

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询从业证号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

外部扰动持续，维持中性偏多思路

——国债期货 2025 年 5 月报

报告摘要

国债期货：进入 5 月政府债券发行预计将再度放量，供给压力环比将有所上升，不过外部冲击对国内基本面的影响已开始逐步显现。虽然后续美方态度软化后，中美贸易谈判达成某种协议的概率并不低，但外部环境不确定性带来的负面扰动预计并不会完全消失。加之，近期内需端地产销售也出现边际转弱迹象，我们倾向于认为当前基本面对债市仍偏友好，这也是近期长端表现韧性较强的主要原因。

而资金价格与收益率倒挂压制中短端表现，且盘面基差修复也进一步加剧了近期中短期限期债合约的走弱幅度。内部净息差收窄等多重因素约束下，当前央行总量宽松加码的阈值仍高。但随着基本面压力的逐步显现，我们认为“宽货币”落地时点或正在临近。

从估值上看，考虑到外部冲击的影响，我们认为一次 20bp 的降息后（即 OMO 利率降至 1.3%），10Y、30Y 国债收益率的合理运行中枢可能在 1.6%、1.8% 附近，当前长端实际已经隐含了较强的降息预期。相较而言，曲线斜率较为平坦的情况下，一旦宽松落地，中短端收益率的下行空间或将更大，但期债盘面偏低的基差同样影响做多赔率。

操作上，单边建议投资者逢低轻仓布局一定多单或短期内暂观望。期现套利方面，部分合约 IRR 依旧偏高，建议可继续关注潜在的期现正套机会。跨品种套利方面，当前期限利差处于历史偏低分位水平，建议可考虑尝试做阔 7Y-5Y 利差，博弈宽松政策落地后资金面可能出现的变化。跨期套利方面，5 月上旬开始主力合约移仓将有所加速叠加市场降息预期延后，建议投资者择机参与做空 T 当季-下季跨期价差。

风险因素：财政政策，地产销售，汇率波动，风险资产走势

1. 市场走势回顾

4月债市整体偏强，但不同期限表现有所分化，曲线斜率呈现进一步平坦化趋势。月初海外“对等关税”政策冲击下，市场降准、降息预期大幅升温，国债收益率快速下行。但随后外部因素对市场情绪的扰动缓和，资金价格与收益率倒挂压制中短端表现，收益率较月内低点有所反弹。盘面基差修复则进一步加剧了中短期限期债合约的走弱幅度。而随着部分高频数据指向国内基本面出现一些边际转弱迹象，长端对超预期的一季度宏观数据并未过多定价，表现仍相对偏强势。

图1：国债收益率曲线变化（中证估值）

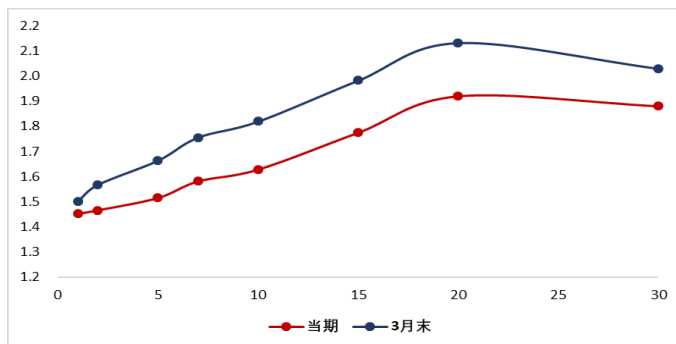
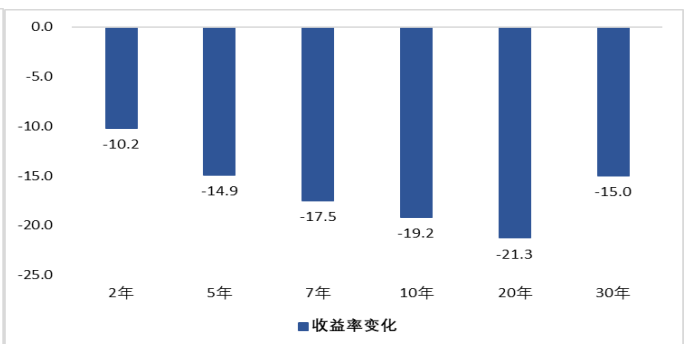


