

中债策略周报

2025.5.19- 2025.5.25

分析师：曹潮
中央编号：BVH841
联系电话：852-96581360
邮箱：caochao@cnzsqh.hk

中国债券市场策略周报 - 投资要点

● 中国债券市场表现回顾：

- 4月经济数据喜忧参半，资金面在税期压力下面临一定上行压力，债市延续横盘震荡走势，10年/30年国债利率周内分别变动+1、+1个bps至1.69%/1.93%。

● 中国债券市场基本面、货币政策与资金面：

- 基本面和货币政策：4月六大口径数据（工业、服务业、出口、社零、投资、地产销售）同比均不同程度低于前值，当时外部关税骤然上升的背景下，经济较3月有所放缓。但同时各指标仍呈现较明显韧性；货币政策方面，央行本周公开市场净投放12000亿元，其中逆回购合计净投放4600亿元；MLF投放5000亿元；2M和3M国库定存各投放1200亿元。
- 资金面：在央行加码流动性投放的背景下，资金面延续渐进修复趋势，不过在税期走款首日边际收紧。周一至周四期间，隔夜利率由上周五的1.6%水平修复至1.4%-1.5%区间，周五在特别国债发行和税期走款首日的影下，资金面边际收敛。

● 中国债券市场展望：

- 基本面和货币政策来看，4月经济数据反应在外生冲击下，实际增长虽有放缓但仍韧性较强，一些新兴产业领域产品扩张较快；但物价中枢偏低和地产销售回踩反应内需依然偏弱，因此从中长期视角来看债市仍处多头环境。而长端利率迎来转机的关键在于基本面趋弱的显性化；在这一变化的过程中，可以优先选择高性价比品种，抓住模糊行情中的确定性；每次债市出现调整，可能都是加仓久期的机会。
- 策略方面，我们认为随着资金面改善和关税超预期落地后，大级别的债牛行情或正在启动，因此每当债市出现调整，便是抄底的好机会。

目录



- 债券市场表现回顾
- 债市一级发行情况
- 资金市场情况
- 中国债券市场宏观环境跟踪与展望



债券市场表现回顾

债券市场表现回顾

● 利率债市场本周走势回顾

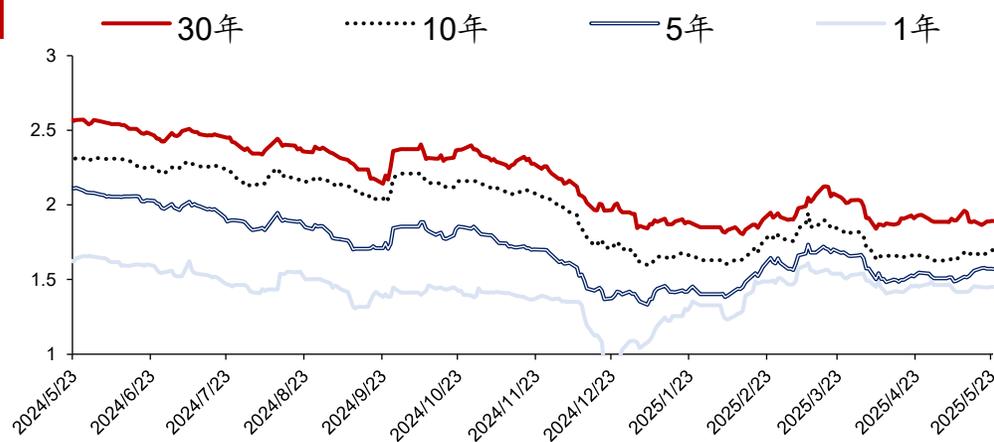
■ 4月经济数据喜忧参半，资金面在税期压力下面临一定上行压力，债市延续横盘震荡走势，10年/30年国债利率周内分别变动+1、+1个bps至1.69%/1.93%。

● 利率/信用市场本周走势回顾

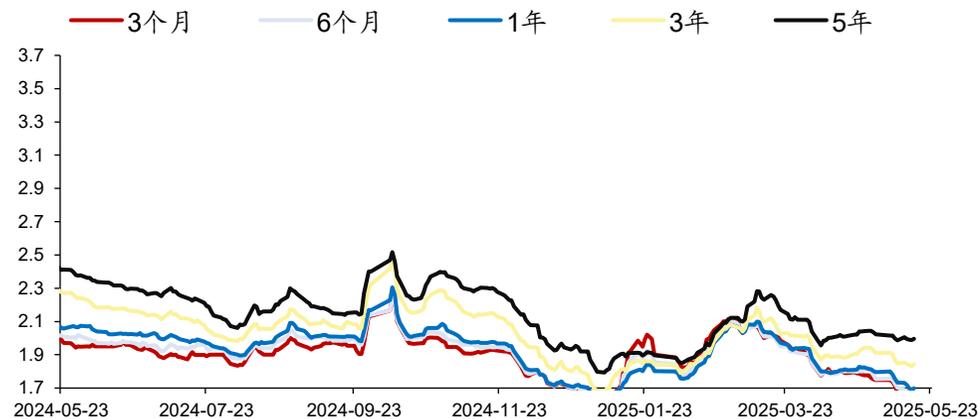
■ **利率债方面**，1年、3年、5年期收益率或受资金拖累，下行幅度多不及1bp，7年品种表现更优，下行幅度约为2bp，10年、30年期国债收益率则分别上行4bp、1bp；曲线形态整体变化不大。

