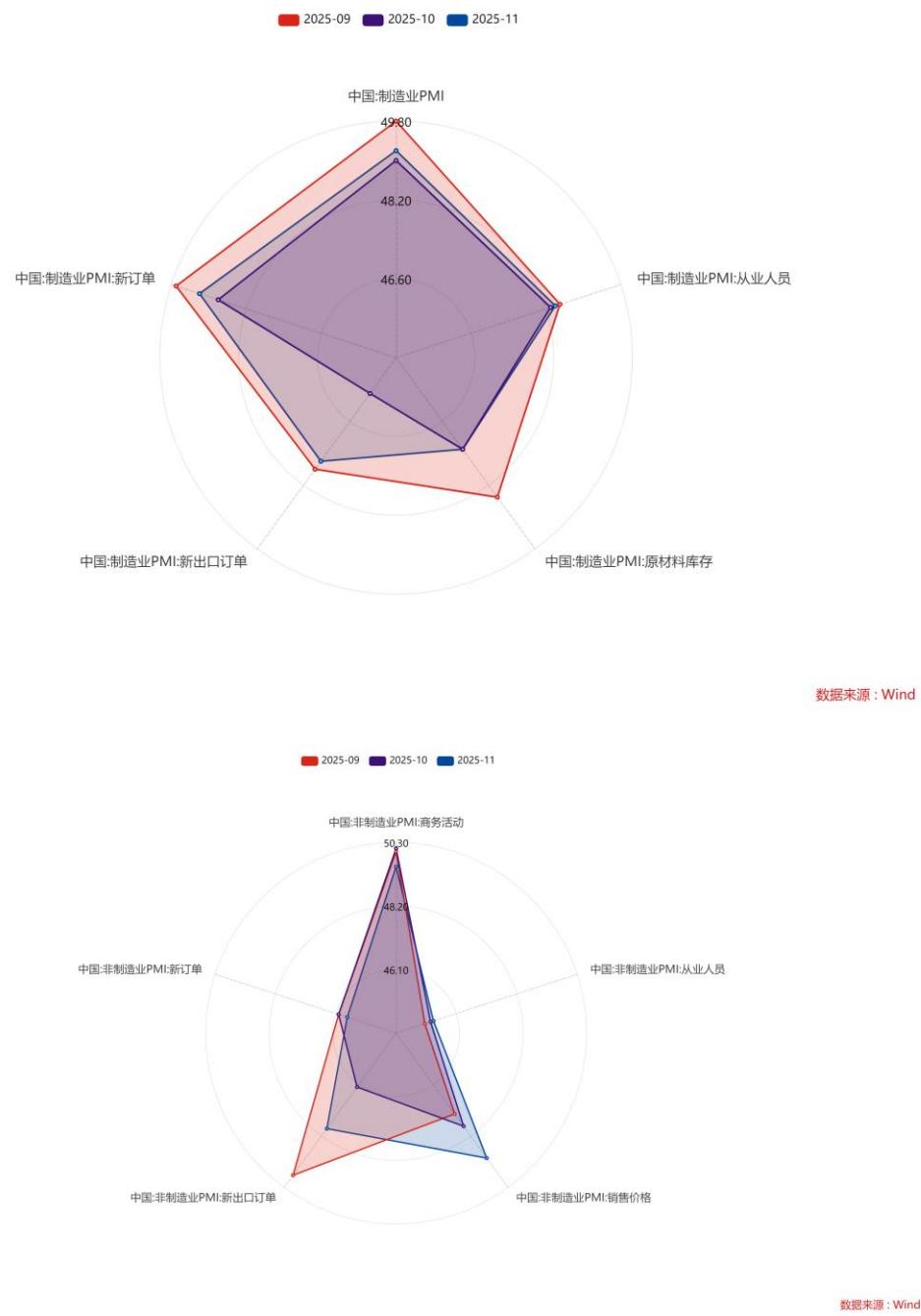


图 5: PMI 指数

根据海关总署公布数据，11月出口总值3304亿美元，同比增5.9%，高于市场预期的3.0%，前值-1.1%；进口总值2187亿美元，同比1.9%，高于前值1.0%。出口增速超预期反弹，主要是对欧盟、非洲和拉丁美洲出口改善，而对第一大贸易伙伴东盟出口同比增速边际放缓1.9个百分点至8.6%，是今年2月以来首次降至个位数，主要为对新加坡和菲律宾出口增速降幅较大。11月对美出口环比-3.2%，同比-28.8%，增速较10月下降3.6个百分点，为近3个月最低。

