

流动性宽松底色未改，债市区间运行特征明显

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

【主要观点】

5 月债市走势以一季度货币政策执行报告为分界呈现明显分化。报告发布前，充裕资金面推动各期限国债收益率下行，10 年期、30 年期收益率分别下探至 1.725%、2.2% 附近。5 月 12 日央行释放审慎调控信号，强调防范利率风险，市场宽松预期降温，债市短期承压。后续偏弱的信贷、社融等经济数据对冲政策利空，市场形成货币政策难实质性转向的共识，叠加 A 股回调提振避险需求，债市整体高位偏强震荡。

税期过后央行加大流动性投放，市场整体流动性依旧宽松。当前债市利率区间运行特征显著，实体信贷修复乏力导致流动性淤积，叠加合约临近交割，期现基差逐步收敛，跨月资金存在阶段性压力。30Y-10Y 期限利差处于历史高位，长端收益率上行阻力突出，点位承压明显。展望后市，政策主要防范利率过度下行，资金利率中枢将维持低位，需重点警惕股市赎回、信贷表现及政府债供给带来的市场扰动。

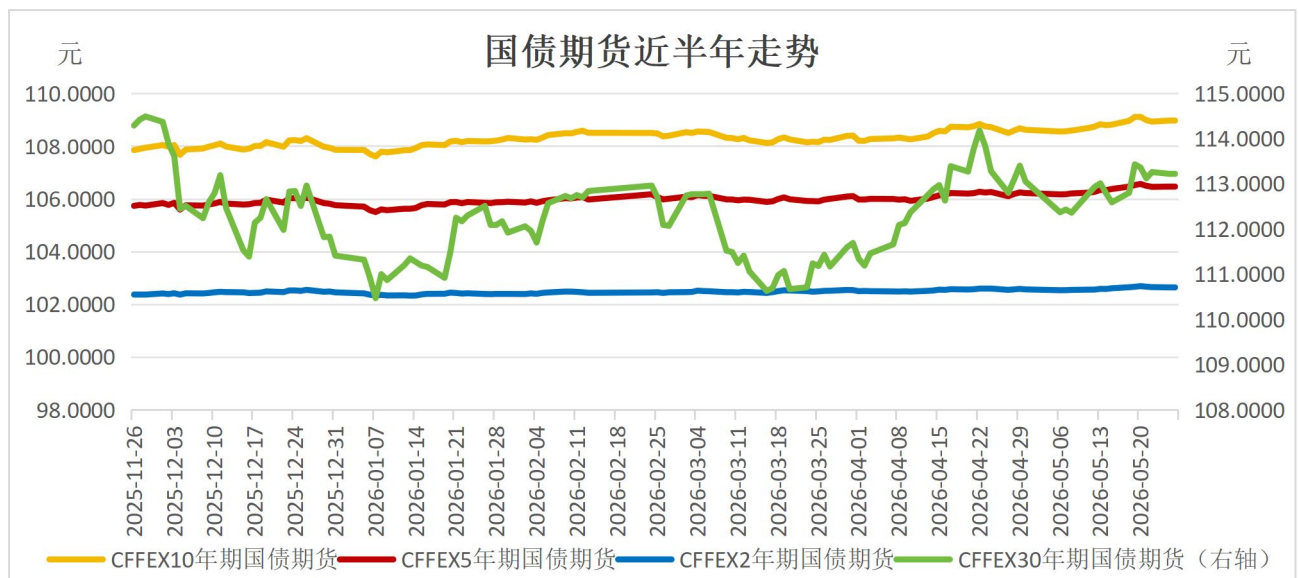
【目录】

一、行情回顾	1
二、国债期货市场行情	1
三、国债期货指标	4
四、宏观经济展望与政策跟踪	9
五、资金面情况	13
六、后市展望	17

一、行情回顾

5 月行情以 5 月 12 日发布的一季度货币政策执行报告作为分水岭。在此之前，债市交易主逻辑为极度宽松的资金面推动下的各期限收益率下行行情，10 年期国债收益率下探至 1.725% 附近，30 年期国债收益率逼近 2.2%。5 月 12 日的货币政策执行报告中，央行将宏观审慎管理置于首位，评估债市运行态势，表现出对于长端收益率变动的密切关注。同时提出“遏制利率风险积累扩散”的表述，审慎调控信号的释放叠加总量进一步宽松概率的下行，扭转了市场对于资金利率维持异常低位的预期，对债市形成压制。但随后金融和经济数据接连公布，新增人民币贷款罕见转负，社融增量大幅不及预期，经济数据超预期回落，基本面的缓慢修复与货币政策边际收敛的利空形成对冲，市场交易逻辑再度切换至货币政策难以真正转向的逻辑，流动性的宽松的底层逻辑并未打破，因此资金利率中枢难以快速大幅上行，国债期货整月呈现高位偏强震荡的格局。

图 1. 国债期货近半年走势



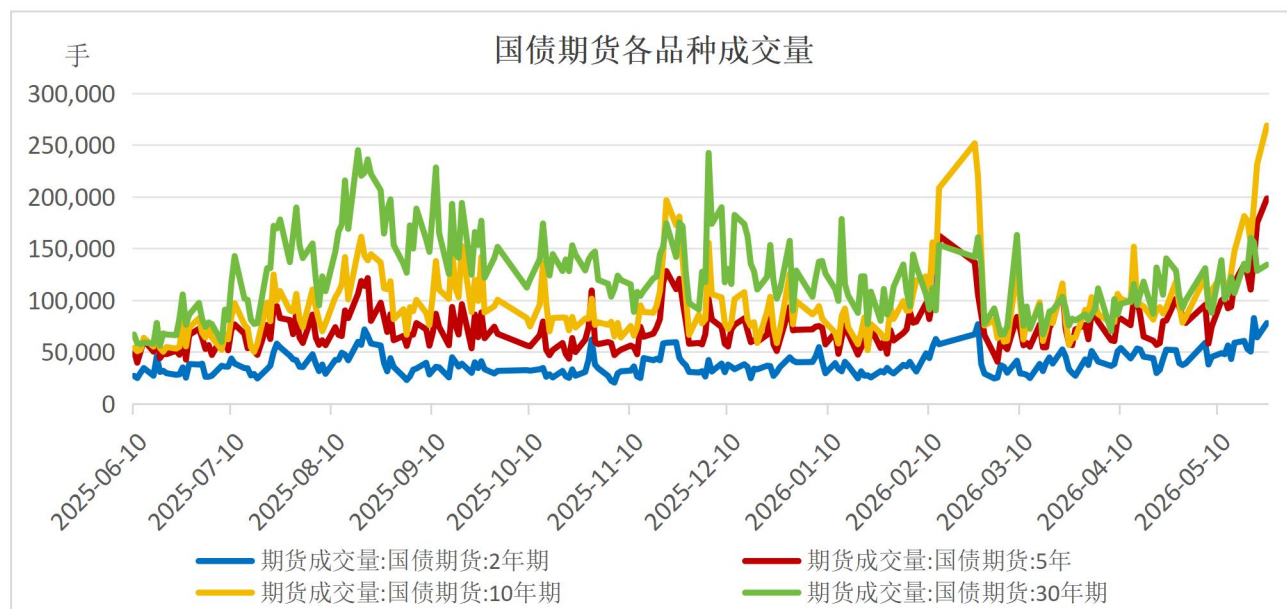
数据来源：Wind、国元期货

二、国债期货市场行情

截至 5 月 26 日，成交量方面，30 年期国债期货日均成交 124,263 手，较上月变化 20,131 手；10 年期国债期货日均成交 158,229 手，较上月变化 62,417 手；5 年期国债期货日均成交

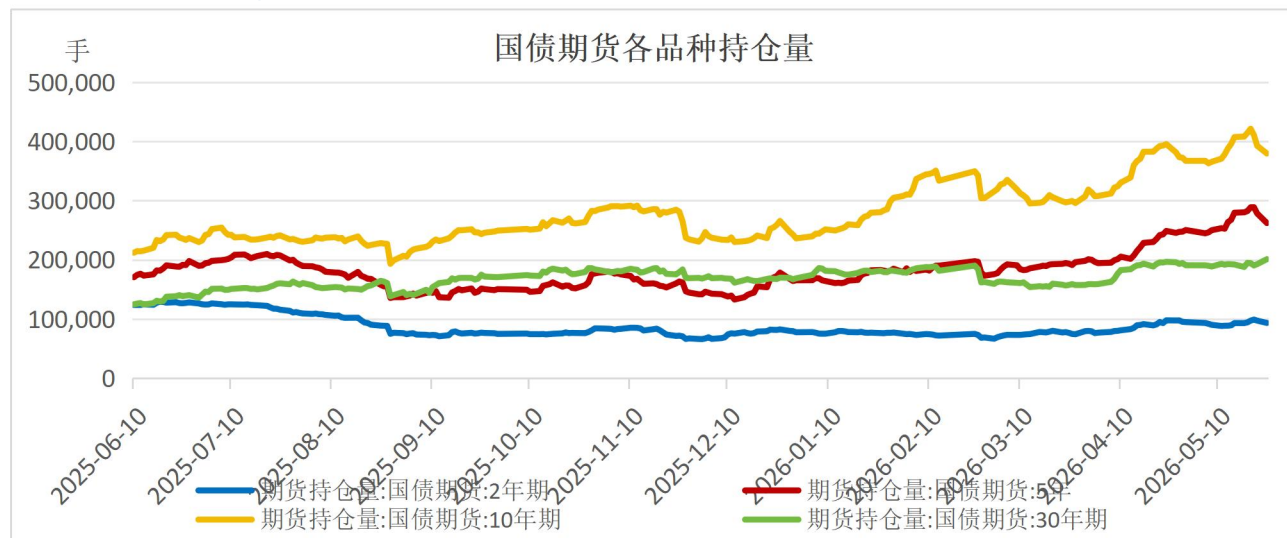
119,784 手，较上月变化 40,639 手；2 年期国债期货日均成交 57,836 手，较上月变化 13,533 手。持仓量方面，30 年期国债期货持仓量 208,611 手，较上月变化 17,856 手；10 年期国债期货持仓量 380,871 手，较上月变化 13,907 手；5 年期国债期货持仓量 252,289 手，较上月变化 2,050 手；2 年期国债期货持仓量 90,609 手，较上月变化 -4,191 手。交割月临近，叠加价格突破位置临近，月末债市量能出现明显上行，资金参与度有所提升。外部风险的不确定性以及机构中长期债券配置的增加，促使市场对于 10 年期及 30 年期国债的对冲需求有所提高。

