

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

【利率债观察】资金面缓释的观察窗口期

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号: S1060519060001

郑子辰 投资咨询资格编号: S1060521090001

2025年第6期 总第195期

2025年3月23日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

近两周核心观点

○ 市场表现

近两周收益率曲线整体上行，10Y国债逐渐探顶1.9%。3月上旬债市悲观情绪发酵，收益率曲线全方位上行，但随着中下旬10Y点位逐渐接近24年12月政治局会议首提“适度宽松的货币政策”之前的1.9%的点位，以及央行在税期加大OMO投放，资金面压力有所缓释，债市逐渐探顶1.9%后情绪缓和，在1.8%-1.9%之间震荡。近两周整体来看，25年3月7日-3月20日，10Y国债收益率上行8.5BP至1.83%，3Y-10Y国债收益率上行7.2-8.5BP。

税期以来央行转为净投放，释放呵护资金面信号。截至03月20日，OMO余额为14994亿元，较03月06日增加6220亿元。3月20日较3月6日，R001上行5.44BP至1.85%，R007上行15.73BP至1.96%。当前DR007较政策利率高34.19BP、R007较政策利率高46.31BP。

机构行为方面，市场杠杆率小幅下行，仍维持低位；基金转为净买入，小行开始净卖出同业存单，保险配债规模高于季节性。截至3月20日，市场杠杆率106.59%，相比3月6日下行0.01个百分点；03月20日当日，杠杆水平位于2022年以来的3.20%分位数。机构行为方面，近两周公募基金转为净买入；保险净买入规模高于季节性，仍配置地方债；小行大量卖出同业存单。动量模型最新信号为3月19日信号转为买入。

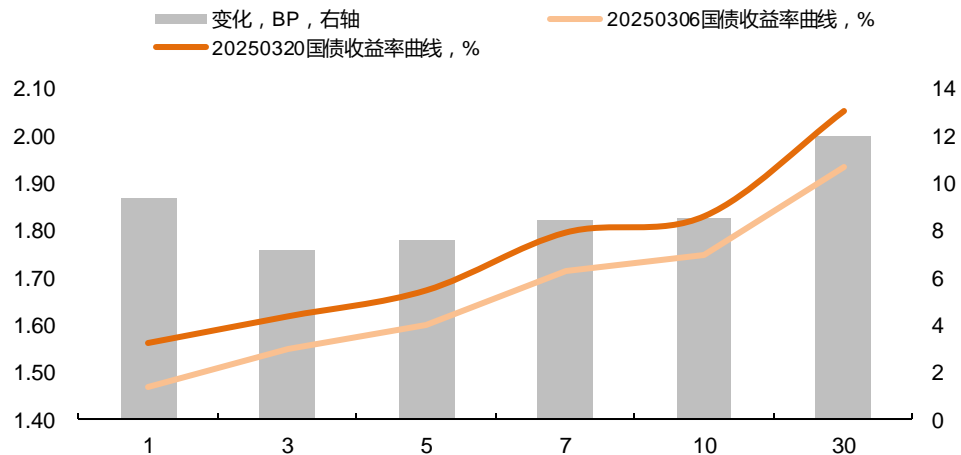
● 利率策略

下周资金面再度成为央行态度的观察窗口，短期可以关注确定性更强的有票息中短端品种。资金压力近期有缓释，但短期来看下周还有变数，一是下周跨季，资金面面临跨季的季节性压力；二是下周政府债净供给超过5000亿元、供给压力较大，因此近期资金面回暖的持续性、央行的呵护态度是否连贯还需要观察。目前10Y国债的点位震荡区间在1.8%-1.9%，高点基本探顶1.9%，关注这一点位是否能成为持续的阻力位。而点位向下情绪的突破，有三个观察窗口：一是权益风险偏好在财报数据验证下能否有risk off的机会，观察窗口是3月末；二是央行宽松何时落地以及落地幅度，可能落在4-5月；三是经济数据的回落，可能落在5-6月。品种上，短久期同业存单、5Y久期左右信用债和二永债的赔率估值较好，确定性相对更强。

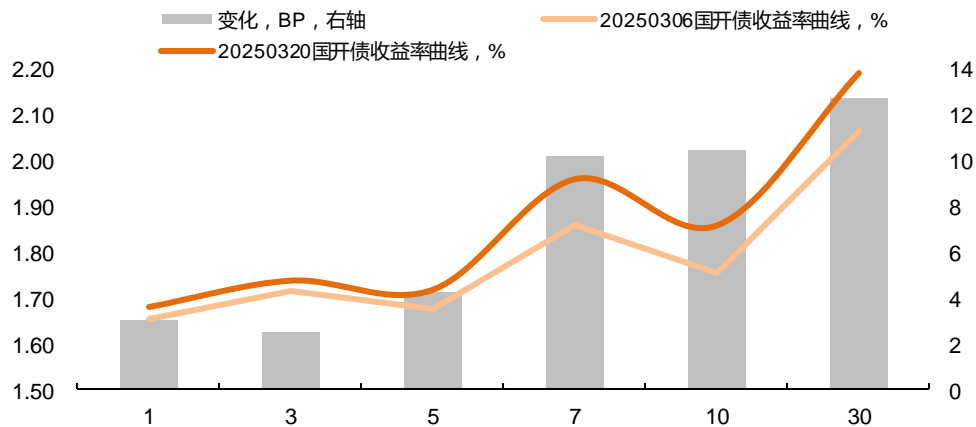
风险提示：政策刺激经济；美国经济超预期上行；全球通胀超预期上行。

利率市场：国债收益率曲线整体上行

○ 国债收益率曲线整体上行 (%)



● 国开债收益率全面上行 (%)

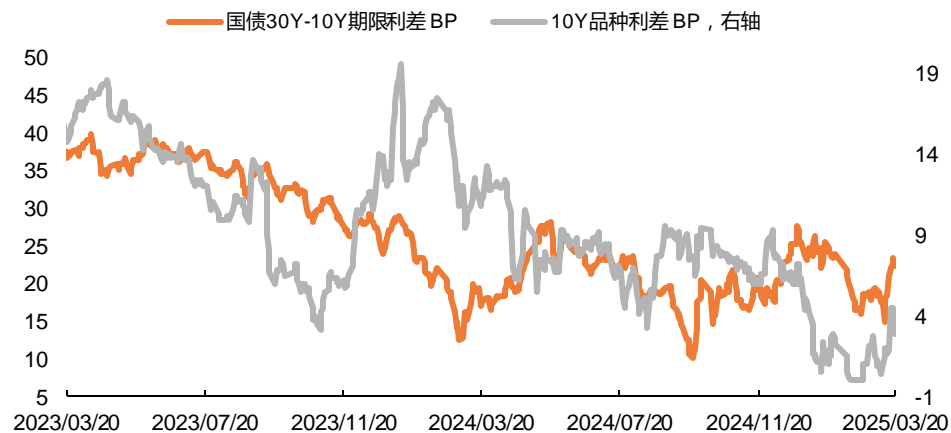


● 国债、国开债收益率整体上行 (%)

