



两会扩内需、核心 CPI 转负，财政积极增加债市调整风险

——利率拐点系列一——

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号

宏观事件

近期国债期货经历较大跌幅，截止 3 月 7 日收盘 TL、T、TF、TS 分别从近期最高点分别回落 4.2%、1.78%、1.35% 和 0.89%。央行货币政策的相对谨慎和金融数据的改善带来国债期货调整。

核心观点

■ 流动性供给不宽松

央行货币政策趋于谨慎。2024 年我国货币政策层面出现了较大转变，央行更加注重公开市场的货币政策信号传导，一方面央行通过二级市场国债买卖，调节市场的流动性供给。另一方面，7 月份调整了政策框架，从“MLF→LPR”转向了“OMO→LPR”，12 月中央工作会议上将货币政策从“稳健”转向了“宽松”。但是自 2025 年年初以来，资金一直处于紧平衡状态，央行大幅净回笼资金，资金价格明显抬升；在期现倒挂的背景下，银行体系流动性压力逐渐加大，推动国债期货调整。

美联储货币边际趋紧，降低货币政策空间。去年四季度以来，美联储持续降低宽松预期，从去年 9 月 50 个基点的降息到今年 1 月的不降息，叠加缩表（QT）政策的延续，美元流动性处在相对紧张状态，一定程度上降低了人民银行货币政策空间，四季度货币政策报告指出，“择机调整优化政策力度和节奏”，抬升了对降准延迟的担忧，使国债期货回调。

■ 流动性需求渐扩张

金融数据显示中国经济复苏的曙光。1 月 M2 同比增长 7%，叠加社会融资规模增量达到历史同期最高水平，提升了市场对经济改善的预期。结构上看，企业中长期贷款和居民住房贷款的扩张反映出投资和消费需求逐步回暖。关注 3 月份政策的持续发力可能，经济有望进一步回升。

股债跷跷板效应增加了国债期货压力。春节期间中国 DeepSeek 的问世，点燃市场对于中国人工智能行业扩张的热情，在科技股上涨引领下 A 股关键指数全面上涨，市场风险偏好出现了显著抬升。供给数据显示，年初以来政府债的发行提速增加了利率品的供给，增加了供需不平衡，提升了股债跷跷板效应的表现，在国债期货主力合约切换的窗口对价格形成压力。

■ 国债期货策略

单边：回购利率上升，国债期货价格震荡走跌，2506 合约谨慎偏空。

套利：关注基差走阔。

套保：中期存调整压力，空头可采用远月合约适度套保。

风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
流动性供给不宽松	4
央行货币政策趋于谨慎	4
美联储货币边际趋紧，降低货币政策空间	6
流动性需求渐扩张	9
金融数据显示中国经济复苏的曙光	9
股债跷跷板效应增加了国债期货压力	11
国债期货策略	13
两会国债供给侧影响	16
两会地方债供给侧影响	17

图表

图 1：利率走廊 单位：%	5
图 2：社融存量分项增速 单位：%YoY	5
图 3：同业存单利率 单位：%	5
图 4：7 天逆回购净投放量 单位：亿元	5
图 5：同业存单总发行和偿还量 单位：亿元	6
图 6：公开市场货币净投放 单位：亿元	6
图 7：CPI 和核心 CPI 同比 单位：%YoY	6
图 8：CPI 的食品和能源分项 单位：%YoY	6
图 9：2 月新增非农回升至 15.1 万 单位：万人	7
图 10：2 月失业率回升至 4.1% 单位：%	7
图 11：美元指数随债务升高走强 单位：无	8
图 12：美债和 MBS 产品变动走势 单位：百万美元	8
图 13：全球央行加降息统计 单位：次数	9
图 14：货币流动性受 M1 走低影响较大 单位：%YoY	10
图 15：基础货币和货币乘数 单位：倍，万亿	10
图 16：企业和居民信贷走势 单位：亿元	11
图 17：社融规模和政府杠杆率 单位：无	11
图 18：国债期货主力连续合约收盘价走势 单位：元	12
图 19：股债走势对比 单位：无	12
图 20：同业存单到期收益率变动(季度: 右轴) 单位：%	13
图 21：SHIBOR 利率走势变动(季度: 右轴) 单位：%	13
图 22：各品种的跨期价差走势 单位：元	14
图 23：国债收益率曲线(月度: 右轴) 单位：%	14

图 24：跨品种价差走势(3T-TL：右轴) 单位：元.....	14
图 25：近月 IRR 走势 单位：%	14
图 26：T 近月净基差 单位：元.....	14
图 27：TL 近月净基差 单位：元.....	14
图 28：TS 近月净基差 单位：元.....	15
图 29：TF 近月净基差 单位：元.....	15
图 30：TS 近月基差 单位：元.....	15
图 31：TF 近月基差 单位：元.....	15
图 32：T 近月基差 单位：元.....	15
图 33：TL 近月基差 单位：元.....	15
图 34：国债发行量 单位：亿元	16
图 35：各月国债发行占全年比例 单位：%.....	16
图 36：地方债发行量 单位：亿元	17
图 37：各月地方债发行占全年比例 单位：%.....	17

流动性供给不宽松

央行货币政策趋于谨慎

2024 年，中国货币政策发生了显著变化，央行在政策框架和操作方式上进行了多项调整，旨在更好地传导货币政策信号并调节市场流动性。在流动性管理方面，央行更加注重通过公开市场操作来传递政策信号。通过二级市场买卖国债，央行直接调节市场的流动性供给，增强了政策传导的效率。2024 年 7 月，央行对货币政策框架进行了重要调整，从传统的“MLF（中期借贷便利）→LPR（贷款市场报价利率）”模式转向了“OMO（公开市场操作）→LPR”模式。这一调整使得央行能够更灵活地通过短期流动性工具来影响中长期贷款利率，从而更精准地调控市场利率水平。在 2024 年 12 月召开的中央经济工作会议上，货币政策的基调从“稳健”转向了“宽松”，反映了央行在经济复苏过程中对流动性支持的重视，尤其是在全球经济不确定性增加的背景下，央行希望通过宽松的货币政策来稳定经济增长。

