



宏观继续稳增长，利率延续震荡市

——2025 年市场回顾与 2026 年展望

格林大华期货研究院 刘 洋 交易咨询资格：Z0016580

➤ 摘要

- 2025 年国债期货主力品种在 1 月和 2 月初创出高点，然后连续下跌至 3 月中旬止跌反弹。4 月上旬，因美方宣布加征对等关税消息国债期货上涨，随后横向震荡。7、8 月 A 股强势连续上涨，推动资本市场风险偏好上升，国债期货合约价格整体回落。9 月国债期货主力合约中短期品种宽幅震荡，超长期 30 年期国债期货主力合约继续较大幅度下跌。国庆节后，A 股股指在高位震荡缓步回落，国债期货反弹。央行行长 10 月 27 日在金融街论坛年会上宣布，将恢复公开市场国债买卖操作，助力国债期货反弹，进入 11 月国债期货有所回落，临近年末小幅反弹。
- 2025 年前三季度中国 GDP 累计同比增长 5.2%，预期全年增长大概率可以实现全年目标 5%。5 月央行宣布，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，同时将公开市场 7 天逆回购利率调降 10 个基点，降至 1.4%，全年货币政策总体保持流动性宽松。2025 年财政目标赤字率提高至 4%，加大财政政策支持力度。
- 我们预期 2026 年全球经济保持平稳增长，与 2025 年基本持平。我们预期 2026 年美国 and 欧洲财政支出继续扩张，美联储会继续降息，欧洲央行会保持低利率，发达国家经济增长保持平稳。发展中国家在欧美国家需求维持较好增长的情况，以及自身的持续发展，也将保持较平稳的增长速度。2026 年全球地缘政治可能趋向缓和。中国 2026 年经济增速可能会较 2025 年小幅走缓，全年增速可能在 4.5%-5.0% 左右，两新政策边际效应减缓，房地产投资可能继续下滑，出口增速可能较 2025 年小幅回落。
- 我们预期 2026 年中国货币政策总体继续宽松，小幅降息仍可能是央行的选择，上调政策性利率的概率较小。这样国债收益率曲线的短端存在继续下行的可能。国债收益率曲线的长端和超长端可能维持横向震荡。在国债收益率波动幅度相对有限，波动方向趋势不明显的情况下，国债期货适宜波段操作。



目录

第一部分 行情回顾	2
一、国债收益率历史回顾	2
二、2025 年国债期货行情回顾	3
三、国债期货成交与持仓情况	4
第二部分 宏观经济回顾和展望	5
一、宏观经济回顾	5
二、固定资产投资回顾和展望	6
三、消费回顾与展望	7
四、出口回顾与展望	8
五、物价回顾与展望	9
六、2026 年宏观经济展望	10
第三部分 国债的供给和需求分析	11
一、财政政策回顾和展望	11
二、货币政策回顾与展望	14
第四部分 国债期货走势展望	15
一、国债利率走势分析与展望	15
二、国债期货技术分析与展望	16
第五部分 国债期货套利机会分析与展望	17
第六部分 结论与操作建议	21



第一部分 行情回顾

一、国债收益率历史回顾

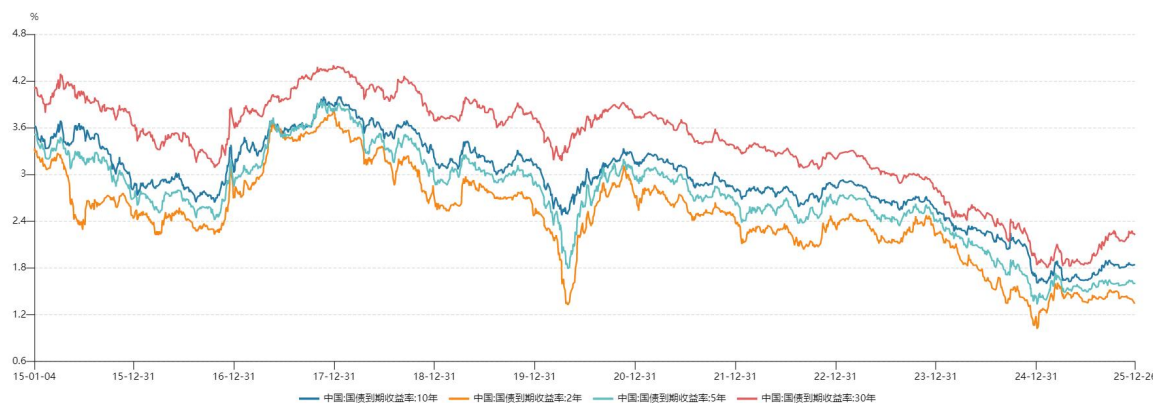


图 1-1 国债到期收益率历史走势图

数据来源：Wind 格林大华期货

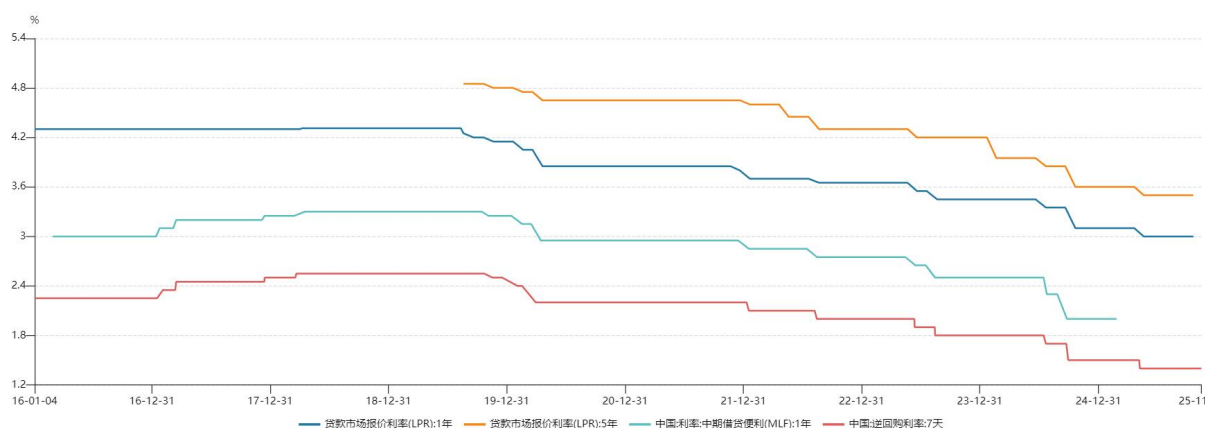


图 1-2 公开市场 7 天逆回购利率、1 年 MLF 和 LPR

数据来源：Wind，格林大华期货

我们观察过去 10 年 10 年期国债到期收益率和以公开市场 7 天逆回购利率为代表的政策利率，可以看到 2015 年是利率下行期，背景是名义经济增速的下行和通胀的下行。2016 年利率在低位徘徊。2017-2018 年利率有所回升，背景是供给侧改革后通胀回升。之后因为名义经济下行和通胀的回落，整体的利率走势继续震荡下行。2020 上半年 10 年期国债收益率有一个



