

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门执行总监 冯琳

时间

2025 年 3 月 17 日

核心观点

- 主要受货币政策预期差、股债跷跷板效应影响，上周债市波动走弱。上周（3 月 10 日当周），由于央行公开市场延续净回笼，显示其对流动性的态度仍偏收敛，市场陷入恐慌情绪，理财、基金等机构加大赎回且止损盘涌现，周一、周二债市大幅走弱。周三，受股市下跌，以及有关资金下限 1.80%被取消传闻提振，债市强势反弹。但随着股市走强，金融时报报导专家看好结构性降息和择时降准，市场宽松预期再度推迟，周四、周五债市转而调整。整体上看，上周债市波动较大，长债收益率整体上行。短端利率方面，尽管上周央行公开市场仍然净回笼，但资金面整体保持均衡，带动短端利率有所修复，整体上行幅度小于长端，收益率曲线陡峭化上移。

本周（3 月 17 日当周）债市料偏弱震荡。从基本面来看，本周将公布 1-2 月宏观经济数据，考虑到去年一揽子增量政策作用延续，1-2 月宏观经济有望保持较强增长动能，对债市或有一定利空扰动。同时，上周日公布的《提振消费专项行动方案》加上本周一的提振消费发布会，将进一步助推股市上涨，对债市也将有所压制。不过，若中长债收益率在利空扰动下进一步上行，或带给配置盘进场加配机会，从而约束利率继续走高的空间，预计本周长端利率将在 1.80%-1.90%左右震荡。短端利率方面，在债市已大幅调整的背景下，央行继续收紧资金面的必要性有所下降，这可能意味着短债的调整或接近尾声。本周适逢税期，且 3 月为缴税大月，央行或将适量对冲，预计本周资金面将维持紧平衡态势。整体上看，本周债市将偏弱窄幅震荡，长债收益率将在 1.8%-1.9%左右震荡，短端利率有望企稳。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、上周市场回顾

1.1 二级市场

上周债市波动加大，长债收益率整体上行。全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.13%；上周五10年期国债收益率较前周五上行3.15bp，1年期国债收益率较前周五上行0.82bp，期限利差有所走阔。

- **3月10日**：周一，上周日公布的2月通胀数据不及预期，叠加资金面偏松，早盘债市有所回暖，但午后股市反弹，大幅提振空头情绪，债市转而明显走弱。全天看，银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10年期国债收益率上行1.26bp；国债期货各期限主力合约收盘全线下跌，10年期主力合约跌0.03%。
- **3月11日**：周二，尽管资金面稳定，但在基金赎回以及止损盘等压制下，债市大幅调整。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率大幅上行7.25bp；国债期货各期限主力合约大幅收跌，10年期主力合约跌0.42%，创2024年12月29日以来收盘新低。
- **3月12日**：周三，央行继续净回笼，市场再度陷入恐慌情绪，早盘债市延续弱势，但午后受股市下跌，加之受1.80%资金下限被取消传闻提振，债市强势反弹。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率大幅下行5.19bp；国债期货各期限主力合约收盘全线上涨，10年期主力合约涨0.37%。
- **3月13日**：周四，受股债跷跷板效应提振，债市明显走强，但午后随着资金面有所收敛，市场恐慌情绪再起，债市转而走弱。全天看，银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10年期国债收益率上行2.31bp；国债期货各期限主力合约冲高回落，收盘涨跌不一，其中，10年期主力合约涨0.03%。

- **3月14日**：周五，股债跷跷板效应延续，债市继续走弱，午后市场因2月金融数据可能低于预期，提升对货币宽松政策的期待，债市有所回暖。但尾盘金融时报发布文章表示专家看好结构性降息和择时降准，债市因此再度调整。全天看，银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行2.48bp；而国债期货各期限主力合约宽幅震荡全线收跌，10年期主力合约跌0.07%。

