

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门执行总监 冯琳

时间

2025年2月24日

核心观点

- 资金面继续主导市场，上周债市延续震荡走弱。上周（2月17日），面对政府债发行上量、公开市场到期量较大以及税期等多重压力，央行并未加大投放予以对冲，资金面持续收紧，带动债市短端利率大幅上行，并传导至长端。同时，长端利率还受到股债跷跷板效应、民营企业座谈会等利空因素扰动。整体上看，上周债市延续走弱，长端利率震荡上行，短端利率因资金面收紧上行幅度更大，收益率曲线继续平坦化上移。

本周（2月24日当周）债市料延续偏弱震荡。上周五央行公开市场转为净投放，或表明对流动性的态度边际放松。这意味着，面对大规模政府债发行以及跨月资金压力，本周央行或适度采取对冲措施，但资金面紧平衡状态料仍将延续，短债将难有明显修复。从基本面来看，本周将公布2月PMI数据，需关注基本面边际变化，从高频数据表现看，债市面临的基本面风险不大。此外，股市上涨也是近期压制债市情绪的重要因素，预计股市在科技牛行情带动下，市场风险偏好将继续改善，本周股债跷跷板效应或将延续。总体上看，尽管基本面风险不大，但资金面紧平衡、风险偏好改善、股债跷跷板以及降息预期修正等因素仍将对债市有所干扰，预计本周债市将延续震荡偏弱走势。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、上周市场回顾

1.1 二级市场

上周债市延续走弱，长债收益率震荡上行。全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.67%；上周五10年期国债收益率较前周五上行6.54bp，1年期国债收益率较前周五大幅上行10.02bp，期限利差继续收窄。

- **2月17日**：周一，资金面继续收紧，加之受民营企业座谈会影响，股债跷跷板效应延续，债市震荡走弱。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率上行3.88bp；国债期货各期限主力合约全线收跌，10年期主力合约跌0.13%。
- **2月18日**：周二，债市波动较大，整体仍偏弱。具体来看，早盘资金面延续紧势，债市继续走弱，而午后随着资金面有所转松，加之股市下跌，债市小幅反弹。全天看，银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率上行0.72bp；国债期货各期限主力合约全线收跌，10年期主力合约跌0.17%，盘中一度跌0.44%。
- **2月19日**：周三，受资金面转松，以及后续降准降息传闻提振，债市震荡回暖。当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10年期国债收益率下行3.80bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，其中，10年期主力合约涨0.08%。
- **2月20日**：周四，受资金面收紧压制，债市整体走弱。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率上行2.24bp；国债期货各期限主力合约收盘全线收跌，10年期主力合约跌0.26%。
- **2月21日**：周五，尽管资金面由紧转松，但受股市大涨压制，多头情绪大幅降温，债市延续弱势。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期

国债收益率上行 3.50bp；国债期货各期限主力合约收盘全线下跌，10 年期主力合约跌 0.27%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