图 2. 国债期货各品种成交量



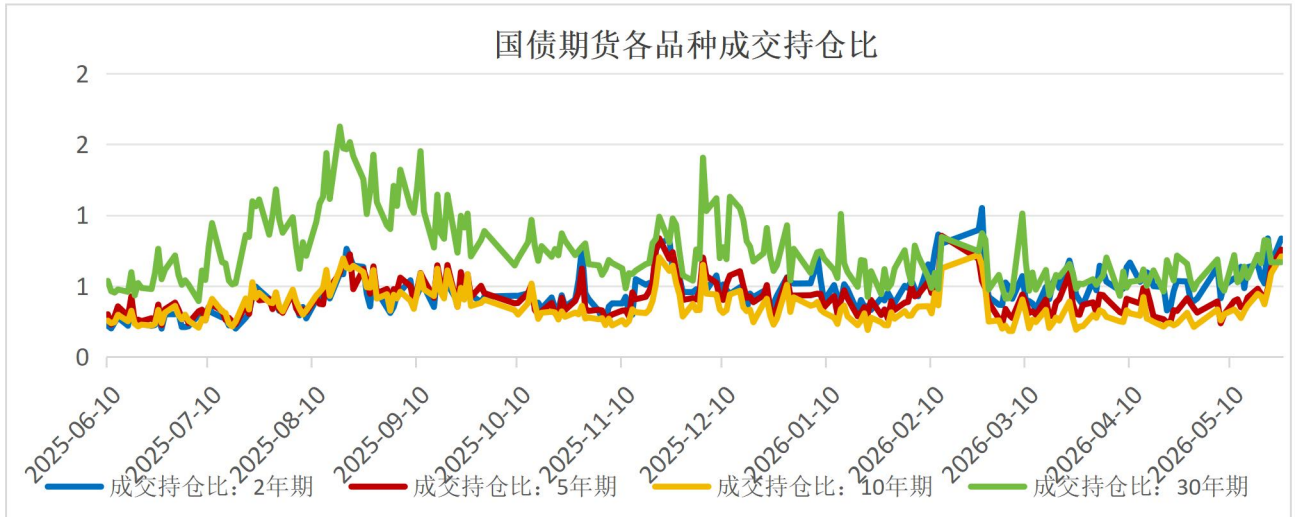
数据来源：Wind、国元期货

图 3. 国债期货各品种持仓量



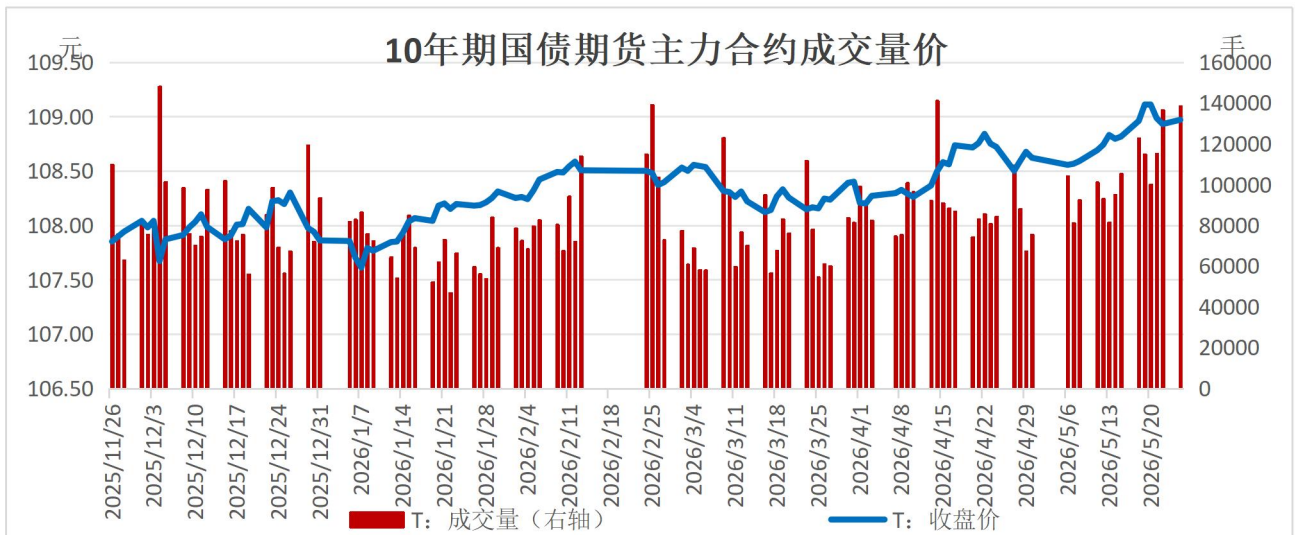
数据来源：Wind、国元期货

图 4. 国债期货各品种成交持仓比



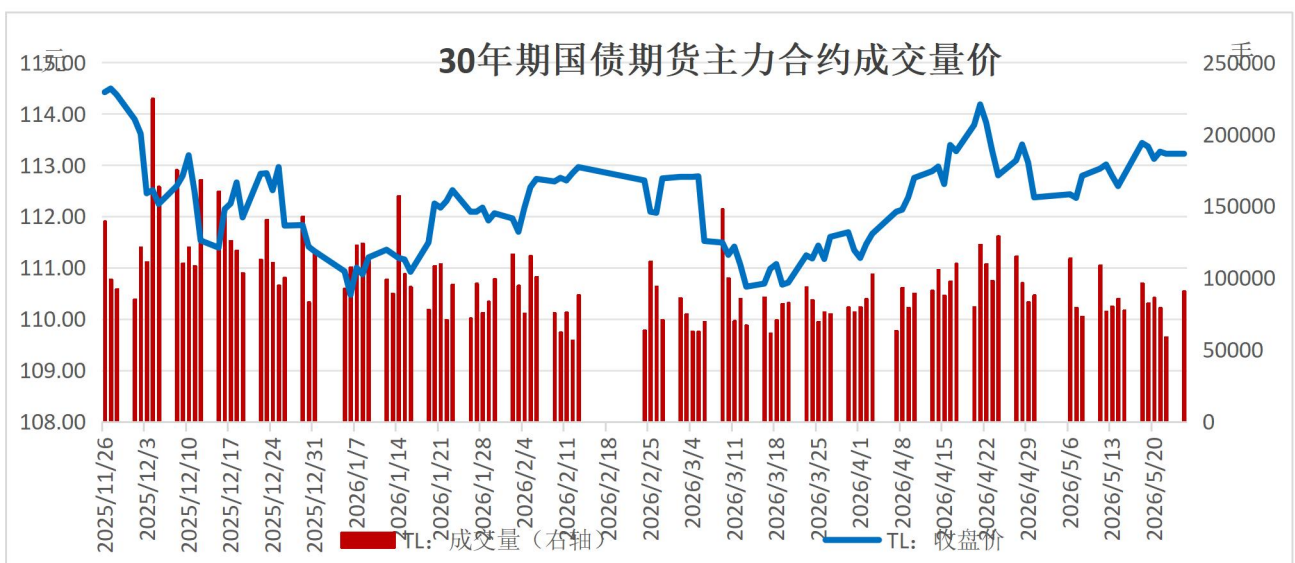
数据来源: Wind、国元期货

图 5. 10 年期国债期货主力合约成交量价



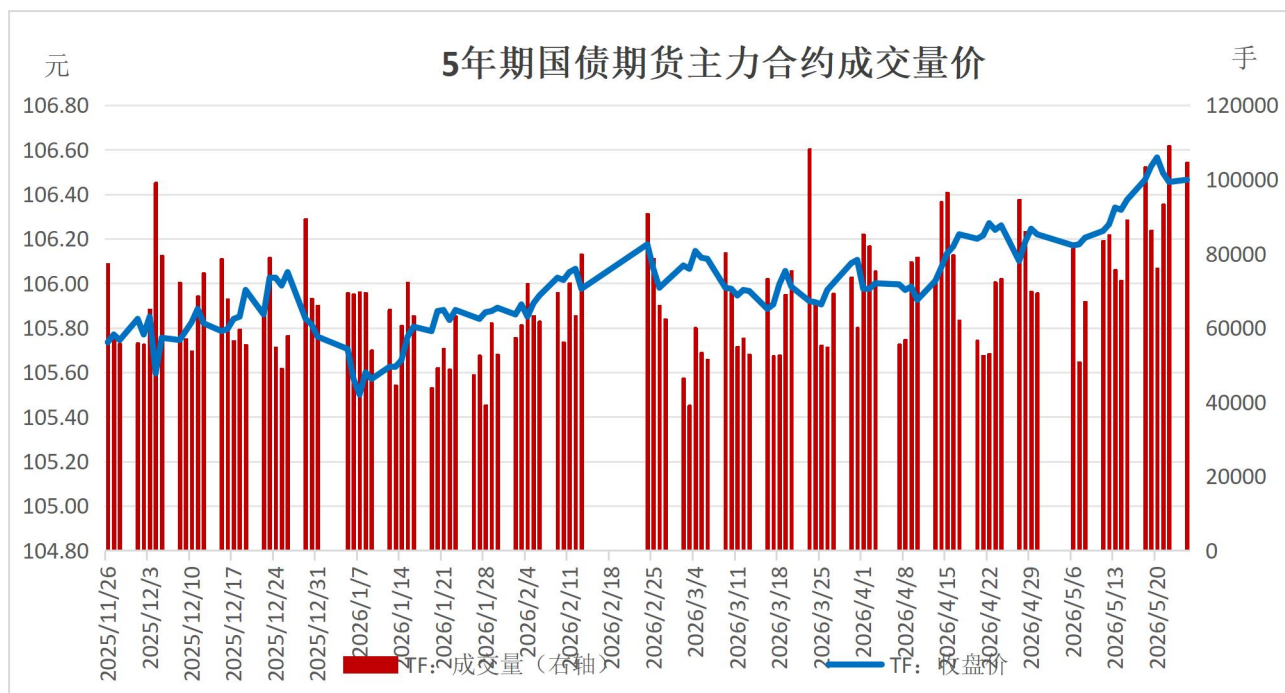
数据来源: Wind、国元期货

图 6. 30 年期国债期货主力合约成交量价



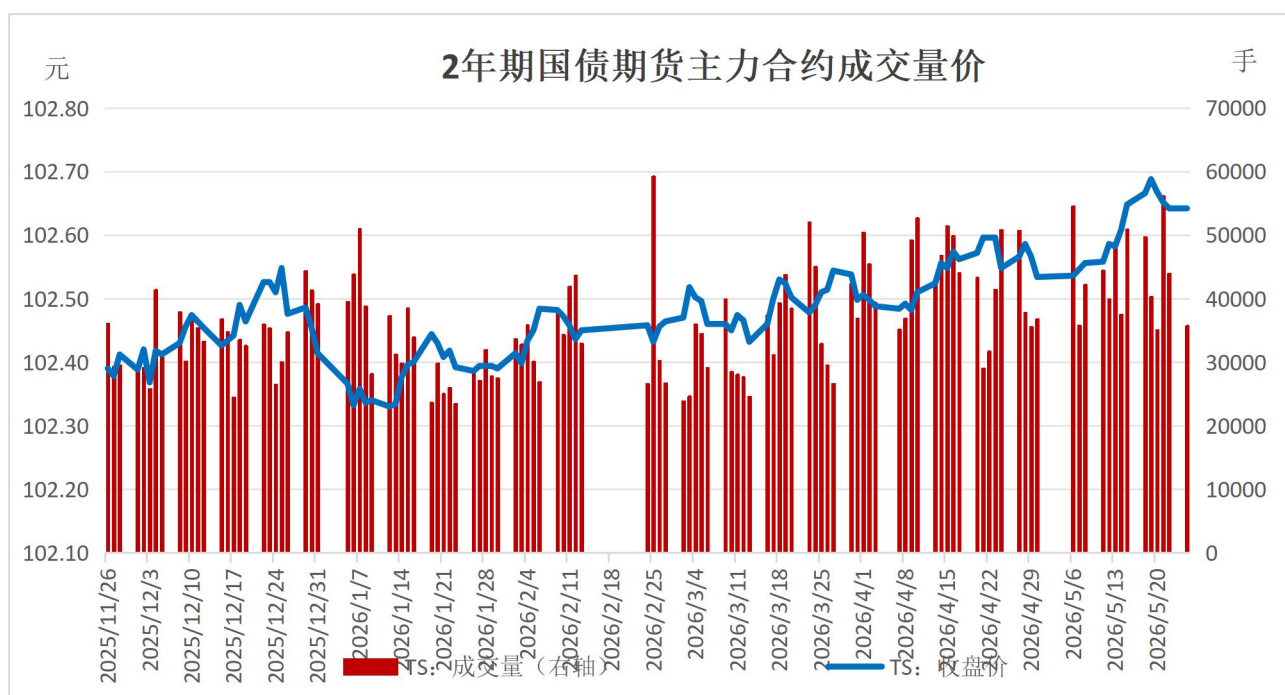
数据来源: Wind、国元期货

图 7.5 年期国债期货主力合约成交量价



