

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 7 日

核心观点

- 受月初资金面转松以及避险情绪升温影响，上周债市整体走强。上周（3 月 31 日当周），周一至周二，主要受季末资金面偏紧，叠加二季度国债将放量发行影响，债市偏弱震荡。但随后因资金面重回宽松，加之美国对等关税落地，其中对华关税幅度超出市场预期，市场避险情绪高涨，宽货币预期升温，周三、周四债市大幅走强。整体上看，上周债市整体偏强，长债收益率大幅下行。短端利率方面，月初资金面延迟转松，带动短端利率继续下行，但幅度小于长端，收益率曲线转而平坦化。

**本周（4 月 7 日当周）债市料将延续强势。**上周美国超预期宣布在全球范围内加征所谓“对等关税”，冲击全球经济发展前景。随即，中国宣布对等反制措施，这意味着在关税生效之前，不确定性将持续发酵，市场风险偏好继续回落。从基本面来看，超预期的对等关税将加剧出口下行压力，叠加房地产市场仍低迷，市场对基本面偏弱的预期或加深，对债市形成一定支撑。从货币政策来看，受关税不确定性冲击、出口前景转弱影响，经济下行风险有所增加，降准降息等逆周期调节政策的必要性随之上升，提升市场宽货币预期，这也将利好债市。整体上看，在市场避险情绪持续高涨、出口预期转弱叠加宽货币预期升温背景下，债市短期内将延续强势。



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

上周债市整体走强，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0.64%，上周四10年期国债收益率较前周五下行9.46bp，1年期国债收益率较前周五下行4.50bp，期限利差明显收窄。

- **3月31日**：周一，利率债走势有所分化。受股市下跌，以及二季度国债将放量发行影响，长债收益率先下后上，但整体表现相对较好，而短债则受季末资金面收紧，叠加资金价格高涨压制而有所走弱。当日银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10年期国债收益率微幅上行0.03bp；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0.01%。
- **4月1日**：周二，央行大额净回笼导致月初资金面意外收紧，压制市场多头情绪，但美国对等关税即将落地，对债市形成一定支撑。当日债市整体偏弱震荡，银行间主要利率债收益率多数上行，但10年期国债收益率下行0.25bp；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0.08%。
- **4月2日**：周三，月初资金面转松，加之美国对等关税即将落地，市场避险情绪浓厚，债市随之走强。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2.17bp；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0.26%。
- **4月3日**：周四，美国宣布的对等关税大幅超出预期，市场避险情绪高涨，叠加对宽货币的预期升温，债市大幅走强。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7.07bp；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0.51%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

