



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2025 年第 20 期总第 1247 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2025 年 03 月 21 日星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



| | |
|-----------------------------------|---|
| 宏观经济 | 1 |
| 国办发 21 条举措加强食品安全监管 | 1 |
| 涉外知识产权纠纷处理规定公布 | 1 |
| 全球南方金融家论坛分论坛举行 | 1 |
| 发展中国家需提升债务管理韧性 | 2 |
| 财政部将在伦敦发行绿色主权债券 | 3 |
| 货币市场 | 3 |
| 中行落地跨境资金池数字货币桥 | 3 |
| 银行间同业拆借中心公布最新 LPR | 3 |
| 监管动态 | 4 |
| 市监总局召开企业公平竞争座谈会 | 4 |
| 监管八方面筛查协议转让违规减持 | 4 |
| 金融行业 | 4 |
| 四家新设金融机构在沪集体开业 | 4 |
| 绿色金融驱动全球低碳变革论坛召开 | 5 |
| 重点产业 | 5 |
| 低空经济产业端大单频出 | 5 |
| 国办发文促中医药产业发展 | 5 |
| 地方创新 | 6 |
| 深圳：发布商务投促领域政策清单 | 6 |
| 广西：实施海洋产业发展三年行动 | 6 |
| 深度分析 | 7 |
| 债市的“盲点”？——兼论长债利率从 2% 到 1% 的距离 ... | 7 |



宏观经济

国办发 21 条举措加强食品安全监管

3月19日,中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步强化食品安全全链条监管的意见》,旨在进一步理清食品安全监管责任,建立健全协同监管机制。从内容上看,《意见》围绕完善食用农产品协同监管、强化食品生产经营许可审查、加快建立食品贮存监管机制、加快建立食品运输协同监管机制、健全食品寄递安全和配送安全管理、加强网络食品销售新业态监管、健全餐饮服务综合监管机制、完善进口食品风险联防联控机制等八个方面,提出了21项具体举措。具体来看,在加快建立食品运输协同监管机制方面,《意见》提出,依法建立散装液态食品运输准运制度,明确运输散装液态食品车辆的安全准入条件和技术标准,核发食品准运证明,确保专车专用。制定实行运输准运制度的散装液态食品重点品种目录。加强食品运输全过程监管。市场监管部门要会同交通运输、农业农村、粮食和储备等部门建立健全对食品和食用农产品运输发货方、承运方、收货方的协同监管机制,强化从业人员教育。

涉外知识产权纠纷处理规定公布

3月19日,国务院总理李强日前签署国务院令,公布《国务院关于涉外知识产权纠纷处理的规定》,自2025年5月1日起施行。《规定》共18条,主要包括以下内容。一是加强服务。明确国务院有关部门加强国外知识产权信息查询服务和预警,健全涉外知识产权纠纷处理指导工作机构和工作规程,为纠纷处理提供应对指导和维权援助。二是加强企业能力建设。要求企业增强法治意识,建立健全内部规章制度,加强知识产权人才储备,强化知识产权保护和运用,积极维护自身合法权益。三是规制境外调查取证。明确在我国境内送达文书、调查取证应当依照我国缔结或者参加的国际条约以及法律规定办理。四是反制不公平待遇。明确对未给予我国公民、组织国民待遇,或者不能提供充分有效的知识产权保护等,国务院商务主管部门可以依法进行调查并采取必要的措施;对外国国家以知识产权纠纷为借口对我国进行遏制、打压等,国务院有关部门可以依法采取相应反制和限制措施。

全球南方金融家论坛分论坛举行

3月19日,“价值发现:科技创新驱动资本市场高质量发展”论坛在国家金融信息大厦举行。中国社会科学院大学教授、国务院原副秘书长江小涓,中国工程院院士、“星光中国芯工程”总指挥邓中翰,中国人民大学国家金融研究院院长、中国资本市场研究院院长吴晓求,360集团创始人、董事长周鸿祎,恒生电子董事长刘曙峰在论坛上作主题发言。江小涓表示,我国科技实力快速增强,大量科技型企业不断涌现,产业整体升级换代,对科技金融发展既是机遇也是挑战。科技金融加速放量,更要加快解决长期堵点;扩大开放会有更多科技资源跨境配置,科技金融面临全球性竞争,要以体制机制和技术能力双重优势为科技企业提供更有吸引力的金融服务环境。谈及推动大模型助力企业发展,周鸿祎表示,企业要秉持务实的态度,脚踏实地,选取业