三、货币市场、债券市场回顾及展望：

1、11月资金面回顾：

2025年11月，因受到双十一及税收缴款等原因，货币市场月内波动情况变大。在央行下旬加大公开市场投放力度后，资金利率恢复平稳，隔夜利率向下突破1.30%。具体来看，本月央行净投放6M买断式逆回购5000亿元，MLF净投放1000亿元，仍保持稳定的资金投放量。

11月市场隔夜利率在1.37%附近，较上月上升5BP，7天利率平均在1.47%，与上月持平。国股一年期同业存单利率未有太大波动，仍稳定于1.6%-1.65%。

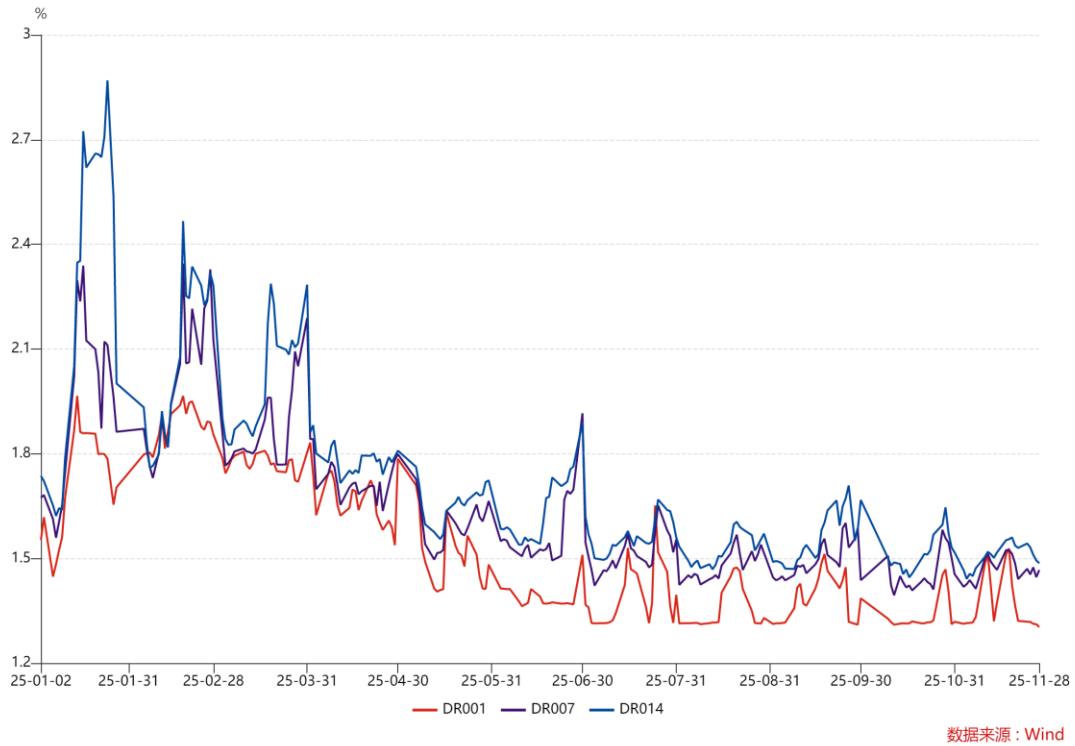


图 6：资金利率走势图

2、后期资金面展望

总体来看，央行近期对货币政策态度未变，仍积极及时投放足量流动性保证货币市场稳定，预计 12 月并不会改变该策略。值得注意的是，临近年末，金融机构开始面临跨年压力，反映在同业存单中，短期存单利率逐步抬升，即使月内资金充裕无忧，跨年银行受指标约束，资金价格或会再度提升。

3、11 月债市回顾

11 月份人民币债券市场呈震荡偏空走势，月初受央行公布上月买债 200 亿小于市场预期影响，加之 50 年超长国债发行超预期上行 3bp，市场对于配置型机构中长期债券承接能力存疑，交易型机构加大超长端抛售，超长端带动中短端收益率上行。尽管基本面数据持续疲弱，央行对资金面持续呵护：MLF 增量续做，

