

## 债市情绪反复，机构缺乏共识，超长端宽幅震荡

——债市周评（2025 年 12 月 15 日-12 月 19 日）

### 摘要：

本周资金面保持宽松，央行 14 天逆回购维稳，资金存单利率小幅下行。至 12 月 19 日，DR001 下行约 0.41BP 至 1.2706%，R001 上行约 0.47BP 至 1.3471%，DR007 下行约 3BP 至 1.4413%，R007 上行 1.50BP 收 1.5083%。存单收益率小幅下跌，1M、3M、6M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较上周五下行 0.25BP、2BP、2.5BP、2.5BP 至 1.61%、1.59%、1.62%、1.64%。本周四 14 天期限首日开始跨年，央行立即开展 14 天逆回购操作，且周五再次投放，向市场明确释放维稳信号，也为十四五圆满收官提供保障。年底政府债券发行接近尾声，缴款规模有限，预期在央行适量投放及财政支出叠加下，资金面整体平稳。

11 月经济数据出炉，内需有待进一步扩大。数据走弱部分源于去年高基数，但核心是地产和投资拖累消费，需加大宏观政策力度——国家发改委已强调实施扩大内需战略，聚焦提高居民收入、消费意愿和就业稳定，以巩固经济长期向好趋势。

债市情绪反复，超长端宽幅震荡，机构缺乏共识。长端行情已由机构行为博弈主导：年末时点配置盘动力减弱，交易盘因政策预期转向而加速止盈，导致市场缺乏坚实买盘承接。叠加对 2024 年经济增长路径、政策不确定性及超长债供给压力的担忧，超长端陷入剧烈震荡，30 年期国债收益率在 2.22%-2.29% 间宽幅波动，30 年期国债期货（TL）主力合约续刷年度新低至 111.28，触发技术性抛压。市场观点认为，需等待实质性政策落地，或出现增量稳增长信号，方可有效凝聚共识、打破当前“预期摇摆—机构博弈—波动放大”的负反馈循环。

展望后市，政策落地前预期不稳和机构兑现仍将使得债市情绪反复，需实质性因素（如 MLF 降息）打破僵局。目前，多数机构对债市短期前景持谨慎态度。展望明年，扩大内需政策若发力，有望缓解地产链拖累，但短期债市波动或延续。基于明年通胀回升的预期持续升温，债市中期上行空间可能受限，收益率曲线或继续陡峭化。

