多资产周报
国开债利差显著走扩

核心观点

国开债利差显著走扩。本周 10 年期国开债与国债一度利差走扩至 12.93 个基点，创本轮债市调整以来新高。税收预期问题是本轮国开债遭遇压力的一个诱因。免税的老国债直接受到配置盘托举，10 年期国债当日仅上行 0.4 个基点。国开债利息本就要缴 25%的所得税，自营机构没有免税溢价可博弈，被交易盘止盈抛售，单日上行 1.85 个基点，利差随之走扩。但是，进一步来看，税收因素更多起到了催化剂的作用，国开债利差走扩是本轮理财赎回和信用利差走扩不断蔓延的一个组成部分。11 月 16 日至 20 日当周，银行理财存续规模单周收缩 5067 亿元，第三方全市场口径同期收缩 3361 亿元，破净率升至 10.59%至 11.70%。理财持有公募基金规模已达 3 万亿元，占理财资产 7.8%，创历史峰值，债基净值连跌即触发预防性赎回，近一个月理财累计赎回公募基金约 5000 亿元，部分股份行清仓式赎回。往后看，本轮赎回存在两个观察时点。一是 12 月中旬理财考核与产品开放到期高峰，验证外层居民资金是否从观望转向真实赎回，破净率回落则信用利差修复，中低评级长久期信用债的出清结束。二是央行操作工具，债市非银大额赎回互换便利 10 月末已设立，以券换券定位救急不兜底，负债端再度承压时央行有充足工具入场对冲。债市大概率在脉冲式外层赎回与 12 月季节性回表延续至中旬后实质修复，全面赎回踩踏概率低，10 年期国债 1.6%上方具备配置价值。

多资产图景：

整体收益方面，本周（11 月 21 日至 11 月 28 日），权益方面，沪深 300 上涨 2.75%，恒生指数上涨 1.27%，标普 500 上涨 5.61%；债券方面，中债 10 年上涨 1.69BP，美债 10 年上涨 2.01BP；汇率方面，美元指数上涨 0.2%，离岸人民币升值 0.3%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢上涨 2.02%，伦敦金现上涨 1.82%，伦敦银现上涨 3.96%，LME 铜上涨 0.67%，LME 铝下跌 6.33%，WTI 原油下跌 0.4%。

资产比价方面，本周金银比数值为 82.53，较上周下降 1.74；铜油比数值为 148.19，较上周上升 1.56；铜螺比数值为 30.8，较上周下降 0.21；金铜比数值为 0.3，较上周上升 0.01；股债性价比数值为 4.94，较上周下降 0.2；AH 股溢价数值为 137.9，较上周上升 0.22。

库存方面，最新一周原油库存为 43127 万吨，较上周下降 526 万吨；螺纹钢库存为 335 万吨，较上周下降 15 万吨；阴极铜库存为 33848 吨，较上周下降 10764 吨；电解铝库存为 42 万吨，较上周下降 4 万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓 36596 张，较上周上升 1820 张，空头持仓 23251 张，较上周上升 2288 张；黄金 ETF 规模 3304 万盎司，较上周下降 21 万盎司。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

经济研究·宏观周报

证券分析师：邵兴宇
010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

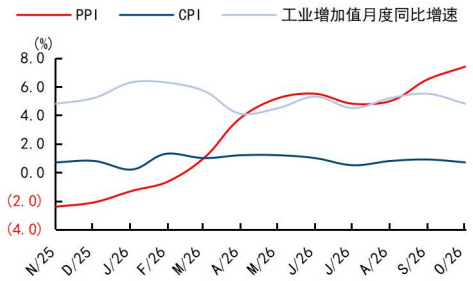
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-8.10
社零总额当月同比	0.40
出口当月同比	35.20
M2	7.14

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《多资产周报-全球再紧缩下的下跌螺旋》——2026-11-22
《宏观经济周报-供给端修复势头放缓》——2026-11-21
《多资产周报-铜铝现货溢价逆势冲高》——2026-11-14
《宏观经济周报-关注政策资金向需求转化》——2026-11-14
《多资产周报-中期选举重塑大类资产宏观假设》——2026-11-09

