

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04月25日星期五



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 摘要

【行情复盘】近一周国债现券收益率多数上升，超长端基本不变。国债期货主力合约除30年上涨外均下跌。成交持仓方面，品种日均表现分歧较大，TS成交上升持仓下降，TF成交持仓均下降，T成交下降持仓上升，TL成交持仓均上升。

【重要资讯】一级市场方面，国债和政金债发行23只，总发行量4846.6亿元，净融资额-2427.6亿元。净融资近期再度放慢，预计未来将重新加速，财政政策落地和国债发行情况将继续影响流动性。消息面上看，近一周国内经济数据变动不大，3月银行代客结售汇顺差1亿美元。此前数据显示，一季度政府支出创2022年来同期最快增速，经济支持力度明显加大。IMF将今明两年中国经济增速预期调降至4%。央行本周全口径净投放流动性9960亿元。其中MLF投放6000亿元。1年期和5年期LPR分别为3.10%和3.3%，均保持不变。中央政治局会议政策力度略弱于预期，其中关于地产的政策弱于预期是主要问题。其他政策方面，国务院副总理强调直面美国对华关税形势，培育外贸发展新动能，便利经贸合作。周内美国总统称中美开始就关税问题谈判，但中方辟谣为假消息。同时中国主张应彻底取消所有对华单边关税以展示诚意。中美谈判仍具有不确定性。总体上看，国内经济继续修复，但通缩风险仍需警惕，经济恢复节奏待加速。未来基本面焦点依然是需求特别是内需改善节奏，重点观察地产是否修复，外需风险依然较高。海外方面，贸易冲突缓和但仍有不确定性，市场对美联储年内降息预期降至3.5次以下。美债收益率短线下行，但美元指数反弹，人民币汇率延续震荡走势，地缘政治风险变动不大，风险偏好无明显上行。

【市场逻辑】数据显示国内经济基本面改善方向不变，节奏可能存不确定性，对市场利多影响减弱，继续警惕关税风险的潜在利多。对冲经济下行风险的政策同样为潜在利多。资金面暂无影响。供给压力短期下降但未来依然不可忽视。汇率和风险偏好影响不大。长期来看，资产荒逻辑仍有影响，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，关注短端品种是否能够获得技术支撑，等待交易性机会，暂时维持目前久期和杠杆。期现方面，30年品种基差基本持稳，其他品种基差上行，2年期IRR回落至2%以下。跨期方面，T和TL当季-次季合约价差低于5%历史无套利区间，未来主要机会仍在5月底。曲线方面，期限利差仍以走平为主，暂维持观望或短期做平曲线，并等待长期形态方向确认。TS压力102.810-102.820，支撑102.220-102.230；TF压力106.990-107.010，支撑105.115-105.135；T压力109.550-109.600，支撑107.050-107.100；TL压力122.20-122.30，支撑113.60-113.70。

第一部分 国债期货行情.....	1
第二部分 国债期货市场影响因素分析.....	1
一、经济基本面与债市.....	1
二、货币信贷与债市收益率.....	6
三、货币市场资金面.....	9
四、现券市场变化.....	11
五、海外债市与国内外利差.....	16
六、避险因素与市场情绪.....	18

## 图目录

图1: 国债期货主连价格.....	1
图2: 经济波动引导市场收益率.....	2
图3: 库存周期波动与债市收益率.....	2
图4: 消费与债市收益率.....	3
图5: 固定资产投资与债市收益率.....	3
图5: 国内外贸增速.....	3
图6: 制造业PMI与债市收益率.....	3
图6: 房地产销售周期与利率周期.....	3
图7: 基建与房地产投资.....	3
图7: 土地购置与房地产投资.....	4
图8: 商品房销售与新开工.....	4
图8: 收入感受指数变化.....	4
图9: 就业感受指数变化.....	4
图9: 国内物价与债市收益率.....	4
图10: 货币供应与物价.....	5
图11: 猪肉价格波动与债市收益率.....	5
图11: 国际原油价格与国债收益率.....	5
图12: 生猪存栏与能繁母猪.....	5
图12: 国开债利率与铜价.....	5
图13: 国开债利率与螺纹钢价格.....	5
图13: 货币供应量.....	6
图14: 新增人民币贷款.....	6
图15: 社会融资规模增长.....	6
图15: 居民中长期贷款季节性.....	6
图16: 企业贷款季节性.....	6
图16: 表外融资规模增长.....	7
图17: 财政存款季节性波动.....	7
图17: 存款准备金率变化.....	7
图18: 逆回购操作利率.....	7
图19: 公开市场净投放规模(逆回购).....	7
图19: MLF操作利率.....	8
图20: MLF操作与回笼.....	8
图20: 贷款市场报价利率LPR.....	8
图21: 超额存款准备金率.....	8
图21: 贷款市场加权利率与国债收益率.....	8
图22: 利率债收益率领先于贷款利率.....	9
图23: 信用债余额增速领先于社融.....	9
图23: 国内利率走廊.....	9
图24: 央行逆回购金额.....	10
图25: 银行间质押式回购加权利率.....	10
图26: 银行间同业拆借加权利率.....	10
图26: SHIBOR利率变化.....	10
图27: 资金面稳定性.....	10
图27: 不同期现回购成交量.....	11
图28: 银行间质押式回购成交量.....	11
图28: 结构性存款规模变化.....	11
图29: 同业存单收益率变化.....	11
图29: 国内利率周期.....	12
图30: 国债收益率与资金面和物价.....	12
图31: 5年/2年国债收益率.....	12

图32: 10年/2年国债收益率.....	12
图32: 行业信用利差.....	13
图33: 城投信用利差.....	13
图33: 等级利差.....	13
图34: 税收利差.....	13
图34: 国债30Y-10Y利差.....	13
图35: 利率互换与国债收益率.....	13
图35: 债券发行与到期规模.....	14
图36: 债券总发行量季节性.....	14
图37: 债券净融资额季节性.....	14
图38: 利率债总发行量季节性.....	15
图39: 利率债净融资额季节性.....	15
图39: 国债总发行量季节性.....	15
图40: 国债净融资额季节性.....	15
图40: 地方政府债总发行量季节性.....	15
图41: 地方政府债净融资额季节性.....	15
图41: 国债招标利率走势.....	16
图42: 地方政府债招标利率走势.....	16
图42: 政策性银行债招标利率走势.....	16
图43: 公司债招标利率走势.....	16
图43: 中美国债利差走势.....	17
图44: 欧美基准利率变化.....	17
图45: 美国国债收益率变化.....	17
图46: 美国国债收益率曲线变化(10Y-2Y).....	17
图46: 欧元区国债收益率变化.....	18
图47: 英国国债收益率变化.....	18
图47: 美元指数变化.....	18
图48: 美元指数与国债收益率.....	18
图49: VIX指数与国债收益率.....	19

## 表目录

表1：观点与策略总结 .....	1
------------------	---

## 第一部分 国债期货行情

表1：观点与策略总结

品种	逻辑	观点	策略	压力	支撑
TS	数据显示国内经济基本面改善方向不变，节奏可能存不确定性，对市场利多影响减弱，继续警惕关税风险的潜在利多。对冲经济下行风险的政策同样为潜在利多。资金面暂无影响。供给压力短期下降但未来依然不可忽视。汇率和风险偏好影响不大。	策略方面，关注短端品种是否能够获得技术支持，等待交易性机会，	暂时维持目前久期和杠杆。	102.810-102.820	102.220-102.230
TF				106.990-107.010	105.115-105.135
T				109.550-109.600	107.050-107.100
TL				122.20-122.30	113.60-113.70

资料来源：方正中期研究院

图1：国债期货主连价格

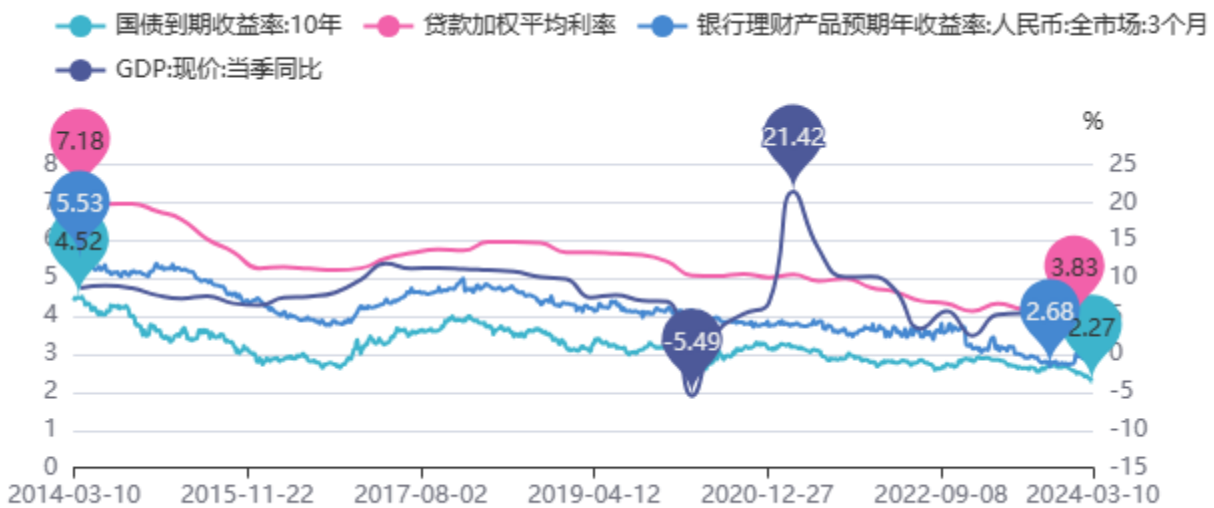


资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 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

