

政策预期叠加地缘影响，债市偏强运行

【主要观点】

2 月底突发的地缘局势变动使得市场避险情绪升温，叠加当前资金面宽松的支撑，债市情绪明显回暖。中共中央政治局 2 月 27 日召开会议，会议强调，要继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，强化改革举措与宏观政策协同。当前债市主要走重要会议的逻辑，两会前资金面预计大概率维持宽松，叠加地缘局势的不确定性以及风险偏好的变化，债市近期整体偏向乐观。后续需要继续关注货币政策表态，今年降准降息仍有一定空间，货币政策整体偏宽松，关注两会后的降准敏感窗口期，主要关注央行工具的选择，如果通过 MLF、买断式回购等补充流动性，资金成本可能略有抬升。如果通过购债投放流动性，则对短端形成利好。关注 30 年期与 10 年期国债的利差走扩趋势。

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

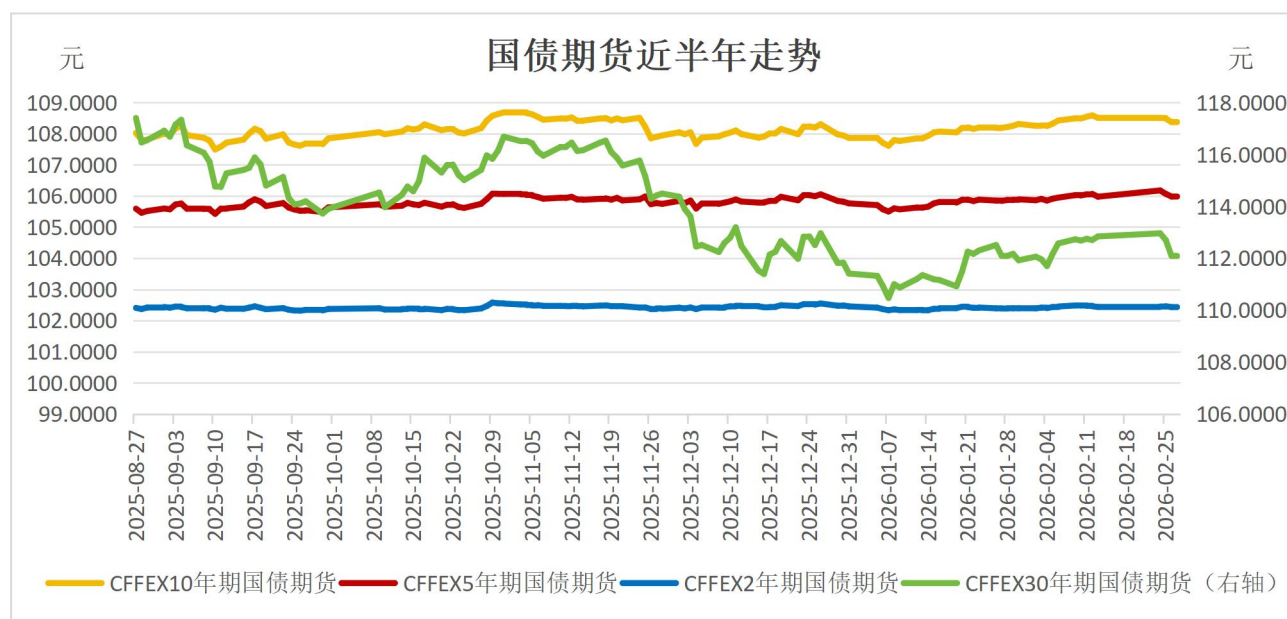
【目录】

一、 行情回顾.....	1
二、 国债期货市场行情.....	1
三、 国债期货指标.....	5
四、 宏观经济展望与政策跟踪.....	11
五、 资金面情况.....	14
六、 后市展望.....	17

一、行情回顾

自 2026 年初至春节假期前，期债整体呈现震荡回升的格局。一方面央行宣布结构性工具降息以及 1 万亿中长期资金投放，并表明今年降准降息仍有一堆空间，从资金面层面缓解了债市的担忧。另一方面，一月中下旬开始，监管层为权益市场降温，证券时报、证券日报等多家主流媒体发文引导市场理性投资，权益市场恢复平稳态势的同时，给国债市场带来的压力也有所缓解，悲观预期得到修正，修复行情正式开启。临近春节前最后一周，国债市场整体波动加剧，受春节期间不确定性以及主力合约移仓换月的影响，国债期货止盈情绪发酵，10 年期国债主力合约回吐周内涨幅，超长期国债期货也有所回调，但整体未突破 20 日均线。春节假期后的第一周，第十四届全国人大四次会议的召开临近，政策面预计仍呈现双宽格局，债市有所回落。

图 1. 国债期货近半年走势



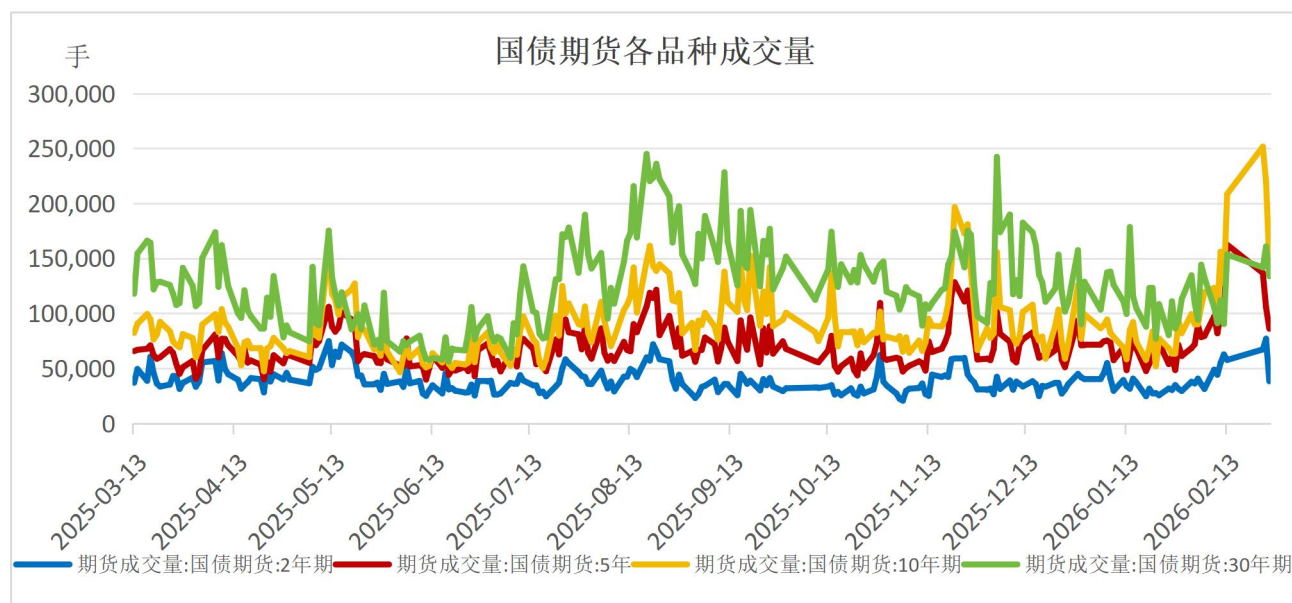
数据来源: Wind、国元期货

二、国债期货市场行情

截至 2 月 27 日，成交量方面，30 年期国债期货日均成交 119,978 手，较上月变化 11,055 手，10 年期国债期货日均成交 137,010 手，较上月变化 61,110 手，5 年期国债期货日均成交