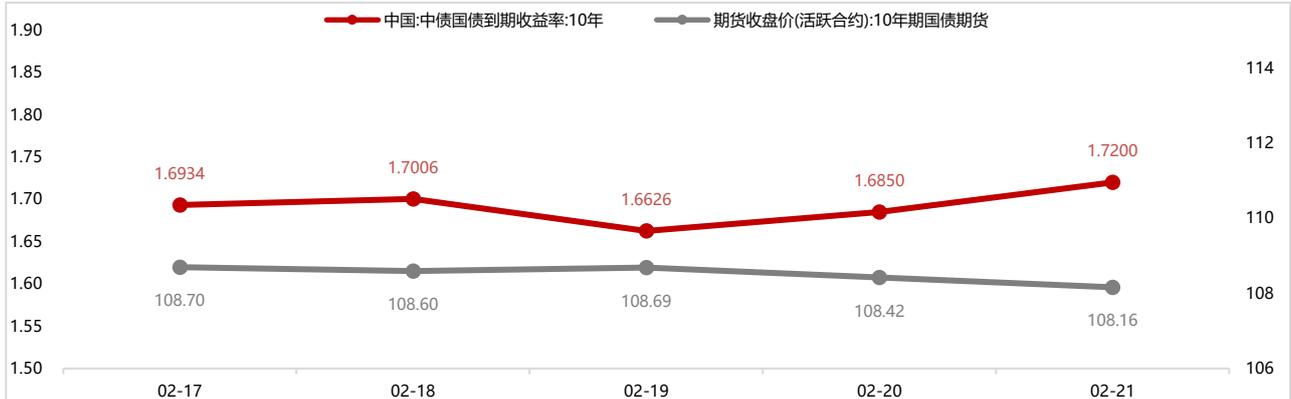


图 2 上周各期限国债利率均大幅上行

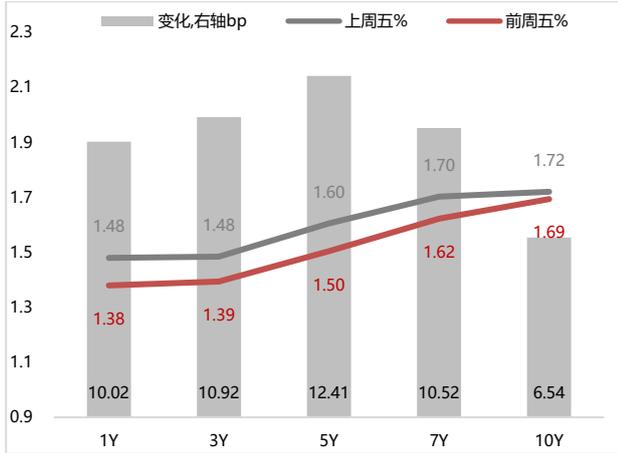


图 3 上周各期限国开债利率均大幅上行



图 4 上周 10 年期国债期货继续下行

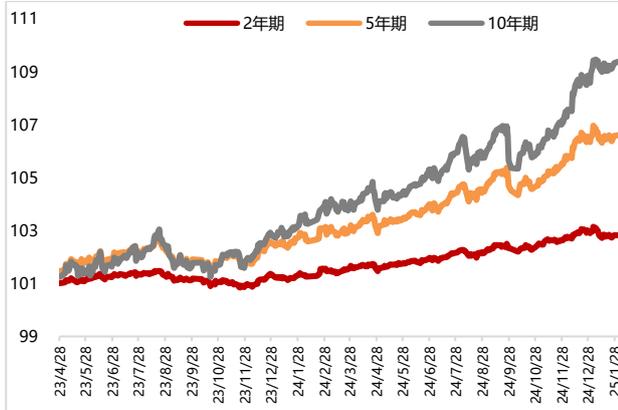


图 5 上周各期限国开债隐含税率继续下行(%)



图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续收窄

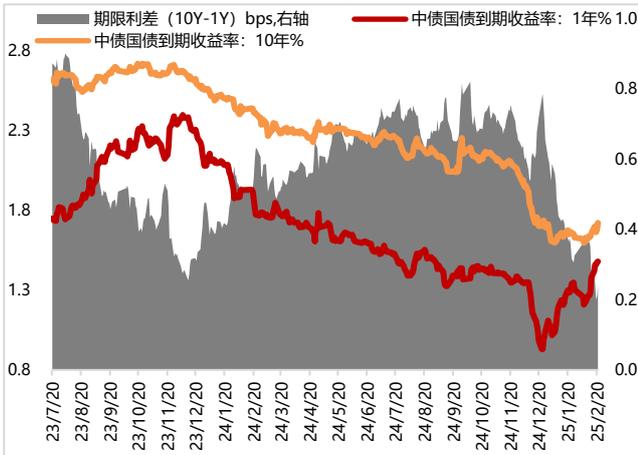
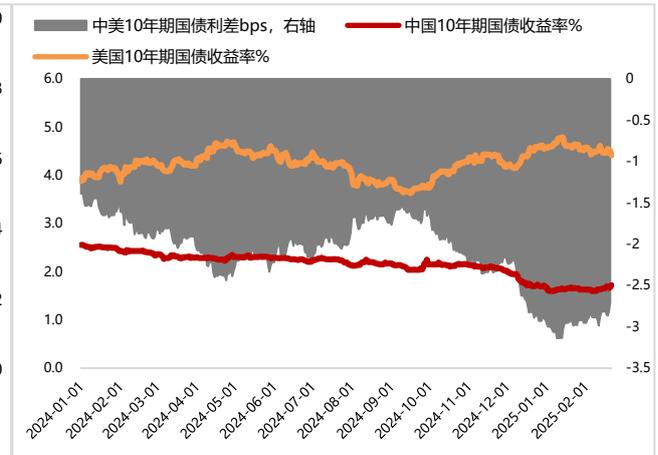


