

霍尔木兹海峡“停摆” 警惕猪油共振预期发酵

宏观利率周报（20260302-20260306）

研报摘要

- **核心观点:** 制造业 PMI 不及预期, 基本面对债市延续友好态势。重要会议公布 2026 年 GDP 增速目标 4.5-5%, 发改委预计 GDP 增量超 6 万亿, 经济增长及物价回升压力不大。财政资金安排更重质效, 货币政策再提“促进社会综合融资成本低位运行”。霍尔木兹海峡已经“停摆”, 各国逐步加大资源品出口限制, 输入型通胀压力出现。总的来看, 地缘政治引发的油价变动高点和持续性都较难把握。油价飙升带来的“通胀叙事”担忧引起海外资本市场出现波动, “滞胀”预期下股债双杀。油价波动降温后, 人民币债券市场将会继续回到自身的交易主线, 但仍需警惕下半年猪油共振拐点。
- **行情回顾:** 节后央行大幅回收流动性。银行间市场资金价格节后先上后下, 波动下行, 资金面继续宽松。围绕两会和短期内降息的交易基本结束, 现券收益率窄幅震荡分化, 利率曲线小幅陡峭化。具体来看, 年后两周 1 年期国债下行 3.60bp 至 1.27%, 10 年期国债上行 0.9bp 至 1.79%, 30 年期国债上行 1.15bp 至 2.23%。国债期货先跌后涨, 整体超长端领跌。30 年期合约节后下跌 0.05%, TL 合约正基差扩大。10 年期合约上涨 0.03%, T 合约正基差收窄。
- **风险提示:** 资金面超预期收敛; 货币政策超预期变化; 机构和个人投资行为不确定性。

证券分析师

陈巧巧

S0670525010001

chenqiaoqiao@jrjzq.com.cn

目录

一、本周利率行情回顾.....	4
二、下周展望.....	4
三、风险提示.....	4

图表目录

图 1: 国债收益率走势 (%)	5
图 2: 中债国债收益率曲线 (%)	5
图 3: 国债收益率期限利差 (%)	5
图 4: 本周利率涨跌幅 (BP)	5
图 5: 国债期货与股指期货 (2024/12/31=1)	5
图 6: 国开债隐含税率 (%; 1-国债利率/国开债利率)	5
图 7: 本周新发政府债券 (亿元)	6
图 8: 本月新发政府债券 (亿元)	6
图 9: 7 天逆回购及银行间质押利率	6
图 10: 存单与 DR007 收益率 (%)	6
图 11: Shibor 与人民币中间价 (%; 汇率次轴)	6
图 12: Hibor 与 USDKD (%) (汇率次轴)	6
图 13: 主要国家汇率涨跌幅	7
图 14: 全球主要股票市场及国际定价大宗涨跌 (%)	7
图 15: 美国国债利率期限结构 (%)	7
图 16: VIX	7
图 17: 中美利差 (%)	7
图 18: 人民币相对美元汇率逆周期力度	7
图 19: 猪肉平均批发价 (元/公斤)	8
图 20: 蔬菜批发价格指数 (2015=100)	8
图 21: 布伦特原油 (美元/桶)	8
图 22: 焦煤 (元/吨)	8
图 23: 螺纹钢 (元/吨)	8
图 24: 阴极铜 (元/吨)	8
图 25: 粗钢产量 (万吨/天)	9
图 26: 高炉开工率 (%)	9
图 27: 进出口运价指数	9
图 28: 江浙涤纶长丝下游织机开工率 (%)	9
图 29: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	9
图 30: 百城土地成交面积 (万平方米)	9

一、本周利率行情回顾

(1) 公开市场操作：节前央行操作“呵护”意图较强，公开市场操作净投放过万亿。节后央行大幅回收流动性。第一周，7D 逆回购净投放 7886 亿元，14D 逆回购净回笼 14000 亿元，MLF 净投放 3000 亿元，国库现金定存到期 1500 亿元；第二周，7D 逆回购净回笼 13,634 亿元，91D 买断式逆回购净回笼 2000 亿元，合计净收回接近 2 万亿。

(2) 资金面：银行间市场资金利率节后先上后下，波动下行，资金面继续宽松。DR001 从节后开盘的 1.37% 附近波动下行至 3 月 6 日的 1.32% 附近，R001 从 1.45% 附近下行至 1.39% 附近；7 天资金利率继续低位波动，DR007 从节后的 1.55% 下行至 1.41% 附近，R007 从 1.61% 线下行至 1.49%。