数据来源：Wind、国元期货

图 8.2 年期国债期货主力合约成交量价



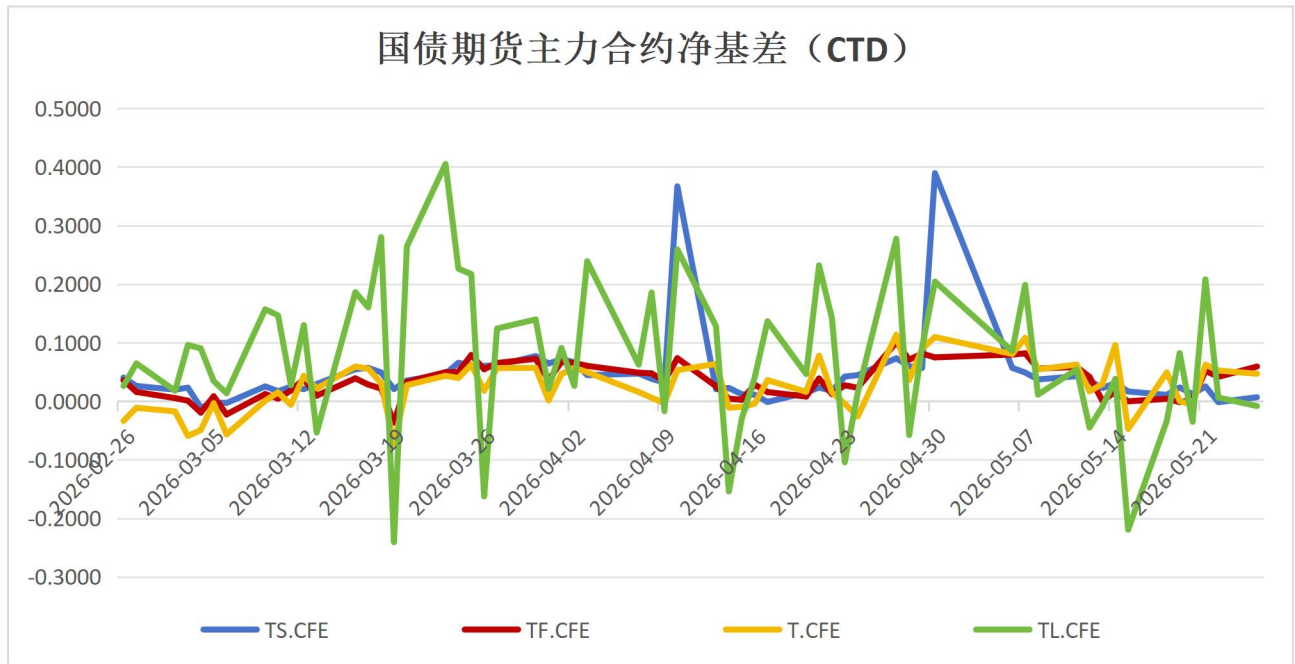
数据来源 wind、国元期货

三、国债期货指标

2026 年 5 月，2 年期、5 年期、10 年期及 30 年期国债期货基差整体维持低位震荡，交割月临近，TL 基差波动较大，可能仍有收敛空间。跨期价差整体回落，移仓换月加快，

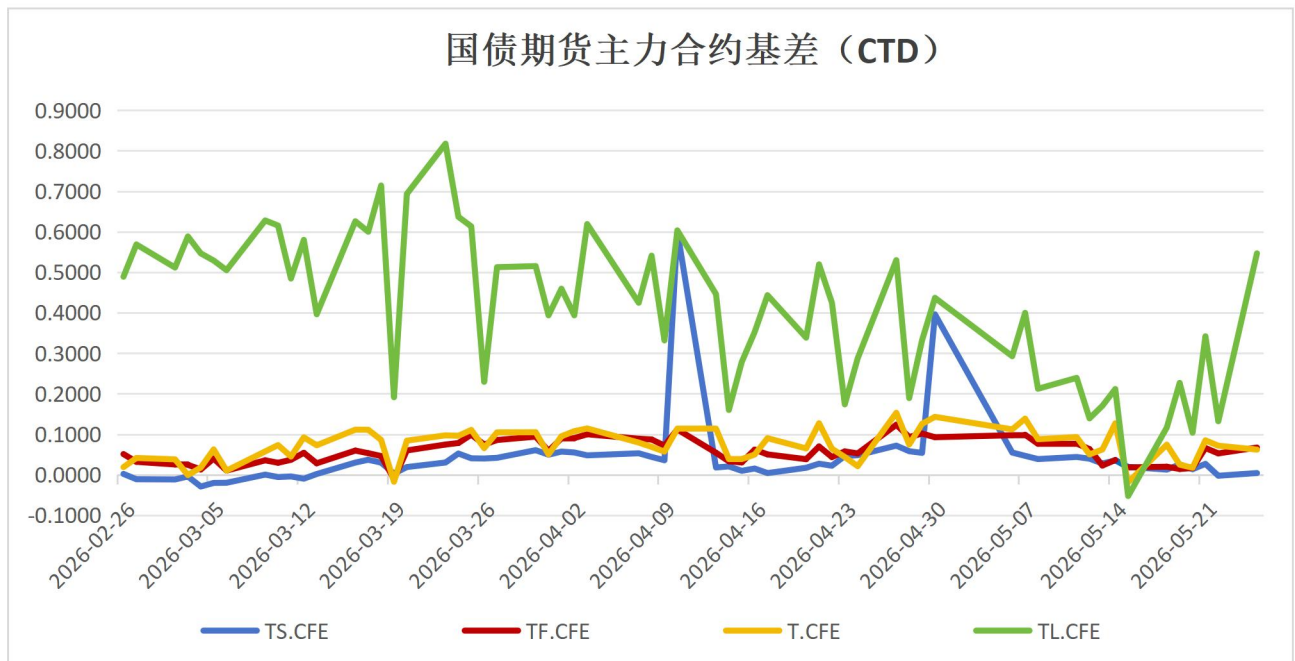
利率期现结构有进一步走平空间，利率水平整体较前期有所上行。主力合约 CTD 对应 IRR 分别为 1.14%、1.13%、1.36%、1.26%，除 TS 之外，其余合约 IRR 均较 4 月底出现不同程度上行。跨品种价差方面，当前 30Y-10Y 利差目前仍处于高位，截至 5 月 28 日，30Y-10Y 利差录得 49.06bp，若后续下行至 45bp 以下，则跨品种套利机会了结。

