

基本面弱复苏叠加输入性通胀 利率曲线陡峭化

宏观利率周报（20260309-20260320）

研报摘要

● **核心观点：**基本面方面，1-2月经济数据回暖支撑长端利率坚挺。政策方面，据上海证券报的报道，部分成员银行参加市场利率定价自律机制会议，被要求加强自律管理，高于7天逆回购OMO政策利率（1.4%）的同业活期存款规模季度末占比不超过10%-20%，或涉及超10万亿同业存款市场。市场流动性的平稳以及同业存款利率的压降等因素，共同促进短端利率的下行。海外方面，中东冲突升级，霍尔木兹海峡航道受阻，全球石油供给减少，油价中枢难有明显回落，强化“滞胀”预期。国债期货，尤其超长端TL合约正基差扩大，显示市场对未来利率上行的预期溢价。总的来看，最近两周中东冲突升级强化“滞胀”预期，虽然国内市场流动性维持平稳宽松态势，但资本市场已部分定价油价冲击的或有影响，股、债、商均形成压力，“股债跷跷板”失效，并将在地缘冲突缓和前持续。对比俄乌冲突时期，2021年末离岸美元债风险刚开始向国内传导，而近期地产风险已大幅释放，房价环比降幅持续收窄；新能源和电气化布局超前，能源安全相对可控；制造业供应链稳定，产业全球布局，输入性通胀实际影响仍有待商榷。但在“滞胀”预期未被证伪前，仍为交易主线，对长端利率形成制约。

● **行情回顾：**最近两周，央行小幅回收流动性。银行间市场资金利率节后低位稳定，资金面继续宽松。现券市场呈现显著的曲线陡峭化特征，短端在资金面支撑下偏强，而长端受通胀预期及经济数据向好影响承压下跌，期限利差明显走扩。具体来看，近两周1年期国债下行2.9bp，10年期国债上行4.65bp，30年期国债上行6.85bp。国债期货继续下跌，超长端领跌。30年期合约下跌1.87%，TL合约正基差扩大。10年期合约下跌0.26%，T合约正基差扩大。

● **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
一、本周利率行情回顾.....	4
二、下周展望.....	4
三、风险提示.....	4
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结构 (%)	5
图 3: 政府债券与城投债收益率双周涨跌幅 (BP)	5
图 4: 活跃券收益率曲线结构 (%)	5
图 5: 国债期货价格走势	5
图 6: 国债期货基差走势	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: 国债发行净融资进度	6
图 10: 地方一般债发行进度	6
图 11: 地方专项债发行进度	6
图 12: 地方再融资债发行扣减地方债偿还 (亿元)	6
图 13: 7 天逆回购、银行间质押利率及 1 年存单利率 (%)	7
图 14: 银行间隔夜及 7 天质押利率 (%)	7
图 15: Shibor 与人民币中间价 (%; 汇率次轴)	7
图 16: 中债国债期限利差趋势 (%)	7
图 17: 国开债隐含税率 (%)	7
图 18: 国债期货与股指期货价格 (2025 年末=1)	7
图 19: 人民币相对美元汇率逆周期力度	8
图 20: 主要国家汇率涨跌幅	8
图 21: 香港汇率与 Hibor 利率 (%)	8
图 22: 中美利差与美元指数 (%; 点)	8
图 23: 全球主要股指及商品价格双周涨跌幅 (%)	8
图 24: VIX	8
图 25: 猪肉平均批发价 (元/公斤)	9
图 26: 蔬菜批发价格指数 (2015=100)	9
图 27: 布伦特原油 (美元/桶)	9
图 28: 焦煤 (元/吨)	9
图 29: 螺纹钢 (元/吨)	9
图 30: 阴极铜 (元/吨)	9
图 31: 粗钢产量 (万吨/天)	10
图 32: 高炉开工率 (%)	10
图 33: 进出口运价指数	10
图 34: 江浙涤纶长丝下游织机开工率 (%)	10
图 35: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	10
图 36: 百城土地成交面积 (万平方米)	10

一、本周利率行情回顾

(1) 公开市场操作：最近两周，央行小幅回收流动性。第一周，7D 逆回购净投放 658 亿元，182D 买断式逆回购净回笼 1000 亿元；第二周，7D 逆回购净回笼 1011 亿元，合计净收回接近 1353 亿元。

(2) 资金面：银行间市场资金利率节后低位稳定，资金面继续宽松。DR001 近两周在 1.32-1.37%附近小幅波动，R001 在 1.39-1.42%附近波动；DR007 在 1.41-1.47%附近波动，R007 从 1.47-1.51%附近波动。

(3) 现券：近两周现券市场呈现显著的曲线陡峭化特征，短端在资金面支撑下偏强，而长端受通胀预期及经济数据向好影响承压下跌，期限利差明显走扩。具体来看，近两周 1 年期国债下行 2.9bp，10 年期国债上行 4.65bp，30 年期国债上行 6.85bp。