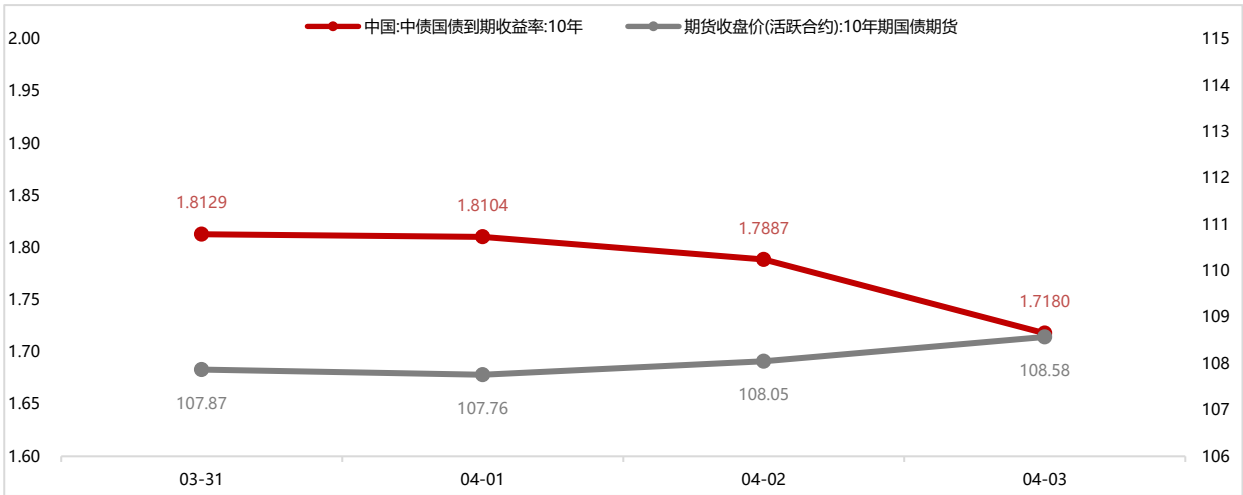


图 2 上周各期限国债利率大幅下行

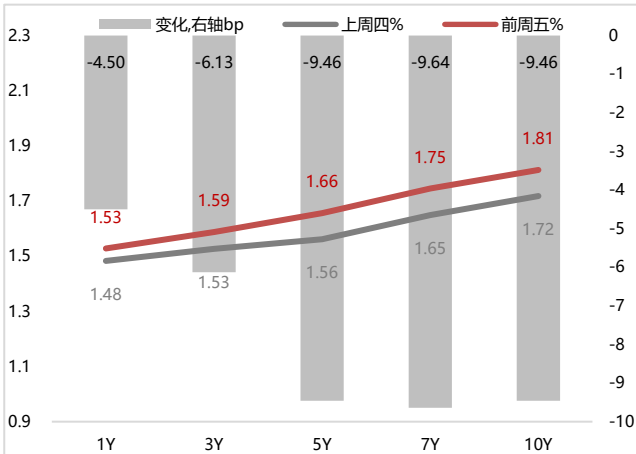


图 3 上周各期限国开债利率大幅下行

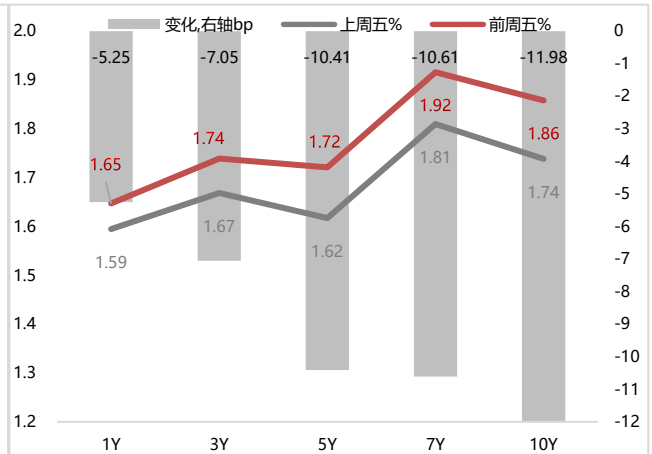


图 4 上周各期限国债期货继续上行

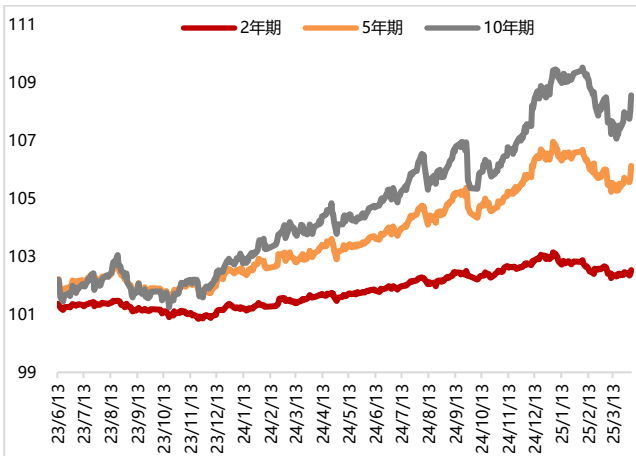


图 5 上周各期限国开债隐含税率大幅上行(%)