图 9. 国债期货主力合约净基差



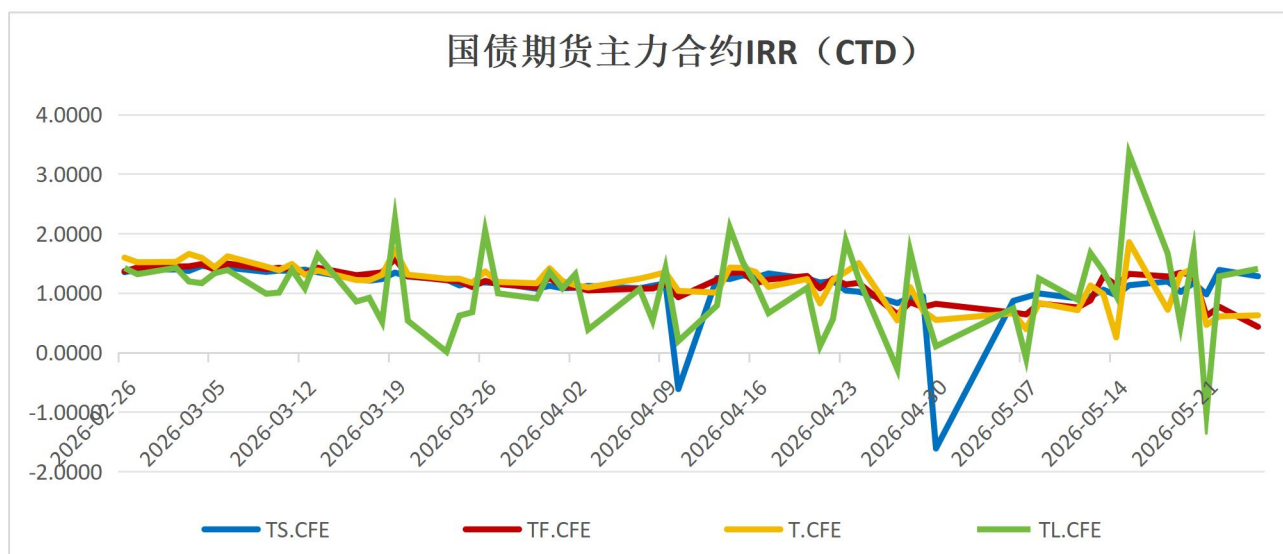
数据来源：Wind、国元期货

图 10. 国债期货主力合约基差



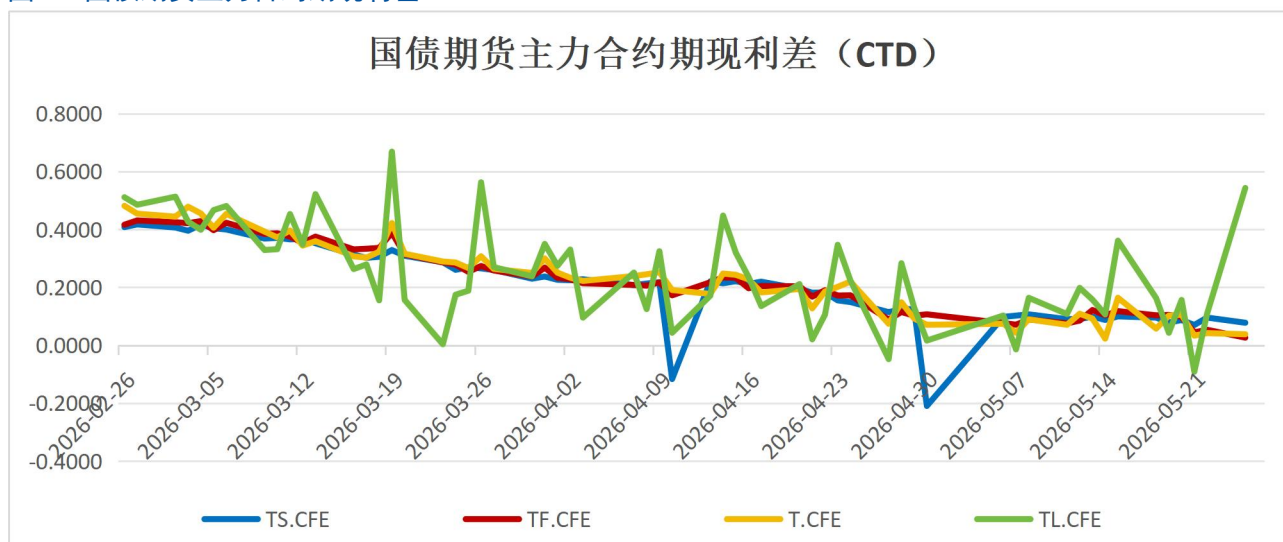
数据来源：Wind、国元期货

图 11. 国债期货主力合约 IRR



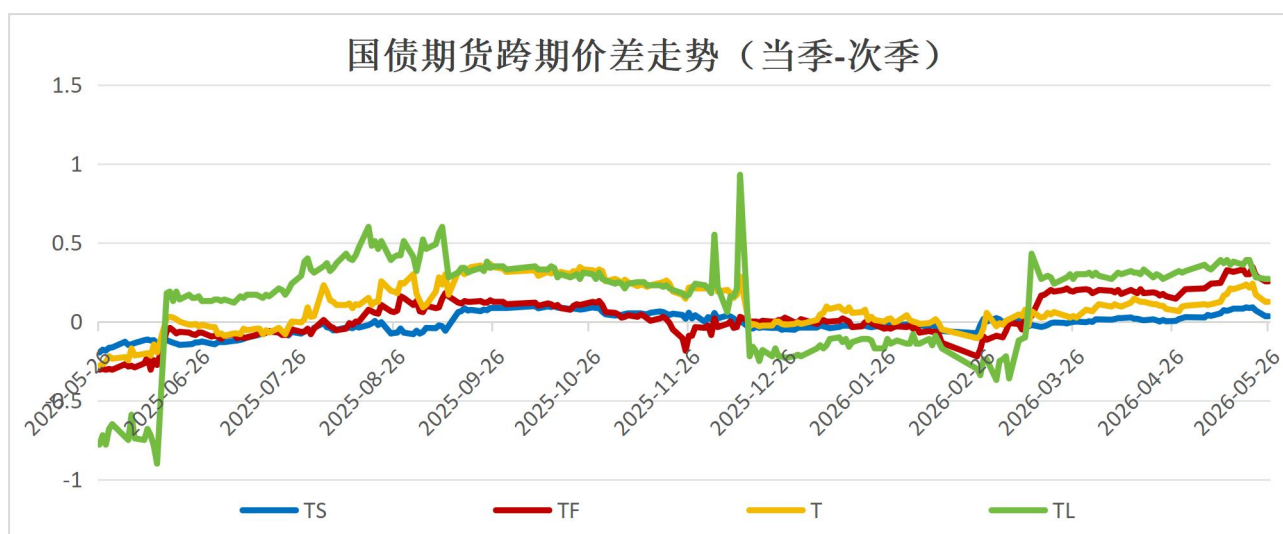
数据来源：Wind、国元期货

图 12. 国债期货主力合约期现利差



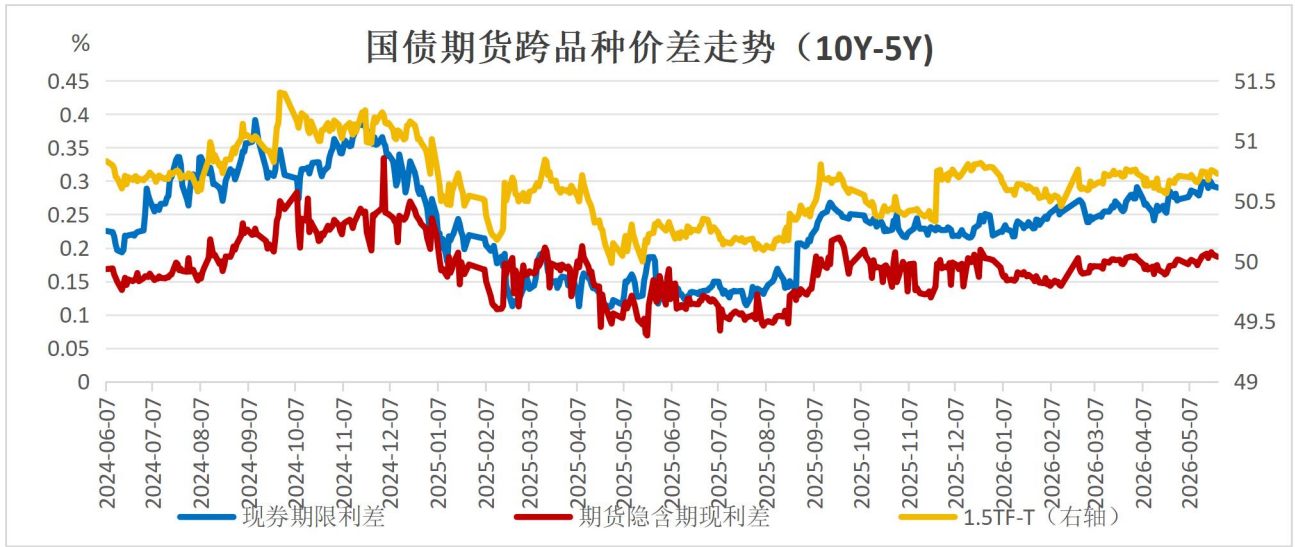
数据来源：Wind、国元期货

图 13. 国债期货跨期价差走势



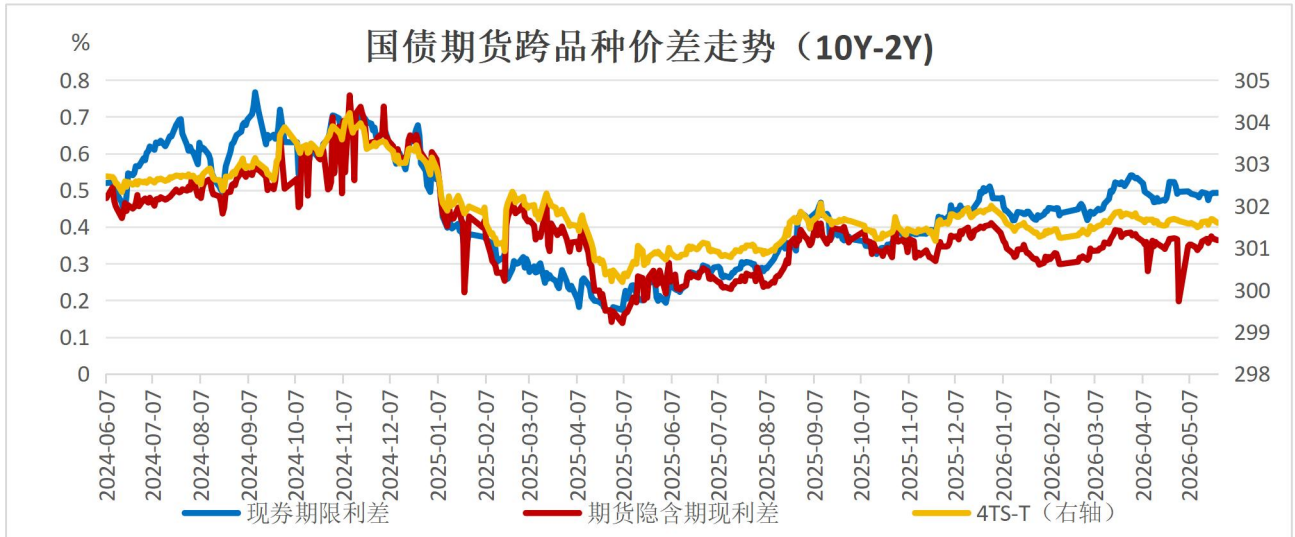
数据来源：Wind、国元期货

图 15. 国债期货 10 年期-5 年期跨品种价差走势



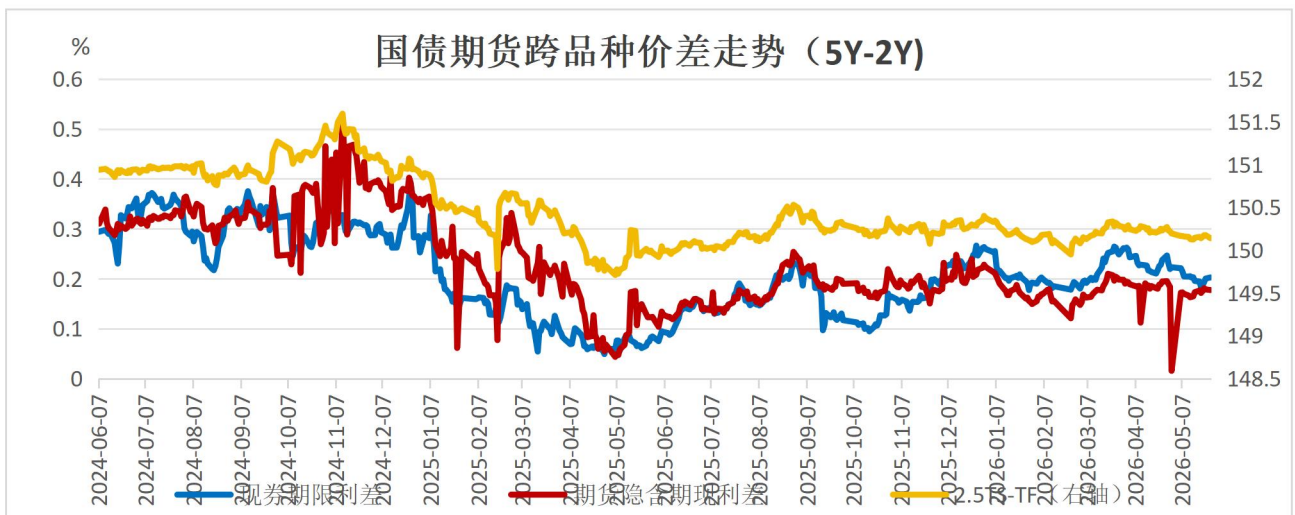
数据来源: Wind、国元期货

图 16. 国债期货 10 年期-2 年期跨品种价差走势



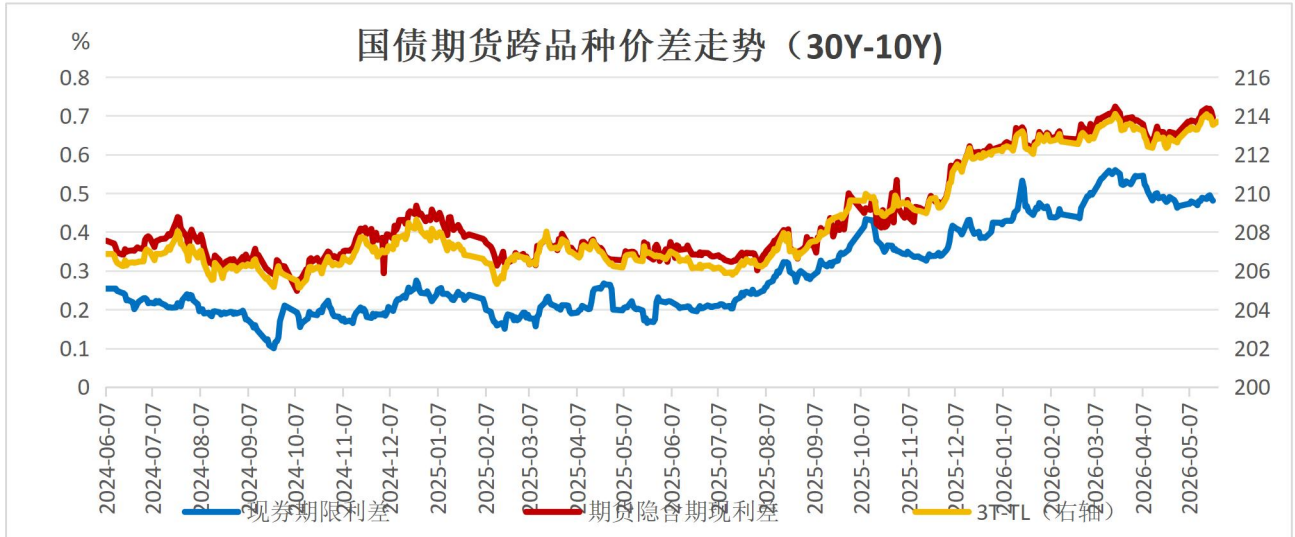
数据来源: Wind、国元期货

图 17. 国债期货 5 年期-2 年期跨品种价差走势



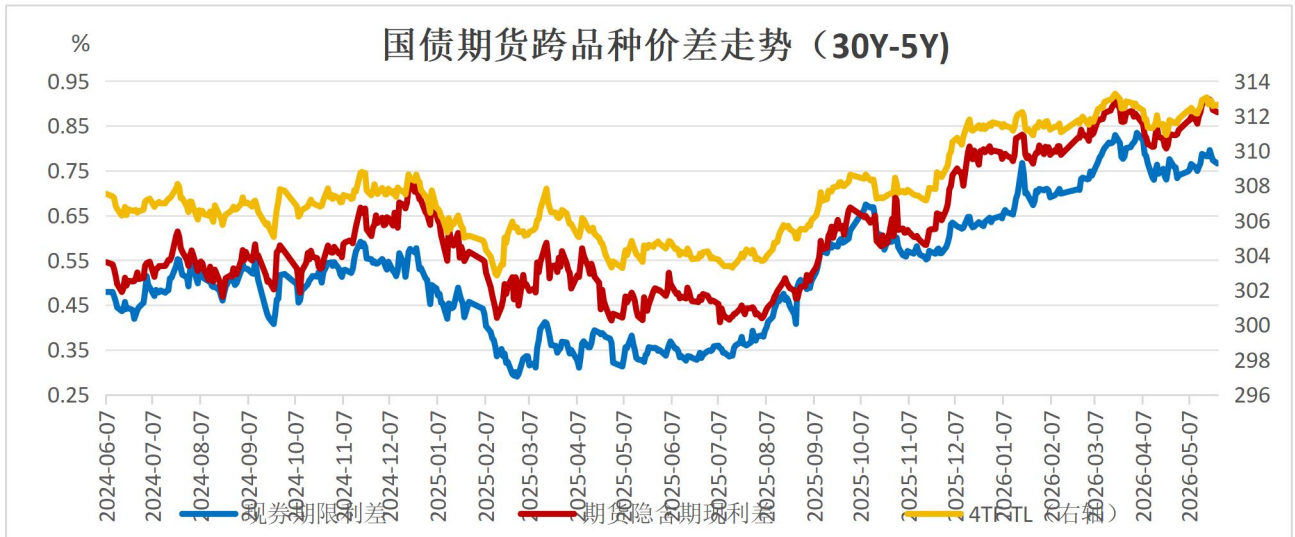
数据来源: Wind、国元期货

图 18. 国债期货 30 年期-10 年期跨品种价差走势



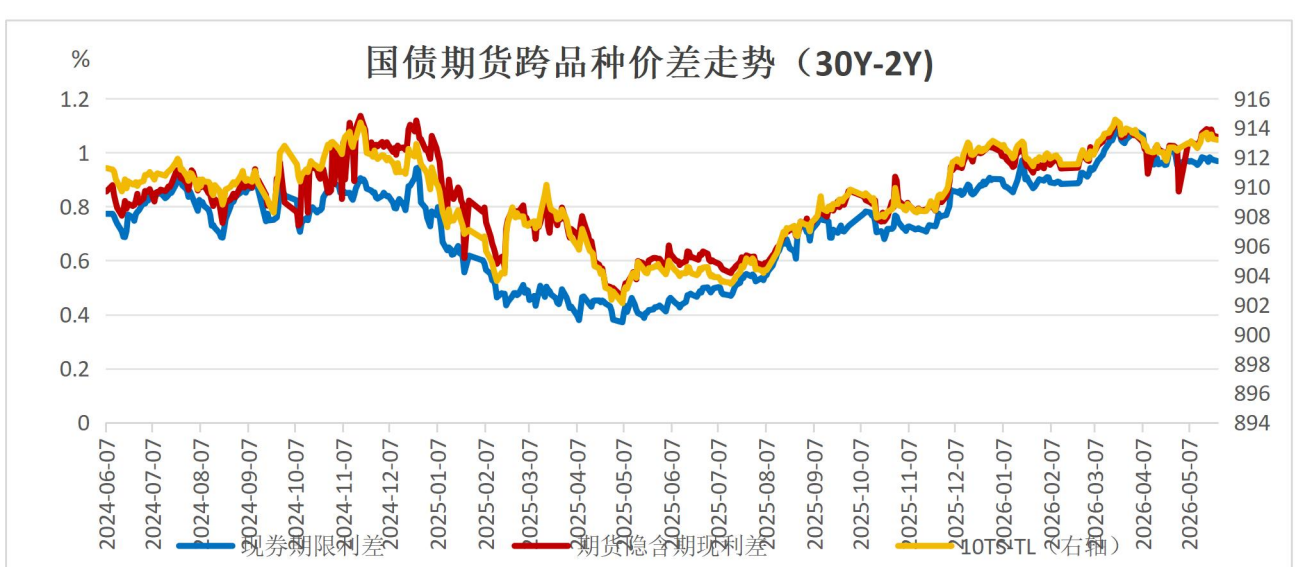
数据来源: Wind、国元期货

图 19. 国债期货 30 年期-5 年期跨品种价差走势



数据来源: Wind、国元期货

图 20. 国债期货 30 年期-2 年期跨品种价差走势



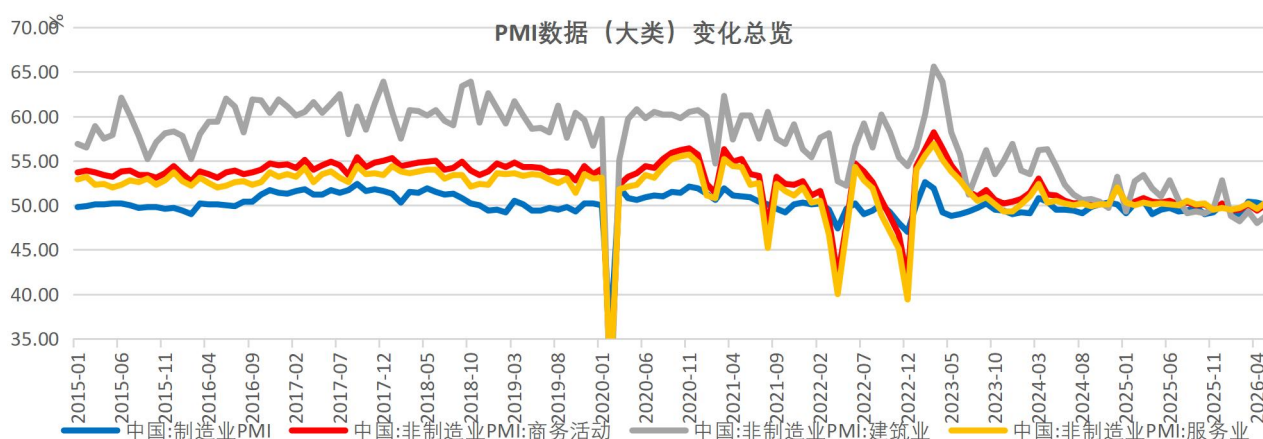
数据来源: Wind、国元期货

四、宏观经济展望与政策跟踪

