

债市定价了多少关税冲击？

——债市技术面周报（4月第1周）

报告日期： 2025-04-06

首席分析师： 颜子琦

执业证书号： S0010522030002

电话： 13127532070

邮箱： yanzq@hazq.com

研究助理： 洪子彦

执业证书号： S0010123060036

电话： 15851599909

邮箱： hongziyan@hazq.com

本周综述：

● IRS 下行 7bp，机构由久期转向票息策略，十债探底震荡概率高

近期利率先震荡后下行，10Y 国债降至 1.72%，关税预期以及稳增长压力升温是债市主要扰动项，从市场表现来看，机构由久期策略逐步转向票息策略：

首先，资金阶段性转松带动信用债品种负 Carry 率先暂缓，基金在近几周加大了信用债买入的比例。从此前的周度数据来看，基金买入的利率债（以国债+政金债为例）明显高于信用债，而最近两周信用债买入的占比出现一定回升，资金阶段性转松下，信用债的负 Carry 现象率先暂缓，债市杠杆率实际也由底部出现一定回升，截至 4 月 3 日，杠杆率约为 106.85%，较上周五下降 0.27pct，较本周一上升 0.06pct。

其次，债牛后利率债的负 Carry 现象再次凸显，宽货币预期再升温，从 IRS 视角看市场对关税的宽货币预期在 7bp 左右。4 月 2 日至 4 月 3 日，1YFR007 由 1.70% 迅速降至 1.63%，虽然 FR007 定盘利率有所波动，但是在跨季环境下 1.80% 可视作短期运行中枢，因此 7bp 左右的降息预期对应短期十债中枢应仍在 1.70% 上方，值得注意的是，关税存在反复的可能，资金转松预期也未必会立刻兑现，若利率突破 1.7% 则止盈或为较优选择。

在低利率、高波动环境下，利率债的资本利得相对难赚取，而其票息也较信用债更低，因此我们可以看到近期基金在资金缓解的环境下买入信用债比例增加这一现象，但往后看，市场对于关税预期或在节后进一步充分定价。我们倾向于认为 4 月仍未到宽货币的关键窗口期（供给压力相对小、防空转+稳汇率、基本面短期仍磨底），十债大概率存在探底趋势，周内震荡概率偏高。

● 风险提示

流动性风险，数据统计与提取产生的误差。

正文目录

1	债市收益曲线与期限利差	4
1.1	收益曲线：国债和国开债收益率普遍下行	4
1.2	期限利差：国债息差走势分化，国开债息差倒挂减缓，国债利差整体收窄，国开债利差短端收窄	4
2	债市杠杆与资金面	5
2.1	杠杆率：降至 106.85%	5
2.2	本周质押式回购日均成交额 6.1 万亿元，日均隔夜占比 86.35%	6
2.3	资金面：银行系资金融出持续上升	7
3	中长期债券型基金久期	10
3.1	久期中位数升至 2.46 年	10
3.2	利率债基金久期升至 2.87 年	10
4	类属策略比价	11
4.1	中美利差：整体倒挂减缓	11
4.2	隐含税率：短端收窄，长端走阔	12
5	债券借贷余额变化	12
6	风险提示：	15

图表目录

图表 1 近 4 周国债国开债收益率 (单位: %)	4
图表 2 近 4 周国债国开债期限利差 (单位: BP, %)	5
图表 3 银行间债市杠杆率 (单位: %, 周)	6
图表 4 银行间质押式回购余额 (单位: 万亿元, 周)	6
图表 5 银行间质押式回购成交额 (单位: 亿元, 交易日)	7
图表 6 银行间隔夜质押式回购金额占比 (单位: %, 交易日)	7
图表 7 2021 年以来 DR007 利率 (5MA, 单位: %)	8
图表 8 2024 年以来 R007 与 DR007 利差 (单位: %, BP)	8
图表 9 2024 年以来 IYFR007 与 5YFR007 (单位: %)	9
图表 10 2025 年 3 月以来分机构资金融出余额 (单位: 万亿元)	9
图表 11 2025 年 3 月以来分机构单日出钱量 (单位: 万亿元)	10
图表 12 10Y 国债收益率与中长期债券型基金久期不同口径测算值 (单位: 年, %)	10
图表 13 利率债基和信用债基久期中位数 (单位: 年)	11
图表 14 近 4 周中美国债期限利差 (单位: BP, %)	12
图表 15 近 4 周国债国开债隐含税率 (单位: BP, %)	12
图表 16 国债 240011.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)	13
图表 17 国债 240004.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)	13
图表 18 国债 2400006.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)	14
图表 19 国债 2400004.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)	14
图表 20 国开债 240215.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)	15
图表 21 国开债 240210.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)	15

1 债市收益曲线与期限利差

1.1 收益曲线：国债和国开债收益率普遍下行

国债收益率方面，收益率普遍下行。1Y 收益率下行 4bp，3Y 收益率下行 6bp，5Y 收益率下行 9bp，7Y 收益率下行 10bp，10Y 收益率下行 9bp，15Y 收益率下行 12bp，30Y 收益率下行 12bp。分位点方面，1Y 降至 13%分位点，3Y 降至 8%分位点，5Y、7Y、10Y、15Y 和 30Y 均降至 3%分位点。

国开债收益率方面，收益率普遍下行。1Y 收益率下行 5bp，3Y 收益率下行 7bp，5Y 收益率下行 10bp，7Y 收益率下行 11bp，10Y 收益率下行 12bp，15Y 收益率下行 10bp，30Y 收益率下行 12bp。分位点方面，1Y 降至 7%分位点，3Y、5Y 和 7Y 均降至 4%分位点，10Y、15Y 和 30Y 均降至 3%分位点。

