

资金面边际转松，3月LPR不变，债市波动加剧

——债市周评（2025年3月17日-3月21日）

摘要:

3月17日至3月21日，资金面先紧后松，全周资金价格先上后下。至3月21日，DR001收1.7499%较上周下行约5BP，R001下行约4BP至1.7725%，DR007下行约4.5BP至1.8978%，R007下行约1BP至1.8179%。本周存单市场收益率先下后上，期限利差小幅收窄。至3月21日，1年期AAA存单利率下行月2.5BP，收于1.93%。下周，有较大规模公开市场操作到期，但MLF与逆回购投放平滑缺口压力较小，同时大行资金融出意愿增强，预计资金面流动性进一步改善。

本周，债券市场博弈加剧，全周债券利率呈现先下后上走势，收益率曲线整体上移。市场对货币政策与财政政策预期发生转变，十年国债活跃券一度触及1.9%高点。经过2月以来的市场调整，当前各期限的收益率已回归至去年12月初的水平。当前，债券收益率已调整至较为有配置性价比点位，市场中机构行为分歧加大，不排除配置需求带动收益率下行的可能性。

下周，预计资金面保持宽松，机构配置行为或带动收益率下行，预计短期债券收益率小幅下行，中长期债券收益率震荡，收益率曲线陡峭化。

一、银行体系净融出抬升，资金面边际转松，资金价格波动下行

3月17日至3月21日，资金面先紧后松，全周资金价格先上后下。至3月21日，DR001收1.7499%较上周下行约5BP，R001下行约4BP至1.7725%，DR007下行约4.5BP至1.8978%，R007下行约1BP至1.8179%。本周公开市场操作转为净投放，全周逆回购共投放19,379亿元，逆回购到期13,041亿元，MLF到期3,870亿元，全周净投放3,785.00亿元，下周14,117亿元公开市场操作到期。本周银行体系日均净融出约为2.6万亿元，最后两日净融出超3万亿元，为2025年来新高值。

本周存单市场收益率先下后上，期限利差小幅收窄。至3月21日1年期AAA存单利率下行月2.5BP，收于1.93%。本周存单发行量为11,280.90亿元，净融资额为3,900.70亿元，保持年内高位水平，下周8,291.80亿元存单到期。

当前资金面边际收紧情况趋于改善，银行体系净融出回升，货币政策或伴随财政政策发力，而逐步转向宽松。下周，有较大规模公开市场操作到期，但MLF与逆回购投放平滑缺口压力较小，同时大行资金融出意愿增强，预计资金面流动性进一步改善。

图1 近期资金利率走势



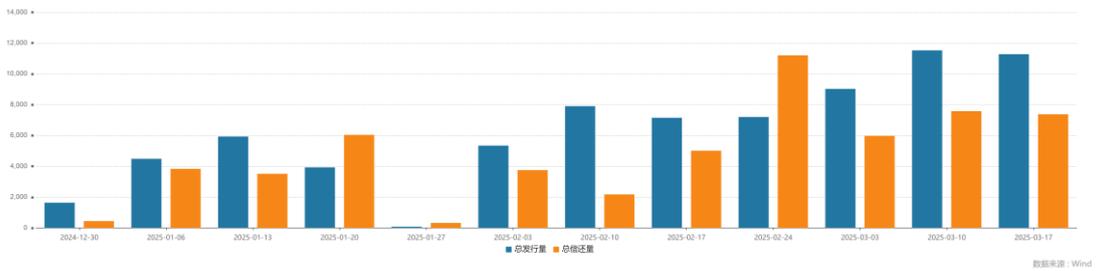
数据来源：wind

图2 存单利率走势



数据来源：wind

图3 存单发行与净融资情况

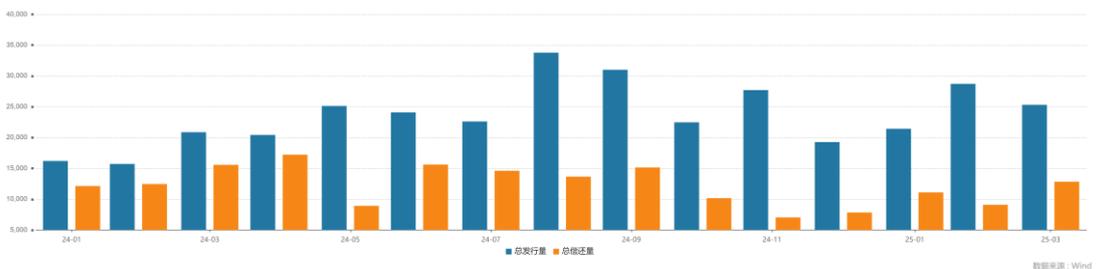


数据来源：wind

二、3月LPR保持不变，债市波动进一步放大

本周政府融资在3月初小幅放缓后迎来了回升，本周，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）共发行5,061.37亿元，净融资2,051.25亿元。与2024年同期对比来看，2025年政府融资节奏更快，1月、2月和3月净融资额均超过一万亿元，远超去年同期约3000-5000亿元水平。

