

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 24 日

核心观点

- 央行净投放呵护税期资金面，上周债市整体震荡。上周一（3月17日）公布的1-2月宏观经济数据普遍较好，市场经济复苏预期升温，并同步修正货币宽松预期，债市大幅调整，10年期国债收益率一度上探至1.90%。随后，央行连续三日净投放，呵护税期流动性，市场情绪显著缓和，周二至周四债市持续回暖。不过，周五央行公开市场操作重回净回笼，且在一季度货政例会上提及关注长端利率变化，债市再度走弱。整体上看，上周债市波动较大，长债收益率小幅上行。短端利率方面，受上周央行整体净投放影响，资金面逐步转松，带动短端利率继续修复，整体小幅下行，收益率曲线延续陡峭化。

**本周（3月25日当周）债市料将偏弱震荡。**上周五，央行一季度货政例会指出“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”，表明长期利率涨跌幅过快仍是央行特别关注的风险点。同时，例会还提及“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”，考虑到当前海外经济不确定性高，稳汇率仍是央行的工作重心，这一表述或再度推迟市场降息降准预期。受监管关注长债利率变化和宽松预期推迟影响，短期内债市强势上涨动力不足，长债收益率料在1.8%-1.9%区间波动。短端利率方面，本周大规模逆回购到期，政府债券缴款规模加大，叠加跨季因素扰动，央行或继续精准呵护流动性，预计本周资金面将维持平衡态势，但资金价格可能仍偏高，将限制短端利率的下行空间。整体上看，在缺乏明确利好支撑下，本周债市将偏弱窄幅震荡，10年期国债收益率将在1.8%-1.9%区间波动。



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

上周债市波动较大，长债收益率整体小幅上行。全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.25%；上周五10年期国债收益率较前周五上行1.41bp，1年期国债收益率较前周五下行0.50bp，期限利差继续走阔。

- **3月17日**：周一公布的1-2月宏观经济数据普遍较好，加之税期资金价格较高，进一步修正市场宽松预期，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6.40bp；国债期货各期限主力合约收盘全线收跌，10年期主力合约跌0.56%，创2024年11月27日以来收盘新低。
- **3月18日**：周二，尽管税期资金面压力加剧，但央行转为净投放呵护，提振市场情绪，债市整体回暖。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行0.72bp；国债期货各期限主力合约冲高回落，多数小幅收涨，其中，10年期主力合约涨0.09%。
- **3月19日**：周三，央行连续两日净投放，市场流动性预期边际改善，带动债市继续修复。当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10年期国债收益率下行1.77bp；国债期货各期限主力合约收盘多数下跌，其中，10年期主力合约跌0.07%。
- **3月20日**：周四，税期后央行公开市场仍净投放，加之股市下跌，债市强势反弹。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行3.99bp；国债期货各期限主力合约全线收涨，10年期主力合约涨0.23%。
- **3月21日**：周五，早盘央行转为净回笼，债市随之有所回调，午后股市下跌提振债市情绪，但受一季度货政例会提及关注长端利率的变化影响，债市再度走弱。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 1.49bp；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 0.12%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