基本面方面，2026 年 4 月国内多项宏观经济数据同步走弱，工业、投资、消费整体增速承压，经济内生动力偏弱，行业结构性分化特征显著。通胀数据虽然超出预期，但其中美伊战争影响下的化工、原油相关产业链价格上行依然是主要因素，且伴随着价格影响的消退，5 月 PMI 数据中价格指数已经开始出现显著回落。金融数据表明信贷需求出现超季节性走弱，社融增速整体放缓，实体融资需求依然偏弱，政策发力依然是稳增长的重要抓手。而 5 月 PMI 数据也体现出当前需求端复苏的不畅，但非制造业 PMI 出现改善。

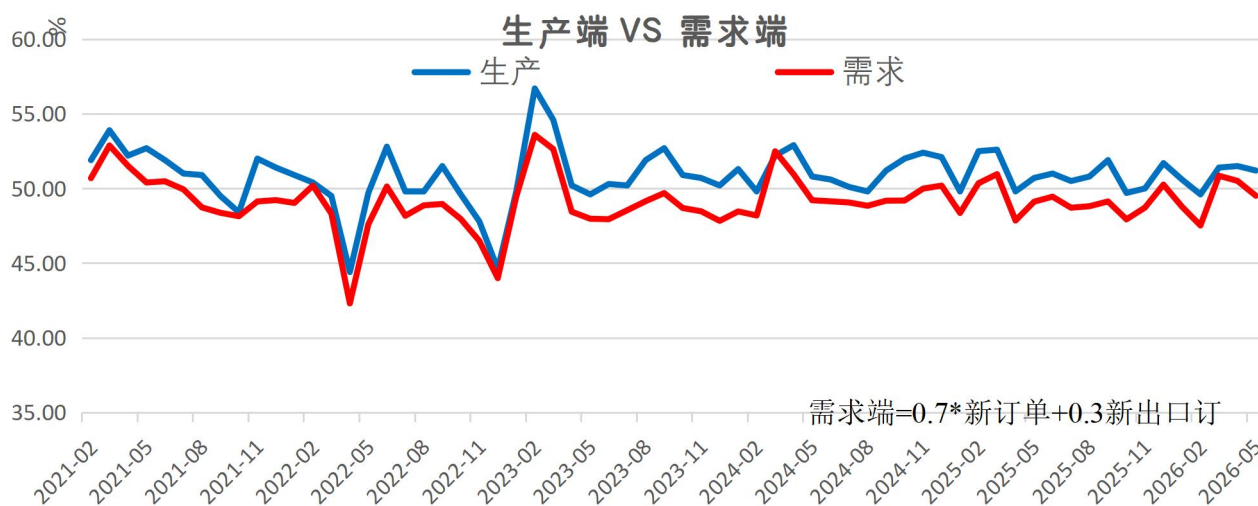
2026 年 5 月份制造业 PMI 回落 0.3 个百分点精确落于荣枯线上，根据季节性来看，受“五一”小长假影响 PMI 环比下行属于大概率事件。此外，前期美伊冲突带来的大宗商品价格上行影响逐渐褪去，价格指数开始出现显著回落，出口红利也有所降温，新出口订单指数同步回落。新订单指数跌入收缩区间成为拖累制造业 PMI 的主要因素，除需求仍未完全修复的原因之外，前期担心价格上涨部分厂商提前备货，在价格回落之后对本月需求造成了影响，而生产端则保持一定的韧性。分企业类型来看，当前产业链成本传导不畅的情况依然存在，中小型企业 PMI 回落而大企业 PMI 在政策和出口的支撑下逆势回升。非制造业 PMI 本业展现出一定的韧性，在工作日减少、暴雨天气等影响下，建筑业 PMI 不降反升，而服务业 PMI 受五一黄金周影响也跃升至荣枯线以上。

图 21. PMI 数据变化总览



数据来源：Wind、国元期货

图 22. 产需变化情况



数据来源：Wind、国元期货

2026 年 4 月国内多项宏观经济数据同步走弱，工业、投资、消费整体增速承压，经济内生动力偏弱，行业结构性分化特征显著。结合房地产市场表现来看，内需不足成为当前经济运行的主要压力，不过高技术产业、服务消费等领域韧性凸显，政策托底特征明确。

工业生产节奏明显放缓，4 月规模以上工业增加值同比增速回落至 4.1%，内需疲软叠加大宗商品涨价压制生产活动。受地缘冲突影响，原材料短缺、成本上行拖累石化等传统工业生产；但高技术产业逆势增长，汽车、集成电路等产品生产改善，产业升级趋势不改。