快速下跌和快速反弹，是因为国内新冠疫情的爆发和很快得到控制。2023 年 10 年期国债收益率的下行是因为转段后，经济未能恢复至疫情之前，房地产市场的低迷拉低了经济增速，房价下滑和股市下行带来的负的财富效应也导致居民的消费增长变缓。2024 年国内通胀持续低迷，稳增长政策导向下，货币政策持续宽松，利率继续下行。人民银行的货币政策现在更重视价格对市场引导，通过短端政策利率的变动向长期利率传导，货币政策的目的是经济增长、物价稳定、充分就业和币值稳定，基本面是决定债券收益率长期走势的根本因素。

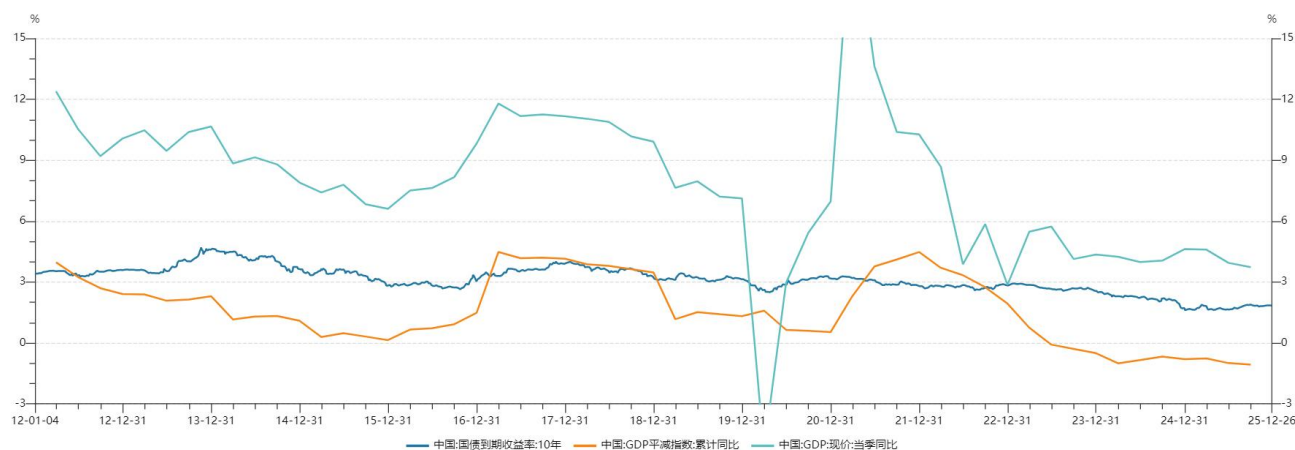


图 1-3 10 年国债到期收益率、GDP 现价、GDP 平减指数

数据来源：Wind 格林大华期货

二、2025 年国债期货行情回顾

2024 年 11 月起国债期货市场即抢跑，连续大幅上涨至 2025 年 1 月，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，同时收紧了货币市场流动性，国债期货主力品种在 1 月和 2 月初创出高点，然后连续下跌至 3 月中旬止跌反弹。4 月上旬，因美方宣布加征对等关税消息国债期货上涨，随后横向盘整，5 月 12 日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，国债期货价格略有回落，随后横盘窄幅波动。进入 6 月，随着资金利率下行，国债期货小幅盘升。



7、8月A股强势连续上涨，推动资本市场风险偏好上升，国债期货合约价格整体回落。9月国债期货主力合约中短期品种宽幅震荡，超长期30年期国债期货主力合约继续较大幅度下跌。国庆节后，A股股指在高位震荡，国债期货反弹。10月下旬，股指再小幅上涨，但对国债的牵制力减弱，央行行长10月27日在金融街论坛年会上宣布，将恢复公开市场国债买卖操作，助力国债期货快速反弹。进入11月国债期货有所回落，临近年末小幅反弹。

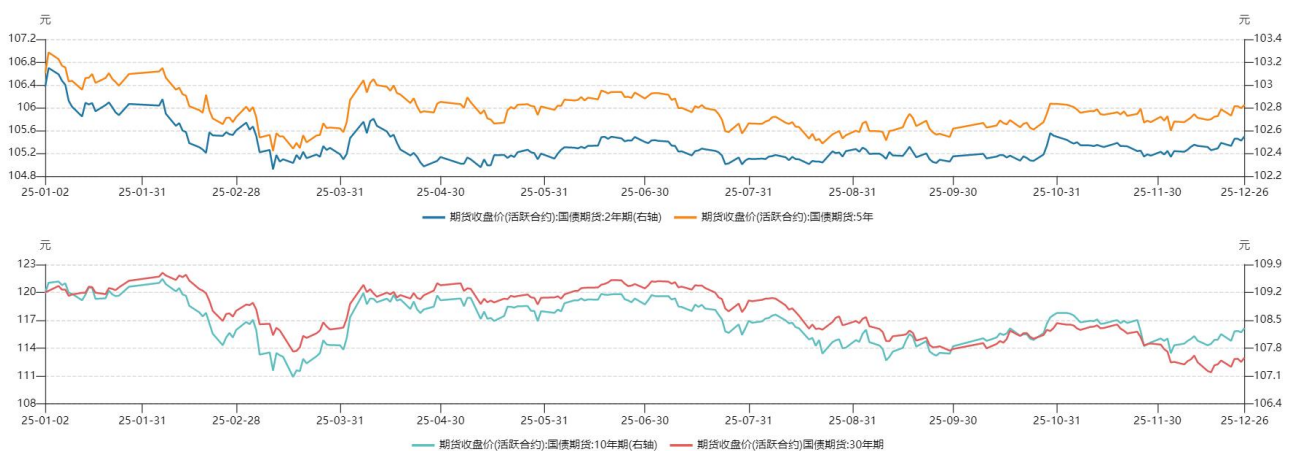


图 1-4 国债期货（活跃合约）收盘价

数据来源：Wind，格林大华期货

三、国债期货成交与持仓情况



图 1-5 国债期货持仓量

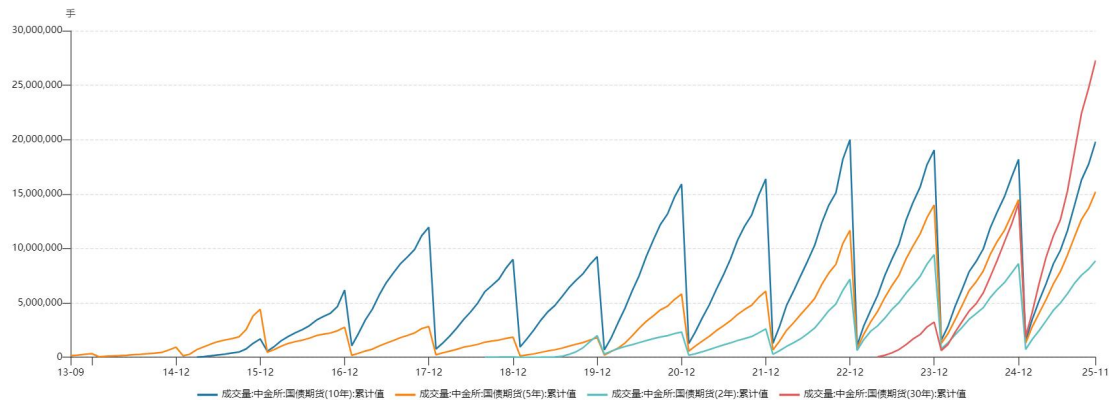


图 1-6 国债期货累计成交量

数据来源：Wind，格林大华期货

2025 年以来至 11 月末，30 年期国债期货累计成交量 2728 万手，10 年期国债期货累计成交量 1981 万手，5 年期国债期货累计成交量 1520 万手，2 年期国债期货累计成交量 886 万手，1-11 月国债期货累计成交额 87.9 万亿元，月均成交额接近 8 万亿元，同比增长 46.56%。

