

宽松预期与避险情绪驱动期债大涨，后市怎么看？

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

熊睿健（投资咨询资格编号：Z0019608）

2025年4月7日星期一

电话：020-88818020

邮箱：xionggruijian@gf.com.cn

行情导读：

4月7日，截至17:00，30年国债活跃券利率下行8.5bp，至1.83%，10年期国债活跃券利率下行8.5bp，至1.63%。期债端，TL2406合约上涨1.79%至120.8，T2406上涨0.56%至109.18，TF2406上涨0.34%至106.48，TS2406上涨0.13%至102.676。

图：T2406合约走势



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

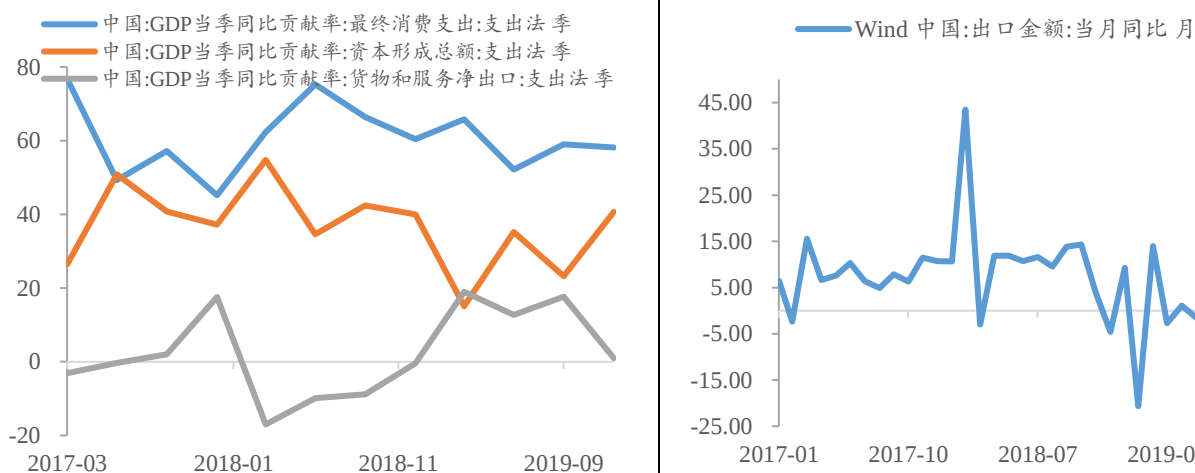
一、关税博弈升级，货币宽松预期升温

美国公布“对等关税”计划，中方采取反制，关税博弈进入深水区，外需压力下市场对宽货币预期增强。美国公布所谓“对等关税”的行政令，对中国加征关税幅度达到34%，叠加此前对华关税基数和2024年两次加征的关税幅度，累计的对华关税或达到60%以上，同时本次美国对亚洲各国加征幅度均高增，转口贸易或受到限制。中方于4月2日公布反制措施，对原产于美国的所有进口商品加征34%关税。自此关税博弈和贸易摩擦或进入深水区，公告、反制、磋商、升级/和解或交替出现。

回顾上一轮贸易摩擦，2018年3-9月美国对华关税政策陆续落地以后，中国对美国出口同比快速锐减，净出口对经济的贡献率在2018年转为负值。本轮关税增加幅度更高，影响更为广泛，如果落地短期净出口回落为大概率事件。2025年一季度，净出口对我国当季同比的贡献率达到45.8%，外需对GDP的贡献度较高。如果美国对华加征大幅关税落地，外需压力显著增强的情形下，扩内需政策亟待出台，外部条件转支持货币宽松，市场对货币政策边际转松的预期增强。短期降准的条件或相对成熟，降息或仍需等待基本面信号。

图：2018年三驾马车对GDP当季同比拉动

图：中国出口同比（%）



数据来源: Wind 广发期货研究所整理

二、避险情绪驱动，股债跷跷板向利好债市方向倾斜

目前贸易博弈进入深水区，“对等关税”的公告和针对关税的反制举措可能是一轮贸易风波的开始，未来不论是关税实际落地的情况、各国与美国之间磋商条件、时间等均具有很大的不确定性，短期内可能对风险偏好造成持续压制。今日股指出现显著下挫，从股债跷跷板的角度偏利好债市。中期来看国内政策子弹充足，促销费、扩投资政策不会缺席，国内基本面存在韧性，不过短期内全球性的风险偏好回落或继续对债市形成支撑。