图2：关键期限收益率变化（中证估值）



数据来源：Wind、银河期货

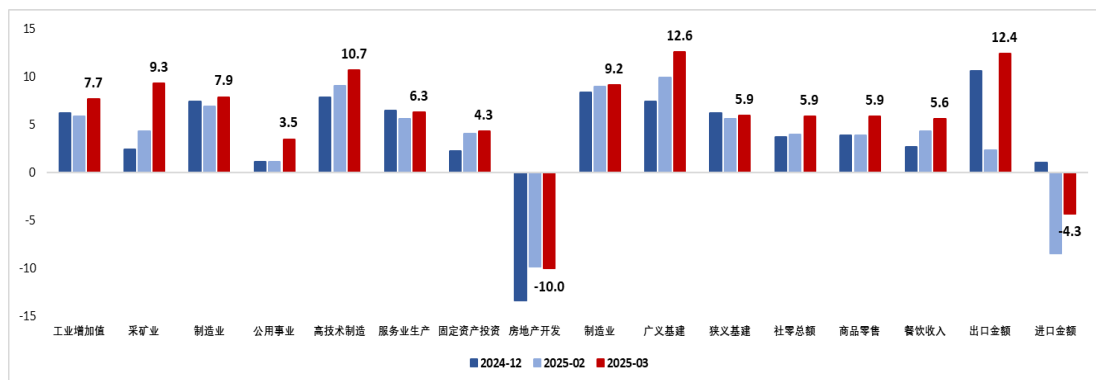
2.3 月经济数据较为亮眼，部分高频数据边际转弱

本月公布的3月及一季度经济数据亮点较多，整体表现超出预期。“两重”、“两新”等政策支持下，内需端加速修复。3月广义、狭义基建投资同比分别回升至+12.6%、+5.9%，与此同时，制造业投资和社会消费品零售总额同比增幅也分别扩大至+9.2%、+5.9%。主要内需指标中，仅房地产开发投资改善较为有限，3月同比-10.0%，依旧低位运行。

外需端，海关口径下，3月货物出口同比+12.4%，一季度累计同比+5.8%，展现出了较强韧性。而统计局口径下，一季度货物和服务净出口对GDP累计同比的拉动达2.13%，贡献度接近四成，指向出口仍是“三驾马车”中拉动总需求增长的重要力量。

需求端的正向反馈对生产端构成支撑。3月国内工业增加值同比+7.7%，其中高技术产业同比+10.7%，增幅更为明显，体现出生产端结构上的优化。与此同时，服务业生产指数同比+6.3%，也较1-2月回升了0.7个百分点。

图3：月度宏观数据汇总



数据来源：Wind、银河期货

不过，市场对较为亮眼的经济数据并未过多交易。主要原因一是，随着美国所谓“对等关税”的落地，进入4月外部环境的不确定性进一步加大，叠加“抢出口”效应减弱，外需高增态势大概率将有所放缓。二是，以旧换新等部分存量财政政策的规模较为确定，耐用品补贴本身也具有透支效应，一次性的支持落地后，政策是否具有乘数效应从而推动内需出现持续修复有待观察。三是，随着时间推移，前期出台的地产政策效果可能也将有所减弱，销售回暖态势或难延续。

4月中旬率先公布的EPMI录得49.4，较上月大幅回落10.2个百分点，重回收缩区间，指向外部不确定性已经开始对国内经济基本面造成一定负面扰动。按中采表述，“关税壁垒压力下，部分企业处于观望、停滞状态，明显地制约了企业的生产和需求，各分项指标方向一致且明确”。

高频数据方面，海外航运集装箱数据同样显示中国发运至美国的货物到港量已出现下降，且考虑到运输时滞，后续数据环比可能还将进一步有所走弱。而虽然同期我国发运至东南亚等地区货物数量有所攀升，但“转口”效应的实际效果尚不得而知，尤其是在越南等海外部分国家已颁布相关限制法规的情况下。与此同时，近期国内地产销售也出现边际转弱迹象，30大中城市商品房销售面积同比增速由正转负，部分一线城市核心城市二手房销售面积同比增幅也明显缩窄。

图4：中国-美国集装箱发运量

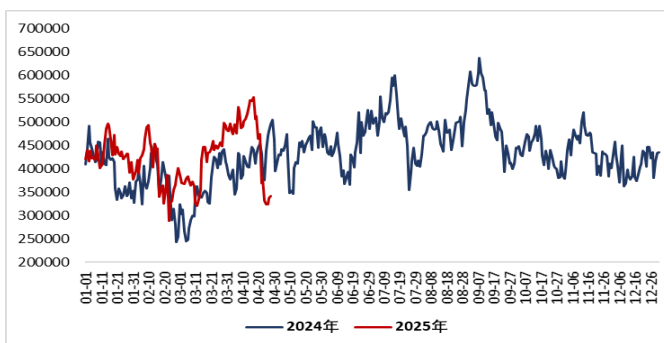
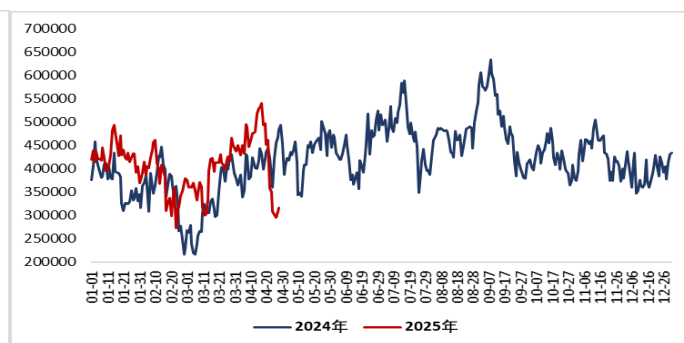


图5：中国-美国集装箱发运量 (Laden)