(4) 国债期货：近两周国债期货继续下跌，超长端领跌。30 年期合约下跌 1.87%，TL 合约正基差扩大。10 年期合约下跌 0.26%，T 合约正基差扩大。

二、下周展望

基本面方面，1-2 月经济数据回暖，支撑长端利率坚挺。1-2 月美元计价出口同比增速 21%；投资在经历了 2025 年的年度下跌后，实现了由降转增；社消同比增长 2.8%，比去年 12 月加快了 1.9 个百分点；高技术制造业增加值两位数增长；CPI 和 PPI 继续回暖。

政策方面，据上海证券报的报道，部分成员银行参加市场利率定价自律机制会议，被要求加强自律管理，高于 7 天逆回购 OMO 政策利率（1.4%）的同业活期存款规模季度末占比不超过 10%-20%，或涉及超 10 万亿同业存款市场。市场流动性的平稳以及同业存款利率的压降等因素，共同促进短端利率的下行。

海外方面，中东冲突升级，霍尔木兹海峡航道受阻，全球石油供给减少，油价中枢难有明显回落，强化“滞胀”预期。国债期货，尤其超长端 TL 合约正基差扩大，显示市场对未来利率上行的预期溢价。

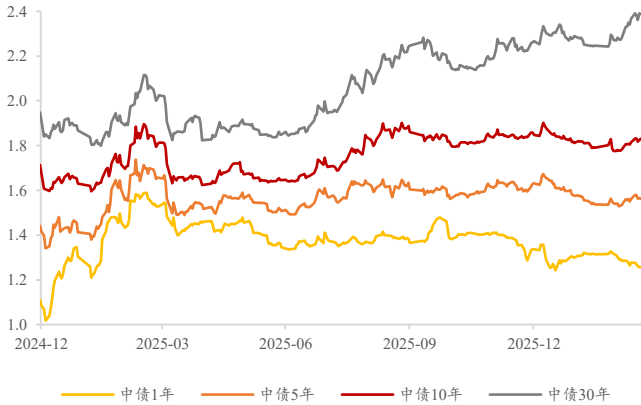
总的来看，最近两周中东冲突升级强化“滞胀”预期，虽然国内市场流动性维持平稳宽松态势，但资本市场已部分定价油价冲击的或有影响，股、债、商均形成压力，“股债跷跷板”失效，并将在地缘冲突缓和前持续。对比俄乌冲突时期，2021 年末离岸美元债风险刚开始向国内传导，而近期地产风险已大幅释放，房价环比降幅持续收窄；新能源和电气化布局超前，能源安全相对可控；制造业供应链稳定，产业全球布局，输入性通胀实际影响仍有待商榷。但在“滞胀”预期未被证伪前，仍为交易主线，对长端利率形成制约。

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。

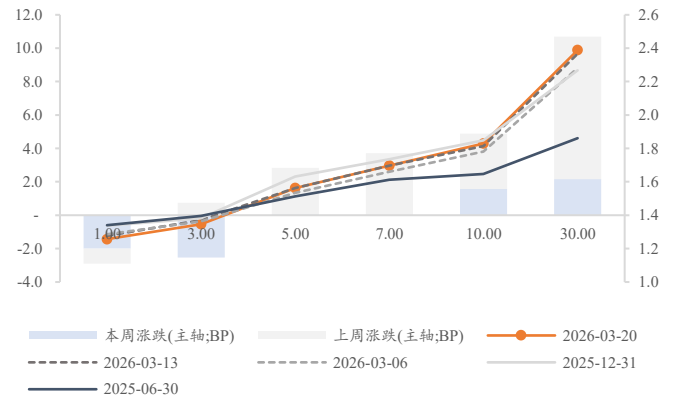
附表一、债券市场双周行情

图 1：国债收益率走势 (%)



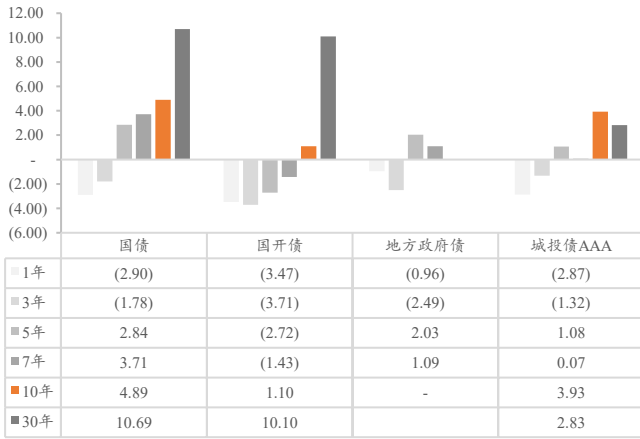
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 2：中债国债收益率曲线结构 (%)



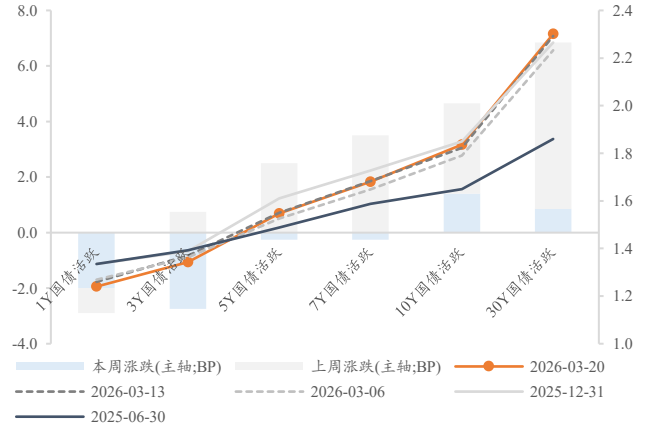
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 3：政府债券与城投债收益率双周涨跌幅 (BP)



