

一、本周债市行情和宏观要点回顾

本周债市整体延续窄幅震荡格局，关税政策存在缓和预期叠加国内政策预期下，债市情绪略偏谨慎，短期难以走出单边行情，市场看多不做多。周五政治局会议政策基调偏向积极，但并未有明显增量部署，更多偏向加快存量政策落地，债市一度快速上涨，但尾盘涨幅收窄。总的来看，政策未超预期，但降准降息继续落空下，债市仍难走出震荡趋势。

具体来看，周一，4月LPR报价按兵不动，股市表现偏强下股债跷跷板效应仍较为明显，叠加税期走款资金面边际收敛，国债期货全线下跌，银行间主要利率债收益率普遍上行1-2个bp。周二，央行延续净投放呵护税期资金面，资金整体均衡向宽，传闻MLF投标区间下移，提振债市情绪，国债期货上涨。周三，公开市场延续小幅净投放，资金面均衡偏松，特朗普态度缓和称将大幅降低对华关税提振市场风险情绪，债市下跌，超长期特别国债发行在即下30年期国债压力较大。周四，特别国债发行正式开启，市场情绪整体稳定，国债期货小幅下跌，央行公告次日6000亿元MLF操作，货币政策对市场流动性的呵护态度支撑政府债券的顺利发行。周五，政治局会议召开，分析研究当前经济形势和经济工作，政策基调未超预期，但降准降息继续落空，资金面偏松，债市小幅上涨。

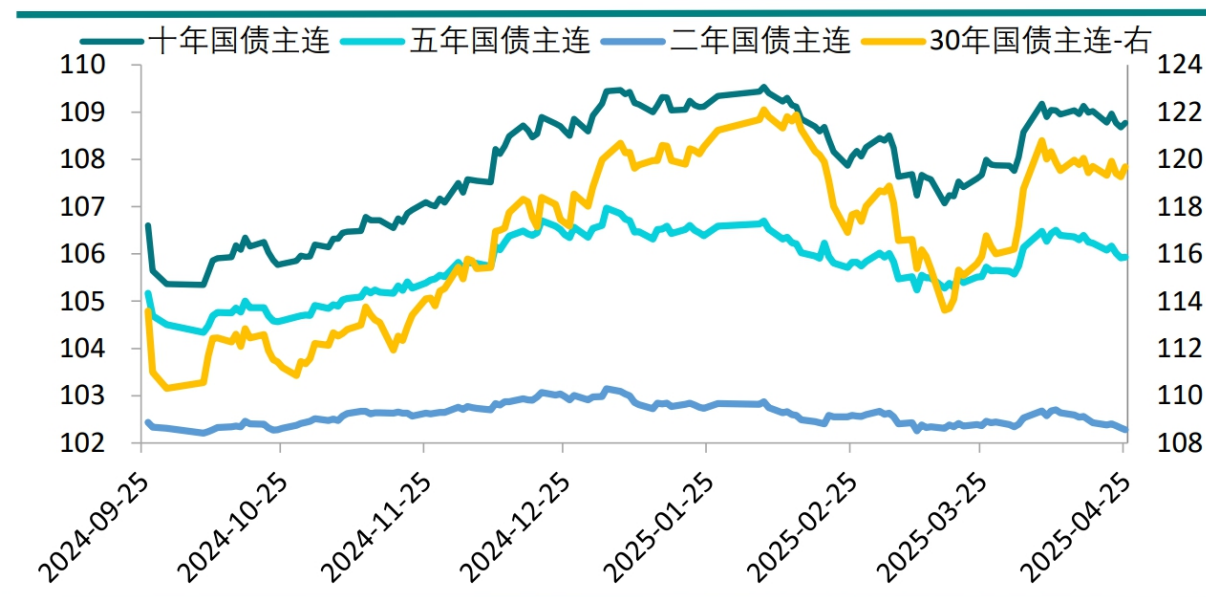
周度来看，TS、TF、T、TL主力合约周内涨跌幅分别录得-0.15%、-0.27%、-0.21%和-0.03%，10年和30年国债收益率分别小幅上行1.13和2.34bp至1.6606%和1.9276%，收益率曲线继续走平。

本周国内4月政治局会议召开，分析研究当前经济形势和经济工作。整体政策定调偏向积极但增量空间有限，更多偏向于存量政策的落实，但仍然留出后续增量政策的可能，符合我们此前预期。我们认为，政策调整通常需要经历“评估基本面实际影响”、“调整政策基调”以及“推出增量政策”这几个步骤，随着二季度外部冲击和出口扰动的逐渐明朗化，预计年中政治局会议将评估实际影响并部署更长期的扩内需政策框架，预计增量政策将在7月政治局会议后至9月期间出台。

本次政治局会议强调底线思维，在外部冲击压力下“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”，政策有紧迫性也有定力，短期重点在于已有政策框架下的出台和落实，中期仍然留出后续增量政策的空间。一方面在肯定一季度成绩的同时也重视外部冲击，整体政策定调偏向积极，强化底线思维；另一方面强调“坚定不移办好自己的事”，高质量发展的要求下不搞强刺激，具体抓手更多偏向于存量政策的落实。同时“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”的四稳定调下稳就业稳企业被放在了更靠前的位置，出口冲击下保民生、保主体仍是关键。

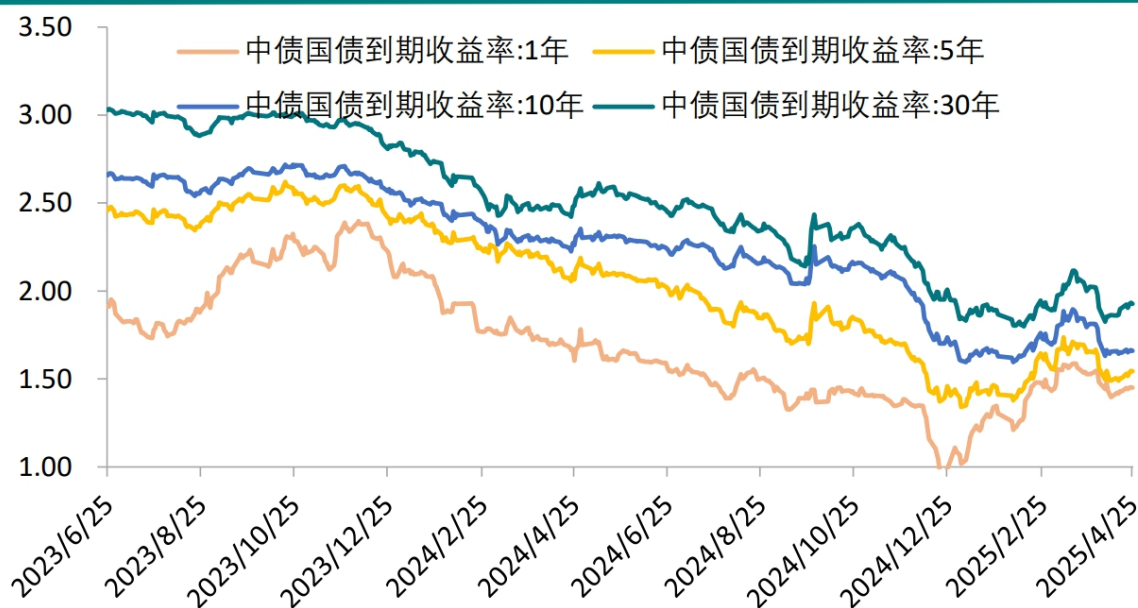
后续在“加紧实施”、“用好用足”的新提法下存量政策有望加快落地，包括加快财政发行使用、适时降准降息、提高中低收入群体收入、加力实施城市更新行动、优化存量房收购等，均落在已有政策框架中。而政策性金融的提出下，未来创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，以支持科创、消费、稳外贸也将是政策推进方向。中期来看，在“根据形势变化及时推出增量储备政策”的要求下，预计年中政治局会议将是评估实际影响并部署增量政策的关键时点。

