



格林大华期货  
Gelin Dahua Futures

证监许可【2011】1288号

2025年3月28日

# 国债期货一季度报告



更多精彩内容  
请关注  
格林大华期货官方微信

研究员：刘洋

期货从业资格证号：F3063825

期货交易咨询号：Z0016580

CONTENTS

—  
目  
录  
—

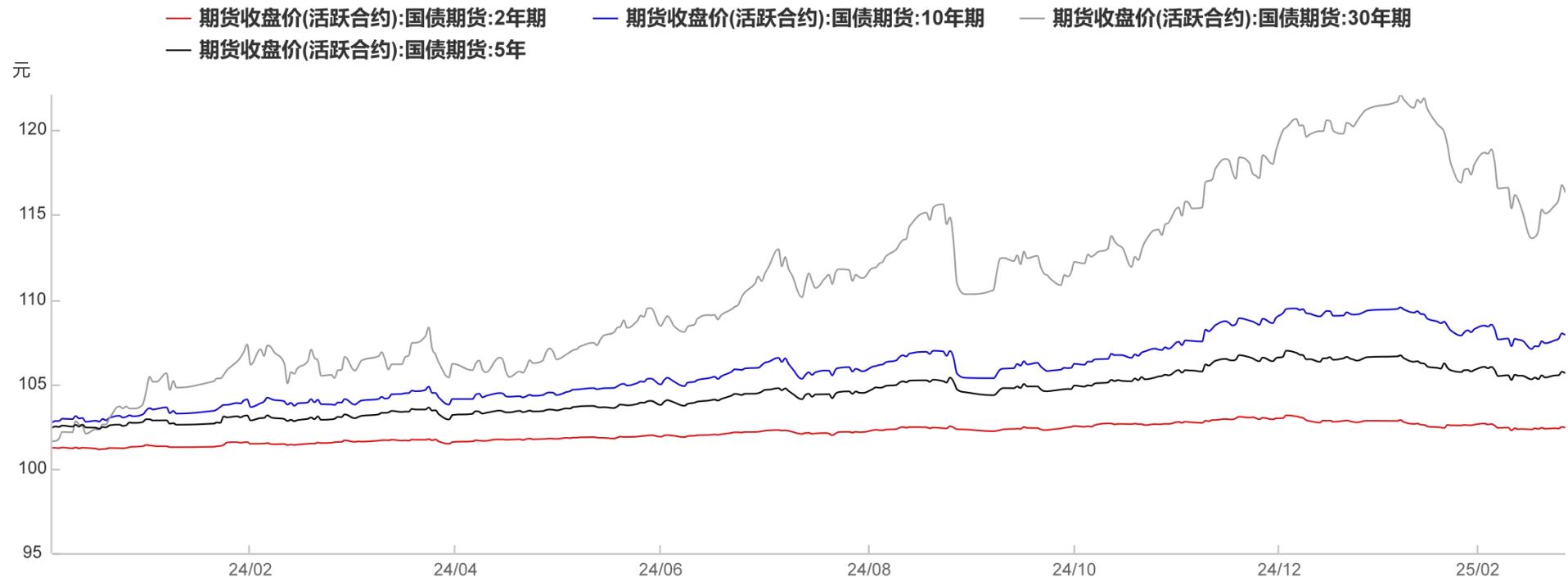
01. 盘面回顾
02. 本期分析
03. 策略建议



# PART 01

## 盘面回顾

# 一季度国债期货活跃合约走势



来源:wind,格林大华

2024年11月起国债期货市场即抢跑，连续大幅上涨至今年1月初。1月份，国债期货总体为高位震荡。2年期品种在1月初即创出高点，30年期品种在2月初创出高点，然后连续下跌。一季度国债期货总体走势为短暂摸高后连续下跌，超长期品种后跌，但跌幅较大，在3月中旬止跌反弹。

# 一季度国债现券到期收益率走势



来源:wind,格林大华

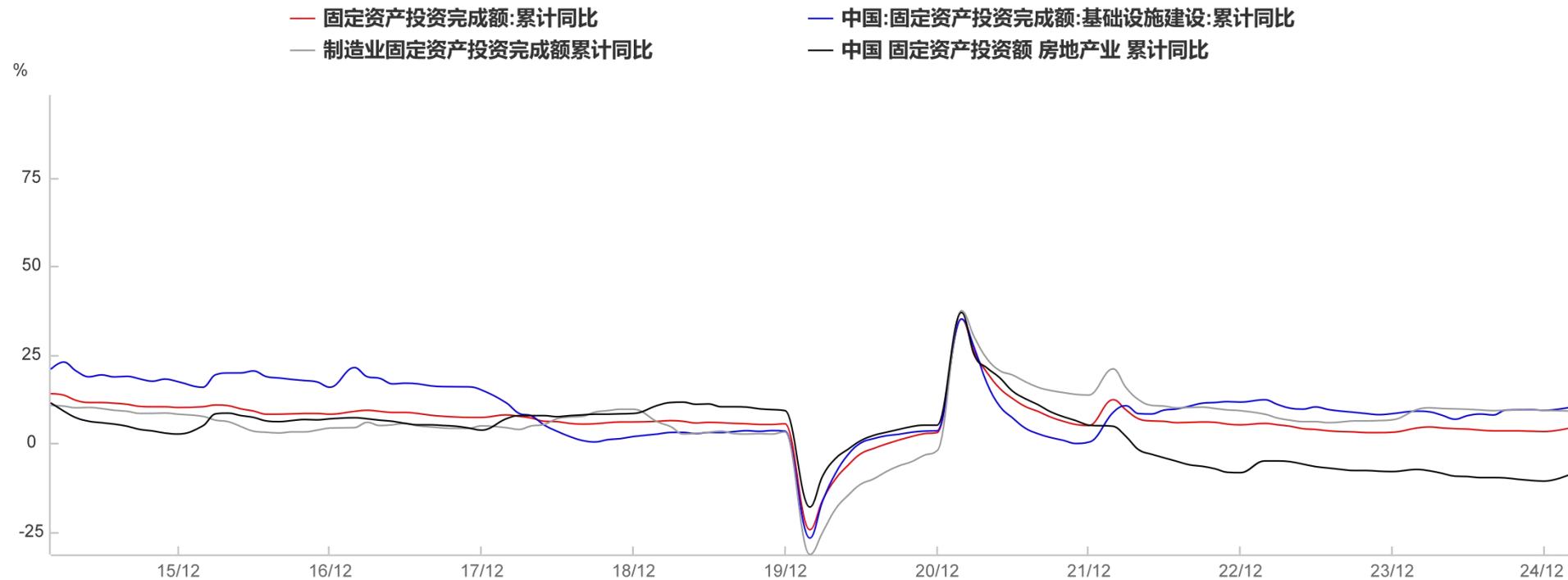
国债现券收益率在1月初创出低点，透支了全年的降息预期。2年期国债到期收益率最低接近1%，而公开市场7天逆回购利率1.5%，市场对适度宽松的货币政策过度反应。1月10日人民银行宣布1月起暂停开展公开市场国债买入操作。随后收益率反弹。春节回来，资金利率连续走高，股市走强，推动债券收益率上行。短期利率快速回升，升幅较长期利率更多。3月中旬10年期国债收益率摸高到1.90%附近，后开始回落至1.80%附近（3月27日）



