

## 通胀预期再起，曲线小幅走陡

——债市周评（2026年3月16日-3月20日）

### 摘要：

**资金价格小幅回落。**DR001、R001 较前一周几乎持平于 1.32%、1.40%；7 天资金小幅下行，DR007 和 R007 分别下行 1BP 和 2BP 至 1.43%、1.49%。公开市场方面，本周净投放 1458 亿元，其中逆回购投放 2423 亿元，到期 1765 亿元；国库定存投放 1800 亿元。存单方面，存单发行利率延续下行，同业存单加权发行利率为 1.53%，较前一周下行 1.7BP。下周关注：一是跨月前资金回笼压力仍存，公开市场共到期资金 6923 亿元；二是下周政府债净缴款规模扩大。下周测算政府债净缴款规模约在 6000 亿元左右。中期看，当前资金利率已处低位，进一步下行的空间不大，叠加全球滞涨影响降息预期等因素，近期总量上进一步下调政策利率的概率不大，流动性可能处于价稳量足的态势。

**1-2 月经济数据超预期修复。**3 月 16 日，国家统计局发布 1-2 月国民经济运行数据，主要指标较去年末明显反弹，强于市场预期。供给端，规模以上工业增加值同比增长 6.3%（前值 5.2%），服务业生产指数当月同比增长 5.2%。需求端，固定资产投资累计同比 1.8%（前值 -3.8%）。其中，基建和制造业累计增速分别为 9.8%（前值 -1.5%）和 3.1%（前值 0.6%），房地产投资累计同比 -11.1%（前值 -17.2%）。社会消费品零售总额同比增长 2.8%（前值 0.9%）。**总体来看，供需问题有所改善。**不过，节后的渐进复工部分落在 3 月，叠加能源价格上行等因素对实物开工或有抑制，预计 3 月份数据将有所回落。从高频数据看，上半月，累计发电量同比 -4.5%（1 月同比 4.6%），本年累计发电量同比下降 0.3%；工业开工率涨跌互现，高炉开工同比低于前值，焦化、纺织、汽车钢胎等领域同比好于前值，全国 30 大中城市商品房日均成交同比（去年 3 月前 16 日）为 -9.8%（2 月同比 -28.0%）。总体来看喜忧参半，受价格企稳影响，名义增长或修复快于实际增长。

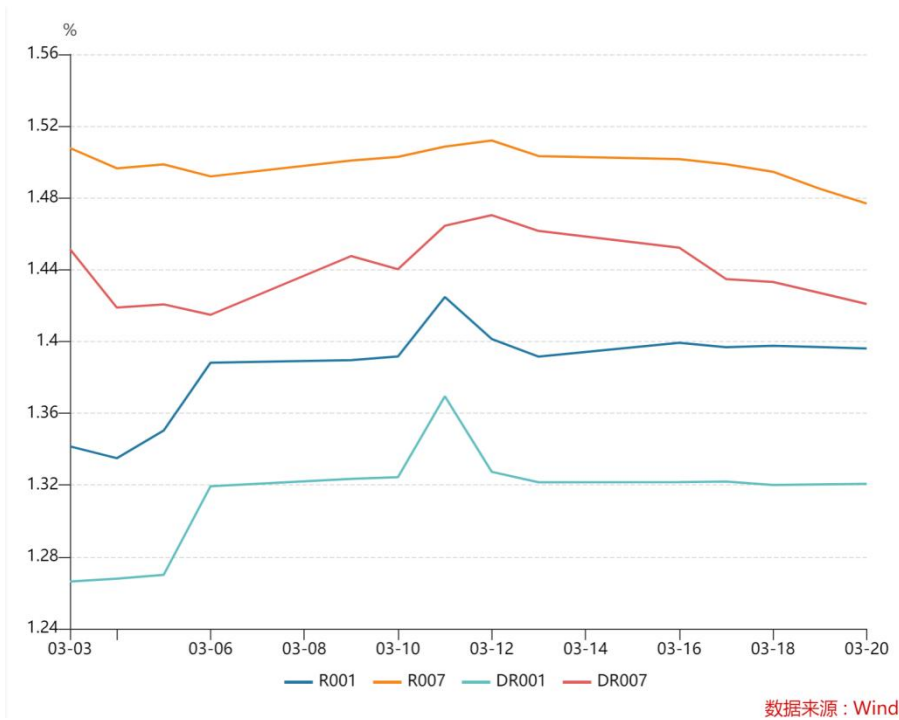
**本周由于内外通胀预期增加，油价等上游产品长期价格中枢或上移，引来长端收益率向上调整。**具体来看，2 年、5 年、10 年、30 年期国债收益率分别下行 4.45BP、上行 0.06BP、上行 1.56BP、上行 2.16BP。2 年、5 年期国开收益率分别下行 1.71BP、2.22BP。**展望下周，股债的流动性问题、外围局势对通胀的影响、权益走势将持续影响债市风偏，预计债市仍处于“看流动性+通胀预期做债”阶段，以震荡为主，难有较大修复行情。**在较多不利因素压制下，债市情绪的修复或需要通胀预期证伪、央行的超预期呵护触发。中期来看，目前债市仍处于逆风状态，当前资金利率处于历史偏低分位数，即使是安全边际较高的中短端债券，在利率下行的想象空间愈发逼仄的情况下，利率中枢或较难继续下移。