图表 1：国债期货主力合约（元）



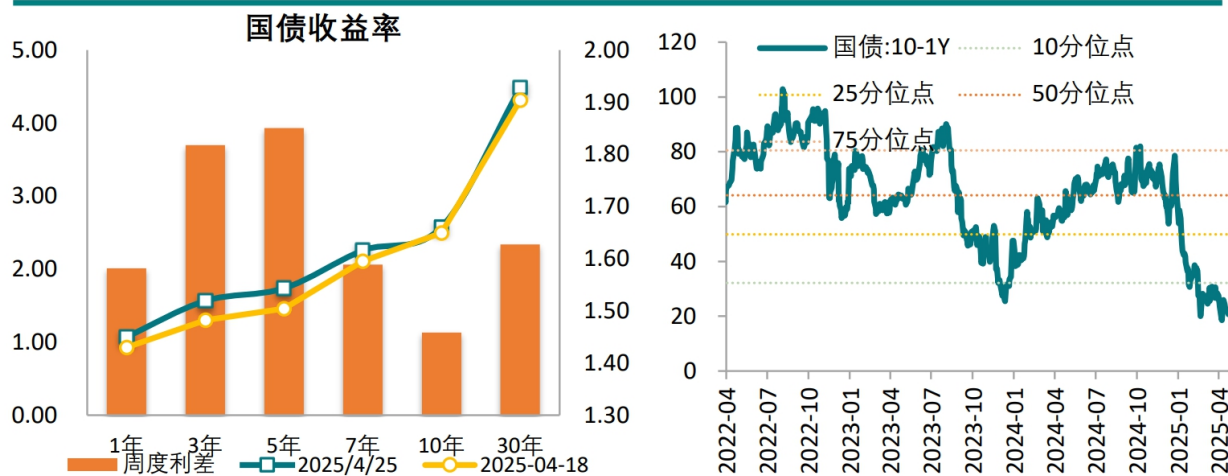
资料来源：Wind，新湖期货研究所

图表 2：国债收益率（%）



资料来源：Wind，新湖期货研究所

图表 3：关键期货国债收益率及其变化 (bp, %) 图表 4：国债 10-1Y 期限利差 (bp)



资料来源：Wind，新潮期货研究所

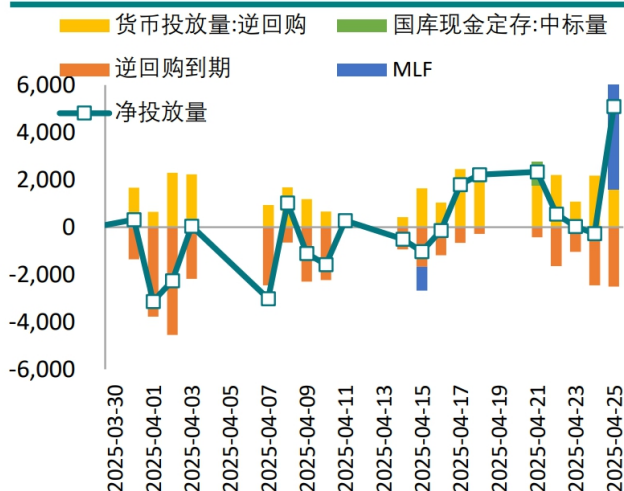
资料来源：Wind，新潮期货研究所

二、资金面与货币政策

本周央行持续净投放呵护市场流动性，央行全口径净投放资金 7740 亿元，支撑超长期特别国债顺利发行，资金面整体偏松，DR001 和 DR007 分别下行至 1.58% 和 1.64%。4 月 24 日，财政部启动中央金融机构注资特别国债与超长期特别国债首发，总规模达 2860 亿元，体现出积极财政政策靠前发力。同时，央行宣布将于 4 月 25 日开展 6000 亿元中期借贷便利操作，实现 5000 亿元净投放，显示出货币政策对市场流动性的呵护，也支撑政府债券的顺利发行。长期资金方面，全国和主要股份制银行一年期同业存单最新成交在 1.76% 附近，流动性预期整体平稳。

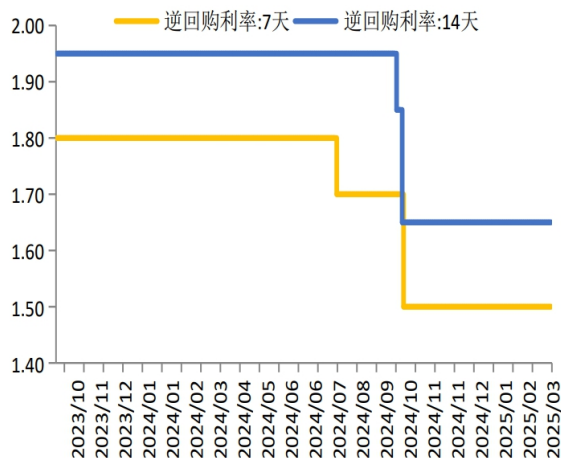
政治局会议货币政策方面部署提到“适时降准降息，创设新的结构性货币政策工具”，维持两会以来的政策思路。我们认为货币政策维持适度宽松取向，并以配合财政发行为主，在二季度政府债发行加快的背景下，降准具备落地条件，同时结构性工具也将作为补充，或创设支持消费的结构性货币政策工具。“适时”二字或意味着货币工具仍要用在刀刃上，本月 MLF 超额续作 5000 亿后，中长期流动性缺口压力减少，短期降准的概率略有降低，后续 4-5 月出口数据表现是关键。而降息短期仍面临“稳汇率”和“净息差”的约束，降准仍快于降息。

