

金融衍生品研究中心

作者：李彦森
从业资格证号：F3050205
投资咨询证号：Z0013871
联系方式：010-68518392

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2025年01月20日星期一



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

摘要

【行情复盘】周一国债现券收益率上升。国债期货主力合约分化，TS和TF上涨其他下跌。成交持仓方面，TS和TF成交持仓均上升，其他品种成交下降持仓上升。【重要资讯】一级市场方面，国债和政金债共计发行3只，总发行260亿元，净融资额260亿元。近期净融资额略有回升，继续关注财政政策落地和国债发行节奏对流动性的影响，未来影响或将加大。消息面上看，央行日内公开市场操作净投放982亿元流动性，短端资金利率受到春节影响继续上升。且近期还有大量流动性到期，关央行续作情况。1月LPR1年和5年品种均维持不变，表现符合市场预期。总体上看，宽松政策继续支持国内经济修复，通缩风险总体缓和，经济恢复速度短期再加速。总需求改善节奏仍是焦点，消费好转、基建持稳、外需韧性，继续观察地产。政策真空期则维持不变。海外方面，市场对年内美联储降息预期再下降，联邦基金利率隐含降息次数仍为1~2次。美债收益率明显回落令美元指数上行趋势减慢，人民币汇率短期出现升值。地缘政治风险变动不大，关注特朗普上任后国内金融市场受到的影响，市场风险偏好略有回暖。【市场逻辑】数据显示国内经济改善方向不变但节奏未明显加快，市场关注点从预期转向现实后基本面未出现明显利空。货币宽松和资产荒逻辑仍在，政策真空期下监管风险暂时下降，短期流动性风险仍在持续上升。外盘和汇率以及风险偏好影响暂时减弱。长期来看，资产荒逻辑暂时不变，但存在松动可能，核心仍在名义增长情况。【交易策略】策略方面，春节前供需压力增加有限，经济基本面现实仍以支持为主，可暂时维持目前久期和杠杆。期现方面，主要是长端品种主力合约基差下降，短端变动不大。跨期方面，TL当季-次季合约价差回归到95%无套利区间以内，暂时没有其他机会。曲线方面，近期曲线以走平态势为主，但可能面临变动，转向观望并等待长期形态方向确认。技术面角度看：TS压力103.148-103.158，支撑102.600-102.610；TF压力106.990-107.010，支撑105.820-105.840；T压力109.495-109.545，支撑108.450-108.500；TL压力120.99-121.09，支撑117.10-117.20。

| | |
|-----------------------|----|
| 第一部分 国债期货行情..... | 4 |
| 第二部分国债期货市场影响因素分析..... | 4 |
| 一、经济基本面与债市..... | 4 |
| 二、货币信贷与债市收益率..... | 8 |
| 三、货币市场资金面..... | 11 |
| 四、现券市场变化..... | 13 |
| 五、海外债市与国内外利差..... | 18 |
| 六、避险因素与市场情绪..... | 20 |

图目录

| | |
|--------------------------|----|
| 图1: 国债期货市场表现..... | 4 |
| 图2: 经济波动引导市场收益率..... | 4 |
| 图3: 库存周期波动与债市收益率..... | 5 |
| 图4: 消费与债市收益率..... | 5 |
| 图5: 固定资产投资与债市收益率..... | 5 |
| 图5: 国内外贸增速..... | 5 |
| 图6: 制造业PMI与债市收益率..... | 5 |
| 图6: 房地产销售周期与利率周期..... | 6 |
| 图7: 基建与房地产投资..... | 6 |
| 图7: 土地购置与房地产投资..... | 6 |
| 图8: 商品房销售与新开工..... | 6 |
| 图8: 收入感受指数变化..... | 6 |
| 图9: 就业感受指数变化..... | 6 |
| 图9: 国内物价与债市收益率..... | 7 |
| 图10: 货币供应与物价..... | 7 |
| 图11: 猪肉价格波动与债市收益率..... | 7 |
| 图11: 国际原油价格与国债收益率..... | 7 |
| 图12: 生猪存栏与能繁母猪..... | 7 |
| 图12: 国开债利率与铜价..... | 8 |
| 图13: 国开债利率与螺纹钢价格..... | 8 |
| 图13: 货币供应量..... | 8 |
| 图14: 新增人民币贷款..... | 9 |
| 图15: 社会融资规模增长..... | 9 |
| 图15: 居民中长期贷款季节性..... | 9 |
| 图16: 企业贷款季节性..... | 9 |
| 图16: 表外融资规模增长..... | 9 |
| 图17: 财政存款季节性波动..... | 9 |
| 图17: 存款准备金率变化..... | 10 |
| 图18: 逆回购操作利率..... | 10 |
| 图19: 公开市场净投放规模(逆回购)..... | 10 |
| 图19: MLF操作利率..... | 10 |
| 图20: MLF操作与回笼..... | 10 |
| 图20: 贷款市场报价利率LPR..... | 11 |
| 图21: 超额存款准备金率..... | 11 |
| 图21: 贷款市场加权利率与国债收益率..... | 11 |
| 图22: 利率债收益率领先于贷款利率..... | 11 |
| 图23: 信用债余额增速领先于社融..... | 11 |
| 图23: 国内利率走廊..... | 12 |
| 图24: 央行逆回购金额..... | 12 |
| 图25: 银行间质押式回购加权利率..... | 12 |
| 图26: 银行间同业拆借加权利率..... | 12 |
| 图26: SHIBOR利率变化..... | 13 |
| 图27: 资金面稳定性..... | 13 |
| 图27: 不同期现回购成交量..... | 13 |
| 图28: 银行间质押式回购成交量..... | 13 |
| 图28: 结构型存款规模变化..... | 13 |
| 图29: 同业存单收益率变化..... | 13 |
| 图29: 国内利率周期..... | 14 |
| 图30: 国债收益率与资金面和物价..... | 14 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 图31: 5年/2年国债收益率 | 14 |
| 图32: 10年/2年国债收益率 | 14 |
| 图32: 行业信用利差 | 15 |
| 图33: 城投信用利差 | 15 |
| 图33: 等级利差 | 15 |
| 图34: 税收利差 | 15 |
| 图34: 国债30Y-10Y利差 | 15 |
| 图35: 利率互换与国债收益率 | 15 |
| 图35: 债券发行与到期规模 | 16 |
| 图36: 债券总发行量季节性 | 16 |
| 图37: 债券净融资额季节性 | 16 |
| 图38: 利率债总发行量季节性 | 17 |
| 图39: 利率债净融资额季节性 | 17 |
| 图39: 国债总发行量季节性 | 17 |
| 图40: 国债净融资额季节性 | 17 |
| 图40: 地方政府债总发行量季节性 | 17 |
| 图41: 地方政府债净融资额季节性 | 17 |
| 图41: 国债招标利率走势 | 18 |
| 图42: 地方政府债招标利率走势 | 18 |
| 图42: 政策性银行债招标利率走势 | 18 |
| 图43: 公司债招标利率走势 | 18 |
| 图43: 中美国债利差走势 | 19 |
| 图44: 欧美基准利率变化 | 19 |
| 图45: 美国国债收益率变化 | 19 |
| 图46: 美国国债收益率曲线变化 (10Y-2Y) | 19 |
| 图46: 欧元区国债收益率变化 | 20 |
| 图47: 英国国债收益率变化 | 20 |
| 图47: 美元指数变化 | 20 |
| 图48: 美元指数与国债收益率 | 20 |
| 图49: VIX指数与国债收益率 | 21 |