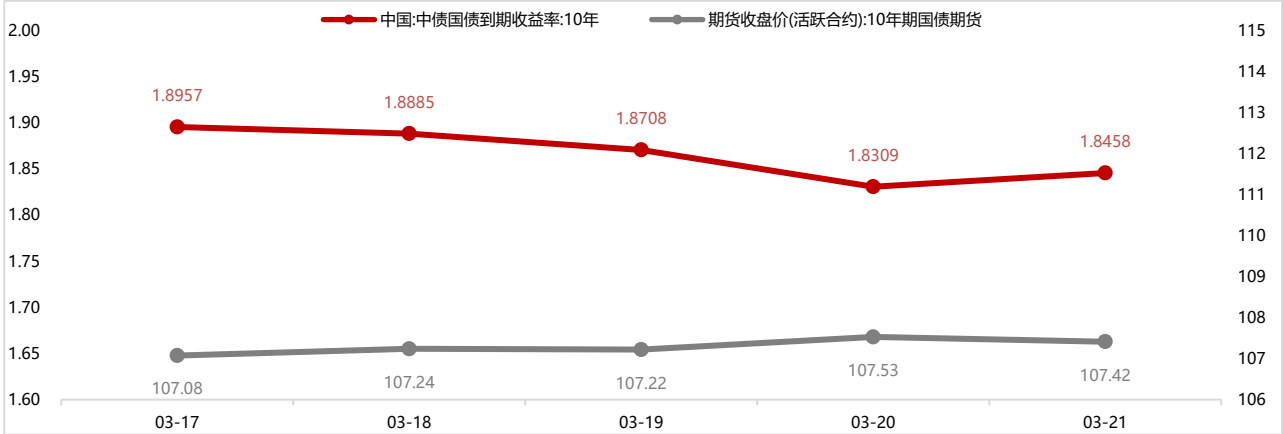


图 2 上周国债中长端利率均上行，短端下行

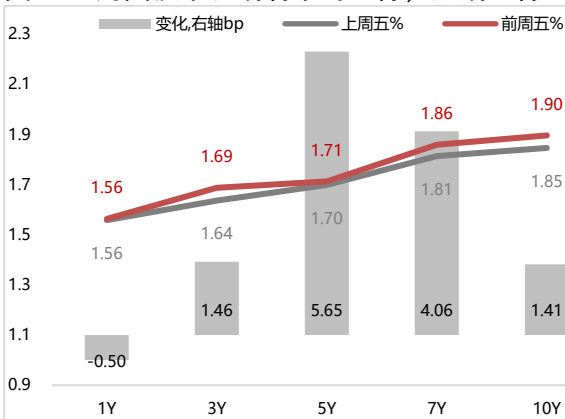


图 3 上周国开债中长端利率上行，短端下行

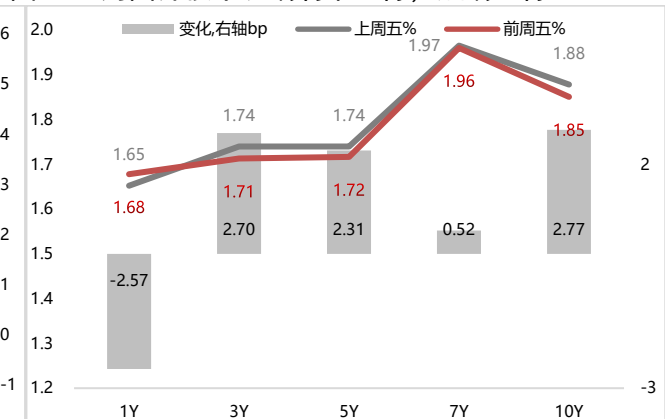


图 4 上周 5 年期和 10 年期国债期货继续下行

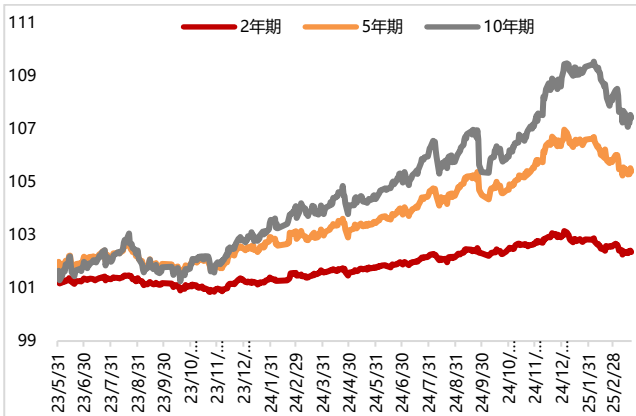


图 5 上周各期限国开债隐含税率继续下行(%)

