

市场研究部

2025 年 3 月 24 日

## 流动性周度观察

### 央行公开市场操作

本周（2025 年 3 月 15 日-2025 年 3 月 21 日）央行公开市场净投放 3785 亿元，其中逆回购投放 14117 亿元，回笼 5262 亿元，MLF 到期 3870 亿元，国库定存到期 1200 亿元。截至本周五，逆回购余额 14117 亿元，MLF 余额 37070 亿元。下周（2025 年 3 月 22 日-2025 年 3 月 28 日）逆回购到期量 14117 亿元。

### 政府债发行与到期

本周政府债融资环比下行，政府债发行 3791.37 亿元，到期 3191.04 亿元，净融资（按缴款日）1642.04 亿元。其中国债发行 2220.70 亿元，到期 2997.70 亿元，净融资 1197.50 亿元；地方政府债发行 1570.67 亿元，到期 193.34 亿元，净融资 444.54 亿元。

下周政府债预计发行 6456.52 亿元，到期 1222.09 亿元，净融资 6213.44 亿元。其中国债发行 3500 亿元，到期 1055.30 亿元，净融资 2444.70 亿元；地方政府债发行 2956.52 亿元，到期 166.79 亿元，净融资 3768.74 亿元。

### 同业存单市场概况

本周同业存单净融资环比下行，同业存单发行 6675.8 亿元，到期 7336.70 亿元，净融资-660.90 亿元。

从一级发行来看，本周同业存单加权发行利率 1.99%，较上周下行 8bp；本周五 1 年期股份行存单发行利率较上周五下降 5.7bp 至 1.92%。

从二级交易来看，存单利率整体下行。本周五 1 年期 AAA 同业存单收益率较上周五下行 2.5bp 至 1.93%。9 月、6 月、3 月、1 月期 AAA 同业存单收益率较上周五分别下行 3.3bp、3bp、3.5bp、0.9bp。

### 资金利率变化

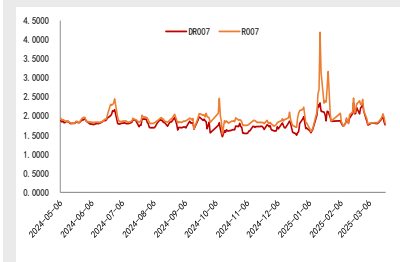
R 利率、DR 利率略有上行。本周 DR001 均值下行 0.1bp 至 1.78%，DR007 均值上行 7.8bp 至 1.89%，R001 均值上行 7.9bp 至 1.87%，R007 均值上行 12.4bp 至 1.95%。资金分层现象有所加剧，与上周相比，R001 与 DR001 价差上行 8.1bp，R007 与 DR007 价差上行 4.6bp。

票据利率整体上行。本周 6 月期国股转贴利率均值 1.37%，较上周上行 1bp，3 月期国股转贴利率均值 1.63%，较上周上行 7bp；6 月期城农转贴利率均值 1.45%，较上周上行 1bp，3 月期城农转贴利率均值 1.71%，较上周上行 7bp。

### 投资建议

市场表现截至

2025.3.21



数据来源：Wind，国新证券整理

分析师：钟哲元

登记编码：S1490523030001

邮箱：zhongzheyuan@crsec.com.cn

证券研究报告

当前债市多空博弈的核心矛盾集中在资金面、政策预期与机构行为的共振影响。从基本面看，经济虽呈现弱复苏态势，但结构分化明显，出口增速放缓、通胀低位徘徊以及地产疲软仍制约经济动能，短期内尚不足以支撑债市趋势转熊。资金面紧平衡格局虽边际缓和，但 3 月税期和跨季波动风险仍存，叠加政府债供给压力，流动性大幅宽松需等待降准等政策信号。货币政策方面，降准优先级高于降息，而央行对金融风险（如银行负债压力、赎回负反馈）的关注可能优先于基本面因素。机构行为上，银行抛券兑现浮盈、债基赎回压力等短期扰动仍存，但当前利率水平下债市票息价值已逐步显现。此外，海外因素如美联储政策节奏及中美贸易摩擦的慢变量影响仍需警惕，但短期内并非主导矛盾。债市宜采取“防御为主，伺机布局”的思路。短端受益于资金面边际修复及降准预期，长端需等待经济数据进一步明朗化。

