

资金面转紧，市场风险偏好抬升，债市收益率曲线熊平

——债市周评（2025 年 2 月 10 日-2 月 14 日）

摘要:

本周由于央行公开市场操作大额净回笼、大行融出较少、政府债缴款等，资金面再度转紧，资金面压力仍存。DR001、R001、DR007、R007 分别较上周五变动+11.0、+23.7、+17.8、+18.1BP 至 1.91%、1.95%、1.94%、1.95%。公开市场操作方面，本周央行投放 11203 亿元，逆回购到期回笼 16052 亿元，实现净回笼 4849 亿元。机构资金供给方面，本周货基和理财子大量净融出；而随着非银存款的持续流失，银行负债压力增大，银行融出处于历史低位。本周同业存单收益率大幅上行。本周 1 年期 AAA 同业存单收益率收于 1.81%，较上周五上行 13.5BP。展望下周，资金面压力增大：公开市场到期量较大、地方政府债放量供给、恰巧碰上税期，在稳汇率、防空转、防风险的背景下，下周资金面或维持紧平衡。

本周国内市场主要要点有：央行发布 2024 年第四季度货币政策执行报告，报告对经济形势、货币政策基调、汇率、利率等多方面进行了阐述。总体来看，在我国国内需求不足、风险隐患仍然较多的情况下，适度宽松仍是国内货币政策的总基调。但当前全球复苏充满挑战和变数，我国稳汇率的诉求增强，央行会根据情况择机调整货币政策力度和节奏，这从侧面说明了短期内货币政策加码的可能性不高，宽松节奏的不确定性加大。后续宽松或将通过降准降息实现。1 月金融数据出炉：信贷和社融均超预期，M1 和 M2 增速较去年底有所放缓。总体来看，1 月金融数据亮眼，信贷和社融数据超预期，主要原因是春节错位、财政项目发力前置等，但信贷修复的持续性仍有待验证，更需关注 2-3 月复工复产后的信用情况。

本周资金面转紧，并没有出现市场等待的资金转松，资金面压力仍存；叠加权益市场走强，市场风险偏好提升，债市总体走弱。一级发行方面，下周地方政府债将放量供给。二级方面，本周债市收益率上行，收益率曲线走平。相比上周五，1 年、3 年、5 年、10 年、30 年国债收益率分别上行 17.00BP、10.75BP、12.00BP、3.90BP、3.40BP 至 1.39%、1.49%、1.49%、1.64%、1.86%；1 年、3 年、5 年、10 年、20 年国开债收益率分别上行 12.00BP、12.50BP、7.50BP、3.30BP、0.50BP 至 1.58%、1.59%、1.54%、1.67%、1.89%。

展望后市，尽管央行的货币政策主基调仍是“适度宽松”，但是随着外部环境的不利影响加深，美国暂停降息、特朗普对华增加关税等加大了人民币汇率的贬值压力，短期内央行稳汇率的诉求增加。在稳汇率、防空转、防风险的背景下，资金难言大幅宽松，或维持紧平衡的态势，债市承压。但在机构缺资产、国内需求不足、基本面修复状况仍需验证的情况下，债市也缺乏大幅上行基础。短期内债市亦处于政策真空期，预计收益率保持低位震荡。

一、资金面转紧，流动性分层消失，银行融出处于历史低位

本周由于央行公开市场操作大额净回笼、大行融出较少、政府债缴款等，资金面再度转紧，资金面压力仍存。DR001、R001、DR007、R007 分别较上周五变动+11.0、+23.7、+17.8、+18.1BP 至 1.91%、1.95%、1.94%、1.95%。其中隔夜与 7 天逆回购资金的利差缩小，甚至在周中出现倒挂。此外，在资产收益率和资金成本倒挂的背景下，非银机构更愿意融出资金，故流动性分层消失，甚至在周中出现非银资金比银行资金便宜的情况。公开市场操作方面，本周央行投放 11203 亿元（含逆回购 10303 亿元，国库定存现金 900 亿元），逆回购到期回笼 16052 亿元，实现净回笼 4849 亿元。机构资金供给方面，本周货基和理财子大量净融出；而随着非银存款的持续流失，银行负债压力增大，银行融出处于历史低位。本周银行体系日均净融出为 1.3 万亿元，低于前一周的 1.5 万亿元，更大幅低于去年末的 4.0-5.0 万亿元。其中，大行及政策行本周日均净融出为 0.9-1.2 万亿元，亦处于历史低位。

