国债周度报告 2025 年 06 月 03 日

关注股债跷跷板，中期震荡格局

摘 要：

虽然中美经贸高层在瑞士日内瓦谈判中取得显著成果，但是目前落实程度依然步履维艰，并且特朗普政府部分官员透露出，特朗普不打算延长暂停部分高额“对等关税”的 90 天期限。避险情绪依然存在，对债市存在一定支撑。逆周期调节持续存在，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，经济下行压力和国际贸易环境的不确定性对债市依然存在支撑，但是债市主要逻辑并不明朗，股债跷跷板依然是重要线索。

5 月份，我国制造业 PMI 为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点。非制造业 PMI 为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点。综合 PMI 为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点。新出口订单指数和进口指数分别为 47.5%和 47.1%，比上月上升 2.8 和 3.7 个百分点。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。债市发行已经部分落地，供需扰动开始减弱。

4 月份，我国规模以上工业企业利润同比增长 3%，较 3 月份加快 0.4 个百分点。以装备制造业、高技术制造业为代表的新动能行业利润增长较快，智能车载设备制造、智能无人飞行器制造等行业利润分别增长 177.4%、167.9%。据证券时报，尽管一揽子金融政策举措正在持续发挥政策效能，但考虑到部分领域的结构性矛盾依然有待解决，新型政策性金融工具仍有出台必要，市场机构预计在二季度落地。股市短期进一步上涨动力不足，股债跷跷板利多债市。

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

中美关税谈判执行过程中，依然具有较大不确定性，避险情绪对债市依然存在较大支撑。超长期国债发行已经部分落地，供需扰动减弱。经济数据依然承压，但是边际改善明显，国债期货自身逻辑不明朗，股债跷跷板依然是重要线索。债市依然维持震荡思维。

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. 中国 5 月制造业 PMI 环比升 0.5 个百分点，制造业景气水平改善，出口集装箱运价指数回升，港口货物吞吐量维持较高水平。

2. 据证券时报，尽管一揽子金融政策举措正在持续发挥政策效能，但考虑到部分领域的结构性矛盾依然有待解决，新型政策性金融工具仍有出台必要，市场机构预计在二季度落地。

3. 银行间主要利率债收益率盘初普遍上行，10 年期国开债“25 国开 10”收益率上行 0.45bp，10 年期国债“25 附息国债 11”收益率上行 0.5bp，30 年期国债“25 超长期特别国债 02”收

益率上行 0.25bp。

4. 中美经贸高层会谈 5 月 10 日至 11 日在瑞士日内瓦举行。中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰当地时间 11 日晚在出席中方代表团举行的新闻发布会时表示，此次中美经贸高层会谈坦诚、深入、具有建设性，达成重要共识，并取得实质性进展。

5. 美国贸易代表办公室宣布，延长对中国在技术转让、知识产权和创新方面的行为、政策及做法的 301 调查中的豁免期限。豁免期限原定于 5 月 31 日到期，现已延长至 8 月 31 日。

6. 美国总统特朗普在宾夕法尼亚州举行的一场集会上表示，将把进口钢铁的关税从 25%提高至 50%，该决定从 6 月 4 日起生效。对此，欧盟委员会发布声明称，目前正在就扩大反制措施进行最终磋商。如果未能达成双方均可接受的解决方案，欧盟现有措施和附加措施将于 7 月 14 日自动生效，或根据需要提前生效。

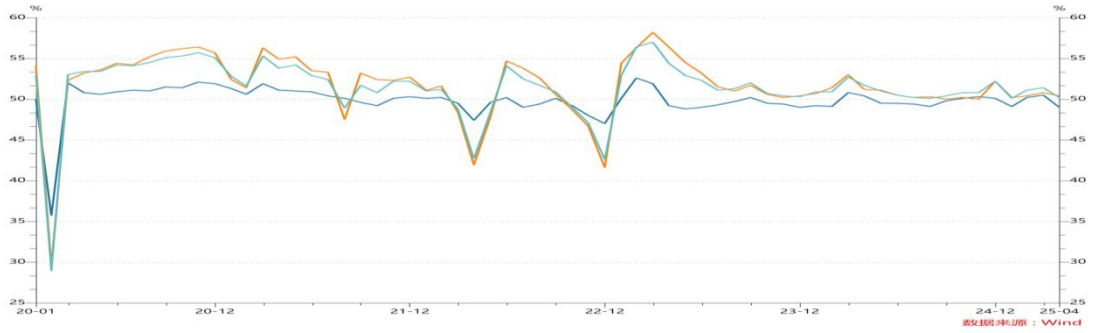
7. 5 月 19 日，国家统计局公布数据显示，4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.1%。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.22%。1—4 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.4%。