2025 年 11 月末，持仓量最大的品种是 10 年期国债期货约 23.4 万手，持仓量第二的是 30 年期国债期货持仓量 16.9 万手，5 年期国债期货持仓量约 14.5 万手，2 年期国债期货持仓量 6.7 万手，按面值计算，全部国债期货持仓金额合计约 6820 亿元（2 年期国债期货 1 手面值 200 万元）。2025 年 30 年国债期货品种成交量和持仓量均明显放大，交易活跃。

第二部分 宏观经济回顾和展望

一、宏观经济回顾

中国经济自 2012 年以来增速逐步下滑，2019 年中国 GDP 增速已从 2012 年的 7.90% 回落至 6.10%。新冠疫情转段后，经济有所修复，2023 年中国 GDP 增速为 5.40%，2024 年实现全年增长目标 5%。2025 年前三季度中国 GDP 累计同比增长 5.2%，预期全年增长大概率可以实现全年目标 5%。2025 年前三季度最终消费支出对 GDP 增长的拉动为 2.8%，对 GDP 增



长的贡献率占 53.5%；资本形成总额对 GDP 增长的拉动为 0.9%，对 GDP 增长的贡献率占 17.5%；货物和服务净出口对 GDP 增长的拉动为 1.5%，对 GDP 增长的贡献率占 29.0%。与 2024 年相比，2025 年消费支出对 GDP 增长的拉动和贡献率都出现了明显的上升，资本形成总额对 GDP 增长的拉动和贡献率出现了较大幅度下降，2025 年货物和服务净出口表现良好。

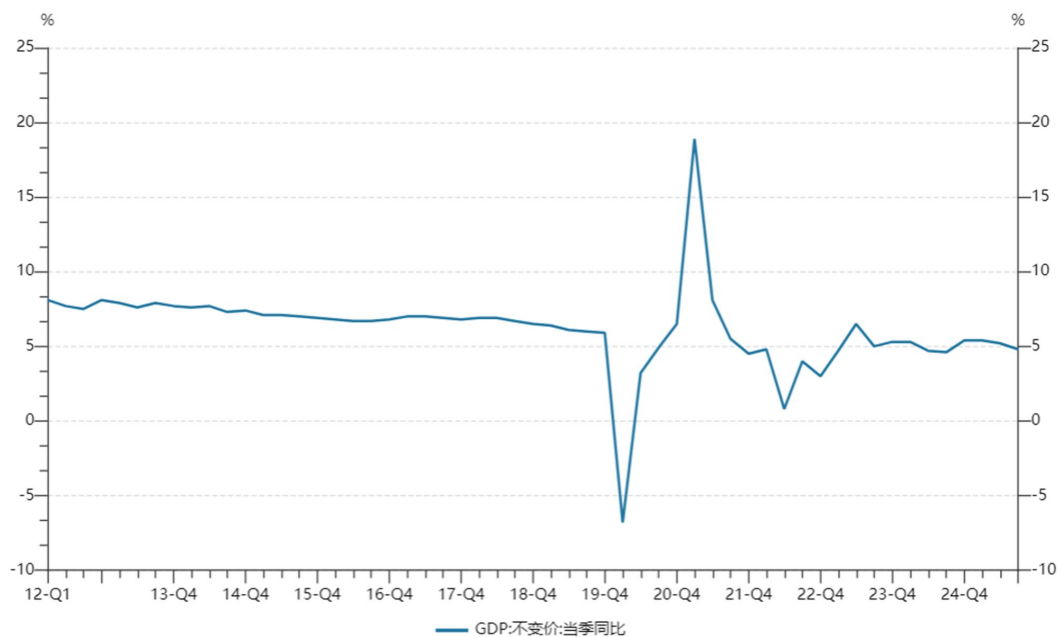


图 2-1 中国 GDP 不变价当季同比

数据来源：Wind 格林大华期货

二、固定资产投资回顾和展望

2025 年 1-11 月份，全国固定资产投资同比下降 2.6%，2024 年同比增长 3.2%。分类来看，1-11 月份广义基建投资（含电力）同比增长 0.1%，2024 年同比增长 9.2%。1-11 月份狭义基建投资（不含电力）同比下降 1.1%，2024 年全年同比增长 4.4%。1-11 月份制造业投资同比增长 1.9%，2024 年同比增长 9.2%。2024 年 3 月，《国务院关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》（国发〔2024〕7 号），明确推动新一轮大规模设



备更新和消费品以旧换新的重要举措。在两新政策实施两年之后，边际效应在减少，在制造业企业产能利用相对较低、反内卷的情况下，我们预期 2026 年制造业投资增速可能与 2025 年类似，维持在低个位数。1-11 月份，全国房地产开发投资同比下降 15.9%，2024 年同比下降 10.6%。2025 年 1-11 月份，新建商品房销售面积 78702 万平方米，同比下降 7.8%，2024 年全年同比下降 12.9%；1-11 月份新建商品房销售额 75130 亿元，下降 11.1%，2024 年全年同比下降 17.1%。2025 年全国新建商品房销售同比下滑速度较 2024 年缩减，但仍是较大个位数负增长。我们预期 2026 年房地产销售金额同比上半年可能是负增长，下半年可能同比持平或小幅转正。房地产销售好转才会推动房地产商扩大投资，所以我们预期中国 2026 年房地产开发投资大概率同比继续下降，房地产开发投资仍将是 2026 年拖累经济增长的重要因素。



图 2-2 固定资产投资累计同比

数据来源：Wind 格林大华期货

三、消费回顾与展望

2025 年 1-11 月份社会消费品零售总额同比增长 4.0%，2024 年全年增长 3.5%。2025 年前三季度全国居民人均可支配收入累计实际同比增长 5.2%，前三季度全国居民人均消费支出累计实际同比增长 4.7%。消费是收入的函数，我们可以观察到居民收入增速会直接影响到当