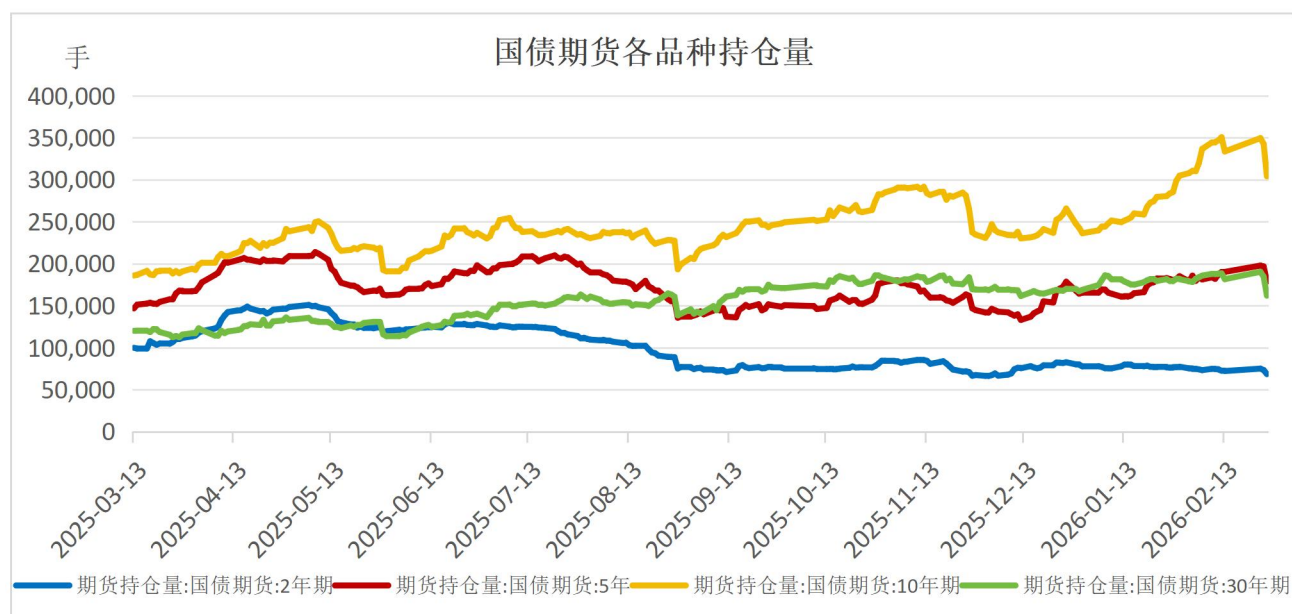
94,600 手，较上月变化 31,472 手，2 年期国债期货日均成交 47,175 手，较上月变化 12,842 手。持仓量方面，30 年期国债期货持仓量 178,918 手持仓，较上月变化-16,455 手。10 年期国债期货共有 307,812 手持仓，较上月变化-3,608 手。5 年期国债期货共有 178,813 手持仓，较上月变化-5,680 手。2 年期国债期货共有 75,193 手，较上月变化-6,370 手。

