

## 央行宣布暂停买入国债，建议关注适度宽松货币政策落地情况

——2025年1月利率债市场月报

## 摘要：

- 一级市场：国债同比增量发行，新增地方专项债八成用于置换隐债。**1月国债总发行10185.0亿元，环比上升50.67%，同比上升35.80%。新增一般地方债1005.1513亿元，环比上升312.18%，同比上升14.52%；新增专项地方债1979.4504亿元，环比上升837.07%，同比上升248.61%。当月，共有8个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计1719.07亿元，占当月新增专项债的86.85%。
- 二级市场：国债收益率持续下行，利率债交易规模缩小。**10年期国债收益率下降4.53BP至1.63%，10年期国开债收益率下降7.37BP至1.65%。1年与10年国债期限利差收窄26.46BP至32.63BP，1年与10年国开债期限利差收窄32.01BP至20.44BP。当月利率债交易规模环比下降14.65%。
- 流动性观察：央行加大货币投放力度，资金利率涨跌互现。**1月，央行公告开展买断式逆回购17000亿元，货币净投放29983亿元，资金投放力度大幅上升。隔夜及1月期资金利率上行，7天及14天资金利率下行。
- 海外市场：美元指数继续上涨，海外主要债券收益率上行。**1月，美元指数从108.482上行至108.516；美元兑人民币中间价从7.188下行至7.17，即期汇率从7.299下行至7.265。10年期美债到期收益率先上行后下降，环比维持不变；10年期日债到期收益率从1.082%上行至1.242%；10年期德债到期收益率从2.39%上行至2.48%；10年期英债到期收益率从4.517%上行至4.546%。
- 债市总结及展望：**1月，从一级市场来看，国债同比增量发行，地方债开启新一年发行计划，新增专项债多用于置换隐债。从二级市场来看，受央行及美联储降息不及预期、节前资金流紧张、央行暂停公开市场国债买入操作等多重因素影响，10年期国债收益率经历了大幅下降到反弹上升的过程，最终相较上月底下降4.53BP至1.63%。流动性方面，为应对春节前后的大量逆回购到期，抚平资金流，央行加大货币投放力度，7天及14天资金利率下行。二月份债市主要关注三个方面：一是适度宽松货币政策的落地情况。二是关注央行后续稳汇率的政策。三是关注二月重要会议的政策导向。
- 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：国债同比增量发行，新增地方专项债八成用于置换隐债

2025 年 1 月，共计发行 116 只利率债，发行规模总计 21362.58 亿元。其中，国债 13 只，共计 10185.0 亿元；地方政府债 80 只，共计 5507.08 亿元（新增一般债 1005.15 亿元，新增专项债 1979.45 亿元，再融资一般债 173.33 亿元，再融资专项债 2349.15 亿元）；政策性金融债 23 只，共计 5670.5 亿元。

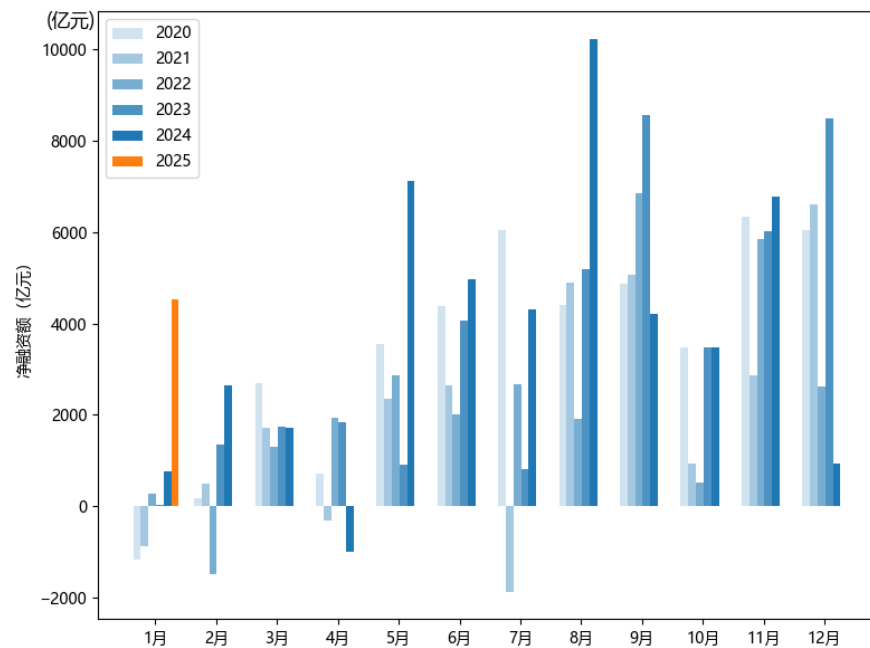
同月，共计偿还 48 只利率债，偿还规模总计 11096.44 亿元。其中国债 7 只，共计 5653.7 亿元；地方政府债 34 只，共计 814.64 亿元；政策性金融债 7 只，共计 4628.1 亿元。