然而，自 2025 年年初以来，资金面却一直处于紧平衡状态。央行通过公开市场操作大幅净回笼资金，导致市场流动性明显收紧。资金价格的抬升进一步加剧了市场的紧张情绪，尤其是在期现倒挂的背景下，银行体系的流动性压力逐渐加大，推动了国债期货的调整。央行在 3 月 7 日通过公开市场操作净回笼了 8813 亿元，银行体系超储消耗压力未缓解，实际流动性力度有限。国有大行的融出规模虽有边际修复，但整体资金水位仍处于低位。政府债缴款高位、资金跨月等因素进一步加剧了资金面的摩擦，导致非银机构的资金压力增加，资金分层现象明显。

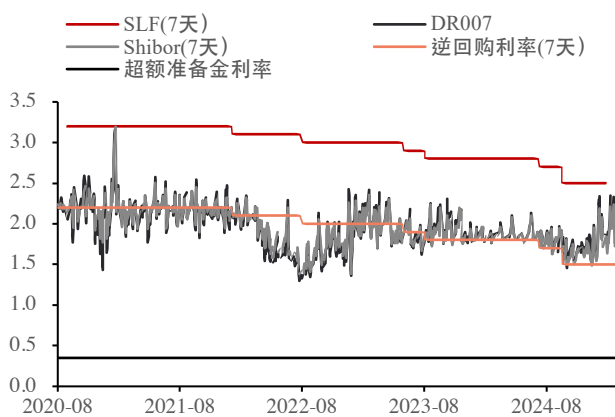
存单市场方面，截止 3 月初，2025 年存单到期规模超过 4 万亿元，供给端压力显著增加。与此同时，需求端在资金预期走弱的背景下难以快速修复，导致存单收益率持续上行。尽管 2% 的存单收益率已经具备一定的吸引力，适合长期配置资金逐步入场，但对于短期交易资金来说，持有体验可能不佳。因此，建议短期交易资金等待资金面预期好转后再考虑介入。

3 月以来，市场流动性仍受到政府债券发行、财政支出节奏及央行操作的多重影响，整体维持紧平衡状态，但边际上有所改善。政府债券月度发行规模接近 1.7 万亿元，缴款压力对银行体系形成流动性挤压，使得短期市场资金需求增加。与此同时，财政支出进度加快，对市场流动性的回笼作用有所增强。在银行间市场，同业存款外流的压力较 2 月有所缓和，国有大行的融出规模回升至 2 万亿元附近，使得短端资金面的扰动高峰可能已逐渐过去。不过，由于 MLF3 月到期规模达 3870 亿元，加上买断式逆回购到期，合计流动性回笼规模近 1.1 万亿元，导致中长期流动性仍存一定压力。DR007 价格

在3月初有所回落，但受政府债券缴款影响，预计短期内难以出现大幅宽松的局面。此外，若降准落地，可能会一定程度缓解银行体系的资金压力，但考虑到汇率因素及外部环境，总量降息的时点仍可能延后。综合来看，3月的流动性仍面临一定挑战，短期虽有财政支出带来的缓冲作用，但政府债务缴款压力、MLF回笼以及市场整体杠杆需求回升，仍可能使资金价格维持震荡偏紧的状态。

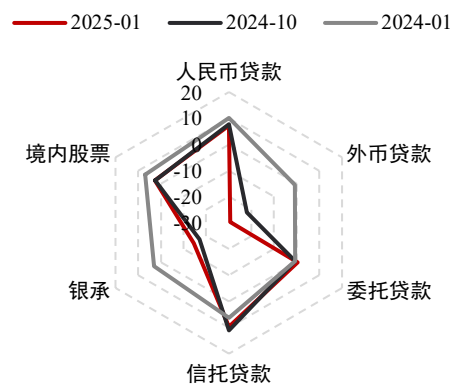
2024-2025年中国货币政策的演变将对市场产生了深远影响。央行在政策框架和操作方式上的调整，虽然增强了政策传导的效率，但也带来了资金面的紧平衡状态。未来，市场需密切关注央行的政策动向，以应对可能的市场波动和流动性挑战。

图1：利率走廊 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图2：社融存量分项增速 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3：同业存单利率 | 单位：%



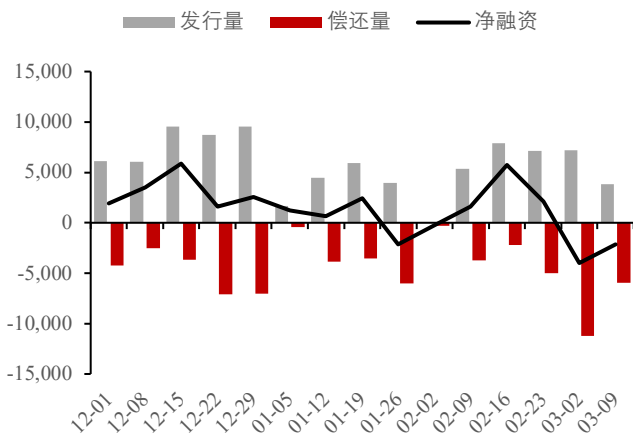
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：7天逆回购净投放量 | 单位：亿元



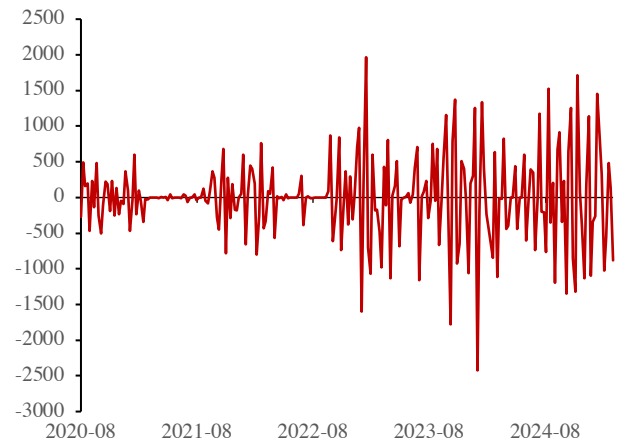
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：同业存单总发行和偿还量 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：公开市场货币净投放 | 单位：亿元

