

宽货币基调未改，债市先涨后显震荡

——债市周评（2025年12月8日-12月12日）

摘要：

本周资金利率整体稳定在低位区间，全周DR001下行3bp至1.27%，R001下行2bp至1.35%，DR007上行3bp至1.47%，R007上行1bp至1.50%。央行公开市场操作方面，本周央行投放6685亿元逆回购，到期回笼6638亿元逆回购，实现净投放47亿元。下周逆回购到期6685亿元和国库现金定存到期800亿元，下周一也将开展6000亿元买断式逆回购，期限6个月，预计下周整体流动性缺口压力不大。从中共中央政治局12月会议和中央经济工作会议的定调看，宽货币基调未改变，资金面预料继续维持宽松局面。

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12959.45亿元，比上周发行量4307.17亿元多8652.28亿元。其中，国债发行10939.90亿元，地方政府债发行1069.55亿元，政策银行债发行950.00亿元。留意到国债发行量较上周增加8709.90亿元，主要是周五发行了7500亿元续作特别国债。

本周债券收益率整体呈现先下后上的走势，超长端回吐上半周大部分涨幅。截至12月12日，1年期国债收1.39%，较上周下行1bp；5年期国债收1.63%，与上周持平；10年期国债收1.84%，较上周下行1bp；30年期国债收2.25%，较上周下行1bp。1年期国开债收1.61%，较上周下行2bp；5年期国开债收1.83%，较上周下行1bp；10年期国开债收1.99%，较上周下行2bp。

目前债市多空分歧较大，从资金面和基本面看，宽货币基调仍是市场核心支撑，信贷数据总量稳步推进但结构分化需政策呵护，依然利多债市。但市场做多信心不足，公募赎回新规方案仍未明确，超长端债券供给预期的升温，机构交易行为趋于谨慎特别是对超长端债券的交易。预料下周债券市场仍以震荡为主，短债主要受到资金面影响表现或较为稳定，长债波动较大，建议配置上以中短久期的资产为主。

一、资金面维持宽松，资金利率低位运行。

本周资金利率整体稳定在低位区间，全周 DR001 下行 3bp 至 1.27%，R001 下行 2bp 至 1.35%，DR007 上行 3bp 至 1.47%，R007 上行 1bp 至 1.50%。央行公开市场操作方面，本周央行投放 6685 亿元逆回购，到期回笼 6638 亿元逆回购，实现净投放 47 亿元。下周逆回购到期 6685 亿元和国库现金定存到期 800 亿元，下周一也将开展 6000 亿元买断式逆回购，期限 6 个月，预计下周整体流动性缺口压力不大。

同业存单一级市场方面，本周平均发行利率为 1.65%，较上周上行 1bp，发行量 9417.80 亿元，到期量 10624.00 亿元，净融资为 -1206.20 亿元，较上周净融资额下降 1669.20 亿元，下周将有 10628.50 亿元同业存单到期，到期压力较大。二级市场方面，1 年期国有大行同业存单收益率 1.66%，6 个月期国有大行同业存单收益率 1.64%，均与上周持平。整体看，银行间融资成本较为稳定。

