

# 资金晴雨表 · 月度观察

## 3月利率展望：中枢维持低位，波动边际加大

### 投资策略 · 固定收益

2026年 · 3月

证券分析师：陈笑楠

021-60375421

chenxiaonan@guosen.com.cn

S0980524080001

证券分析师：赵婧

0755-22940745

zhaojing@guosen.com.cn

S0980513080004

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

## 【月度回顾】

- **价格指标：**2月资金面延续低位波动，银行间回购利率月均值环比变化较小，交易所回购利率月均值大多小幅上行，R001、GC001、R007和GC007月均值分别变动了-1BP、7BP、-0BP和3BP；短期债券收益率方面，1年期短债收益率月均值大多下行；
- **量指标：**2月央行通过公开市场操作合计投放了7,795亿元流动性，环比上月减少；银行间和交易所隔夜成交量和占比较上月均有所减少；
- **结构指标：**2月R007与OMO-7D利差均值为15BP，环比上月不变；银行间市场R和DR隔夜和7天的利差均值环比分别变动了0BP和1BP；交易所和银行间利率1天和7天利差均值较上月分别变化了8BP和4BP，非银资金边际收紧。

## 【3月资金展望】

- **资金压力：**3月流动性压力显著加大，当月将有1.6万亿元买断式逆回购、4500亿元MLF及3.59万亿元同业存单集中到期，叠加政府债发行高峰带来阶段性缴款抽离，资金面面临多重扰动；
- **资金供给：**央行呵护态度明确，叠加季末财政支出加大，流动性有望得到补充；
- **季节性规律：**3月季末，银行间回购利率多数上行；
- **资金瞭望：**预计3月市场利率中枢延续低位运行，但受多重因素影响，月内波动或将有所加大；

## ● 资金行情回顾

- ✓ 价指标一览：2月资金价格低位波动，但交易所回购利率小幅上行
- ✓ 量指标一览：2月央行净投放环比有所下降

## ● 资金瞭望

- ✓ 资金面压力：3月买断式逆回购、MLF和同业存单到期压力较大
- ✓ 资金面供给：央行呵护态度较为明确，季末财政支出加大
- ✓ 主要结论：预计3月市场利率延续低位震荡

## ● 资金行情回顾

- ✓ 价指标一览：2月资金价格低位波动，但交易所回购利率小幅上行
- ✓ 量指标一览：2月央行净投放环比有所下降

## ● 资金瞭望

- ✓ 资金面压力：3月买断式逆回购、MLF和同业存单到期压力较大
- ✓ 资金面供给：央行呵护态度较为明确，季末财政支出加大
- ✓ 主要结论：预计3月市场利率延续低位震荡

## ➤ 2月资金面延续低位波动，银行间和交易所回购利率走势有所分化

- ✓ 2月银行间与交易所各期限回购利率月度均值走势分化，不同期限及市场表现有所差异。R001、GC001、R007和GC007月均值分别变动了-1BP、7BP、-0BP和3BP至1.40%、1.57%、1.55%和1.60%。
- ✓ 短期债券收益率方面，1年期短债收益率月均值大多下行。1年国债、1年国开债、1年AAA短融、1年AA短融、1年AA-短融、1年AAA同业存单和1年AA+同业存单分别变动了2BP、-1BP、-1BP、-3BP、-2BP、-3BP和-4BP。

表1：2月货币市场利率和政策利率变动（单位：BP）

	银行间	交易所	7天逆回购
1天	-1	7	
7天	0	3	0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

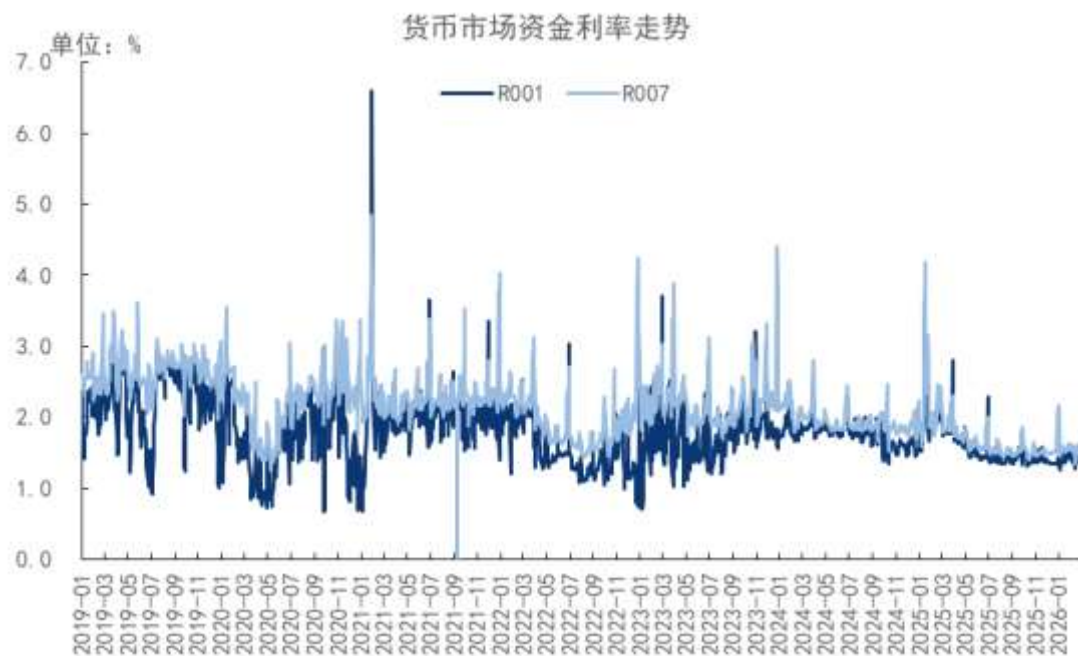
表2：2月各品种债券收益率变动（单位：BP）

	3M	1Y	差值（1Y-3M）
国债	2	2	0
国开债	1	-1	-2
短融AAA	2	-1	-3
短融AA	1	-3	-4
短融AA-	1	-2	-3
同业存单AAA	-2	-3	-1
同业存单AA+	-2	-4	-2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

