

债市波动剧烈，长端表现持续弱于短端，期限利差走阔

——债市周评（2026年3月9日-3月15日）

摘要：

本周资金面持续均衡，资金利率小幅回升，但流动性整体仍宽松均衡，市场杠杆高位小幅回落。本周央行在公开市场上继续净回笼流动性，资金利率中枢较上周小幅抬升，但流动性整体仍宽松充裕。同时，机构交投依然活跃，银行间质押式回购成交量自高位小幅回落。截至2026年3月13日，DR007为1.46%，环比前一周上行4.67BP，R007为1.50%，环比前一周上行1.13BP。近期，部分成员银行参加市场利率定价自律机制会议，被要求加强自律管理，高于7天逆回购OMO政策利率（1.4%）的同业活期存款规模季度末占比不超过10%-20%。

1-2月贸易数据超预期，进出口同比增速约20%。出口由非美经济体+集成电路、汽车出口驱动，呈现对非美“广谱”走强，超预期受益于外需改善。进口同比读数大幅上行有去年低基数扰动，但结构上更体现AI相关投资对我国进口的拉动

2月社融新增超预期增长，新增2.38万亿元，同比多增1461亿元，高于2021-2025年同期均值，且超出市场预期。新增企业、居民贷款呈分化态势，仍表现为企业端强势，居民端疲弱的特征，分化程度进一步加深。

本周债市波动剧烈，长端表现持续弱于短端，30Y-1Y国债期限利差显著走阔。前半周，受油价飙升加剧通胀担忧，叠加2月通胀及外贸数据超预期等多重利空冲击，债市遭遇大幅回调，30年期国债收益率单日最高上行逾4BP。周中50年期国债发行结果不佳进一步压制债市情绪，超长债进一步走弱。周四尾盘同业利率定价自律机制引发市场做多热情，短端引领涨势，交易盘接力做多，超长期国债收益率下至2.271%。周尾中美第6轮经贸磋商日期敲定，社融数据公布超预期，提振市场风险偏好，长债再度承压。