第一部分 国债期货行情

图1：国债期货市场表现

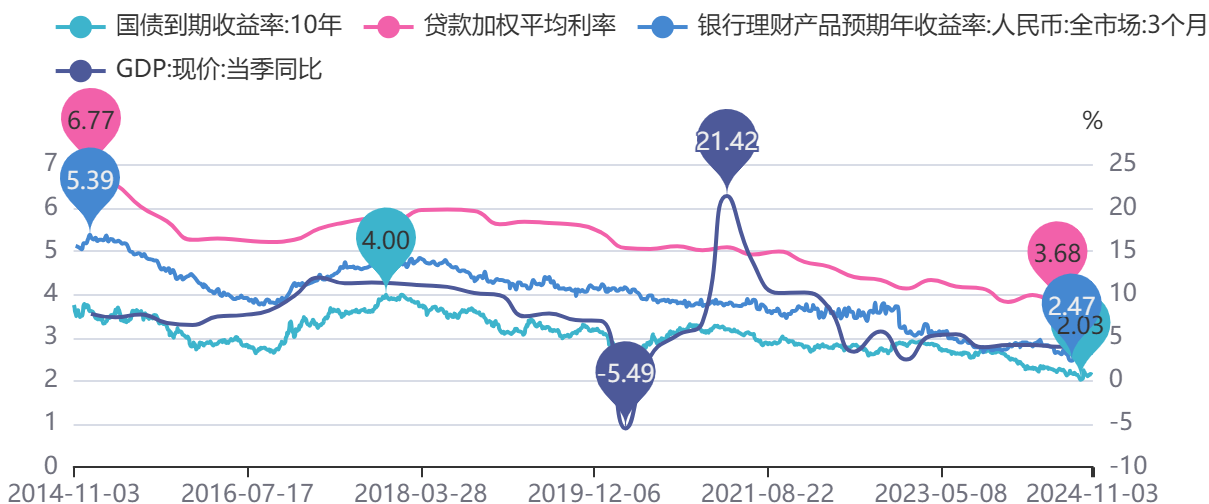


资料来源：同花顺，方正中期研究院

第二部分 国债期货市场影响因素分析

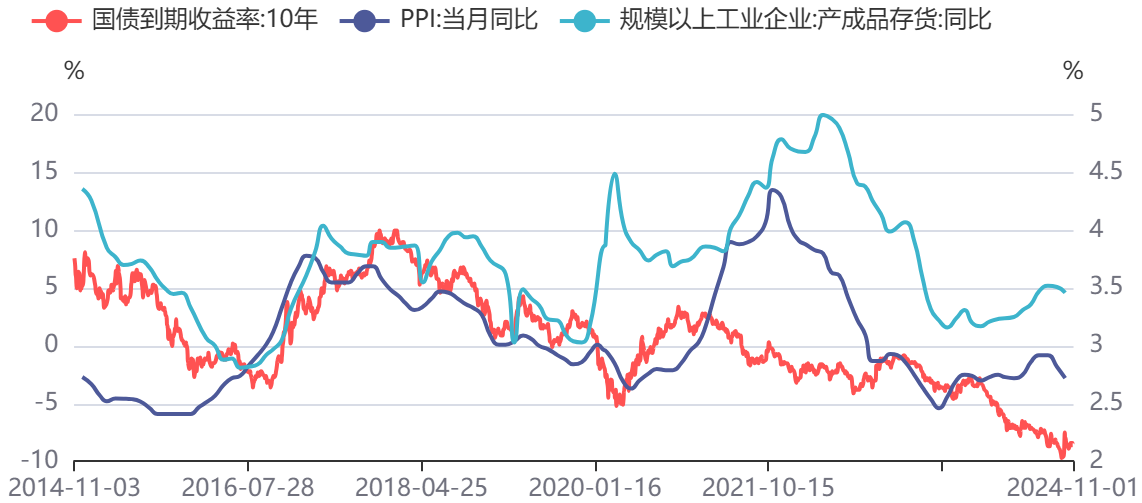
一、经济基本面与债市

图2：经济波动引导市场收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图3：库存周期波动与债市收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图4：消费与债市收益率



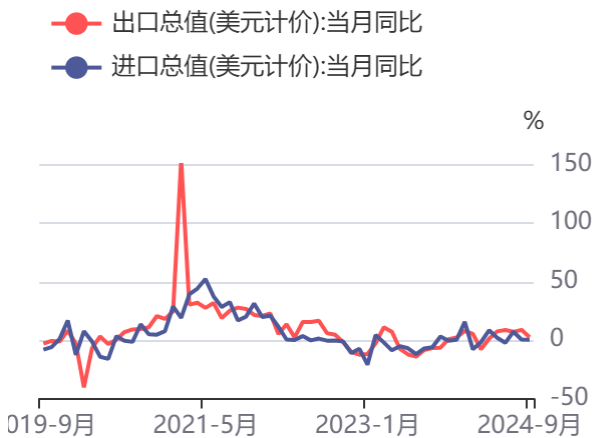
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图5：固定资产投资与债市收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图6：国内外贸增速



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图7：制造业PMI与债市收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图8：房地产销售周期与利率周期



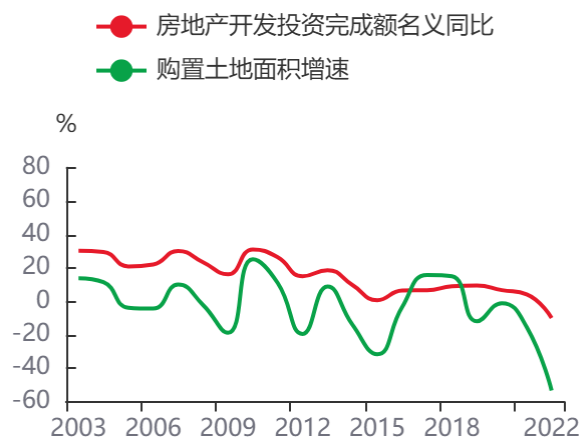
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图9：基建与房地产投资



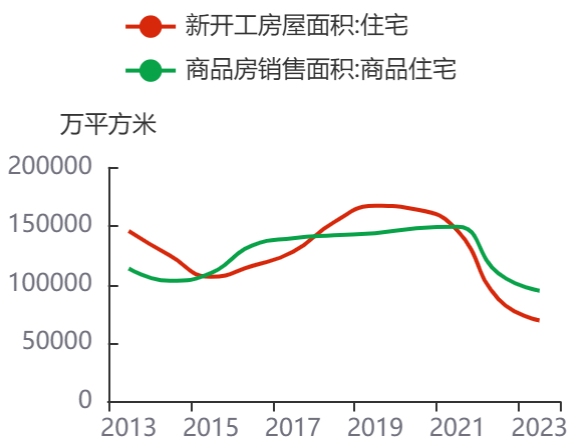
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图10：土地购置与房地产投资



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图11：商品房销售与新开工



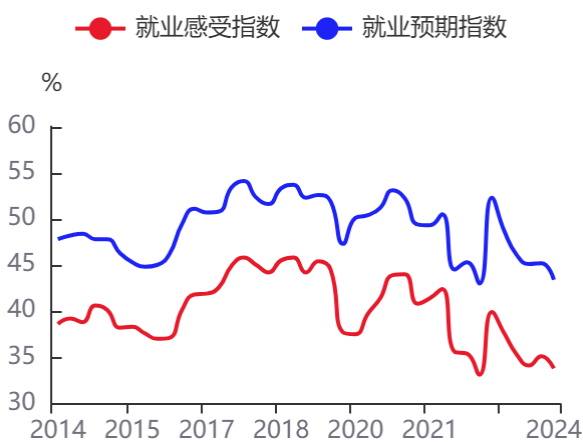
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图12：收入感受指数变化



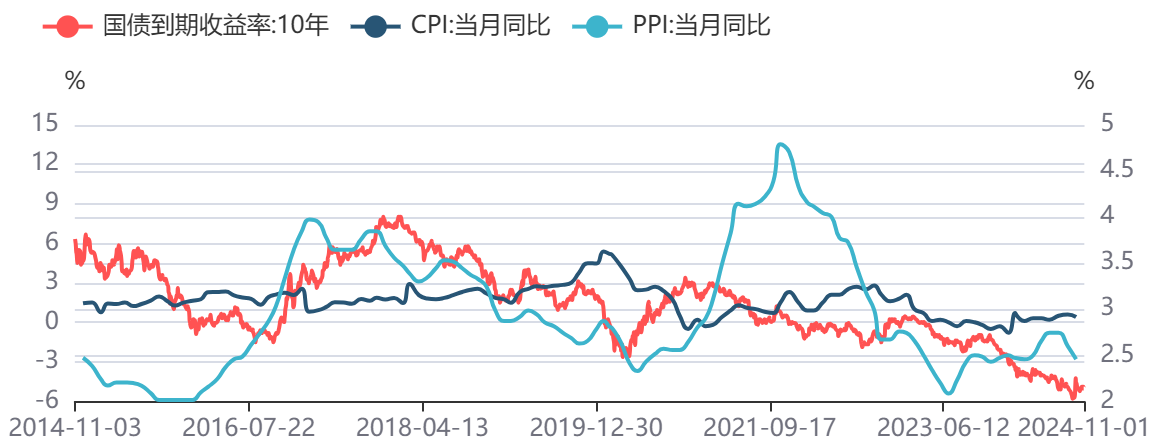
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图13：就业感受指数变化



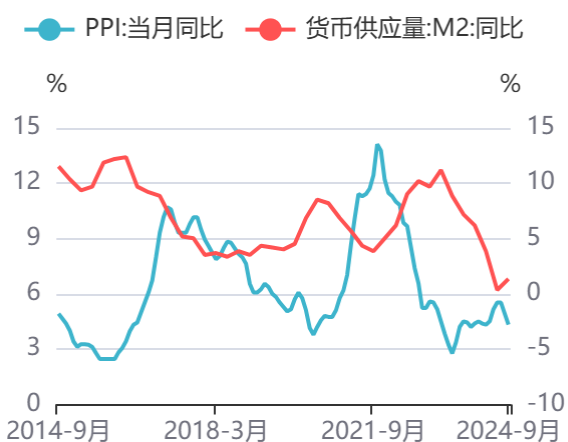
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图14：国内物价与债市收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图15：货币供应与物价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图16：猪肉价格波动与债市收益率