## 一、资金价格小幅回落。

**资金价格小幅回落。**DR001、R001 较前一周几乎持平于 1.32%、1.40%；7 天资金小幅下行，DR007 和 R007 分别下行 1BP 和 2BP 至 1.43%、1.49%。公开市场方面，16 日，央行续作 6M 买断式逆回购 5000 亿元，净回笼 1000 亿元，算上本月初央行净回笼 2000 亿元，买断式逆回购合计净回笼 3000 亿元。3 月 16-20 日，央行公开市场净投放 1458 亿元，其中逆回购投放 2423 亿元，到期 1765 亿元；国库定存投放 1800 亿元。截至 3 月 20 日，逆回购余额 2423 亿元。存单方面，存单发行利率延续下行，同业存单加权发行利率为 1.53%，较前一周下行 1.7BP。本周同业存单净融资连续第 2 周为负，同业存单发行 7587 亿元，净融资-4146 亿元。前一周（3 月 9-13 日），同业存单发行 8459 亿元，净融资-1465 亿元。

下周关注：一是跨月前资金回笼压力仍存，公开市场共到期资金 6923 亿元，其中逆回购到期 2423 亿元，到期压力较前一周有所提升，MLF 到期 4500 亿元，关注央行续作情况；二是下周政府债净缴款规模扩大。据已披露的发行计划，下周测算政府债净缴款规模约在 6000 亿元左右，缴款压力升至 2025 年下半年以来的周度次高点。中期看，当前资金利率已处低位，进一步下行的空间不大，叠加全球滞涨影响降息预期等因素，近期总量上进一步下调政策利率的概率不大，流动性可能处于价稳量足的态势。

图 1 7 天资金利率有所回落 来源:Wind



## 二、经济数据修复，降息预期退潮。

### 1、1-2 月经济数据超预期修复。

3月16日，国家统计局发布1-2月国民经济运行数据，主要指标较去年末明显反弹，强于市场预期。供给端，规模以上工业增加值同比增长6.3%(前值5.2%)，服务业生产指数当月同比增长5.2%。分行业看，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业生产指数分别增长10.1%、8.2%、7.0%、6.3%、5.4%。需求端，固定资产投资累计同比1.8%(前值-3.8%)。其中，基建和制造业累计增速分别为9.8%(前值-1.5%)和3.1%(前值0.6%)，房地产投资累计同比-11.1%(前值-17.2%)。社会消费品零售总额同比增长2.8%(前值0.9%)。价格方面，2月，70大中城市二手房价格同比小幅回落至-6.3%，1月为-6.2%。新房价格同比为-3.5%，1月为-3.3%。2月PPI同比为-0.9%，CPI同比回升至1.3%。

总体来看，1-2月经济数据普遍强于预期，供需问题有所改善，包括前期的出口、通胀、金融数据也都相对积极，当然，其中也包含了春节较晚的原因，有节前存在抢出口、补库等带动。

不过，节后的渐进复工部分落在3月，叠加能源价格上行等因素对实物开工或有抑制，预计3月份数据将有所回落。从高频数据看，上半月，中电联口径发电集团燃煤电厂本月累计发电量同比-4.5%(1月同比4.6%)，本年累计发电量同比下降0.3%；工业开工率涨跌互现，高炉开工同比低于前值，焦化、纺织、汽车钢胎等领域同比好于前值；重点企业粗钢日均产量(月度日均，下同)环比回升0.5%，同比回落6.1%(前值-8.3%)。粗钢产量2021年见顶后仍在震荡下行。地产销售同比降幅收窄。3月1日-3月16日，全国30大中城市商品房日均成交同比(去年3月前16日)为-9.8%(2月同比-28.0%)。总体来看喜忧参半，受价格企稳影响，名义增长或修复快于实际增长。

### 2、LPR 连续 10 个月维持不变。

2026年3月20日，中国人民银行公布最新贷款市场报价利率(LPR)，1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%。两个期限LPR均与上月持平，自2025年6月以来一直维持稳定，符合市场预期，目前由于内外均衡问题、输入性通胀等原因，利率的调降预期逐渐偏向相对克制，国外债券市场已逐步由降息预期转向不降息甚至加息预期，国内货币政策虽然有独立性，但也会考虑总量利率调降的节奏和幅度。

## 三、通胀预期再起，曲线小幅走陡。

本周由于内外通胀预期增加，油价等上游产品长期价格中枢或上移，引来长端收益率向上调整。具体来看，2年、5年、10年、30年期国债收益率分别下行4.45BP、上行0.06BP、上行1.56BP、上行2.16BP。2年、5年期国开收益率分别下行1.71BP、2.22BP。周一，受地缘政治冲突影响，通胀担忧阶段性超过避险需求，利率上行，午后国际油价继续走强，输入型通胀担忧加剧，叠加权益市场涨幅扩大，继续上行；周二，油价上涨叠加权益市场下跌，

利率先上后下；周三，油价下行叠加5年期国债发行结果较好，利率有所修复、震荡下行；周四，权益市场走弱，伊朗局势恶化，利率先下后上；周五，通胀担忧未完全消退，利率率先上行，而后午后权益市场持续走弱，债市多头情绪良好，长债收益率下行，全周10年期国债在1.82-1.84%之间窄幅偏弱震荡。展望下周，股债的流动性问题、外围局势对通胀的影响、权益走势将持续影响债市风偏，预计债市仍处于“看流动性+通胀预期做债”阶段，以震荡为主，难有较大修复行情。在较多不利因素压制下，债市情绪的修复或需要通胀预期证伪、央行的超预期呵护触发。中期来看，目前债市仍处于逆风状态，当前资金利率处于历史偏低分位数，即使是安全边际较高的中短端债券，在利率下行的想象空间愈发逼仄的情况下，利率中枢或较难继续下移。

图2 本周收益率走陡 来源:Wind