#### 风险提示

- 1、货币政策超预期收紧；
- 2、财政政策发力超预期；
- 3、影响流动性关键变量波动幅度超预期。

## 目录

---

一、央行公开市场操作.....	4
二、政府债发行与到期.....	4
三、同业存单市场概况.....	5
四、资金利率变化.....	6
五、投资建议.....	8
六、风险提示.....	8

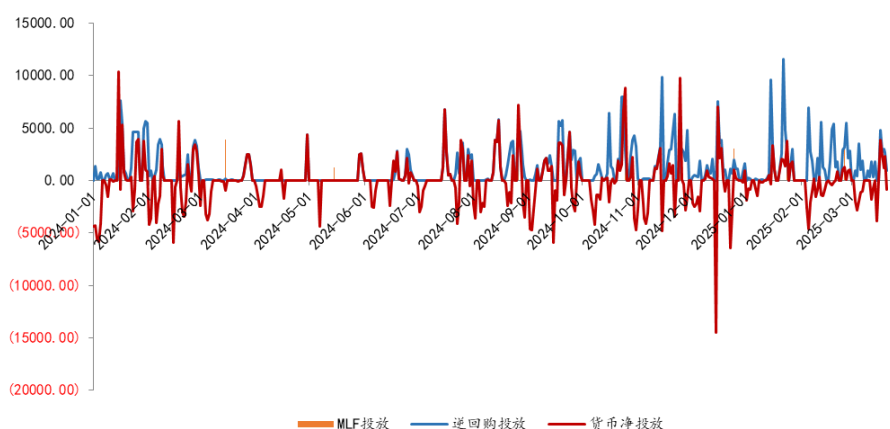
## 图表目录

图表 1：公开市场操作情况（亿元） .....	4
图表 2：政府债发行、到期和净融资情况（亿元） .....	5
图表 3：同业存单净融资变化（亿元） .....	5
图表 4：存单利率变化（%） .....	6
图表 5：回购成交量变化 .....	6
图表 6：回购利率周度变化（BP） .....	7
图表 7：SHIBOR 利率变化（%） .....	7
图表 8：票据利率变化（%） .....	8

## 一、央行公开市场操作

本周（2025年3月15日-2025年3月21日）央行公开市场净投放 3785 亿元，其中逆回购投放 14117 亿元，回笼 5262 亿元，MLF 到期 3870 亿元，国库定存到期 1200 亿元。截至本周五，逆回购余额 14117 亿元，MLF 余额 37070 亿元。下周（2025年3月22日-2025年3月28日）逆回购到期量 14117 亿元。

图表 1：公开市场操作情况（亿元）



数据来源：Wind，国新证券整理

## 二、政府债发行与到期

本周政府债融资环比下行，政府债发行 3791.37 亿元，到期 3191.04 亿元，净融资（按缴款日）1642.04 亿元（上周净融资 2458.50 亿元）。其中国债发行 2220.70 亿元，到期 2997.70 亿元，净融资 1197.50 亿元；地方政府债发行 1570.67 亿元，到期 193.34 亿元，净融资 444.54 亿元。

下周政府债预计发行 6456.52 亿元，到期 1222.09 亿元，净融资（按缴款日）6213.44 亿元。其中国债发行 3500 亿元，到期 1055.30 亿元，净融资 2444.70 亿元；地方政府债发行 2956.52 亿元，到期 166.79 亿元，净融资 3768.74 亿元。

图表 2：政府债发行、到期和净融资情况（亿元）

时间	发行量		到期量		净融资量	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
3 月 15 日					2595.70	35.00
3 月 16 日						26.00
3 月 17 日		342.38	1974.50	46.22		
3 月 18 日		230.41		342.38		74.73
3 月 19 日	2220.70			230.41		57.61
3 月 20 日		18.87	2220.70		402.00	
3 月 21 日		979.01		18.87		
本周合计	2220.70	1570.67	4195.20	637.88	2997.70	193.34
3 月 22 日						
3 月 23 日						120.78
3 月 24 日	3500.00	1052.28		979.01	650.00	
3 月 25 日		1101.36	3500.00	1052.28		
3 月 26 日		374.56		1101.36	405.30	
3 月 27 日		428.32		374.56		46.01
3 月 28 日				428.32		
下周合计	3500.00	2956.52	3500.00	3935.53	1055.30	166.79