## PART 02

本期分析

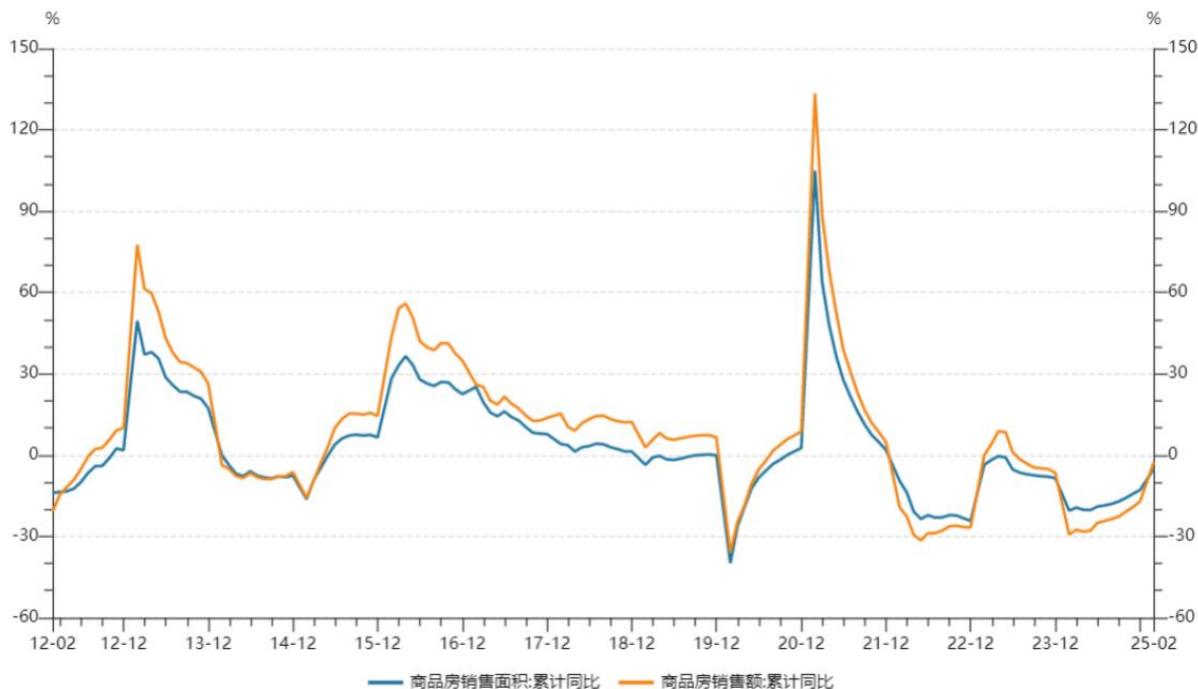
# 1-2月全国固定资产投资同比增长4.1%，市场预期3.8%



来源:wind,格林大华

1-2月全国固定资产投资52619亿元，同比增长4.1%，市场预期3.8%，2024年全国固定资产投资同比增长3.2%。分类来看，1-2月广义基建投资（含电力）同比增长9.95%，市场预期增长7.1%，2024年同比增长9.19%。1-2月制造业投资同比增长9.0%，市场预期增长9.2%，2024年同比增长9.2%。1-2月份，全国房地产开发投资同比下降9.8%，市场预期下降9.7%，2024年同比下降10.6%。

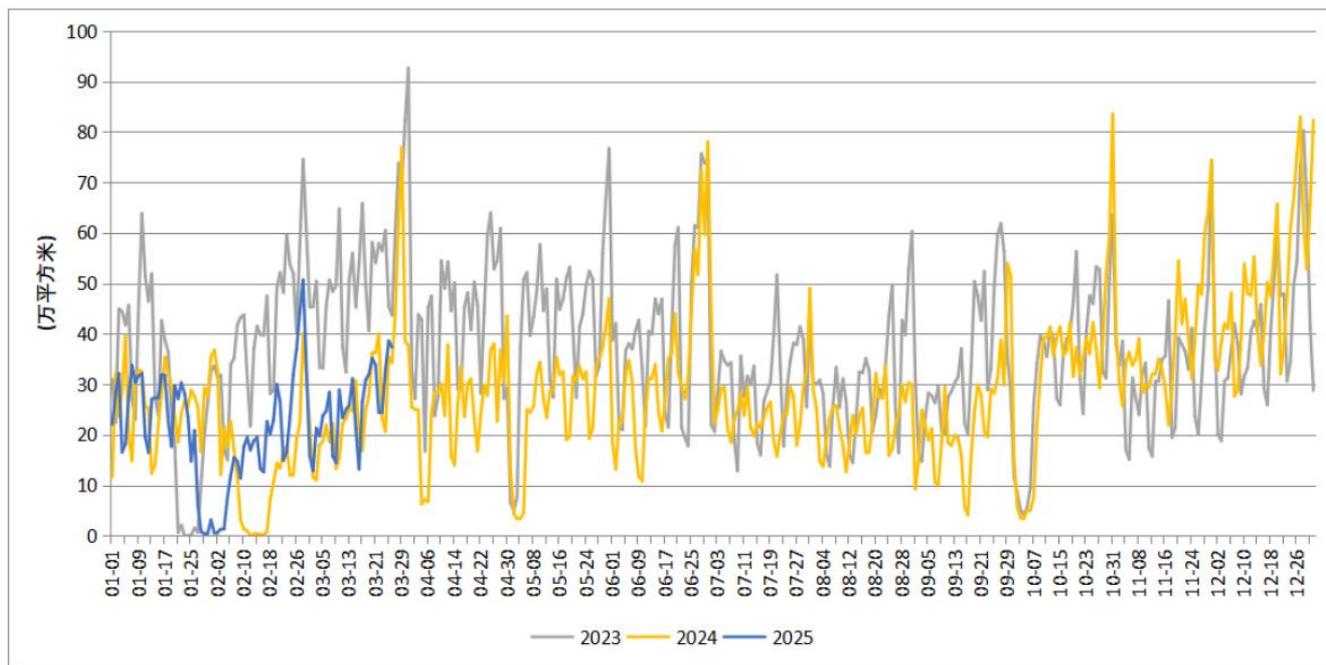
# 1-2月份，全国新建商品房销售面积同比下降5.1%



来源:wind,格林大华

1-2月份，全国新建商品房销售面积10746万平方米，同比下降5.1%，2024年全年同比下降12.9%，2023年同比下降8.5%。1-2月份，全国新建商品房销售额10259亿元，同比下降2.6%，2024年全年同比下降17.1%，2023年同比下降6.5%。

