

季初资金面转松、对等关税落地，各期限收益率下行

——债市周评（2025 年 3 月 31 日-2025 年 4 月 3 日）

摘要:

本周受跨季影响，资金利率先上后下，跨季后资金利率整体回落，银行体系融出修复，资金面平稳偏松。总体来看，全周 DR001 下行 9.6bp 至 1.6237%，R001 下行 12bp 至 1.6633%，DR007 下行 35.3bp 至 1.6981%，R007 下行 51.4bp 至 1.7428%。本周存单到期收益率大幅下行，当前大行负债端压力修复，存单发行利率继续下行。下周税期扰动未至、逆回购到期与政府债净缴款压力较小、银行体系融出回升、宽货币预期升温，资金面或维持偏松态势。

3 月制造业、非制造业 PMI 延续回升，供需延续修复，但价格指数回落，需求仍需提振。3 月制造业 PMI 为 50.5%（环比+0.3%），非制造业 PMI 为 50.8%（环比+0.4%）。分类指数显示，需求在政策影响下延续修复，供需失衡有所缓解。但价格指数双回落，显示需求仍有待提振。对等关税超预期落地，避险情绪高涨，对我国外需冲击严重，宽松预期升温，逆周期政策有望加快落地。特朗普对等关税落地，其中对我国加征 34%关税，加之已有关税，美国对华关税税率或超 60%。我国出口链受明显扰动，在外部剧烈冲击下，提振内需的重要性进一步提升，逆周期政策有望加快落地。

一级发行方面，利率债本周总发行量 5,179.14 亿元，比上周减少 124.06 亿元。本周债市在资金先紧后松影响下，先震荡偏弱，在资金转松、对等关税落地后各期限收益率大幅下行。此次关税政策超预期落地，对债市构成一定程度利好。一方面，从基本面来看，关税政策对外需产生严重冲击，出口对经济增长的支撑力度下降，基本面修复的不确定性增加，市场风险偏好回落。另一方面，在稳增长诉求下，提振内需、刺激消费的重要性的紧迫性提升。宽财政与宽货币配合发力，流动性环境有望改善。但需关注央行态度是否转变即央行短期更为关注的稳汇率、防空转、防风险的政策目标何时让位于稳增长，以及后续资金价格中枢能否进一步下降。

当前银行体系净融出回升，资金面边际转松，短期市场或围绕关税冲击、货币宽松预期交易，预计下周收益率或震荡下行。目前央行态度仍是行情变化的关键，需关注央行操作以及后续资金价格。

一、跨季后资金面偏松，资金价格下行

本周受跨季影响，资金利率先上后下，跨季后资金利率整体回落，资金面平稳偏松。总体来看，全周 DR001 下行 9.6bp 至 1.6237%，R001 下行 12bp 至 1.6633%，DR007 下行 35.3bp 至 1.6981%，R007 下行 51.4bp 至 1.7428%。央行公开市场操作方面，本周逆回购投放 6,849 亿元，逆回购到期 11,868 亿元，净回笼资金 5,019 亿元。银行体系融出继续修复，日均净融出规模为 3.44 万亿元，处于阶段性高位。

本周存单到期收益率大幅下行。3 个月 AAA 存单利率下行 9.2bp 收于 1.7876%，6 个月 AAA 存单利率下行 10bp 收于 1.7950%，1 年期 AAA 存单利率比上周下行 10bp 收于 1.7950%。一级方面，本周同业存单发行利率继续下行，平均发行利率为 1.8910%，较上周下行约 4.5bp；发行总额 2,723.60 亿元，净融资 1,660.10 亿元，较上周增加 1655.9 亿元。

下周税期扰动未至、逆回购到期与政府债净缴款压力较小、银行体系融出修复、宽货币预期升温，资金面或维持偏松态势。下周逆回购到期 7,634 亿元，国库定存到期 1500 亿元，公开市场到期量较本周减少 2734 亿元；政府债净缴款环比转为负值，规模为 -4906 亿元，对资金面的扰动较小；存单到期规模上升至 5,570.70 亿元，考虑到当前大行负债端压力修复，预计到期压力相对可控。特朗普关税政策落地，未来降准降息的可能性提高，资金利率有望进一步走低。