资料来源：Wind，国新证券整理

### 三、同业存单市场概况

本周同业存单净融资环比下行，同业存单发行 6675.8 亿元，到期 7336.70 亿元，净融资-660.90 亿元（上周净融资为 632.60 亿元）。

图表 3：同业存单净融资变化（亿元）



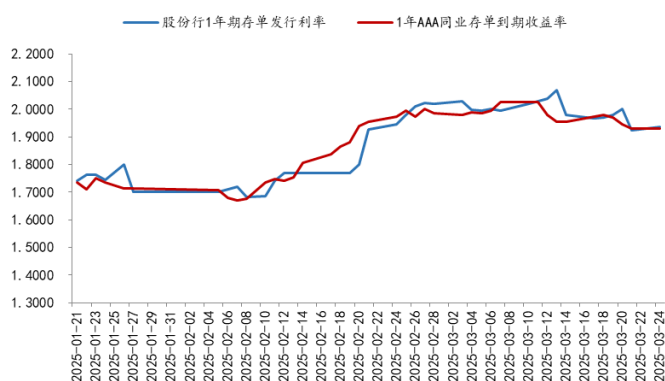
数据来源：Wind，国新证券整理

从一级发行来看，本周同业存单加权发行利率 1.99%，较上周下行 8bp；

本周五 1 年期股份行存单发行利率较上周五下降 5.7bp 至 1.92%。

从二级交易来看，存单利率整体下行。本周五 1 年期 AAA 同业存单收益率较上周五下行 2.5bp 至 1.93%。9 月、6 月、3 月、1 月期 AAA 同业存单收益率较上周五分别下行 3.3bp、3bp、3.5bp、0.9bp。

图表 4：存单利率变化 (%)

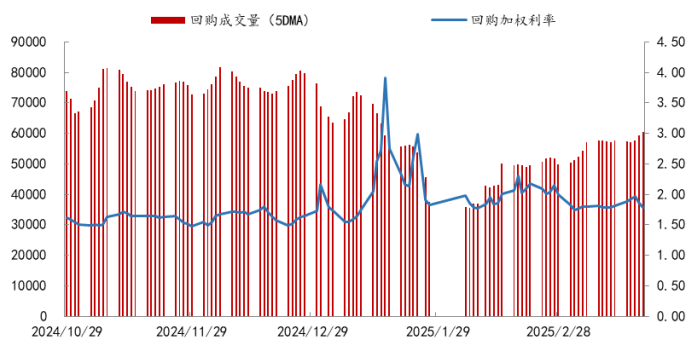


数据来源：Wind，国新证券整理

## 四、资金利率变化

银行间质押式回购成交量环比上行。本周银行间质押式回购成交量周均值为 6.04 万亿（上周 5.77 万亿），隔夜成交周均值 5.17 万亿（上周 4.84 万亿），隔夜占比为 85.53%（上周 83.96%）。

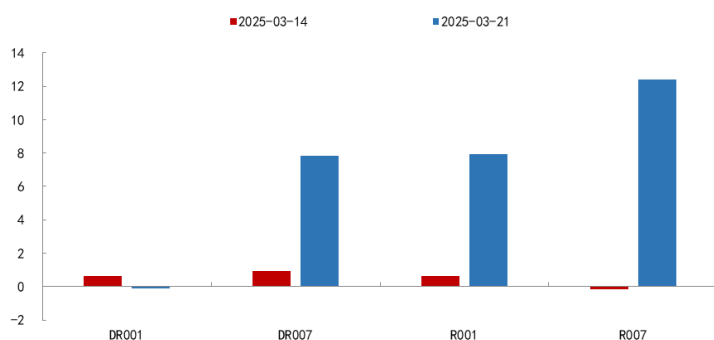
图表 5：回购成交量变化



数据来源：Wind，国新证券整理

R 利率、DR 利率略有上行。本周 DR001 均值下行 0.1bp 至 1.78%，DR007 均值上行 7.8bp 至 1.89%，R001 均值上行 7.9bp 至 1.87%，R007 均值上行 12.4bp 至 1.95%。资金分层现象有所加剧，与上周相比，R001 与 DR001 价差上行 8.1bp，R007 与 DR007 价差上行 4.6bp。

