

债市“两头弱、中间稳”

——债市周评（2025年4月14日-4月18日）

摘要：

央行投放加大，流动性边际缓和。本周央行净投放2338亿元，逆回购余额8080亿元，较上周提升，投放意愿边际提升。资金利率小幅震荡，隔夜资金利率呈现先升后降的波动格局，相对而言7天期资金利率整体稳中偏松，DR007、R007均下行。税期走款和政府债缴款扰动前半周资金价格，但央行后半周加大逆回购投放力度，缓解了资金压力。下周关注：一是存单到期近8000亿元叠加跨月或造成负债扰动；二是全周逆回购到期8080亿元以及MLF的续作情况；三是21-22日税期走款带来的税期资金面波动。中期看，**银行负债压力与特别国债、地方债等发行将持续消耗超储，存单利率或继续高位震荡；资金面紧平衡成常态。**

GDP略超预期，贸易战压力仍存。一季度GDP超预期增长5.4%，内需全面发力。这一增长主要由以下三方面驱动：一是工业生产加速回升，3月规模以上工业增加值同比增速达7.7%，一季度累计增长6.5%；二是消费市场显著回暖，3月社会消费品零售总额同比增长5.9%，一季度累计增长4.6%，较2024年全年提升1.1个百分点。三是基建投资稳中有升。同时，**外贸韧性凸显但关税冲击隐现。**一季度货物进出口总额达10.3万亿元，同比增长1.3%，其中出口增长6.9%，进口下降6%。主要亮点包括：一是出口结构优化，“一带一路”国家\德国西班牙等增速较高，新能源汽车、光伏产品等“新三样”成为增长主力。**金融数据总量回暖，结构弱修复。**3月新增人民币贷款与新增社融均超市场预期，主要由于政府债与企业短期贷款同比明显多增，以及居民中长期贷款同比转增，而企业债净融资同比少增，显示财政继续前置发力、居民地产需求有所企稳、以及债市调整下企业融资从债市转向贷款。

本周利率债呈现1-3Y、30Y“两头弱”，5-7Y“中间稳”态势。具体来看，1年期国债收益率从1.40%攀升至1.43%，上行3BP；3年期国债收益率由1.43%升至1.48%，上行5BP；10年期国债收益率持平于1.65%，超长端30年期国债收益率上行2BP至1.88%。**展望下周，债市或将仍围绕贸易战进程与宽松预期进行博弈。**美国加征关税政策最剧烈的阶段已经过去，但对实体部门的冲击才刚刚开始，未来政策利率下行方向较为确定，但赔率一般。目前鲍威尔讲话态度偏鹰，这与市场乐观的降息预期有分歧，故而现在下行突破空间受到掣肘，需要利好的进一步落地。**策略上，在平坦的曲线上，建议先配置降息预期较少の中期限债券兼顾久期与胜率，超长端，同时规避弱区域信用分层与流动性风险。**