图1 上周10年期国债现券收益率和期货价格走势

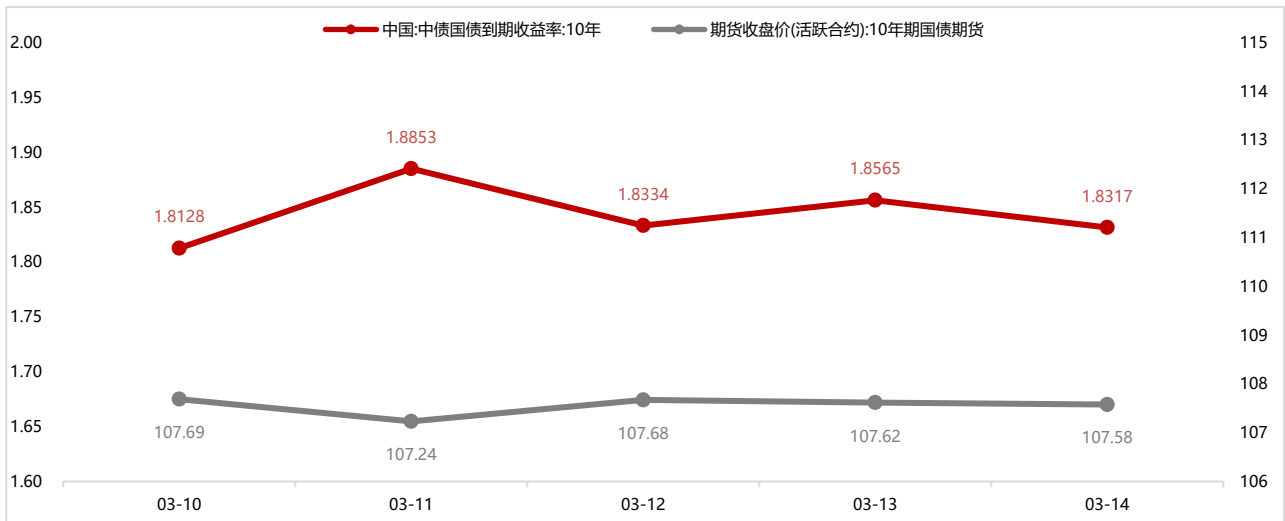


图2 上周1年期和10年期国债利率均上行

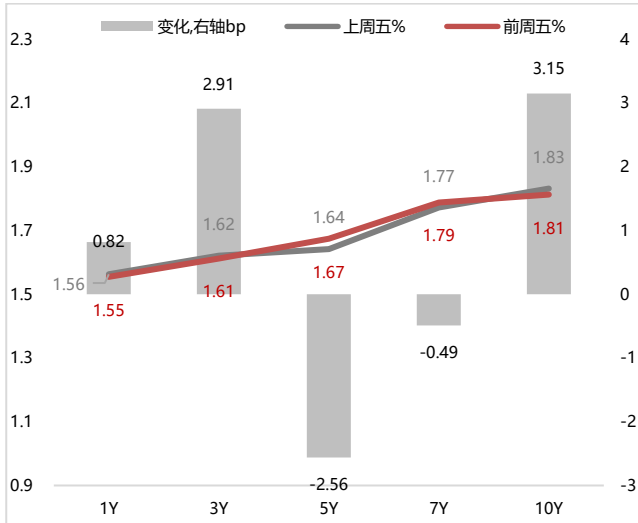


图3 上周国开债长端利率上行，中短端下行

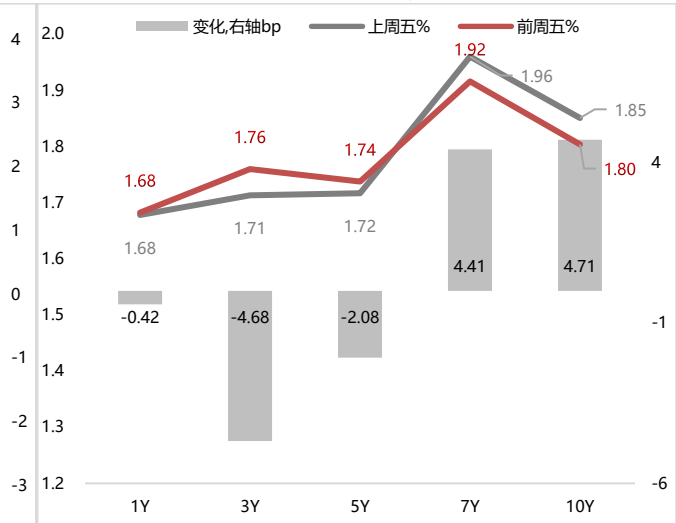


图 4 上周 1 年期和 10 年期国债期货继续下行

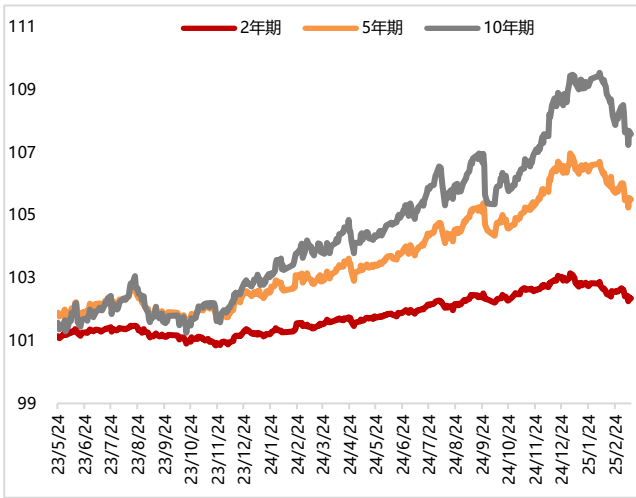


图 5 上周 10 年期国开债隐含税率继续下行 (%)

