

市场研究部

2025 年 3 月 17 日

流动性周度观察

央行公开市场操作

本周（2025 年 3 月 10 日-2025 年 3 月 14 日）央行公开市场净回笼 1917 亿元，其中逆回购投放 5262 亿元，回笼 7779 亿元，国库定存净投放 600 亿元。截至本周五，逆回购余额 5262 亿元，MLF 余额 40940 亿元。下周（2025 年 3 月 15 日-2025 年 3 月 21 日）逆回购到期量 5262 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 4240.67 亿元，到期 3045.90 亿元，净融资（按缴款日）2458.50 亿元。其中国债发行 3373.60 亿元，到期 2669 亿元，净融资 1064.60 亿元；地方政府债发行 867.07 亿元，到期 376.90 亿元，净融资 1393.90 亿元。

下周政府债预计发行 2261.66 亿元，到期 3191.04 亿元，净融资 1086.84 亿元。其中国债发行 1670 亿元，到期 2997.70 亿元，净融资 642.30 亿元；地方政府债发行 591.66 亿元，到期 193.34 亿元，净融资 444.54 亿元。

同业存单市场概况

本周同业存单净融资环比上行，同业存单发行 8350.1 亿元，到期 7717.5 亿元，净融资 632.60 亿元。

从一级发行来看，本周同业存单加权发行利率 2.07%，较上周上行 1.9bp；本周五 1 年期股份行存单发行利率较上周五下降 1.6bp 至 1.98%。

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 7bp 至 1.96%。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 7.3bp、8.5bp、10bp、4.1bp。

资金利率变化

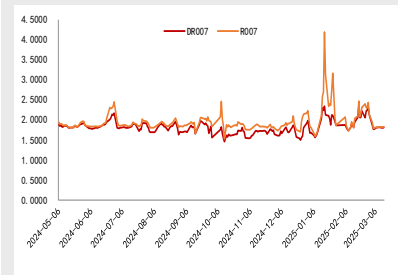
R 利率、DR 利率略有上行。本周 DR001 均值上行 0.6bp 至 1.78%，DR007 均值上行 0.9bp 至 1.81%，R001 均值上行 0.6bp 至 1.79%，R007 均值下行 0.2bp 至 1.82%。资金分层现象有所缓解，与上周相比，R001 与 DR001 价差上行 0.01bp，R007 与 DR007 价差下行 1.1bp。

票据利率整体下行。本周 6 月期国股转贴利率均值 1.36%，较上周下行 2bp，3 月期国股转贴利率均值 1.56%，较上周下行 3bp；6 月期城农转贴利率均值 1.44%，较上周下行 2bp，3 月期城农转贴利率均值 1.64%，较上周下行 3bp。

投资建议

市场表现截至

2025.3.14



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

目前从经济基本面看，1-2月出口增速放缓、通胀有待提振以及房地产需求回暖的脆弱性，表明当前内需不足的问题仍存。尽管财政发力可能支撑一季度经济“开门红”，但政策定调仍显克制，政策工具箱的“后手”特征暗示决策层对经济复苏成色的审慎态度。流动性层面，跨月后资金面边际缓和，DR007与政策利率偏离度有所修复，但政府债供给放量、季末MPA考核以及市场风险偏好提升仍将给债市带来扰动。海外环境方面，美联储降息时点悬而未决，美债收益率下行空间受限，叠加中美关系不确定性，或对国内债市形成阶段性外部约束。综合来看，经济弱复苏格局叠加货币政策宽松预期延后，债市短期或维持震荡，但利率进一步上行空间已较有限。当前债市调整动能趋弱，负债端稳定的机构可逐步采取哑铃型策略进行配置，交易型资金则需警惕季末流动性扰动及监管审慎态度带来的回调风险。关注后续降准窗口，若经济数据验证复苏乏力，货币宽松预期重燃或驱动利率重回下行通道。

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

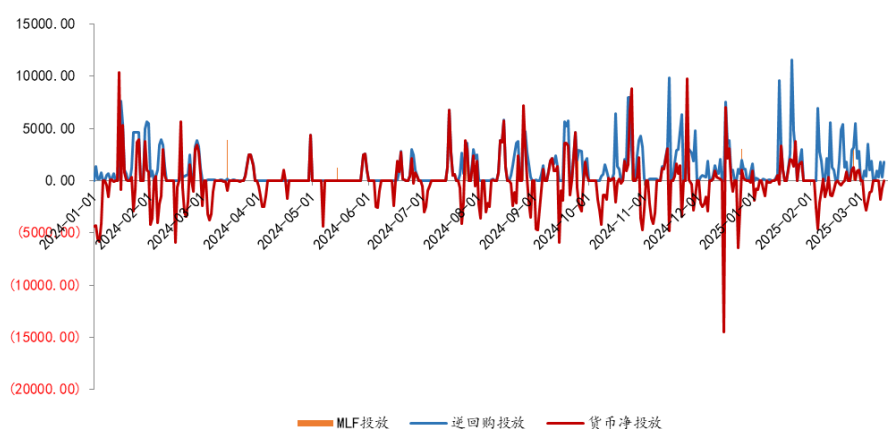
图表目录

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10日-2025年3月14日）央行公开市场净回笼1917亿元，其中逆回购投放5262亿元，回笼7779亿元，国库定存净投放600亿元。截至本周五，逆回购余额5262亿元，MLF余额40940亿元。下周（2025年3月15日-2025年3月21日）逆回购到期量5262亿元。