从中共中央政治局 12 月会议和中央经济工作会议的定调看，宽货币基调未改变，资金面预料继续维持宽松局面。

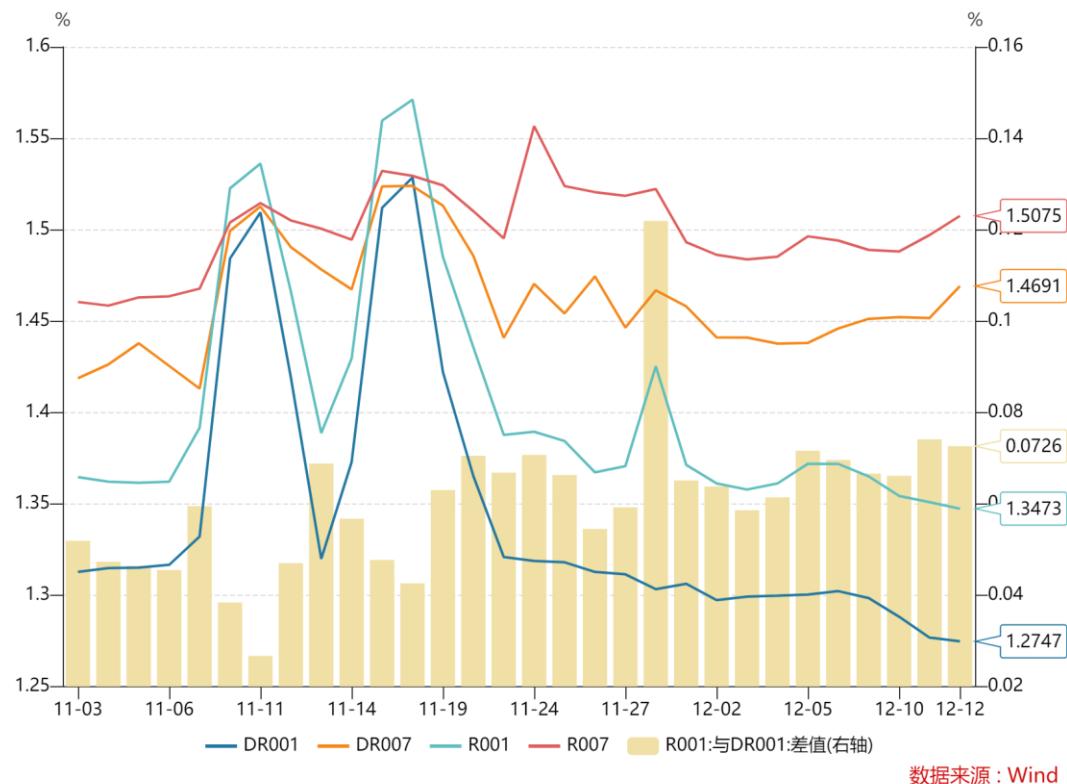


图 1 主要资金利率走势

二、两大会议明确政策方向，11 月金融数据出炉。

12 月 8 日，中共中央政治局召开会议，明确 2026 年将继续实施“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，随后 12 月 11 日，中央经济工作会议进一步细化政策方向，提出“灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕。发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。”，强化了市场对宽货币的预期叠加美联储已于 12 月 11 日降息 25bp，提升降息降准落地概率，明年一季度或是政策关键窗口。

12 月 10 日，国家统计局公布 11 月份，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.7%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%。CPI 同比上涨主要是食品价格由降转涨拉动。经国家统计局分析，食品价格由上月下降 2.9% 转为上涨 0.2%，对 CPI 同比的影响由上月下拉 0.54 个百分点转为上拉 0.04 个百分点。同日公布的 11 月份工业生产者出厂价格指数（PPI）

同比下降 2.2%，主要受国内部分行业供需结构优化、国际大宗商品价格传导等因素影响。

12月12日，央行发布2025年11月金融统计数据报告，初步统计，2025年11月末，M2同比增长8%，M1同比增长4.9%，社会融资规模存量为440.07万亿元，同比增长8.5%。其中社会融资中，对实体经济发放的人民币贷款同比增长6.3%；对实体经济发放的外币贷款同比下降16.5%；委托贷款同比增长1%；信托贷款同比增长7.4%；未贴现的银行承兑汇票同比增长0.4%；企业债券同比增长5.6%；政府债券同比增长18.8%；非金融企业境内股票同比增长4%。整体看，社融增速主要由政府债券增速推动，后续需关注明年财政增量规模及非政府债券融资的表现。

三、政策与数据共振，债市表现先涨后调。

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12959.45亿元，比上周发行量4307.17亿元多8652.28亿元。其中，国债发行10939.90亿元，地方政府债发行1069.55亿元，政策银行债发行950.00亿元。留意到国债发行量较上周增加8709.90亿元，主要是周五发行了7500亿元续作特别国债。

本周债券收益率整体呈现先下后上的走势，超长端回吐上半周大部分涨幅。截至12月12日，1年期国债收1.39%，较上周下行1bp；5年期国债收1.63%，与上周持平；10年期国债收1.84%，较上周下行1bp；30年期国债收2.25%，较上周下行1bp。1年期国开债收1.61%，较上周下行2bp；5年期国开债收1.83%，较上周下行1bp；10年期国开债收1.99%，较上周下行2bp。