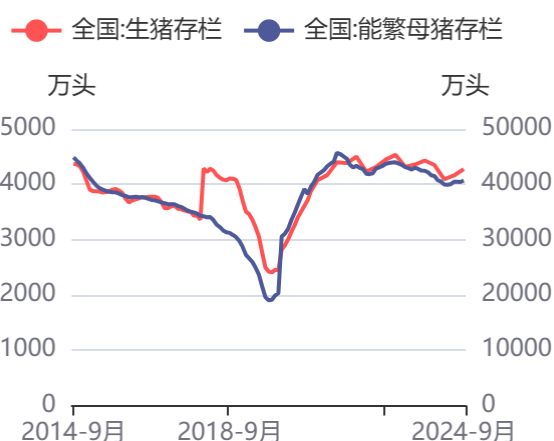
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图17：国际原油价格与国债收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图18：生猪存栏与能繁母猪



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图19：国开债利率与铜价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

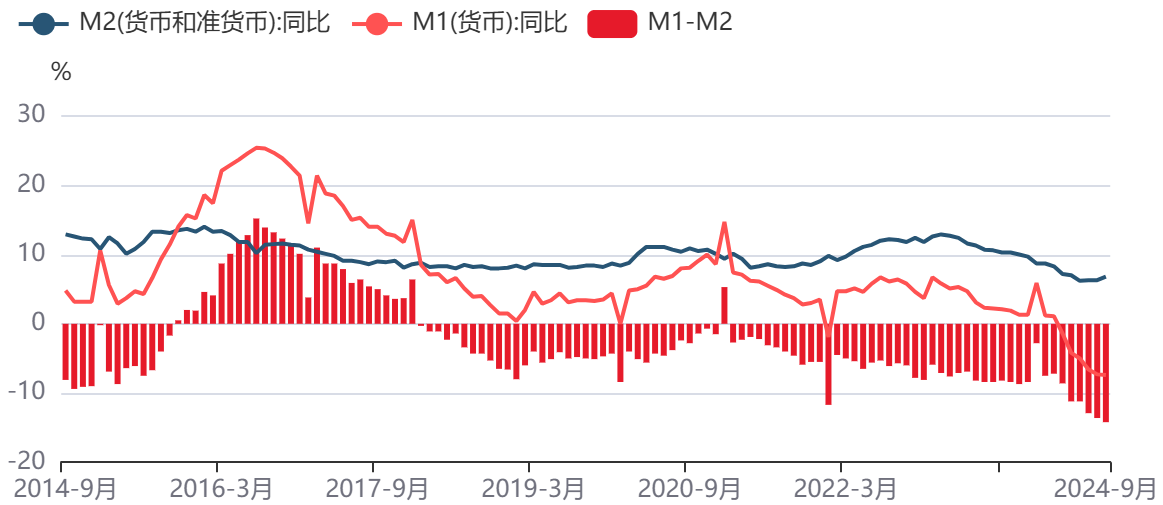
图20：国开债利率与螺纹钢价格



资料来源：同花顺，方正中期研究院

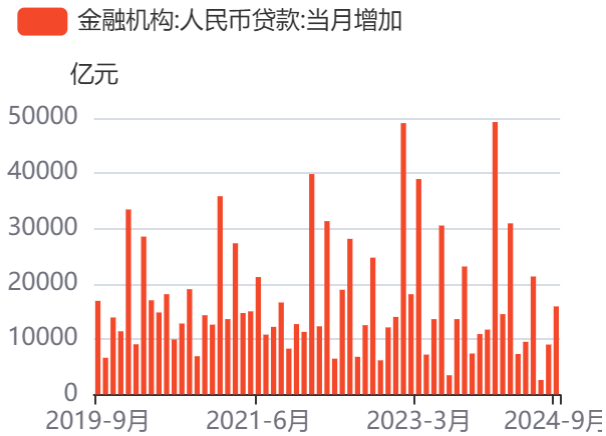
二、货币信贷与债市收益率

图21：货币供应量



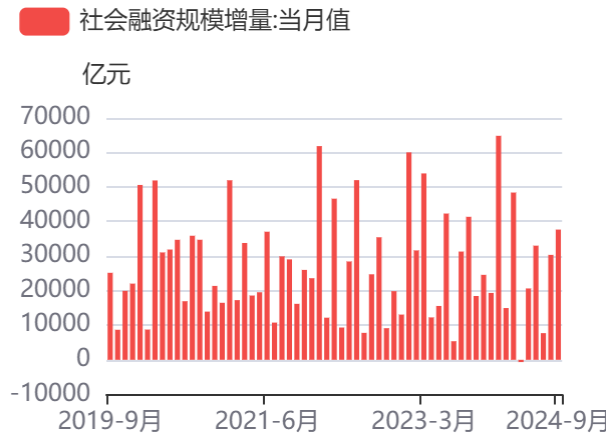
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图22：新增人民币贷款



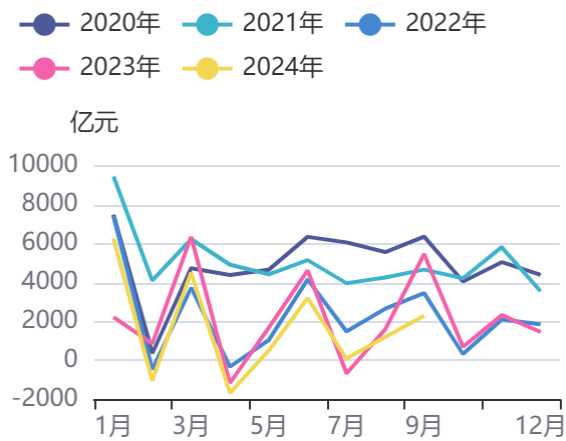
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图23：社会融资规模增长



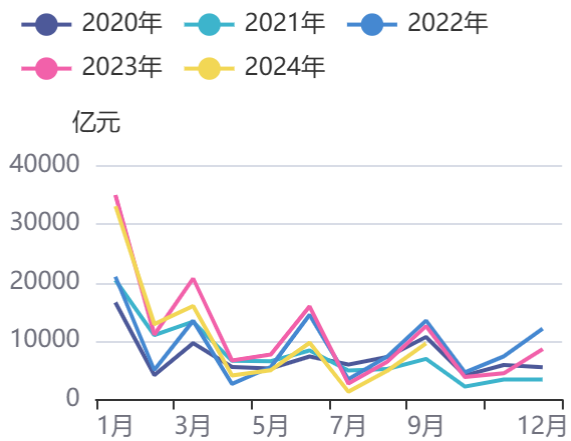
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图24：居民中长期贷款季节性



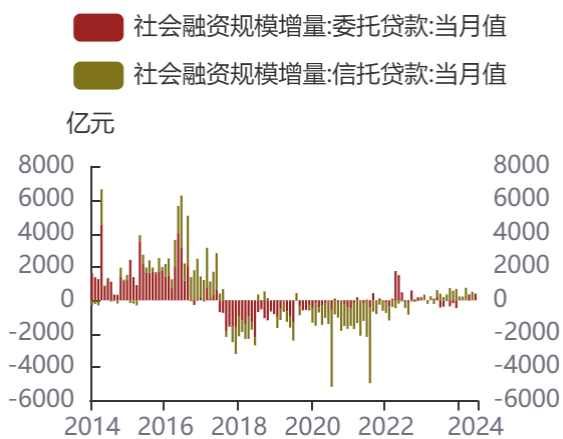
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图25：企业贷款季节性



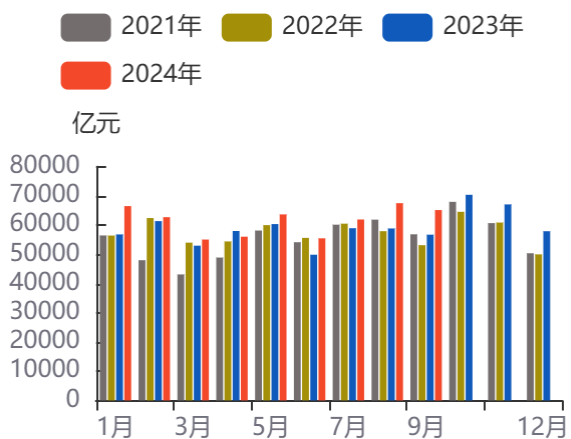
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图26：表外融资规模增长