内容目录

周度观察：国开债利差显著走扩 **4**
多资产图景 **4**
1、整体收益率 4
2、资产比价 5
3、库存 6
4、资金行为 7
风险提示 **8**

图表目录

图1： 大类资产整体（债券类为 BP，其余为%） 5
图2： 伦敦现货黄金白银比价 5
图3： LME 铜与 WTI 原油比价 5
图4： 沪铜与螺纹钢比价 6
图5： 伦敦现货黄金与 LME 铜比价 6
图6： 沪深 300 与 10 年国债比价 6
图7： A 股与 H 股比价 6
图8： 美国原油库存 7
图9： 电解铝库存 7
图10： 上海阴极铜库存 7
图11： 螺纹钢库存 7
图12： 美元多空持仓 7
图13： 黄金 ETF 规模变化 7

周度观察：国开债利差显著走扩

本周 10 年期国开债与国债一度利差走扩至 12.93 个基点，创本轮债市调整以来新高。

税收预期问题是本轮国开债遭遇压力的一个诱因。免税的老国债直接受到配置盘托举，10 年期国债当日仅上行 0.4 个基点。国开债利息本就要缴 25%的所得税，自营机构没有免税溢价可博弈，被交易盘止盈抛售，单日上行 1.85 个基点，利差随之走扩，银行二永债同受赎回盘冲击。

国债税收政策调整预期的起点是 11 月 11 日公布的央行三季度货币政策执行报告。报告在讨论利率比价时提出需还原税收因素，指出国债利息免征所得税使纳税投资者接受了更低收益率。国债与地方债票息免税且写入企业所得税法，取消须经国务院常务会议审议并提交全国人大，2027 年 3 月国债修法因此成为关键观察窗口，目前市场认为地方债免税调整程序更简单，先地方债后国债是大概率路径。

但是，进一步来看，税收因素更多起到了催化剂的作用，国开债利差走扩是本轮理财赎回和信用利差走扩不断蔓延的一个组成部分。11 月 16 日至 20 日当周，银行理财存续规模单周收缩 5067 亿元，第三方全市场口径同期收缩 3361 亿元，破净率升至 10.59%至 11.70%。理财持有公募基金规模已达 3 万亿元，占理财资产 7.8%，创历史峰值，债基净值连跌即触发预防性赎回，近一个月理财累计赎回公募基金约 5000 亿元，部分股份行清仓式赎回。

当然，相比 2022 年末赎回，本轮量级仍小。彼时理财规模四季度缩水超 2 万亿元，破净率峰值 19.0%，居民赎回约 5 万亿元。本轮居民赎回约 6700 亿元，理财总规模仍在 35 万亿元上方，且以机构预防性赎回为主，负债端未系统性恶化。真正的脆弱环节是固收+，其理财规模 11.64 万亿元，占全部理财 35.7%，三季度逆势加仓股票叠加债端高久期，股债双杀下安全垫最薄。

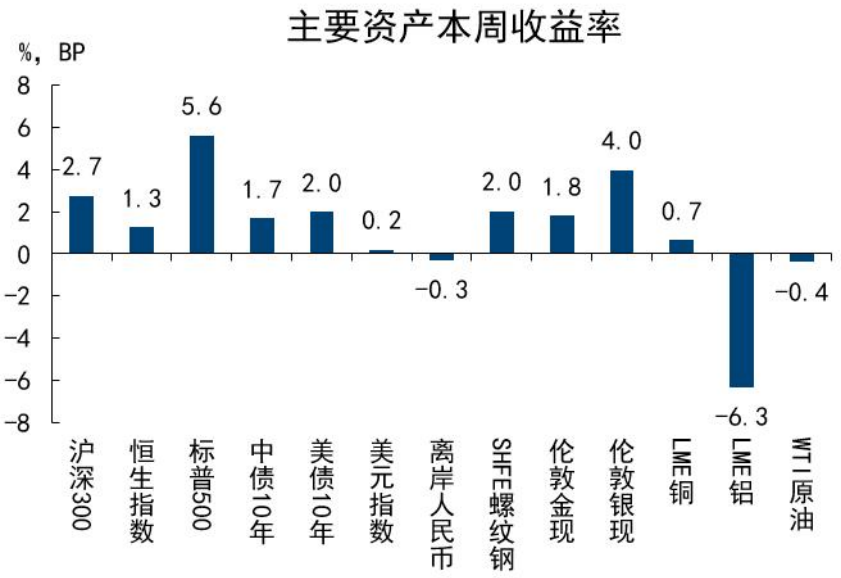
往后看，本轮赎回存在两个观察时点。一是 12 月中旬理财考核与产品开放到期高峰，验证外层居民资金是否从观望转向真实赎回，破净率回落则信用利差修复，中低评级长久期信用债的出清结束。二是央行操作工具，债市非银大额赎回互换便利 10 月末已设立，以券换券定位救急不兜底，负债端再度承压时央行有充足工具入场对冲。债市大概率在脉冲式外层赎回与 12 月季节性回表延续至中旬后实质修复，全面赎回踩踏概率低，10 年期国债 1.6%上方具备配置价值。

多资产图景

1、整体收益率

本周（11 月 21 日至 11 月 28 日），权益方面，沪深 300 上涨 2.75%，恒生指数上涨 1.27%，标普 500 上涨 5.61%；债券方面，中债 10 年上涨 1.69BP，美债 10 年上涨 2.01BP；汇率方面，美元指数上涨 0.2%，离岸人民币升值 0.3%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢上涨 2.02%，伦敦金现上涨 1.82%，伦敦银现上涨 3.96%，LME 铜上涨 0.67%，LME 铝下跌 6.33%，WTI 原油下跌 0.4%。

图1：大类资产整体（债券类为 BP，其余为%）

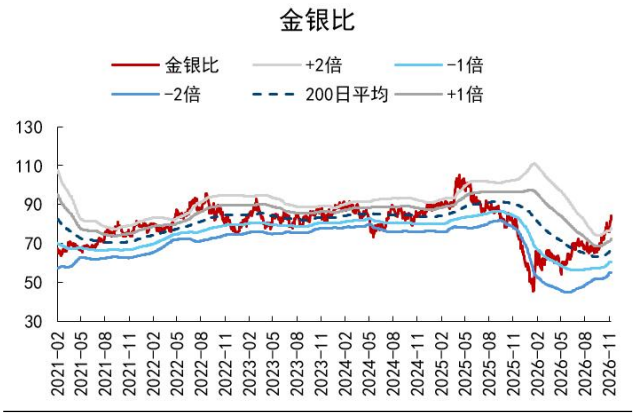


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2、资产比价

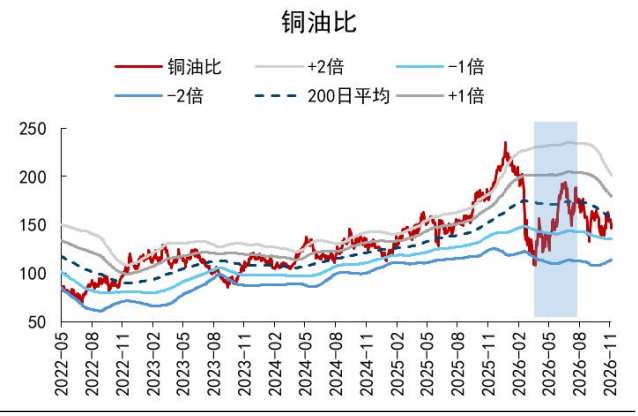
本周金银比数值为 82.53，较上周下降 1.74；铜油比数值为 148.19，较上周上升 1.56；铜螺比数值为 30.8，较上周下降 0.21；金铜比数值为 0.3，较上周上升 0.01；股债性价比数值为 4.94，较上周下降 0.2；AH 股溢价数值为 137.9，较上周上升 0.22。