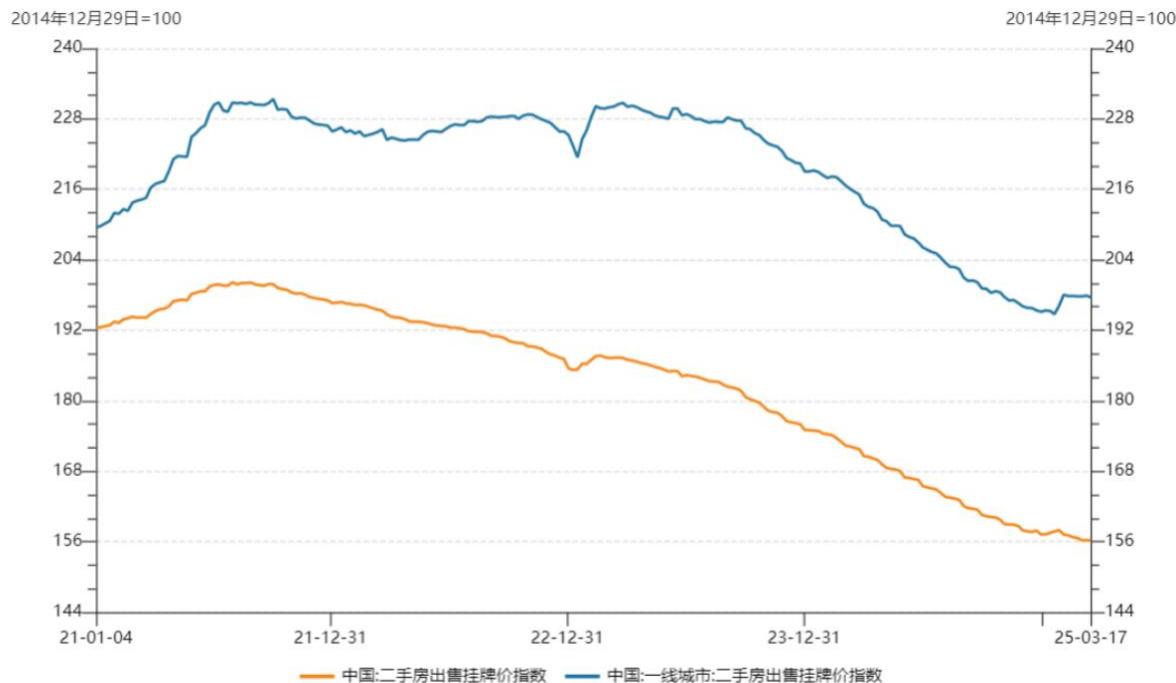
# 一季度30大中城市的商品房日均成交面积同比正增长



来源:wind,格林大华

今年前两个月 30大中城市的商品房日均成交面积21万平米，同比增长3%；去年12月同比增长20%。3月1-26日，30大中城市的商品房日均成交面积26万平米，同比增长约8%。

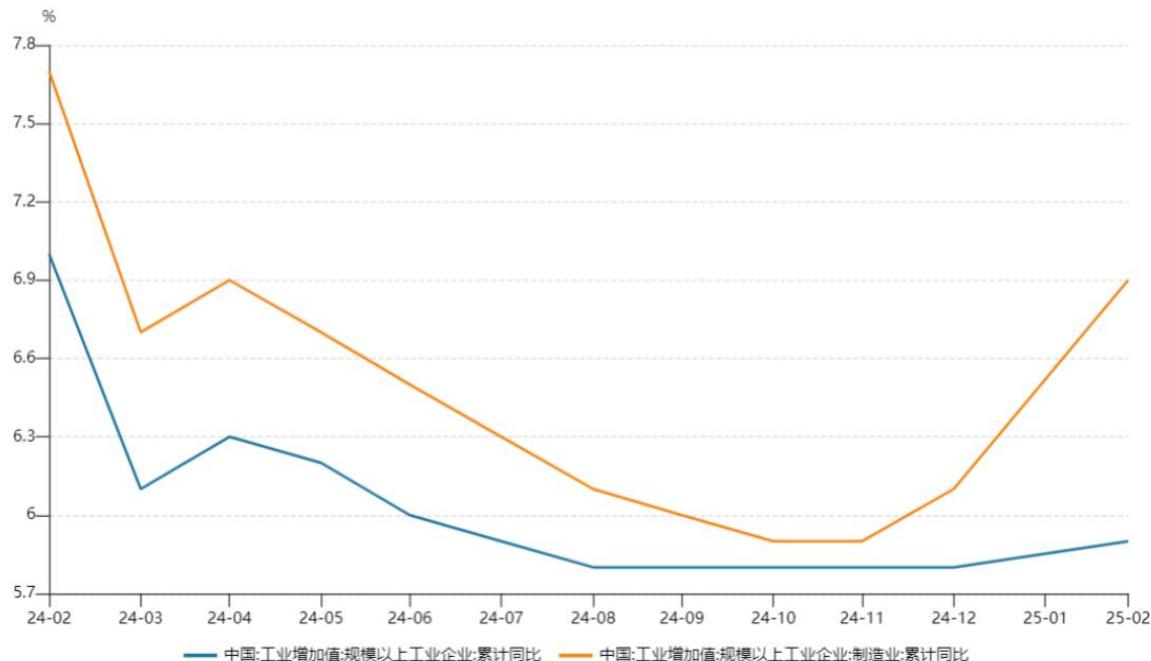
## 全国二手房价格仍在探底过程中，降速较去年四季度变缓



来源:wind,格林大华

全国二手房出售挂牌价指数3月17日为156.22，较去年12月30日的157.25，下降0.65%。从全国的角度来看二手房价格仍在探底过程中，一季度有小幅反弹然后再度回落，但降速明显较去年四季度变缓。一线城市二手房出售挂牌价指数在春节前后反弹更为明显一些。

## 1-2月规模以上工业增加值同比实际增长5.9%



来源:wind,格林大华

1-2月规模以上工业增加值同比实际增长5.9%，市场预期增长5.1%，2024年全年同比增长5.8%。分三大门类看，1-2月采矿业增加值累计增长4.3%，去年全年同比增长3.1%；1-2月制造业累计增长6.9%，去年全年同比增长6.1%；1-2月电力、热力、燃气及水生产和供应业累计增长1.1%，去年全年同比增长5.3%。

## 1—2月份，规模以上工业企业利润同比下降0.3%



来源:wind,格林大华

1—2月份，全国规模以上工业企业营业收入同比增长2.8%，增速较2024年全年加快0.7个百分点；1—2月份，规模以上工业企业利润同比下降0.3%，降幅较2024年全年收窄3.0个百分点。其中制造业改善明显实现利润总额6395.1亿元，1—2月份同比增长4.8%，拉动全部规上工业利润增长3.2个百分点；采矿业实现利润总额1410.3亿元，同比下降25.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额1304.5亿元，增长13.5%。