固定资产投资短期承压，1-4 月固投同比下降 1.6%，基建、制造业、地产投资全线走弱。财政前置效应消退、成本上涨、行业调控共同拖累投资，不过专项债、政策性金融工具保障基建资金，高技术产业投资持续亮眼。房地产市场仍处于深度调整期，1-4 月房产投资同比降幅扩大至 13.7%。核心城市政策优化带动高端房产销售边际改善，但房企开工意愿低迷，楼市“小阳春”未能传导至投资端，市场整体维持弱修复格局。

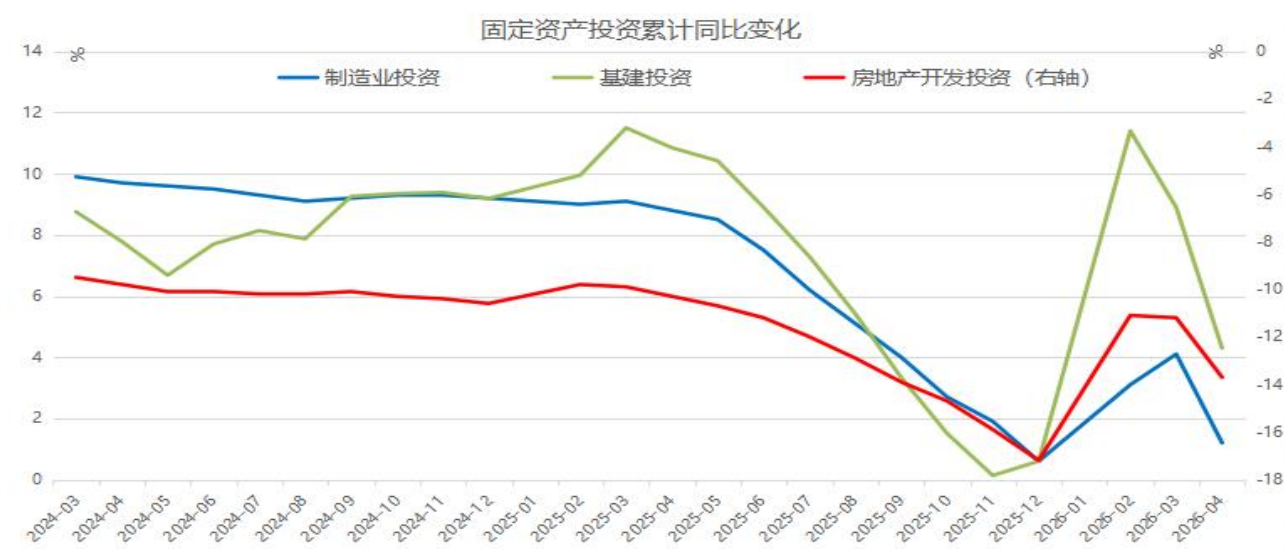
消费方面，4 月社零增速大幅回落至 0.2%，商品消费转负，汽车、家电等耐用品跌幅明显，主要受补贴退坡、高基数、油价上涨压制；消费结构持续优化，文旅带动服务消费保持韧性。

图 23. 经济数据总览

	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01
工业增加值同比	4.10	5.70	6.30	6.30	5.20	4.80	4.90	6.50	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	31.02	-11.11
出口金额同比	9.80	-0.70	36.00	8.00	5.08	5.61	-0.91	8.27	4.64	7.83	7.01	6.14	9.15	13.24	-2.10	7.19
进口金额同比	20.60	24.10	11.10	23.60	4.60	2.17	2.07	8.06	2.01	4.96	2.53	-1.97	0.75	-3.37	2.61	-15.11
固定资产投资累计同比	-1.60	1.70	1.80	0.00	-3.80	-2.60	-1.70	-0.50	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10	0.00
房地产投资累计同比	-13.70	-11.20	-11.10	0.00	-17.20	-15.90	-14.70	-13.90	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80	0.00
制造业投资累计同比	1.20	4.10	3.10	0.00	0.60	1.90	2.70	4.00	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00	0.00
基建投资累计同比	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.20	-1.10	-0.10	1.10	2.00	3.20	4.60	5.60	5.80	5.80	5.60	0.00
社会消费品零售总额同比	0.20	1.70	2.80	0.00	0.90	1.30	2.90	3.00	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00	0.00
失业率	5.20	5.40	5.30	5.20	5.10	5.10	5.10	5.20	5.30	5.20	5.00	5.00	5.10	5.20	5.40	5.20

数据来源：Wind、国元期货

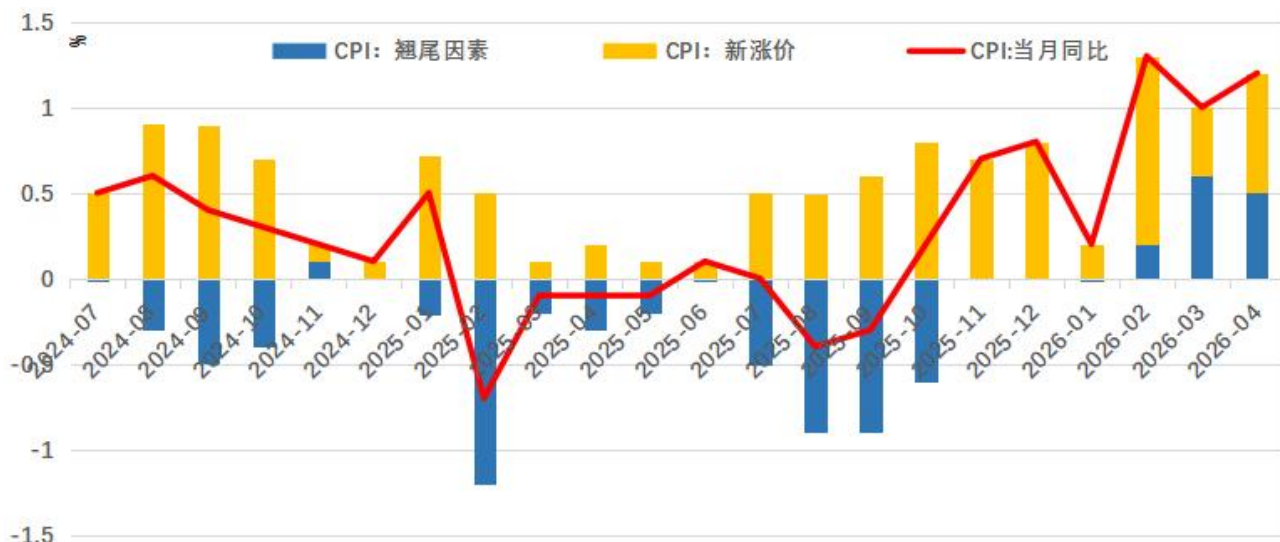
图 24. 三大投资累计同比变化



数据来源：Wind、国元期货

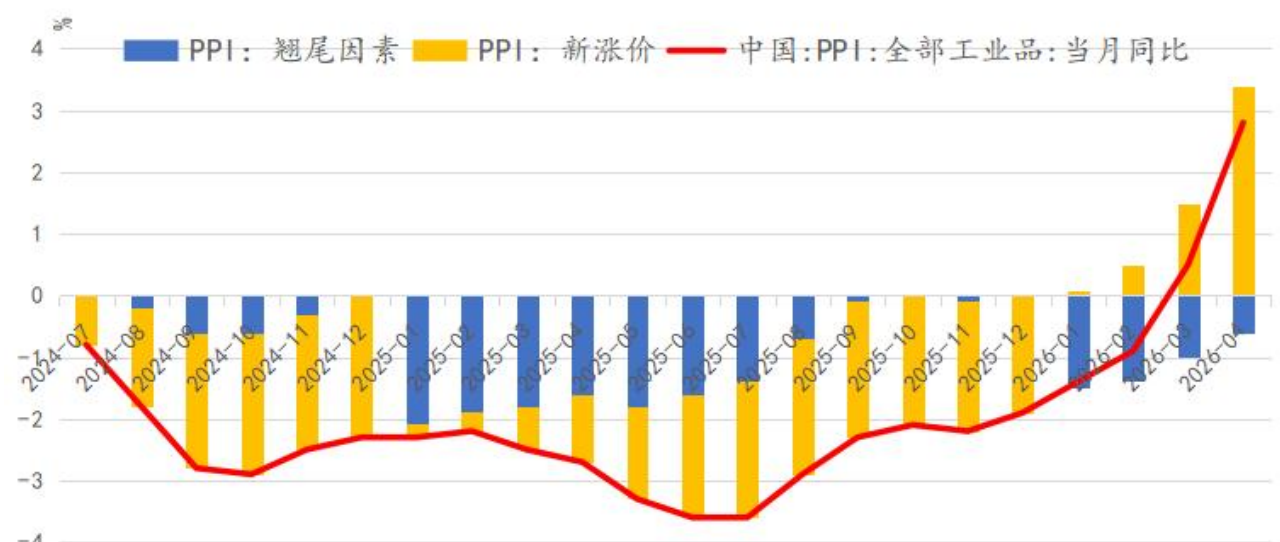
2026 年 4 月国内通胀数据整体超预期，物价中枢显著抬升。CPI 同比上涨 1.2%、核心 CPI 同步走高，上行主要由成品油价格拉动，能源分项大幅回暖，同时 PPI 向 CPI 的价格传导、服务业价格修复也形成支撑。受调价时滞影响，4 月国际油价环比回落尚未充分反映在 CPI 中；猪肉价格环比大幅走弱拖累食品项，房租持续下行，食品烟酒、居住两大分项同比仍为负值，反映就业与消费复苏尚处初期。4 月 PPI 同比升至 2.8%，涨幅较 3 月明显扩大，环比连续 7 个月上行。国际油价是核心驱动力，贡献超八成环比涨幅，原油、煤炭产业链价格同步走强，叠加全球 AI 算力需求升温，有色、计算机通信等原材料价格上涨。当前通胀数据的缓和主要受国际大宗商品价格的输入性因素影响，但其回暖对于企业和居民的消费及情绪依旧有一定提振作用。

