

## 跨年后机构抢跑，利率债收益率平坦化下行

### 摘要:

**跨年资金面平稳，跨年后银行端融出收缩明显，信贷开门红恐对资金面有短期扰动。**年末央行宣布全月进行买断式回购操作 14000 亿元、债券买入 3000 亿元，跨年前资金面平稳，但年后央行开始净回笼资金，全周公开市场操作净回笼资金 2892 亿元，年后银行端融出收缩，资金偏紧。全周来看，DR001 上行 23BP 至 1.62%，DR007 下行 12BP 至 1.68%，DR014 下行 41BP 至 1.72%，1 年期 AAA 存单收益率下行 6BP 至 1.56%。从 2021 年以来资金市场的实际走势情况来看，年初为全年资金价格偏高的时间区间，今年 1 月下旬将迎来春节假期、税期为中下旬，现金漏损、缴税大月以及信贷投放大月共同影响下，本月资金市场波动可能加剧。

**制造业 PMI 环比走弱，服务业、建筑业 PMI 环比走升，均位于荣枯线之上。**12 月 31 日，国家统计局公布 12 月 PMI 数据，制造业 PMI 为 50.1%、前值 50.3%；服务业 PMI 为 52%、前值 50.1%；建筑业 PMI 为 53.2%、前值 49.7%，均位于荣枯线之上，宏观政策组合拳效果持续显现。

**跨年后机构抢跑，利率债收益率平坦化下行。**一级市场方面，全周利率债供给较少，全周政府债净发行-317 亿元，政金债净发行 953 亿元，周四国开债招标需求旺盛，中标利率大幅低于二级，抢筹行情火热。二级市场表现强势，长端和超长端国债再创年内新低，截至 1 月 3 日，1 年期国债收 1.02%，较上周五下行 2.16BP；5 年期国债收 1.34%，较上周五下行 6.5BP；10 年期国债收 1.60%，较上周五下行 8.88BP；30 年国债收 1.85%，较上周五下行 9.75BP。

随着收益率持续下破新低水平，进一步下探的阻力再增大，债市需关注几方面扰动：一是继央行在四季度货币政策例会强调要引导金融机构加大货币信贷投放力度后，1 月信贷开门红效果有较好的可能性，宽信用进程好转或将压制债市情绪；二是央行例会再提关注债券市场长期收益率的变化，对央行的提醒与警示仍需保持敬畏；三是政金债供给放量，发行节奏值得关注。考虑到央行对长债利率关注持续升温，建议仓位多向中短端品种转移，长端谨慎追涨。

一、跨年资金面平稳,跨年后银行端融出收缩明显,信贷开门红恐对资金面有短期扰动。

年末央行宣布全月进行买断式回购操作 14000 亿元、债券买入 3000 亿元,跨年前资金面平稳,但年后央行开始净回笼资金,全周公开市场操作净回笼资金 2892 亿元,年后资金偏紧。全周来看,DR001 上行 23BP 至 1.62%, DR007 下行 12BP 至 1.68%, DR014 下行 41BP 至 1.72%, 1 年期 AAA 存单收益率下行 6BP 至 1.56%。大行及股份行净融出资金余额逐渐收缩,年后净融出余额均值缩至 3.73 万亿,非银端融出保持稳定,年后货币基金净融出余额均值在 2.1 万亿附近。从 2021 年以来资金市场的实际走势情况来看,年初为全年资金价格偏高的时间区间,今年 1 月下旬将迎来春节假期 (28 日起放假)、税期为中下旬 (缴税截止日 15 号), 现金漏损、缴税大月以及信贷投放大月共同影响下, 本月资金市场波动或加剧。

央行 2024 年四季度货币政策例会延续前期适度宽松的货币政策定调,再提择机降准降息,保持流动性合理充裕,引导金融机构加大货币信贷投放力度、关注长期收益率的变化、防范资金空转、增强外汇市场韧性等货币政策思路。目前认为在 1 月迎来降准降息的可能性不大,一是囿于汇率压力,1 月 3 日在岸人民币自 2023 年以来首次跌破 7.3 兑美元,突破了较长时间以来的压力线。二是当前信用扩张速度、持续性暂不明朗,近段时间以来大量资金进入非银机构带动债券市场收益率快速下行,在采用数量型货币政策工具之前,央行或先着力完成债券市场的纠偏工作,着力防范资金空转、债市风险。