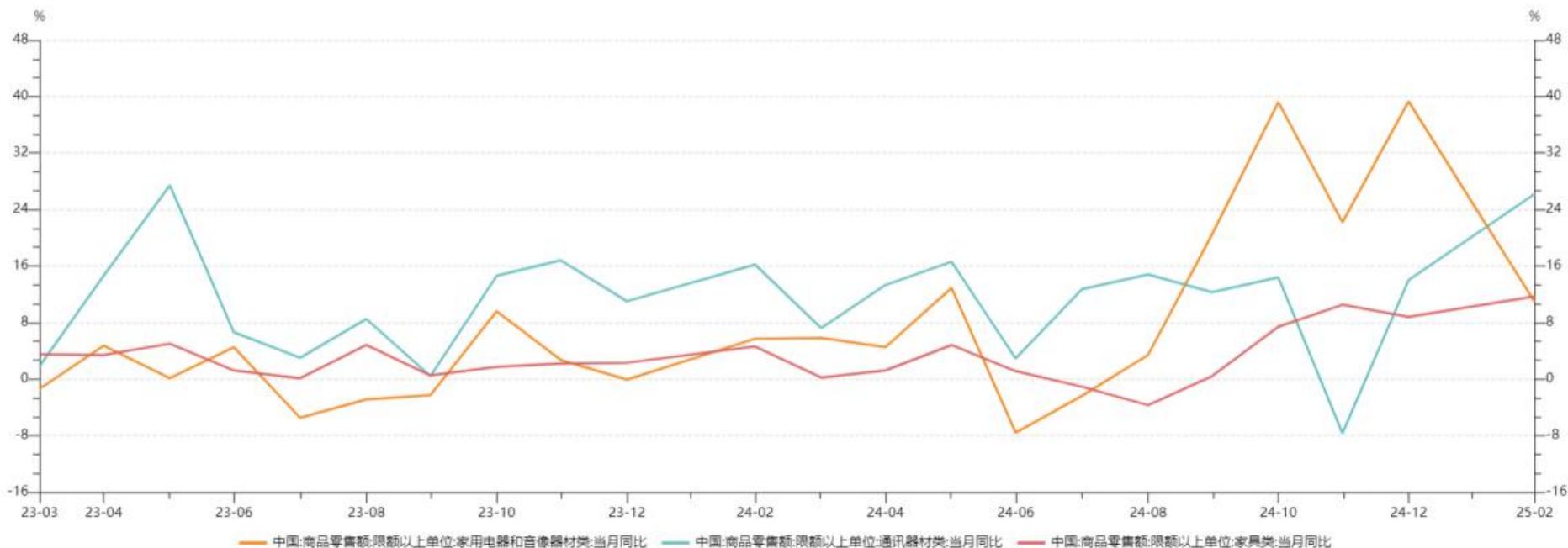
## 1-2月份，社会消费品零售总额同比增长4.0%



来源:wind,格林大华

1-2月份，社会消费品零售总额83731亿元，同比增长4.0%，市场预期4.5%，去年四季度社零同比增长3.8%。

## 前两个月通讯器材类等消费品同比涨幅较大

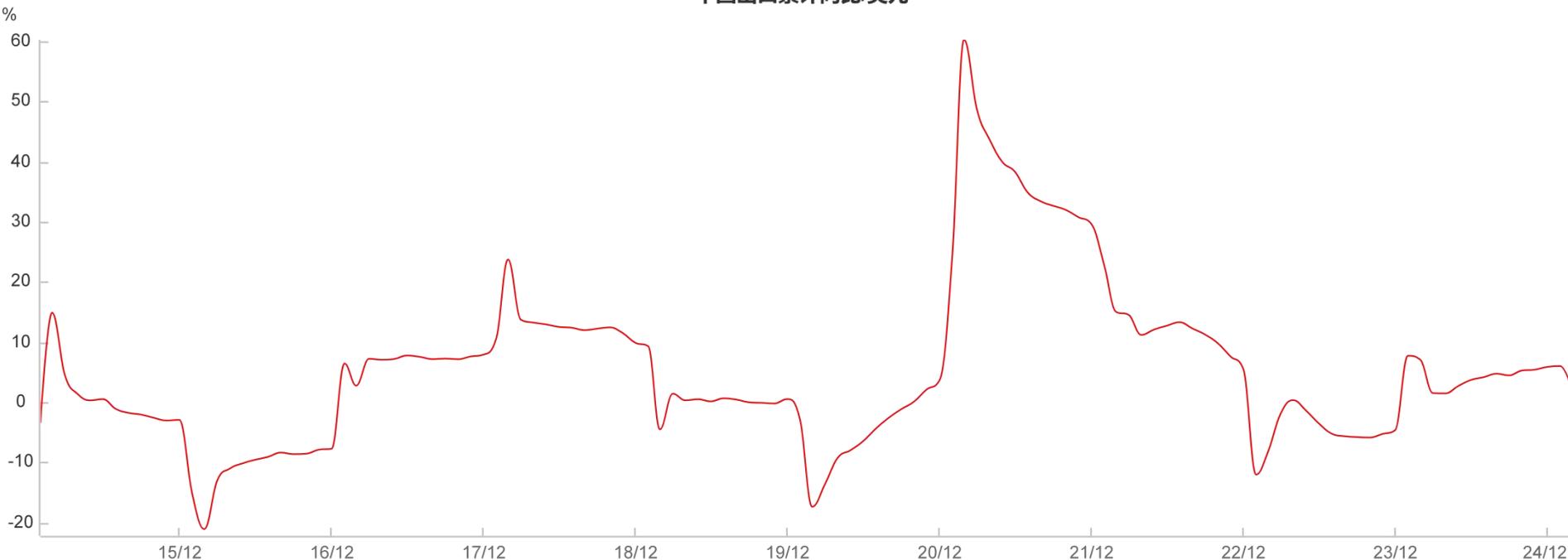


来源:wind,格林大华

在消费品以旧换新政策因素带动下，前两个月限额以上单位通讯器材类、体育娱乐用品类、文化办公用品类、家具类、家用电器和音像器材类分别增长26.2%、25.0%、21.8%、11.7%、10.9%，去年12月分别同比增长14.0%、16.7%、9.1%、8.8%、39.3%。前两个月限额以上单位汽车类消费品零售总额同比下降4.4%，去年12月同比增长0.5%，去年全年同比下降0.5%。汽车类同比下降较多，可能与汽车促销费政策延续较长时间后边际需求放缓有关。乘联会公布的前两个月乘用车（狭义）零售销量累计同比增长1.2%，去年全年增长5.5%。

# 按美元计价前两个月中国出口增长2.3%，进口下降8.4%

— 中国出口累计同比/美元



来源:wind,格林大华

按美元计价，今年前两个月，我国进出口总值9093.7亿美元，同比下降2.4%；其中，出口5399.4亿美元，增长2.3%，去年全年出口同比增长5.9%；进口3694.3亿美元，下降8.4%，去年全年进口同比增长1.1%。与上年1-2月份相比，今年少了两个工作日，对前两个月的进出口增速会略有影响。