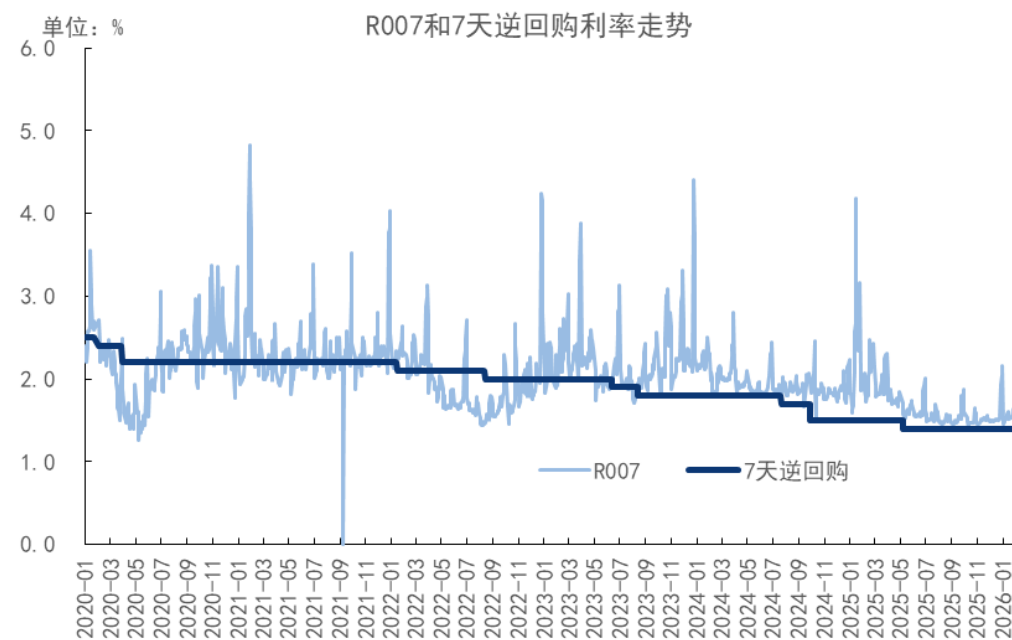
- 银行间回购利率：2月银行间货币市场利率月均值环比变化较小，R007与OMO-7D利差稳定：
  - ✓ 2月R001和R007月均值为1.40%和1.55%，较上月分别变化了-1BP和0BP；
  - ✓ 2月在春节的扰动下，R007波动区间均有所走阔，R001波动区间为【1.28%，1.47%】，R007波动区间【1.34%，1.61%】；
  - ✓ 2月央行7天逆回购政策利率保持不变，R007在政策利率上方波动，当月R007与OMO-7D利差均值为15BP，环比上月不变；

图1：货币市场资金利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：R007和政策利率走势

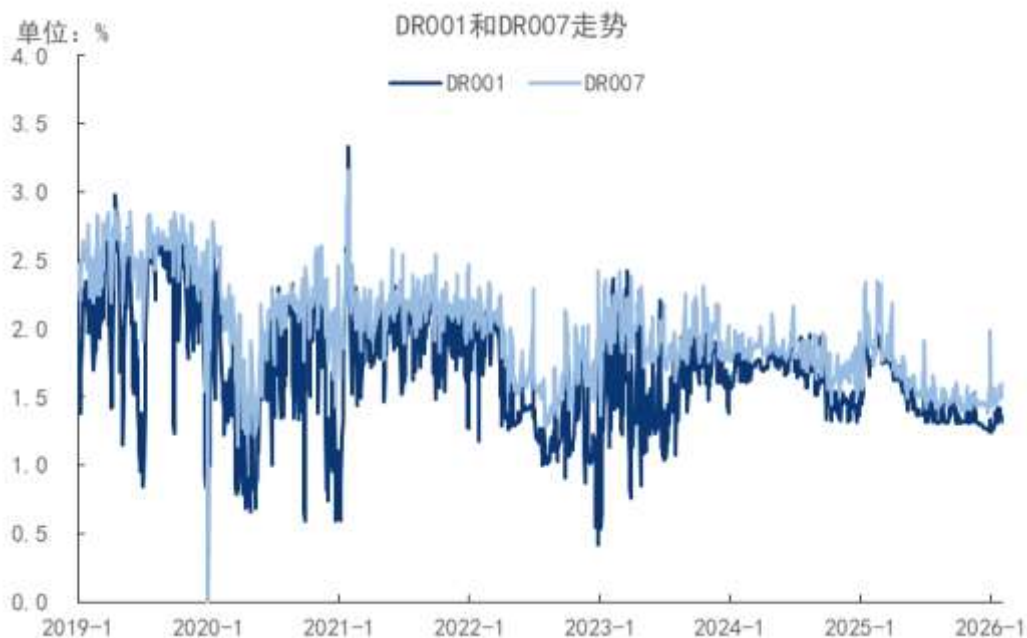


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 存款类机构回购利率：2月DR系列月均值环比变化较小：

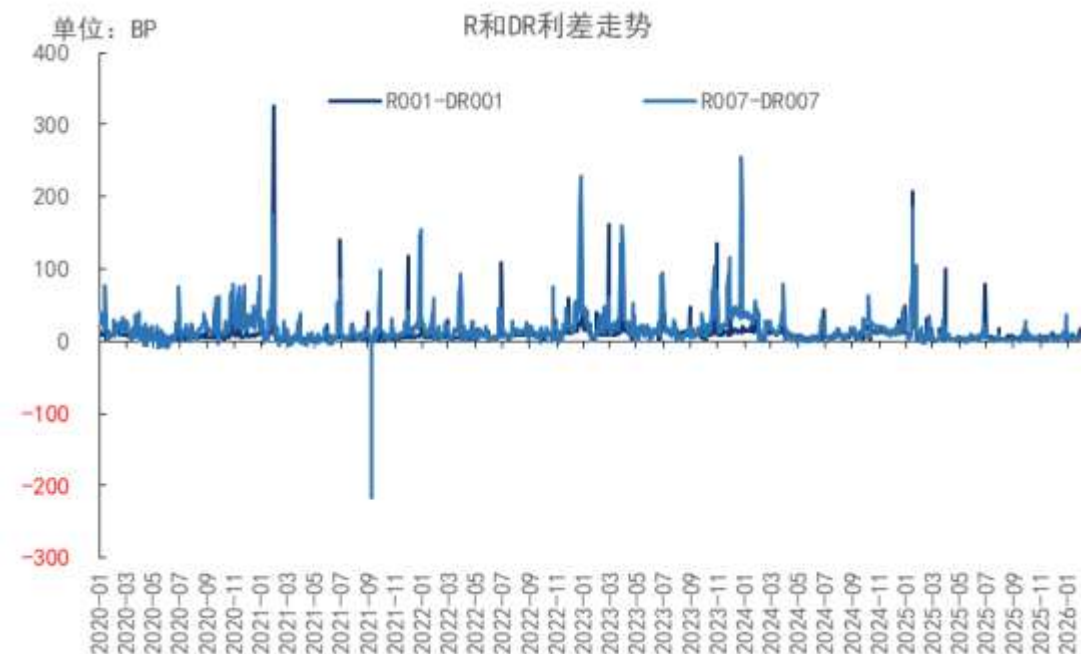
- ✓ 2月DR001和DR007月均值1.33%和1.49%，较上月分别变动了0BP和-1BP；
- ✓ 2月流动性分层有所走阔，银行间市场R和DR隔夜和7天的利差均值环比分别变动了0BP和1BP；