数据来源：Wind、银河期货

图6：30大中城市商品房成交面积（7MA）

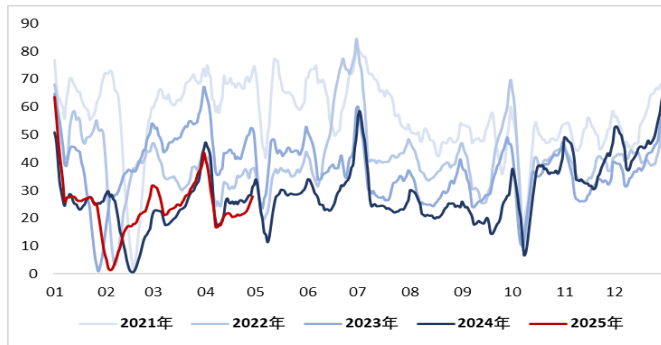
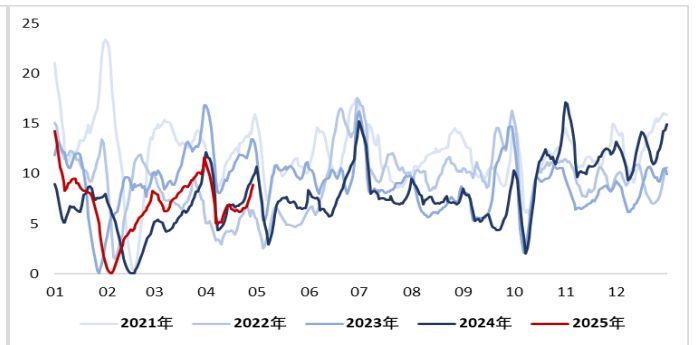


图7：一线城市商品房成交面积（7MA）



数据来源：Wind、银河期货

图8：北京二手房成交面积（7MA）



数据来源：Wind

图9：上海二手房成交面积（7MA）



数据来源：Wind

数据来源：Wind、银河期货

图10：深圳二手房成交面积（7MA）



数据来源：Wind

图11：广州二手住宅签约面积



数据来源：Wind

数据来源：Wind、银河期货

图12：二手房出售挂牌价指数（4MA）

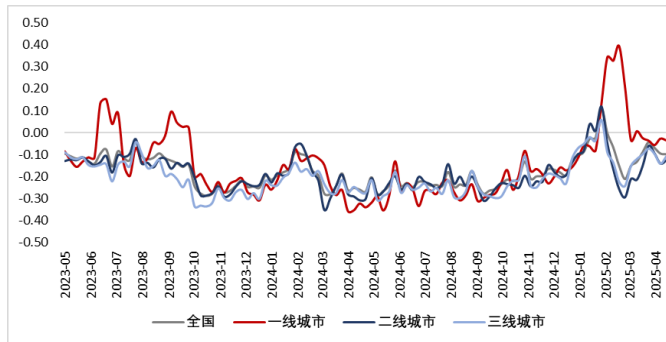
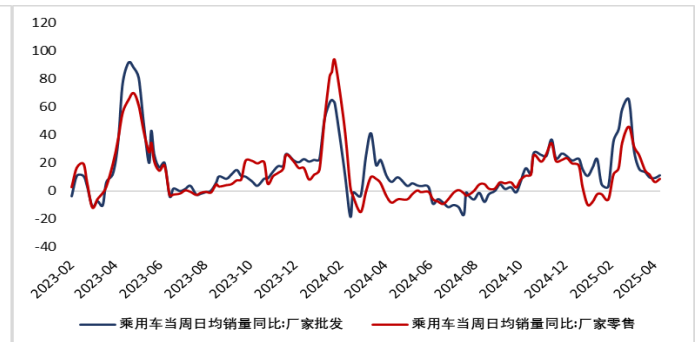


图13：乘用车周度销售（4MA）



数据来源：Wind、银河期货

3. 通胀读数延续低位，GDP 平减指数降幅扩大

除了强现实弱预期下，市场对二季度经济基本面心存疑虑外，“产强需弱”格局延续，通胀读数弹性有限也对债市而言较为友好。

季节性因素扰动结束后，3月部分价格指标有所修复，尤其是核心CPI同比+0.5%，较上月回升了0.6个百分点。但整体而言，无论是居民消费还是工业品价格依旧处于低位运行。其中，PPI同环比降幅再度分别走阔至-2.5%、-0.4%，这和此前我们预判海外衰退交易再起以及去年高基数效应将对PPI修复构成一定不利扰动相吻合。

而在GDP增速超预期的情况下，一季度GDP平减指数录得-0.81%，反而较去年四季度回落0.03个百分点，已连续八个季度负增长，指向国内通缩压力实际也并未缓解，推动物价回升至合理区间仍需包括货币政策在内的宏观政策协同发力。