(3) 现券：围绕两会和短期内降息的交易基本结束，现券收益率窄幅震荡分化，利率曲线小幅陡峭化。具体来看，年后两周 1 年期国债下行 3.60bp 至 1.27%，10 年期国债上行 0.9bp 至 1.79%，30 年期国债上行 1.15bp 至 2.23%。

(4) 国债期货：节后国债期货先跌后涨，整体超长端领跌。30 年期合约节后下跌 0.05%，TL 合约正基差扩大。10 年期合约上涨 0.03%，T 合约正基差收窄。

二、下周展望

基本面方面，在春节错位及超长假期下，2 月制造业 PMI 超预期下滑 0.3 个百分点至 49.0，1 月和 2 月制造业 PMI 均不及预期，基本面对债市延续友好态势。

政策方面，重要会议公布 2026 年 GDP 增速目标 4.5-5%，对于经济增长总量诉求不高。发改委预计 GDP 增量超 6 万亿，隐含 GDP 平减指数回升压力不大。从财政资金安排来看，消费品以旧换新补贴减少 500 亿；地方专项债资金重点用途不再包括土地和房产收储，而转向化债；对基建投资也更重质效。货币政策再提“促进社会综合融资成本低位运行”，难以实质性收紧，但继续放松空间同样有限。海外环境方面，霍尔木兹海峡已经“停摆”，各国逐步加大资源品出口限制，输入型通胀压力出现。

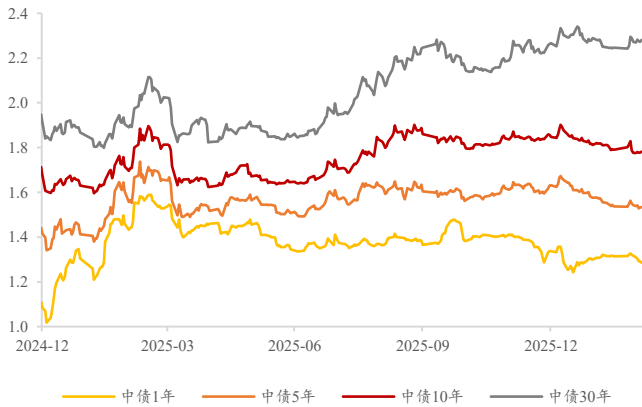
总的来看，地缘政治引发的油价变动高点和持续性都较难把握。油价飙升带来的“通胀叙事”担忧引起海外资本市场大幅波动，“滞胀”预期下出现股债双杀。油价降温后，人民币债券市场将会继续回到自身的交易主线，但仍需警惕下半年猪油共振拐点。

三、风险提示

资金面超预期收敛；货币政策超预期变化；机构和个人投资行为不确定性。

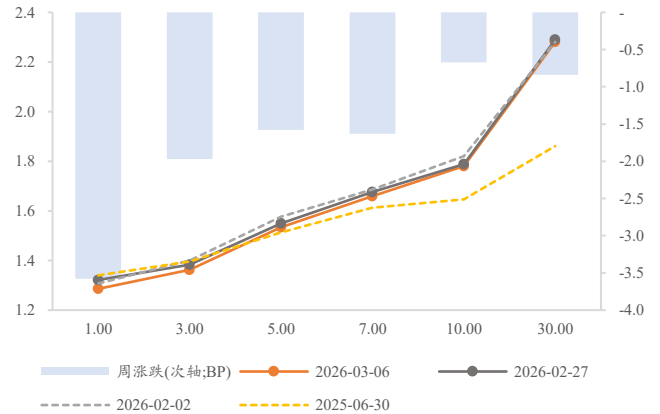
附表一、利率行情

图 1：国债收益率走势 (%)



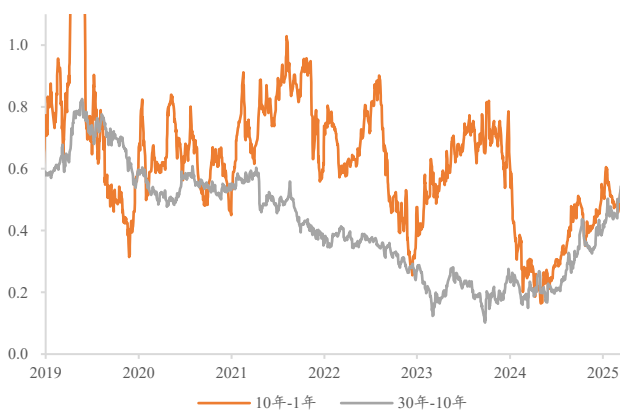
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 2：中债国债收益率曲线 (%)