展望后市，预计短期债市将呈现震荡分化格局，中短端确定性优于长端，长债或继续维持震荡偏弱态势，修复节奏上或呈现出波动加剧的特征，季末之后市场有望修复。

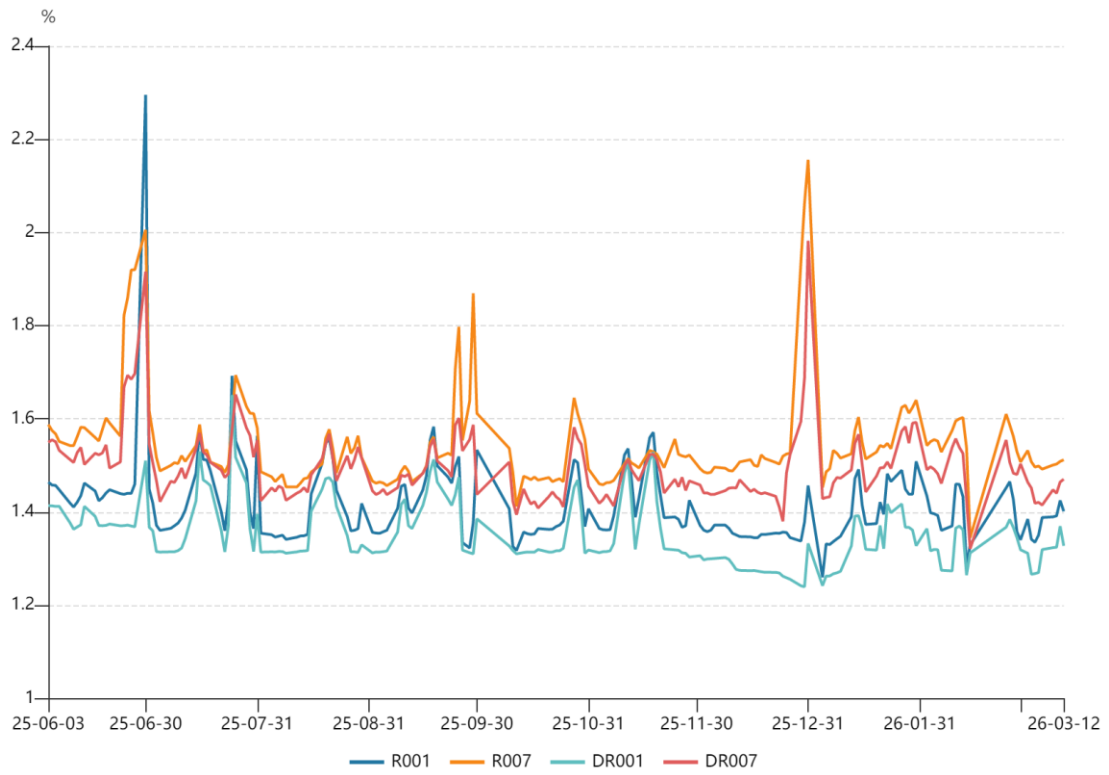
一、本周资金面持续均衡，资金利率小幅回升。

资金运行方面，资金利率中枢较上周小幅抬升，但流动性整体仍宽松充裕。截至2026年3月13日，DR007为1.46%，环比前一周上行4.67BP，R007为1.50%，环比前一周上行1.13BP。杠杆方面，机构交投依然活跃，银行间质押式回购成交量自高位微幅回落。截至2026年3月13日，银行间质押式回购成交量（5DMA口径）为8.57万亿元，环比前一周下降0.07万亿元。

央行继续在公开市场上回笼流动性。中国央行本周开展1765亿元7天期逆回购操作，因有2776亿元逆回购到期，本周实现净回笼1011亿元。此外，周二有1500亿元国库定存到期，周五中国央行公告将于3月16日开展5000亿元6个月期买断式逆回购操作。下周一（16日）将有6000亿元6个月期买断式逆回购到期，净回笼1000亿元，上周3M买断式净回笼2000亿元。截至周五，AAA级1月期同业存单收益率上行0.25BP至1.50%，3月期同业存单收益率基本持平至1.51%，6月期同业存单收益率下行1.00BP至1.52%，9月期同业存单收益率下行1.00BP至1.52%，1年期同业存单收益率下行2.25BP至1.54%

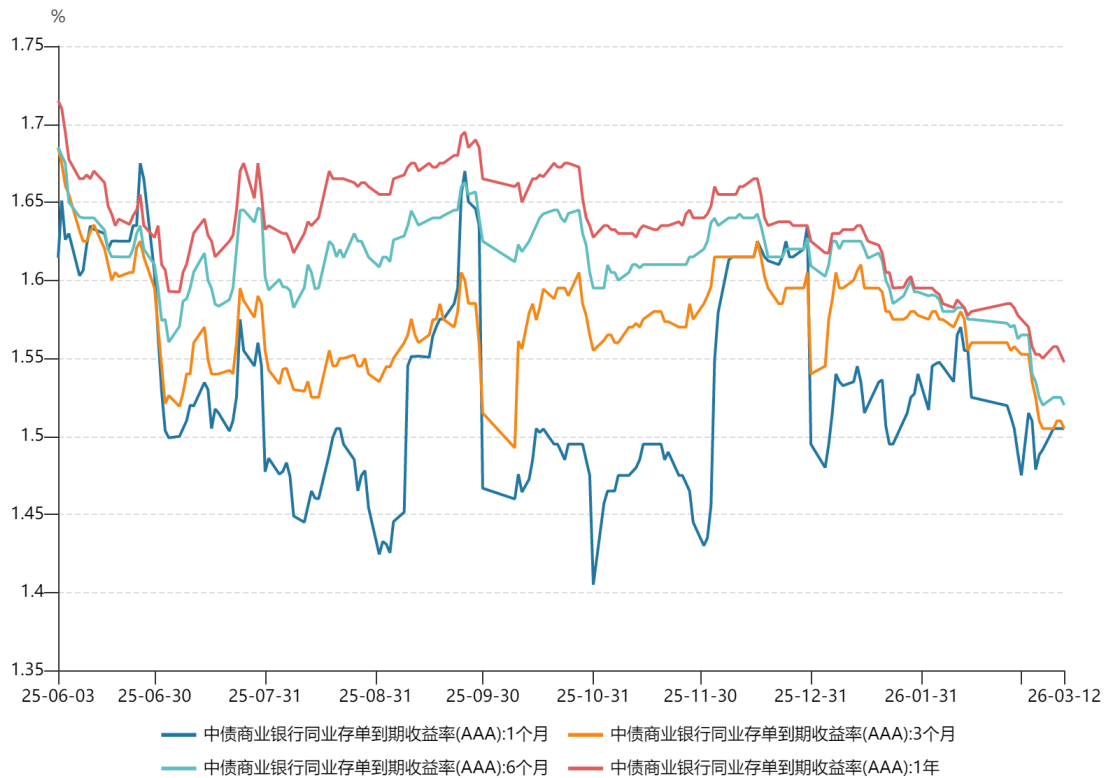
财联社3月12日消息，近期，部分成员银行参加市场利率定价自律机制会议，被要求加强自律管理，高于7天逆回购OMO政策利率（1.4%）的同业活期存款规模季度末占比不超过10%-20%。此次的自律管理升级，是对2024年末自律管理的扩围和强化，2024年11月，市场利率定价自律机制发布《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》（自律1.0版本），首次将非银同业活期存款纳入自律管理框架，明确金融基础设施机构活期存款参考0.35%的超额存款准备金利率定价，其他非银活期存款参考1.4%的7天OMO逆回购利率确定。存单供给冲击以及资金面扰动预计可控。本次同业活期存款利率降幅有限，且短端债券利率、货基收益率也不高，灵活性不如银行同业活期，也可转向短期限同业定期存款。此外，考虑到今年初存款偏强+央行政策工具持续投放+年初以来银行存单发行较少，银行缺负债情况并不显著，或未必需要通过大规模增发存单来对冲负债缺口。