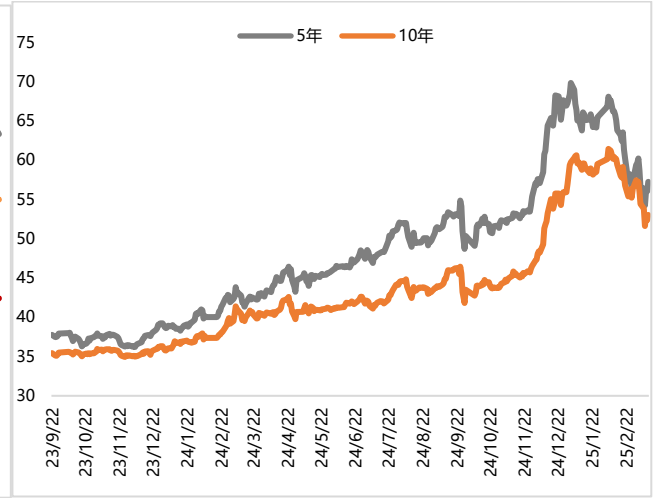


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差小幅走阔

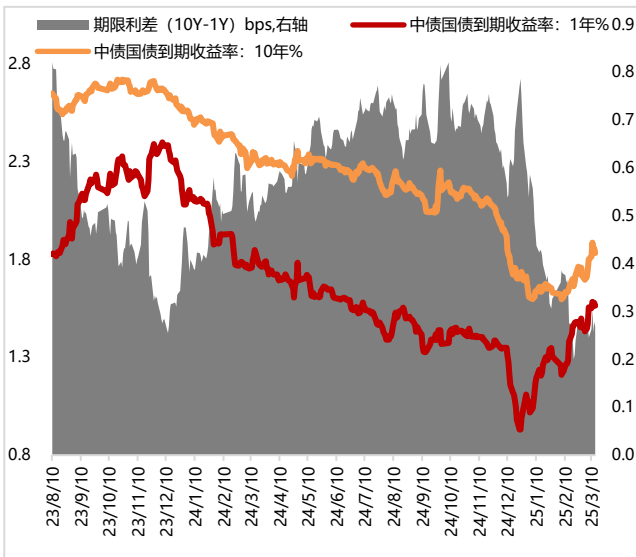
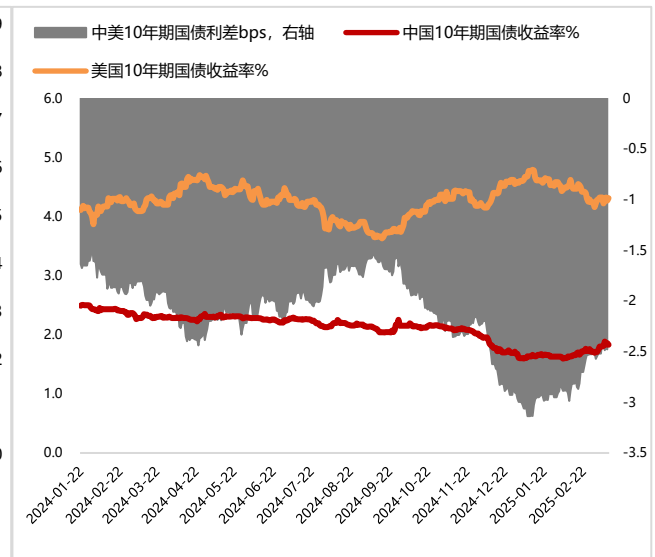


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续收敛



数据来源：Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 40 只，环比减少 7 只，发行量 5575 亿，环比减少 2012 亿，净融资额 1011 亿，环比减少 4251 亿。分券种看，上周国债、政金债、地方债发行量环比均减少；国债、地方债净融资额环比减少，而政金债净融资额环比增加。

表 1 利率债发行和到期（亿元）

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	3378.1	3982.4	4198.8	1465.9	-820.7	2516.5
政金债	1330	1430	0	755.2	1330	674.8
地方政府债	867.07	2175.2	365.52	104.22	501.55	2070.98
合计	5575.17	7587.6	4564.32	2325.32	1010.85	5262.28

数据来源：Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可：共发行 6 只国债，其中 2 只为凭证式国债，剩余国债平均认购倍数为 2.90 倍；共发行 17 只政金债，平均认购倍数为 3.82 倍；共发行 17 只地方债，平均认购倍数为 18.40 倍。（上周利率债发行情况详见附件 1-3）

二、上周重要事件

- 2 月社融延续同比多增。**3 月 14 日，央行公布的数据显示，2025 年 2 月新增人民币贷款 1.01 万亿，同比少增 4400 亿；2 月新增社会融资规模为 22333 亿，同比多增 7374 亿；2 月末，M2 同比增长 7.0%，增速与上月末持平；M1 同比增长 0.1%，增速较上月末低 0.3 个百分点。

