

## 超长端利率债迎来修复，曲线走平

### 摘要:

央行全周公开市场逆回购净投放资金 2295 亿元，MLF 净投放 7000 亿元，本月买断式逆回购已有 3000 亿元净投放，1 月中期流动性净投放总量已达 1 万亿元，央行呵护春节前资金市场流动性态度明显。全周政府债净融资金额 5475 亿元，加上 1 月缴税大月影响，资金利率有所抬升，DR001 上 8bp 至 1.40%，DR007 上行 5bp 至 1.49%，DR014 上行 8bp 至 1.58%。存单方面，各期限 AAA 存单收益率除 1M 外多较 1 月 16 日下行，曲线走平。下周公开市场到期量 11800 亿，MLF 到期 2000 亿元，政府债券净缴款约 5475 亿，预期央行仍将维持呵护态度，合理投放流动性维护市场平稳跨月。

经济数据反映供需分化现实，财政部接力央行发布五项协同政策。12 月规模以上工业增加值同比增速回升 0.4pct 至 5.2%，同比超预期增长，显示生产端改善。消费方面，社零当月同比增长 0.9%，较前值下降 0.4pct，内需边际走弱。固定资产投资方面，12 月当月同比 -15.1%，较前值进一步下滑，制造业、地产、基建均有所回落。1 月 20 日，财政部新闻发布会公布中小微企业贷款贴息政策、民间投资专项担保计划、设备更新贷款贴息政策、服务业经营主体贷款贴息政策、个人消费贷款贴息政策共五项政策，与此前 15 日央行发布会政策形成协同。发布会提出 2026 年财政政策基调“总量增加、结构更优、效益更好、动能更强”，定调积极。

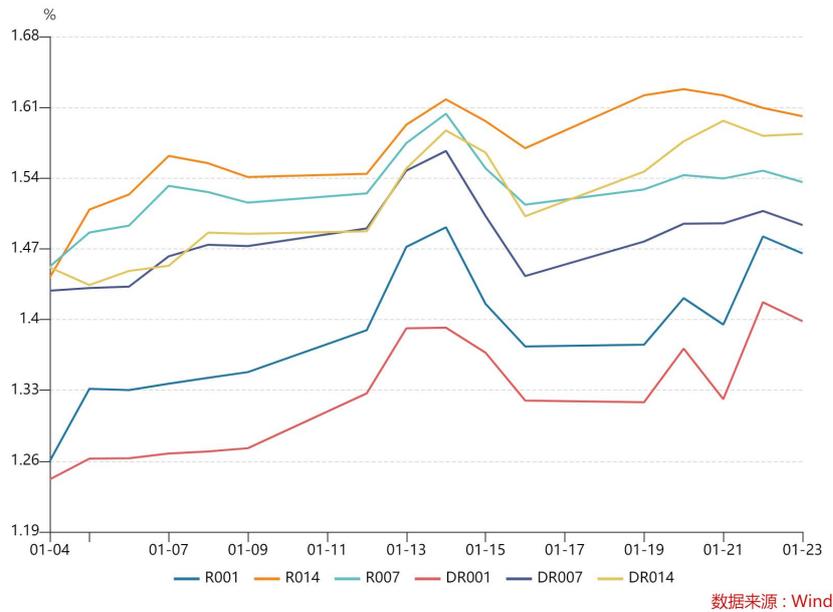
本周超长端迎来相对强势的反弹，短端方面受资金市场边际收敛影响，整体偏震荡，曲线走平。本周超长地方政府债发行结果偏理想，市场对此前超长债供给担忧下的悲观预期进行了一定修正，长债做多情绪迎来修复。根据中债国债收益率曲线，截至 1 月 23 日，1 年期国债收益率 1.28%，较上周五上行 4BP；5 年期国债收 1.60%，较上周五下行 1BP；10 年期国债收 1.83%，较上周五下行 1.3BP；30 年期国债收 2.29%，较上周五下行 1.4BP。

债市方面，逢低减仓是交易盘的优选，在两会更多政策增量信息披露之前，十年期活跃国债预计在 1.80%-1.90% 区间震荡运行，区间下沿谨慎追多。另外，关注权益市场对债市的压制，近期多个主要指数横盘震荡调整而非大跌，表现较强势，权益市场随时有结束横盘调整而继续上涨趋势的可能性。国债期货技术面上，30 年期国债期货上方迎来强阻力，在 11 月下旬以来日线的强下降趋势背景下，一举突破 113 点位压力较大，短期有回落需求，十年期国债期货上方同样面临强压力位，预计下周超长债、长债走势均震荡偏空，十年期活跃国债预计运行在 1.82%-1.86% 区间。