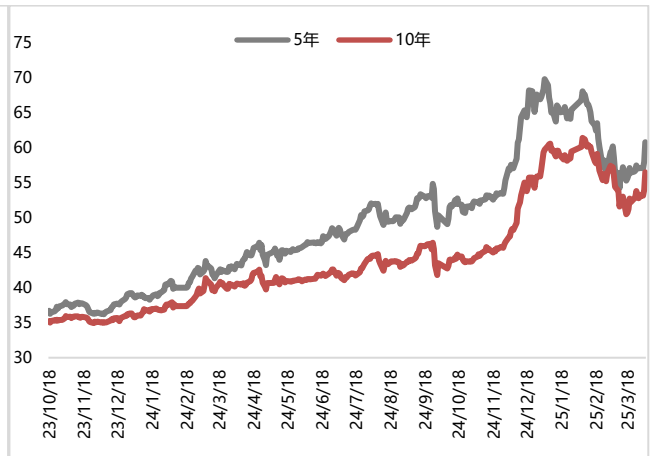


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续收窄

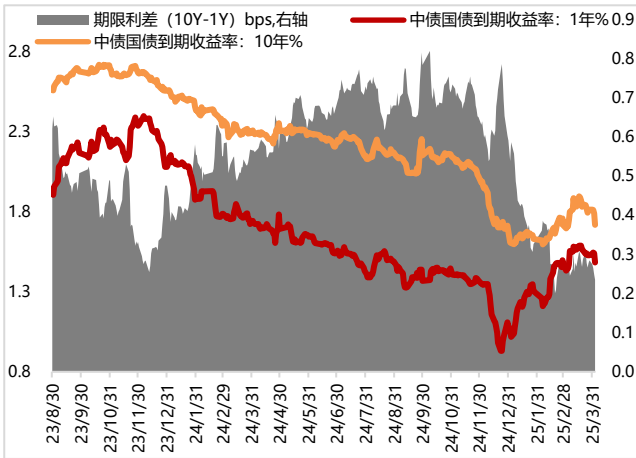
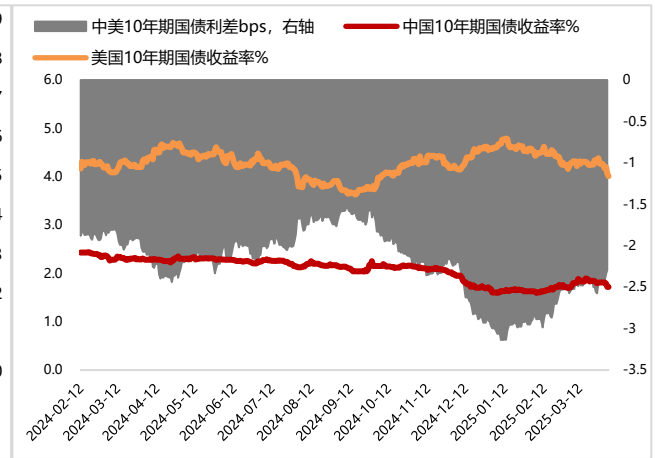


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度明显收敛



数据来源: Wind 东方金诚

### 1.2 一级市场

上周共发行利率债 44 只, 环比减少 48 只, 发行量 6999 亿, 环比减少 1229 亿, 净融资额 4792 亿, 环比减少 2127 亿。分券种看, 上周国债发行量、净融资额均环比增加, 而政金债、地方债发行量以及净融资额环比减少。

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	3801.4	3505.1	400.9	1055.3	3400.5	2449.8
政金债	1320	1360	1591	56	-271	1304
地方政府债	1877.38	3362.91	214.61	198.06	1662.77	3164.85
合计	6998.78	8228.01	2206.51	1309.36	4792.27	6918.65

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 3 只国债, 平均认购倍数为 3.94 倍; 共发行 15 只政金债, 平均认购倍数为 3.50 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表 1-3)

## 二、上周重要事件

- 3月官方制造业 PMI 继续回升。根据国家统计局公布的数据显示，2025年3月，中国制造业 PMI 指数为 50.5%，比2月上升 0.3 个百分点；3月，非制造业商务活动指数为 50.8%，比2月上升 0.4 个百分点，其中，建筑业商务活动指数为 53.4%，比2月上升 0.7 个百分点，服务业 PMI 指数为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点；3月综合 PMI 产出指数为 51.4%，比2月上升 0.3 个百分点。

3月制造业 PMI 指数继续上行，连续两个月处于扩张区间，主要受以下三个方面拉动：一是春节影响全面消退之后，生产活动进一步恢复正常；二是受 DeepSeek 的 AI 大模型发布等事件带动，3月战略性新兴产业景气度（EPMI）显著上升；三是“两会”政府工作报告释放稳增长信号，同时一揽子增量政策延续发挥作用。非制造业方面，3月服务业 PMI 指数较上月回升至 50.3%，一方面是受促消费政策加码，居民线下消费活动回温拉动，另一方面是受 DeepSeek 的 AI 大模型发布等提振。整体上看，3月制造业 PMI 指数在扩张区间继续上行，体现了季节性回升和稳增长政策发力显效的双重作用。

