

债市震荡调整，资金利率整体走高

——2025 年 2 月利率债市场月报

摘要：

- ✚ **一级市场：**国债及政金债发行略有放缓，地方债发行加速。2 月国债总发行 9775.6 亿元，环比下降 4.02%，同比上升 30.34%。新增一般地方债 920.7345 亿元，环比下降 8.40%，同比上升 11.84%；新增专项地方债 3761.3971 亿元，环比上升 90.02%，同比上升 44.42%。2 月，共有 18 个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计 7823.33 亿元，环比增加 355.1%。
- ✚ **二级市场：**国债收益率大幅上升，政金债交易量占比上升。10 年期国债收益率上升 8.53BP 至 1.715%，10 年期国开债收益率上升 9.04BP 至 1.74%。1 年与 10 年国债期限利差收窄 7.08BP 至 25.55BP，1 年与 10 年国开债期限利差收窄 14.36BP 至 6.08BP。当月利率债交易规模环比上升 9.73%，政策性金融债交易量占比上升至 58.59%。
- ✚ **流动性观察：**资金面大幅收窄，资金利率出现倒挂现象。2 月，央行公告开展买断式逆回购 14000 亿元，继续缩量续作中期借贷便利（MLF），货币净回笼 4773 亿元，资金面大幅收窄。14 天期 Shibor（2.273%）和 DR014（2.2825%）分别高于 1 个月期 Shibor（1.868%）和 DR1M（2.2046%）。
- ✚ **海外市场：**美元指数小幅下行，海外主要债券收益率多数下行。2 月，美元指数从 108.516 下行至 107.564；美元兑人民币中间价从 7.17 上行至 7.174，即期汇率从 7.265 上行至 7.284。10 年期美债到期收益率从 4.58%下行至 4.24%；10 年期日债到期收益率从 1.242%上行至 1.360%；10 年期德债到期收益率从 2.48%下行至 2.38%；10 年期英债到期收益率从 4.5072%下行至 4.5004%。
- ✚ **债市总结及展望：**2 月，从一级市场来看，国债和政策性金融债发行环比略有下降，新增专项地方债发行环比大幅上升，各地化债进度明显加速，债市供给增加。股市“春季躁动”回归，债市震荡调整，资金利率整体走高。三月份债市主要关注三个方面：一是降准降息的落地情况。二是关注国债和地方政府专项债发行进度。三是关注债券市场创新工具的影响。
- ✚ **风险提示：**本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差。

1. 一级市场：国债及政金债发行略有放缓，地方债发行加速

2025 年 2 月，共计发行 229 只利率债，发行规模总计 26856.21 亿元。其中，国债 14 只，共计 9775.6 亿元；地方政府债 192 只，共计 11754.21 亿元（新增一般债 920.73 亿元，新增专项债 3761.4 亿元，再融资一般债 126.71 亿元，再融资专项债 6945.37 亿元）；政策性金融债 23 只，共计 5326.4 亿元。

同月，共计偿还 34 只利率债，偿还规模总计 9090.49 亿元。其中国债 8 只，共计 5590.9 亿元；地方政府债 20 只，共计 329.99 亿元；政策性金融债 6 只，共计 3169.6 亿元。

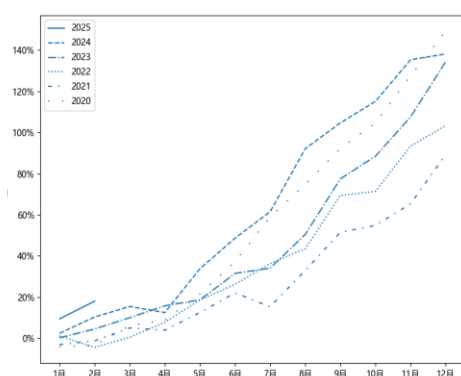
综上，2 月净融资额为 17765.72 亿元。其中国债净融资额为 4184.7 亿元，地方政府债净融资额为 11424.22 亿元，政策性金融债净融资额为 2156.8 亿元。

1.1 国债发行环比略有下降，超长期国债发行占比上升

从发行总额来看，2 月国债总发行 9775.6 亿元，环比下降 4.02%，同比上升 30.34%。

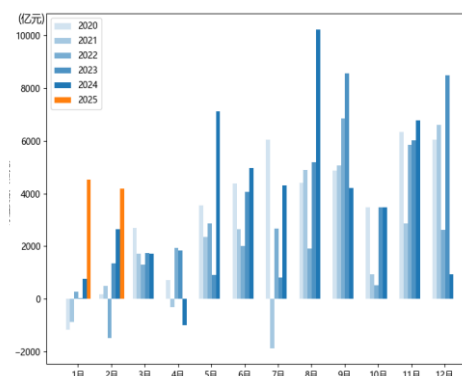
截至 2 月 28 日，2025 年国债发行规模共计 19960.6 亿元，到期 11244.6 亿元，净融资额为 8716.0 亿元。国债净发行进度达到 17.93%，远高于近五年国债发行进度均值（1.03%）。

