

资金价格下行，政治局会议召开，债市窄幅震荡

——债市周评（2025年04月21日-04月27日）

摘要：

MLF 超额投放，央行呵护下资金价格下行。本周为配合首期注资特别国债和两期超长期国债发行，央行对资金面呵护态度明显，公开市场大额净投放，其中 MLF 净投放 5000 亿元，资金利率下行，但流动性无明显分层。展望下周，跨五一假期预计资金利率继续维持保持平稳。

中央政治局会议召开，进一步稳固经济持续回升态势。本次会议延续稳中求进总基调，并进一步释放积极政策信号。会议提出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，要求适时降准降息，保持流动性充裕。方向重点是仍是聚集“四稳”，在外部局势影响不明朗的情况下，保持政策定力、稳扎稳打。

特别国债发行，中央政治局会议落地，资金价格下行，债市窄幅震荡。一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债）总发行量 6757.83 亿元，较上周下降，一级发行量维持高位。二级方面，资金利率下行，但短债依旧偏弱，而长债在当前预期较为摇摆的情况下维持在窄幅震荡。全周来看，债市收益率总体上行，短债回调幅度大于长端。**展望后续**，会议落地后，短期内出台超预期的逆周期调节政策的概率不大，长债担忧部分解除，后续将回归基本面定价，随着关税战影响逐渐显现，我们认为长债仍有下行空间，当前逢回调进行买入，十年期国债收益率区间上限或为 1.70%。

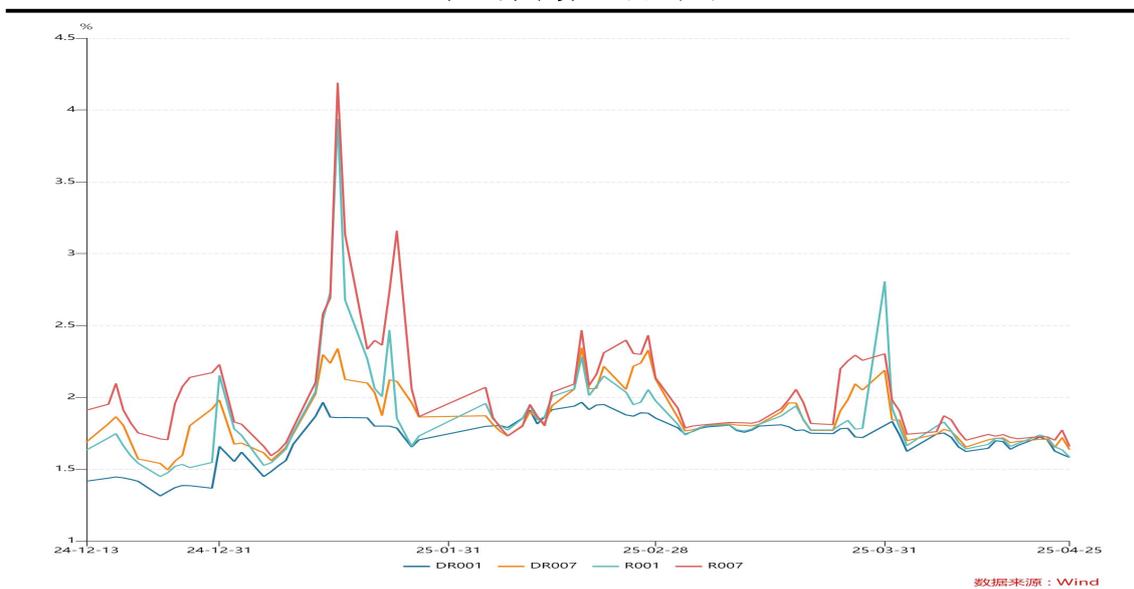
一、MLF 超额投放，央行呵护下资金价格下行

本周央行公开市场共有 8080 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 1000 亿国库现金定存、8820 亿元逆回购操作以及 MLF 投放 6000 亿元，因此本周央行公开市场全口径净投放 7740 亿元。