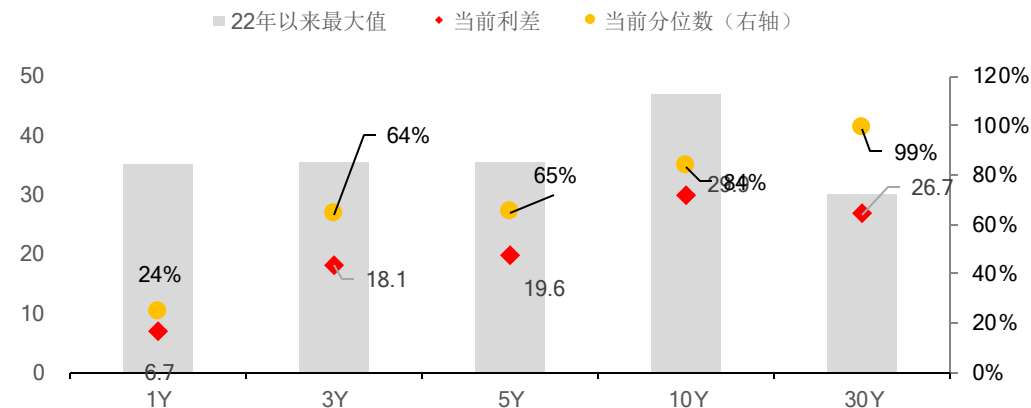
品种		2025/3/6	2025/3/20	涨跌幅(BP)
中债国债到期收益率	1Y	1.4697	1.5629	9.32
	3Y	1.5468	1.6188	7.20
	5Y	1.5980	1.6741	7.61
	7Y	1.7117	1.7959	8.42
	10Y	1.7455	1.8309	8.54
	30Y	1.9325	2.0526	12.01
中债国开债到期收益率	1Y	1.6522	1.6823	3.01
	3Y	1.7142	1.7396	2.54
	5Y	1.6769	1.7199	4.30
	7Y	1.8584	1.9605	10.21
	10Y	1.7555	1.8598	10.43
	30Y	2.0646	2.1917	12.71
财政部-中国地方政府债券收益率曲线	1Y	1.5100	1.6300	12.00
	3Y	1.6300	1.8000	17.00
	5Y	1.7700	1.8700	10.00
	7Y	1.8900	2.0300	14.00
	10Y	1.9600	2.1300	17.00
	15Y	2.1600	2.2900	13.00
	20Y	2.1700	2.3100	14.00
	30Y	2.1800	2.3200	14.00

利率市场：10Y-1Y期限利差仍处在历史低位

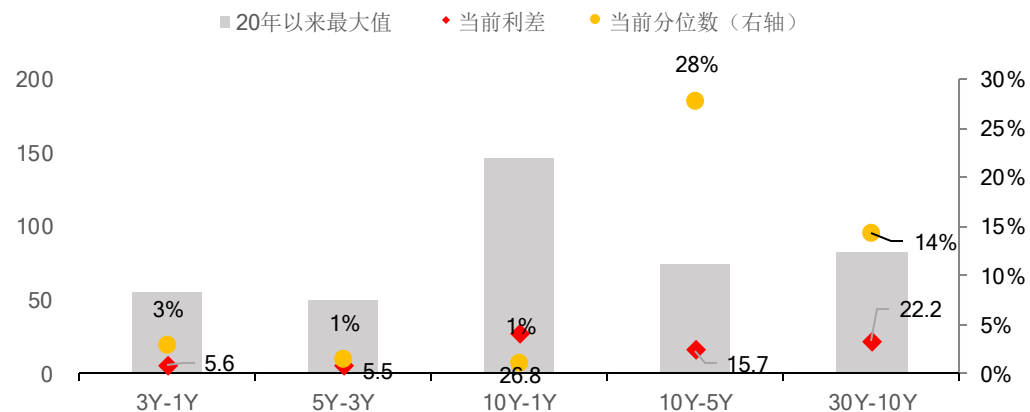
● 超长端期限利差上行3.47BP、国开-国债品种利差上行1.89BP



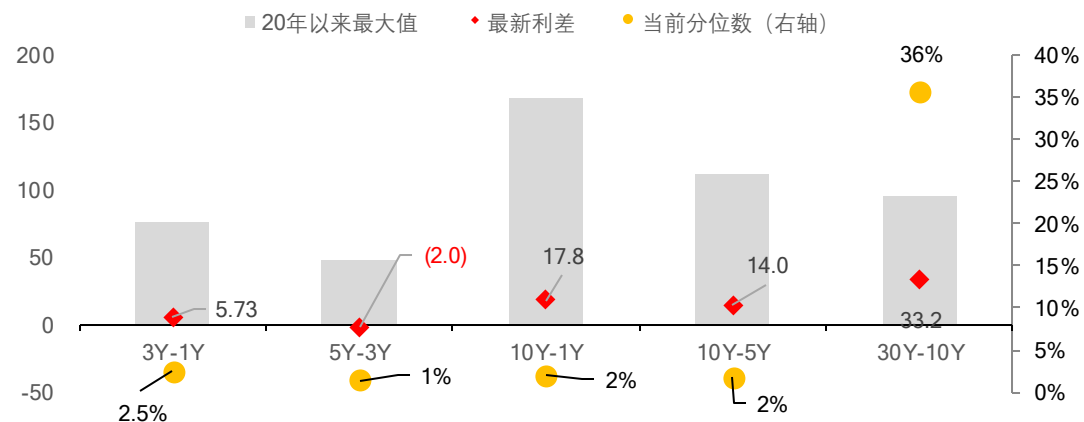
● 不同期限地方债-国债利差(BP, 数值为当前利差)



○ 10Y-1Y国债期限利差分位数处于历史低位(BP)



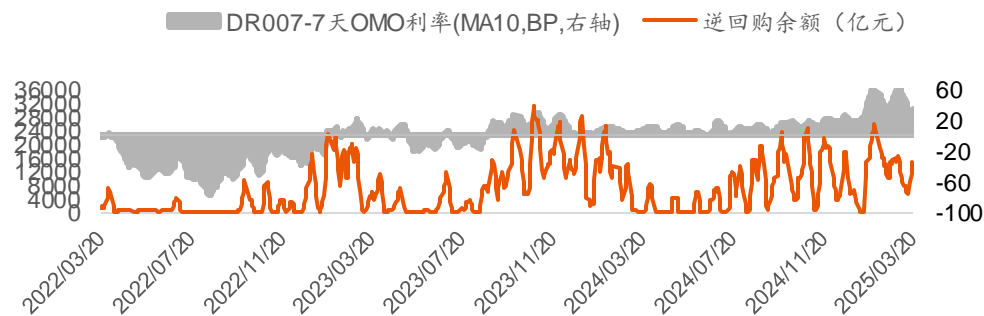
● 国开债期限利差多数处于历史低位, 5Y-3Y利差倒挂(BP)



资金供给：此前持续净回笼的央行在税期后转为净投放，OMO存量环比上行

- **OMO存量环比上行。**整体来看，截至03月20日，OMO余额为14994亿元，较03月06日增加6220亿元。尤其是3月18日税期以来，央行连续开展千亿逆回购操作，累计净投放超4000亿元，释放了一定的呵护信号。
- **1Y存单发行利率基本持平。**截至03月20日，1Y同业存单发行利率为2%，较03月06日持平，且持平于MLF利率。

