

【债券周报】

债市重回震荡，票息策略回归

——债券周报 20250316

- ❖ 一、下周资金仍然是关键
- ❖ 下周资金扰动较多，中旬缴准、税期、MLF 等工具到期、季末指标考核等多重因素叠加，关注央行的对冲情况。(1) 上半周税期缴款扰动，尽管 3 月是缴税小月，但当前银行负债水平未恢复充裕状态，叠加工具到期等，资金面或仍有压力。(2) 下半周银行开始为跨季指标做准备或提高备付水平。(3) 供给扰动相对有限，重点关注月末最后一周地方债的安排情况。
- ❖ 银行负债压力最大窗口或已经过去，同业存款增长、融出规模修复及存单价格均指向资金面的积极信号有所增多。2 月非银同业存款新增接近 2.8 万亿，同业存款外流的扰动高峰已过；大行单日融出规模继续修复至 2.8 万亿左右；存单定价与资金的价差回到 10-20bp 的均衡水平。
- ❖ 综合看，DR007 或延续略高偏 OMO 利率 20-30bp 左右，维持贵但是相对平稳的状态。同业存款外流的扰动高峰或逐渐过去。伴随着施工提速、财政支出进度的加快，资金价格中枢边际多下行。不过，货币政策数量型工具到期及存单到期量偏大的情况下，银行体系或仍有一定压力。央行或也有意引导资金面维持“贵但不紧”的状态，预计 DR007 价格与政策利率的偏离度水平或在 20-30bp 左右。总量操作方面，央行强调“择机”的时点选择，在外部仍有约束的情况下，降息时点或相对后置。
- ❖ 二、资金维持“贵而不紧”，债市如何变化？
- ❖ 除资金扰动之外，债市也面临若干其他扰动因素，使得短期内长端利率的下行空间或难以明显打开：
 - ❖ (1) 大行兑现收益卖债的行为对市场仍有扰动。季末月份大行加速卖债，主要由调节利润指标、缓解负债压力和久期指标等目的驱动。本周大行卖债仍显著超过季节性，预计 3 月 20 日之前这一因素或继续扰动债市，但往年 3 月最后一周压力或边际缓解，关注今年季节性表现是否兑现及债市情绪的改善。
 - ❖ (2) 风险偏好上行，权益市场延续强势，对债市情绪的压制仍在。2 月以来恒生指数与 10y、30y 国债收益率走势呈现强相关性（验证近 28 个交易日相关系数在 0.8 以上）。AI 主题、传统需求旺季推动顺周期指标修复等催化下，权益市场宏观预期偏暖，继续支撑风险偏好上行。
 - ❖ (3) 估值角度看，债市向正 carry 回归，前期 7y 以内品种跟随资金调整充分，但长端利率点位较 11 月末仍偏低、保护相对不足，后续或有调整风险。当前 7y 以下品种收益率基本回到 11 月末水平上方，但长端利率仍显著偏低，后续或仍有上行调整风险。
- ❖ 三、债市策略：回归震荡行情，票息思路应对，交易多看少动
- ❖ 债市或回归震荡市场，票息的重要性回归。债市逐步回归正 carry 环境，后续资金延续“贵而不紧”、风险偏好扰动仍在，市场或延续震荡行情，交易难度加大，票息在策略中的重要性回归。10y 国债收益率或在 1.9%上下 15bp 波动（即 1.75%-2.05%区间），30-10y 期限利差或维持 20-28bp 左右，建议机构以票息挖掘思路，把握估值合理、性价比高的品种。
- ❖ 品种上，当前各期限存单、3y 以内信用债、5-7y 利率债保护充足，投资者可根据负债属性灵活参与。除长端利率外，多数资产收益率已回到去年 11 月水平之上，后续上行风险可控；不过资金“贵而不紧”，大幅下行的空间也受限。往后看，4 月理财扩张或带动存单配置、打开短端下行空间，可提前布局。
- ❖ 10y、30y 国债当前位置具备配置吸引力，配置盘可逐步建仓，交易盘多看少动。长端在资金、风险偏好等扰动下，短期内或仍有上行风险，但按照过去成本定价区间看，10y 国债在 OMO+40bp 已具备一定吸引力，配置盘可逐步建仓、边调边买；交易盘在市场估值稳定前，建议多看少动、耐心等待右侧机会。
- ❖ 风险提示：流动性超预期收紧。

相关研究报告

《【华创固收】短端信用开始修复，由短及长进行配置——信用周报 20250315》

2025-03-15

《【华创固收】二手房成交动能趋缓——每周高频跟踪 20250315》

2025-03-15

《【华创固收】政策双周报（0228-0312）：两会跟踪》

2025-03-12

《【华创固收】日历效应看，业绩披露期扰动或至——可转债周报 20250311》

2025-03-11

《【华创固收】债市或向正 carry 回归，如何观察跟踪？——债券周报 20250309》

2025-03-09

目 录

一、 下周资金仍然是关键.....	5
二、 资金维持“贵而不紧”，债市如何变化？	8
三、 债市策略：回归震荡行情，票息思路应对，交易多看少动	10
四、 利率债市场复盘：股债跷板与赎回扰动，债市偏弱震荡	11
（一） 资金面：央行 OMO 大幅净回笼，资金面均衡宽松	13
（二） 一级发行：政金债、同业存单净融资增加，国债、地方债净融资减少	13
（三） 基准变动：国债与国开债期限利差均走扩	14
五、 风险提示	15

图表目录

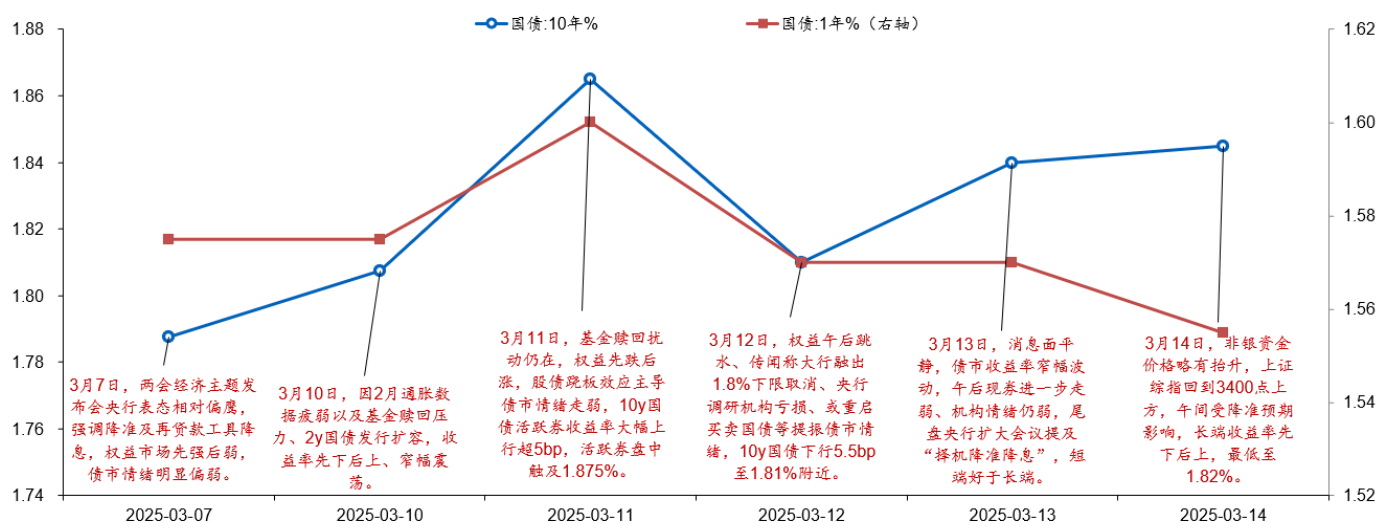
图表 1 股债跷板与赎回扰动，债市震荡偏弱	5
图表 2 3 月 MLF 到期 3870（亿元）	6
图表 3 买断式逆回购到期情况（亿元）	6
图表 4 2 月财政存款冻结加大，3 月或有回流	6
图表 5 地方债在国债放量时存在“发行让位”规律	6
图表 6 2 月同业存款大幅增长（亿元）	7
图表 7 人行融出规模向上修复至 2.8 万亿	7
图表 8 存单与资金的价差修复	7
图表 9 DR007 月均值较 OMO 利率偏离度	8
图表 10 DR001 月均值较 OMO 利率偏离度	8
图表 11 本周人行仍在超季节性卖债	8
图表 12 本周人行主要卖出利率品种	8
图表 13 2 月以来长债、超长债收益率与恒生指数走势基本同步且呈强相关（%）	9
图表 14 相关系数看，2 月至今股债跷板效应明显增强	9
图表 15 短利率、存单、高等级信用债收益率基本回到去年 11 月水平之上，长端利率 保护相对不足（%，bp）	9
图表 16 历年震荡市场中，期限收益差缩小，票息重要性回归（bp）	10
图表 17 短端信用行情回暖，长久期信用债利差保护偏低、年内或难有趋势性压缩行情	10
图表 18 按 OMO+40bp，10y 国债 1.9%进入成本定价框架下沿，定价趋于合理（%）	11
图表 19 国开老券-新券利差走扩（%，BP）	13
图表 20 国债期货下跌、国开现券收益率上行（元，%）	13
图表 21 央行 OMO 净回笼	13
图表 22 资金面均衡宽松	13
图表 23 国债净融资大幅减少	14
图表 24 政金债净融资小幅增加	14
图表 25 地方债净融资大幅减少	14
图表 26 同业存单净融资小幅增加	14
图表 27 国债收益率曲线变化（%）	14
图表 28 国开债收益率曲线变化（%）	14
图表 29 国债期限利差变动（%，BP）	15
图表 30 国开期限利差变动（%，BP）	15

