

富荣固收：债市情绪仍不佳，谨慎乐观

观点：

(1) 国内方面：

经济转型与利率中枢下行的长期逻辑未变，但短期需关注政策实际落地与市场预期之间的差异，这可能是影响市场节奏的关键变量之一。PPI 同比或进入上行区间，但绝对水平可能仍不高，对货币政策的约束有限。

资金面上，尽管接下来存单到期量较大可能带来结构性扰动，但政府债净缴款下降，且央行已释放明确的呵护信号，资金面整体有望保持平稳。央行“收短放长”的操作不应被误解为政策收紧，其维护流动性合理充裕的意图未变。

货币政策方面，央行更倾向于相机决策，不希望市场过早交易宽松预期，但这并不代表2026 年货币政策宽松空间不足。若市场出现较大波动，央行可能通过买卖国债或加码流动性投放等方式进行干预。

(2) 海外及其他：

美联储降息趋势未改，海外因素对国内债市影响相对有限。

(3) 上周债券市场：

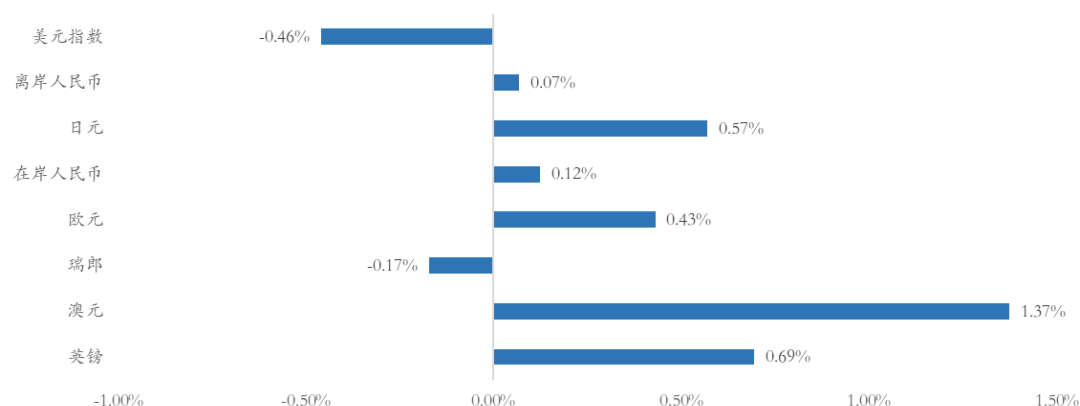
上周（2025 年 12 月 1 日-2025 年 12 月 5 日，以下简称上周）债市呈现出超长债单边调整格局。超长端的持续大幅调整主要是由交易机构行为引发，年末配置盘承接能力承压，基金、券商等交易性机构进一步减持长债，市场陷入负循环状态。市场恐慌盘累积，超长大幅走弱，TL 合约跌破 112 价位，续创 2024 年 11 月以来新低，30Y 特别国债收益率单周上行 10bp 左右，逼近该券历史高点，10Y 国债收益率也突破 1.85% 点位，30-10Y 国债利差回升至 42bp 以上。

展望后市，市场短期波动风险或尚未完全出清，债市缺少主力做多机构，但经过前期调整，长端利率已进入价值区间，超长端则仍需继续观察，不排除存在一定超跌可能。总体供需格局将继续推动债市走强，结构性压力或在 12 月中下旬缓和，超长端的走势将是市场情绪和机会判断的关键风向标。

1、上周高频数据

市场对美联储降息预期显著升温。据市场调查显示，美联储在 12 月会议上降息 25 个基点至 3.50%-3.75% 的概率已升至约 89%，而一个月前仅为 63%。截至 12 月 5 日，美元指数跌 0.46%，澳元涨 1.37%，英镑涨 0.69%，在岸人民币涨 0.12%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20251201-20251205