图14：CPI八大类价格同比变化

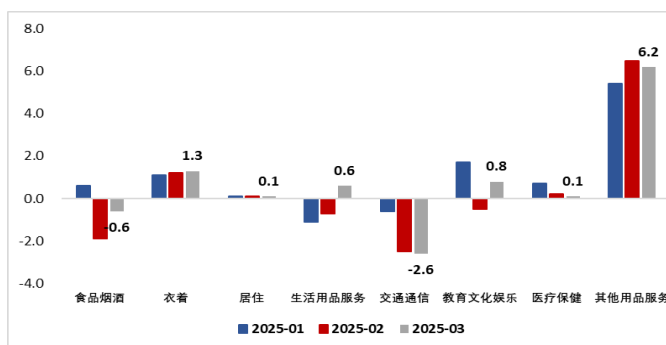
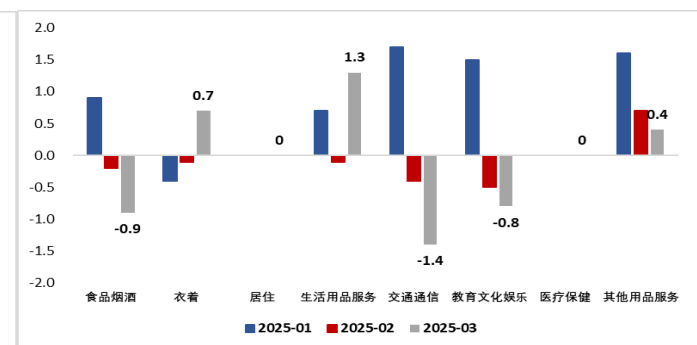


图15：CPI八大类价格环比变化



数据来源：Wind、银河期货

图16: CPI与核心CPI同比

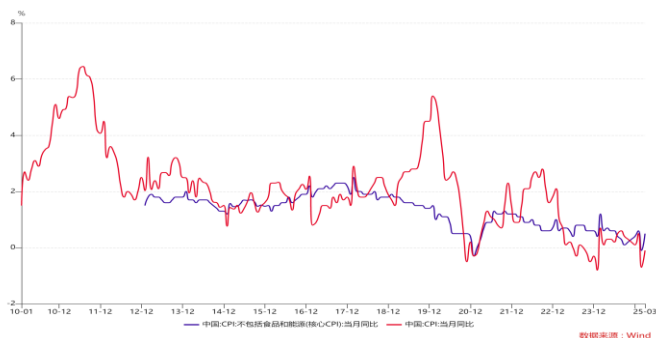
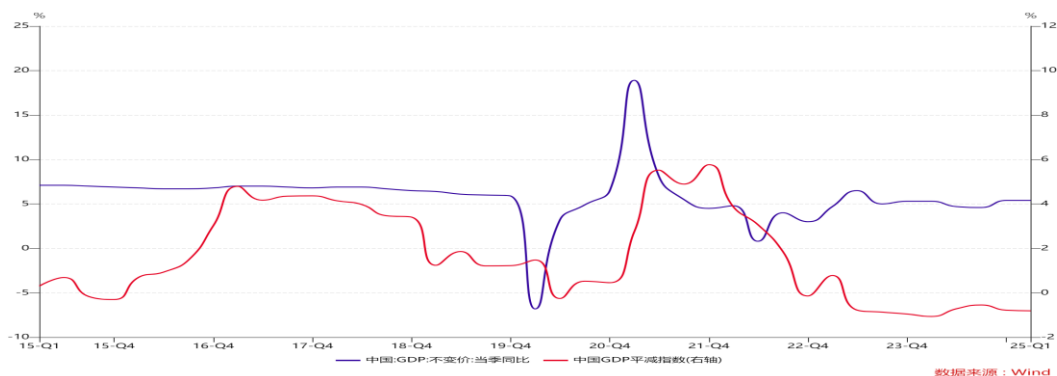


图17: PPI与工业商品指数



数据来源: Wind、银河期货

图18: 实际GDP与GDP平减指数



数据来源: Wind、银河期货

4. 金融数据超预期，持续性有待观察

3月金融数据同样释放一定积极信号，并与经济数据有所呼应。首先，贷款投放方面，3月新增人民币贷款3.64万亿元，同比多增约5500亿元；贷款余额同比+7.4%，较上月回升0.1个百分点，2023年3月以来首次出现反弹。结构上看，贷款高增主要是受企事业单位短期贷款的拉动，3月企事业单位新增短贷1.44万亿，同比多增约4600亿元。而3月部分城市地产销售“小阳春”也带动居民中长期贷款新增5047亿元，同比多增约531亿元。

其次，除贷款外，3月政府债券融资逾1.48万亿元，同比增加超万亿，也继续对整体社融构成支撑。此外，3月M1同比+1.6%，较上月回升1.5个百分点，并带动M2-M1剪刀差回落至5.4%，显示货币活化程度也有所上升。