## 三、实体经济观察

上周生产端高频数据涨跌不一，其中，石油沥青装置开工率小幅回落，而半胎钢开工率与前一周基本持平。从需求端来看，上周 BDI 指数继续回落；上周 30 大中城市商品房销售面积大幅回落。物价方面，上周猪肉价格微幅下跌，大宗商品价格也多数下滑，其中，螺纹钢、原油以及铜价格均回落。

图 8 前一周高炉开工率继续上升 (%)

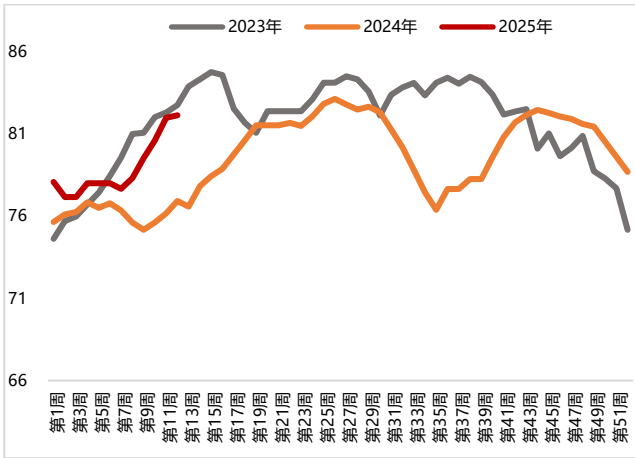


图 9 上周石油沥青装置开工率继续下降 (%)

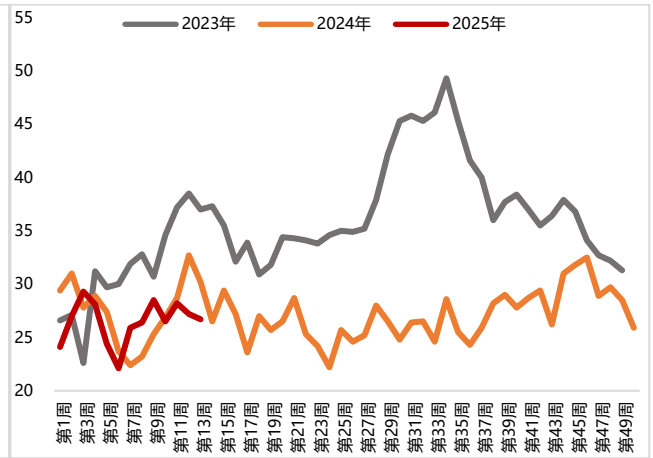


图 10 上周半钢胎开工率基本持平 (%)

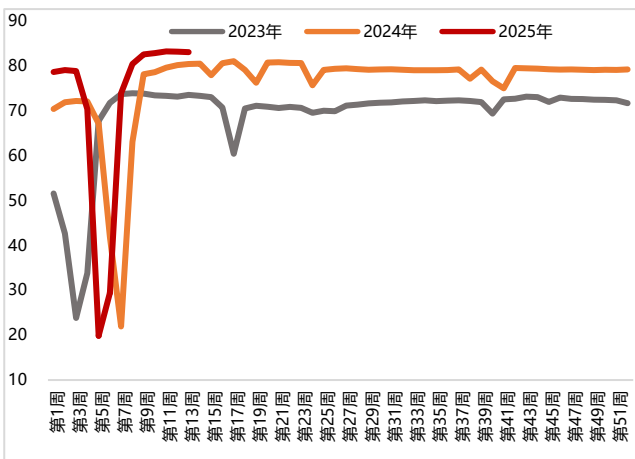


图 11 前一周日均铁水产量(247 家)继续上涨(万吨)

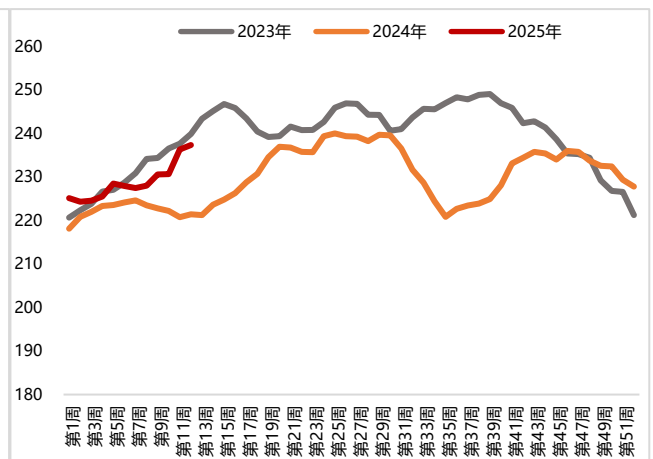


图 12 上周 30 城商品房成交面积大幅回落 (万 m²)