图表 5: 央行 MLF 操作 (亿元)



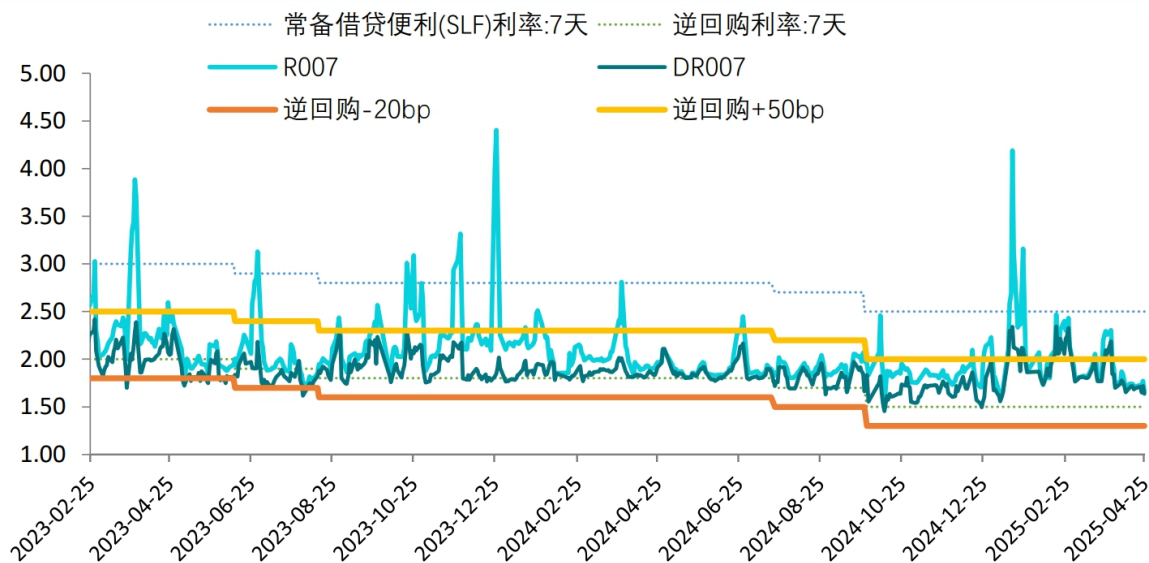
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 6: 政策利率 (%)



资料来源: Wind, 新湖期货研究所

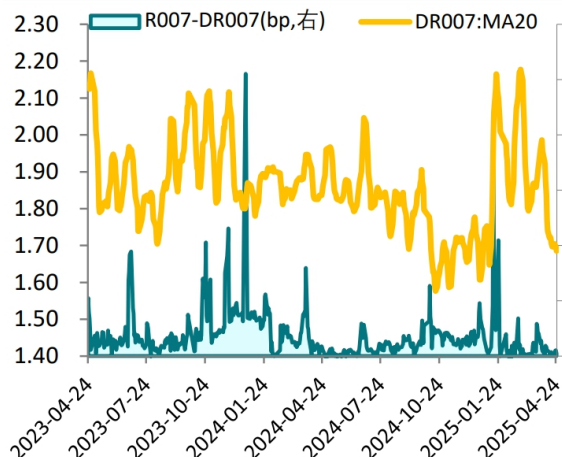
图表 7: 利率走廊 (%)



资料来源: Wind, 新湖期货研究所

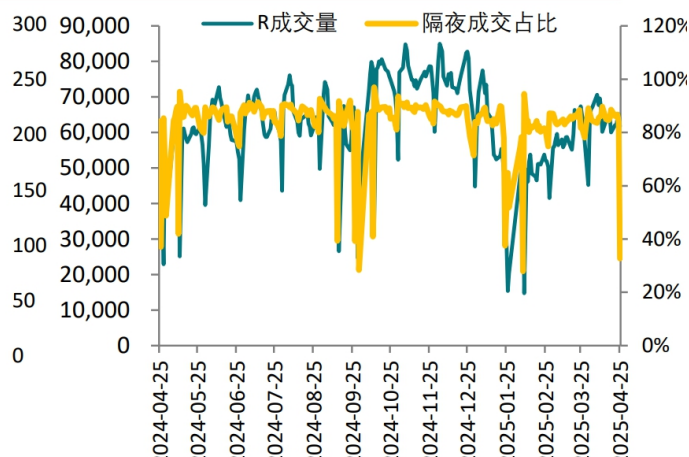
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 8: DR007 VS R007 (% , bp)



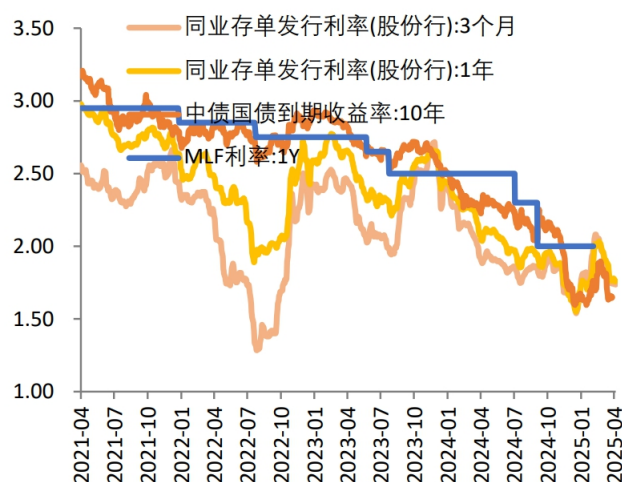
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 9: 银行间质押式回购量 (亿元, %)



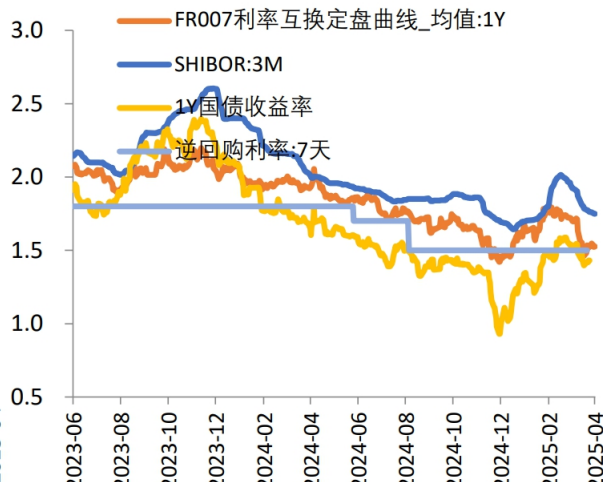
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 10: 同业存单发行利率 (%)