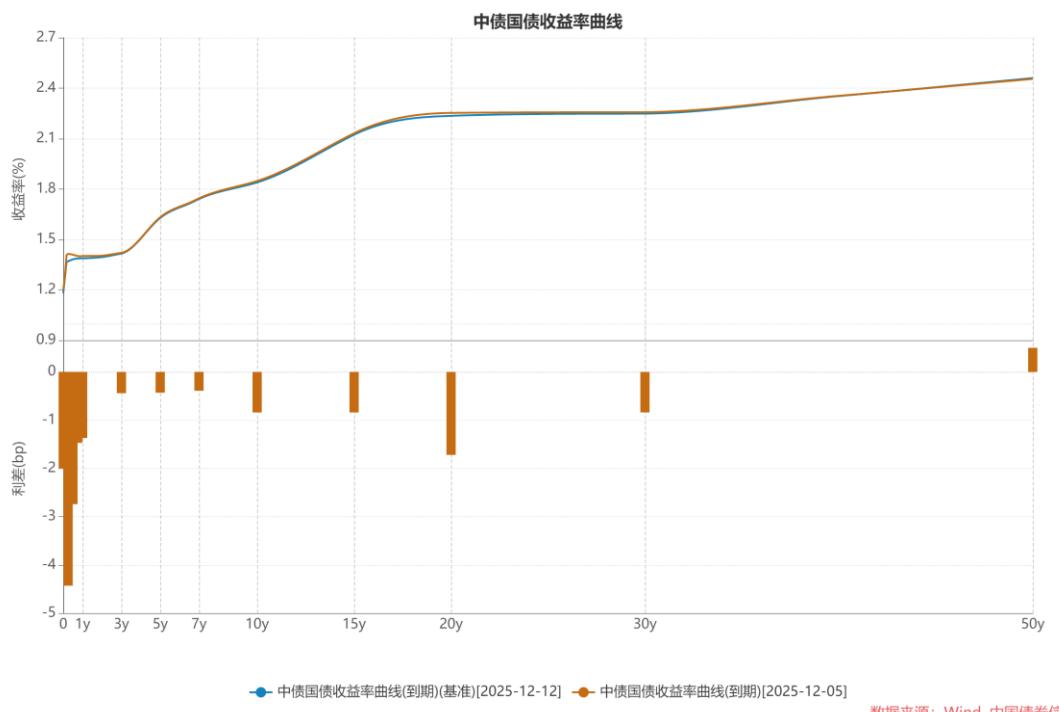


图2 国债收益率期限结构

回顾本周：周一，早盘市场情绪偏弱，随后政治局会议落地，强调继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，情绪稍有回暖，国债期货直线拉升，中长债快速下行收回日内跌幅，30年期国债与前日持平收2.26%。周二，早盘延续前日修复情绪偏强震荡，随后市场传闻大行EVE指标从250bp改到225bp，日内收益率继续下行，30年期国债较前日下行1bp收2.25%。周三，早盘通胀数据公布，市场定价利好，午间再有4000亿房贷贴息政策传闻，做多力量增强，30年期国债表现最佳，尾盘财政部公告2025年到期续作特别国债为等额滚动发行，不增加财政赤字，超长端继续走强，30年期国债较前日下行1bp收2.24%。周

四，早盘超长端表现延续前日强势，30年与10年利差走窄，随着尾盘中央经济工作会议的落地，债市再次走强，30年期国债收益率较前日下行1bp收2.23%。周五，早盘再延续周四行情表现偏强，午盘市场对明年超长债发行规模扩大的预期，止盈盘增加叠加权益市场指数翻红，超长端由涨转跌，当日上行超5bp，30年期国债收益率较前日上行2bp收2.25%。

展望下周：目前债市多空分歧较大，从资金面和基本面看，宽货币基调仍是市场核心支撑，信贷数据总量稳步推进但结构分化需政策呵护，依然利多债市。但市场做多信心不足，公募赎回新规方案仍未明确，超长端债券供给预期的升温，机构交易行为趋于谨慎特别是对超长端债券的交易。预料下周债券市场仍以震荡为主，短债主要受到资金面影响表现或较为稳定，长债波动较大，建议配置上以中短久期的资产为主。