国债周度报告 2025 年 05 月 06 日

供给增加，中期震荡格局

摘 要：

4 月中央政治局会议落下帷幕，积极的财政政策和适度宽松的货币政策依然是政策主基调，适时降准降息依然是政策可选项。财政部部长蓝佛安日前在《求是》杂志上发表署名文章《更加积极财政政策的科学设计与成功实践》。文章指出，在工具安排上，统筹用好政府债券、财政贴息、专项资金、税费优惠等政策工具，加强财政、货币、就业、产业、区域等政策协同，强化取向一致性，打出政策组合拳。如果财政政策加码，货币政策宽松的兑现时间或进一步延后，中期将利空债市。4 月政治局会议整体保持增加逆周期调节，面对各种不确定性挑战的基调，对资本市场释放出积极信号。

4 月政治局会议强调，加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，今年我国拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。4 月 24 日，2025 年超长期特别国债首次发行，今年超长期特别国债不仅发行规模更大，而且从发行节奏看，首发时间较 2024 年提前了近一个月。实施更加有为的积极宏观政策是主基调，但是债市供给增加，无论是流动性方面，还是供给方面，对债市市场均会形成较大冲击。债市供给增加，将中期利空债市。

受美国关税政策落地影响，制造业及出口订单景气度均有所下滑，4 月份，制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 1.5 个百分点；非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.4%和 50.2%。受外部环境急剧变化等因素影响，4 月份制造业 PMI 有所回落，但高技术制造业等相关行业继续保持扩张，以内销为主的制造业企业生产经营总体稳定。财新中国制造业 PMI 公布为 50.4，较 3 月下降 0.8 个百分点，达到近三个月最低值。中国 4 月非制造业 PMI 为比上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。景气度有所下降，已经被市场所消化，财政供给或是市场关注焦点。

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

策略建议：震荡思路对待，关注股债跷跷板

风险提示：股市波动，财政刺激加码

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

由于美国关税政策落地，市场避险情绪有所上升，避险情绪助推国债的反弹，但是随着恐慌情绪的消退，国债反弹动力不足。随着部分银行下调存款利率，市场对货币宽松的预期依然存在，对债市存在一定支撑，近期财政加码预期或对货币宽松预期有所制约，目前股债跷跷板依然是左右债市的主要逻辑。股债跷跷板依然左右债市。

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. 财政部部长蓝佛安日前在《求是》杂志上发表署名文章《更加积极财政政策的科学设计与成功实践》。文章指出，在工具安排上，统筹用好政府债券、财政贴息、专项资金、税费优惠等政策工具，加强财政、货币、就业、产业、区域等政策协同，强化取向一致性，打出政策组合拳。

2. 4 月份，制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 1.5 个百分点；非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.4%和 50.2%，继续保持在扩张区间。受外部环境急剧变化等因素影响，4 月份制造业 PMI

有所回落，但高技术制造业等相关行业继续保持扩张，以内销为主的制造业企业生产经营总体稳定。

3. “五一”假期，全国消费市场繁荣活跃。据商务部商务大数据监测，假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 6.3%。假期前四天，汽车以旧换新补贴申请量超 6 万份，带动新车销售 88 亿元；消费者购买 12 大类家电产品 356 万台，带动销售 119 亿元；购买手机等数码产品 242 万件，带动销售 64 亿元。

2. 北京地区包括平安银行、光大银行、南京银行在内的多家机构，近期下调中长期定期存款利率，也有部分银行提高起存金额。在本轮存款利率调整后，部分银行出现存款利率长短期“倒挂”现象。此外，利率 2%以上的存款产品额度紧俏，部分银行需拼手速抢额度。