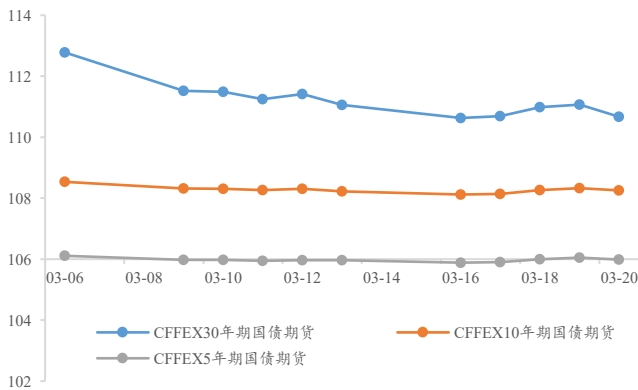
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 4：活跃券收益率曲线结构 (%)



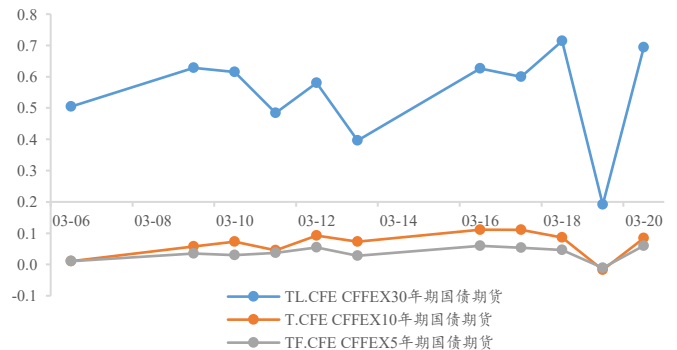
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 5：国债期货价格走势



资料来源：wind，金融街证券研究所

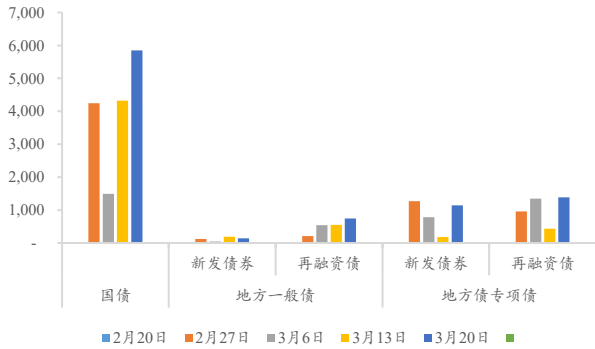
图 6：国债期货基差走势



资料来源：wind，金融街证券研究所

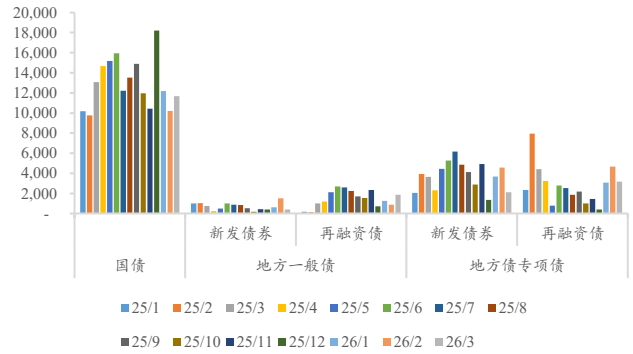
附表二、政府债券发行进度

图 7：本周新发政府债券（亿元）



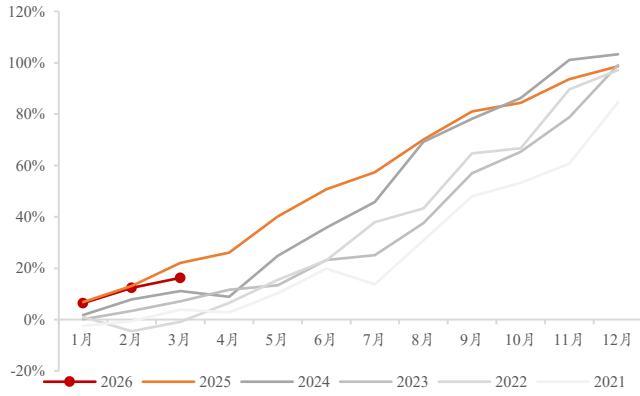
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 8：本月新发政府债券（亿元）