综上，1 月净融资额为 10266.14 亿元。其中国债净融资额为 4531.3 亿元，地方政府债净融资额为 4692.44 亿元，政策性金融债净融资额为 1042.4 亿元。

#### 1.1 国债同比增量发行，超长期债券发行占比下降

从发行总额来看，1 月国债总发行 10185.0 亿元，环比上升 50.67%，同比上升 35.80%。

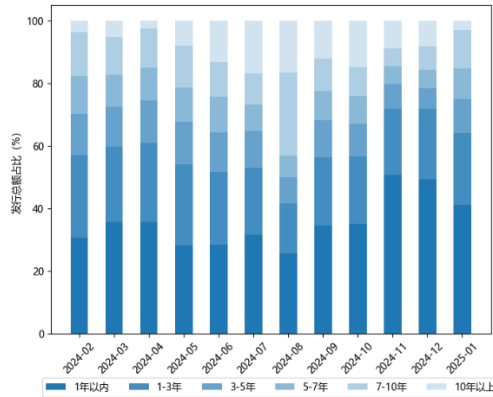
图表 1 2020—2025 年国债月度净融资



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

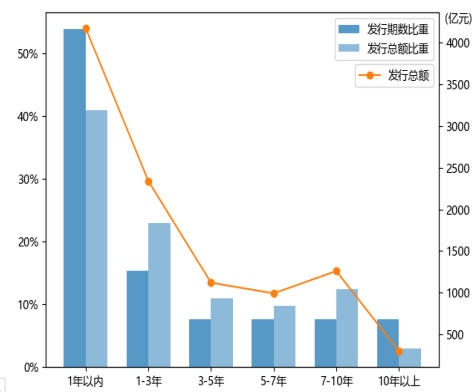
从国债发行期限来看，当月 1 年以内债券发行规模最大，占比达到 40.97%；10 年以上超长期国债发行规模占比下降 5.33 个百分点至 2.95%。

图表 2 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 3 1月发行国债期限分布



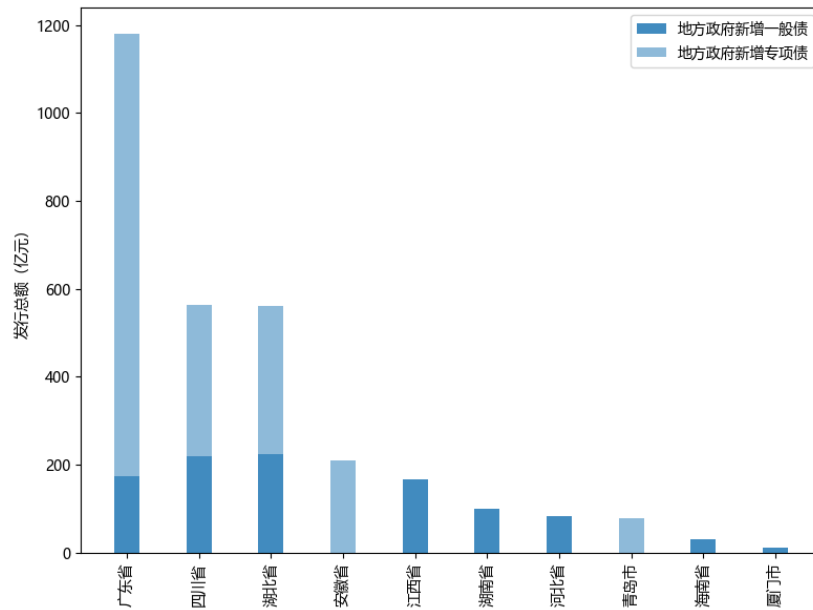
资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