图19：贷款余额增速

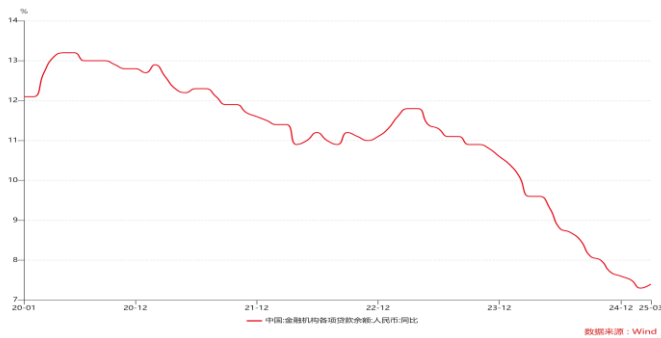
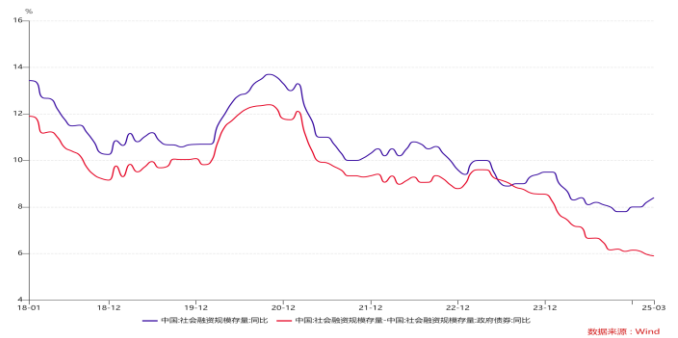
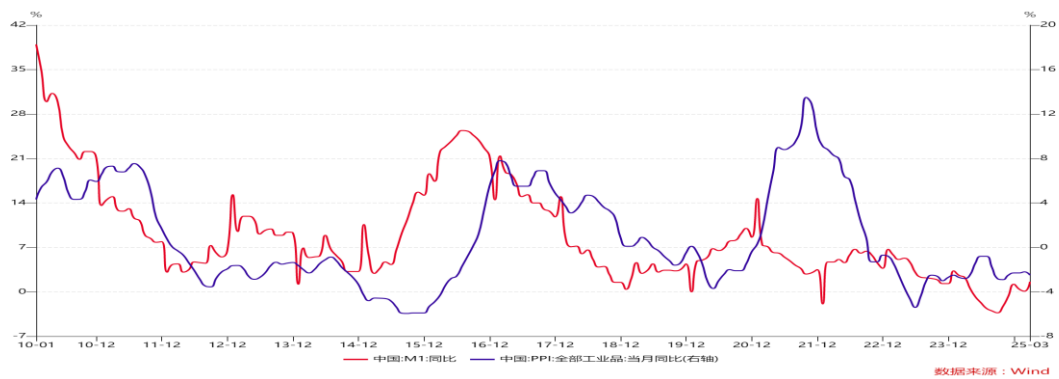


图20：社融存量增速



数据来源：Wind、银河期货

图21：M1与PPI增速



数据来源：Wind、银河期货

不过，随着4月国内监管部门叫停部分低价贷款以及样本城市地产销售出现边际转弱迹象，后续信贷投放回暖的可持续性存疑。3月票据利率一度有所反弹后，进入4月也重回低位运行。与此同时，考虑到3月政府债券融资同比多增逾万亿的情况下，财政存款变化与去年同期几无变化，我们倾向于认为M1修复相当一部分原因还是受地方政府再融资专项债支出较快的影响，并非完全是由于企业经营状况和私人部门收支改善导致。而后续随着年内再融资专项债发行进程逐步收尾以及外部环境的恶化，M1修复趋势可能将再度放缓。

图22：财政存款

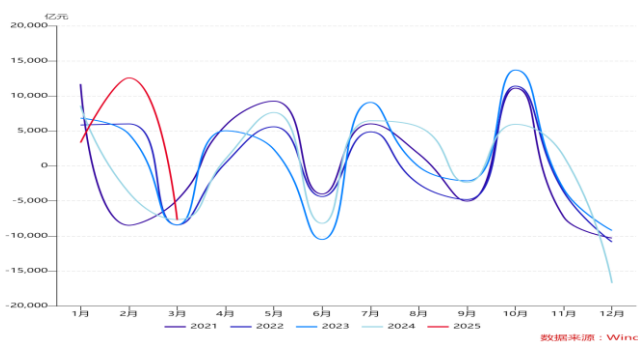
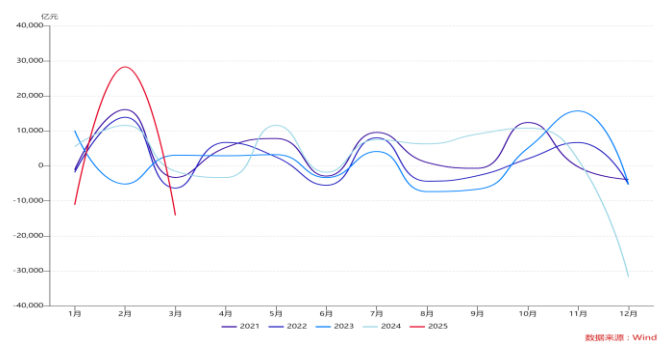
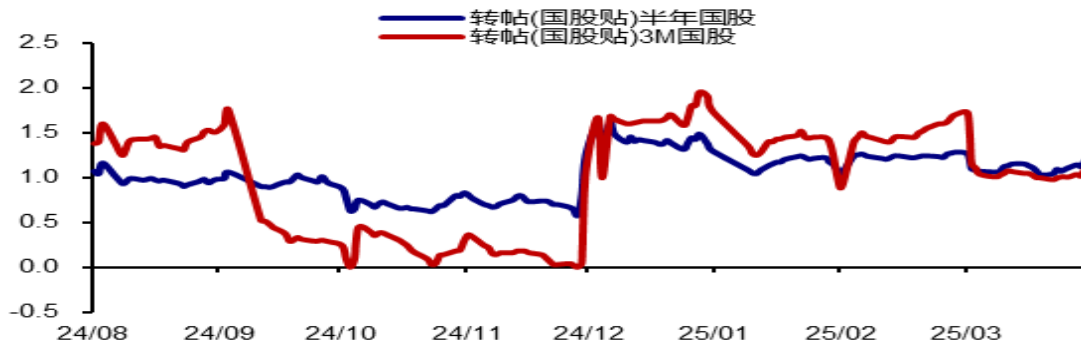