务流程中常见的堵点、卡点，从小处入手，积小胜为大胜，从而真正让大模型成为企业数转智改、降本增效的助推器。

新能源更新补贴实施细则公布

3月19日，交通运输部等三部门印发《2025年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》提出，利用超长期特别国债资金，对城市公交企业更新新能源城市公交车及更换动力电池，给予定额补贴。同时，鼓励结合客流变化、城市公交行业发展等情况，合理选择更换的新能源城市公交车辆车长类型。根据《细则》，每辆车平均补贴8万元；其中，对更换动力电池的，每辆车平均补贴4.2万元。补贴资金管理方面，《细则》明确，新能源城市公交车及动力电池更新补贴资金由中央财政和地方财政总体按90:10比例分担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按85:15比例分担，对中部省份按90:10比例分担，对西部省份按95:5比例分担。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金，省以下经费分担机制由省级财政确定。此外，在补贴申报、审核和发放及保障措施方面，《细则》还强调，拟申请补贴资金的申请人，应及时向属地交通运输主管部门提交补贴资金申请。

欧盟对谷歌和苹果采取反垄断行动

3月19日，欧盟委员会（欧盟的执行机构）宣布对谷歌提起反垄断指控，并责令苹果采取措施遵守欧盟的《数字市场法》。欧盟指控谷歌母公司Alphabet违反《数字市场法》，在搜索和Google Play产品中存在“自我偏好”行为，即优待自家服务，损害竞争对手利益。具体包括：谷歌搜索偏袒Alphabet自身服务，而不是竞争对手的服务。Google Play阻止应用程序开发者引导消费者自由选择其他应用商店。谷歌回应称，欧盟的行动可能会损害消费者和企业利益，并举例说明为遵守《数字市场法》而做出的改变导致消费者成本上升。欧盟委员会向苹果发出指导意见，要求其采取具体措施遵守欧盟竞争规则中的互操作性义务，允许第三方在其平台上开发创新产品和服务。苹果回应称，这些举措增加了繁文缛节，减缓了苹果在欧洲的创新速度，并被迫将新功能免费提供给不必遵守相同规则的公司。《数字市场法》旨在降低科技行业的竞争壁垒，以应对谷歌、苹果、亚马逊、Meta和微软等科技巨头的崛起。

发展中国家需提升债务管理韧性

3月19日，第14届国际债务管理大会日前在瑞士日内瓦召开，针对当前全球经济环境下，发展中国家在公共债务管理方面面临的最新形势和突出挑战分享经验，并研究解决方案。大会旨在为今年年中召开的第四届国际发展融资会议进行议题筹备，表明当前的全球债务问题已引起联合国高度关注。当前，发展中国家债务水平创新高。联合国贸发会议数据显示，发展中国家2023年的外债规模达11.4万亿美元，占其出口贸易收入的99%，许多发展中国家正在面临债务问题，引起发展危机。自2017年以来，发展中国家的债务可持续性出现恶化，主要体现为债务利息规模增速超过了政府财政收入增速，在符合国际货币基金组织减贫与增长信托基金适用条件的68个国家中，超半数国家面临债务困境，这一数量是2015年的两倍。联合国贸发会议致力于探索对当前债务危机的可能解决方案，强调应加强财政责任、创新举措和国际合作，更好加



强韧性建设和风险管理以应对高度复杂的国际危机。

财政部将在伦敦发行绿色主权债券

3月19日,财政部将于近日在英国伦敦发行人民币绿色主权债券,规模不超过60亿元人民币。中国银行研究院高级研究员赵廷辰表示,首次发行人民币绿色主权债券意义重大,这将成为我国首次以主权信用为背书发行绿色主权债券,标志着我国在推动绿色转型与人民币国际化进程中又迈出重要一步。今年1月,第十一次中英经济财金对话在北京举行,中英双方达成69项互利共赢成果,其中包括“中方同意2025年发行首笔人民币计价的绿色主权债券,并在伦敦挂牌上市”。2月,财政部发布了《中华人民共和国绿色主权债券框架》,《框架》的发布标志着中国政府在推动绿色金融和可持续发展领域迈出了具有里程碑意义的一步。赵廷辰表示,此次发债将开辟我国募集绿色财政资金的新渠道。首笔绿色主权债券发行将以《框架》为基础,募集资金投向清洁交通、污染防治、海洋生态保护修复等六大领域,将有力推动经济绿色低碳转型,并向全球展现中国对气候行动的实质性支持。