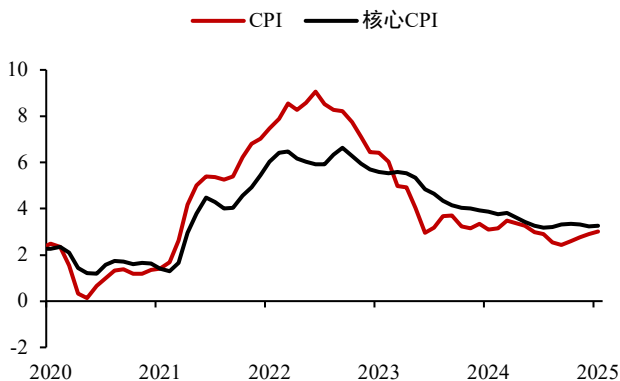


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美联储货币边际趋紧，降低货币政策空间

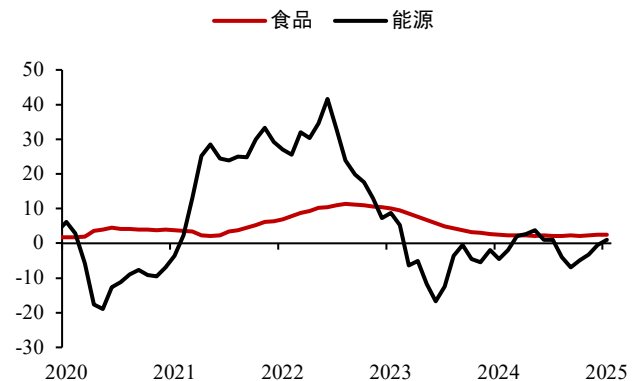
美联储在1月的会议纪要中明确表示，在通胀持续明显下降之前，将暂停降息，并继续关注资产负债表问题。这一决策的背景是1月美国CPI通胀数据全面超预期上升。总体CPI同比上涨3%，核心CPI同比上涨3.3%，显示出通胀压力已经从波动较大的能源和食品领域扩展至核心服务与非耐用商品领域。住房成本、运输及娱乐服务的强劲表现，进一步加剧了通胀压力。剔除食品、能源和住宅后的通胀环比升至0.5%，表明价格压力已经渗透至经济的深层结构。核心通胀的走强导致市场大幅下调了对美联储降息的预期。如果通胀的粘性持续，美联储将更加谨慎，经济软着陆的不确定性也随之增加。

图 7：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

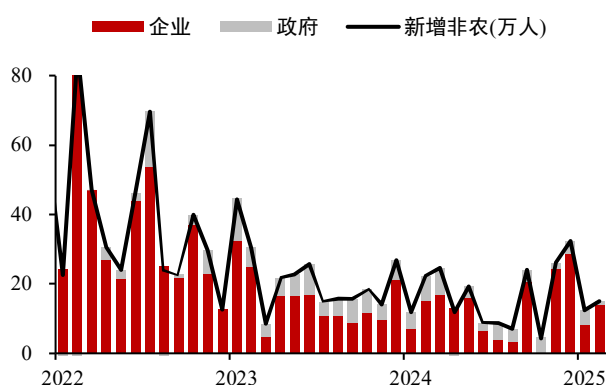
图 8：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

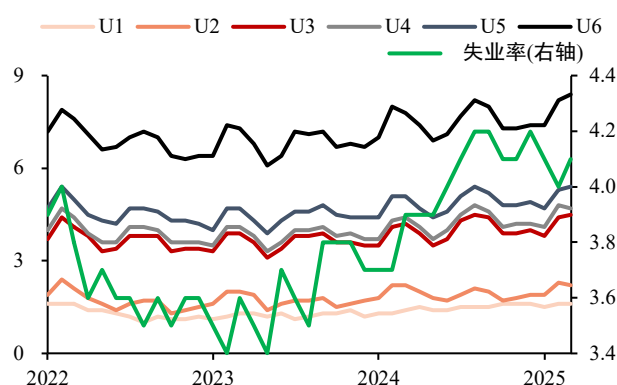
3月7日，2月非农就业人口增加15.1万人，预期16万人；失业率回升至4.1%，前值为4.0%，超预期。全职就业人数减少，而兼职人数和长期失业人口上升，叠加联邦政府裁员和贸易政策的不确定性，劳动力市场的韧性一定程度被削弱。近期来看，就业数据整体偏弱，美联储降息预期仍然存在，市场预计年内可能降息50~75个基点，首次降息可能在5月或6月，随后在9月和12月再次降息。然而，由于通胀和就业数据并未显示出明显的衰退迹象，美联储在短期内可能保持观望态度，等待更多通胀缓解的证据，结合未来的CPI、PCE数据，以决定是否采取降息行动。

图9：2月新增非农回升至15.1万 | 单位：万人



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图10：2月失业率回升至4.1% | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

与此同时，美联储的缩表政策也在持续推进。1月的会议纪要显示，美联储讨论了缩表结束后的国债购买策略，重点是长债和短债的组合问题。多位与会者认为，在美国债务上限问题解决之前，暂停或放缓缩表可能是合适的。这意味着美联储结束缩表的时间或许会比市场预期的要早。缩表政策的放缓或暂停将直接降低国债利率，释放更多流动性，从而增强经济的韧性。这一政策调整的可能性对全球金融市场，尤其是国债市场，具有重要影响。

美联储货币政策的边际趋紧对全球流动性环境产生了显著影响。随着美联储从去年四季度开始逐步降低宽松预期，美元流动性进入相对紧张状态。这种紧张状态不仅影响了美国国内经济，也对全球其他央行的货币政策空间形成了挤压。由于美元是全球最主要的储备货币和贸易结算货币，美元流动性的收紧直接导致全球资本市场的融资成本上升，尤其是新兴市场经济体面临更大的资本外流压力。在这种背景下，中国人民银行的货币政策空间也受到了限制。四季度货币政策报告中的表述——“择机调整优化

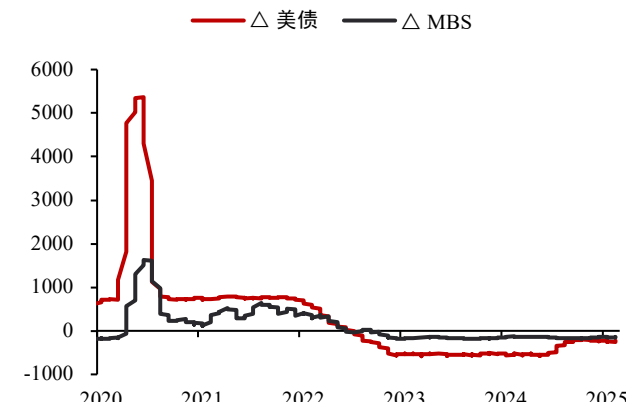
政策力度和节奏”——反映出央行在外部环境不确定性增加的情况下，对货币政策宽松节奏的谨慎态度。市场对降准延迟的担忧逐渐升温，这种担忧在国债期货市场上得到了直接反映，国债期货价格出现了明显回调。美元流动性的紧张不仅影响了中国的货币政策空间，也对全球其他经济体的货币政策形成了制约，尤其是那些依赖外部融资的经济体，可能面临更大的货币贬值和资本外流风险。