图表 31 10 年期国债与国开隐含税率（%，BP）	15
图表 32 5 年期国债与国开隐含税率（%，BP）	15

3月第二周，资金面维持平稳态势，经济主题记者会后市场对央行普降预期收敛，收益率向上调整触发基金赎回情绪。此外，消息层面扰动增多叠加股债跷板效应，债市波动较大，10y国债活跃券盘中最高至1.8825%。全周累计看，7y国债活跃券收益率上行2.25BP至1.77%，10y国债活跃券收益率上行5.75BP至1.8450%，30y国债活跃券上行9.5BP至2.07%。

具体看，本周央行OMO投放仍偏克制，公开市场继续大幅净回笼1917亿元，资金面整体均衡宽松，资金情绪指数基本处于50下方，银行间隔夜资金价格多处于1.8%下方，国股行3M、1Y存单发行价格下行至1.95%、1.97%附近，1y国债活跃券收益率下行2BP至1.555%。周一，因2月通胀数据疲弱、基金赎回扰动、2y国债发行扩容，收益率先下后上、窄幅震荡。周二，资金平稳但价格仍偏贵，基金赎回影响仍在，权益先跌后涨，股债跷板效应主导债市情绪走弱，10y国债活跃券收益率大幅上行超5bp。周三，央行OMO大幅净回笼1778亿，资金维持稳态，盘初债市情绪偏弱，10y国债活跃券最高触及1.8825%，权益市场午后跳水，叠加消息称央行融出1.8%下限取消、央行调研机构亏损、央行重启买卖国债等提振债市情绪，10y国债下行5.5bp至1.81%附近。周四，消息面平静，债市收益率窄幅波动，午后机构情绪转弱，推动现券进一步上行，尾盘央行会议提及“择机降准降息”，收益率上行略有收窄，短端好于长端，信用表现强于利率。周五，非银资金价格略有抬升，上证综指回到3400点上方，午间受降准预期影响，长端收益率先下后上，最低至1.82%，尾盘2月金融数据低于预期、降准预期落空，收益率上行至1.845%附近。

图表 1 股债跷板与赎回扰动，债市震荡偏弱



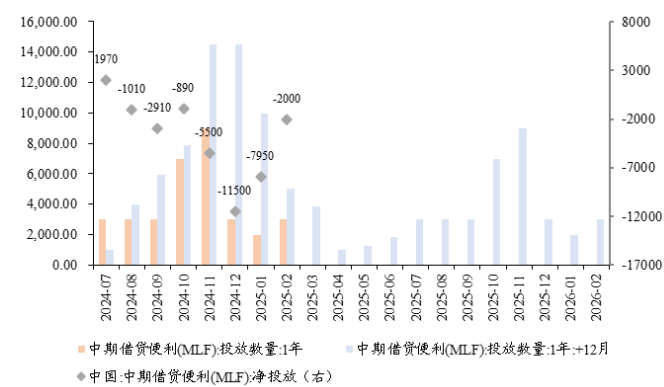
资料来源：Wind，华创证券

一、下周资金仍然是关键

下周资金扰动较多，中甸缴准、税期、MLF工具到期、季末银行指标考核等多重因素叠加，关注央行的对冲情况。

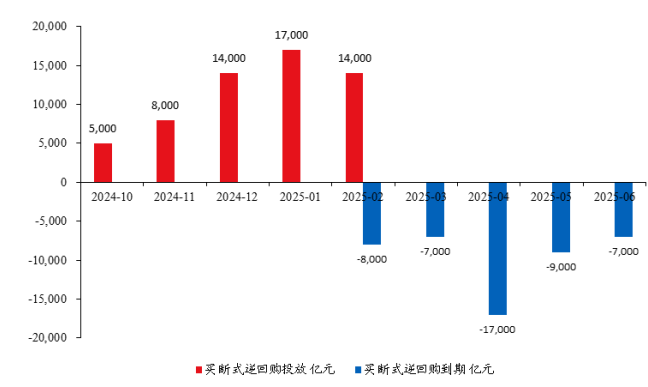
一是，上半周税期缴款扰动，尽管3月是缴税小月，但当前银行负债水平未恢复充裕状态，叠加工具到期等，资金面或仍有压力。中甸缴准规模或在1300亿元左右，MLF到期以及买断式逆回购到期合计接近1.1万亿，税期规模不大或在1-1.1万亿附近，但在银行负债未恢复充裕的状态下，资金面或仍有一定压力，关注央行逆回购对冲情况。

图表 2 3 月 MLF 到期 3870（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 买断式逆回购到期情况（亿元）

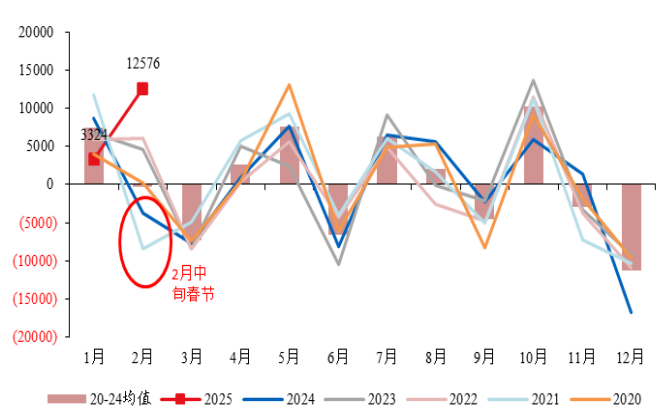


资料来源：Wind，华创证券

二是，下半周银行开始为跨季指标做准备或提高备付水平。以流动性覆盖率（LCR）指标为例，该指标=合格优质流动性资产/未来 30 日可能的现金净流出，质押式融出计入“现金流出”，增大分母的压力，当指标压力增大时，银行或相应减少融出。

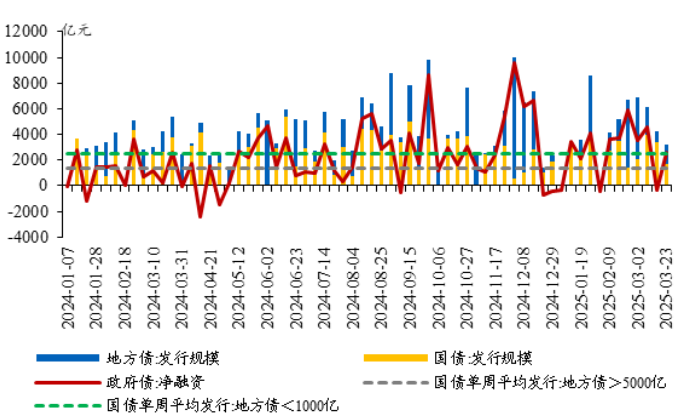
三是，供给扰动相对有限，重点关注月末最后一周地方债的安排情况。3 月以来政府债券发行节奏有所放慢，前两周政府债券净融资规模在 4000 亿元附近，本周关键期限国债单只规模扩容至 1670 亿创历史新高，下周政府债净缴款为 1091 亿，对资金扰动有限，目前地方债在国债放量时期存在“发行让位”的规律，3 月最后一周当本月关键期限国债发行完毕后关注地方债存在集中发行的可能，关注后续发行进度情况。