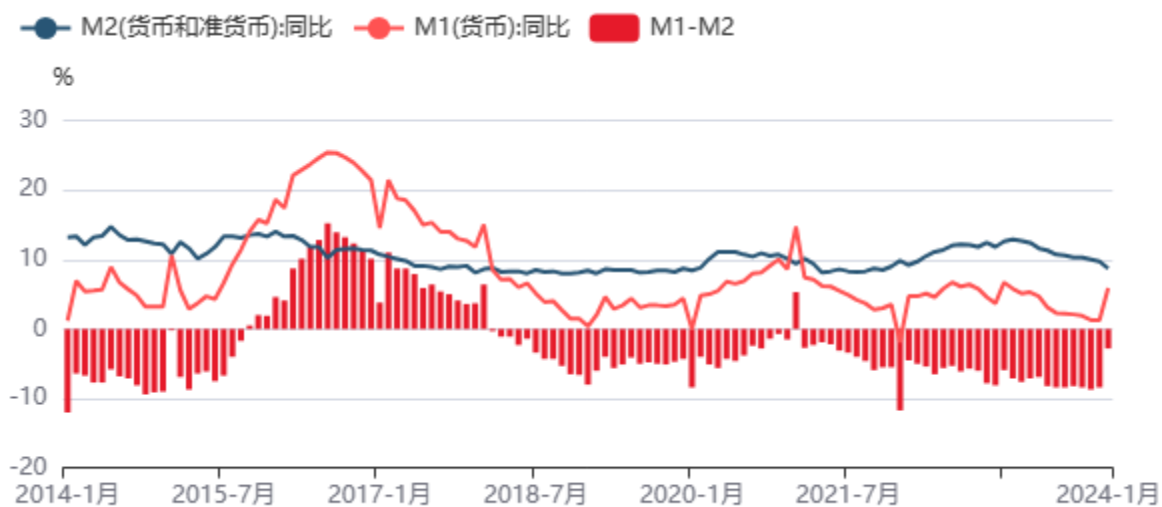
图20：国开债利率与螺纹钢价格



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24：居民中长期贷款季节性

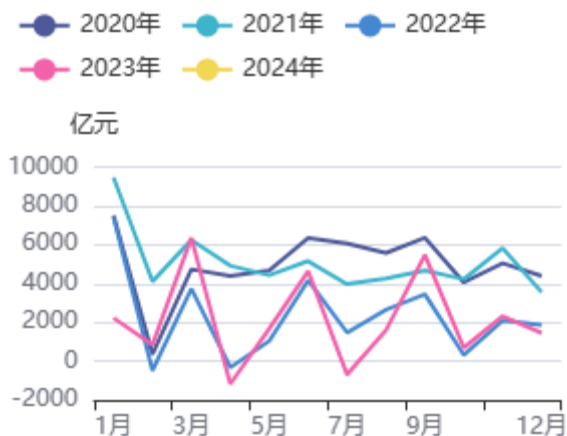
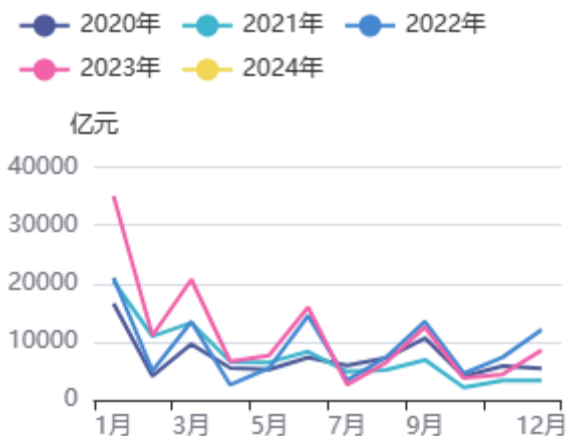


图23：社会融资规模增长



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

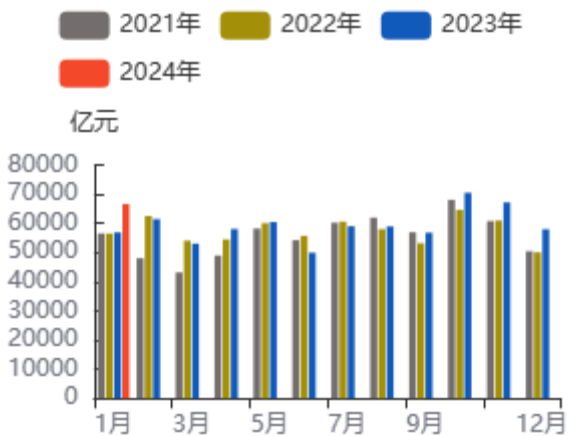
图29：逆回购操作利率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