图3：DR001和DR007走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：R和DR利差走势



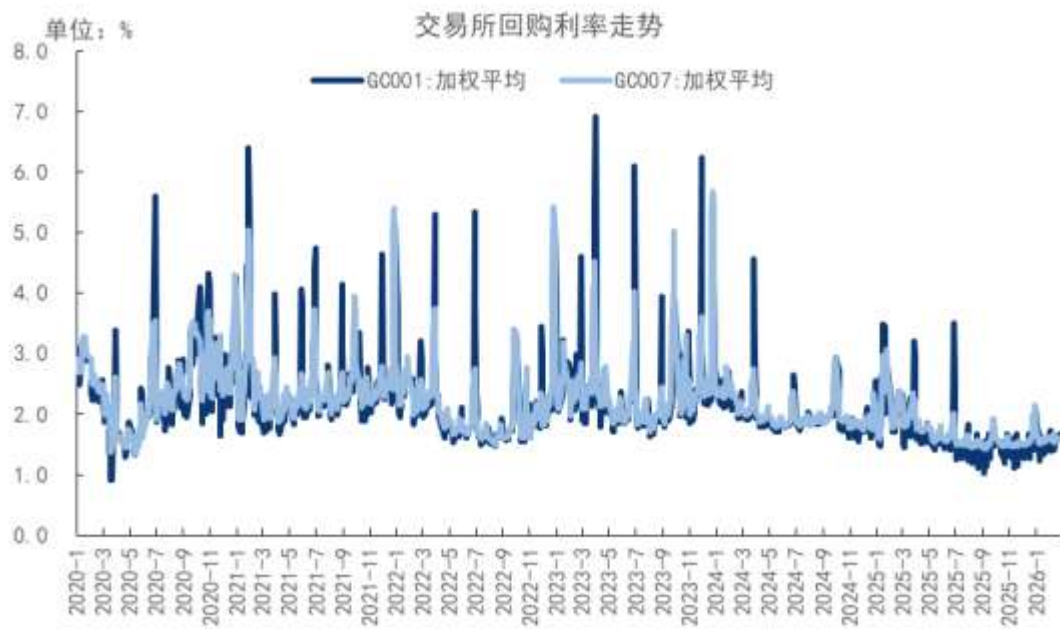
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 资金行情回顾——价格指标

## 交易所回购利率：2月交易所回购利率月均值大多上行，流动性分层略有走阔：

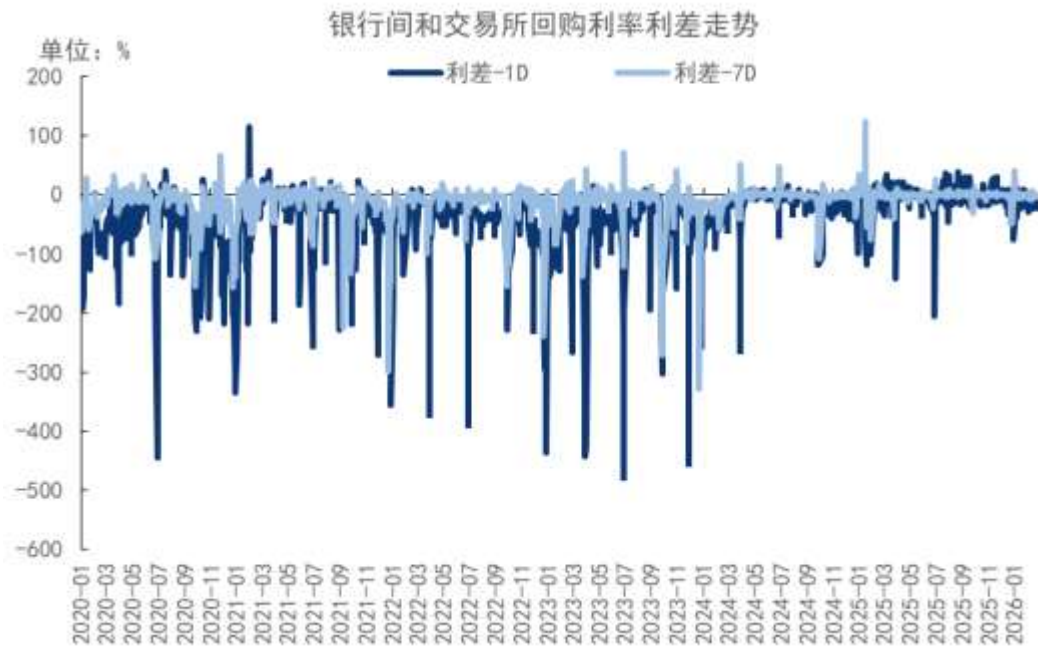
- ✓ 2月GC001和GC007月均值为1.57%和1.60%，较上月分别变动7BP和3BP；
- ✓ 2月交易所和银行间利率1天和7天利差均值较上月分别变化了8BP和4BP；