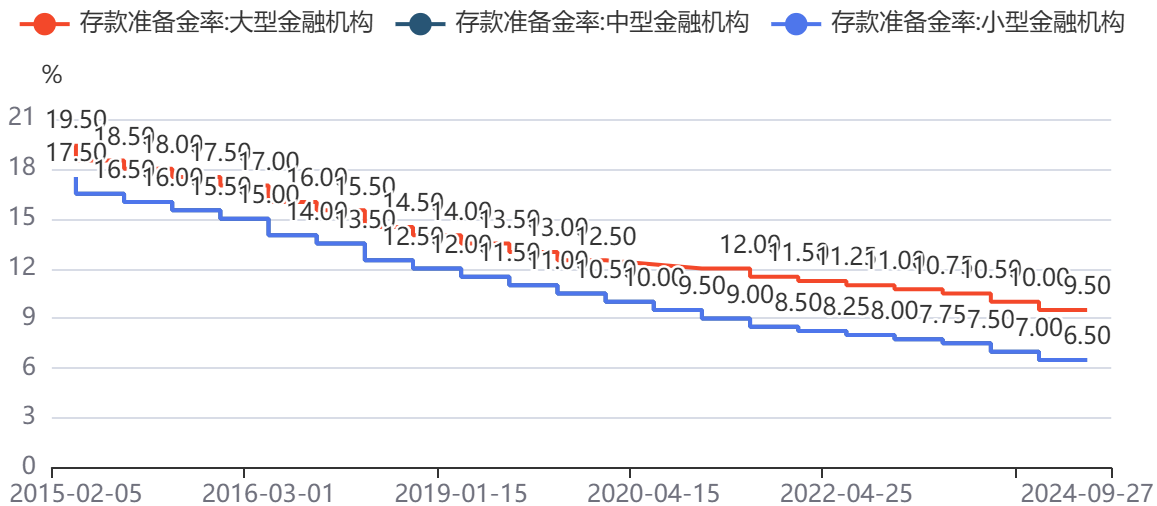
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图27：财政存款季节性波动



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图28：存款准备金率变化



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图29：逆回购操作利率



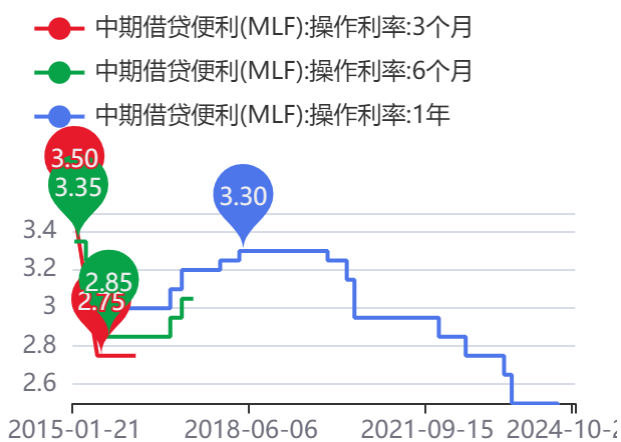
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图30：公开市场净投放规模（逆回购）



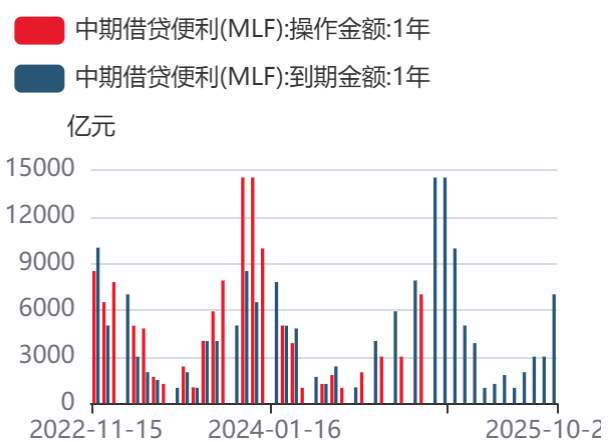
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图31：MLF操作利率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图32：MLF操作与回笼

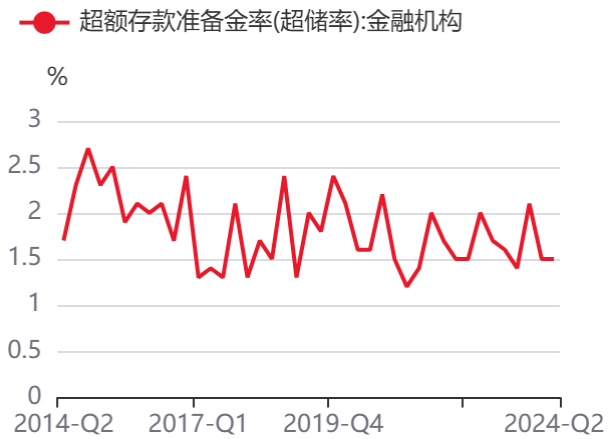


资料来源：同花顺，方正中期研究院

图33：贷款市场报价利率LPR



图34：超额存款准备金率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

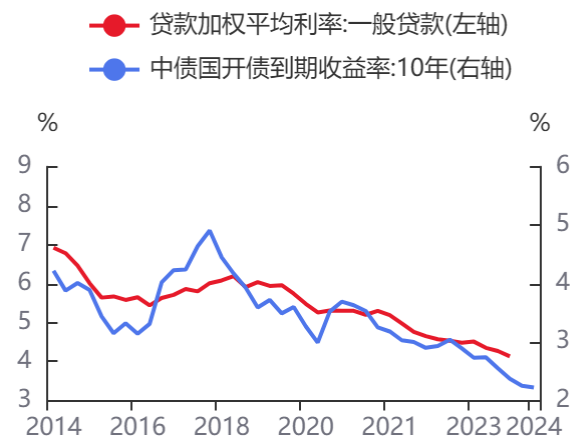
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图35：贷款市场加权利率与国债收益率



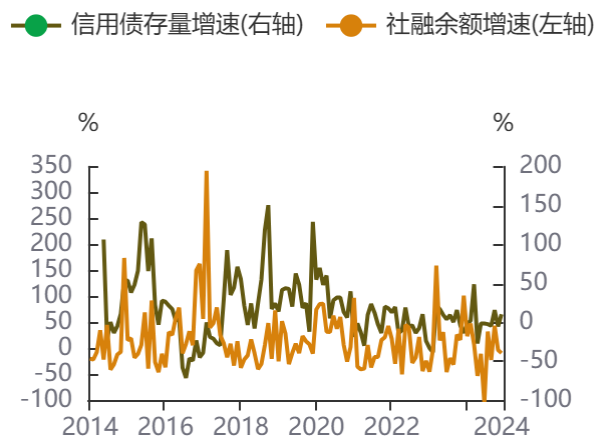
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图36：利率债收益率领先于贷款利率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