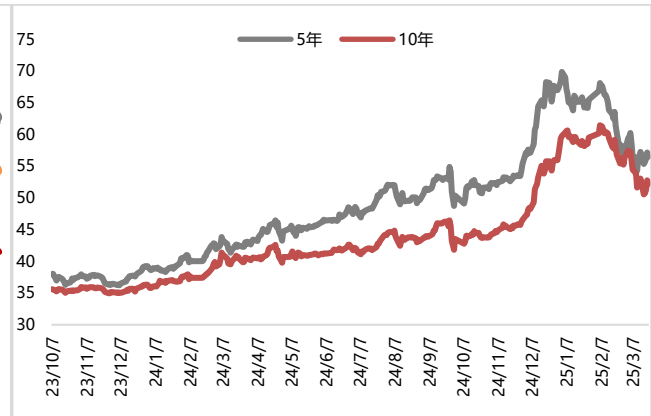


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续走阔

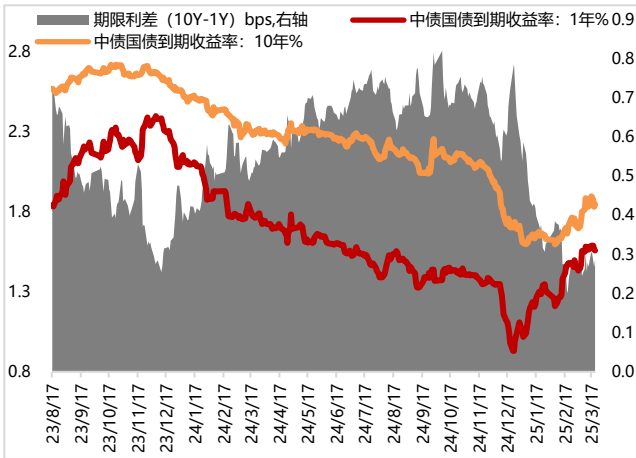
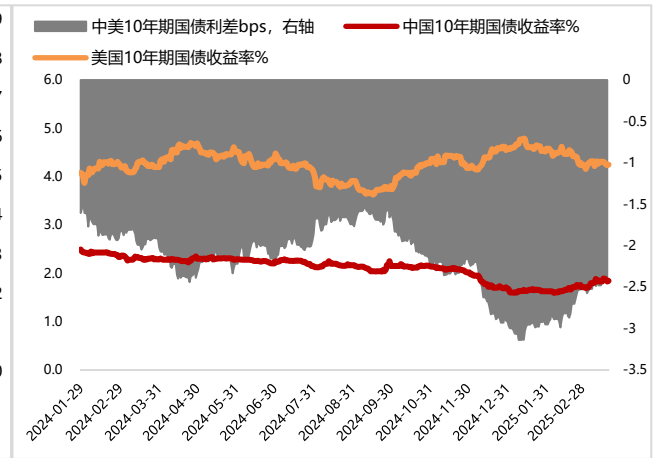


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续收敛



数据来源：Wind 东方金诚

## 1.2 一级市场

上周共发行利率债 61 只，环比增加 21 只，发行量 5061 亿，环比减少 514 亿，净融资额 2051 亿，环比增加 1040 亿。分券种看，上周地方债发行量环比增加，国债、政金债发行量则环比减少；国债、地方债净融资额环比增加，而政金债净融资额环比减少。

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	2220.7	3378.1	402	4198.8	1818.7	-820.7
政金债	1270	1330	2355	0	-1085	1330
地方政府债	1570.67	867.07	253.12	365.52	1317.55	501.55
合计	5061.37	5575.17	3010.12	4564.32	2051.25	1010.85

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 2 只国债，平均认购倍数为 3.47 倍；共发行 18 只政金债，平均认购倍数为 4.25 倍；共发行 41 只地方债，平均认购倍数为 25.27 倍。（上周利率债发行情况详见附表 1-3）

## 二、上周重要事件

- **1-2月宏观经济保持较强增长动能。**3月17日，国家统计局公布的数据显示，2025年1-2月规模以上工业增加值同比实际增长5.9%，2024年12月为6.2%，2024年累计同比为5.8%；1-2月社会消费品零售总额同比增长4.0%，2024年12月为3.7%，2024年全年累计同比为3.5%；2025年1-2月全国固定资产投资累计同比增长4.1%，2024年全年为3.2%。

受内需拉动，1-2月工业增加值处于较高增长水平，但增速较去年12月有所放缓，主要原因是今年1-2月日历天数和工作日天数少于去年同期。在日历天数同比少1天的情况下，1-2月社零同比增速仍有所加快，显示消费增长动能有所转强。这一方面受消费品以旧换新补贴政策加力扩围提振，另一方面或也反映消费者信心出现边际改善。1-2月固定资产投资增速为4.1%，较去年全年加快1.1个百分点，显示年初投资动能明显增强，主要源于基建投资加速和房地产投资降幅收窄，制造业投资继续保持高增。往后看，主要受高基数以及外部经贸环境变数加大等影响，3月工业生产增速或有所回落，促消费政策加码背景下，短期内消费增速有望加快，年初稳增长政策前置发力，3月投资还将保持较快增长。

- **3月LPR报价保持不变，符合市场预期。**3月20日，全国银行间同业拆借中心公布新版LPR报价：1年期品种报3.10%，上月为3.10%；5年期以上品种报3.60%，上月为3.60%。

2025年3月两个期限品种的LPR报价保持不变，符合市场普遍预期，一方面源于本月政策利率保持稳定，另一方面是当前银行净息差再创历史新低，加之近期DR007和银行同业存单到期收益率上行明显，报价行缺乏下调LPR报价加点的动力。根本原因是受去年一揽子增量政策延续效应带动，年初宏观经济保持较强增长动能，消费、投资增速加快，贸易战的影响尚不明显，降息的必要性、迫切性不高。

### 三、实体经济观察

上周生产端高频数据多数上涨，其中，高炉开工率、石油沥青装置开工率、半胎钢开工率以及日均铁水产量均上涨。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 则持续下跌；上周 30 大中城市商品房销售面积继续上升。物价方面，上周猪肉价格微幅回升，大宗商品价格也多数上涨，其中，铜、原油价格均上涨，而螺纹钢价格继续小幅下滑。

图 8 上周高炉开工率继续上升(%)