期的消费。影响消费的还有居民持有资产的价格变化，房子占中国居民资产的大约一半，过去三年房价的连续下降，对居民的消费带来负面影响。2025 年消费政策延续以旧换新政策，品类扩大，同时支持服务型消费的增长。我们预期 2026 年财政政策会继续出台增加居民福利和促进消费的措施。如果股市继续上涨也有助于财富效应的体现。我们预期 2026 年全国房价可能继续在寻底的过程中，降幅可能趋缓，一线城市有可能首先止跌企稳。居民的消费能力和消费意愿的提升可能还需要一个过程。我们预期 2026 年中国实际经济增长可能会在 4.5%-5.0%，通胀情况大概率会较 2025 年小幅提升，社零增速全年可能在 4.5%左右。

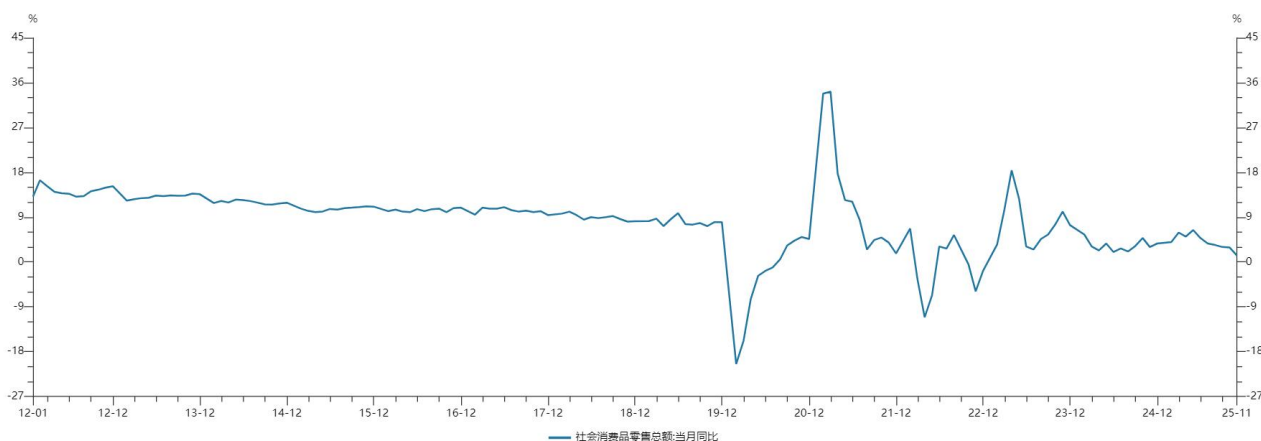


图 2-3 社会消费品零售总额 当月同比

数据来源：Wind，格林大华期货

四、出口回顾与展望

按美元计价，2025 年前 11 个月，我国进出口总值 5.75 万亿美元，增长 2.9%。中国 1-11 月出口金额累计同比增长 5.4%，去年全年增长 5.8%；1-11 月进口金额累计同比下降 0.6%，去年全年同比增长 1.0%。1-11 月累计实现贸易顺差 10,758.5 亿美元，同比扩大 21.2%。中国商品出口占全球商品出口的份额从 2000 年 3.86%连续上升至 2015 年的 13.73%，随后有小幅滑



落，2020 年因为疫情控制好的原因上升至 14.68%，2021 年创出高点 14.88%，2022 年和 2023 年分别为 14.23%和 14.15%，2024 年为 14.62%，预期 2025 年继续保持在较高位置。

国际货币基金组织 2025 年 10 月发布的世界经济展望中,预期 2025 年全球经济增长 3.2%，2026 年增长 3.1%，其中发达经济体 2025 年和 2026 年均增长 1.6%；新兴市场和发展中经济体 2025 年增长 4.2%、2026 年增长 4.0%。世界贸易组织（WTO）于 2025 年 10 月发布的《全球贸易展望与统计》预测，2025 年全球商品贸易量同比增长 2.4%，但将 2026 年预测值下调至 0.5%。2025 年美国政府对全球主要贸易国家加征对等关税，但并未对 2025 年的全球贸易增长产生显著负面影响，按照世贸组织的预测，2026 年全球的商品贸易增长将回落，中国 2026 年出口增速可能较 2025 年小幅回落。

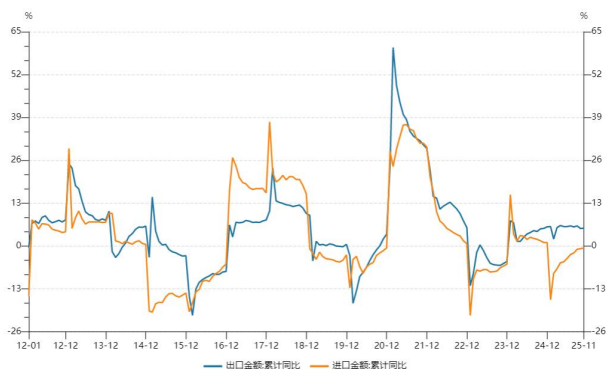


图 2-4 中国进出口金额累计同比

数据来源：Wind，格林大华期货

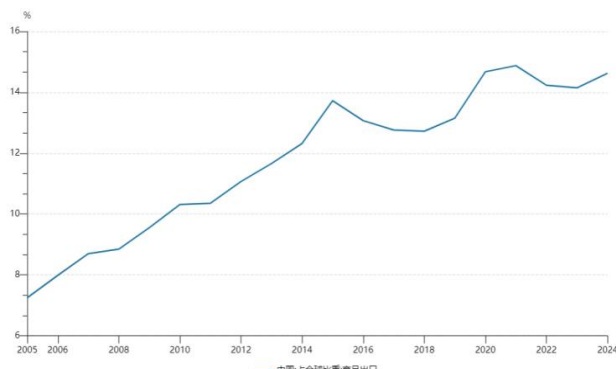


图 2-5 中国商品出口占全球的份额

数据来源：Wind，格林大华期货

五、物价回顾与展望

2025 年 1-11 月平均，全国居民消费价格（CPI）与上年同期持平，2024 年 CPI 同比增长 0.2%。2025 年 1-9 月能繁母猪存栏量持续在 4000 万头多一点，9 月 4035 万头，10 月小幅回落至 3990 万头。能繁母猪走稳意味着 9 个月后（明年上半年）猪肉价格平稳。食品价格会受



到天气和季节性的影响，总体上供给和需求的变化不大，总体上不存在较大幅度上升的基础。

截至 2025 年 11 月，全国二手房成交价格仍在下滑趋势中。如果一线城市二手房价明年晚些时候企稳，也不大会快速反弹，所以明年居住价格也不大会成为推动 CPI 上涨的力量。总体上，我们认为 2025 年 CPI 可能会继续维持一个温和增长的态势，同比增长可能在 0.5%左右。

2025 年 1-11 月平均，工业生产者出厂价格 (PPI) 比上年同期下降 2.7%。2025 年 PPI 价格同比回落受到国内外因素的影响，国内房地产开发投资同比继续回落，与房地产相关的螺纹钢、建材、玻璃等价格均出现回落，国际市场原油价格同比也回落较多。展望 2026 年，国内房地产政策以消化存量为主，房地产开发投资我们预测全年仍为负增长，海外经济总体保持平稳，大宗商品价格大幅上涨的概率较低，基数原因我们预期 2026 年 PPI 全年从同比降幅将明显缩窄。