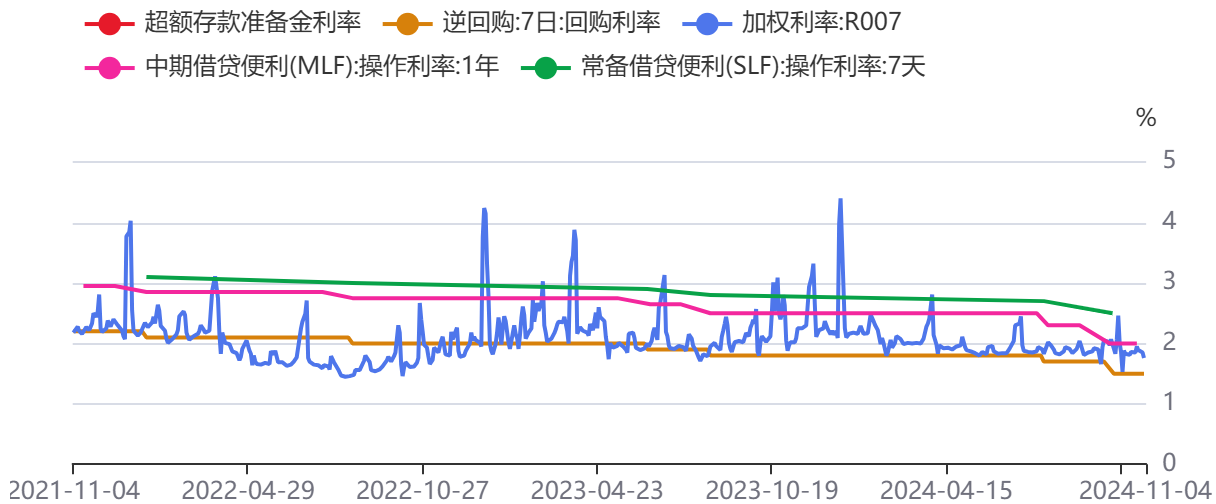
图37：信用债余额增速领先于社融



资料来源：同花顺，方正中期研究院

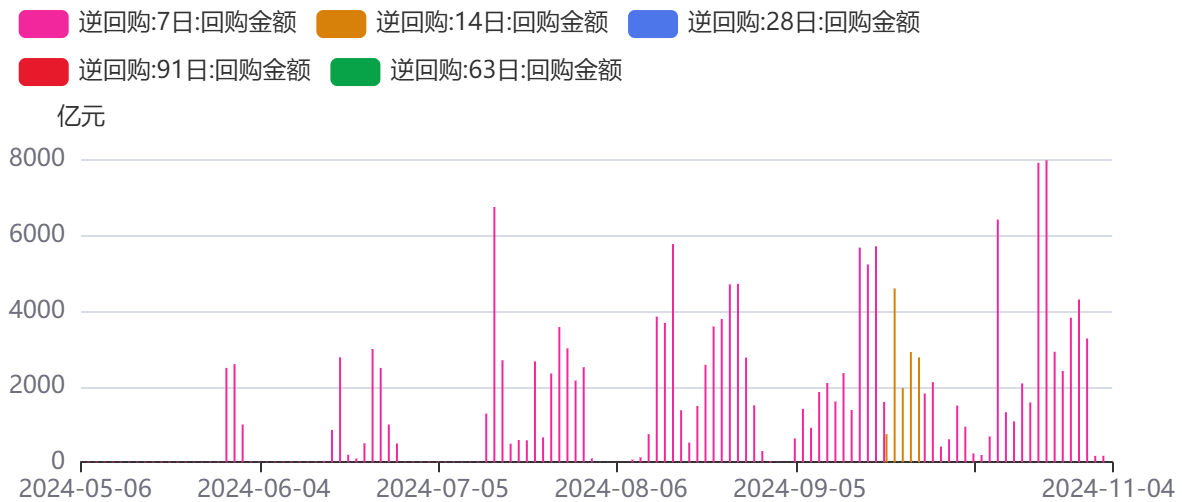
三、货币市场资金面

图38：国内利率走廊



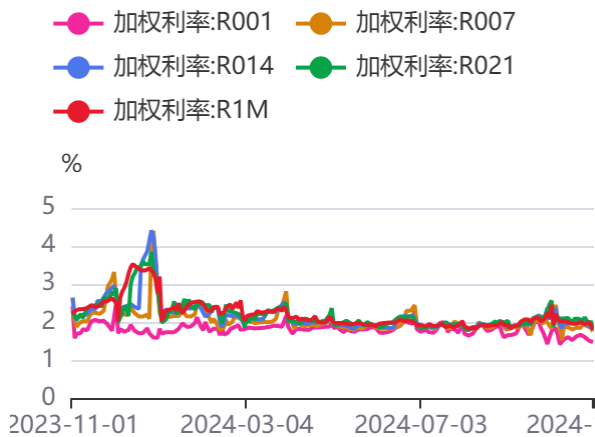
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图39：央行逆回购金额



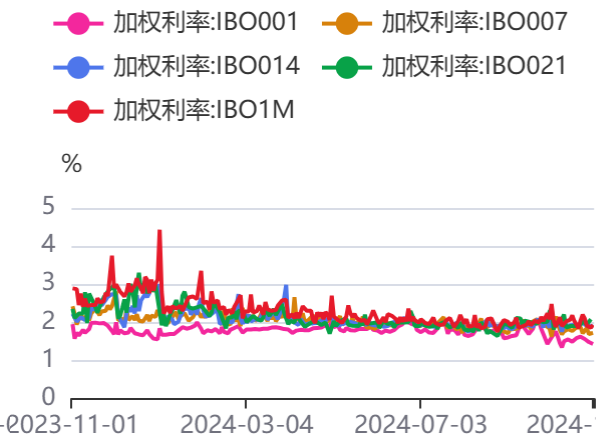
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图40：银行间质押式回购加权利率



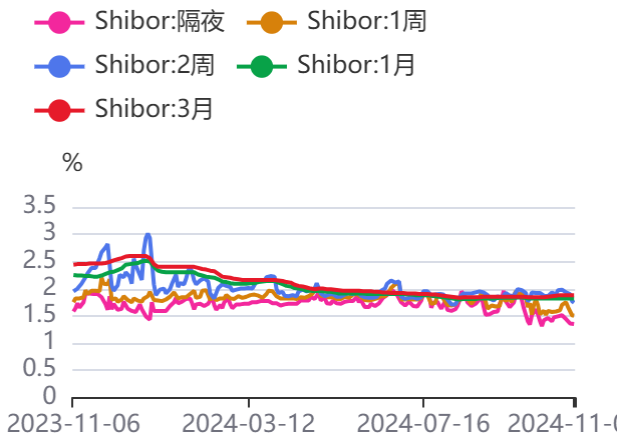
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图41：银行间同业拆借加权利率



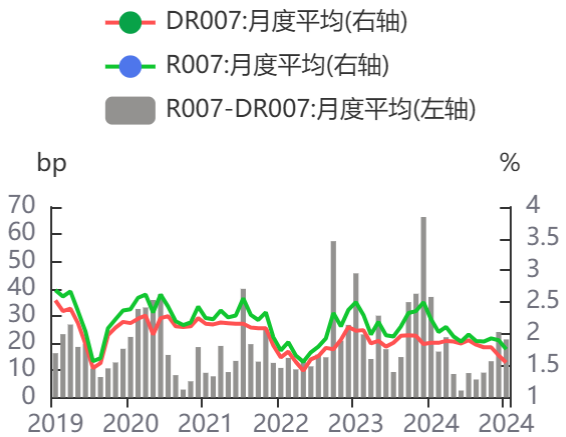
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图42: shibor利率变化



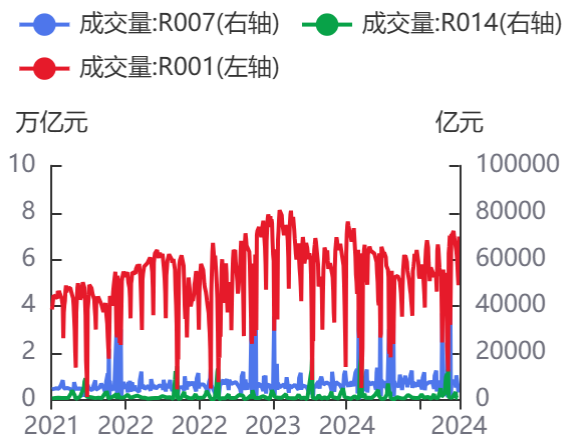
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图43: 资金面稳定性



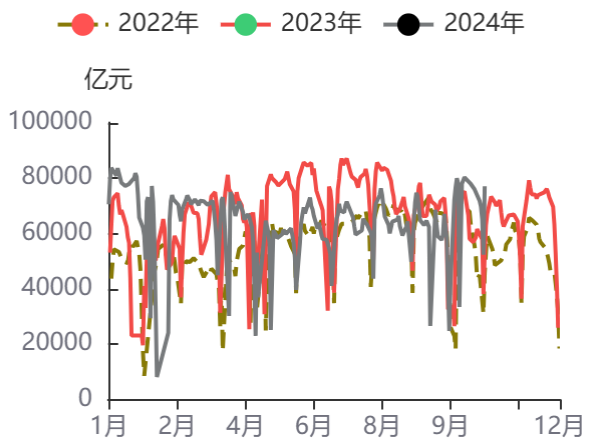
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图44: 不同期现回购成交量



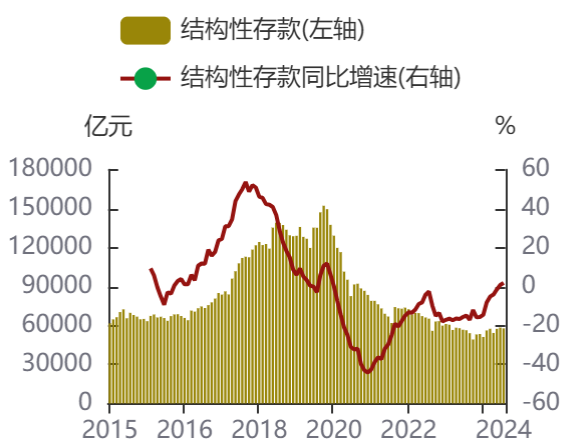
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图45: 银行间质押式回购成交量



