

超长债单边下跌，债市呈熊陡

——债市周评（2025年12月1日-12月5日）

摘要：

本周资金面宽松，各期限价格平稳。总体来看，全周DR001下行0.59bp至1.30%，R001上行0.06bp至1.3719%，DR007下行2bp至1.4380%，R007上行0.32bp至1.4963%。本周大行净融出规模回升，大行日均融出规模上升至4.79万亿元。下周逆回购到期6,638亿元，到期压力不大，政府债净缴款-5,866亿元。下周同业存单到期10,624亿元，存单到期压力上升，将对银行负债端形成扰动。在央行呵护态度下，预计下周资金面继续保持平稳宽松态势。

12月2日，央行公布11月公开市场国债买卖净投放500亿元，为连续第二个月净买入国债，上月净买入金额为200亿元。国债买卖净投放500亿元不及市场预期引发债市情绪走弱，但央行呵护态度未变，预计资金面将平稳运行。考虑到临近跨年，且银行同业存单到期压力增加、长期存款流失等的情况下，央行仍会运用长中短流动性管理工具以呵护流动性合理充裕、债市平稳运行。在央行“收短放长”的精准呵护之下，预计短期资金平稳充裕且长期资金供给增加，符合适度宽松的货币政策基调。资金面平稳仍对债市行情形成一定支撑。

12月4日，中国央行行长潘功胜在人民日报发表署名文章《构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系》，强调要始终保持货币政策的稳健性，不断完善货币政策的体制机制安排，通过精准、灵活的跨周期与逆周期调节，统筹好短期与长期、稳增长与防风险、内部与外部三大关系，动态实现币值稳定、经济增长、充分就业和国际收支平衡的优化组合，从源头上促进金融稳定，最终服务于经济高质量发展的根本目标。

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4,307亿元，比上周减少2,854亿元。本周债市超长国债收益率快速上行，带动利率债市场长端调整，收益率曲线走陡。超长端的持续大幅调整主要是受供需层面、机构行为及消息面因素影响。当前市场情绪相对偏弱，机构年末兑现浮盈以及交易盘的抛压下，债市后续仍偏震荡，超长债调整压力仍存，若后续流动性改善、交易盘抛售动能减弱及配置需求回升，超长债利差或迎来修复。后续需关注12月重要会议政策表述、通胀预期回升及公募新规落地对债市带来的影响。

一、月初资金宽松，价格平稳

本周资金面宽松，各期限价格平稳。总体来看，全周 DR001 下行 0.59bp 至 1.30%，R001 上行 0.06 bp 至 1.3719%，DR007 下行 2bp 至 1.4380%，R007 上行 0.32bp 至 1.4963%。央行公开市场操作方面，本周 7 天逆回购到期 15,118 亿元，投放 6,638 亿元，合计净回笼 8,480 亿元；3M 买断式逆回购等量续作 10,000 亿元。本周大行净融出规模回升，大行日均融出规模上升至 4.79 万亿元，环比增加 0.5 万亿元。本周存单发行量为 4,959 亿元，净融资规模为 471 亿元。本周同业存单发行利率上行，平均发行利率为 1.6395%，较上周上行 1.16bp。二级市场方面，存单收益率上行，3 个月 AAA 存单利率上行 4bp，收于 1.6150%；1 年期 AAA 存单利率比上周上行 1.5bp，收于 1.6550%。

下周逆回购到期 6,638 亿元，到期压力不大，政府债净缴款-5,866 亿元。下周同业存单到期 10,624 亿元，存单到期压力上升，将对银行负债端形成扰动。在央行呵护态度下，预计下周资金面继续保持平稳宽松态势。

图 1 近期资金利率走势

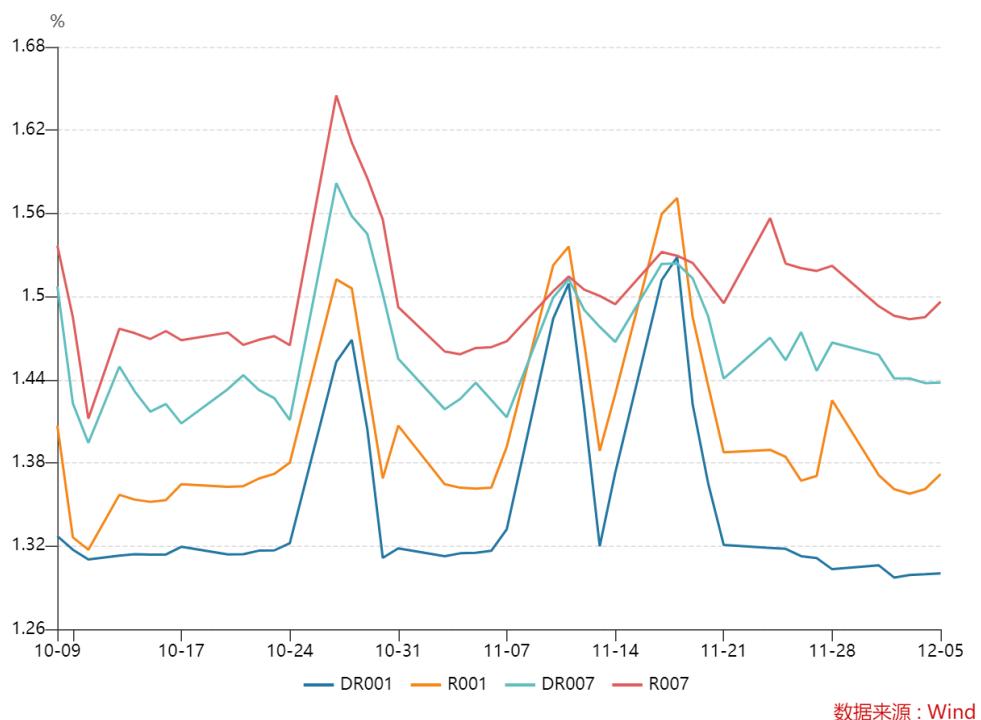


图 2 近期同业存单发行与到期



二、本周市场热点

1. 央行 11 月公开市场国债买卖净投放 500 亿元

12 月 2 日，央行公布数据显示，11 月公开市场国债买卖净投放 500 亿元，为连续第二个月净买入国债，上月净买入金额为 200 亿元。

国债买卖净投放 500 亿元不及市场预期，债市情绪走弱，但央行呵护态度未变，预计资金面将平稳运行。一方面，从流动性管理工具角度来看，央行净买入国债是向市场投放中长期流动性。考虑到当前资金压力可控的情况下，投放规模相对有限具有合理性；另一方面，从当前债市运行情况来看，近期债市震荡调整，考虑到债券供求、曲线形态等因素下资金压力可控，投放规模较稳。考虑到临近跨年，且银行同业存单到期压力增加、长期存款流失等的情况下，央行仍会运用长中短流动性管理工具以呵护流动性合理充裕、债市平稳运行。在央行“收短放长”的精准呵护之下，预计短期资金平稳充裕且长期资金供给增加，符合适度宽松的货币政策基调。资金面平稳仍对债市行情形成一定支撑。

2. 央行行长发文《构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系》

12 月 4 日，中国央行行长潘功胜在人民日报发表署名文章《构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系》，强调构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，是支撑金融强国建设的关键举措。文章指出，中央银行以维护币值稳定和金融稳定为双目标，货币政策与宏观审慎管理是实现该目标的双支柱。货币政策体系要科学稳健，注重跨周期和逆周期调节，保持货币条件与经济潜在增长和物价稳定相匹配，并处理好短期与长期、稳增长与防风险、内部与外部的关系。宏观审慎管理体系需覆盖全面，防范系统性风险，关注经济与金融风险的关联性，覆盖金融市场重点领域、系统重要性机构及外部风险冲击。双支柱体系协同配合，有助于统筹发展与安全，为高质量发展营造稳定货币金融环境。