图1 主要期限资金价格走势



数据来源: wind

图 2 AAA 存单利率走势



数据来源: wind

二、1-2月贸易数据公布，出口保持强韧性，进口同比增速上行。

3月10日，海关总署发布数据显示，2026年1-2月我国以美元计价出口累计值6565.8亿美元，同比增长21.8%。

出口同比高速增长，保持强韧性。2026年1-2月我国出口累计值6565.8亿美元，同比增长21.8%，2月我国出口2998.8亿美元，同比增长39.6%，而去年12月同比增长6.6%，2月出口环比下降15.9%。1-2月出口同比增速继续上行，可能受以下因素影响：一是1-2月全球制造业PMI环比增长分别为50.9%和51.9%，维持在荣枯线以上，全球经济景气度保持复苏状态，二是我国继续拓展多元化市场，如1-2月对非洲、澳大利亚等地区出口实现较快增长。三是去年低基数效应下对今年增速起到一定支撑。分产品来看，1-2月机电产品及高新技术产品出口金额同比增速均有所提升，机电产品和高新技术产品出口金额分别同比提升27.1%和26.9%，成为出口的关键拉动项。

进口同比增速大幅上升，2026年1-2月我国进口累计值4429.6亿美元，累计同比增长19.8%，2月进口金额2089.0亿美元，同比增长13.8%，增幅较去年12月提升8.1个百分点，主要原因在于内需有所修复，以及出口增幅提升带动相关中间品进口等。2月进口环比下降10.7%。重点商品中，自动数据处理设备及其部件同比增速65%，半导体同比增速14.6%、集成电路同比增速36.8%，三者合计贡献我国进口增长的46%，成为我国进口的主要拉动，体现AI相关投资落地对我国进口影响逐步显化。

三、2月社融新增超预期增长，M1、M2剪刀差连续连个月收窄。

2月社融新增2.38万亿元，同比多增1461亿元，高于2021-2025年同期均值。社融新增连续两月超预期，2月受春节假期影响，政府债券发行速度有所放缓，政府债券净融资同比下降，在政策性金融工具落地与央行年初两方面政策措施的推动下，企业端新增贷款拉动人民币贷款同比增长30.0%。社融存量同比增长8.2%，较前值持平。