# 前两个月中国出口东盟增长5.7%，出口美国增长2.3%

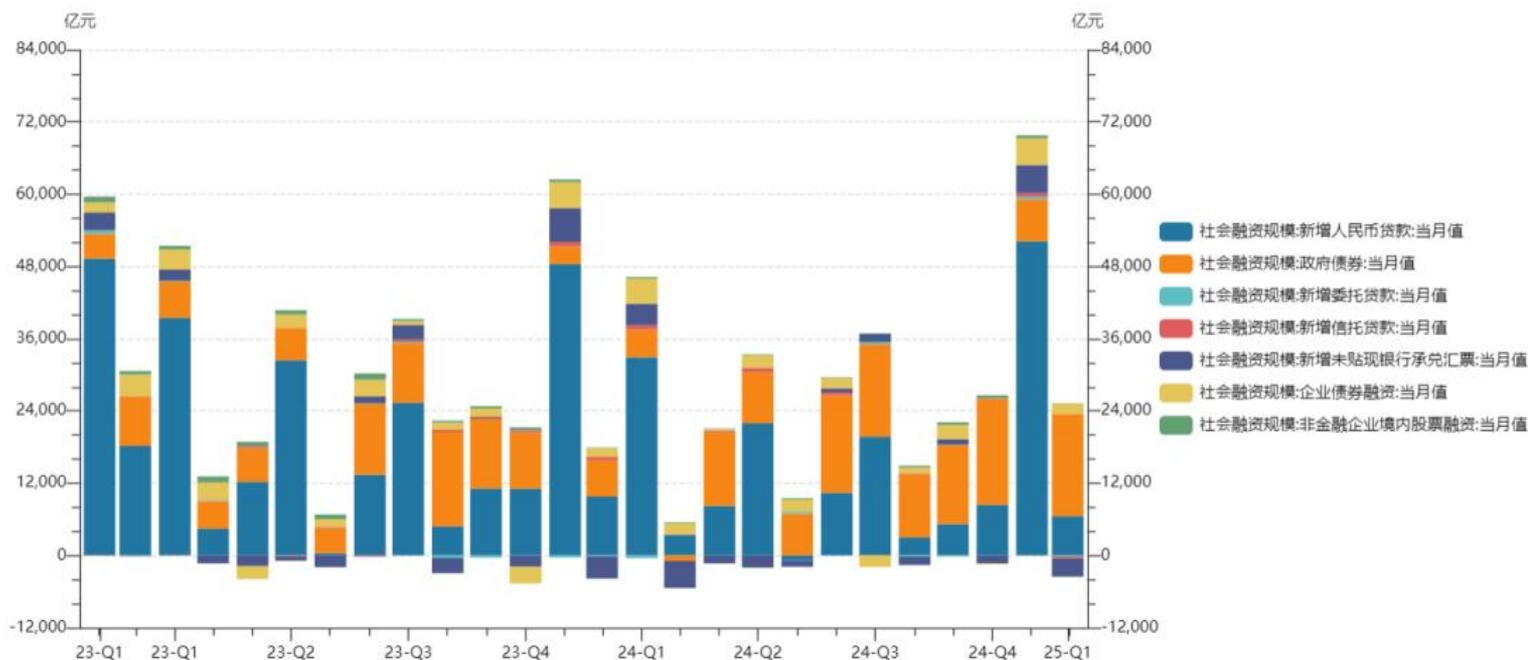
— 中国:出口金额:美国:累计同比    — 中国:出口金额:东盟:累计同比    — 中国:出口金额:东南亚国家联盟:累计同比



来源:wind,格林大华

1-2月中国出口东盟同比增长5.7%，去年12月为增长18.94%（去年全年12%）。1-2月中国出口东盟同比增长0.6%，去年12月为增长8.76%；（去年全年3.0%）。今年两个月中国出口美国同比增长2.3%，去年12月为增长15.59%（去年全年4.9%）。1-2月中国出口韩国同比下降2.6%，去年12月为增长4.00%（去年全年下降1.8%）。1-2月中国出口日本同比增长0.75%，前值为同比下降4.23%（去年全年下降3.5%）。对美没有表现出整体抢出口。

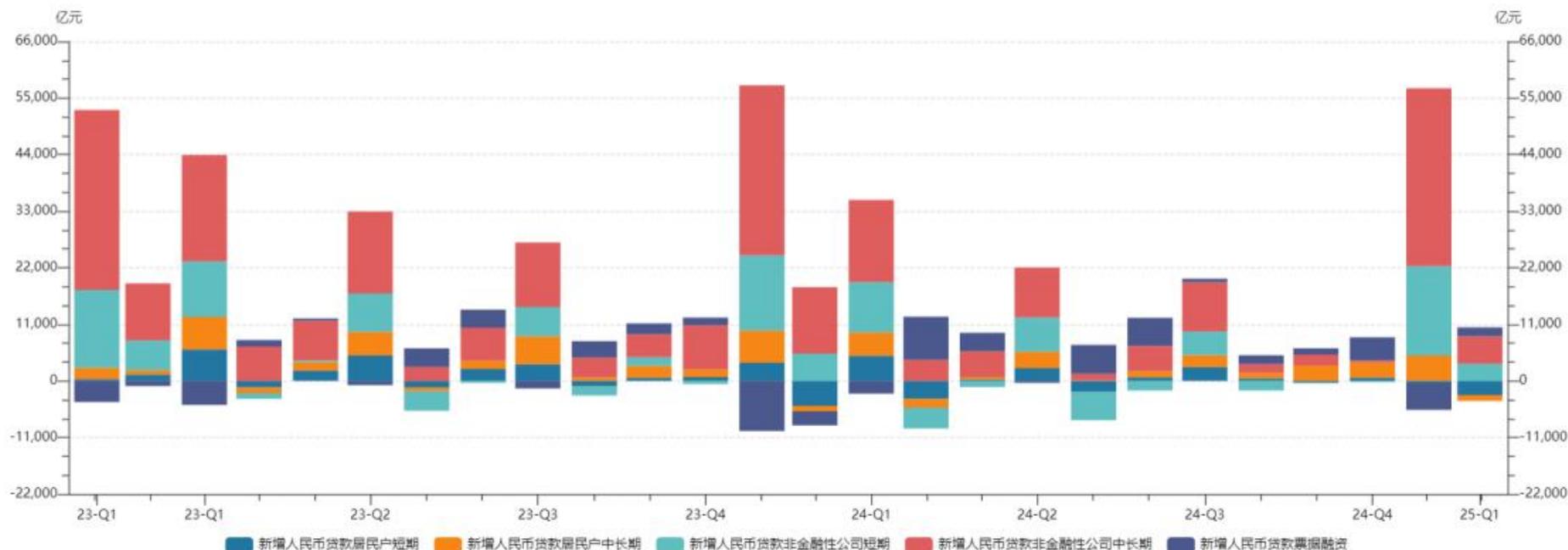
## 前两个月社融新增9.29万亿元，比上年同期多1.32万亿元



来源:wind,格林大华

2025年前两个月社会融资规模增量累计为9.29万亿元，比上年同期多1.32万亿元。其中，政府债券净融资2.39万亿元，同比多1.49万亿元；对实体经济发放的人民币贷款增加5.87万亿元，同比多增548亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少672亿元，同比多减1652亿元；委托贷款增加220亿元，同比多增750亿元；信托贷款增加293亿元，同比少增1010亿元；未贴现的银行承兑汇票增加1668亿元，同比少增282亿元；企业债券净融资6156亿元，同比多414亿元；非金融企业境内股票融资549亿元，同比多13亿元。前两个月新增社融增加，核心原因是政府债券净融资增加。

## 前两个月人民币贷款新增61400亿元，同比少增2300亿元



来源:wind,格林大华

前两个月人民币贷款新增61400亿元，同比少增2300亿元，企（事）业单位贷款增加5.82万亿元，其中，短期贷款增加2.07万亿元，同比多增800亿元，中长期贷款增加4万亿元，同比少增6000亿元；企业票据融资减少3456亿元，比上年同期少减9044亿元。前两个月居民短期贷款减少3238亿元，比上年同期多减1898亿元；居民中长期贷款增加3785亿元，比上年同期少增1449亿元。企业贷款的结构不佳，中长期贷款同比少增较多。

# 2月末，M2余额同比增长7.0%，M1同比增长0.1%



来源:wind,格林大华

2月末，广义货币(M2)余额同比增长7.0%，市场预期7.0%，1月末为7.0%。2月末狭义货币(M1)余额同比增长0.1%，1月为同比增长0.4%。前两个月M1增速整体上还是较低。

