

基本面不及预期对冲政策边际收敛

【主要观点】

4月国内债市在极致宽松的资金面驱动下，走出收益率下行行情。市场流动性极度充裕，银行间隔夜利率持续低于1.3%，带动各期限国债收益率走低，中下旬10年期、30年期国债收益率分别下探至1.725%、2.2%附近，叠加基金公司大规模入场增持，债市牛市行情凸显。5月12日一季度货币政策执行报告成为债市行情分水岭。央行强化宏观审慎管理，明确提出遏制利率风险扩散，叠加国债操作规模缩减，释放边际收敛的调控信号，打破了市场对资金利率持续低位的预期。政策落地后，DR001回升至1.26%左右，较4月明显上行，但DR007波动较小，长端国债收益率走势滞后于资金利率变化。基本面弱化对冲了政策边际收紧的利空。4月新增贷款转负、社融数据不及预期，经济复苏动能不足，促使市场形成货币政策难以实质性转向的核心交易逻辑。现阶段债市利率呈“上有顶、下有底”的震荡格局，长短期国债期限利差偏高，期现基差逐步收敛。整体来看，市场流动性仅边际收敛，宽松底层逻辑并未改变。信贷疲软、银行资产投放乏力、资产荒外溢的背景下，资金利率中枢难以快速上行，政策审慎导向仅为约束利率过度下行。后市需重点关注央行流动性调控节奏及5月政府债发行放量带来的潜在供给压力。

【策略】

当前资金利率已经偏向低位，下方空间有限，因此波动料将加大。单边方面短期预计维持震荡，后续主要关注政府债放量情况以及央行流动性调控的节奏，套利方面关注30Y-10Y利差高位，若利差回落至45bp以下则可考虑适度止盈。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76号

霍柔安

电话：010-84555194

邮箱

huorouan@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03129173

投资咨询资格号

Z0020307

【目 录】

一、	主要观点	1
二、	周度复盘	2
三、	国债期货指标	3
四、	主要影响因素	6
	4.1 宏观基本面	6

一、主要观点

行情回顾	<p>本周国债期货呈现先扬后抑，长端偏强的格局，长短端分化相对明显，周四起市场面临回调，但超长端整周保持收涨，具有相对韧性，整体维持区间内震荡走势。</p>	
影响因素	宏观基本面	<ol style="list-style-type: none"> 1. 据国家统计局 2026 年 5 月 18 日公布的数据，2026 年 4 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.1%，3 月为 5.7%；4 月社会消费品零售总额同比增长 0.2%，3 月为 1.7%；1-4 月全国固定资产投资累计同比下降 1.6%，1-3 月为增长 1.7%。 2. 美国财政部数据显示，3 月外国持有的美国公债规模下降，其中日本和中国减持幅度最大。外国持有的美国公债规模从 2 月创下的 9.487 万亿美元纪录高位下降 1.5%，至 9.348 万亿美元，但较上年同期仍增加 3.3%。
	资金面情况	<p>本周，中国央行开展 3045 亿元 7 天期逆回购操作，因本周有 30 亿元 7 天期逆回购到期，本周实现净投放 3015 亿元。继前期央行连续地量逆回购操作后，今日逆回购操作量加大，实现净投放，整体资金面保持宽松格局。</p>
	政策面	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国央行将一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）分别维持在 3% 和 3.5% 不变，为连续十二个月保持不变。 2. “美联储传声筒”评 4 月会议纪要：降息讨论几近终结，美联储开始认真讨论加息可能性。 3. 白宫：新任美联储主席沃什的宣誓就职仪式将于 5 月 22 日上午 11 点（北京时间 23:00）举行。当沃什接掌美联储之际，一些美联储官员和工作人员对金融市场状况及其对经济构成的风险日益感到不安。
主要观点	<p>4 月国内债市在极致宽松的资金面驱动下，走出收益率下行行情。市场流动性极度充裕，银行间隔夜利率持续低于 1.3%，带动各期限国债收益率走低，中下旬 10 年期、30 年期国债收益率分别下探至 1.725%、2.2% 附近，叠加基金公司大规模入场增持，债市牛市行情凸显。5 月 12 日一季度货币政策执行报告成为债市行情分水岭。央行强化宏观审慎管理，明确提出遏制利率风险扩散，叠加国债操作规模缩减，释放边际收敛的调控信号，打破了市场对资金利率持续低位的预期。政策落地后，DR001 回升至 1.26% 左右，较 4 月明显上行，但 DR007 波动较小，长端国债收益率走势滞后于资金利率变化。基本面弱化对冲了政策边际收紧的利空。4 月新增贷款转负、社融数据不及预期，经济复苏动能不足，促使市场形成货币政策难以实质性转向的核心交易逻辑。现阶段债市利率呈“上有顶、下有底”的震荡格局，长短期国债期限利差偏高，期现基差逐步收敛。整体来看，市场流动性仅边际收敛，宽松底层逻辑并未改变。信贷疲软、银行资产投放乏力、资产荒外溢的背景下，资金利率中枢难以快速上行，政策审慎导向仅为约束利率过度下行。后市需重点关注央行流动性调控节奏及 5 月政府债发行放量带来的潜在供给压力。</p>	
策略	<p>当前资金利率已经偏向低位，下方空间有限，因此波动料将加大。单边方面短期预计维持震荡，后续主要关注政府债放量情况以及央行流动性调控的节奏，套利方面关注 30Y-10Y 利差高位，若利差回落至 45bp 以下则可考虑适度止盈。</p>	