### 1.2 2025 年地方债启动发行，新增专项债八成用于置换隐债

1 月，新增一般地方债 1005.1513 亿元，环比上升 312.18%，同比上升 14.52%；新增专项地方债 1979.4504 亿元，环比上升 837.07%，同比上升 248.61%。

从发行地区来看，1 月广东省发行规模最大，共计 1181.03 亿元，其中新增一般债 173.0 亿元，新增专项债 1008.03 亿元。

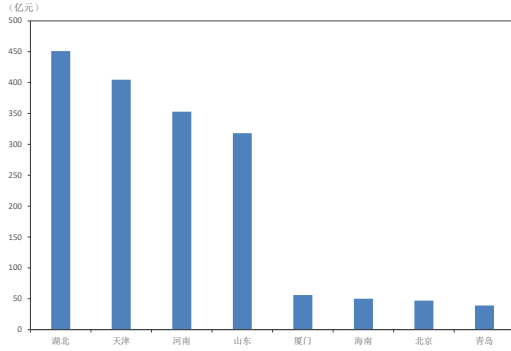
图表 4 1月各地政府债发行规模



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

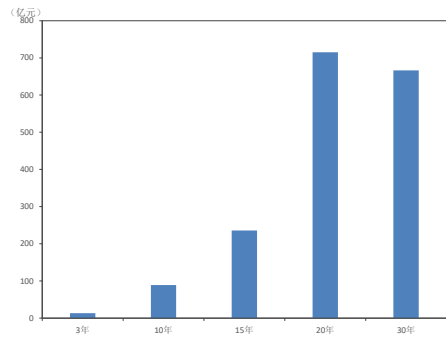
1 月，共有 8 个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计 1719.07 亿元，占当月新增专项债的 86.85%。其中湖北、天津、河南、山东发行规模较高，分别为 451.13/404.7/352.91/318.16 亿元。从期限来看，20 年期的再融资专项债发行规模最大为 715.01 亿元，10 年以上的超长债占比为 94.06%。

图表 5 1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 6 1月各期限再融资专项债发行规模



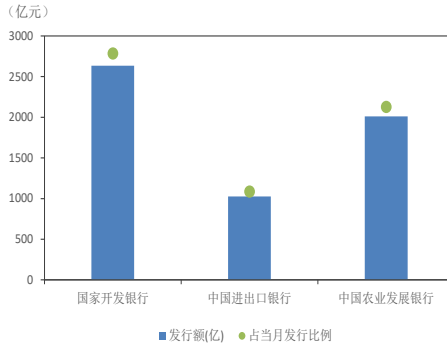
资料来源：Wind，中证报基金研究

### 1.3 国开行为当月发行主力，10 年期政金债发行规模最大

从发行总额来看，1 月政金债发行 5670.5 亿元，环比上升 180.70%，同比上升 21.95%。

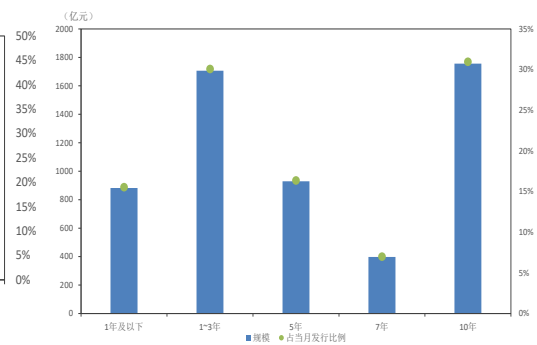
从发行主体来看，1 月国家开发银行发行政金债规模最大为 2633.1 亿元，占比 46.6%。从发行期限来看，10 年的政金债发行规模最大为 1756 亿元，占比 31%。

