

利率债多数回调，曲线走陡

摘要:

资金价格全周维持平稳，存单到期收益率下行。DR001 均值上行 0.62BP 至 1.78%，DR007 均值上行 0.91BP 至 1.81%，DR014 均值上行 2.20BP 至 1.88%。存单到期收益率周内大幅下行，1M、3M、6M、9M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较前一周五下行 6.04BP、9.86BP、8.94BP、6.33BP、6.44BP 至 1.99%、1.96%、1.96%、1.98%、1.97%。下周市场将面临税期扰动，同时公开市场逆回购到期 5262 亿元、MLF 到期 3870 亿元、政府债净融资金额 2586 亿元，央行公开市场投放资金预计仍克制，资金市场有边际收敛压力。

美国就业市场有所放缓，CPI 数据不及预期，但降息前景仍不明朗。2 月份非农就业总人数增加了 15.1 万人，略低于预期，2 月消费者价格指数（CPI）同比上涨 2.8%，创下 2024 年 11 月以来新低，低于预期值 2.9%和前值 3%，2 月 CPI 环比上涨 0.2%，同样低于预期。美国当前经济热度有所降温，但特朗普政府高关税政策未来可能给通胀带来上行压力，美联储政策走向仍有较大的不确定性，仍需等待未来更多经济数据。

国内社融总量同比多增，但结构仍有分化。2 月中国社融增量 2.23 万亿元，同比多增 7374 亿元，其中政府债券净融资额同比多增约 1.1 万亿元，显著支撑社融；新增人民币贷款 1.01 万亿元，同比少增 4400 亿元，其中企业短期和中长期贷款同比少增 2000、7500 亿元，而票据大幅多增 4460 亿元，表明企业端内生融资需求仍不强。M1 同比增长 0.1%，较上月回落 0.3 个百分点，M2 同比增长 7%，较上月持平，资金活化程度仍不强。

利率债周一、周二大幅调整，后转震荡，曲线走陡。1 年期国债收 1.56%，较上周五上行 0.82BP；5 年期国债收 1.64%，较上周五下行 2.56BP；10 年期国债收 1.83%，较上周五上行 3.15BP；30 年国债收 2.04%，较上周五上行 6.50BP。全周波动主要受债基赎回、股市起伏、地方政府生育补贴政策、央行扩大会议通稿再提择机降准降息等因素影响。

把 2024 年 12 月 9 日政治局会议提出货币政策将从“稳健”转向“适度宽松”作为此轮利率债快速下行的起点，目前看，短端利率债已超调，风险已小于长端，长端暂未达到前高。周末中共中央办公厅、国务院办公厅发布《提振消费专项行动方案》，后续股市消费、科技板块行情仍有持续可能，预计长端仍会受压制，还有调整空间，对长端维持宽幅震荡判断，预计 10 年期国债顶部在 2.0%附近（即 12 月初位置），底部在 1.8%附近。

一、资金价格全周维持平稳，存单到期收益率下行。

尽管央行全周通过公开市场操作净回笼资金 2517 亿元，但全周资金市场价格较平稳，DR001 均值上行 0.62BP 至 1.78%，DR007 均值上行 0.91BP 至 1.81%，DR014 均值上行 2.20BP 至 1.88%。市场融出结构继续改善，国有大行净融出资金余额均值较上周走升 0.04 万亿至 2.38 万亿，虽仍低于货币市场基金净融出均值 2.43 万亿，但 3 月以来大行净融出处于持续修复态势，对平稳资金市场价格功不可没。存单到期收益率周内大幅下行，1M、3M、6M、9M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较前五周下行 6.04BP、9.86BP、8.94BP、6.33BP、6.44BP 至 1.99%、1.96%、1.96%、1.98%、1.97%，曲线形态仍平坦。

下周资金市场将面临税期扰动，同时公开市场逆回购到期 5262 亿元、MLF 到期 3870 亿元、政府债净融资金额 2586 亿元，央行公开市场投放资金预计保持克制，资金市场有边际收敛压力，隔夜、7 天期限资金价格有上行压力。