图表 4 2 月财政存款冻结加大，3 月或有回流



资料来源：Wind，华创证券

图表 5 地方债在国债放量时存在“发行让位”规律

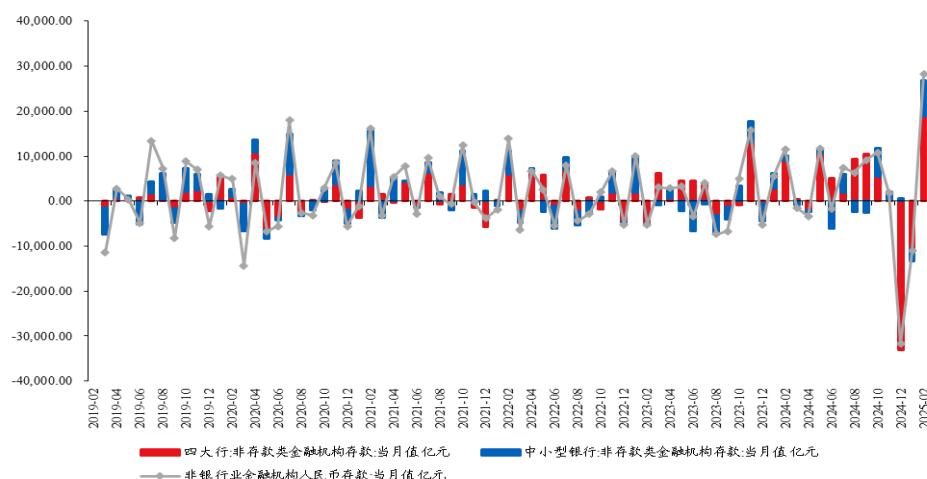


资料来源：Wind，华创证券

银行负债压力最大窗口或已经过去，同业存款增长、融出规模修复及存单价格均指向资金面的积极信号有所增多。

（1）同业存款大幅增长。继去年 12 月至 1 月大行同业活期存款大幅流出后（合计外流 4.3 万亿），2 月以来同业存款转为大幅增长。2 月非银同业存款新增接近 2.8 万亿，其中四大行新增 1.9 万亿、中小行新增 0.8 万亿。综合去年 12 至今年 2 月，同业存款外流给大行带来的资金缺口或为 2.4 万亿左右。

图表 6 2月同业存款大幅增长（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

(2) 融出继续向上修复。2月18日, 大行日度净融出规模压缩至1.3万亿的阶段性低点。其后, 伴随着月末央行投放的小幅加码, 以及较积极的存单发行和同业存款的弥补, 至2月末单日净融出规模回升至2万亿附近, 距离季节性水平大致1万亿左右的差距。3月至今, 大行单日融出规模继续修复至2.8万亿左右。

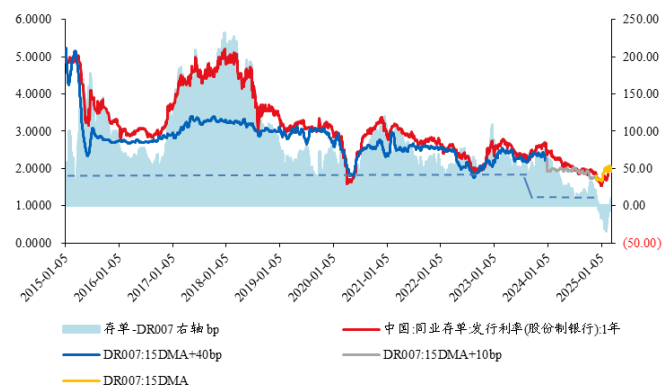
(3) 存单定价与资金的价差回到10-20bp的均衡水平。3月为存单到期的高峰, 银行供给依然较为积极(主动负债), 不过存单高位水平机构配置需求有所回升, 当前1年期国股行存单收益率小幅下行至1.95-2%附近。与DR007的价差回到10-20bp的均衡水平。

图表 7 大行融出规模向上修复至2.8万亿



资料来源: Wind, 华创证券

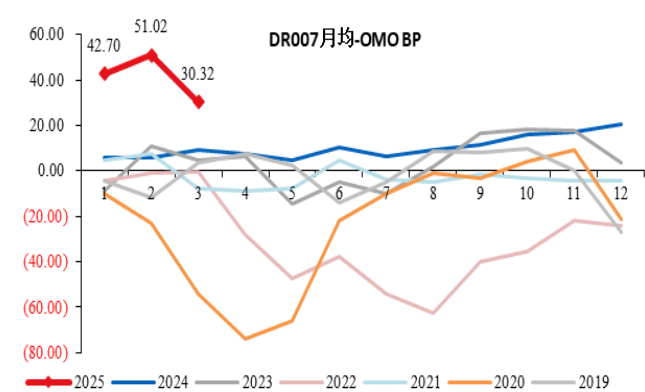
图表 8 存单与资金的价差修复



资料来源: Wind, 华创证券

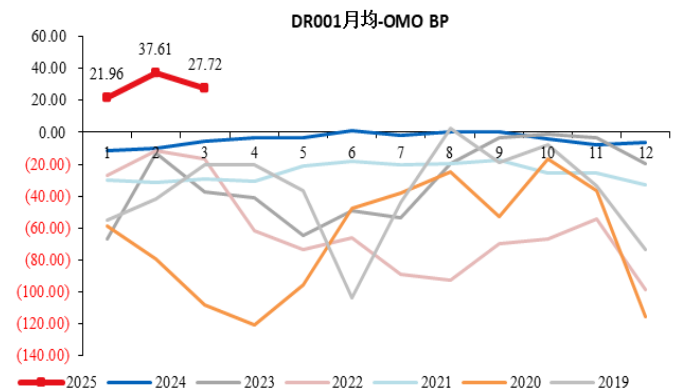
综合来看, DR007 或延续略高偏OMO利率20-30bp左右, 维持贵但是相对平稳的状态。同业存款外流的扰动高峰或逐渐过去。伴随着施工提速、财政支出进度的加快, 资金价格中枢边际多下行。不过, 工具到期及存单到期量偏大的情况下, 银行体系或仍有一定压力。央行或也有意引导资金面维持“贵但不紧”的状态, 预计DR007价格与政策利率的偏离度水平或在20-30bp左右。此外, 从全年维度来看, 央行依旧强调“综合运用利率及准备金工具等”, 总量宽松的指向依然明确, 重点在于“择机”的时点选择, 在外部仍有约束的情况下, 降息时点或相对后置。

图表 9 DR007 月均值较 OMO 利率偏离度



资料来源: Wind, 华创证券; 截至 3 月 14 日, 右同。

图表 10 DR001 月均值较 OMO 利率偏离度



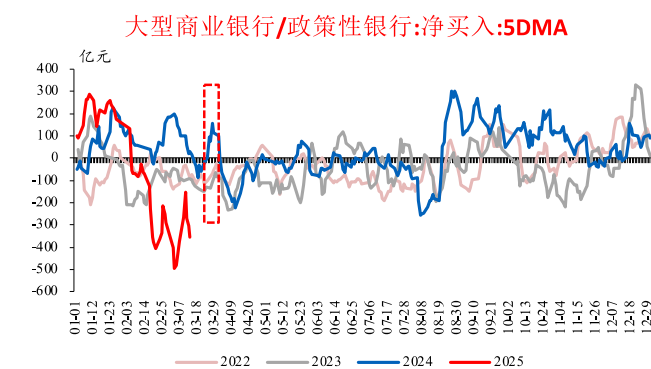
资料来源: Wind, 华创证券

二、资金维持“贵而不紧”，债市如何变化？

资金维持贵而不紧，债市难有明显交易空间。除资金扰动之外，债市也面临若干其他扰动因素，或使得短期内长端利率的下行空间难以明显打开：

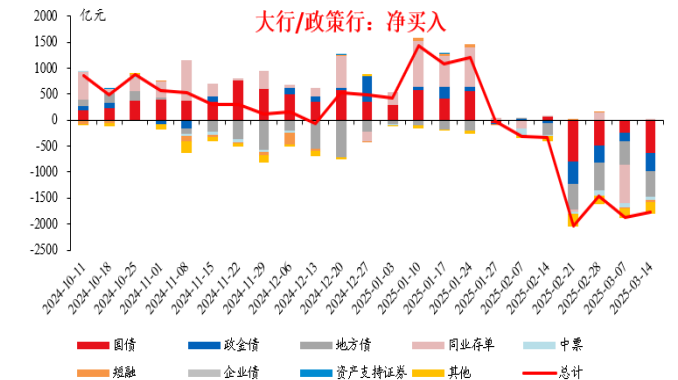
一是，大行兑现收益卖债的行为对市场仍有扰动。我们在报告《债市或向正 carry 回归，如何观察跟踪？》中提到近期大行加速卖债，主要是调节利润指标，其次可以缓解负债压力和久期指标。本周大行仍进行显著的超季节性卖债行为，其中主要卖出国债、政金债、地方债等利率品种和二永债。从改善报表的情况考虑，20 号之前大行卖债行为或继续扰动市场，但进入 3 月最后一周或由于指标及报表核算基本完成，大行卖债行为通常会减少，今年由其需要关注这一规律是否重现，从而减少债市负面扰动。

图表 11 本周大行仍在超季节性卖债



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 本周大行主要卖出利率品种

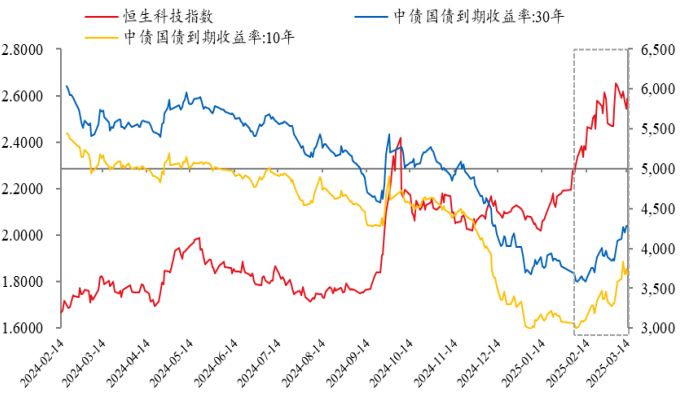


资料来源: Wind, 华创证券

注: 其他分项主要包括二永债

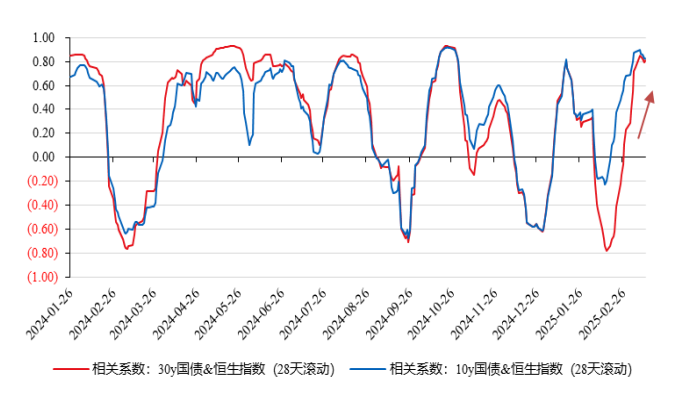
二是，风险偏好上行，权益市场延续强势，对债市情绪的压制仍在。2 月以来 10y、30y 国债收益率与恒生指数走势之间呈现强相关性。数据验证来看，截至 3 月 14 日当周，二者相关系数（滚动 28 天）保持在 0.8 以上的高位，显示 2 月以来股债翘板效应逐步增强。AI 等新兴产业、传统旺季顺周期指标回升等催化下，权益市场宏观预期偏暖，继续支撑风险偏好上行，压制债市情绪。

图表 13 2 月以来长债、超长债收益率与恒生指数走势基本同步且呈强相关（%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 14 相关系数看，2 月至今股债跷板效应明显增强



资料来源：Wind，华创证券 注：相关系数按向前 28 天滚动计算

三是，估值角度看，债市向正 carry 回归，前期 7y 以内品种跟随资金调整充分，但长端利率点位较 11 月末仍偏低、保护相对不足，后续或有调整风险。上周周报债市回归正 carry 阶段的观点得到验证（详见《债市或向正 carry 回归，如何观察跟踪？》），10y 国债回到 DR007（3 月 14 日为 1.81%）之上。将各品种收益率与 11 月末比较，7 年以内品种基本处于 11 月末水平之上（短利率、5y 以内地方债、存单、5y 以内信用债），前期跟随资金调整较充分，而长端利率显著偏低。当前资金价格高于 11 月（DR007 月均值 1.67%），长端收益率后续或仍有向上调整的风险。

图表 15 短利率、存单、高等级信用债收益率基本回到去年 11 月水平之上，长端利率保护相对不足（%，bp）

	2025-03-14	2025-02-28	2025-01-27	2024-12-31	2024-11-29	当前距离去年11月末点位变动
国债：1年	1.56	1.46	1.30	1.08	1.37	19.31
国债：3年	1.62	1.52	1.31	1.19	1.41	20.72
国债：5年	1.64	1.60	1.41	1.42	1.66	-1.82
国债：7年	1.77	1.69	1.55	1.59	1.88	-10.36
国债：10年	1.83	1.72	1.63	1.68	2.02	-18.89
国债：30年	2.04	1.91	1.87	1.91	2.20	-16.25
国开债：1年	1.68	1.68	1.45	1.20	1.60	7.46
国开债：3年	1.71	1.72	1.49	1.43	1.73	-2.11
国开债：5年	1.72	1.72	1.50	1.46	1.77	-5.73
国开债：7年	1.96	1.85	1.65	1.69	2.01	-5.42
国开债：10年	1.85	1.74	1.65	1.73	2.10	-25.32
国开债：20年	2.15	2.03	1.95	1.98	2.25	-10.28
地方政府债：1年	1.62	1.50	1.33	1.21	1.51	11.00
地方政府债：2年	1.67	1.56	1.36	1.34	1.56	11.00
地方政府债：3年	1.76	1.61	1.44	1.40	1.66	10.00
地方政府债：5年	1.89	1.76	1.56	1.62	1.87	2.00
地方政府债：7年	1.98	1.86	1.69	1.72	2.04	-6.00
地方政府债：10年	2.08	1.98	1.84	1.85	2.20	-12.00
地方政府债：15年	2.24	2.17	2.02	2.10	2.32	-8.00
同业存单（AAA）：1年	1.96	1.99	1.72	1.58	1.80	16.00
中短期票据（AA+）：1年	2.12	2.16	1.90	1.78	2.01	11.40
中短期票据（AA+）：3年	2.23	2.20	1.96	1.91	2.14	8.90
中短期票据（AA+）：5年	2.39	2.24	2.06	2.05	2.32	6.37
中短期票据（AAA）：1年	2.04	2.08	1.80	1.68	1.92	11.40
中短期票据（AAA）：3年	2.10	2.08	1.84	1.74	2.05	4.40
中短期票据（AAA）：5年	2.23	2.12	1.90	1.87	2.19	3.87
城投债（AA+）：1年	2.11	2.13	1.90	1.78	2.04	7.21
城投债（AA+）：3年	2.24	2.17	1.94	1.91	2.13	10.55
城投债（AA+）：5年	2.34	2.22	2.04	2.01	2.32	2.44
城投债（AAA）：1年	2.05	2.04	1.83	1.71	1.98	6.91
城投债（AAA）：3年	2.14	2.09	1.86	1.81	2.05	8.95
城投债（AAA）：5年	2.25	2.16	1.93	1.91	2.23	2.44
二级资本债（AAA-）：1年	2.04	2.08	1.78	1.65	1.95	8.65
二级资本债（AAA-）：3年	2.12	2.06	1.79	1.76	2.08	3.85
二级资本债（AAA-）：5年	2.19	2.08	1.83	1.83	2.19	-0.34
商业银行永续（AAA-）：1年	2.08	2.10	1.81	1.70	1.97	11.40
商业银行永续（AAA-）：3年	2.17	2.12	1.86	1.79	2.13	3.58
商业银行永续（AAA-）：5年	2.27	2.17	1.89	1.90	2.24	2.91

资料来源：Wind，华创证券 注：箭头代表当月末收益率所处分位数位置（2024 年 11 月末以来），分别按照 ≥80%、60%~80%、40%~60%、20%~40%、0~20% 区分。

三、债市策略：回归震荡行情，票息思路应对，交易多看少动

债市回归震荡市场，票息的重要性抬升。3月以来，债市逐步回归正 carry 环境，后续资金延续“贵而不紧”、风险偏好扰动仍在，债市或延续震荡行情。在震荡市场中，交易难度加大，票息在策略中的重要性回归。10y 国债收益率或在 1.9%上下 15bp 波动（即 1.75%-2.05%区间），30-10y 期限利差或维持 20-28bp 左右，建议机构以票息挖掘思路，把握估值合理、性价比高的品种。

图表 16 历年震荡市场中，期限收益差缩小，票息重要性回归（bp）

		区间涨跌幅																											
指数	代码	2025/3/14	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年					
中债-综合财富(总值)指数	CBA00201.CS	-0.71	7.67	4.81	3.32	5.11	3.02	4.60	8.24	0.26	1.86	8.16	10.33	-0.43	3.63	5.39	2.07	-0.30	11.87	-0.80	2.82	9.94	-0.01	2.20					
中债-综合财富(1年以下)指数	CBA00211.CS	0.16	2.48	2.67	2.36	2.88	2.49	3.34	4.63	3.65	2.54	4.27	5.45	3.39	3.71	3.78	1.53	1.38	5.12	2.72	2.00	2.65	2.61	2.32					
中债-综合财富(1-3年)指数	CBA00221.CS	-0.31	4.22	3.66	2.75	4.04	2.88	4.40	6.90	2.17	1.96	6.43	7.82	1.48	4.11	4.19	1.28	0.97	9.18	0.91	1.45	6.25	1.87	2.75					
中债-综合财富(3-5年)指数	CBA00231.CS	-0.79	6.31	4.39	2.86	4.97	3.07	5.01	8.40	0.58	1.70	8.86	10.31	-0.43	4.15	4.93	2.44	0.20	12.09	-0.93	2.72	8.56	1.13	2.18					
中债-综合财富(5-7年)指数	CBA00241.CS	-0.79	8.16	4.80	3.70	5.61	3.63	5.71	9.68	-0.90	2.09	10.21	12.54	-1.24	3.63	5.91	2.10	-0.98	14.91	-2.55	2.68	10.60	1.12	0.32					
中债-综合财富(7-10年)指数	CBA00251.CS	-1.10	10.22	5.16	3.94	6.27	3.14	5.04	11.22	-3.50	0.62	10.73	13.46	-3.38	2.75	6.56	2.23	-2.11	18.03	-3.18	3.45	9.69	-1.29	2.13					
中债-综合财富(10年以上)指数	CBA00261.CS	-1.52	16.78	9.32	5.39	10.09	3.54	4.30	16.88	-6.87	1.97	14.65	21.18	-6.78	2.49	8.24	3.62	-3.55	21.54	-12.73	7.06	34.22	-13.72	2.70					
区间涨跌幅 各期限差 (%) (1年以下-10年)		1.26	7.74	2.48	1.58	3.40	1.14	2.37	6.59	7.15	1.92	6.46	8.01	6.77	1.40	2.78	1.16	3.49	12.91	5.90	2.00	7.95	3.90	2.44					
区间涨跌幅 各期限差 (%) (1年以下-10年以上)		1.68	14.30	6.65	3.03	7.21	1.14	2.37	12.25	10.52	1.92	10.38	15.73	10.17	1.66	4.46	2.34	4.93	16.42	15.45	5.61	31.58	16.34	2.44					
中债国债到期收益率:1年 年度变动 (BP)		47.86	-99.53	-1.73	-14.60	-23.10	11.08	-23.69	-119.09	114.06	35.24	-96.07	-96.03	131.39	18.83	-58.33	180.47	39.33	-257.54	158.84	31.08	-114.20	93.96	-11.40					
中债国债到期收益率:10年 年度变动 (BP)		15.65	-88.01	-28.00	5.99	-36.75	0.64	-9.00	-65.42	86.92	19.03	-80.07	-92.99	97.80	15.27	-45.88	23.77	89.01	-167.32	139.84	-9.47	-161.16	137.30	18.26					
中短债到期收益率:1年 AAA年度变动 (BP)		35.79	-84.41	-18.73	-4.15	-38.91	-3.59	-41.20	-162.70	130.39	103.82	-184.58	-159.66	185.76	-51.31	95.38	119.94	105.97	-335.16	165.00									
中短债到期收益率:10年 AAA年度变动 (BP)		23.51	-94.22	-64.25	3.78	-44.36	-9.85	-12.42	-112.09	110.18	49.68	-120.13	-131.08	103.51	9.55														
中短债到期收益率:3年 AA+年度变动 (BP)		31.87	-93.80	-72.04	44.23	-89.27	47.10	-50.16	-148.99	134.99	68.39	-176.81	-152.49	175.64	-51.64	79.88	19.95												
债市行情		震荡	牛	震荡	震荡	牛	震荡	震荡	牛	熊	震荡	牛	牛	熊	震荡	牛	震荡	熊	牛	熊	震荡	牛	熊	震荡					

资料来源: Wind, 华创证券

当前各期限存单、3y 以内信用债票息保护充足，5-7y 利率债性价比较高，可根据负债偏好进行布局。除长端利率品种外，目前多数债券收益率水平已回到去年 11 月末之上，前期跟随资金调整已较为充分，后续收益率显著上行的风险可控；但资金面“贵而不紧”状态下，品种收益率或也难显著下行。往后看，4 月理财规模回升，或带动存单配置需求上升，打开短端下行空间，投资者可适当左侧布局。

此外，长久期信用债估值也有一定修复，对于保险机构而言配置性价比有所回归。不过年内来看，理财估值整改之下，预计长端信用利差趋势性压缩的难度偏大，适宜以票息价值的视角看待。

图表 17 短端信用行情回暖，长久期信用债利差保护偏低、年内或难有趋势性压缩行情

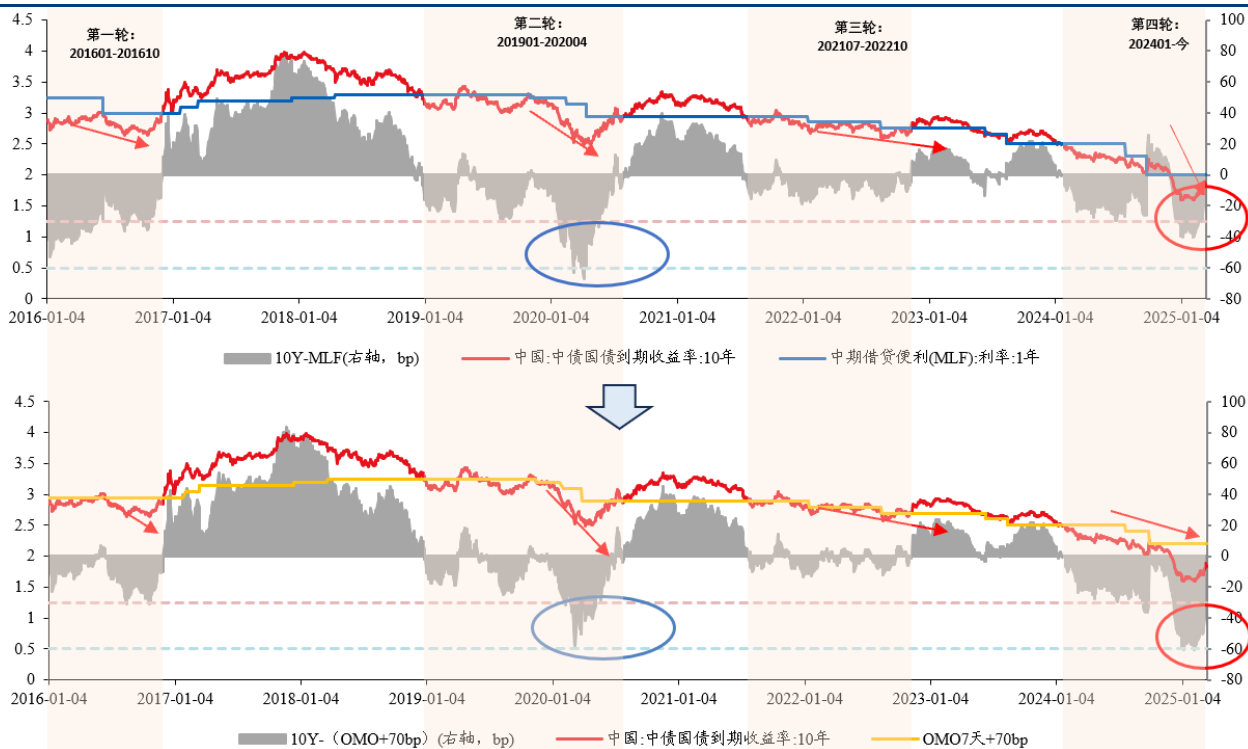
信用债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期			7年期			10年期			15年期		
中债估值收益率(%)	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2025-03-14	2.04	2.12	2.19	2.07	2.18	2.26	2.10	2.23	2.40	2.20	2.35	2.57	2.23	2.39	2.62	2.29	2.44	2.74	2.35	2.61	2.93	2.35	2.70	-
分位数	19%	17%	18%	14%	17%	18%	13%	16%	20%	15%	19%	20%	14%	17%	20%	15%	15%	18%	11%	16%	17%	9%	15%	-
2025-03-07	2.08	2.16	2.23	2.11	2.20	2.27	2.11	2.23	2.37	2.17	2.31	2.51	2.19	2.34	2.55	2.20	2.38	2.66	2.28	2.53	2.85	2.30	2.65	-
分位数	28%	22%	22%	20%	19%	18%	14%	15%	19%	13%	15%	19%	12%	14%	18%	10%	12%	15%	8%	11%	16%	7%	13%	-
收益率中位数(%)	2.39	2.50	2.57	2.60	2.72	2.87	2.71	2.93	3.21	2.88	3.11	3.50	3.01	3.29	3.69	3.17	3.49	3.92	3.28	3.63	4.04	3.36	3.72	-
收益率变动(BP)	-4	-4	-3	-4	-2	-1	-1	1	3	3	5	6	4	5	7	9	7	9	7	8	8	5	5	-
分位数变化	-9%	-5%	-4%	-6%	-3%	-1%	-1%	1%	1%	2%	4%	1%	2%	3%	1%	5%	3%	3%	3%	4%	2%	2%	2%	-
信用债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期			7年期			10年期			15年期		
信用利差(BP)	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2025-03-14	36	44	51	36	48	56	38	52	68	48	64	85	51	67	90	33	48	78	50	76	108	27	62	-
分位数	66%	57%	54%	83%	76%	56%	76%	60%	49%	91%	78%	36%	78%	51%	34%	47%	25%	22%	53%	39%	37%	34%	31%	-
2025-03-07	40	48	54	35	44	51	35	47	61	42	56	76	45	60	81	29	46	74	47	72	104	28	62	-
分位数	81%	72%	65%	79%	61%	41%	61%	44%	35%	78%	54%	31%	52%	36%	30%	31%	19%	16%	46%	36%	34%	35%	32%	-
利差中位数(BP)	33	43	50	30	42	53	33	49	69	36	55	95	45	66	110	34	64	108	49	82	126	35	71	-
利差变动(BP)	-4	-4	-3	2	4	5	3	5	7	6	7	9	6	7	9	4	2	4	3	4	4	-1	-1	-
分位数变化	-15%	-15%	-12%	5%	16%	15%	16%	16%	14%	13%	24%	5%	26%	15%	4%	17%	7%	6%	7%	3%	2%	-2%	-1%	-

资料来源: Wind, 华创证券

10y、30y 国债目前点位初具配置吸引力，但后续行情或以震荡为主，交易盘多看少动、等待右侧机会。目前 10y 国债点位接近去年支持性货币环境中成本定价框架（OMO+40~70bp）的区间下沿，配置性价比回归；但考虑当前资金价格仍高于去年 11 月，

而 10y 国债收益率尚未回到此前水平，且后续长端仍面临资金偏贵、机构交易行为重定价、权益风险偏好上行等扰动因素，交易胜率不高，赔率更低。因此对于配置盘而言，当前点位长端利率具备一定吸引力，可逐步建仓、边调边买；交易盘市场估值稳定之前，建议多看少动、耐心等待右侧机会。

图表 18 按 OMO+40bp, 10y 国债 1.9%进入成本定价框架下沿，定价趋于合理 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

下周关注：资金方面，下周缴准、税期走扩、MLF 到期及买断式逆回购到期多重扰动下，资金波动或有所放大，关注央行对冲情况。**经济数据方面**，1-2 月 PMI 显示“抢出口”对国内生产仍有支撑，地产销售、春节消费成色不弱，经济数据预计“开门红”。**LPR 方面**，大行存款利率持平，3 月 OMO 投放偏克制，预计 LPR 报价或大概率持稳。**海外方面**，关注主要央行政策最新表态。美、日、英等海外主要央行将召开 3 月议息会议，其中重点关注美联储最新点阵图、经济预测以及对经济放缓、关税政策的表态。

四、利率债市场复盘：股债跷板与赎回扰动，债市偏弱震荡

3 月 10 日，早盘央行 OMO 净回笼 5 亿元，资金情绪指数回升至 50 附近，权益震荡走弱，国债期货低开高走，债券收益率先上后下。午后，资金情绪指数回落至 45 附近，资金面均衡宽松，权益市场 V 型反弹，国债期货震荡下跌，农发债中标利率高于预期，叠加财政部公布发行计划，2 年期国债单支规模扩容、发行节奏提速，广义基金赎回压力增加，债券收益率加速上行，主要期限国债收益率上行 2-3BP，10 年期国债收益率突破 1.80%，30 年期国债收益率升破 2.0%，均创近三个月新高。全天来看，早盘央行 OMO 小幅净回笼，资金面平稳宽松，权益市场 V 型反转，供给扰动下，尾盘基金赎回压力加大，债市情绪明显偏弱，主要期限国债收益率上行 2-3BP。部分 3M 国股行存单发行提价至 2.06%附近，1y 国股行同业存单发行价在 2.03%附近，7y 国债收益率上行 1.75BP 报 1.7650%，10 年国债活跃券收益率上行 2BP 至 1.8075%，30 年上行 2.75BP 至 2.0025%。

3 月 11 日，早盘央行开展 377 亿元 7 天期逆回购操作，净回笼 5 亿元，资金情绪指

数在 50 下方，资金面整体均衡，权益市场低开后先上后下，国债期货低开低走，基金情绪偏弱，10 年国债活跃券震荡上行至 1.83% 附近。午后，资金面延续均衡，但存单发行继续提价，美股大跌带动部分资金流向国内 A 股，权益尾盘向上拉升翻红收盘，压制债市情绪，国债期货震荡下行、债市加速调整，主要期限国债收益率上行 5-7BP，10y 国债最高上行至 1.8775%，30y 最高上行至 2.0650%。全天来看，早盘央行 OMO 继续净回笼 5 亿元，资金面平稳，权益市场尾盘拉升翻红，市场对央行“适度宽松”预期的继续修正，叠加股债跷板效应偏强，债市大幅回调，10y 国债活跃券单日上行 6bp，为今年以来首次单日调整超过 5bp。部分 3M 国股行存单发行提价至 2.05% 附近，1y 国股行同业存单发行价在 2.04% 附近，7y 国债收益率上行 7BP 报 1.8350%，10 年国债活跃券收益率上行 5.75BP 至 1.8650%，30 年上行 5BP 至 2.0525%。

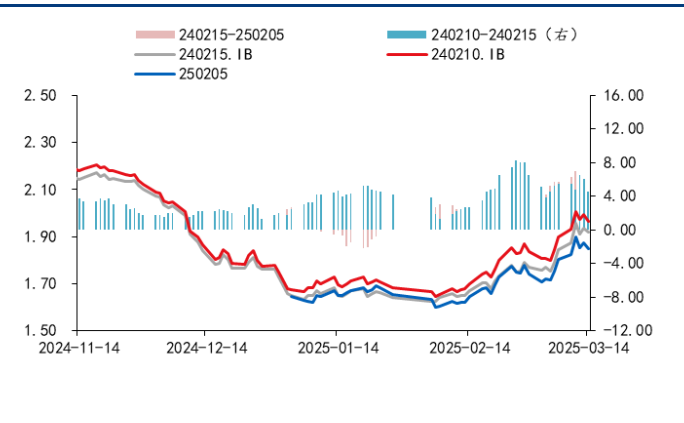
3 月 12 日，早盘央行开展 1754 亿元 7 天期逆回购操作，净回笼 1778 亿元，上午资金情绪指数在 50 下方，隔夜、7D 资金价格小幅下行，3M 国股行存单发行价在 2.00% 附近，1Y 在 1.95% 附近，权益市场高开低走后弱势震荡，国债期货低开低走，债券收益率表现分化，长端表现偏弱，7Y 以下国债活跃券收益率下行 1-2BP，10 年期国债活跃券小幅上行 0.50BP 报 1.87%。午后，DR001 回落至 1.8% 下方，权益市场快速拉升后于 13:30 左右跳水，跷板效应下国债期货向上拉升，期间市场消息称“1.8% 的下限被取消”、“监管调研部分机构债券投资亏损”、“传闻央行重启买债、降准、金融数据不及预期、将开展大额买断式逆回购操作”等等，叠加前一日债市收益率已回调接近 1.9%，具备性价比，利多传闻支撑下 10y 国债活跃券收益率由 1.87% 大幅下行 6BP 至 1.81%，30y 由 2.065% 下行 4.5BP 至 2.02%。晚间，美国 CPI 全面低于预期，强化降息预期，美股期货上涨。全天来看，早盘央行 OMO 大幅净回笼 1778 亿元，但资金面相对平稳，权益市场午后短暂拉升后大幅跳水，跷板效应凸显，同时债市围绕多则消息选择做多，主要包括“资金 1.8% 下限取消”、“央行调研机构亏损”以及“央行重启买债、降准等”，10 年国债几乎收回前一日跌幅，再度回到 1.8% 附近。部分 3M 国股行存单发行提价至 2% 附近，1y 国股行同业存单发行价在 1.95% 附近，7y 国债收益率下行 7BP 报 1.7650%，10 年国债活跃券收益率下行 5.5BP 至 1.81%，30 年下行 3BP 至 2.0225%。

3 月 13 日，早盘央行开展 359 亿元 7 天逆回购操作，OMO 单日净回笼 686 亿元，上午资金情绪指数在 48 附近，银行间隔夜资金价格在 1.8% 下方，3M 国股行存单发行价在 1.95% 附近，1Y 在 1.90-2.00% 附近，权益市场低开低走，临近午盘震荡下行，国债期货震荡走强，债券收益率先上后下，10-30y 国债活跃券收益率小幅上行 0.25BP 左右，短端表现偏强，7y 以下国债活跃券收益率下行 1-5BP。午后，资金情绪指数维持在 50 以下，权益市场跌幅扩大，14:00 左右小幅拉升但动能不足，全天收跌，国债期货高位震荡，或受机构调仓以及国债供给担忧，10y 国债收益率回调上行 4BP，最高至 1.8475%，尾盘受央行会议再提“择机降准降息”，收益率小幅下行至 1.84% 附近。全天短端表现偏强，信用债补涨、表现好于利率。全天来看，早盘央行 OMO 净回笼 686 亿元，资金面平稳宽松，权益市场震荡偏弱，市场消息平静，午后或受机构调仓、国债供给担忧，长端加速上行 4BP 左右，尾盘受央行“择机降准降息”表述债市情绪短暂企稳，而后收益率再度上行，全天短端受资金宽松表现好于长端，信用好于利率。部分 3M 国股行存单发行价在 1.95% 附近，1y 国股行同业存单发行提价至 1.95% 附近，7y 国债收益率上行 0.5BP 报 1.77%，10 年国债活跃券收益率上行 3BP 至 1.84%，30 年上行 2.5BP 至 2.0450%。

3 月 14 日，早盘央行开展 1807 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 1850 亿元逆回购到期及 900 亿元国库现金定存到期，单日全口径净回笼 943 亿元。资金情绪指数在 50 附近，提振消费记者会以及地方生育补贴落地，稳增长预期升温，权益市场高开高走，债市相对承压，10 年国债活跃券收益率上行至 1.86% 附近。午后资金面延续宽松，非银资

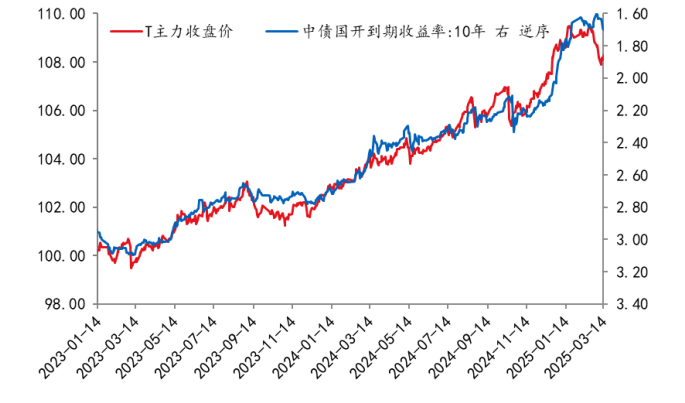
金价格走高，权益继续高位震荡，消费板块表现较好，下午受降准预期影响，长端收益率率先下后上，最低至 1.82%，尾盘 2 月金融数据低于预期以及降准预期落空，收益率上行至 1.8450%附近。全天来看，早盘央行 OMO 净回笼 943 亿元，资金面平稳宽松，促消费和生育补贴提振下，权益市场震荡走高，上证综指回到 3400 点上方，债市表现分化，短端博弈资金宽松下行 1-2BP，长端受生育补贴等扩内需政策影响承压。部分 3M 国股行存单发行价在 1.95%附近，1y 国股行同业存单发行提价至 1.97%附近，7y 国债收益率持平报 1.77%，10 年国债活跃券收益率上行 0.5BP 至 1.8450%，30 年上行 2.5BP 至 2.07%。

图表 19 国开老券-新券利差走扩（%，BP）



资料来源：Wind，华创证券

图表 20 国债期货下跌、国开现券收益率上行（元，%）

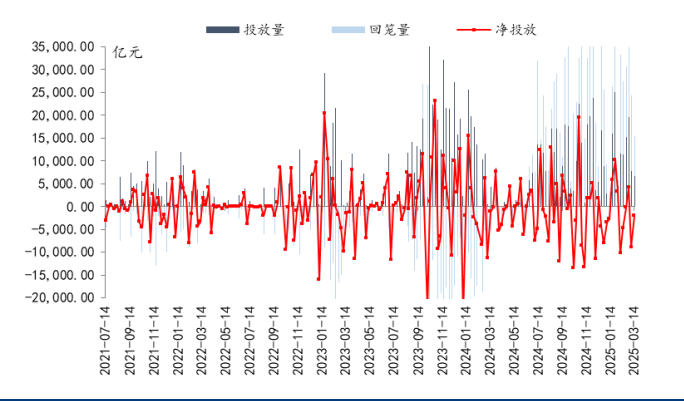


资料来源：Wind，华创证券

从收益率曲线形态变化来看，国债、国开期限利差均走扩。具体看，国债短端品种收益率上行 0.82BP，国开债短端品种收益率小幅下行 0.42BP，国债长端品种收益率上行 3.15BP，国开债长端品种收益率上行 4.71BP，短端品种表现均好于长端品种。从期限利差的绝对水平来看，国债 10Y-1Y 利差扩大 2.33BP 至 26.88BP，国开债 10Y-1Y 利差继续走扩 5.13BP 至 17.26BP。

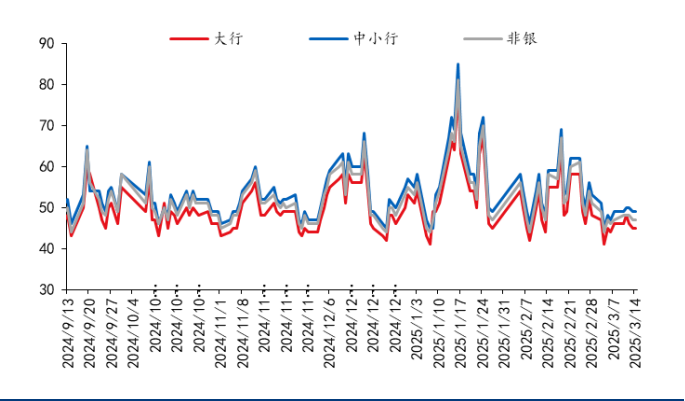
（一）资金面：央行 OMO 大幅净回笼，资金面均衡宽松

图表 21 央行 OMO 净回笼



资料来源：Wind，华创证券

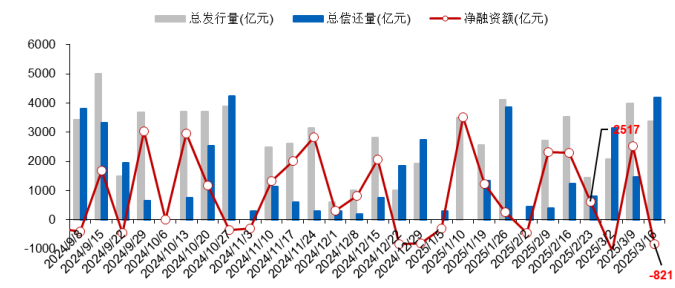
图表 22 资金面均衡宽松



资料来源：上海国际货币经纪，华创证券

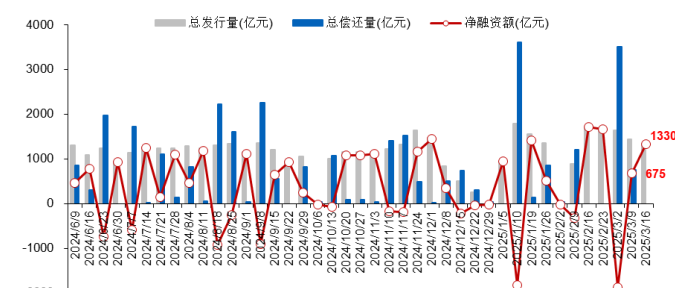
（二）一级发行：政金债、同业存单净融资增加，国债、地方债净融资减少

图表 23 国债净融资大幅减少



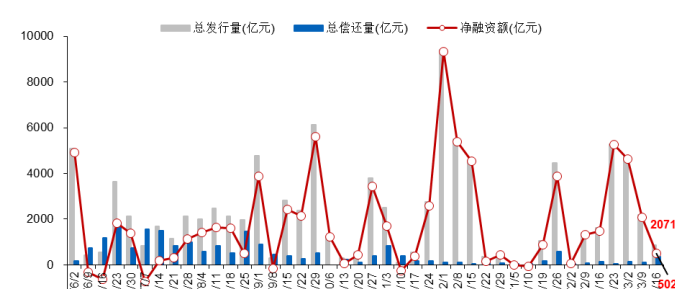
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 政金债净融资小幅增加