货币市场

中行落地跨境资金池数字货币桥

3月19日,在前海管理局支持下,中国银行深圳市分行落地深圳市首笔跨境资金池资本项下多边央行货币桥跨境结算业务,为某大型跨国集团办理6.37亿元跨境人民币汇款。在今年2月深圳市地方金融管理局等四部门下发的《关于支持前海金融高质量发展的行动方案(2025-2026)》中,鼓励金融机构“有序推进数字人民币跨境试点”以及“开展多边央行数字货币桥项目跨境场景应用”。深圳中行前期已经开展了货物、服务贸易项下的多边央行数字货币桥业务,本次是在跨境资金池下完成资本项目跨境汇款,丰富了多边央行数字货币桥业务的应用场景。本笔业务创新使用多边央行数字货币桥为渠道,通过新兴的跨境支付工具实现“点对点”交易,大大提升了支付效率,保障了跨境支付的安全、便捷。据悉,作为深圳市外汇自律机制牵头行,中国银行深圳市分行发挥在跨境金融服务领域的传统优势,通过跨境资金池及多边央行数字货币桥的叠加应用,既能满足企业海外发展资金需求,也能保障汇款路径的安全便捷。

银行间同业拆借中心公布最新 LPR

3月20日,中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布,贷款市场报价利率(LPR)为:1年期LPR为3.1%,5年期以上LPR为3.6%。自2024年11月以来,LPR已连续第5个月维持不变。“3月LPR报价保持不变,符合市场预期。”东方金诚首席宏观分析师王青指出,一方面,作为LPR报价的定价基础,3月以来政策利率,即7天期逆回购利率保持稳定,已在很大程度上预示当月LPR报价会保持不变。另一方面,最新数据显示,受各类贷款利率持续下行牵动,2024年四季度商业银行净息差降至1.52%,较上季度下行0.01个百分点,在1.80%的警戒水平之下再创历史新低。另外,受防范资金空转,遏制长债收益率过快下行势头,以及去年12月同业存款监管



新规落地等影响，年初以来 DR007 和银行同业存单到期收益率上行明显，银行边际资金成本也有上升。王青进一步指出，根本原因是受去年一揽子增量政策延续效应带动，年初宏观经济保持较强增长动能，消费、投资增速加快，降息的必要性、迫切性不高。

监管动态

市监总局召开企业公平竞争座谈会

3 月 19 日，市场监管总局党组成员、副局长孟扬主持召开 2025 年第二次企业公平竞争座谈会，围绕“破除地方保护和市场分割、加快推进全国统一大市场建设”主题，与国家管网集团、三一集团、安谱科技、思源电气、敬业集团、华润医药、君乐宝乳业等 7 家企业负责人深入交流，了解企业遇到的问题和困难，听取意见建议。相关司局负责同志对企业提出的问题和意见作了具体回应。孟扬介绍了去年以来市场监管总局在加强行政性垄断监管执法、破除地方保护和市场分割、推进全国统一大市场建设等方面所做的工作。他表示，下一步，总局将深入学习贯彻习近平总书记重要讲话精神，贯彻落实党的二十届三中全会精神和今年《政府工作报告》部署要求，开展整治滥用行政权力排除、限制竞争专项行动，强化政策措施公平竞争审查，持续清理和废除妨碍全国统一市场和公平竞争的各种规定和做法，制定重点领域公平竞争合规指引，为各类经营主体创造更加公平、更有活力的市场环境。

监管八方面筛查协议转让违规减持

3 月 20 日，监管层为规范上市公司股东减持行为，维护资本市场稳定，出台了相关文件，从八个方面对上市公司股东减持进行筛查，以研判是否存在违规情况。据了解，监管层下发了以协议转让方式违规减持线索筛查指引（试行）的相关文件，明确从八个方面对上市公司股东以协议转让方式减持的行为进行筛查，综合研判是否存在违规减持重大嫌疑。八个方面的筛查事项包括：转让双方是否存在高度可疑的密切关联、出让方是否触及减持限制情形、受让方是否存在过桥通道特征、协议转让交易背景是否真实、资金来源匹配性是否存疑、支付安排是否合理、锁定期满后是否即刻减持或清仓减持、协议转让后股价是否明显异动等。该指引文件或成为证券交易所、证监局筛查以协议转让方式违规减持线索的工作机制和基本标准。这些筛查要点涵盖了协议转让过程中可能出现违规行为的多个关键环节。例如，转让双方的关联性筛查，旨在防止利益输送等不正当交易行为。

金融行业

四家新设金融机构在沪集体开业

3 月 19 日，法巴证券（中国）有限公司、上海国际再保险登记交易中心有限公司、安盛环球再保险（上海）有限公司上海再保险运营中心、汉诺威再保险股份有限公司上海分公司上海再保险运营中心等四家新设金融机构在沪举行集体开业仪式，为上海国际



金融中心建设增添新动能，引入新增量。安盛环球再保险总经理薛菲在接受记者采访时表示，公司计划于 2025 年将公司承保的非寿险再保险业务全量交由上海再保险运营中心管理和运营。公司将在原有线下交易流程的基础上，积极与分出公司沟通，最大化地利用上海国际再保险登记交易中心这一先进的金融要素平台，结合临港新片区领先的营商环境，实现交易效率与成本的最优平衡。在业内人士看来，险资入市有助于丰富上海黄金交易所投资参与者的结构，提升其交易活跃度，助力上海国际金融中心建设。上海黄金交易所将以保险资金入市为突破契机，继续加大市场推广培育，争取更多元化的金融机构参与黄金市场，增强市场资源配置功能。

绿色金融驱动全球低碳变革论坛召开

3 月 20 日，绿色金融驱动全球低碳变革论坛于 2025 年 3 月 20 日在国家金融信息大厦成功举办。中国宏观经济研究院副院长宋葛龙在中国证券报主办的绿色金融驱动全球低碳变革论坛上表示，应协同发展绿色金融和转型金融。我国绿色低碳发展取得了举世瞩目的成就，但同建设人与自然和谐共生的现代化目标相比，还有很大的提升空间。我国能源需求仍在持续增长，碳排放尚未达峰，生态环境质量稳中向好的基础还不够牢固，在节能和提高能效、发展非化石能源、改善生态环境等方面潜力巨大。谈及金融支持绿色低碳发展，宋葛龙建议，应协同推动降碳、减污、扩绿、增长。对于不同地区、不同行业、不同领域，降碳、减污、扩绿、增长既相互联系，又有所区别。在加紧经济社会发展全面绿色转型要求下，金融支持要处理好发展、减排和安全的关系，推动全面转型、协同转型、创新转型、安全转型。同时，应协同发展绿色金融和转型金融。

重点产业

低空经济产业端大单频出

3 月 20 日，武汉市已批复 24 条低空飞行航线，其中载人航线 8 条、无人机航线 16 条，全面覆盖了短途运、空中游览、物流运输等多个领域，构建起服务民生、赋能产业、激活文旅的城市级立体交通网络。2024 年至今低空经济政策端持续催化，产业端大单频出。平安证券统计，地方层面，截至 1 月，全国已经有超过 50 个省市地区发布低空经济相关的行动方案或者实施方案，目标千亿级产业规模的省市地区包括：广东省、江西省、湖南省、湖北省、山东省、北京市、广州市、武汉市等。产业层面，2024 年至今低空经济领域达亿级的公开招投标项目（不完全统计）预算金额合计已超过 120 亿元，基建相关项目扮演主要角色。平安证券指出，低空经济是新质生产力的典型代表之一，当前政策推动低空经济进入快速发展期，在国家高度重视和地方积极布局的背景下，低空基础设施、低空场景应用、低空飞行器研制等领域均将受益于低空经济的发展。其中苏文科承接了黄埔区低空飞行基础设施新基建项目勘察设计项目。

国办发文件促中医药产业发展

3 月 20 日，国务院办公厅发布关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意



见。其中提出，持续更新中药产业链图谱，促进中药产业链强链补链，培育壮大“链主”和“链长”企业，发展优势产业集群。打造民族药特色产业高地。专注创新和特色化发展，深耕细分领域，培育发展一批中药领域专精特新中小企业。鼓励战略性并购重组和资源整合，培优扶强龙头企业。以“中药+”促进产业延链发展，丰富保健食品、食药物质等产品高质量供给。研究制定推动中药工业企业全产业链布局的政策。加强中药创新研发。加大国家科技计划对中药的支持力度，深化中药作用机理和质量控制研究，推进中药材种质资源创新和生态栽培、中药资源循环利用以及中药科学监管、临床价值提升等关键技术攻关。聚焦重大慢病、重大疑难疾病、新发突发传染病、特殊环境疾病等，推出一批临床疗效突出、竞争优势显著的中药创新药。加强对医疗机构中药制剂、名医验方等的挖掘和转化。鼓励儿童药品研发申报。