图23：非银金融机构存款



数据来源：Wind、银河期货

图24：票据利率



数据来源：Wind、银河期货

5. 央行流动性投放释放暖意，资金面转松但价格仍高

4月市场资金面较3月继续转松。截至4月28日,DR001、DR007月内均值分别为1.6730%、1.7212%，分别较3月下行9.97bp、15.74bp。临近月末，隔夜资金价格更是已回落至1.6%下方，创今年一月上旬以来新低。非银金融机构流动性分层也不明显，4月中旬以来，隔夜、7天期资金利差仅在0-5bp左右。“长钱”方面，4月同业存单价格先降后稳。临近月末，1年期国有和股份制银行同业存单发行利率在1.75%附近，较3月末下行约15.1bp。

本月央行流动性投放态度整体偏暖，尤其是超额5000亿元续作到期MLF，这对缓和银行负债端压力起到一定积极作用。不过，大额超量续作MLF也降低了短期内降准的概率。而与降准相比，对商业银行而言，MLF成本更高，显示央行可能仍希望资金价格维持在一定水平之上，以避免资金空转等风险累积。

边际转松但依旧偏高的资金价格与国债收益率倒挂，从而对中短端形成压制，并进一步使得国债收益率曲线持续平坦化。后续来看，我们认为打破这一进程可能需要降准、降息落地或重启买债等更为明确的政策信号。

从央行近期表述来看，触发降准、降息的三种情况分别为国内宏观经济形势出现显著恶化，政府债券供给放量导致收益率出现上行压力，股票、地产等资产价格暴跌引发系统性风险。目前这三种情况均暂未发生，内部净息差压力等约束下，短期内结构性货币政策落地的优先级大于总量政策。不过随着时间推移，不利因素也在积聚，我们认为央行5月降准、6月降息的概率并不低。

图25: 银存间质押回购利率

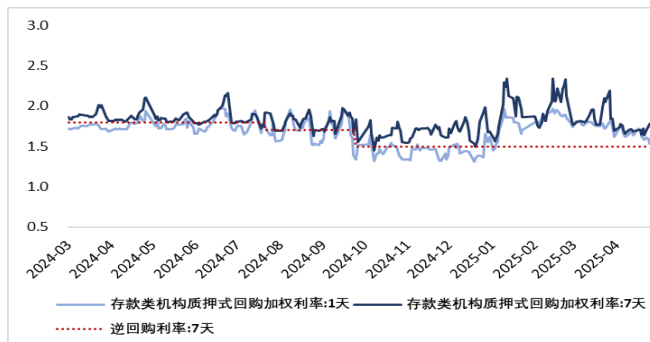


图26: 同业存单发行利率



数据来源: Wind、银河期货

图27: 非银资金利差

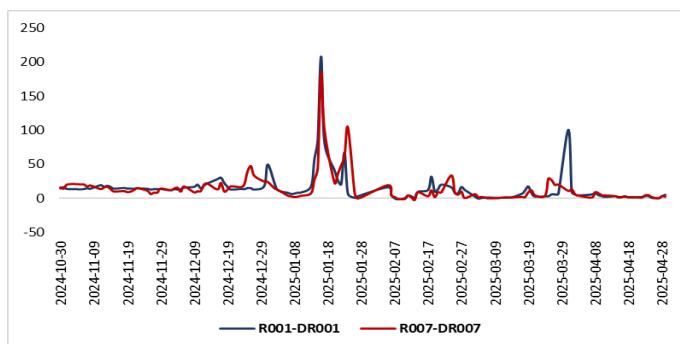
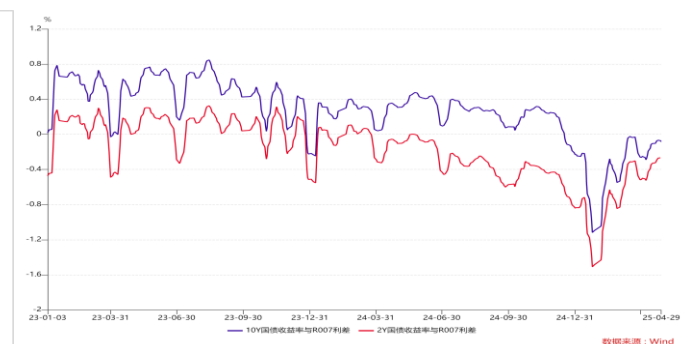