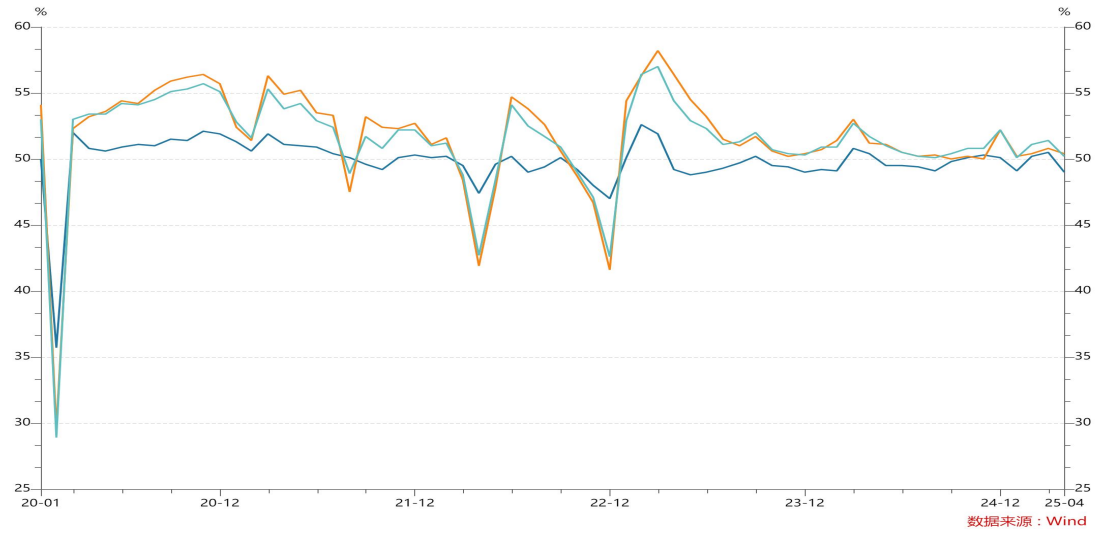
3. 1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 15093.6 亿元，由上年全年同比下降 3.3%转为增长 0.8%；3 月当月利润由 1-2 月份下降 0.3%转为增长 2.6%。近六成行业利润实现增长，制造业改善明显，一季度利润增长 7.6%，加快 2.8 个百分点。

第 3 章 重要影响因素分析

3.1 经济基本面

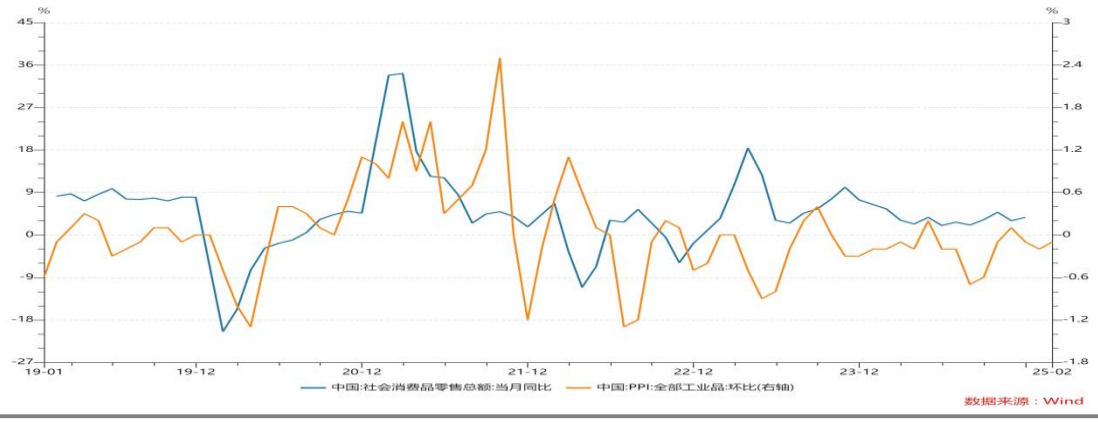
两会之后，各项促进消费的举措陆续落地，虽然没有大规模的刺激政策出台，但是针对实体经济和产业链的细分政策不断出台。“五一”假期，全国消费市场繁荣活跃。据商务部商务大数据监测，假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 6.3%。假期前四天，汽车以旧换新补贴申请量超 6 万份，带动新车销售 88 亿元；消费者购买 12 大类家电产品 356 万台，带动销售 119 亿元；购买手机等数码产品 242 万件，带动销售 64 亿元。4 月份，制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 1.5 个百分点；非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.4%和 50.2%，继续保持在扩张区间。受外部环境急剧变化等因素影响，4 月份制造业 PMI 有所回落，但高技术制造业等相关行业继续保持扩张，以内销为主的制造业企业生产经营总体稳定。