地方创新

深圳：发布商务投促领域政策清单

3月19日，深圳市商务局、深圳市投资促进局发布《2025年深圳商务投促领域支持政策要点》，列出30条具体举措，涉及提振消费、电商融合创新、会展高质量发展、外贸稳规模优结构、吸引外资、企业开拓国际市场等8大方面。《要点》将大力提振消费扩大内需放在首位，明确加力扩围支持消费品以旧换新，对个人消费者购买家电、数码产品按照销售价格给予最高2000元补贴；支持汽车以旧换新，对通过报废更新方式换购小汽车给予1.5万元或2万元补贴；打造具有深圳特色的城市促消费品牌，全年将举办系列促消费重点活动超1500场。同时，深圳持续深化服务贸易创新发展，支持高增值性服务外包业务，培育壮大高端专业服务出口市场主体，对符合条件的企业最高奖励100万元；加快培育一批功能突出、品牌影响力彰显的服务贸易园区，支持建设国家级各类服务出口基地，对符合条件的服务出口基地最高奖励300万元。在进一步加大吸引和利用外资力度方面，《要点》提出，落实外商投资企业投资奖励。

广西：实施海洋产业发展三年行动

3月20日，广西壮族自治区海洋局党组书记、局长谢瑾瑜近日召开党组（扩大）会议。会议强调，切实增强加快全区海洋事业高质量发展的责任感、使命感、紧迫感，解放思想、创新求变，向海图强、开放发展，紧密结合广西的发展实际，以更广阔的视角规划海洋工作，唱响海洋事业高质量发展主旋律，加快实现广西海洋经济发展“十四五”目标。到2026年，初步培育形成9大海洋产业、5个海洋产业集聚的向海经济发展示范园区、20个涉海创新平台、30家海洋产业重点企业。围绕全区海洋工作会议部署的“12345”战略展开重点工作，进一步完善发展海洋经济、建设海洋强区的思路举措，实施更加积极的用海用岛要素保障政策，持续推进向海经济三年行动计划，实施广西海洋产业发展三年行动，加快构建现代海洋产业体系，助推形成“山海统筹、陆海联动、江海贯通、边海衔接”的陆海一体发展格局，切实推动中央战略谋划和国家政策机遇加快转化为广西海洋事业高质量发展成效。

深度分析

债市的“盲点”？——兼论长债利率从 2%到 1%的距离

赵伟（申万宏源证券首席经济学家，
中国首席经济学家论坛理事）

来源：中国首席经济学家论坛

一、近期债市“新变化”？长牛之后步入调整，市场情绪较为“纠结”

近些年，债市长牛“气贯长虹”；2023 年以来，下行速率快、曲线平坦化等特征明显。1) 利率下行迅猛。本轮债牛下行幅度、速率仅次于 2013 年；2024 年，10Y 国债利率由年初的 2.56% 降至年末的 1.68%，降幅高达 88bp。2) 收益率曲线平坦化。2023 年 1 月 3 日至 2025 年 1 月 6 日，10Y 国债利率下行 123bp，1 年期国债收益率下行 107bp，曲线呈“牛平”态势。3) 与基本面阶段性背离。无论是 2022 年年初至 2023 年 7 月，还是 2024 年年中以来，花旗中国经济意外指数均震荡上行，但这一期间 10 年期国债收益率仍延续了下行态势。



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 1：近几年国债收益率持续下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：2022 年以来国债利率与基本面背离

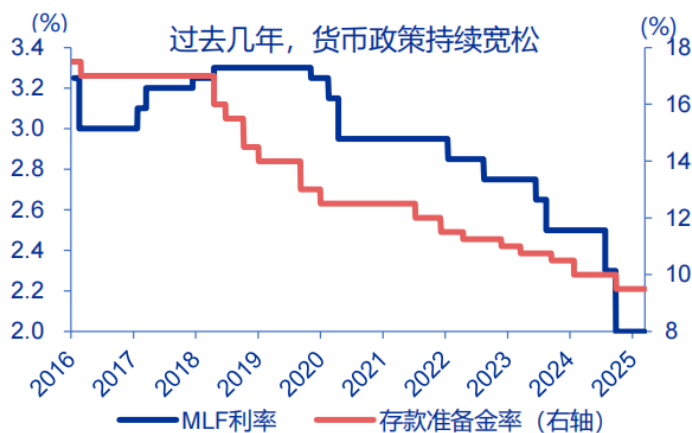
本轮债牛发生在经济增速与政策利率下移、“资产荒”加剧的背景下。1) 过去 2 年来，我国经济结构性转型过程中，经济中枢小幅下移；2023 年 2 季度至 2024 年 4 季度，我国 GDP 增速由 6.5% 降至 5.4%。2) 近年来我国政策持续宽松、利率不断下移；2023 年以来，MLF 利率从 2.75% 下行至 2.00%，存款准备金率从 11.0% 降至 9.5%。3)

递延的购房需求以“超额储蓄”的形式结存，并由存款进入债市和理财。近四年，我国全口径储蓄增加 54 万亿，比历史趋势超额增加了 12.9 万亿。资产荒背景下，“超额储蓄”多涌入了理财与债市。



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2010 年以来我国经济中枢下移



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：过去几年货币政策持续宽松



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：居民端形成了大量超额储蓄

年初以来，债市出现显著调整，近期市场分歧在明显增加。1 月 6 日以来，截至 3 月 14 日，1 年期国债收益率大幅上行 52bp，10 年期国债收益率也由 1.60% 大幅上行 24bp、调整至 1.83%。中长期纯债利率型基金久期中位数明显压降，同时市场久期分

歧度也由 1 月 10 日的 0.37 大幅走高至 3 月 14 日的 0.51，分歧度近 3 年历史分位数已高达 92%。部分投资者认为近期的调整只是长牛中的小波折，而部分投资者已在担忧前期极致行为之后的反转。

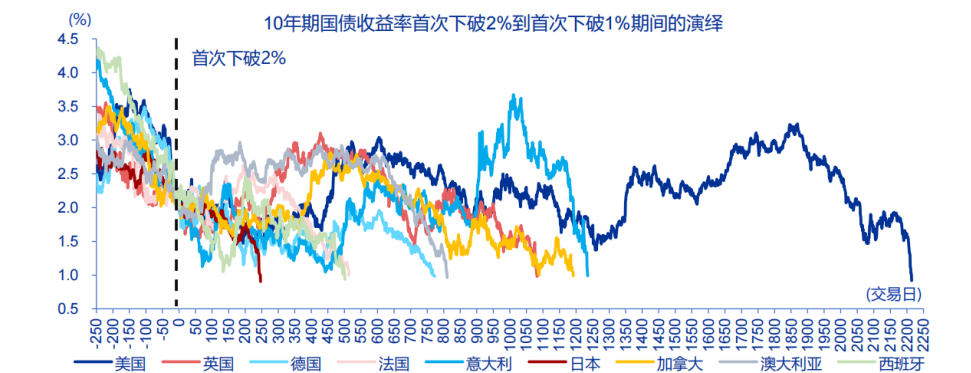


资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 股债收益率极值时利率多持续反弹

二、债市投资“盲点”？长债市场或已步入震荡期，前期极端配置潜藏风险

“盲点”一：经验显示，长端利率下破 2% 之后，多会进入数年的震荡市状态。以史为鉴，美国、英国、德国、意大利、日本、加拿大、西班牙等先导型经济 10Y 国债利率从 3% 回落至 2% 平均用时 2.1 年；其从 2% 回落至 1% 的用时明显更长、平均需要 4.0 年，这一期间，各国长债利率多呈现为“区间震荡”。除日本外，其他 6 个经济体 10Y 国债利率从 2% 回落至 1% 的用时都较前期下行更长，而日本的快速下行更多是 1998 年亚洲金融危机的暂时性冲击；在后续的 2003 年-2010 年，日债收益率也在 1% 到 2% 的区间经历了长期的震荡。



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 7: 主要经济体 10 年期国债收益率首次下破 2% 到首次下破 1% 期间的演绎