■ **信用债方面**，普信债表现仍较为突出，隐含AA+城投债曲线中，3年、5年期收益率分别大幅下行5bp、7bp，不过短久期的1年品种仅下行1bp；二永债同样是长端表现更优，AAA-二级资本债曲线上，5年期收益率下行4bp，1年、3年期收益率仅下行1bp。

不同期限中债收益率走势



不同期限AAA评级票据收益率走势





债市一级发行情况

本周债券市场一级发行情况

● 本周利率债发行情况

- 地方债方面，本周发行2485亿元，净发行1283亿元，其中新增一般债55亿元、新增专项债1076亿元（其中：特殊专项债851亿元）、普通再融资债1103亿元、特殊再融资债251亿元。
- 国债方面，本周发行5578亿元，净发行4426亿元。
- 政金债方面，本周发行1620亿元，净发行1620亿元。

本周部分利率债发行情况

利率债类型	交易代码	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	
国债	249917.IB	24贴现国债17	400.00	0.25	1.33	
	240006.IB	24付息国债06	960.00	7.00	2.28	
	240007.IB	24付息国债07	230.00	50.00	2.65	
	240002X2.IB	24付息国债02(续2)	1,070.00	1.00	1.96	
	240001X2.IB	24付息国债01(续2)	1,070.00	5.00	2.37	
	2405152.IB	24新疆债01	1.16	3.00	2.20	
	2405156.IB	24新疆债05	41.04	5.00	2.33	
	2405153.IB	24新疆债02	60.46	10.00	2.41	
	2405155.IB	24新疆债04	6.90	15.00	2.56	
	2405157.IB	24陕西债02	72.53	10.00	2.41	
地方政府债	2405151.IB	24甘肃债01	71.00	5.00	2.35	
	2405133.IB	24江苏债05	50.00	7.00	2.40	
	2405134.IB	24江苏债06	301.75	10.00	2.38	
	198980.IB	24贵州06	92.29	5.00	2.35	
	198981.IB	24贵州07	111.42	7.00	2.45	
	198983.IB	24贵州09	18.10	10.00	2.53	
	198979.IB	24湖北14	4.00	10.00	2.43	
	198972.IB	24湖北07	2.35	10.00	2.43	
	198973.IB	24湖北08	17.46	15.00	2.58	
	198974.IB	24湖北09	52.22	20.00	2.60	
	198975.IB	24湖北10	42.10	30.00	2.62	
	2405146.IB	24江西债11	54.59	5.00	2.35	
	2405148.IB	24江西债13	194.16	10.00	2.53	
	2405145.IB	24江西债10	40.40	10.00	2.50	
	政金债	09230220Z14.IB	23国开清发20(增发14)	20.00	20.00	3.03
		220303Z21.IB	22进出03(增21)	29.00	3.00	2.57
		230420Z17.IB	23农发20(增17)	90.00	10.00	2.85
		240202Z9.IB	24国开02(增9)	90.00	3.00	2.34
		240203Z4.IB	24国开03(增4)	110.00	5.00	2.30
		220218Z.IB	22国开18(增发)	20.00	5.00	2.49
09240402Z03.IB		24农发清发02(增发3)	50.00	2.00	2.08	
09240407.IB		24农发清发07	20.00	7.00	2.36	
240403Z.IB		24农发03(增发)	50.00	3.00	2.12	
230415Z19.IB		23农发15(增19)	60.00	5.00	2.57	