图表 1 2020—2025 年国债净发行进度



资料来源：同花顺，中证报基金研究

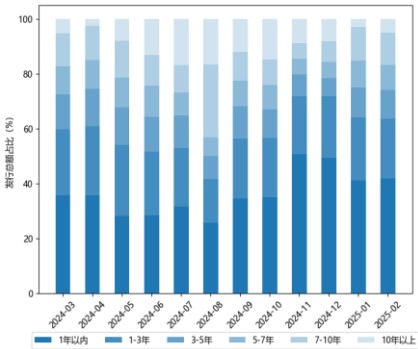
图表 2 2020—2025 年国债月度净融资



资料来源：同花顺，中证报基金研究

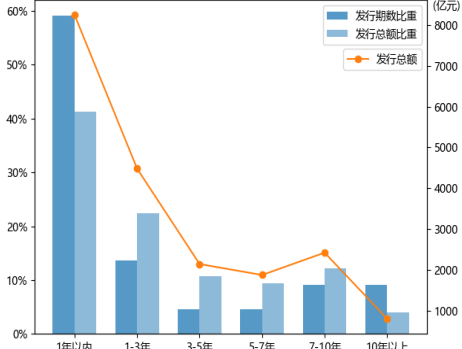
从国债发行期限来看，当月 1 年以内债券发行规模最大，达到 41.69%；10 年以上超长期国债发行规模占比上升 2.16 个百分点到 5.11%。从今年前两个月发行规模来看，期限在 1 年以内的国债规模占比最高，达到 41.32%。

图表 3 近 12 个月国债发行期限规模占比



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

图表 4 今年累计发行国债期限分布

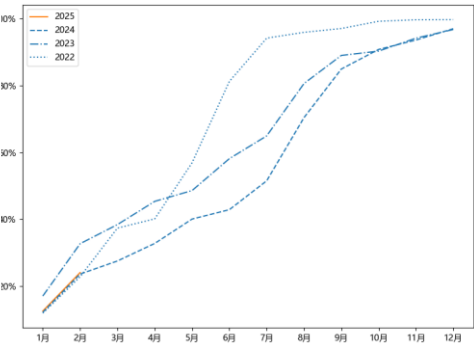


资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

1.2 新增专项地方债环比大幅上升，各地化债加速

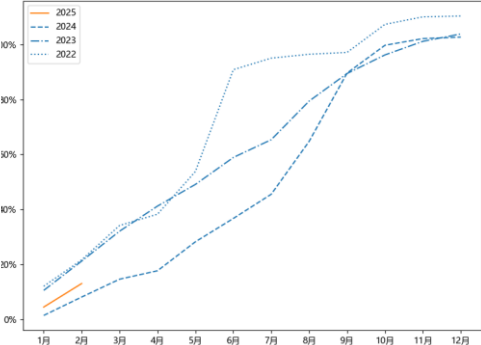
2 月，新增一般地方债 920.7345 亿元，环比下降 8.40%，同比上升 11.84%；新增专项地方债 3761.3971 亿元，环比上升 90.02%，同比上升 44.42%。

图表 5 新增一般地方政府债发行进度



资料来源：同花顺，中证报基金研究

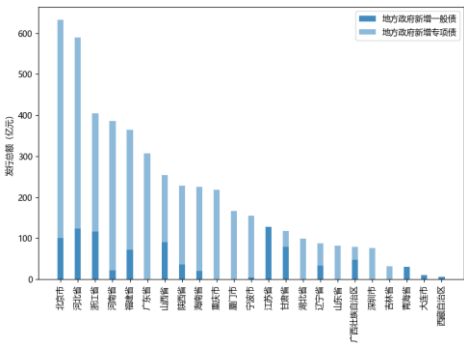
图表 6 新增专项地方政府债发行进度



资料来源：同花顺，中证报基金研究

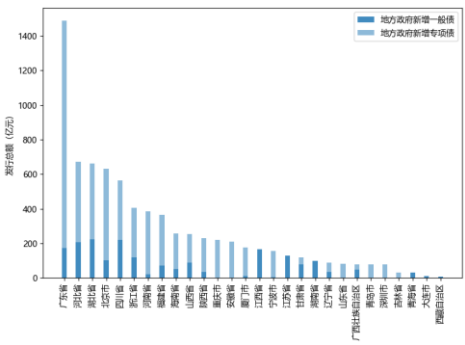
截至 2 月 28 日，2025 年新增地方债 7666.73 亿元。其中，新增一般债发行 1925.89 亿元，占全年新增一般债务限额 8000 亿元的 24.07%；新增专项债发行 5740.85 亿元，占全年新增专项债务限额 44000 亿元的 13.05%。

