国债周度报告 2025 年 03 月 31 日

避险情绪再起，国债反弹

摘 要：

美国关税政策的底牌即将亮出，，会议期间释放的积极利好消息，基本已经被市场所消化，并反映在国债及股市的走势当中。后续市场将回归经济基本面及政策预期等方面。关注后续经济数据及政策预期成为作用债市的重点。

2025 年全年计划经济增长目标为 5%，CPI 为 2%。2025 年的政府债务组合包括 4%赤字率，超长期特别国债 1.3 万亿元，补充银行资本特别国债 5000 亿元，4.4 万亿元专项债，2 万亿元置换债，对应广义赤字率 9.8%，较去年大幅提升 1.4 个百分点。从今年的经济增长目标及政策调控的途径来看，经济下行压力依然较大，财政政策是经济调控的主力军，这和去年的定调基本一致。而财政政策的发力，将减弱货币政策的宽松力度，财政和货币本身具有跷跷板效应，这一点在国债走势方面需要注意。

2025 年 2 月 CPI 同比下降 0.7%，2 月 PPI 同比下降 2.2%。而剔除春节错期影响，1-2 月 CPI 合计同比为-0.1%，涨幅较去年 12 月回落 0.2 个百分点。从目前公布 2 月份数据来看，制造业采购经理指数明显回升，为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点，非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别上升至 50.4%和 51.1%。随着美元指数的持续下行，人民币资产的持续受到关注，人民币会持续升值，汇率压力的缓解，为后续财政及货币政策发挥提供空间，关注后续政策面对债市的影响。

春节后，A 股明显转暖，股债跷跷板逻辑持续发酵。两会期间释放积极信号与美股大幅波动，均增加了 A 股上涨动能，股债跷跷板因素持续利空债市，但是随着两会的结束，股市对债市的影响减弱，债市或回归经济基本面。

策略建议：不可过分看空，等待政策指引

风险提示：股市波动，美国关税政策及地缘政治政策

宁证期货期货交易咨询中心

期货交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1775 号

作者姓名：曹宝琴

期货从业资格号：F3008987

期货交易咨询从业证号：Z0012851

邮箱：caobaoqin@nzfco.com

宁证期货投资咨询

目录

图表目录 3
第 1 章 行情回顾 4
1.1 国债期货行情回顾 4
第 2 章 重要消息概览 4
第 3 章 重要影响因素分析 5
3.1 经济基本面 5
3.2 政策面 6
3.3 资金面 6
3.4 供需面 7
3.5 情绪面 7
第 4 章 行情展望及投资策略 8
免责申明 10

宁证期货投资咨询中心

图表目录

图表 1： 十年期国债期货行情走势图 4
图表 2：二年期国债期货行情走势图 4
图表 3：国内经济 5
图表 4：消费及价格 5
图表 5：M2 与新增人民币贷款 6
图表 6：DR007 与逆回购利率 6
图表 7：国债发行和需求 7
图表 8：股债性价比 7

宁证期货投资咨询中心

第 1 章　行情回顾

1.1　国债期货行情回顾

由于美国关税政策即将落地，市场避险情绪有所上升，春节后科技股价值重估带来的股市反弹行情告一段落，春节后股债跷跷板加剧了债市的波动，近期股市对债市的影响有所减弱。汇率方面压力有所降低，市场对货币宽松预期再度增加。债市或逐渐回归经济基本面。

图表 1：　十年期国债期货行情走势图



数据来源：wind，宁证期货

图表 2：二年期国债期货行情走势图



数据来源：wind，宁证期货

第 2 章 重要消息概览

1. 十四届全国人大三次会议将于 3 月 5 日上午 9 时开幕，国务院总理李强将作政府工作报告。大会将于 3 月 11 日下午闭幕，会期 7 天，共安排 3 次全体会议。大会主要议程包括审议政府工作报告、审查 2025 年国民经济和社会发展计划草案及 2025 年中央和地方预算草案等。