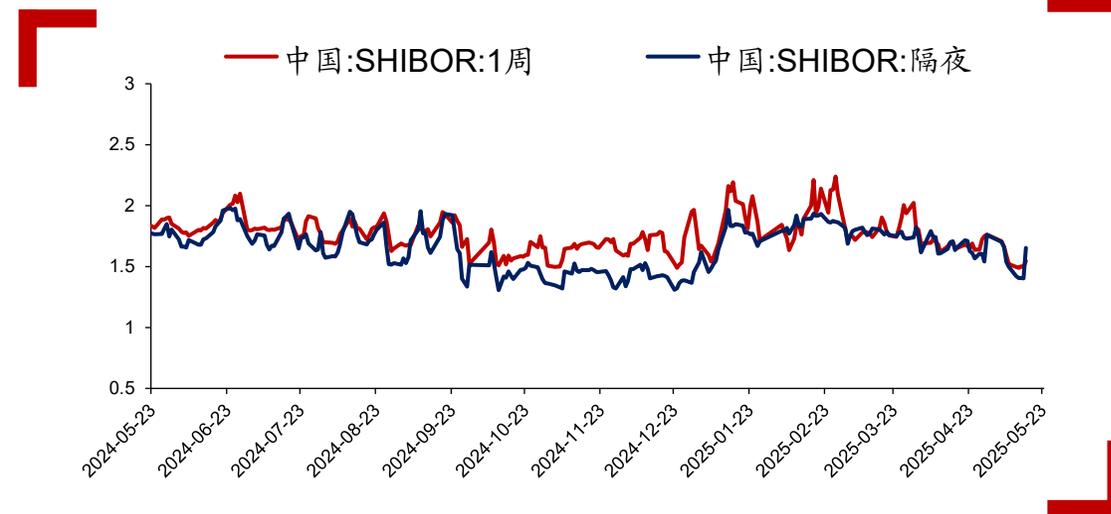
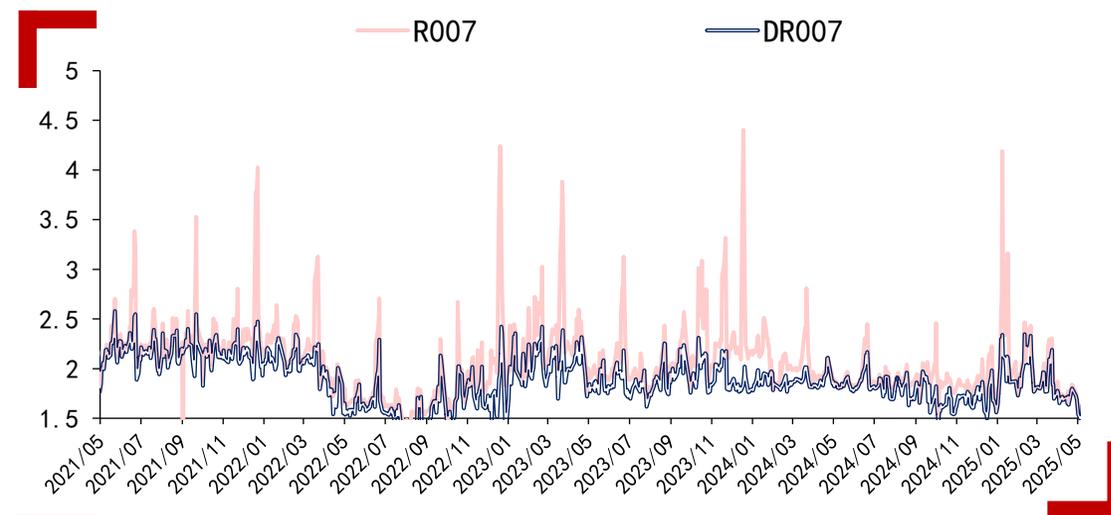
资金市场情况

资金面统计数据 (2025.5.19-2025.5.23)

● 央行流动性投放加码，资金面逐渐修复

◆ 在央行加码流动性投放的背景下，资金面延续渐进修复趋势，不过在税期走款首日边际收紧。周一至周四期间，隔夜利率由上周五的1.6%水平修复至1.4%-1.5%区间，DR001下行15bp至1.48%，R001下行13bp至1.53%；7天资金价格同样降至1.5%水平。周五（23日）在特别国债发行和税期走款首日的的影响下，资金面边际收敛，DR001、R001单日均上行9bp，分别至1.57%、1.61%。

◆ 本周隔夜和一周Shibor利率收于1.55%、1.65%，较上周分别变动-9.7、-13.5bps；隔夜及一周CNH Hibor利率收于1.58%、1.61%，较上周变动-7.5、-4.9个bps。