图 2. 国债期货各品种成交量



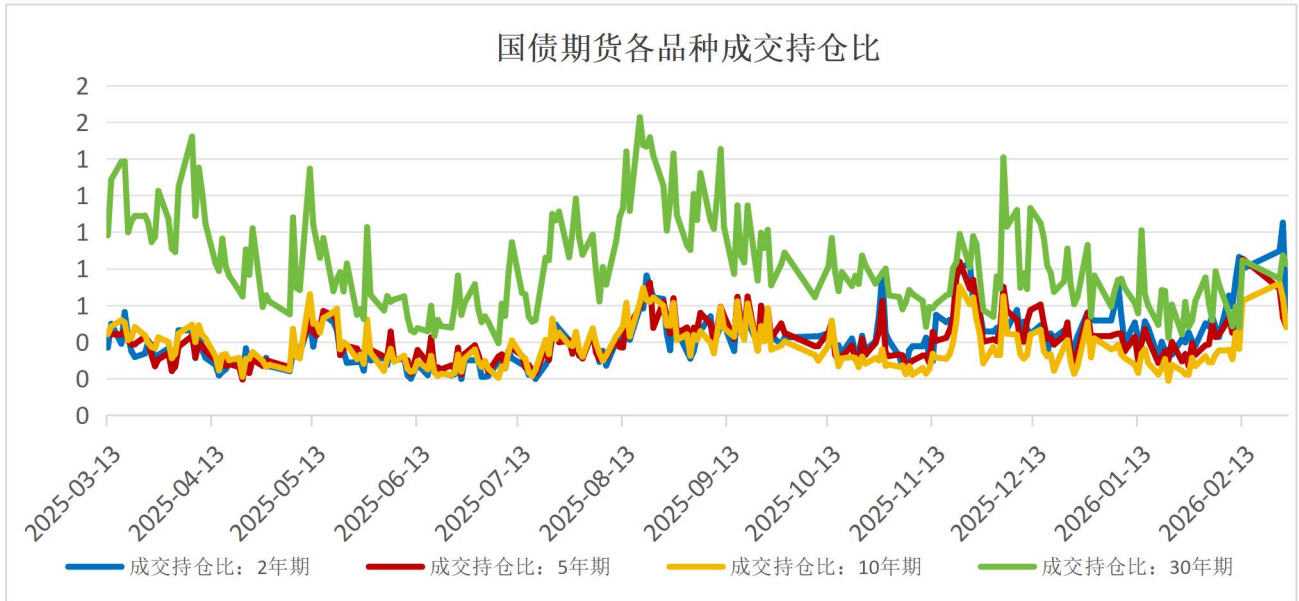
数据来源：Wind、国元期货

图 3. 国债期货各品种持仓量



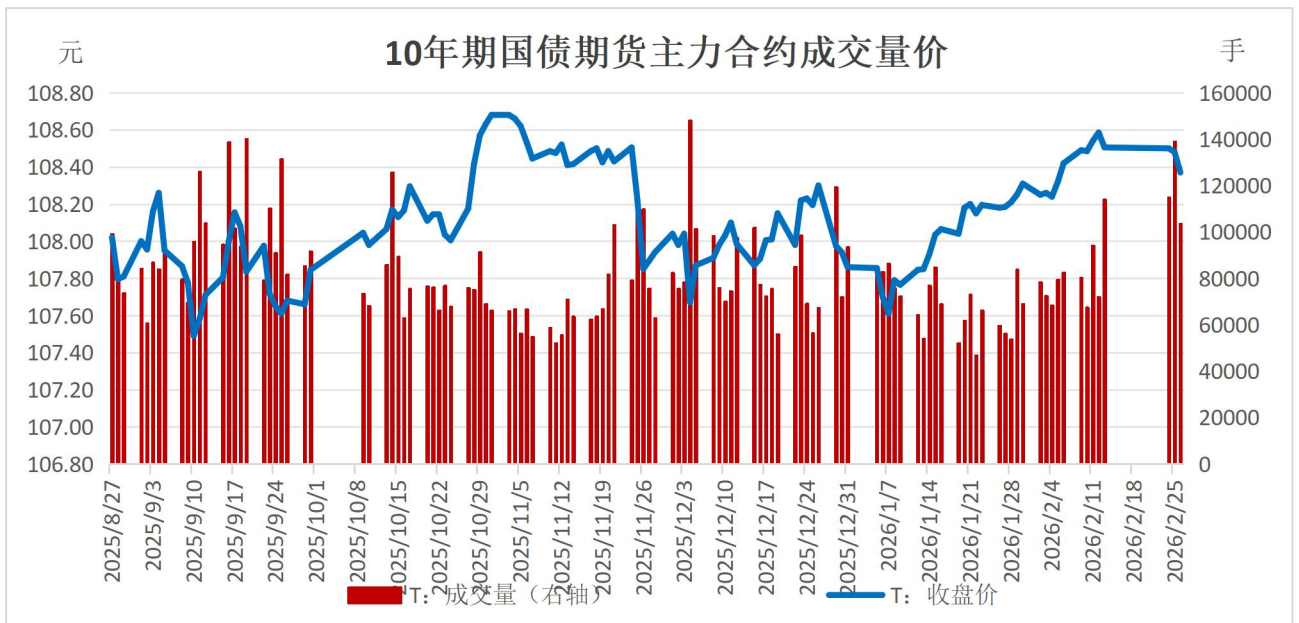
数据来源：Wind、国元期货

图 4. 国债期货各品种成交持仓比



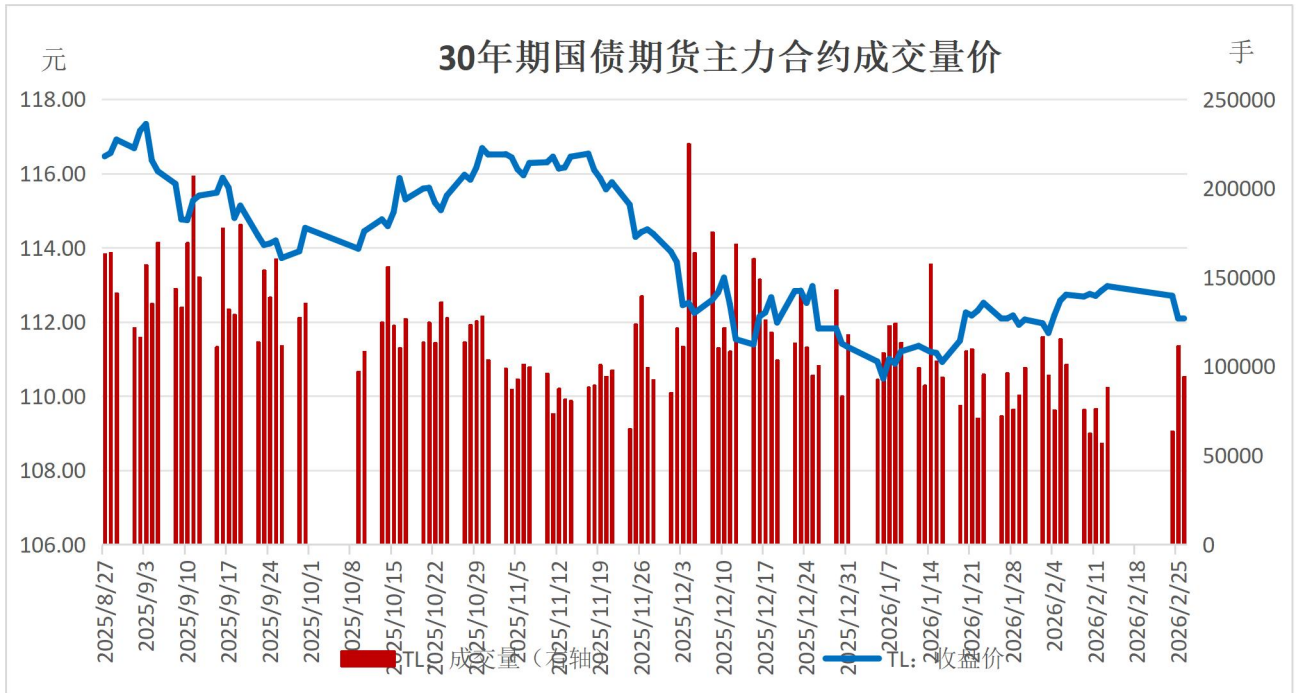
数据来源：Wind、国元期货

图 5. 10 年期国债期货主力合约成交量价



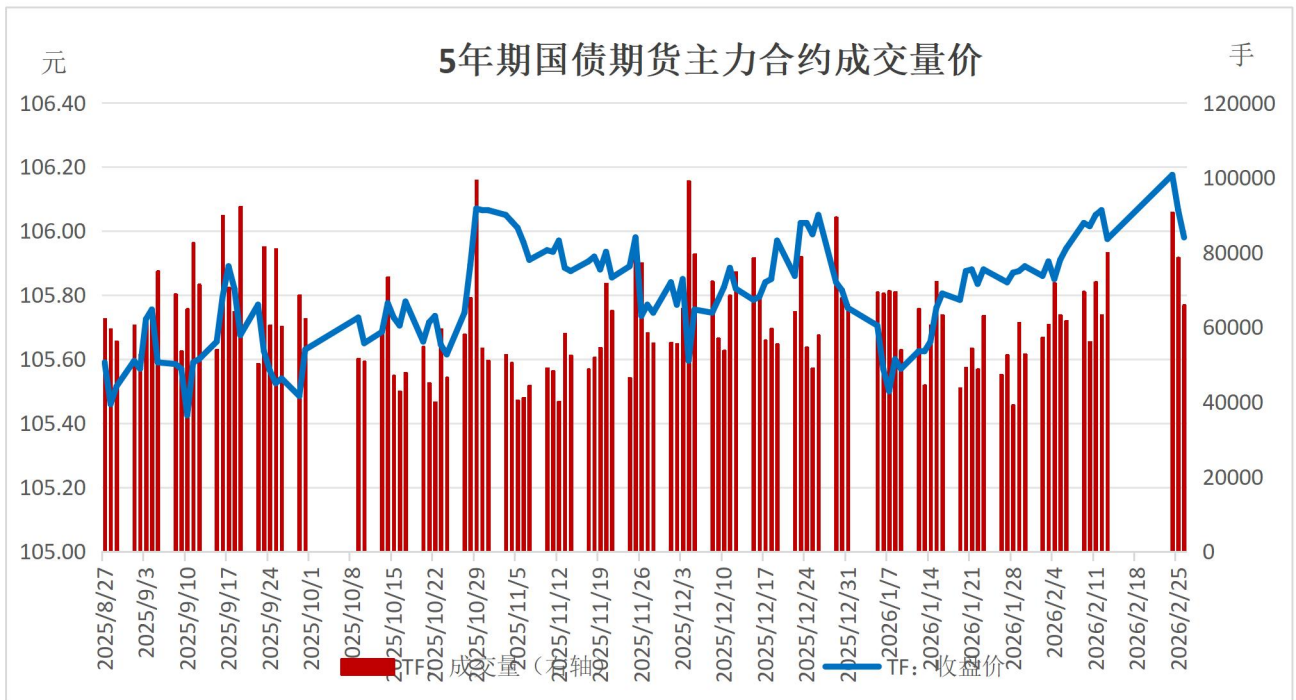
数据来源：Wind、国元期货

图 6.30 30 年期国债期货主力合约成交量价



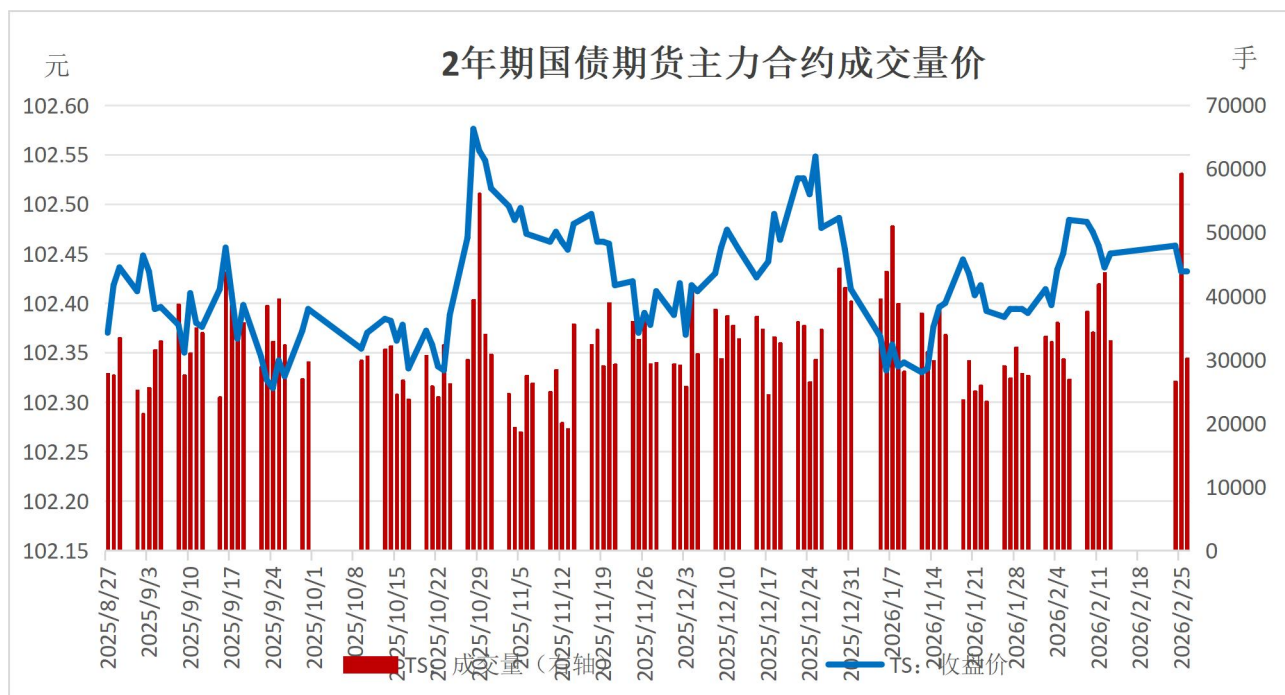
数据来源：Wind、国元期货

图 7.5 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 2 年期国债期货主力合约成交量价

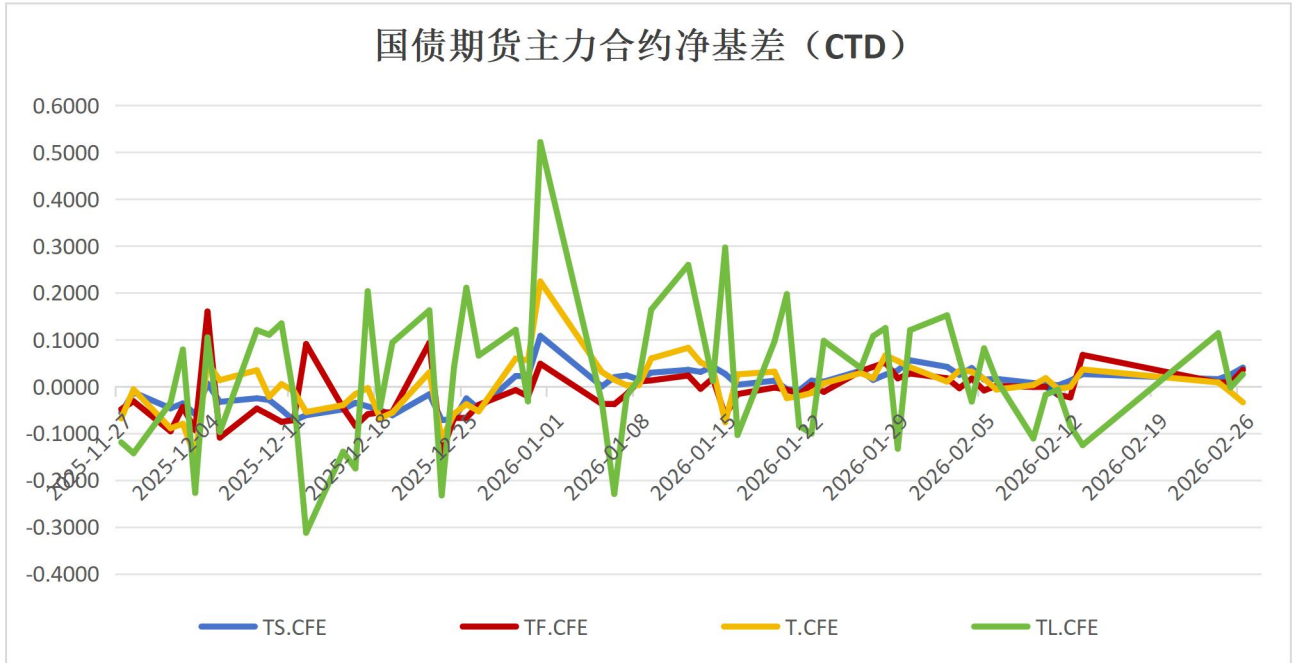


数据来源 wind、国元期货

三、国债期货指标

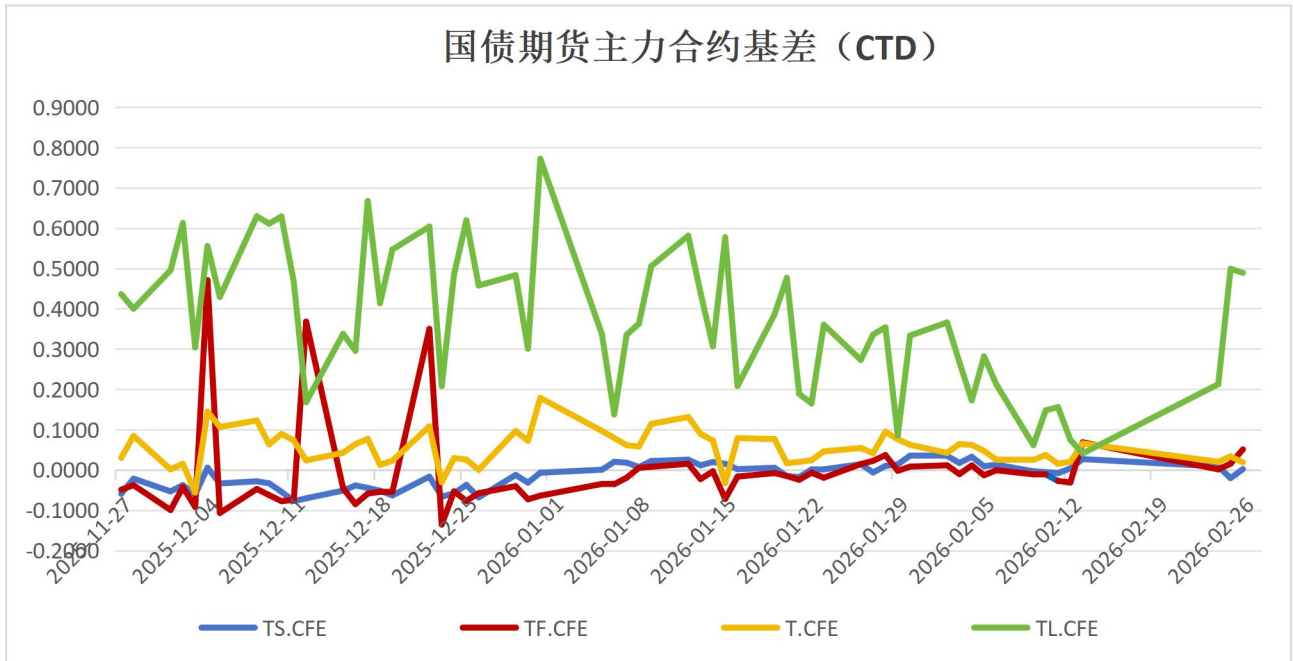
2026 年 2 月，2 年期、5 年期、10 年期及 30 年期国债期货跨期价差随移仓推进整体收窄，远月合约相对近月走强，利率期限结构呈现熊陡的态势。主力合约净基差整体回落，而基差除 TS 外整体回升，主力合约 CTD 对应 IRR 分别为 1.39%、1.43%、1.52%、1.32%，除 TL 之外，其余合约 IRR 均较 1 月底有所上行。跨品种价差方面，春节后长短端合约基差均有所回升，30Y-10Y 利差虽然较前期有所回落，但目前仍处于高位，截至 2 月 27 日，30Y-10Y 利差录得 46.3bp。