DR001 突破下行至 1.3% 以下，权益市场亦在年底缩量波动，但仍不改长端疲弱态势。加之月底万科债超预期展期，情绪较弱的债券市场再次迎来冲击。月末 1 年期国债收益率收于 1.38%、3 年期国债收益率收于 1.40%、5 年期国债收于 1.61%、10 年期国债收于 1.84%、30 年期国债收益率收于 2.185%，长端收益率上行幅度大于短端，曲线利差期限走阔。

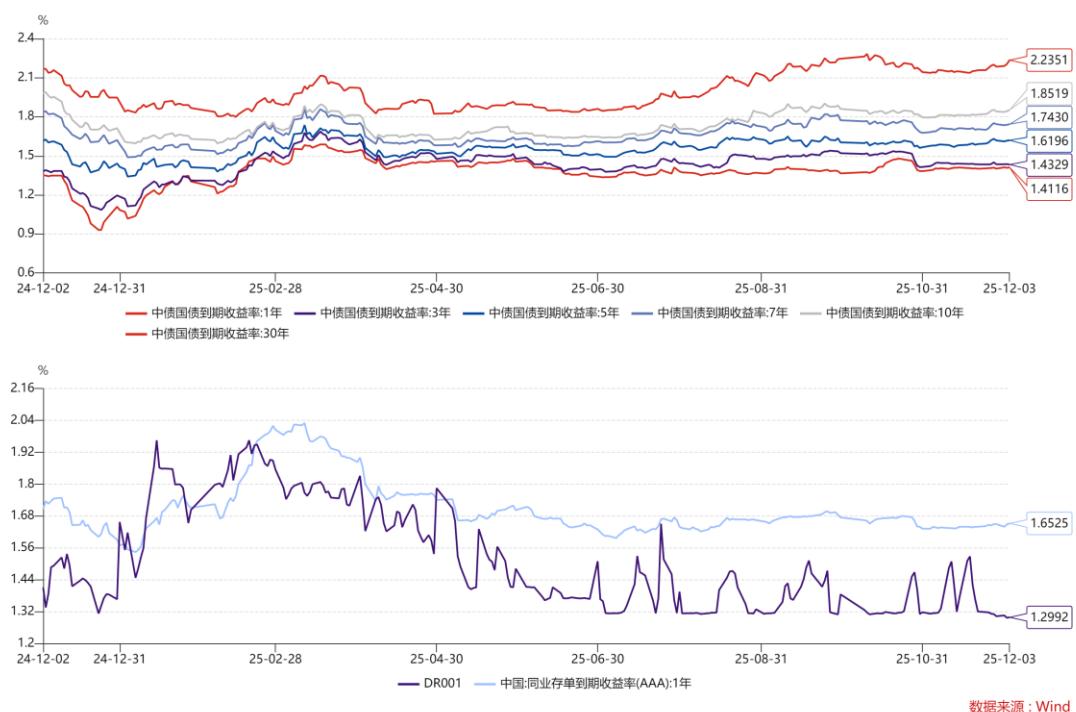


图 7：人民币债券走势

4、债券市场展望：

12月初，重点关注政治局会议和中央经济工作会议。本次经济工作会议政策基调延续此前政治局会议，增量信号不多，但存量力度明确维持，尤其是财政政策明确表达了“不退坡”信号，预计广义财政力度将稳中有强。不过财政“规范税收优惠、财政补贴政策”或内生一定结构性压力。货币政策方面明确了降准降

息存在空间，但落地时间不明确，或明年一季度将是落地理想窗口期。扩大内需方面仍关注消费和投资，关注“推动投资止跌企稳”的行动，明年财政投向基建等投资方面的力度或有所加强；“反内卷”信号犹存，关注后续政策动向；房地产重归“风险”领域，但表述仍是已知方向，未有前期市场传闻“房贷贴息”等新增政策信号。总体看，中央经济工作会议进一步明确了明年经济工作基调，预计财政和货币政策定调均维持当前力度，消费增长和投资止跌回稳是关键抓手，大方向上和此前已知信息一致，关注明年两会的具体目标和政策安排。近期 DR001 已从 1.3% 稳步下行，预计将进一歩推动短端收益率继续下行以及期限利差逐步修复。

免责声明

本报告中所提供的信息均根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得。

报告所述信息仅供参考，相关信息及观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，报告阅读者不应自认该信息是准确和完整的而无加判断地予以依赖，一切商业决策均应由报告阅读者综合各方信息后自行做出。对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任；

本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发表时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读。我司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为南洋商业银行（中国）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。