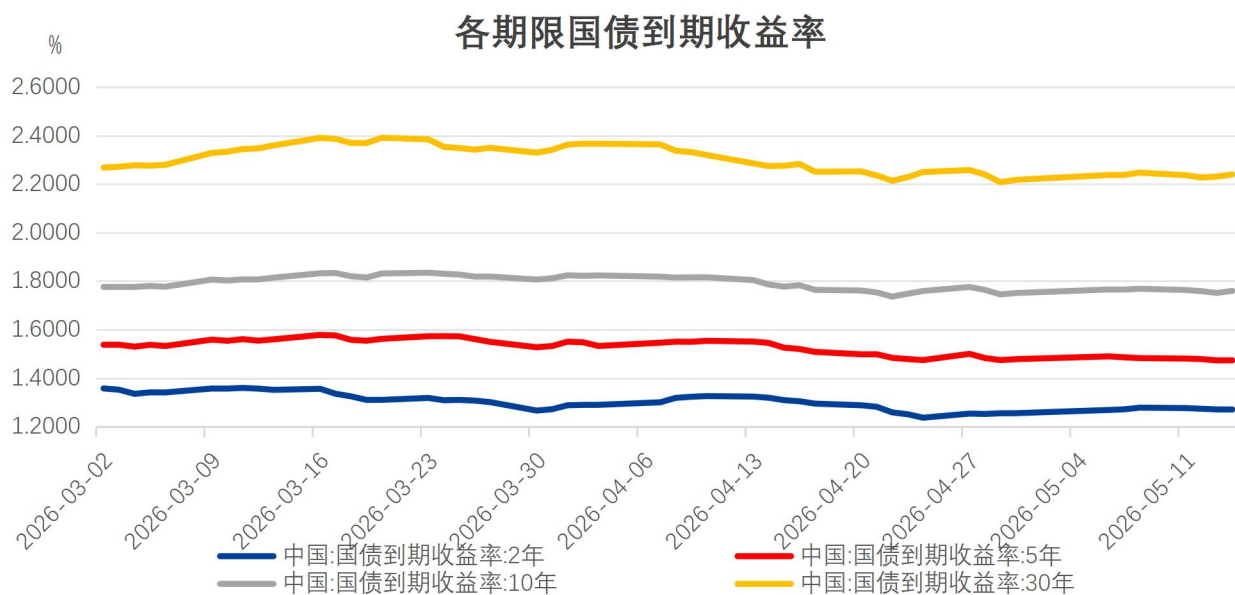
二、周度复盘

图 1. 国债期货周度行情汇总

合约	最新收盘价	周内涨跌幅	周成交量	成交量变化	持仓量	持仓量变化
TS00.CFE	102.652	0.04%	225292	3541	46664	-22384
TS01.CFE	102.582	0.05%	84819	53226	48867	26362
TS02.CFE	102.532	0.05%	1035	-1077	1722	132
TF00.CFE	106.455	0.08%	468014	62036	124416	-71460
TF01.CFE	106.165	0.10%	212209	115751	149542	68531
TF02.CFE	106.08	0.10%	4237	1292	4207	1638
T00.CFE	108.93	0.11%	589562	113537	164961	-123202
T01.CFE	108.76	0.14%	340460	200000	220136	104387
T02.CFE	108.655	0.15%	8554	4486	7362	4126
TL00.CFE	113.26	0.60%	403789	-25470	51876	-54849
TL01.CFE	112.98	0.69%	296054	153713	133164	51547
TL02.CFE	112.96	0.65%	8790	4534	7588	3898