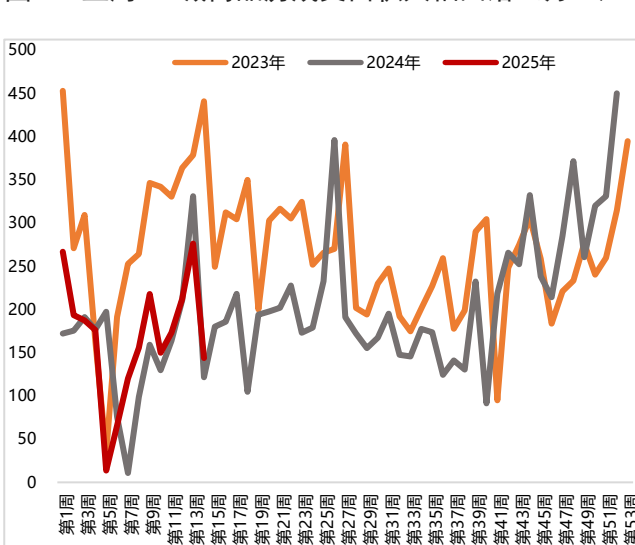


图 13 上周 BDI 指数继续回落

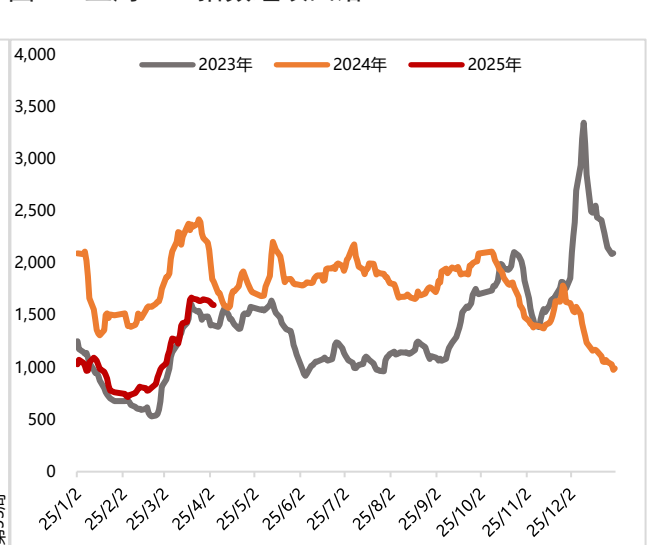


图 14 上周 CDFI 指数小幅回升

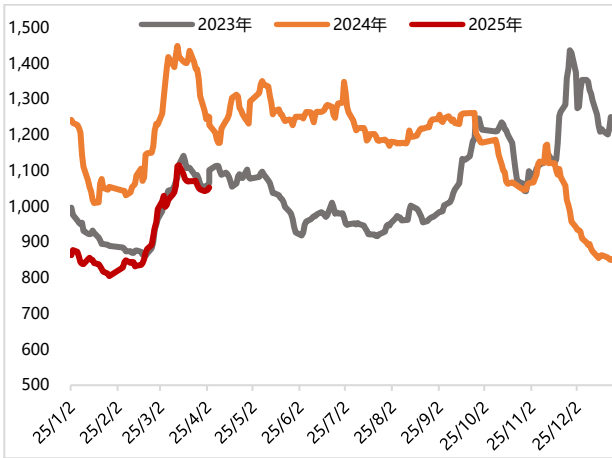


图 15 前一周 CCFI 指数继续下跌

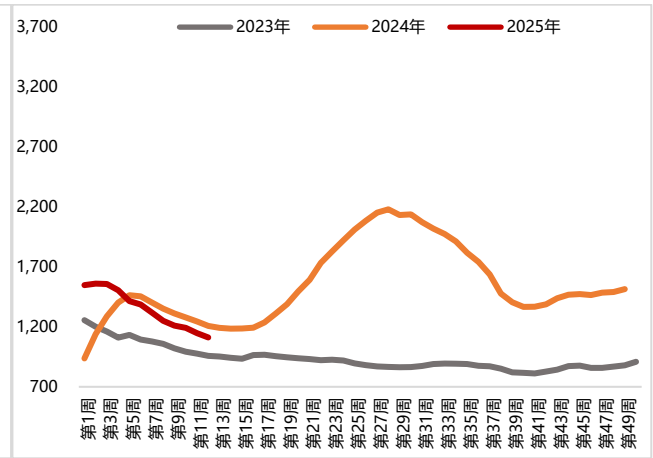


图 16 上周猪肉价格小幅回落

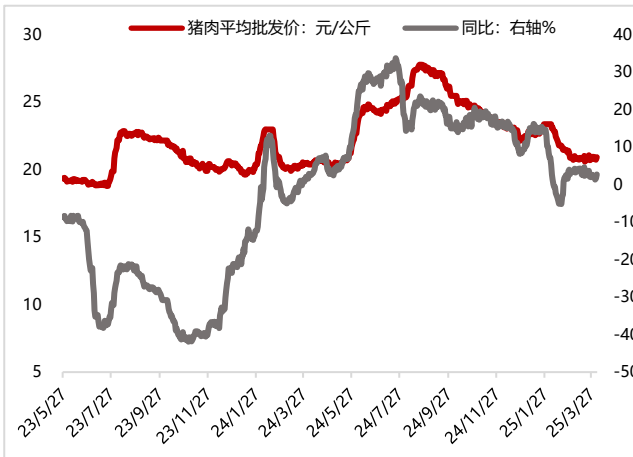


图 17 上周国际油价大幅回落

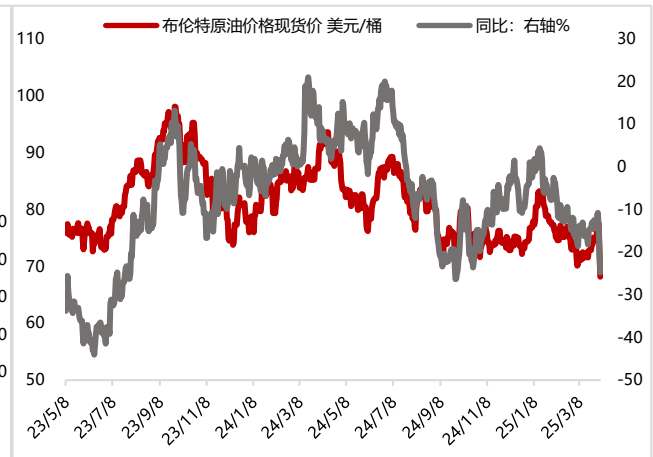
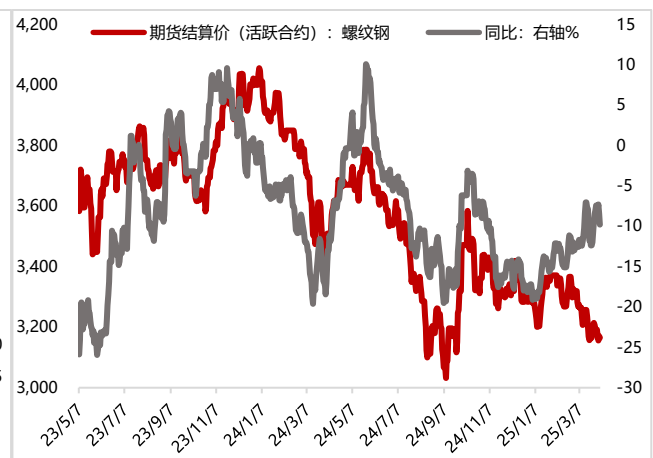


图 18 上周铜期货价格继续回落



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 5019 亿元

发行				到期		
发生日期	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2025/3/31	逆回购 7D	1667	1.50	逆回购 7D	1350	1.50
2025/4/1	逆回购 7D	649	1.50	逆回购 7D	3779	1.50
2025/4/2	逆回购 7D	2299	1.50	逆回购 7D	4554	1.50
2025/4/3	逆回购 7D	2234	1.50	逆回购 7D	2185	1.50
<b>发行</b>					6849	
<b>到期</b>					11868	
<b>净投放</b>					-5019	

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均显著下行 (%)

