

金面逐渐趋紧，央行宣布暂停购债，债市博弈陡增

——债市周评（2025 年 1 月 6 日-1 月 10 日）

摘要:

1 月 6 至 1 月 10 日,受多重因素共同影响,全周资金价格持续上行。至 1 月 10 日,DR001 较上周上行约 6BP 至 1.67%,R001 上行约 13BP 至 1.75%,DR007 上行约 13BP 至 1.75%,R007 上行约 13BP 至 1.79%。本周存单市场收益率先下后上,至周末 1 年期 AAA 存单利率上行 8.5bp,收于 1.63%。下周,有较大规模 MLF 到期,叠加税期与春节取现因素,资金缺口增大,预计资金价格将进一步上行,资金面流动性进一步收紧。

本周,利率债(国债+地方政府债+政策银行债)共发行 5,303.20 亿元,净融资 1,642.18 亿元。债券市场收益率受资金面、消息面与政策面利空影响,各期限债券收益率普遍上行,收益率曲线形态熊平。如何理解央行暂停购买国债?预计短限期债券的流动性将受到影响,对短期限债券市场构成利空。

在经历去年 12 月的快速下行后,目前债券各期限收益率运行到了剧烈博弈的点位,债市整体的脆弱性与波动率均大幅增加。当前,市场整体博弈的核心转化为政策面的预期差异,主线仍然是财政政策发力与货币政策宽松的预期与实际。

下周,资金面流动性边际收紧可能性较大,叠加政策面预期博弈持续发酵,预计短期债券收益率小幅上行,中长期债券收益率震荡,收益率曲线熊平。

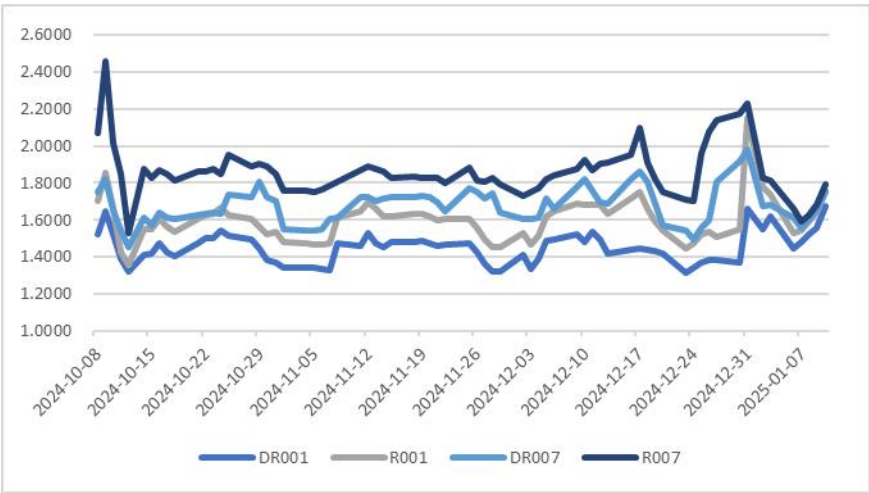
一、银行体系净融出持续下滑，资金面边际收紧，资金价格全线上行

1月6至1月10日,受多重因素共同影响,全周资金价格持续上行。至1月10日,DR001较上周上行约6BP至1.67%,R001上行约13BP至1.75%,DR007上行约13BP至1.75%,R007上行约13BP至1.79%。本周公开市场操作保持净回笼,全周逆回购共投放309亿元,到期2909亿元,净回笼2600亿元。本周银行体系日均净融出为3.7万亿元,银行体系净融出从周一的4.1万亿元左右下降至周五的2.8万亿元。

本周存单市场收益率先下后上,至周末1年期AAA存单利率上行8.5bp,收于1.63%。本周存单发行量为14,220.56亿元,净融资额为4,198.08亿元。

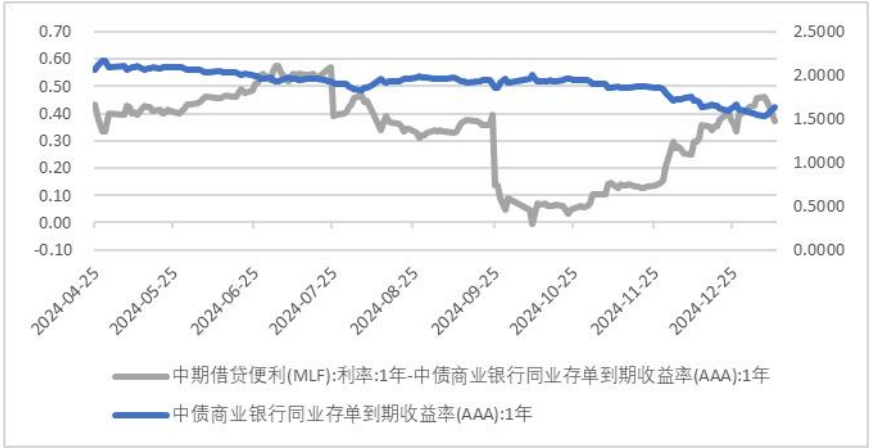
当前资金面逐渐趋紧,银行体系的净融出量减少,不排除央行进一步收紧流动性的可能。下周,有较大规模MLF到期,叠加税期与春节取现因素,资金缺口增大,预计资金价格将进一步上行,资金面流动性进一步收紧。