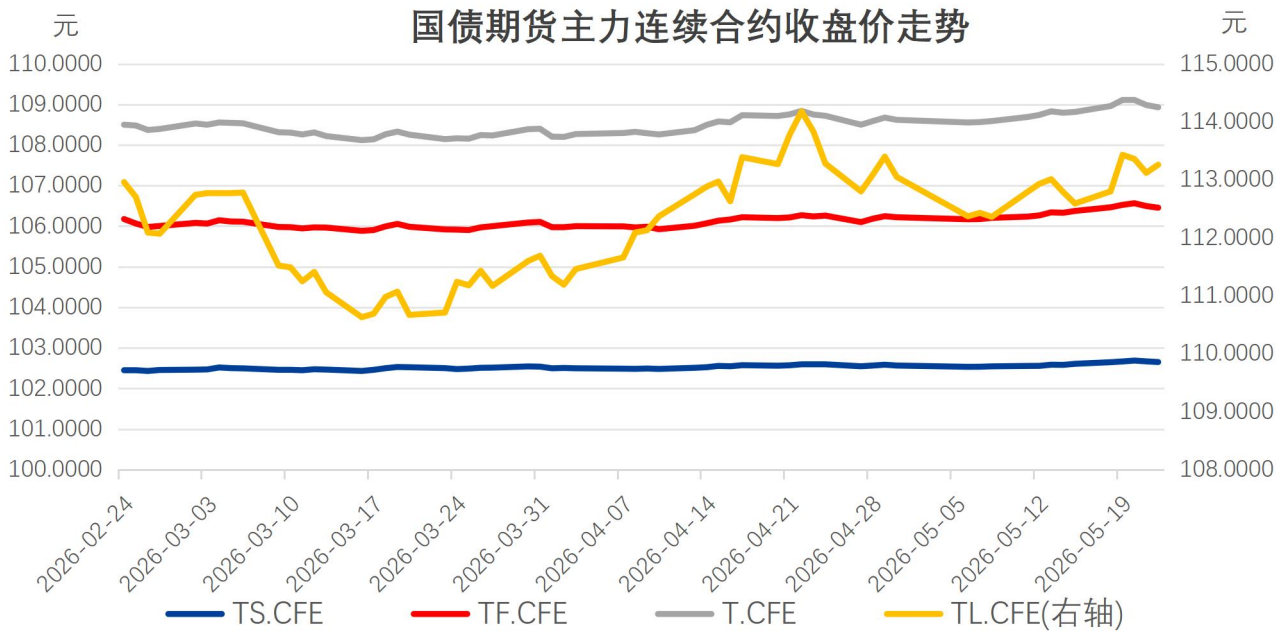
数据来源：Wind、国元期货

图 2. 各期限国债到期收益率



数据来源：Wind、国元期货

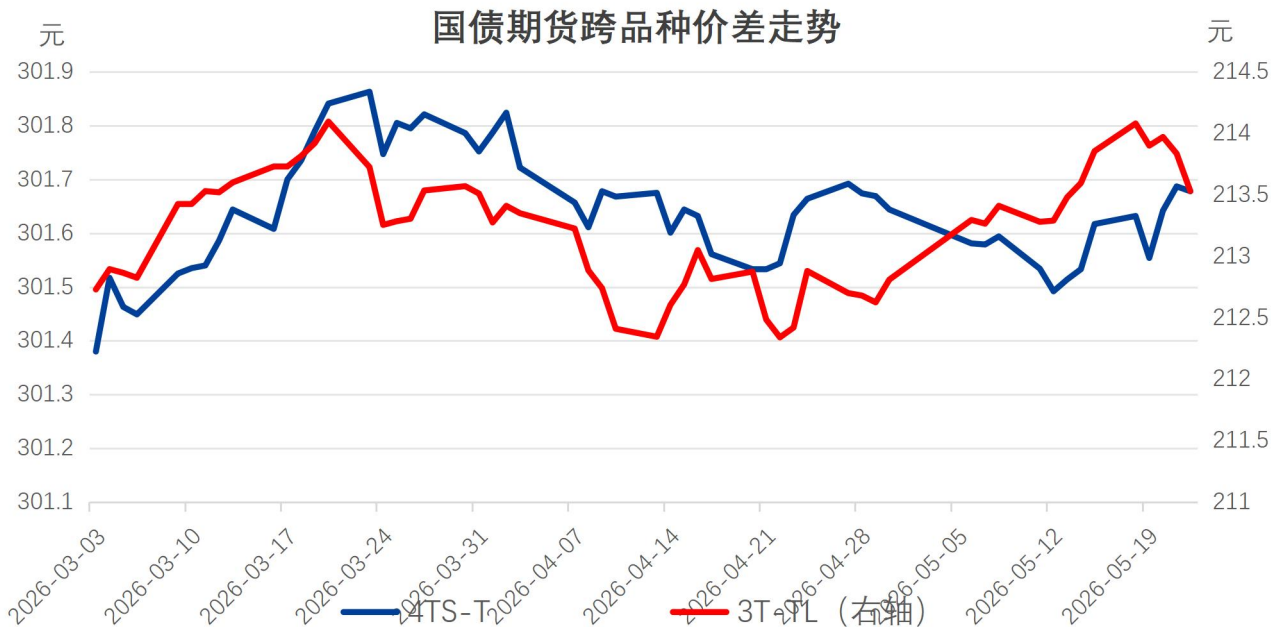
图 3. 国债期货主力连续合约收盘价走势



数据来源 wind、国元期货

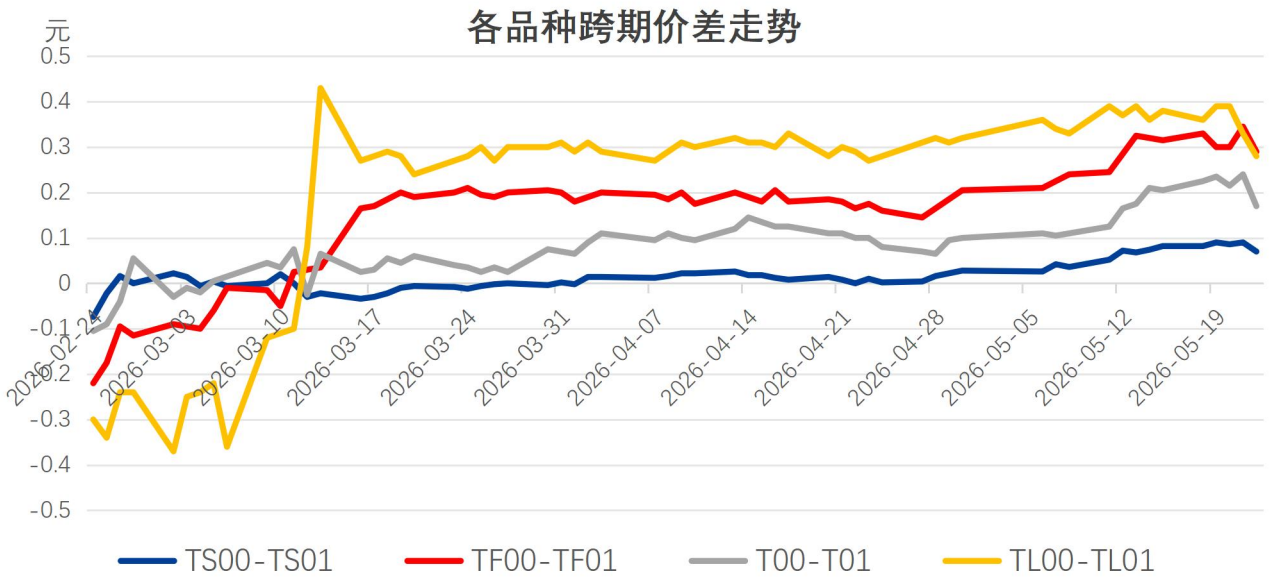
三、国债期货指标