图表 7 2 月新增地方债区域分布



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

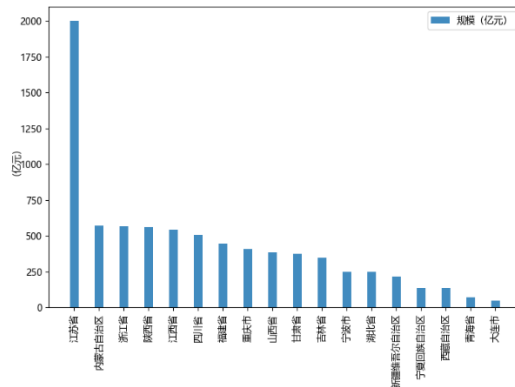
图表 8 1~2 月累计新增地方债区域分布



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

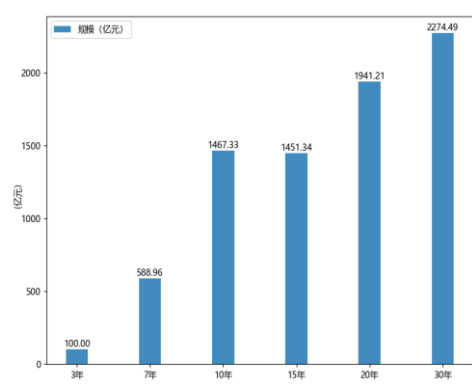
从发行地区来看，2 月北京市和河北省发行规模最大，共计 632.47 亿元，其中新增一般债为 101.0 亿元，新增专项债为 531.47 亿元。从今年前两个月来看，广东省发行规模最大，共计 1488.21 亿元，其中新增一般债 173.0 亿元，新增专项债 1315.21 亿元。

图表 9 2 月各地再融资专项债发行规模



资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 10 2 月各期限再融资专项债发行规模

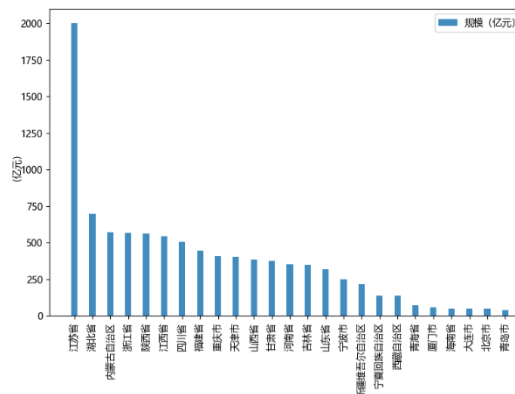


资料来源：Wind，中证报基金研究

2月，共有18个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计7823.33亿元，环比增加355.1%。其中，江苏省发行规模最高为2000.0亿元。从期限来看，30年的再融资专项债发行规模最大为2274.4851亿元，10年以上的超长债占比为72.44%。

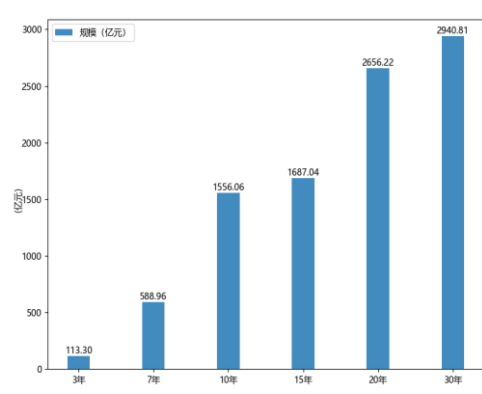
年初至今，共有 25 个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计 9542.40 亿元。其中，江苏省发行规模最高为 2000 亿元。从期限来看，30 年的再融资专项债发行规模最大为 2940.81 亿元，10 年以上的超长债占比为 76.33%。