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图46: 结构性存款规模变化



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

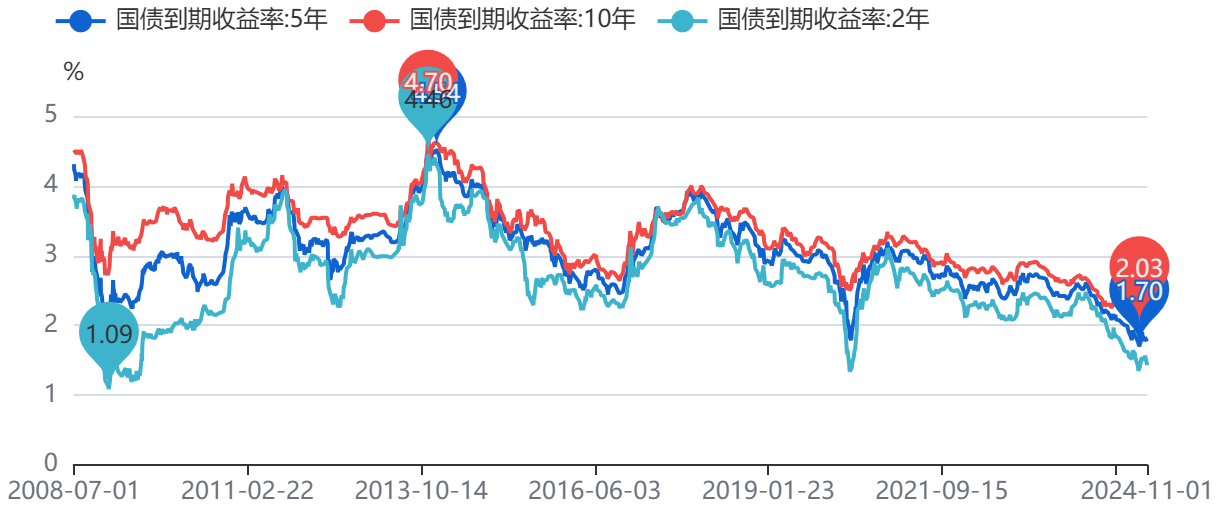
图47: 同业存单收益率变化



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

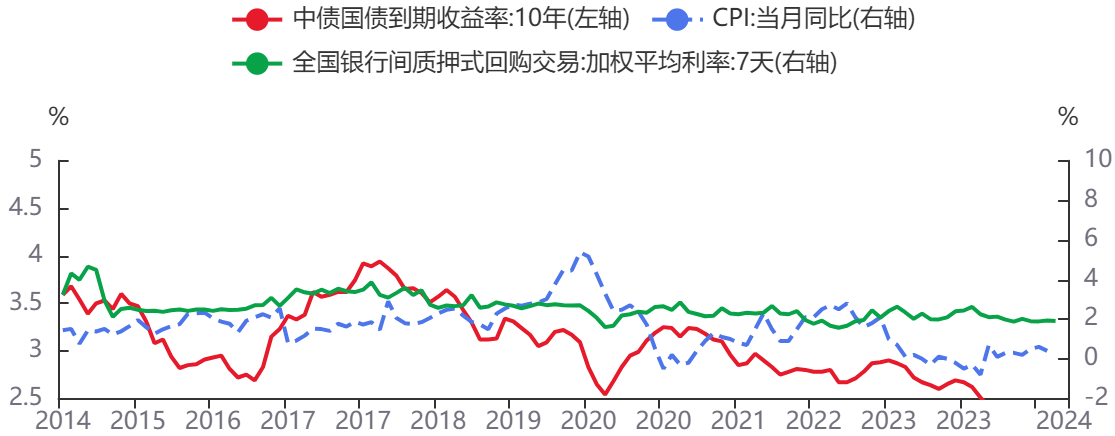
四、现券市场变化

图48：国内利率周期



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图49：国债收益率与资金面和物价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图50：5年/2年国债收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图51：10年/2年国债收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图52：行业信用利差



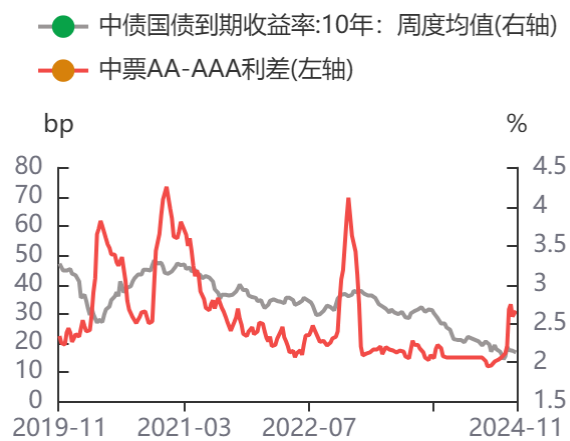
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图53：城投信用利差



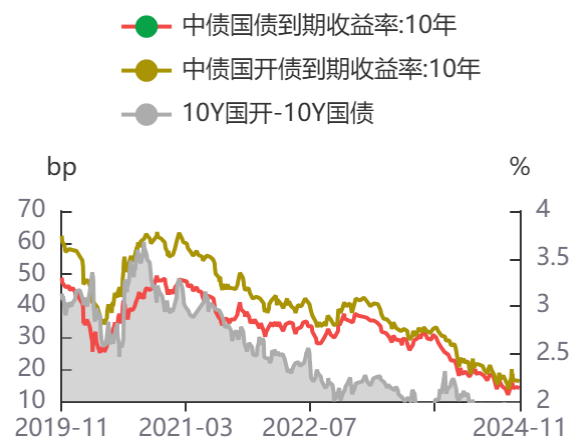
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图54：等级利差



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图55：税收利差



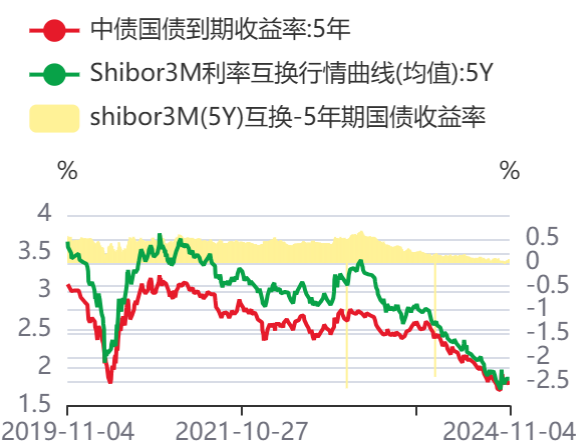
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图56：国债30Y-10Y利差



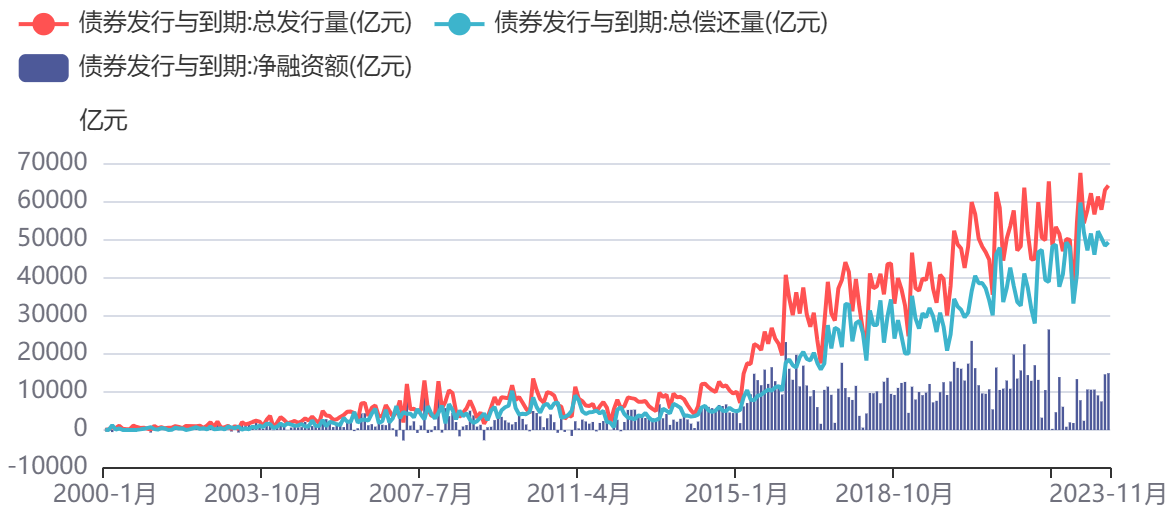
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图57：利率互换与国债收益率



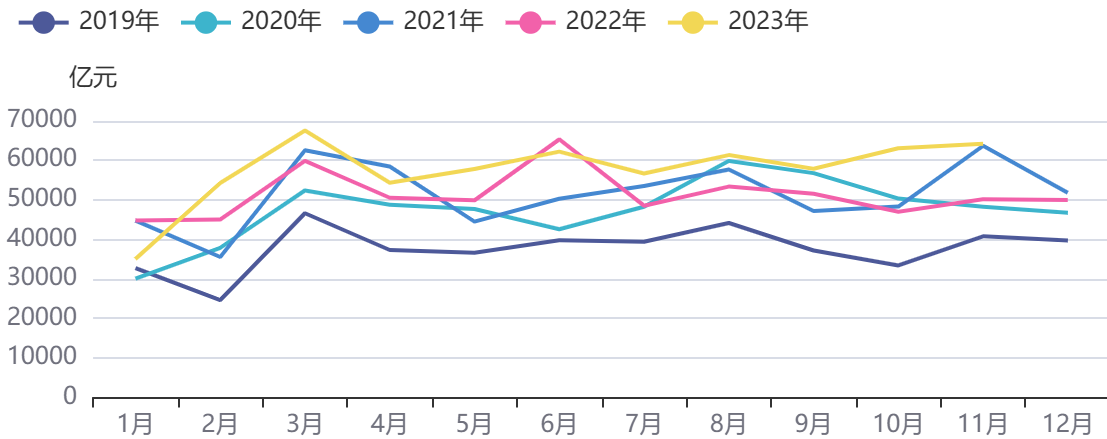
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图58：债券发行与到期规模