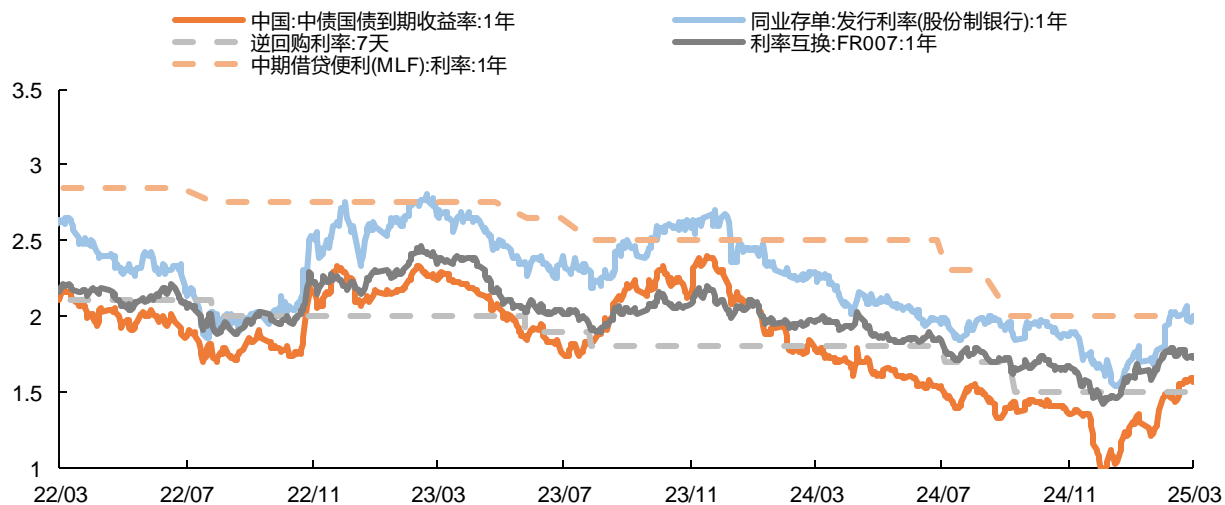
OMO存量环比上行



OMO存量与资金利率中枢

时间	OMO平均存量 (亿元)	DR007-7天OMO利率	
21Q2-22Q2	7645.2	波动范围	-14BP至11BP
		中枢	-9BP
22Q3-22Q4	1277.4	波动范围	-76BP至-24BP
		中枢	-42BP
23Q1-23Q2	5482.0	波动范围	-20BP至20BP
		中枢	-2BP
23Q3	13901.3	波动范围	-17BP至30BP
23Q4-24Q1	13388.4	波动范围	0BP至30BP
		中枢	8BP

同业存单发行利率环比持平 (%)



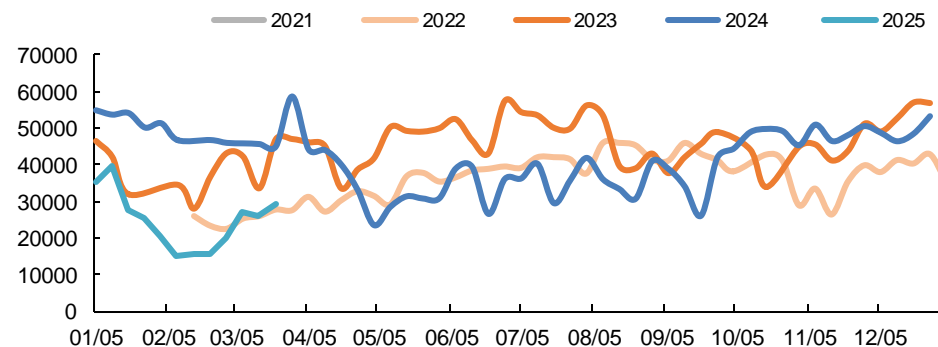
资金面：银行净融出规模有所回升，但仍低于季节性水平

- 近两周大行+股份行净融出规模季节性回升，但整体融出规模仍低于季节性水平，资金利率和政策利率相比仍处在不低水平。
- 3月20日较3月6日，R001上行5.44BP至1.85%，R007上行15.73BP至1.96%。当前DR007较政策利率高34.19BP、R007较政策利率高46.31BP。

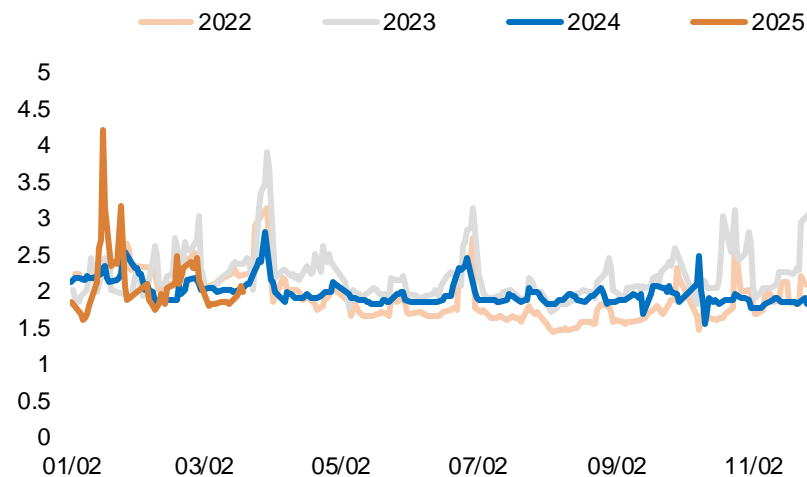
○ 资金价格全面季节性下降 (%)

		2025/3/6	2025/3/20	涨跌幅 (BP)
R	1D	1.79	1.85	5.44
	7D	1.81	1.96	15.73
	14D	1.88	2.28	39.50
	1M	2.10	2.13	3.02
DR	1D	1.78	1.77	-1.07
	7D	1.79	1.84	5.52
	14D	1.83	2.23	40.31
	ON	1.79	1.79	-0.50
SHIBOR	1W	1.75	1.78	3.00
	1M	1.91	1.97	6.10
	3M	1.98	1.98	-0.20

◎ 近两周大行+股份行净融出规模有所回升，略低于季节性 (亿元)



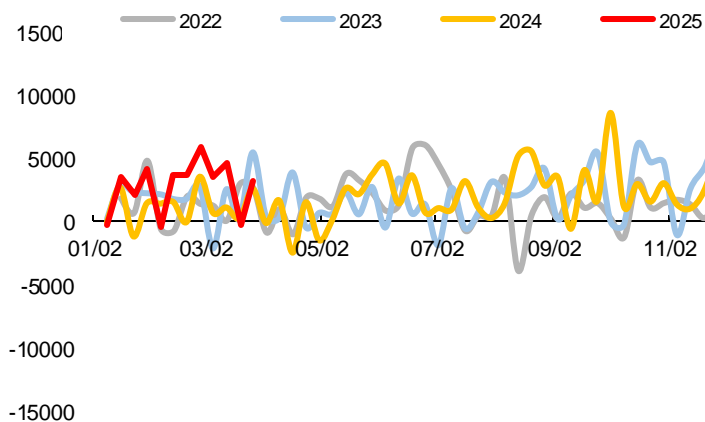
◎ R007环比上行15.73BP(%)