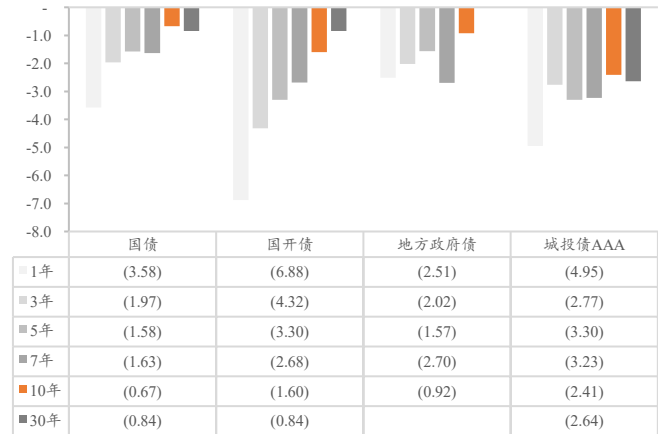
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 3：国债收益率期限利差 (%)



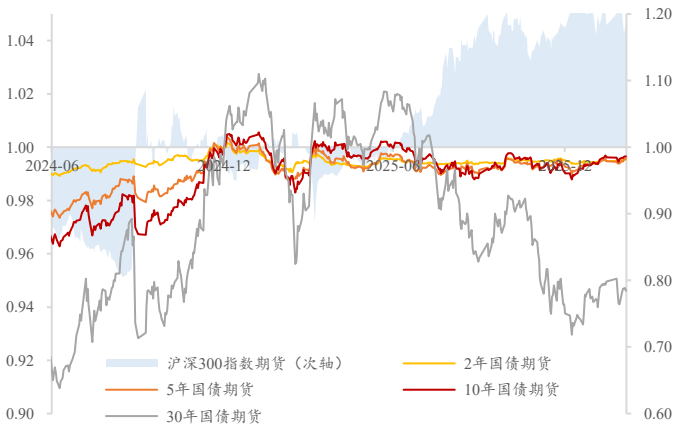
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 4：本周利率涨跌幅 (BP)



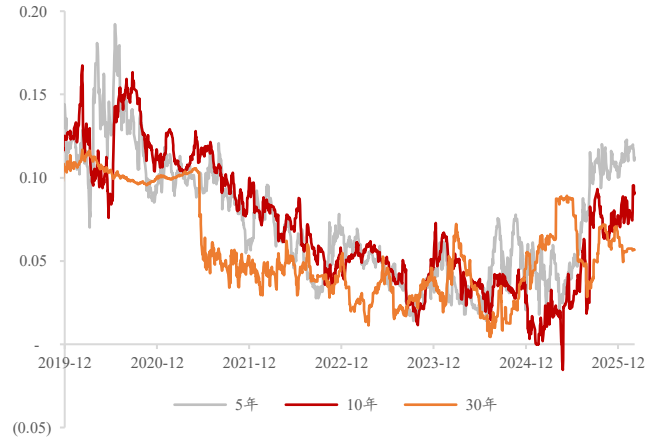
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 5：国债期货与股指期货 (2024/12/31=1)



资料来源：wind，金融街证券研究所

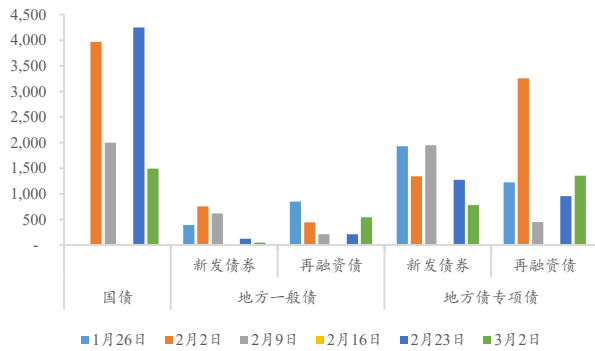
图 6：国开债隐含税率 (%)；1-国债利率/国开债利率)