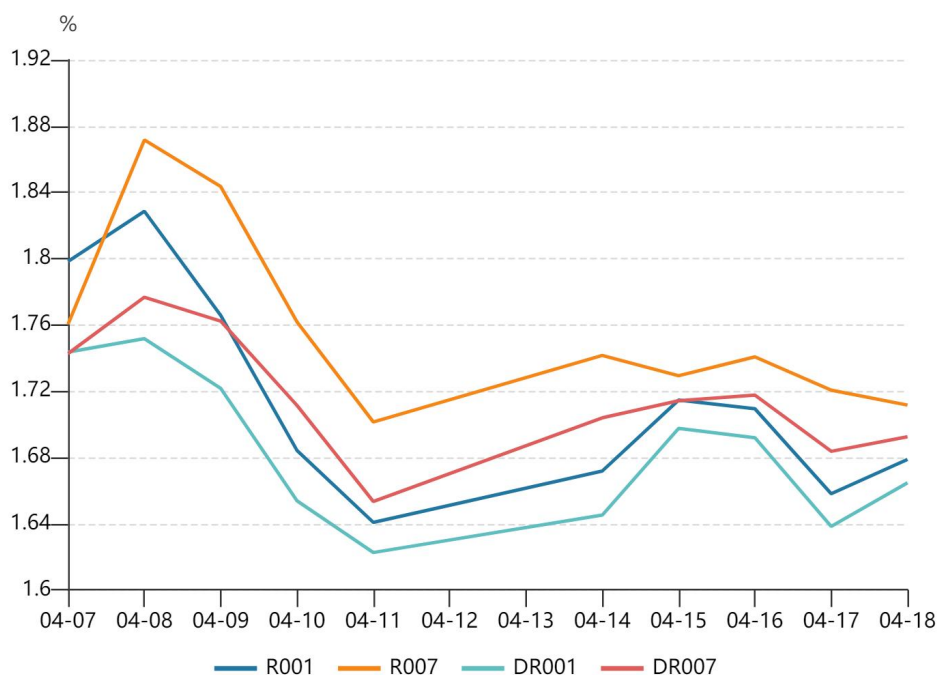
一、央行投放加大，流动性边际缓和。

本周央行净投放 2338 亿元，其中逆回购投放 8080 亿元，到期 4742 亿元，MLF 到期 1000 亿元。逆回购余额 8080 亿元，较上周提升 3338 亿元，投放意愿边际提升。资金利率小幅震荡，隔夜资金利率呈现先升后降的波动格局，其中 DR001 周内最高触及 1.71%，最低 1.64%，全周加权均价 1.68%，较上周上行约 4BP；R001 波动区间 1.66%-1.71%，周五收于 1.68%，周均值上行 3.8BP。相对而言 7 天期资金利率整体稳中偏松，DR007 周均值下行约 2BP 至 1.69%，R007 周均值下行 1BP 至 1.71%。跨月资金需求尚未明显启动，市场对后续流动性预期偏乐观。税期走款和政府债缴款扰动前半周资金价格，但央行后半周加大逆回购投放力度，缓解了资金压力。

下周关注：一是存单到期近 8000 亿元叠加跨月或造成负债扰动；二是全周逆回购到期 8080 亿元以及 MLF 的续作情况；三是 21-22 日税期走款带来的税期资金面波动。

央行近期更强调货币政策的有效性，“防资金空转”，叠加美联储降息预期延后，市场对开年降准降息的期待逐渐落空，但近期有所升温。当前，资金面紧张程度边际转松。下周重点关注跨月情况，若超额投放，短端存在交易性修复机会。中期看，银行负债压力与特别国债、地方债等发行将持续消耗超储，1 年期存单利率或继续高位震荡；资金面紧平衡或成常态。

图 1 近期资金利率走势 来源:Wind



二、GDP 略超预期，贸易战压力仍存。

(1) 一季度 GDP 超预期增长 5.4%，内需全面发力。

2025 年一季度中国 GDP 同比增长 5.4%，环比增长 1.2%，增速较 2024 年全年加快 0.4 个百分点，显著超出市场预期。这一增长主要由以下三方面驱动：

一是工业生产加速回升：3 月规模以上工业增加值同比增速达 7.7%，一季度累计增长 6.5%，较上年全年提升 0.7 个百分点。新能源汽车、金属切削机床、太阳能电池等新动能领域产量同比增速均超 15%，显示出政策支持下的制造业升级成效。装备制造业和高技术产业增加值增速分别为 9.7% 和 6.5%，成为工业增长的核心引擎。

二是消费市场显著回暖：3 月社会消费品零售总额同比增长 5.9%，一季度累计增长 4.6%，较 2024 年全年提升 1.1 个百分点。以家电、家具为代表的耐用消费品在“以旧换新”政策刺激下表现亮眼，零售额增速接近 20%；餐饮收入增速也回升至 5.6%，反映居民消费信心边际改善。

三是基建投资稳中有升：一季度全国固定资产投资增长 4.2%，扣除房地产开发投资后增速达 8.3%。基建投资（广义口径）同比增长 12.6%，财政资金加速落地推动交通、市政、医疗等领域重大项目开工。尽管房地产开发投资仍同比下降 9.9%，但商品房销售额降幅收窄至 2.1%，显示楼市逐步企稳。