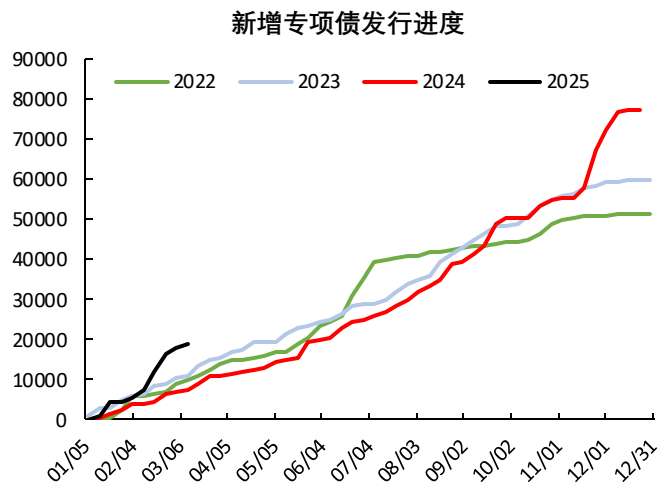
资金需求：近两周政府债净融资规模较大，下周是供给大周

- **政府债净融资：**上周政府债净融资3136.25亿元，较前周增加3455.40亿元。其中，专项债净融资1286.18亿元，较前周增加528.23亿元。下周政府债计划净融资5203.15亿元，国债+地方债较上周净融资量增加2066.91亿元。
- **票据利率：**票据贴现利率环比持平于1.24%。
- **资金价格预测：**模型预测25年3月DR007月度中枢在1.88%附近。

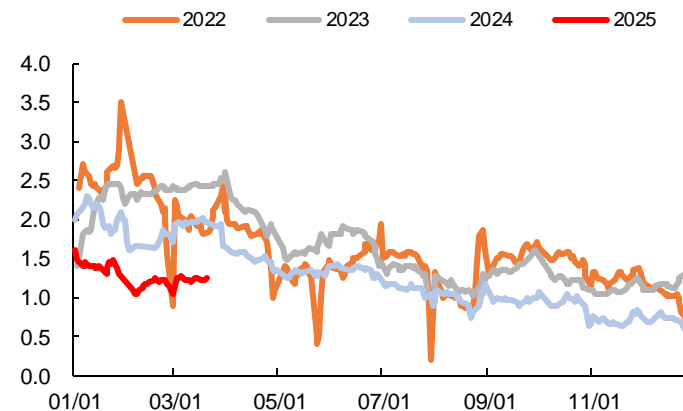
政府债周度净融资规模（亿元）



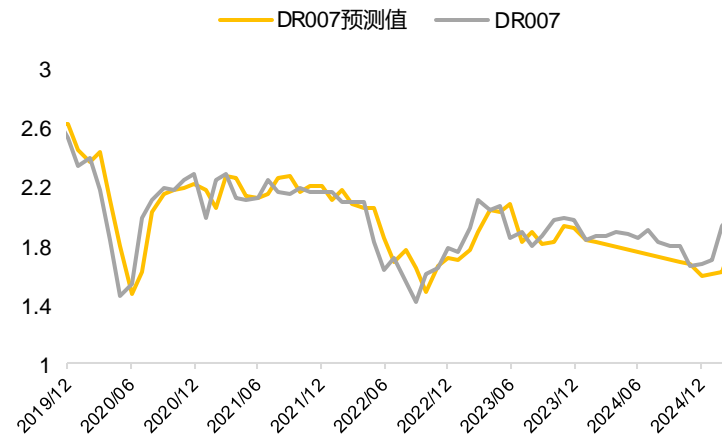
新增专项债发行进度（亿元）



票据贴现利率环比持平（%）

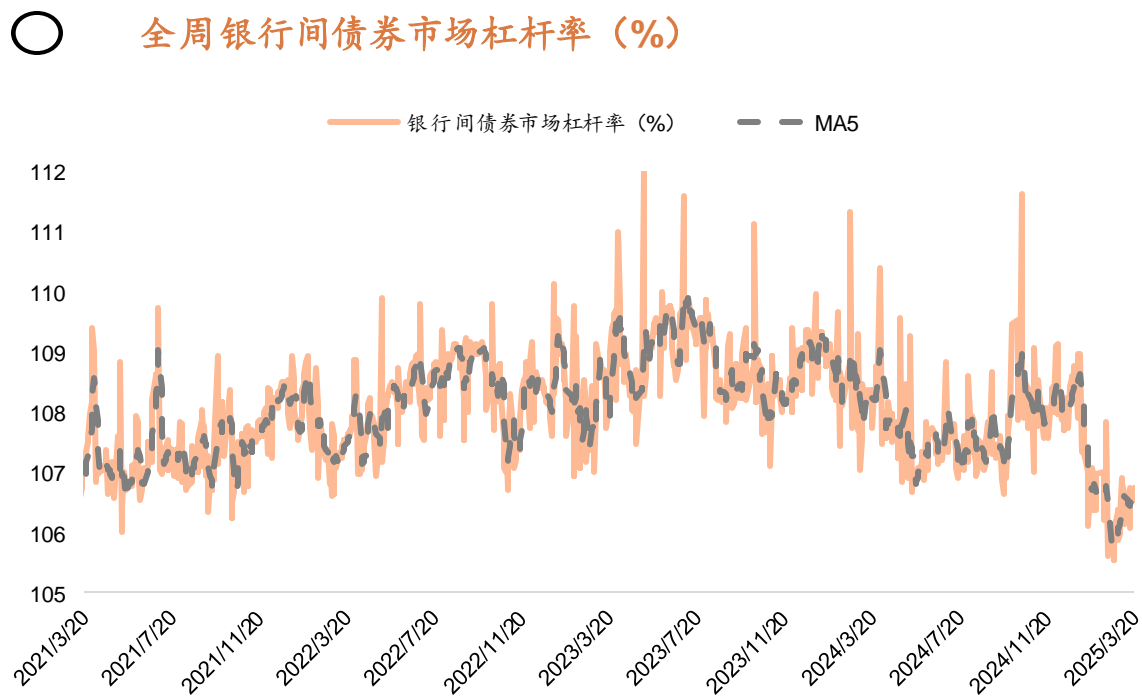


模型预测25年3月DR007均值为1.88%（%）



机构行为-杠杆：杠杆率小幅下行，仍处于较低水平

- 银行间杠杆率：本周平均杠杆率106.59%，环比下行0.01个百分点。03月20日当日，杠杆水平位于2022年以来的3.20%分位数。
- 隔夜质押式回购成交量：本周隔夜日均质押式回购成交量上升0.14万亿元至5.94万亿元，隔夜成交占比由82.84%上行至86.24%。