# 1-2月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%

— 中国:CPI:当月同比 — CPI:食品:当月同比 — CPI:非食品:当月同比



来源:wind,格林大华

2月份全国居民消费价格（CPI）同比下降0.7%，市场预期下降0.4%，前值同比上涨0.5%。1、2月份CPI同比的剧烈变化主要是因为今年和去年春节错月。1-2月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。1-2月食品价格同比下降1.3%，去年12月同比下降0.5%；1-2月非食品价格同比上涨0.2%，去年12月同比上涨0.2%。1-2月核心CPI同比上涨0.3%，去年12月同比上涨0.4%。1-2月消费品价格同比下降0.4%，去年12月同比下降0.2%。1-2月服务价格同比上涨0.3%，去年12月同期增长0.5%

## 2月份，PPI同比下降2.2%

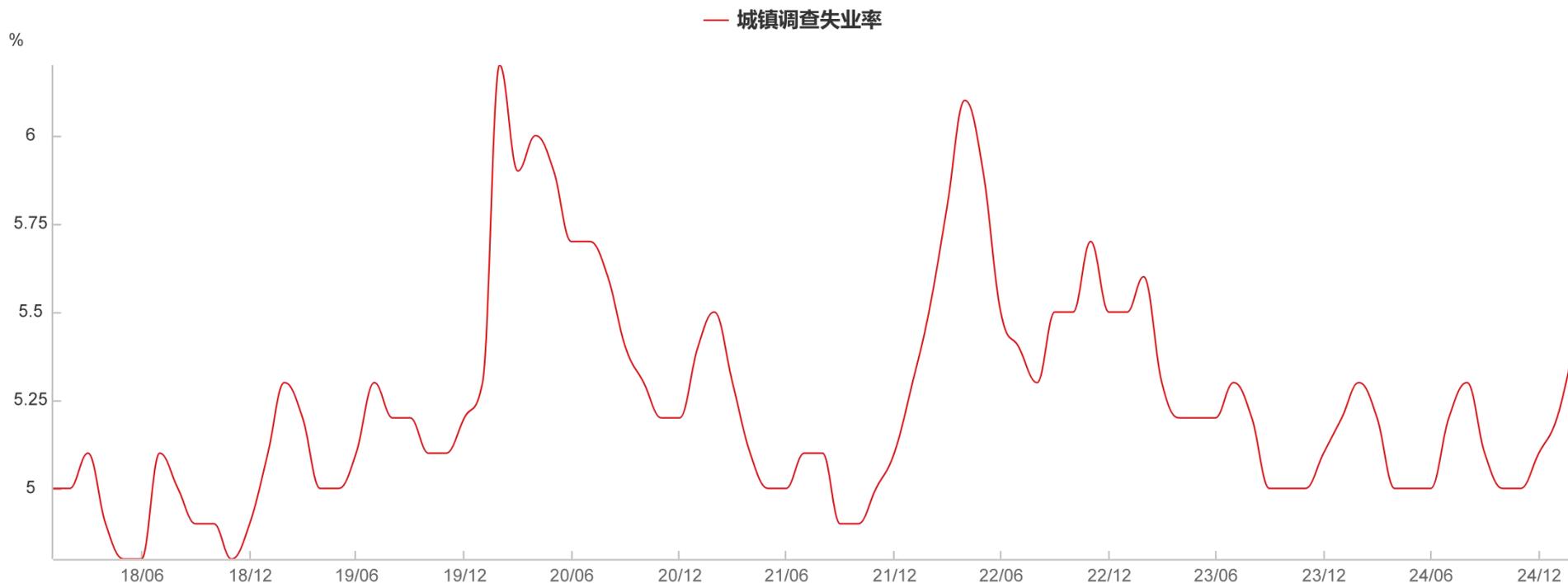
— 中国:PPI:全部工业品:当月同比



来源:wind,格林大华

2月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降2.2%，市场预期下降2.1%，前值下降2.3%。2月生产资料价格同比下降2.5%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约1.86个百分点，前值下降2.6%。其中，采掘工业价格下降6.3%，前值同比下降4.9%；原材料工业价格下降1.5%，前值同比下降1.9%；加工工业价格下降2.7%，前值下降2.7%。2月生活资料价格同比下降1.2%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.31个百分点，1月生活资料价格下降1.2%。

## 2月份，全国城镇调查失业率为5.4%

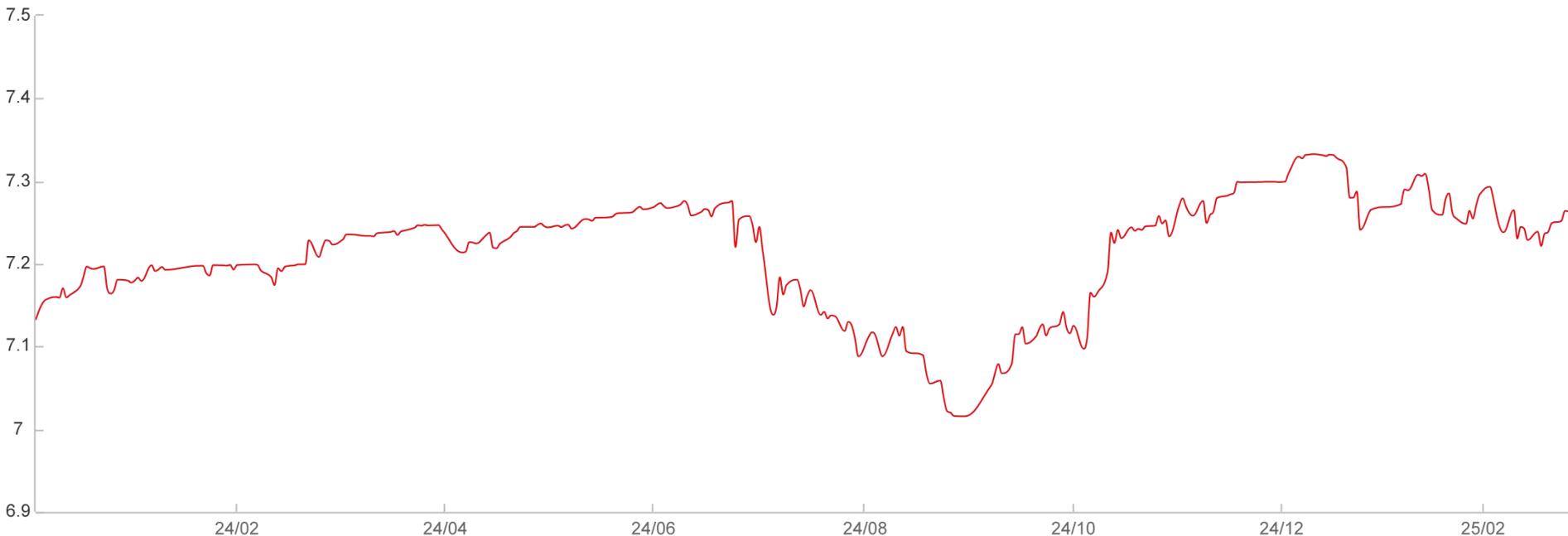


来源:wind,格林大华

2月份，全国城镇调查失业率为5.4%，比上月上升0.2个百分点，比上年同期上升0.1个百分点。2月31个大城市城镇调查失业率为5.2%，比1月上升0.1个百分点，比上年同期上升0.1个百分点。2月外来户籍劳动力调查失业率为5.0%，比上年同期上升0.2个百分点；外来农业户籍劳动力调查失业率为5.1%，比上年同期上升0.3个百分点。