图表 7 政金债发行主体占比



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

图表 8 政金债发行期限占比



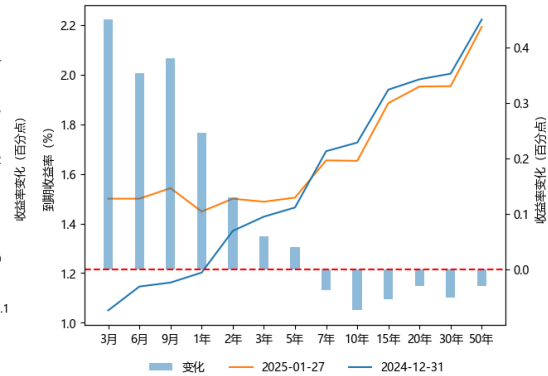
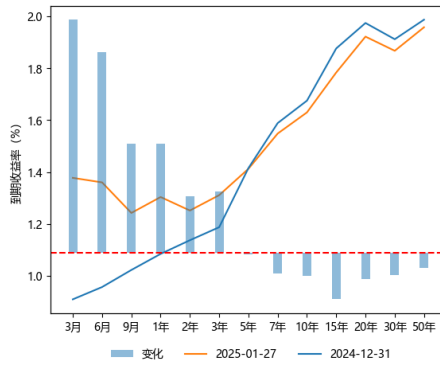
资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

### 2. 二级市场：国债收益率持续下行，利率债交易规模缩小

2025 年 1 月，10 年期国债收益率下降 4.53BP 至 1.63%，10 年期国开债收益率下降 7.37BP 至 1.65%。

图表9 10年期国债收益率下降4.53BP至1.63%

图表10 10年期国开债收益率下降7.37BP至1.65%



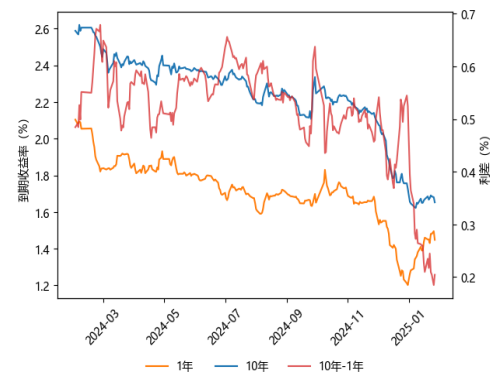
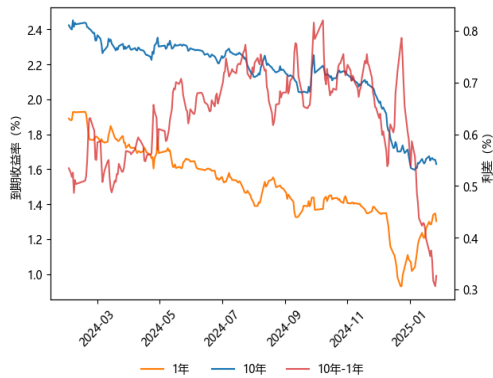
资料来源：中国债券信息网，中证报基金研究

资料来源：中国债券信息网，中证报基金研究

1年与10年国债期限利差收窄 26.46BP 至 32.63BP，1年与10年国开债期限利差收窄 32.01BP 至 20.44BP。

图表 11 10年期国债与1年期国债利差收窄

图表 12 10年期国开债与1年期国开债利差收窄

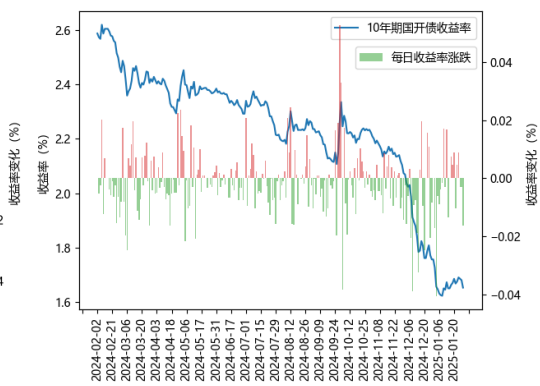
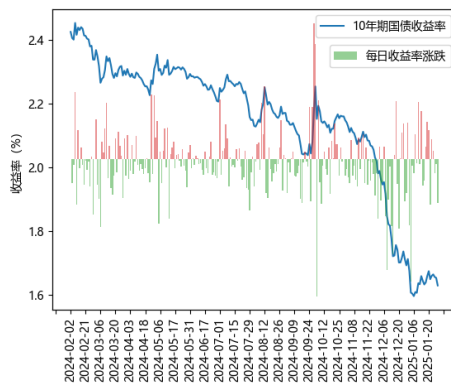