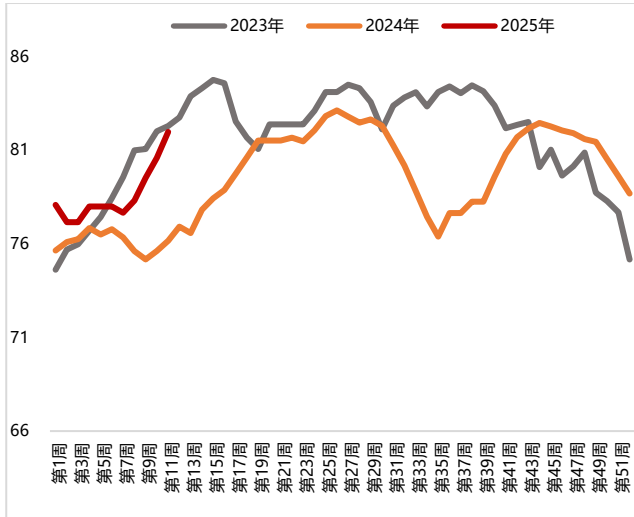


图 9 上周石油沥青装置开工率小幅回升(%)

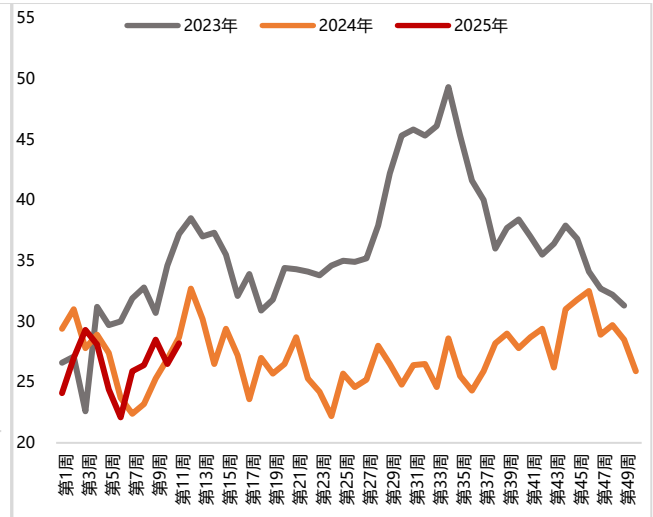


图 10 上周半钢胎开工率微幅上涨(%)

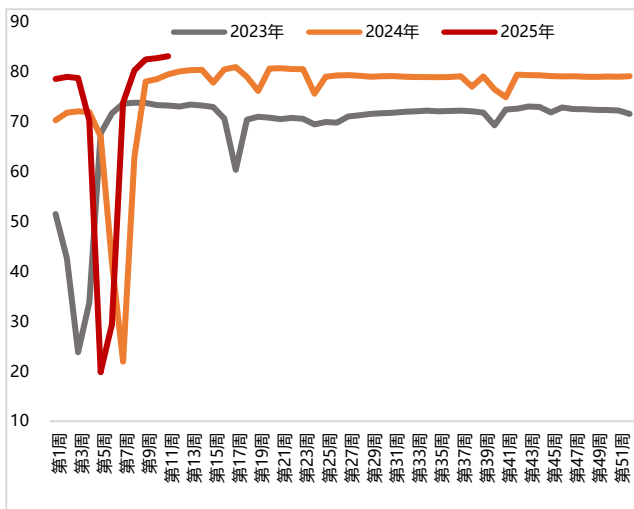


图 11 上周日均铁水产量(247家)明显上涨(万吨)

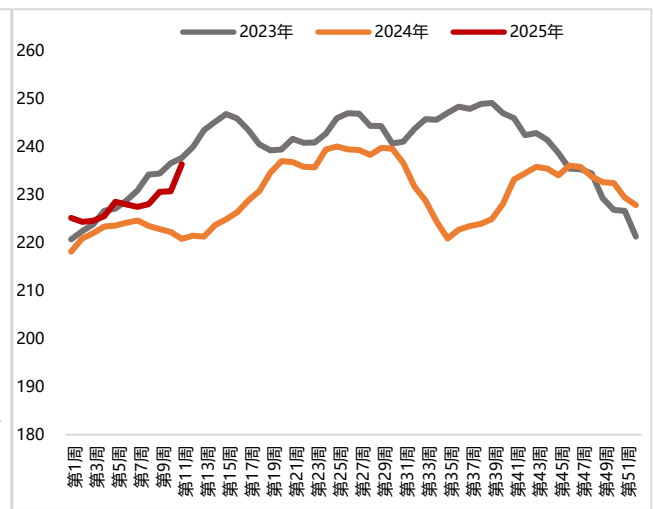


图 12 上周 30 城商品房成交面积继续上涨 (万 m<sup>2</sup>)