图表 11 1-2 月各地再融资专项债发行规模



资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

图表 12 1-2 月各期限再融资专项债发行规模



资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

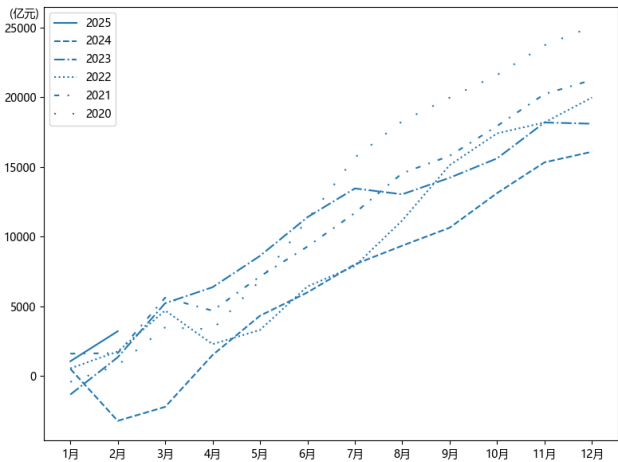
1.3 政金债发行同比大幅增长，农发行发行规模最大

从发行总额来看，2 月政金债发行 5326.4 亿元，环比下降 6.07%，同比上升 121.77%。

截至 2 月 28 日，2025 年政金债发行 10996.9 亿元，同比上升 55.94%；到期 7797.7 亿元，同比下降 24.19%；净融资额为 3199.2 亿元，同比由负转正。

政金债募集资金主要用于国家重大基建项目贷款，在稳增长时期政金债放量发行，也是 2025 年财政政策可能“更加积极”的直接体现。

图表 13 政金债累计净发行规模

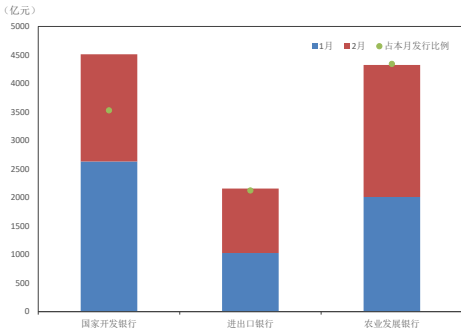


资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

从发行主体来看，2 月中国农业发展银行发行政金债规模最大为 2313.8 亿元，占比 43.44%。符合 2025 年中央一号文件指出的“支持金融机构发行‘三农’专项金融债券”。

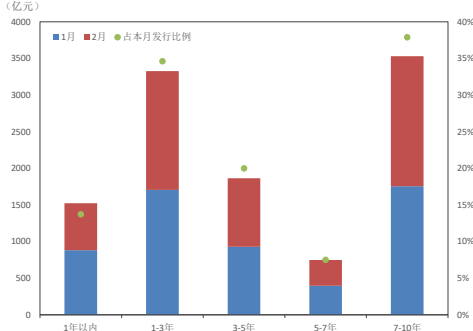
年初至今，国家开发银行发行政金债规模最大为 4513.1 亿元，占比 41.04%。

图表 14 政金债发行主体占比



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 15 政金债发行期限占比



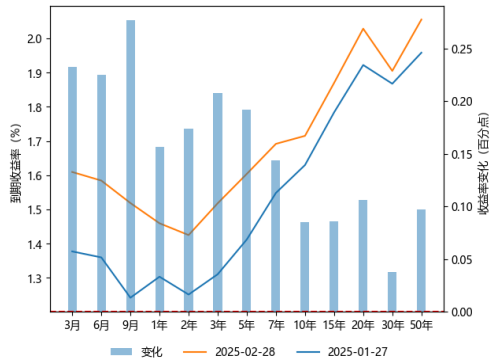
资料来源：同花顺，中证报基金研究

从发行期限来看，7-10 年的政金债发行规模最大为 1774.6 亿元，占比 33.32%。
全年来看，7-10 年的政金债发行规模最大为 3530.6 亿元，占比 32.11%。