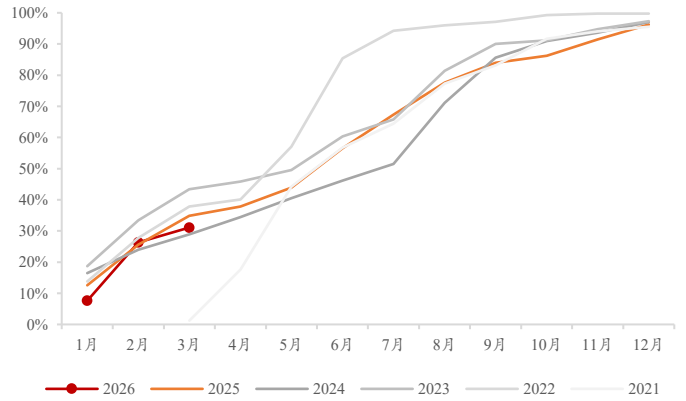
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 9：国债发行净融资进度



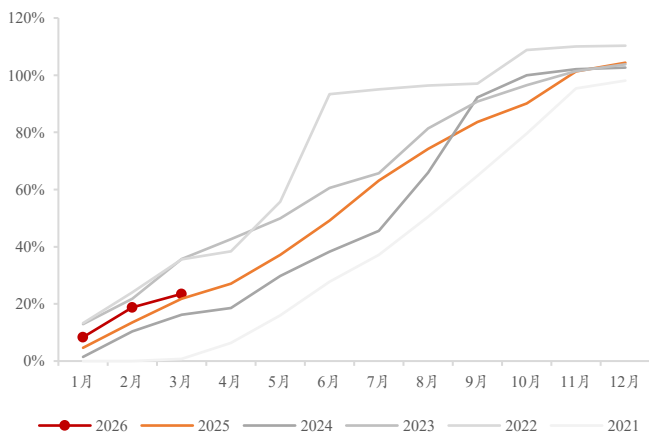
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 10：地方一般债发行进度



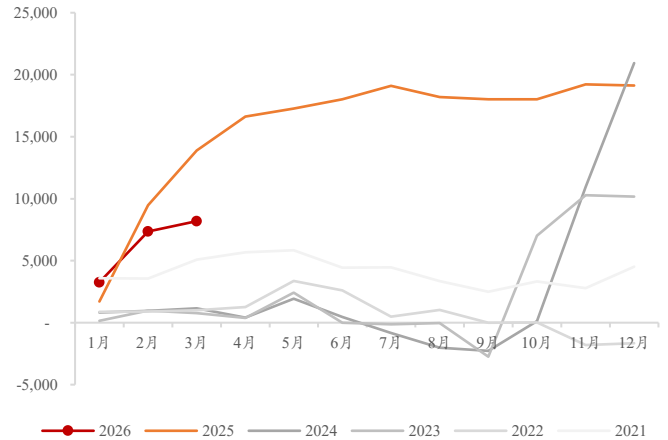
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 11：地方专项债发行进度



资料来源：wind，金融街证券研究所

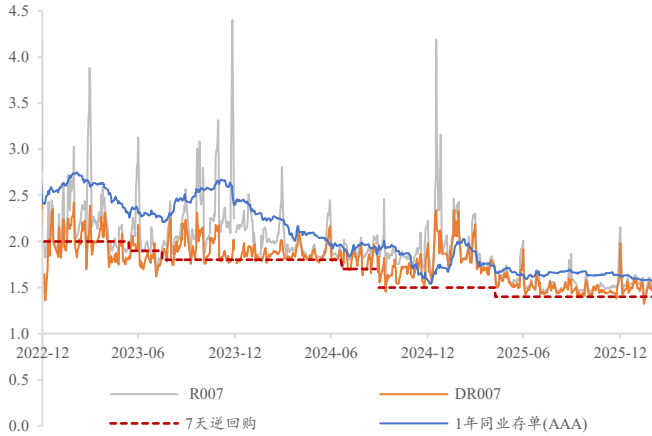
图 12：地方再融资债发行扣减地方债偿还（亿元）



资料来源：wind，金融街证券研究所

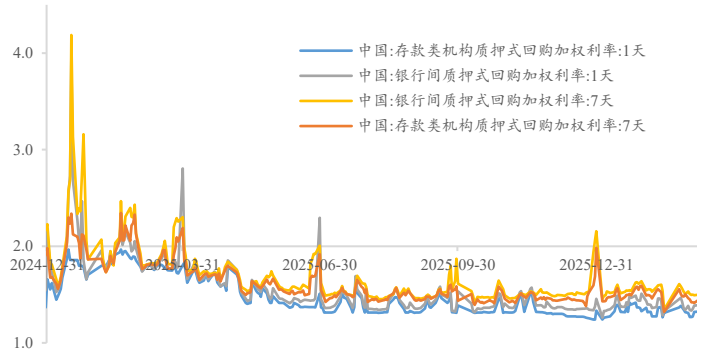
附表三、流动性与市场趋势

图 13: 7 天逆回购、银行间质押利率及 1 年存单利率 (%)