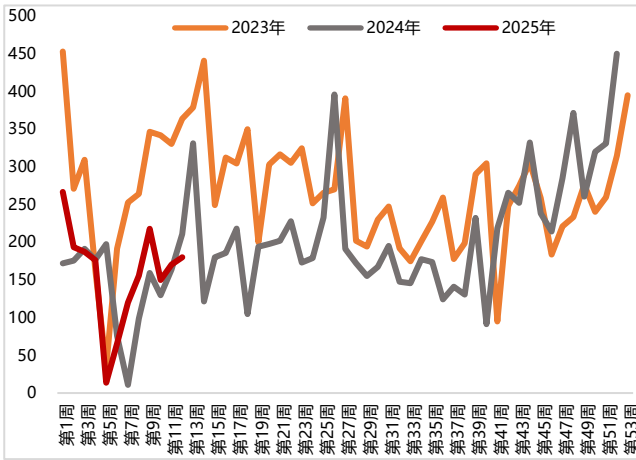


图 13 上周 BDI 指数继续大幅上涨

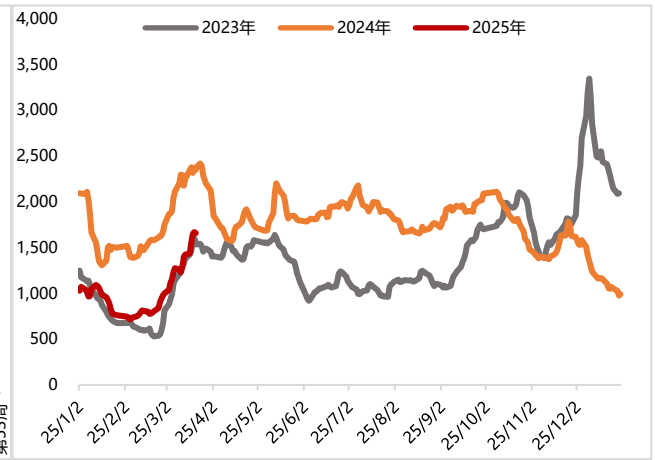


图 14 上周 CDFI 指数明显回落

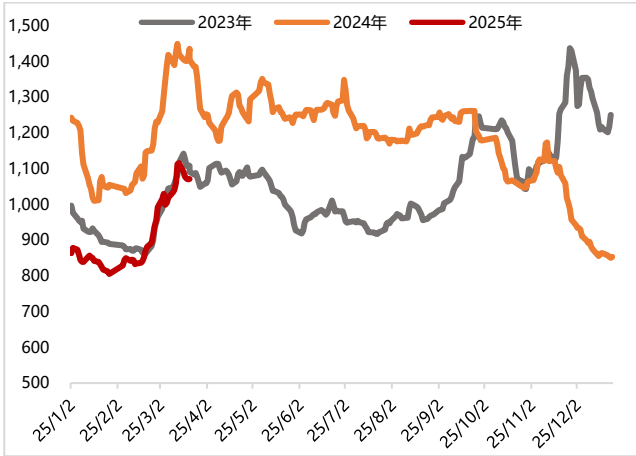


图 15 上周 CCFI 指数继续下跌

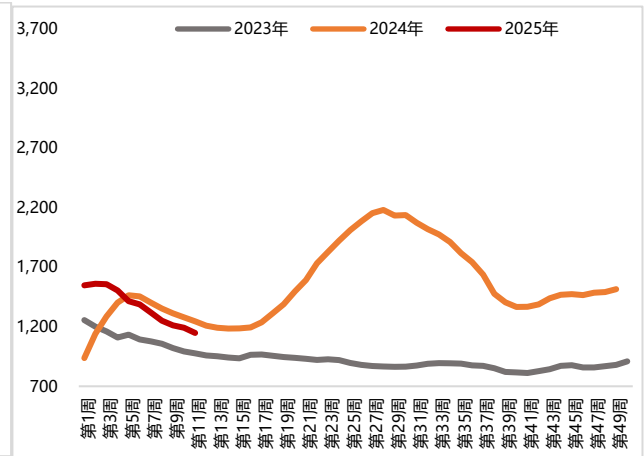


图 16 上周猪肉价格小幅回升

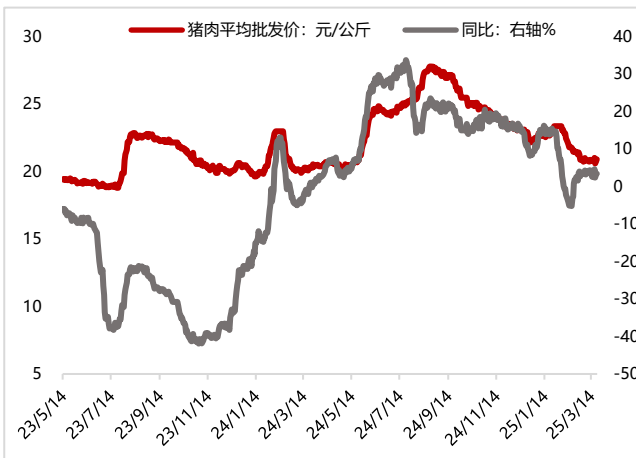


图 17 上周国际油价小幅回升

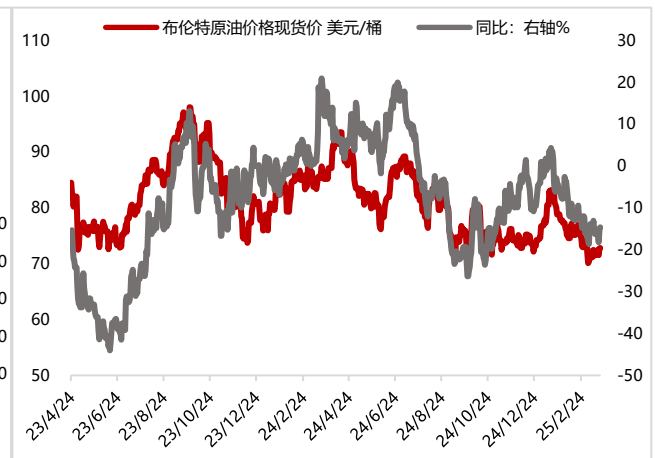


图 18 上周铜期货价格继续上涨

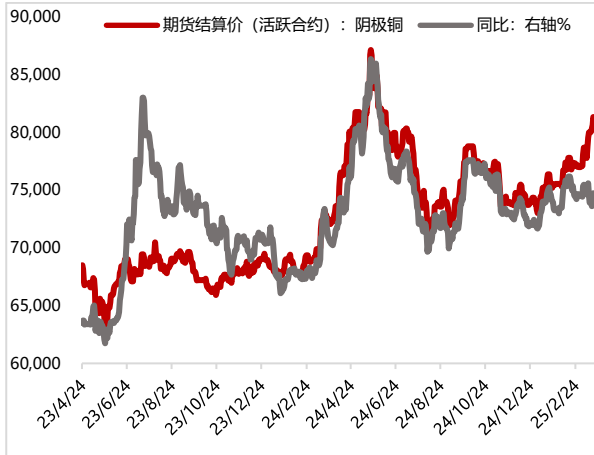
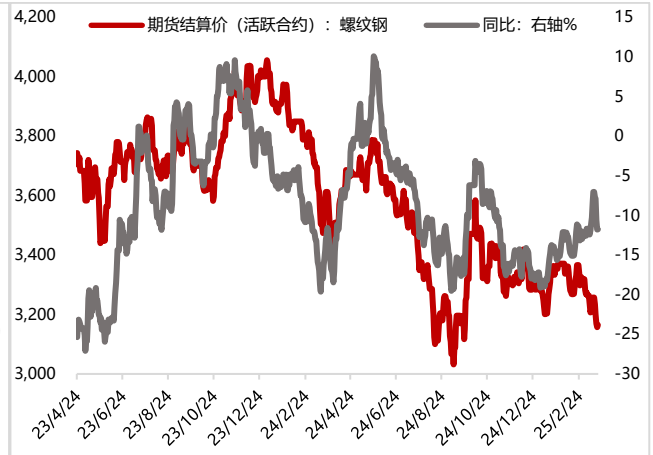


图 19 上周螺纹钢期货价格继续回落