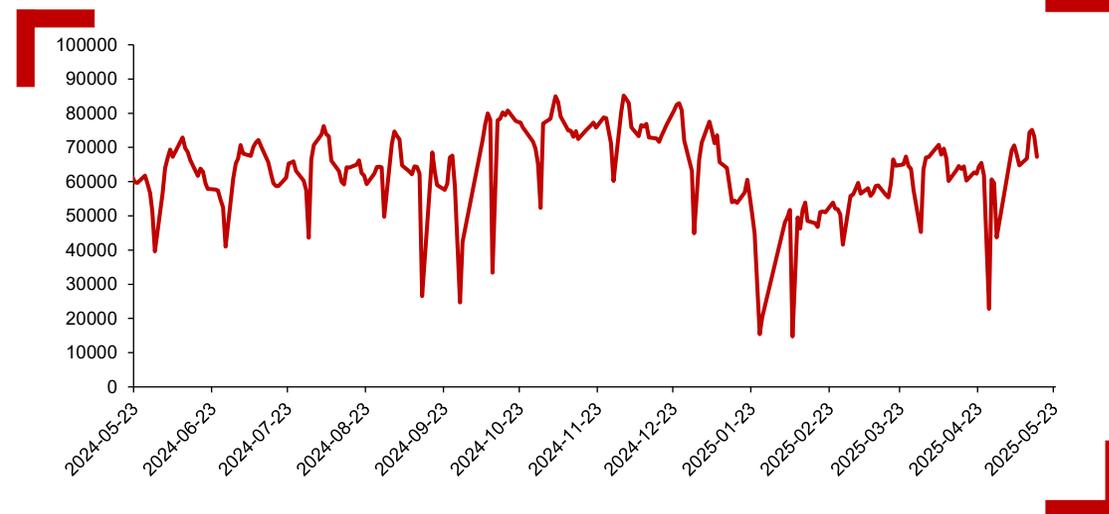
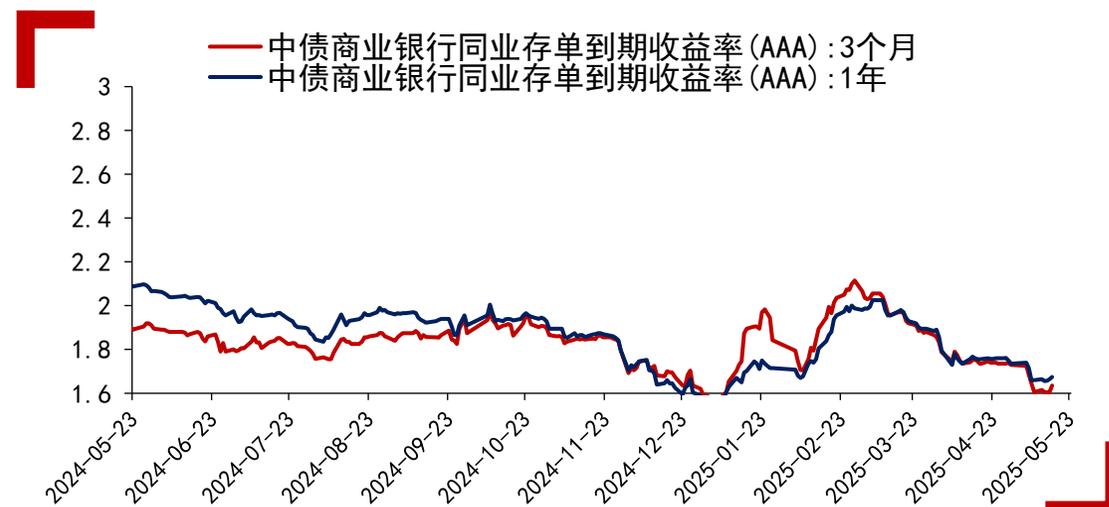


资金面统计数据 (2025.5.19-2025.5.23)

● 同业存单收益率周内略微上行

◆ **受资金面扰动，本周同业存单到期收益率略微上行。**受到资金面扰动，本周起存单一级市场开始提价发行，二级收益率快速跟进，3个月、6个月、1年期收益率分别上行2-3bp至1.66%、1.68%、1.71%。一级市场方面，同业存单加权发行利率为1.67%，较前一周上行2bp，此前连续两周环比下行6bp。**发行期限方面**，同业存单加权发行期限6.2个月，较上周有所拉伸。

◆ **随着资金面“先紧后松”，**银行间质押式回购平均成交量回落，由前一周的7.14万亿元降至6.72万亿元。



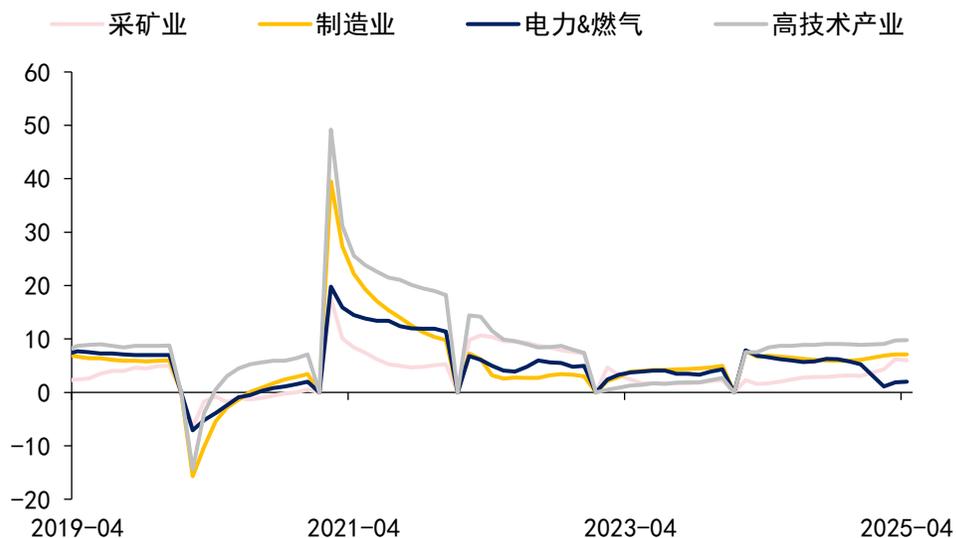


中国债券市场宏观环境 跟踪与展望

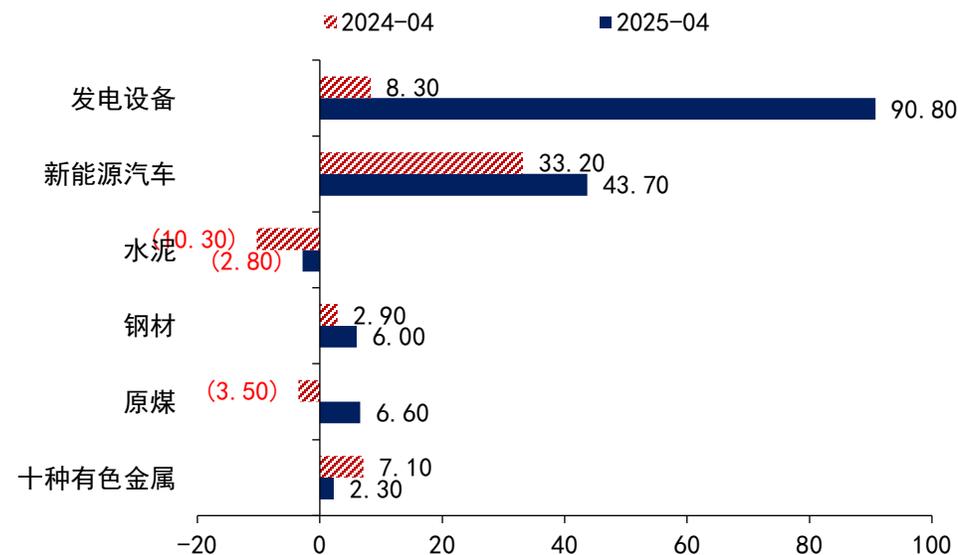
债券市场宏观环境跟踪 – 货币政策和经济基本面

- 1-4月工业增加值同比6.5%，当月同比6.1%，新兴产业增速快于传统产业，建筑业表现依然偏弱：发电量增速较低，仅为0.9%，粗钢产量同比降至0%（前值4.6%），水泥同比降至-5.3%（前值2.5%）；汽车产量同比8.5%（前值8.4%）维持较高增速；强势领域太阳能电池（33.4%）、工业机器人（51.5%）保持大双位数高增长，发电设备产量同比增速甚至达三位数。

工业增加值及分项同比增速 (%)



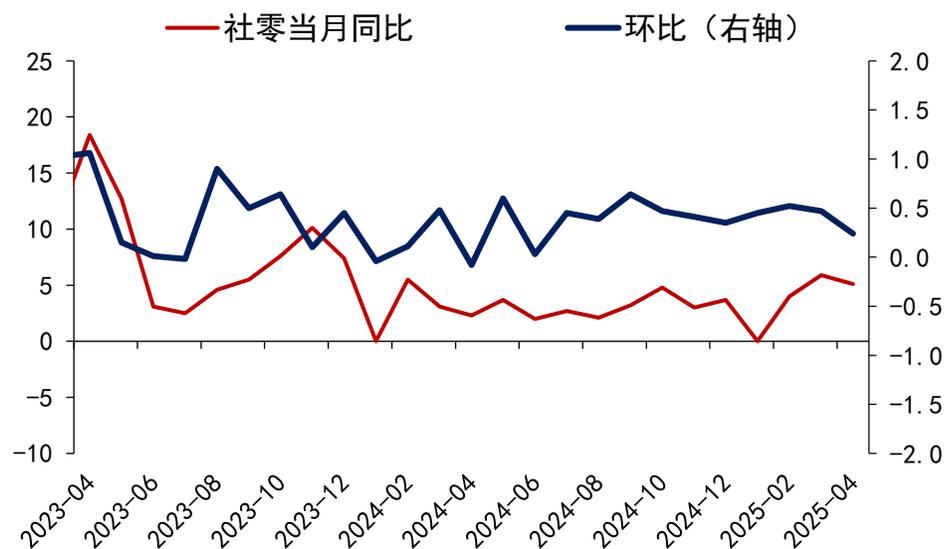
主要工业品产量增速与去年同期对比 (%)



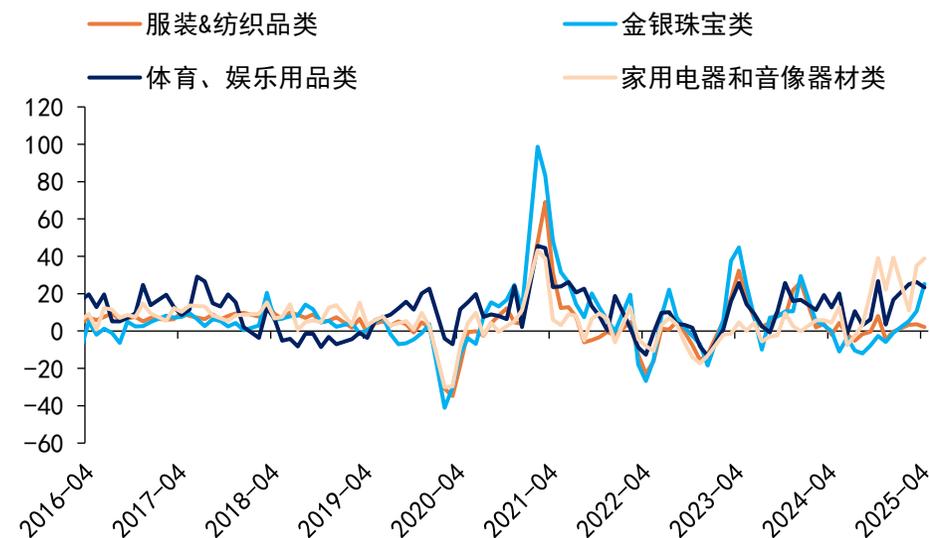
债券市场宏观环境跟踪 – 货币政策和经济基本面

- 4月社会消费品零售总额同比增速为5.1%，低于前值5.9%，“以旧换新”支持板块依然维持强势：
- 同比增速较高的主要是家电（38.8%）、家具（26.9%）、手机（19.9%）、体育娱乐用品（23.3%）、文化办公用品（33.5%）、金银珠宝（25.3%）。反应“以旧换新”政策支撑下，可选消费表现仍将维持较高增速；但近期地产销售数据不佳，可能会在后续影响家电和家具销售额。

社零同比增速走势 (%)



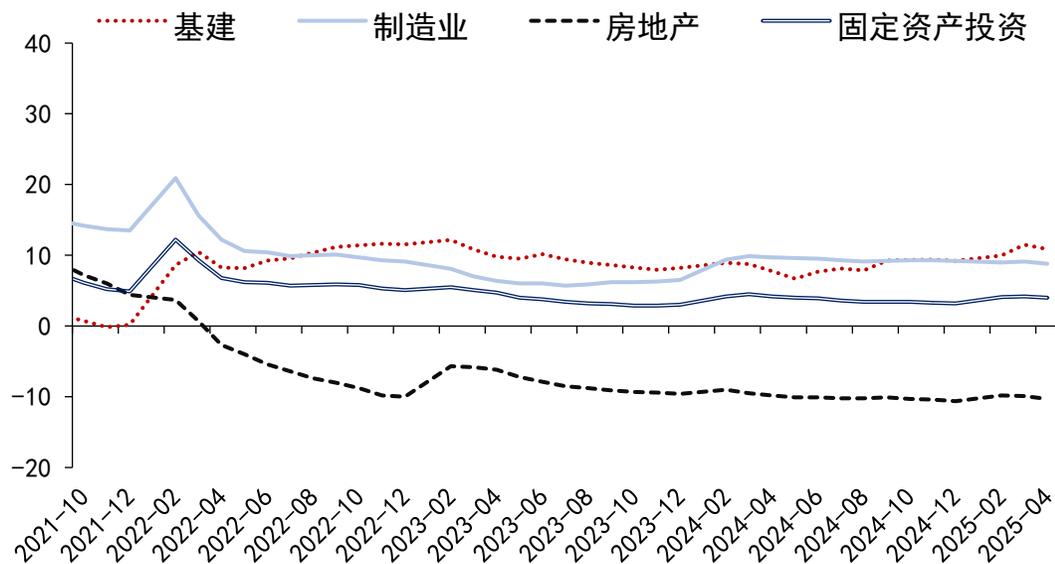
多数可选消费分项反弹 (%)



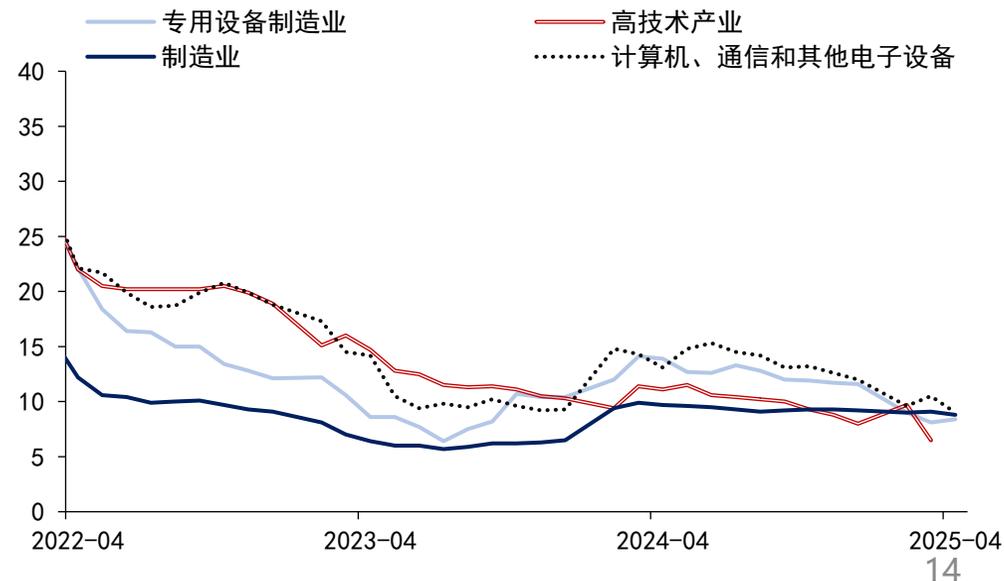
债券市场宏观环境跟踪 – 货币政策和经济基本面

- **4月固定资产投资同比3.6%（前值4.3%）；分项来看，制造业、大口径基建、地产同比均低于前值。**
- **基建方面**，大口径基建投资当月同比9.6%，前值12.6%；小口径基建投资（不含电力）同比5.8%（前值5.9%）。**制造业同比8.2%（前值9.3%）**，其中设备更新和高技术产业仍是主要支撑，设备工器具购置1-4月的累计涨幅达到18.2%（前值18%）。

固定资产投资主要分项同比走势 (%)



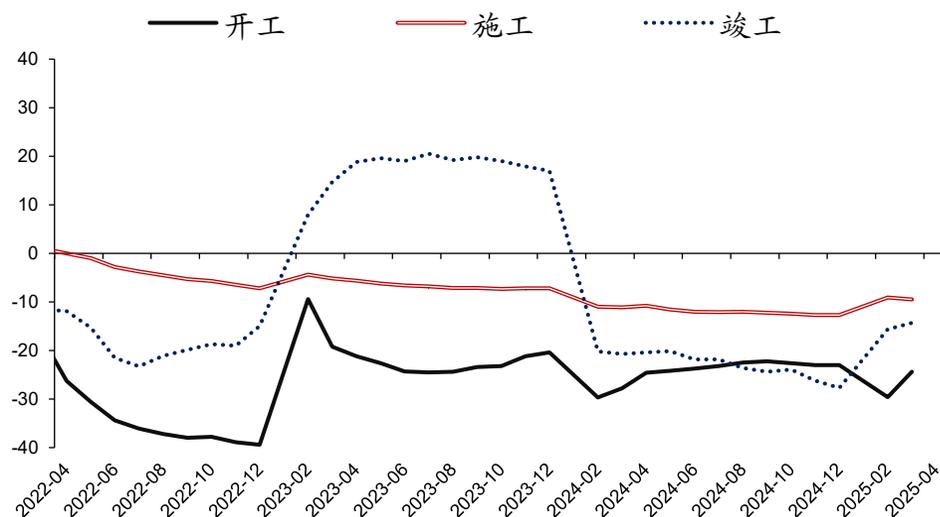
制造业投资主要分项同比 (%)



债券市场宏观环境跟踪 – 货币政策和经济基本面

- 房地产开发投资累计同比-11.3%，新开工、施工、竣工累计同比-23.8%、-9.7%、-16.9%，前值分别为-24.4%、-9.5%、-14.3%。
- **4月全国城镇调查失业率为5.1%**，较1-3月回落0.1个百分点，或由于4月工业、服务业保持较高生产景气，用工需求积极吸纳农民工等群体就业。

地产投资主要分项同比走势 (%)

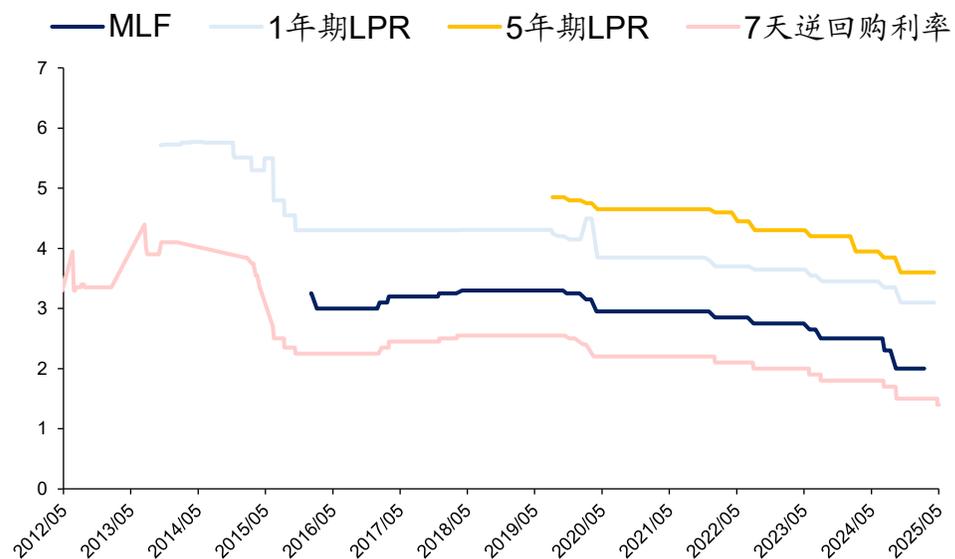


城镇调查失业率走势 (%)



债券市场宏观环境跟踪 – 货币政策和经济基本面

- **美元指数过去一周以来回落至100下方，但离岸人民币汇率在美元持续走弱和央行稳汇率工具发力背景之下逐渐企稳，周五最终收于7.25下方；展望二季度，从政治局表述来看，Q2增量政策将聚焦金融让利实体，降准降息操作或即将到来。**
- 本周央行公开市场净投放12000亿元，其中逆回购合计净投放4600亿元；MLF投放5000亿元；2M和3M国库定存各投放1200亿元。



中国债券市场周度总结与展望

● 基本面展望

- 4月经济数据反应在外生冲击下，实际增长虽有放缓但仍韧性较强，其中一些新兴产业领域产品扩张较快；但物价中枢偏低和地产销售持续回踩，反应内需依然偏弱。
- 展望后市，物价偏低带来实际利率偏高，或是投资端和地产销售端偏弱的重要原因。上述特征意味着未来政策想要经济“补短板”，主要措施便是在投资和地产端发力。

● 货币政策展望：经济有效需求不足，宽货币政策仍将持续

- 汇率方面，我们此前曾提示，央行对于稳定人民币汇率具有充足的工具储备，逆周期因子、外汇掉期等一系列将对人民币汇率支撑；而随着日元和欧元走强，美元指数已经回落100下方，人民币贬值压力在短期内仍相对可控，因此外部冲击短期内将不再掣肘货币宽松力度。
- 短期来看，货币政策仍然要继续配合财政发债，流动性易松难紧，当前可能更多的是机构预期引发流动性的阶段性紧张。无论从对冲外部潜在风险的维度，还是从稳定国内资产价格的维度，宽松基调仍是重要基础。

● 债券市场展望：宽货币政策延续，二季度债牛可期

- 当前市场交易重心已经由基本面和货币/财政政策转向为关税。4月3日对等关税方案落地后，即将到来的可能是国家间的协商期，关税冲击可能经历升级与缓和之间的摇摆。但整体来看，债市仍处多头环境。而长端利率要突破区间震荡的下沿，最关键的是基本面趋弱的显性化。这是一个等待的过程，在此期间可优先选择高性价比品种，抓住模糊行情中的确定性。因此每当债市发生调整时，可能都是加仓久期的机会。

免责声明

所有投资均涉及风险，本演示文稿仅作培训用途，并不构成购买或认购任何投资产品的邀请或要约。此演示文稿的内容和信息乃从可靠来源搜集，浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）并不保证其准确性、完整性或者正确性。浙商国际亦不会对任何人士因倚赖此演示文稿全部或任何部分内容而引致的任何损失负上任何责任。

本演示文稿版权仅为本公司及其关联机构所有，任何机构或个人于未经本公司或其关联机构书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关法规。