资料来源：wind，金融街证券研究所

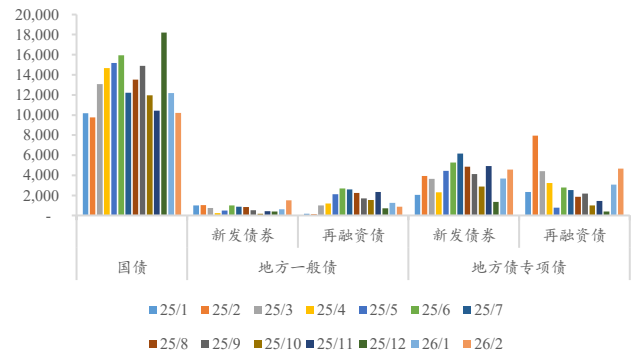
附表二、政府债券发行与流动性

图 7：本周新发政府债券（亿元）



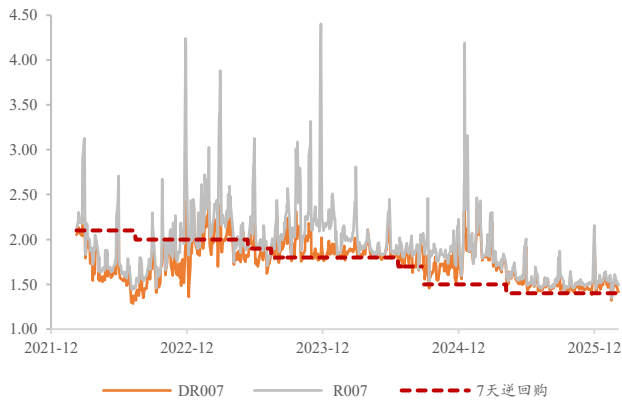
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 8：本月新发政府债券（亿元）



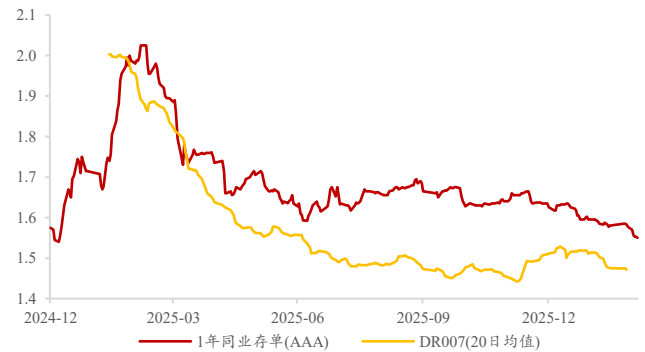
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 9：7 天逆回购及银行间质押利率



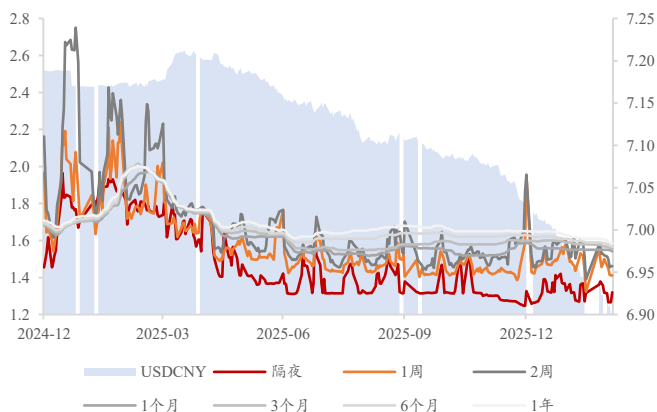
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 10：存单与 DR007 收益率（%）



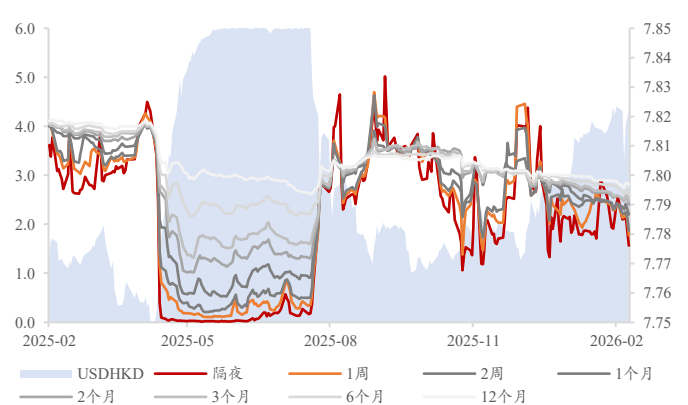
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 11：Shibor 与人民币中间价（%；汇率次轴）