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）



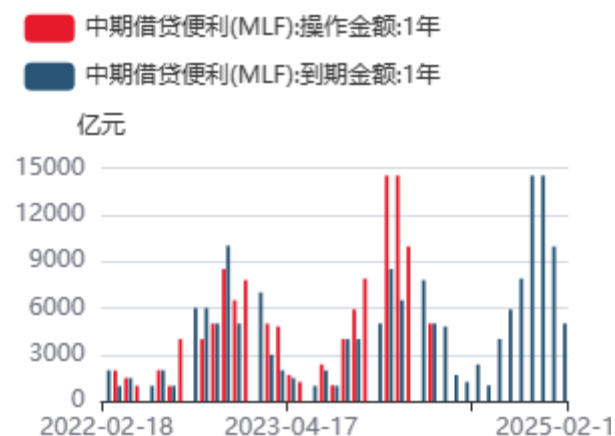
资料来源：同花顺，方正中期研究院

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



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图34: 超额存款准备金率



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

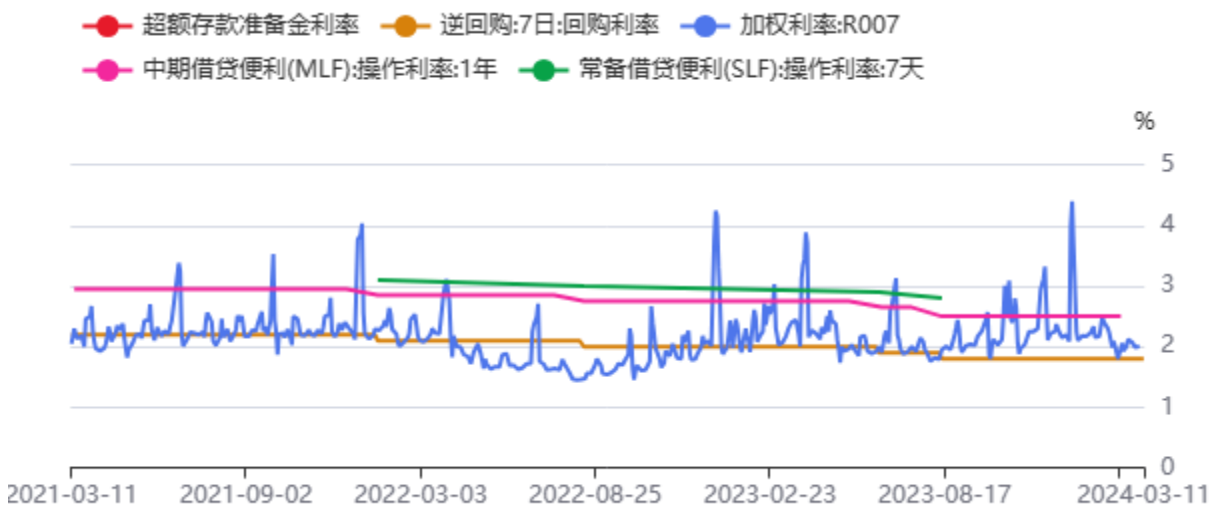
图37：信用债余额增速领先于社融



资料来源：同花顺，方正中期研究院

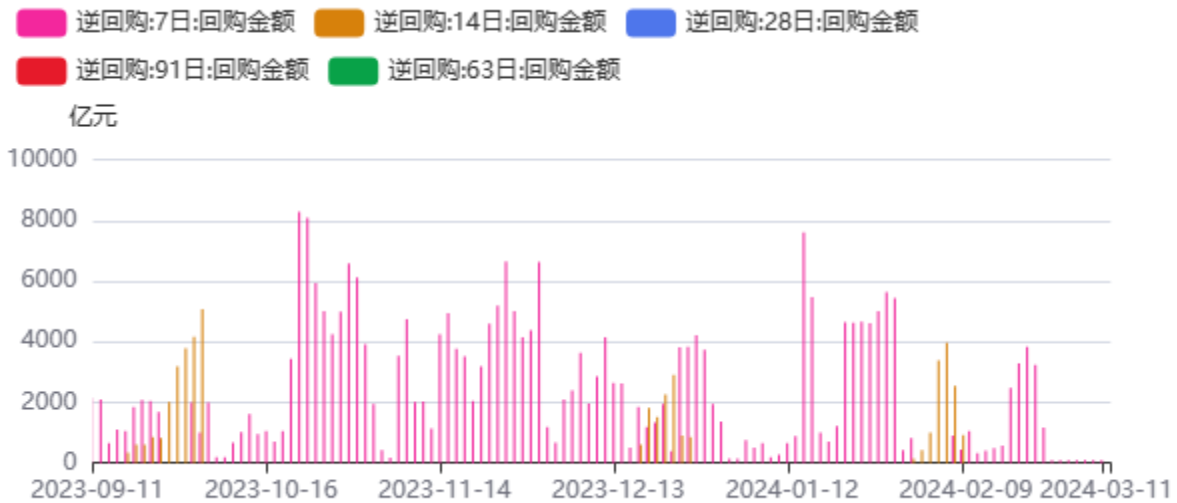
### 三、货币市场资金面

图38：国内利率走廊



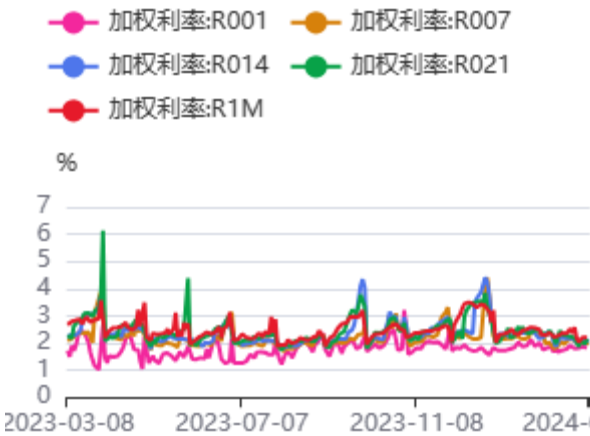