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4240.67亿元，到期3045.90亿元，净融资（按缴款日）2458.50亿元（上周净融资3837.92亿元）。其中国债发行3373.60亿元，到期2669亿元，净融资1064.60亿元；地方政府债发行867.07亿元，到期376.90亿元，净融资1393.90亿元。

下周政府债预计发行2261.66亿元，到期3191.04亿元，净融资（按缴款日）1086.84亿元。其中国债发行1670亿元，到期2997.70亿元，净融资642.30亿元；地方政府债发行591.66亿元，到期193.34亿元，净融资444.54亿元。

图表 2：政府债发行、到期和净融资情况（亿元）

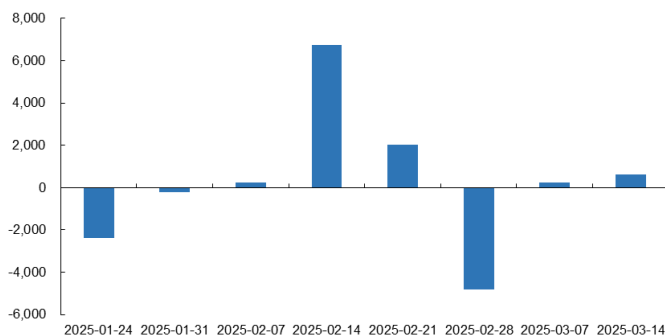
时间	发行量		到期量		净融资量	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
3月8日			1065.90		-1065.90	0.00
3月9日				72.38	0.00	-72.38
3月10日	300.00	476.70	802.20		1827.80	949.95
3月11日		276.73		12.80	0.00	463.90
3月12日	1103.60				0.00	276.73
3月13日		67.42	800.90		302.70	0.00
3月14日	1970.00	46.22		291.72	0.00	-224.30
本周合计	3373.60	867.07	2669.00	376.90	1064.60	1393.90
3月15日			2595.70	35.00	-2595.70	-35.00
3月16日				26.00	0.00	-26.00
3月17日		342.38			1970.00	46.22
3月18日		230.41		74.73	0.00	267.65
3月19日	1670.00			57.61	0.00	172.80
3月20日		18.87	402.00		1268.00	0.00
3月21日					0.00	18.87
下周合计	1670.00	591.66	2997.70	193.34	642.30	444.54

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上行，同业存单发行 8350.1 亿元，到期 7717.5 亿元，净融资 632.60 亿元（上周净融资为 239.30 亿元）。

图表 3：同业存单净融资变化（亿元）



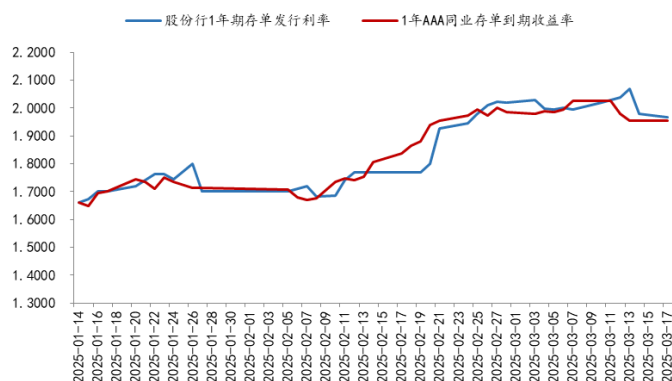
数据来源：Wind，国新证券整理

从一级发行来看，本周同业存单加权发行利率 2.07%，较上周上行 1.9bp；

本周五 1 年期股份行存单发行利率较上周五下降 1.6bp 至 1.98%。

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 7bp 至 1.96%。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 7.3bp、8.5bp、10bp、4.1bp。

图表 4：存单利率变化 (%)

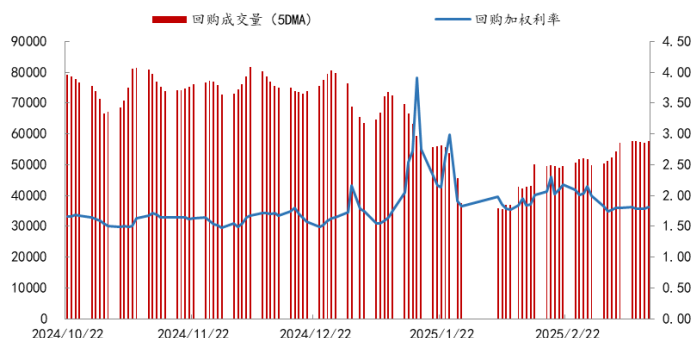


数据来源：Wind，国新证券整理

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 5.77 万亿（上周 5.72 万亿），隔夜成交周均值 4.84 万亿（上周 4.83 万亿），隔夜占比为 83.96%（上周 84.39%）。