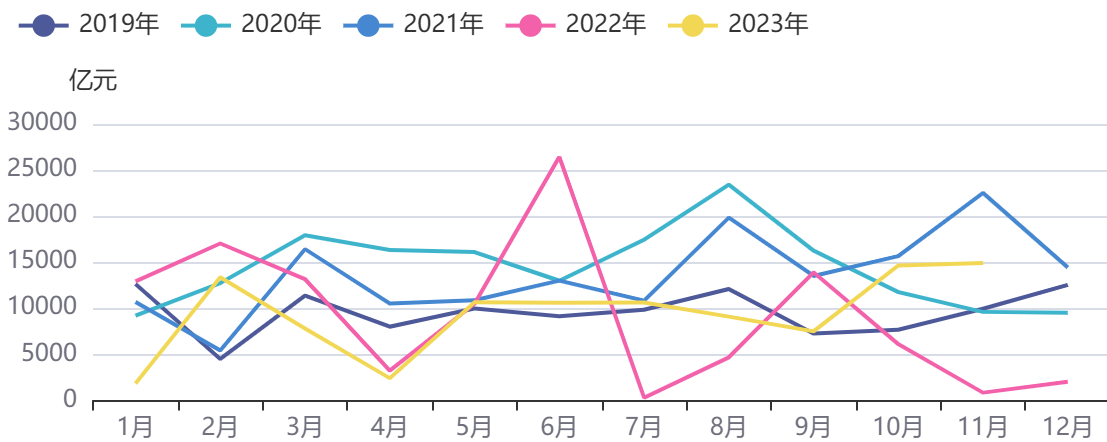
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图59：债券总发行量季节性



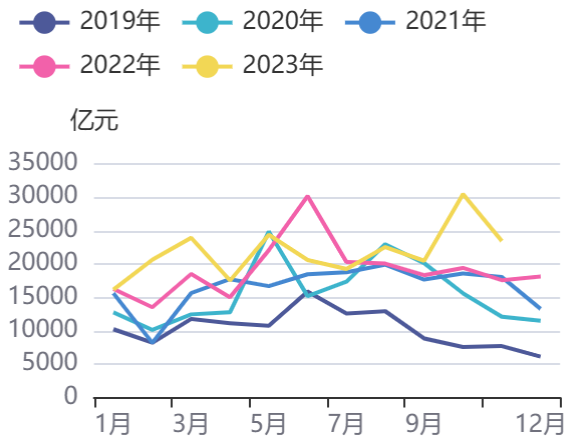
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图60：债券净融资额季节性



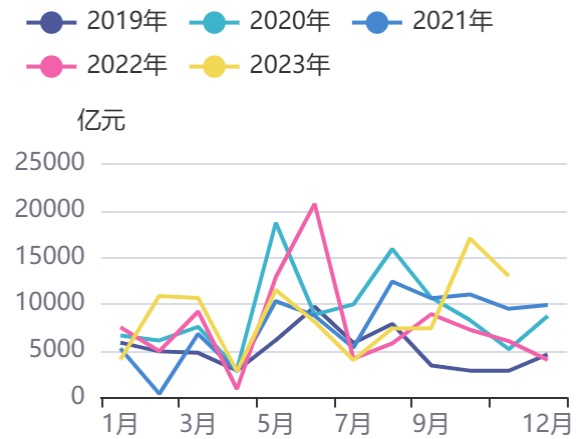
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图61：利率债总发行量季节性



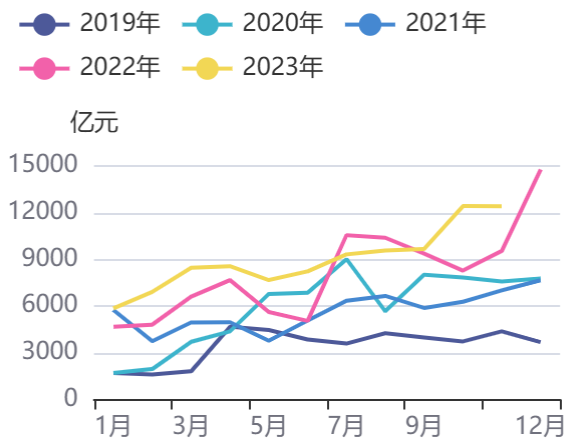
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图62：利率债净融资额季节性



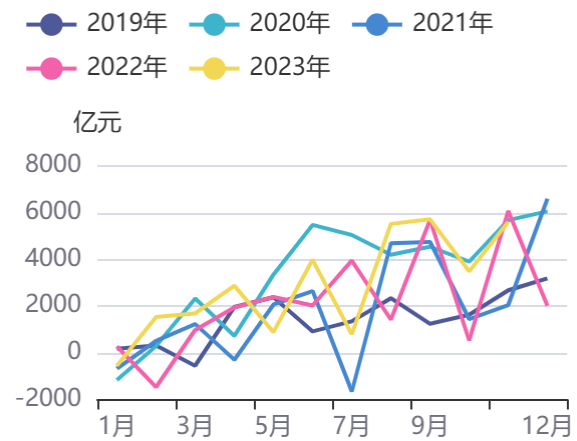
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图63：国债总发行量季节性



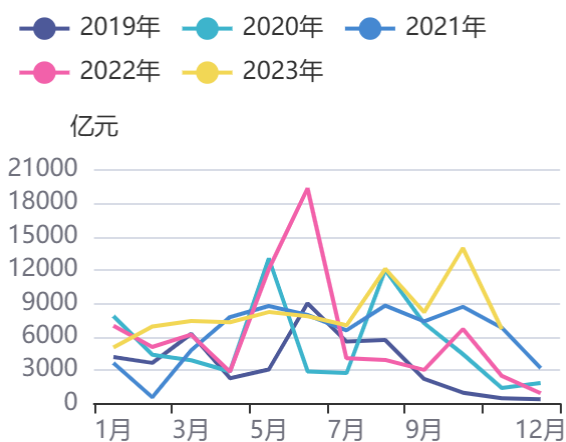
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图64：国债净融资额季节性



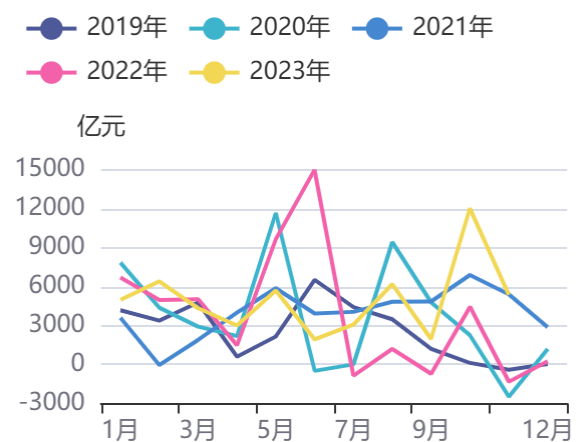
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图65：地方政府债总发行量季节性



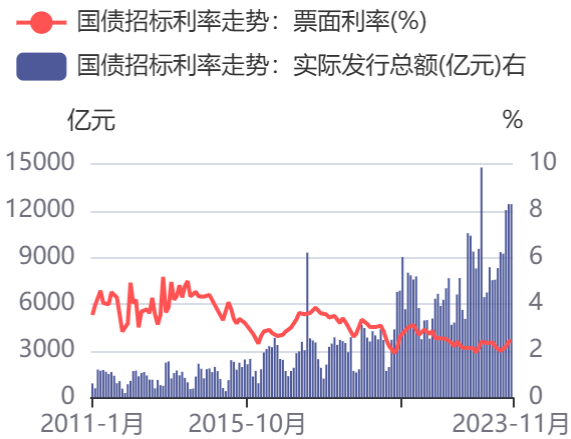
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图66：地方政府债净融资额季节性



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图67：国债招标利率走势



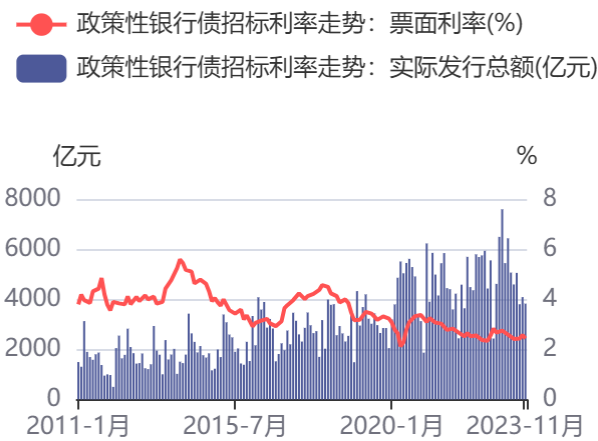
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图68：地方政府债招标利率走势



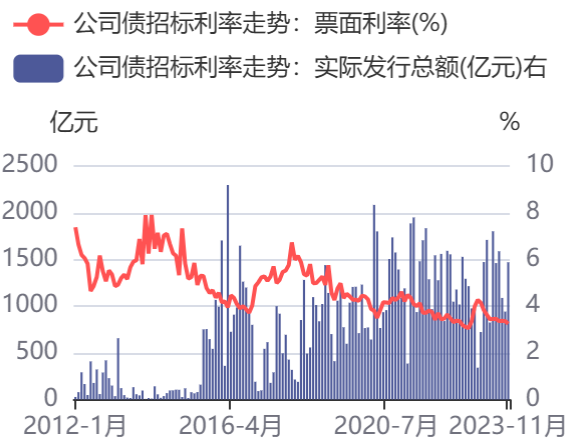
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图69：政策性银行债招标利率走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