图 4. 国债期货跨品种走势价差



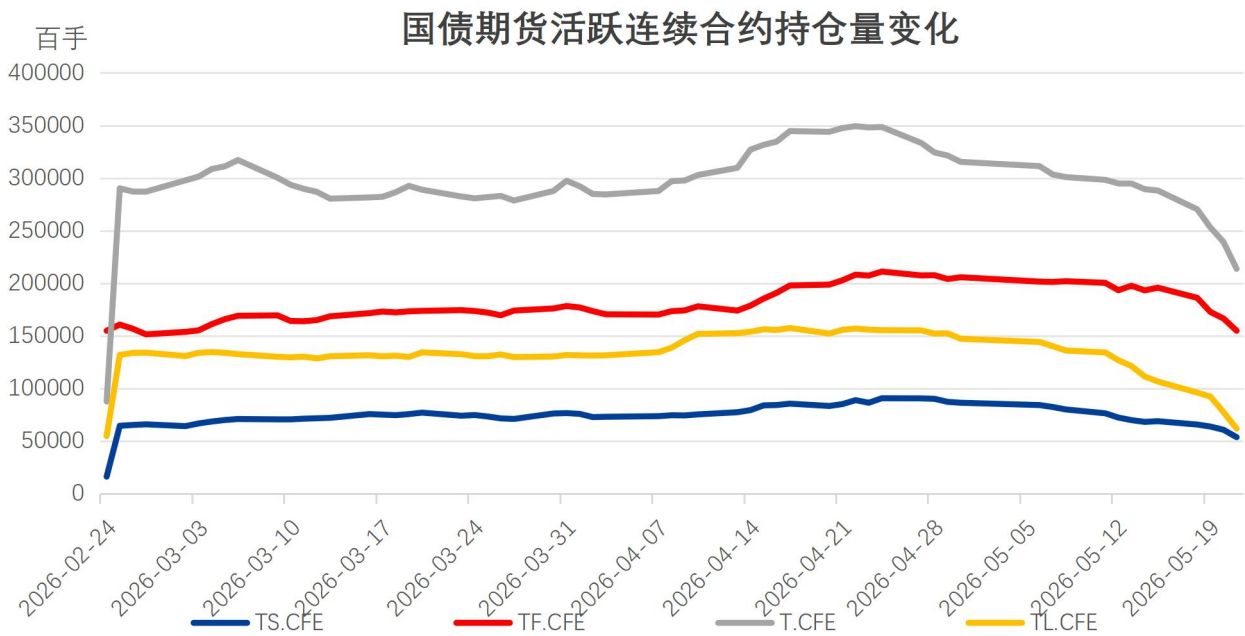
数据来源: Wind、国元期货

图 5. 国债期货各品种跨期价差走势



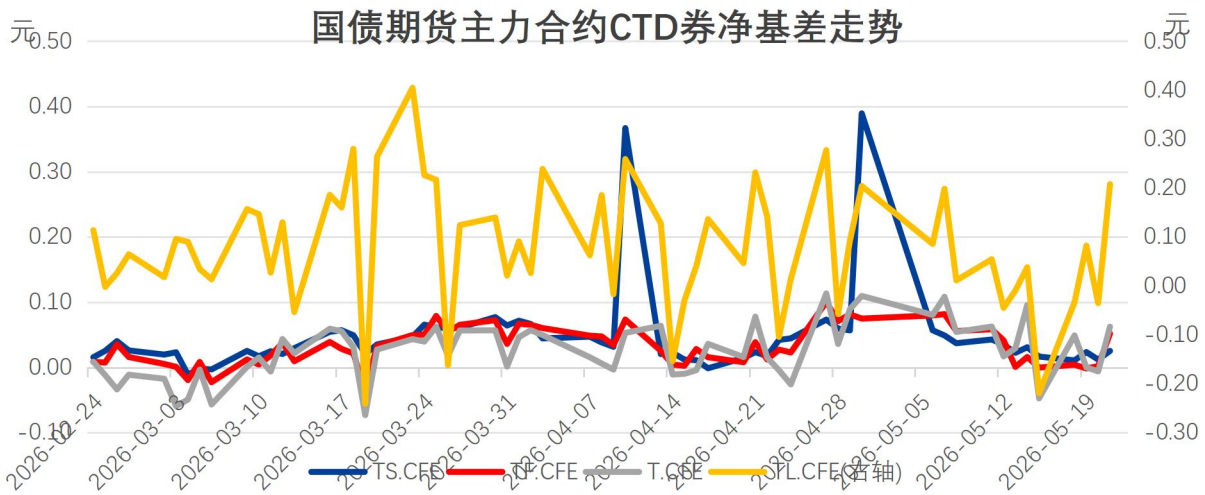
数据来源：Wind、国元期货

图 6. 国债期货活跃连续合约持仓量变化



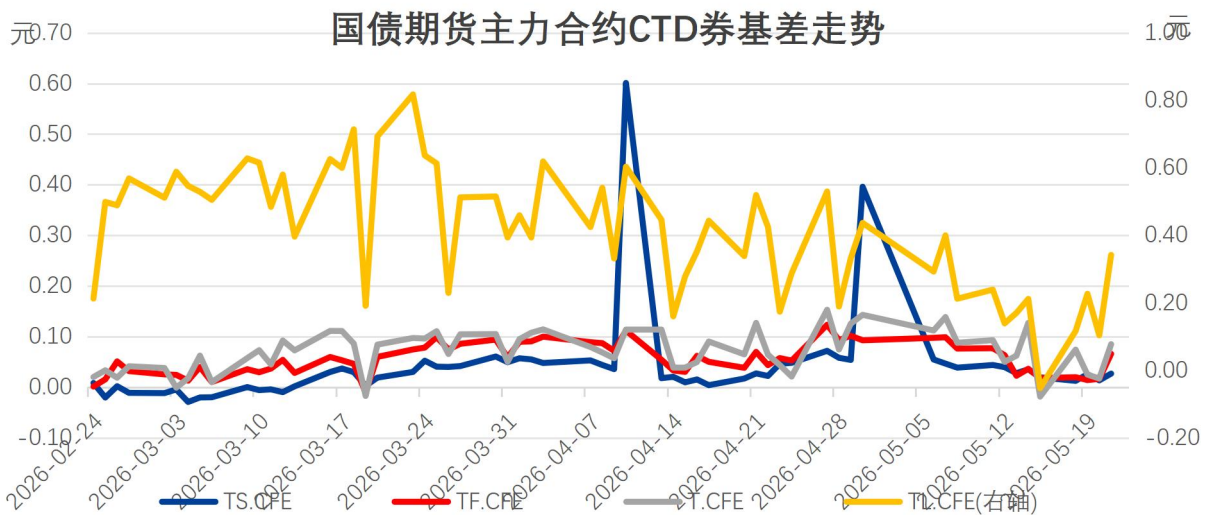
