国债周度报告 2025 年 01 月 20 日

国债高位震荡略偏空

摘 要：

进入中旬，地方债的发行进入另外一波，债市供给再度增加，另外，虽然央行公开市场持续投放，但是资金面并没有得到彻底缓解，持续紧张的资金面及较有韧性的股市，使得债市偏空情绪较为浓厚。近期由于人民币汇率压力问题，外汇市场发行 600 亿离岸人民币债券，央行修改跨境融资审慎调节等各种调控外汇市场的政策出台，市场对短期降准降息的预期减弱，债市保持高位震荡略偏空思路。

2024 年，全国规模以上工业增加值比上年增长 5.8%，服务业增加值增长 5%，社会消费品零售总额增长 3.5%，固定资产投资增长 3.2%。全国城镇调查失业率比上年下降 0.1 个百分点，居民人均可支配收入实际增长 5.1%。从全年来看，基本完成 5%的经济增长目标，四季度经济数据依然较为强劲。2025 年加力扩围实施“两新”政策新举措发布。设备更新支持范围新增电子信息、安全生产、设施农业等领域，并进一步提高新能源城市公交车及动力电池更新等补贴标准。从经济数据显示，经济下行压力有所减弱，但是财政逆周期调节持续加码，未来必定在经济数据上有所体现。

策略建议：高位震荡略偏空思路

风险提示：股市上涨，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 5
3.3 资金面 6
3.4 供需面 6
3.5 情绪面 7
第 4 章 行情展望及投资策略 7
免责申明 9

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

年底财政及地方政府债券的发行，流动性偏紧开始显现。另外，汇率方面压力使得短期大幅降准降息的预期有所减弱。国债短期较大幅度回调。在明年两会之前，国债依然为高位震荡略偏空的格局。

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

1.1 月中旬，各地 2025 年一季度的新一轮地方政府债券发行工作正逐步启动。21 世纪经济报道记者据 Wind 梳理，加上本月 13、14 日江西省和辽宁省的最新发布，截至 1 月 17 日发稿时已有 18 个省市于中国债券信息网披露了 2025 年一季度地方债发行计划，拟发行规模达 11829.6455 亿元。

2. 银行间回购定盘利率全线上涨。FR001 涨 20.0 个基点报 2.2%；FR007 涨 85.0 个基点报 3.3%；FR014 涨 34.9 个基点报 2.849%。

3. 商务部等部门发布两份文件，部署实施数码产品购新补贴，以及做好 2025 年家电以旧换新工作，明确具体补贴品类和标准。

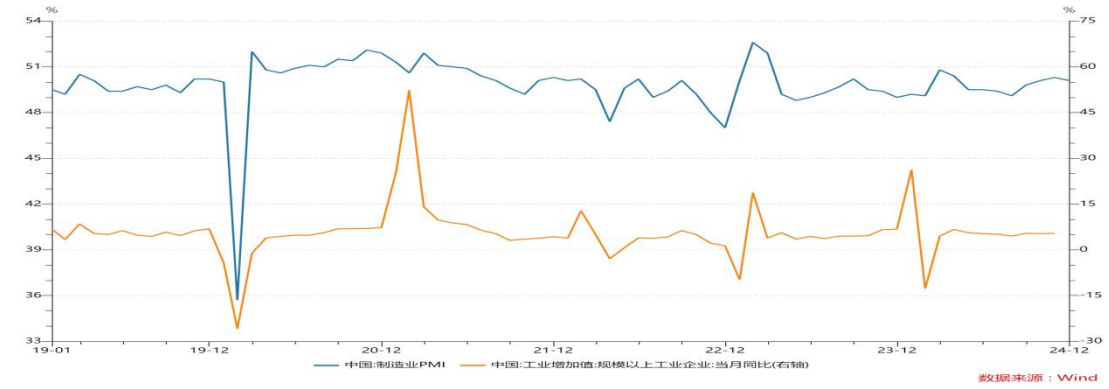
4. 中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，于 1 月 13 日实施。