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投放资金 4505 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 (%)
2025/3/17	逆回购 7D	4810	1.50	逆回购 7D	965	1.50
2025/3/17				MLF1 年期	3870	2.50
2025/3/18	逆回购 7D	2733	1.50	逆回购 7D	377	1.50
2025/3/18				国库定存 1 个月	1200	2.15
2025/3/19	逆回购 7D	2959	1.50	逆回购 7D	1754	1.50
2025/3/20	逆回购 7D	2685	1.50	逆回购 7D	359	1.50
2025/3/21	逆回购 7D	930	1.50	逆回购 7D	1087	1.50
<b>发行</b>					14117	
<b>到期</b>					9612	
<b>净投放</b>					4505	

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均下行 (%)

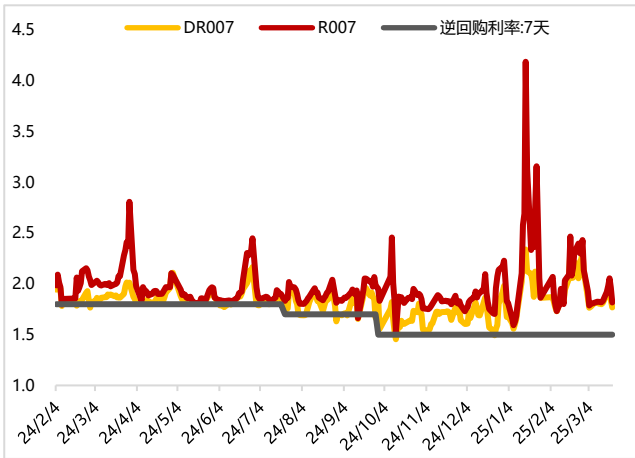


图 21 上周股份行同业存单发行利率大幅下行 (%)

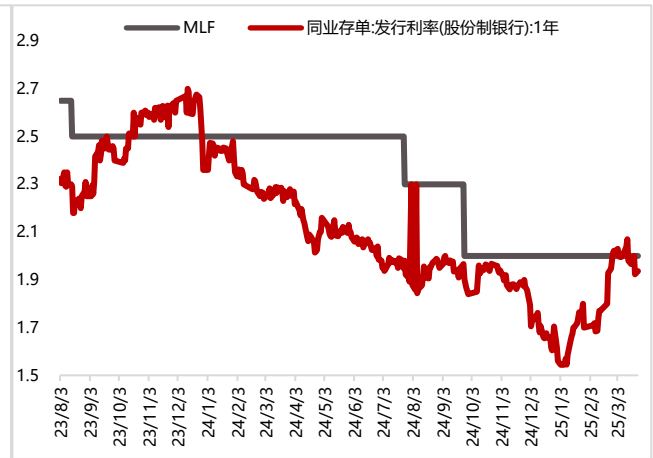


图 22 上周国股 3 个月直贴利率继续上行

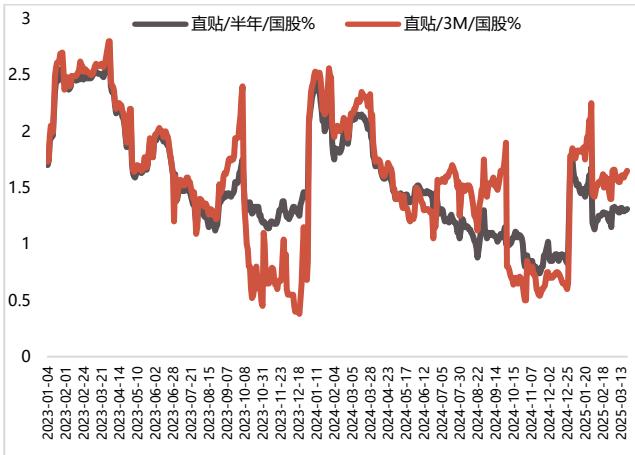


图 23 上周质押式回购成交量继续上升 (亿元)

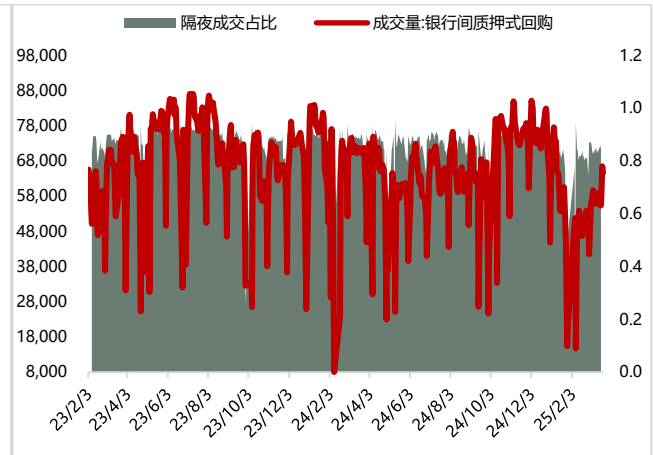
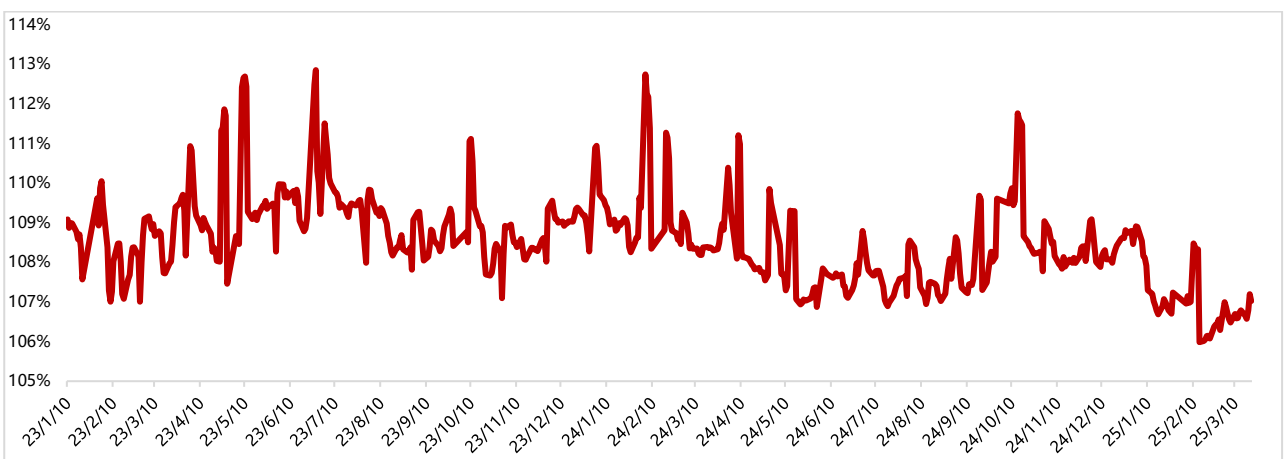


