

资金面压力趋缓，债券市场再度走牛

——债市周评（2025年2月5日-2月8日）

摘要：

节后资金面边际转松，资金价格稳定，全周 DR001 较节前上行 9bp 至 1.79%，R001 较节前上行 4bp 至 1.77%，DR007 较节前下行 13bp 至 1.73%，R007 较节前下行 14bp 至 1.73%。7 天资金价格与 1 天资金价格出现倒挂，日内资金仍然紧张。DR 与 R 的利差缩小甚至出现倒挂，可见流动性分层明显减弱，说明银行体系资金偏紧，非银机构资金偏松。本周，央行实现净回笼，银行机构资金面仍然偏紧，若央行下周仍未实现净投放，银行体系资金紧张或延续，资金面或继续维持紧平衡状态，后续关注央行对资金流动性的把控以及资金面的一些扰动因素（如地方政府债的供给提速）。

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 5005.78 亿元，比节前一周发行量减少 4973.94 亿元。其中，国债发行 2720 亿元，地方政府债发行 1400.58 亿元，政策银行债发行 885.2 亿元。

节前，受到超级紧张的资金面影响，债市出现一定的回调，但节后资金面压力得到一定的缓解，市场交易做多的情绪再起，本周债券市场整体走牛。截至 2 月 8 日，1 年期国债收 1.23%，较节前下行 8bp；5 年期国债收 1.39%，较节前下行 2bp；10 年期国债收 1.61%，较节前下行 2bp；30 年期国债收 1.81%，较节前下行 6bp。1 年期国开债收 1.43%，较节前下行 2bp；5 年期国开债收 1.46%，较节前下行 5bp；10 年期国开债收 1.61%，较节前下行 4bp。

资金面成为目前牵制债券市场继续下行的因素，后续看，受制于资金面的紧平衡状态，收益率在低位水平或促发一定止盈盘，但从新老券表现看，配置盘力量也较强，债券市场多头惯性仍未停止，预料回调幅度不大，调整买入策略仍发挥主导作用。考虑到若资金面全面转松，或再次激发债券收益率下行破前低，预料央行公开市场操作偏谨慎，短期债券市场收益率破前低概率较低。因此，债券市场短期料呈现区间震荡走势，等待新的交易逻辑。

一、节后资金压力缓解，流动性分层减弱，银行体系资金偏紧

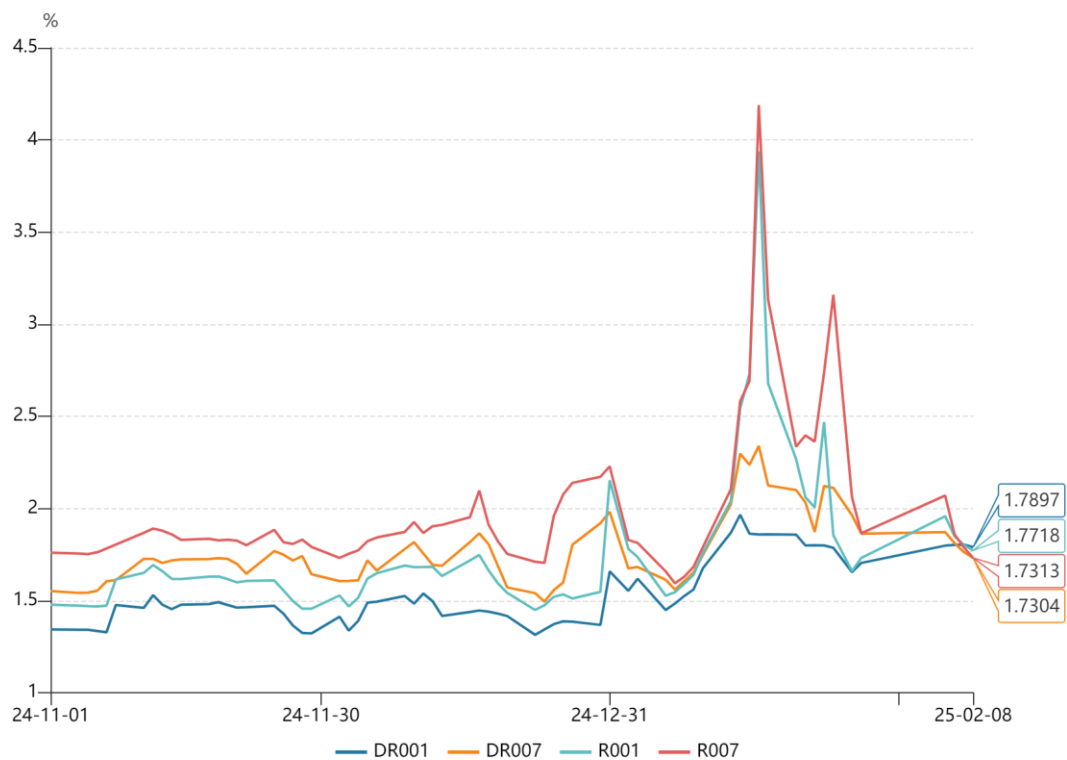
相较于节前紧张的资金面，节后资金面边际转松，资金价格稳定，全周 DR001 较节前上行 9bp 至 1.79%，R001 较节前上行 4bp 至 1.77%，DR007 较节前下行 13bp 至 1.73%，R007 较节前下行 14bp 至 1.73%。7 天资金价格与 1 天资金价格出现倒挂，日内资金仍然紧张。DR 与 R 的利差缩小甚至出现倒挂，可见流动性分层明显减弱，说明银行体系资金偏紧，非银机构资金偏松。