数据来源：Wind、国元期货

图 7. 国债期货主力合约 CTD 券净基差走势



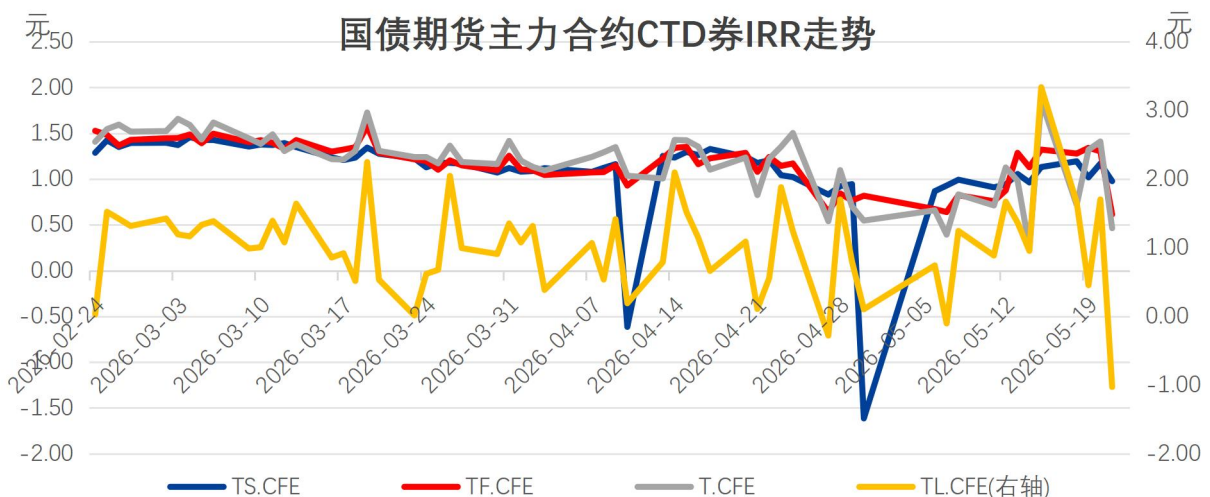
数据来源：Wind、国元期货

图 8. 国债期货主力合约 CTD 券基差走势



数据来源：Wind、国元期货

图 9. 国债期货主力合约 CTD 券 IRR 走势

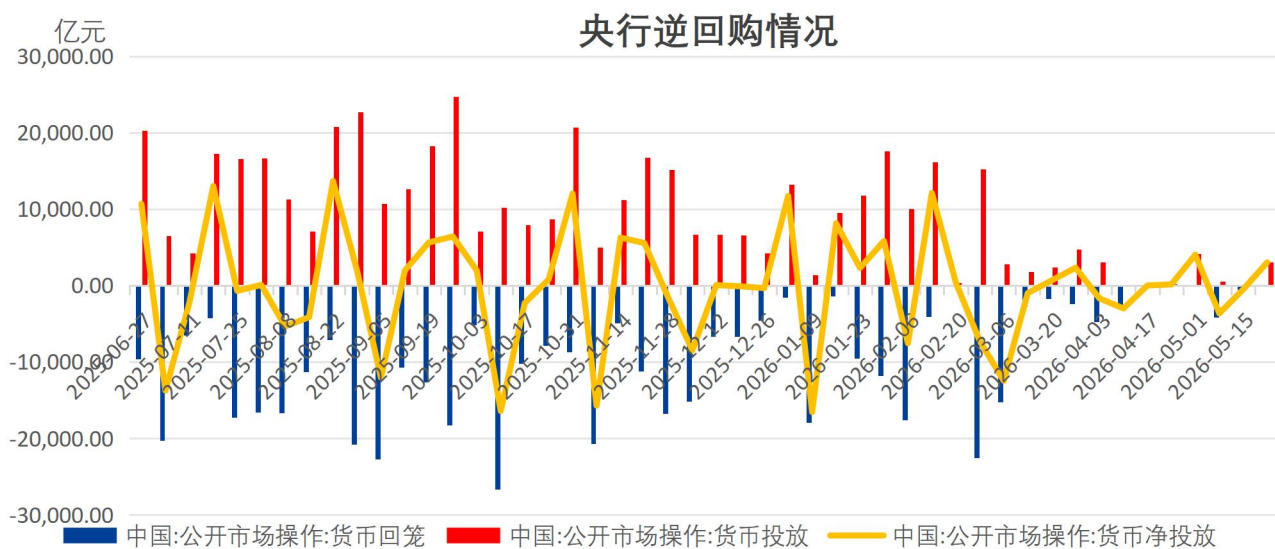


数据来源：Wind、国元期货