# 人民币兑美元汇率

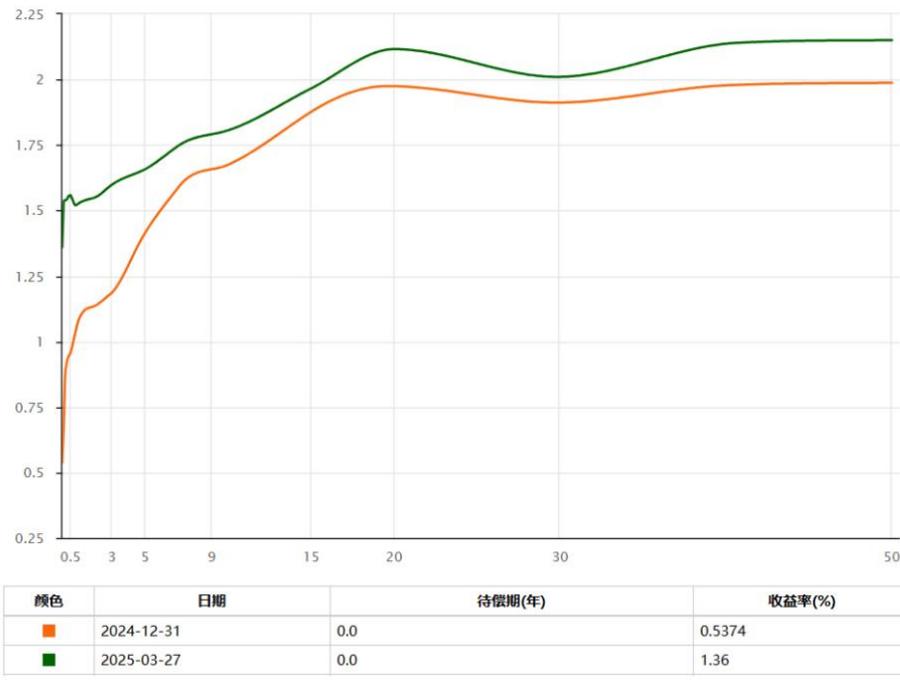
— 即期汇率:美元兑人民币



来源:wind,格林大华

一月初人民币兑美元汇率一度贬值至7.33的高位。1月13日，央行宣布上调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数，降低贬值压力。美元指数从1月13日110的高点连续回落至103略多，最新在104附件，人民币兑美元也升值，一度在7.22附近，最新在7.26附近。央行调控资金利率在高位可能与维护人民币汇率的平稳有一定的关系。

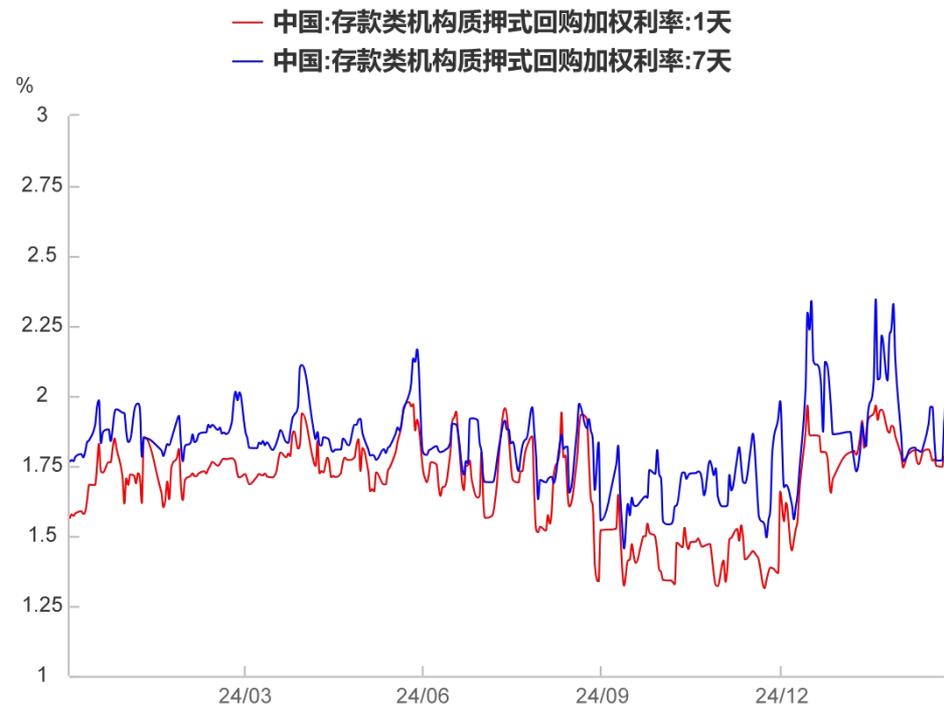
## 国债现券到期收益率曲线



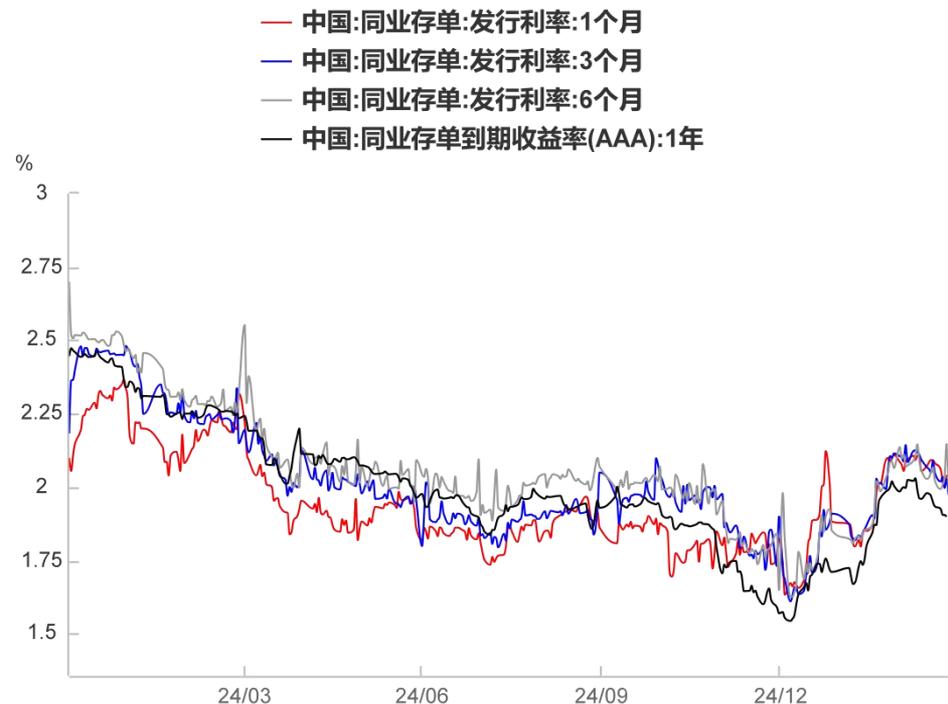
来源：中国债券信息网，格林大华

3月27日收盘国债现券到期收益率曲线与去年末相比表现为熊平，整体上移，短期上移更多。2年期国债到期收益率从去年12月31日的1.14%上行41个BP至3月27日的1.55%；5年期国债到期收益率从去年12月31日的1.42%上行24个BP至3月27日的1.66%；10年期国债到期收益率从去年12月31日的1.68%上行13个BP至3月27日的1.81%；30年期国债到期收益率从去年12月31日的1.91%上行10个BP至3月27日的2.01%。