图 11：美元指数随债务升高走强 | 单位：无

图 12：美债和 MBS 产品变动走势 | 单位：百万美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院



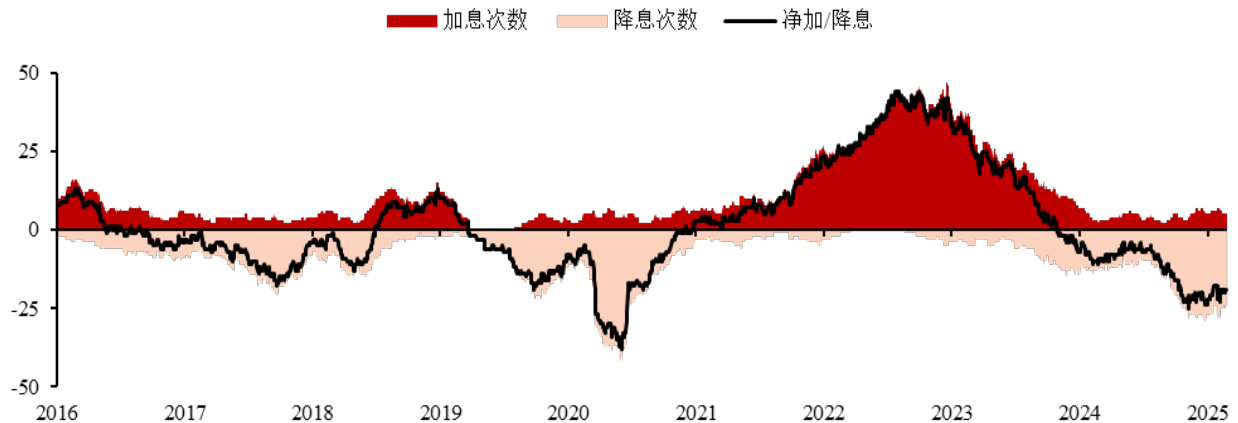
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

在中国，美联储的紧缩政策通过影响全球流动性环境，间接影响了中国国债市场。由于美元流动性的紧张，中国人民银行的货币政策操作空间受到限制，市场对降准的预期被推迟。这种政策预期的变化直接导致了国债期货市场的回调。国债期货价格的下跌反映了市场对流动性收紧的担忧，尤其是在资金面持续偏紧的背景下，短端利率上行压力向长端传导，进一步加剧了国债市场的调整压力。未来，如果美联储继续维持紧缩政策，全球流动性环境将进一步收紧，中国国债市场可能面临更大的压力。这种压力不仅体现在利率上行风险上，还可能通过资本外流和汇率波动等渠道对国内金融市场形成冲击。

然而，如果美联储放缓或暂停缩表，释放更多流动性，全球流动性环境将得到改善。美联储缩表政策的调整将直接降低美元融资成本，缓解全球资本市场的流动性压力。对于中国国债市场而言，这将是一个积极的信号。流动性环境的改善将有助于降低国内资金面的紧张程度，缓解利率上行压力，从而为国债市场提供一定的支撑。此外，如果美联储在未来选择降息或放缓缩表，市场对全球经济增长的预期可能改善，风险偏好回升，资金可能重新流向债券市场，尤其是中长期国债的配置需求将得到提振。因此，中国国债市场在经历短期调整后，可能迎来一定的反弹机会。总体而言，美联储货币政策的转向和缩表政策的持续推进对全球流动性环境产生了深远影响，进而影

响了中国国债市场。未来，市场需要密切关注美联储的政策动向，尤其是缩表政策的调整和通胀数据的变化，以更好地把握国债市场的走势。

图 13：全球央行加降息统计| 单位：次数



数据来源：FRED 华泰期货研究院

流动性需求渐扩张

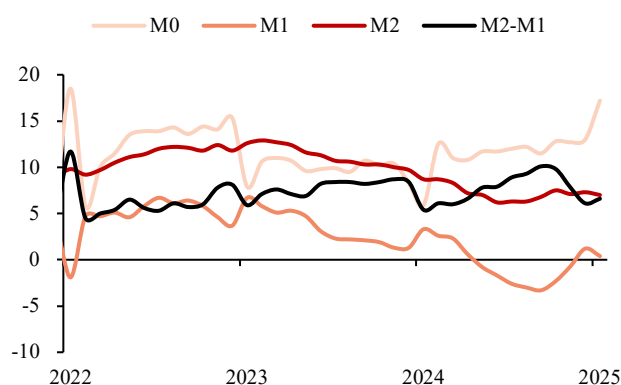
金融数据显示中国经济复苏的曙光

1月金融数据的发布为市场带来了积极的信号，M2同比增长7%，社会融资规模增量更是达到历史同期最高水平，显著提升了市场对经济改善的预期。从结构上看，企业中长期贷款和居民住房贷款的扩张尤为突出，反映出投资和消费需求正在逐步回暖。这一趋势表明，尽管经济复苏的进程可能较为缓慢，但内需的恢复正在为经济增长提供重要支撑。结合3月最新政府工作报告的政策方向，2025年财政政策将更加积极，通过统筹财政收入、债务等多类财政资金，确保资金精准投向实体经济，进一步增强内需增长动能。与此同时，货币政策将继续保持适度宽松，注重流动性充裕和价格水平稳定，适时降准降息，以支持社会融资需求的持续回升。此外，扩大内需战略将与投资效率提升并行推进，通过大规模消费支持和基础设施投资优化，推动消费和投资形成良性循环，尤其是在房地产市场存量去化、数字经济创新以及新兴产业发展方面，政策支持将进一步加码，助力经济稳步复苏。

从资金面来看，尽管央行在 2025 年初保持了中性偏收敛的政策基调，流动性供给并未显著宽松，但金融数据的改善表明市场对经济复苏的信心正在增强。1 月 M1 增速由负转正，企业活期存款的增长显示出经济活动有所恢复。与此同时，M2 增速虽小幅回落，但仍保持在 7% 的水平，表明整体流动性环境依然较为充裕。社会融资规模的显著增长，尤其是政府债券和企业债券融资的增加，进一步改善了利率品的供需平衡，为经济复苏提供了有力支持。这些数据表明，尽管资金面短期内可能仍面临一定的压力，但金融体系对实体经济的支持力度正在逐步增强。