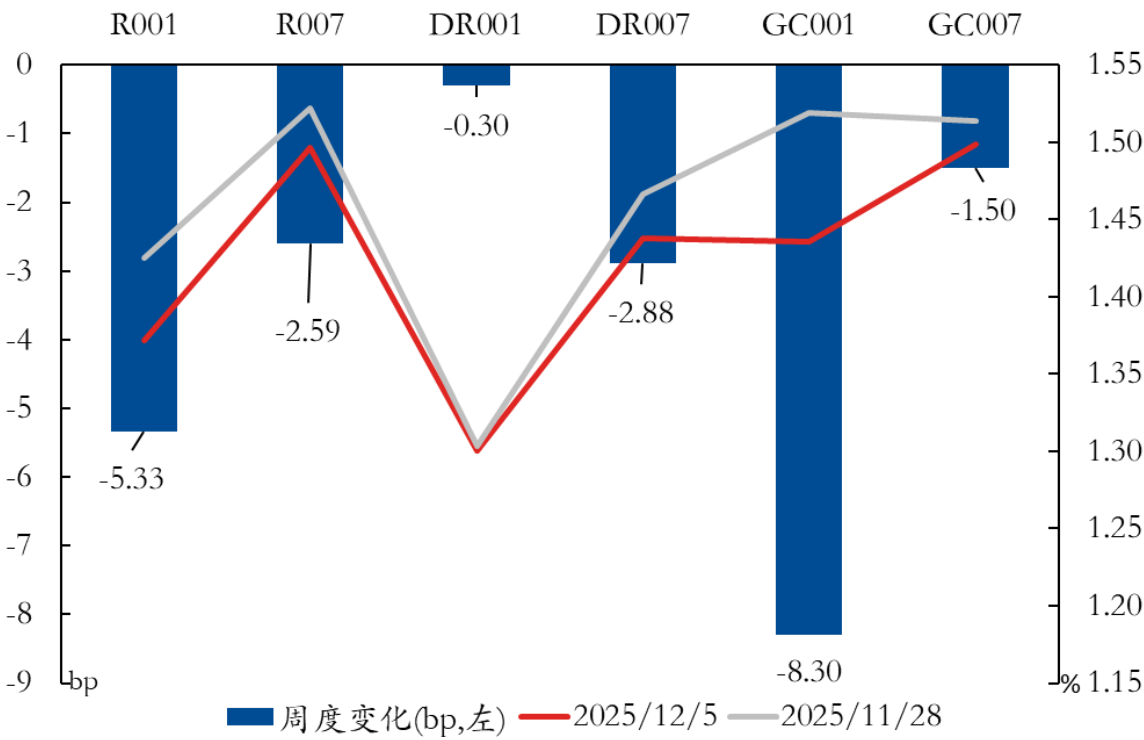
2、上周债券市场

资金面整体延续宽松态势。DR001 下行 0.30bp 至 1.30%，DR007 下行 2.88bp 至 1.44%，R001 下行 5.33bp 至 1.37%，R007 下行 2.59bp 至 1.50%，GC001 下行 8.30bp 至 1.44%，GC007 下行 1.50bp 至 1.50%。

债市整体呈现先稳后弱的震荡下行格局。1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较

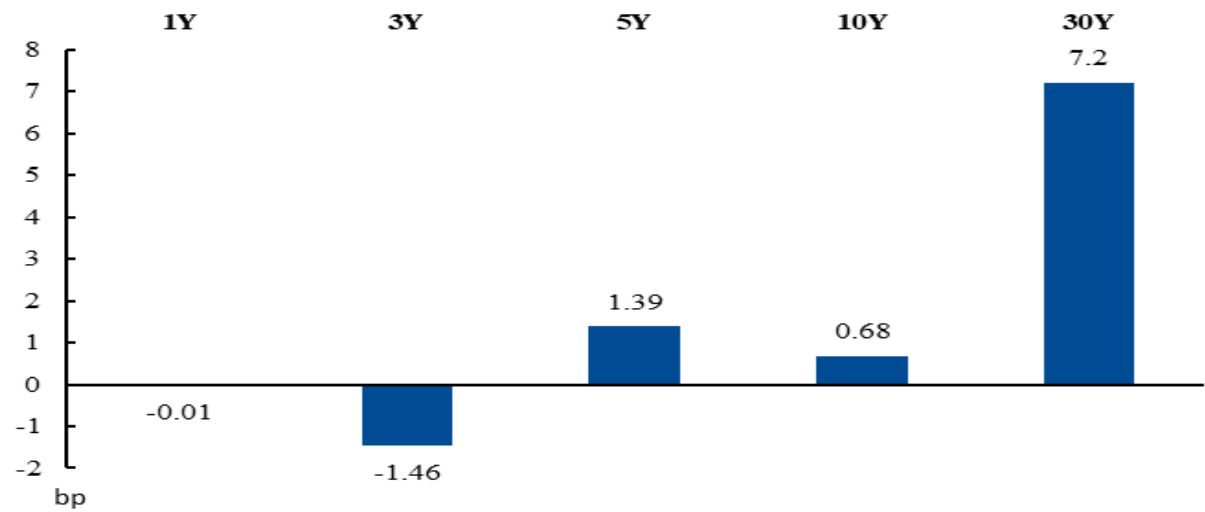
前一周变化-0.01bp、1.39bp、0.68bp、7.20bp 至 1.4104%、1.5816%、1.8140%、2.1481%。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20251201-20251205

图三：国债周度变化

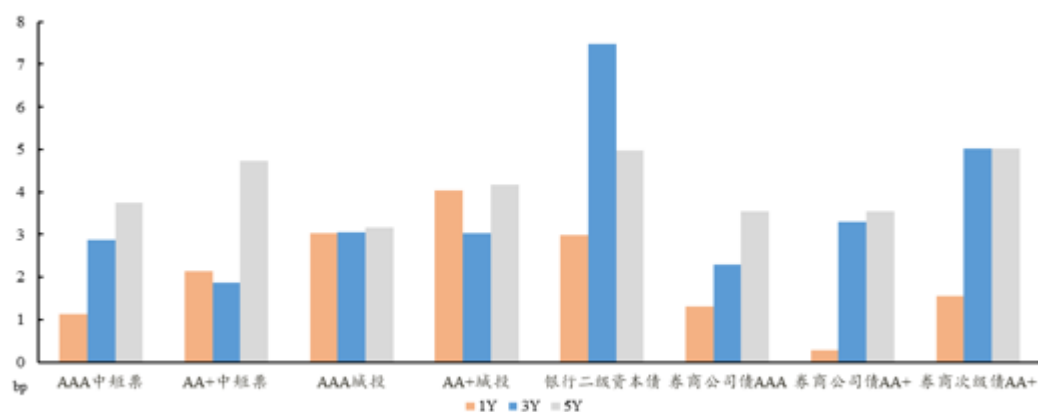


数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20251201-20251205

央行 OMO 大幅净回笼 8480 亿元，DR001 加权价格持平 1.30%附近、DR007 下行 2.88bp 至 1.4380%，月初资金面平稳宽松。

信用债收益率继续全面上行，多数利差多数走阔，部分品种 3Y 利差略有收窄。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20251201-20251205

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20251201-20251205

风险提示：

1、本材料中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任何变更，且本材料仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本材料中的资料、观点

和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。