本周同业存单收益率大幅上行。同业存单一级市场方面，本周加权发行利率为 1.80%，较前一周上行 3.1BP；本周发行量为 7914.8 亿元，到期量为 2175.3 亿元，净融资规模为 5739.5 亿元，远超上一周的净融资规模。下周将有 5013.1 亿元同业存单到期，净融资额为 4174.9 亿元，对流动性或存在一定影响。二级市场方面，本周 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期 AAA 同业存单收益率分别收于 1.93%、1.90%、1.86%、1.86%、1.81%，较上周五分别上行 24.3BP、18.8BP、16.2BP、17.0BP、13.5BP。

展望下周，资金面面临较多扰动，需要关注：一是税期将至，二是公开市场到期量较大，三是地方政府债放量供给。首先，下周税期将至，20 日为纳税截止日，21 日为走款日，税期或将对流动性造成一定的冲击，但 2 月并非缴税大月，预计税期对资金面的影响有限。其次，下周公开市场到期量较大，逆回购到期 10443 亿元，MLF 于 18 日到期 5000 亿元，由于 MLF 于 25 日才续作，短期内资金将形成缺口，故要持续关注央行公开市场的投放情况。再者，据 Wind 的统计数据，下周地方政府债将放量供给，净发行额高达 5253 亿元，较本周大幅上升。公开市场到期量较大，地方政府债放量供给，恰巧碰上税期，这将会对资金面造成不小的压力，在稳汇率、防空转、防风险的背景下，下周资金面或维持紧平衡的状态。

图 1 近期资金利率走势

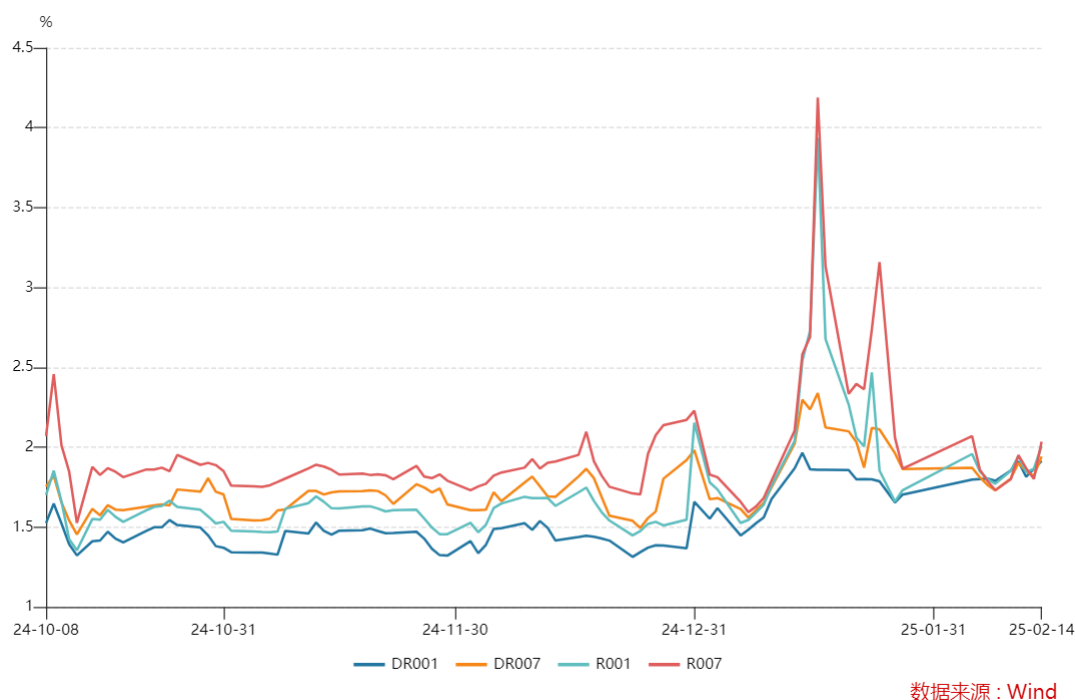
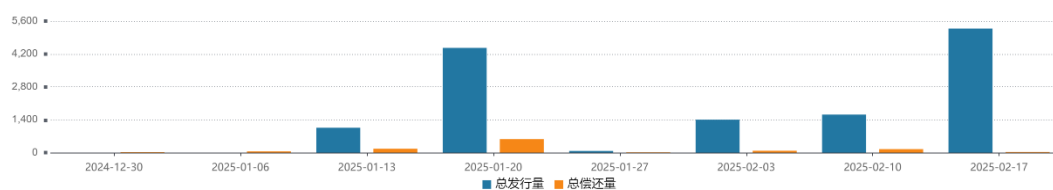