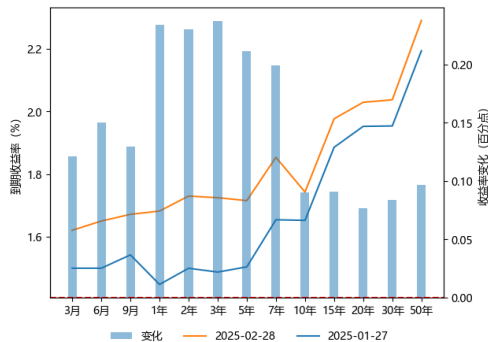
2. 二级市场：国债收益率大幅回升，政金债交易量占比上升

2025 年 2 月，10 年期国债收益率上升 8.53BP 至 1.715%，10 年期国开债收益率上升 9.04BP 至 1.743%。

图表 16 10 年期国债收益率上升 8.53BP 至 1.715% 图表 17 10 年期国开债收益率上升 9.04BP 至 1.743%



资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

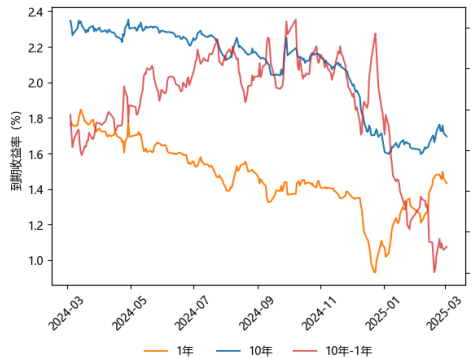


资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

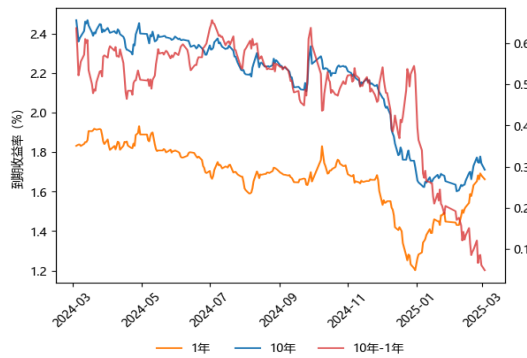
1 年与 10 年国债期限利差收窄 7.08BP 至 25.55BP，1 年与 10 年国开债期限利差收窄 14.36BP 至 6.08BP。

图表 18 10 年期国债与 1 年期国债利差收窄

图表 19 10 年期国开债与 1 年期国开债利差收窄



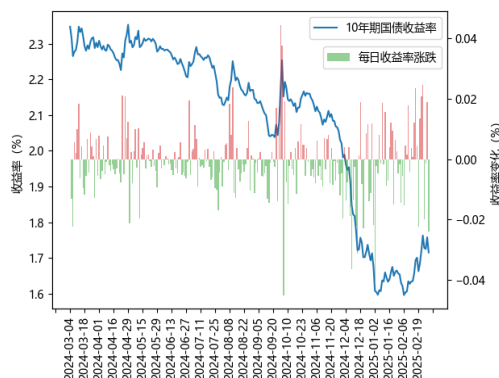
资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究



资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

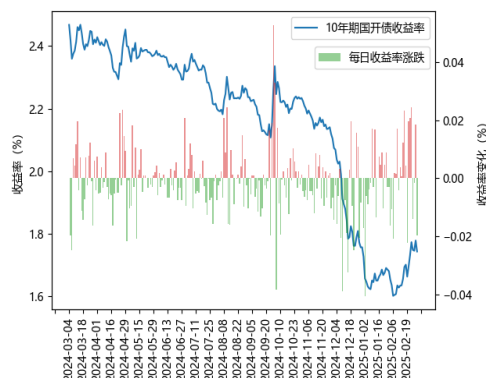
年初至今，10 年期国债收益率上升 10.75BP 至 1.715%，10 年期国开债收益率上升 8.67BP 至 1.743%。1 年与 10 年国债期限利差收窄 28.29BP 至 25.55BP，1 年与 10 年国开债期限利差收窄 33.37BP 至 6.08BP。

图表 20 近 12 个月 10 年期国债收益率变化



资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

图表 21 近 12 个月 10 年期国开债收益率变化



资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

年后第一周，货币政策宽松预期的持续发酵，央行公开市场操作释放流动性，缓解了春节后资金回笼压力，市场对资金面稳定的预期增强，推动债券收益率下行。当周，10 年期国债收益率从 1.630% 下降至 1.606%。

当月第二周，Deepseek、人形机器人等主题概念持续催化股市行情，股债跷跷板效应明显。2 月 13 日，央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告表示“坚决防范汇率超调风险”，再次表现稳汇率的决心。同时央行数据显示 2024 年大幅缩表，引发市场对货币宽松政策力度和节奏的疑虑。多重因素叠加，当周 10 年期国债收益率从 1.606% 上升到 1.655%。