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图39：央行逆回购金额



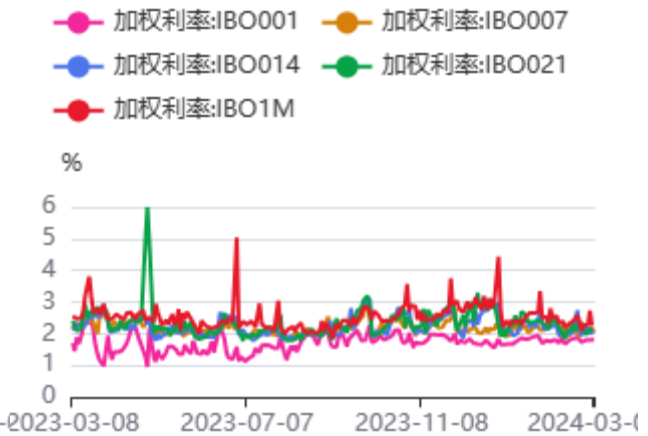
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图40：银行间质押式回购加权利率



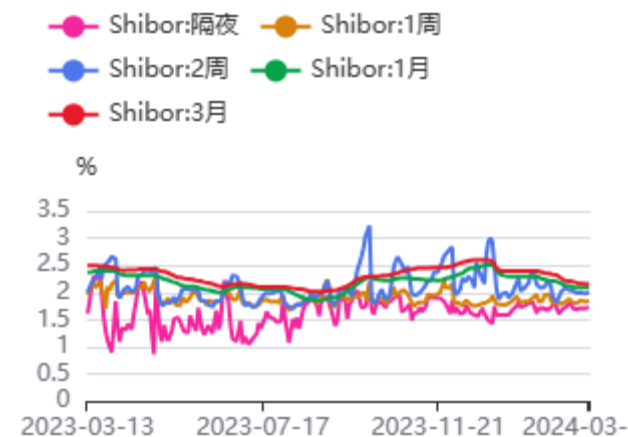
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图41：银行间同业拆借加权利率



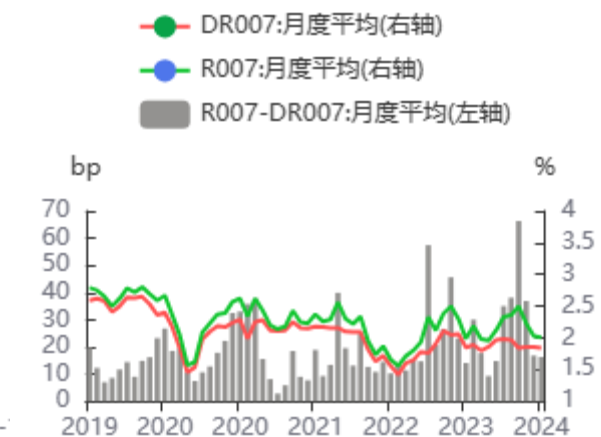
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图42：shibor利率变化



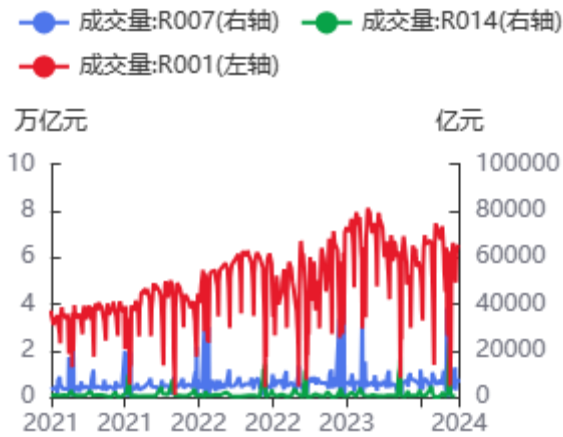
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图43：资金面稳定性