2 月人民币贷款再现同比少增，主因企业贷款同比大幅少增，或主要受大规模隐债置换带动属于隐债的存量贷款被偿还，监管持续关注信贷资金防空转，以及 1 月信贷“开门红”可能对 2 月贷款需求有所透支等因素影响。2 月社融延续同比多增，主要源于积极财政政策靠前发力以及置换债大规模发行背景下，地方政府债净融资同比高增，带动政府债券融资同比大幅多增。2 月末 M2 增速保持不动，背后是化债带动企业存款多增，与财政存款多增形成对冲；M1 增速低位下行，显示当前宏观经济活跃度有待进一步提振。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据涨跌不一，其中，高炉开工率继续上升，而石油沥青装置开工率小幅回落，半胎钢开工率、日均铁水产量则基本与前一周期持平。从需求端来看，上周BDI指数继续大幅上涨，出口集装箱运价指数CCFI则继续下跌；上周30大中城市商品房销售面积小幅回升。物价方面，上周猪肉价格延续下跌，而大宗商品价格多数下跌，其中，铜价继续上涨，螺纹钢、原油价格小幅下滑。

图 8 上周高炉开工率继续上升 (%)

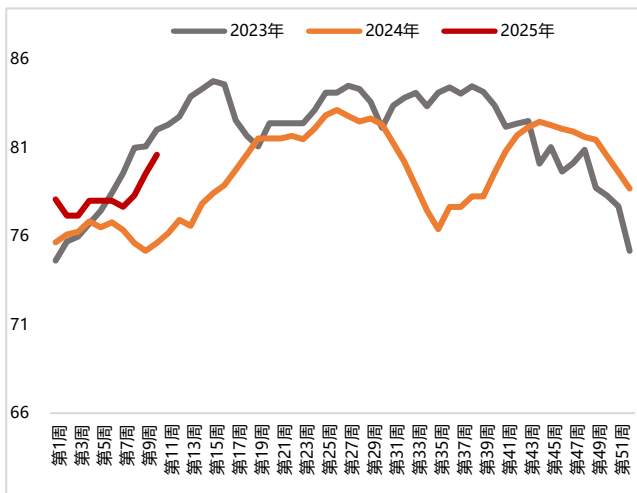


图 9 上周石油沥青装置开工率小幅回落 (%)

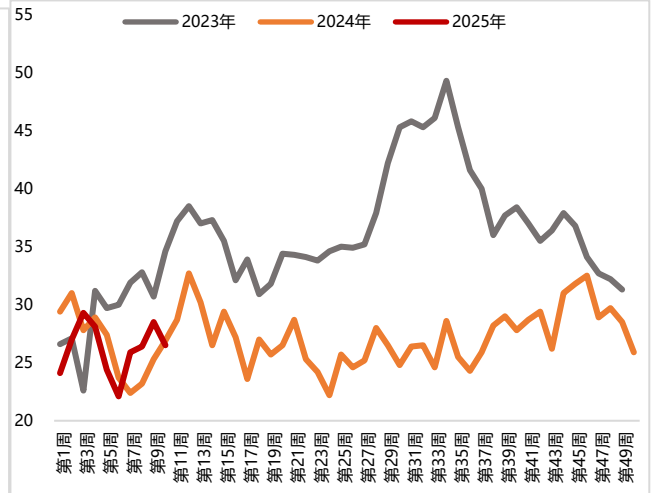


图 10 上周半钢胎开工率基本持平 (%)

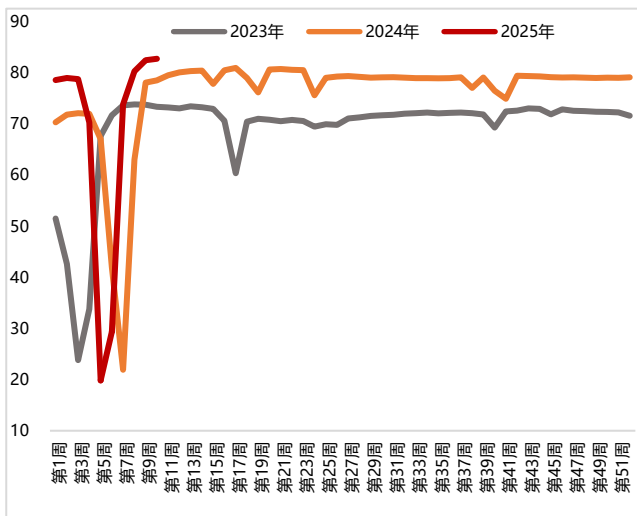


图 11 上周日均铁水产量(247家)基本持平(万吨)