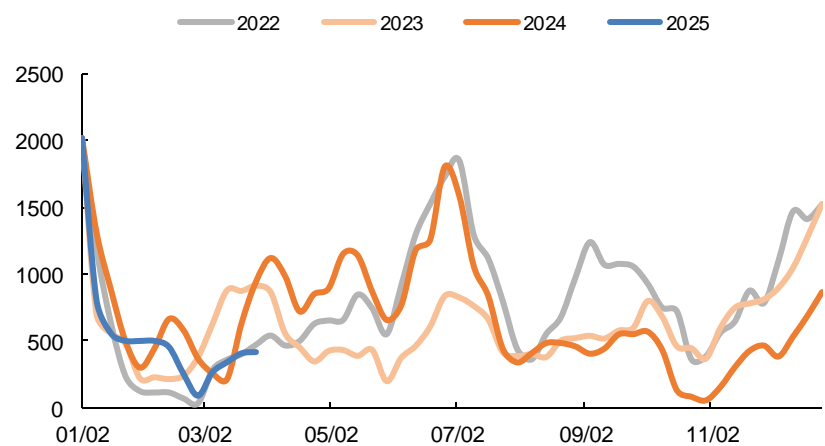


	时间	市场杠杆变化	原因
杠杆率过低	月末	2021年后隔夜成交占比通常降至80%以下	【季节性】月末资金面一般边际收敛，带动杠杆在月末下行，跨月后回升。
	节假日前后	2021年后隔夜成交占比通常降至60%以下	【季节性】节前交易较为清淡，叠加持券过节存在风险，机构通常在节前降杠杆。
杠杆率过高	2020-06-02	2020Q1-Q2债券间市场杠杆率均值为108.75%，而2020年3月18日至2020年5月27日期间债券间市场杠杆率均超过109%，且多日突破110%，杠杆率远超均值，央行敲打杠杆要求防范资金空转。	【央行表态】中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜表示“金融机构要防范道德风险和金融风险，比如说资金的空转现在利率比较低，要防止出现资金的套利等。”
	2021-01-26	2020Q4-2021Q1债券间市场杠杆率均值为107.38%，而2020年12月31日至2021年1月15日期间债券间市场杠杆率在108%高位震荡，引发央行担忧，央行公开表示泡沫风险显现，打压杠杆。	【央行表态】央行货币政策委员会委员马骏表示“有些领域的泡沫风险已经显现……货币政策应适度转向”
	2023-08-04	2023M5-M7债券间市场杠杆率均值为109.23%，平均分位数水平在21年以来的89%。	【央行表态】央行货币政策司司长邹澜表示降准、公开市场操作、MLF及各类结构性货币政策工具都有投放流动性的总量效应……“又要防止资金套利和空转，提升政策传导效能，增强银行经营稳健性”。

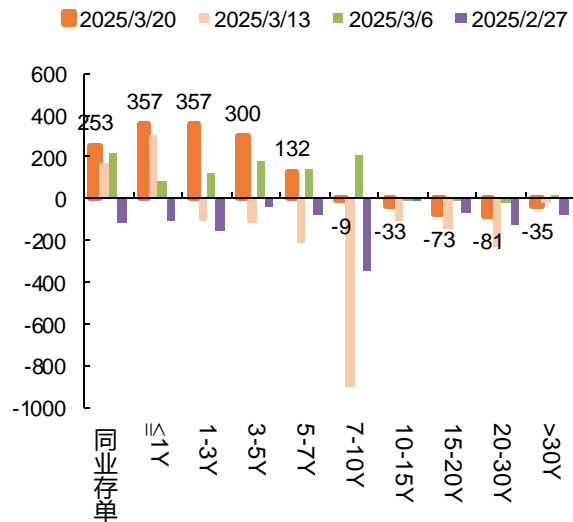
机构行为-基金：基金转为净买入

- 偏债型基金发行情况：最近四周偏债型基金发行421.6亿份，为往年同期的146%水平。
- 公募基金二级净买入：近两周公募基金由净卖出转为净买入，主要买入1~5Y政金债和≤3Y信用债。
- 截至25年3月20日，利率债公募基金持仓久期中位数为3.82年，相较3月6日上升0.09年，处于99.7%分位数水平；信用债公募基金持仓久期中位数为2.17年，相较3月6日下降0.15年，处于87%分位数水平。