本周资金加权价格有所下降，流动性无明显分层。截至 4 月 25 日，DR001 加权平均利率收于 1.58%，较 4 月 18 日下行 8.3bp，R001 加权平均利率为 1.58%，较 4 月 18 日下行约 9.5BP；DR007 加权平均利率收于 1.64%，较 4 月 18 日下行约 5.7BP，而 R007 加权平均利率收于 1.66%，较 4 月 18 日下行约 5.3BP。同业存单方面，本周净融资规模为 1876.00 亿元，发行总额达 9782.40 亿元，平均发行利率为 1.7712%，到期量为 7,906.40 亿元。未来三周，将分别有 3353.10 亿元、5235.60 亿元、5825.20 亿元的同业存单到期。

本周银行间市场流动性整体宽松，主因央行为配合首期注资特别国债和两期超长期限国债发行，对资金面呵护态度明显。逆回购维持净投放且 LF 超额续作 6000 亿元，净投放 5000 亿相当于降准 0.25%，资金利率略有下行，但仍维持在 1.6% 附近，高于 OMO 利率。展望下周，跨五一假期预计资金利率继续维持保持平稳。

图 1. 月末资金价格下行



二、中央政治局会议召开，进一步稳固经济持续回升态势

4 月 25 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，中共中央总书记习近平主持会议。会议强调，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用；要多措并举帮扶困难企业，加强融资支持；要坚持用深化改革

开放的办了解决发展中的问题；要持续用力防范化解重点领域风险；要着力保民生；要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱；要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和稳定的基本盘。

从本次会议表述来看，总调上肯定了一季度经济向好态势，但同时也指出外部冲击影响加大，还需要进一步稳固经济回升态势，稳中求进为工作总基调；宏观政策方面，指出要用好足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕，同时强化政策取向一致性。可以看到当前的工作重点仍是聚焦“四稳”，但在强调底线思维、稳扎稳打的思维下，当前关税战局势尚未明朗，后续或继续保持政策定力，根据形势变化来及时推出增量储备政策。

三、特别国债发行，中央政治局会议落地，资金价格下行，债市窄幅震荡

一级方面，本周利率债发行方面(国债+地方政府债+政策银行债)，本周总发行量 6757.83 亿元，较上周的 7762.07 亿元减少 1004.24 亿元，其中国债发行 3260.00（上周为 4350.000 亿元），地方政府债发行 1911.23 亿元（上周为 2006.17 亿元），政金债发行 1586.60 亿元（上周 1405.90 亿元）。

二级方面，本周资金利率有所下行，但短债情绪依旧偏弱，主因资金利率仍然维持较高水平，负 carry 现象并未明显缓解。而长端方面，当前关税战走势反复叠加经济数据真空期，长债总体维持窄幅震荡。全周来看，债市收益率曲线小幅上移，市场呈现偏弱震荡走势。截至周五收盘中债国债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动+2.0BP、+3.7BP、+3.9BP 和+1.1BP；中债国开债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动-0.2BP、+1.5BP、+2.5BP 和+1.5BP。具体看，周一，4 月 LPR 利率不变基本符合市场预期，随后公布的 4 月 EPMI 环比大幅下滑，对债市形成一定支撑，但税期走款导致资金利率攀升叠加权益走强压制债市做多情绪，现券出现回调走弱，当天 10 年国债活跃券 250004 收益率上行 1.75bp；周二，特朗普再度施压鲍威尔，小作文传 MLF 投标利率下限降低 10bp，央行呵护资金面宽松背景下多头情绪受到催化，当天 10 年国债活跃券 250004 估值下行 1.55bp；周三，美国释放贸易战缓和的信号，预计将大幅降低对华关税，带动全球风险资产普涨，随后市场再传央行调研机构债券投资久期，现券收益率全线上行，午后有消息称 A 股净卖出限制有序放开，债市情绪或有所提振，当天 10 年国债活跃券 250004 估值上行 1.1BP；周四，盘前贝森特驳斥了关于特朗普政府正考虑削减对中国关税的报道，叠加股市整体低开低走，跷跷板效应下，现券收益率波动下行，午后连续出现多条围绕政治局会议小作文，消息内容涉及地产、教育等领域，市场担忧情绪带动现券回调，当天 10 年国债活跃券 250004 估值下行