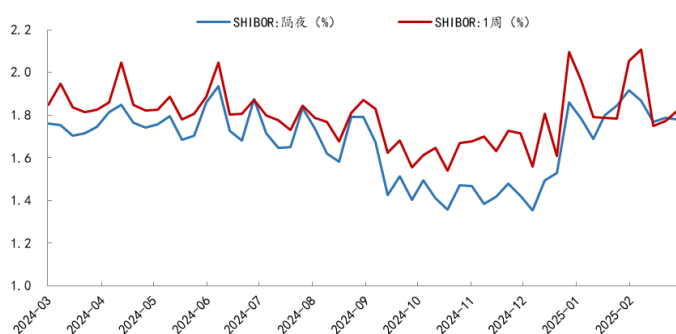
图表 6：回购利率周度变化 (bp)



数据来源：Wind，国新证券整理

本周 SHIBOR 隔夜均值为 1.78%，相较于上周下行 0.9bp；SHIBOR1 周均值为 1.82%，上行 5bp；SHIBOR1 月期均值为 1.97%，上行 1.7bp；SHIBOR3 月期均值为 1.98%，下行 2.5bp。

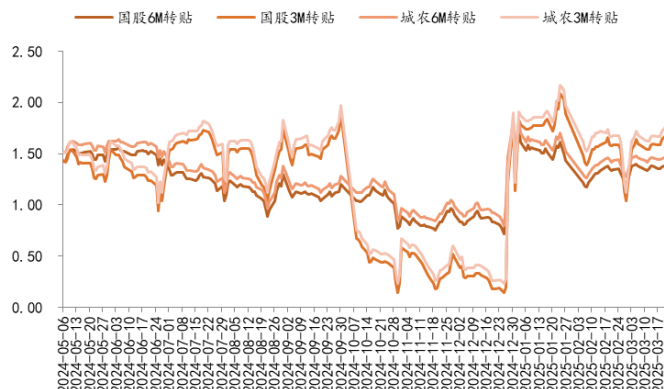
图表 7：shibor 利率变化 (%)



数据来源：Wind，国新证券整理

票据利率整体上行。本周 6 月期国股转贴利率均值 1.37%，较上周上行 1bp，3 月期国股转贴利率均值 1.63%，较上周上行 7bp；6 月期城农转贴利率均值 1.45%，较上周上行 1bp，3 月期城农转贴利率均值 1.71%，较上周上行 7bp。



**图表 8：票据利率变化 (%)**


数据来源：Wind，国新证券整理

## 五、投资建议

当前债市多空博弈的核心矛盾集中在资金面、政策预期与机构行为的共振影响。从基本面看，经济虽呈现弱复苏态势，但结构分化明显，出口增速放缓、通胀低位徘徊以及地产疲软仍制约经济动能，短期内尚不足以支撑债市趋势转熊。资金面紧平衡格局虽边际缓和，但 3 月税期和跨季波动风险仍存，叠加政府债供给压力，流动性大幅宽松需等待降准等政策信号。货币政策方面，降准优先级高于降息，而央行对金融风险（如银行负债压力、赎回负反馈）的关注可能优先于基本面因素。机构行为上，银行抛券兑现浮盈、债基赎回压力等短期扰动仍存，但当前利率水平下债市票息价值已逐步显现。此外，海外因素如美联储政策节奏及中美贸易摩擦的慢变量影响仍需警惕，但短期内并非主导矛盾。债市宜采取“防御为主，伺机布局”的思路。短端受益于资金面边际修复及降准预期，长端需等待经济数据进一步明朗化。

## 六、风险提示

- 1、货币政策超预期收紧；
- 2、财政政策发力超预期；
- 3、影响流动性关键变量波动幅度超预期。

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

钟哲元，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。

本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。国新证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，以下简称本公司）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、建议等仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 国新证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层(100020)

传真：010-85556155 网址：[www.crsec.com.cn](http://www.crsec.com.cn)