“2%”成为海外债市分水岭，或是政策利率下限约束、期限溢价补偿与资产配置行为转变等因素的共同作用。1) 政策利率在多数时间段有着“零利率”下限的约束，负利率对银行盈利能力的冲击、对资产泡沫的催生等负作用，使央行在多数时段会避免直接使用。2) 期限溢价作为对长端利率的补偿，其存在也掣肘了 10Y 国债收益率的进一步回落。2014 年以来，美、德、日、英、法、澳的 10Y-2Y 期限溢价均值分别为 0.6%、0.5%、0.3%、0.6%、0.8% 和 0.7%，其存在也约束了长端利率的进一步下行。3) 考虑到负债端成本，当债市收益率跌破 2% 后，寿险等机构往往会增加风险资产或进行跨境投资，债市配置需求的外迁也将放缓利率的下行斜率。

这一期间，债市调整不以政策利率的收紧为前提，一旦经济或其他市场逻辑走顺，债市就容易受到持续冲击。历史回溯来看，在步入震荡期后，海外 10 年期国债收益率

反弹时长的中位值为 1.1 年、高点中位值为 2.8%。这一反弹并不以货币政策趋紧为前提，反而多数仍发生在降息的背景下。经验显示，基本面企稳向好或权益市场大涨，都有可能催化这一反弹。日债 2005 年的反弹、德债 2012 年的反弹发生时经济基本面仍相对脆弱，但债市调整期间，日经 225、德国 DAX 分别大涨 42%、32%，或是债市回调的主要冲击来源。经济体中仅西班牙 10 年期国债收益率在 2015 年的回调发生在权益市场回调的背景下，而彼时西班牙的经济正不断修复。



资料来源：美国寿险理事会，申万宏源研究

图 8：10 年期国债利率在震荡期间的反弹

“盲点”二：市场配置行为前期已较为极端，而忽视了一些潜在的影响因素。2022 年以来，市场对长期问题的担忧开始主导资本市场定价，固有经济和市场规律都依次被打破；截至 2024 年已经明显反应过度。2022 年之前，伴随风险偏好的周期反复，10 年期国债收益率与全 A 的股息率之差，大部分时段在 1%-3% 间震荡，0.5%-1% 是市场的绝对底部；2022 年起规律被打破、指标一路下行，2025 年 1 月 10 日，甚至一度倒挂至 -0.9%。而一旦资产配置“再平衡”开始，市场规律的回归或值得关注。



资料来源：Wind，慧博，申万宏源研究

图 9：市场讨论日本往往是情绪悲观时

三、债市框架“再修正”？关注“再平衡”，多从资产配置角度思考投资策略

向后来看，“924”以来政策底一再夯实，经济也涌现了越来越多的积极的信号；市场对经济下行的过度担忧有望逐步消退。2024 年“924”以来，政策面系统性调整、政策底一再夯实；而更为积极、灵活的财政政策也将会进一步提升效能。而基本面：1) 未来超储释放存在基础，已婚未购房人士存量需求也有望释放。存量需求的释放，或弥补增量需求不足。2) 消费领域“供给创造需求”效应有望延续，出行类、悦己类服

务供给呈现结构性回暖，相关行业需求或也会迎来回升。3) 基建投资扩张已在提速、有望对地产投资形成对冲。



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 10: 住宿餐饮业投资有所回升

资产配置“再平衡”，对债券市场的冲击开始体现。春节以来，Deepseek 横空出世，通过“产业突围”逻辑带动风险偏好改善，股市或已逐步具备牛市基础。当下，海外资金开始考虑“重估中国”；春节以来，北上资金已再度开始对国内市场建仓。前期全球权益类资金对中国的配置占比一度降至 2010 年以来最低，一旦全球权益市场间“再平衡”加速，或与国内股债间“再平衡”相互印证加强。



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 国内市场情绪明显回暖

资产配置“再平衡”或刚启动，债券市场投资多从资产配置角度思考策略。年初以来，资金行为的“再平衡”已在演绎；理财赎回压力明显增加，债基的久期和杠杆也双双走低。但当下，部分指标离正常状态仍有距离：1) 截至 2024 年，公募基金对债券配置比重升至股票 3.2 倍，远高于 2020 年底时的 2.0 倍；截至 3 月 14 日，混合型公募基金对股票的配置仍处于近 3 年 25% 分位的相对低位。2) 当前债市期限溢价处历史极低位，1.8% 的 10Y 国债利率也远低于高分红股票 3.4% 的股息率。这一视角来看，债市或将进入持续一段时期的震荡市，需多从资产配置的角度思考债市策略。



资料来源: 普益标准, 申万宏源研究

图 12: 全市场周度理财存续规模及数量



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 13: 国内股债配比已相对极端

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。