图 1 近期资金利率走势

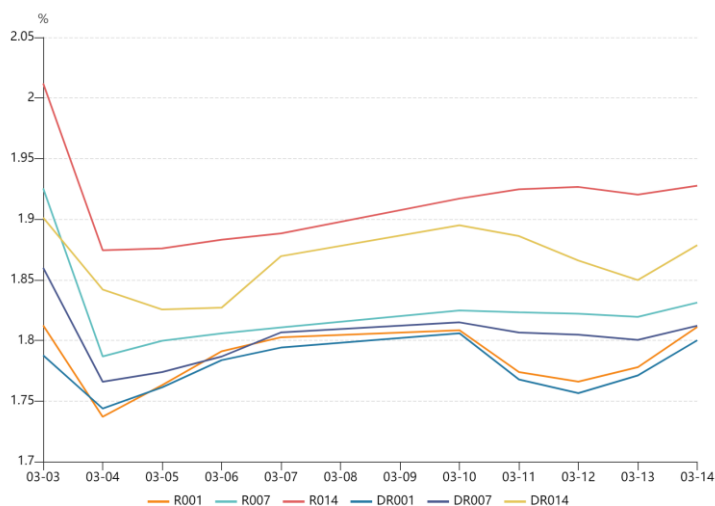
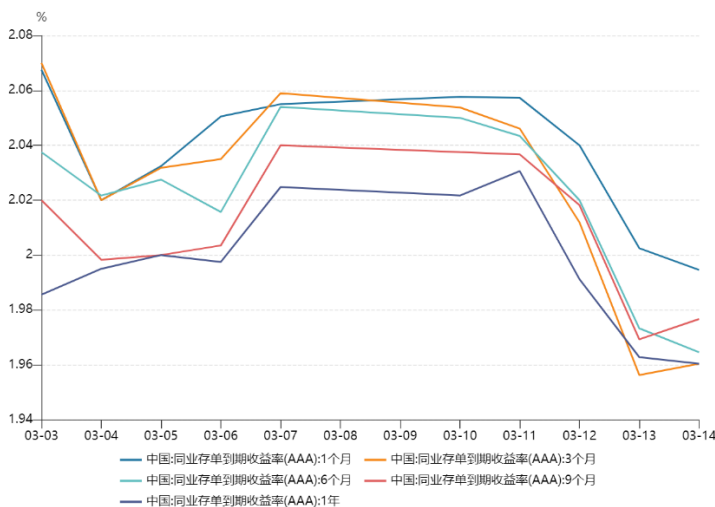


图 2 各期限 AAA 存单利率走势



数据来源：wind

二、外围美国就业、通胀数据不及预期，国内 2 月社融数据总量优于结构。

美国就业市场有所放缓，CPI 数据不及预期，但降息前景仍不明朗。3 月 7 日，美国劳工统计局发布报告，2 月份非农就业总人数增加了 15.1 万人，略低于预期，失业率变化不大，稍微升至 4.1%。此外，3 月 13 日发布的美国 2 月消费者价格指数（CPI）同比上涨 2.8%，创下 2024 年 11 月以来新低，低于预期值 2.9% 和前值 3%，2 月 CPI 环比上涨 0.2%，同样低于预期。美国 2 月份的就业与通胀数据虽然显示当前经济热度有所降温，但特朗普政府变化无常的关税政策对美国经济走向带来的仍有不确定性，且高关税政策可能会给美国通胀带来上行压力，3 月的货币政策会议美联储大概率将按兵不动，后续美联储政策走向仍有较大的不确定性，仍需等待未来更多经济数据。

国内社融总量同比多增，但结构仍有分化。2025 年 2 月，中国社融增量为 2.23 万亿元，同比多增 7374 亿元，其中政府债券净融资额同比多增约 1.1 万亿元，显著支撑社融；新增人民币贷款 1.01 万亿元，同比少增 4400 亿元，其中企业短期和中长期贷款同比少增 2000、7500 亿元，而票据大幅多增 4460 亿元，表明企业端内生融资需求仍不强。货币供应量方面，M1 同比增长 0.1%，较上月回落 0.3 个百分点，M2 同比增长 7%，较上月持平，资金活化程度仍不强。