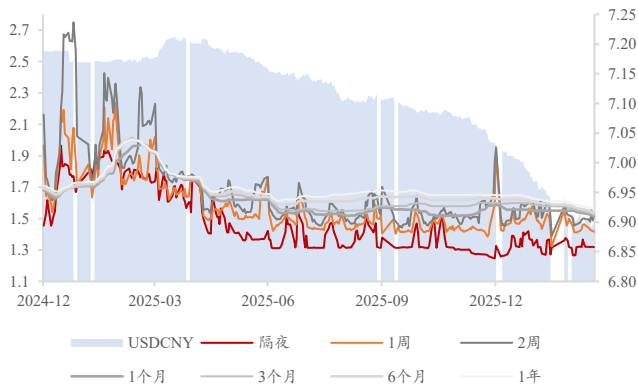
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 14: 银行间隔夜及 7 天质押利率 (%)



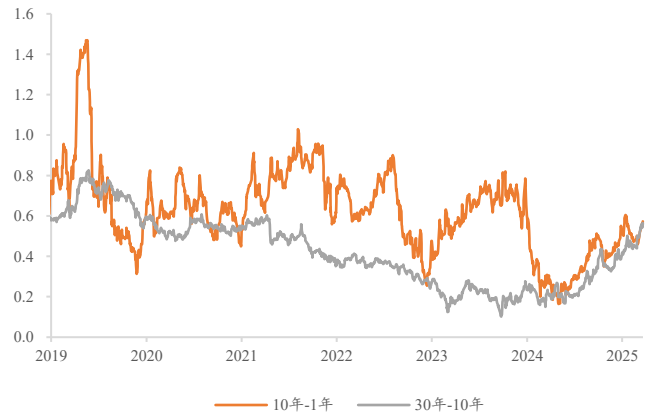
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 15: Shibor 与人民币中间价 (%; 汇率次轴)



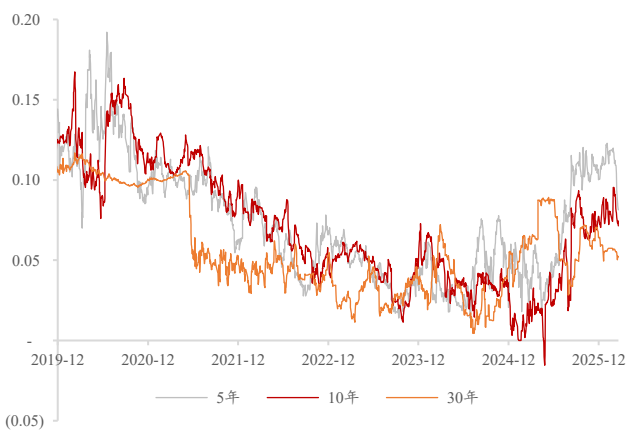
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 16: 中债国债期限利差趋势 (%)



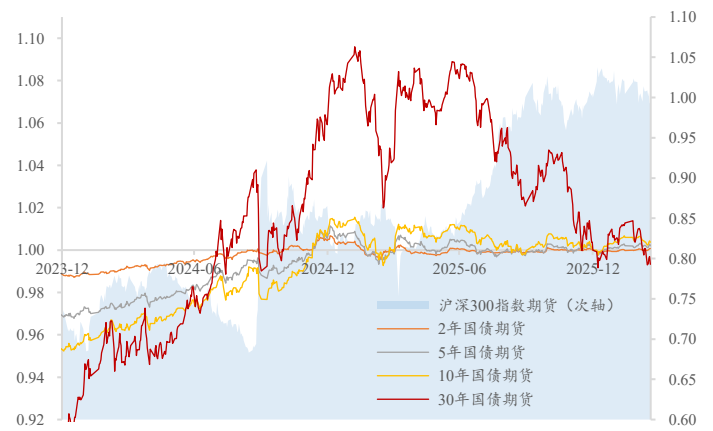
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 17: 国开债隐含税率 (%)



资料来源: wind, 金融街证券研究所

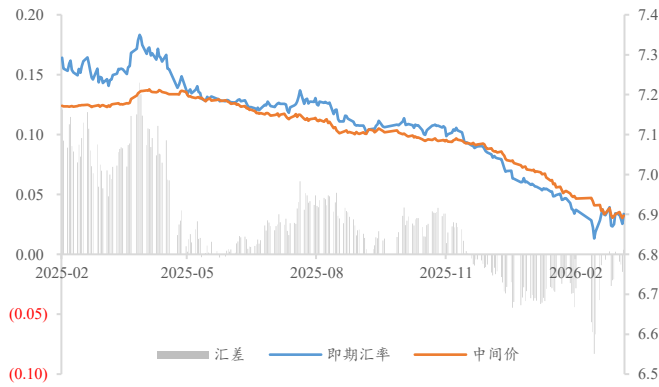
图 18: 国债期货与股指期货价格 (2025 年末=1)