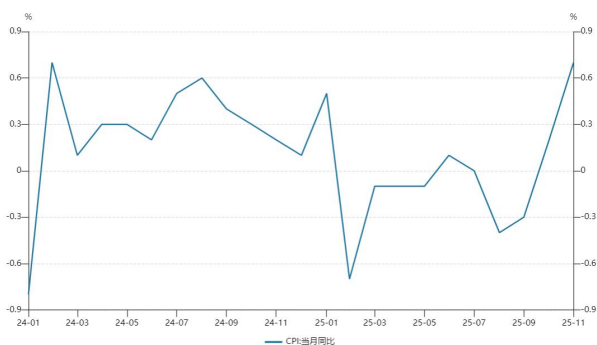


图 2-6 CPI 当月同比

数据来源：Wind，格林大华期货

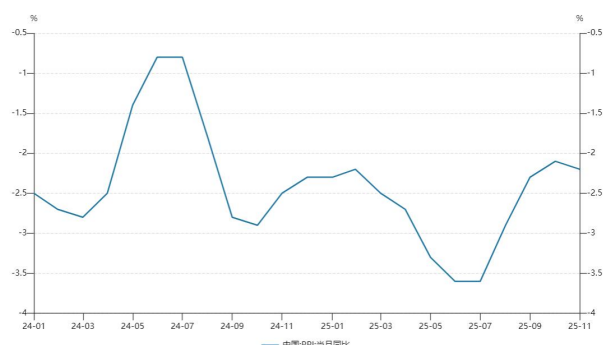


图 2-7 PPI 当月同比

数据来源：Wind，格林大华期货

六、2026 年宏观经济展望

我们预期 2026 年全球经济保持平稳增长，与 2025 年基本持平。美国在欧洲在财政支出继续扩张，美联储会继续降息，欧洲央行会保持低利率，发达国家经济增长保持平稳。发展中国家在欧美国家需求维持较好增长的情况，以及自身的持续发展，也将保持较平稳增长速度。





2026 年全球地缘政治可能趋向缓和，俄乌冲突可能结束，中东地区可能维持基本和平，现任美国政府在积极推动这两个热点地区走向和平。中国 2026 年经济增速可能会较 2025 年小幅走缓，全年增速可能在 4.5%-5.0%左右，两新政策边际效应减缓，房地产投资可能继续下滑，出口增速可能较今年回落。

第三部分 国债的供给和需求分析

一、财政政策回顾和展望

2012 年以来，中国政府财政赤字率总体呈现上升趋势，在疫情期间的 2020 年和 2021 年目标赤字率一度突破 3%，2023 年和 2024 年目标赤字率维持在 3%，2025 年目标赤字率提高至 4%。1-11 月，全国一般公共预算收入 200516 亿元，同比增长 0.8%（两会目标全年增长 0.1%，2024 年同比增长 1.3%）。其中，全国税收收入 164814 亿元，同比增长 1.8%（2024 年同比下降 3.4%）；非税收入 35702 亿元，同比下降 3.7%（2024 年同比增加 25.4%）。2025 年 1-11 月，全国一般公共预算支出 248538 亿元，同比增长 1.4%（两会目标全年增长 4.4%，2024 年同比增长 3.6%）。

1-11 月，全国政府性基金预算收入 40274 亿元，同比下降 4.9%（两会目标全年增长 0.7%，2024 年同比下降 12.2%）。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入 3938 亿元，同比增长 0.6%；地方政府性基金预算本级收入 36336 亿元，同比下降 5.5%，其中，国有土地使用权出让收入 29119 亿元，同比下降 10.7%。1-11 月，全国政府性基金预算支出 92124 亿元，同比增长 13.7%（两会目标全年增长 23.1%，2024 年同比增长 0.2%）。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出 9078 亿元，同比增长 1.9 倍；地方政府性基金预算支出 83046 亿元，同



比增长 6.6%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出 38489 亿元，同比下降 6.6%。

12 月 11 日中央经济工作会议指出，2026 年要继续实施更加积极的财政政策。保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。重视解决地方财政困难，兜牢基层“三保”底线。

12 月 28 日全国财政工作会议要求，2026 年财政工作抓好以下重点任务。**一是坚持内需主导，支持建设强大国内市场。**大力提振消费，深入实施提振消费专项行动。积极扩大有效投资，加大对新质生产力、人的全面发展等重点领域投入。加快推进全国统一大市场建设，规范税收优惠、财政补贴政策。**二是支持科技创新和产业创新深度融合，加快培育壮大新动能。**进一步增加财政科技投入，完善财政科技经费管理，强化企业科技创新主体地位。实施制造业重点产业链高质量发展行动，开展新一批制造业新型技术改造城市试点，加快构建现代化产业体系。**三是推进城乡融合和区域联动，拓展发展空间。**扎实推进乡村全面振兴，积极支持以人为本的新型城镇化，促进区域协调发展。**四是进一步强化保基本、兜底线，切实加强民生保障。**促进居民就业增收，支持办好人民满意的教育，提高医疗卫生服务保障水平，完善社会保障体系，在满足民生需求中拓展发展空间。**五是推动经济社会发展全面绿色转型，加快建设美丽中国。**推进污染防治攻坚，加强生态系统保护和修复，健全绿色低碳发展支持政策，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，增强绿色发展动能。**六是加强国际财经交流合作，支持扩大高水平对外开放。**推进全球经济金融治理改革，深化拓展全球伙伴关系，加强国际经贸合作，实施好海南自贸港封关运作货物税收政策。