图 9. 国债期货主力合约净基差



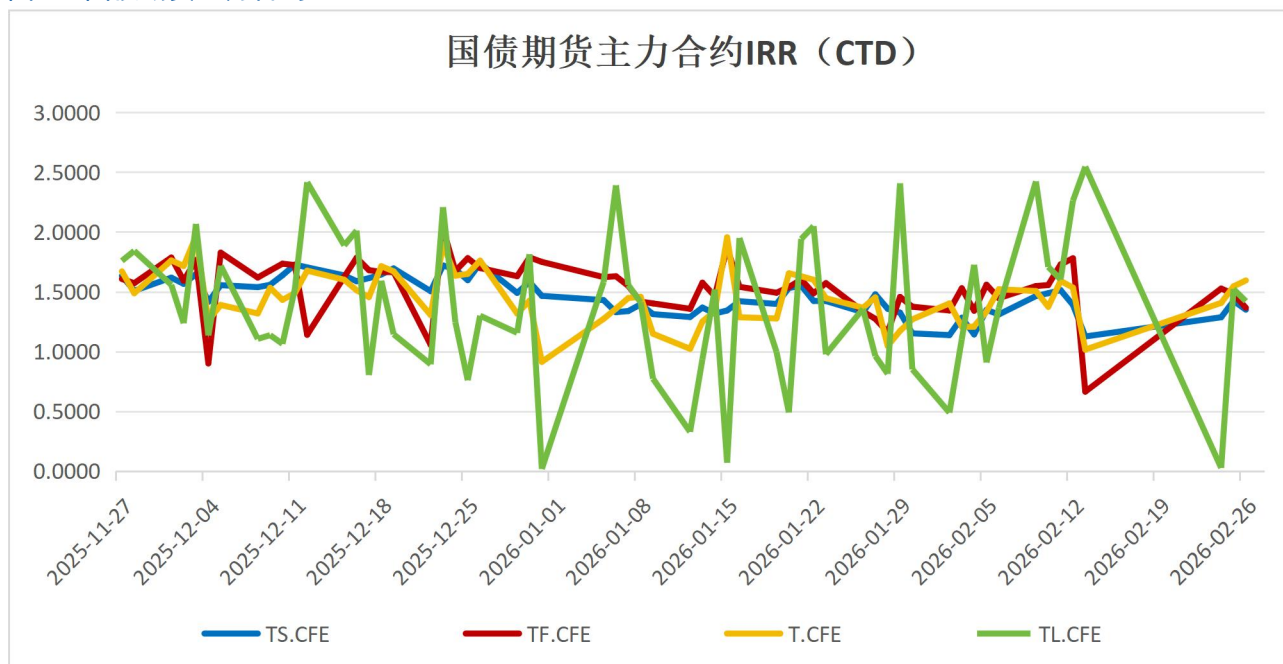
数据来源：Wind、国元期货

图 10. 国债期货主力合约基差



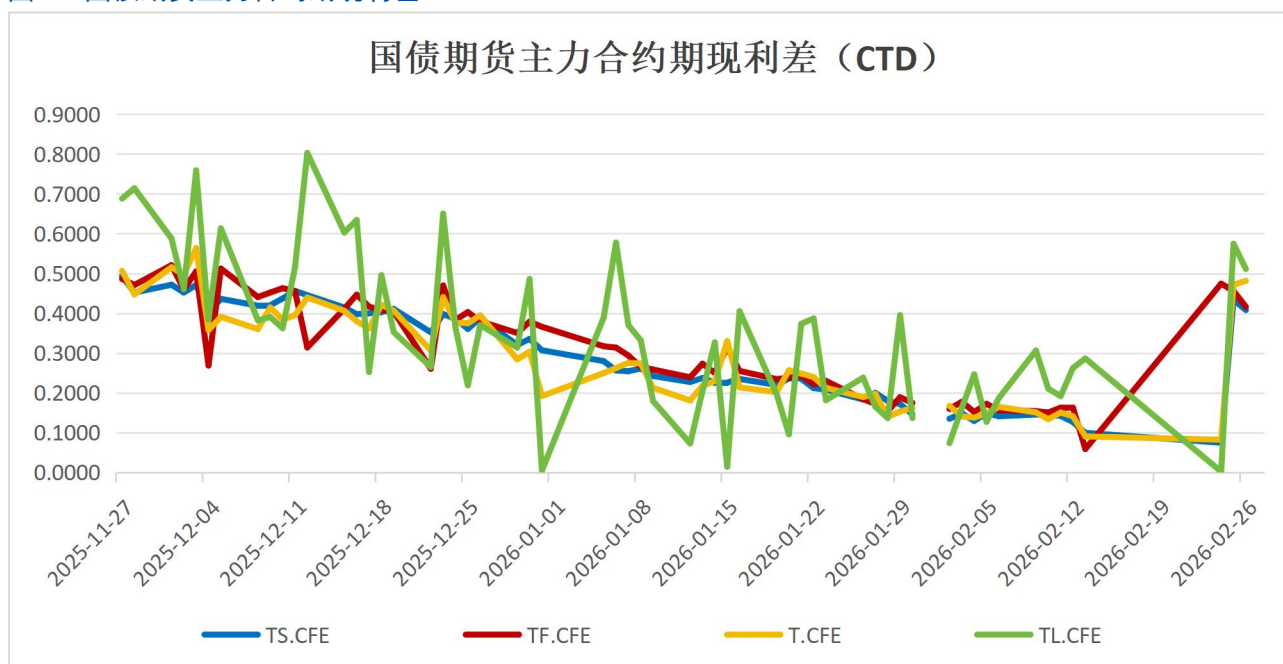
数据来源：Wind、国元期货

图 11. 国债期货主力合约 IRR



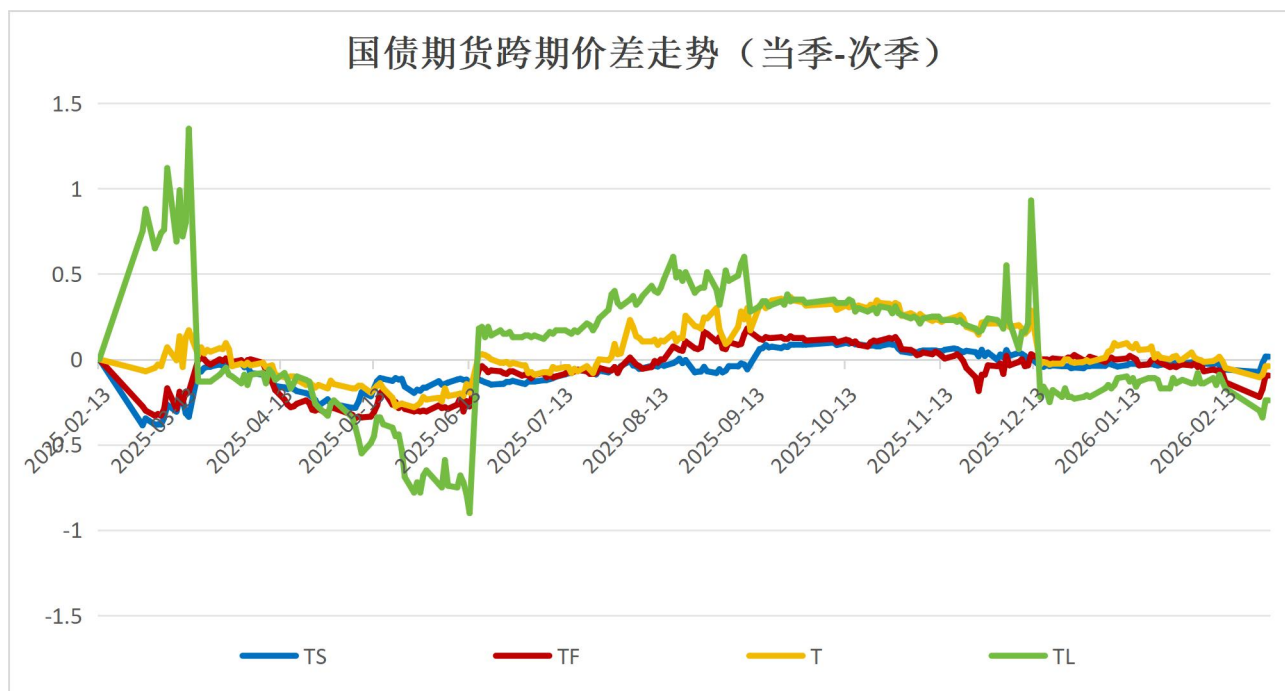
数据来源: Wind、国元期货

图 12. 国债期货主力合约期现利差



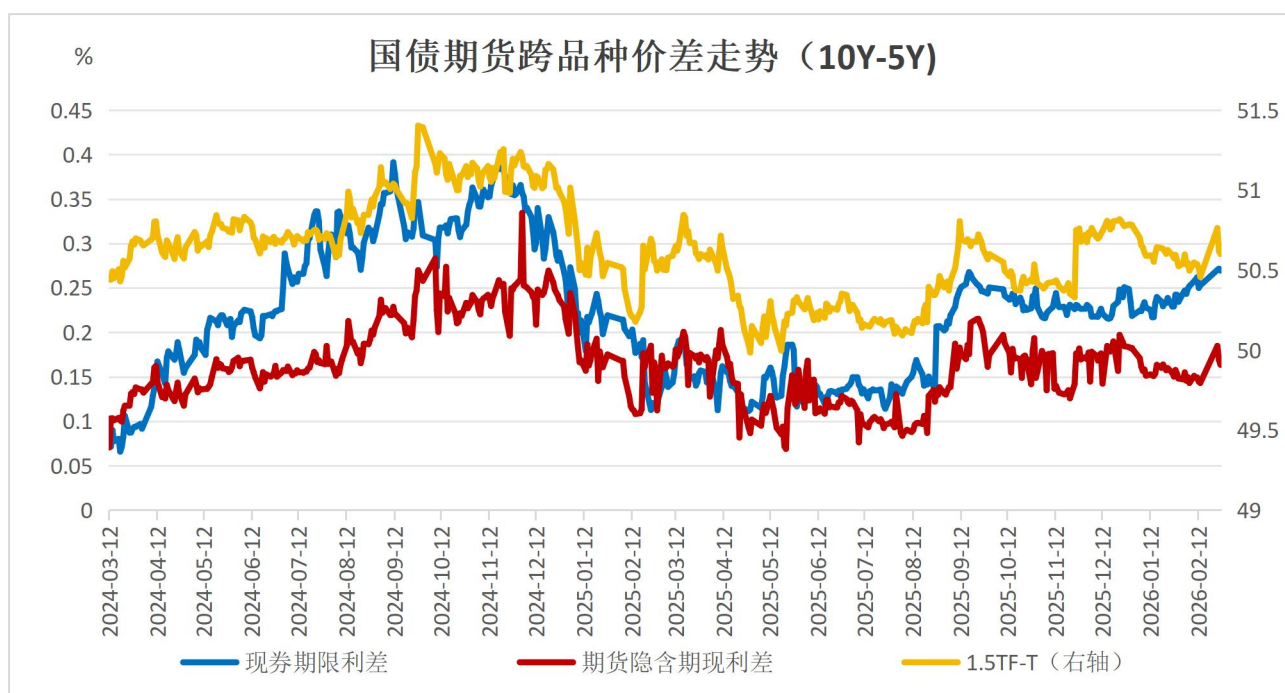
数据来源: Wind、国元期货

图 13. 国债期货跨期价差走势



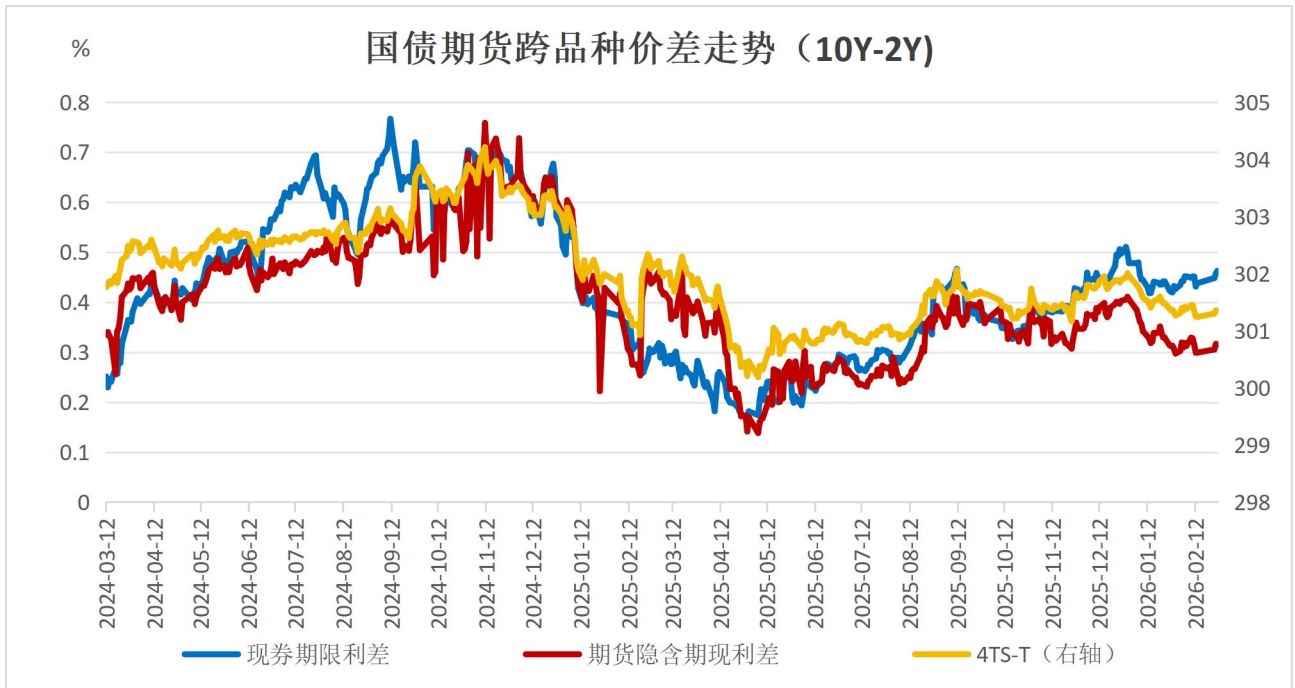
数据来源: Wind、国元期货

图 15. 国债期货 10 年期-5 年期跨品种价差走势



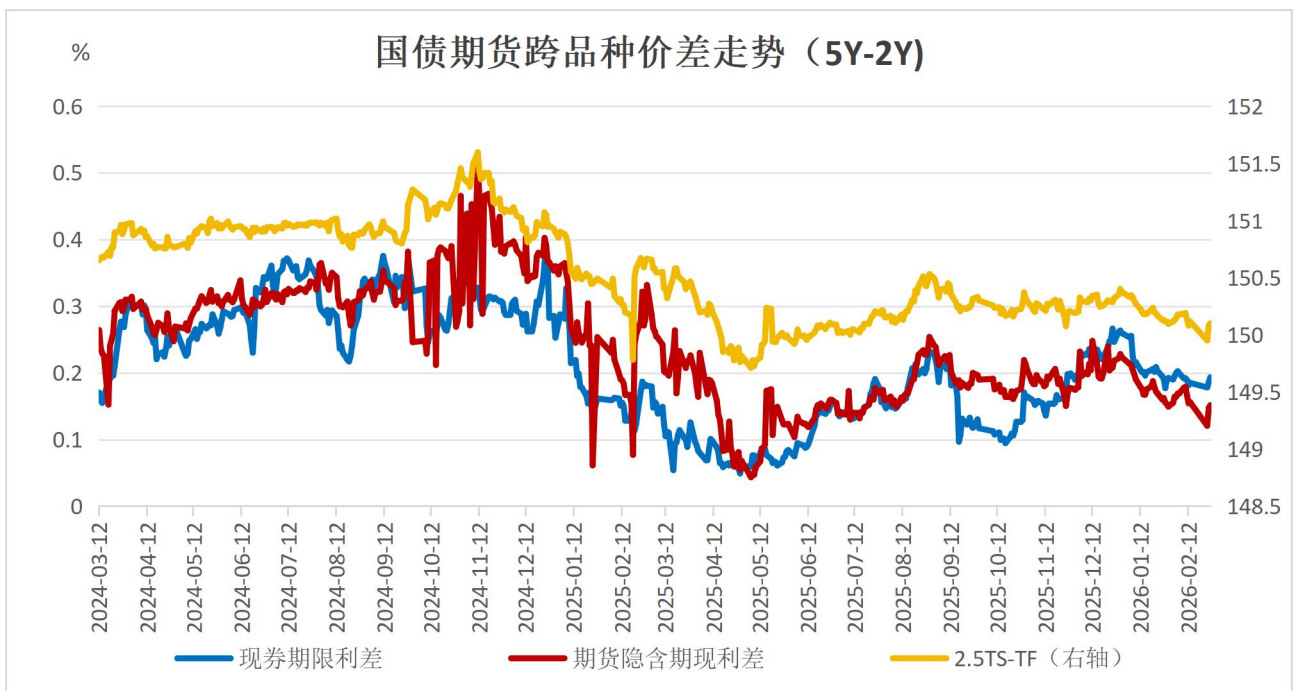
