

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 4 月 14 日

核心观点

- 受关税冲击影响，上周债市延续强势。上周一（4月7日），受美国关税冲击影响，市场避险情绪高涨，宽货币预期升温，债市延续强势，但周二在中央汇金出手维稳股市影响下，债市转而走弱。不过，随后美国宣布对华继续加征 50% 关税，中美贸易摩擦进一步升级，叠加资金面宽松，周三、周四债市再度走强。周五，由于美国对华加征关税幅度过高而无任何经济意义，市场关税预期有所缓和，债市窄幅震荡。整体上看，上周债市整体仍偏强，长债收益率继续下行。短端利率方面，上周资金面延续宽松，带动短端利率大幅下行，且幅度大于长端，收益率曲线明显陡峭化。

本周（4月14日当周）债市料将呈现震荡格局。上周末公布的3月金融数据大幅超出市场预期，且本周即将公布的3月宏观经济数据或同样好于预期，叠加市场关税预期缓和，这些因素将对债市构成一定利空扰动。不过，美国后续关税政策依然存在不确定性，且中方态度强硬，中美贸易博弈将继续发酵。同时，关税冲击还可能使二季度国内经济承压，加之3月通胀数据显示国内有效需求依旧不足，基本面偏弱预期难言逆转。此外，考虑到当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机已经成熟，落地时间可能提前至4月，市场宽货币预期强化，也对债市构成一定支撑。整体上看，在3月经济金融数据超预期、关税反复、货币宽松预期升温等多空因素交织下，债市短期内或呈现震荡格局。



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

上周债市整体延续强势，长债收益率大幅下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计上涨0.35%，上周五10年期国债收益率较前周四下行6.12bp，1年期国债收益率较前周四下行8.51bp，期限利差明显走阔。

- **4月7日**：周一，受周末宣布的反制关税措施以及美国关税不确定性影响，市场避险情绪延续，加之人民日报表态降准、降息随时可以出台，推升市场宽货币预期，债市延续强势。当日银行间主要利率债收益率普遍大幅下行，10年期国债收益率下行8.62bp；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0.56%。
- **4月8日**：周二，央行表态支持中央汇金加大股市增持力度，股市明显反弹，压制债市多头情绪，加之资金面偏紧，债市有所回调。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率上行3.15bp；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0.17%。
- **4月9日**：周三，资金面转松，加之美国对华的104%关税落地，中方立即宣布反制措施，带动市场宽货币预期升温，债市有所走强。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1.25bp；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0.09%。
- **4月10日**：周四，在资金面延续宽松，市场风险偏好回升等多空因素交织下，债市震荡偏强。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0.64bp；国债期货各期限主力合约收盘涨跌不一，其中，10年期主力合约与前一日持平。
- **4月11日**：周五，银行间主要利率债收益率走势有所分化，中短端受资金面宽松支撑继续下行，而长端则受市场关税预期缓和带动股市上涨压制转

而上行，其中 10 年期国债收益率上行 1.24bp；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 0.14%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