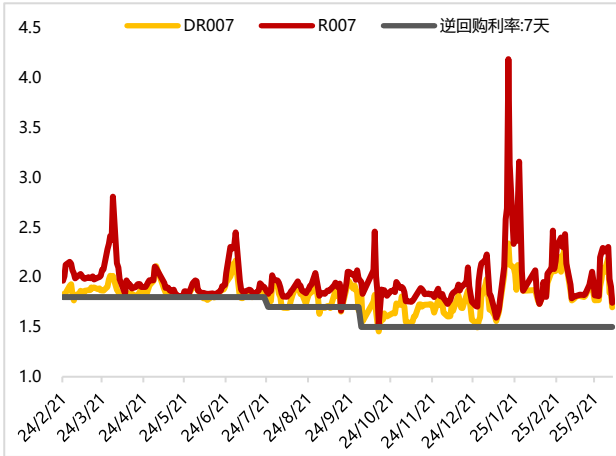


图 21 上周股份行同业存单发行利率继续大幅下行 (%)

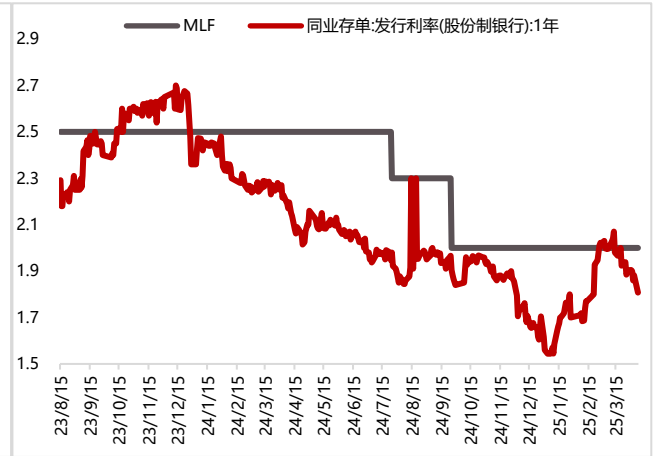


图 22 上周各期限国股直贴利率均下行

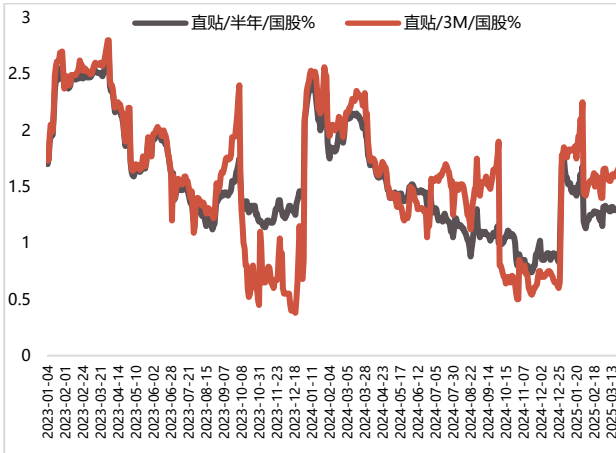


图 23 上周质押式回购成交量明显回升 (亿元)

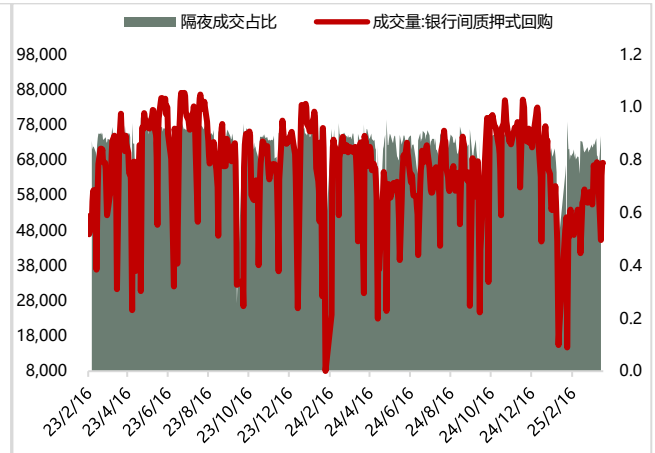
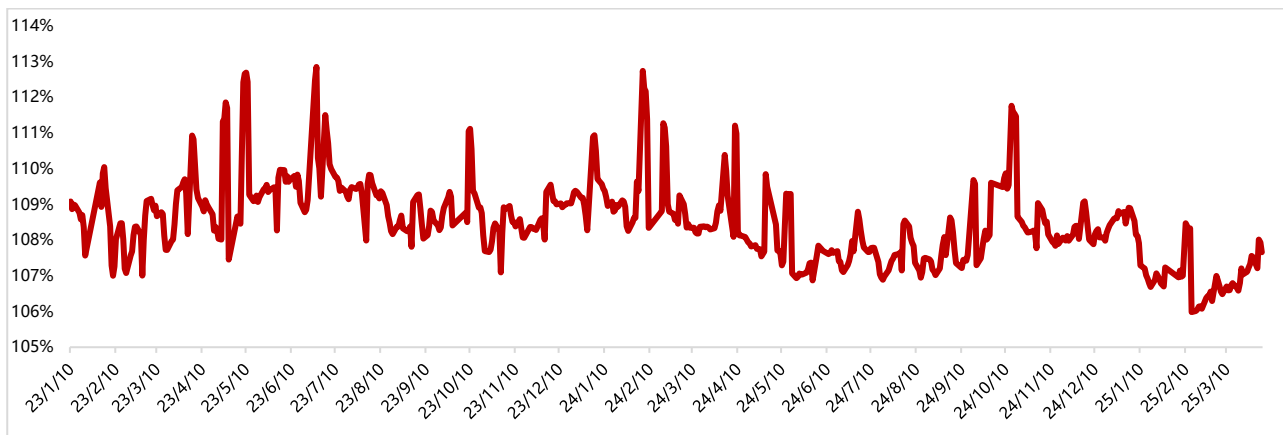


图 24 上周银行间市场杠杆率继续波动上行



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 19	400	0.2493	1.4609	3.189
25 附息国债 06(续发)	1701.4	2	1.59	4.4498
25 附息国债 04(续 2)	1700	10	1.61	4.1905

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 国开清发 02(增发 7)	70	3	1.6535	2.65
25 国开清发 04(增发 7)	20	7	1.7665	6.43
25 国开 14(增 4)	30	3	1.8577	3.76
25 国开 03(增 11)	140	5	1.5504	3.04
25 国开 10(增发)	190	10	1.7148	2.69
25 农发 11(增 4)	110	1.0932	1.5484	3.26
24 农发 09(增 6)	10	3	1.8272	5.37
25 农发 10(增 11)	150	10	1.8837	3.33
25 国开 06	60	1	-	2.58
25 国开 10	190	10	-	2.78

25 农发清发 02(增发 7)	60	2	1.7101	2.87
25 农发清发 07(增发 4)	30	7	1.8966	5.5233
25 农发贴现 03	30	0.4986	1.5562	2.9867
25 农发 03(增 11)	100	3	1.6903	2.485
25 农发 05(增 11)	130	5	1.776	2.6915

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 福建债 11	29.89	10	1.86	5	25.25
25 福建债 12	9.20	7	1.8	5	28.29
25 福建债 13	25.70	10	1.86	5	25.91
25 福建债 14	0.40	10	1.86	5	26.25
25 四川债 15	2.81	3	1.66	5	22.63
25 四川债 16	17.75	5	1.72	5	20.79
25 四川债 17	10.49	7	1.82	5	24.35
25 四川债 18	47.15	10	1.86	5	19.25
25 四川债 19	41.43	15	2.22	25	19.15
25 四川债 20	125.91	20	2.25	12	17.80
25 四川债 21	204.16	30	2.26	24	17.36
25 四川债 22	5.31	30(18.01)	2.07	5	21.23
25 江苏债 14	245.74	10	1.86	5	14.79
25 江苏债 15	33.00	10	1.86	5	16.54
25 江苏债 16	35.49	7	1.82	5	16.28
25 江苏债 17	140.59	20	2.18	5	15.92
25 江苏债 18	86.43	7	1.82	5	15.27
25 江苏债 19	46.96	10	1.86	5	15.62
25 江苏债 20	18.13	15	2.02	5	16.25
25 江苏债 21	44.00	15	2.02	5	15.18
25 江苏债 22	159.19	15	2.02	5	13.07
25 江苏债 23	114.11	20	2.18	5	15.38
25 江苏债 24	385.30	30	2.07	5	12.75
25 陕西债 11	35.29	10	1.99	18	31.18
25 陕西债 12	2.65	10	1.86	5	31.55
25 陕西债 13	10.29	20	2.25	12	36.11

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、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他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