图表 1 近 4 周国债国开债收益率（单位：%）

国债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
3月14日收益率	1.56	1.62	1.64	1.77	1.83	1.98	2.04
3月21日收益率	1.56	1.64	1.70	1.81	1.85	2.00	2.07
3月28日收益率	1.53	1.59	1.66	1.75	1.81	1.98	2.03
4月3日收益率	1.48	1.53	1.56	1.65	1.72	1.86	1.91
3月14日分位点	16%	10%	5%	4%	5%	5%	5%
3月21日分位点	16%	11%	6%	5%	5%	5%	5%
3月28日分位点	14%	9%	5%	4%	4%	5%	5%
4月3日分位点	13%	8%	4%	3%	3%	3%	3%
国开债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
3月14日收益率	1.68	1.71	1.72	1.96	1.85	2.08	2.17
3月21日收益率	1.65	1.74	1.74	1.97	1.88	2.12	2.21
3月28日收益率	1.65	1.74	1.72	1.92	1.86	2.06	2.15
4月3日收益率	1.59	1.67	1.62	1.81	1.74	1.96	2.03
3月14日分位点	11%	5%	5%	5%	4%	5%	5%
3月21日分位点	9%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
3月28日分位点	8%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
4月3日分位点	7%	4%	4%	4%	3%	3%	3%

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 期限利差：国债息差走势分化，国开债息差倒挂减缓，国债利差整体收窄，国开债利差短端收窄

国债方面：息差走势分化，期限利差整体收窄。1Y-DR001 息差倒挂加深 1bp，1Y-DR007 息差倒挂减缓 22bp；3Y-1Y 利差变动不足 1bp，5Y-3Y 利差收窄 3bp，7Y-5Y 利差变动不足 1bp，10Y-7Y 利差变动不足 1bp，15Y-10Y 利差收窄 2bp，30Y-15Y 利差变动不足 1bp。分位点方面，本周 1Y-DR001 降至 10%分位点，1Y-DR007 升至 13%分位点，3Y-1Y 维持在 3%分位点，5Y-3Y 降至 1%分位点，7Y-5Y 维持在 1%分位点，10Y-7Y 降

至 83%分位点，15Y-10Y 降至 35%分位点，30Y-15Y 降至 4%分位点。

国开债方面：息差倒挂减缓，期限利差短端收窄。1Y-DR001 息差倒挂减缓 4bp，1Y-DR007 息差倒挂减缓 30bp；3Y-1Y 利差收窄 2bp，5Y-3Y 利差收窄 3bp，7Y-5Y 利差变动不足 1bp，10Y-7Y 利差收窄 1bp，15Y-10Y 利差走阔 2bp，30Y-15Y 利差收窄 1bp。分位点方面，1Y-DR001 升至 11%分位点，1Y-DR007 升至 16%分位点，3Y-1Y 降至 4%分位点，5Y-3Y 降至 0%分位点，7Y-5Y 降至 49%分位点，10Y-7Y 降至 10%分位点，15Y-10Y 升至 42%分位点，30Y-15Y 降至 11%分位点。

图表 2 近 4 周国债国开债期限利差（单位：bp，%）

国债	1Y-DR001	1Y-DR007	3Y-1Y	5Y-3Y	7Y-5Y	10Y-7Y	15Y-10Y	30Y-15Y
3月14日利差	-24	-25	6	2	13	6	15	6
3月21日利差	-19	-21	8	6	11	3	16	6
3月28日利差	-19	-52	6	7	9	7	17	5
4月3日利差	-20	-30	6	4	9	6	15	4
3月14日分位点	9%	16%	3%	0%	15%	83%	36%	6%
3月21日分位点	10%	19%	5%	2%	6%	72%	39%	7%
3月28日分位点	11%	4%	3%	3%	1%	84%	42%	5%
4月3日分位点	10%	13%	3%	1%	1%	83%	35%	4%
国开债	1Y-DR001	1Y-DR007	3Y-1Y	5Y-3Y	7Y-5Y	10Y-7Y	15Y-10Y	30Y-15Y
3月14日利差	-12	-13	4	0	24	-11	23	9
3月21日利差	-10	-12	9	0	23	-9	24	9
3月28日利差	-7	-40	9	-2	19	-6	20	8
4月3日利差	-3	-10	7	-5	19	-7	22	7
3月14日分位点	6%	12%	0%	3%	76%	4%	45%	19%
3月21日分位点	8%	14%	6%	3%	68%	6%	49%	21%
3月28日分位点	9%	3%	7%	2%	50%	12%	34%	17%
4月3日分位点	11%	16%	4%	0%	49%	10%	42%	11%

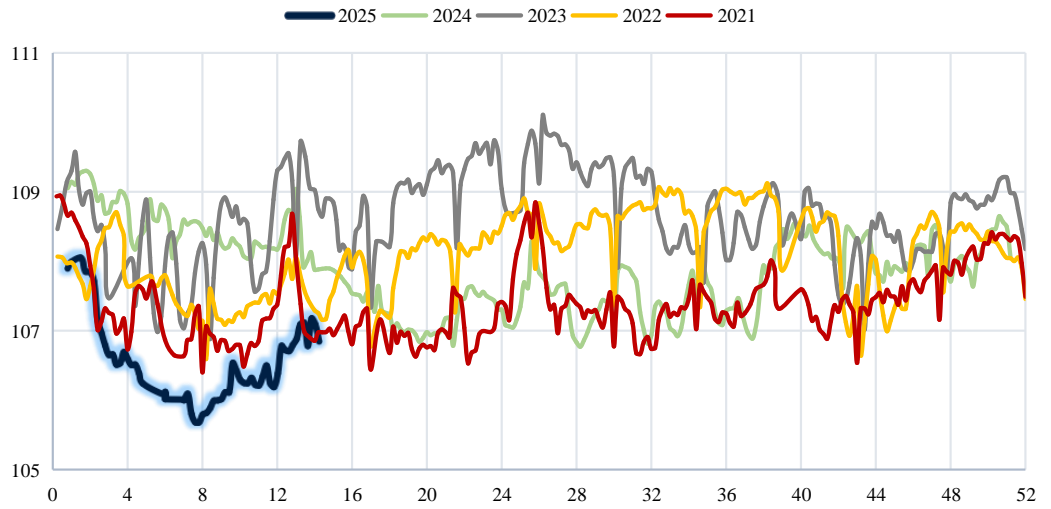
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 债市杠杆与资金面

2.1 杠杆率：降至 106.85%

2025 年 3 月 31 日-2025 年 4 月 3 日，杠杆率周内先升后降。截至 4 月 3 日，杠杆率约为 106.85%，较上周五下降 0.27pct，较本周一上升 0.06pct。