三、利率债前半周大幅调整，后半周震荡，曲线走陡。

截至 3 月 14 日，1 年期国债收 1.56%，较上周五上行 0.82BP；5 年期国债收 1.64%，较上周五下行 2.56BP；10 年期国债收 1.83%，较上周五上行 3.15BP；30 年国债收 2.04%，较上周五上行 6.50BP。本周利率债上行居多，全周波动主要受债基赎回、股市起伏、地方政府生育补贴政策、央行扩大会议通稿再提择机降准降息等影响。周一、周二基金净卖出力度较大，利率债大幅调整，10 年期国债一度逼近 1.90% 点位；周三随着股市冲高回落，利率债强势反弹，中短端下行更多；周四周五，长短端继续分化、曲线增陡。

把 2024 年 12 月 9 日政治局会议提出货币政策将从“稳健”转向“适度宽松”作为此轮利率快速下行的起点（12 月 6 日 1、5、10、30 年国债收益率为 1.35%、1.61%、1.95%、2.16%），目前短端利率债已超调，风险已小于长端，长端暂未达到前高。周末，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《提振消费专项行动方案》，后续股市消费、科技板块行情仍有持续可能，预计长端仍会受压制，还有调整空间，短期对长端维持宽幅震荡判断，预计 10 年期国债顶部在 2.0% 附近（即 12 月初位置），底部在 1.8% 附近。

图 3 国债收益率曲线期限结构

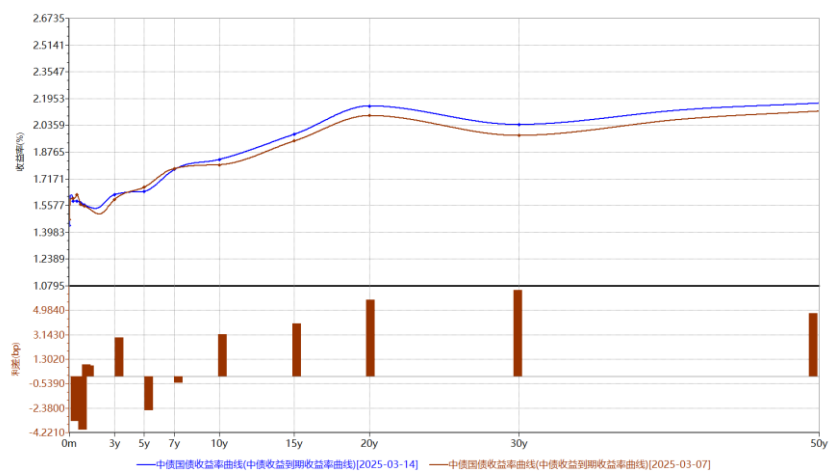
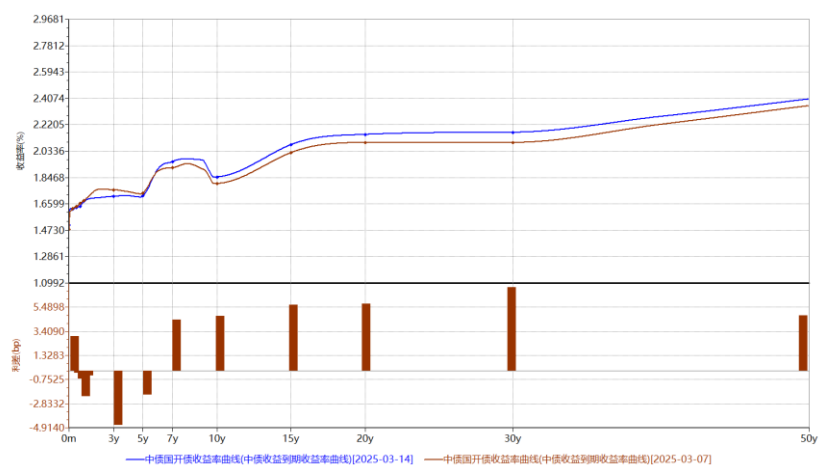


图 4 国开债收益率曲线期限结构



数据来源：wind