## 3月以来资金利率有小幅下行



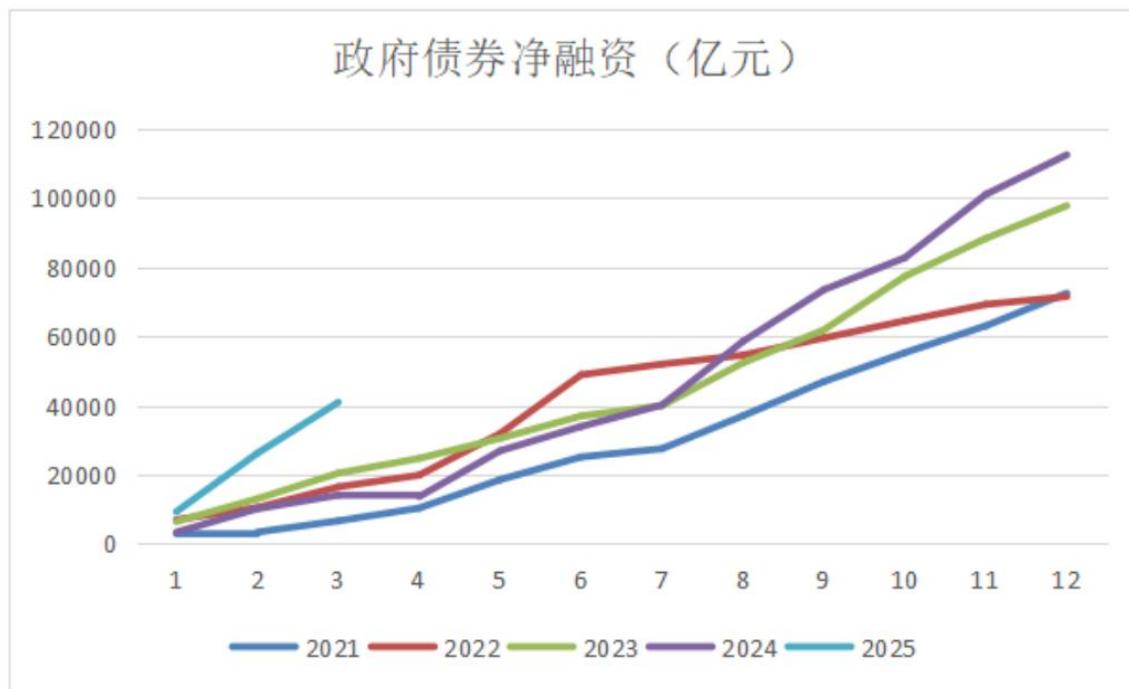
来源:wind,格林大华



来源:wind,格林大华

春节过后，短期资金利率连续上涨，2月DR001一度日加权平均超过1.9%，DR007一度日加权平均超过2.2%，2月中下旬开始回落，进入3月DR001多数时间在1.80%附近。春节之后，同业存单发行利率快速攀升，超过去年10月份，直到进入3月中旬才开始逐步回落。我们预期资金最紧的时间段可能已经过去，适度宽松的货币政策主导下，未来大方向资金利率会回落，但一段时间仍可能会在一个相对的高位。

## 一季度政府债券净融资明显加快

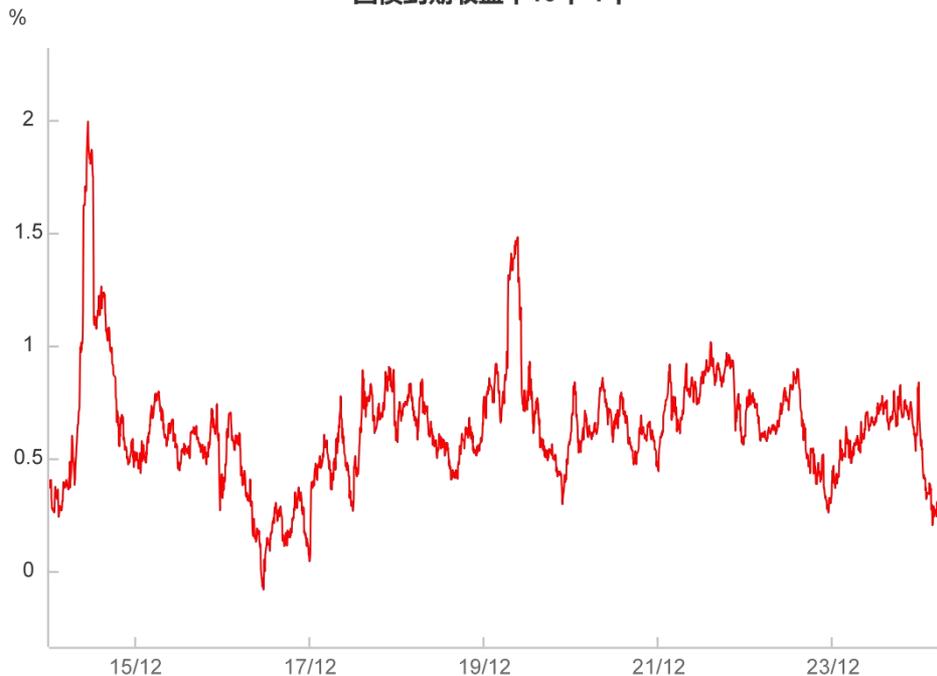


来源:wind,格林大华

一季度政府债券净融资明显加快，截至3月27日，一季度政府债券净融资40960亿元，远远高于2024年一季度的14092亿元。

# 国债期限利差

— 国债到期收益率10年-1年



来源:wind,格林大华

— 国债到期收益率30年-10年



来源:wind,格林大华

今年年初以来，10年期和1年期国债利差总体处于收窄过程中，目前处于近几年的低位。30年期和10年期国债利差在一季度基本上围绕0.2%上下5个基点波动。



## PART 03

### 策略建议

## 策略建议

去年最后两个月，国债收益率大幅下行，提前透支了适度宽松货币政策的降息空间。一季度国债收益率大幅上行后，重新修复了国债收益率，回到了比较适度的位置，市场的情绪也发生了变化，从去年末的做多为主变化到多空比较均衡。一季度10年期国债收益率的中期底部1.6%探明，未来10年期国债收益率波动的区间大概率在1.7%-2.0%之间。中国经济仍面临国内需求不足、风险隐患较多等困难和挑战，外部需求的变化在未来有较大的不确定性。3月23日国务院总理在中国发展高层论坛上指出必要时推出新的增量政策，为经济持续向好、平稳运行提供有力支撑。3月27日中国人民银行副行长表示，当前国内外环境正在进行深刻变化，全球供应链不断受到影响，中国国内经济结构也在不断调整，在不确定性加大的背景下，中国明确适度宽松的货币政策，将根据国内外经济金融形势，择机降准降息。所以短期利率未来下行的概率较大，国债收益率曲线可能走陡。未来一两个月国债期货可能会随着外部信息变化和内部对冲力量的互动的过程中宽幅波动，逢低做多、波段操作可以考虑作为一种对应的操作策略。

# 演示完毕

# 谢谢观看

## THANK YOU

### 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。

### 格林大华期货有限公司研究院

-  办公地址：北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心B座29层
-  办公电话：010-56711700
-  客服电话：400-653-7777
-  公司官网：[www.gldhqh.com.cn](http://www.gldhqh.com.cn)