2. 国务院总理李强作政府工作报告。实施适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

3. 2 月以来，19 家民营银行中，至少已有 7 家下调或正在下调存款利率，而此轮着手下调存款利率的多是此前储户眼中的高息银行。下调以后，存款利率能够达到 2.9%的仅剩华通银行 3 年期定期存款。

4. 国家统计局 2 月份 CPI 和 PPI 数据指出，2 月份 CPI 环比下降 0.2%，同比下降 0.7%，PPI 环比下降 0.1%，同比下降 2.2%。

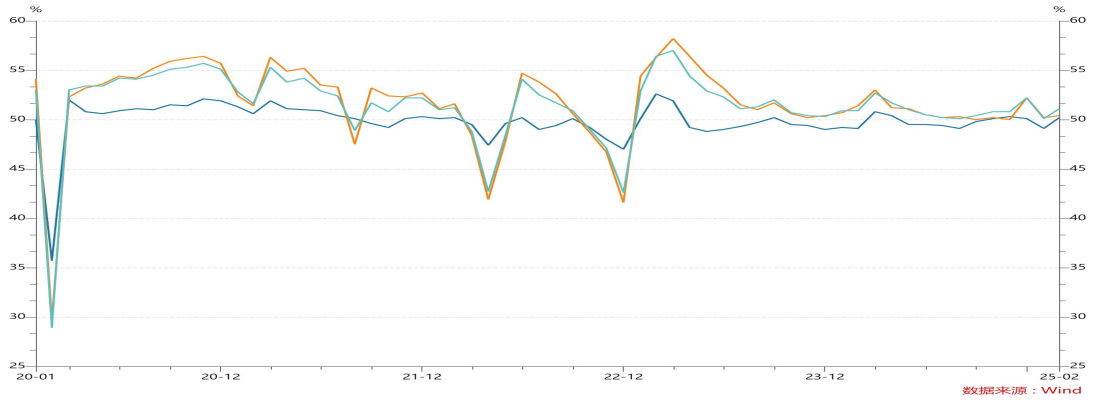
5. 今年前两个月我国货物贸易开局平稳，出口规模创历史同期新高。据海关统计，前两个月我国货物贸易进出口总值 6.54 万亿元人民币，同比下降 1.2%（与去年同期相比，今年前两个月少了 2 个工作日，剔除不可比因素影响，进出口增长 1.7%）。

第 3 章 重要影响因素分析

3.1 经济基本面

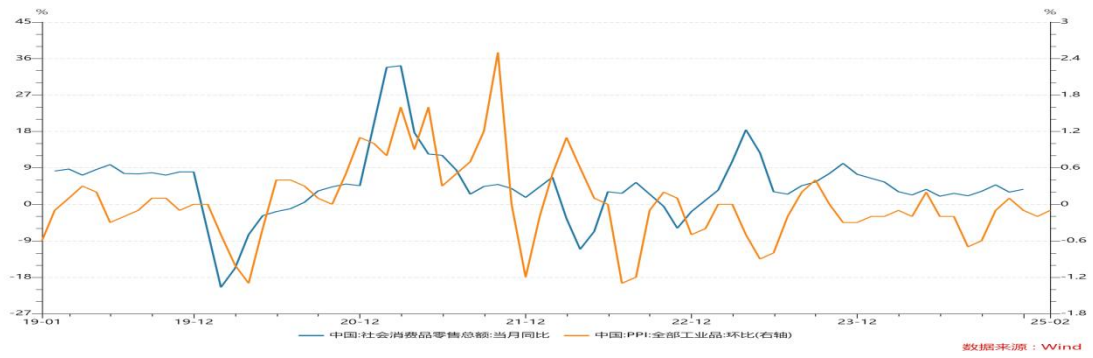
两会之后，各项促进消费的举措陆续落地，虽然没有大规模的刺激政策出台，但是针对实体经济和产业链的细分政策不断出台。2 月份，制造业采购经理指数明显回升，为 50.2%比上月上升 1.1 个百分点，重返扩张区间，非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别上升至 50.4%和 51.1%。2 月份 CPI 和 PPI 数据指出，2 月份 CPI 环比下降 0.2%，同比下降 0.7%，PPI 环比下降 0.1%，同比下降 2.2%。前两个月剔除不可比因素，进出口增长 1.7%，经济数据显示，经济韧性依然存在。两会期间，制定 2025 年经济增长目标为 5%，CPI 同比增长 2%，可以看出，通缩压力依然存在，消费等刺激依然较为必要。