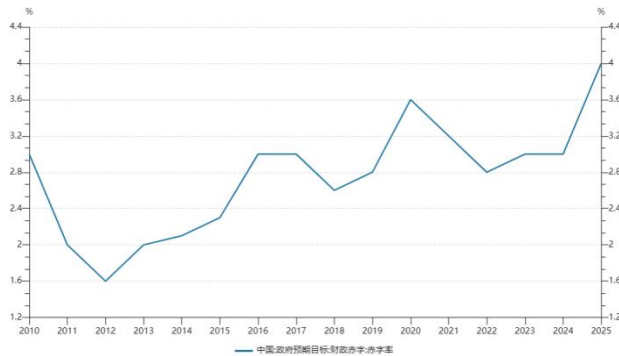


图 3-1 中国财政赤字率目标

数据来源：Wind，格林大华期货

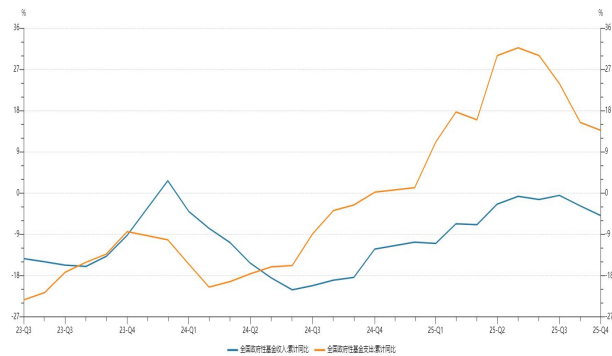


图 3-2 全国政府性基金收入和支出 累计同比

数据来源：Wind，格林大华期货

截至2025年10月,2025年预算安排的1.3万亿元超长期特别国债发行计划圆满收官,8000亿元用于更大力度支持“两重”项目建设已下达完毕,5000亿元用于加力扩围实施“两新”政策(其中支持消费品以旧换新资金3000亿元中央资金已全部下达)。据国家发展改革委介绍,2025年超长期特别国债支持设备更新的投资补助资金已支持约8400个项目,带动总投资超1万亿元。2025年专门发行5000亿元特别国债,为大型商业银行注入资本金在6月份已全部落地,预计可撬动信贷投放约6万亿元。截至2025年10月末,地方政府专项债券发行进度已完成全年4.4万亿元额度的九成,重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。我们预期2026年中国财政赤字可能与2025年的4%持平。今年第四季度财政部将继续提前下达2026年新增地方政府债务限额。近年来,根据全国人大常委会授权,经国务院同意,财政部每年第四季度在当年新增地方政府债务限额(包括一般债务限额和专项债务限额)的60%以内,提前下达下一年度新增地方政府债务限额。

2025年4月召开的中共中央政治局会议强调,设立新型政策性金融工具。9月29日,国家发展改革委表示,会同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作。同日,国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行分别成立基金公司并完成首批投放。截至10月末,5000亿元新型政策性金融工具已全部完成投放,有力支持了一批重点领域和薄弱环节项目建



设, 预计将拉动项目总投资超 7 万亿元。国开新型政策性金融工具、进银新型政策性金融工具、农发新型政策性金融工具分别投放 2500 亿元、1000 亿元、1500 亿元。此次落地的 5000 亿元新型政策性金融工具全部用于补充项目资本金, 有助于解决重大项目资本金不足的瓶颈问题, 提升项目融资能力, 撬动银行贷款和社会资本, 形成倍增效应。科技创新、扩大消费、稳定外贸等是工具重点支持的方向。此次落地的新型政策性金融工具支持的项目有望在 10 月至 12 月密集落地, 有助于把上半年储备的项目转为开工量, 尽快转化为四季度的实物工作量, 推动扩大有效投资, 促进经济平稳健康发展。

二、货币政策回顾与展望

过去五年, 在货币政策的总量上, 人民银行综合运用多种货币政策工具, 包括下调存款准备金率、降低政策利率、带动贷款市场报价利率等金融市场利率下行等, 为经济高质量发展营造良好的货币金融环境。利率连续下行的背景是经济增速的下行。2025 年 5 月央行宣布, 自 5 月 15 日起, 下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点, 本次降准将释放长期资金约一万亿元, 金融机构平均存款准备金利率从 6.6%降低至 6.2%。同时宣布从 5 月 8 日起将公开市场 7 天逆回购利率调降 10 个基点, 降至 1.4%。由此带动 5 月贷款市场报价利率 (LPR) 同步下行 0.1 个百分点, 5 年期以上 LPR 和 1 年 LPR 均下调 0.1%, 分别至 3.50%和 3.00%。央行还设立 5000 亿元专项再贷款: 引导商业银行加大对服务消费、养老产业的信贷投放, 激活内需潜力。支农支小再贷款加码, 新增 3000 亿元额度, 支持涉农、小微及民营企业融资。将证券、基金公司互换便利 (5000 亿元) 与股票回购增持再贷款 (3000 亿元) 合并为 8000 亿元, 提升资本市场流动性支持力度。

央行公开市场国债买卖操作于 2024 年 8 月首次启动后, 央行逐月常态化开展, 2024 年累计净买入国债规模达 1 万亿元, 今年 1 月因债市供求不平衡压力及风险累积暂停操作。10 月





27 日傍晚，人民银行行长潘功胜在 2025 金融街论坛年会上宣布恢复公开市场国债买卖操作，这一停摆近 10 个月的重要货币政策工具正式重启。10 月份央行公开市场国债买卖净投放 200 亿元，11 月净投放 500 亿元，牛刀小试。

12 月 18 日召开的央行货币政策委员会第四季度例会指出，下一阶段货币政策主要思路，建议发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，**根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机**。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，促进社会综合融资成本低位运行。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。**从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化**。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

第四部分 国债期货走势展望

一、国债利率走势分析与展望

基本面是影响国债利率未来走势的主要因素，货币政策是最大的直接因素，货币政策和国债利率都是基本面的映射。央行货币政策委员会第四季度例会指出，当前外部环境变化影响加深，世界经济增长动能不足，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性；我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱矛盾突出等问题和挑战。我们预期 2026 年中国货币政策总体继续宽松，是否降息将视经济下行压力的变化而定，但上调政策性利率的概率较小。这样国债收益率曲线的短端存在继续下行的可能。国债收益率曲线的长端和超长端可能维持横向震荡。从供给的角度，2026



年将维持较高的财政赤字，维持较高的政府债券和地方政府专项债的发行规模，但市场有较高的消化能力，并且央行国债买卖操作会以净买入为主。国内 A 股指数在 2025 年涨幅可观，2026 年股市运行慢牛格局是理想状态，宽幅震荡亦有可能，大幅上涨概率相对较低。目前房地产市场价格仍在筑底过程中，明年下半年如果一线城市房价可以环比企稳，将影响居民资产配置发生一定变化。中国整体经济稳增长的压力继续较大，预期 2026 年通胀将有所回升但幅度有限，所以我们预期 2026 年国债收益率曲线小幅牛陡的概率较大，短期国债利率仍是下行概率较大，长期国债收益率可能横向波动。

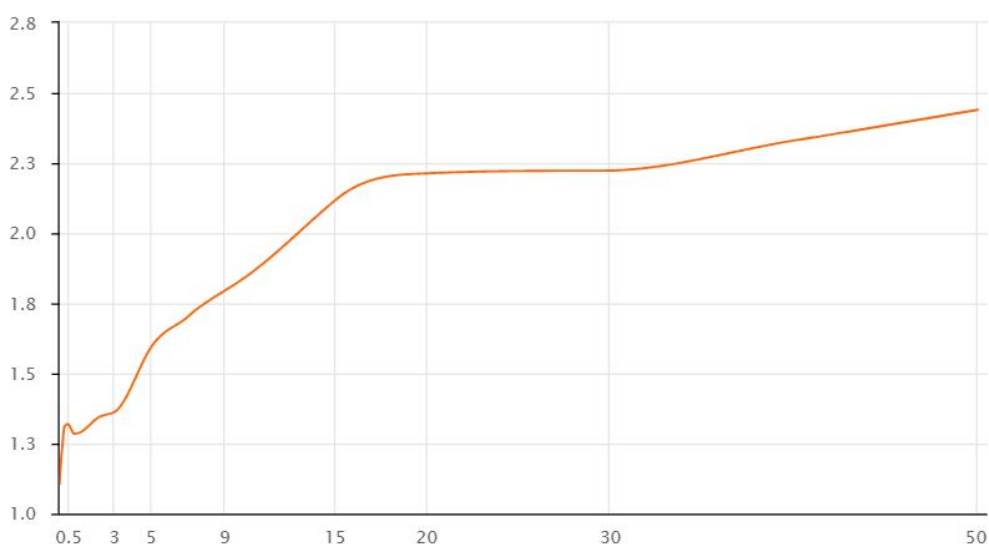


图 4-1 国债到期收益率曲线 (2025 年 12 月 26 日)

