

市场研究部

2025 年 3 月 31 日

流动性周度观察

央行公开市场操作

本周（2025 年 3 月 22 日-2025 年 3 月 28 日）央行公开市场净投放 3036 亿元，其中逆回购投放 12653 亿元，回笼 14117 亿元，MLF 投放 4500 亿元。截至本周五，逆回购余额 12653 亿元，MLF 余额 41570 亿元。下周（2025 年 3 月 29 日-2025 年 4 月 4 日）逆回购到期量 12653 亿元。

政府债发行与到期

本周政府债融资环比上行，政府债发行 6868.01 亿元，到期 1222.09 亿元，净融资（按缴款日）6218.54 亿元。其中国债发行 3505.10 亿元，到期 1055.30 亿元，净融资 2449.80 亿元；地方政府债发行 3362.91 亿元，到期 166.79 亿元，净融资 3768.74 亿元。

下周政府债预计发行 1877.39 亿元，到期 767.57 亿元，净融资 1516.21 亿元。其中国债发行 0 亿元，到期 400.90 亿元，净融资-400.90 亿元；地方政府债发行 1877.39 亿元，到期 366.67 亿元，净融资 1917.11 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 7004.90 亿元，到期 8307.3 亿元，净融资-1302.40 亿元。

从一级发行来看，本周同业存单加权发行利率 1.94%，较上周下行 5.5bp；本周五 1 年期股份行存单发行利率较上周五下降 1.9bp 至 1.90%。

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 3.5bp 至 1.9%。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 2.5bp、3.5bp、4bp、7bp。

资金利率变化

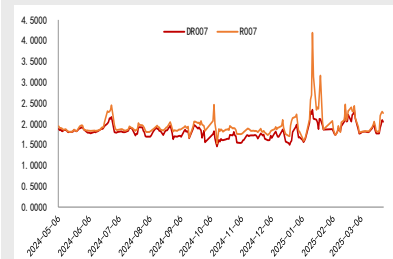
R 利率、DR 利率涨跌互现。本周 DR001 均值下行 2.8bp 至 1.75%，DR007 均值上行 7.4bp 至 1.96%，R001 均值下行 7bp 至 1.8%，R007 均值上行 21.4bp 至 2.16%。资金分层现象有所加剧，与上周相比，R001 与 DR001 价差下行 4.2bp，R007 与 DR007 价差上行 14bp。

票据利率整体上行。本周 6 月期国股转贴利率均值 1.39%，较上周上行 2bp，3 月期国股转贴利率均值 1.77%，较上周上行 14bp；6 月期城农转贴利率均值 1.47%，较上周上行 2bp，3 月期城农转贴利率均值 1.86%，较上周上行 14bp。

投资建议

市场表现截至

2025.3.28



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

上周资金面波动与市场预期差修正成为核心交易逻辑。当前 10 年期国债收益率回落至 1.8% 附近。从基本面看，经济复苏仍依赖政策驱动，内生动力不足，通胀低位运行、房地产疲软及外需压力制约利率上行空间，价格指标仍需重点观察。资金面方面，季末资金维持“贵而不紧”状态，DR007 中枢或稳定在 1.7%-1.8%，政府债缴款压力虽大，但央行预计延续积极投放以平滑波动。货币政策上，总量宽松仍需等待，结构性工具或成主要抓手，降息后置背景下，市场需关注二季度降准窗口及汇率风险对政策节奏的影响。此外，机构行为显示银行负债压力缓解，理财赎回风险可控，叠加海外中美利差倒挂对汇率的制约，债市短期或进入震荡观测区间。配置以票息挖掘为主，关注短端信用债及存单的配置价值，同时灵活布局长债波段交易。交易盘可等待 4 月资金面缓解后的介入机会，若经济数据边际转弱或央行重启国债净买入，可适时拉长久期，建议保持灵活仓位结构，平衡票息收益与资本利得。