资料来源：wind，金融街证券研究所

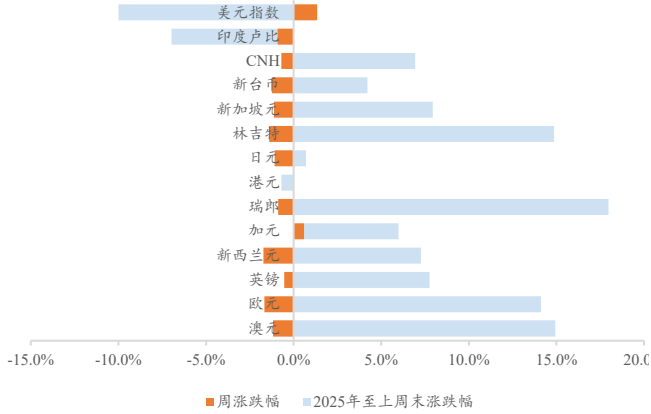
图 12：Hibor 与 USDHKD（%；汇率次轴）



资料来源：wind，金融街证券研究所

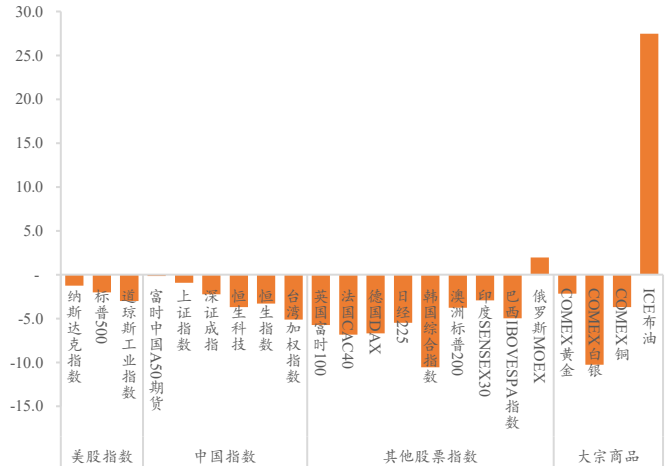
附表三、海外环境

图 13：主要国家汇率涨跌幅



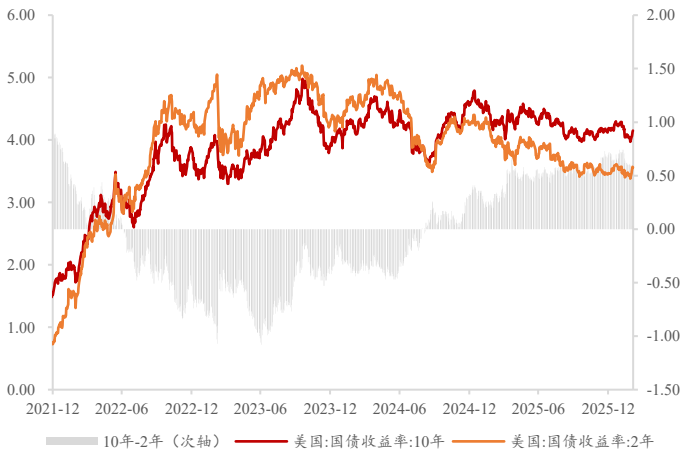
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 14：全球主要股票市场及国际定价大宗涨跌 (%)



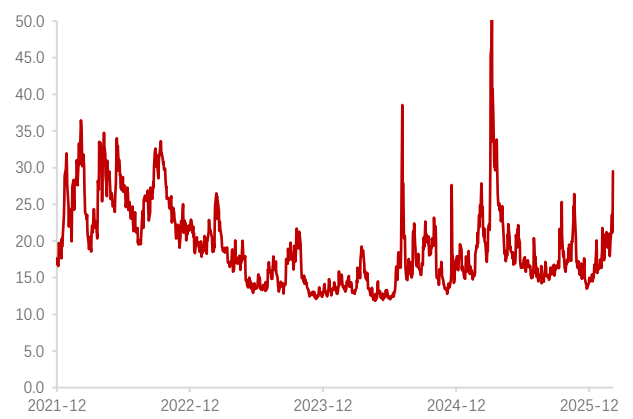
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 15：美国国债利率期限结构 (%)