图2：伦敦现货黄金白银比价



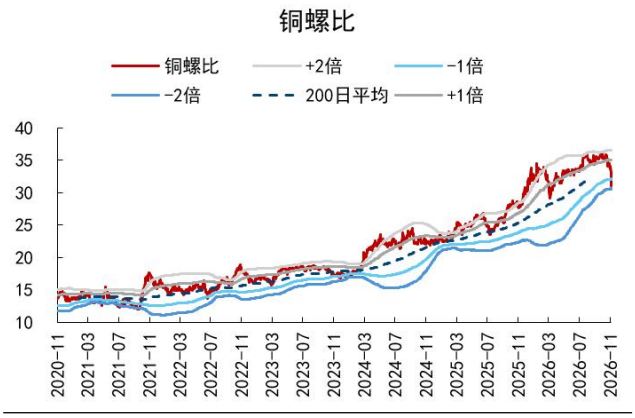
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：LME 铜与 WTI 原油比价



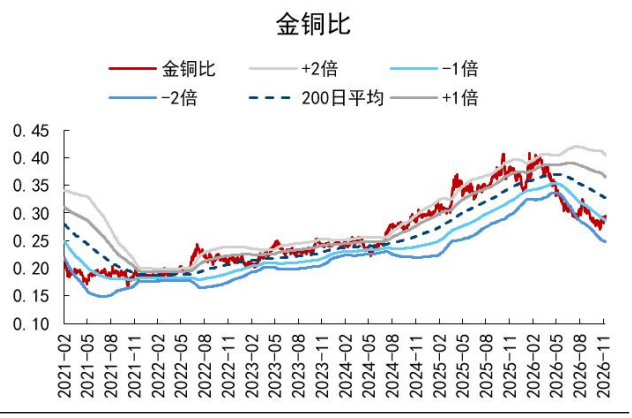
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：沪铜与螺纹钢比价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：伦敦现货黄金与 LME 铜比价



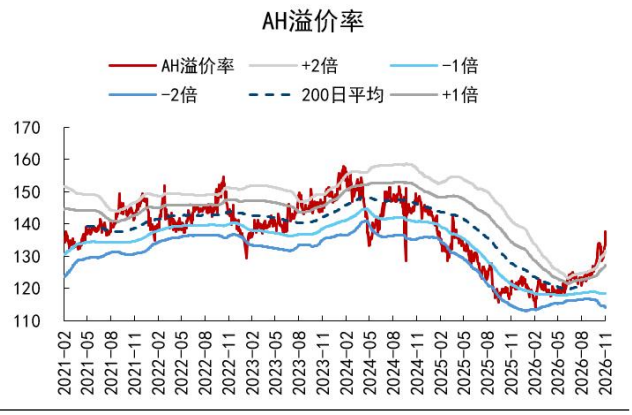
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：沪深 300 与 10 年国债比价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：A 股与 H 股比价

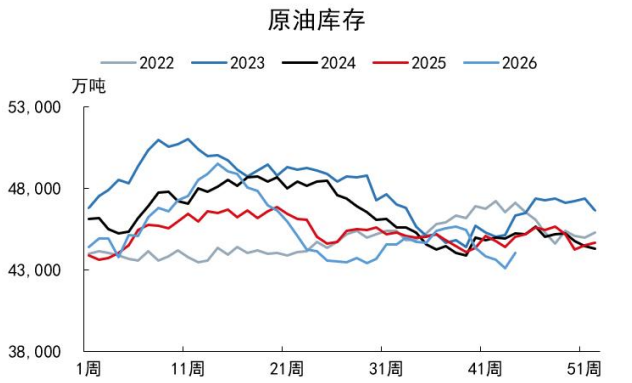


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3、库存

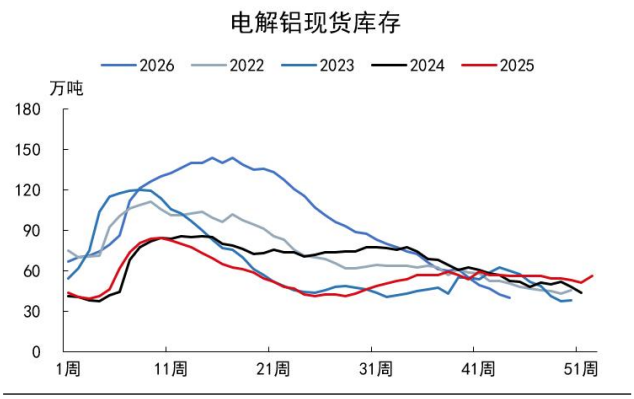
最新一周原油库存为 43127 万吨，较上周下降 526 万吨；螺纹钢库存为 335 万吨，较上周下降 15 万吨；阴极铜库存为 33848 吨，较上周下降 10764 吨；电解铝库存为 42 万吨，较上周下降 4 万吨。