数据来源：中国债券信息网，格林大华期货

二、国债期货技术与展望

10 年期国债收益率在过去 10 多年的高点是 2013 年末的 4.7%，之后高点逐级下行，在 2023 年末之前多次探底的低点在 2.5% 附近。2024 年 10 年期国债到期收益率连续下行，向下突破 2.0%。2025 年 1 月 10 年国债期货收益率创年内低点 1.6%，全年在 1.6%-1.9% 范围内震荡。我



们预期在经济增长和通胀环境中，2026 年 10 年期国债收益率的波动区间大约在 1.5%-2.0%。

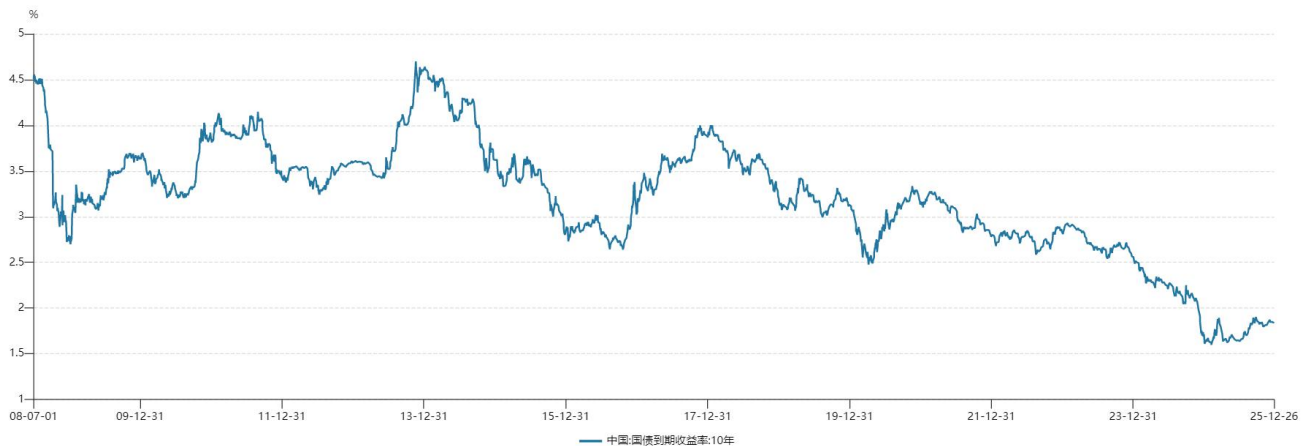


图 4-2 国债收益率曲线

数据来源：Wind，格林大华期货

第五部分 国债期货套利机会分析与展望

一、曲线策略

2020 年-2024 年随着 10 年期国债收益率的连续下行, 30 年期和 10 年期国债收益率的利差也在持续缩窄, 从 2020 年的高点 0.85%至 2024 年的低点 0.10%, 2024 年波动区间在 0.28%-0.10%, 2025 年截至 11 月中旬低点在 0.15%, 高点在 0.44%。在 30 年期和 10 年期国债收益率的利差降低到 0.15%附近或更低的时候, 可以考虑做多两者的利差。我们在去年的年报中曾经建议从国债期货的角度则是观察 3 倍的 10 年期国债期货和 30 年期国债期货主力合约 ($3 \times T-TL$) 的价差, 考虑 $3 \times T-TL$ 的价差再次回到 205 附近或低于时, 可以结合当时的情况, 特别是同时预期长期收益率将上行时, 考虑做多 $3 \times T-TL$ 价差进行套利。实际中, 2025 年 2 月给了我们一次很好的做多机会, 在 2025 年 8 月长期收益率上行时也是一个做多的机会。

去年年报我们提到因为 2025 年人民银行大概率会继续降息，收益率曲线的短端下行的确定性较高，长端利率如果下行较快后，收益率曲线再走陡的概率提高，这时可以考虑做陡收益率曲线，做多 2*TS-T。2025 年 2 月有一次做多 2*TS-T 的机会，7-8 月份有一个做长波段的机会。

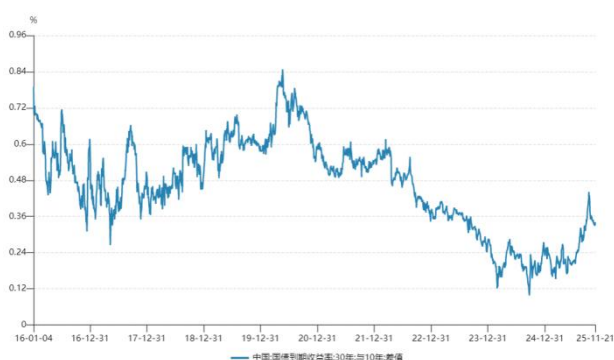


图 5-1 国债到期收益率 30 年-10 年

数据来源：Wind，格林大华期货



图 5-2 国债期货 3*TS-TL

数据来源：Wind，格林大华期货

二、期现策略

理论上国债期货主力合约的隐含回购利率（IRR）在超过 3 个月同业存单到期收益率时，提供了正套的机会，即买入国债现券、卖出国债期货的无风险套利的机会。在实际操作过程中，IRR 越高越好，但 IRR 显著高于同业存单到期收益的时机都脉冲行情，是否能够实际把握，需要灵活快捷的盘面操作能力。如果 IRR 明显低于资金利率-借券成本，那么反套参与价值凸显，反套即卖出国债现券、买入国债期货的套利机会。在实际操作中反套的机会较难把握，因为反套需要卖出国债现券、买入国债期货，但实际交割时国债期货多头交割获得的国债可能与之前做空的国债现券品种不同，会额外增加交易的成本和难度。无论正套和反套，都不必等待至最