图 2 2025 年地方债每周总发行量和偿还量



二、本周要点：央行发布 2024 年第四季度货币政策执行报告；1 月金融数据出炉：信贷和社融均超预期，M1 和 M2 增速较去年底有所放缓。

1、央行发布 2024 年第四季度货币政策执行报告。2 月 13 日，人民银行发布 2024 年第四季度货币政策执行报告，报告对经济形势、货币政策基调、汇率、利率等多方面进行了阐述：

(1) 当前经济形势：当前外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难挑战也还存在。首先，报告对外部环境进行了详细分析：一是提到“2024 年全球经济增长动能偏弱，国别分化日趋明显”，本次报告相比三季度报告增加了“国别分化日趋明显”的表述，说明央行不止关注美国经济，也会密切关注欧洲、日本等国家的情况。二是提到“通胀风险仍需警惕”、“通胀压力有所反弹”，这表明央行对全球通胀的风险存在一定的忧虑。三是提到“贸易增长前景面临诸多挑战”，在美国对中国贸易政策不确定性提升的背景下，我国出口贸易面临较大的挑战。全球经济复苏充满挑战和变数，对我国经济

产生外溢影响。其次，报告亦分析了**国内经济**情况：一是对我国经济的判断更加积极，报告将“经济运行总体平稳、稳中有进”调整为“经济运行展现出强大的韧性、社会信心有效提振”，并删除了三季度报告中“社会预期偏弱”的表述。二是提出国内经济主要面临“国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多”的挑战，预计后续政策发力重点会在生产、就业、收入等，从而提振内需消费。

(2) 货币政策基调：“实施好适度宽松的货币政策”和“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。”在货币政策总基调上，央行维持“适度宽松”、“强化逆周期调节”的措辞，删除了三季度报告中“加大货币政策调控强度、提高货币政策精准性”的描述，新增了“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”的表述。这表明在当前国内需求不足、风险隐患仍然较多、基本面弱修复的背景下，我国仍需支持性的货币政策，但由于目前我国经济数据有所反弹和外部形势较为严峻，央行会根据情况择机调整货币政策力度和节奏。这从侧面说明了短期内货币政策加码的可能性不高，宽松的节奏可能会比市场预期的更晚。此外，报告提及了“综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具”，这指向后续降准降息仍有可能落地。

(3) 汇率方面：增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。本次报告增加了“增强外汇市场韧性”的描述，同时运用了三个坚决（对比三季度报告只在“防范汇率超调风险”前用了“坚决”），这些措辞均表明了央行稳外汇的决心。目前美联储暂停降息、特朗普增加对华关税等可能会给汇率带来短期贬值压力，货币政策稳汇率的诉求更强。

(4) 利率方面：强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制……推动企业融资和居民信贷成本下降。这体现出央行强调对市场利率的引导，进而推动企业融资和居民信贷成本的下行。本次报告运用了“下降”一词（对比三季度报告的“稳中有降”），预计后续政策利率、存贷款利率等仍有下调的可能。

总体来看，在我国国内需求不足、风险隐患仍然较多的情况下，适度宽松仍是国内货币政策的总基调。但当前全球复苏充满挑战和变数，我国稳汇率的诉求增强，央行会根据情况择机调整货币政策力度和节奏，这从侧面说明了短期内货币政策加码的可能性不高，宽松节奏的不确定性加大。后续宽松或将通过降准降息实现。