数据来源: Wind、国元期货

图 16. 国债期货 10 年期-2 年期跨品种价差走势



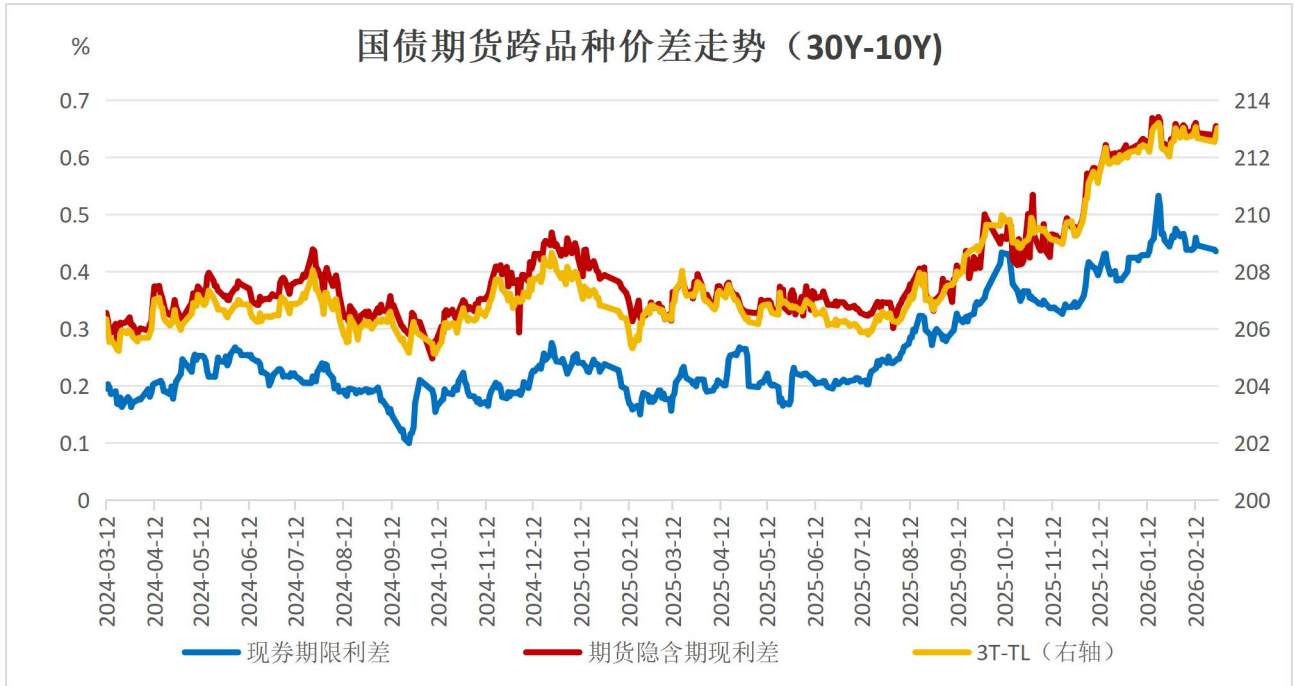
数据来源: Wind、国元期货

图 17. 国债期货 5 年期-2 年期跨品种价差走势



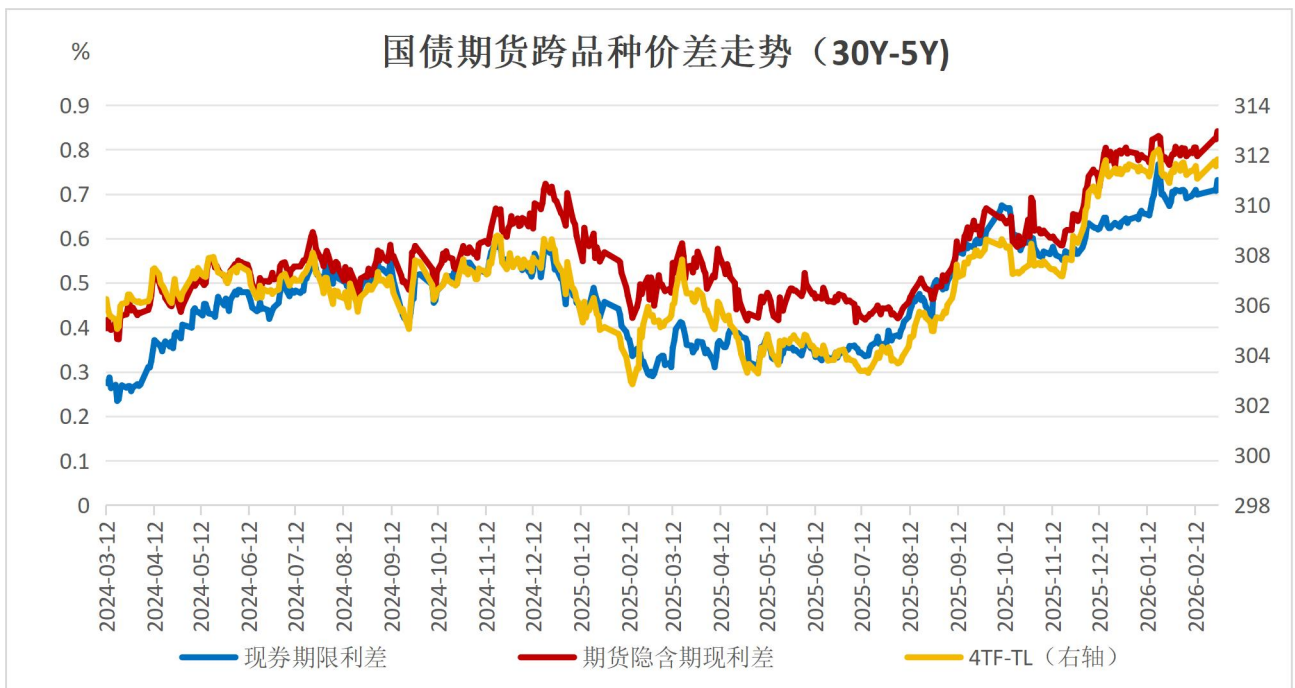
数据来源: Wind、国元期货

图 18. 国债期货 30 年期-10 年期跨品种价差走势



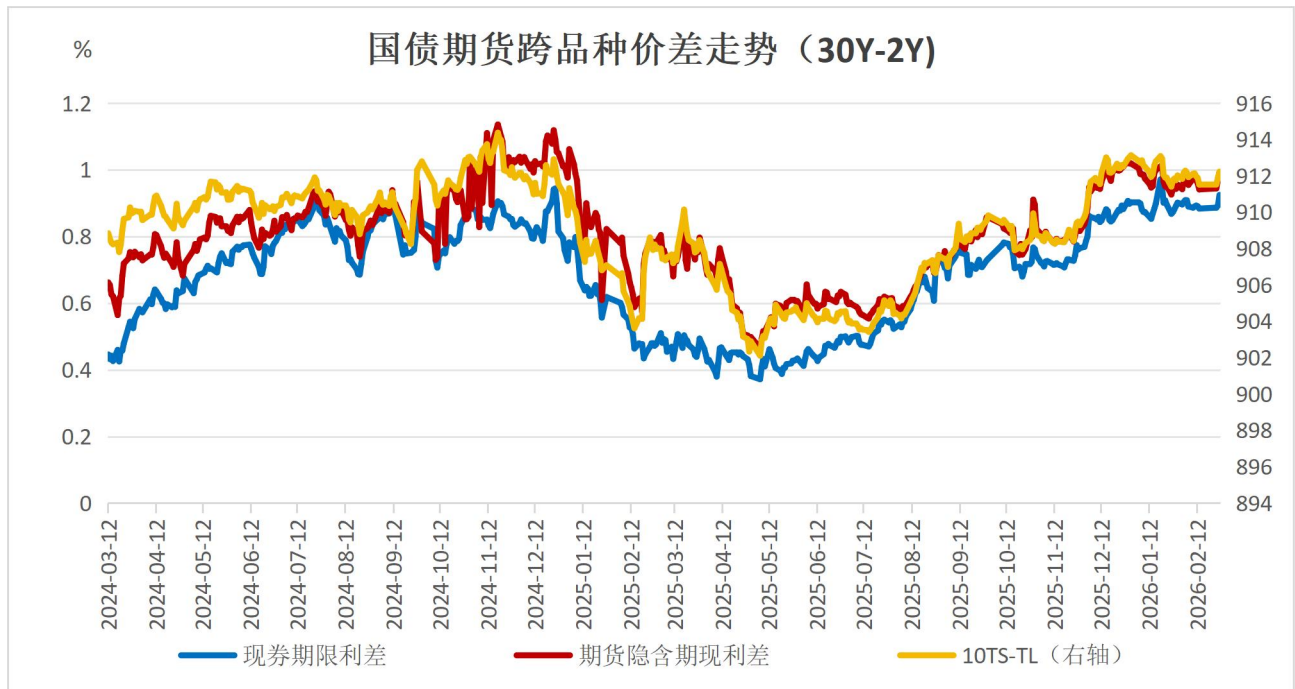
数据来源: Wind、国元期货

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



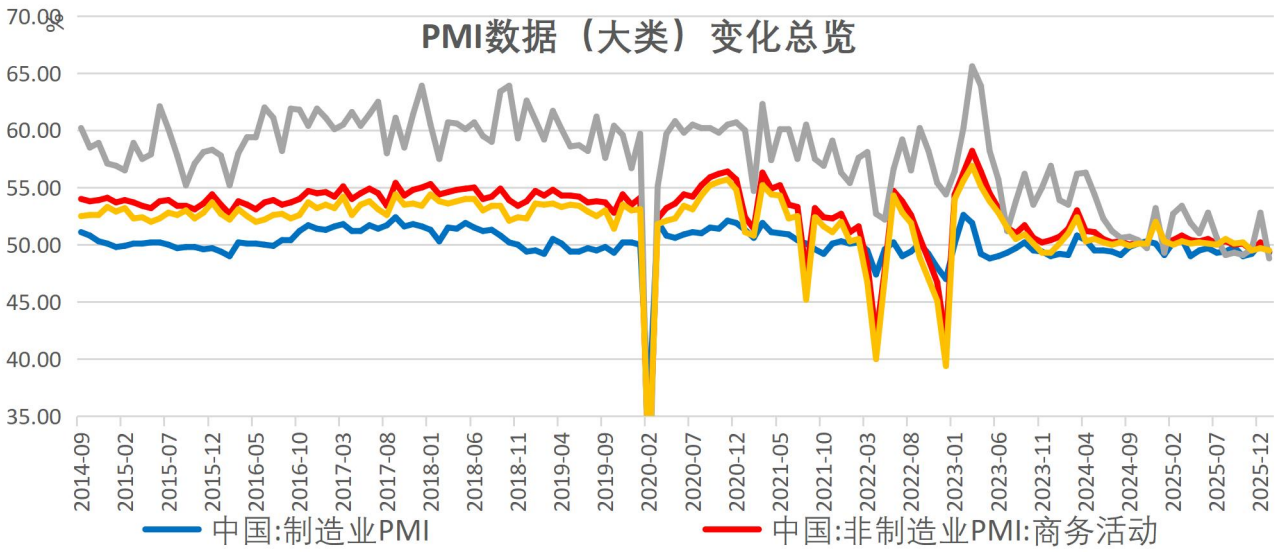
数据来源：Wind、国元期货

四、宏观经济展望与政策跟踪