资料来源：中国债券信息网，中证报基金研究

资料来源：中国债券信息网，中证报基金研究

图表 13 近12个月10年期国债收益率变化

图表 14 近12个月10年期国开债收益率变化



资料来源：中国债券信息网，中证报基金研究

资料来源：中国债券信息网，中证报基金研究

1月2日，当月首个交易日受货币政策宽松预期、跨年抢配置行情以及市场情绪等因素影响，10年期国债收益率从上月末 1.6752%骤降至 1.6077%。1月3

日，国家发展改革委副秘书长袁达在新闻发布会上表示，2025 年将增加发行超长期特别国债，更大力度支持“两重”建设，收益率进一步下降。

当月第二周，收益率的持续下降促使部分投资者选择止盈，降息未能如市场预期在本月落地，央行宣布将在香港发行 600 亿元离岸央票显示出稳汇率的意图，并宣布暂停公开市场国债买入操作。在诸多因素影响下，10 年期国债收益率从 6 日的 1.5966% 快速上升至 10 日的 1.6338%。

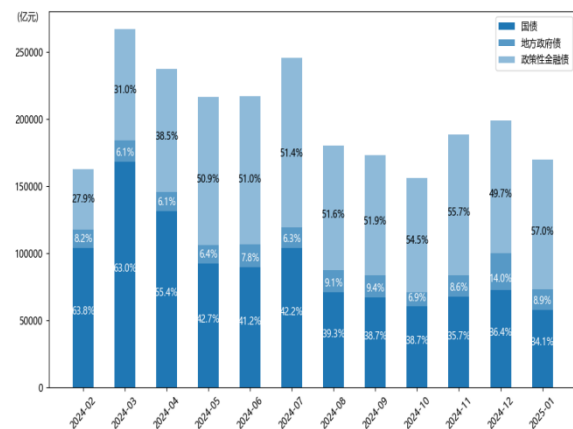
当月第三周，虽然央行在新闻发布会中表示宽松立场不会发生改变，但受地方债发行启动、核心 CPI 同比上涨、海外债市波动以及市场情绪与资金面变化等多重因素影响，收益率在波动中略有上行。

最后一周，资金面延续节前紧张状态，1 年期的 MLF 大幅缩量续作，导致资金成本大幅上升，受此影响国债收益率一度走高至 1.6747%。

月末，随着央行 17000 亿元买断式逆回购操作，10 年期国债收益率最终下降至 1.6299%。

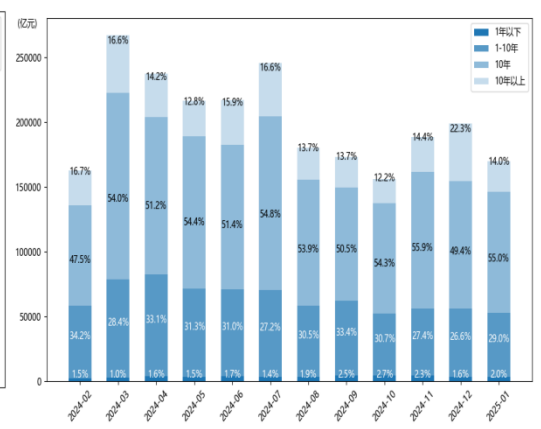
1 月利率债交易规模环比下降 14.65%。从债券种类来看，国债交易量环比下降 20.01%，占比下降至 34.1%；地方政府债交易量环比下降 45.72%，占比下降至 8.9%；政策性金融债交易量环比下降 1.97%，占比上升至 57.0%。从期限来看，1 年以下期限交易量环比上升 5.33%，占比上升至 2.0%；1~10 年期限交易量环比下降 7.09%，占比上升至 29.00%；10 年债券交易量环比下降 4.96%，占比上升至 55.0%。10 年以上债券交易量环比下降 46.57%，占比下降至 14.0%。

