

债市仍然承压

近期债券继续下跌，尤其是长债跌幅更大，10年期国债收益率上行至接近1.9%，30年期国债收益率上行至2.1%上方。我们在1月以来的多篇报告中都提出债券牛市可能已经结束，近期市场走势持续验证我们的判断。

经济继续修复

受益于积极政策刺激，1-2月经济实现开门红。1-2月固定资产投资小幅回升，基建、房地产投资均较2024年有所改善，制造业投资增速略有下滑但保持高位。1-2月固定资产投资累计同比增长4.1%，增速较2024年全年提高0.9个百分点，1月和2月分别环比增长0.69%、0.49%。1-2月广义基建投资同比增长9.95%，增速较2024年全年提高0.76个百分点，狭义基建投资同比增长5.6%，增速较2024年全年提高1.2个百分点，财政积极发力带动基建投资回暖。1-2月制造业投资同比增长9%，增速较2024年全年下降0.2个百分点，后续大规模设备更新政策将会继续对制造业投资形成支撑。

地产周期出现企稳迹象，1-2月房地产投资同比下降9.8%，降幅较2024年全年收窄0.8个百分点。1-2月商品房销售面积同比下降5.1%，降幅较2024年全年收窄7.8个百分点，销售额同比下降2.6%，降幅较2024年全年收窄14.5个百分点。房价虽然有待修复，但降幅出现收窄。2月70个大中城市新房销售价格同比下降5.2%，前值-5.4%，环比下降0.1%，二手房销售价格同比下降7.5%，前值-7.8%，环比下降0.3%。一线城市新房价格出现企稳迹象，2月一线城市新房价格环比上涨0.1%，涨幅与上月持平。未来随着地产销售持续好转，拿地、新开工等将随之修复。

消费继续改善，服务消费表现亮眼，以旧换新效果持续显现。1-2月社零同比增长4%，增速较2024年全年提高0.5个百分点，较2024年12月提高0.3个百分点。其中1-2月商品零售额同比增长3.9%，增速较2024年全年提高0.7个百分点，与去年12月持平，餐饮收入同比增长4.3%，增速较2024年全年下降1个百分点，但较去年12月提高1.6个百分点。1-2月服务零售额同比增长4.9%，高于商品零售额1个百分点。以旧换新政策继续发力，1-2月通讯器材、家具零售额同比分别增长26.2%、11.7%，增速较去年全年大幅提高，家电零售额同比增长10.9%，从去年9月份以来始终保持两位数增长。

工业生产稳步修复，1-2月工业增加值同比增长5.9%，增速较2024年全年提高0.1个百分点，1月工业增加值环比增长0.19%，2月环比增长0.51%。

近期政策端继续发力，提振消费政策、生育补贴政策陆续出台，对市场信心也形成提振。后续随着地产销售继续回暖，积极财政政策发力，内需有望修复，经济将持续改善。

债券供给增加

根据《政府工作报告》，今年政府债券供给大幅放量，2025年赤字目标为4%左右，符合市场预期，较上年提高1个百分点，创历史新高，超过2020年疫情时期赤字水平。赤字规模5.66万亿元，较上年增加1.6万亿元，超长期特别国债1.3万亿元，较上年增加3000亿元，补充国有大型商业银行资本

特别国债 5000 亿元，地方政府专项债 4.4 万亿元，较上年增加 5000 亿元，今年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元，增量资金合计达到 2.9 万亿元。

今年财政发力节奏前置，年初以来债券供给压力较去年同期明显增加。1-2 月新增专项债合计 5968 亿元，较去年同期增加 1934 亿元，其中用于化债的特殊新增专项债发行 805 亿元。1-2 月再融资专项债发行 10311 亿元，其中用于化债的再融资专项债发行 9542 亿元。1-2 月国债净融资额 8716 亿元，较去年同期增加 5303 亿元。

股债跷跷板明显

今年以来，股债跷跷板效应明显，权益资产持续走强，而债券走势疲软。从基本面角度来看，今年经济相对于去年边际改善，物价温和抬升，企业盈利会触底回升，股指中枢将继续抬升。春节后 DeepSeek 带动科技板块爆发，权益市场赚钱效应回暖，市场风险偏好回升，吸引增量资金入场。在这种情形下，债市性价比明显下降，股债跷跷板效应或将持续演绎。

赎回压力加剧

近期债券持续下跌，理财产品净值出现明显回撤，收益率大幅下降。据普益标准数据，各类理财产品的年化收益率普遍下降，截至 2 月末，理财公司存续开放式固收类理财产品（不含现金管理类产品）的近 1 个月年化收益率的平均水平为 2.27%，环比下跌 0.5 个百分点。3 月以来债基业绩跌幅扩大，30 年国债 ETF 仅 3 月跌幅已达到 4.5%。收益率下滑导致债基及银行理财赎回压力加剧。为了应对投资者赎回，机构被迫卖出债券，大规模抛售又加剧了债券下跌，导致负反馈发生，债市波动进一步放大。这个过程还会继续，使得债券价格还会面临下行压力。

综合来看，1-2 月经济取得开门红，年初以来债券供给明显增加，同时权益市场持续走强，债市赎回压力加剧，以上因素都将使得债市仍然承压。

吴照银

期货从业证号：F03139357

陈梦赟

期货从业证号：F3078145

投资咨询证号：Z0018178

电话：021-63123065

地址：上海市黄浦区西藏南路 1208 号 6、18、19 楼

期货投资咨询业务批准文号：证监许可[2011]1446 号

免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。期市有风险，投资需谨慎。