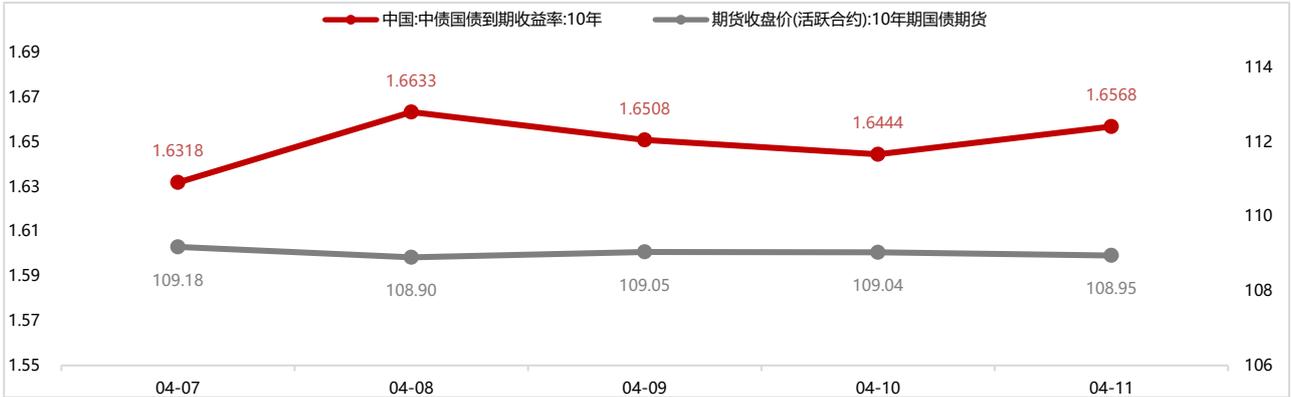


图 2 上周各期限国债利率大幅下行

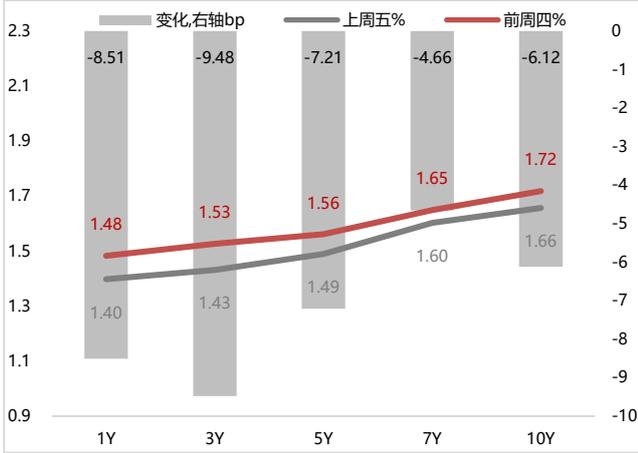


图 3 上周各期限国开债利率继续下行



图 4 上周各期限国债期货继续上行

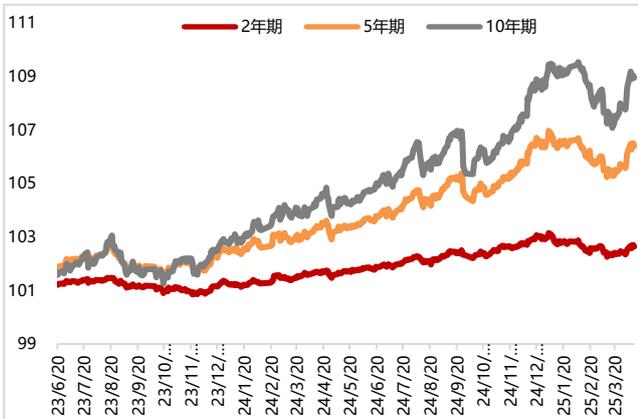


图 5 上周各期限国开债隐含税率继续上行(%)



图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差明显走阔

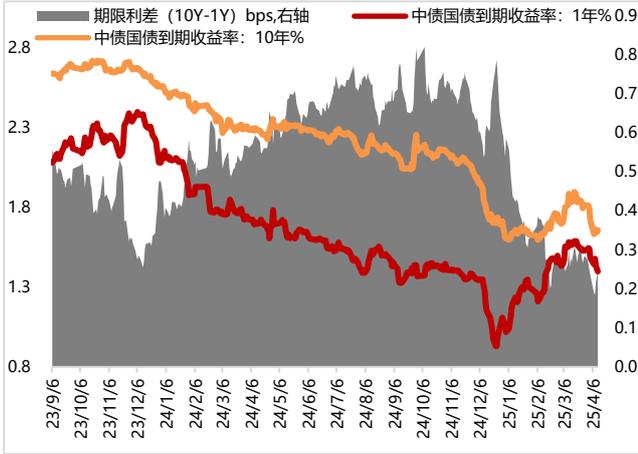
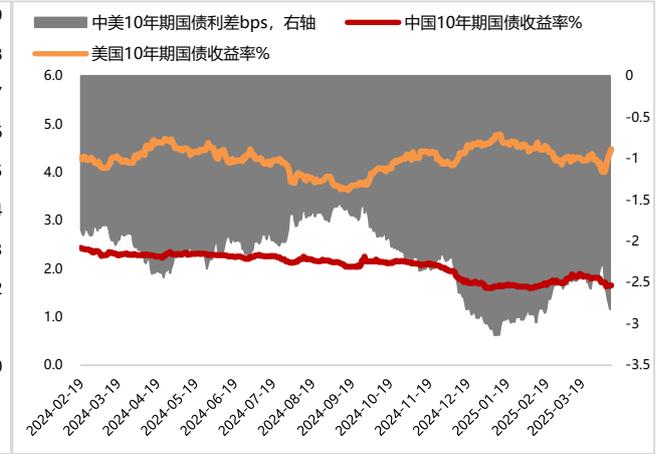


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度大幅加深



数据来源: Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 55 只, 环比增加 11 只, 发行量 6901 亿, 环比减少 98 亿, 净融资额-1806 亿, 环比减少 6598 亿。分券种看, 上周国债发行量、净融资额环比减少; 政金债、地方债发行量环比增加, 而净融资额环比减少。

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	3271.6	3801.4	5996.1	400.9	-2724.5	3400.5
政金债	1610	1320	2330	1591	-720	-271
地方政府债	2019.41	1877.38	380.41	214.61	1639	1662.77
合计	6901.01	6998.78	8706.51	2206.51	-1805.5	4792.27

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 7 只国债, 其中 2 只为银行柜台债券, 剩余平均认购倍数为 3.98 倍; 共发行 20 只政金债, 平均认购倍数为 3.55 倍; 共发行 26 只地方债, 平均认购倍数为 20.54 倍。(上周利率债发行情况详见附件 1-3)

二、上周重要事件

- **3月CPI同比降幅明显收窄。**4月10日，国家统计局公布的数据显示，2025年3月，CPI同比下降0.1%，上月为下降0.7%；1-3月CPI累计同比下降0.1%；3月PPI同比下降2.5%，上月为下降2.2%，1-3月PPI累计同比下降2.3%。

3月CPI环比季节性下行，同比降幅明显收窄，主要受上年同期基数下沉带动，与此同时，以旧换新政策扩围加力，也对家电、汽车、电子产品价格带来支撑。在春节错期效应消退之后，3月CPI同比更能反映出当前整体物价稳中偏弱。PPI方面，3月PPI环比、同比跌幅扩大，主因国际原油价格总体继续下跌并逐步传导至国内相关行业，国内需求偏弱拖累下，煤炭、钢铁等工业品价格亦有所下行，以及终端消费不足导致生活资料价格跌幅也有所加深。总体上看，当前国内物价水平稳中偏弱，为扩消费对冲外部冲击提供了充分的空间。

- **3月金融数据普遍超出市场预期。**4月13日，央行公布的数据显示，2025年3月新增人民币贷款3.64万亿，同比多增5500亿；3月新增社会融资规模为58879亿，同比多增10544亿；3月末，M2同比增长7.0%，增速与上月末持平；M1同比增长1.6%，增速较上月末高1.5个百分点。

3月人民币贷款同比实现多增，主要支撑项是企业短贷，或与企业经营周转资金需求增加、金融“挤水分”效应边际淡化，以及当月市场利率上行，短贷对票据和债券融资有一定替代等因素有关。3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，国债和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。3月末M2增速保持不动，背后是当月市场主体贷款多增推动存款派生，以及财政稳增长发力导致财政存款同比多减，而受监管新规影响，3月非银存款继续较大规模外流；3月末M1增速上行，与当月企业贷款、特别是短期贷款大幅

多增直接相关，同时房地产市场回暖也带来一定支撑。当前 M1 增速仍然偏低，显示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多数下跌，其中，石油沥青装置开工率、半胎钢开工率、日均铁水产量均有所下滑，而高炉开工率继续上升。从需求端来看，上周 BDI 指数继续回落，而出口集装箱运价指数 CCFI 微幅回升；上周 30 大中城市商品房销售面积继续减少。物价方面，上周猪肉价格继续微幅下跌，大宗商品价格也多数下滑，其中，螺纹钢、原油以及铜价格均下跌。

图 8 上周高炉开工率继续上升 (%)

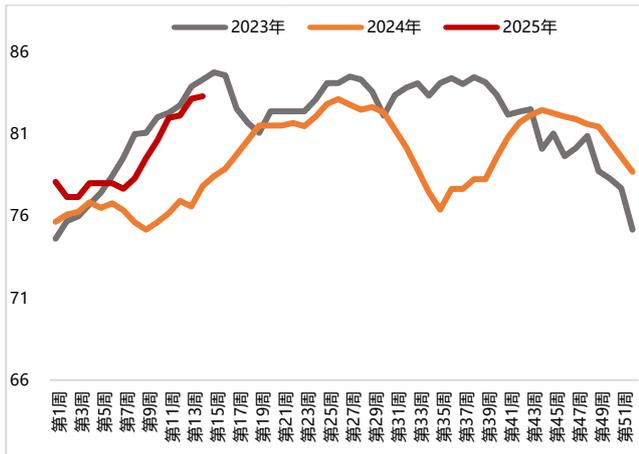


图 9 上周石油沥青装置开工率继续下降 (%)

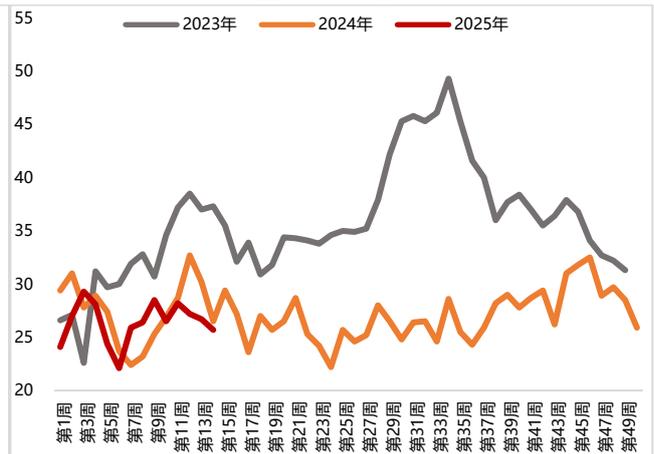


图 10 上周半钢胎开工率小幅下跌 (%)

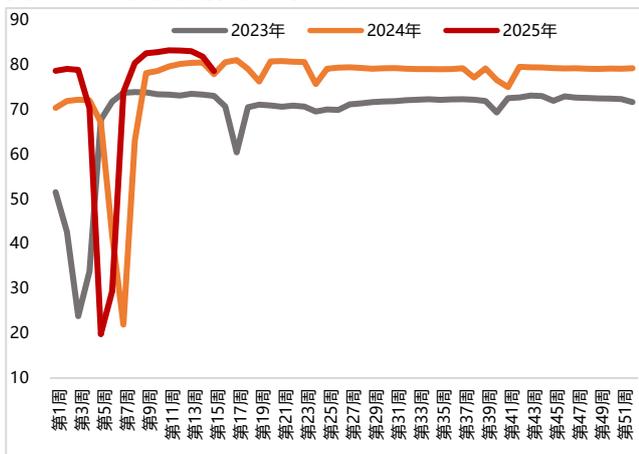


图 11 上周日均铁水产量 (247 家) 小幅下跌 (万吨)

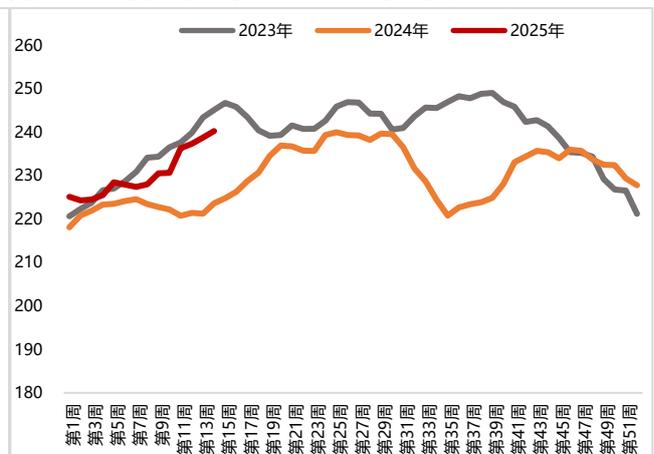


图 12 上周 30 城商品房成交面积继续减少 (万 m²)

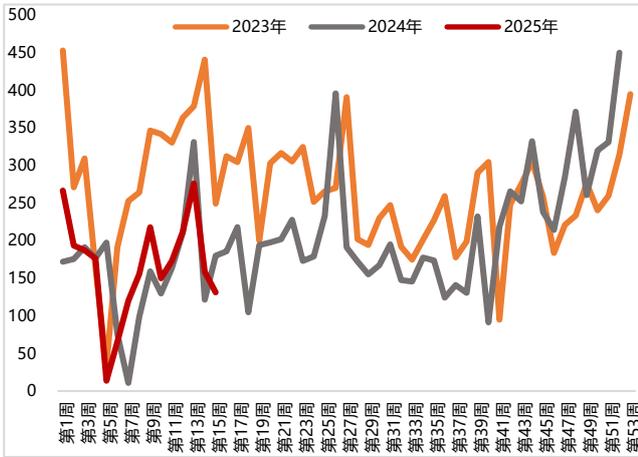


图 13 上周 BDI 指数继续下跌

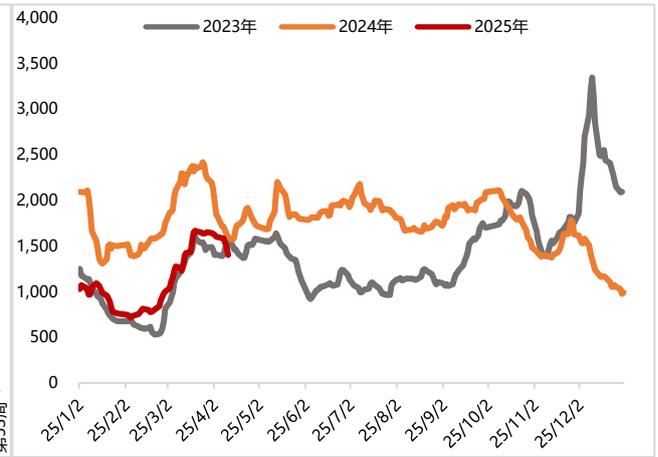


图 14 上周 CDFI 指数明显回落



图 15 上周 CCFI 指数略微回升

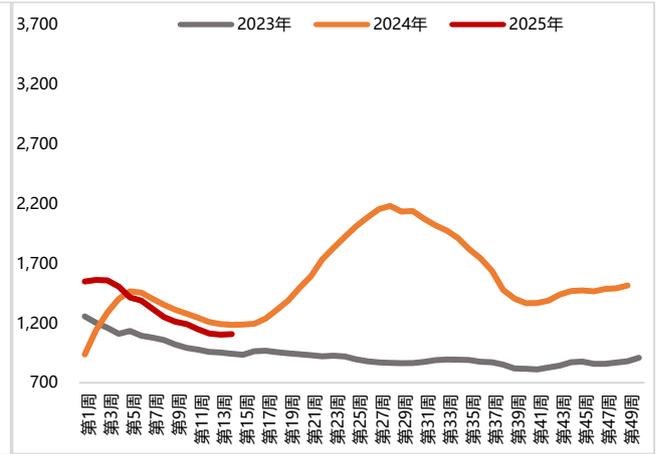


图 16 上周猪肉价格继续微幅回落



图 17 上周国际油价继续下跌

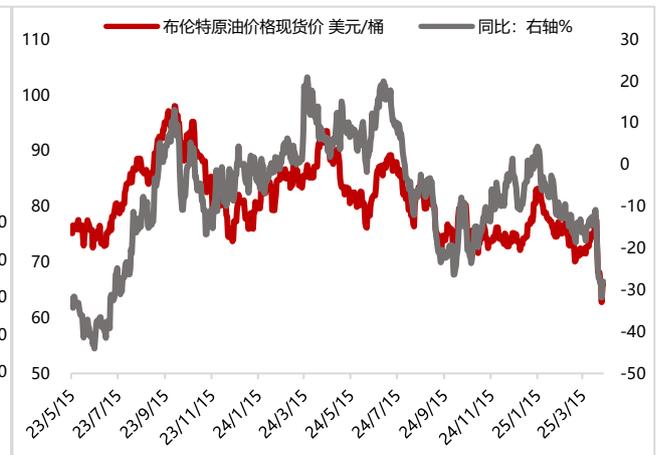
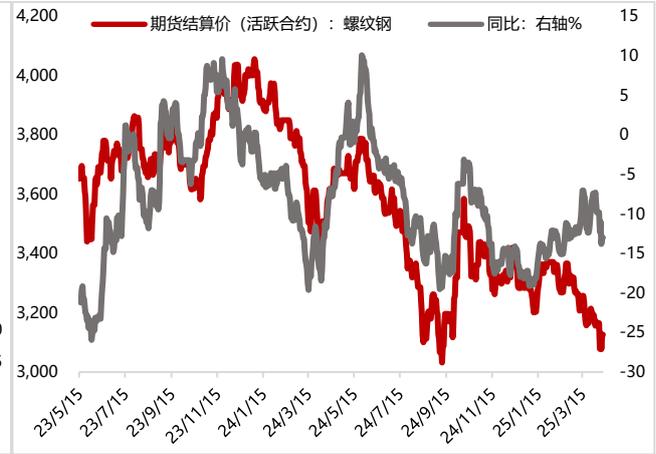


图 18 上周铜期货价格大幅下跌



图 19 上周螺纹钢期货价格继续小幅下跌



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 4392 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 (%)
2025/4/7	逆回购 7D	935	1.50	逆回购 7D	2452	1.50
2025/4/7				国库定存 1 个月	1500	2.08
2025/4/8	逆回购 7D	1674	1.50	逆回购 7D	649	1.50
2025/4/9	逆回购 7D	1189	1.50	逆回购 7D	2299	1.50
2025/4/10	逆回购 7D	659	1.50	逆回购 7D	2234	1.50
2025/4/11	逆回购 7D	285	1.50			
发行			4742			
到期					9134	
净投放					-4392	

数据来源：Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 继续下行 (%)

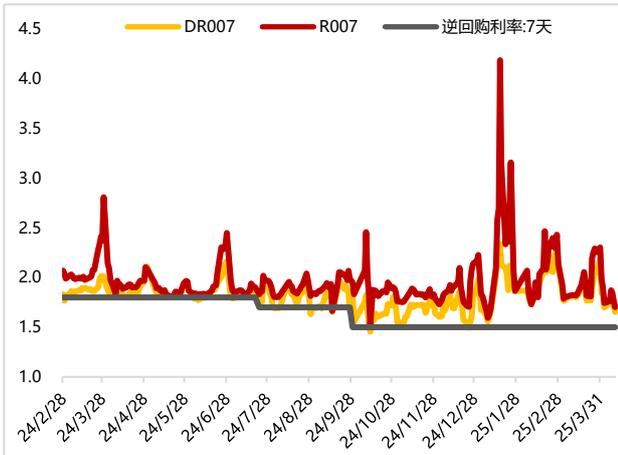


图 21 上周股份行同业存单发行利率继续下行 (%)

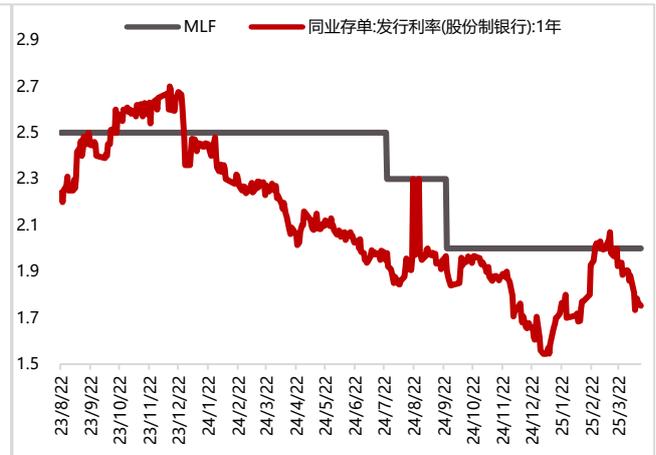


图 22 上周 3M 国股直贴利率继续下行

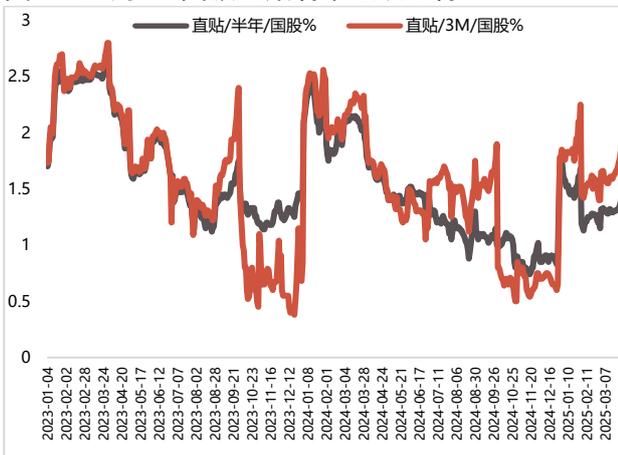


图 23 上周质押式回购成交量明显回落 (亿元)

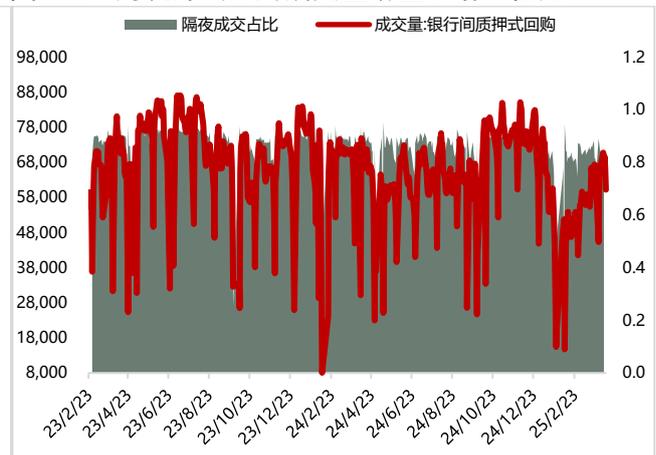
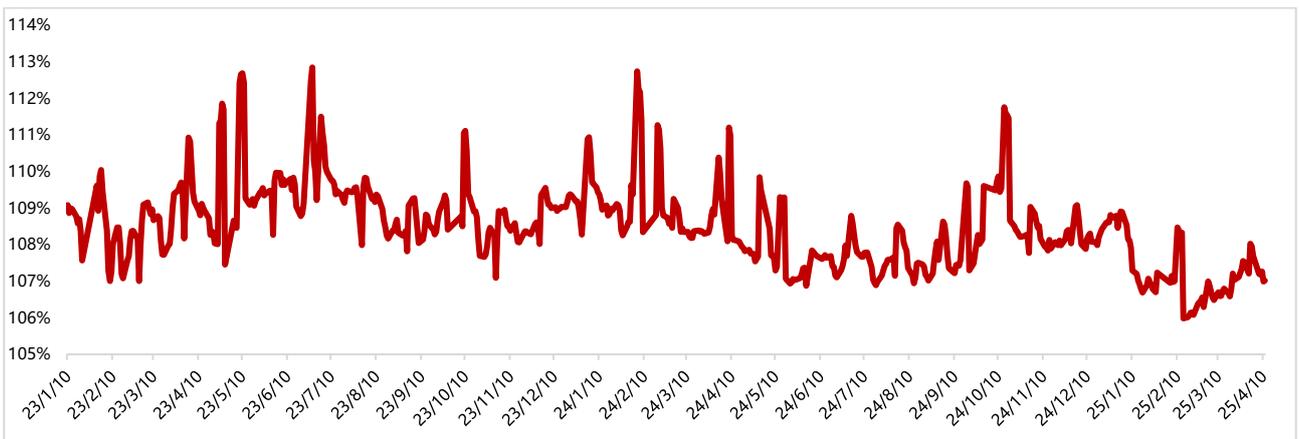


图 24 上周银行间市场杠杆率波动下行



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 07(续发)	1700	7	1.79	4.58
25 附息国债 02(续 3)	270	30	1.92	4.8089
25 储蓄 01	250	3	1.93	-
25 储蓄 02	250	5	2	-
25 贴现国债 20	200.9	0.0767	1.3571	3.6015
25 贴现国债 21	200	0.1726	1.3996	3.5605
25 贴现国债 22	400.7	0.2493	1.4411	3.3377

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 04(增 2)	70	1	1.4038	4.19
24 进出 22(增 11)	20	2	1.5419	5.575
25 国开清发 02(增发 8)	60	3	1.6055	2.92
25 国开清发 04(增发 8)	20	7	1.7506	5.23
25 进出 03(增 2)	30	3	1.6118	4.81
24 进出 15(增 16)	60	5	1.6568	4.05
24 进出 11(增 20)	50	10	1.7986	5.164
25 国开 14(增 5)	30	3	1.8119	3.1
25 国开 03(增 12)	160	5	1.5097	2.72
25 国开 10(增 3)	190	10	1.6645	2.81
25 农发 11(增 5)	110	1.0932	1.4869	2.9191
25 农发 10(增 12)	150	10	1.7908	3.4047
25 国开 06(增发)	70	1	1.508	2.27
25 国开 10(增 2)	190	10	1.6635	2.73
25 农发清发 02(增发 8)	60	2	1.5981	3.26
25 农发清发 07(增发 5)	30	7	1.7234	4.3
25 农发贴现 03(增发)	30	0.4986	1.4544	3.61
25 农发绿债 01(增发)	60	3	1.48	2.21
25 农发 03(增 12)	90	3	1.5678	3.14
25 农发 05(增 12)	130	5	1.623	2.65

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 湖南债 10	210	7	1.79	17	17.4852
25 湖南债 11	220	10	1.9	24	14.3164
25 湖南债 12	220	30	2.11	25	18.2055
25 黑龙江债 05	17.8703	10	1.74	5	21.7568
25 黑龙江债 06	370.3335	20	2.03	5	18.3559
25 黑龙江债 07	113.6665	30	1.94	6	19.6091
25 黑龙江债 08	37	10	1.74	5	18.4027
25 江西债 10	1.1776	5	1.6	5	28.7874
25 江西债 11	6.9569	7	1.7	5	28.6909
25 江西债 12	10.8193	15	1.89	5	28.6155
25 江西债 13	4.2917	20	2.08	10	30.3143
25 江西债 14	74.5101	30	2.1	22	25.3536
25 江西债 15	40	20(15.51)	2.03	5	24.675
25 湖南 04	69.94	10	1.8	5	21.3054
25 湖南 05	94.15	5	1.65	5	19.8056
25 湖南 06	46.42	15	2.05	14	22.0465
25 湖南 07	35.22	20	2.1	5	28.6769
25 湖南 08	51.12	30	2.09	14	23.0692
25 湖南 09	138	10	1.8	5	19.4101
25 北京 28	12	3	1.62	6	8.4
25 北京 29	9.47	5	1.65	5	8.2682
25 北京 30	19.27	20	2.1	5	12.356
25 北京 31	8	1	1.56	5	9.525
25 北京 32	17.5893	2	1.58	6	8.9316
25 北京 33	48.5206	3	1.62	6	7.3762
25 北京 34	76.52	5	1.65	5	5.907
25 北京 35	36.86	7	1.74	5	6.9072
25 北京 36	29.7	10	1.8	5	6.8855

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