图表 3：国内经济



数据来源：wind，宁证期货

图表 4：消费及价格

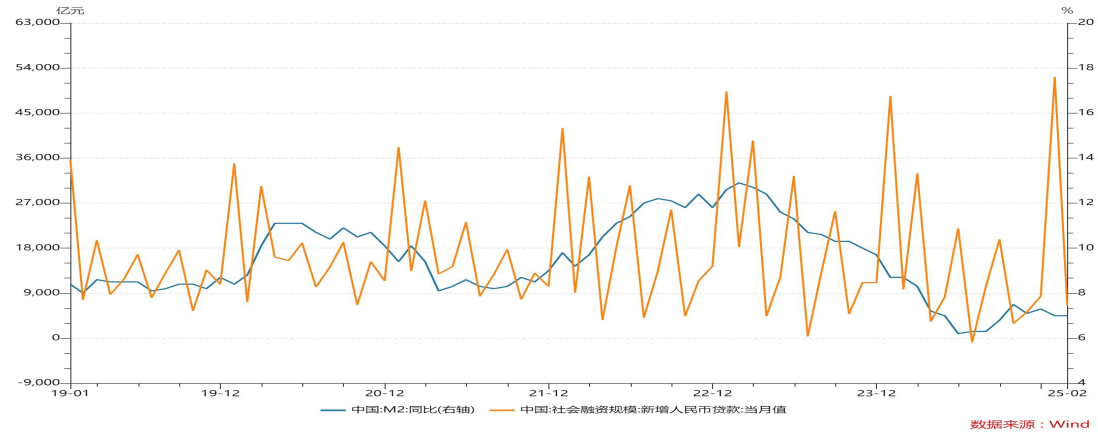


数据来源：wind，宁证期货

3.2 政策面

财政部部长蓝佛安发表《实施更加积极的财政政策 推动经济持续回升向好》文章，详解了中央此前部署今年更加积极财政政策持续用力、更加给力的内涵。提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度，安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑。央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。报告表示，下一阶段，实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。虽然市场预期的降准降息并未到来，但是 2 月份新增人民币贷款 52194 亿元，大幅增加，为切实提升实体经济提供了有力的保障。