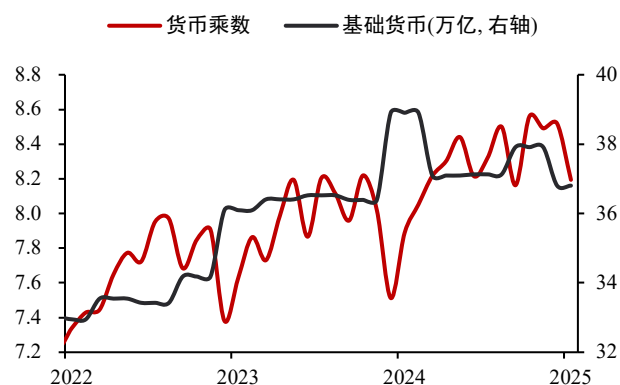
展望未来，随着政策支持的持续加码和金融数据的向好，中国经济复苏的基础正逐步夯实。尽管短期内流动性供给保持中性偏收敛，资金面仍面临一定压力，但企业活期存款增长、M1 增速由负转正，以及社会融资规模的显著提升，均表明市场信心正在回暖。2025 年，财政政策将更加积极，货币政策适度宽松，预计流动性环境将保持稳健，以支持实体经济扩张。同时，扩大内需、促进投资效率提升，以及房地产、数字经济和新兴产业的政策扶持，将进一步增强经济增长动能。随着政府债券和企业债融资的改善，利率水平趋稳，金融体系对实体经济的支持力度有望进一步增强，为经济复苏提供更加坚实的保障。

图 14：货币流动性受 M1 走低影响较大 | 单位：%YoY



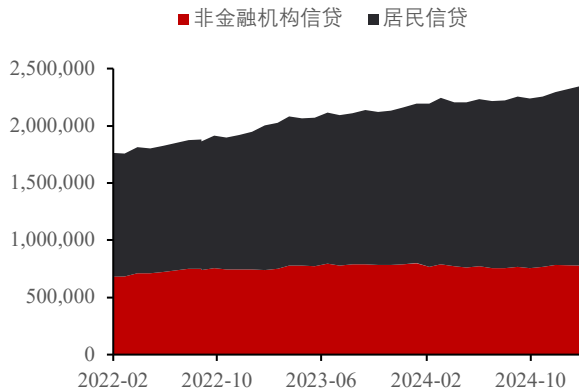
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：基础货币和货币乘数 | 单位：倍，万亿



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：企业和居民信贷走势 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 17：社融规模和政府杠杆率 | 单位：无



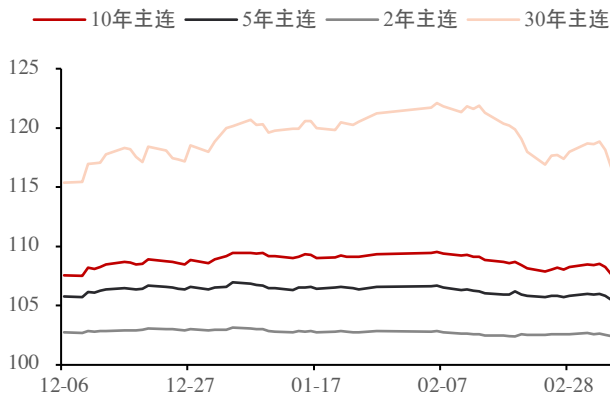
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

股债跷跷板效应增加了国债期货压力

春节期间，中国人工智能公司 DeepSeek 的问世，点燃了市场对中国人工智能行业扩张的热情。这一事件不仅推动了科技股的上涨，还引领 A 股关键指数全面上涨，市场风险偏好出现了显著抬升。投资者对科技行业的乐观情绪迅速蔓延，资金大量涌入股市，尤其是科技板块，进一步推高了市场整体表现。与此同时，供给端的数据显示，年初以来政府债的发行节奏明显加快，尤其是专项债和再融资债的发行规模较大，进一步增加了利率债的供给。这种供给的增加在需求相对疲软的情况下，加剧了供需失衡，限制了国债价格的上行。上周 A 股成交额突破 2 万亿元，显示出资金明显流向股市，进一步加剧了股债跷跷板效应，国债期货价格因此承压。

此外，供给端的压力也在持续增加，年初以来政府债的发行节奏明显加快，尤其是专项债和再融资债的发行规模较大，进一步增加了利率债的供给。这种供给的增加在需求相对疲软的情况下，加剧了供需失衡，限制国债价格的上行。

图 18：国债期货主力连续合约收盘价走势 | 单位：元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 19：股债走势对比 | 单位：无

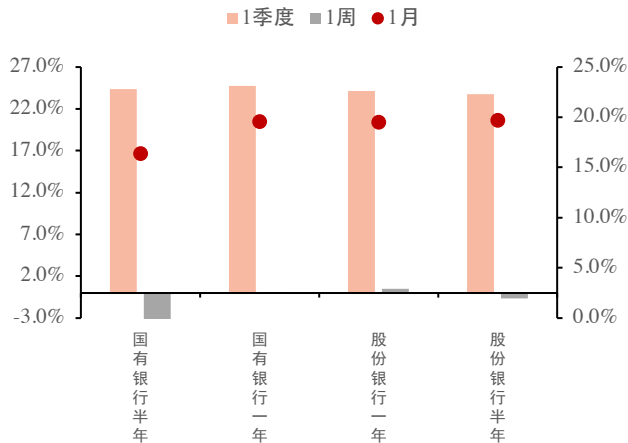


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

2024年12月至2025年1月初，受非银同业存款定价规范落地及货币政策适度宽松预期的影响，债券收益率经历了一轮大幅下行。然而，债市可能已经过度透支了2025年货币政策适度宽松的预期。从最新政府工作报告的政策方向来看，政府在2025年的重点将是“充实完善政策工具箱”，强调宏观调控的前瞻性、针对性和有效性。这表明，货币政策虽仍保持适度宽松，但不会采取过度刺激措施，预计利率下行空间有限。此外，财政政策的“更加积极”取向意味着政府将通过加大支出刺激经济，而非完全依赖货币宽松，这也将限制债市的进一步上涨空间。

