

利率债熊平调整，短期波动加剧

——债市周评（2025年2月17日-2月21日）

摘要：

央行净回笼叠加税期扰动，流动性继续紧张。本周央行逆回购累计投放资金15,261亿元，净回笼182亿元，精准调控意图明显。资金利率全线上行，DR001周内最高触及2.34%，DR007运行区间抬升至2.06%-2.34%，较上周中枢上移11-19BP。同业存单发行压力显著，周内到期量达1.12万亿元，创2024年以来峰值。央行四季度货币政策执行报告强调“防资金空转”，叠加美联储降息预期延后，市场对开年降准降息的期待逐渐落空。当前，资金面紧张程度接近2023年9-10月水平，下周重点关注跨月情况，同业存单到期量超万亿，若维持缩量续作，1年期存单利率或继续高位震荡；若超额投放，短端存在交易性修复机会。**长期看，银行负债压力与政府债供给放量将持续侵蚀超储，资金面紧平衡或成常态。**

逆周期调节加强，政策护航与财政发力并行。中共中央总书记主持召开高规格民营企业座谈会，会议核心围绕“制度性保障”与“创新驱动”两大主线展开：一是加大支持民营企业的多项保障措施，将“两个毫不动摇”方针纳入中国特色社会主义制度体系，明确通过《民营经济促进法》立法消除政策不确定性，重点解决融资难、账款拖欠等历史问题；二是推动民营企业从“生存纾困”转向“创新赋能”，聚焦人工智能、新能源、半导体等战略性新兴产业，要求企业加强自主创新、完善现代企业制度，并承担数字化转型与绿色低碳的社会责任。2月21日，财政部部长蓝佛安在《实施更加积极的财政政策 推动经济持续回升向好》一文中明确2025年财政发力路径：一是提高赤字率；二是优化支出结构，重点投向科技创新、乡村振兴、绿色低碳等领域；三是防范化解风险，允许专项债置换存量隐性债务，新增特别国债补充国有大行核心资本；四是强化基层保障，重点增加均衡性转移支付和县级基本财力保障资金。

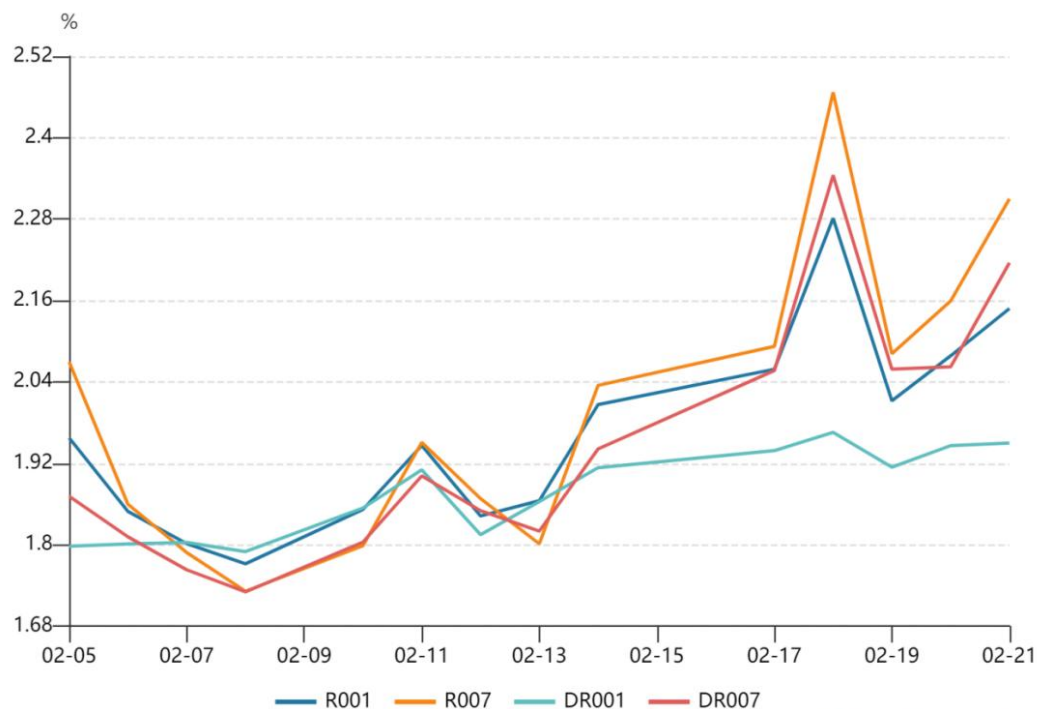
利率债熊平调整，信用债分化延续，短期波动或继续加剧。本周债券市场呈现全面调整态势，利率债各期限收益率显著上行，短端调整幅度尤为突出。具体来看，1年期国债收益率从1.34%攀升至1.48%，5年期国债收益率从1.52%升至1.62%，10年期国债收益率从1.65%升至1.72%。信用债市场分化延续，高等级城投债收益率上行5-7BP，AA级城投债利差逆势走阔15-20BP，国有大行二级资本债与国债利差扩大至80BP以上。**展望下周，债市波动或进一步放大。**一是资金面紧平衡格局延续，二是政策预期博弈深化，三是配置力量边际减弱。**策略上，建议先配置调整较多具有配置价值的存单与短期国债，超长端保持关注保险配置需求，同时规避弱区域信用分层与流动性风险。**