图 25. CPI 同比变化拆分



数据来源：Wind、国元期货

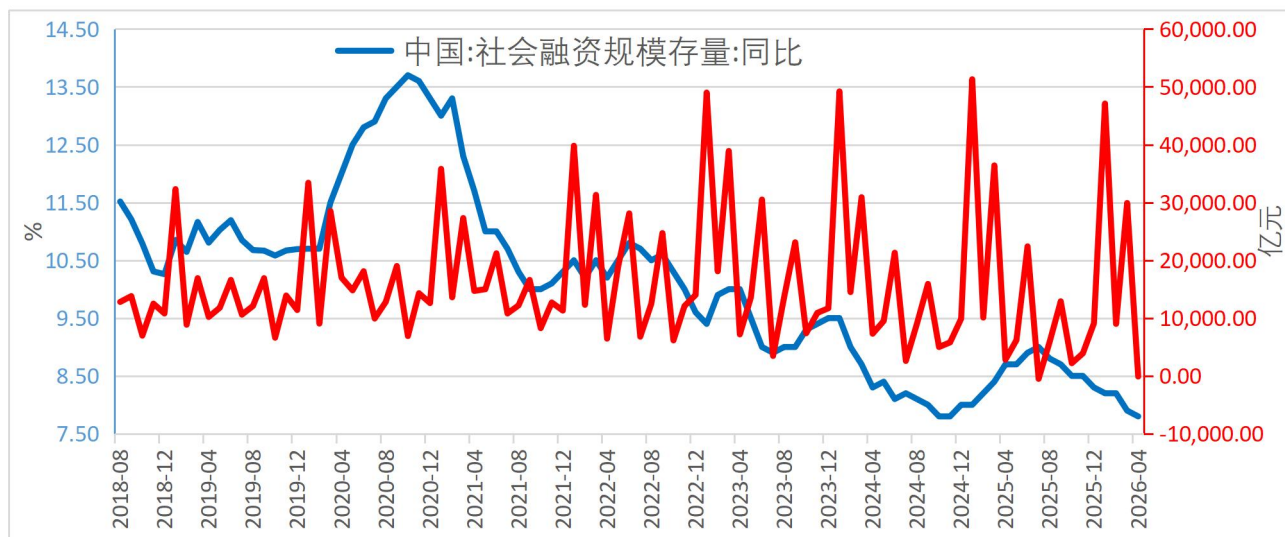
图 26. PPI 同比变化拆分



数据来源：Wind、国元期货

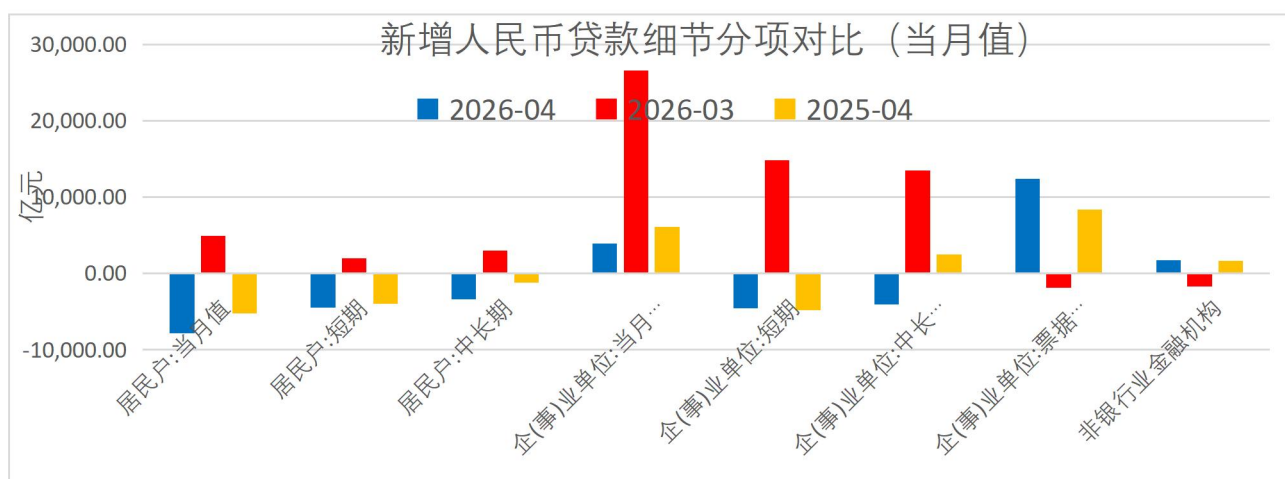
2026 年 4 月的金融数据显示信贷需求出现超季节性走弱，社融增速整体放缓。信贷需求疲弱，票据大规模冲量，部分企业用低成本信用债置换中长贷，前期开门红集中消耗项目储备信贷需求更早释放，实体投资力度依然有限。居民需求也稍显疲弱，居民收入预期、加杠杆意愿仍然偏低，房地产市场虽处于逐步企稳阶段，但房价及需求修复依然偏缓，公积金扩容及提前还贷压力仍在。而社融方面增速的放缓也体现出当前实体融资需求偏弱，企业经营与投资扩张意愿有限，政策发力依然是稳增长的主要抓手。M2 与社融增速剪刀差在走扩，可能是受到跨境资金重新回流的驱动，是近期流动性宽松的原因之一。

图 27. 社融存量及新增人民币贷款变化



数据来源：Wind、国元期货

图 28. 新增人民币贷款细节分项对比



数据来源：Wind、国元期货

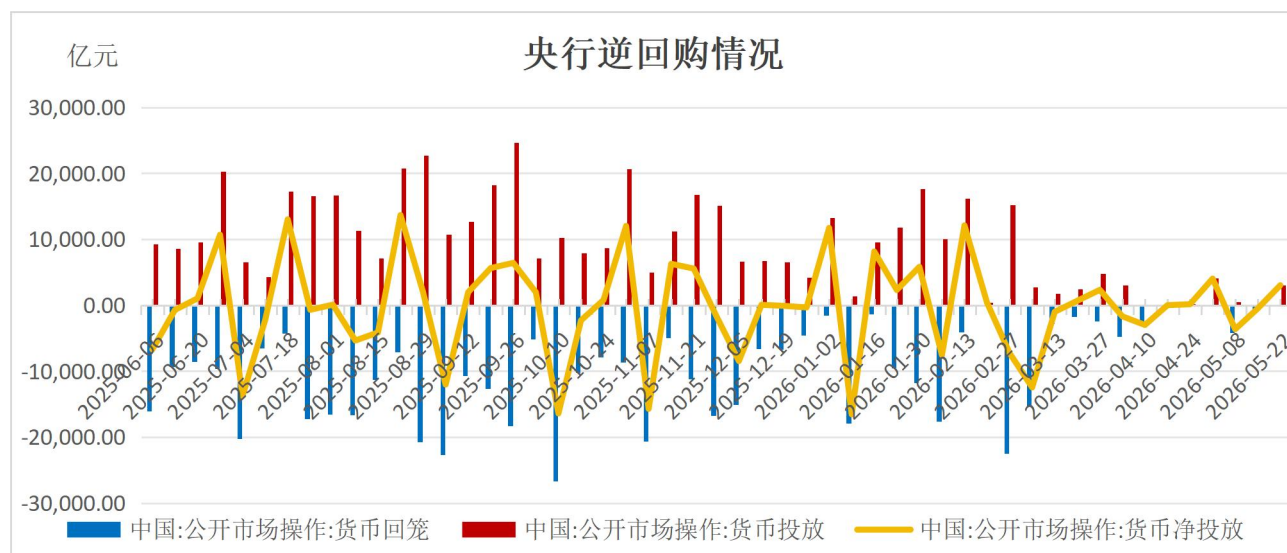
五、资金面情况

截至 5 月 27 日，5 月央行公开市场开展逆回购操作持续灵活投放资金，同期逆回购到期规模更高，短端资金实现小幅净回笼，整体银行体系资金面依旧维持合理充裕格局。5 月 MLF 操作 6000 亿元，当月 MLF 到期 5000 亿元，实现净投放 1000 亿元，扭转 4 月中期流动性净回笼格局，结束了此前连续 13 个月的 MLF 加量续作空档期，叠加前期买断式逆回购操作，央行长短端流动性调节节奏分化明显。整体来看，面对 5 月集中政府债缴款压力以及月末跨月资金波动，央行灵活搭配长短端公开市场操作，平抑市场资金扰动，守住银行体系流动性

合理充裕底线。对比 4 月底，5 月资金价格整体触底回升，截至 5 月 27 日，R001、R007、DR001、DR007 分别收于 1.32%、1.37%、1.31%、1.37%，自 5 月初触及新低后，已经有所上行，但整体来看依旧低于 4 月底。LPR 连续 12 个月保持不变，1 年期、5 年期以上 LPR 分别维持 3.0%和 3.5%不变，实体信贷融资成本保持平稳。

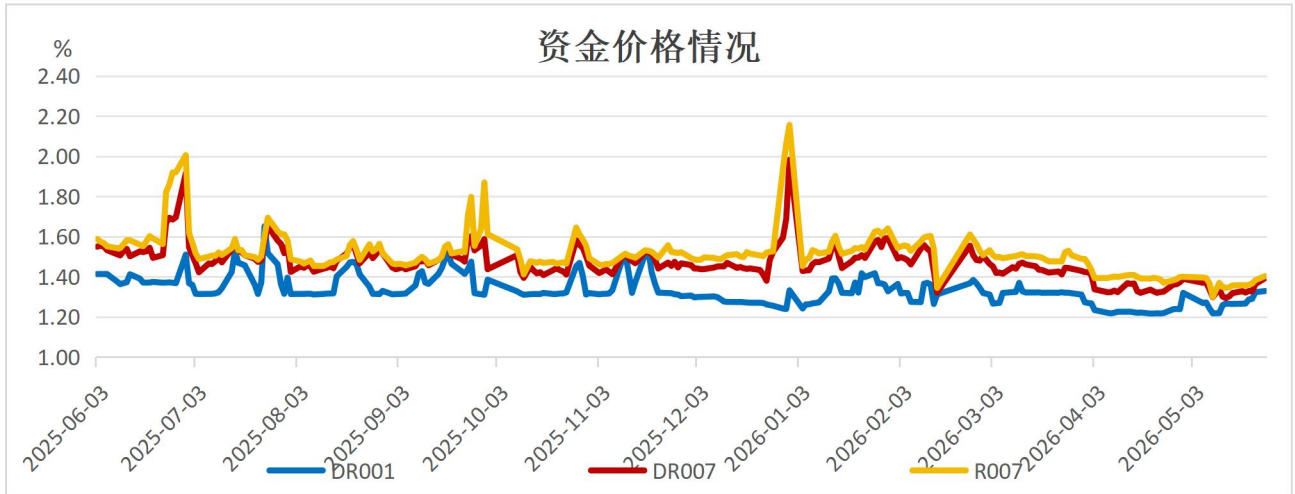
目前来看，利率水平预计短期内都将呈现上有顶、下有底的格局，本轮资金宽松的根本逻辑在于信贷弱修复、广义流动性层面结构性变化导致的狭义流动性充裕状态，前期的地量操作也很难回笼这种淤积的流动性，近期央行加大逆回购投放，MLF 净投放 1000 亿元展现出逆周期呵护的态度，因此目前来看流动性充裕度虽边际收敛，但是整体上依然建议以宽松格局看待。跨月资金可能存在一定压力，但目前来看，资金利率中枢便难以快速大幅上行。一季度货币政策强调的审慎导向，更多是约束资金利率过度下探突破利率走廊下限；无论从主动调控还是市场内生角度，后续资金利率预计维持低位运行。后续资金面能否维持宽松，主要关注政府债发行是否出现放量以及信贷数据是否出现拐点。