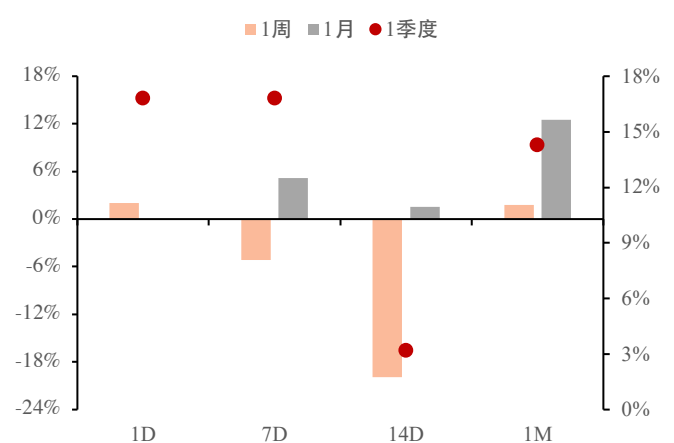
过去三年，中国经济受到房地产和股市下行的拖累，形成负循环，而2025年这一趋势可能迎来拐点。最新政府工作报告的政策提出，将采取更积极的房地产政策，配合财政支持，减轻房地产对经济的拖累。随着社会预期的企稳改善，消费和投资增速可能趋稳，同时，全球资本正重新评估中国科技行业的投资价值，股市明显回暖。这些因素将推动经济企稳甚至小幅反弹，对债市形成一定的利空影响。因此，阶段性债牛思维需要调整，市场需适应未来收益率曲线的重新定价。

图 20：同业存单到期收益率变动(季度: 右轴) | 位： %



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 21：SHIBOR 利率走势变动(季度: 右轴) | 单位： %



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

国债期货策略

资金面持续偏紧，利率中枢逐步抬升，形成典型的“熊平”格局。

从基本面来看，当前经济处于“弱修复”阶段，社融数据的结构性矛盾突出，居民部门信贷疲软，实体经济内生修复动能不足。货币政策虽然维持宽松基调，但宽松节奏出现边际变化，央行通过MLF缩量续作、OMO灵活对冲等手段逐步回收前期投放的超额流动性，市场对降准降息的预期有所降温。

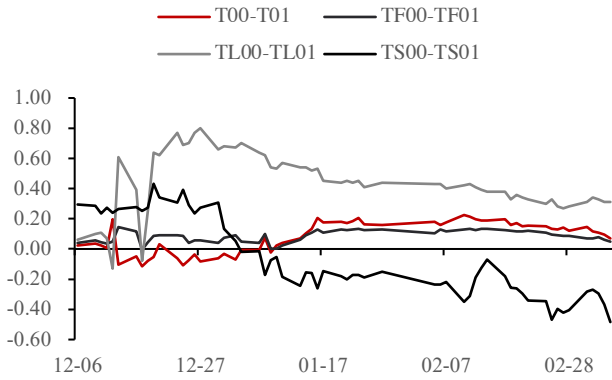
市场调整的节奏将充满波折。一是资金面并不会持续处于非常紧张的状态，部分时刻仍会阶段性转松。二是在私人部门内生性融资需求未明显改善的背景下，机构配置债券的需求仍然存在。三是去年末市场对于宏观政策的预期整体较高，若赤字率等关键指标未超市场预期，风险偏好面临回落压力。

策略方面，短期由于资金面持续偏紧，短端品种的调整压力正在向长端传导，建议短期内保持谨慎，适当减少多头仓位，以规避市场波动风险。中期策略：中期可逢低布局多单。尽管市场调整时间可能较长，但机构配置需求依然存在，利率上行至关键点位时多空博弈将加剧，部分时段可能出现利率下行机会，适合逐步布局中线多单，等待市场企稳后的反弹机会。

跨品种策略方面，收益率曲线熊平，短端利率已充分反映资金面紧张，但长端尚未完全反应利空，长端利率可能存在上涨趋势，建议关注多TF空T策略。期现策略方面，市场调整时间较长，机构欠配压力大，建议灵活使用空头套保策略对冲利率风险。TS套保成本较低，T和TL套保则受益于长端调整幅度更大。TS主力和次主力合约IRR较

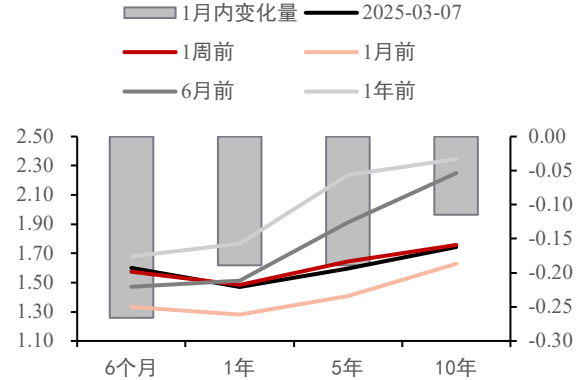
高，理论上存在正套机会，但因资金利率高且交割不便，正套机会有限。跨期方面，近期跨期价差中枢偏低，预计本期跨期价差将小幅上升。

图 22：各品种的跨期价差走势 | 单位：元



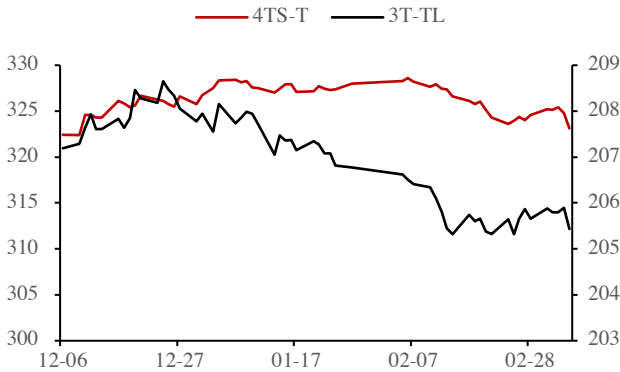
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 23：国债收益率曲线(月度：右轴) | 单位：%



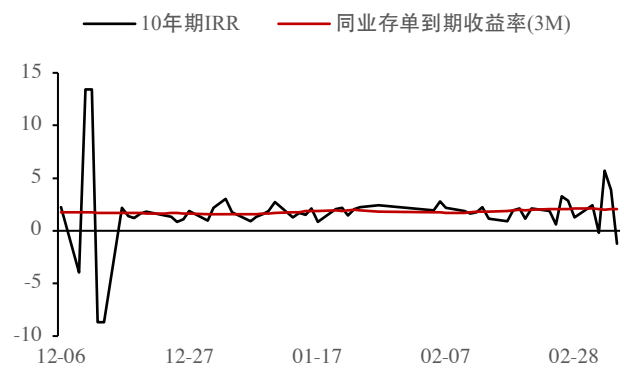
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 24：跨品种价差走势(3T-TL：右轴) | 单位：元