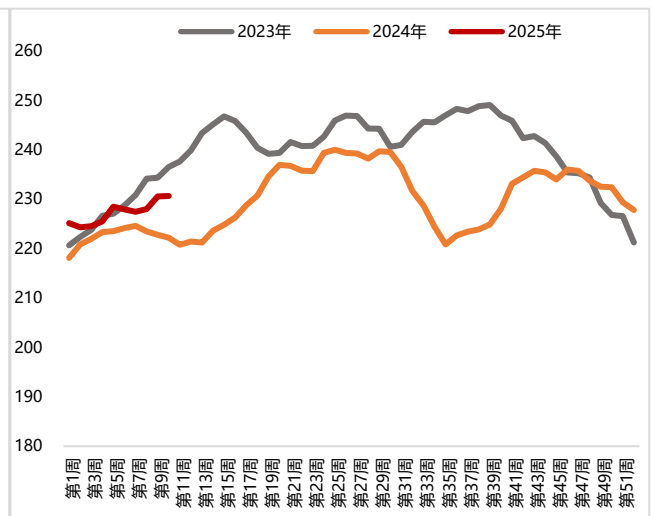


图 12 上周 30 城商品房成交面积微幅回升 (万 m²)

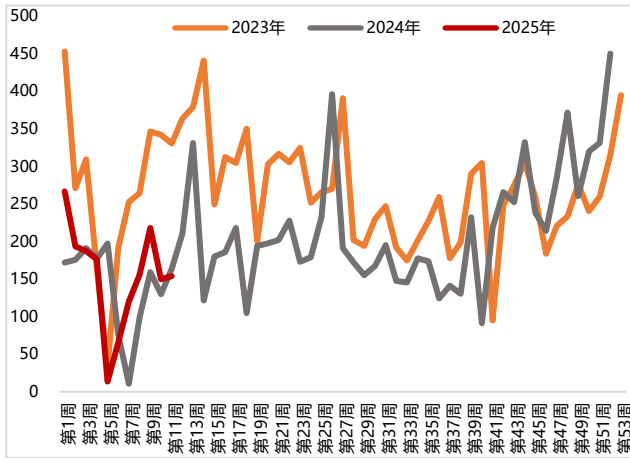


图 13 上周 BDI 指数继续大幅上涨

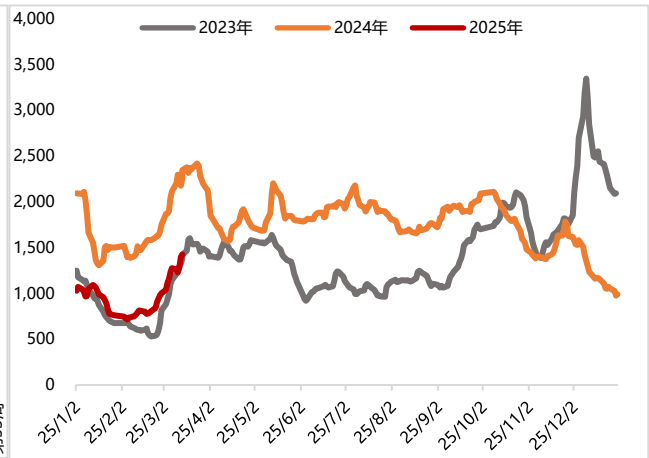


图 14 上周 CDFI 指数继续大幅上升

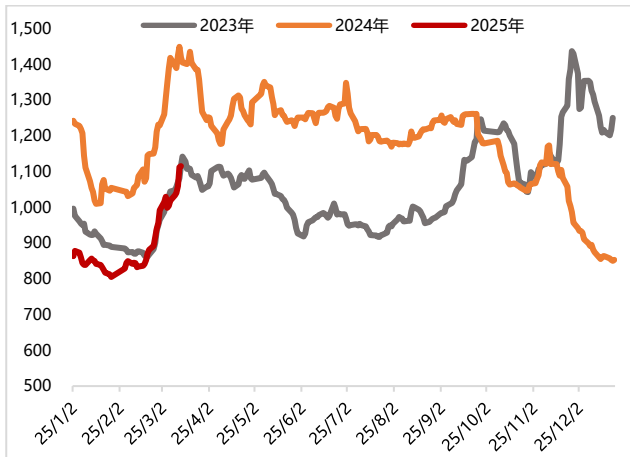


图 15 上周 CCFI 指数继续下跌