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

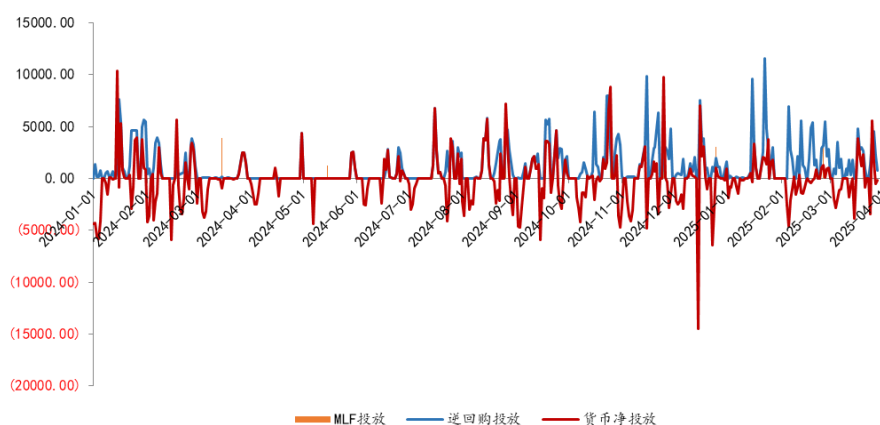
图表目录

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22日-2025年3月28日）央行公开市场净投放 3036 亿元，其中逆回购投放 12653 亿元，回笼 14117 亿元，MLF 投放 4500 亿元。截至本周五，逆回购余额 12653 亿元，MLF 余额 41570 亿元。下周（2025年3月29日-2025年4月4日）逆回购到期量 12653 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上行，政府债发行 6868.01 亿元，到期 1222.09 亿元，净融资（按缴款日）6218.54 亿元。其中国债发行 3505.10 亿元，到期 1055.30 亿元，净融资 2449.80 亿元；地方政府债发行 3362.91 亿元，到期 166.79 亿元，净融资 3768.74 亿元。

下周政府债预计发行 1877.39 亿元，到期 767.57 亿元，净融资（按缴款日）1516.21 亿元。其中国债发行 0 亿元，到期 400.90 亿元，净融资-400.90 亿元；地方政府债发行 1877.39 亿元，到期 366.67 亿元，净融资 1917.11 亿元。

图表 2：政府债发行、到期和净融资情况（亿元）

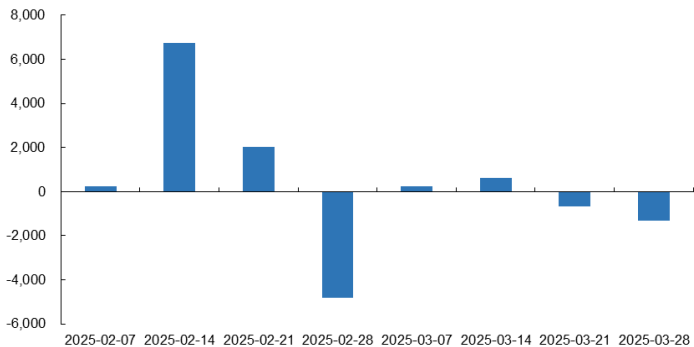
时间	发行量		到期量		净融资量	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
3 月 22 日					0.00	0.00
3 月 23 日				120.78	0.00	-120.78
3 月 24 日	3505.10	1052.28	650.00		-650.00	979.01
3 月 25 日		1101.36			3505.10	1052.28
3 月 26 日		374.56	405.30		-405.30	1101.36
3 月 27 日		428.32		46.01	0.00	328.55
3 月 28 日		406.39			0.00	428.32
本周合计	3505.10	3362.91	1055.30	166.79	2449.80	3768.74
3 月 29 日				44.00	0.00	-44.00
3 月 30 日				108.05	0.00	-108.05
3 月 31 日		1812.19		12.03	0.00	394.36
4 月 1 日				57.61	0.00	1754.58
4 月 2 日		65.20			0.00	0.00
4 月 3 日			400.90	1.21	-400.90	63.99
4 月 4 日				143.77	0.00	-143.77
下周合计	0.00	1877.39	400.90	366.67	-400.90	1917.11

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 7004.90 亿元，到期 8307.3 亿元，净融资-1302.40 亿元。

图表 3：同业存单净融资变化（亿元）



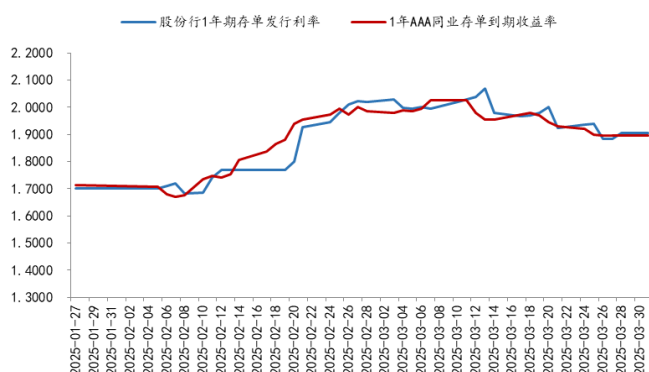
数据来源：Wind，国新证券整理

从一级发行来看，本周同业存单加权发行利率 1.94%，较上周下行 5.5bp；

本周五 1 年期股份行存单发行利率较上周五下降 1.9bp 至 1.90%。

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 3.5bp 至 1.9%。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 2.5bp、3.5bp、4bp、7bp。

图表 4：存单利率变化 (%)

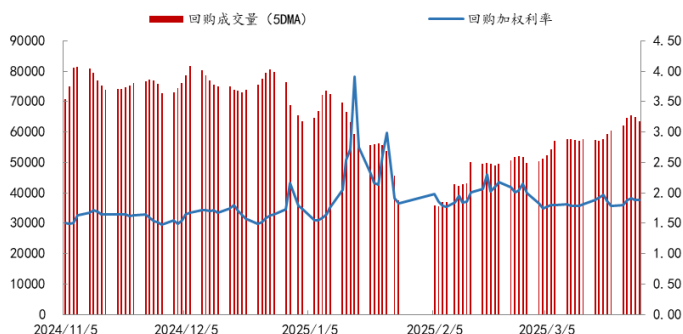


数据来源：Wind，国新证券整理

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 6.36 万亿（上周 6.04 万亿），隔夜成交周均值 5.21 万亿（上周 5.17 万亿），隔夜占比为 81.91%（上周 85.53%）。