第 3 章 重要影响因素分析

3.1 经济基本面

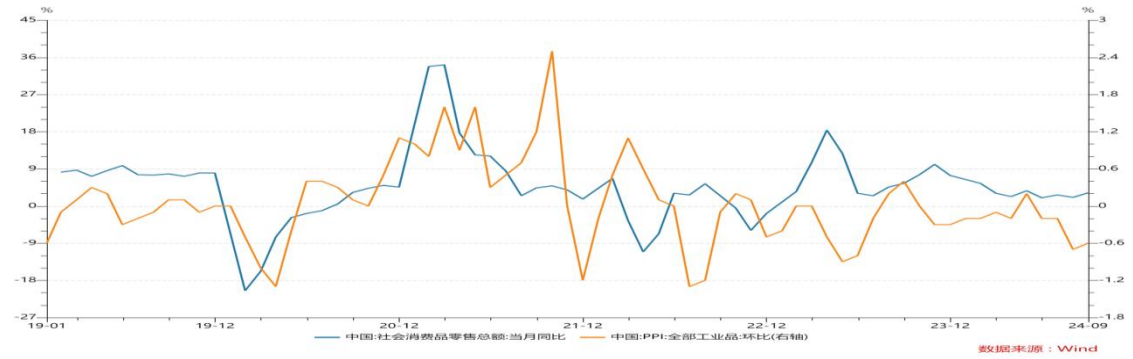
12 月 31 日，国家统计局公布 2024 年 12 月 PMI 数据，制造业 PMI 为 50.1%， 前值 50.3%，非制造业商务活动指数为 52.2%， 前值 50.0%，综合 PMI 为 52.2%，前值 50.8%。中国前三季度经济运行稳中有进，向好因素累积增多。2024 年，全国规模以上工业增加值比上年增长 5.8%，服务业增加值增长 5%，社会消费品零售总额增长 3.5%，固定资产投资增长 3.2%。全国城镇调查失业率比上年下降 0.1 个百分点，居民人均可支配收入实际增长 5.1%。从全年来看，基本完成 5%的经济增长目标，四季度经济数据依然较为强劲。国家发改委表示，今年将大幅增加超长期特别国债资金规模，加力扩围实施“两新”工作。

图表 3：国内经济



数据来源：wind，宁证期货

图表 4：消费及价格



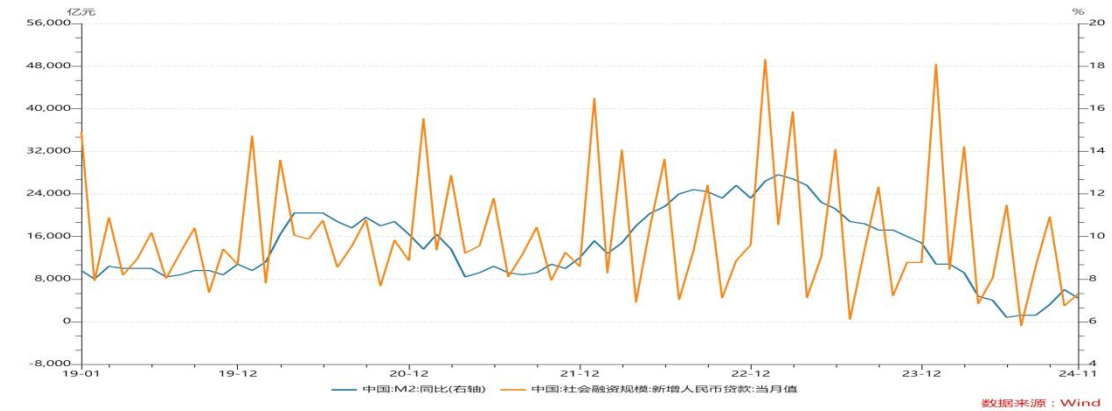
数据来源：wind，宁证期货

3.2 政策面

央行货币政策委员会召开 2024 年第四季度例会。会议研究了下阶段货币政策主要思路，

建议加大货币政策调控强度，择机降准降息。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度。充实完善货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。另外，2024年新增地方政府专项债券已基本发完，财政部正在制定提前下达部分2025年新增专项债券限额工作方案。十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕。会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。

图表5：M2与新增人民币贷款

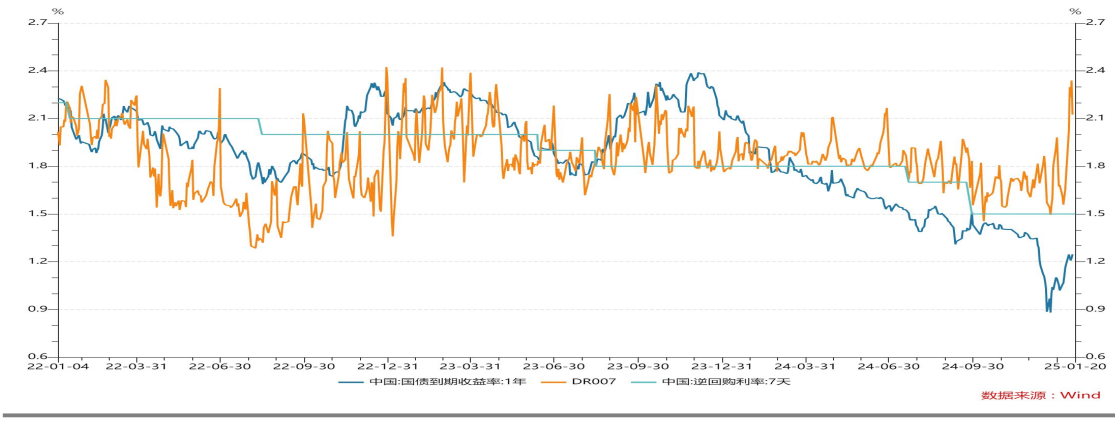


数据来源：wind，宁证期货

3.3 资金面

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。叠加汇率端扰动，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，于1月13日实施。市场对短期降准降息的预期有所减弱，国债偏空因素增加，转为震荡略偏空模式。