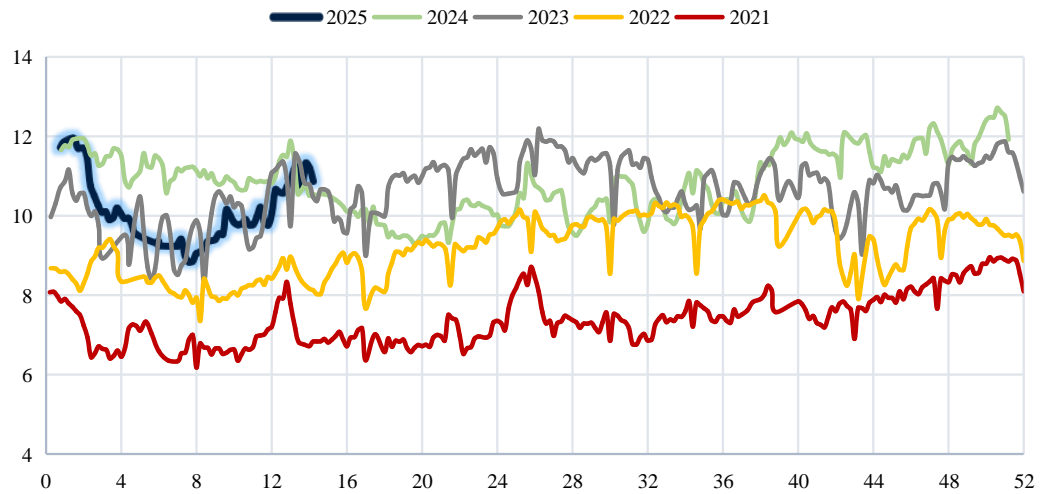
图表 3 银行间债市杠杆率（单位：% ，周）



资料来源：CFETS，华安证券研究所

4月3日，银行间质押式回购余额约为 10.86 万亿元，较上周五下降 0.37 万亿元，较本周一上升 0.13 万亿元。

图表 4 银行间质押式回购余额（单位：万亿元，周）

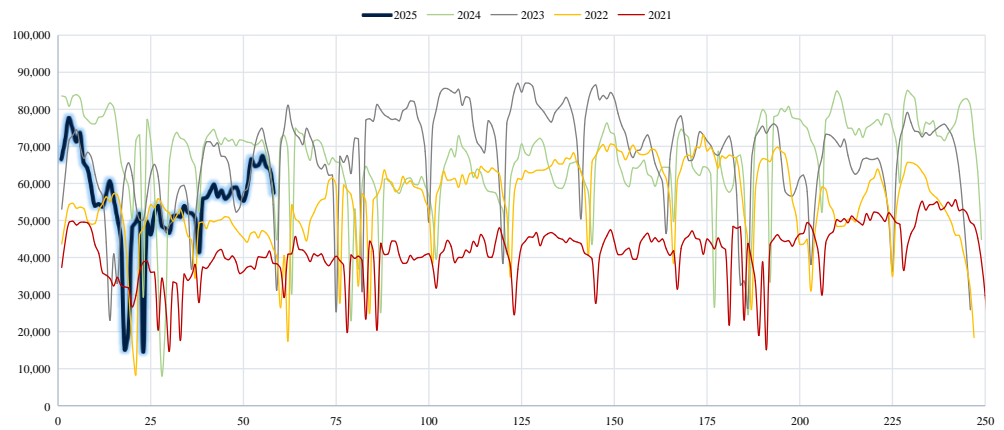


资料来源：CFETS，华安证券研究所

2.2 本周质押式回购日均成交额 6.1 万亿元，日均隔夜占比 86.35%

日均回购成交额较上周下降，4月3日质押式回购成交额为 6.7 万亿元。3月31日至4月3日，质押式回购日均成交额约为 6.1 万亿元，较上周下降 0.3 万亿元；4月3日质押式回购成交额约为 6.7 万亿元，较上周五上升 0.97 万亿元，较本周一上升 2.2 万亿元。

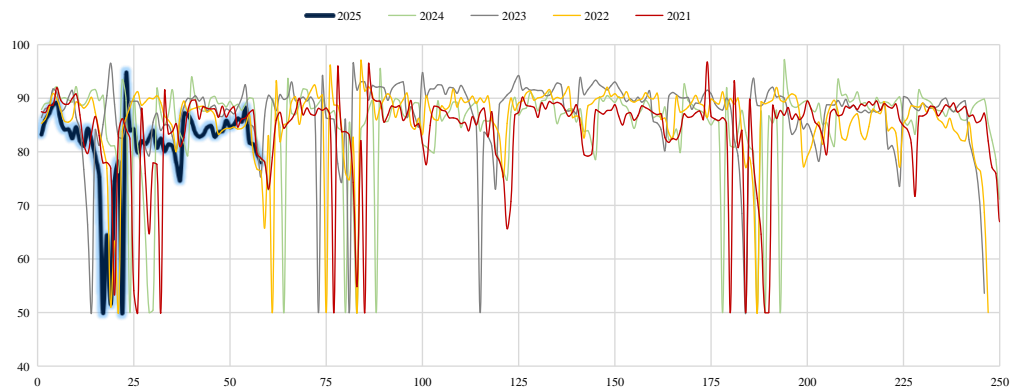
图表 5 银行间质押式回购成交额（单位：亿元，交易日）



资料来源：CFETS，华安证券研究所

3月31日-4月3日，隔夜质押式回购成交额均值为5.2万亿元，环比上升0.02万亿元。隔夜成交占比均值为86.35%，环比上升4.53pct。

图表 6 银行间隔夜质押式回购金额占比（单位：% ，交易日）



资料来源：CFETS，华安证券研究所，注释：低于50%以50%代替

2.3 资金面：银行系资金融出持续上升

3月31日至4月3日，银行系资金融出持续上升。 大行与政策行4月3日资金净融出为3.18万亿元；股份行与城农商行资金日均净融出0.21万亿元，4月3日净融入0.09万亿元。银行系净融出为3.10万亿元。

