

基金研究报告

定期报告/利率债市场月报

研究员：刘韵琦，郝薇

债市震荡下行，MLF 利率政策属性完全退出

——2025 年 3 月利率债市场月报

摘要：

- **一级市场：国债及政金债发行提速，地方债发行放缓。**3 月国债总发行 13086.3 亿元，环比上升 33.87%，同比上升 37.75%。新增一般地方债 830.07 亿元，环比下降 9.85%，同比上升 194.09%；新增专项地方债 2539.49 亿元，环比下降 32.49%，同比上升 0.31%。当月，共有 14 个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计 3830.35 亿元。其中，广西壮族自治区、辽宁省和江苏省发行规模最大，10 年以上的超长债占比为 72.2%，环比下降 16.08 个百分点。
- **二级市场：国债收益率上升，期限利差扩大。**10 年期国债收益率上升 9.77BP 至 1.81%，10 年期国开债收益率上升 9.79BP 至 1.84%。1 年与 10 年国债期限利差扩大 1.95BP 至 27.5BP，1 年与 10 年国开债期限利差扩大 14.28BP 至 20.36BP。3 月利率债交易规模环比上升 30.39%。
- **流动性观察：资金面继续收窄，MLF 利率政策属性完全退出。**3 月，央行净回笼货币 2592 亿元。当月短期流动性改善与中长期资金成本抬升并存，相比上年末整体利率中枢上移。央行宣布自当月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式（即美式招标）开展操作，标志着中期借贷便利（MLF）利率政策属性完全退出。同时央行在每日逆回购操作情况公告中增加了“投标量”与“中标量”两个信息。
- **海外市场：美元指数大幅下行，海外主要债券收益率上行。**3 月，美元指数从 107.564 下行至 104.192；美元兑人民币中间价从 7.174 上行至 7.178；即期汇率从 7.284 下行至 7.252。当月，10 年期美债到期收益率从 4.24% 下行至 4.23%；10 年期日债到期收益率从 1.36% 上行至 1.489%；10 年期德债到期收益率从 2.38% 上行至 2.69%；10 年期英债到期收益率从 4.5004% 上行至 4.693%。
- **债市总结及展望：**3 月，国债和政金债发行加速，地方债发行放缓。从二级市场来看，受资金面持续收窄、降息降准仍未落地等因素影响，3 月债市继续震荡下行。海外市场方面，美元走弱，但人民币汇率呈现分化。四月份债市主要关注三方面：一是降准的落地情况；二是大税期走款和大额买断式逆回购到期对资金面的扰动；三是政府债发行进度。
- **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：国债及政金债发行提速，地方债发行放缓

2025年3月，共计发行207只利率债，发行规模总计28003.81亿元。其中，国债15只，共计13086.3亿元；地方政府债169只，共计9347.51亿元（新增一般债830.07亿元，新增专项债2539.49亿元，再融资一般债732.36亿元，再融资专项债5245.58亿元）；政策性金融债23只，共计5570.0亿元。

同月，共计偿还59只利率债，偿还规模总计12686.46亿元。其中国债9只，共计6972.0亿元；地方政府债42只，共计996.46亿元；政策性金融债8只，共计4718.0亿元。

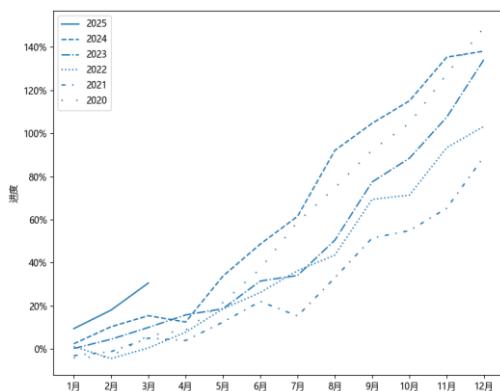
综上，3月净融资额为15317.35亿元。其中国债净融资额为6114.3亿元，地方政府债净融资额为8351.05亿元，政策性金融债净融资额为852.0亿元。

1.1 国债发行再提速，超长期国债发行规模占比下降

从发行总额来看，3月国债总发行13086.3亿元，环比上升33.87%，同比上升37.75%。

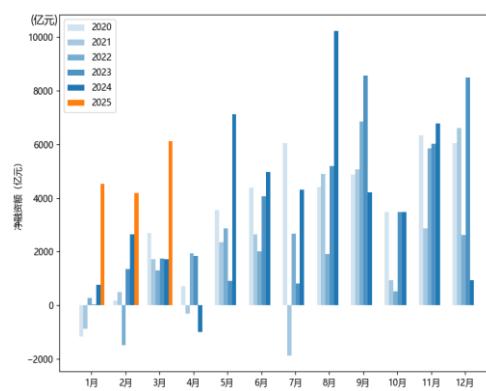
截至3月31日，2025年国债发行规模共计33046.9亿元，到期18216.6亿元，净融资额为14830.3亿元。国债净发行进度达到30.52%，远高于近五年国债发行进度均值（7.33%）。