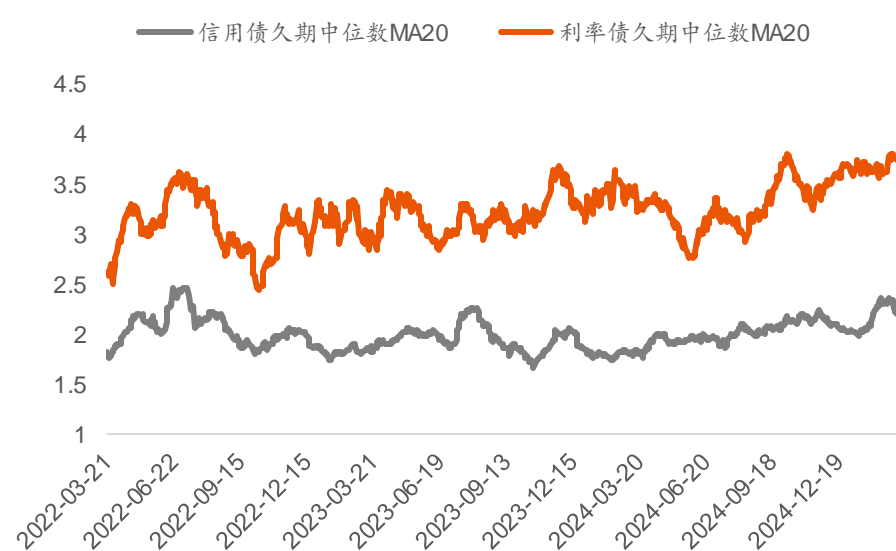
○ 新成立偏债型基金份额（亿份，4周滚动求和）



● 公募基金二级市场买入债券情况（亿元）



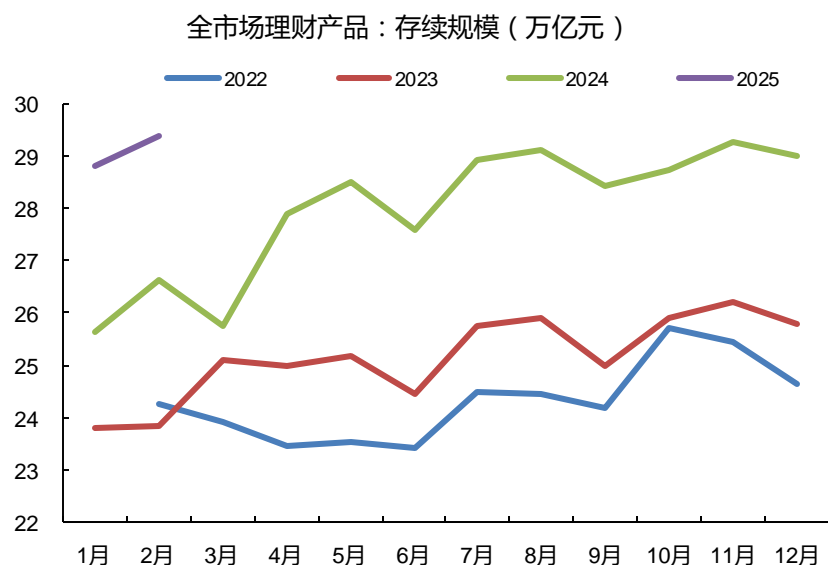
● 公募基金持仓久期（年）



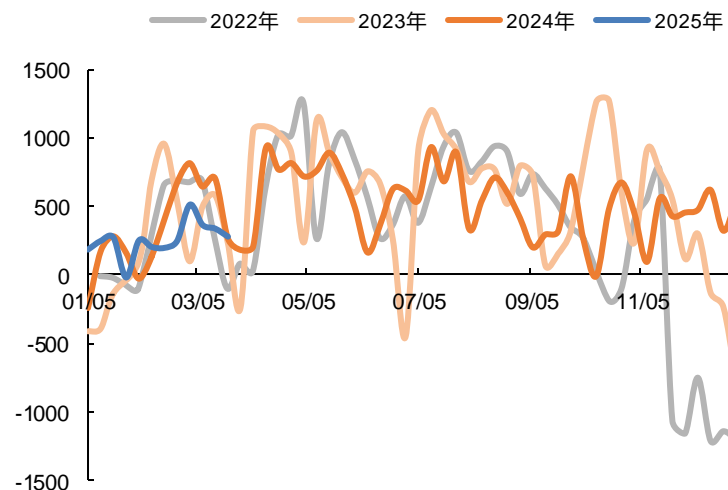
机构行为-理财：25年2月理财规模上升幅度与季节性相近

- **理财规模**：25年2月普益标准口径的理财规模为29.39万亿，相比25年1月环比增加0.56万亿，上升幅度与季节性相近。
- **理财行为**：25年2月理财平均业绩基准略有下降，2Y中票与理财利差小幅扩大。近两周理财二级市场买债规模基本与季节性持平，但下降幅度低于历史季节性。

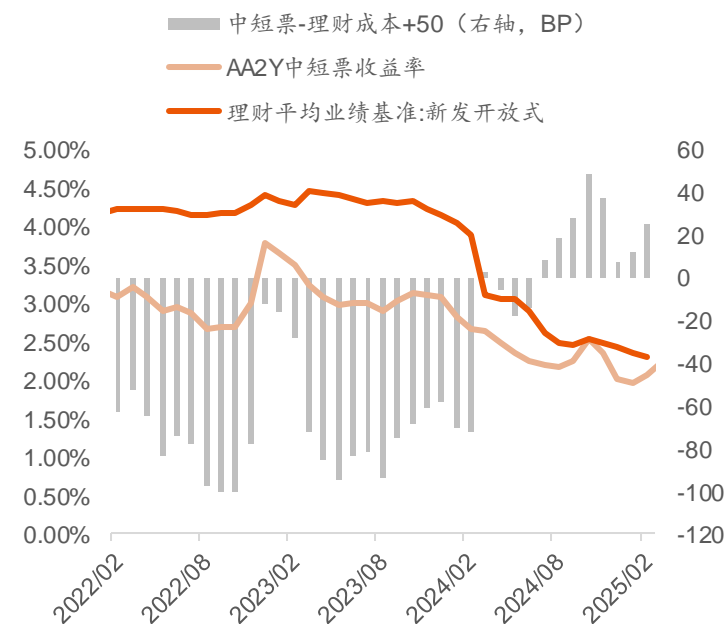
○ 理财规模跟踪 (万亿)



◎ 理财二级市场买债规模 (亿元)

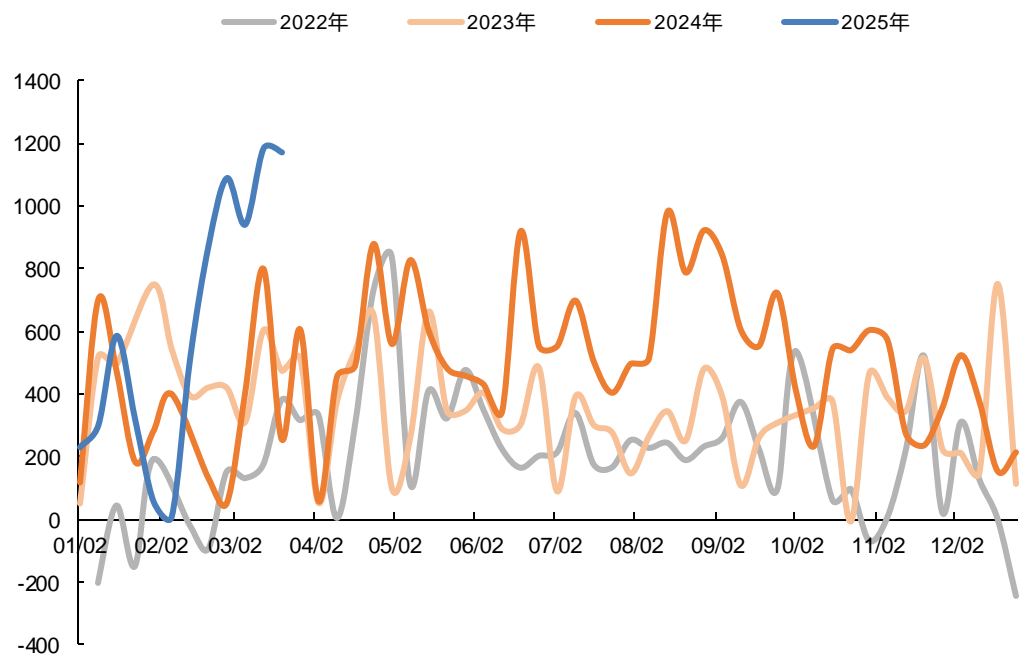


◎ 2月，2Y中票-理财成本利差小幅扩大 (%)