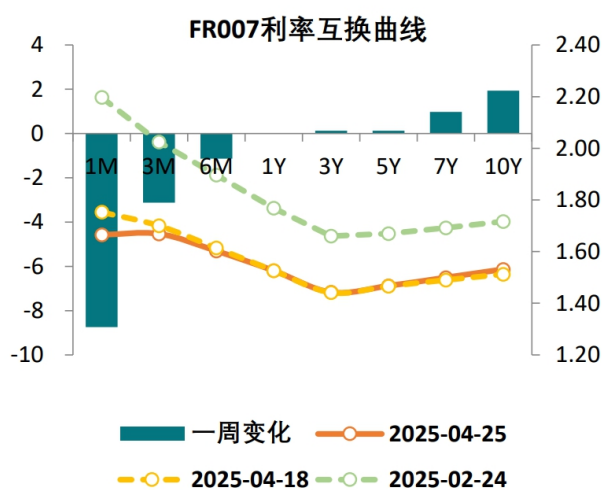
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 11: 资金面预期仍然偏紧 (%)



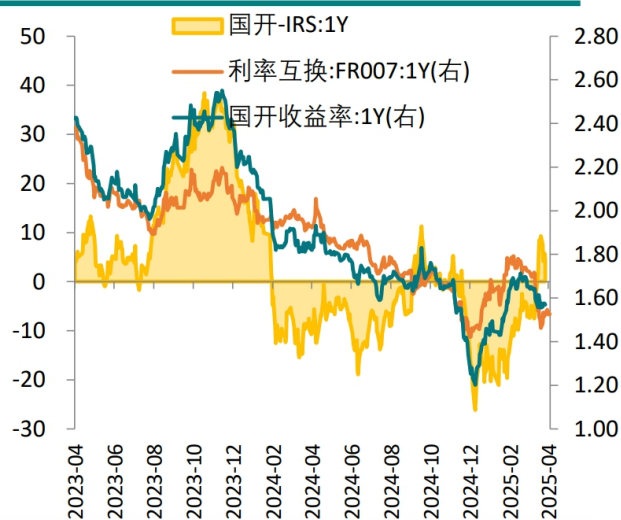
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 12: FR007 利率互换曲线(% , bp)



资料来源：Wind，新潮期货研究所

图表 13: FR007 利率互换 VS 国开收益率(bp, %)



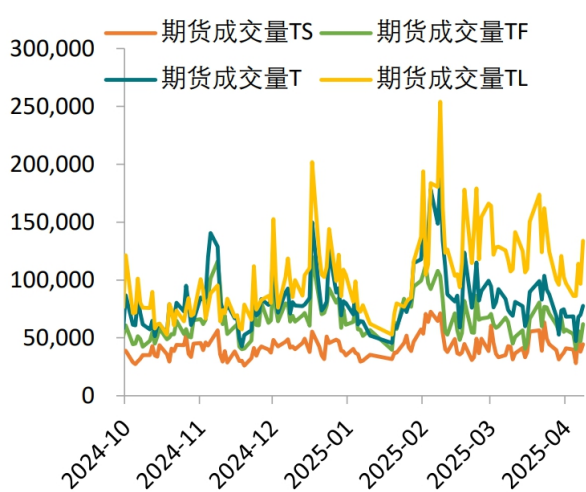
资料来源：Wind，新潮期货研究所

三、国债期货指标观察

本周市场延续窄幅震荡，国债期货成交量和持仓量均窄幅波动，以“成交/持仓”测算的投机度指标整体延续回落，不过受周五政治局会议政策影响，30年期国债期货周五波动有所加大，投机度指标有所回升。

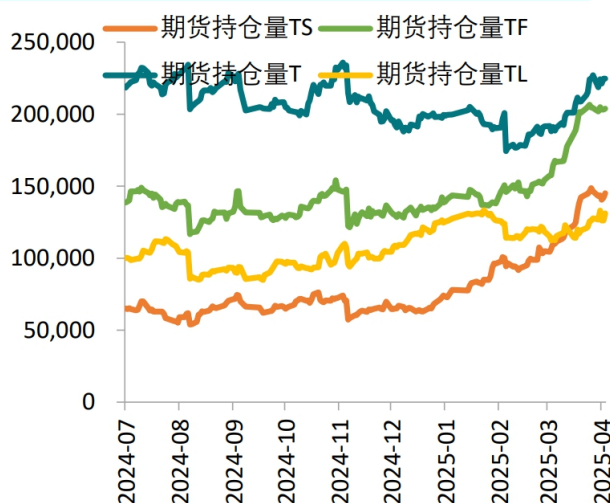
2年、5年、10年和30年期国债期货本周成交量分别为40403、51627、66295和103436手，分别较上周末变化+3563、-7758、-1285和+126手。2年、5年、10年和30年期国债期货本周持仓量分别为142952、203371、222757和128694手，分别较上周末变化-3119、-1582、+1923和+4351手。

图表 14: 期货成交量(手)



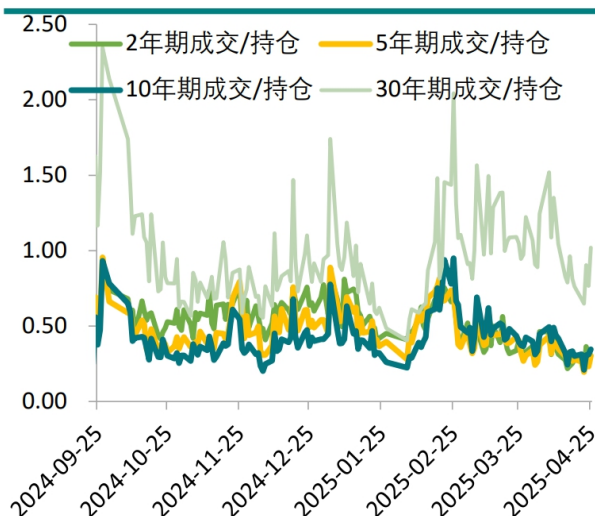
资料来源：Wind，新潮期货研究所

图表 15: 期货持仓量(手)