四、主要影响因素

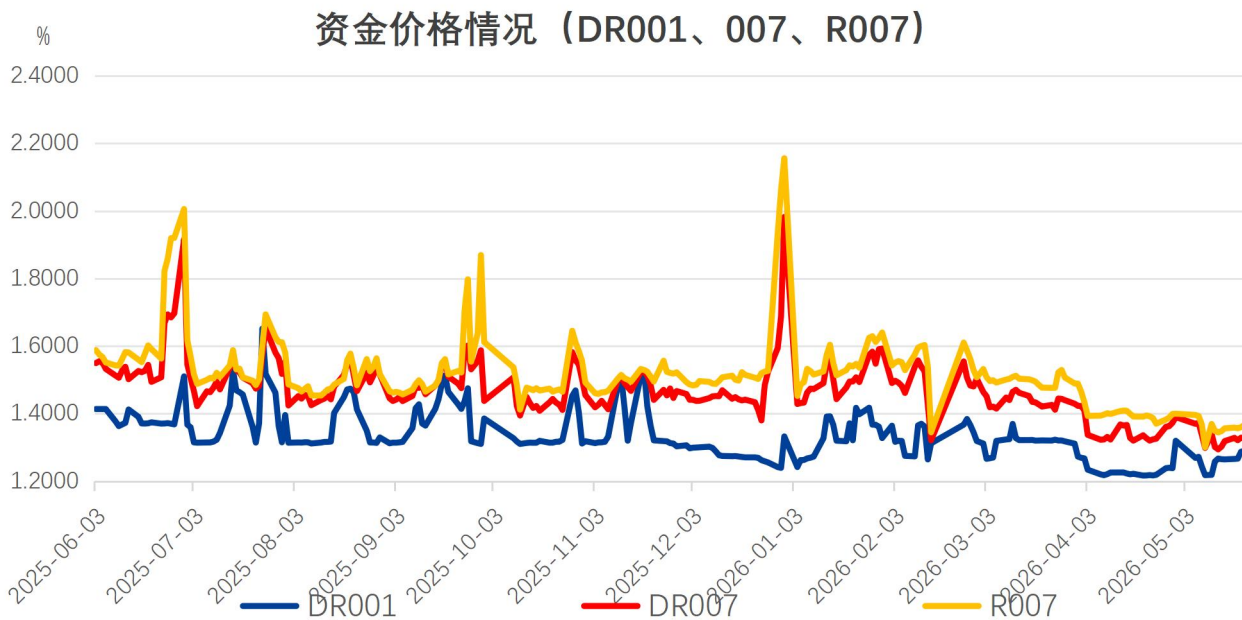
4.1 资金面情况

图 10. 央行逆回购情况



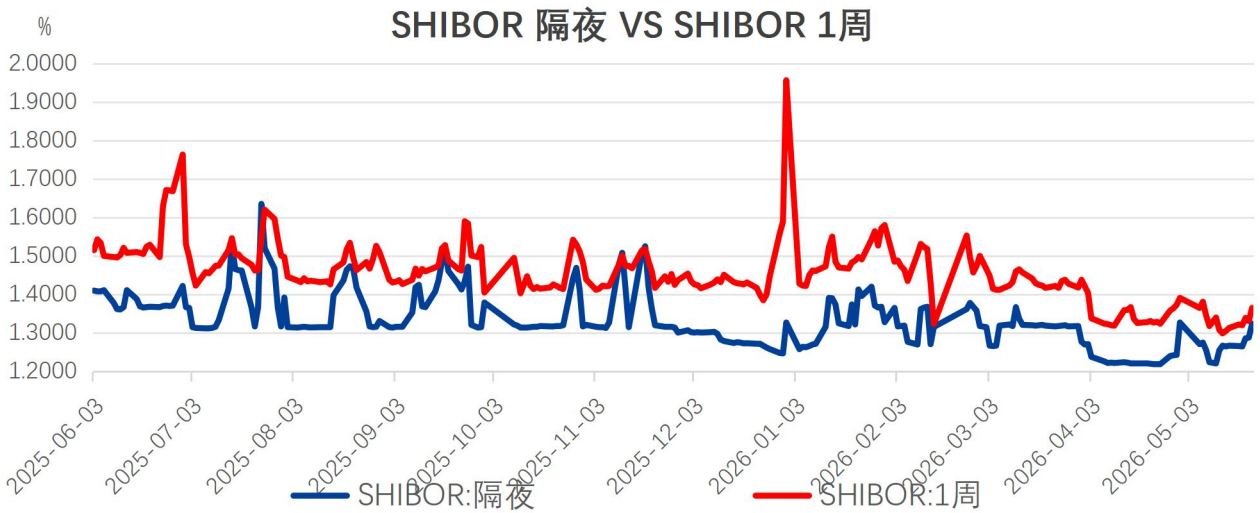
数据来源：Wind、国元期货

图 11. 资金价格情况



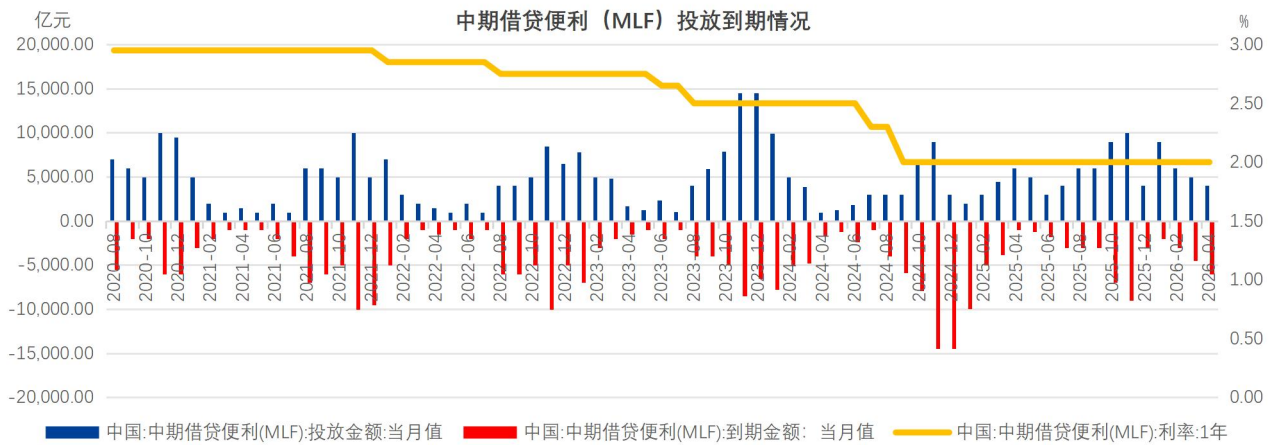
数据来源：Wind、国元期货