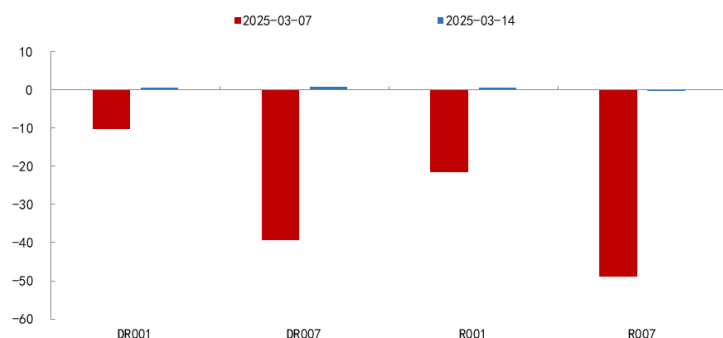
图表 5：回购成交量变化



数据来源：Wind，国新证券整理

R 利率、DR 利率略有上行。本周 DR001 均值上行 0.6bp 至 1.78%，DR007 均值上行 0.9bp 至 1.81%，R001 均值上行 0.6bp 至 1.79%，R007 均值下行 0.2bp 至 1.82%。资金分层现象有所缓解，与上周相比，R001 与 DR001 价差上行 0.01bp，R007 与 DR007 价差下行 1.1bp。

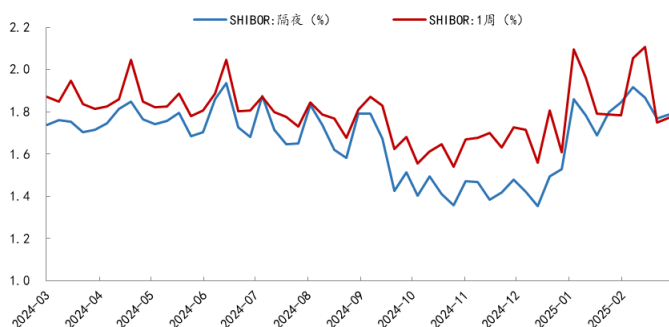
图表 6：回购利率周度变化 (bp)



数据来源：Wind，国新证券整理

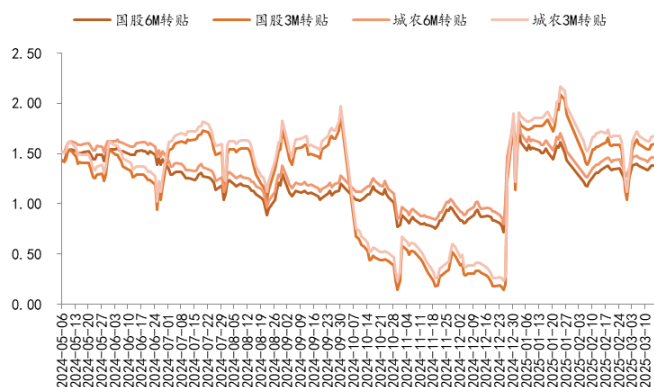
本周 SHIBOR 隔夜均值为 1.78%，相较于上周上行 1.9bp；SHIBOR1 周均值为 1.77%，上行 2.3bp；SHIBOR1 月期均值为 1.95%，上行 5.1bp；SHIBOR3 月期均值为 2%，上行 3.8bp。

图表 7：shibor 利率变化 (%)



数据来源：Wind，国新证券整理

票据利率整体下行。本周 6 月期国股转贴利率均值 1.36%，较上周下行 2bp，3 月期国股转贴利率均值 1.56%，较上周下行 3bp；6 月期城农转贴利率均值 1.44%，较上周下行 2bp，3 月期城农转贴利率均值 1.64%，较上周下行 3bp。

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

目前从经济基本面看，1-2 月出口增速放缓、通胀有待提振以及房地产需求回暖的脆弱性，表明当前内需不足的问题仍存。尽管财政发力可能支撑一季度经济“开门红”，但政策定调仍显克制，政策工具箱的“后手”特征暗示决策层对经济复苏成色的审慎态度。流动性层面，跨月后资金面边际缓和，DR007 与政策利率偏离度有所修复，但政府债供给放量、季末 MPA 考核以及市场风险偏好提升仍将给债市带来扰动。海外环境方面，美联储降息时点悬而未决，美债收益率下行空间受限，叠加中美关系不确定性，或对国内债市形成阶段性外部约束。综合来看，经济弱复苏格局叠加货币政策宽松预期延后，债市短期或维持震荡，但利率进一步上行空间已较有限。当前债市调整动能趋弱，负债端稳定的机构可逐步采取哑铃型策略进行配置，交易型资金则需警惕季末流动性扰动及监管审慎态度带来的回调风险。关注后续降准窗口，若经济数据验证复苏乏力，货币宽松预期重燃或驱动利率重回下行通道。

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