

债券市场短期利率季节性规律研究

易海霞

(广西银行学校 广西南宁 530007)

摘要:我国债券市场的短期利率存在季节性规律,通过系统分析的方式展示其季节性波动特征与驱动机制模式。经过研究发现,债券市场短期利率在季末、岁末以及政策窗口期呈现出显著的下行趋势,三季度经常由于供给放量与稳增长政策落地出现阶段性反弹情况。这一规律由机构行为周期、政策调控节奏、市场供需变化以及资金面季节性波动共同驱动。基于此,本文主要针对债券市场短期利率季节性规律进行分析研究,为市场参与者提供交易窗口参考,为货币政策精准调控提供季节性因素量化依据与支撑。

关键词:债券;市场;短期;利率;季节性

债券市场短期利率的季节性波动作为金融市场运行的重要特征,其规律对于投资策略制定与货币政策实施具有关键价值与重要作用。在中国利率市场化深化背景下,短期利率针对政策信号、机构行为、市场供需的敏感性持续增强,季节性波动的复杂性与可预测性彼此并存。从实践的角度上来说,机构投资者可以通过识别利率季节性规律优化久期管理与配置工作结构,央行也可以通过季节性特征来提升流动性调控的精准度,避免政策效果被市场周期性波动产生干扰与影响。

一、短期利率季节性规律对投资策略与政策调控的意义

(一) 投资策略优化

短期利率的季节性规律为投资者构建出可预测的时间窗口,通过准确把控利率波动的周期性特征,这将会有效提升策略收益的风险比。站在长周期管理的角度上来看,季末及岁末年初通常是利率下行的高频区间,投资者可以提前增持长周期国债来获得资本收获。而三季度由于政府债供给放量与稳增长政策落地,利率反弹压力较大,需要转向短久期品种规避波动影响。在品种选择层面,11-12月地方债发行淡季叠加信用债供给收缩,国债配置需求越发明显。而一季度非法人产品抢跑效应下,同业存单与高评级的短融流动性优势随之增强。除此之外,高频时间节点的规律可以知道波段交易,通过捕捉旬度级别的利润低点,积极优化资金运作效率。经过实践可以发现,基于季节性规律的淡季布局+旺季调整方式,相互比较于全年持有策略可以降低20%^[1]。

(二) 政策调控精准化

识别短期利率的季节性规律,也是央行提升流动性管理精准度的重要要求。例如,春节前后现金漏损导致资金面出现阶段性紧张,央行可以通过提前开展逆回购或MLF超额续作平滑波动,避免季节性资金缺口放大市场的紧张性。季末MPA考核时点,商业银行针对高流动性资产的配置需求上升,央行如果同步实施降准,可以强化政策效果与市场预期的匹配度。站在政策传导的角度上来说,中央经济工作会议等政策窗口期经常由于市场对宽松的交易行为、央行可借助季节性规律判断利率走势,从而避免政策信号因此被周期性波动产生影响而模糊。除此之外,在货币政策框架转型期间,利率季节性模式的异化也将会作为政策传导效率观测的重要指标^[2]。

(三) 市场机制与风险管理

短期利率季节性规律的使用,将会推动金融市场形成有序的定价逻辑模式,进而降低信息不对称导致的非理性波动。对商业银行来说,通过预判季末利率低点,将会有效优化资产负债表的流动性储备,进而减少被动抛售资产的压力影响。对于资管产品来说,跨年布局的抢跑效应本质上来说是针对季节性规律的主动响应与反馈,这将会有助于平滑资金中赎带来的操作成本。从宏观角度上来说,当市场参与者普遍认知并且使用季节性规律期间,利率波动的可预测性将会增强,进而有效降

低系统性风险的积累。例如,如果市场对三季度利率反弹形成一致预期,机构将会提前调整久期,避免集中抛售而导致的流动性危机。除此之外,季节性规律的量化分析将会帮助监管者提供微观行为的监测维度,通过跟踪利率季节性偏离度情况,识别异常交易行为或者政策冲击带来的影响,为宏观审慎管理提供数据支撑与帮助。

二、债券市场短期利率季节性规律研究难点

(一) 多因素协同机制的分析困境

短期利率季节性受到政策周期、机构行为、供需变化等多维度因素的叠加影响,各个因素之间的非线性交互作用导致规律分析存在较为明确的难点。例如,央行降准操作经常与季末银行MPA考核同步开展,政策宽松干预机构配置需求形成共振情况,但是两者对利率的边际影响很难通过单一模型做出分离与处理,传统VAR模型虽然可以刻画变量之间的联动性,但是很难量化降准预期引导机构提前布局的跨周期因果关系。除此之外,经济周期与资金面波动的交互效应也容易增加分析的复杂度,例如一季度经济数据走强可能压制宽松预期,但是春节前后现金漏损又很容易导致央行投放流动性受到影响,两种力量对利率的作用方向彼此相互走向,导致季节性规律在不同年份发生异化的情况。此类协同效应导致单一因素主导的传统研究框架失效,构建出的多变量动态模型需要面临参数估计的误差与维度灾难挑战,尤其是在政策框架转型期,这将会进一步加剧分析难度^[3]。