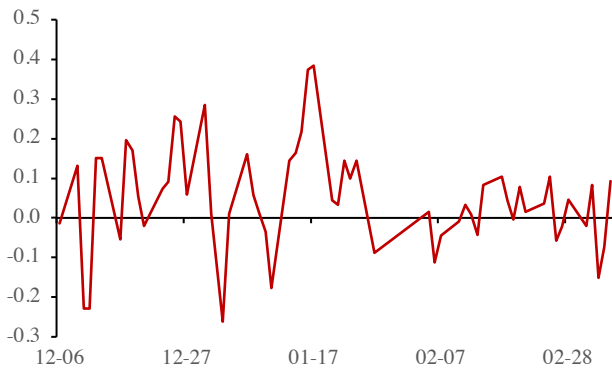
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 25：近月 IRR 走势 | 单位：%



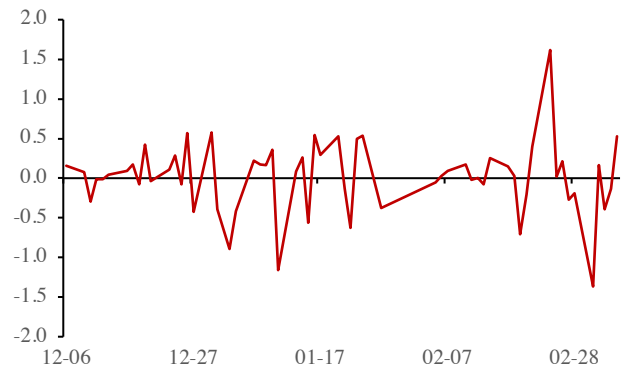
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 26：T 近月净基差 | 单位：元



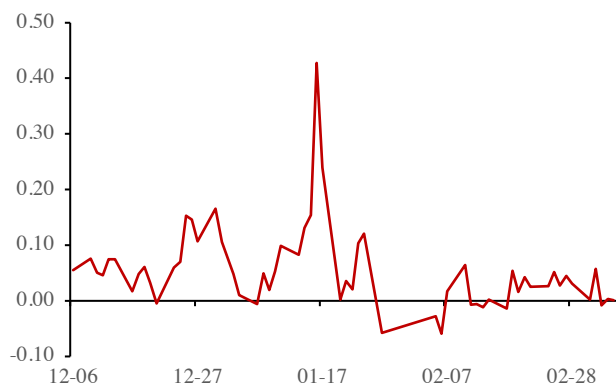
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 27：TL 近月净基差 | 单位：元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 28: TS 近月净基差 | 单位: 元



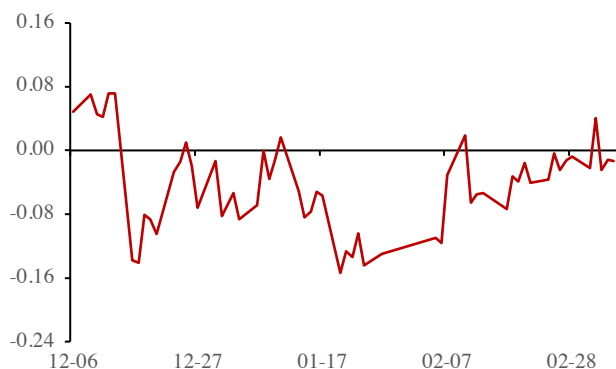
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 29: TF 近月净基差 | 单位: 元



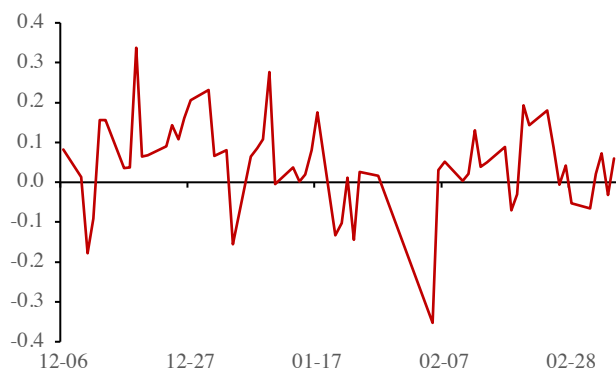
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 30: TS 近月基差 | 单位: 元



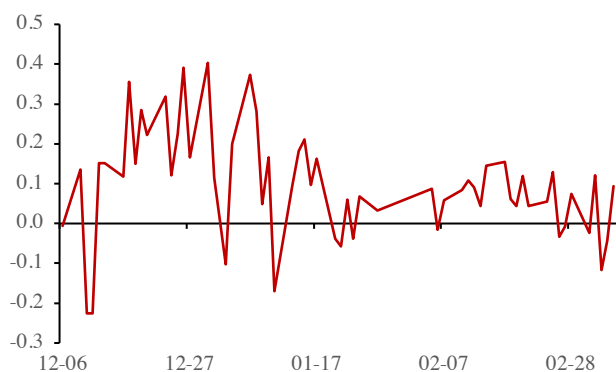
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 31: TF 近月基差 | 单位: 元



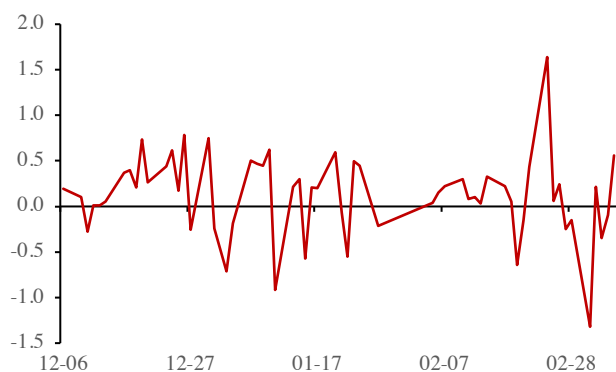
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 32: T 近月基差 | 单位: 元