新增企业、居民贷款呈分化态势，仍表现为企业端强势，居民端疲弱的特征，分化程度进一步加深。2月新增企业、居民贷款仍呈现明显分化，居民新增贷款同比少增2616亿元，短期、中长期贷款均同比少增，居民短期贷款减少或仍反映居民端需求偏弱，消费更加谨慎，中长期贷款减少或仍与房地产市场持续低迷有关，居民端需求亟需提振。企业端新增贷款同比多增4500亿元，短期、中长期贷款均同比多增，票据融资同比少增2043亿元，企业端新增贷款并不依靠票据冲量。

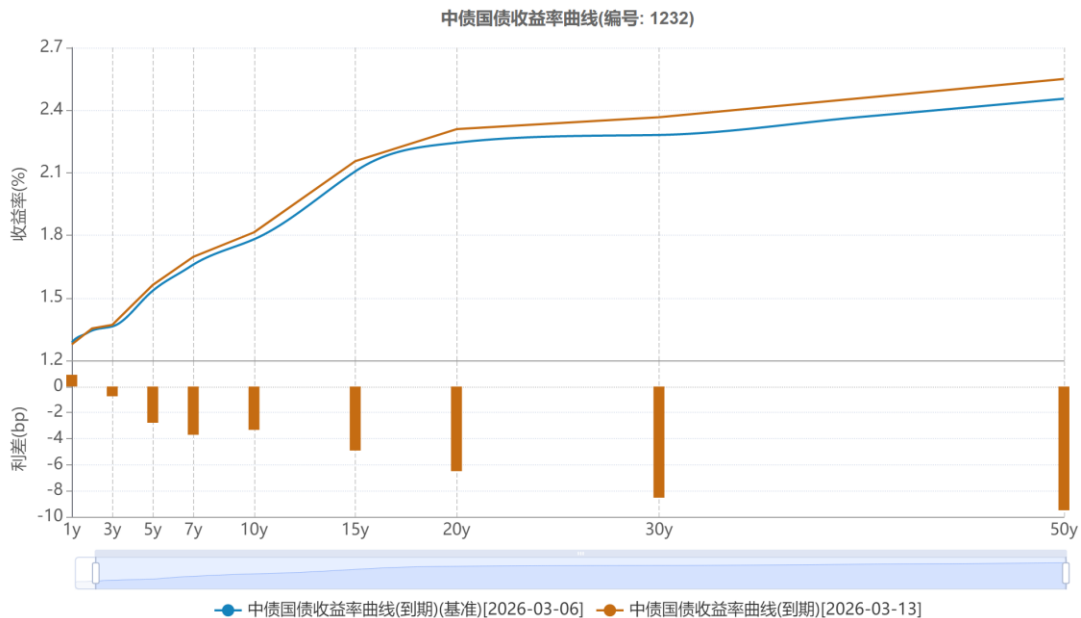
M2同比持平、M1同比提升，剪刀差连续两个月收窄。2月M1同比增长5.9%，较前值提升1.0pct；M2同比增长9.0%，与前值持平。M1同比持续回升，一方面反应资金的活化程度的提高，另一方面也与春节假期期间居民取现过节有关。M1与M2剪刀差绝对值连续两个月收窄，或也反应民存款持续活化，或预示企业生产经营、消费投资等经济活动正持续回暖。

四、本周债市波动剧烈，长端表现持续弱于短端，30Y-1Y 国债期限利差显著走阔。

前半周，受油价飙升加剧通胀担忧，叠加 2 月通胀及外贸数据超预期等多重利空冲击，债市遭遇大幅回调，30 年期国债收益率单日最高上行逾 4BP。周中 50 年期国债发行结果不佳进一步压制债市情绪，超长债进一步走弱。周四尾盘同业利率定价自律机制引发市场做多热情，短端引领涨势，交易盘接力做多，超长期国债收益率下至 2.271%。周尾中美第 6 轮经贸磋商日期敲定，社融数据公布超预期，提振市场风险偏好，长债再度承压。全周，30 年国债活跃券 2500006 收于 2.2900，较上周五提升 5.75BP；10 年期国债活跃券 250220 收于 1.9750，较上周五提升 2BP，30 年-10 年利差走阔近 3BP。