17 日，民营企业座谈会释放积极信号，权益市场再度上涨，10 年期国债收益率上升 3.88BP 至 1.693%。受特朗普加征关税和美联储“考虑暂停或放缓资产负债表”的缩减”等影响，19 日 10 年期国债收益率略有下降。但全周来看，央行持续回笼资金，资金价格继续抬升，负 carry¹ 推动债市进一步回调，10 年期国债收益率从 1.693% 回升到 1.720%。

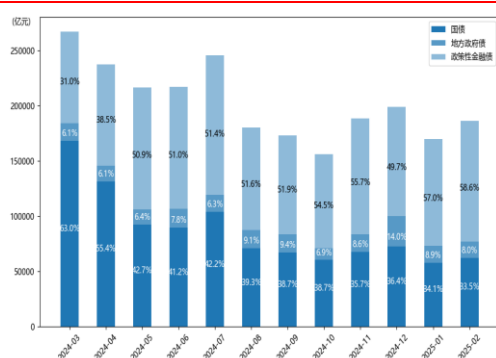
2 月最后一周，10 年期国债收益率区间震荡。受特朗普签署备忘录限制中美双边投资影响，24 日 10 年期国债收益率从上升 4.25BP 到 1.763%。受市场预期 2 月 CPI 小幅回落、A 股高开低走、MLF 缩量续作等影响，10 年期国债收益率再度回落至 1.725%。27 日，《学习时报》发文提到“约束金融机构非理性定价行为”，全天 10 年国债收益率上行至 1.7576%。周五，受特朗普声称加征关税和美股科技股暴跌影响，A 股走低，10 年期国债收益率下降 4.24BP 至 1.715%。

¹ 负 carry 是指 10Y 国债收益率低于 R007 利率。

当月整体来看，股市“春季躁动”回归，债市震荡调整。

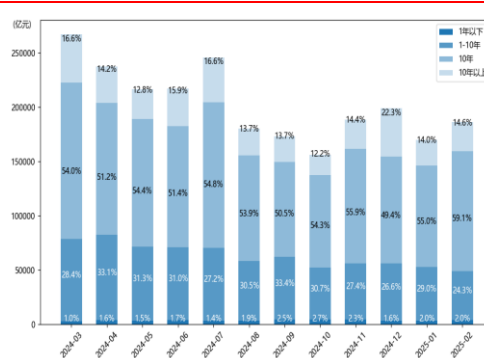
2 月利率债交易规模环比上升 9.73%。从债券种类来看，国债交易量环比上升 7.73%，占比下降至 33.46%；地方政府债交易量环比下降 1.84%，占比下降至 7.95%；政策性金融债交易量环比上升 12.72%，占比上升至 58.59%。从期限来看，1 年以下期限交易量环比上升 8.89%，占比下降至 1.96%；1-10 年期限交易量环比下降 8.10%，占比下降至 24.29%；10 年债券交易量环比上升 17.86%，占比上升至 59.12%。10 年以上债券交易量环比上升 14.78%，占比上升至 14.62%。

图表 22 近 12 个月各类别利率债交易规模



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

图表 23 近 12 个月各期限利率债交易规模



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

3. 流动性观察：资金面大幅收窄，资金利率出现倒挂现象

月初第一周，回笼跨月投放资金，逆回购到期 21775 亿元，央行逐日减少资金净投放，当周净回笼资金 348 亿元。当月第二周，净回笼资金 4849 亿元，资金面持续偏紧，隔夜 Shibor 利率最高上升至 1.92%，DR001 最高上升至 1.91%。第三周，为对冲中期借贷便利（MLF）到期、税期高峰等因素的影响，保持银行体系流动性充裕，人民银行累计开展了 15261 亿元逆回购操作，但当周资金面继续小幅缩小，净回笼资金 182 亿元，隔夜 Shibor 利率和 DR001 继续上升。最后一周，央行加大资金投放力度，净投放资金 1331 亿元。当周，隔夜 Shibor 利率和 DR001 略有下降，而 1 周 Shibor 和 DR007 则持续上升。

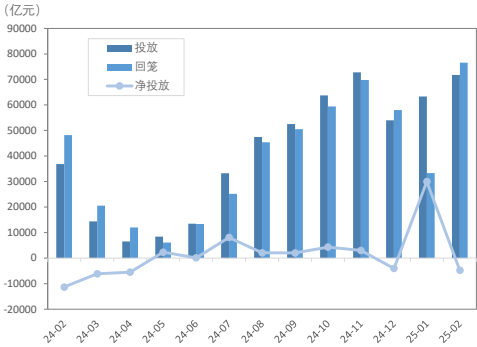
月底，央行公告开展买断式逆回购 14000 亿元，其中开展 3 个月的买断式逆回购操作 9000 亿元，6 个月的买断式逆回购操作 5000 亿元。2 月，货币净回笼 4773 亿元。整体来看，当月央行资金投放力度远不及上月，资金利率整体走高。