基本面整体来看，2026 年 1 月处于数据真空期，宏观信息增量数据主要来自于物价数据和金融数据，相对超前的 PMI 数据目前尚未公布。整体来看，1 月物价延续了此前的修复格局，PPI 同比连续回升，金融总量不差，但是债券冲量的情况依然存在。PMI 出现超季节性下行，主要由于春节错位的影响，整体上保持相对韧性。

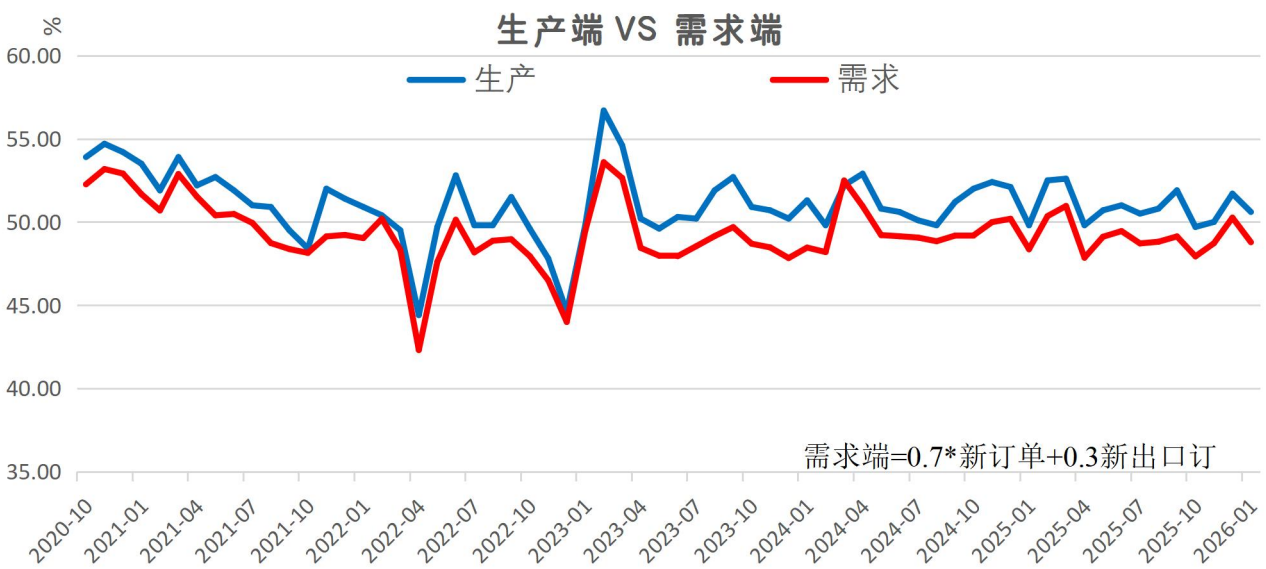
1 月中国制造业采购经理指数录得 49.3%，前值为 50.1%，12 月 PMI 在时隔 8 个月重回荣枯线以上，1 月制造业 PMI 及非制造业 PMI 均出现超季节性下行。由于今年的春节稍晚，春节返乡于 1 月陆续开启，中小企业 PMI 受影响较大，分别较上月下降 1.1 呵 1.2 个百分点，而大型企业 PMI 仍然位于扩张区间。生产经营活动预期指数为 2025 年 7 月以来最低值，但是价格指数于通胀数据相对应，双双回升，但原材料购进价格指数上行幅度高于出厂价格，说明当前利润向下游传导不畅的情况依然存在，但反内卷政策的推进目前已经初见成效。2026 年是“十五五”开局之年，各地相关经济发展规划陆续出台，预计相关“扩内需”政策已箭在弦上。