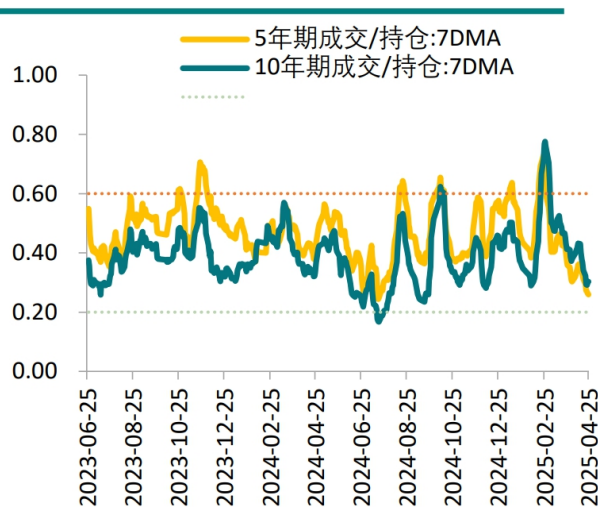
资料来源：Wind，新潮期货研究所

图表 16: 成交持仓比



资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 17: 成交持仓比

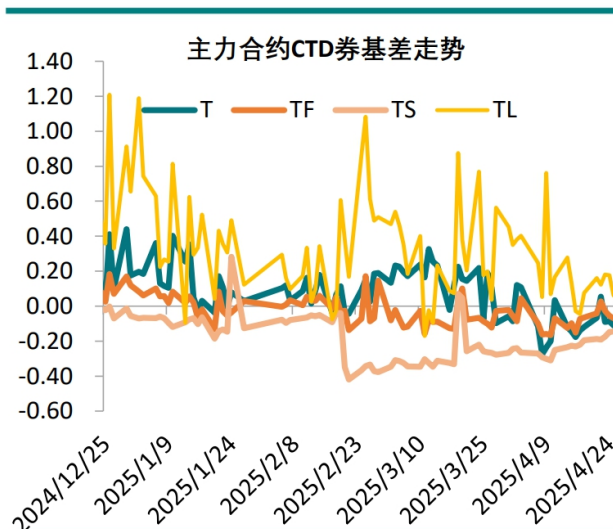


资料来源: Wind, 新湖期货研究所

本周各个品种基差周内波动加大, 基差均处在偏低位置, 尤其是短端 TS 合约基差持续位于负值, 宽货币预期下期货持续升水, 且负 Carry 问题下基差中枢难以抬升。短端品种的 IRR 持续偏高运行, 基差低位下可适度关注正套策略机会,

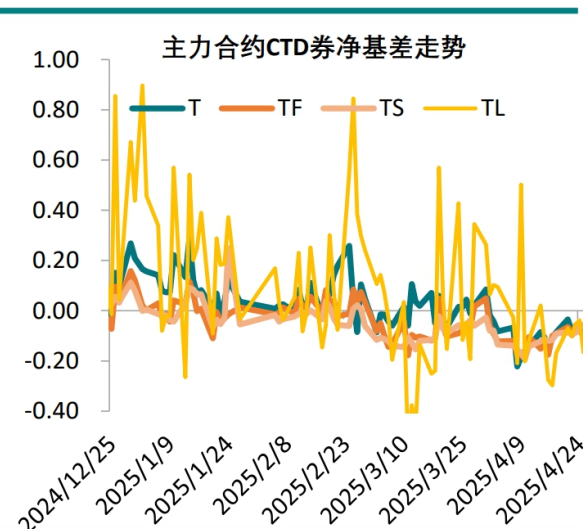
截至 4 月 25 日收盘, 2 年、5 年、10 年和 30 年期国债期货 2506-2509 合约跨期价差分别为-0.27、-0.29、-0.15 和-0.28, 跨期价差均延续回落, 目前价差仍在走阔, 后续待 09 合约流动性上升可关注做窄 06-09 价差的机会。

图表 18: 主力合约 CTD 券基差

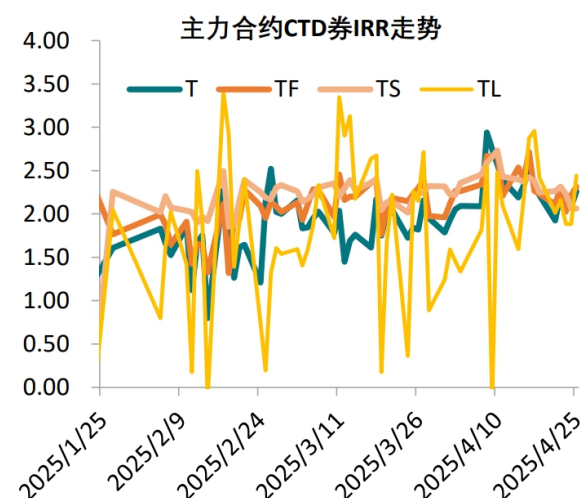


资料来源: Wind, 新湖期货研究所

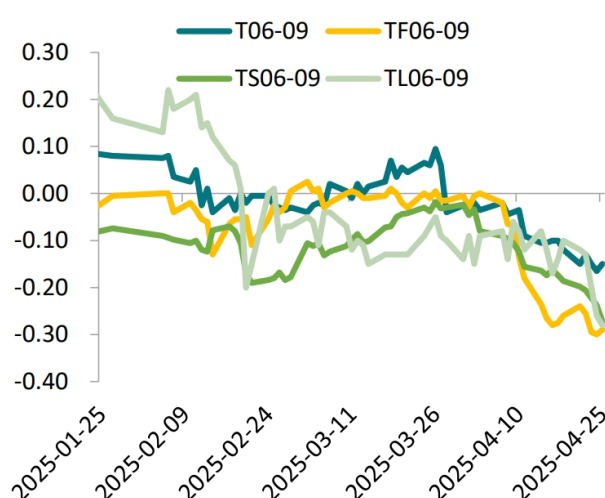
图表 19: 主力合约 CTD 券净基差



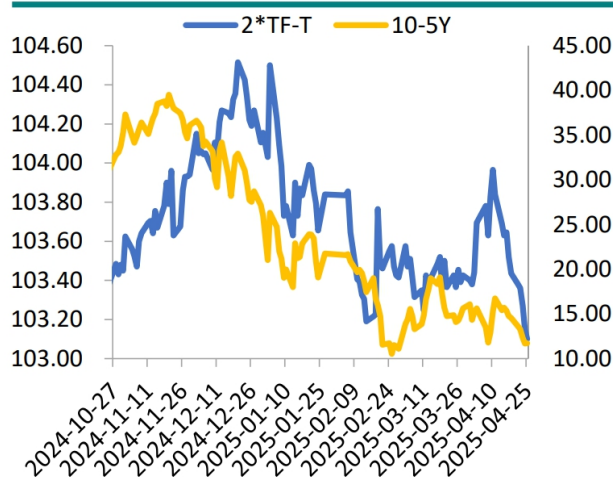
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 20：主力合约 CTD 券 IRR (%)