图表 24 2 月央行公开市场操作统计

操作类型	公开市场操作	金额（亿元）
投放	质押式逆回购	53858
	买断式逆回购	14000
	MLF投放	3000
	国债买入	0
	国库现金定存发行	900
	合计	71758
回笼	质押式逆回购到期	63531
	买断式逆回购到期	8000
	MLF回笼	5000
	国库现金定存到期	0
	合计	76531
净投放	合计	-4773

资料来源：同花顺，中国人民银行，中证报基金研究

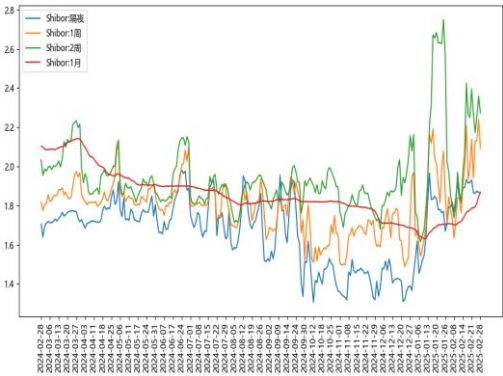
图表 25 近 12 个月公开市场净投放



资料来源：同花顺，中国人民银行，中证报基金研究

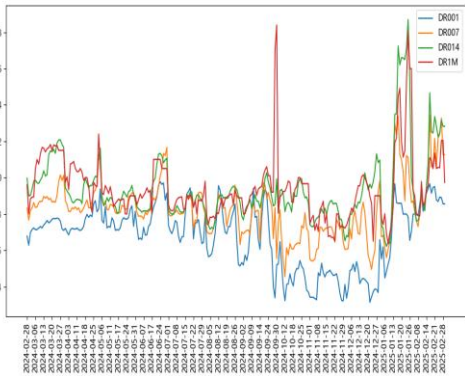
2 月 28 日，隔夜 Shibor 较上月底上行 15.7BP，较上年底上行 41.1BP，报 1.865%；7 天期 Shibor 较上月底上行 37.8BP，较上年底上行 12.7BP，报 2.093%；14 天期 Shibor 较上月底上行 25.0BP，较上年底上行 11.0BP，报 2.273%；1 个月期 Shibor 较上月底上行 16.2BP，较上年底上行 18.7BP，报 1.868%。2 月 28 日，DR001 较上月底上行 15.15BP，较上年底上行 19.7BP，报 1.8552%；DR007 较上月底上行 26.33BP，较上年底上行 14.5BP，报 2.1262%；DR014 较上月底上行 28.12BP，较上年底上行 18.56BP，报 2.2825%；DR1M 较上月底下行 39.54BP，较上年底上行 30.46BP，报 2.2046%。

图表 26 近 12 个月 Shibor 利率



资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 27 近 12 个月质押式回购利率

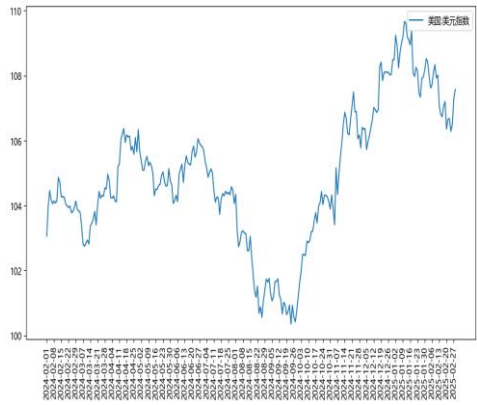


资料来源：Wind，中证报基金研究

4. 海外市场：美元指数小幅下行，海外主要债券收益率多数下行

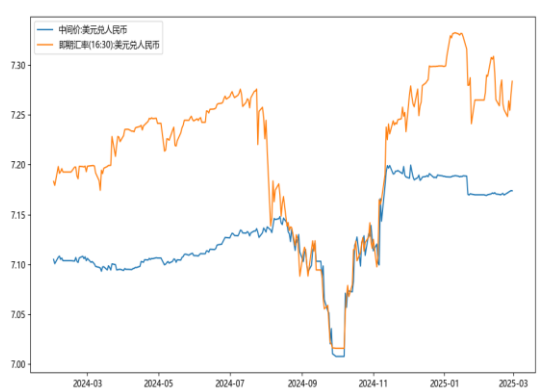
2 月，美元指数从 108.516 下行至 107.564；美元兑人民币中间价从 7.17 上行至 7.174，即期汇率从 7.265 上行至 7.284。

