

# 流动性充裕，债市有所修复，收益率曲线走陡

——债市周评（2025年12月22日-12月26日）

## 摘要：

跨年前流动性保持充裕，银行融出处于历史高位。DR001、R001、DR007、R007 分别较上周五变动-1.5、-0.7、+8.2、+1.2BP 至 1.26%、1.35%、1.52%、1.53%。公开市场操作方面，本周央行投放 10327 亿元，到期回笼共 8775 亿元，实现净回笼 1552 亿元。机构资金供给方面，本周银行体系的融出量较大，国有大行和政策性银行净融出超过 5.2 万亿元，创近 4 个月以来新高。本周同业存单收益率与上周持平。展望下周，资金面主要受到跨年影响。部分非银机构要等到下周一才可借 7 天资金，关注周一情况和跨年当日情况，考虑到 12 月末财政存款投放将对资金面形成支撑，预计资金面整体仍相对可控。

本周央行召开 2025 年第四季度货币政策例会。会议提出，要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。此次会议在具体表述上较前三季度有所调整，比如删除“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，转为强调“提高资金使用效率”；将“推动社会综合融资成本下降”调整为“促进社会综合融资成本低位运行”等。此外，本次会议未提及房地产，或许货币层面不会再出台新增支持政策。

随着年末临近，市场交投活跃度逐步下降，机构以了结头寸、观望等待为主，成交量走低。全周看，短端收益率受益于宽松资金面而下行明显，长端及超长端则因分歧较大而呈现震荡。一级发行方面，临近年末，一级发行趋缓。二级方面，债市有所修复，长短端收益率分化显著：短端明显走强，长端窄幅震荡。相比上周五，1 年、3 年、5 年、10 年、30 年国债活跃券收益率分别下行 6.8BP、3.3BP、1.0BP、0BP、0.6BP 至 1.29%、1.36%、1.58%、1.84%、2.22%；1 年、3 年、5 年国开债收益率分别下行 5.3BP、0.8BP、0.8BP 至 1.51%、1.61%、1.71%，而 10 年国开债活跃券收益率则小幅上行 1.5BP 至 1.91%。

展望后市，当前债市多空因素交织：流动性宽松与基本面疲弱对债市构成支撑，而政策预期分化与机构止盈对债市形成压制。多空力量博弈下，年前市场大概率延续窄幅震荡。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。

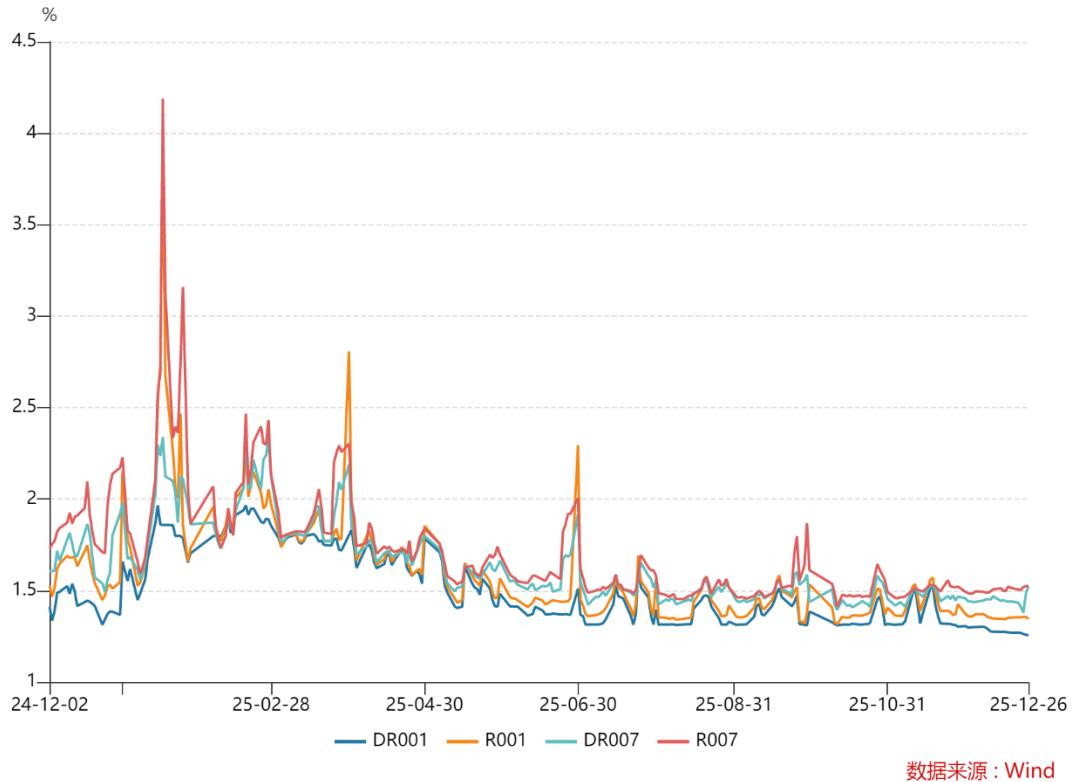
## 一、跨年前流动性保持充裕，银行融出处于历史高位

跨年前流动性保持充裕，银行融出处于历史高位。DR001、R001、DR007、R007 分别较上周五变动-1.5、-0.7、+8.2、+1.2BP 至 1.26%、1.35%、1.52%、1.53%。尽管临近跨年，但市场流动性保持充裕，隔夜价格持续下探，DR001 下破年内低位，7 天价格小幅升高但保持平稳，背后或是银行供给较为充裕。公开市场操作方面，本周央行投放 10327 亿元（含逆回购 4227 亿元、MLF 4000 亿元、国库定存现金 2100 亿元），逆回购、MLF 和国库定存现金到期回笼共 8775 亿元，实现净回笼 1552 亿元。机构资金供给方面，本周银行体系的融出量较大，国有大行和政策性银行净融出超过 5.2 万亿元，创近 4 个月以来新高。股份制银行净融出亦在 7000 亿元以上。非银方面，货币市场基金净融出规模有所收缩，基金公司及产品净融入增至 2 万亿。

**本周同业存单收益率与上周持平。**同业存单一级市场方面，本周加权发行利率为 1.64%，较前一周下行 1.5BP；本周发行量为 5602.9 亿元，到期量为 8822.0 亿元，净融资规模为-3219.1 亿元，远低于上一周的净融资规模。下周将有 2949.4 亿元同业存单到期，净融资额为-1777.6 亿元，预计对流动性影响较小。二级市场方面，本周 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期 AAA 同业存单收益率分别收于 1.62%、1.60%、1.62%、1.64%、1.64%，几乎与上周五持平。

**展望下周，资金面主要收到跨年影响。**本周流动性保持宽裕，下周主要收到跨年影响，部分非银机构要等到下周一才可借 7 天资金，关注周一情况和跨年当日情况。下周公开市场到期量较小，逆回购到期 1526 亿元。同时，政府债发行趋缓，对资金面扰动不大。此外，下周将有 2949.4 亿元同业存单到期，净融资额为-1777.6 亿元，预计对流动性影响较小。考虑到 12 月是财政支出大月，月末财政存款投放将对资金面形成支撑，预计资金面整体仍相对可控。

图 1 近期资金利率走势



## 二、本周要点：央行召开 2025 年第四季度货币政策例会。

央行召开 2025 年第四季度货币政策例会。12 月 18 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2025 年第四季度例会，分析国内外经济金融形势，并对下阶段货币政策给出更清晰的指引。会议提出，要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。此次会议在具体表述上较前三季度有所调整，比如删除“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，转为强调“提高资金使用效率”，这表明政策的重心从单纯追求信贷增量到精准投放，减少资金空转和低效配置。与此同时，本次例会将“推动社会综合融资成本下降”调整为“促进社会综合融资成本低位运行”，这表明当前社会融资成本处于历史较低水平，继续进一步下行可能面临较多约束，下一步央行重点可能在于畅通市场化利率形成和传导机制等。此外，本次会议未提及房地产，或许货币层面不会再出台新增支持政策。

## 三、临近跨年，本周债市行情较为平淡，成交量走低，债市清淡中有所修复。

一级发行方面，本周国债累计发行 2080.4 亿元，净发行 1780.2 亿元，较上周增加 2252.3 亿元，未来一周暂未有发行计划；本周无政策性金融债发行；本周地方政府债累计发行 20.37 亿元，净发行-31.74 亿元，较上周减少，未来一周地方政府债发行 260 亿元，净发行额 174.49 亿元，较本周有所增加。

二级市场方面，随着年末临近，市场交投活跃度逐步下降，机构以了结头寸、观望等待

为主，成交量走低。全周看，短端收益率受益于宽松资金面而下行明显，长端及超长端则因分歧较大而呈现震荡。相比上周五，1年、3年、5年、10年、30年国债活跃券收益率分别下行6.8BP、3.3BP、1.0BP、0BP、0.6BP至1.29%、1.36%、1.58%、1.84%、2.22%；1年、3年、5年国开债收益率分别下行5.3BP、0.8BP、0.8BP至1.51%、1.61%、1.71%，而10年国开债活跃券收益率则小幅上行1.5BP至1.91%。周一，债市回调，超长端表现较弱。12月LPR维持不变，市场的结构性降息预期落空，叠加权益市场走强，市场风险偏好抬升，债市回调，超长端领跌，收益率曲线熊陡。5Y及以上国债活跃券收益率普遍上行0.5BP以上，30Y国债活跃券收益率上行1.05BP至2.24%。周二，债市全面走强。隔夜资金面出现宽松，DR001在1.26%附近水平，再度刷新年内新低，同时明年调降超长国债发行规模的预期带动收益率下行。各期限国债活跃券收益率普遍下行1BP，5Y、10Y、30Y国债活跃券收益率分别下行1BP、0.9BP、1.5BP至1.38%、1.83%、2.22%。周三，债市区间震荡为主。债市受日内各种小作文的影响，急涨急跌，最终表现为区间震荡，变化不大。5Y和10Y国债活跃券收益率与周二持平，1Y、30Y国债活跃券收益率分别下行0.5BP、0.45BP。周四，债市先下后上，长短端分化。早盘债市情绪较好，国债期货开盘一路走强，10Y、30Y国债收益率小幅下行。但随着权益市场低开高走，中长期债券收益率逐步转为上行。全天看，5Y及以上国债活跃券收益率普遍上行0.5BP左右。与之相反，短端收益率则随隔夜资金宽松而下行。周五，债市窄幅震荡，全天小幅下行。临近跨年，日内消息平静，债市交投清淡，30Y国债活跃券小幅下行至2.22%。短端则在资金面宽松的支持下走强，1Y国债活跃券收益率下行2BP。

展望后市，当前债市多空因素交织：流动性宽松与基本面疲弱对债市构成支撑，而政策预期分化与机构止盈对债市形成压制。多空力量博弈下，年前市场大概率延续窄幅震荡。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。

图2 国债收益率期限结构