图4 利率债净融资走势

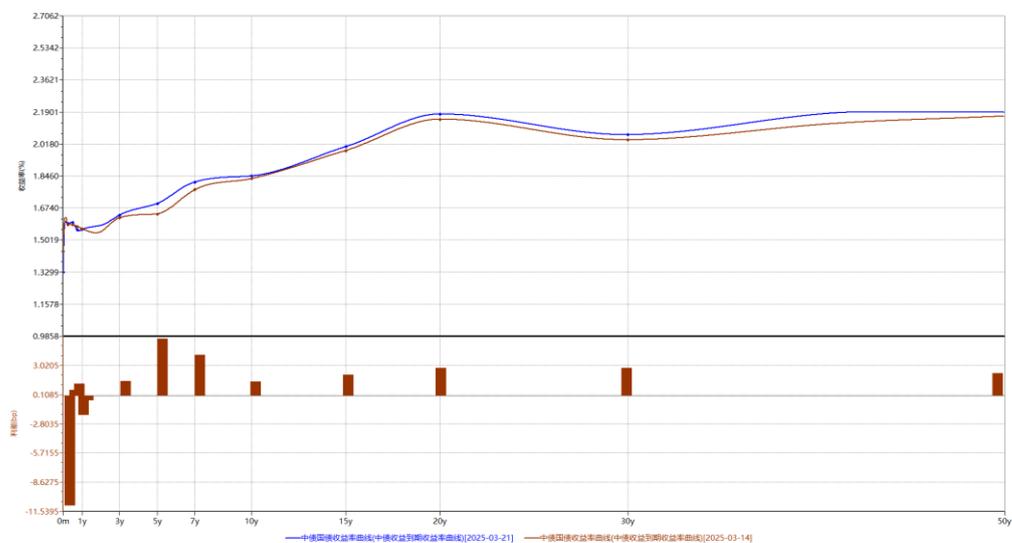


数据来源：wind

本周，债券市场博弈加剧，全周债券利率呈现先下后上走势，收益率曲线整体上移。市场对货币政策与财政政策预期发生转变，十年国债活跃券一度触及 1.9% 高点，但调整后性价比显现，配置力量出现削弱上行势头，使收益率走势掉头向下。具体来看：周一，市场对于降准的预期未能实现，导致债券收益率全面上行，其中十年期国债收益率触及年内新高 1.9%。周二早间，收益率出现轻微回调，然而下午由于股票市场与债券市场的跷跷板效应，收益率再度上扬。至周三，随着资金面状况从紧张转向宽松，各期限债券收益率呈现出显著的下行趋势。周四，LPR 维持不变，这一结果激发了市场对于未来政策宽松的新一轮预期，加之资金面的进一步宽松，推动了各期限债券收益率的继续下行。周五，受到“股债跷跷板”效应的影响，早盘债券收益率有所下降，但午后因股市表现强劲而再次上行。

截至 3 月 21 日，1 年期国债收 1.5579%，较上周下行约 1BP；5 年期国债收 1.6981%，较上周上行约 5BP；10 年期国债收 1.8458%，较上周上行约 1.5BP，30 年期国债收 2.0676%，较上周上行约 2.5BP。1 年期国开债收 1.6523%，较上周下行约 2BP；5 年期国开债收 1.7397%，较上周上行约 BP；10 年期国开债收 1.8783%，较上周上行约 2.5BP。

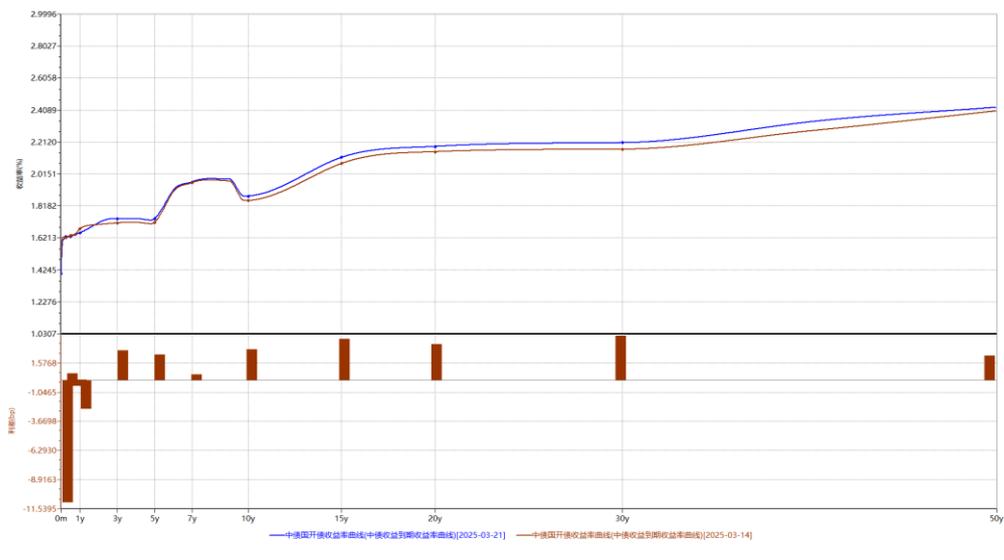
图 5 国债收益率期限结构



数据来源: Wind

数据来源: wind

图 6 国开收益率期限结构



数据来源: wind

经过2月以来的市场调整，当前各期限的收益率已回归至去年12月初的水平。在经历了一段时间的政策调整后，债券市场的预期出现了明显的分歧，一方面机构行为变得更加谨慎；另一方面市场的波动性显著增加。当前，债券收益率已调整至较为有配置性价比点位，市场中机构行为分歧加大，不排除配置需求带动收益率下行的可能性。

下周，预计资金面保持宽松，机构配置行为或带动收益率下行，预计短期债券收益率小幅下行，中长期债券收益率震荡，收益率曲线陡峭化。