图 29. 央行逆回购情况



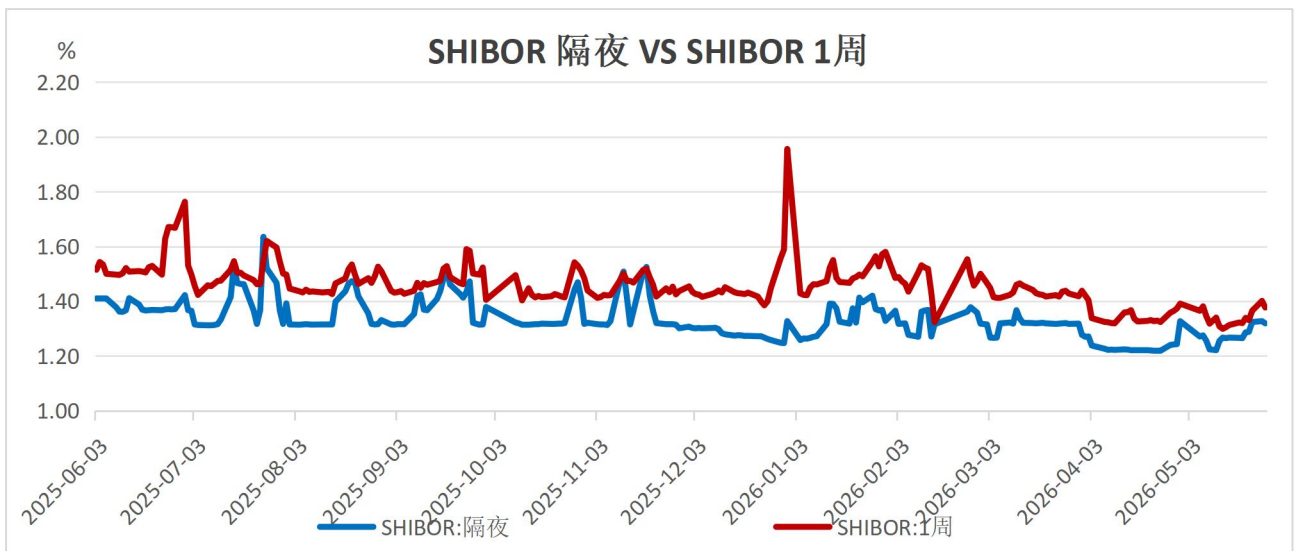
数据来源：Wind、国元期货

图 30. 资金价格情况



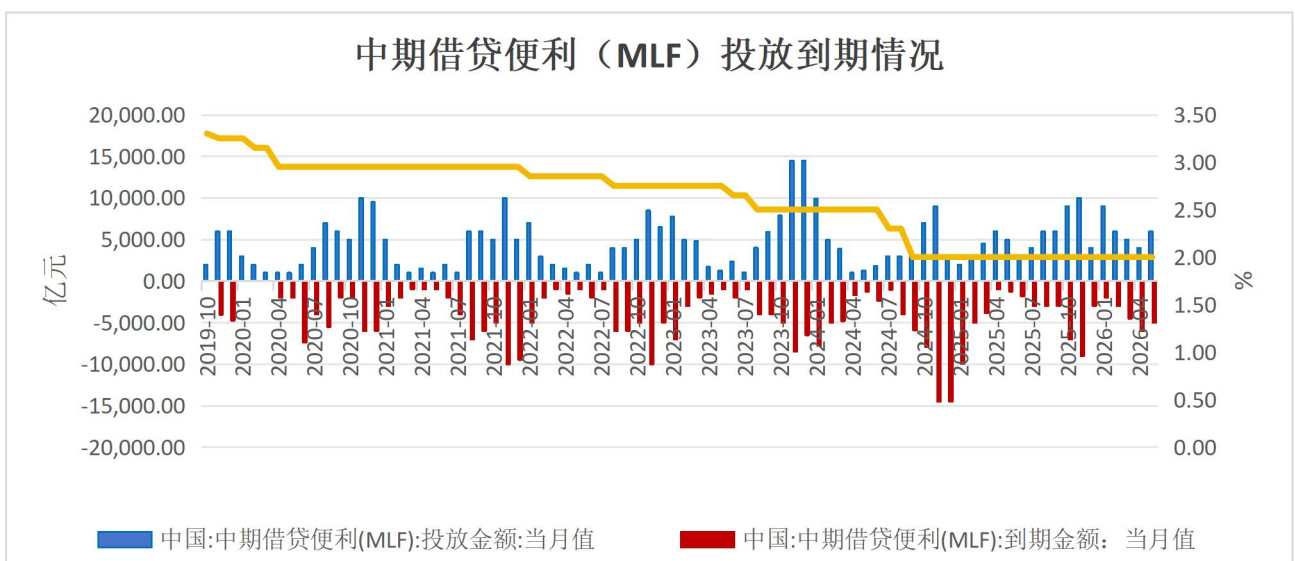
数据来源: Wind、国元期货

图 31. SHIBOR 隔夜 VSSHIBOR1 周



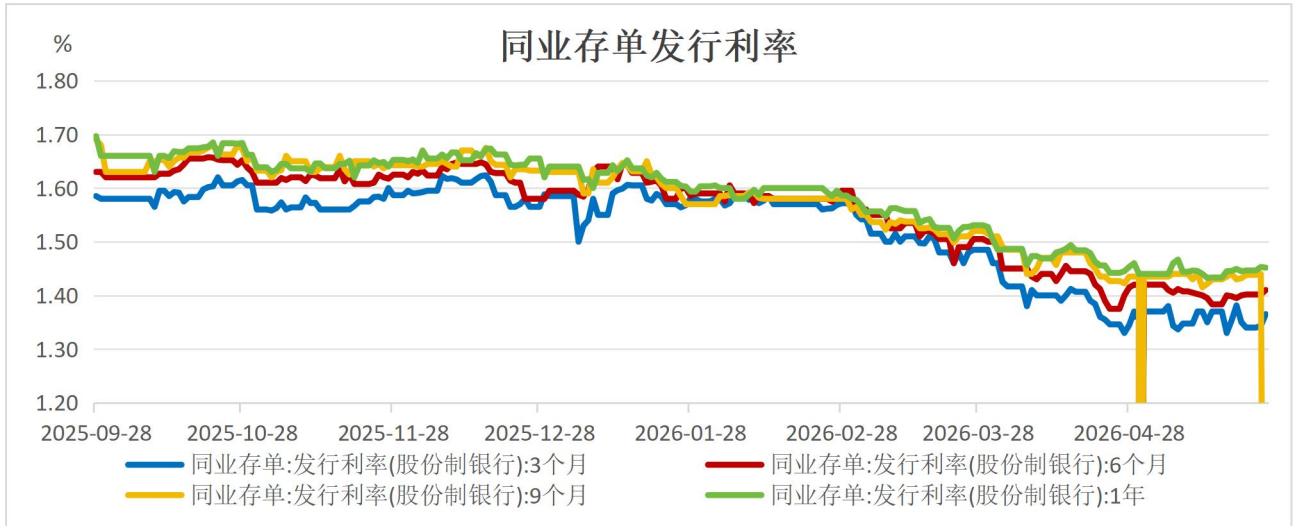
数据来源: Wind、国元期货

图 32. 中期借贷便利 (MLF) 投放到期情况



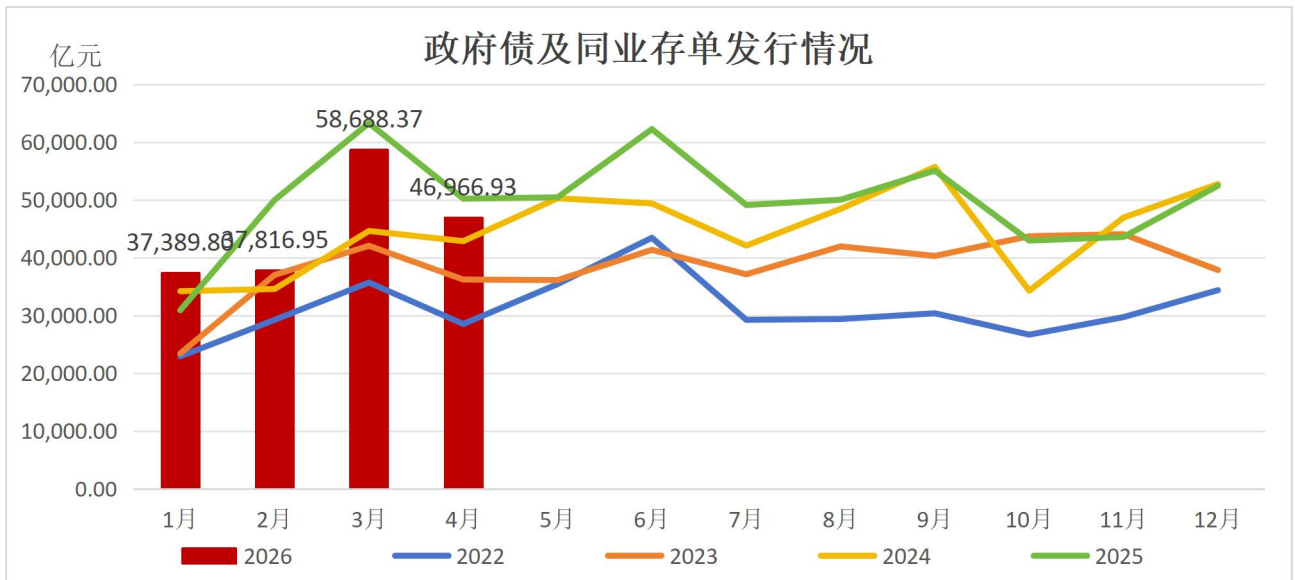
数据来源: Wind、国元期货

图 33. 同业存单发行利率



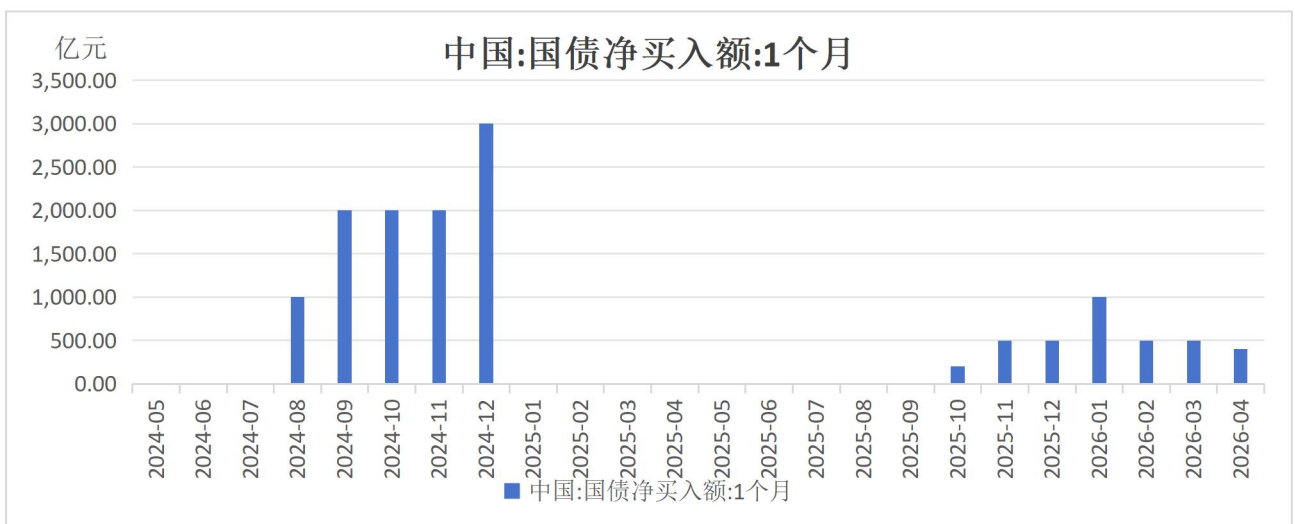
数据来源: Wind、国元期货

图 34. 政府债及同业存单发行情况



数据来源: Wind、国元期货

图 35. 国债净买入情况



数据来源: Wind、国元期货

六、后市展望

近期 A 股回调推升避险情绪，股债联动效应凸显，股市走弱带动债市价格上行。税期扰动褪去后，央行加大逆回购力度并实现 MLF 千亿元净投放，释放维稳信号，市场流动性虽边际收紧，但整体仍保持宽松。4 月信贷、社融及多项经济数据表现偏弱，实体经济复苏动能不足，对冲了货币政策边际收敛的影响，市场形成政策难实质性转向的一致预期。当前利率区间运行特征明显，信贷修复乏力带来的流动性淤积难以快速消解，叠加合约临近交割，国债期现基差逐步收敛，跨月资金存在阶段性压力。30Y-10Y 期限利差处于历史高位，长端收益率下行空间有限，10 年期、30 年期分别在 1.75%、2.2% 一线阻力较强，30 年期收益率触及 2.21% 后，市场止盈情绪升温。展望后市，货币政策以防范利率过度下行作为主要导向，资金利率中枢将维持低位。后续需重点跟踪股市波动引发的赎回风险，以及信贷数据、政府债供给带来的扰动。

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