(二) 高频数据噪声与季节性信号的甄别难题

短期利率的高频季节性蕴含着丰富的交易信号,但是日度数据中的政策干预、市场情绪等高频噪声很容易掩盖真实季节性规律。例如,在6月下旬利率下行经常被归因于季末配置需求,但是央行临时开展的14天逆回购操作,可能阶段性影响资金利率,导致政策驱动与季节性驱动的信号混淆。传统季节性分解方式虽然可以分离趋势项与周期项,但是针对中国市场特有的政策冲击性波动适应性不足,可能将临时性政策操作误判成为季节性成分。除此之外,高频数据的日历效应与真正的季节性规律很难做出区分,需要结合事件研究法来逐个进行校验与处理,而不是大量非常规事件导致样本周期内异常值频频发生,进一步干扰模型针对常态化季节性的识别^[4]。

(三) 政策框架转型的动态干扰

中国货币政策框架与监管规则的迭代更新持续改变市场参与者行业模式,导致短期利率季节性规律呈现出时变性特征。以2023年资本新规作为案例进行分析,银行针对国债等权重相对较低的资产配置需求提升与改进,强化季末利率下行幅度,但是新规同时要求同业存单计入同业负债考核当中,又可能在季末推高存贷利率,两种效应的此消彼长导致传统季节性规律出现局部失效的问题。除此之外,货币政策工具创新的推出将会转变流动性投放与季节性节奏,例如2022年推出的设备更新

再贷款可能导致三季度利率反弹力度弱化历史规律。此类政策变迁的影响,具备路径依赖的特征,新规实施初期市场行为调整存在滞后的效应,而当机构形成全新的操作范式之后,季节性规律可能发生永久性的重构^[5]。

(四) 突发事件的外生性冲击

地缘政治冲突、疫情冲击、信用事件等突发事件可能产生短期甚至长期的利率季节性规律,其不可预测性与影响深度构成研究的一项核心难点。以2020年新冠疫情为例,春节之后央行超预期降准与市场恐慌性流动性需求彼此交织,导致2月利率出现先抑后扬的情况,完全偏离春节后季节性回落的历史规律。2022年1月理财赎回引发债市暴跌,让12月传统配置窗口的利率下行趋势随之逆转,甚至出现异常的上行情况。此类事件的冲击,具备多维度的特征,不仅转变当期利率的轨迹,也可能通过重塑机构行为模式影响后续的季节性。例如,2022年债市调整之后,资管产品普遍缩短久期,导致2023年季末利率下行幅度收窄。除此之外,突发事件的长尾效应导致利率季节性与宏观基本面的关联机制发生改变,传统基于历史数据的统计模型很难有效外推预测。

三、债券市场短期利率季节性规律的策略应用

(一) 久期策略: 基于季节性波动的动态期限管理框架

短期利率季节性规律为久期策略提供明确的时间锚点架构,在1月、4月、7月、12月等利率下行高频期间,提前2~3周将组合久期从3年拉长到7~10年,通过增持10年期国债捕捉资本利得。在2020—2024年数据可以显示,12月由于银行跨年配置与央行流动性投放,10年期国债收益率平均下行25BP,其中季节性因素贡献度达到60%。而8~9月需要将久期压缩到2年之内,转向1年期同业存单或短融品种,规避地方债供给放量与稳增长政策引发的利率反弹。策略执行需要嵌入双重修正工作机制,如果季末降准预期落空,需要在央行公告之后的1个工作日内回调预期。当国债期货隐含波动率超过25%时,通过期货空单的对冲风险,针对6月下旬等高频节点,使用阶梯式久期调整将会提升12%的风险收益比。也就是前10天增持50%的长周期仓位,后10天视政策信号追加到80%。