图 1 近期资金利率走势

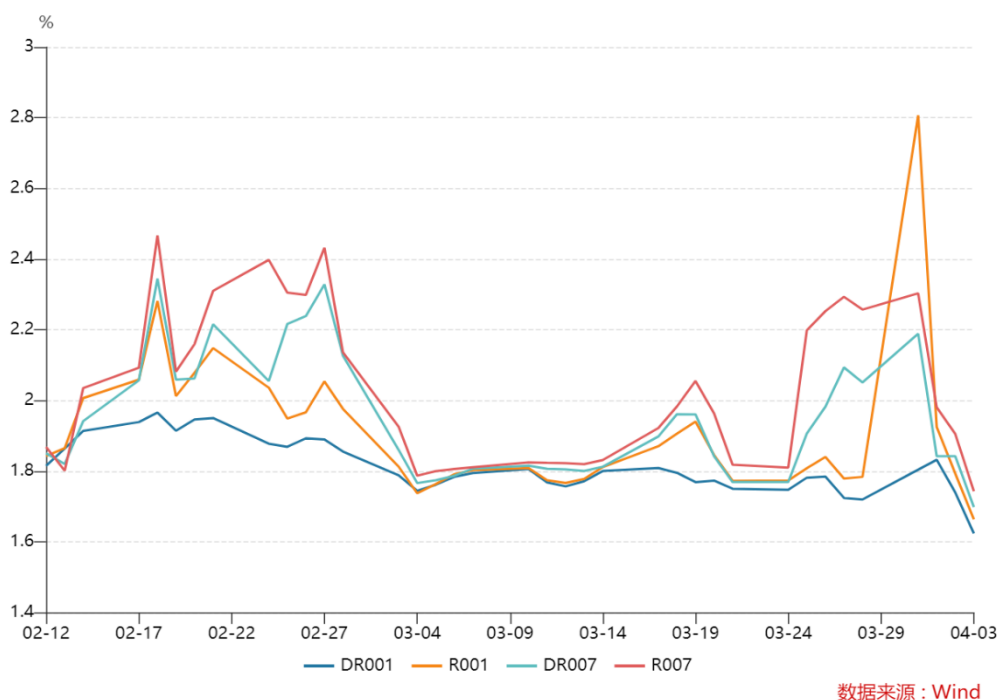
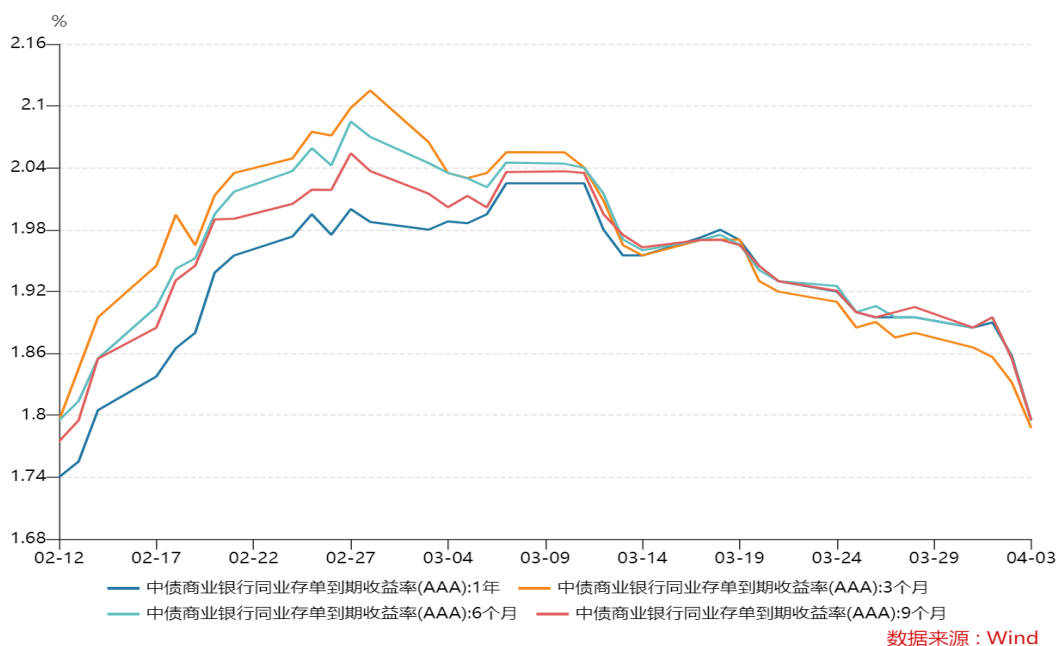