图表6：DR007与逆回购利率



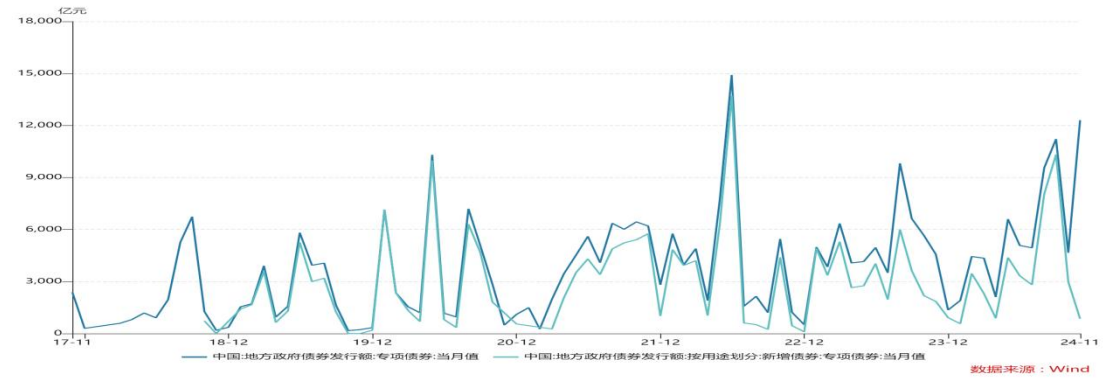
数据来源：wind，宁证期货

3.4 供需面

1月中旬，各地2025年一季度的新一轮地方政府债券发行工作正逐步启动。21世纪经济报道记者据Wind梳理，加上本月13、14日江西省和辽宁省的最新发布，截至1月17日发稿时已有18个省市于中国债券信息网披露了2025年一季度地方债发行计划，拟发行规模达11829.6455亿元。12月31日，财政部公布了2025年第一季度国债发行有关安排。其中包括

关键期限国债、短期国债、超长期一般国债、储蓄国债发行等种类。其中国债期限涵盖，1 年期，2 年期，3 年期，5 年期，7 年期及 10 年期。超长期国债的发型有 4 期，分别是 30 年期和 50 年期，每个月均有超长期国债的发型，除了 2 月份为 50 年期之外，其余均为 30 年期发行。除此之外，还有短期国债及储蓄国债的发型，国债的发行，支持经济复苏、优化债务结构和提高市场流动性。国债的发行会影响到债市的供需，进而影响到国债期货的节奏，但是不会影响到债市的趋势性。

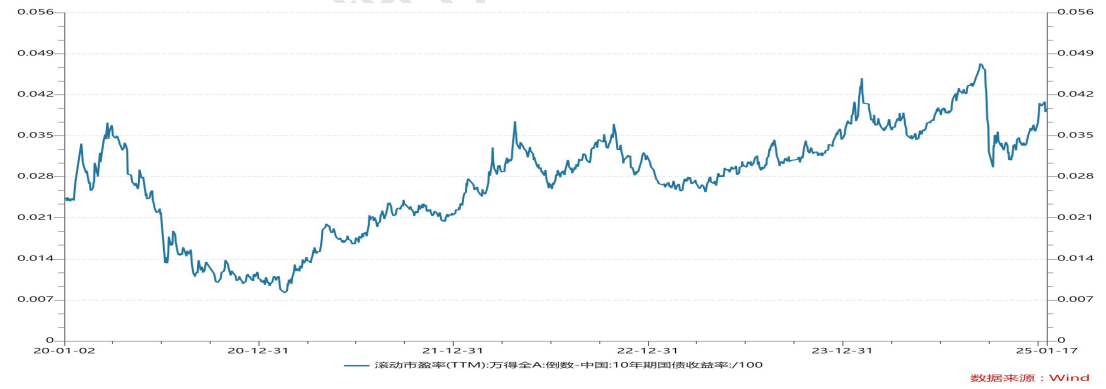
图表 7：国债发行和需求



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。债市依然处于多头行情，但是短期进一步上涨动力不足，市场更多关注两会节点财政政策等各方面力度问题，进而判断债市的长期牛市是否结束。

图表 8：股债性价比



第 4 章 行情展望及投资策略

2025 年开年，市场倍感今年的内外经济形势依然严峻，股市持续下跌，进一步助涨了国债的上涨动能，国债再度创出历史新高。但是随着资金面持续偏紧，地方债及国债的发行提前，央行公开市场停止购买国债，央行修改跨境融资审慎调节等各种调控外汇市场的政策出台，降准降息短期或难以兑现。债市开启回调模式。但是依然为高位震荡略偏空的操作思维。

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