三、超长债单边下跌，曲线走陡

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 4,307 亿元，比上周减少 2,854 亿元。本周债市超长国债收益率快速上行，带动利率债市场长端调整，收益率曲线走陡。超长端的持续大幅调整主要是受供需层面、机构行为及消息面因素影响：超长债供给压力增加而配置盘承接不足、部分机构卖出兑现年度收益、基金新规落地前公募面临潜在赎回压力，叠加央行 11 月国债买卖规模不及预期、央行相关刊文对货币政策的态度引发市场对年内宽货币的预期降温。多重消息下市场情绪承压，超长债大幅走弱。具体来看：周一，11 月制造业 PMI 收缩放缓，市场定价有限，股市反弹压制下超长债逐步走弱。周二，央行公告 11 月净买入 500 亿元国债规模不及预期，债市走弱。10 年期国债收益率上行 0.76BP

收于 1.84%。周三，受政策预期消息面扰动加剧，债市进一步走弱。周四，金融时报发文称央行流动性投放“收短放长”，叠加央行刊文提及货币政策体系“科学稳健”，市场情绪承压，债市走弱。10 年期国债收益率上行 1.99BP 收于 1.87%。周五，债市情绪企稳，止跌反弹，中长端回暖明显，但超长端情绪波动仍明显，10 年期国债收益率下行 2.38BP 收于 1.85%。截至 12 月 5 日，1 年期国债收 1.4016%，较上周下行 0.01bp；5 年期国债收 1.6322%，较上周上升 1.39bp；10 年期国债收 1.8480%，较上周上升 0.68bp；30 年期国债收 2.25711%，较上周上升 7.20bp。1 年期国开债收 1.6296%，较上周上升 0.50bp；5 年期国开债收 1.8401%，较上周上升 3.58bp；10 年期国开债收 2.0062%，较上周上升 3.22bp。

当前市场情绪相对偏弱，机构年末兑现浮盈以及交易盘的抛压下，债市后续仍偏震荡，超长债调整压力仍存，若后续流动性改善、交易盘抛售动能减弱及配置需求回升，超长债利差或迎来修复。后续需关注 12 月重要会议政策表述、通胀预期回升及公募新规落地对债市带来的影响。

图 3 国债收益率期限结构

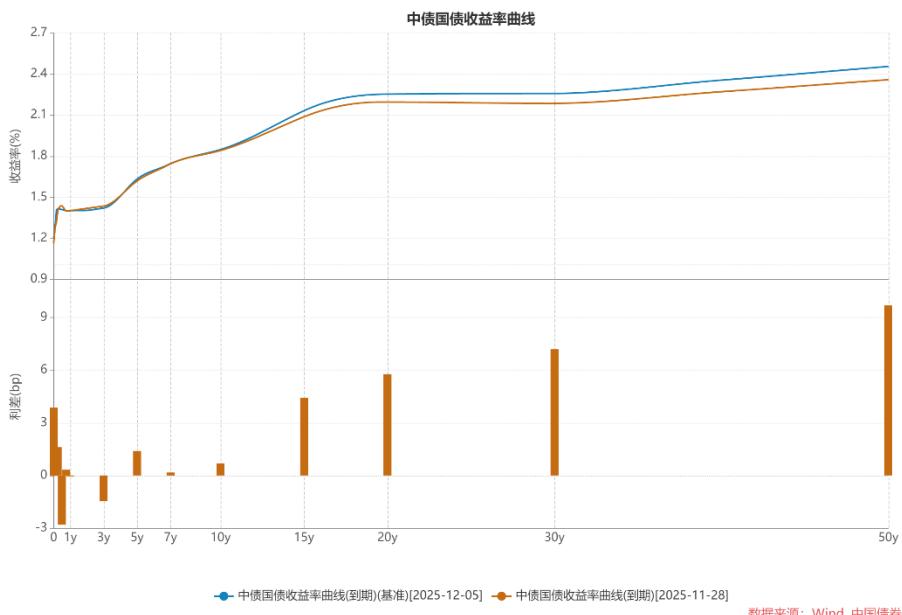


图 4 国开债收益率期限结构