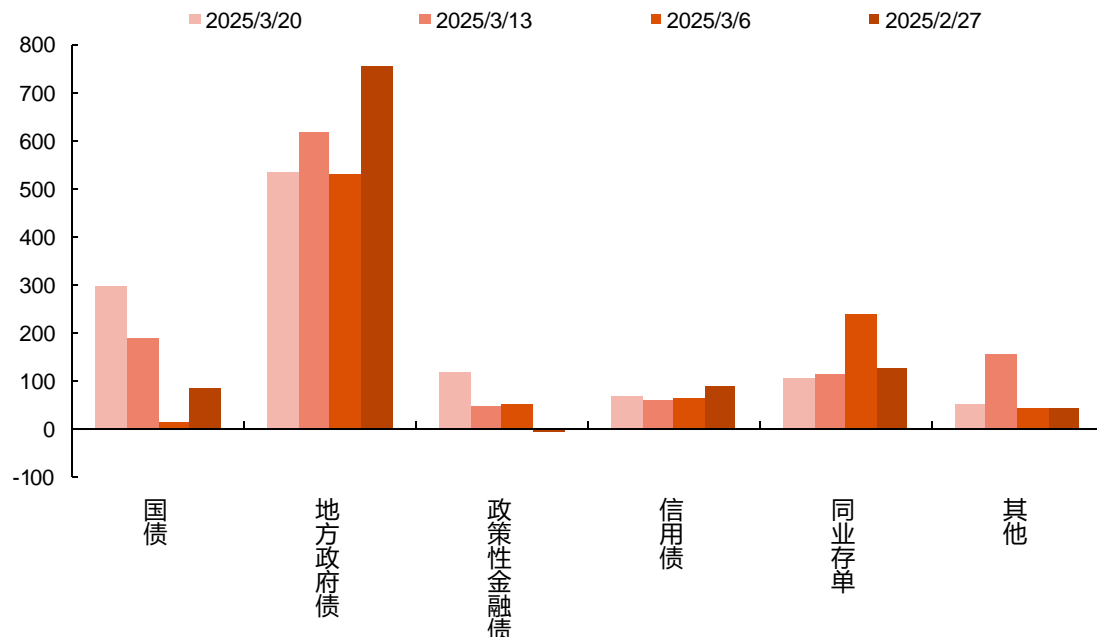


机构行为-保险：保险2月以来配债十分积极，品种上仍青睐长久期地方债

○ 近两周保险二级市场净买入高于历史同期（亿元）



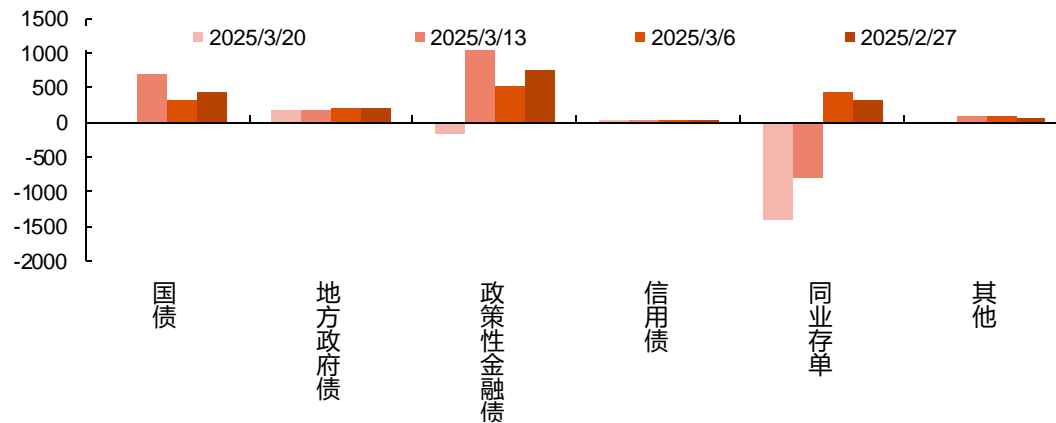
● 保险二级市场品种上延续对长久期地方债的青睐（亿元）



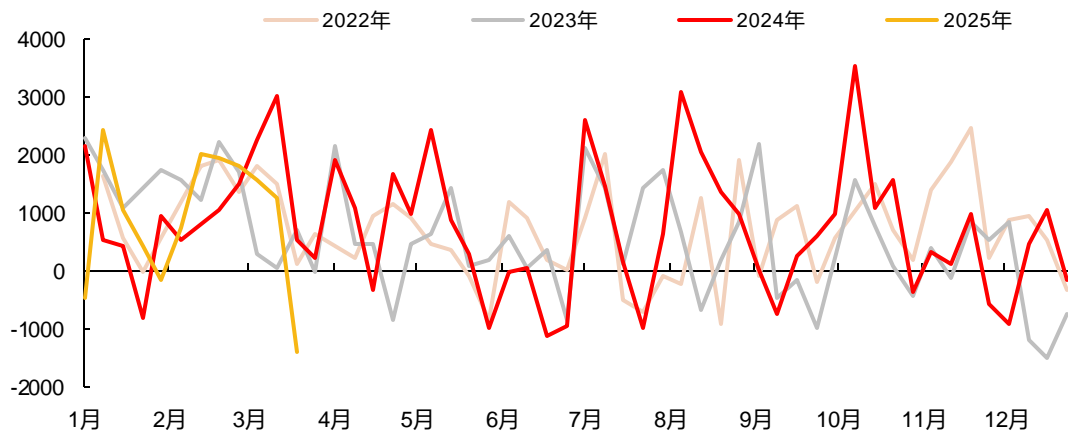
机构行为-银行：小行开始转为净卖债，大量卖出同业存单

- **小行净买入：**近两周小行净买入规模为-168.05亿元，环比回落3514.14亿元，位于2022年以来的23.6%分位数水平。
- **品种方面：**小行近两周主要卖出同业存单。
- **小行净买入久期：**近两周小行净买入久期3.63年，环比回落2.14年，位于2022年以来的66.3%分位数水平。