2、1月金融数据出炉：信贷和社融均超预期，M1和M2增速较去年底有所放缓。2月14日，中国人民银行发布了1月金融统计数据：

(1) 新增人民币贷款 5.13 万亿元，预期 4.32 万亿元，同比多增 2100 亿元，增速 7.5%。信贷好于预期和季节性，原因或为年初银行放贷意愿较强，前期项目储备集中释放，追求早

放贷和早收益。从结构上看，**居民部门有所减弱，企业部门表现亮眼**。从居民部门看，居民短期贷款减少 497 亿元，同比少增 4025 亿元；居民中长期贷款新增 4935 亿元，同比少增 1337 亿元。这可能与春节错位、房地产销售边际走弱有关。由于春节因素的影响，居民消费信贷需求的情况还需观察。从企业部门看，企业短期贷款新增 1.74 万亿元，同比多增 2800 亿元；企业中长期贷款新增 3.46 万亿元，同比多增 1500 亿元；企业票据融资减少 5149 亿元，同比少减 4584 亿元。对公信贷增长或来源于企业短期维持日常运营的需求和“两新两重”信贷需求的加快释放。但结合 PMI 和 PPI 来看，目前企业经营压力仍较大，关于企业融资需求的情况，还需观察 2-3 月的数据。

(2) 社会融资规模存量 415.2 万亿元，同比增长 8.0%，前值 8.0%；社会融资规模增量为 7.06 万亿元，预期 6.58 万亿元，同比增加 5833 亿元。新增社融规模创同期新高，好于预期和季节性；存量社融增速与上月持平。从结构上看，信贷投放和政府债券发行支撑社融增长。社融口径人民币贷款新增 5.22 万亿元，同比多增 3793 亿元，为社融拉动项。开年政府债发行明显提速，政府债券融资新增 6933 亿元，同比多增 3986 亿元。企业债券融资新增 4454 亿元，同比多增 134 亿元。未贴现票据新增 4653 亿，同比少增 983 亿，是主要拖累项。

(3) M2 同比增长 7.0%，预期 7.4%，前值 7.3%；M1（新口径）同比增速 0.4%，前值 1.2%。M2 增速较 12 月放缓，一是受到去年底非银同业存款利率自律管理倡议的影响，银行持续流失非银存款；二是政府债加快发行，形成的财政存款有所增加，但这部分存款不计入 M2；三是理财规模净增，对表内存款形成分流；四是受到春节错位的影响，去年同期基数较高。此外，新口径下的 M1 增速较上月同口径有所放缓，尽管新口径弱化了春节效应对 M1 的冲击，但在春节错位的影响下，M1 增速在高基数下有所回落。

总体来看，1 月金融数据亮眼，信贷和社融数据超预期，主要原因是春节错位、财政项目发力前置等，但信贷修复的持续性仍有待验证，更需关注 2-3 月复工复产后的情况。

三、资金面压力仍存，市场风险偏好提升，本周债市总体走弱，收益率曲线熊平。

一级发行方面，本周国债累计发行 3535.6 亿元，净发行 2285.6 亿元，较上周减少 34.4 亿元，未来一周计划发行国债 880.0 亿元；本周政策性金融债累计发行 1708.7 亿元，无到期；本周地方政府债累计发行 1614.7 亿元，净发行 1464.7 亿元，较上周有所增加，未来一周地方政府债放量供给，净发行额高达 5253.0 亿元，较本周大幅上升。

二级市场方面，本周资金面转紧，并没有出现市场等待的资金转松，资金面压力仍存；叠加权益市场走强，市场风险偏好提升，债市总体走弱。在负 carry 的背景下，资金面持续偏紧导致短债收益率调整幅度较大；由于机构存在负债匹配等拉久期的需求，长债及超长债收益率调整幅度较小。总体看，本周债市收益率上行，收益率曲线走平。相比上周五，1 年、

3 年、5 年、10 年、30 年国债收益率分别上行 17.00BP、10.75BP、12.00BP、3.90BP、3.40BP 至 1.39%、1.49%、1.49%、1.64%、1.86%；1 年、3 年、5 年、10 年、20 年国开债收益率分别上行 12.00BP、12.50BP、7.50BP、3.30BP、0.50BP 至 1.58%、1.59%、1.54%、1.67%、1.89%。