图1 近期资金利率走势



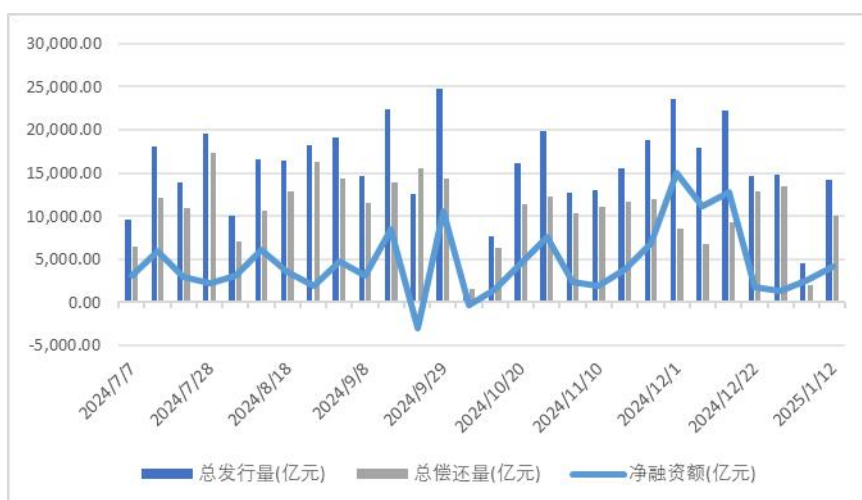
数据来源: wind

图2 存单利率走势



数据来源: wind

图 3 存单发行与净融资情况

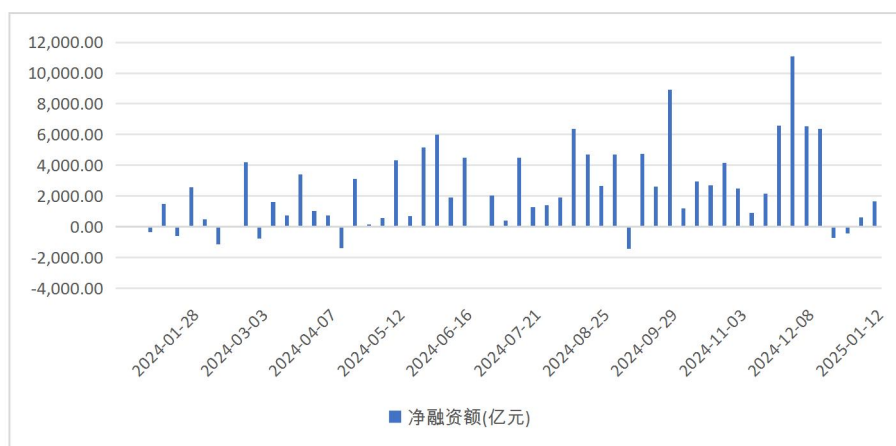


数据来源：wind

二、央行公告暂停购债，债市博弈陡增，债券利率波动加剧

本周，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）共发行 5,303.20 亿元，净融资 1,642.18 亿元。跨年后第一周，政府债券与政策性银行债融资仍然保守，较去年同期未发生显著变化，但考虑到中央经济工作会议对财政发力的强调，全年政府债券净融资大概率突破去年水平，同时按照惯例，净融资高峰期在年中出现的可能性较大。