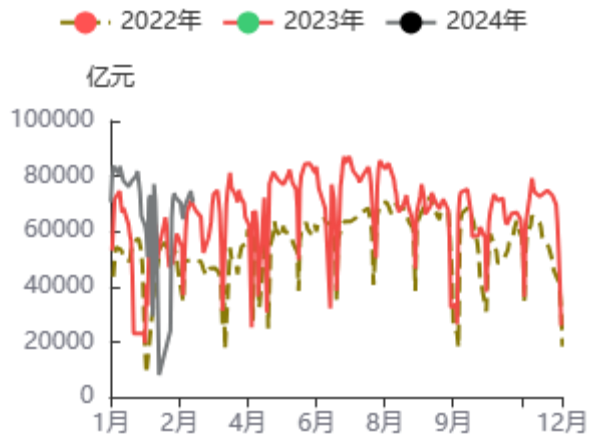
资料来源：同花顺，方正中期研究院

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



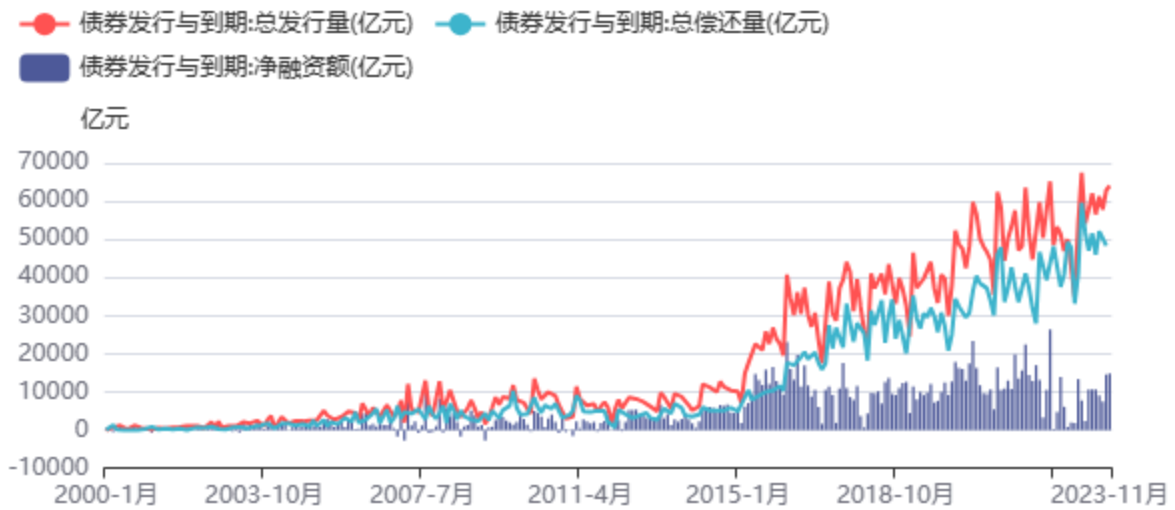
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图57：利率互换与国债收益率



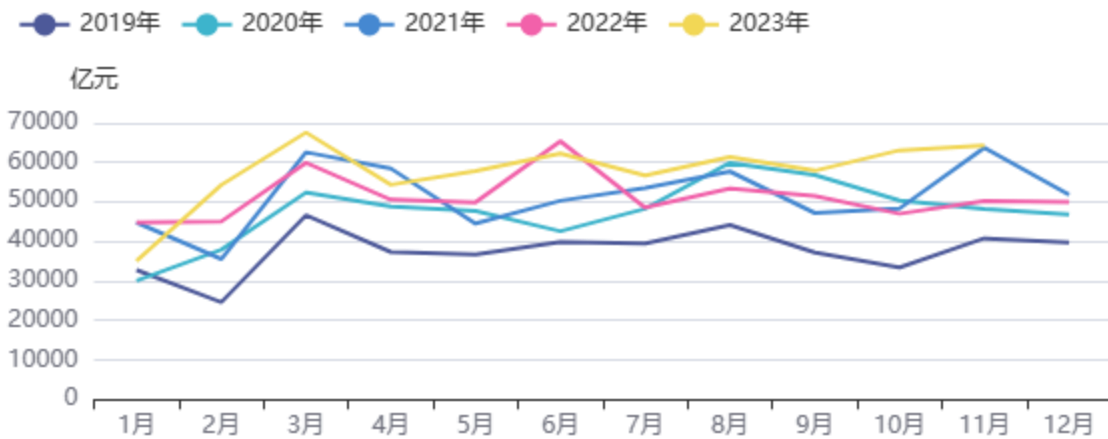
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图58：债券发行与到期规模