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续收敛



数据来源: Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 87 只, 环比增加 41 只, 发行量 8360 亿, 环比增加 1501 亿, 净融资额 7536 亿, 环比增加 2077 亿。分券种看, 上周国债、政金债发行量及净融资额均环比减少, 而地方债发行量及净融资额环比增加。

表 1 利率债发行和到期 (亿元)

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	1430	3535.6	802.3	1250	627.7	2285.6
政金债	1654.9	1708.7	0	0	1654.9	1708.7
地方政府债	5274.98	1614.7	22	149.96	5252.98	1464.74
合计	8359.88	6859	824.3	1399.96	7535.58	5459.04

数据来源: Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可: 共发行 2 只国债, 平均认购倍数为 2.76 倍; 共发行 20 只政金债, 平均认购倍数为 2.83 倍; 共发行 65 只地方债, 平均认购倍数为 20.55 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

二、上周重要事件

- **2月LPR报价保持不变，符合市场预期。**2月20日，全国银行间同业拆借中心公布新版LPR报价：1年期品种报3.10%，上月为3.10%；5年期以上品种报3.60%，上月为3.60%。

2025年2月两个期限品种的LPR报价保持不变，符合市场普遍预期，这一方面源于本月政策利率保持稳定，根本原因在于去年三季度末一揽子增量政策出台后，楼市回暖，经济景气度上升，带动2024年四季度GDP同比大幅上涨，随后2025年年初居民消费整体走势平稳，1月金融数据“开门红”，加之当前处于政策观察期，短期内降息的必要性下降；另一方面也因当前银行净息差处于历史低位，加之近期DR007和同业存单到期收益率上行，报价行缺乏下调LPR报价加点的动力。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据涨跌不一，其中，石油沥青装置开工率、半胎钢开工率均有所上升，高炉开工率、日均铁水产量则微幅下滑。从需求端来看，上周BDI指数、出口集装箱运价指数CCFI均下跌；上周30大中城市商品房销售面积继续回升。物价方面，上周猪肉价格延续下跌，而大宗商品价格多数上涨，其中，原油、螺纹钢价格均有所上升，而铜价小幅下跌。

图8 上周高炉开工率微幅下跌(%)

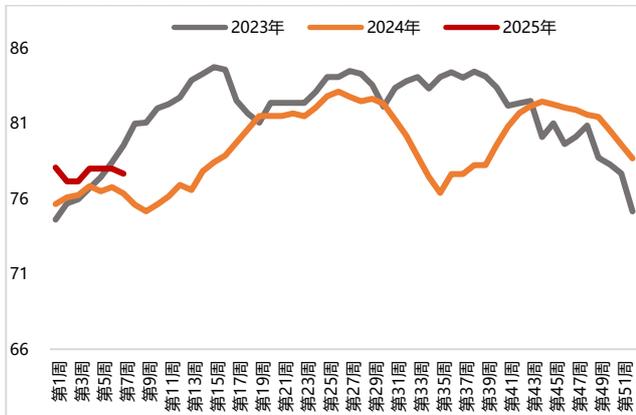


图9 上周石油沥青装置开工率明显回升(%)

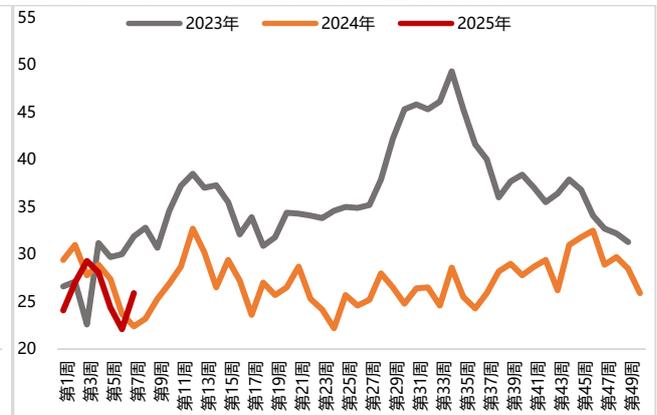


图 10 上周半钢胎开工率显著上升 (%)

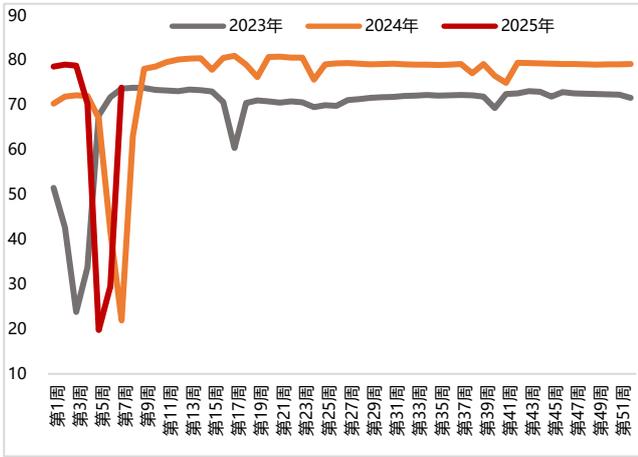


图 11 上周日均铁水产量(247家)微幅下跌(万吨)

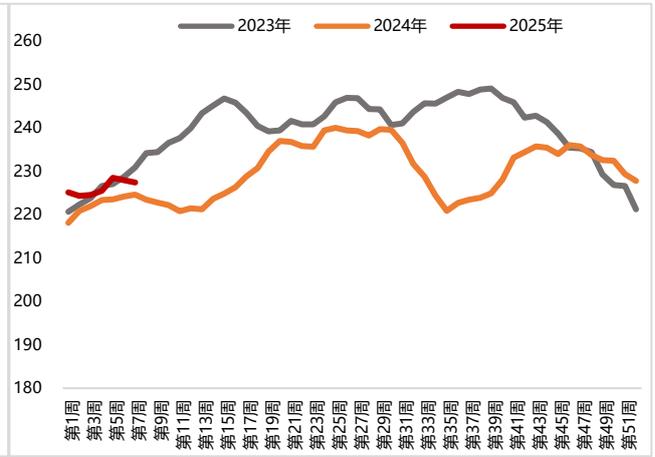


图 12 上周 30 城商品房成交面积继续上涨 (万 m²)

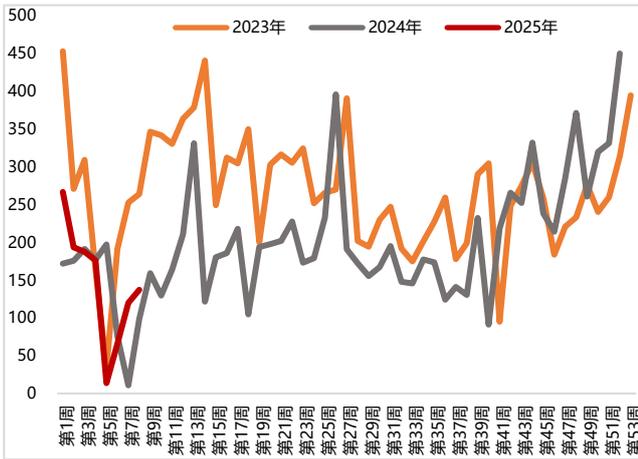


图 13 上周 BDI 指数微幅下跌



图 14 上周 CDFI 指数明显上升

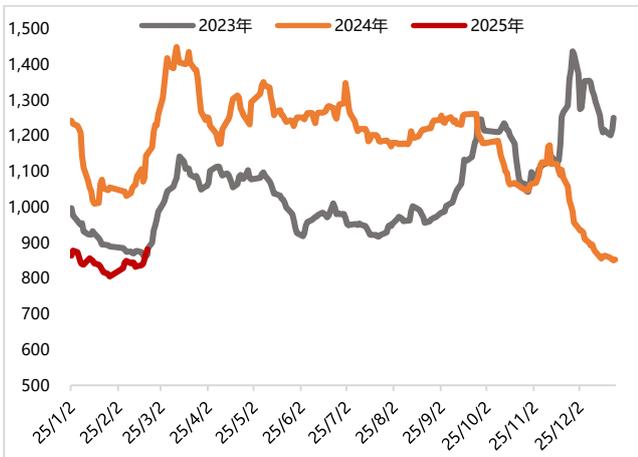


图 15 上周 CCFI 指数继续下跌

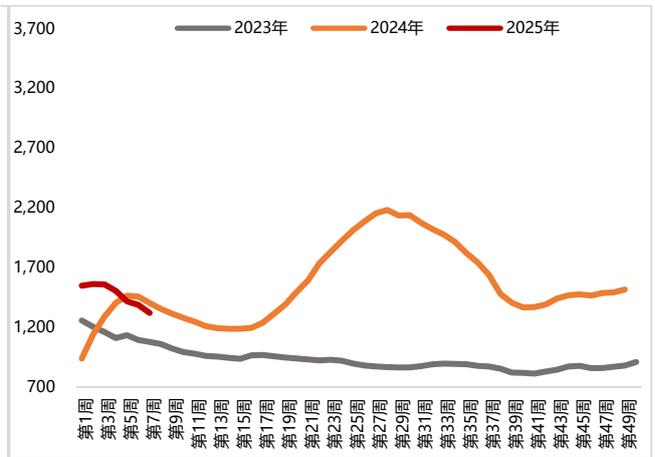


图 16 上周猪肉价格继续下跌



图 17 上周国际油价小幅上涨

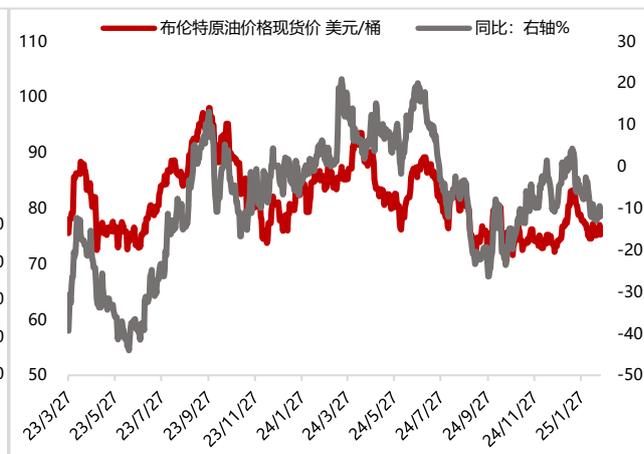


图 18 上周铜期货价格小幅下跌

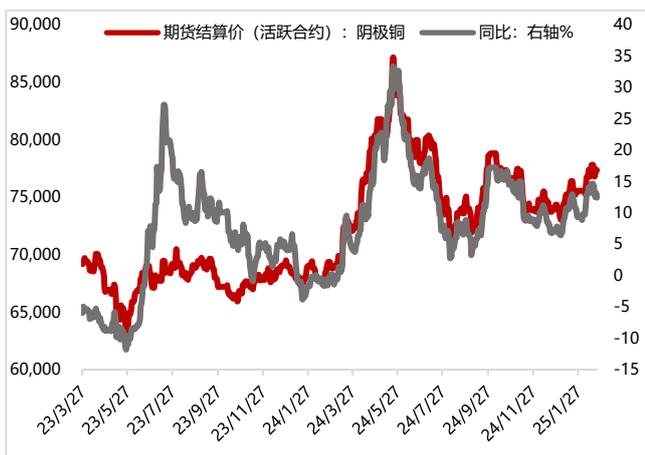
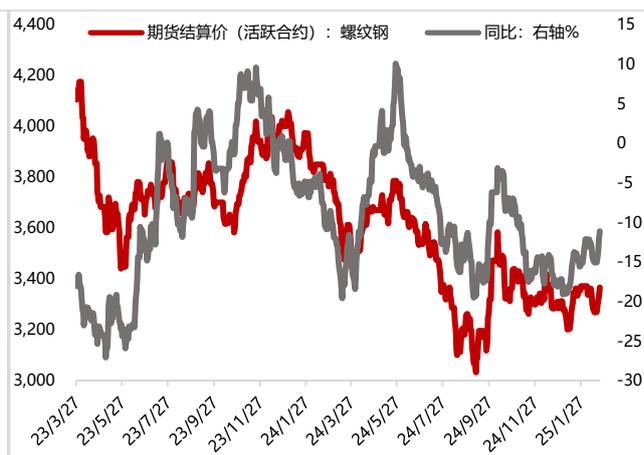


图 19 上周螺纹钢期货价格明显回升



数据来源: Wind 东方金诚

四、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净回笼资金 191 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2025/2/17	逆回购 7D	1905	1.50	逆回购 7D	2290	1.50
2025/2/17				MLF 1Y	5000	2.50

2025/2/18	逆回购 7D	4892	1.50	逆回购 7D	330	1.50
2025/2/19	逆回购 7D	5380	1.50	逆回购 7D	5580	1.50
2025/2/20	逆回购 7D	1250	1.50	逆回购 7D	1258	1.50
2025/2/21	逆回购 7D	1825	1.50	逆回购 7D	985	1.50
发行		15252				
到期		15443				
净投放		-191				

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 继续大幅上行 (%)

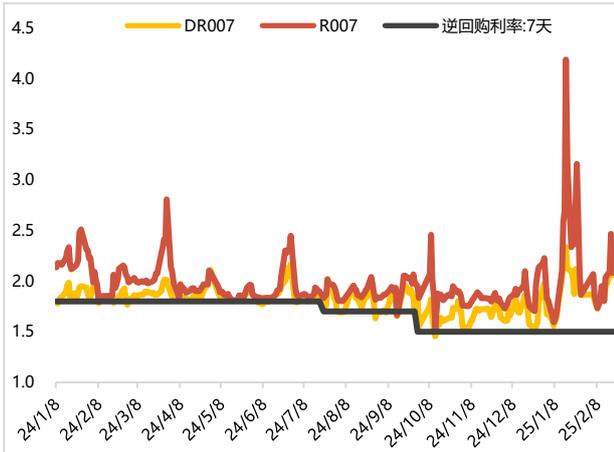


图 21 上周股份制同业存单发行利率显著上行 (%)

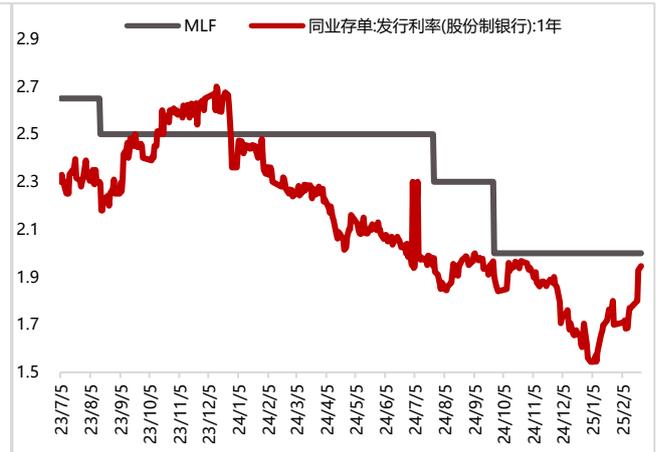


图 22 上周各期限国股直贴利率波动上行

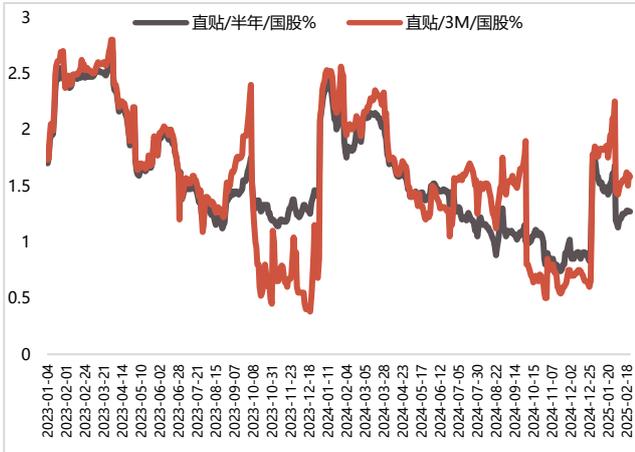


图 23 上周质押式回购成交量继续上升 (亿元)

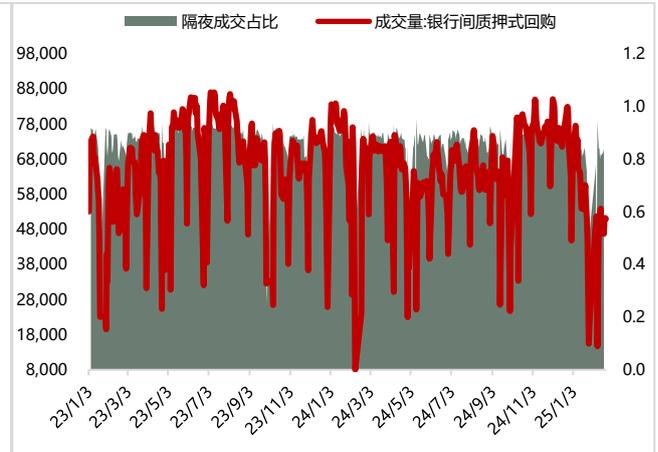
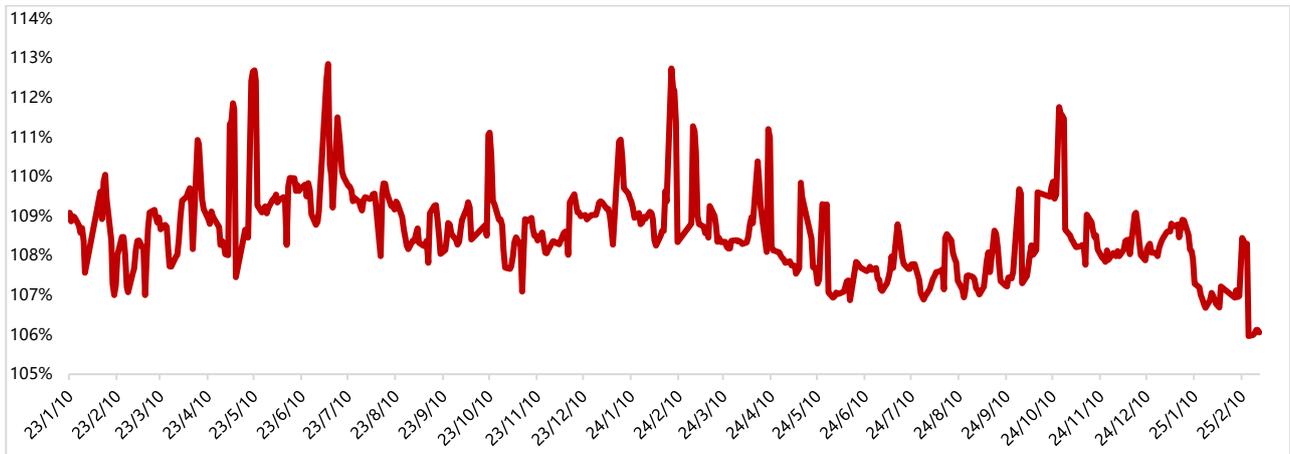


图 24 上周银行间市场杠杆率小幅回升



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额/（银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额），其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计
数据来源：Wind 东方金诚

附表：

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率 (%)	全场倍数
25 贴现国债 12	550	0.2493	1.4249	2.6104
24 附息国债 25(续 2)	880	7	1.49	2.9002

数据来源：Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率 (%)	全场倍数
25 进出 01(增 4)	120	1	1.5064	2.38
24 进出 22(增 7)	50	2	1.5729	2.44
25 国开清发 02(增发 1)	60	3	1.5523	2.87
25 国开清发 04(增发 1)	40	7	1.6873	3.54
24 进出 13(增 17)	60	3	1.5429	3.23
24 进出 15(增 11)	60	5	1.625	2.28
24 进出 11(增 17)	80	10	1.7398	3.18
25 国开 01(增 6)	50	1	1.5253	2.9
25 国开 03(增 5)	120	5	1.5531	1.67
25 国开 05(增 11)	180	10	1.6463	2.16

24 进出清发 17(增发 5)	20	7	1.7188	3.45
25 农发 01(增 5)	128	1.074	1.4343	3.115
25 农发 10(增 5)	140	10	1.731	3.1254
25 贴现国开 04	20	0.4932	1.5529	3.95
25 国开 05(增 10)	170	10	1.6453	2.41
25 农发清发 02(增发 1)	75	2	1.5482	2.9943
24 农发清发 17(增发 15)	52.4	7	1.7156	3.092
25 农发贴现 01(增发)	34.5	0.2493	1.4059	2.6833
25 农发 03(增 5)	95	3	1.5381	3.2189
25 农发 05(增 5)	120	5	1.582	1.8283

数据来源: Wind 东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

债券简称	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	发行利率 (%)	较前 5 日 国债收益 率均值上 浮幅度 (bps)	全场倍 数	债券简称	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	发行利 率 (%)	较前 5 日 国债收益 率均值上 浮幅度 (bps)	全场倍 数
25 湖北债 16	2.87	10(8.00)	1.73	5	27.21	25 甘肃债 03	17.69	20	2.06	15	27.97
25 湖北债 17	15.62	15(13.01)	2.06	24	26.49	25 甘肃债 04	10.83	20(18.01)	2.06	15	27.37
25 湖北债 18	35.41	20(15.51)	2.06	10	25.66	25 甘肃债 05	25.00	10(8.00)	1.7	5	26.38
25 湖北债 19	20.30	30(20.51)	2.1	25	25.88	25 甘肃债 06	184.16	10	1.85	20	26.14
25 湖北债 20	7.10	5	1.56	5	26.89	25 甘肃债 07	164.06	10	1.85	20	25.04
25 湖北债 21	8.67	7	1.69	5	27.89	25 北京债 13	94.00	7	1.62	5	7.64
25 湖北债 22	9.40	10(8.00)	1.73	5	26.97	25 北京债 14	7.00	10	1.7	5	7.71
25 江苏 01	26.90	1	1.49	5	21.60	25 北京债 15	11.00	1	1.37	5	9.52
25 江苏 02	101.10	10	1.73	5	20.76	25 北京债 16	3.76	2	1.37	5	8.88
25 江苏 03	300.00	10	1.73	5	17.94	25 北京债 17	64.67	3	1.39	5	7.51
25 江苏 04	300.00	15	1.87	5	14.37	25 北京债 18	281.56	5	1.51	5	6.86
25 江苏 05	200.00	20	2.01	5	21.51	25 北京债 19	33.22	7	1.62	5	7.71
25 江苏 06	200.00	30	1.9	5	16.40	25 北京债 20	56.88	10	1.7	5	7.49
25 河北债 03	93.03	10	1.73	5	20.97	25 北京债 21	4.37	20	1.96	5	7.76
25 河北债 04	30.00	10	1.73	5	22.02	25 北京债 22	1.00	5	1.51	5	9.50
25 河北债 05	56.07	5(4.10)	1.56	5	21.16	25 北京债 23	0.60	7	1.62	5	11.33
25 河北债 06	29.46	10(8.00)	1.73	5	21.53	25 北京债 24	1.10	10	1.7	5	8.45
25 河北债 07	156.63	15(10.51)	2.07	25	21.23	25 北京债 25	1.45	15	1.83	5	8.14
25 河北债 08	167.64	20(15.51)	2.11	15	21.86	25 北京债 26	2.19	20	1.96	5	8.90
25 河北债 09	57.12	30(20.51)	2.1	25	23.67	25 北京债 27	1.10	30	1.87	5	8.45

25 河北债 10	29.94	10	1.89	21	21.17	25 福建债 01	72.38	7	1.62	5	26.39
25 江西债 04	16.52	15	2.08	26	32.08	25 福建债 02	1.81	15	1.83	5	28.47
25 江西债 05	441.05	20	2.12	16	24.98	25 福建债 03	8.08	10	1.7	5	27.45
25 江西债 06	86.40	30	2.11	26	29.29	25 福建债 04	60.11	15	2.03	25	26.17
25 新疆债 01	108.00	20	2.13	17	19.42	25 福建债 05	144.01	20	2.06	15	23.14
25 新疆债 02	108.00	30	2.12	27	18.65	25 福建债 06	2.00	30	2.07	25	29.60
25 天津债 07	7.00	5	1.54	5	26.40	25 福建债 07	76.00	10	1.7	5	24.86
25 天津债 08	40.30	5	1.54	5	24.85	25 福建债 08	33.35	7	1.62	5	26.49
25 四川 11	168.56	10	1.85	18	20.06	25 福建债 09	206.33	15	2.03	25	23.80
25 四川 12	168.56	20	2.08	14	20.33	25 福建债 10	206.33	30	2.07	25	24.53
25 四川 13	169.63	30	2.08	24	20.82	25 湖北债 14	98.19	15	1.87	10	25.69
25 甘肃债 01	79.00	7	1.62	5	26.51	25 湖北债 15	150.50	20	2	10	26.03
25 甘肃债 02	10.00	20	2.06	15	27.65						

数据来源: Wind 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn