

## 风偏预期仍强，债市震荡调整

——债市周评（2026年1月5日-1月9日）

### 摘要：

**跨年后资金价格大幅回落。**DR001持平于1.27%，DR007周均值较前周下行30BP至1.45%。本周公开市场净回笼-12214亿元。存单方面，本周同业存单净融资-1520亿元，有所改善。下周关注：一是逆回购待回笼1387亿元；二是政府债供给相对温和；三是同业存单到期规模7990亿元增加较多；四是关注税期。

**12月通胀数据温和修复，核心CPI持续回升。CPI同比上涨0.8%，涨幅较11月扩大0.1个百分点，环比上涨0.2%，由负转正；PPI同比下降1.9%，降幅较11月收窄0.3个百分点，环比上涨0.2%，连续3个月上涨。**分项看，食品价格上涨1.1%，涨幅扩大0.9个百分点；核心CPI同比上涨1.2%，金饰品价格因国际金价上行上涨68.5%，同比拉动较多。PPI修复主要受两方面驱动：一是国内重点行业产能治理见效，如煤炭开采和洗选业价格环比上涨1.3%、锂离子电池制造价格上涨1.0%；二是国际大宗商品价格传导，如有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨2.8%。高频数据略有分化。工业方面，节后工业生产节奏加快高炉开工率、涤纶长丝开工率、PTA开工率环比上升0.37%、0.41%、3.21%；铜价继续上涨，本周长江有色铜、LME铜均价环比+2.8%、+4.8%，玻璃期货由跌转涨，节后产销明显改善。消费方面，30城新房成交面积103.2万平方米，较节前一周环比-67%，二手房成交面积环比-7.7%，成交继续降温；12月份，乘用车零售同比-13%、环比+3%，其中12月29日-31日当周零售12.3万辆，同比+17%、环比+2%，年末冲刺效应突出。

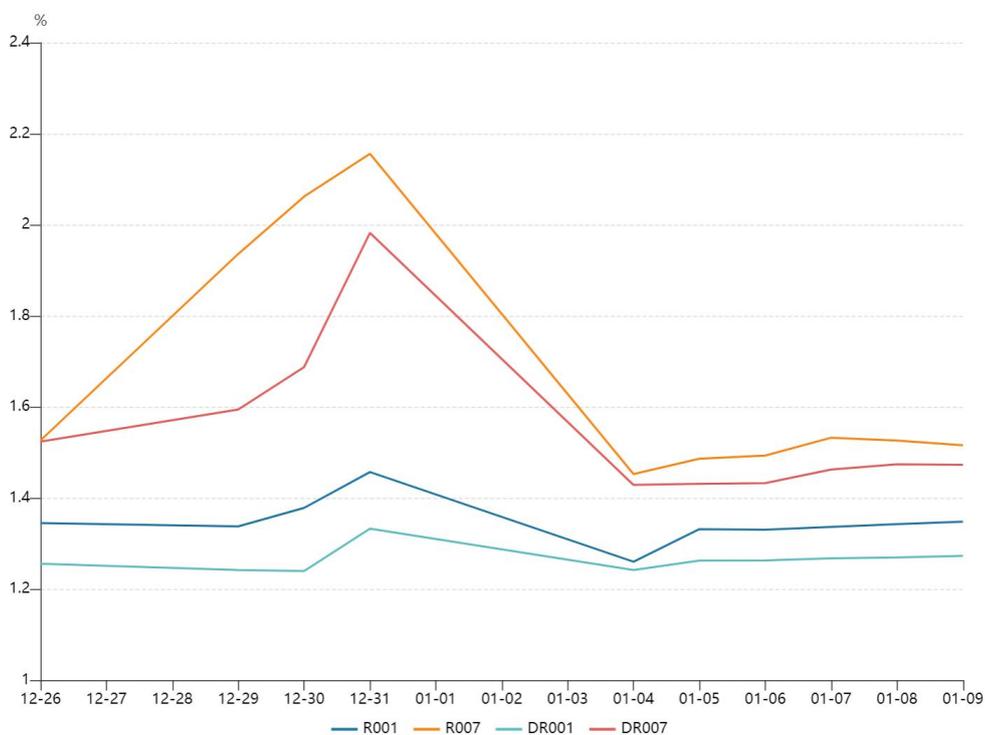
**本周风偏仍然不弱，债券市场熊平调整。**5年期国债收益率上行3BP至1.66%，10年期国债收益率上行约3.6BP至1.88%，30年期国债收益率上行约5BP至2.30%。信用债方面，由于供给担忧相对弱、当前利差适度，反而修复力度较大，全周普遍下行，三个级别的城投信用利差分别下行4.9BP、下行4.5BP、下行5.2BP；三个级别的非城投信用利差分别下行3.9BP、下行5.3BP、下行6.2BP。**展望下周，权益将持续影响债市风偏，同时光伏、电池补贴首当其冲的反内卷政策或对通胀预期造成扰动，预计债市仍处于“看预期做债”阶段，以震荡为主，难有较大修复行情。**在较多不利因素压制下，债市情绪的修复或需要通胀预期证伪、权益或商品市场的风险下行调整、或者央行的超预期呵护触发。中期来看，目前债市仍处于顺风状态，当前资金利率处于历史偏低分位数，即使是安全边际较高的中短端债券，在利率下行的想象空间愈发逼仄的情况下，利率中枢或较难继续下移。

## 一、跨年后资金价格大幅回落。

**跨年后资金价格大幅回落。**R001 周均值环比下行 5BP 至 1.34%，DR001 持平于 1.27%，R007 和 DR007 周均值分别较前周下行 54、30BP 至 1.51%和 1.45%。本周公开市场投放量为 12022 亿元，包括 1022 亿元的逆回购和 11000 亿元的买断式逆回购，但本周到期 13236 亿元的逆回购和 11000 亿元的买断式逆回购，净投放量为-12214 亿元。存单方面，本周同业存单发行 1764 亿元，环比增加 357 亿元；到期 3284 亿元，环比增加 334 亿元；净融资-1520 亿元，与上周的-1543 亿元相比有所改善。各期限类型利率整体有所下行。1M 和 9M 期限利率分别下降 8.74BP 和 3.75BP 至 1.53%和 1.65%；1Y 期限利率下降 3.90BP 至 1.68%。

下周关注：一是逆回购待回笼 1387 亿元，较上周与去年同期均较小，但有 6000 亿元 6M 买断式逆回购到期；二是政府债供给相对温和，下周净融资-982 亿元，对资金面扰动依旧不大；三是同业存单到期规模 7990 亿元，较本周增加 4782 亿元；四是关注税期，1 月税期递延至 20 日，21-22 日集中走款，下周五（16 日）7 天资金可能存在波动。中期看，当前资金利率已处低位，进一步下行的空间不大，叠加权益走强、物价企稳预期回暖等因素，近期总量上进一步下调政策利率的概率不大，流动性可能处于价稳量足的态势。

图 1 资金利率跨年后回落 来源:Wind



数据来源: Wind

## 二、通胀温和修复，高频略有分化。

12月通胀数据温和修复，核心CPI持续回升。CPI同比上涨0.8%，涨幅较11月扩大0.1个百分点，环比上涨0.2%，由负转正；PPI同比下降1.9%，降幅较11月收窄0.3个百分点，环比上涨0.2%，连续3个月上涨。

分项看，食品价格上涨1.1%，涨幅扩大0.9个百分点，主要受鲜菜（上涨18.2%）、鲜果（上涨4.4%）等季节性因素影响；扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅连续4个月保持在1%以上，反映消费需求的持续韧性，家庭服务价格上涨1.2%；金饰品价格因国际金价上行上涨68.5%，同比拉动较多。PPI修复主要受两方面驱动：一是国内重点行业产能治理见效，如煤炭开采和洗选业价格环比上涨1.3%、锂离子电池制造价格上涨1.0%；二是国际大宗商品价格传导，如有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨2.8%。总体来看，12月通胀数据显示，国内物价水平已从2024年的低位逐步修复，核心CPI的持续回升表明核心消费需求的韧性较好，而PPI的环比上涨则反映工业生产端的供需结构正在改善，但食品和贵金属的贡献仍然偏大。

高频数据略有分化。工业方面，节后工业生产节奏加快高炉开工率、涤纶长丝开工率、PTA开工率环比上升0.37%、0.41%、3.21%；铜价继续上涨，本周长江有色铜、LME铜均价环比+2.8%、+4.8%，玻璃期货由跌转涨，节后产销明显改善。消费方面，30城新房成交面积103.2万平方米，较节前一周环比-67%，二手房成交面积环比-7.7%，成交继续降温；12月份，乘用车零售同比-13%、环比+3%，其中12月29日-31日当周零售12.3万辆，同比+17%、环比+2%，年末冲刺效应突出。后续看，今年1月工作日增多，叠加春节备货赶工影响，预计生产、出口景气度不低，经济表现可能依然不弱。对市场而言，宏观靠前发力及“反内卷”推进对短期再通胀交易预期或有提振，需要关注高频验证产需量和价回升的斜率和持续性。