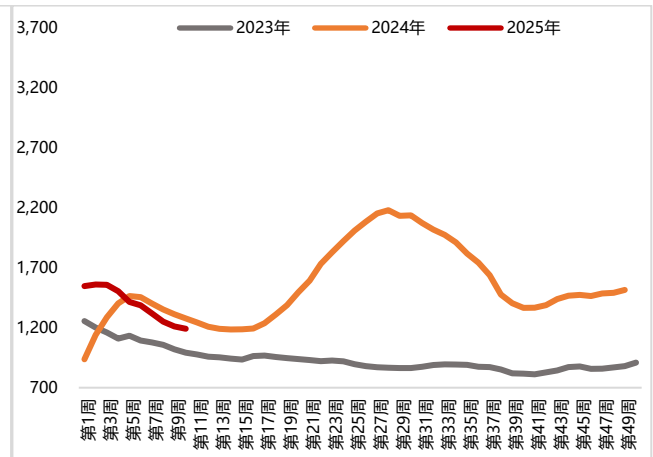


图 16 上周猪肉价格继续小幅下跌

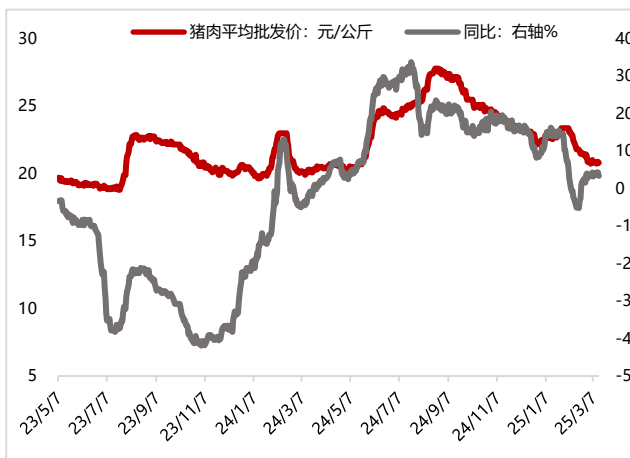


图 17 上周国际油价继续下跌

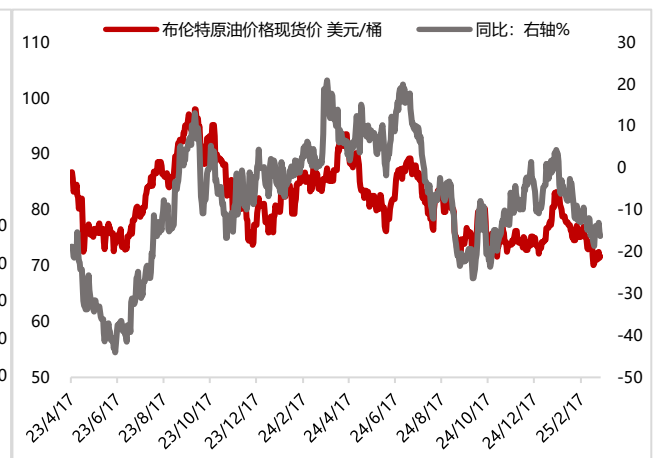


图 18 上周铜期货价格继续回升

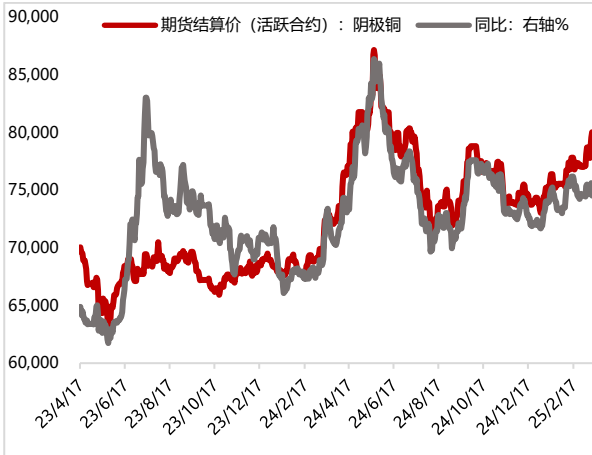
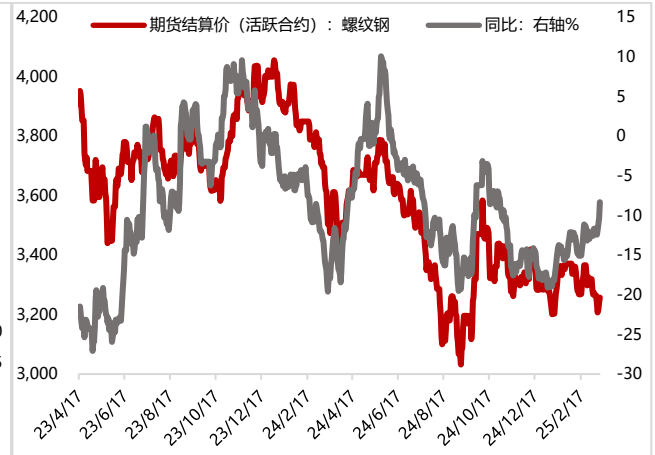