央行公开市场操作方面，本周央行投放 11702 亿元逆回购，到期回笼 21775 亿元逆回购，实现净回笼 10073 亿元。虽然本周央行实现净回笼，但节后资金需求量不高，资金面整体呈现紧平衡状态。下周政府债净缴款规模较小，但需关注逆回购到期 16052 亿元，规模较大。

同业存单一级市场方面，本周平均发行利率为 1.77%，发行量 5353.1 亿元，到期量 3752.8 亿元，净融资为 1600.3 亿元，较节前一周净融资额上升 1844.4 亿元，下周将有 2175.3 亿元同业存单到期，同业存单到期压力较小。二级市场方面，1 年期国有大行同业存单收益率 1.66%，较节前下行 4bp；6 个月期国有大行同业存单收益率 1.69%，较节前下行 9bp。总体看，同业存单一级净融资量上升，二级市场收益率普遍下行。

本周，央行实现净回笼，银行机构资金面仍然偏紧，若央行下周仍未实现净投放，银行体系资金紧张或延续，资金面或继续维持紧平衡状态，后续关注央行对资金流动性的把控以及资金面的一些扰动因素（如地方政府债的供给提速）。

图 1 主要资金利率走势



数据来源：Wind

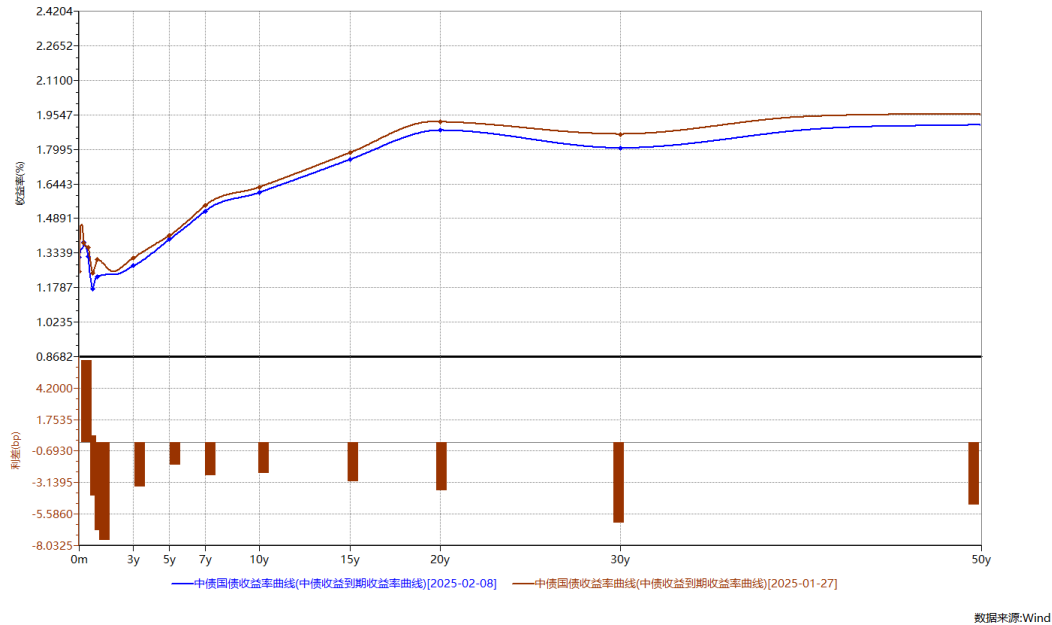
二、多头惯性执行调整买入策略，收益率曲线整体下移重回低点

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 5005.78 亿元，比节前一周发行量减少 4973.94 亿元。其中，国债发行 2720 亿元，地方政府债发行 1400.58 亿元，政策银行债发行 885.2 亿元。

节前，受到超级紧张的资金面影响，债市出现一定的回调，但节后资金面压力得到一定

的缓解，市场交易做多的情绪再起，本周债券市场整体走牛。截至2月8日，1年期国债收1.23%，较节前下行8bp；5年期国债收1.39%，较节前下行2bp；10年期国债收1.61%，较节前下行2bp；30年期国债收1.81%，较节前下行6bp。1年期国开债收1.43%，较节前下行2bp；5年期国开债收1.46%，较节前下行5bp；10年期国开债收1.61%，较节前下行4bp。

图2 国债收益率期限结构



回顾本周：周三资金面情绪指数45，资金紧张情绪逐步缓解，短端和超长端表现最佳，1年期国债下行4bp至1.26%，30年期国债下行3bp至1.84%。周四债市继续走强，出现长端现券价格倒挂资金价格，换券行情提前抢跑，10年期国债与国开债次活跃券收益率持平，10年期国债下行2bp至1.60%，30年期国债下行3bp至1.81%。周五收益率接近前低，止盈盘出现，债市出现小幅回调，日内交易情绪有所收敛。周六交易较冷清，延续周五偏空情绪，多空交易整体偏谨慎，收益率与前日持平。

展望下周：资金面成为目前牵制债券市场继续下行的重要因素，后续看，受制于资金面的紧平衡状态，收益率在低位水平或促发一定止盈盘，但从新老券表现看，配置盘力量也较强，债券市场多头惯性仍未停止，预料回调幅度不大，调整买入策略仍发挥主导作用。考虑到若资金面全面转松，或再次激发债券收益率下行破前低，预料央行公开市场操作偏谨慎，短期债券市场收益率破前低概率较低。因此，债券市场短期料呈现区间震荡走势，等待新的交易逻辑。