图表 28 美元指数



资料来源：Wind，中证报基金研究

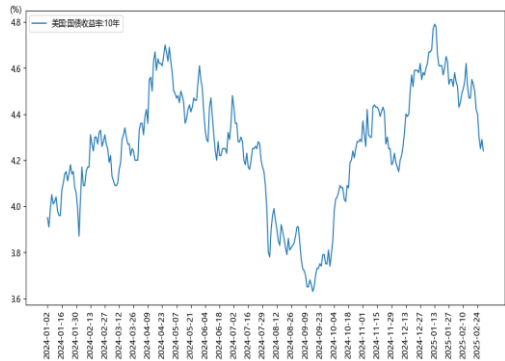
图表 29 美元兑人民币



资料来源：Wind，中证报基金研究

当月海外主要债券收益率多呈现下行趋势。10 年期美债到期收益率从 4.58% 下行至 4.24%；10 年期日债到期收益率从 1.242% 上行至 1.360%；10 年期德债到期收益率从 2.48% 下行至 2.38%；10 年期英债到期收益率从 4.5072% 下行至 4.5004%。

图表 30 10 年美债到期收益率



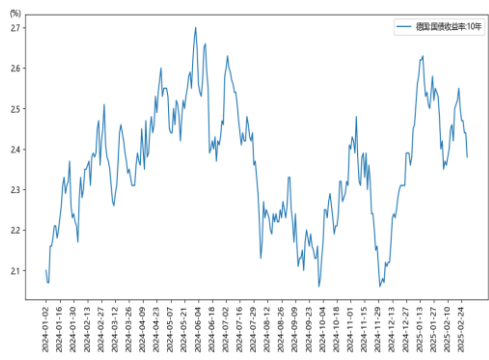
资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 31 10 年日债到期收益率



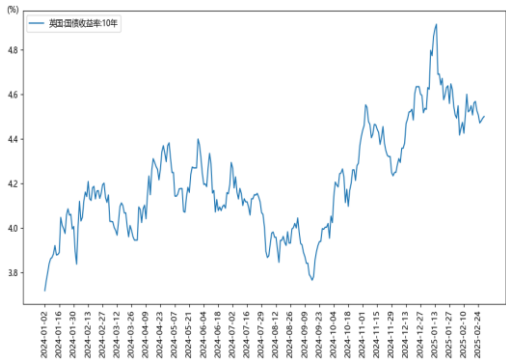
资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 32 10 年德债到期收益率



资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 33 10 年英债到期收益率



资料来源：Wind，中证报基金研究

5. 债市总结及展望

2 月，从一级市场来看，国债和政策性金融债发行环比略有下降，新增专项地方债发行环比大幅上升，各地化债进度明显加速，债市供给增加。此外，用于置换隐债的再融资专项债发行环比增加 355.1%，各地化债进度明显加速。从二级市场来看，受科技概念催化、民营企业座谈会释放积极信号等因素影响，股市“春季躁动”回归，股债跷跷板效应明显；同时，央行持续回笼资金，资金价格继续抬升，债市震荡回调。全月来看，10 年期国债收益率上升 8.53BP 至 1.715%。流动性方面，2 月央行净回笼资金 4773 亿元，资金面大幅收窄，资金利率整体走高，出现短期利率高于长期利率的倒挂现象，反映出跨月资金需求激增与市场对中长期流动性宽松预期的分化。

目前，三月份债市主要关注三个方面：一是降准降息的落地情况。两会召开，政府工作报告提出“适时降准降息”，3 月底前后降息窗口可能打开。2 月地方专项债和政金债的加速发行，预示了较为宽松的财政政策。倘若货币政策与财政政策的实施节奏出现错位，可能加剧债市波动。二是关注国债和地方政府专项债发行进度。政府工作报告提到，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本；拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，比上年增加 5000 亿元。叠加 2 万亿置换隐债的再融资专项债，债券供给大幅增加，需要密切关注债券发行进度给市场带来的冲击。三是关注债券市场创新工具的影响。中国人民银行行长潘功胜在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上表示，人民银行将会同证监会、科技部等部门，创新推出债券市场的“科技板”。如果投资者对科技创新债券的流动性和收益预期较好，可能会减少对国债的依赖，从而对国债收益率产生一定的冲击。

6. 风险提示

本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差。

免责声明

本报告原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。