图 19 上周螺纹钢期货价格小幅回落



数据来源: Wind 东方金诚

四、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净回笼资金 1917 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2025/3/10	逆回购 7D	965	1.50	逆回购 7D	970	1.50
2025/3/10	国库定存 1 个月	1500	2.08			
2025/3/11	逆回购 7D	377	1.50	逆回购 7D	382	1.50
2025/3/12	逆回购 7D	1754	1.50	逆回购 7D	3532	1.50
2025/3/13	逆回购 7D	359	1.50	逆回购 7D	1045	1.50
2025/3/14	逆回购 7D	1087	1.50	逆回购 7D	1850	1.50
2025/3/14				国库定存 1 个月	900	2.00
发行	6042					
到期				8679		
净投放				-1917		

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 明显上行 (%)

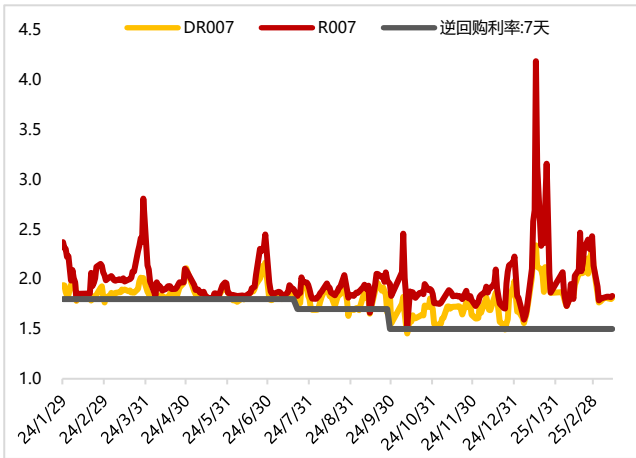


图 21 上周股份行同业存单发行利率波动小幅下行 (%)

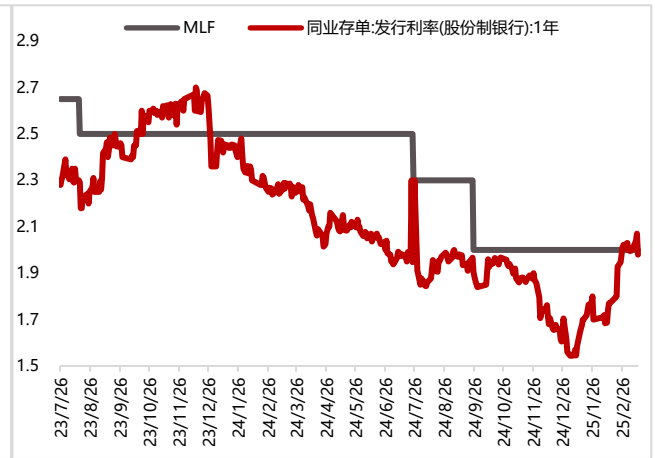


图 22 上周各期限国股直贴利率上行

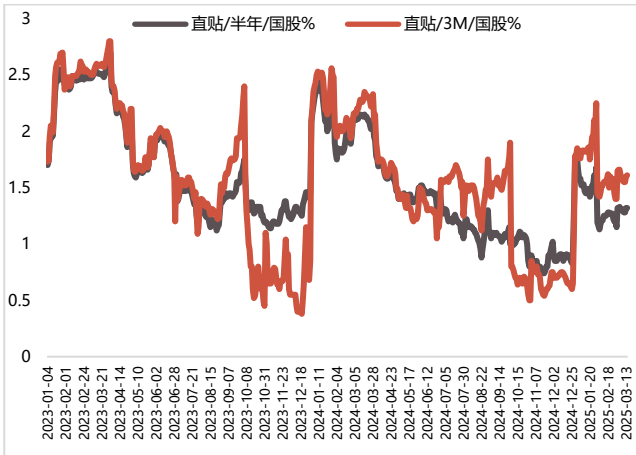


图 23 上周质押式回购成交量继续回升 (亿元)