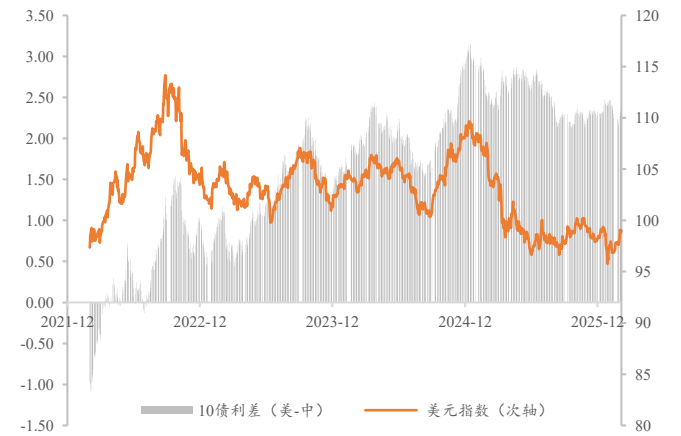
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 16：VIX



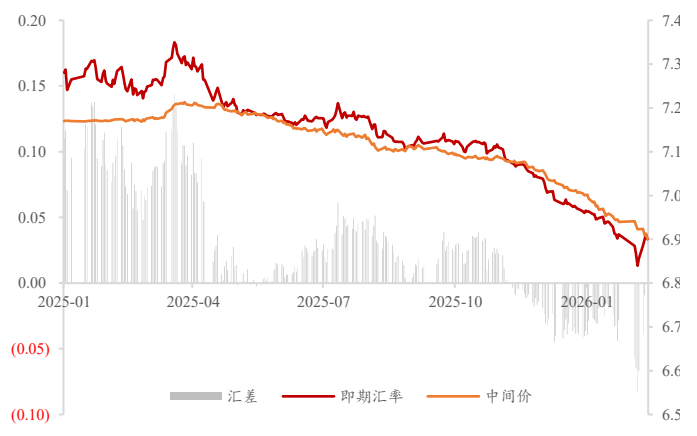
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 17：中美利差 (%)



资料来源：wind，金融街证券研究所

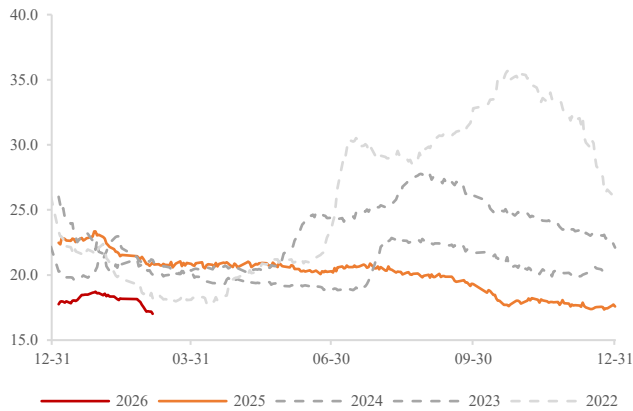
图 18：人民币相对美元汇率逆周期力度



资料来源：wind，金融街证券研究所

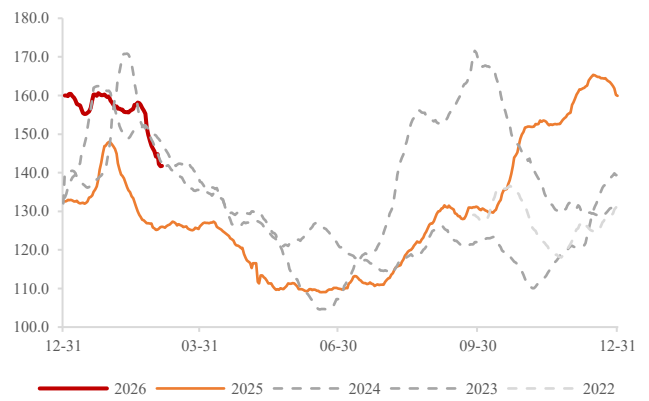
附表四、通胀变化

图 19: 猪肉平均批发价 (元/公斤)



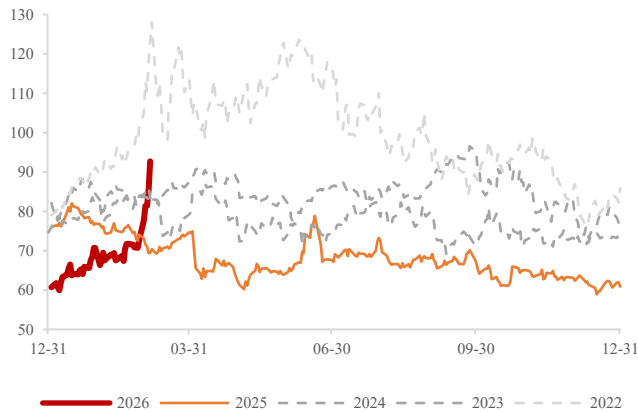
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 20: 蔬菜批发价格指数 (2015=100)