图表 15 近12个月各类利率债交易规模



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

图表 16 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：央行加大货币投放力度，资金利率涨跌互现

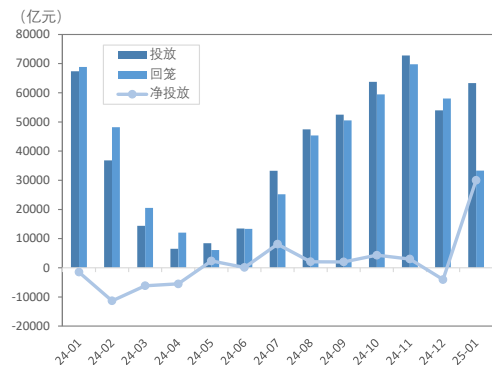
1 月上旬，回笼跨月资金，央行日均资金净投放仅为 107.14 亿元，截至 1 月 10 日，资金回笼 6223 亿元。13-17 日，为对冲中期借贷便利（MLF）到期、税期高峰等因素的影响，保持银行体系流动性充裕，人民银行累计净投放货币 5789 亿元。20-27 日，约有 14848 亿元逆回购到期，为抚平节前的资金面波动，央行进一步加大货币投放量到 25005 亿元。其中 22 日开展了 11575 亿元逆回购操作，是近 5 年央行单日逆回购操作规模最大的一次；24 日仅缩量续作中期借贷便利（MLF）2000 亿元（到期 9950 亿元），进一步缩减中期借贷便利（MLF）余额。

月底，央行公告开展买断式逆回购操作 17000 亿元。1 月，货币净投放 29983 亿元，资金投放力度大幅上升。

图表 17 1 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	43093
	买断式逆回购	17000
	MLF投放	2000
	国债买卖	0
	国库现金定存发行	1200
	合计	63293
回笼	逆回购到期	23360
	MLF回笼	9950
	国库现金定存到期	0
	合计	33310
净投放	合计	29983

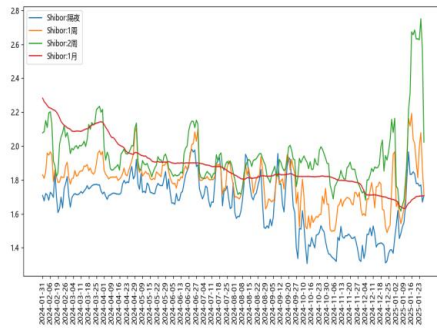
图表 18 货币净投放



资料来源：同花顺，中国人民银行，中证报基金研究

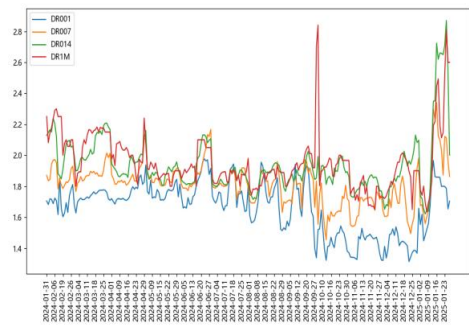
1 月 31 日，隔夜 Shibor 较上年底上行 25.4BP，报 1.708%；7 天期 Shibor 较上年底下行 25.1BP，报 1.715%；14 天期 Shibor 较上年底下行 14.0BP，报 2.023%；1 个月期 Shibor 较上年底上行 2.5BP，报 1.706%。1 月 31 日，DR001 较上年底上行 4.55BP，报 1.704%；DR007 较上年底下行 11.83BP，报 1.863%；DR014 较上年底下行 9.56BP，报 2.001%；DR1M 较上年底上行 70.0BP，报 2.600%。

图表 19 近12个月Shibor利率



资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 20 近12个月质押式回购利率

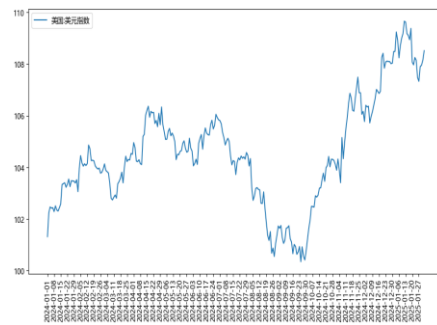


资料来源：Wind，中证报基金研究

#### 4. 海外市场：美元指数继续上涨，海外主要债券收益率上行

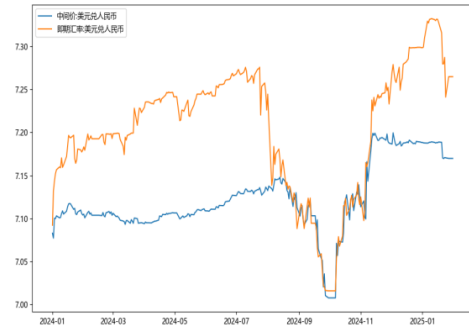
1月，美元指数从 108.482 上行至 108.516；美元兑人民币中间价从 7.19 下行至 7.17，即期汇率从 7.299 下行至 7.265。