主要资金融入方为基金，货基融出先降后升。 4月3日基金净融入为1.81万亿元，货基净融出为1.96万亿元。

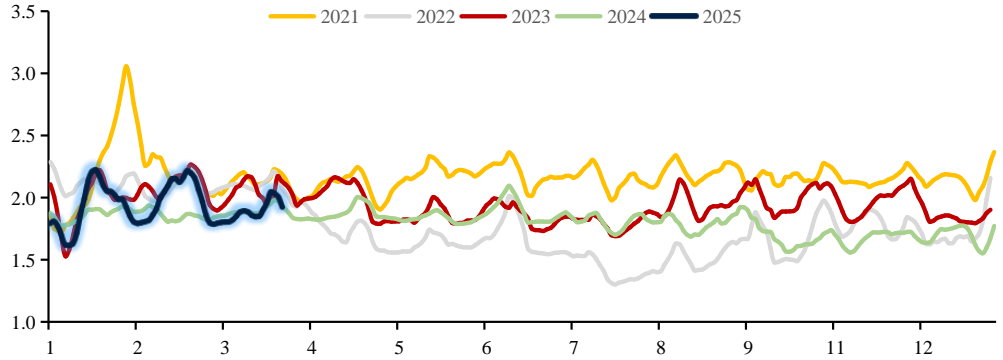
3月31日至4月3日，银行单日出钱量先升后降。 4月3日，大行与政策行单日出钱量为2.73万亿元，中小行单日融入发生额为0.1万亿元。

DR007先升后降，R007先升后降。 截至4月3日，R007为1.74%，较上周五下降

0.51pct; DR007 为 1.70%，较上周五下降 0.35pct; R007 和 DR007 利差为 4.47bp。

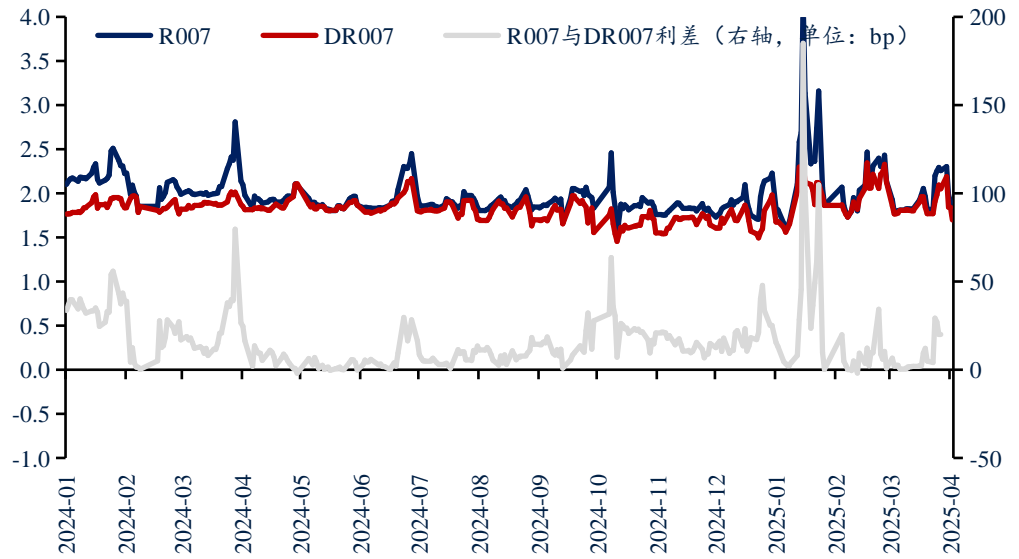
1YFR007 先升后降，5YFR007 先降后升。截至 4 月 3 日，1YFR007 为 1.64%，较上周五下降 0.06pct; 5YFR007 为 1.55%，较上周五下降 0.07pct。

图表 7 2021 年以来 DR007 利率 (5MA, 单位: %)



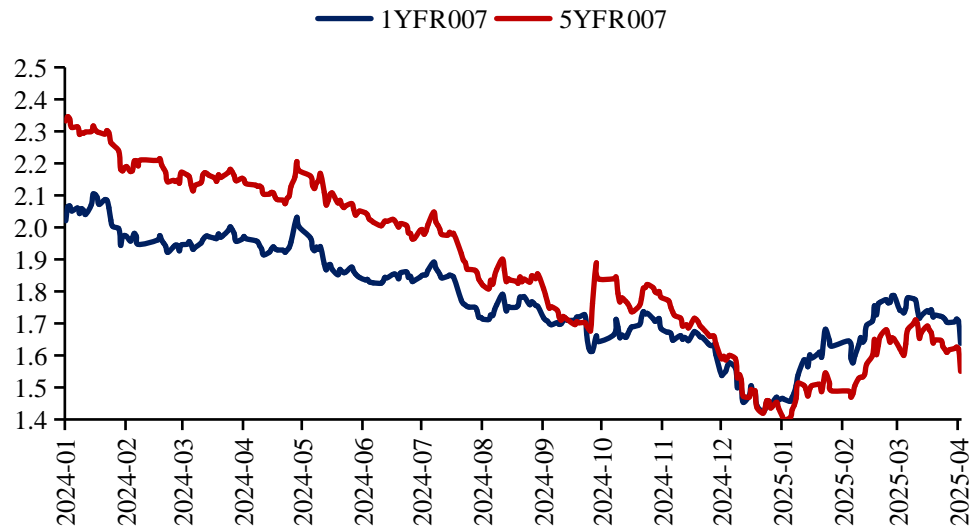
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 2024 年以来 R007 与 DR007 利差 (单位: %, bp)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 2024 年以来 1YFR007 与 5YFR007 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 2025 年 3 月以来分机构资金融出余额 (单位: 万亿元)