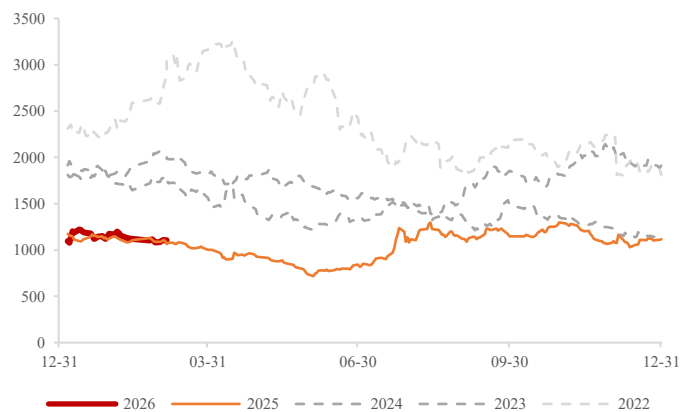
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 21: 布伦特原油 (美元/桶)



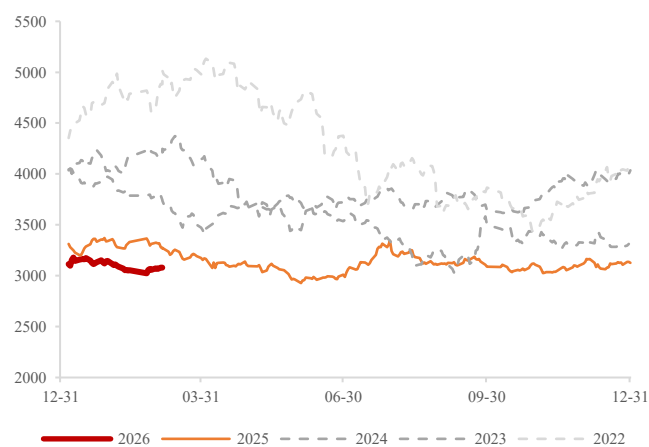
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 22: 焦煤 (元/吨)



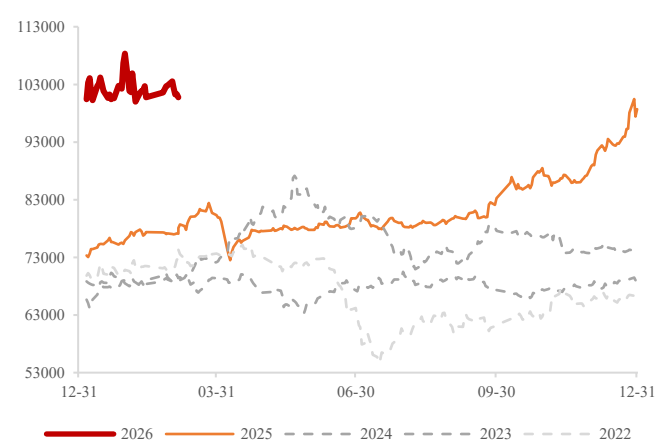
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 23: 螺纹钢 (元/吨)



资料来源: wind, 金融街证券研究所

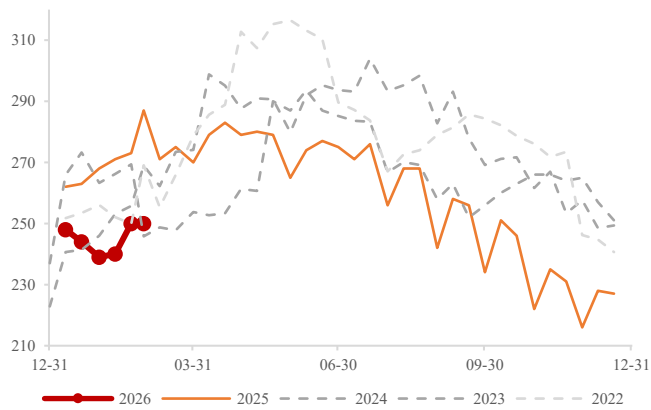
图 24: 阴极铜 (元/吨)