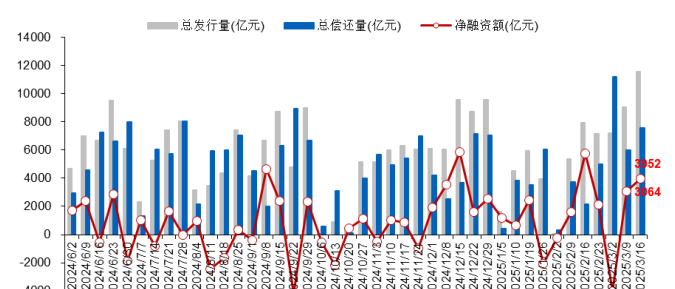
资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 地方债净融资大幅减少



资料来源: Wind, 华创证券

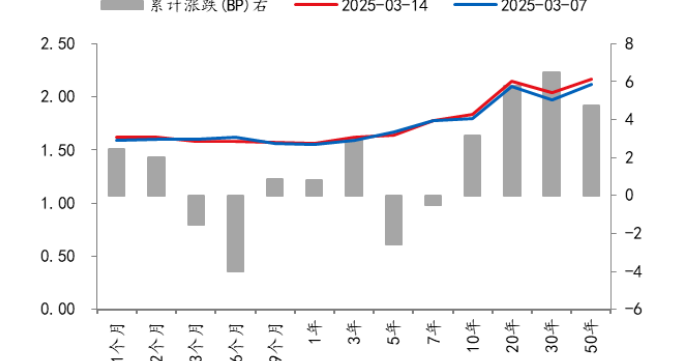
图表 26 同业存单净融资小幅增加



资料来源: Wind, 华创证券

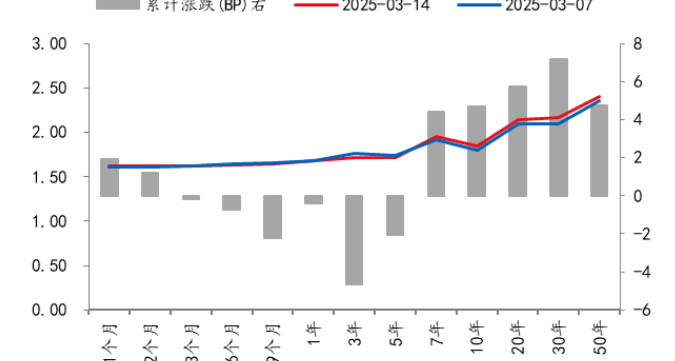
(三) 基准变动: 国债与国开债期限利差均走扩

图表 27 国债收益率曲线变化 (%)



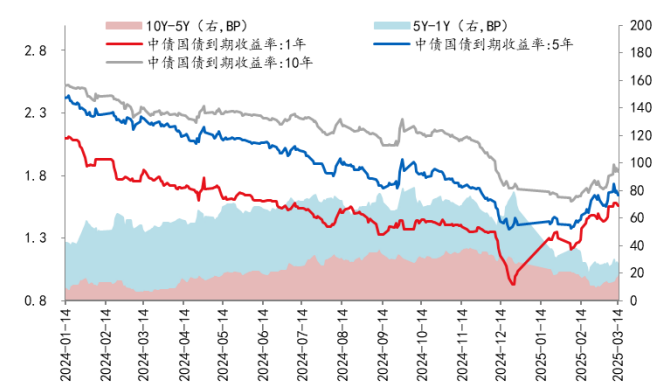
资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 国开债收益率曲线变化 (%)



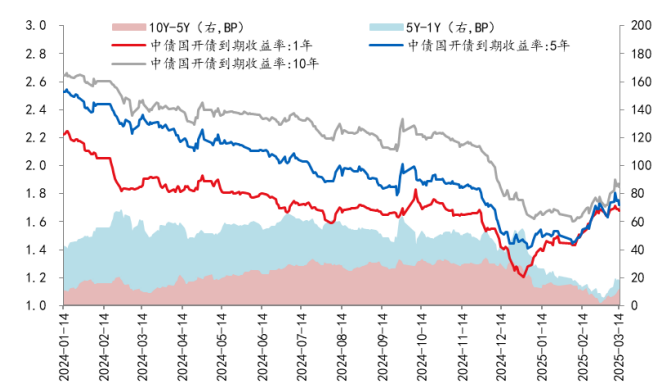
资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 国债期限利差变动（%，BP）



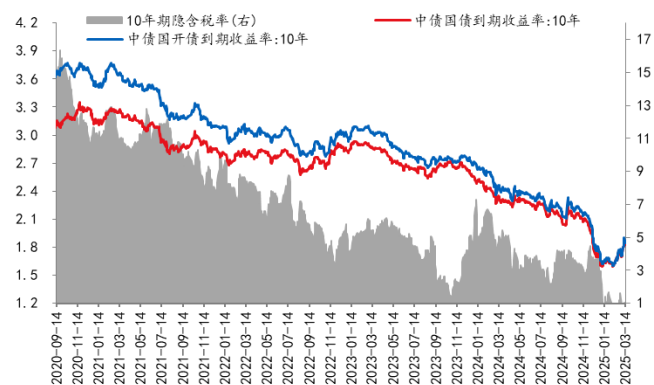
资料来源：Wind，华创证券

图表 30 国开期限利差变动（%，BP）



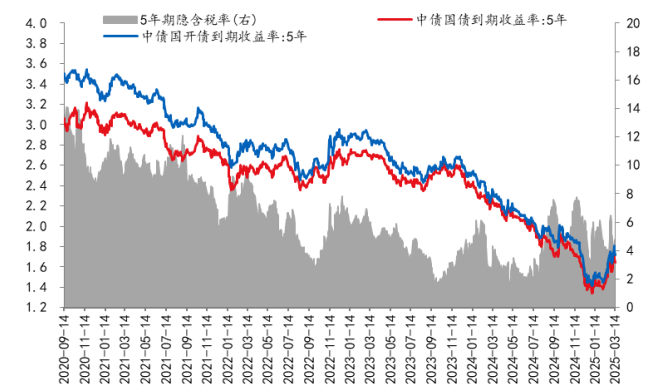
资料来源：Wind，华创证券

图表 31 10 年期国债与国开隐含税率（%，BP）



资料来源：Wind，华创证券

图表 32 5 年期国债与国开隐含税率（%，BP）



资料来源：Wind，华创证券

五、风险提示

流动性超预期收紧。

固定收益组团队介绍

组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

高级分析师：张晶晶

对外经济贸易大学保险学硕士。曾任职于和君资本、联合信用评级有限公司。2020 年加入华创证券研究所。

高级分析师：靳晓航

中央财经大学会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

高级分析师：许洪波

中央财经大学金融硕士。2020 年加入华创证券研究所。

分析师：宋琦

中央财经大学国际商务硕士。2021 年加入华创证券研究所。

分析师：王紫宇

中央财经大学金融硕士，曾任职于泰康资产，2023 年加入华创研究所。

分析师：张文星

南京理工大学国际商务硕士。曾任职于天风证券研究所。2023 年加入华创证券研究所。

研究员：郝少桦

中央财经大学会计硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李阳

中国人民大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王少华

西南财经大学金融学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李宗阳

上海交通大学工学学士，中央财经大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄艳欣

北京大学电子信息硕士，中央财经大学经济学学士，2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张威

中央财经大学金融硕士，2024 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑珺丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com