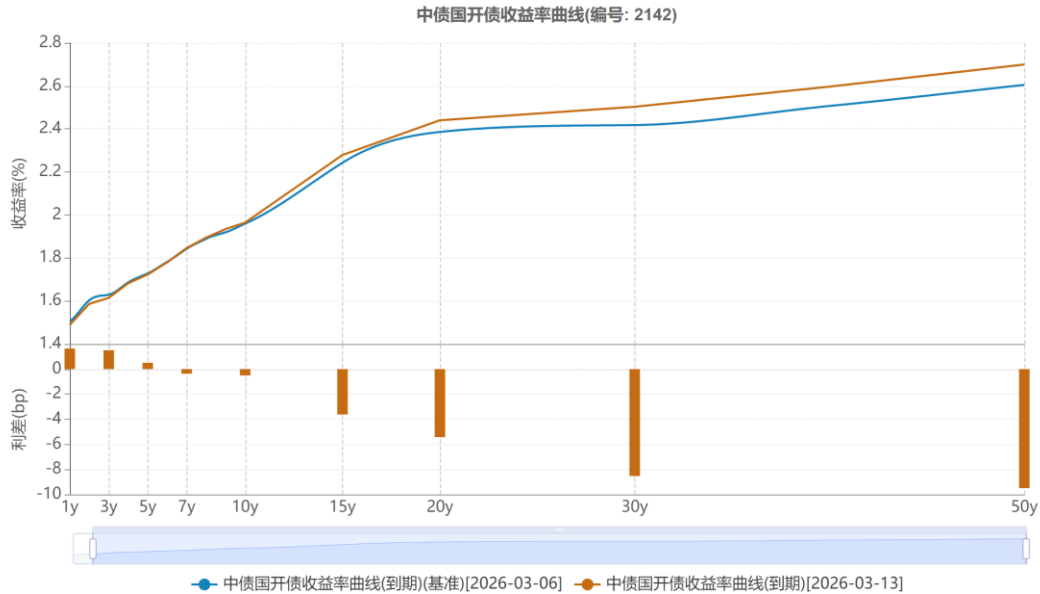
具体来看，二级市场方面，上周债券市场整体呈现为震荡上行态势，同业活期自律 2.0 版本落地当日，债券市场表现为普涨行情，但于次日回吐涨幅；曲线形态走陡。其中，1 年、3 年、5 年、7 年、10 年和 30 年国债收益率分别变化-0.50BP、0.75BP、2.78BP、3.71BP、3.33BP 和 8.53BP，10Y-1Y 国债到期收益率由前一周五的 49.52BP 变化为 53.75BP。同期限国开债收益率分别变化-1.64BP、-1.50BP、-0.50BP、0.37BP、0.51BP 和 8.53BP，10Y-1Y 国开债到期收益率曲线由前一周五的 45.39BP 变化为 47.54BP。隐含税率方面，上周五 10 年期国开债隐含税率为 7.65%，较前一周五的 9.11% 大幅回落。

图 3 国债收益率期限结构



数据来源：Wind，中国债券信息网

图 4 国开债收益率期限结构



数据来源: Wind, 中国债券信息网

五、后市预期

展望后市, 预计短期债市将呈现震荡分化格局, 中短端确定性优于长端, 长债或继续维持震荡态势。利率曲线可能仍有走陡空间。随着两会期间货币宽松预期的落空, 上周市场情绪整体有所回落, 交易主线逐步回归海外地缘风险和国内政策面的边际变化。2月社融数据在春节假期干扰下整体上仍保持较高投放强度, 但结构上仍呈现“政府融资偏强、实体需求修复偏缓”的特征。与此同时, 同业自律“补丁”落地有望推动银行负债成本进一步降低, 部分资管产品可能也将通过增配存单、加大回购投放等渠道替代此前的“高息”同业活期存款, 从而有望对资金面形成支撑, 整体利好短久期流动性资产。在此背景下, 我们继续维持当前债市仍处于“资金面宽松支撑短端、长端缺乏明确下行驱动”的格局。30年品种处于滞胀的纠结中, 30-10Y国债利差变化可能有潜在交易机会, 若走阔至50bp上方, 则提供了波段交易或利差收敛策略的窗口。