图28: 国债收益率与R007利差



数据来源: Wind、银河期货

图29: MLF操作规模

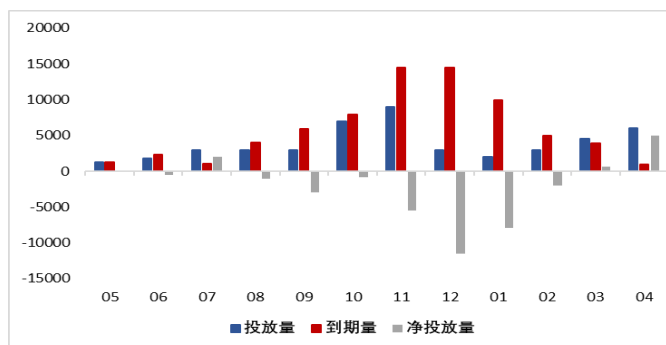
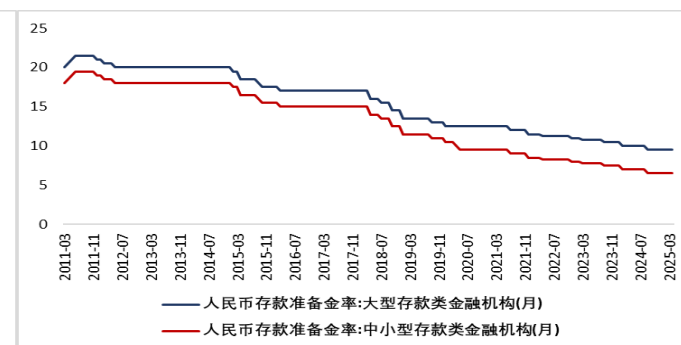


图30: 存款准备金率



数据来源: Wind、银河期货

6. 供给高峰再临, 增量财政或暂缺席

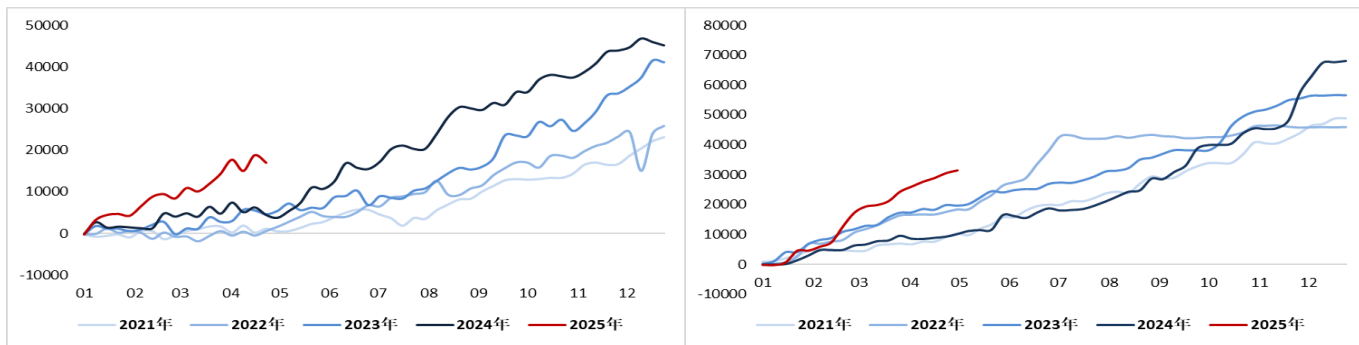
“两会”已公布的年内财政力度不弱, 今年新增政府债务总规模 11.86 万亿元, 同比多增 2.9 万亿元。而靠前发力基调下, 相较于去年同期, 今年政府债券发行节奏也明显偏快, 截至 4 月末合计已近 4.8 万亿。但环比来看, 4 月并非上半年的发行大月, 国债和地方债累

计净融资规模约 9002.5 亿元，较 3 月大幅减少 5396.8 亿元。

而 5 月起债券供给将再度有所放量。按已公布的信息估算，包括特别国债在内，5-6 月政府债券净融资规模可能均将再度攀升至 1.5 万亿元以上的高位，环比 4 月将出现显著增长。在此情况下，若央行流动性投放不及预期，我们认为不排除债市出现类似 2 月中旬至 3 月中旬阶段性调整的可能性（虽然考虑到外部冲击对基本面的影响正在显现，实际调整幅度和时间可能远不及彼时）。

