

债市情绪偏弱，长债对利空敏感性提高

- **一级市场回顾** 上周一级市场国债、地方债和政策性金融债发行规模分别为 2230 亿、1087 亿和 990 亿，净融资额为-338 亿、605 亿和-1065 亿。金融债（不含政金债）共计发行规模 1346 亿，净融资额 714 亿。非金信用债共计发行规模 2207 亿，净融资额 610 亿。转债新券发行 2 只，预计融资规模 2.7 亿元。
- **二级市场回顾** 超长债持续承压，债市再度调整。主要影响因素包括：央行 11 月国债买卖量、万科事件、政治局会议串门等。
- **流动性跟踪** 12 月初，资金面季节性宽松。最终 R001 和 R007 分别较前周下行 5.3BP 和下行 2.6BP。
- **政策与基本面** 何立峰与美国财政部长、贸易代表格举行视频通话，推动中美经贸关系持续稳定向好。高频数据来看：生产端表现分化，需求端地产出口偏弱，价格端食品分化、生产资料价格多数回升。
- **海外市场** 美国就业数据表现分化，日本加息预期上升，美国长债下跌。10 年期美债收盘在 4.14%，较前周上行 12BP。
- **权益市场** 上周 A 股受美联储态度偏鸽，银、铜、铝价格走高影响，有色板块表现亮眼，周度涨幅 5.35%。成交缩量，上周日均成交量 1.70 万亿，周度日均成交量减少 407.45 亿。截至 2025 年 12 月 4 日，全 A 融资余额 24664.78 亿，较 11 月 27 日增加 114.93 亿。
- **债市策略展望** 债市震荡格局尚未被打破，但短期长债压力持续：一方面，从基本面来看，2026 年我国经济有望边际企稳但上行斜率不高，在基本面确认明显回升之前，央行货币政策有望保持持续宽松，央行仍有降准降息的必要，市场短期对货币政策预期已较为悲观；另一方面，存款活期化虽然加剧银行负债端的不稳定性，但也同时有效降低了银行负债端成本，在存款脱媒扰动消退后，银行配债性价比再度上升。此外，央行重启国债买卖有着财政货币协调与调节收益率曲线的双重目的，债券收益率仍有上限，央行或采取拉长国债买卖久期的方式对冲银行长债承接压力，明年政府或再度注资银行提供银行一级资本保护垫。但在政府央行针对性调节前，长债压力持续。节

奏上，十二月中下旬的传统债市配置行情仍可期待。转债指数高位震荡。近期转债资金端的动向是最大的关注点，转债中长期的逻辑并没有被破坏，1）供需关系没有逆转；2）政策面对稳经济的需求没有完全落空；3）转债机构持仓市值高，但仓位相对较低，绝对收益机构均低仓位。目前更倾向于用风险收益比的框架应对当下市场，关注后续政策的演绎。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。