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。中国 5 月制造业 PMI 环比升 0.5 个百分点，制造业景气水平改善，出口集装箱运价指数回升，港口货物吞吐量维持较高水平。4 月份，我国规模以上工业企业利润同比增长 3%，较 3 月份加快 0.4 个百分点。以装备制造业、高技术制造业为代表的新动能行业利润增长较快，智能车载设备制造、智能无人飞行器制造等行业利润分别增长 177.4%、167.9%。5 月 19 日公布经济数据显示，经济下行压力依然较大，逆周期调节依然需要持续加码。

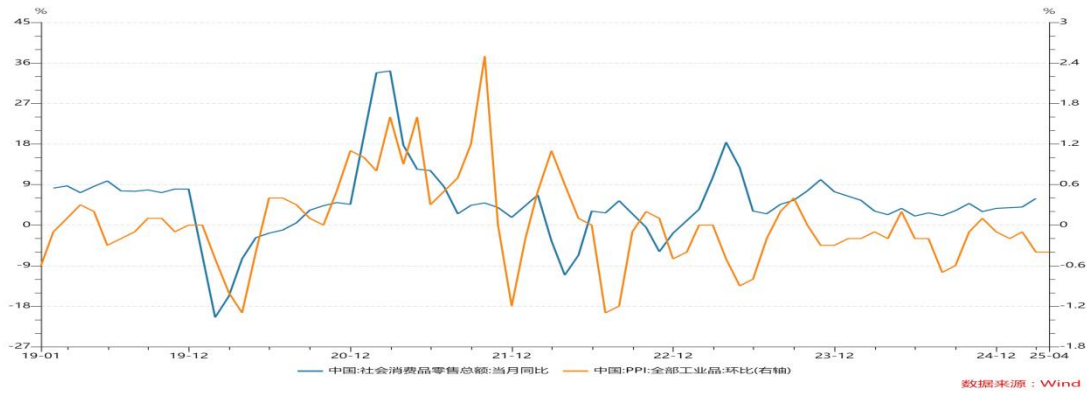
图表 3：国内经济



数据来源：wind，宁证期货

图表 4：消费及价格

宁证期货咨询中心

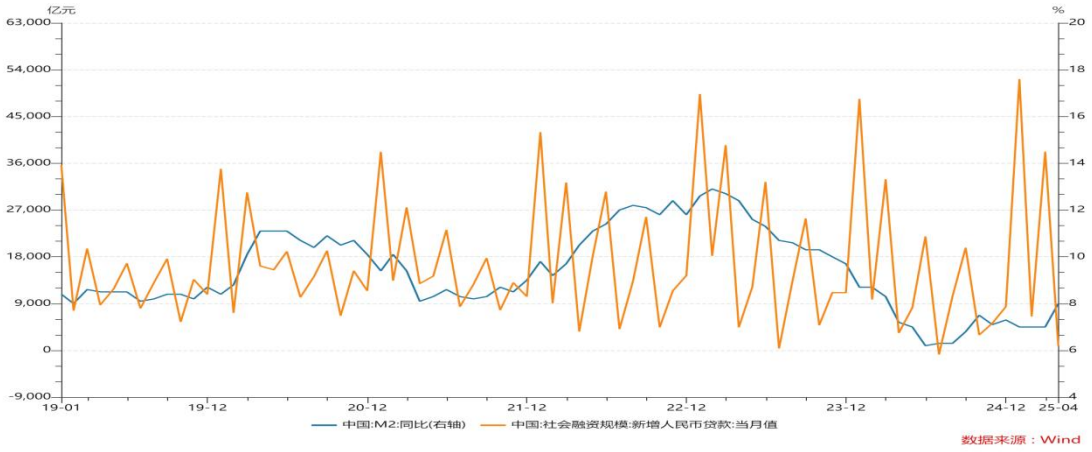


数据来源：wind，宁证期货

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。央行发布的数据显示，4 月末，社会融资规模存量同比增长 8.7%，广义货币余额同比增长 8%，增速均较 3 月末时明显加快，人民币贷款余额同比增长 7.2%，还原地方债务置换影响后增速超过 8%。5 月 26 日，货币市场利率多数上行，其中银存间质押式回购加权平均利率 1 天期下行 5.39BP 报 1.5113%，7 天期上行 6.85BP 报 1.6545%，14 天期上行 2.25BP 报 1.6892%，1 月期较前值持平报 1.66%。