图表 21 美元指数



资料来源：Wind，中证报基金研究

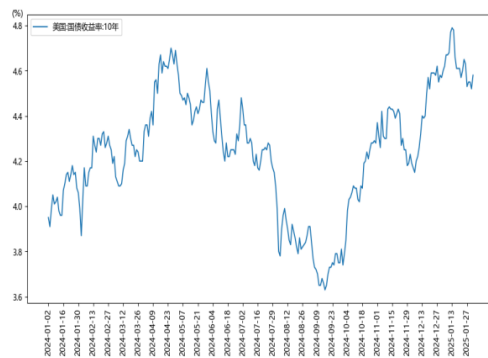
图表 22 美元兑人民币



资料来源：Wind，中证报基金研究

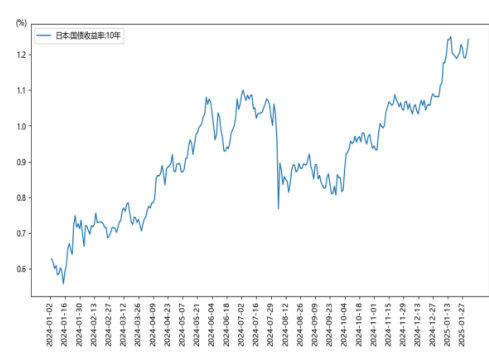
当月海外主要债券收益率多呈现上行趋势。10年期美债到期收益率先上行后下降，环比维持不变；10年期日债到期收益率从 1.082% 上行至 1.242%；10年期德债到期收益率从 2.39% 上行至 2.48%；10年期英债到期收益率从 4.517% 上行至 4.546%。

图表 23 10年美债到期收益率



资料来源：Wind，中证报基金研究

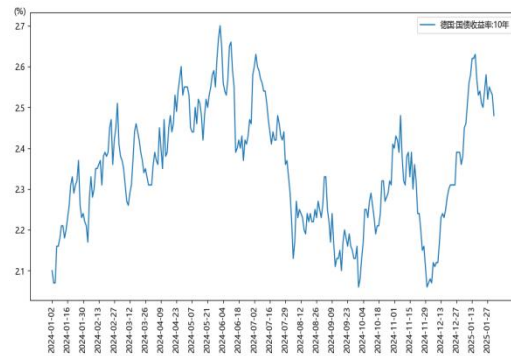
图表 24 10年日债到期收益率



资料来源：Wind，中证报基金研究

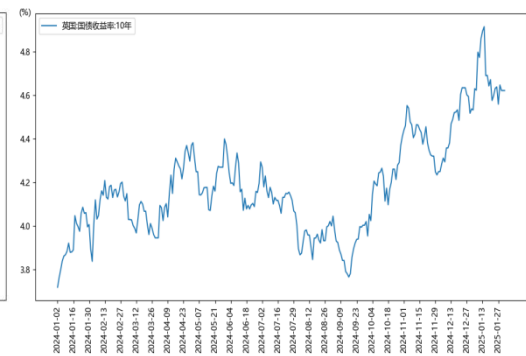


图表 25 10年德债到期收益率



资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 26 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

1 月，从一级市场来看，国债同比增量发行，地方债开启新一年发行计划，新增专项债多用于置换隐债。从二级市场来看，受央行及美联储降息不及预期、节前资金流紧张、央行暂停公开市场国债买入操作等多重因素影响，10 年期国债收益率经历了大幅下降到反弹上升的过程，最终相较上月底下降 4.53BP 至 1.63%。流动性方面，为应对春节前后的大量逆回购到期，抚平资金流，央行加大货币投放力度，7 天及 14 天资金利率下行。

目前，二月份债市主要关注三个方面：一是适度宽松货币政策的落地情况。由于节前的抢跑配置，市场基本已经透支了货币适度宽松的利好，央行暂停买入国债以调节债市供求关系，这也一定程度上意味着一季度降准概率上升。二是关注央行后续稳汇率的政策。1 月，央行对稳汇率的关注就使得资金面波动放大，短端利率承压。同时央行表示“下阶段，将继续综合采取措施，增强外汇市场韧性，稳定市场预期”。三是关注二月重要会议的政策导向。长期国债收益率反映了市场对未来长期经济增长的预期，积极有为的宏观政策将促进经济预期的好转，最终一定会反映到国债收益率上。

## 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。