图 12. SHIBOR 隔夜 VS SHIBOR 1 周



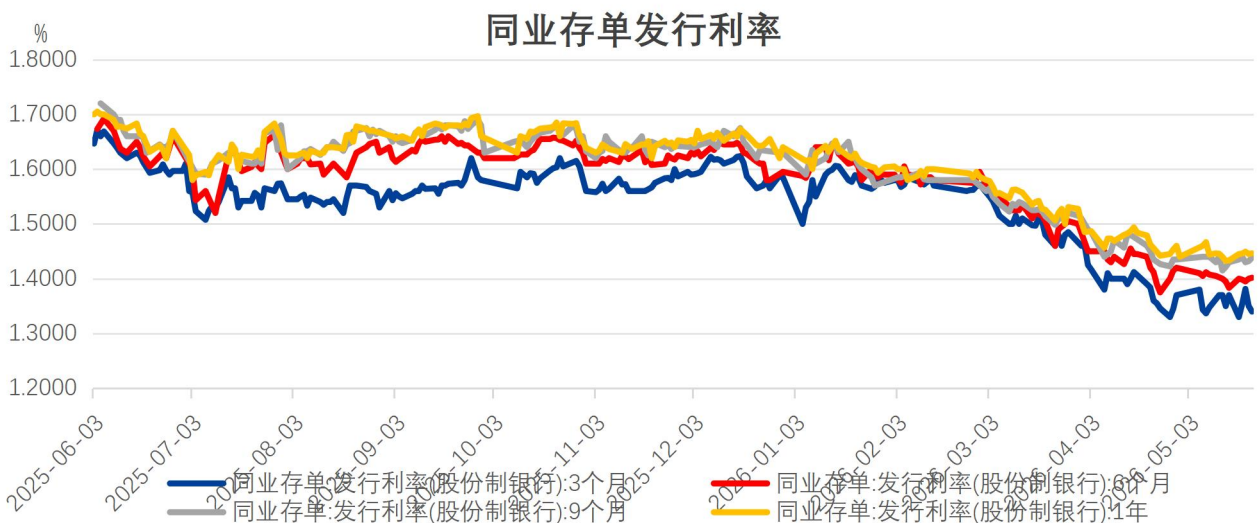
数据来源：Wind、国元期货

图 13. 中期借贷便利（MLF）投放到期情况



数据来源：Wind、国元期货

图 14. 同业存单发行利率



数据来源：Wind、国元期货

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元
电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室
电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层
电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理（上海）有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555221