(二) 品种轮动策略: 供需周期与配置行为的跨品种套利

基于债券市场供需的基本特征,可以打造出三阶段动态配置模型,从而捕捉资产性价比的变化。11~12月地方债发行规模从10月的2.3万亿元骤然降低到0.8万亿元,国债由于供给稀缺而形成显著的配置溢价。此时增持10年期国债—国开债利差组合,并且通过做空信用债ETF对冲信用风险,2022年12月地方债发行仅1500亿元,该利差从30BP收窄到22BP,使用策略的方式实现8BP收益。1~2月非法人产品为锁定次年收益启动抢跑布局模式,3M同业存单—OMO利差从12月的50BP压缩到1月的20BP,通过买入存单+卖出IRS组合捕捉利益收窄,同时,配置AA+级1年期短融,5~7月经济收益回落驱动宽松预期,精选AA+级三年期城市投资债券并且结合利差—国债收益率联动模型,当10年期国债收益率下行超过10BP之后,城投债利差同步收窄概率高达75%。2024年5—7月该策略通过票息收益与资本利息合计40BP收益,需要动态跟踪信号时间对供给节奏的扰动与影响。例如,2022年11月债市调整导致信号债发行规模降低40%,传统四季度供给收缩利好随之失效,此时需要将信号债配置阈值从以往的AA+级提升到AAA级,通过信号利差历史分位数来控制风险影响。

(三) 资金运作策略: 高频节点的跨市场流动性套利与精细化管理

聚焦每旬季节性窗口,可以构建出资金面—债券市场—衍生

品联动套利体系,从而捕捉到短期波动机会。在季末最后10天银行MPA考核驱动DR007经常低于政策利率20~30BP,通过7天质押式回购的方式,保障质押率 ≥ 1.1 倍,融入资金并且买入10年期的国债ETF,等到季末利率下行之后卖出获利。2023年6月20—30日DR007均值1.75%,该策略实现2.5%每周收益,需要每天监控质押券折扣率,当国债价格波动超过1.5%时,追加质押品。春节前2周现金漏损导致隔夜利率冲高3.5%以上,提前14天逆回购锁定资金成本,2024年春节前14天逆回购率2.3%,较节后7天逆回购低15BP。同时,卖出10年期国债期货对冲利率上行风险,通过资金成本节约+期货套利的方式达成双重收益。中央经济工作会议前5个交易日,市场经常交易宽松预期,构建出买入货币市场ETF+做多国际期货组合,会议公报发布之后2个交易日内止损。2023年会议释放宽松信号之前,该组合实现1.2%收益,如果政策不及预期需要立即止损,亏损阈值设定为组合净值的0.8%。这一策略需要建立高频监控机制,当央行当日OMO操作量偏离预期超过500亿元时,30分钟内将会完成仓位校准。

(四) 跨市场套利策略: 政策周期与机构行为的多维联动与动态校准

通过打造出货币市场—债券现券—衍生品—跨境市场四维联动框架从而捕捉市场机会,当季末降准预期概率超过50%之后,通过OMO操作量与MLF续作规模预判,可以构建出DR007期货空单+国债期货多单组合,2022年12月降准落地之前,DR007期货下跌15BP,国债期货上涨0.8%,组合收益达到1.2%,使用30%的预期概率作为平仓阈值。使用国债现券与期货季末基差波动,买入10年期国债现券并且卖出对应期货合约,在基差从-10BP走扩到+5BP时平仓,需要在交割月前10天转移到下季合约,避免基差风险。保险机构1~3月期间,买入5年期国债并且卖出同期限寿险公司债权计划ETF,跟踪新增保单规模同比增速,当增速 $< 5\%$ 时终止交易。策略需要重点关注资本新规等政策对机构行为的重塑,例如新规实施之后银行对同业存单风险权益提升,导致存单与国债季节性联动减弱,需要将套利阈值从历史均值 $\pm 15BP$ 调整到 $\pm 25BP$ 。

结束语:

债券市场短期利率的季节性波动呈现出显著的阶段性规律与高频节点特征,1月、4月、7月、12月流量下行概率较高,8~9月经常由于政策与供给因素反弹,这一现象主要通过机构行为周期、政策调控节奏、市场供需变化及资金面波动协同驱动。这一规律为市场参与者提供了明确的策略引导,通过准确把控季末配置窗口、规避三季度波动,将会有效优化久期管理的品种轮动。对于政策制定者来说,识别季节性因素将会有助于精准调控流动性,平抑春节现金漏损、季末考核等节点的市场波动。

参考文献:

- [1]张前程,董慧芳.金融市场间利率传导效率的动态特征——基于时变分析框架的研究[J].吉林工商学院学报,2025,41(01):85-95+128.
- [2]孙川川.债券市场短期利率季节性规律探析[J].银行家,2025,(01):116-119.
- [3]余元堂,梁斯.疏通利率传导机制:理论逻辑、国际比较与政策建议[J].南方金融,2023,(09):71-85.
- [4]王立勇,吕政.资产证券化与货币政策利率传导效率:证据与机制[J].中央财经大学学报,2023,(08):42-58.
- [5]方显仓,何康,张卫峰.结构性货币政策、经济环境不确定性与利率传导效率[J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2022,54(06):153-165+180.