图5：交易所回购利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：银行间和交易所回购利率利差走势

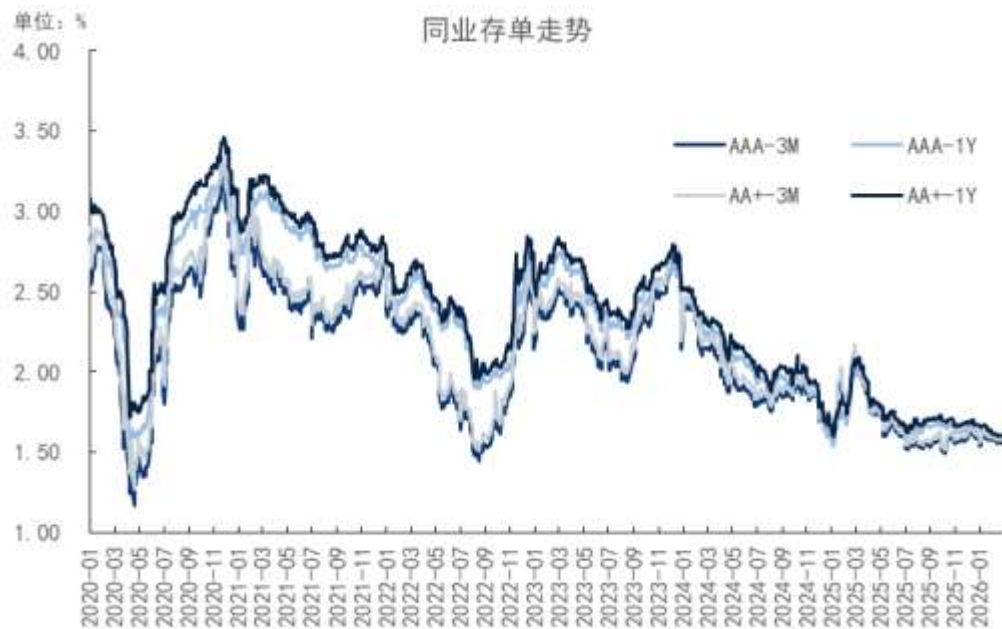


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## ➤ 同业存单利率：2月同业存单利率有所下行：

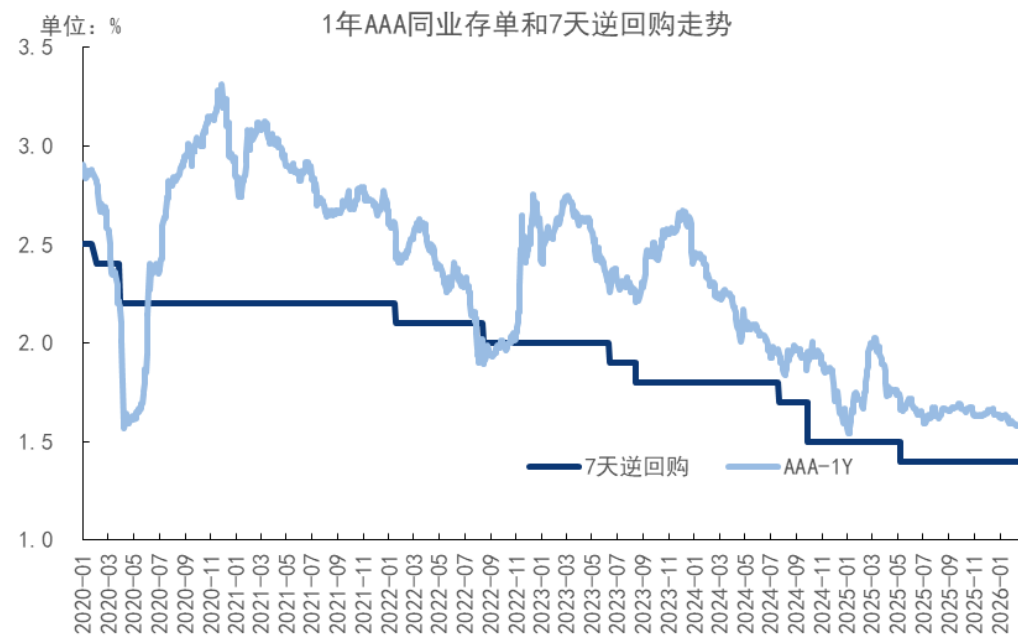
- ✓ 2月1年期高等级同业存单利率下行3BP，低等级同业存单利率下行4BP；
- ✓ 2月以来1年AAA同业存单利率和7天逆回购利率的利差波动收窄；

图7：同业存单走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：1年AAA同业存单和7天逆回购利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## ➤ 短期债券利率：2月短期债券利率月均值普遍下行：

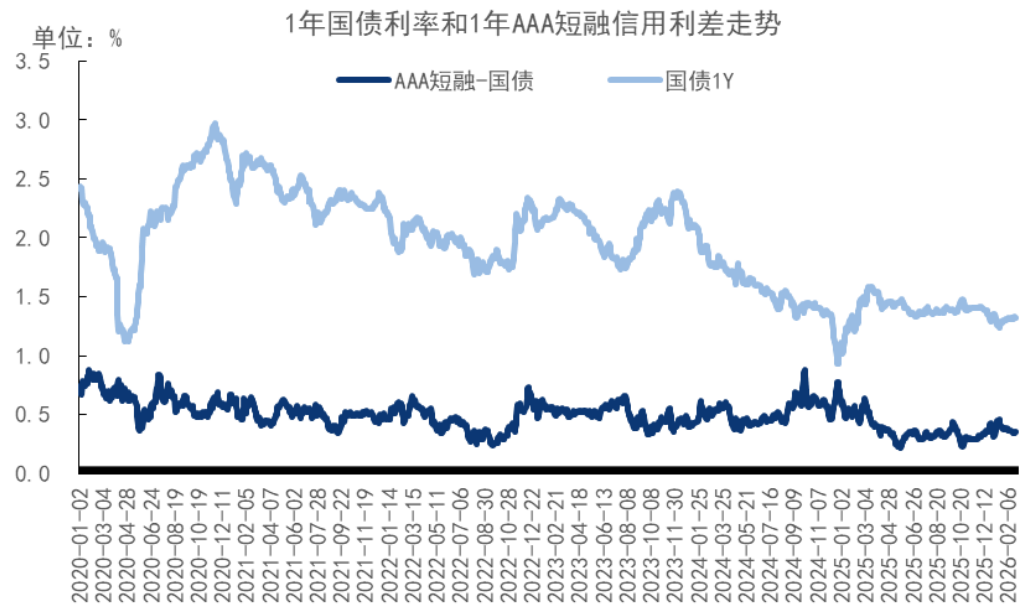
- ✓ 2月1年国债、1年国开债、1年AAA短融、1年AA短融和1年AA-短融均值分别为1.32%、1.58%、1.68%、1.76%和2.09%，较上月分别变动了2BP、-1BP、-1BP、-3BP和-2BP；
- ✓ 2月1年期AAA短融和国债利率利差较上月小幅收窄3BP；

图9：短期债券利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：1年国债利率和1年AAA短融信用利差走势