图表 5：M2 与新增人民币贷款

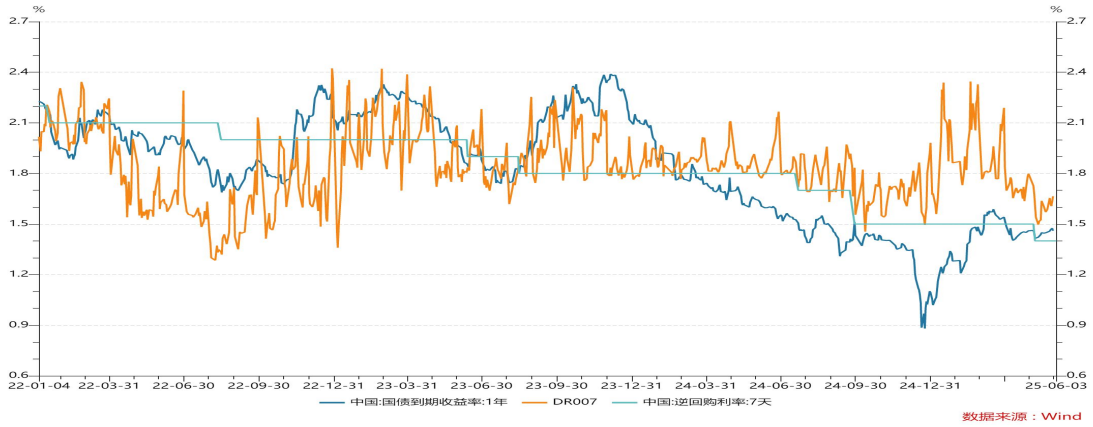


数据来源：wind，宁证期货

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。随着汇率端压力的减弱，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

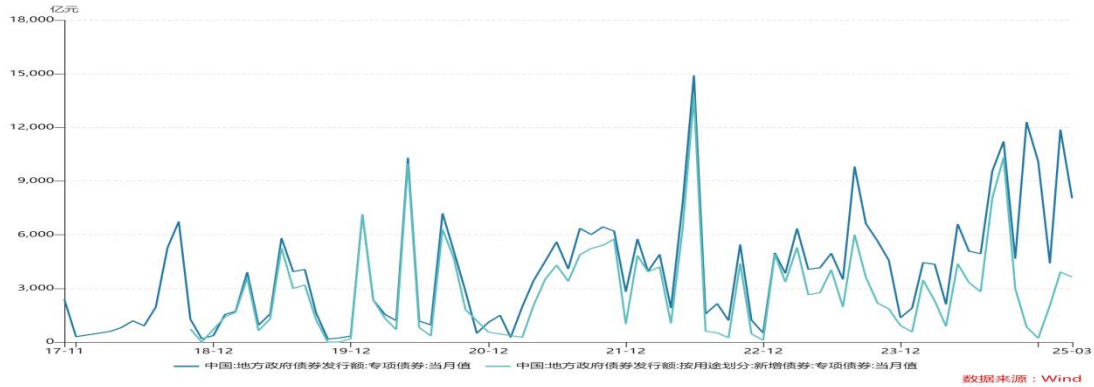


数据来源：wind，宁证期货

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。

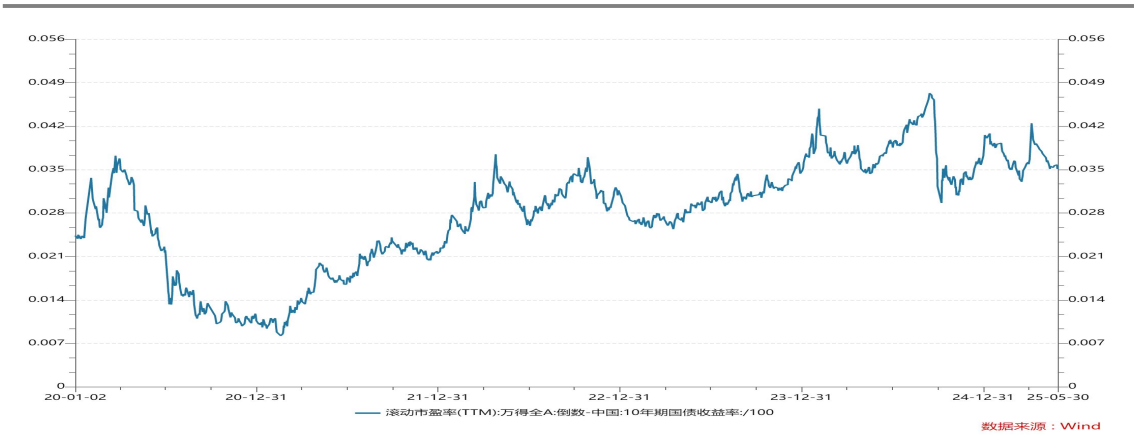
图表 7：国债发行和需求



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

关税干扰再起，避险情绪增加，利多避险资产，但是债市主要逻辑并不明显，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，后续经济基本面及外部关税政策扰动或称为重点，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