资料来源: wind, 金融街证券研究所

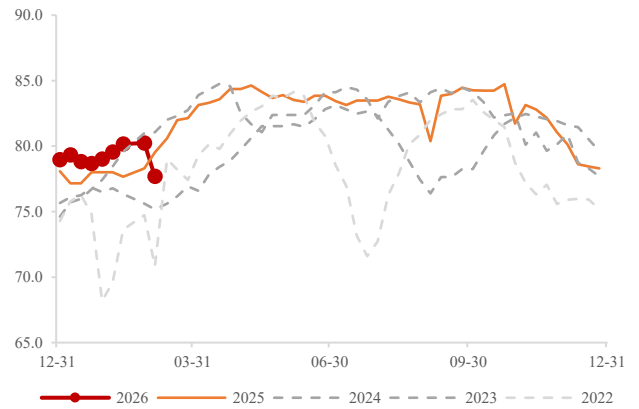
附表五、实体需求

图 25: 粗钢产量 (万吨/天)



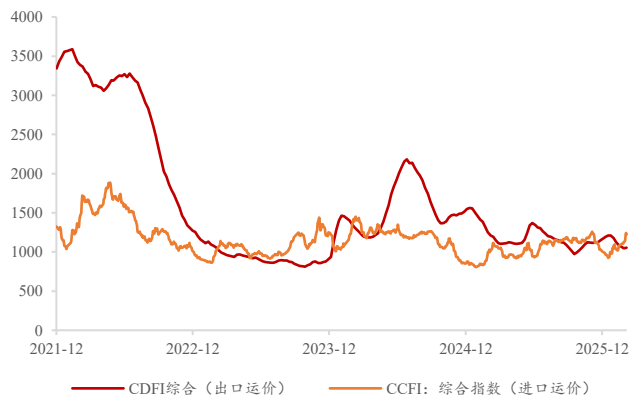
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 26: 高炉开工率 (%)



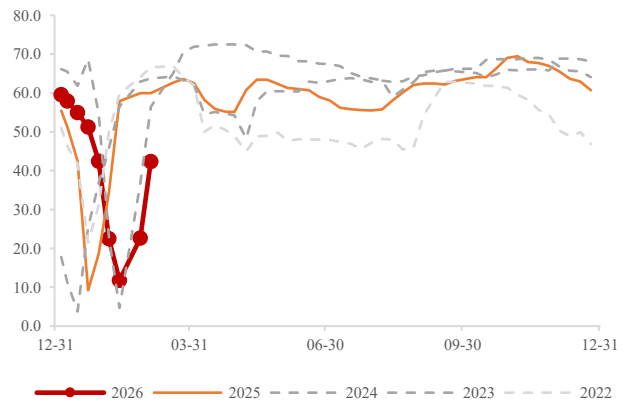
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 27: 进出口运价指数



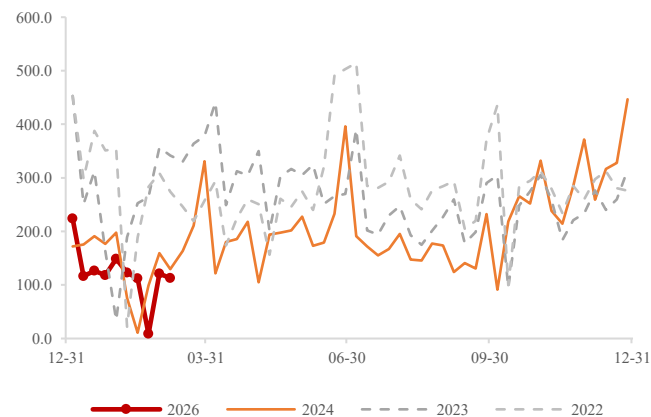
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 28: 江浙涤纶长丝下游织机开工率 (%)



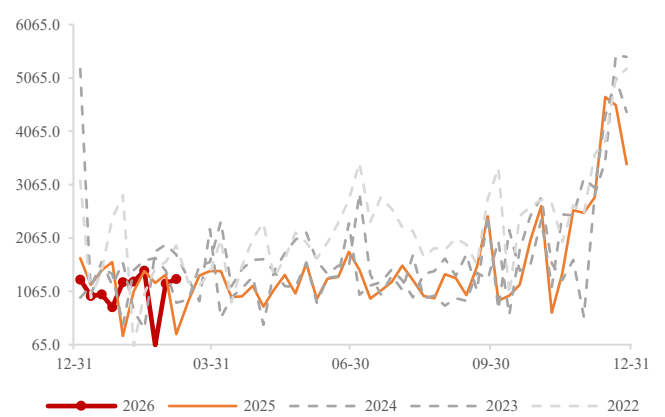
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 29: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 30: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 金融街证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上 增持--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20% 持有--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10% 卖出--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上 中性--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%-5% 弱于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数--沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关方法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。