资料来源: wind, 金融街证券研究所

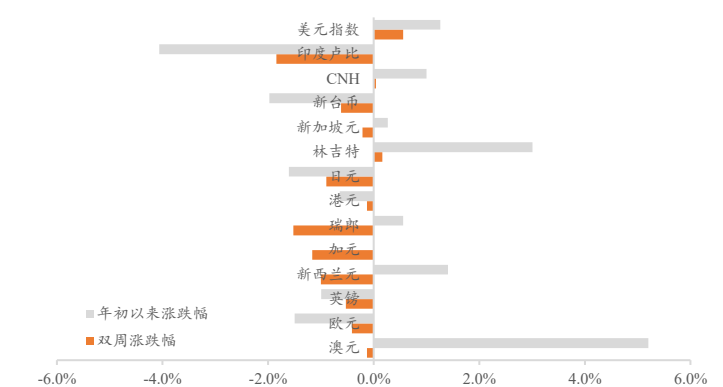
附表四、海外环境

图 19：人民币相对美元汇率逆周期力度



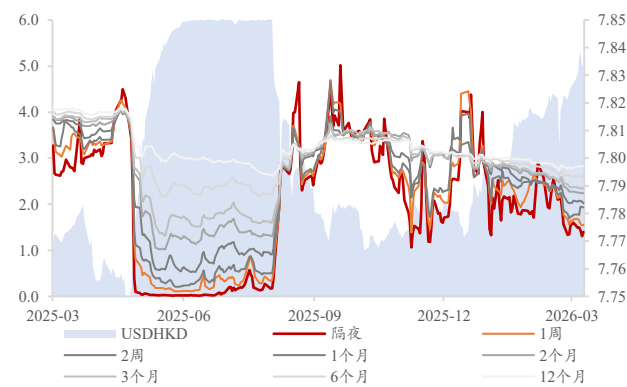
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 20：主要国家汇率涨跌幅



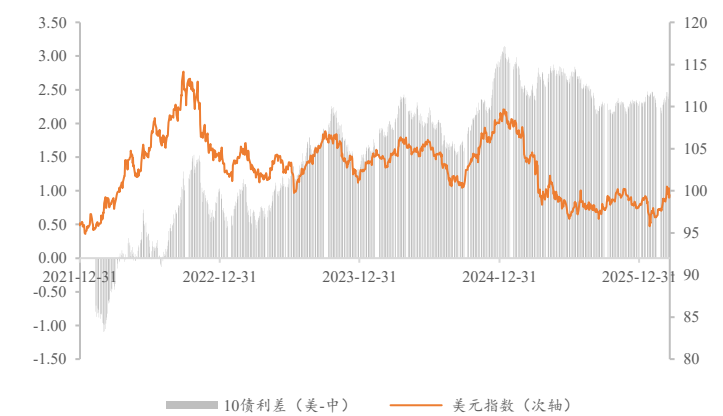
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 21：香港汇率与 Hibor 利率 (%)



资料来源：wind，金融街证券研究所

图 22：中美利差与美元指数 (%)；点



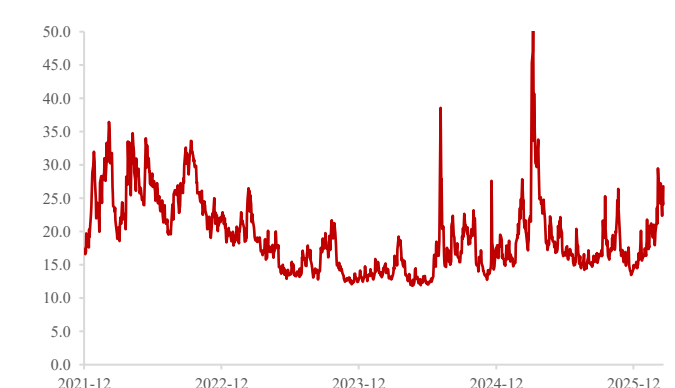
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 23：全球主要股指及商品价格双周涨跌幅 (%)



资料来源：wind，金融街证券研究所

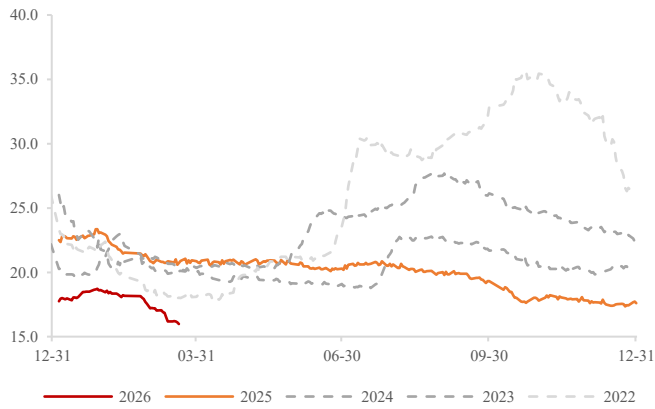
图 24：VIX



资料来源：wind，金融街证券研究所

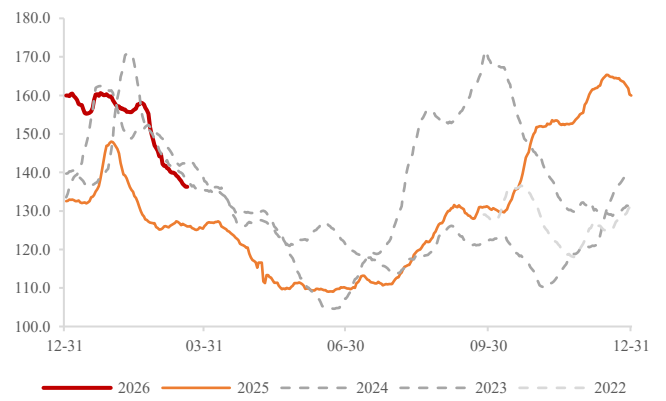
附表五、通胀变化

图 25: 猪肉平均批发价 (元/公斤)