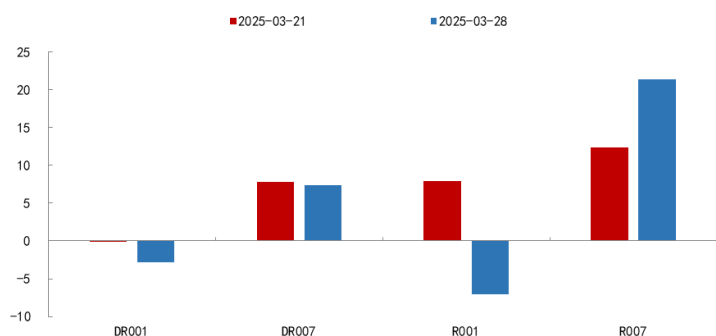
图表 5：回购成交量变化



数据来源：Wind，国新证券整理

R 利率、DR 利率涨跌互现。本周 DR001 均值下行 2.8bp 至 1.75%，DR007 均值上行 7.4bp 至 1.96%，R001 均值下行 7bp 至 1.8%，R007 均值上行 21.4bp 至 2.16%。资金分层现象有所加剧，与上周相比，R001 与 DR001 价差下行 4.2bp，R007 与 DR007 价差上行 14bp。

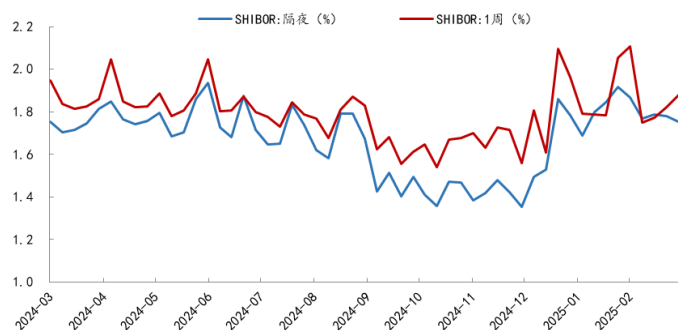
图表 6：回购利率周度变化 (bp)



数据来源：Wind，国新证券整理

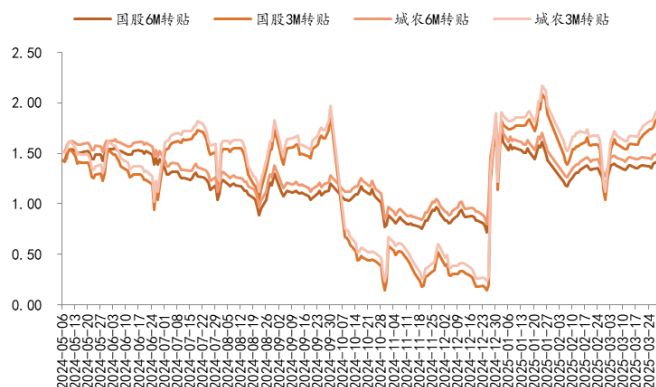
本周 SHIBOR 隔夜均值为 1.75%，相较于上周下行 2.4bp；SHIBOR1 周均值为 1.88%，上行 5.8bp；SHIBOR1 月期均值为 1.95%，下行 1.8bp；SHIBOR3 月期均值为 1.94%，下行 4.8bp。

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 1.39%，较上周上行 2bp，3 月期国股转贴利率均值 1.77%，较上周上行 14bp；6 月期城农转贴利率均值 1.47%，较上周上行 2bp，3 月期城农转贴利率均值 1.86%，较上周上行 14bp。

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

上周资金面波动与市场预期差修正成为核心交易逻辑。当前 10 年期国债收益率回落至 1.8% 附近。从基本面看，经济复苏仍依赖政策驱动，内生动力不足，通胀低位运行、房地产疲软及外需压力制约利率上行空间，价格指数仍需重点观察。资金面方面，季末资金维持“贵而不紧”状态，DR007 中枢或稳定在 1.7%-1.8%，政府债缴款压力虽大，但央行预计延续积极投放以平滑波动。货币政策上，总量宽松仍需等待，结构性工具或成主要抓手，降息后置背景下，市场需关注二季度降准窗口及汇率风险对政策节奏的影响。此外，机构行为显示银行负债压力缓解，理财赎回风险可控，叠加海外中美利差倒挂对汇率的制约，债市短期或进入震荡观测区间。配置以票息挖掘为主，关注短端信用债及存单的配置价值，同时灵活布局长债波段交易。交易盘可等待 4 月资金面缓解后的介入机会，若经济数据边际转弱或央行重启国债净买入，可适时拉长久期，建议保持灵活仓位结构，平衡票息收益与资本利得。

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