图表 5：M2 与新增人民币贷款

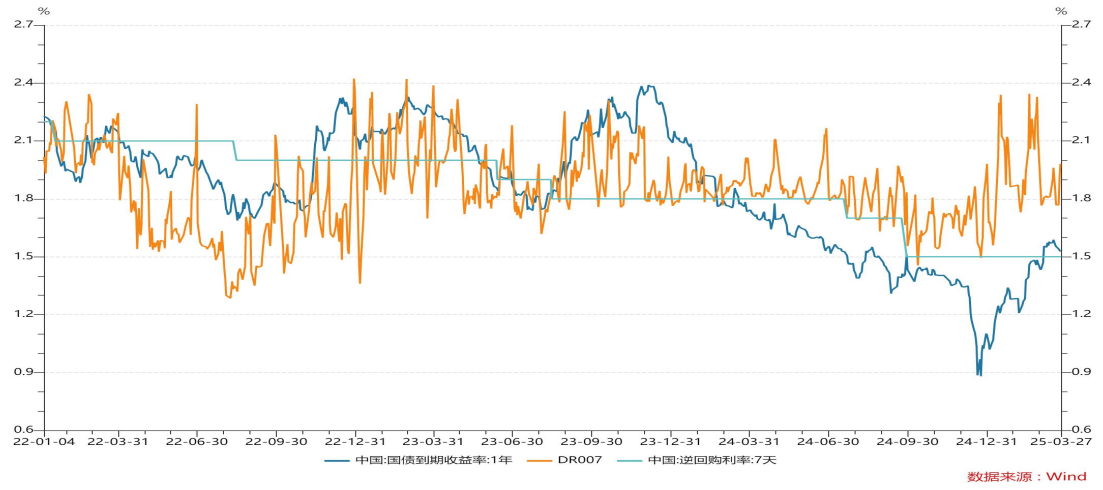


数据来源：wind，宁证期货

3.3 资金面

资金紧张的局面直到 2 月 27 日才有所缓解，资金面的压力近期有所减弱，对债市存在一定支撑。但是从 1 年期国债走势来看，债市更多的反映的是对未来经济基本面的预期。进入 2025 年以来，由于债券发行相较往年较为提前，资金面在年初出现较大幅度紧张，虽然 7 天逆回购利率持续保持在 1.5%附近，但是 DR007 及 1 年期国债利率均出现较大幅度的上涨，资金面紧张程度可见一斑。随着汇率短压力的减弱，进一步货币宽松预期或有所增加，对债市将存在一定支撑。目前资金面水平与去年 3 季度水平相当，年底前后的资金扰动因素基本消除。

图表 6：DR007 与逆回购利率

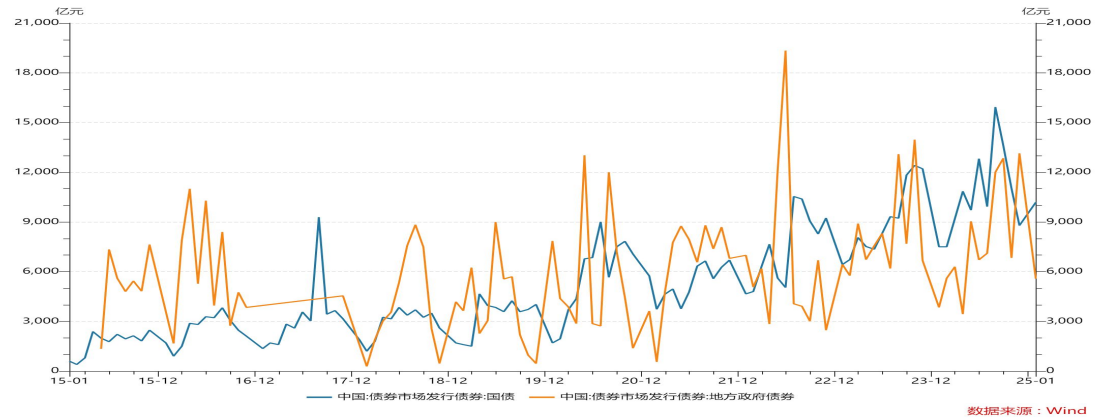


数据来源：wind，宁证期货

3.4 供需面

2025 年的政府债务组合包括 4%赤字率，超长期特别国债 1.3 万亿元，补充银行资本特别国债 5000 亿元，4.4 万亿元专项债，2 万亿元置换债，对应广义赤字率 9.8%，较去年大幅提升 1.4 个百分点。根据地方政府公开发债数据，截至今年 3 月 3 日，全国发行地方政府债券约 2.1 万亿元。其中前两个月全国发行地方政府债券约 1.9 万亿元，同比增长约 97%。地方政府债券发行与去年同期相比明显提速。债市的超前发行与财政发力相符。近期专项债发行也有所提速，最近两个月的专项债发行量仅次于疫情期间的最高水平。