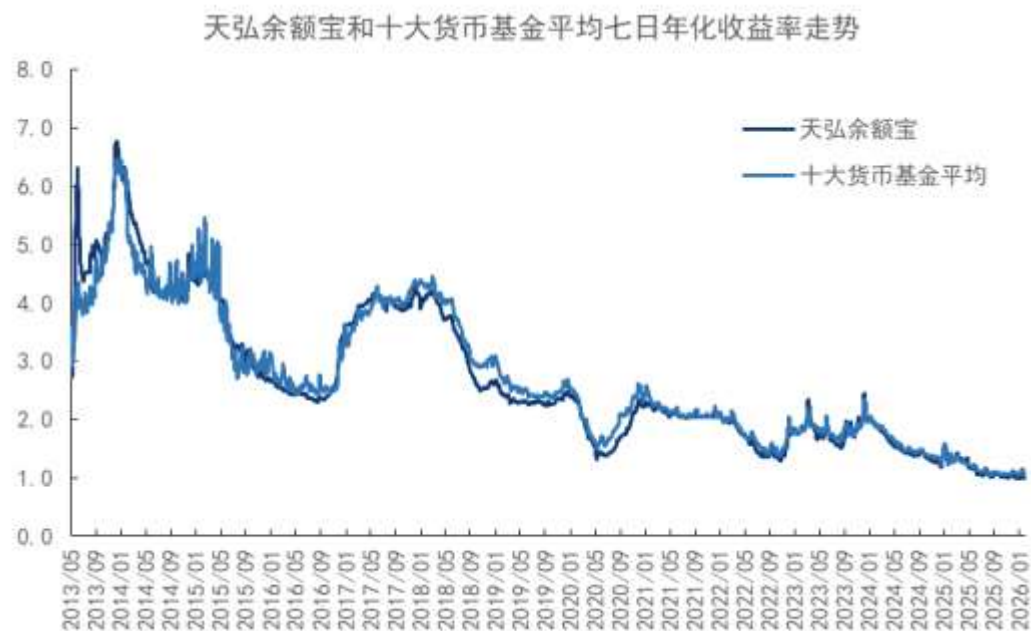
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 资金行情回顾——价格指标

## ➤ 2月余额宝收益率1.02%，十大货币基金平均收益较上月微幅回升：

- ✓ 货币基金7日年化收益率：2月的余额宝的7日年化收益率月均值小幅回升至1.02%；
- ✓ 2月余额宝和十大货币基金7日年化收益月均值较上月分别变动了1BP和0.2BP；

图11：天弘余额宝和十大货币基金平均七日年化收益率走势（2013年以来）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：天弘余额宝和十大货币基金平均七日年化收益率走势（2020年以来）

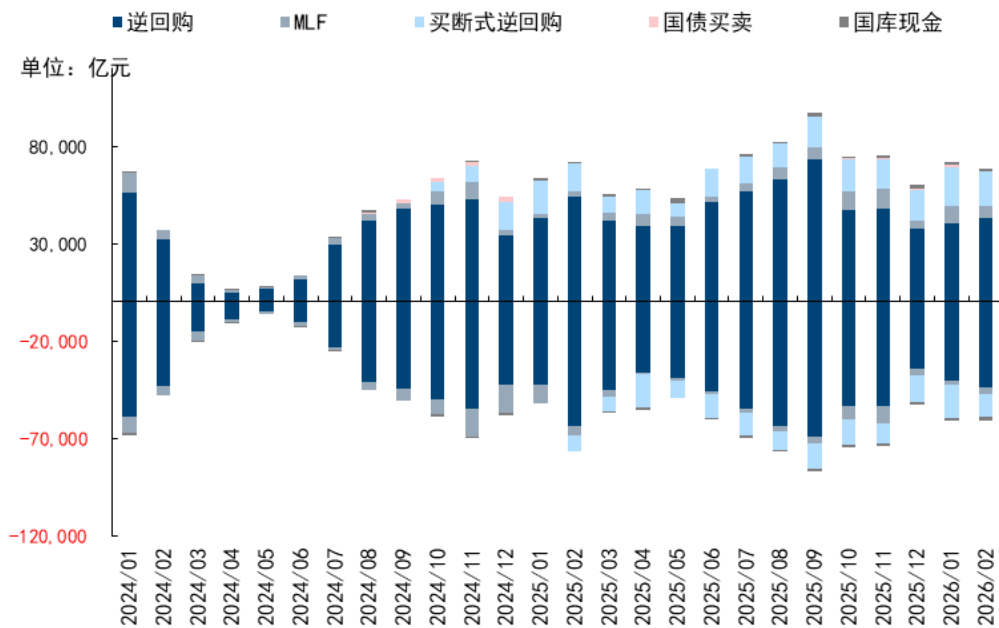


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 资金行情回顾——量指标

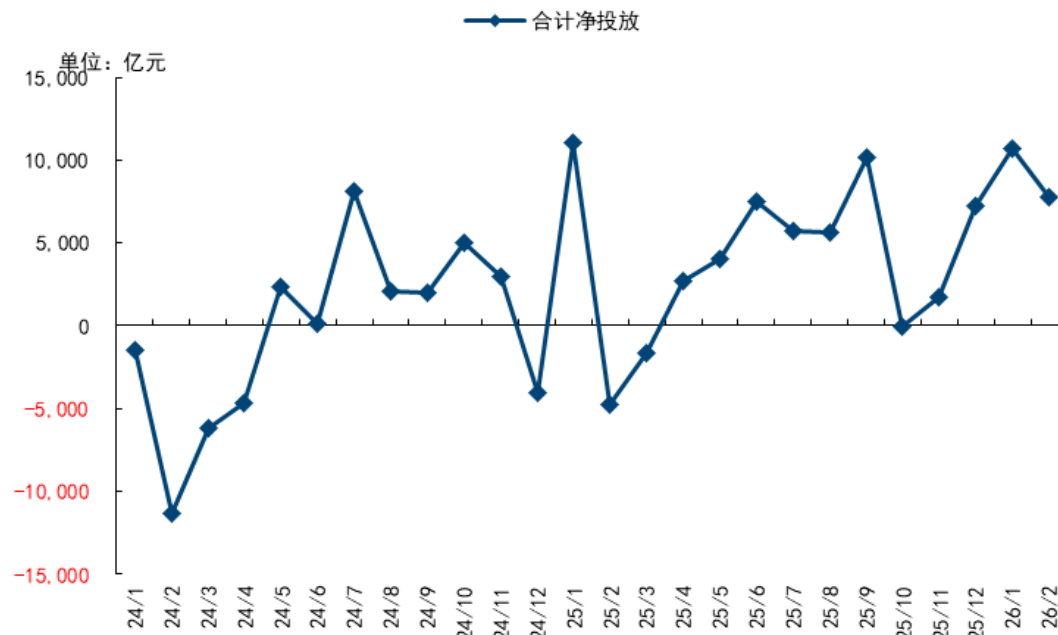
- 2月央行通过公开市场操作合计投放了7,795亿元流动性，环比上月减少：
  - ✓ 2月央行开展了42,989亿元逆回购操作，合计净回笼短期流动性1,205亿元，环比上月回笼量增加；
  - ✓ 2月央行通过MLF、买断式逆回购合计投放了中期流动性9,000亿元。