图8：美国原油库存



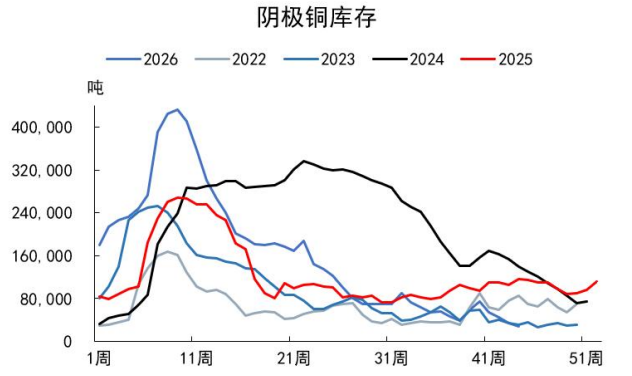
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：电解铝库存



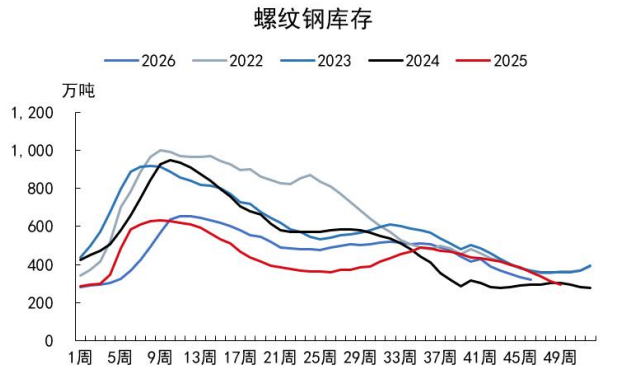
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：上海阴极铜库存



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：螺纹钢库存

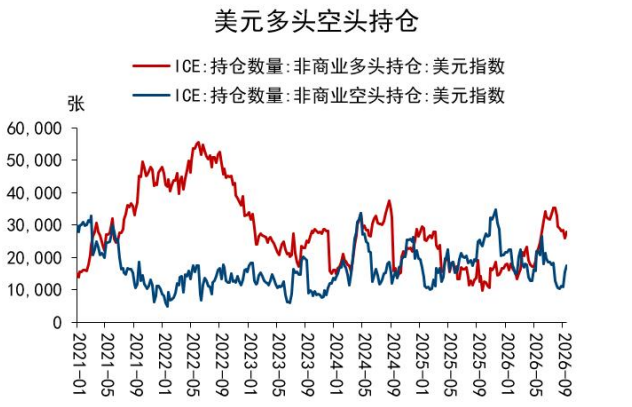


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4、资金行为

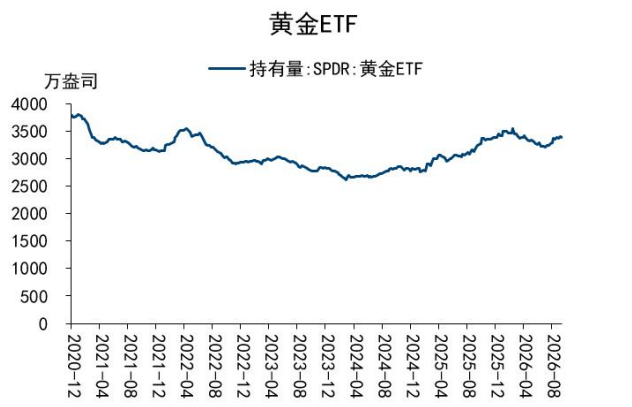
最新一周美元多头持仓 36596 张，较上周上升 1820 张，空头持仓 23251 张，较上周上升 2288 张；黄金 ETF 规模 3304 万盎司，较上周下降 21 万盎司。

图12：美元多空持仓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：黄金 ETF 规模变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032