日期	分机构净融出余额					分机构净融入余额			
	主要资金融出机构			主要资金融入机构		主要资金融入机构			
	银行合计	政策行+大行	股份行+城农商行	货基	基金	券商	保险	理财	
2025/4/3	-3.10	-3.18	0.09	-1.96	1.81	1.75	0.74	-0.10	
2025/4/2	-3.53	-3.18	-0.34	-1.77	1.82	1.70	0.82	0.00	
2025/4/1	-3.66	-3.16	-0.50	-1.79	1.84	1.68	0.86	0.08	
2025/3/31	-3.47	-3.38	-0.09	-1.92	1.84	1.68	0.88	0.06	
2025/3/28	-3.64	-3.21	-0.43	-1.89	1.87	1.72	0.91	0.06	
2025/3/27	-3.57	-3.21	-0.36	-1.86	1.84	1.73	0.89	-0.02	
2025/3/26	-3.11	-3.06	-0.05	-1.99	1.76	1.65	0.85	-0.08	
2025/3/25	-2.79	-2.97	0.17	-2.16	1.73	1.66	0.81	-0.14	
2025/3/24	-2.62	-3.08	0.47	-2.21	1.67	1.66	0.80	-0.17	
2025/3/21	-2.46	-3.07	0.61	-2.26	1.65	1.66	0.80	-0.20	
2025/3/20	-2.43	-3.05	0.61	-2.17	1.59	1.61	0.82	-0.23	
2025/3/19	-1.95	-2.48	0.52	-2.35	1.51	1.62	0.79	-0.29	
2025/3/18	-1.64	-2.27	0.63	-2.47	1.47	1.53	0.77	-0.30	
2025/3/17	-1.69	-2.28	0.59	-2.49	1.51	1.58	0.76	-0.30	
2025/3/14	-1.75	-2.59	0.84	-2.49	1.53	1.57	0.75	-0.23	
2025/3/13	-1.98	-2.43	0.45	-2.40	1.50	1.59	0.74	-0.18	
2025/3/12	-1.82	-2.27	0.45	-2.47	1.44	1.53	0.73	-0.15	
2025/3/11	-1.85	-2.26	0.41	-2.42	1.45	1.54	0.72	-0.14	
2025/3/10	-1.86	-2.37	0.51	-2.39	1.46	1.57	0.70	-0.18	
2025/3/7	-1.98	-2.41	0.43	-2.34	1.54	1.57	0.69	-0.18	
2025/3/6	-2.29	-2.39	0.10	-2.26	1.60	1.59	0.69	-0.11	
2025/3/5	-2.33	-2.28	-0.05	-2.18	1.60	1.52	0.69	-0.07	
2025/3/4	-2.41	-2.27	-0.14	-2.16	1.61	1.53	0.70	-0.01	
2025/3/3	-2.32	-2.33	0.01	-2.08	1.55	1.46	0.71	-0.03	

资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 11 2025 年 3 月以来分机构单日出钱量 (单位: 万亿元)

日期	分机构单日出钱量							
	银行合计	政策行+大行	中小行	货基	基金	券商	保险	理财
2025/4/3	-2.63	-2.73	0.10	-0.22	1.43	1.17	0.14	-0.09
2025/4/2	-2.90	-2.58	-0.32	0.04	1.36	1.04	0.22	-0.05
2025/4/1	-2.85	-2.39	-0.46	0.13	1.25	0.96	0.22	0.03
2025/3/31	-2.00	-2.13	0.13	0.15	0.87	0.70	0.12	0.02
2025/3/28	-2.42	-2.21	-0.20	-0.03	1.05	0.88	0.19	0.01
2025/3/27	-2.63	-2.42	-0.21	-0.13	1.19	1.03	0.22	-0.05
2025/3/26	-2.40	-2.34	-0.06	-0.29	1.24	1.00	0.23	-0.09
2025/3/25	-2.40	-2.40	0.00	-0.46	1.35	1.15	0.21	-0.12
2025/3/24	-2.34	-2.60	0.26	-0.35	1.29	1.12	0.21	-0.14
2025/3/21	-2.24	-2.65	0.42	-0.37	1.28	1.08	0.19	-0.14
2025/3/20	-2.25	-2.64	0.40	-0.33	1.22	1.08	0.21	-0.16
2025/3/19	-1.71	-1.99	0.27	-0.52	1.07	1.08	0.20	-0.21
2025/3/18	-1.35	-1.71	0.37	-0.62	0.99	0.98	0.18	-0.23
2025/3/17	-1.40	-1.69	0.29	-0.60	1.02	1.03	0.20	-0.27
2025/3/14	-1.50	-1.99	0.49	-0.54	1.06	0.99	0.19	-0.21
2025/3/13	-1.77	-1.88	0.11	-0.53	1.06	1.04	0.20	-0.16
2025/3/12	-1.59	-1.71	0.12	-0.63	0.97	0.96	0.21	-0.12
2025/3/11	-1.57	-1.69	0.12	-0.57	0.95	0.98	0.20	-0.07
2025/3/10	-1.51	-1.81	0.30	-0.61	0.96	1.01	0.20	-0.13
2025/3/7	-1.63	-1.87	0.24	-0.53	1.06	1.01	0.16	-0.15
2025/3/6	-2.11	-2.00	-0.11	-0.53	1.23	1.13	0.19	-0.10
2025/3/5	-2.10	-1.92	-0.19	-0.41	1.15	1.02	0.17	-0.05
2025/3/4	-2.20	-1.97	-0.24	-0.22	1.04	1.01	0.16	0.03
2025/3/3	-2.09	-2.03	-0.06	-0.10	0.88	0.93	0.18	0.02

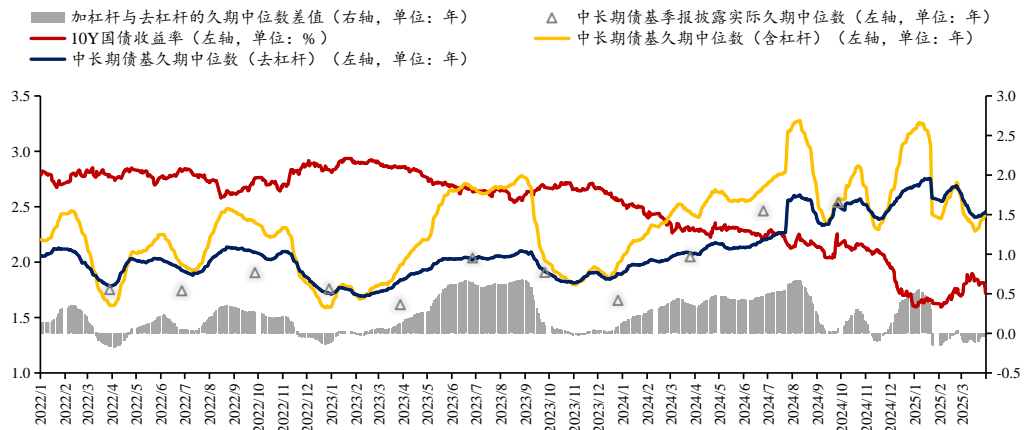
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