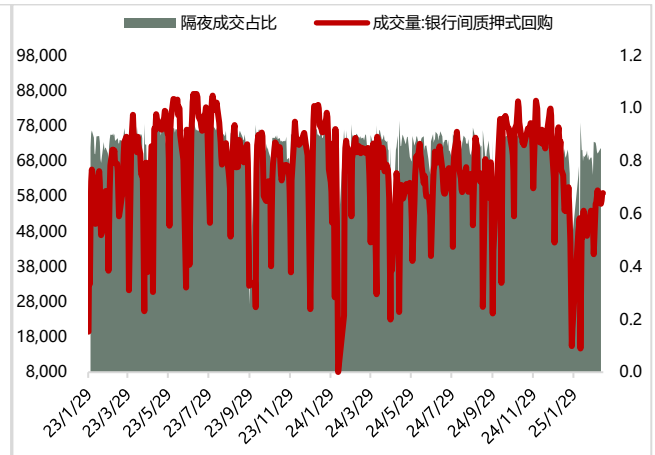
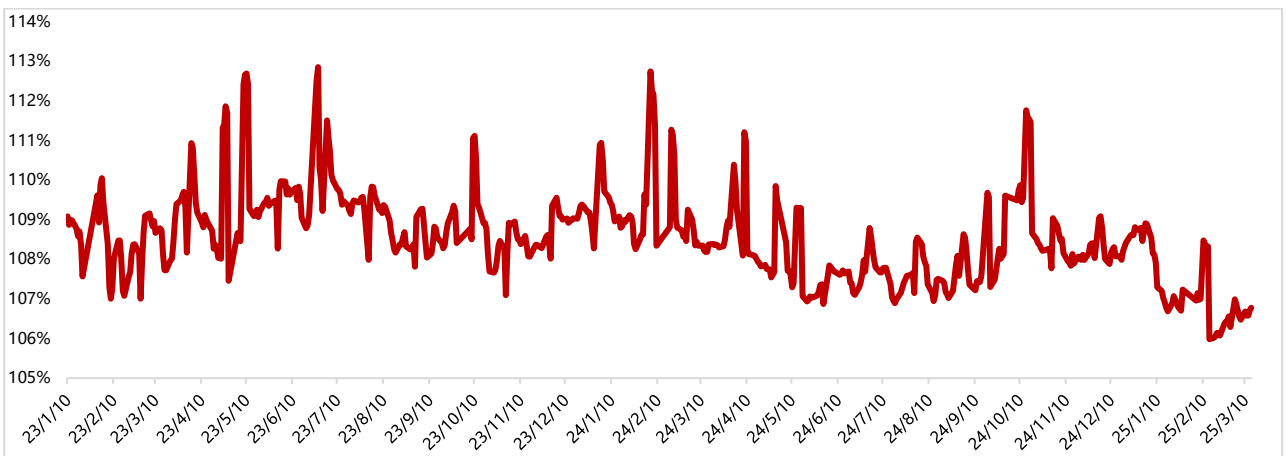


图 24 上周银行间市场杠杆率波动上行



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额 / (银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额)，其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计
数据来源：Wind 东方金诚

附表:

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率 (%)	全场倍数
25 附息国债 06	1674.5	2	1.59	2.86
25 附息国债 02(续 2)	300	30	1.92	3.3783
25 贴现国债 17	553.6	0.2493	1.5664	2.954
25 贴现国债 16	550	0.4986	1.6031	2.4018
25 凭证式国债 01	150	3	1.93	-
25 凭证式国债 02	150	5	2	-

数据来源: Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率 (%)	全场倍数
25 进出 01(增 7)	90	1	1.5524	2.8011
24 进出 22(增 10)	20	2	1.6734	6.63
25 国开清发 02(增发 4)	60	3	1.7005	3.04
25 国开清发 04(增发 4)	40	7	1.9461	3.39
25 进出 03(增发)	50	3	1.7043	4.084
24 进出 15(增 14)	50	5	1.7716	4.446
25 国开 03(增 8)	120	5	1.6689	2.83
25 国开 05(增 17)	180	10	1.8191	3.1
25 农发 11(增发)	100	1.0932	1.616	3.163
25 农发 10(增 8)	120	10	1.9957	5.5708
25 国开 01(增 9)	50	1	1.6219	3.33
25 国开 05(增 16)	190	10	1.8544	2.57
25 农发清发 02(增发 4)	40	2	1.7678	4.3925
25 农发清发 07(增发 1)	30	7	2.0027	3.9933
25 农发贴现 02(增发)	30	0.2493	1.5371	4.2433
25 农发 03(增 8)	60	3	1.7445	4.0933
25 农发 05(增 8)	100	5	1.8234	3.225

数据来源: Wind 东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率 (%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度 (bps)	全场倍数
25 江西债 07	29.80	10	1.89	5	24.48
25 江西债 08	3.02	7	1.85	5	25.86
25 江西债 09	13.40	10	1.99	15	27.27
25 河南 13	16.27	7	1.84	6	24.39
25 河南 14	51.15	20	2.29	18	23.89
25 重庆债 09	36.10	30	2.27	33	24.19
25 重庆债 10	69.95	7	1.99	27	21.90
25 重庆债 11	78.76	7	2	28	22.06
25 重庆债 12	81.87	10	2.1	35	20.67
25 重庆债 13	10.05	10	2.06	31	24.61
25 山东债 06	79.77	7	1.75	5	11.50
25 山东债 07	149.09	30	2.25	33	11.64
25 山东债 08	133.99	30	2.25	33	11.26
25 山东债 09	46.30	10	1.78	5	8.40
25 山东债 10	20.46	7	1.75	5	13.14
25 山东债 11	19.74	10	1.93	20	8.73
25 山东债 12	27.35	10	1.93	20	8.88

数据来源: Wind 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn