

## 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

## 利率债发行提速，避险情绪助推债市上行

## ——2025年4月利率债市场月报

## 摘要：

- **一级市场：利率债发行整体提速，隐债置换速度放缓。**4月国债总发行14683.0亿元，环比上升12.20%，同比上升35.33%。新增一般地方债267.4931亿元，环比下降67.77%，同比下降29.21%；新增专项地方债3375.4234亿元，环比上升32.92%，同比上升182.26%。当月，共有12个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计2616.69亿元，环比下降31.69%。
- **二级市场：国债收益率大幅下降，期限利差收窄。**10年期国债收益率下降18.86BP至1.62%，10年期国开债收益率下降18.18BP至1.66%。1年与10年国债期限利差收窄11.06BP至16.44BP，1年与10年国开债期限利差收窄11.01BP至9.35BP。全月来看，国际贸易政策不确定性提升，避险情绪助推债市上行。
- **流动性观察：央行释放流动性，资金利率多数下行。**当月，央行继续放量续作中期借贷便利，公告开展买断式逆回购12000亿元，全月净投放资金2708亿元。资金面整体宽松，隔夜Shibor较上月底上行2.1BP，7天期Shibor较上月底下行26.1BP，DR001较上月底下行1.85BP，DR007较上月底下行39.02BP。
- **海外市场：美元指数大幅下行，海外主要债券收益率下行。**4月，美元指数从104.192下行至99.64；美元兑人民币中间价从7.178上行至7.201；即期汇率从7.252上行至7.263。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4.23%下行至4.17%；10年期日债到期收益率从1.469%下行至1.316%；10年期德债到期收益率从2.69%下行至2.46%；10年期英债到期收益率从4.653%下行至4.407%。
- **债市总结及展望：**4月，从一级市场来看，利率债发行整体加速。从二级市场来看，国际贸易政策不确定性提升，避险情绪助推债市上行。4月央行净投放资金2708亿元，资金面整体宽松，资金利率震荡下行。海外市场方面，美元指数大幅下跌，人民币汇率小幅上行。五月份债市主要关注三方面：一是关注央行一揽子政策落地影响；二是关注中美贸易协商进展；三是关注超长期特别国债的发行节奏。
- **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。

谨请参阅尾页重要声明

## 1. 一级市场：利率债发行整体提速，隐债置换速度放缓

2025年4月，共计发行216只利率债，发行规模总计29482.51亿元。其中，国债18只，共计14683.0亿元；地方政府债172只，共计8497.01亿元（新增一般债267.49亿元，新增专项债3375.42亿元，再融资一般债1453.14亿元，再融资专项债3400.95亿元）；政策性金融债26只，共计6302.5亿元。

同月，共计偿还55只利率债，偿还规模总计19794.43亿元。其中国债11只，共计12025.5亿元；地方政府债36只，共计1652.03亿元；政策性金融债8只，共计6116.9亿元。

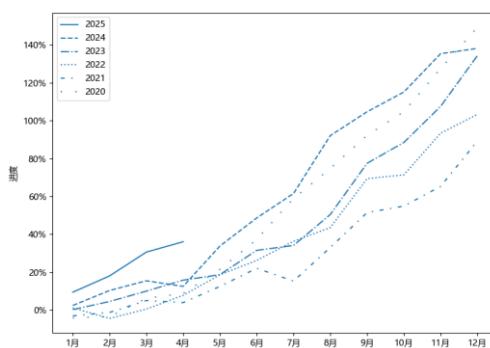
综上，4月净融资额为9688.08亿元。其中国债净融资额为2657.5亿元，地方政府债净融资额为6844.98亿元，政策性金融债净融资额为185.6亿元。

### 1.1 国债发行继续加速，超长期国债发行规模占比上升

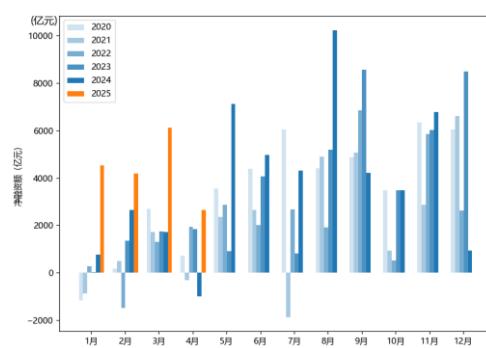
从发行总额来看，4月国债总发行14683.0亿元，环比上升12.20%，同比上升35.33%。

截至4月30日，2025年国债发行规模共计47729.9亿元，到期30242.1亿元，净融资额为17487.8亿元。国债净发行进度达到35.98%，远高于近五年国债发行进度均值（9.65%）。

**图表 1 2020—2025年国债净发行进度**



**图表 2 2020—2025年国债月度净融资**

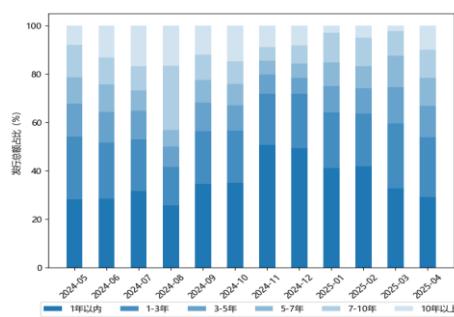


资料来源：聚源数据库，Wind，中证报基金研究

资料来源：聚源数据库，Wind，中证报基金研究

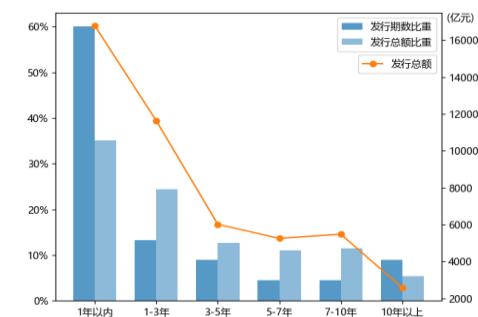
从国债发行期限来看，当月1年以内债券发行规模最大，达到28.96%；10年以上超长期国债发行规模占比上升7.79个百分点至10.08%。从今年1-4月发行规模来看，期限在1年以内的国债规模占比最高，达到35.15%。

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

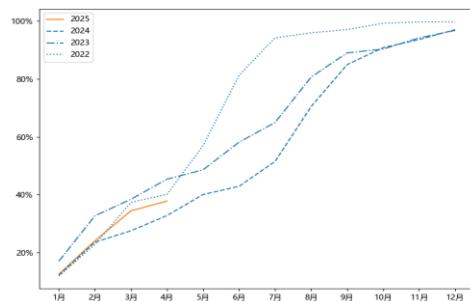
## 1.2 新增专项地方债发行加速，隐债置换速度放缓

4月，新增一般地方债 267.4931 亿元，环比下降 67.77%，同比下降 29.21%；

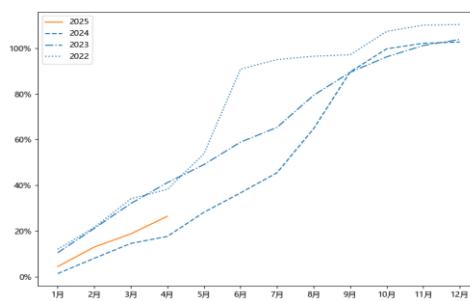
新增专项地方债 3375.4234 亿元，环比上升 32.92%，同比上升 182.26%。

图表 5 新增一般地方政府债发行进度

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

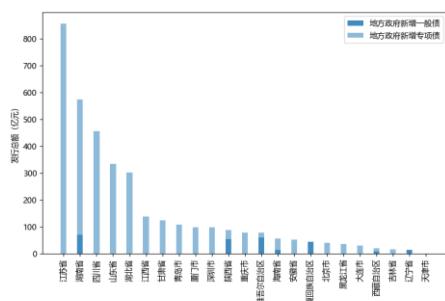


资料来源：聚源数据库，Wind，中证报基金研究

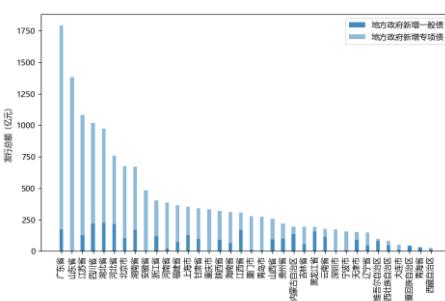
截至 4 月 30 日，2025 年新增地方债 14679.21 亿元。其中，新增一般债发行 3023.45 亿元，占全年新增一般债务限额 8000 亿元的 37.79%；新增专项债发行 11655.76 亿元，占全年新增专项债务限额 44000 亿元的 26.49%。

图表 7 4月新增地方债区域分布

图表 8 1~4 月累计新增地方债区域分布



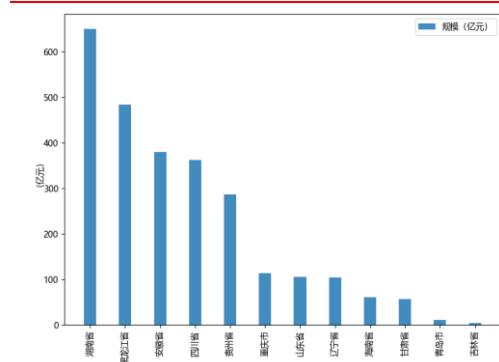
资料来源：聚源数据库，中证报基金研究



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

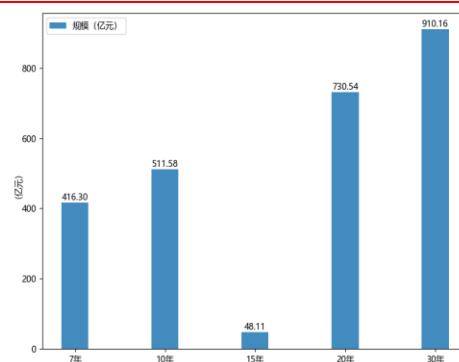
从发行地区来看，4月江苏省发行规模最大，共计854.12亿元，全部为新增专项债。从今年整体来看，广东省发行规模最大，共计1790.51亿元，其中新增一般债173.0亿元，新增专项债1617.51亿元。

图表 9 4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 4月各期限再融资专项债发行规模

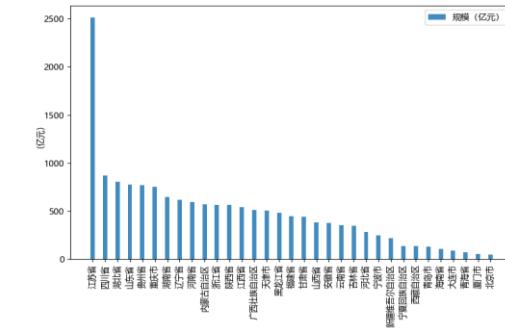


资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

4月，共有12个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计2616.69亿元，环比下降31.69%。其中，湖南省发行规模最大，为650.0亿元。从期限来看，30年的再融资专项债发行规模最大为910.16亿元，10年以上的超长债占比为64.54%。

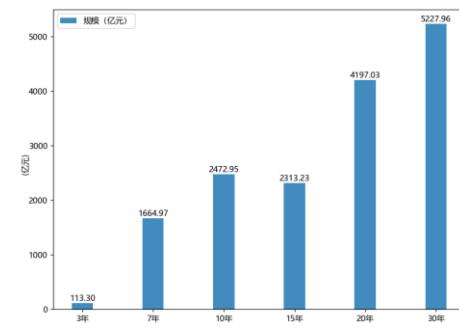
年初至今，共有 33 个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计 15989.44 亿元。其中，江苏省发行规模最大，分别为 2511.0 亿元。从期限来看，30 年的再融资专项债发行规模最大为 5227.96 亿元，10 年以上的超长债占比为 73.41%。

图表 11 1-4 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 1-4 月各期限再融资专项债发行规模



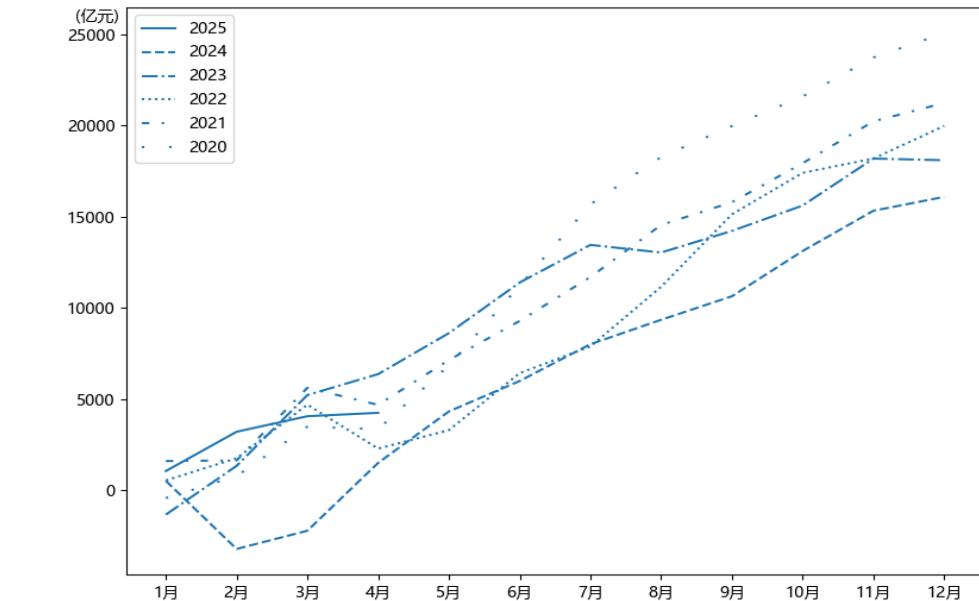
资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

1.3 政金债发行同比继续增长，国开行发行规模占比过半

从发行总额来看，4月政金债发行6302.5亿元，环比上升13.15%，同比上升1.35%。

截至4月30日，2025年政金债发行22869.4亿元，同比上升24.91%；到期18632.6亿元，同比上升10.79%。净融资额为4236.8亿元，同比上升184.25%。

图表 13 政金债累计净发行规模

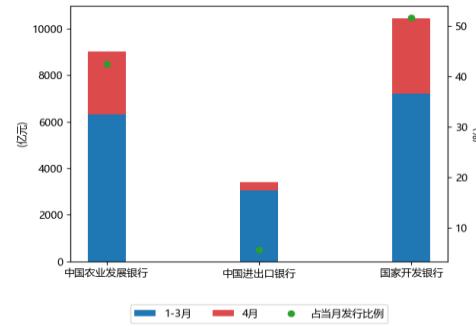


资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

从发行主体来看，4月国家开发银行发行政金债规模最大为3260.0亿元，占比51.73%。全年来看，国家开发银行发行政金债规模最大为10463.1亿元，占比45.75%。

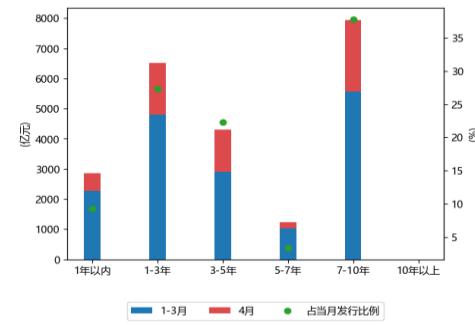
从发行期限来看，7-10年的政金债发行规模最大为2381.6亿元，占比37.79%。全年来看，7-10年的政金债发行规模最大为7952.2亿元，占比34.77%。

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

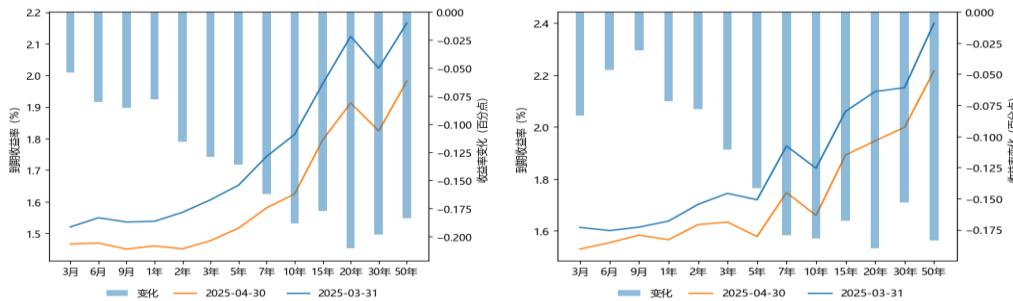
图表 15 政金债发行期限占比



资料来源：聚源数据库，中证报基金研究

## 2. 二级市场：国债收益率大幅下降，期限利差收窄

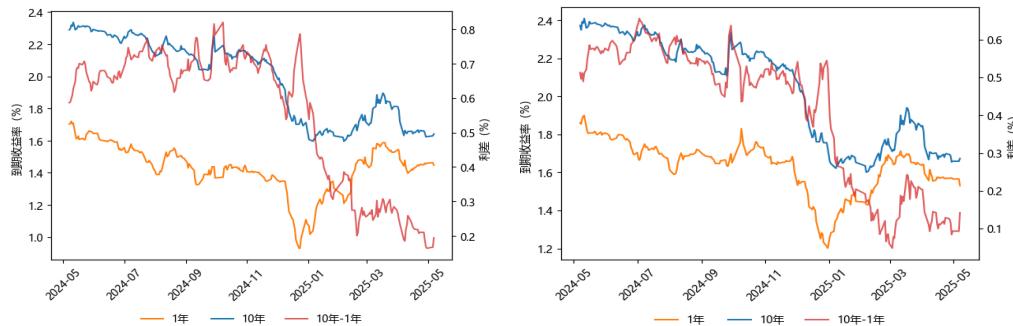
2025年4月，10年期国债收益率下降18.86BP至1.62%，10年期国开债收益率下降18.18BP至1.66%。

**图表 16 10Y 国债收益率下降 18.86BP 至 1.62% 图表 17 10Y 国开债收益率下降 18.18BP 至 1.66%**

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

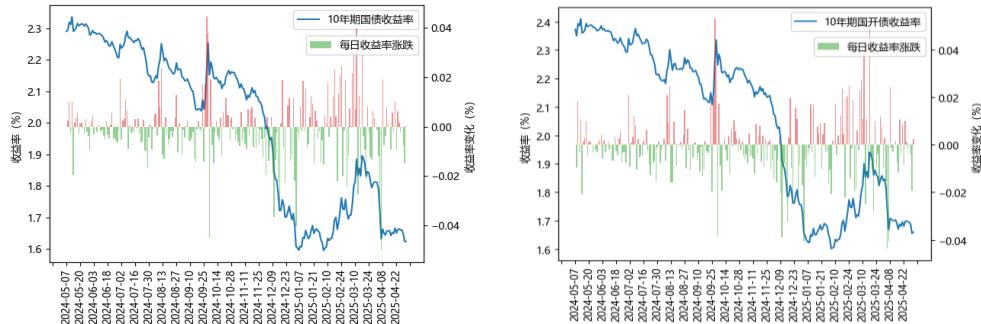
1 年与 10 年国债期限利差收窄 11.06BP 至 16.44BP，1 年与 10 年国开债期限利差收窄 11.01BP 至 9.35BP。

**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 1.66BP 至 1.62%，10 年期国开债收益率上升 0.28BP 至 1.66%。1 年与 10 年国债期限利差收窄 37.40BP 至 16.44BP，1 年与 10 年国开债期限利差收窄 30.10BP 至 9.35BP。

**图表 20 近 12 个月 10 年期国债收益率变化****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

资料来源：中国证券信息网，中证报基金研究

4月，国际贸易政策不确定性提升，避险情绪助推债市上行。

第一周，美国再次对华加征关税，合计达到54%，幅度远超市场预期，10Y国债收益率从上月底的1.8129%下降至1.7180%。

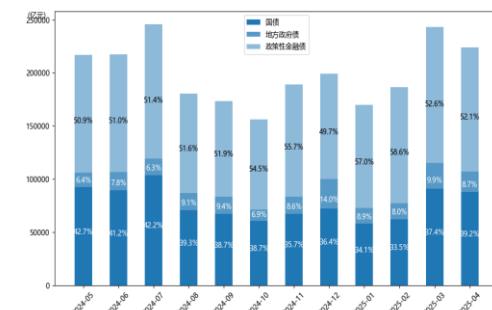
周末，关税落地，第二周首日10Y国债收益率下降8.62BP至1.6318%。10日，国际贸易摩擦进一步加剧，继续推动债市做多情绪；同日交通运输部与国家发改委发布《收费公路政府和社会资本合作新机制操作指南》，强调严禁以提前终止为由将特许经营转变为通过建设—移交（BT）模式变相举债，当天10Y国债收益率下降至1.6444%。11日，特朗普表示愿与中国达成协议，10Y国债收益率上升1.24BP。全周来看，受中央汇金增持ETF影响，股市大幅回升，债市走低。

第三周，3月经济和金融数据出炉，提振国内市场信心，股市进一步走高。16日，财政部公布全年超长期特别国债计划，1.3万亿元超长期特别国债分21期发行，发行时间从4月至10月，进度较2024年同期更快。当日10Y国债收益率下降1.53BP。

4月下旬，债市震荡下行。21日，4月LPR报价落地，市场的“降息”预期落空，当日10Y国债收益率上升1.71BP。23日，外交部表示“打，奉陪到底；谈，大门敞开”，当天股市上涨，债市回调。25日，政治局会议召开，再提“根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节”，但当日市场并未受到明显影响。28日，中国人民银行副行长邹澜在国新办新闻发布会上再次表示“将根据国内外经济形势和金融市场运行情况，适时降准降息”，当天10Y国债收益率下行1.24BP。

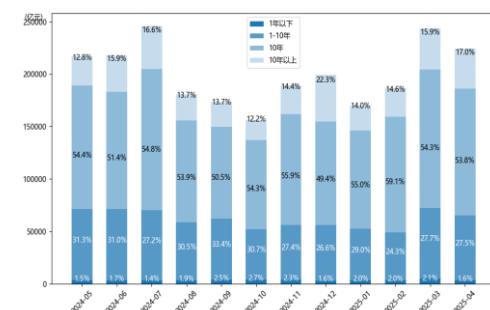
4月利率债交易规模环比下降7.90%。从债券种类来看，国债交易量环比下降3.62%，占比上升至39.19%；地方政府债交易量环比下降19.27%，占比下降至8.71%；政策性金融债交易量环比下降8.79%，占比下降至52.11%。从期限来看，1年以下期限交易量环比下降28.35%，占比下降至1.64%；1-10年期限交易量环比下降8.57%，占比下降至27.51%；10年债券交易量环比下降8.61%，占比下降至53.84%。10年以上债券交易量环比下降1.60%，占比上升至17.04%。

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：央行释放流动性，资金利率多数下行

1-2 日，央行回笼跨季投放资金，净回笼资金 5385 亿元。3 日美国贸易政策落地，央行小幅释放流动性，净投放资金 49 亿元，隔夜 Shibor 利率下降至 1.62%。

在稳汇率的压力下，7-10 日央行持续大幅收拢资金，净回笼 4677 亿元。资金面收敛，导致隔夜 Shibor 利率超过 7 天 Shibor 利率，出现倒挂。11 日，央行再次小幅释放流动性，净投放资金 285 亿元，隔夜 Shibor 利率和 DR001 分别下降至 1.61% 和 1.62%。

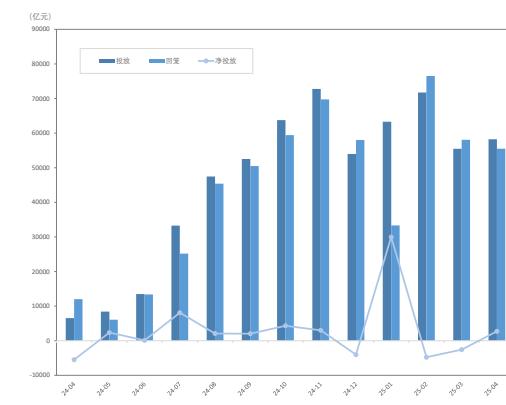
14-16 日，央行继续少量回笼资金，隔夜 Shibor 利率和 DR001 分别上升至 1.71% 和 1.69%。17-22 日，为对冲中期借贷便利（MLF）到期、税期高峰等因素的影响，保持银行体系流动性充裕，人民银行累计净投放资金 6906 亿元。但走款日（21-22 日）资金面仍偏紧，隔夜 Shibor 利率和 DR001 基本与 16 日持平。

图表 24 4 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	39227
	买断式逆回购	12000
	MLF投放	6000
	国债买入	0
	国库现金定存发行	1000
	合计	58227
回笼	质押式逆回购到期	36019
	买断式逆回购到期	17000
	MLF回笼	1000
	国库现金定存到期	1500
	合计	55519
净投放	合计	2708

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

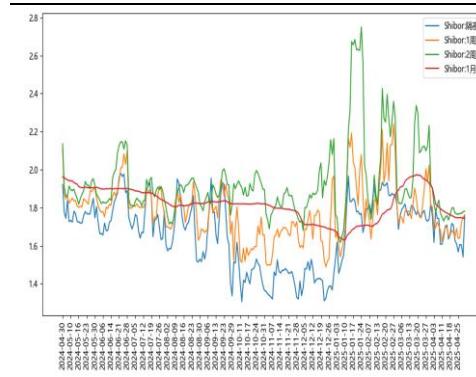
税期走款结束，23-24 日资金面明显宽松，隔夜 Shibor 利率和 DR001 快速下降至 1.6% 以下。25 日，跨月资金启动，央行大幅投放流动性，公开市场净投放

资金 12448 亿元。此外，月底央行公告通过买断式逆回购投放 1.2 万亿元，当月共计有 1.7 万亿元买断式逆回购到期，实际净回笼 5000 亿元。结合中期借贷便利（MLF）放量续作净投放 5000 亿元，4 月中长期资金维持稳定。

全月来看，央行净投放资金 2708 亿元，资金面整体宽松。

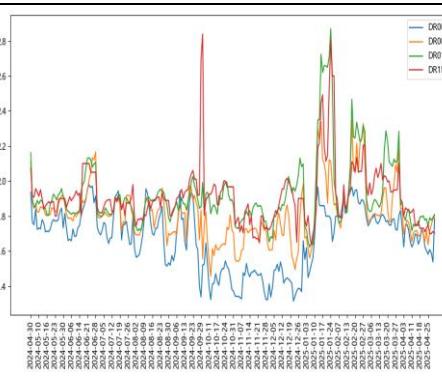
4 月 30 日，隔夜 Shibor 较上月底上行 2.1BP，较上年底上行 30.6BP，报 1.76%；7 天期 Shibor 较上月底下行 26.1BP，较上年底下行 20.4BP，报 1.762%；14 天期 Shibor 较上月底下行 45.1BP，较上年底下行 38.2BP，报 1.781%；1 个月期 Shibor 较上月底下行 18.5BP，较上年底上行 6.2BP，报 1.743%。4 月 30 日，DR001 较上月底下行 1.85BP，较上年底上行 12.7BP，报 1.7853%；DR007 较上月底下行 39.02BP，较上年底下行 18.26BP，报 1.7986%；DR014 较上月底下行 47.56BP，较上年底下行 28.82BP，报 1.8087%；DR1M 较上月底下行 39.73BP，较上年底下行 19.73BP，报 1.7027%。

图表 26 近 12 个月 Shibor 利率



资料来源：Wind，中证报基金研究

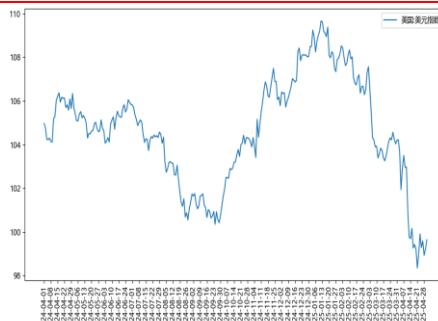
图表 27 近 12 个月质押式回购利率



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下行

4 月，美元指数从 104.192 下行至 99.64；美元兑人民币中间价从 7.178 上行至 7.201；即期汇率从 7.252 上行至 7.263。

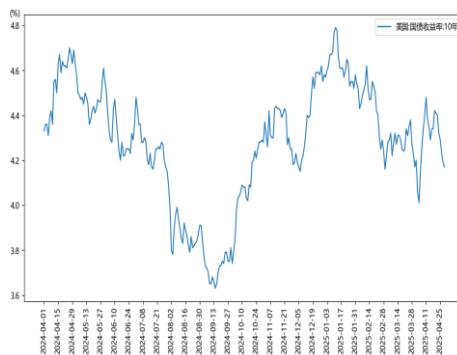
**图表 28 美元指数**

资料来源：Wind，中证报基金研究

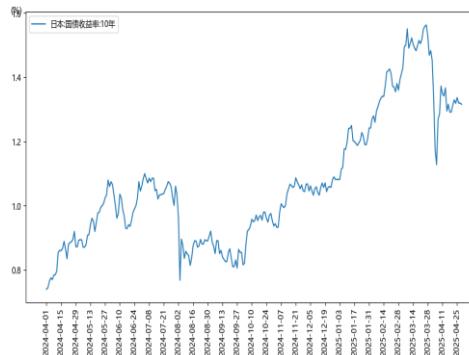
**图表 29 美元兑人民币**

资料来源：Wind，中证报基金研究

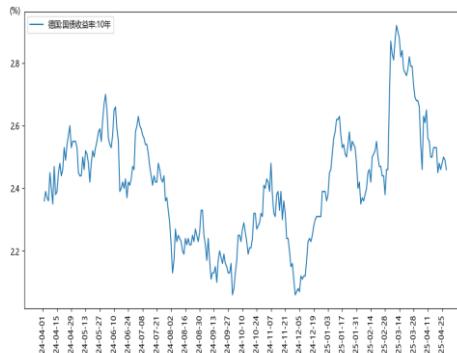
当月，海外主要债券收益率多呈现下行趋势。10年期美债到期收益率从4.23%下行至4.17%；10年期日债到期收益率从1.469%下行至1.316%；10年期德债到期收益率从2.69%下行至2.46%；10年期英债到期收益率从4.653%下行至4.4072%。

**图表 30 10年美债到期收益率**

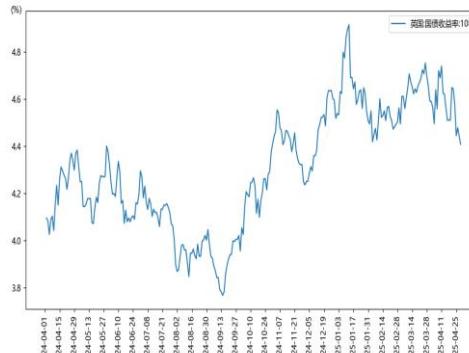
资料来源：Wind，中证报基金研究

**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

4月，从一级市场来看，利率债发行整体加速。从二级市场来看，国际贸易政策不确定性提升，避险情绪助推债市上行。全月来看，10年期国债收益率下降18.86BP至1.62%。流动性方面，4月央行净投放资金2708亿元，资金面整体宽松，资金利率震荡下行。海外市场方面，美元指数大幅下跌，人民币汇率小幅上行。

目前来看，五月债市主要关注三方面：一是，关注央行一揽子政策落地影响。5月7日，央行推出数量型、价格型和结构型一揽子货币政策措施，包括了降低存款准备金率0.5个百分点、下调政策利率0.1个百分点、下调结构新货币政策工具利率0.25个百分点、设立科技创新债券风险分担工具等。本次一揽子货币政策措施是对冲关税冲击政策组合的开端，落地的效果会影响进一步政策节奏。二是关注中美贸易协商进展。债市的主要逻辑还是基本面走势，贸易政策不确定性的提高，会引导市场的避险情绪和对未来经济的预期。三是超长期特别国债的发行节奏。根据财政部发布的计划，4-10月要完成1.3万亿元的超长期特别国债发行，进度较2024年同期更快，可能会给债市带来供给压力。

## 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。