3 中长期债券型基金久期

3.1 久期中位数升至 2.46 年

本周 (3 月 31 日-4 月 3 日), 中长期债券型基金久期中位数测算值为 2.46 年 (去杠杆)、2.42 年 (含杠杆)。4 月 3 日久期中位数 (去杠杆) 为 2.46 年, 较上周五上升 0.04 年; 久期中位数 (含杠杆) 为 2.42 年, 较上周五上升 0.05 年。

图表 12 10Y 国债收益率与中长期债券型基金久期不同口径测算值 (单位: 年, %)



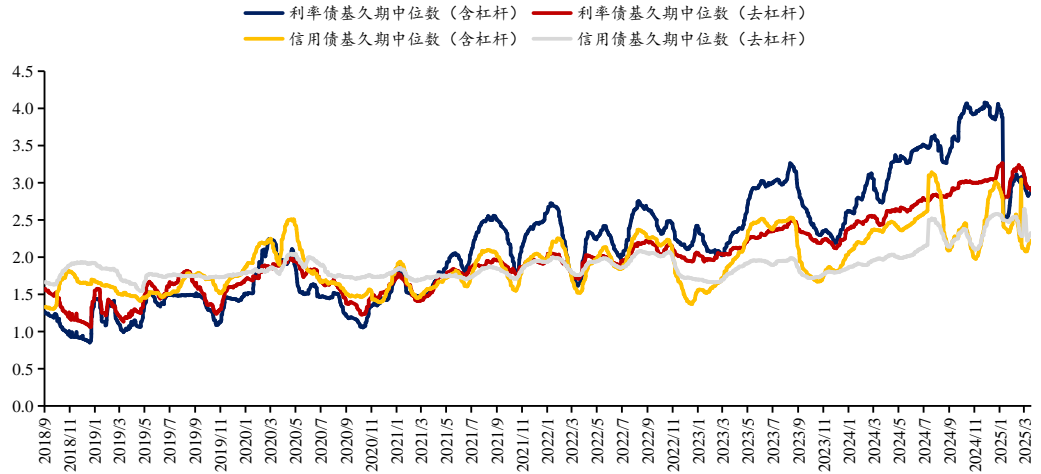
资料来源: Wind, 华安证券研究所。

注: 样本剔除定开类与摊余成本发估值基金, 及部分与转债指数相关性较大的基金, 共 715 支。

3.2 利率债基金久期升至 2.87 年

分债基种类看，利率债基久期中位数(含杠杆)升至 2.87 年，较上周五上升 0.03 年；信用债基久期中位数(含杠杆)升至 2.23 年，较上周五上升 0.06 年；利率债基久期中位数(去杠杆)为 2.90 年，较上周五下降 0.03 年；信用债基久期中位数(去杠杆)为 2.33 年，较上周五上升 0.06 年。

图表 13 利率债基和信用债基久期中位数(单位: 年)



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

注: 样本剔除定开类与摊余成本发估值基金, 及部分与转债指数相关性较大的基金, 利率债基共 219 支, 信用债基共 496 支。

4 类属策略比价

4.1 中美利差: 整体倒挂减缓

从美国国债的利差情况来看, 整体倒挂减缓。1Y 倒挂加深 8bp, 2Y 倒挂减缓 10bp, 3Y 倒挂减缓 17bp, 5Y 倒挂减缓 18bp, 7Y 倒挂减缓 23bp, 10Y 倒挂减缓 27bp, 30Y 倒挂加深 6bp; 从分位点来看, 1Y 降至 45%分位点, 2Y 升至 33%分位点, 3Y 升至 27%分位点, 5Y 升至 14%分位点, 7Y 升至 10%分位点, 10Y 升至 7%分位点, 30Y 升至 5%分位点。

图表 14 近 4 周中美国债期限利差 (单位: bp, %)

国债: 中国-美国	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
3月14日利差	-253	-247	-238	-245	-243	-248	-258
3月21日利差	-248	-236	-228	-230	-231	-240	-252
3月28日利差	-236	-232	-232	-236	-246	-261	-252
4月3日利差	-244	-222	-215	-219	-223	-234	-258
3月14日分位点	42%	25%	16%	7%	5%	4%	4%
3月21日分位点	43%	29%	21%	11%	7%	5%	5%
3月28日分位点	55%	29%	20%	11%	7%	5%	4%
4月3日分位点	45%	33%	27%	14%	10%	7%	5%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

4.2 隐含税率: 短端收窄, 长端走阔

截至 4 月 3 日, 国开-国债利差 1Y 收窄 1bp, 3Y 收窄 1bp, 5Y 收窄 1bp, 7Y 收窄 1bp, 10Y 收窄 3bp, 15Y 走阔 1bp, 30Y 变动不足 1bp。从分位点看, 1Y 降至 31%分位点, 3Y 降至 31%分位点, 5Y 降至 6%分位点, 7Y 降至 38%分位点, 10Y 降至 3%分位点, 15Y 升至 13%分位点, 30Y 降至 42%分位点。

图表 15 近 4 周国债国开债隐含税率 (单位: bp, %)

国开债-国债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
3月14日隐含税率	12	9	8	19	2	10	13
3月21日隐含税率	9	10	4	15	3	11	14
3月28日隐含税率	12	15	7	17	5	8	13
4月3日隐含税率	11	14	6	16	2	10	13
3月14日分位点	33%	8%	15%	47%	3%	13%	41%
3月21日分位点	23%	11%	1%	33%	4%	15%	48%
3月28日分位点	35%	33%	11%	43%	5%	11%	42%
4月3日分位点	31%	31%	6%	38%	3%	13%	42%