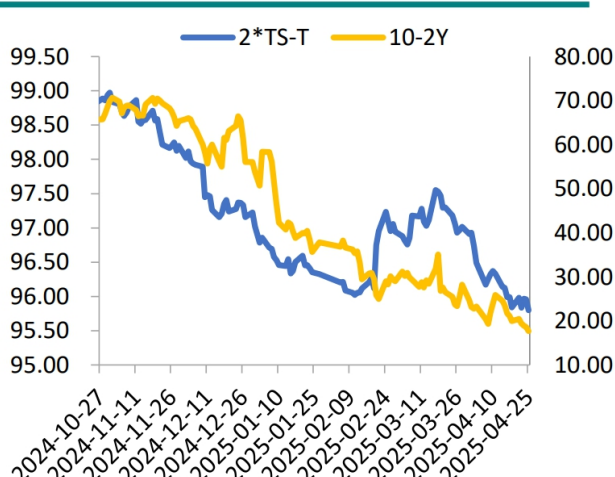
资料来源：Wind，新湖期货研究所

图表 21：跨期价差 (元)


资料来源：Wind，新湖期货研究所

图表 22：跨品种利差 VS 现券利差 (元, bp) 图表 23：跨品种利差 VS 现券利差 (元, bp)


资料来源：Wind，新湖期货研究所



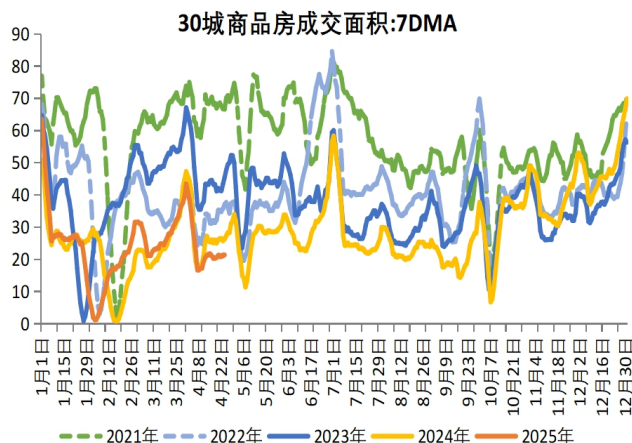
资料来源：Wind，新湖期货研究所

四、经济基本面高频观察

4.1 需求：房地产销售改善趋势放缓，地产量价平衡尚未达成

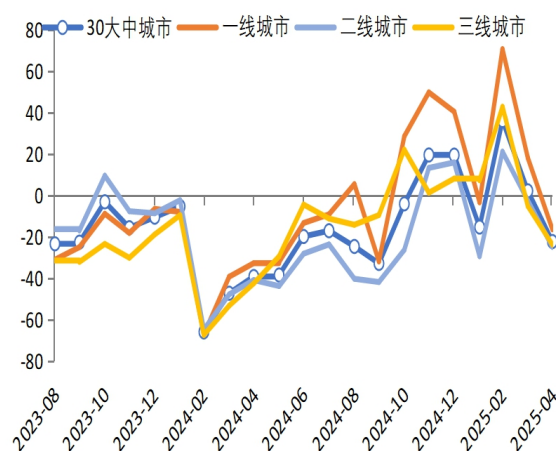
近期商品房销售改善趋势有所放缓，本周 30 城成交水平低于往年同期，重点城市二手房成交仍处在相对高位，同比增速较一季度有所放缓。截至 4 月 24 日，4 月日均 30 城商品房成交面积为 20.28 万平方米，较去年 4 月同比下降 22%。二手房挂牌价格指数仍延续下行，显示地产量价平衡尚未达成。

图表 24: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



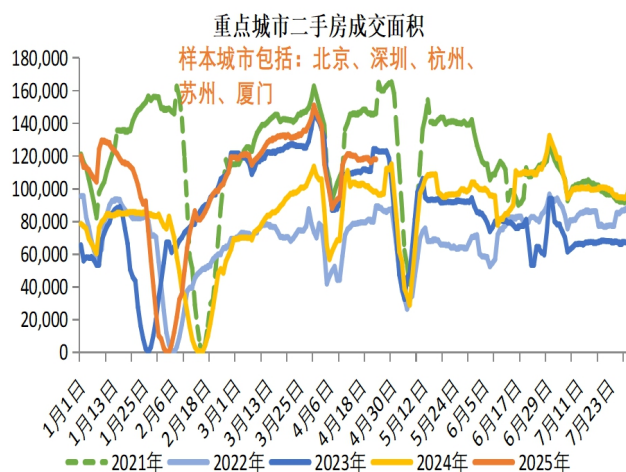
资料来源: Wind, 新潮期货研究所

图表 25: 30 城商品房成交增速 (%)