图13：央行月度投放及到期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：央行合计净投放流动性

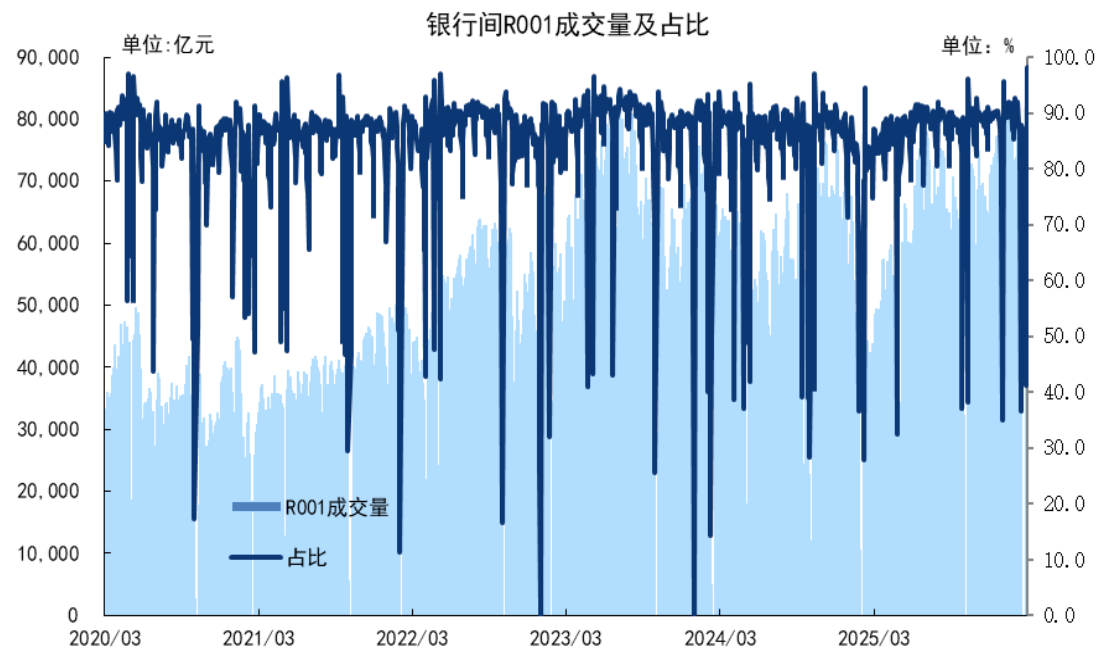


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## ➤ 2月银行间和交易所隔夜成交量和占比较上月均有所减少：

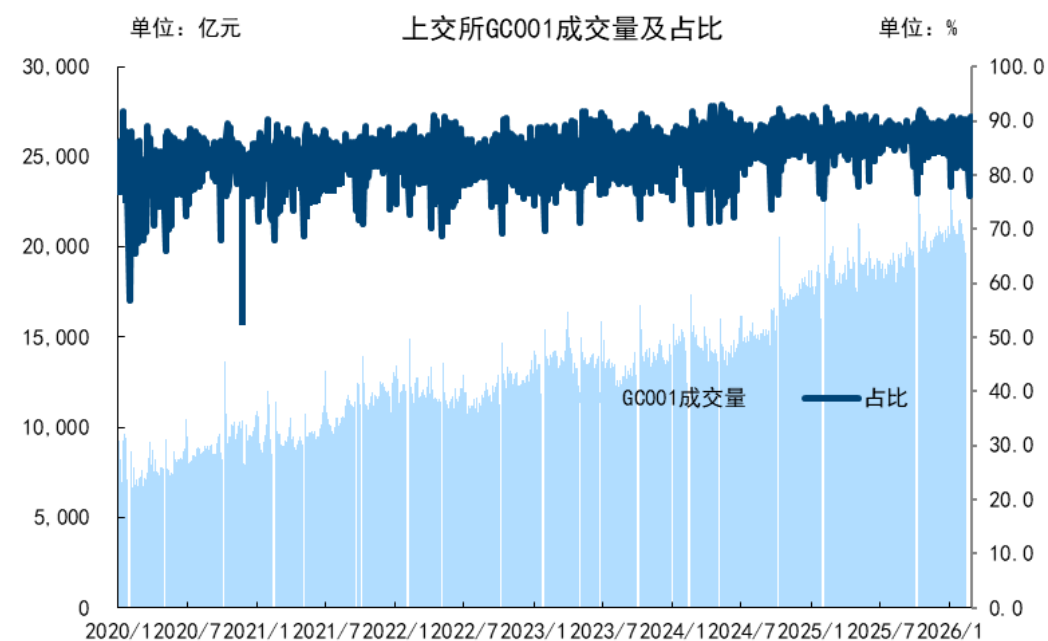
- ✓ 银行间方面，2月R001日均成交量6.09万亿，占比82.0%，成交量和占比均较上月有所下降；
- ✓ 交易所方面，2月GC001日均成交量2.06万亿，占比86.2%，成交量较上月也有所下降；

图15：银行间R001成交量及占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16：上交所GC001成交量及占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## ➤ 2月银行间和交易所回购利率波动率较上月下降：