图 4 利率债净融资走势



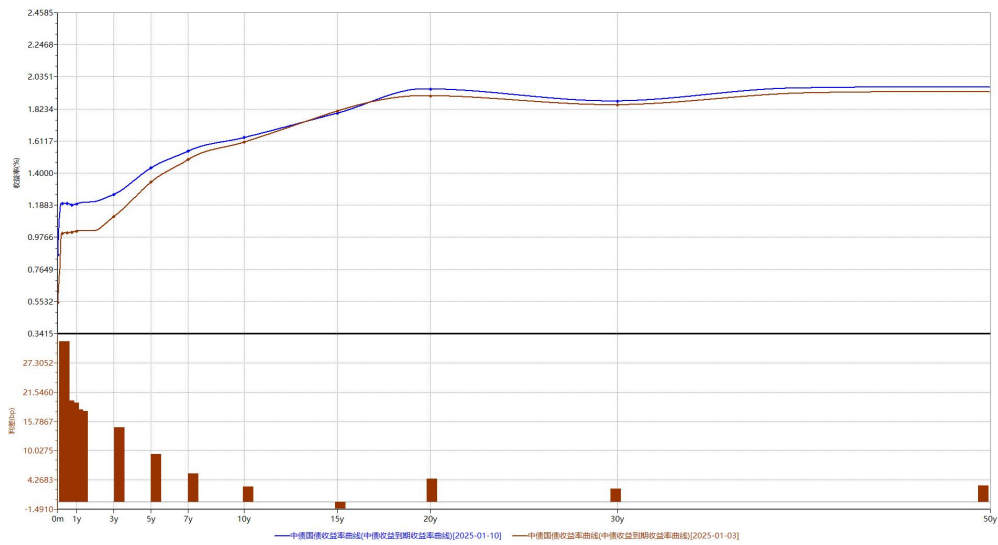
数据来源：wind

本周，债券市场收益率受资金面、消息面与政策面利空信号叠加影响，各期限债券收益率普遍上行，收益率曲线形态熊平。周一收益率先上后下，上午收益率受汇率波动影响上行，午后降准预期再起，收益率回落；周二收益率转为上行，部分机构被约谈长债利率风险，禁止部分小机构高频国债交易传言再起；周三收益率保持震荡，市场小幅波动；周四收益率大幅上行，金融时报晚间刊文，市场应避免对适度宽松货币政策的过度解读；周五收益率大幅上行后回落，央行公布 2025 年 1 月起为应对债券市场供不应求的局面，暂停公开市场国债

买入操作，收益率大幅冲高，下午市场对回调做出预期修正，市场收益率下行。截至1月10日，1年期国债收1.1961%，较上周上行约18BP；5年期国债收1.4342%，较上周上行约9BP；10年期国债收1.6338%，较上周上行约3BP，30年期国债收1.8752%，较上周上行约2.5BP。1年期国开债收1.3805%，较上周上行约10BP；5年期国开债收1.5064%，较上周上行约9BP；10年期国开债收1.645%，较上周下行约0.1BP。

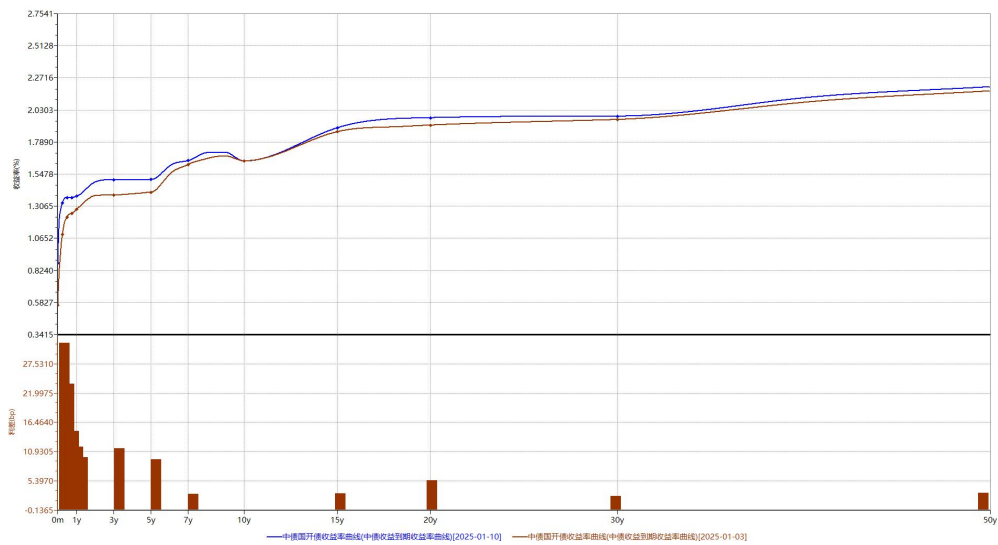
如何理解央行暂停购买国债？此前，央行在公开市场操作中主要买入短期债券，暂停购债预计短期债券的流动性将受到影响，对短期债券市场构成利空。然而，对于长期债券而言，影响相对较小，这是因为央行在控制长期利率方面有更多有效的工具和选择。

图 5 国债收益率期限结构



数据来源：wind

图 6 国开收益率期限结构



数据来源：wind

在经历去年12月的快速下行后，目前债券各期限收益率运行到了剧烈博弈的点位，债市整体的脆弱性与波动率均大幅增加。从整体环境来看，2020年以来我国货币政策始终保持支持性，为经济复苏与社会发展提供流动性充裕、融资成本持续降低的良好环境，2025年货币政策转向适度宽松后，机构对边际政策增量产生浓厚的预期，债市迅速完成对宽松信号的交易定价。当前，市场整体博弈的核心转化为政策面的预期差异，主线仍然是财政政策发力与货币政策宽松的预期与实际。但是值得警惕的是，当前已经被完全交易的政策预期，可能与实际政策边际变化速率、方向存在一定预期差，当政策随现实运行而预期出现调整时，市场或出现较大调整。

下周，资金面流动性边际收紧可能性较大，叠加政策面预期博弈持续发酵，预计短期债券收益率小幅上行，中长期债券收益率震荡，收益率曲线熊平。