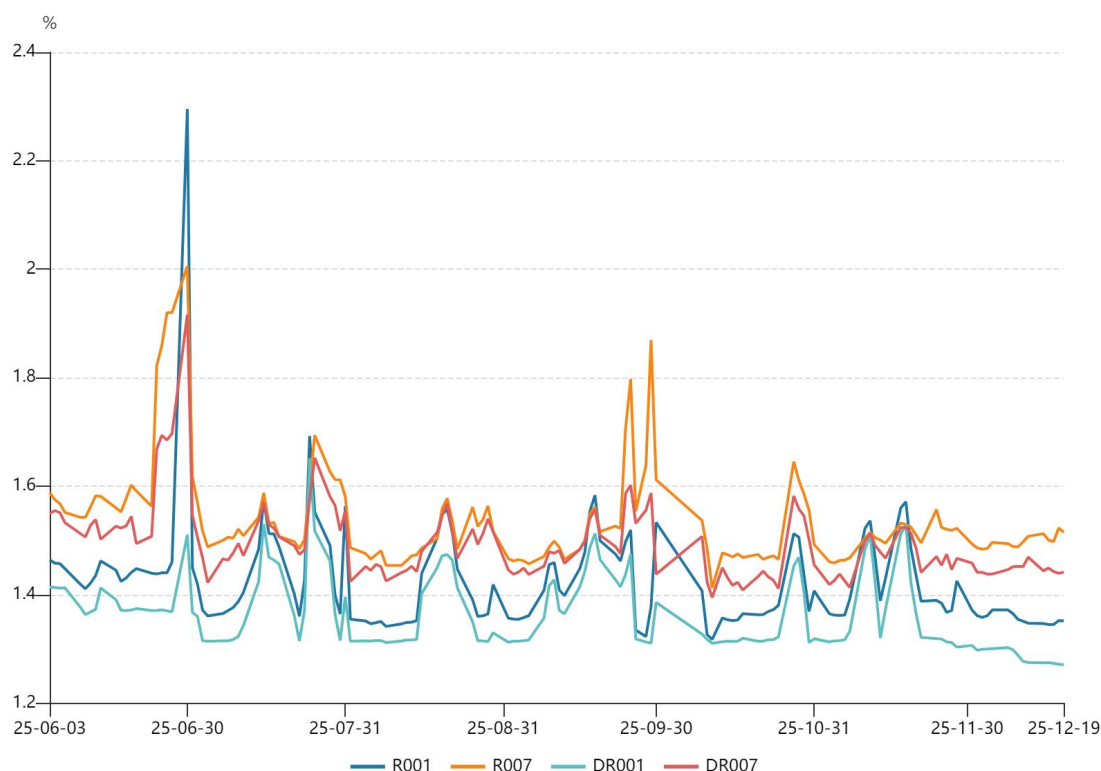
## 一、本周资金面保持宽松，央行 14 天逆回购维稳，资金存单利率小幅下行。

资金面方面，本周银行间市场资金面整体保持宽松，DR001 加权利率全周运行在 1.3% 下方，最低至 1.2520%，周五收盘在 1.27% 附近。至 12 月 19 日，DR001 下行约 0.41BP 至 1.2706%，R001 上行约 0.47BP 至 1.3471%，DR007 下行约 3BP 至 1.4413%，R007 上行 1.50BP 收 1.5083%。

同业存单本周到期 10628.50 亿元，发行 9932.50 亿元，净融资额 -696.00 亿元，存单一级发行价格稳定，国股行一年存单报价在 1.60-1.68%，市场交投热情不高。下周将有 8822 亿元同业存单到期。存单收益率小幅下跌，1M、3M、6M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较上周五下行 0.25BP、2BP、2.5BP、2.5BP 至 1.61%、1.59%、1.62%、1.64%。

本周四 14 天期限首日开始跨年，央行立即开展 14 天逆回购操作，且周五再次投放，向市场明确释放维稳信号，也为十四五圆满收官提供保障。值得一提的是，今年 9 月，央行将公开市场 14 天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，操作时间和规模将根据流动性管理需要确定，至此 14 天期逆回购不再有统一的中标利率，更聚焦于短期流动性投放工具定位。年底政府债券发行接近尾声，缴款规模有限，预期在央行适量投放及财政支出叠加下，资金面整体平稳。

图 1 主要期限资金价格走势



数据来源：wind

图 2 AAA 存单利率走势



数据来源：wind

## 二、11 月经济数据出炉，内需有待进一步扩大。

11 月经济数据显示，社会消费品零售总额同比增长 1.3%，较上月回落 1.6 个百分点，主要受汽车消费拖累（汽车以外零售额增长 2.5%）；商品消费增长 1.0%，餐饮收入增长 3.2%，但金银珠宝、通讯器材等品类表现较好，而地产链相关消费（如家电、家具）持续低迷。投资端压力显著：1-11 月固定资产投资同比下降 2.6%，基建投资下滑 1.1%，制造业投资增长 1.9%，但地产开发投资大跌 15.9%，新房销售面积和销售额分别下降 7.8% 和 11.1%。工业增加值增长 4.8% 略降 0.1 个百分点，采矿业、制造业及公用事业分别增长 6.3%、4.6%、4.3%，汽车和电子设备制造领涨，反映工业结构优化和新质生产力发展。数据走弱部分源于去年高基数，但核心是地产和投资拖累消费，需加大宏观政策力度——国家发改委已强调实施扩大内需战略，聚焦提高居民收入、消费意愿和就业稳定，以巩固经济长期向好趋势。