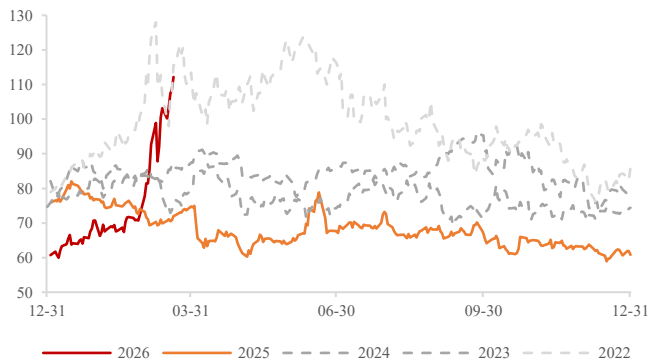
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 26: 蔬菜批发价格指数 (2015=100)



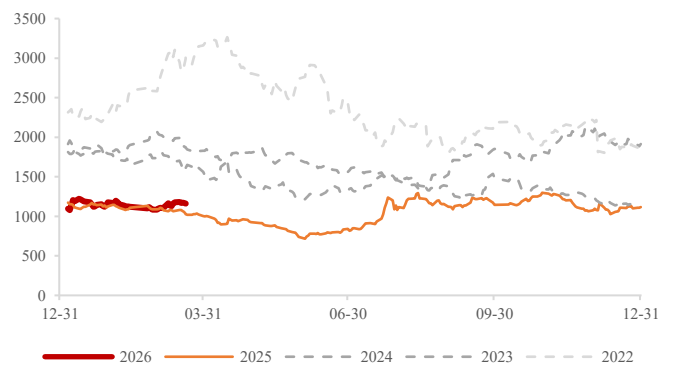
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 27: 布伦特原油 (美元/桶)



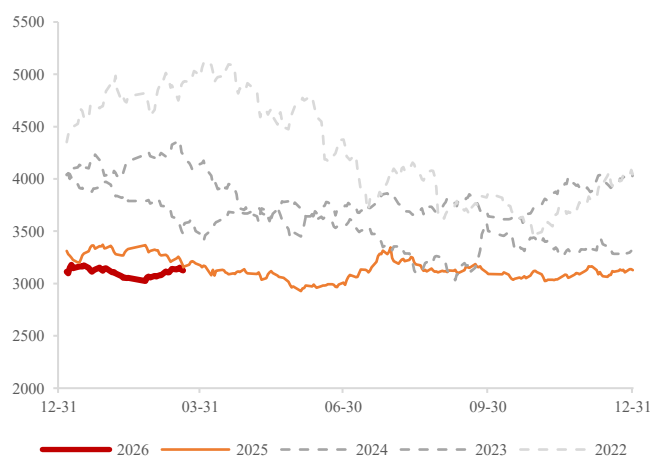
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 28: 焦煤 (元/吨)



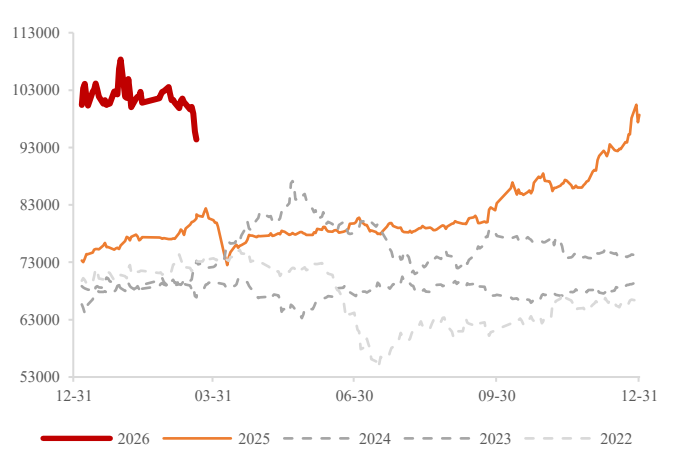
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 29: 螺纹钢 (元/吨)



资料来源: wind, 金融街证券研究所

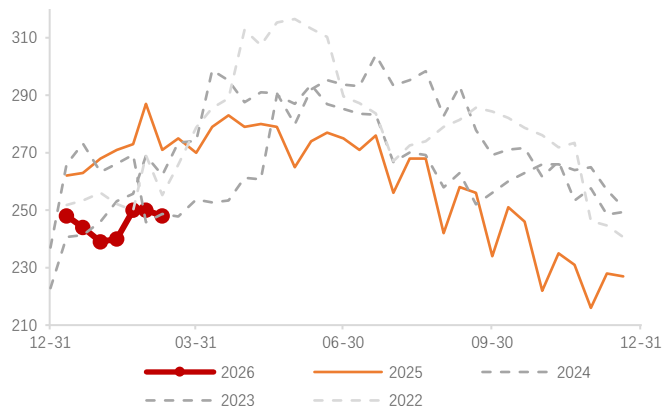
图 30: 阴极铜 (元/吨)