图 1 近期资金利率走势

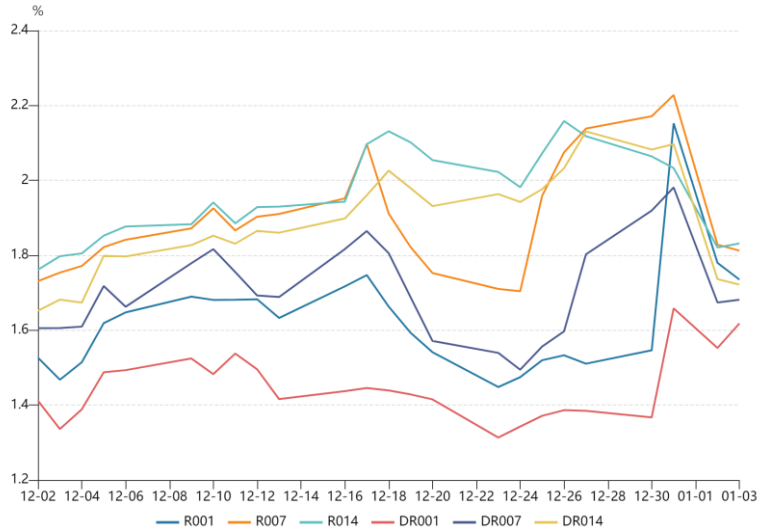
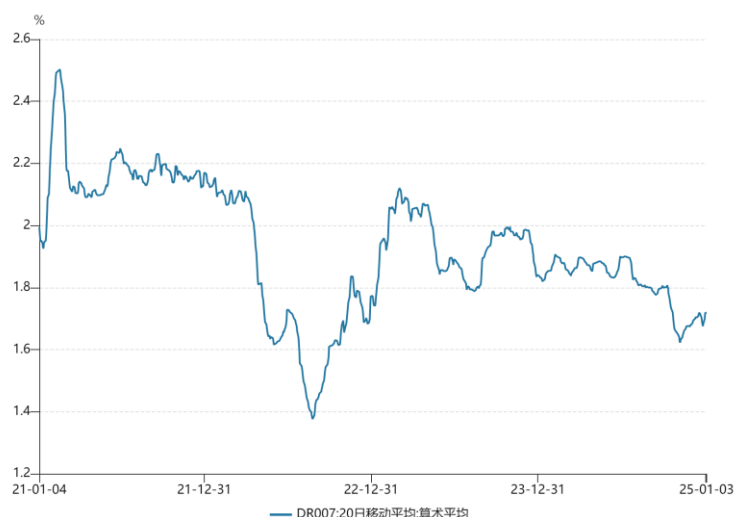


图 2 DR007 算术平均 (20 日) 走势

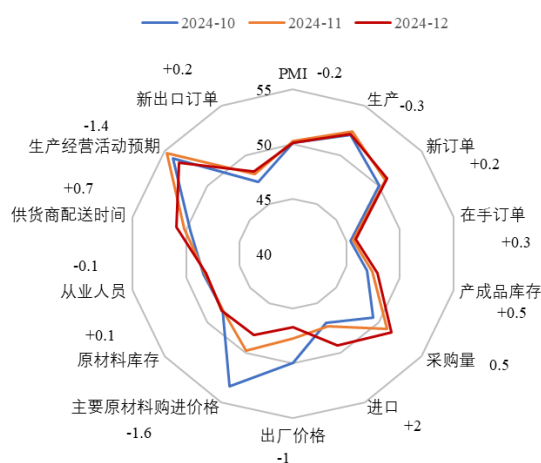


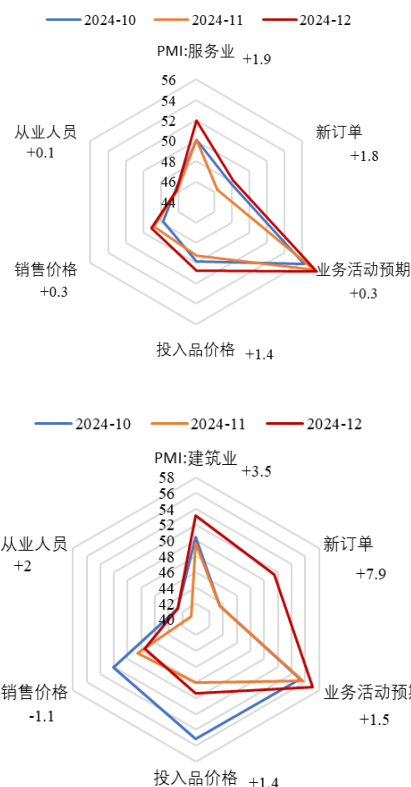
数据来源: wind

## 二、制造业 PMI 环比走弱，服务业、建筑业 PMI 环比走升，均位于荣枯线之上。

12 月 31 日，国家统计局公布 12 月 PMI 数据，制造业 PMI 为 50.1%、前值 50.3%；服务业 PMI 为 52%、前值 50.1%；建筑业 PMI 为 53.2%、前值 49.7%，均位于荣枯线之上，宏观政策组合拳效果持续显现。从生产端来看，制造业生产环比下降 0.3%但仍位于扩张区间，企业采购力度加大，12 月采购量指数升至 51.5%，连续两个月扩张。需求端来看，制造业、服务业、建筑业新订单指数整体均有改善。价格端看，1 月制造业 PMI 原材料购进价格和出厂价格均较上月下行，原材料购进价格指数较上月下行 1.6 个百分点至 48.2%，出厂价格指数较上月下行 1 个百分点至 46.7%，两者价差较 11 月的 2.1 个百分点缩窄至 1.5 个百分点，边际向好。