后实际交割，正套当基差扩大获利后即可择机平仓，反套当基差缩小到相对合理范围则可以选择平仓。

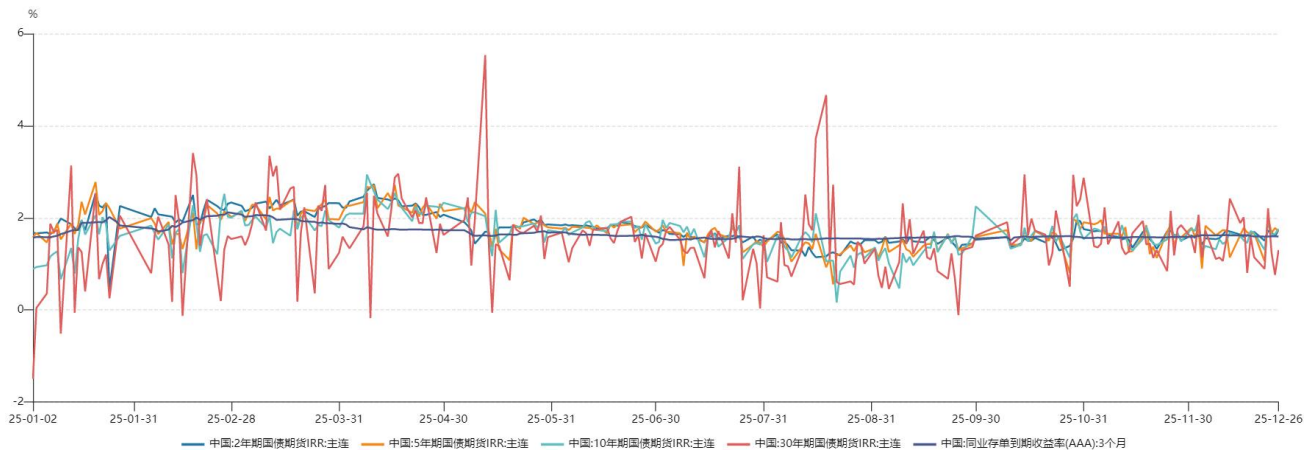


图 5-3 国债期货 IRR 和 3 个月同业存单到期收益率

数据来源：Wind，格林大华期货

国债期货价格波动方向往往与基差反方向变动。当债券市场牛市，国债期货价格连续上涨时，国债期货往往比现券涨的更快、呈现超涨，基差收敛。例如在 2025 年 3 月份，10 年期国债期货主力合约价格从低位反弹上涨，基差缩窄。相反，当债券市场熊市，国债期货价格连续下跌时，国债期货往往比现券跌的更快、呈现超跌，基差扩张。其中的原理是，相对国债现券，国债期货交易的连续性和流动性更好，特别是在市场发生急剧变化时，国债期货价格会更敏感。需要注意的是，此规律的应用对短期剧烈波动相对有效性要高一些，比如连续上涨后的快速回调，以及横盘后的急涨，并不太适合长期的方向延续性的市场。相应的如果国债期货价格在连续上涨一段时间后，突发利空，或市场可能转向时，基差在相对低位时，可以考虑做多基差，即买入国债现券的同时做空国债期货。如果国债期货在横盘一段时间后，预期可能上涨，基差



在相对高位时，可以考虑做空基差，即卖出国债现券的同时做多国债期货。基差在短期内如预期发生大幅变化后可以考虑平仓。



图 5-4 10 年国债期货收盘价和 10 年期国债期货基差

数据来源：Wind，格林大华期货

三、跨期策略

临近交割月的跨期价差的波动可能存在跨期套利的机会。交割月份之前的一个月，不打算交割又计划继续持仓的投资人，会在交割月之前移仓换月。在进入交割月份前后，跨期价差可能存在剧烈的波动，而出现套利的机会。2025 年 2 月和 5 月中下旬均出现 TL00-TL01 先上后下的情况，可能是空头主导移仓换月，将要到期的近期合约买平推动近期合约价格上涨、远期合约卖开价格下跌，则在 TL00-TL01 在上涨有超过 0.30 元之后，做空 TL00-TL01，注意持仓时间要短，无论成功与否，快速平仓，注意止损。剧烈的波动可能会产生较好的套利机会，特别是历史极值附近时。注意跨期套利的机会并不常有。



图 5-5 TL00-TL01

数据来源：Wind，格林大华期货

第六部分 结论与操作建议

国债期货策略上，2026 年上半年美联储大概率延续降息，国内货币政策在兼顾平稳人民币汇率的背景下，仍存在降息的可能。12 月 11 日中央经济工作会议指出，2026 年要继续实施适度宽松的货币政策。把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，**灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕**，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们预期 2026 年的通胀水平较 2025 年同比将有所回升，名义 GDP 增速会表现更好。我们预期 2026 年货币政策维持流动性宽松，小幅降息仍可能是央行的选择。在国债收益率波动幅度相对有限，波动方向趋势不明显的情况下，国债期货适宜波段操作。



联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
北京总部	北京市朝阳区建国门外大街8号楼北京国际财源中心B座29层	010-56711700
期货研究院	北京市朝阳区建国门外大街8号楼北京国际财源中心B座29层	010-56711856
产业机构业务总部	北京市朝阳区建国门外大街8号楼北京国际财源中心B座29层	15110165709
金融机构业务总部	北京市朝阳区建国门外大街8号楼北京国际财源中心B座29层	010-56711830
分支机构信息		
北京分公司	北京市朝阳区光华路7号楼十二层12B11单元	010-53672071
重庆分公司	重庆市渝中区五一路99号一单元23-2、23-3（平安国际金融中心）	023-63798298
山西分公司	山西省太原市小店区长风街123号1幢君威财富中心五层0504、0505、0506号	0351-7728088
河南分公司	河南省郑州市郑东新区商务外环路29号17层	0371-65618784
浙江分公司	杭州市西湖区财通双冠大厦东楼2008室	0571-28055961
上海分公司	上海市浦东新区福山路500号/浦电路380号7层（实际楼层6层）02单元	13764666557
深圳分公司	深圳市福田区福田街道福安社区民田路178号华融大厦1705	0755-83358603
福建分公司	福建省厦门市思明区鹭江道100号厦门财富中心32层03单元	0592-5085517
山东分公司	山东省青岛市市南区山东路2号甲，华仁国际大厦17层F区	0532-83095257
河北分公司	河北省石家庄市桥西区自强路118号中交财富中心T1、T2商务办公楼02-1701A	0311-87879080
天津分公司	天津市南开区长江道与南丰路交口博朗园1号楼26楼2601-2/2604-2号	022-23046198
大连分公司	大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2112号房间	0411-84806858
广东分公司	广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心9层909房	020-22130388
内蒙古分公司	内蒙古自治区呼和浩特市赛罕区腾飞南路65号1102号商铺三楼	0471-3243085
洛阳营业部	河南省洛阳市涧西区西苑路6号友谊宾馆5F501-510室	0379-64687775
泉州营业部	福建省泉州市丰泽区宝洲路浦西万达写字楼A座2509室	0595-28980095
福州营业部	福建省福州市鼓楼区杨桥东路19号衣锦华庭一期一号楼3层	0591-87808785
哈尔滨营业部	黑龙江省哈尔滨市南岗区花园街235号1103室	0451-53679285
南京营业部	江苏省南京市中山东路288号A-3006	025-85288202
桂林营业部	桂林市七星区漓江路28号中软现代城2区酒店6-01号809室	0773-2833252



重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，格林大华期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，格林大华期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为格林大华期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为格林大华期货有限公司。