0.3BP；周五，资金延续宽松态势，短债有所回暖但幅度有限，长债小幅下行，但午前受会议政策超预期以及中方考虑对部门美国商品豁免反制关税传闻影响，权益拉升而债市回吐早盘涨幅迅速上行。午后会议落地，政策表述较为克制，货币宽松预期仍不明晰，国债期货短线拉升，长债收益率快速下行 0.5BP 左右，此后再度回调，市场情绪克制，多空分歧较大，当天 10 年国债活跃券 250004 估值下行 0.4BP。

关税战冲击后，当前债市进入窄幅震荡区间，主要源于关税谈判反复、风险偏好缓和以及短期内对经济基本面影响的不确定性。短端方面，4 月以来央行对资金面态度缓和，资金价格较一季度已明显下行，但资金利率仍然维持在较高水平，短债负 carry 导致收益率易上难下。长端方面，政治局会议落地并未超预期政策表述，当前政策定力较强，相机抉择导致长债情绪偏弱，构筑了当前长债的窄幅震荡态势。展望后续，会议落地后，短期内出台超预期的逆周期调节政策的概率不大，长债担忧部分解除，后续将回归基本面定价，随着关税战影响逐渐显现，我们认为长债仍有下行空间，当前逢回调进行买入，十年期国债收益率区间上限或为 1.70%。

图 2. 短期限国债到期收益率上行 (2025.04.25 对比 2025.04.18)

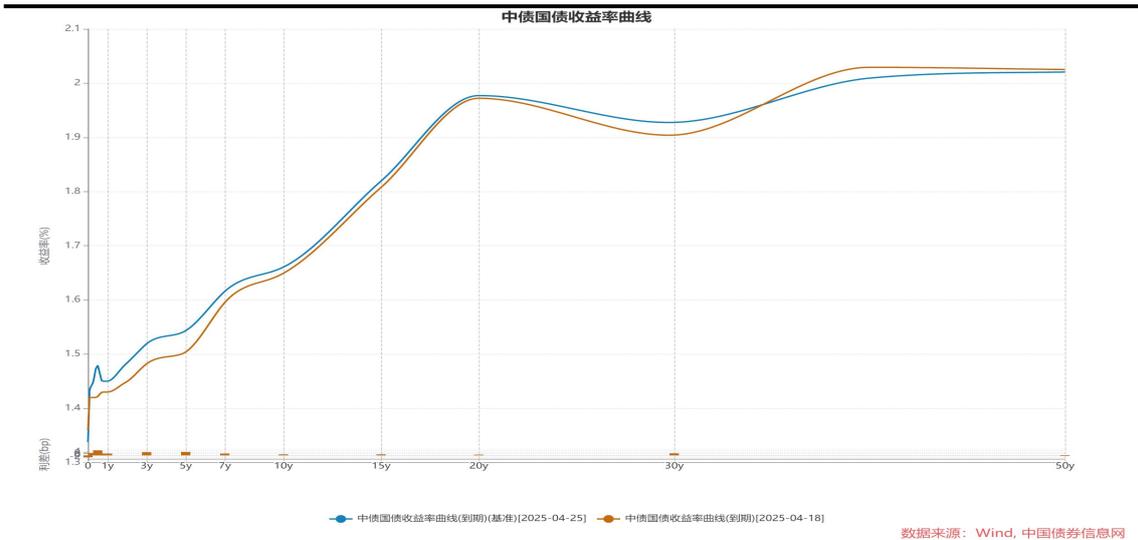


图 3. 各期限国开债不同程度上行 (2025.04.25 对比 2025.04.18)

中债国开债收益率曲线