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 33: TL 近月基差 | 单位: 元



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

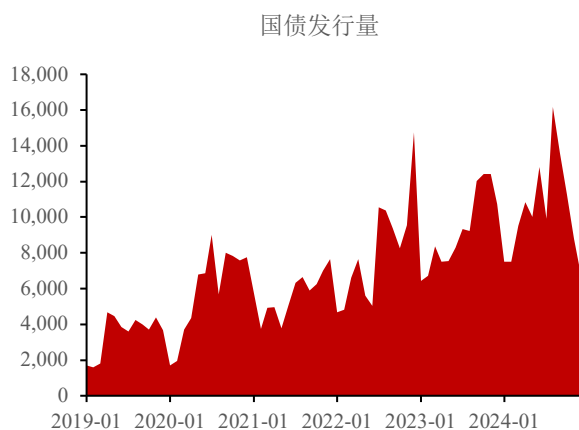
两会对国债供给侧影响

国债供需压力与期限结构调整

首先，国债发行全场倍数可能下降，主要原因在于供给增加和市场情绪的影响。首先，2025 年两会提出将发行 1.3 万亿元的超长期特别国债，这意味着国债的供给将大幅增加。供给的增加可能会导致市场对国债的需求相对不足，市场对超长期国债的需求可能会进一步减弱，从而导致全场倍数下降。特别是超长期特别国债的发行，由于其期限较长，市场需求相对有限，可能会进一步压低全场倍数。其次，市场情绪也会对全场倍数产生影响。如果市场对未来的经济前景或货币政策存在不确定性，投资者可能会减少对国债的配置，导致全场倍数下降。超长期特别国债的发行，由于其期限较长，市场对其未来收益的不确定性较大，可能会导致投资者持观望态度，进一步压低全场倍数。因此，对整体国债市场的价格产生下行压力。

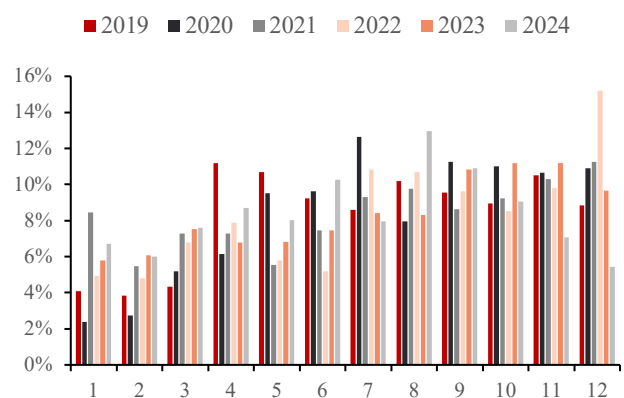
其次，国债发行期限结构将更加多样化，主要体现在超长期特别国债的发行和关键期限国债的发行规模可能增加。首先，2025 年两会提出将发行 1.3 万亿元的超长期特别国债，这将显著丰富国债的期限结构。超长期国债（如 30 年、50 年期）的发行次数相对较少，且每次发行规模较大。此次大规模发行超长期特别国债，将增加长期国债的供给，满足市场对长期资产的需求。超长期特别国债的发行不仅为投资者提供了更多的长期投资选择，也有助于优化国债的期限结构，使其更加多样化。国债发行期限结构的多样化对国债价格的影响主要体现在由于市场需求相对有限，长期国债价格可能承压。

图 34：国债发行量 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 35：各月国债发行占全年比例 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

两会对地方债供给侧影响

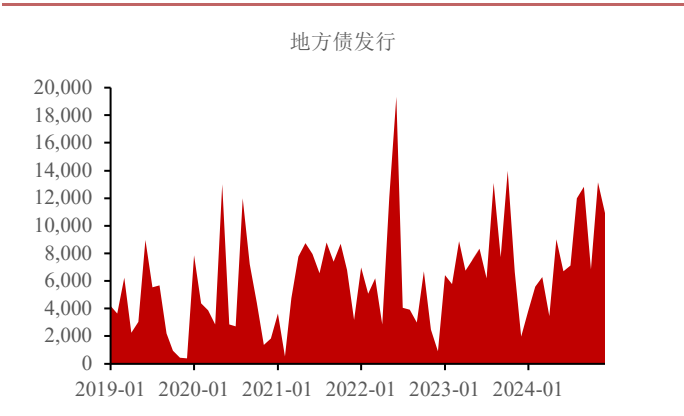
地方债供需变化与风险定价调整

首先，地方债发行利率可能保持稳定或略有上升。地方债发行利率一般较国债存在溢价，随着地方债发行规模的扩大，尤其是专项债券的大规模发行，市场对地方债的需求可能会相对不足，导致发行利率略有上升。同时，如果市场对未来的经济前景或货币政策存在不确定性，投资者可能会要求更高的风险溢价，从而导致地方债发行利率上升。专项债券的发行由于其偿债资金来源是项目收益，市场对其未来收益的不确定性较大，可能会导致投资者要求更高的风险溢价。

其次，同国债供给侧分析，随着地方债发行规模的扩大，供给增加而需求相对不足，将导致全场倍数下降。同时，如果市场情绪趋于谨慎，投资者可能会减少对地方债的配置，导致全场倍数进一步下降。专项债券的发行由于其期限较长，市场对其未来收益的不确定性较大，可能会导致投资者持观望态度，进一步压低全场倍数，从而抬高收益率。

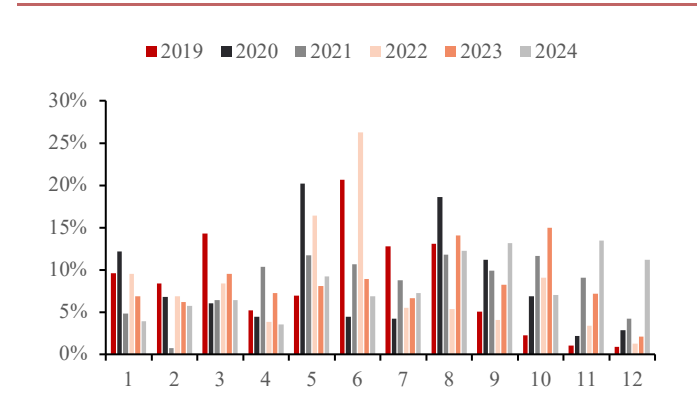
最后，专项债券的偿债资金来源是项目收益，因此其定价应与项目质量密切关。现今地方债的定价与窗口指导紧密联系，同一地区不同地方债一般没有差异。然而，随着专项债券的大规模发行，市场可能会更加关注项目质量，从而导致专项债券的定价出现差异。总体来看，地方债市场可能面临一定的下行压力，但供需平衡的可能性仍然存在，需警惕供给冲击带来的风险。

图 36：地方债发行量 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 37：各月地方债发行占全年比例 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com