图表 1 2020—2025年国债净发行进度



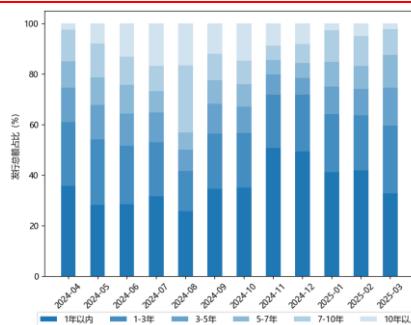
资料来源：聚源数据库，Wind，中证报基金研究

图表 2 2020—2025年国债月度净融资

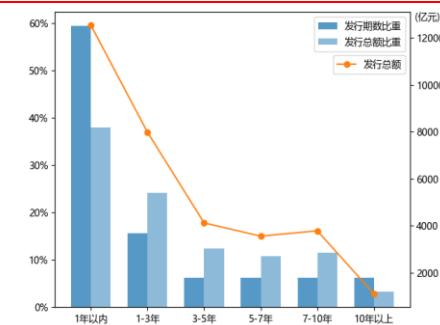


资料来源：聚源数据库，Wind，中证报基金研究

从国债发行期限来看，当月1年以内债券发行规模最高，达到32.68%；10年以上超长期国债发行规模占比下降2.82个百分点至2.29%。从今年1-3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37.9%。

图表 3 近 12 个月国债发行期限规模占比

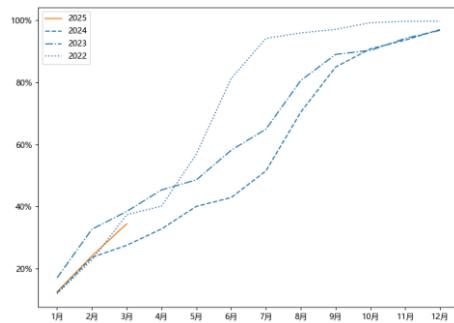
资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

图表 4 今年累计发行国债期限分布

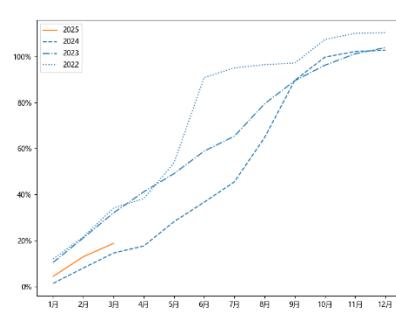
资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

1.2 新增地方债发行放缓，化债再融资专项债发行环比减半

3月，新增一般地方债830.07亿元，环比下降9.85%，同比上升194.09%；新增专项地方债2539.49亿元，环比下降32.49%，同比上升0.31%。

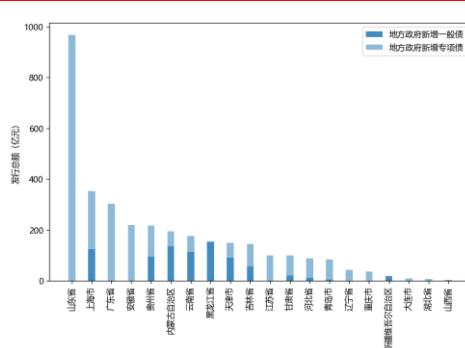
图表 5 新增一般地方政府债发行进度

资料来源：聚源数据库，Wind，中证报基金研究

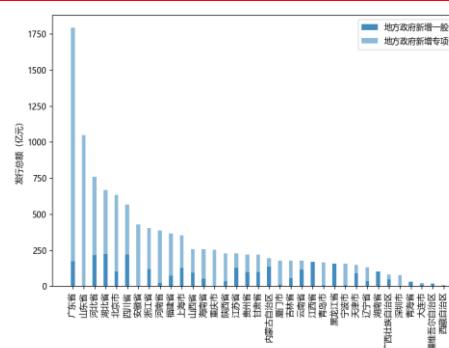
图表 6 新增专项地方政府债发行进度

资料来源：聚源数据库，Wind，中证报基金研究

截至3月31日，2025年新增地方债11036.3亿元。其中，新增一般债发行2755.96亿元，占全年新增一般债务限额8000.0亿元的34.45%；新增专项债发行8280.34亿元，占全年新增专项债务限额44000.0亿元的18.82%。

图表 7 3月新增地方债区域分布

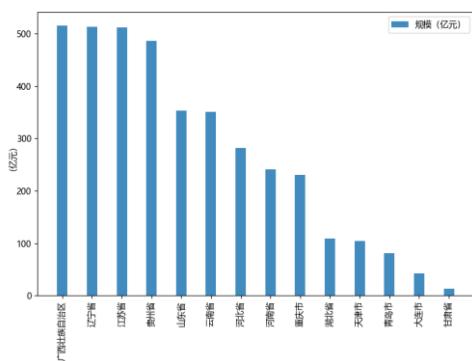
资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

图表 8 1~3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

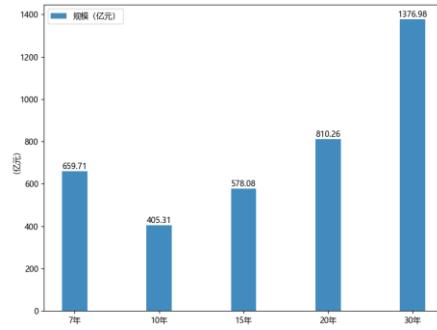
从发行地区来看，3月山东省发行规模最大，共计966.66亿元，全部为新增专项债。从今年1-3月来看，广东省发行规模最大，共计1790.51亿元，其中新增一般债173.0亿元，新增专项债1617.51亿元。

图表 9 3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 10 3月各期限再融资专项债发行规模

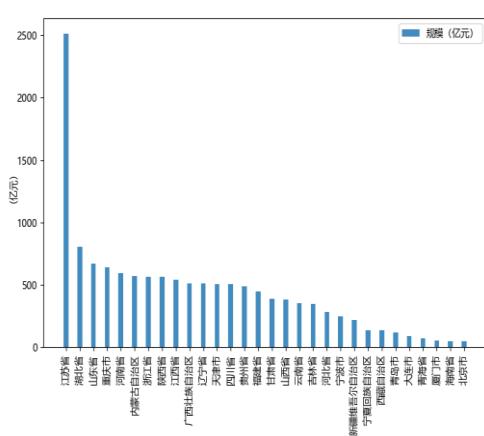


资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

3月，共有14个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计3830.35亿元。其中，广西壮族自治区、辽宁省和江苏省发行规模最大，分别为515.0/513.0/511.0亿元。从期限来看，30年的再融资专项债发行规模最大为1376.98亿元，10年以上的超长债占比为72.2%，环比下降16.08个百分点。

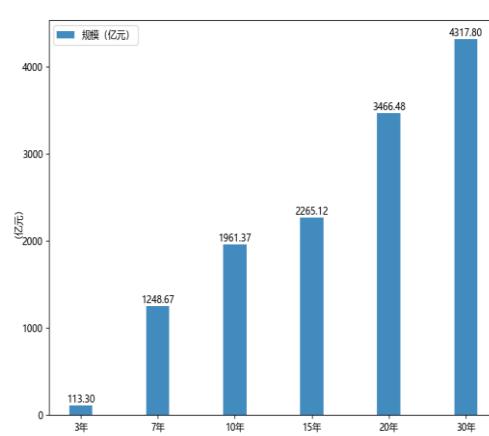
年初至今，共有30个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计13372.75亿元。其中，江苏省发行规模最大，为2511.0亿元。从期限来看，30年的再融资专项债发行规模最大为4317.80亿元，10年以上的超长债占比为75.15%。

图表 11 1-3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 1-3月各期限再融资专项债发行规模



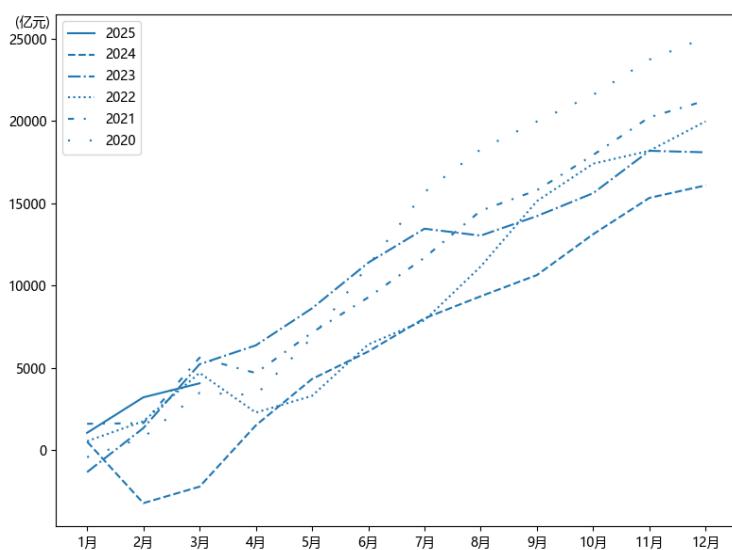
资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

1.3 政金债发行同比继续增长，国开行发行规模最大

从发行总额来看，3月政金债发行5570.0亿元，环比上升4.57%，同比上升10.54%。

截至3月31日，2025年政金债发行16566.9亿元，同比上升37.02%；到期12515.7亿元，同比下降12.62%。净融资额为4051.2亿元，同比由负转正。

图表 13 政金债累计净发行规模

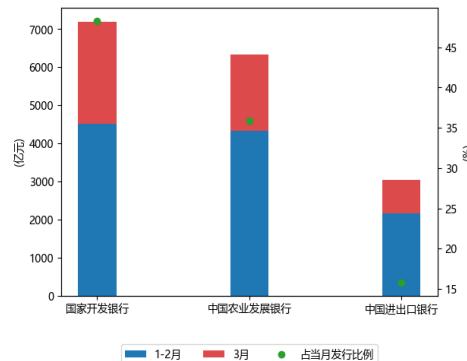


资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

从发行主体来看，3月国家开发银行发行政金债规模最大为2690.0亿元，占比48.29%。年初至今，同样是国家开发银行发行政金债规模最大，为7203.1亿元，占比43.48%。

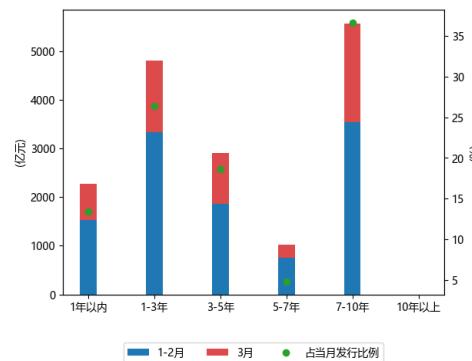
从发行期限来看，当月7-10年的政金债发行规模最大为2040.0亿元，占比36.62%。全年来看，7-10年的政金债发行规模最大为5570.6亿元，占比33.62%。

图表 14 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 15 政金债发行期限占比

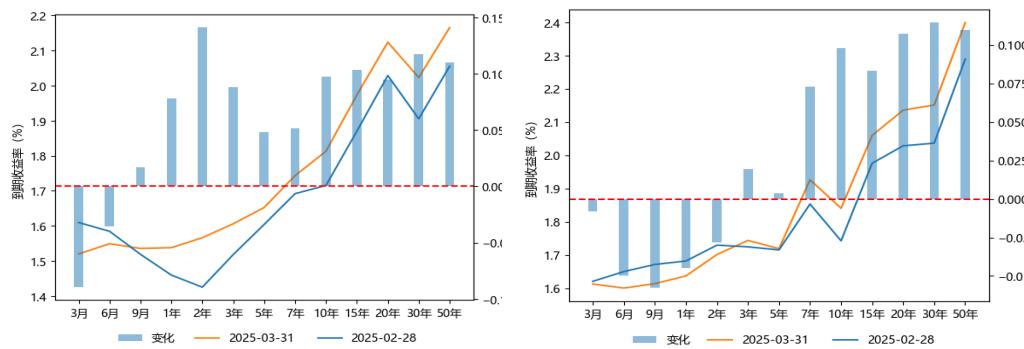


资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

2. 二级市场：国债收益率上升，期限利差扩大

2025年3月，10年期国债收益率上升9.77BP至1.81%，10年期国开债收益率上升9.79BP至1.84%。

图表 16 10Y 国债收益率上升 9.77BP 至 1.81% 图表 17 10Y 国开债收益率上升 9.79BP 至 1.84%

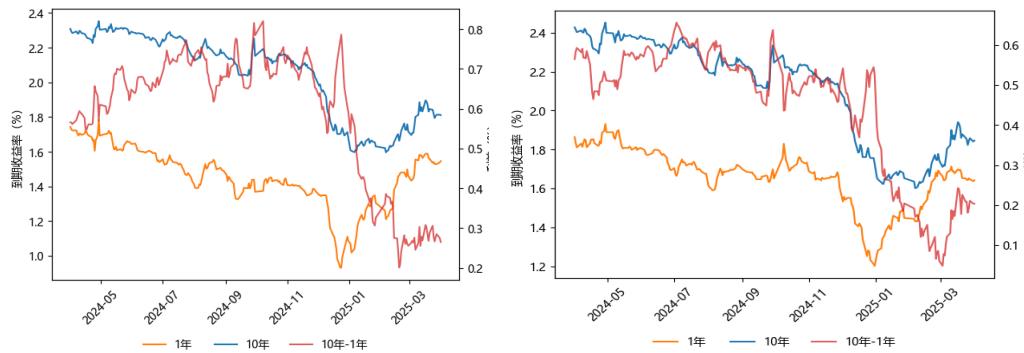


资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

1年与10年国债期限利差扩大1.95BP至27.5BP，1年与10年国开债期限利差扩大14.28BP至20.36BP。

图表 18 10 年期国债与 1 年期国债利差扩大 图表 19 10 年期国开债与 1 年期国开债利差扩大



资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

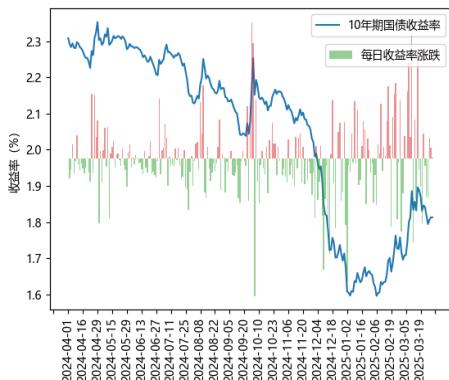
资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

年初至今，10年期国债收益率上升20.52BP至1.81%，10年期国开债收益率上升18.46BP至1.84%。1年与10年国债期限利差收窄26.34BP至27.5BP，1年与10年国开债期限利差收窄19.09BP至20.36BP。

上月末，央行行长潘功胜在民营企业高质量发展工作座谈会上表示“实施适度宽松的货币政策，保持市场流动性宽裕”。月初首日10年期国债收益率从1.7152%下降到1.6955%。两会首日，《政府工作报告》发布，首次提出“更加积极的财政政策”。同时，今年的赤字率提高了1个百分点，赤字规模达到5.66万亿元，超长期特别国债达到1.3万亿元，地方政府专项债也达到4.4万亿元，都创历史新高。6日，十四届全国人大三次会议经济主题记者会上，潘功胜表示“目

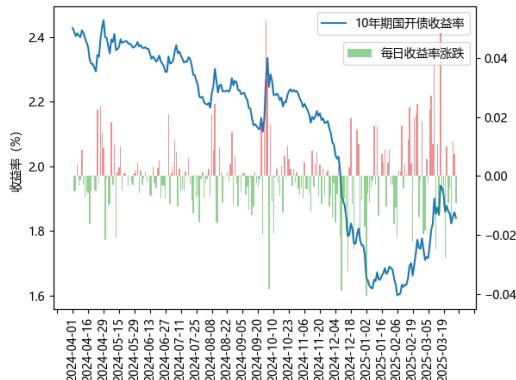
前金融机构存款准备金率平均为 6.6%，还有下行空间”。当周，受两会提振权益市场的影响，债市整体走弱，10 年期国债收益率上升 10.47BP 至 1.8002%。

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

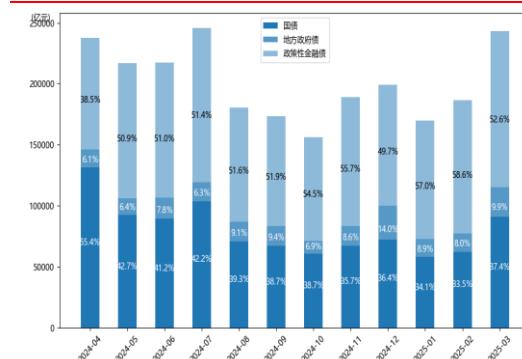
10-11 日，受国债和地方债接连发飞的影响，债市下行，10 年期国债收益率上升 8.51BP 到 1.8853%。12 日，债市行情短暂提振，10 年期国债收益率下行 5.19BP 至 1.8334%。13 日，央行再提“择机降准降息”，但对市场情绪未造成太大影响。14 日，2 月社融数据公布，反映需求仍偏弱，利率小幅下行。全周来看，10 年期国债收益率上升 3.15BP 至 1.8317%。

3 月第三周，债市负面情绪凸显。17 日，国新办举办新闻发布会介绍提振消费有关情况，当日 10 年期国债收益率上升 6.4BP 至 1.8957%。随后三日，受资金边际收敛等因素影响，10 年期国债收益率小幅下降。21 日，央行政策委员会召开一季度例会，会议表示“加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”。全周来看，10 年期国债收益率上升 1.41BP 至 1.8458%。

3 月 24 日，财政部发布 2024 年中国财政政策执行情况报告提出“2025 年财政政策要更加积极，持续用力、更加给力”，尾盘央行公告将 MLF 招标方式改为利率招标、多重价位竞标，并预告次日 MLF 超量续作。2024 年 7 月以来首次超额续作，再次提振市场宽货币预期，叠加大行买债，利率震荡下行。27 日，央行副行长宣昌能在博鳌亚洲论坛明确政策立场：“中国将坚持实施适度宽松的货币政策，工具空间充足，将根据国内外经济形势灵活运用降准降息等手段。”全周来看，10 年期国债收益率下行 3.32BP 至 1.8126%。

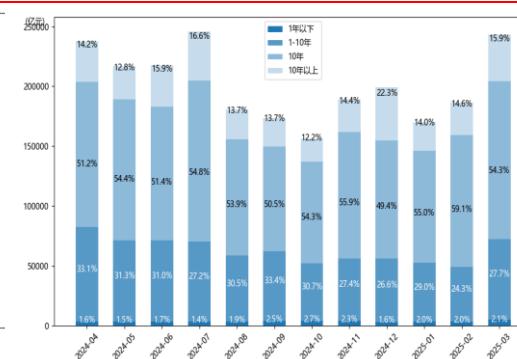
3月利率债交易规模环比上升30.39%。从债券种类来看，国债交易量环比上升45.94%，占比上升至37.45%；地方政府债交易量环比上升62.87%，占比上升至9.94%；政策性金融债交易量环比上升17.10%，占比下降至52.62%。从期限来看，1年以下期限交易量环比上升39.00%，占比上升至2.09%；1-10年期限交易量环比上升48.65%，占比上升至27.68%；10年债券交易量环比上升19.67%，占比下降至54.26%。10年以上债券交易量环比上升42.23%，占比上升至15.95%。

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：资金面继续收窄，MLF 利率政策属性完全退出

月初第一周，回笼跨月投放资金，逆回购到期16592亿元，当周净回笼资金8813亿元。资金面收敛，隔夜Shibor利率超过7天Shibor利率，出现倒挂。当月第二周，央行持续收拢资金，净回笼1917亿元，1月Shibor和DR1M快速走高，分别上升4.7BP和14.97BP至1.96%和2.10%。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14117亿元逆回购操作，全周资金面较为宽松，资金净投放3785亿元，隔夜Shibor利率和DR001分别下降5.1BP和5.02BP至1.76%和1.75%。

月末最后一周，央行维护跨月资金流动性，净投放3036亿元。隔夜Shibor利率、1月Shibor和DR001持续下降，但其余资金利率呈现上涨趋势，2周Shibor与1月Shibor、DR014与DR1M均出现倒挂。

月底，央行公告开展买断式逆回购8000亿元，其中开展3个月的买断式逆回购操作5000亿元，6个月的买断式逆回购操作3000亿元。3月，货币净回笼2592亿元。

当月值得关注的是，24日尾盘，央行公告，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，自当月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式（即美式招标）开展操作。3月25日将开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。此举有三大变化：

其一，招标机制革新。自2014年创设以来，MLF长期实行固定利率、数量招标模式。去年7月首调整为固定规模、利率招标后，此次进一步引入多价位中标机制，标志着MLF利率政策属性完全退出。改革后的MLF更趋近于买断式逆回购工具，回归流动性管理本质，与现有工具箱形成“短中长”协同格局——短期依托公开市场操作（OMO），中期对接MLF及结构性工具，长期辅以存款准备金率调整和国债操作。

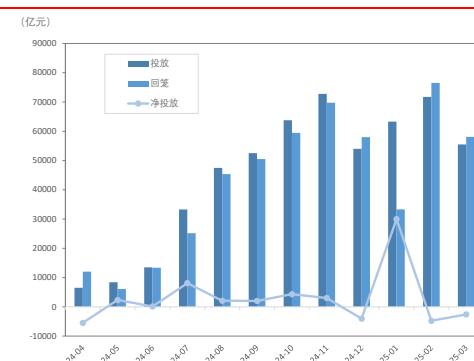
其二，信息披露变更。打破以往操作量当日公布的惯例，本次提前披露次日投放规模，体现央行对市场预期管理的强化。年初以来，商业银行负债端承压与流动性缺口并存，此举措有效缓解机构资金调度压力，彰显货币政策透明度提升。市场分析指出，多价位中标机制将促使MLF利率更贴近市场融资成本，目前大行1年期同业存单利率约1.95%，中小银行则面临更高负债成本，新机制有助于改善银行净息差水平。

图表 24 3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	41478
	买断式逆回购	8000
	MLF投放	4500
	国债买入	0
	国库现金定存发行	1500
	合计	55478
回笼	质押式逆回购到期	45100
	买断式逆回购到期	7000
	MLF回笼	3870
	国库现金定存到期	2100
	合计	58070
	净投放	-2592

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

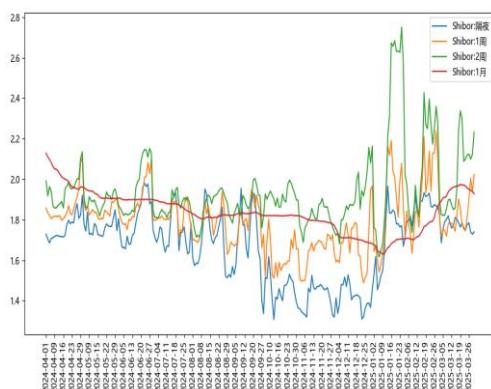
其三，投放力度加码。本次操作形成630亿元净投放，为去年8月以来首次，凸显央行维护流动性合理充裕的决心。尽管增量资金未必直接扭转短期利率走势，但政策呵护意图明确，带动债券市场各期限收益率普遍下行，形成年内罕见涨势。

此外，25日起，央行在每日逆回购操作情况公告中增加了“投标量”与“中标量”两个信息。通过这一变化，央行能够高频向市场传递流动性需求信号，有

利于提升调控债券收益率效用。

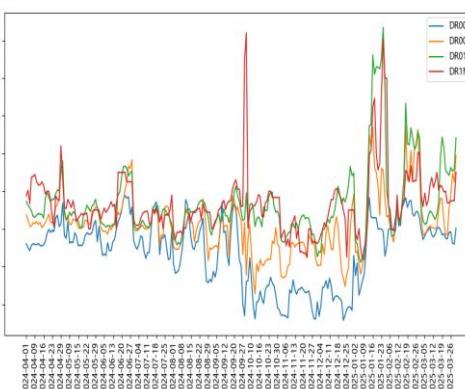
3月31日，隔夜Shibor较上月底下行12.6BP，较上年底上行28.5BP，报1.739%；7天期Shibor较上月底下行7.0BP，较上年底上行5.7BP，报2.023%；14天期Shibor较上月底下行4.1BP，较上年底上行6.9BP，报2.232%；1个月期Shibor较上月底上行6.0BP，较上年底上行24.7BP，报1.928%。3月31日，DR001较上月底下行5.14BP，较上年底上行14.6BP，报1.8038%；DR007较上月底上行6.26BP，较上年底上行20.76BP，报2.1888%；DR014较上月底上行0.18BP，较上年底上行18.74BP，报2.2843%；DR1M较上月底下行10.46BP，较上年底上行20.0BP，报2.1%。

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

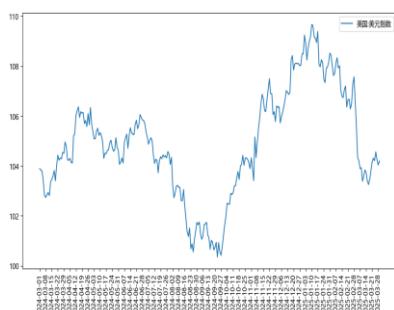


资料来源：Wind，中证报基金研究

4. 海外市场：美元指数大幅下行，海外主要债券收益率上行

3月，美元指数从107.564下行至104.192；美元兑人民币中间价从7.174上升至7.178；即期汇率从7.284下行至7.252。官方中间价微幅上调，反映政策层对汇率波动的审慎管理；而市场即期汇率则明显下行，表明在美元整体疲软背景下，人民币存在市场驱动的升值动力。

图表 28 美元指数



资料来源：Wind，中证报基金研究

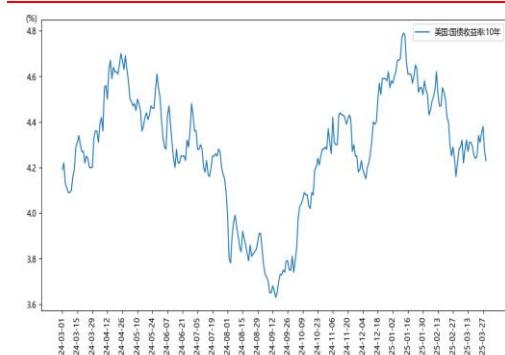
图表 29 美元兑人民币



资料来源：Wind，中证报基金研究

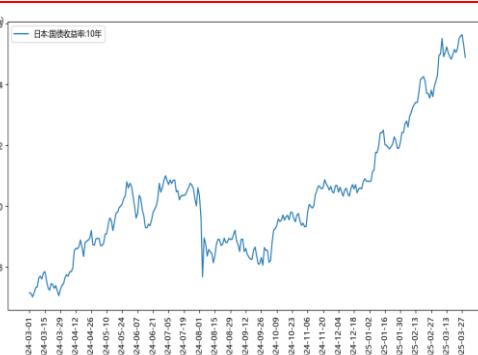
当月海外主要债券收益率多呈现上行趋势。10年期美债到期收益率从4.24%下行至4.23%；10年期日债到期收益率从1.36%上行至1.489%；10年期德债到期收益率从2.38%上行至2.69%；10年期英债到期收益率从4.5004%上行至4.693%。

图表 30 10 年美债到期收益率



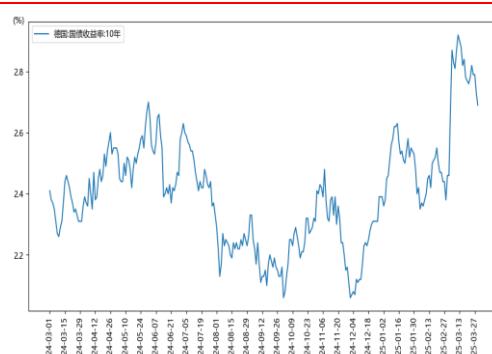
资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 31 10 年日债到期收益率



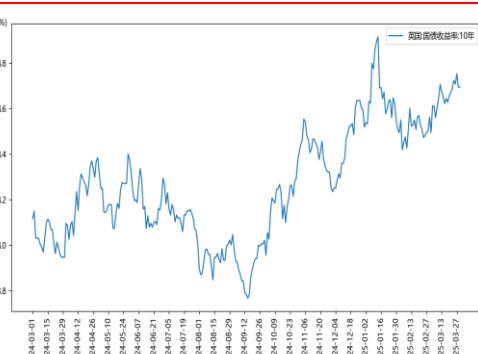
资料来源：Wind，中证报基金研究

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

3月，从一级市场来看，国债和政金债发行加速，地方债发行放缓。但当月出现了国债和地方债发飞的情况，对市场情绪造成了一定的扰动。从二级市场来看，受两会政策利好股市、资金面持续收窄、降准降息仍未落地等因素影响，3月债市继续震荡下行。全月来看，10年期国债收益率上升9.77BP至1.81%。流动性方面，3月央行继续净回笼资金2592亿元，资金面继续收窄。当月短期流动性改善与中长期资金成本抬升并存，相比上年末整体利率中枢上移。自当月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式（即美式招标）开展操作，也标志着中期借贷便利（MLF）利率政策属性完全退出。海外市场方面，美元走弱，但人民币汇率呈现分化。

目前来看，四月份债市主要关注三方面。首先还是央行的态度。三月，央行

多次提出“适时降准降息”。近年央行一年两次且分别集中的2-4月和9月左右的降准规律，4月可能存在一次降准操作。此外，2号美国所谓“对等关税”靴子落地，4月降准概率进一步提升。二是资金面波动。4月作为季初月份，税期走款额更高，可能对资金面产生较大扰动。此外，去年10月开展的5000亿元买断式逆回购操作和今年1月开展的12000亿元买断式逆回购操作将在4月到期，对资金面会产生进一步的冲击。第三，政府债发行进度。2025年第二季度国债发行有关安排公布，将发行中央金融机构注资特别国债5000亿元。虽然按照往年规律，政府债净发行存在“4月低谷”的季节性规律，但今年政府债供给整体增加，要密切注意债券发行对市场产生的冲击。

图表 34 2025年中央金融机构注资特别国债发行安排

月份	期限(年)	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	5	4月24日	首发	按年付息
5月	5	5月14日	续发	按年付息
	7	5月14日	首发	按年付息
6月	7	6月4日	续发	按年付息

资料来源：财政部，中证报基金研究

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。

免责申明

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。