11 月数据强化了债市支撑逻辑，经济疲软助推资金面宽松预期（本周 DR007 下行至 1.44% 附近），但机构行为主导债券市场年末波动。

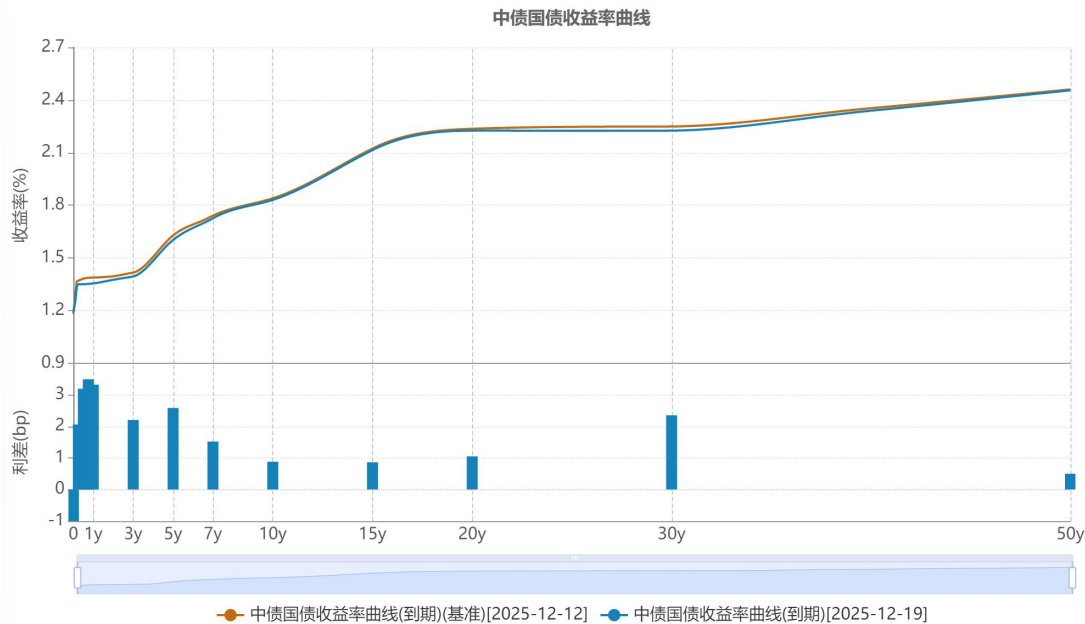
## 三、债市情绪反复，超长端宽幅震荡，机构缺乏共识。

本周债市情绪反复，超长端波动居高不下。尽管疲弱的经济数据与宽松的资金面本应支撑利率下行，但二者均非市场核心矛盾，行情已彻底由机构行为博弈主导：年末时点配置盘动力减弱，交易盘因政策预期转向而加速止盈，导致市场缺乏坚实买盘承接。叠加对 2024 年经济增长路径、政策不确定性及超长债供给压力的担忧，超长端陷入剧烈震荡，30 年期国债收益率在 2.22%-2.29% 间宽幅波动，30 年期国债期货（TL）主力合约续刷年度新低至 111.28，触发技术性抛压。

尽管情绪博弈下市场对降准降息的预期再度升温（货币市场定价一季度降息概率超 70%），且利率高位吸引保险资金配置力量逐步加强（周五尾盘买盘推动超长债利率单日内下行 3-4 基点，TL 反弹至 111.65），但此类介入暂属“左侧试探”，未能根本扭转高波动格局。市场观点认为，需等待实质性政策落地，或出现增量稳增长信号，方可有效凝聚共识、打破当前“预期摇摆—机构博弈—波动放大”的负反馈循环。市场参与方需警惕止损盘引发的流动性冲击风险。

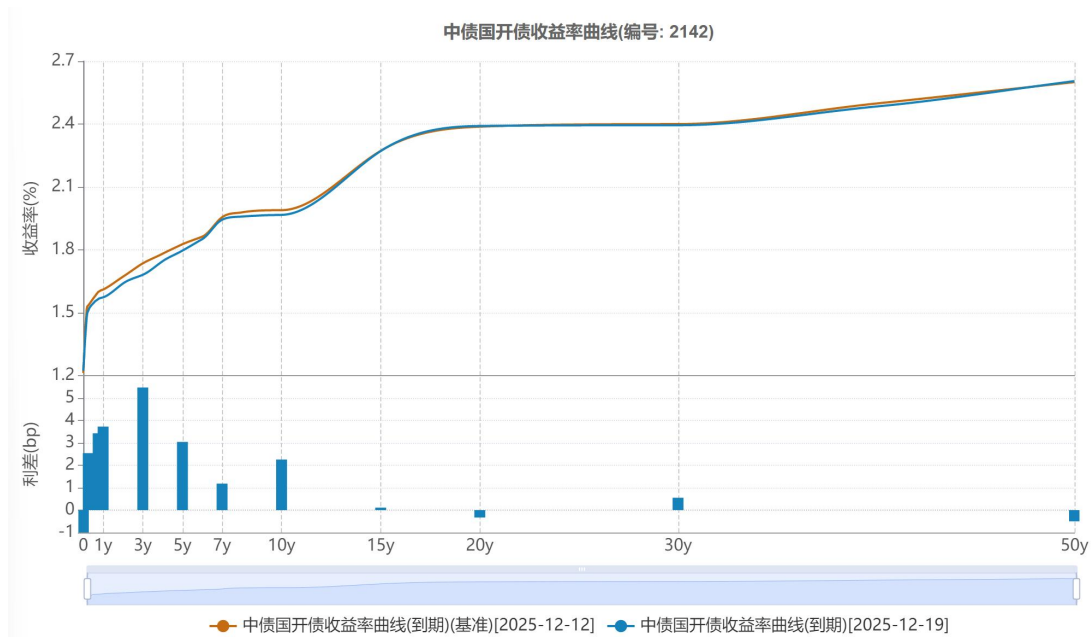
周中具体行情：周一，超长端领跌引发利率曲线陡峭化上移，股债双弱下交易盘主导抛售，券商集体卖盘致超长债收益率上行 3-6BP，30Y 国债突破 2.28%，国债期货跌超 1.00 元创年内新低。周二，债市盘中反弹但尾盘跳水，超长债早间逼近 2.29% 后券商反手买入致 30Y 国债下行 2BP 至 2.265%，然而基金卖压持续，TL 合约再创新低抹平涨幅，现券微跌收于 2.28%。周三，股债联动走强，基金转向买方推动超长端领涨，TL 合约站稳 112 上方，“25 特 6”单日内下行 5BP，10Y 国债跌破 1.85%，30Y 国债逼近 2.23%。周四，期限分化明显，央行呵护预期下超长债早间突破 2.23%，但午后券商抛售致涨势逆转，尾盘升破\*\*2.25%\*\*完全回吐涨幅，中短端强势下行约 1BP。周五，险资午后入场支撑债市走强，中短端及存单表现强势，TL 合约弱于现券但尾盘期货逆势拉升，30Y 国债触及周内低点 2.22% 后反弹，全日波段博弈剧烈。

图 3 国债收益率期限结构



数据来源：Wind，中国债券信息网

图4 国开债收益率期限结构



数据来源：Wind，中国债券信息网

#### 四、后市预期

近期债市波动是多因素驱动的结果：市场预期修正、机构博弈行为与长期担忧集中释放。政策落地前，预期不稳和机构兑现仍致债市情绪反复，需实质性因素（如 MLF 降息）打破僵局。目前，多数机构对债市短期前景持谨慎态度。展望明年，扩大内需政策若发力，有望缓解地产链拖累，但短期债市波动或延续。基于明年通胀回升的预期持续升温，债市中期上行空间可能受限，收益率曲线或继续陡峭化。交易盘建议多关注利差行情而非方向性行情。投资者应降低对资本利得的依赖，转向关注票息收益与组合稳健性。