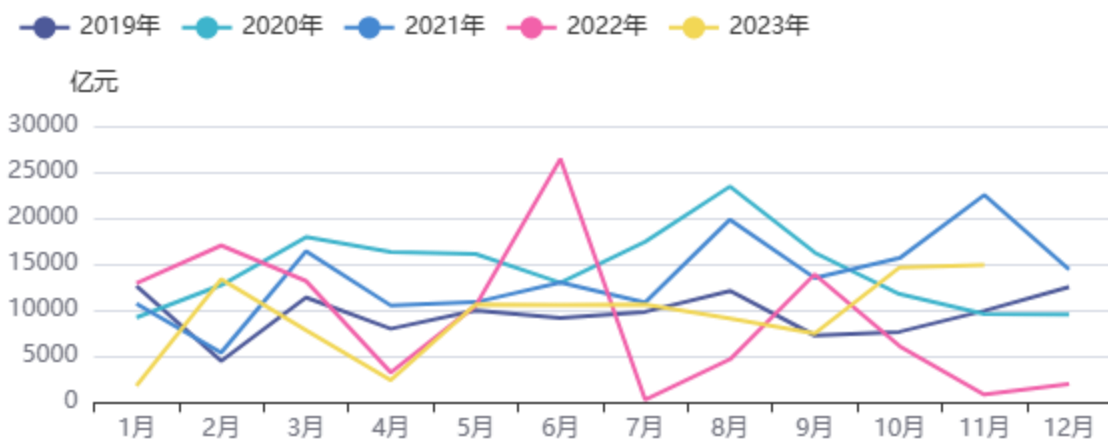
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图59：债券总发行量季节性



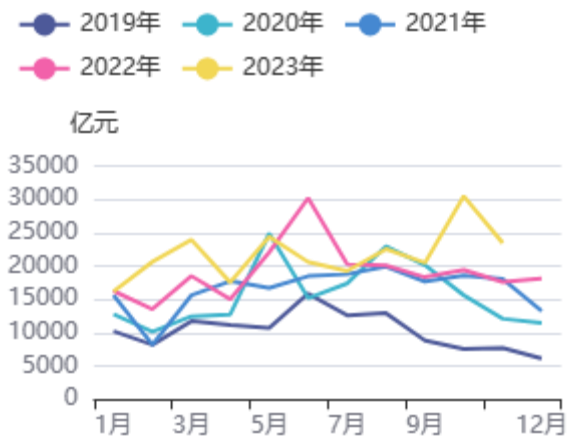
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图60：债券净融资额季节性



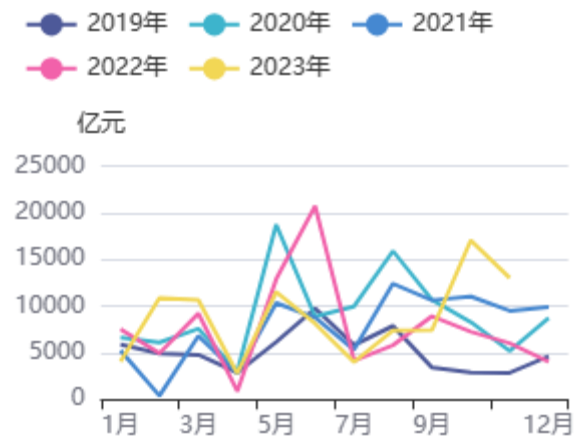
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图61：利率债总发行量季节性



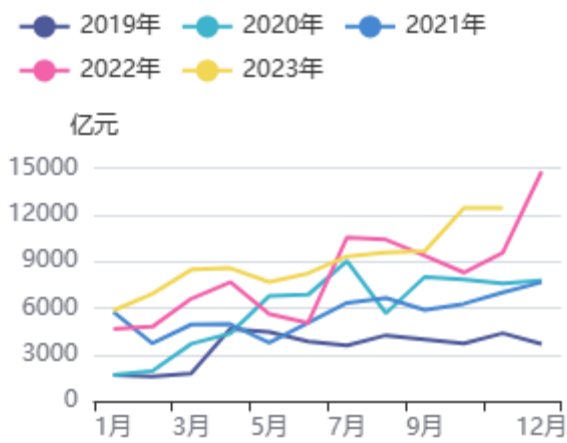
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图62：利率债净融资额季节性



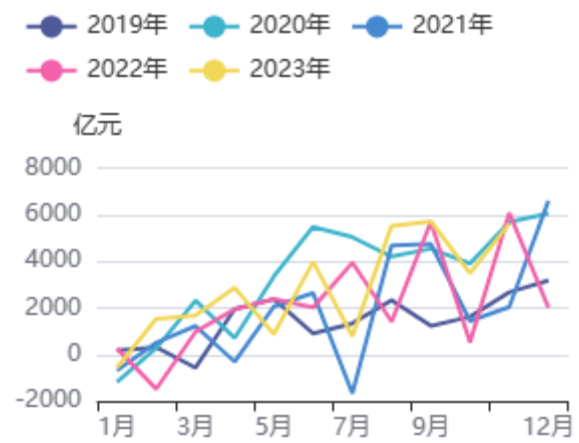
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图63：国债总发行量季节性