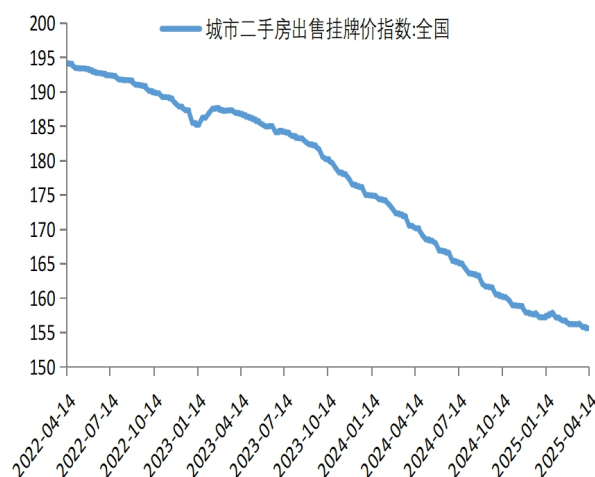
资料来源: Wind, 新潮期货研究所

图表 26: 二手房住宅成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 新潮期货研究所

图表 27: 二手房挂牌价指数

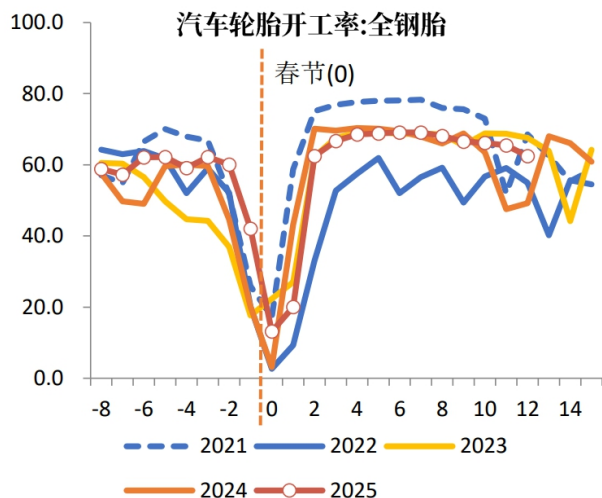


资料来源: Wind, 新潮期货研究所

4.2 生产: 开工率延续分化, 实物工作量有望逐步加快

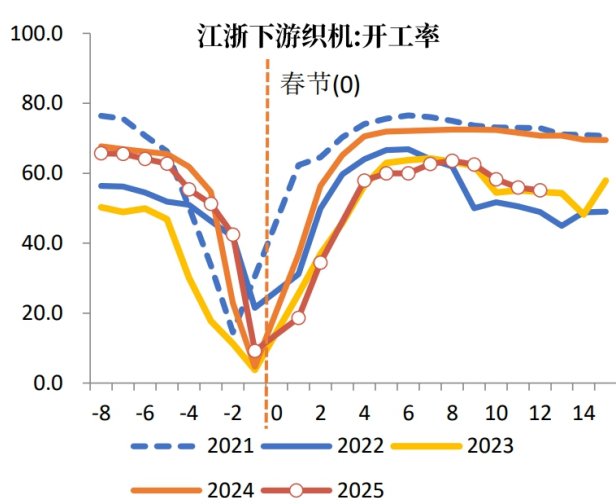
生产开工率延续分化, 汽车轮胎开工率和江浙下游织机开工率延续回落, 符合季节性表现, 而石油沥青装置开工率有所回升, 全国水泥发运率高位持稳, 政策驱动后实物工作量有望加快。

图表 28: 汽车全钢胎开工率 (%)



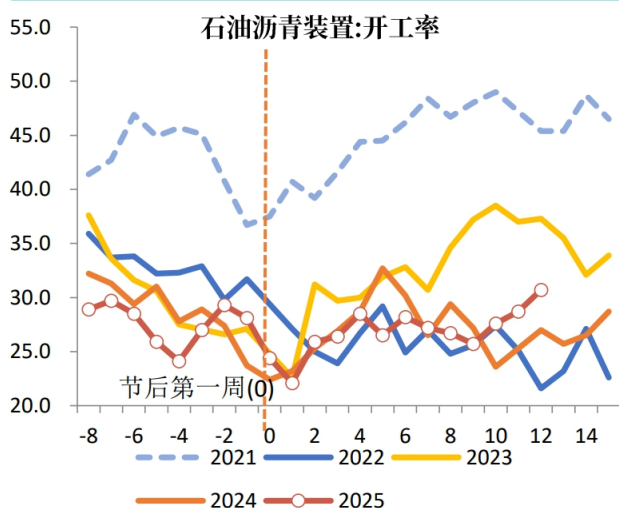
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 29: 江浙下游织机开工率 (%)



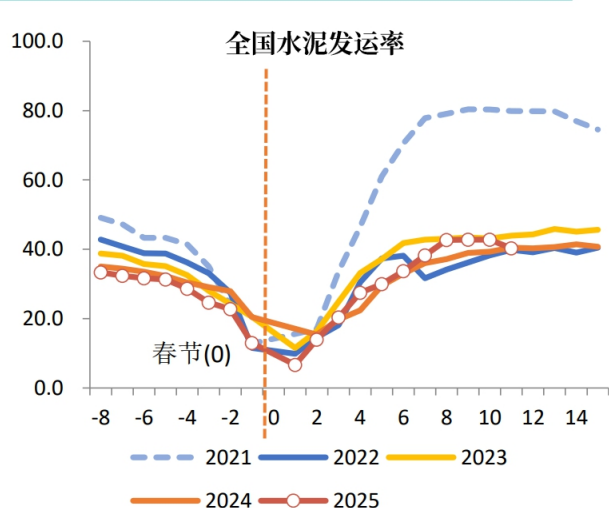
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 30: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 新湖期货研究所

图表 31: 全国水泥发运率 (%)



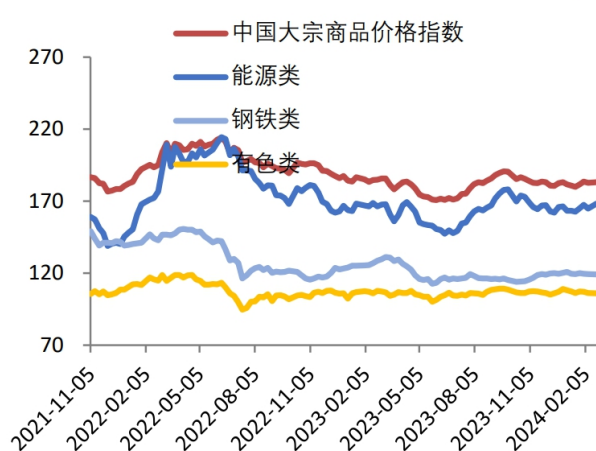
资料来源: Wind, 新湖期货研究所

4.3 地缘与贸易关税缓和下市场风险偏好明显回暖

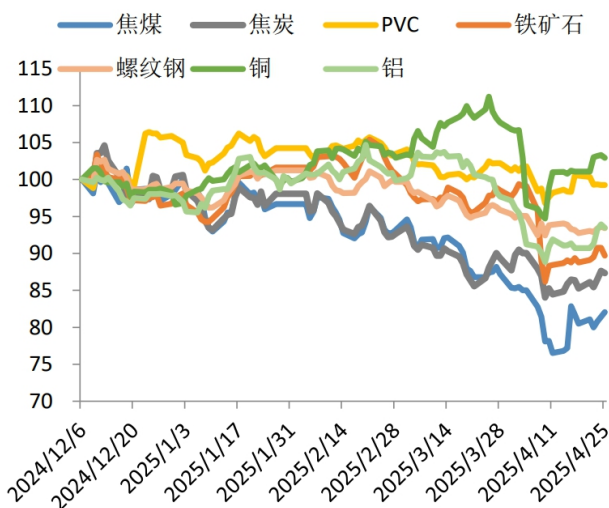
本周风险情绪回暖下商品整体相对偏暖, 有色金属反弹, 而原油在 OPEC 成员国意外言论发表后再度下挫。地缘与贸易关税缓和下市场风险偏好明显回暖, 后续海外定价商品短期存在支撑。