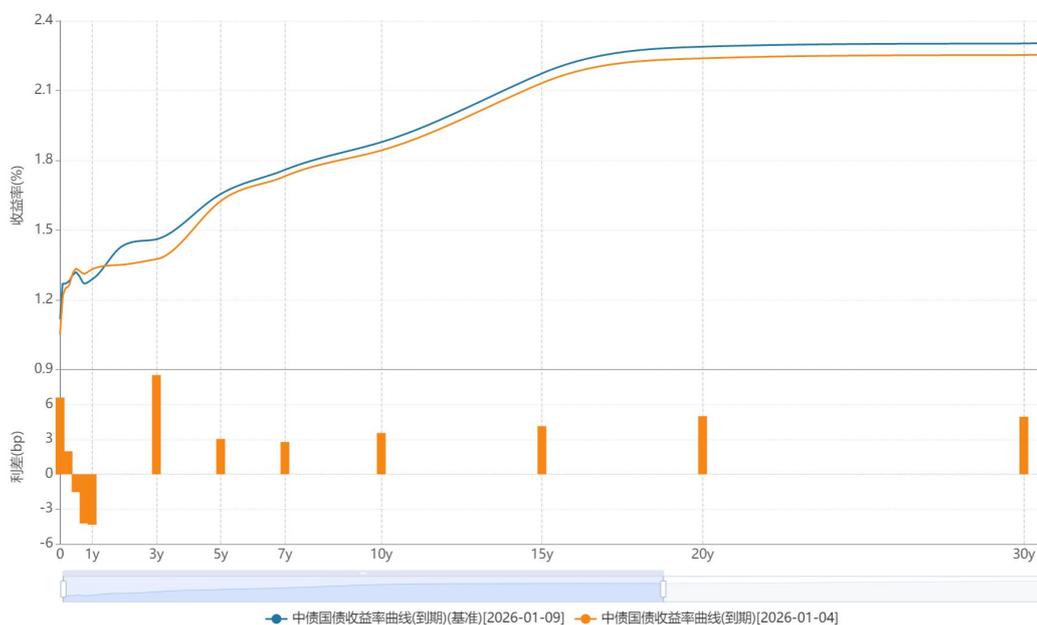
## 三、风偏预期仍强，债市震荡调整。

本周风偏仍然不弱，债券市场熊平调整。具体来看，5年期国债收益率上行3BP至1.66%，10年期国债收益率上行约3.6BP至1.88%，30年期国债收益率上行约5BP至2.30%。周一，债市供给引发担忧叠加权益连阳，收益率全线上行，中长债跌幅领先，250016上行1.95bp到1.862%。周二，股市继续上涨，OMO大幅回笼，宽松预期偏弱，债市情绪进一步走弱，国债期货开盘即大幅补跌，当天250016上行2.3bp到1.885%。周三，股市继续上涨，中短债券在发行压力下呈现熊平，债市持续下跌，当天250016上行1.25bp到1.8975%。周四，在连跌至1.9%附近后债市有所修复，收益率普遍下行，当天250016下行0.75bp到1.89%。周五，股市盘中沪指站上4100点，但机构情绪边际改善，债市维持弱修复，250016收益率持平。1月4日-1月9日十年国债活跃券250016累计上行4bp。信用债方面，由于供给担忧相对弱、当前利差适度，反而修复力度较大，全周普遍下行，三个级别的城投信用利差分别下行4.9BP、下行4.5BP、下行5.2BP；三个级别的非城投信用利差分别下行3.9BP、下行

### 5. 3BP、下行 6. 2BP。

展望下周，权益将持续影响债市风偏，同时光伏、电池补贴首当其冲的反内卷政策或对通胀预期造成扰动，预计债市仍处于“看预期做债”阶段，以震荡为主，难有较大修复行情。在较多不利因素压制下，债市情绪的修复或需要通胀预期证伪、权益或商品市场的风险下行调整、或者央行的超预期呵护触发。中期来看，目前债市仍处于逆风状态，当前资金利率处于历史偏低分位数，即使是安全边际较高的中短端债券，在利率下行的想象空间愈发逼仄的情况下，利率中枢或较难继续下移。

图 2 本周收益率震荡上行 来源:Wind



数据来源: Wind, 中国债券信息网