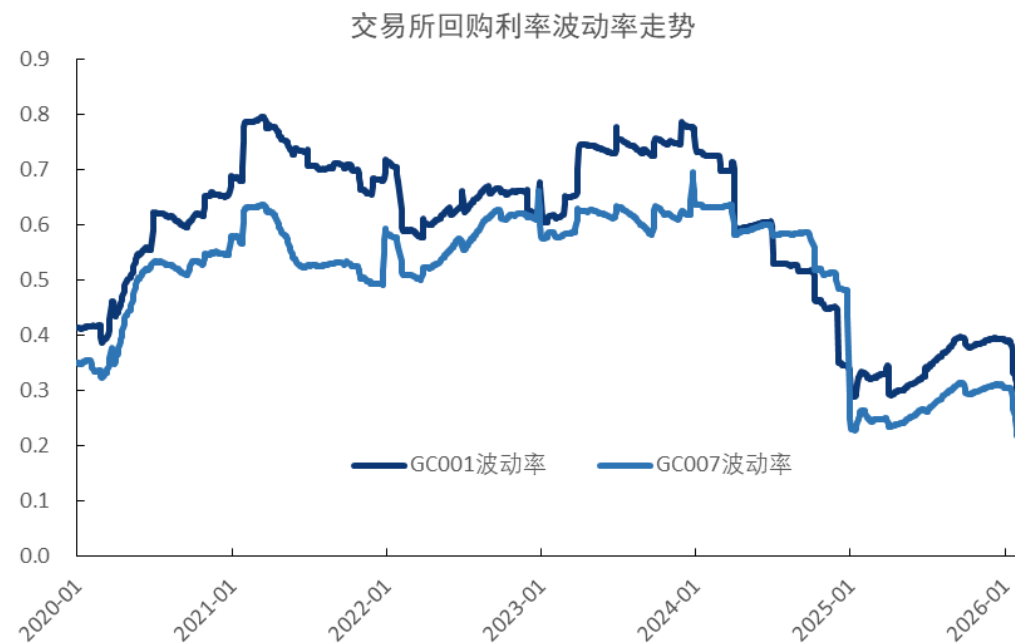
- ✓  $V(R001) = 0.19$ ,  $V(R007) = 0.18$  (2月底数据)；
- ✓  $V(GC001) = 0.28$ ,  $V(GC007) = 0.19$  (2月底数据)；

图17：银行间回购利率波动率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18：交易所回购利率波动率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## ● 资金行情回顾

- ✓ 价指标一览：2月资金价格低位波动，但交易所回购利率小幅上行
- ✓ 量指标一览：2月央行净投放环比有所下降

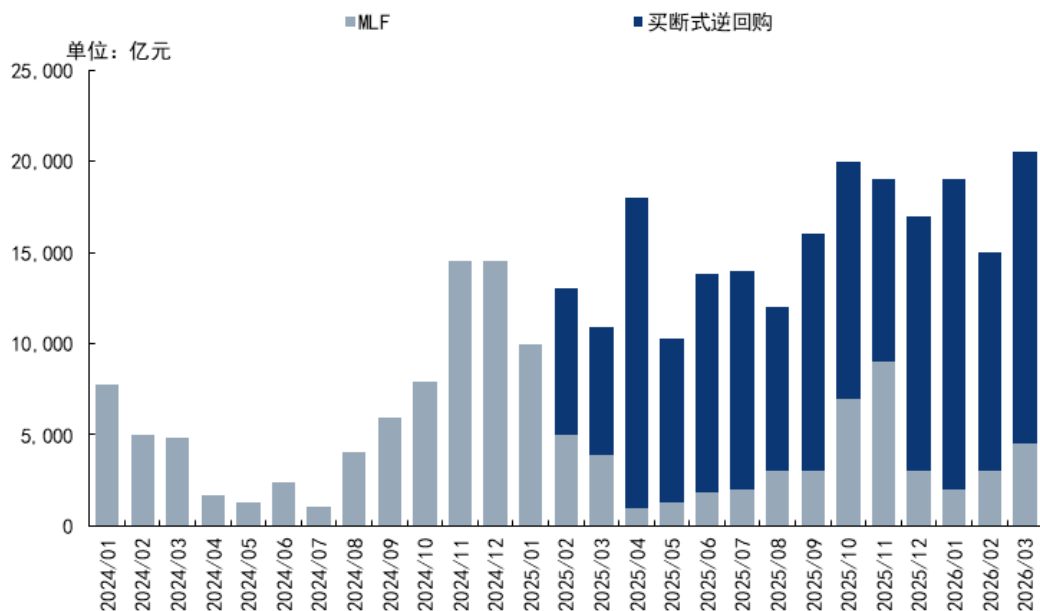
## ● 资金瞭望

- ✓ 资金面压力：3月买断式逆回购、MLF和同业存单到期压力较大
- ✓ 资金面供给：央行呵护态度较为明确，季末财政支出加大
- ✓ 主要结论：预计3月市场利率延续低位震荡

## ➤ 3月资金压力较大：

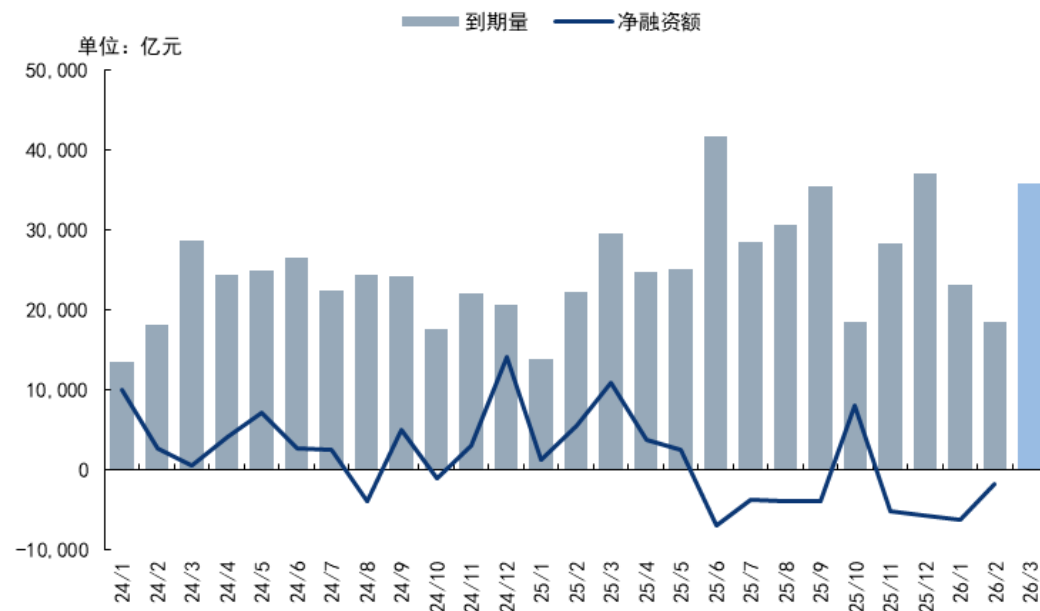
- ✓ 买断式逆回购到期：3月有16,000亿元买断式逆回购到期，包括10,000亿元3个月期限和6,000亿元6个月期限。
- ✓ MLF到期：3月有4,500亿元MLF到期，环比2月大幅增加。
- ✓ 同业存单到期：3月有3.59万亿的同业存单到期，环比2月大幅增加。
- ✓ 另外，3月为政府债发行高峰期，缴款期对流动性形成阶段性抽离。