周一，债市收益率普遍上行：央行公开市场持续净回笼，资金面较为紧张，市场预期央行在 2 月份降准降息的概率降低，现券走弱。同时受到股债跷跷板的影响，权益市场上涨，现券收益率普遍上行。全天中短国债普遍上行 3BP，长端及以上国债普遍上行 2BP。**周二，中长端债券收益率下行，短端表现较弱：**短端收益率受制于资金价格偏高，在高位震荡。午后传出央行关注大行负债问题的传闻，中长债收益率普遍下行。全天，短端国债收益率小幅上行 0.25-0.5BP；中长端国债收益率下行 1BP。**周三，债市走弱，收益率普遍上行，短端表现更弱：**全天资金面变松但价格仍较贵。午后市场传出政府或帮助万科偿还债务的消息，权益市场强势冲高。受到股债跷跷板和资金面的影响，全天债市收益率以上行为主，中短期国债普遍上行 1BP，长端以上国债上行 0.5BP。**周四，债市整体偏弱但长端表现坚挺：**早盘资金面偏松带动收益率短暂下行，不过随着午后资金面由松变紧，短券转为上行。长债收益率受权益市场的影响，先上后下。全天来看，中短国债收益率普遍上行 0.75BP，10 年和 30 年国债收益率分别下行 0.15 和 0.35BP。**周五，债市继续走弱：**昨晚央行公布四季度货币政策执行报告，明确强调了稳汇率的重要性，市场情绪偏空。早盘资金面趋紧，短端现券收益率明显上行。午后股市拉升叠加尾盘公布的 1 月金融数据整体表现较好，长端收益率进一步走弱。今天债市短端调整较大，1 年国债调整了 10bp 左右，3-5 年国债则调整了 4-6bp。本周总体来看债市走弱，短端收益率调整幅度更大，收益率曲线走平。

展望后市，尽管央行的货币政策主基调仍是“适度宽松”，但是外部环境的不利影响加深，美国暂停降息、特朗普对华增加关税等加大了人民币汇率的贬值压力，短期内央行稳外汇的诉求增加。在稳汇率、防空转、防风险的背景下，资金难言大幅宽松，或维持紧平衡的态势，债市承压。但在机构缺资产、国内需求不足、基本面修复状况仍需验证等情况下，债市也缺乏大幅上行基础。短期内债市亦处于政策真空期，预计收益率保持低位震荡。

图 3 国债收益率期限结构

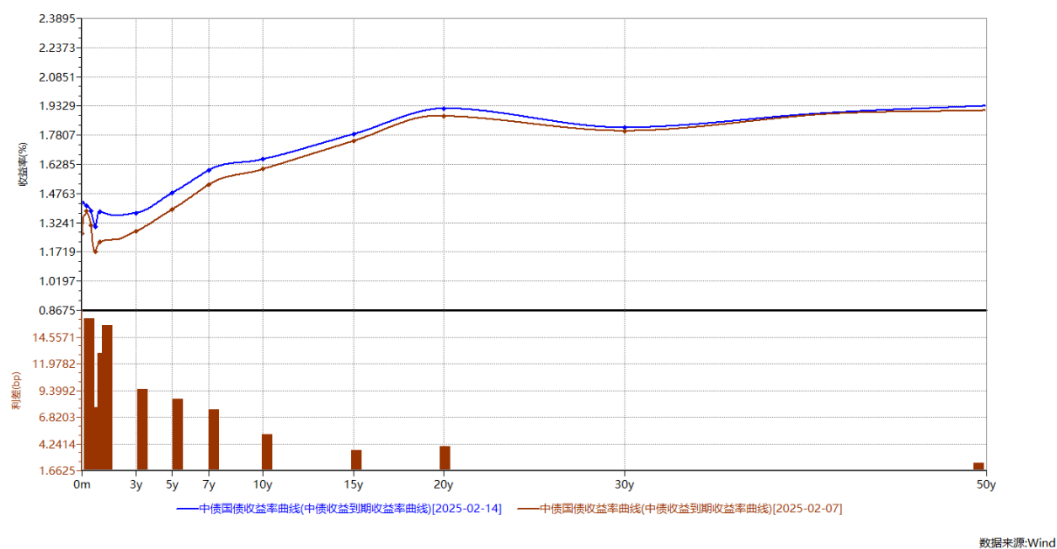


图 4 国开债收益率期限结构