但仍要注意到，通胀数据的弱企稳，仍反映国内需求仍需进一步激活。此外，工业产能利用率（74.1%）仍低于季节性水平，部分高耗能行业增长乏力，结构性问题仍存。

(2) 外贸韧性凸显但关税冲击隐现。

一季度中国货物进出口总额达 10.3 万亿元，同比增长 1.3%，其中出口增长 6.9%，进口下降 6%。主要亮点包括：一是出口结构优化，尤其是对共建“一带一路”国家出口增长 7.2%，占出口总额比重超 50%；对德国、西班牙等传统市场出口增速达两位数，多元化格局降低对单一市场依赖。二是新质产品表现强劲，装备制造业进出口同比增长 7.6%，自主品牌出口占比提升至 22.8%，新能源汽车、光伏产品等“新三样”成为增长主力。然而，美国自 4 月起实施对华“对等关税”，涉及商品加征税率普遍超过 100%，导致双边贸易实际可行性骤降。尽管一季度存在“抢出口”效应（3 月出口交货值增速 7.7%），但二季度外贸压力将显著加大，可能拖累工业生产和经济增长。

(3) 金融数据总量回暖，结构弱修复。

3 月新增人民币贷款与新增社融均超市场预期，主要由于政府债与企业短期贷款同比明显多增，以及居民中长期贷款同比转增，而企业债净融资同比少增，显示财政继续前置发

力、居民地产需求有所企稳、以及债市调整下企业融资从债市转向贷款。贷款分项看，新增人民币贷款 3.64 万亿元，同比多增 5,500 亿元；3 月新增社融 5.89 万亿元，同比多增 1.05 万亿元，同比增速从 2 月的 8.2%回升至 8.4%，季调后月环比折年增速持平于 2 月的 10.1%。从社融分项看，3 月政府债净融资和新增企业短期贷款为新增社融的 1.4 倍，而企业债净融资同比少增 5,142 亿元，为 3 月新增社融的最大拖累项。3 月 M2 同比增速持平于 2 月的 7%(彭博致预期 7.1%)，部分受非银存款同比少增拖累；M1 同比增速从 2 月的 0.1%回升至 1.6%，可能由于地方债务置换改善广义财政部门现金流、以及居民储蓄部分回归活期存款。后续需留意美国对华大幅加征关税背景下，后续主要关注财政政策能否继续发力，以及货币政策是否有进步的宽松。

三、债市“两头弱、中间稳”。

本周利率债呈现 1-3Y、30Y “两头弱”，5-7Y “中间稳”态势。具体来看，1 年期国债收益率从 1.40%攀升至 1.43%，上行 3BP；3 年期国债收益率由 1.43%升至 1.48%，上行 5BP；10 年期国债收益率持平于 1.65%，超长端 30 年期国债收益率上行 2BP 至 1.88%。上半周，金融、进出口数据强于市场预期，但市场定价后续宽松预期推动利率下行；周三到周五，市场对特别国债供给冲击产生担忧，30 年国债小幅调整，总理发言提及地产拉动内容，超长债走势被进一步压制。信用债利率普遍下行，中短票 1-3 年期各等级收益率下行 2-9BP，企业债下行 4-8BP，城投债 AAA 级 3 年期收益率下行 7BP。信用利差呈短端收窄、中长端走扩分化态势。

展望下周，债市或将仍围绕贸易战进程与宽松预期进行博弈。美国加征关税政策最剧烈的阶段已经过去，但对实体部门的冲击才刚刚开始，未来政策利率下行方向较为确定，但赔率一般。目前鲍威尔讲话态度偏鹰，这与市场乐观的降息预期有分歧，故而现在下行突破空间受到掣肘，需要利好的进一步落地。**策略上，在平坦的曲线上，建议先配置降息预期较少**的中期限债券兼顾久期与胜率，超长端，同时规避弱区域信用分层与流动性风险。

图 2 本周收益率分化调整 来源:Wind

中债国债收益率曲线