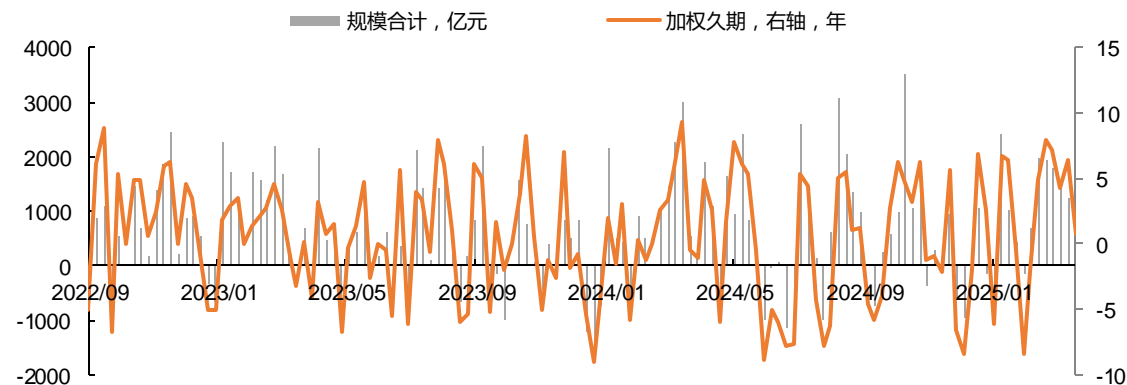
最近4周小行二级市场买债情况（亿元）



小行净买入季节性情况（亿元）



小行买入久期情况，近两周小行久期仍维持较高水平（亿元，年）



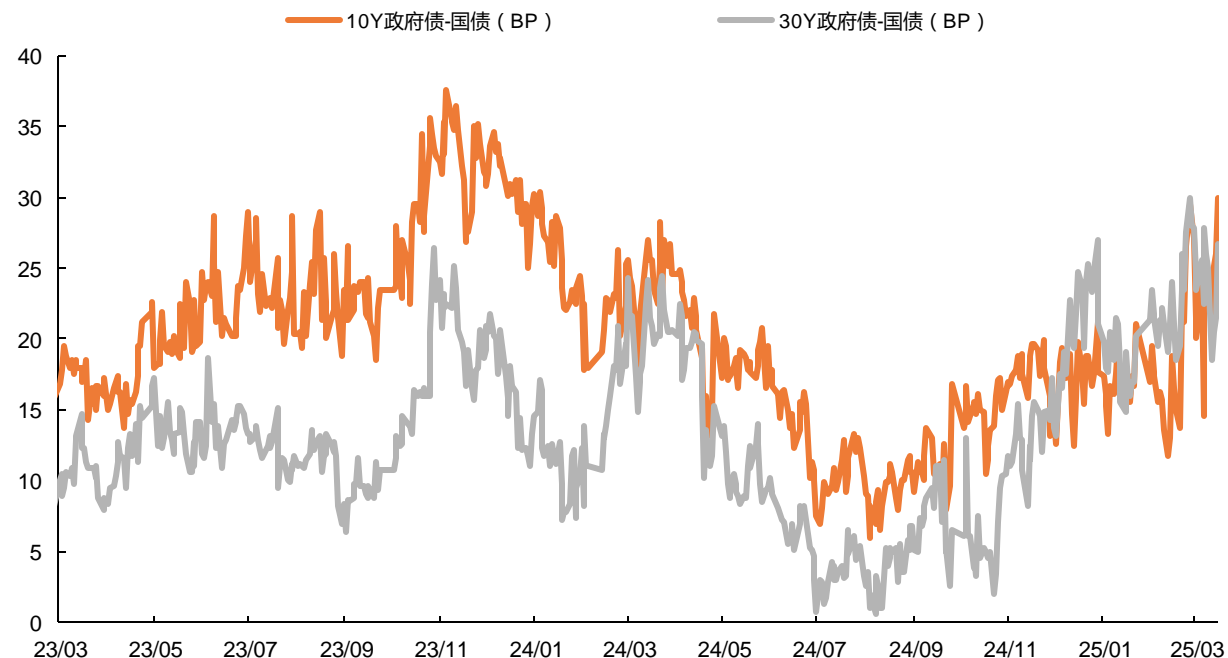
机构行为-市场：地方债-国债利差仍处在历史极高水平

- 市场配置交易情况：3月20日当日30Y国债次新券-30Y国债最新券利差为1BP，较3月12日压缩0.4BP。
- 地方债-国债利差：3月20日当日10Y地方债和国债利差为29.91BP，较3月12日走阔2.74BP；30Y地方债和国债利差为26.74BP，较3月12日压缩1.01BP。

○ 30Y国债新老券利差



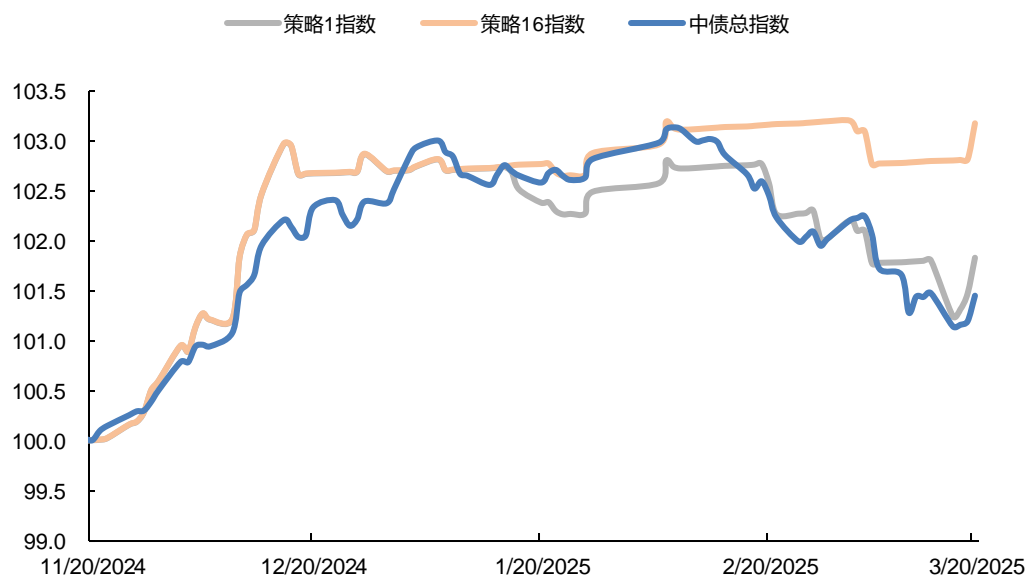
● 地方债-国债利差



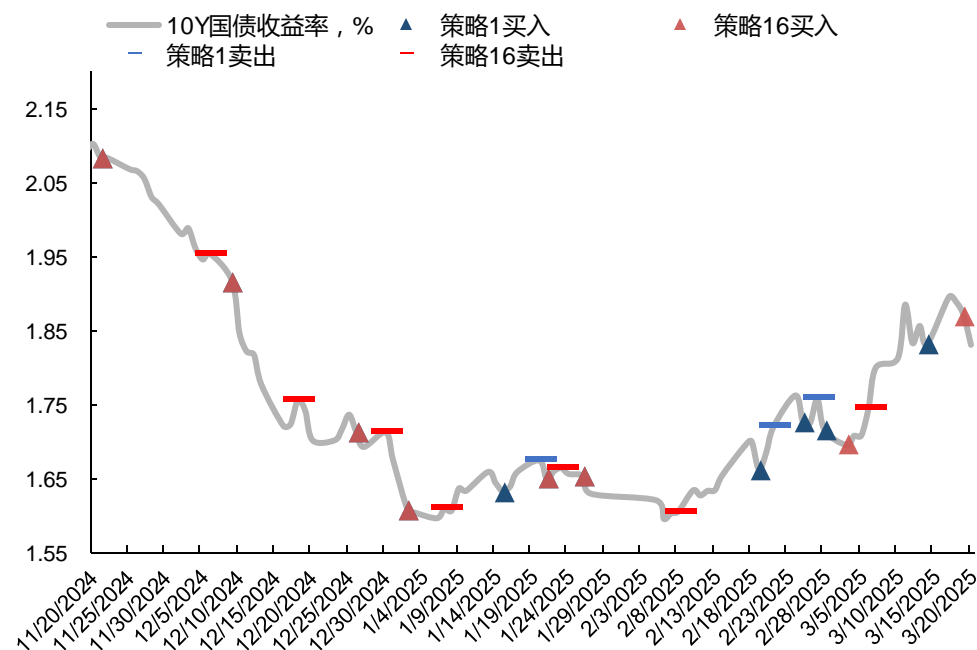
动量信号：最新信号为3月19日策略16信号转为买入

- 最新的动量信号为：3月19日策略16动量信号转为“买入”。

○ 拟合策略指数和中债总指数（点）



◎ 拟合策略的操作情况（25年3月19日触发买入信号）



资料来源：wind、平安证券研究所

注：策略1和策略16信号以及拟合指数的具体情况参考报告《【平安证券】债市深度：长债预测和择时的量化视角》

注：拟合策略指数和中债总指数目前统一以2024年11月20日为起点，起点的点位设为100。

风险提示

- **政策刺激经济：**政策采取大规模经济刺激措施，使得经济短期企稳上行，企业融资需求回升，对利率债资产形成调整压力；
- **美国经济超预期上行：**美国经济超预期上行。服务业就业持续展现韧性，制造业投资与就业出现回暖，美国经济超预期上行会给全球债市带来调整压力；
- **全球通胀超预期上行：**全球通胀超预期上行，给主要央行货币政策带来紧缩压力，宽货币空间收窄，对全球资产形成冲击。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。