图19：3月MLF和买断式逆回购到期压力



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图20：3月同业存单到期压力



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## ➤ 央行呵护态度明确，季末财政性支出增加：

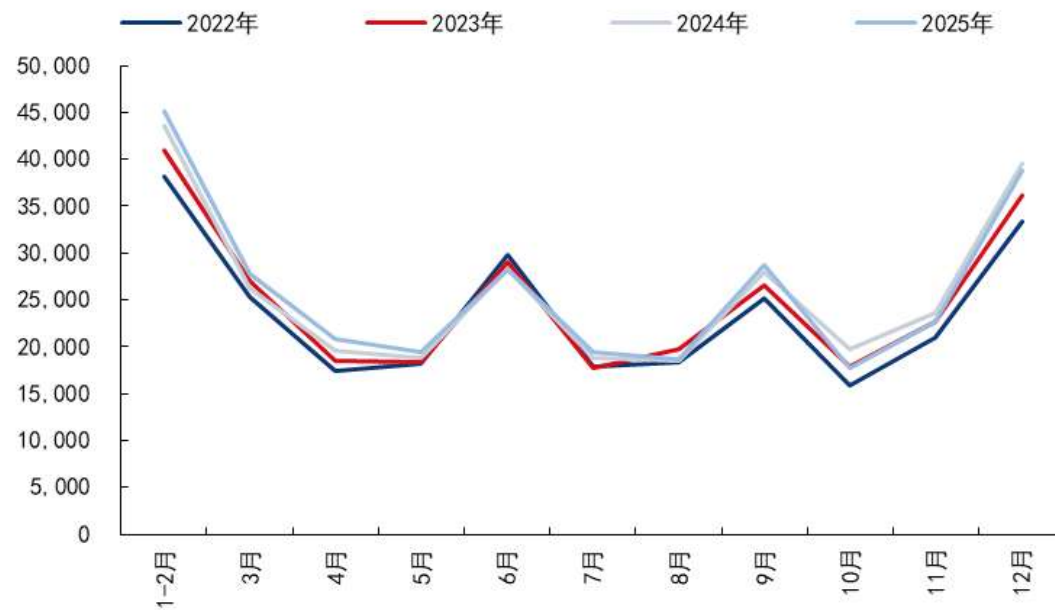
- ✓ 2026年央行工作会议提出灵活高效运用降准、降息等工具，保持流动性充裕，引导社会综合融资成本低位运行。央行已连续12个月加量续作MLF，同时连续9个月加量续作买断式逆回购，对流动性呵护的态度较为明确。
- ✓ 3月季末为传统财政支出大月，政府债发行资金加速拨付，预计将对流动性形成补充。

图21：MLF和买断式逆回购净投放情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：一般公共预算支出季节性规律



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 季节性规律

## ➤ 历史同期对比:

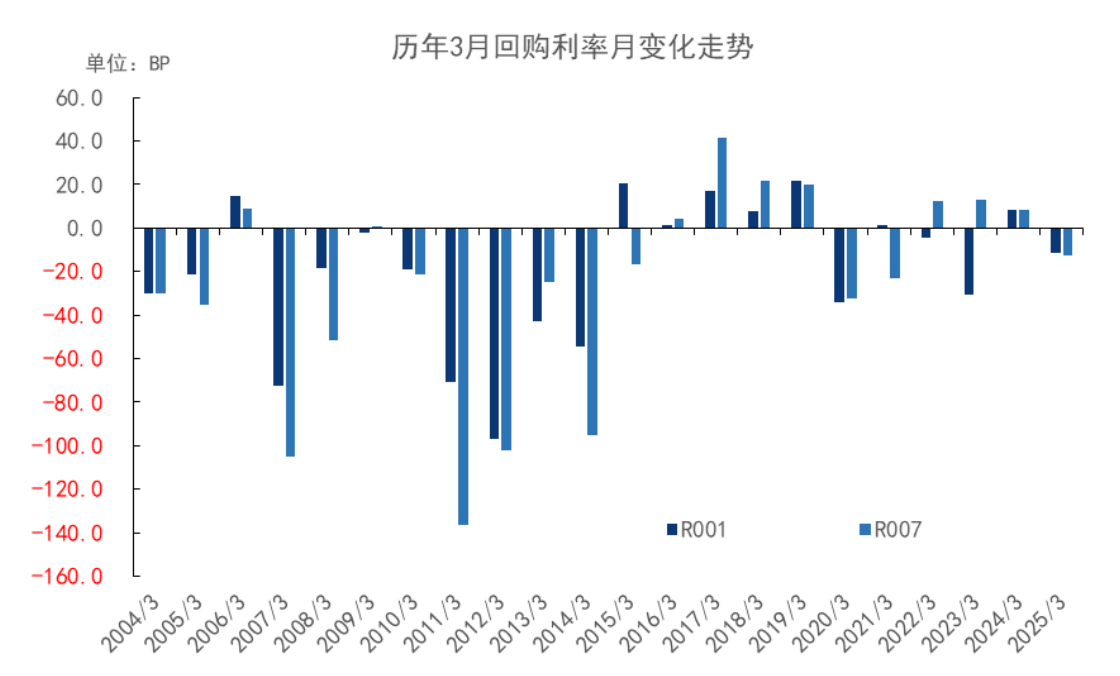
✓ 3月银行间回购利率多数上行，2022-2025年，3月R007月均变动的平均数为5BP。

图23：历年2月回购利率月变化走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图24：历年3月回购利率月变化走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 主要结论：后期货币市场总体状况瞭望

## ➤ 央行呵护态度明确，预计3月市场利率延续低位震荡：

- ✓ 压力层面，3月MLF、同业存单及买断式逆回购迎来集中到期小高峰，预计对资金面形成阶段性扰动。
- ✓ 供给方面，央行会议定调2026年继续实施稳健宽松的货币政策，在投放方面也展现出呵护的态度，预计3月季末仍将维持流动性合理充裕的操作取向；另外，季末财政性支出往往季节性增加，也会给市场带来流动性供给。
- ✓ 季节性方面，3月季末考核等因素通常会带来阶段性资金收紧压力。
- ✓ 综合来看，预计3月市场利率中枢延续低位运行，但受多重因素影响，月内波动或将有所加大。

- ✓ 政策变动或刺激力度减弱；
- ✓ 经济增长不及预期；
- ✓ 海外经济出现衰退，美联储政策调整；

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032