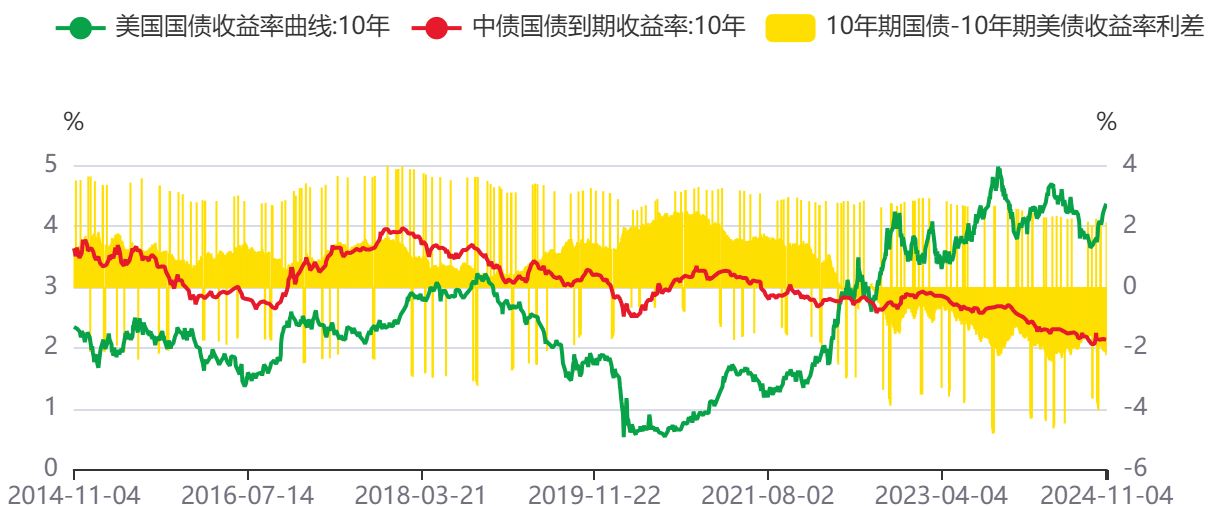
图70：公司债招标利率走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

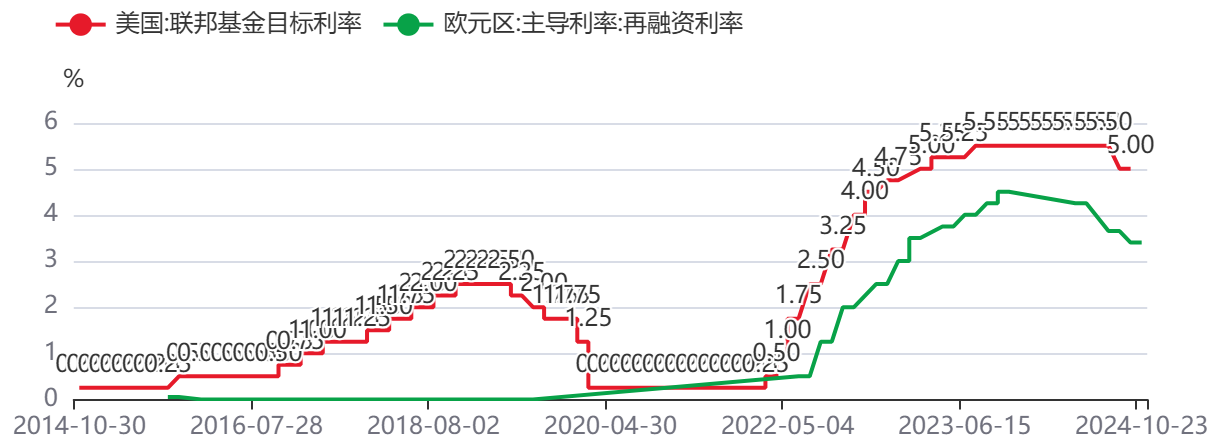
五、海外债市与国内利差

图71：中美国债利差走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图72：欧美基准利率变化



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图73：美国国债收益率变化



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图74：美国国债收益率曲线变化（10Y-2Y）



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图75：欧元区国债收益率变化



资料来源：同花顺，方正中期研究院

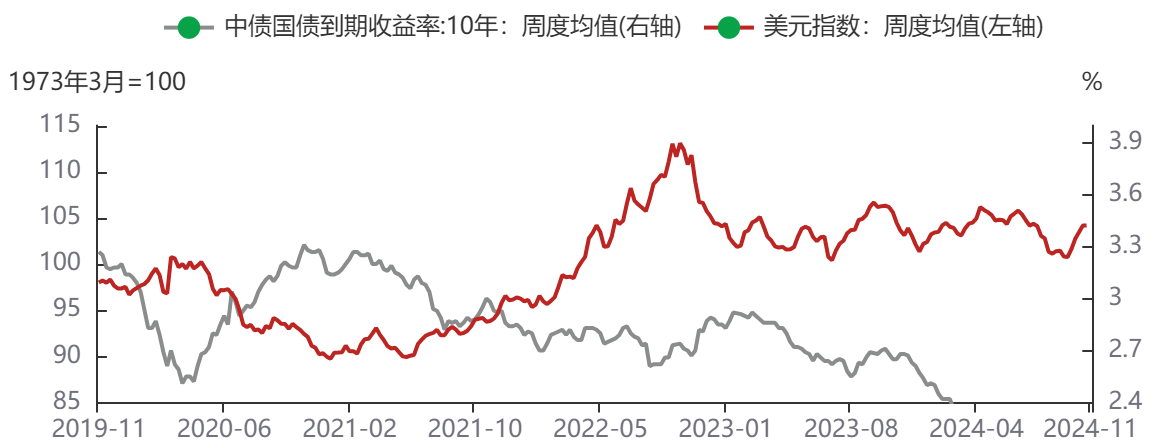
图76：英国国债收益率变化



资料来源：同花顺，方正中期研究院

六、避险因素与市场情绪

图77：美元指数变化



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图78：美元指数与国债收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图 79：VIX指数与国债收益率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

联系我们

| 分支机构 | 地址 | 联系电话 |
|----------------|--|---------------|
| 总部业务平台 | | |
| 资产管理部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881312 |
| 期货研究院 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层 | 010-85881111 |
| 交易咨询部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层 | 010-85881108 |
| 业务发展部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881295 |
| 机构业务部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881228 |
| 总部业务部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881292 |
| 分支机构信息 | | |
| 北京分公司 | 北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层 | 010-68578910 |
| 北京石景山分公司 | 北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室 | 010-82868098 |
| 北京朝阳分公司 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881205 |
| 北京望京分公司 | 北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室 | 010-82868050 |
| 河北分公司 | 河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室 | 0315-5396860 |
| 保定分公司 | 河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室 | 0312-3012600 |
| 南京分公司 | 江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444 | 025-85530971 |
| 苏州分公司 | 江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室 | 0512-65105067 |
| 上海分公司 | 上海市浦东新区长柳路58号604室 | 021-50588186 |
| 常州分公司 | 江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼 | 0519-86811208 |
| 湖北分公司 | 湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号 | 027-87267728 |
| 湖南第一分公司 | 湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室 | 0731-84313486 |
| 湖南第二分公司 | 湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房 | 0731-84312376 |
| 湖南第三分公司 | 湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层 | 0731-84319733 |
| 深圳分公司 | 广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室 | 0755-82521068 |
| 广东分公司 | 广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室 | 020-38783861 |
| 山东分公司 | 山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户 | 0532-85706107 |
| 天津营业部 | 天津市和平区大沽北路2号经津塔字楼2909室 | 022-58308206 |
| 天津滨海新区营业部 | 天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元 | 022-65634672 |
| 包头营业部 | 内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107 | 0472-5210527 |
| 邯郸营业部 | 河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间 | 0310-2053696 |
| 太原营业部 | 山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层 | 0351-7889626 |
| 西安营业部 | 西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期(i都会)6幢10101 | 029-81870836 |
| 上海自贸试验区分公司 | 上海市浦东新区南泉北路429号1502D室 | 021-68401347 |
| 上海南洋泾路营业部 | 上海市浦东新区南洋泾路555号1106室 | 021-50581277 |
| 上海世纪大道营业部 | 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室 | 021-58861627 |
| 宁波营业部 | 浙江省宁波市鄞州区扬帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1 | 0574-87096853 |
| 杭州营业部 | 浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室 | 0571-86690056 |
| 南京洪武路营业部 | 江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室 | 025-58065918 |
| 苏州东吴北路营业部 | 江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室 | 0512-65161340 |
| 扬州营业部 | 江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼 | 0514-82990210 |
| 南昌营业部 | 江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420 | 0791-83881001 |
| 岳阳营业部 | 湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号 | 0730-8831589 |
| 株洲营业部 | 湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号) | 0731-28102771 |
| 郴州营业部 | 湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼 | 0735-2812007 |
| 常德营业部 | 湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼 | 0736-7319919 |
| 风险管理子公司 | | |
| 上海际丰投资管理有限责任公司 | 上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区4号楼1105 | 021-20778818 |
| 上海际丰投资管理有限责任公司 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层 | 010-85881188 |

重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。