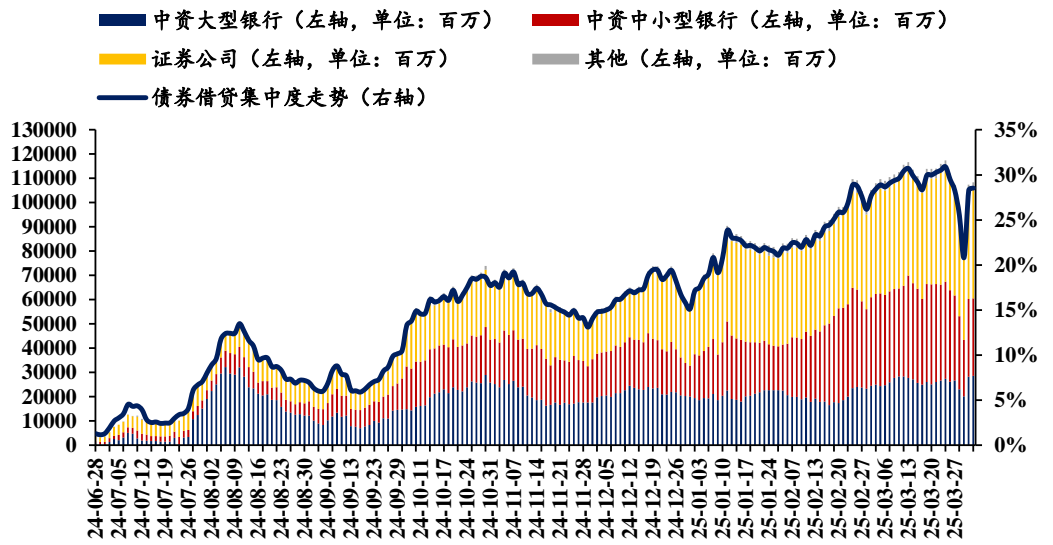
资料来源: Wind, 华安证券研究所

5 债券借贷余额变化

4 月 3 日, 10Y 国债次活跃券借贷集中度走势上升, 10Y 国债活跃券、10Y 国开债活跃券、10Y 国开债次活跃券与 30Y 国债活跃券借贷集中度走势下降。

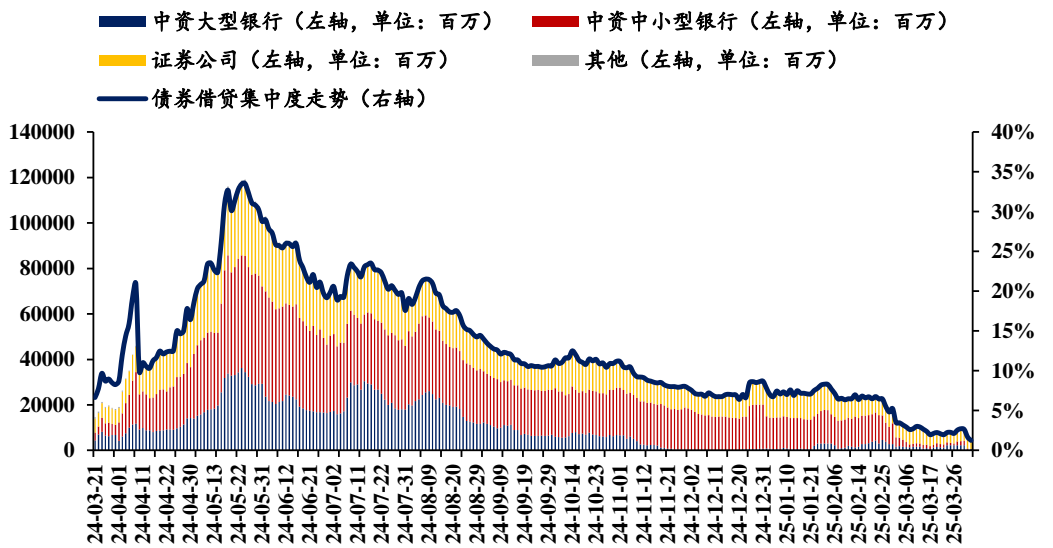
分机构看, 大行、中小行与券商借贷余额均下降。

图表 16 国债 240011.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)



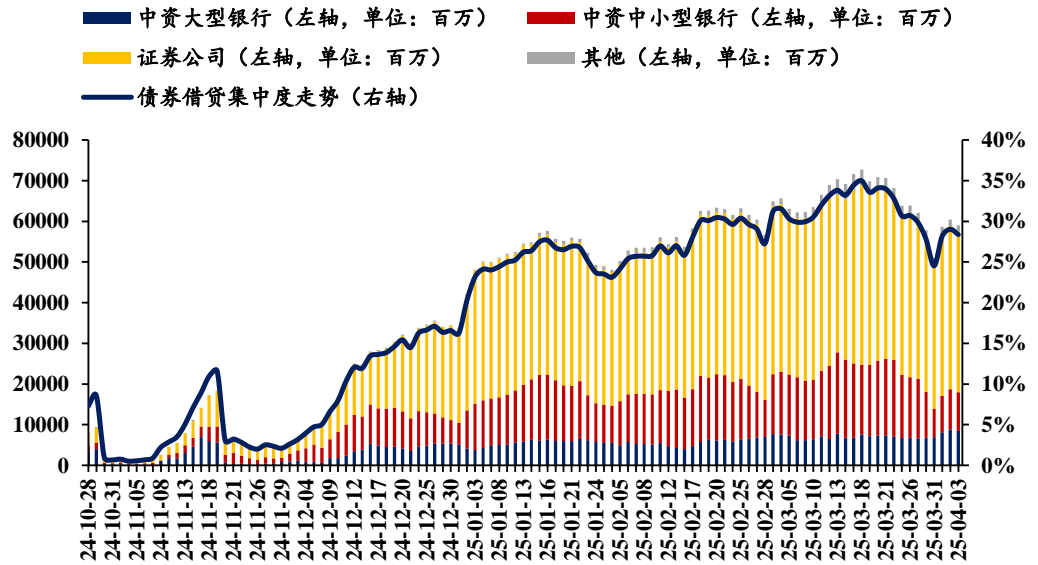
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 17 国债 240004.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)



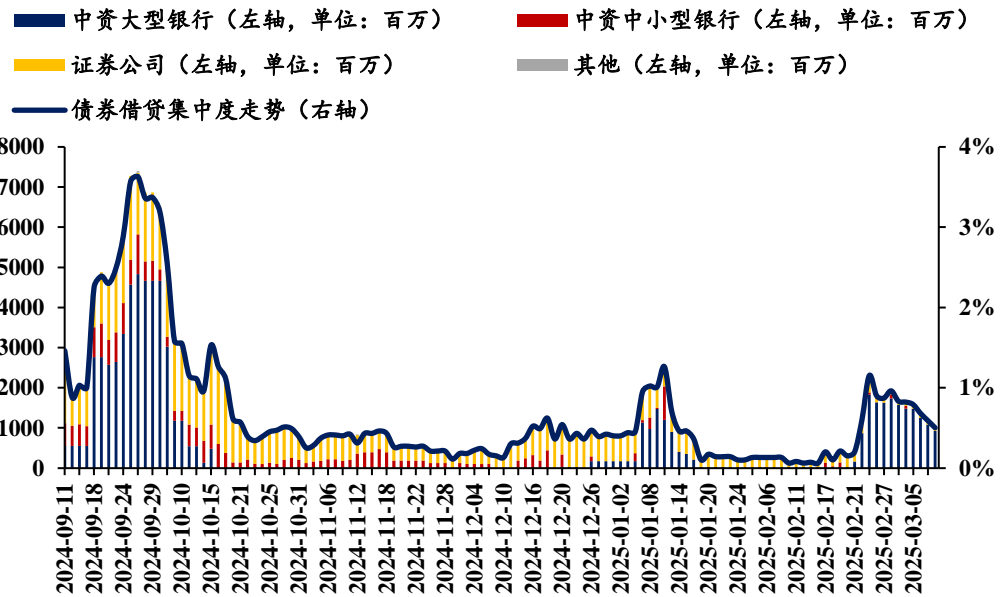
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 18 国债 240006.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)



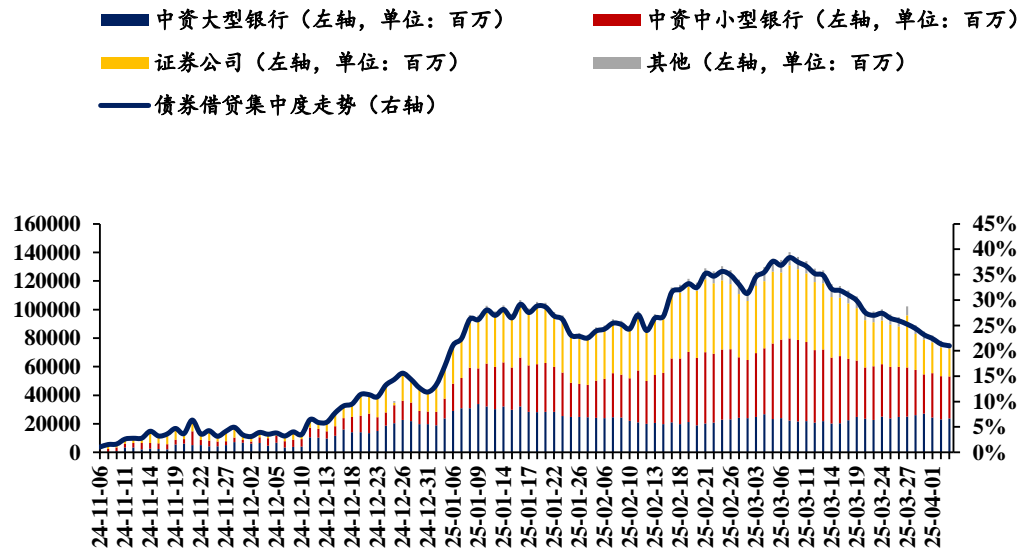
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 19 国债 240004.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)



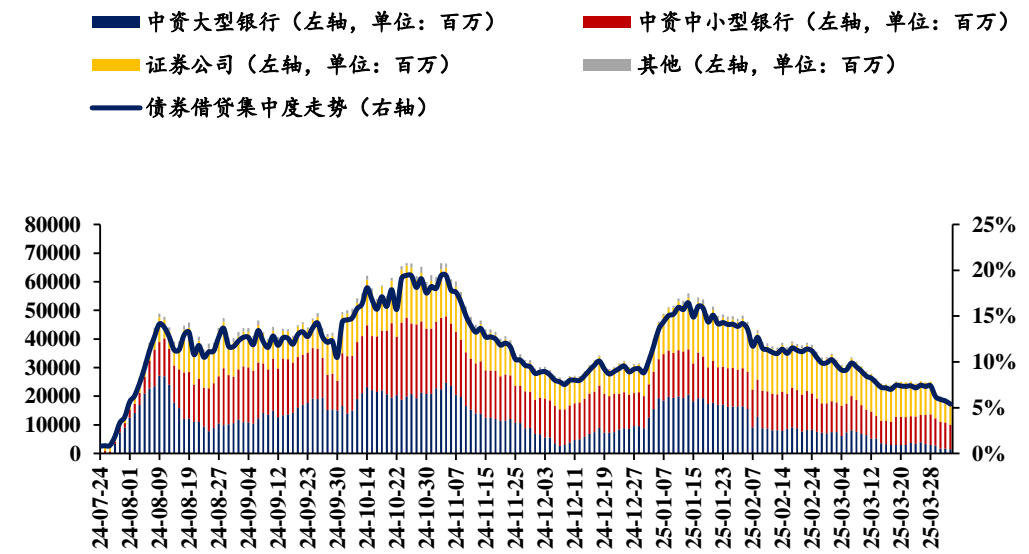
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 20 国开债 240215.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 国开债 240210.IB 借贷余额 (单位: 百万元, %)



资料来源: CFETS, 华安证券研究所

6 风险提示:

流动性风险, 数据统计与提取产生的误差。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024年Wind金牌分析师第二名，2023年Choice固收行业最佳分析师。

研究助理：洪子彦，华安固收研究助理，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。