资料来源: wind, 金融街证券研究所

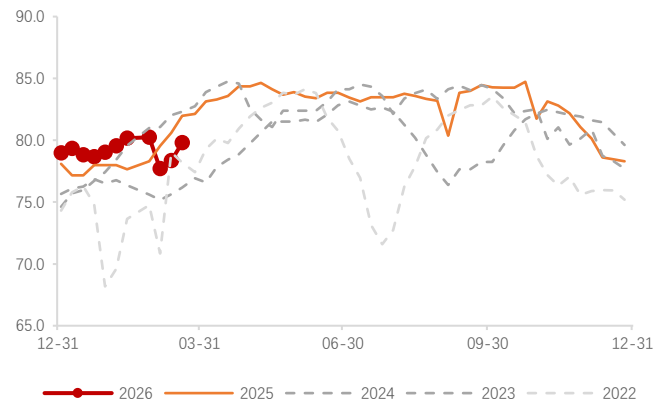
附表六、实体需求

图 31: 粗钢产量 (万吨/天)



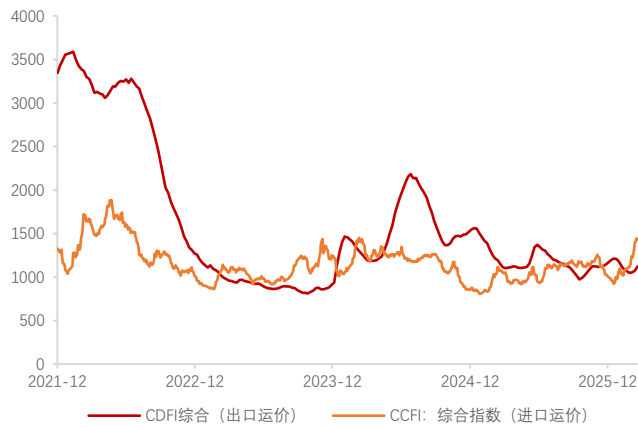
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 32: 高炉开工率 (%)



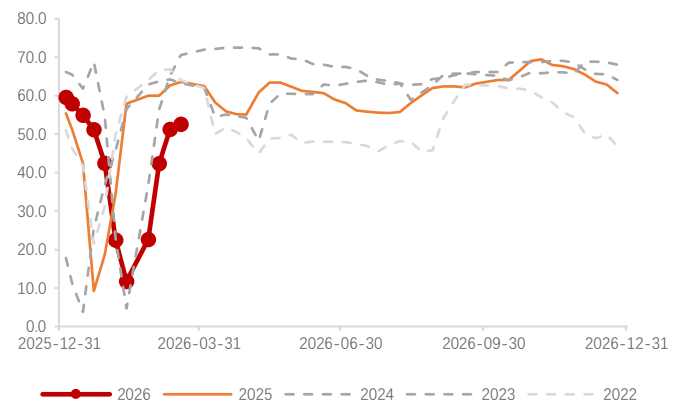
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 33: 进出口运价指数



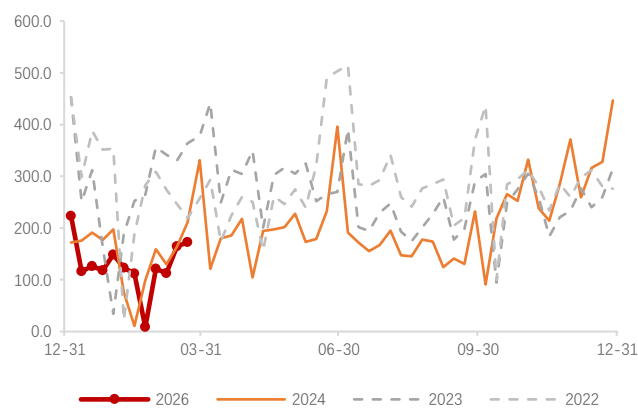
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 34: 江浙涤纶长丝下游织机开工率 (%)



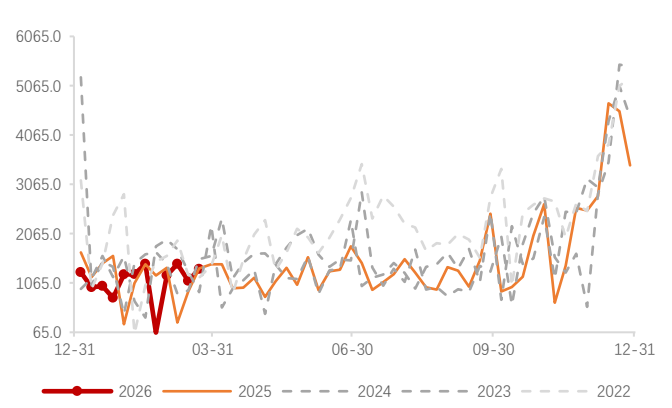
资料来源: wind, 金融街证券研究所

图 35: 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 36: 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。