图 2 各期限存单利率走势



二、PMI 指数延续回升，供需有所改善，内需仍待提振；对等关税落地，宽货币预期升温

3 月制造业、非制造业 PMI 均位于荣枯线之上，呈延续回升；供需延续修复，但价格指数回落，需求仍需提振。3 月制造业 PMI 为 50.5%（环比+0.3%），非制造业 PMI 为 50.8%（环比+0.4%），延续回升态势，但幅度弱于季节性。3 月制造业 PMI 生产指数为 52.6%（环比+0.1%），3 月制造业 PMI 新订单指数 51.8%（环比+0.7%），需求在政策影响下延续修复，供需失衡有所缓解。3 月主要原材料购进价格指数、出厂价格指数分别环比下降 1.0%、0.6%至 49.8%、47.9%，价格指数双回落，显示需求仍有待提振。

对等关税超预期落地，避险情绪高涨，对我国外需冲击严重，宽松预期升温，逆周期政策或加快落地。特朗普对等关税落地，其中对我国加征 34%关税，今年累计加征 54%，再叠加已有关税，美国对华关税税率或超 60%。我国于 4 月 4 日宣布对原产于美国的所有进口商品在现行关税税率基础上加征 34%关税。截至 A 股 4 月 3 日收盘，10 年期国债活跃券利率下行 7.8BP 至 1.73%，上证指数跌 0.24%，沪金涨 0.49%；美股方面，道指两日累计跌超 9%，纳指跌超 11%，标普 500 指数跌超 10%。外需受剧烈冲击下，提振内需的重要性进一步提升，宽松预期升温，逆周期政策有望加快落地。

三、季初资金转松、对等关税落地，各期限收益率下行

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 6,998.78 亿元，比上周减少 124.06 亿元。二级市场方面，本周债市在资金先紧后松的影响下，先震荡偏弱，在资金转松、对等关税落地后各期限收益率大幅下行。具体来看，周一跨季日资金面紧张，PMI 数据基本符合市场预期，股市偏弱，多空情绪交织，全天 10 年国债震荡；周二资金仍

偏紧，长端利率上行并横盘震荡，尾盘资金面转松，10 年国债利率小幅回落；周三资金面转松，加之特朗普关税将至、市场宽松预期升温，10 年国债收益率全天下行 2bp，收于 1.79%；周四资金面延续宽松，美国对等关税政策超预期落地，避险情绪升温，10 年国债活跃券全天下行 7.8bp，收于 1.73%。

截至 4 月 3 日，1 年期国债收 1.4829 %，较上周下行 4.5bp；5 年期国债收 1.5616 %，较上周下行 9.46bp；10 年期国债收 1.7180 %，较上周下行 9.46bp；30 年期国债收 1.9052 %，较上周下行 11.99bp。1 年期国开债收 1.5948 %，较上周下行 5.25bp；5 年期国开债收 1.6171 %，较上周下行 10.41bp；10 年期国开债收 1.7385 %，较上周下行 11.98bp。

此次关税政策超预期落地，对债市构成一定程度利好。一方面，从基本面来看，关税政策对外需产生严重冲击，出口对经济增长的支撑力度下降，基本面修复的不确定性增加，市场风险偏好回落。另一方面，在稳增长诉求下，提振内需、刺激消费的重要性和紧迫性提升。宽财政与宽货币配合发力，流动性环境有望改善。但需关注央行态度是否转变即央行短期更为关注的稳汇率、防空转、防风险的政策目标何时让位于稳增长，以及后续资金价格中枢能否进一步下降。

当前银行体系净融出回升，资金面边际转松，短期市场或围绕关税冲击、货币宽松预期交易，预计下周收益率或震荡下行。目前央行态度仍是行情变化的关键，需关注央行操作以及后续资金价格。

图 3 国债收益率期限结构