图 3 制造业、服务业、建筑业 PMI 及分项近三月情况





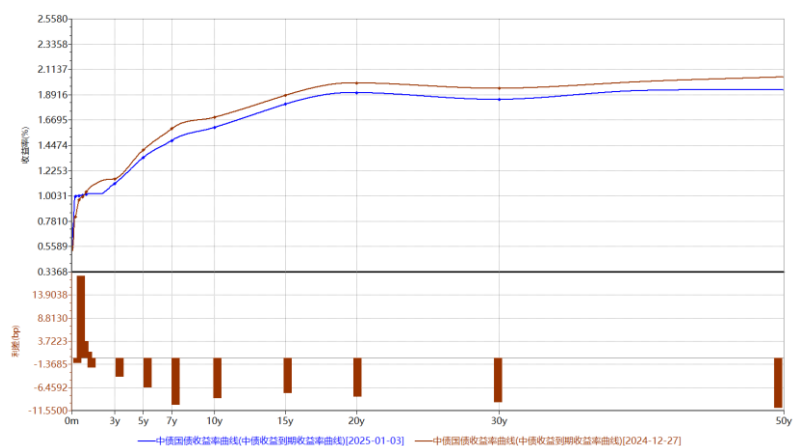
数据来源: wind

### 三、跨年后机构抢跑，利率债收益率平坦化下行。

一级市场方面，全周利率债供给较少，全周政府债净发行-317 亿元，政金债净发行 953 亿元，周四国开债招标需求旺盛，中标利率大幅低于二级，抢筹行情火热。二级市场表现强势，长端和超长端国债再创年内新低，截至 1 月 3 日，1 年期国债收 1.02%，较上周五下行 2.16BP；5 年期国债收 1.34%，较上周五下行 6.5BP；10 年期国债收 1.60%，较上周五下行 8.88BP；30 年国债收 1.85%，较上周五下行 9.75BP。全周来看，周一，21 世纪经济报道 2025 年一季度三家政策性银行债券发行量预计高达 2 万亿元，利率债收益率普遍回调，短端弱势。周二，PMI 公布，制造业 PMI 环比走弱，债市走强。周四，财新 PMI 公布，同样环比走弱，权益市场大跌，债市加速下行，长端和超长端表现强势。周五市场债市情绪继续收敛，长短端分化，中短端偏强，超长端弱势。

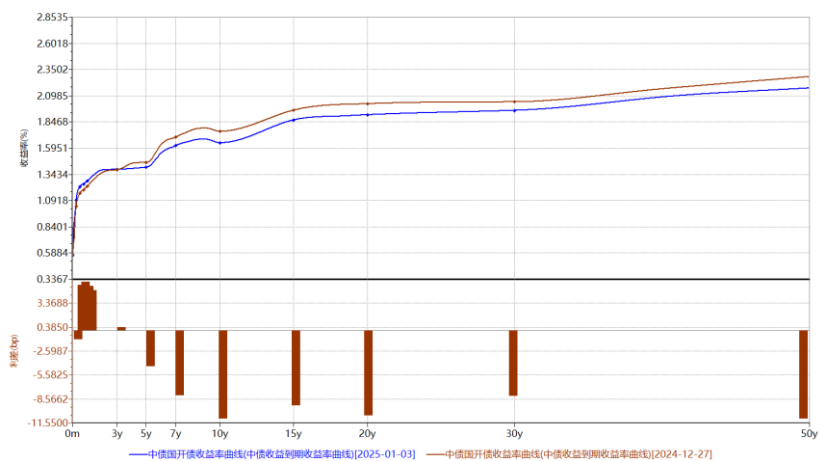
跨年后机构抢跑助推债市再次快速下行，随着收益率持续下破新低水平，进一步下探的阻力再增大，债市需关注几方面扰动：一是继央行在四季度货币政策例会强调要引导金融机构加大货币信贷投放力度后，1 月信贷开门红效果有较好的可能性，宽信用进程好转或将压制债市情绪；二是央行例会再提关注债券市场长期收益率的变化，对央行的提醒与警示仍需保持敬畏；三是政金债供给放量，发行节奏对债市扰动值得关注。操作建议上，考虑到央行对长债利率关注持续升温，建议仓位多向中短端品种转移，长端谨慎追涨。

图 4 国债收益率曲线期限结构



数据来源：wind

图 5 国开债收益率曲线期限结构



数据来源：wind