## 一、税期及政府债发行扰动下资金利率抬升。

央行全周公开市场逆回购净投放资金 2295 亿元，周四宣布 MLF 操作 9000 亿元（1 月 26 号到期量 2000 亿元），本月买断式逆回购已有 3000 亿元净投放，MLF 继续净投放 7000 亿元，1 月中期流动性净投放总量已达 1 万亿元，央行呵护春节前资金市场流动性态度明显。全周政府债净融资金额 5475 亿元，为 1 月以来高点，加之 1 月历来为缴税大月，资金利率有所抬升，DR001 上 8bp 至 1.40%，DR007 上行 5bp 至 1.49%，DR014 上行 8bp 至 1.58%。大型银行净融出资金余额边际回落至 5.11 万亿附近水平，而货币基金净融出余额边际走升至 1.19 万亿附近。存单方面，各期限 AAA 存单收益率除 1M 外多较 1 月 16 日下行，3M、6M、9M、1Y 期限存单分别下行 1.9BP、3.2BP、3.2BP、3.2BP 至 1.575%、1.585%、1.593%、1.595%，曲线走平。下周公开市场到期量 11800 亿，MLF 到期 2000 亿元，政府债券净缴款约 5475 亿，预期央行仍将维持呵护态度，合理投放流动性维护市场跨月平稳。

图 1 近期资金利率走势



## 二、12 月经济数据反映供需分化现实，财政部接力央行发布五项协同政策。

12 月经济数据显示供给改善，需求回落。2025 年 4 季度实际 GDP 同比 4.5%，全年累计同比顺利实现 5% 的目标增速。12 月单月情况看，规模以上工业增加值同比增速回升 0.4pct 至 5.2%，同比超预期增长，显示生产端改善。消费方面，社零当月同比增长 0.9%，较前值下降 0.4pct，与出口数据持续呈现分化态势，供强需弱矛盾仍明显，出口当月同比增长 6.6%，较前值提升 0.7pct。固定资产投资方面，12 月当月同比-15.1%，较前值进一步下滑，制造业、地产、基建均有所回落。制造业投资当月同比降幅扩大至-10.6%，较前值下降 6.1pct，12 月增速放缓原因可能包括大规模设备更新政策拉动作用减弱、“两新”政策的效果有所退坡以

及制造业“反内卷”政策约束了部分行业的投资扩张。12月地产投资增速-35.8%，较前值下降5.5pct，施工面积增速-10%，继续下滑，新开工面积增速-19.4%、竣工面积增速-18.3%，虽略有企稳但仍在相对低位，拿地情绪偏弱，地产投资仍在下行惯性中运行。12月广义基建投资-16%，较前值下降4.1Pct，狭义基建投资-12.2%，较前值下降2.5Pct。结构上主要是交运、水利行业投资拖累加深，电力行业投资有所企稳。

1月20日，财政部新闻发布会公布中小微企业贷款贴息政策、民间投资专项担保计划、设备更新贷款贴息政策、服务业经营主体贷款贴息政策、个人消费贷款贴息政策共五项政策，与15日央行发布会政策形成协同，精准对接央行重点支持的扩大内需、科技创新、中小微企业等领域。发布会强调2026年总体支出力度“只增不减”，提出2026年财政政策基调“总量增加、结构更优、效益更好、动能更强”，定调积极。

### 三、超长债修复力度增强，曲线走平。

本周超长端迎来相对强势的反弹，短端方面受资金市场边际收敛影响，整体偏震荡，曲线走平。消息面上，12月经济数据整体符合预期，市场未做过多的定价，本周30年地方政府债发行结果偏理想，此前市场对超长债供给担忧的悲观预期进行了一定的修正，长债做多情绪迎来修复。根据中债国债收益率曲线，截至1月23日，1年期国债收益率1.28%，较上周五上行4BP；5年期国债收1.60%，较上周五下行1BP；10年期国债收1.83%，较上周五下行1.3BP；30年期国债收2.29%，较上周五下行1.4BP。

债市方面，在超长债供给的承接担忧未被完全证伪前，逢低减仓是交易盘的优选，在两会更多政策增量信息披露之前，十年期活跃国债预计较长时间在1.80%-1.90%区间震荡运行，区间下沿谨慎追多。另外，持续关注权益市场对债市的压制，权益市场从12月中旬以来的上涨趋势强势，近期多个主要指数横盘震荡调整而非大跌本就是强势的证明，权益市场随时有结束横盘调整而继续上涨趋势的可能性。技术面上，目前30年国债期货上方有强阻力，叠加11月下旬以来日线的强下降趋势背景，一举突破113的点位压力较大，短期有回落需求，十年期国债期货同样上方面临强压力位，预计下周长债、超长债走势均震荡偏空，十年期活跃国债预计运行在1.82%-1.86%区间。

图2 国债、国开债收益率曲线期限结构