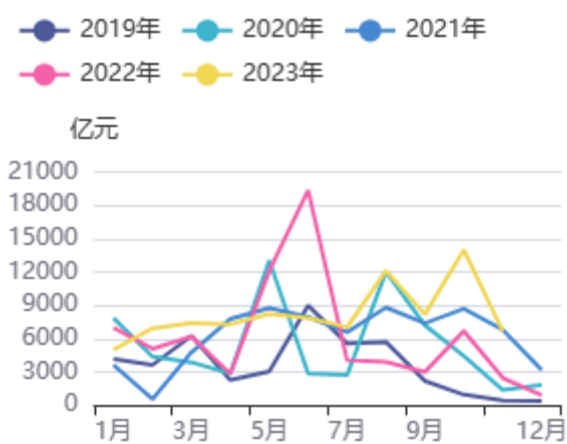
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图64：国债净融资额季节性



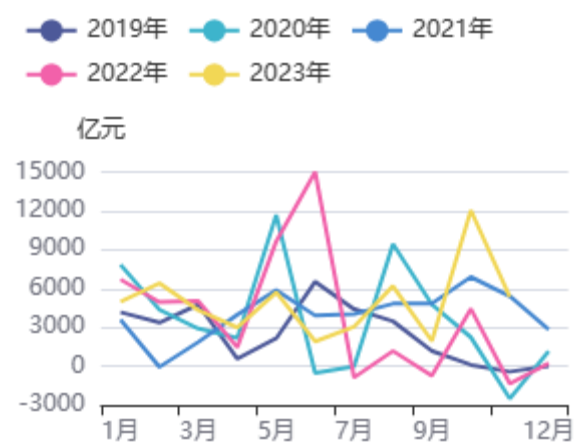
资料来源：同花顺，方正中期研究院

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



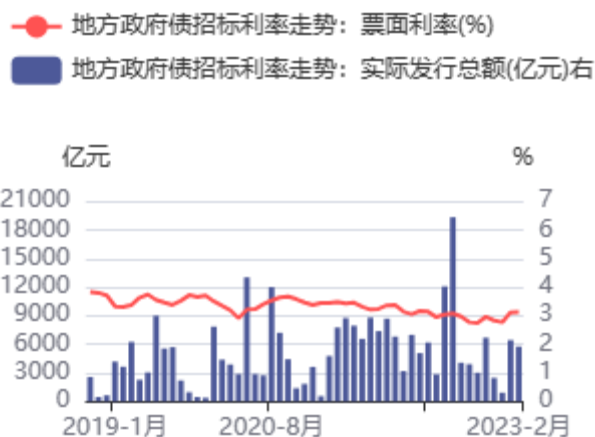
资料来源：同花顺，方正中期研究院

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

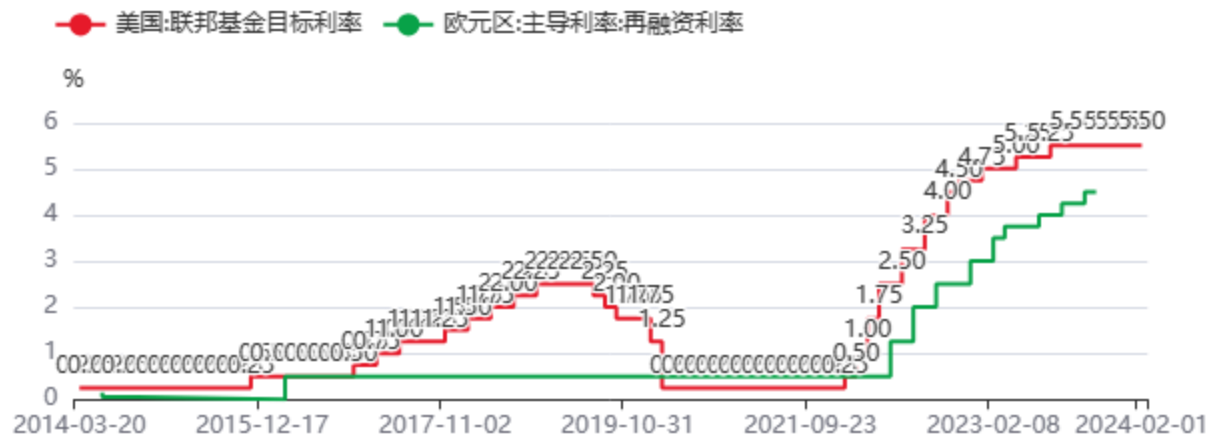
## 五、海外债市与国内外利差

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
<b>总部业务平台</b>		
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	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
金融产品部	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
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
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	010-66058401
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	010-85881061
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	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
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	0312-3012016
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	025-58061185
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	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588179
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	0519-86811201
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	027-87267756
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	0731-84310906
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	0731-84118337
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	0731-85868397
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港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔写字楼2909室	022-23041257
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	0472-5210710
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	0310-3053688
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	0351-7889677
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	021-58991278
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-58381123
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	021-58861093
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	0574-87096833
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	025-58065958
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	0514-82990208
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	0791-83881026
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	0730-8831578
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)	0731-28102713
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	0735-2859888
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	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
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。