图 24 上周银行间市场杠杆率波动上行



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 贴现国债 18	550.7	0.2493	1.5583	3.0598
25 附息国债 05(续发)	1670	3	1.45	3.8774

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 进出清发 007	10	3	-	8.28
25 国开清发 02(增发 5)	60	3	1.6905	2.72
25 国开清发 04(增发 5)	20	7	1.9423	9.07
25 进出 04	80	1	-	2.67
24 进出 15(增 15)	50	5	1.7826	3.904
25 国开 14(增 2)	20	3	1.9355	3.81
25 国开 03(增 9)	130	5	1.667	2.71
25 国开 05(增 19)	190	10	1.832	3.05
25 农发 11(增 2)	100	1.0932	1.5975	2.89
25 农发 10(增 9)	110	10	2.0271	3.6364
25 国开 01(增 10)	50	1	1.5974	3.18
25 国开 05(增 18)	190	10	1.9041	3.06
25 农发清发 02(增发 5)	30	2	1.6935	4.7033
25 农发清发 07(增发 2)	20	7	1.965	6.16
25 农发贴现 02(增 2)	30	0.2493	1.5313	4.0667
25 农发绿债 01	60	3	1.5464	2.99
25 农发 03(增 9)	30	3	1.7259	5.7467
25 农发 05(增 9)	90	5	1.815	3.8622

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	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 甘肃债 08	20.22	7	1.87	5	25.91	25 辽宁债 07	5.40	10	1.96	10	26.46
25 甘肃债 09	8.23	7	1.87	5	26.83	25 辽宁债 08	9.65	15	2.16	15	27.32
25 甘肃债 10	8.34	20	2.35	15	28.73	25 辽宁债 09	10.30	20	2.32	15	28.23
25 甘肃债 11	1.00	20(18.01)	2.35	15	30.10	25 辽宁债 10	18.95	30	2.2	15	26.76
25 甘肃债 12	6.84	30	2.24	15	29.05	25 安徽 11	41.94	10	2.11	27	27.40
25 甘肃债 13	54.90	10	2.12	26	22.53	25 安徽 12	27.09	7	2.06	26	27.37
25 甘肃债 14	13.48	10	2.12	26	24.85	25 安徽 13	54.48	15	2.29	30	26.33
25 广西债 06	215.00	15	2.28	26	19.22	25 安徽 14	4.48	5	1.73	5	28.21
25 广西债 07	150.00	20	2.3	10	27.41	25 安徽 15	12.07	7	1.85	5	26.65
25 广西债 08	150.00	30	2.3	21	21.19	25 安徽 16	12.77	10	2.1	26	27.71
25 云南债 04	200.00	7	2.07	25	25.34	25 安徽 17	1.10	10	2.13	29	27.18
25 云南债 05	151.00	30	2.32	23	23.84	25 安徽 18	0.94	15	2.29	30	24.47
25 新疆债 03	18.87	5	1.74	5	17.27	25 安徽 19	2.26	20	2.36	22	26.15
25 大连债 04	18.26	7	1.87	5	20.36	25 安徽 20	2.00	30	2.32	30	26.90
25 大连债 05	6.83	10	2.15	29	21.24	25 安徽 21	63.91	7	2.04	24	26.09
25 大连债 06	10.40	10	1.91	5	19.83	25 安徽 22	1.00	7	2.03	23	27.50
25 大连债 07	14.70	20	2.32	15	20.63	25 安徽 23	8.72	10	2.13	29	27.64
25 大连债 08	16.79	30	2.35	30	20.03	25 安徽 24	43.29	15	2.29	30	25.72
25 四川债 14	47.10	7	1.87	5	19.80	25 安徽 25	51.32	20	2.34	20	26.13
25 辽宁债 05	41.54	7	1.87	5	26.61	25 安徽 26	15.01	30	2.32	30	27.69
25 辽宁债 06	30.48	15	2.16	15	27.40						

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