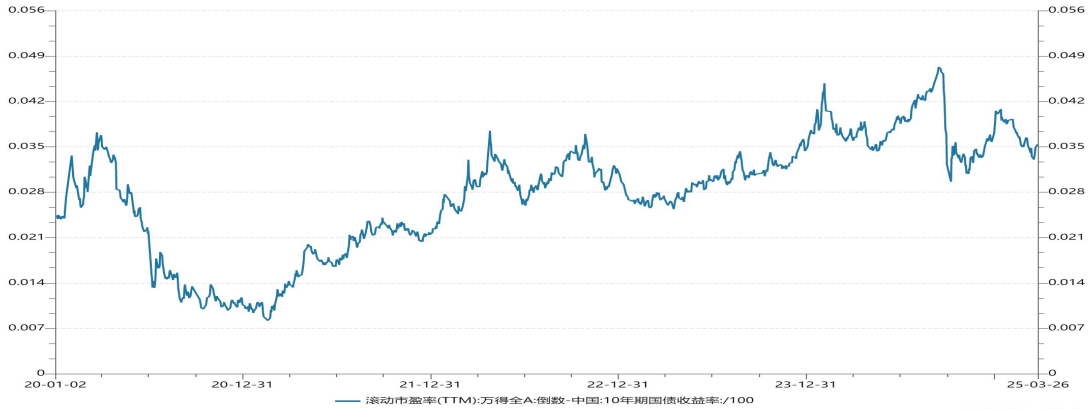
图表 7：国债发行和需求



3.5 情绪面

从股债性价比来观察，股债性价在历史高位开始回落，但依然处于高位，也就是说目前配置债市的性价比较低，机构更多会关注股市的机会。近期股债性价比略有提升，但是相比前期依然处于较低位置。从经济基本面来看，债市依然处于多头行情，但是短期受股市扰动较大，后续债市或回归经济基本面。

图表 8：股债性价比



第 4 章 行情展望及投资策略

春节后，A 股明显转暖，中、美预期差有所发酵，多家外媒唱多中国资产，股债跷跷板逻辑持续发酵。受财政发债影响，资金面春节后持续紧张，资金面并未得到根本缓解，债市在短端下跌动能的带动下，持续下行。目前债市进一步下跌动能减弱，市场关注后续股市走向，及政策面预期情况，后面债市将逐步回归经济基本面。

宁证期货投资咨询中心

联系我们

宁证期货有限责任公司总部
地址：南京市建邺区白龙江东街 9 号 2 幢二单元 1901 室
网址：www.nzfco.com
电话：025-52865008

宁证期货有限责任公司汉口营业部
地址：湖北省武汉市江汉区江汉北路 5 号泛悦·南国中心 T2 写字楼 25 层 8 室
电话：027-85825755

宁证期货有限责任公司南昌营业部
地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1326 号江西日报传媒大厦 10 层 1010 室
电话：0791-86807618

宁证期货有限责任公司苏州分公司
地址：苏州工业园区苏州大道西 8 号中银惠龙大厦 1705 室
电话：0512-67609550

宁证期货有限责任公司合肥营业部
安徽省合肥市蜀山区南七街道潜山路 1999 号中侨中心 1 幢 1601 室 邮编:230031
电话：0551-65111656

宁证期货有限责任公司杭州营业部
地址：浙江省杭州市上城区婺江路 217 号 1 号楼 15 层 1504 室
电话：0576-88733665

宁证期货有限责任公司湖北分公司
地址：武昌区华中小龟山文化金融公园 2 栋 103、203
电话：027-59329150

宁证期货有限责任公司四川分公司
地址：四川省成都市金牛区沙湾东二路 1 号、5 号 2 栋 24 层 6 号
电话：028-83518366

宁证期货有限责任公司深圳分公司
地址：深圳市前海深港合作区南山街道金融街 1 号弘毅大厦写字楼 24B1
电话：0755-33965308

宁证期货有限责任公司青岛分公司
地址：山东省青岛市崂山区石岭路 39 号 1 号楼 601 户 邮编:2661003
电话：0532-68669280

宁证期货有限责任公司日照营业部
地址:山东省日照市东港区秦楼街道安泰国际广场 A 座 1102 室
电话：0633-2221786

宁证期货有限责任公司南京分公司
地址:南京市建邺区嘉陵江东街 8 号综合体 B3 栋 2 单元 805 室
电话：025-52865127，025-52865048

宁证期货投资咨询中心

免责申明

除非另有说明，本报告的著作权属宁证期货有限责任公司。未经宁证期货有限责任公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且宁证期货有限责任公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，宁证期货有限责任公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。宁证期货有限责任公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

此报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法，不构成投资咨询建议，敬请考虑本报告中的任何意见或建议是否符合个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。

宁证期货投资咨询中心