图表 3：国内经济



数据来源：wind，宁证期货

图表 4：消费及价格

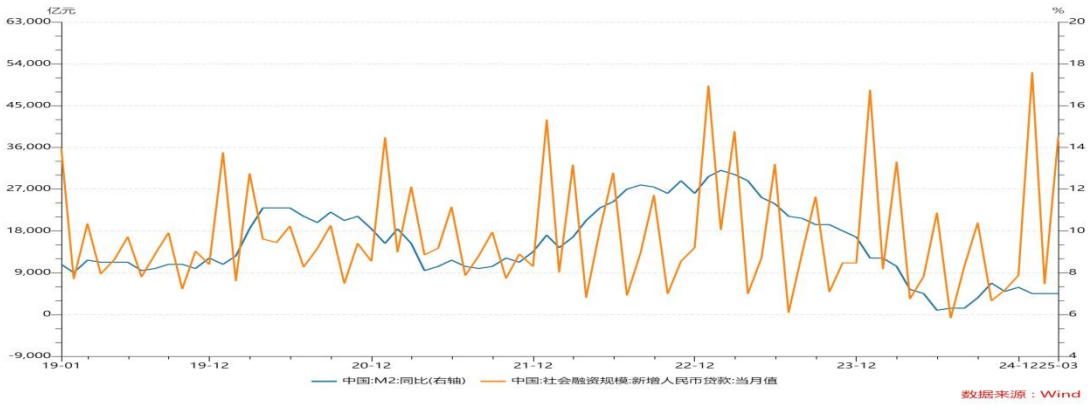


数据来源：wind，宁证期货

3.2 政策面

中国央行称，初步统计，2025 年一季度社会融资规模增量累计为 15.18 万亿元，比上年同期多 2.37 万亿元。3 月末，广义货币（M2）余额 326.06 万亿元，同比增长 7%。狭义货币（M1）余额 113.49 万亿元，同比增长 1.6%。流通中货币（M0）余额 13.07 万亿元，同比增长 11.5%。一季度人民币贷款增加 9.78 万亿元。货币市场利率多数下行，其中银存间质押式回购加权平均利率 1 天期下行 3.12BP 报 1.6226%，创今年 1 月以来新低，7 天期下行 5.8BP 报 1.6534%，创今年 1 月以来新低，14 天期下行 6.43BP 报 1.7158%，创今年 1 月以来新低，1 月期上行 0.67BP 报 1.8247%。

图表 5：M2 与新增人民币贷款

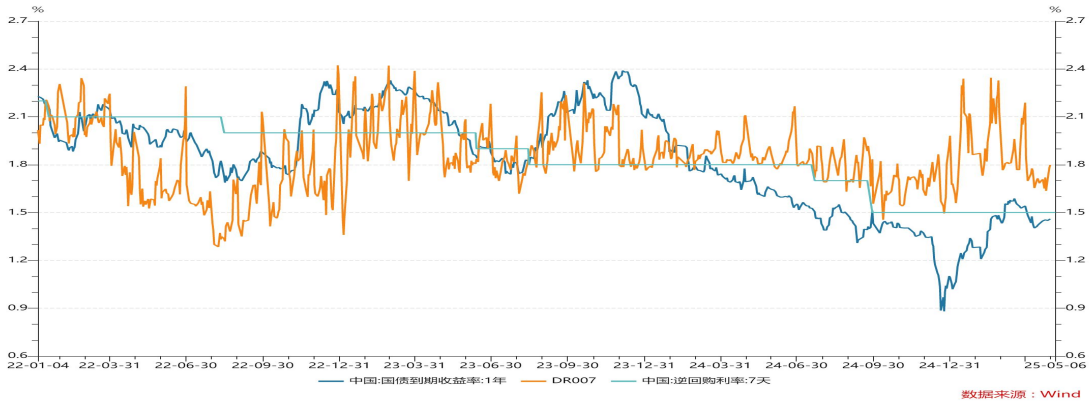


数据来源：wind，宁证期货

3.3 资金面

从资金面观察，虽然 7 天逆回购利率并未有较大改变，政策利率并未下调，但是债市利率及 DR007 已经有较大幅度的下调，资金面宽松已经有一定程度兑现，但是市场对货币宽松依然存在一定的预期。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。目前的是资金面持续下行，但货币宽松预期依然存在，由于货币宽松已经部分兑现，近期货币大幅宽松的概率较低，市场等待政策的进一步指引，目前依然是股债跷跷板逻辑左右债市。

图表 6：DR007 与逆回购利率

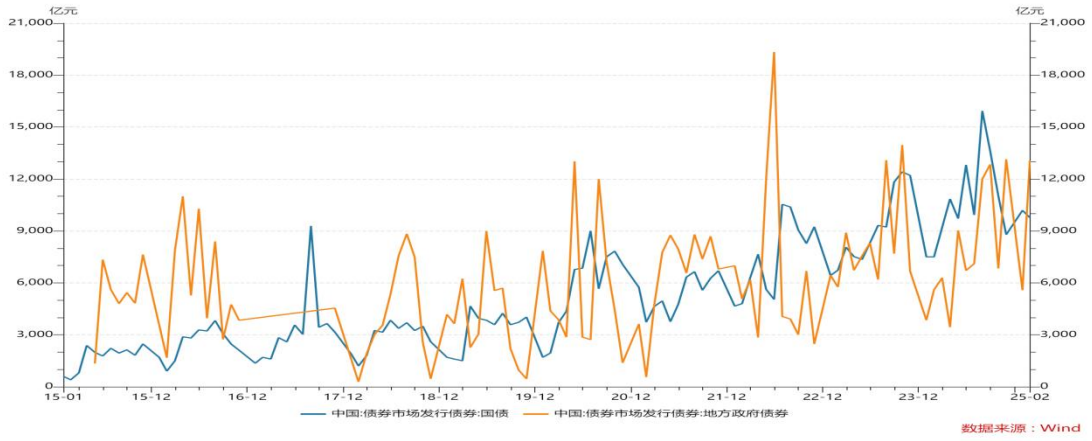


数据来源：wind，宁证期货

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。

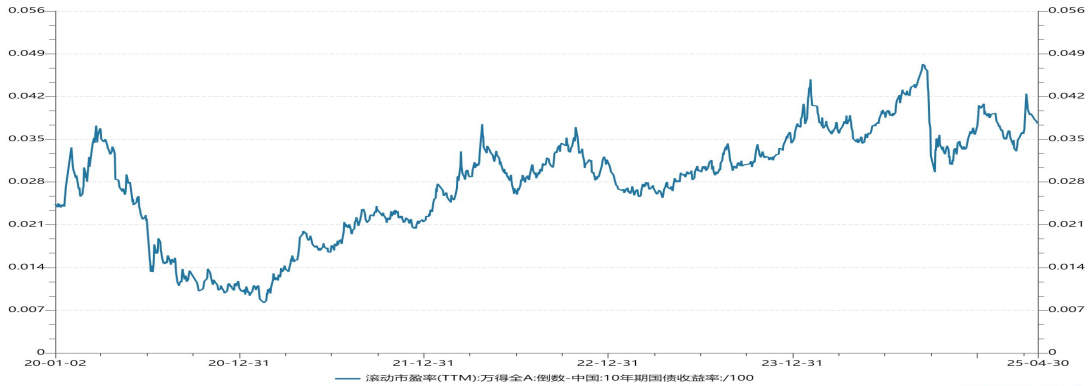
图表 7：国债发行和需求



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下降，但是相比前期依然处于较高位置。从经济基本面来看，债市依然处于宽幅震荡，后续走势不是很明朗，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

4 月政治局会议落地，后续债市供给或增加，中期利空债市。关税的短期冲击告一段落，后续债市回归经济基本面及政策交易逻辑，股债跷跷板依然是重要影响因素。随着资金利率的下行，货币宽松已经部分兑现，但是市场对货币宽松依然有预期，降准降息具体兑现时点无法估计。左右债市逻辑依然为股债跷跷板逻辑，债市中期逻辑目前依然不明朗，中期或仍为震荡走势，关注股债跷跷板。

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