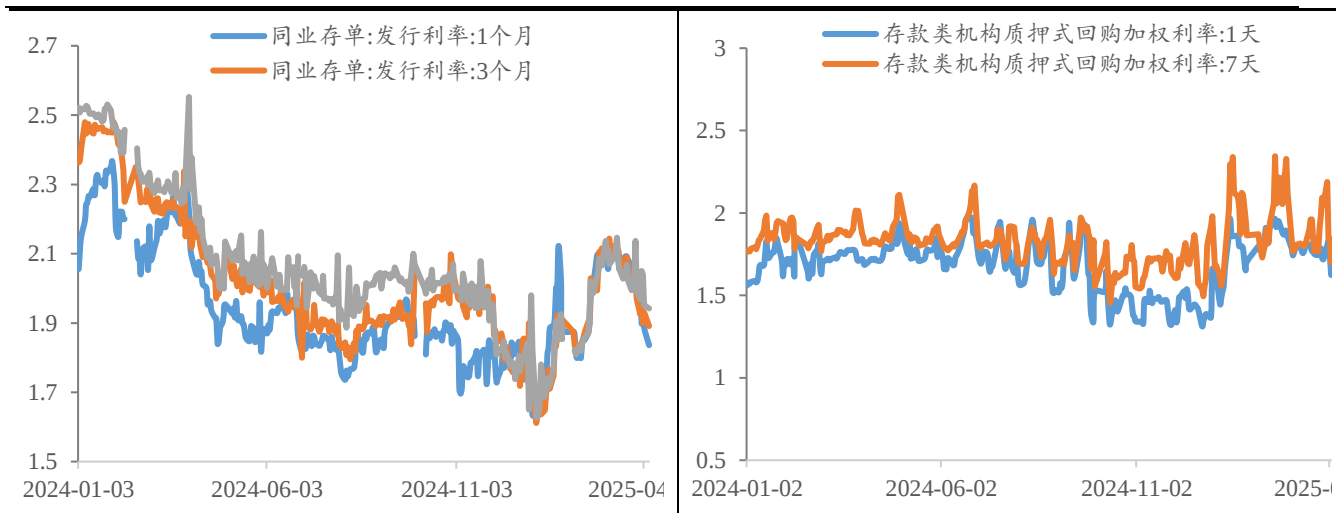
三、资金利率尚未进一步下行，需关注后续稳增长政策出台对债市节奏的影响

4月初以来，资金利率和同业存单利率均有下行，边际上利好债市，也助推了这一波债市的快速上涨，不过目前资金利率下行出现了暂缓的迹象。4月7日，央行公开市场净回笼3017亿元，当日存款类机构7天期资金利率处于1.75%附近，非银资金利率处于1.8%附近，未较清明节前进一步下行。

目前债券市场利率下行过快，4月7日，10年期国债活跃券利率已经下行至1.64%附近，距离1月低点1.6%仅余4BP。对比当下和彼时的资金面环境，2025年1月初存款类机构7天期资金利率处于1.55-1.65%，而当前资金利率仍处于1.75%附近，因此目前债券利率的下行更多在定价避险情绪和宽松预期。考虑到短期人民币贬值压力也在升高，后续资金利率能否进一步下行仍存不确定性。伴随着国债利率接近前低，逐步计入35-40BP降息预期，预期走在前但政策节奏仍存变数。目前来看，二季度财政政策发力的概率较高，面对外部压力有关刺激消费和政府债发行举措可能“及早出台”，后续资金利率走向和接续稳增长政策将成为下一阶段影响债市节奏的定价主线。

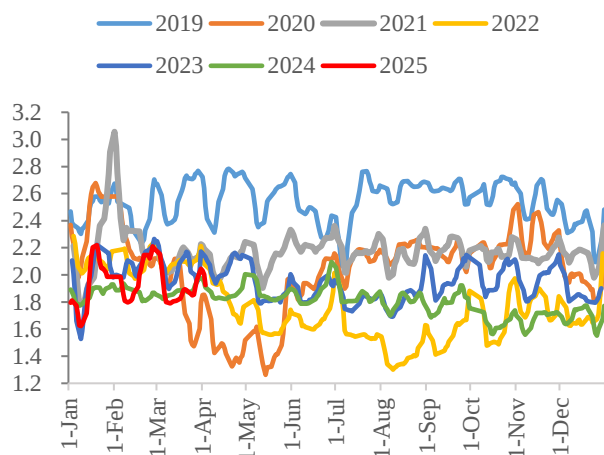
图：同业存单利率（%）

图：存款类机构质押式回购加权利率（%）



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

图：银行间7天期资金利率季节性



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

国债期货展望：

受到货币宽松预期、避险情绪和股债跷跷板效应影响，今日国债期货大幅高开收涨，10年期和30年期国债利率分别下行至1.63%和1.83%附近，短期避险情绪仍利好债市，国债期货行情或偏强。不过随着国债利率接近年内前低（10年期国债利率1.6%附近），资金利率却尚未进一步下行，或对长债利率下行形成约束，需要关注近期央行投放情况和银行间资金面。同时后续促消费、宽财政政策有可能加快研讨落地，届时可能给债市行情带来波折。建议投资者顺势而为短期多单持有，如果资金利率出现边际上行，注意及时阶段性止盈。

风险提示：资金面紧于预期、稳增长政策超预期、监管政策超预期

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

数据来源：Wind、广发期货研究所

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620