图表 32：大宗商品价格指数

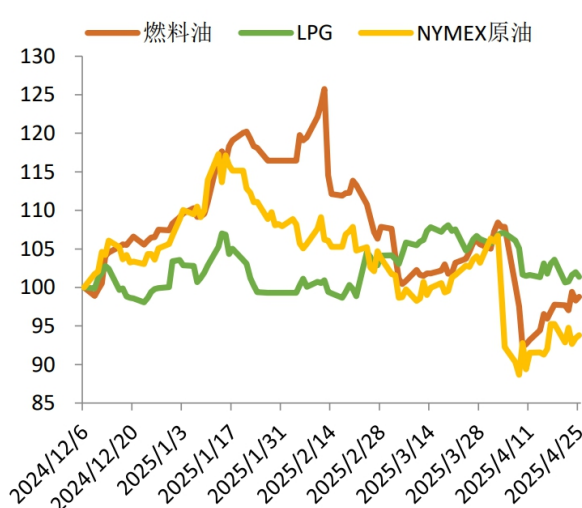

资料来源：Wind，新湖期货研究所

图表 33：大宗商品价格指数


资料来源：Wind，新湖期货研究所

图表 34：工业品价格（指数定基）


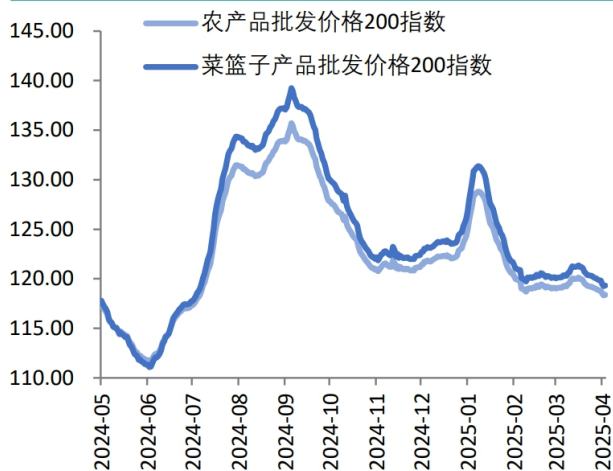
资料来源：Wind，新湖期货研究所

图表 35：工业品价格（指数定基）


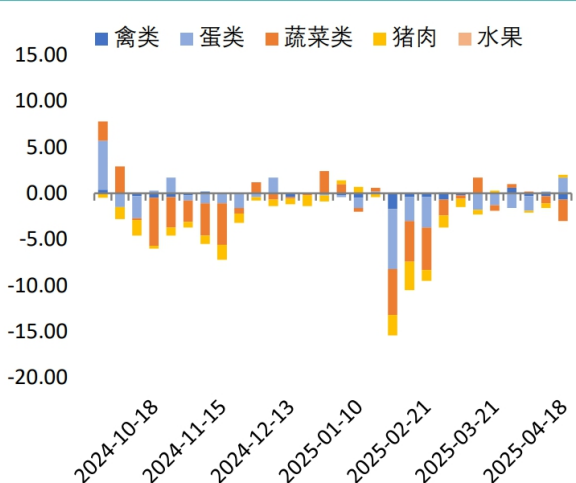
资料来源：Wind，新湖期货研究所

4.4 农产品价格延续偏弱

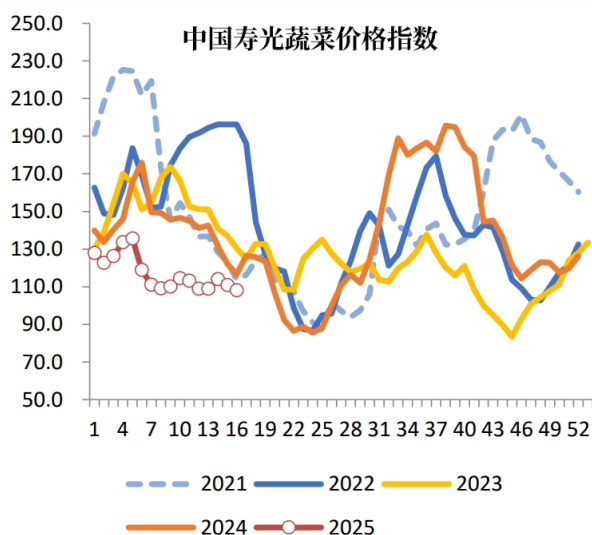
本周农产品价格延续小幅回落，农产品价格延续季节性偏弱格局，食品价格对 CPI 支撑有限。

图表 36: 农产品批发价格 200 指数


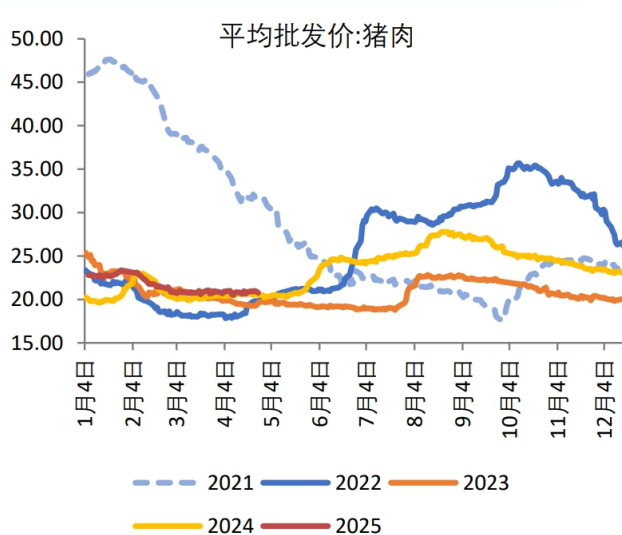
资料来源: Wind, 新潮期货研究所

图表 37: 食用农产品价格指数:周环比 (%)


资料来源: Wind, 新潮期货研究所

图表 38: 寿光蔬菜价格指数


资料来源: Wind, 新潮期货研究所

图表 39: 猪肉平均批发价 (元/千克)


资料来源: Wind, 新潮期货研究所

五、行情展望

总的来看,4月政治局会议整体政策定调偏向积极但增量空间有限,更多偏向于存量政策的落实,符合我们此前预期。政策强调底线思维,有紧迫性也有定力,短期重点在于已有政策框架下的出台和落实,中期仍然留出后续增量政策的空间。对债市而言,政策并未超出市场预期,但降准降息继续落空,仍难打破当前债市平衡的局面。不过关税冲击已经成为现实,货币宽松窗口期临近,而增量政策仍未到来,经济和政策的节奏差下,二季度

分析师：

黄婷莉

从业资格号：F03141791

投资咨询号：Z0021706

审核人：李明玉

从业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

免责声明

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，期货交易咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他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新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及其观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者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新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖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更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖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投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。