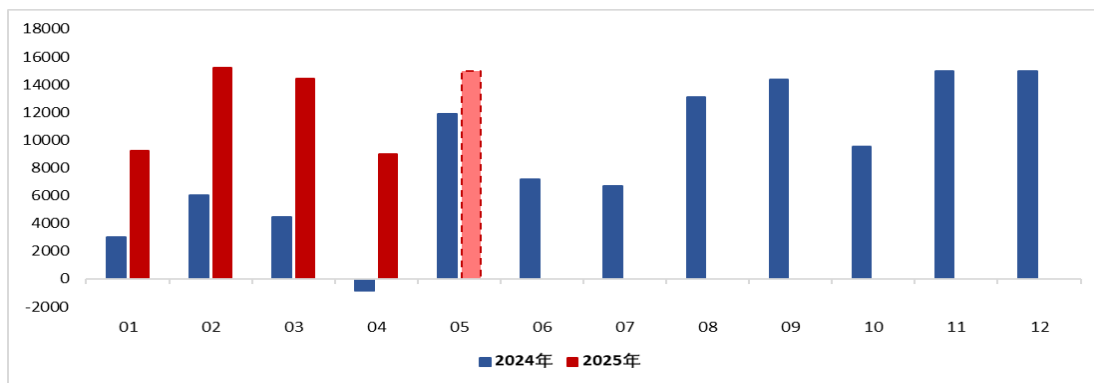
图31：国债净融资额

图32：地方债净融资额



数据来源：Wind、银河期货

图33：月度政府债券净融资额



数据来源：Wind、银河期货

“两会”期间，财政部官员还表示，为应对后续潜在的内、外部冲击，今年财政端还预留了额外的政策储备。海外“对等关税”扰动超预期，市场对额外储备政策出台的预期也有所升温。4 月底的政治局会议对此并未释放太多增量信息，但随后国新办发布会上，发改委官员表示多项政策将在二季度落地，官媒解读这其中既包括既定政策，也将包括“根据外部形势变化而推出的新政策”。

站在当下，我们认为短期内增量财政不急于出台的主要原因有三个。一是关税对国内基本面的实际冲击有待评估，且后续中美也存在一定谈判空间；二是今年政府债券发行较快，但目前存量政策尚未用尽；三是财政加码本身流程更为复杂，重要政策需报人大审批。

对于后续可能出台的增量政策，除实际规模外，我们依旧认为投向值得关注。若发力方

向上能在社会福利方面有实质进展,进而一定程度上改变当前市场对国内人口增长和人口结构变化的预期,这对债市的利空影响将更大。

7. 后市展望

综合来看,进入5月政府债券发行预计将再度放量,供给压力环比将有所上升,这对债市而言偏利空。不过,考虑到外部冲击对国内基本面的影响已开始逐步显现,央行维持流动性合理充裕的必要性较高,对冲力度或也将有所加强。与此同时,虽然后续美方态度软化后,中美贸易谈判达成某种协议的概率并不低,但外部环境不确定性带来的负面扰动预计并不会完全消失。加之,近期内需端地产销售也出现边际转弱迹象,我们倾向于认为当前基本面对债市仍偏友好,这也是近期长端表现韧性较强的主要原因。

而资金价格与收益率倒挂继续压制中短端表现,且盘面基差修复也进一步加剧了近期中短期限债合约的走弱幅度。内部净息差收窄等多重因素约束下,当前央行总量宽松加码的阈值仍高。但随着基本面压力的逐步显现,我们认为“宽货币”落地时点或正在临近。

从估值上看,考虑到外部冲击的影响,我们认为一次20bp的降息后(即OMO利率降至1.3%),若基本面预期仍相对偏弱,10Y、30Y国债收益率的合理运行中枢可能在1.6%、1.8%附近,当前长端实际已经隐含了较强的降息预期。相较而言,曲线斜率较为平坦的情况下,一旦宽松落地,中短端收益率的下行空间或将更大,但期债盘面偏低的基差,偏高的IRR对多头并不好。

图34: 主要期限国债期限利差(中证估值)

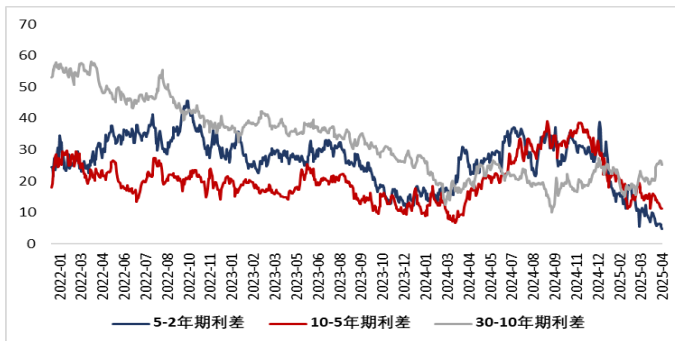
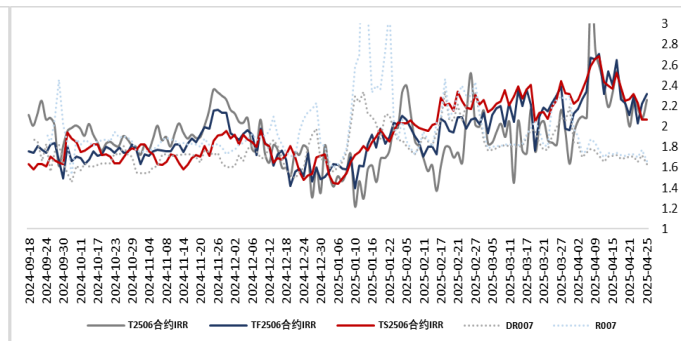


图35: TS、TF与T主力合约IRR



数据来源: Wind、银河期货

操作上,做多胜率较高但赔率受限,单边建议投资者逢低轻仓布局一定多单或短期内暂观望。期现套利方面,部分合约IRR依旧偏高,建议可继续关注潜在的期现正套机会。跨品种套利方面,当前期限利差处于历史偏低分位水平,建议可考虑尝试做阔7Y-5Y利差,博弈宽松政策落地后资金面可能出现的变化。跨期套利方面,5月上旬开始主力合约移仓将有所加速叠加市场降息预期延后,建议投资者择机参与做空T当季-下季跨期价差。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799