一、央行净回笼叠加税期扰动，流动性继续紧张。

本周（2月17日-21日）央行通过逆回购操作累计投放资金15,261亿元，但需对冲逆回购到期10,443亿元及MLF到期5,000亿元，全口径净回笼182亿元。这一操作延续了春节后连续三周的净回笼趋势，累计回笼规模已超1.5万亿元，精准调控意图明显，未完全覆盖税期及政府债缴款（5,175亿元）带来的流动性缺口。资金利率全线上行，DR001周内最高触及2.34%，DR007运行区间抬升至2.06%-2.34%，较上周中枢上移11-19BP。同业存单发行压力显著，1年期国有行存单发行利率升至1.95-1.99%区间。周内到期量达1.12万亿元，创2024年以来峰值，银行负债端缺口持续扩大。分期限看，3个月至1年期存单收益率上行幅度达23BP，6个月品种发行占比提升至45%，反映机构对中期负债稳定性的迫切需求。

央行四季度货币政策执行报告强调“防资金空转”，叠加美联储降息预期延后，市场对开年降准降息的期待逐渐落空。当前，资金面紧张程度接近2023年9-10月水平，但政策背景存在差异：彼时为应对汇率压力而被动收紧，而当前更多体现主动调控。下周重点关注跨月情况，同业存单到期量超万亿，若维持缩量续作，1年期存单利率或继续高位震荡；若超额投放，短端存在交易性修复机会。**长期看，银行负债压力与政府债供给放量（1-2月净发行1.2万亿元，同比+35%）将持续侵蚀超储，资金面紧平衡或成常态。**

图1 本周资金利率走势 来源:Wind



数据来源: Wind

二、逆周期调节加强，政策护航与财政发力并行。

2月17日，中共中央总书记主持召开高规格民营企业座谈会，这是继2018年后第二次同类会议，参会企业家包括多名科技与制造业代表。会议核心围绕“制度性保障”与“创新驱动”两大主线展开：一是加大支持民营企业的多项保障措施，将“两个毫不动摇”方针纳入中国特色社会主义制度体系，明确通过《民营经济促进法》立法消除政策不确定性，重点解决融资难、账款拖欠等历史问题，例如开展规范涉企执法专项行动，整治“乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封”等顽疾；二是推动民营企业从“生存纾困”转向“创新赋能”，聚焦人工智能、新能源、半导体等战略性新兴产业，要求企业加强自主创新、完善现代企业制度，并承担数字化转型与绿色低碳的社会责任。值得注意的是，政策支持方向从短期纾困（如2018年应对贸易战冲击）转向长期战略布局，强调民营企业需在技术代际、模式代际与治理代际上实现突破，成为“新质生产力”的核心载体。

2月21日，财政部部长蓝佛安在《实施更加积极的财政政策 推动经济持续回升向好》一文中明确2025年财政发力路径：一是提高赤字率，为“两重”建设（重大战略、重大项目）和“两新”工作（新基建、新型城镇化）提供资金支持，计划增发超长期特别国债、地方政府专项债扩容；二是优化支出结构，重点投向科技创新、乡村振兴、绿色低碳等领域，例如提高城乡居民基础养老金、支持设备更新与消费品以旧换新，并建立粮食产销区省际横向利益补偿机制；三是防范化解风险，允许专项债置换存量隐性债务（置换成本平均下降2个百分点），新增特别国债补充国有大行核心资本，同时推动融资平台改革转型；四是强化基层保障，中央对地方转移支付连续三年超10万亿元，重点增加均衡性转移支付和县级基本财力保障资金，并设立高质量发展激励资金引导地方培育税源。政策设计兼顾逆周期调节与结构性改革，既通过扩大政府债券规模对冲经济下行压力，又借助精准投放推动产业升级与民生改善，形成“稳增长”与“防风险”的平衡。

三、利率债熊平调整，信用债分化延续，短期波动或继续加剧。

本周（2月17日-21日）债券市场呈现全面调整态势，利率债各期限收益率显著上行，短端调整幅度尤为突出。具体来看，1年期国债收益率从1.34%攀升至1.48%，周内累计上行14BP；3年期国债收益率由1.37%升至1.48%，上行11BP；5年期国债收益率从1.52%升至1.62%；10年期国债收益率从1.65%升至1.72%，上行7BP，超长端30年期国债收益率上行9BP至1.91%。周一至周三收益率快速攀升（单日上行3-5BP），主因税期走款加剧资金紧张；周四央行重启14天逆回购但未放量，市场对宽松预期落空，收益率继续上行；周五部分交易盘止盈，收益率小幅回落1-2BP后继续偏弱震荡。

信用债市场分化延续，高等级城投债（AAA 级 1 年期）收益率上行 5-7BP，弱区域如云南、贵州等地 AA 级城投债利差逆势走阔 15-20BP，反映化债政策红利向经济强省集中；银行资本补充工具（二永债）收益率上行 10-12BP，国有大行二级资本债与国债利差扩大至 80BP 以上，机构避险情绪升温。

展望下周，债市波动或进一步放大。一是资金面紧平衡格局延续，税期扰动后 DR007 中枢仍维持在 2.34% 高位，叠加政府债缴款（单周超 3000 亿元）压力，流动性分层现象或加剧；二是政策预期博弈深化，民营企业座谈会释放的“制度性护航”信号与财政扩张带来的供给压力利空债券，市场对“宽财政+稳民企”的政策组合解读分歧可能触发交易盘多头转向；三是配置力量边际减弱，保险机构虽逆势增配超长债，但理财破净产品数量周增 15%，部分资金转向科创主题 ETF，股债跷跷板效应或压制债市情绪。**策略上，建议先配置调整较多具有配置价值的存单与短期国债，超长端保持关注保险配置需求，同时规避弱区域信用分层与流动性风险。**

图 2 本周收益率熊平调整 来源:Wind