图 21. PMI 数据变化总览



数据来源：Wind、国元期货

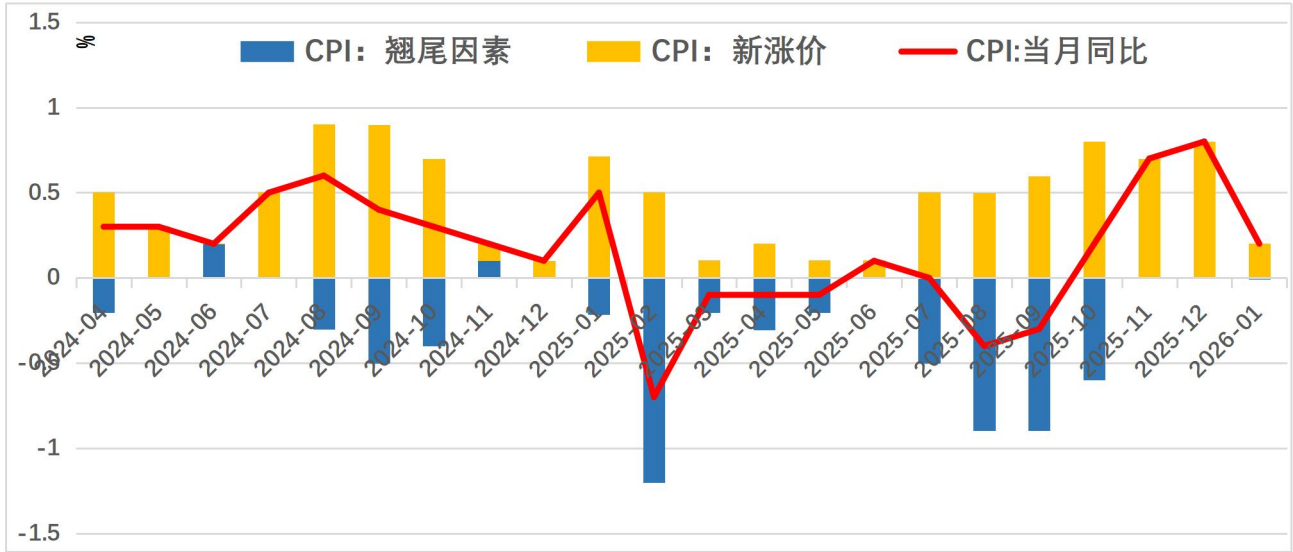
图 22. 产需变化情况



数据来源：Wind、国元期货

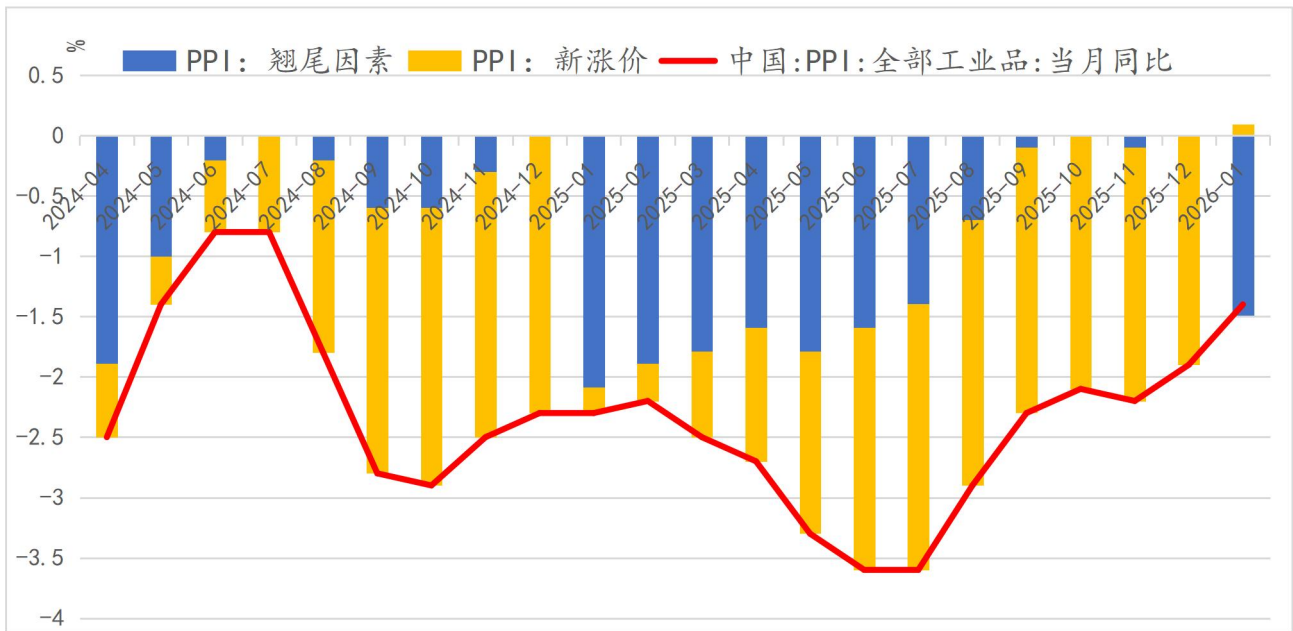
整体来看，2026 年 1 月通胀数据实现平稳开局，虽然 CPI 同比有所数落，但是核心 CPI 和 PPI 环比同步走强。CPI 环比实现连续两个月正增长，核心 CPI 创下 6 个月以来最高值，春节临近，旅游类、服务类价格季节性上行推动 CPI 表现稳定。PPI 同比略高于市场预期，有色金属等大宗商品价格的上行推动同比降幅继续收窄。通胀数据主要关注 PPI 同比，延续此前的降幅收窄趋势，录得-1.4%，环比涨幅有所扩大，分别创下 2024 年 8 月以及 2023 年 10 月以来的最高值，通胀数据温和修复信号的增强。

图 23. CPI 同比变化拆分



数据来源：Wind、国元期货

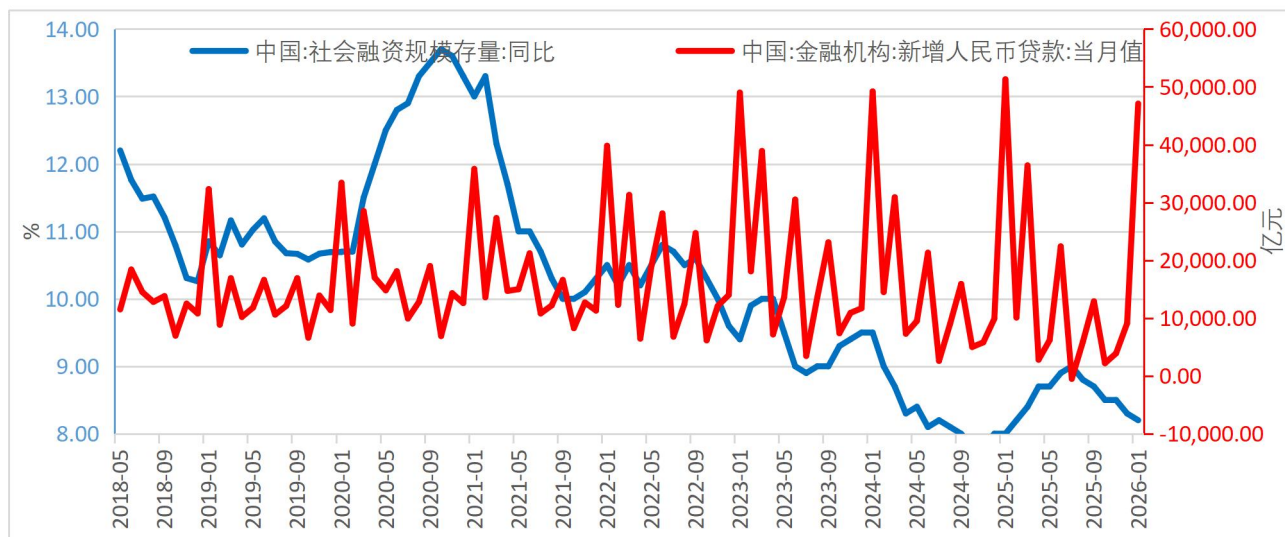
图 24. PPI 同比变化拆分



数据来源：Wind、国元期货

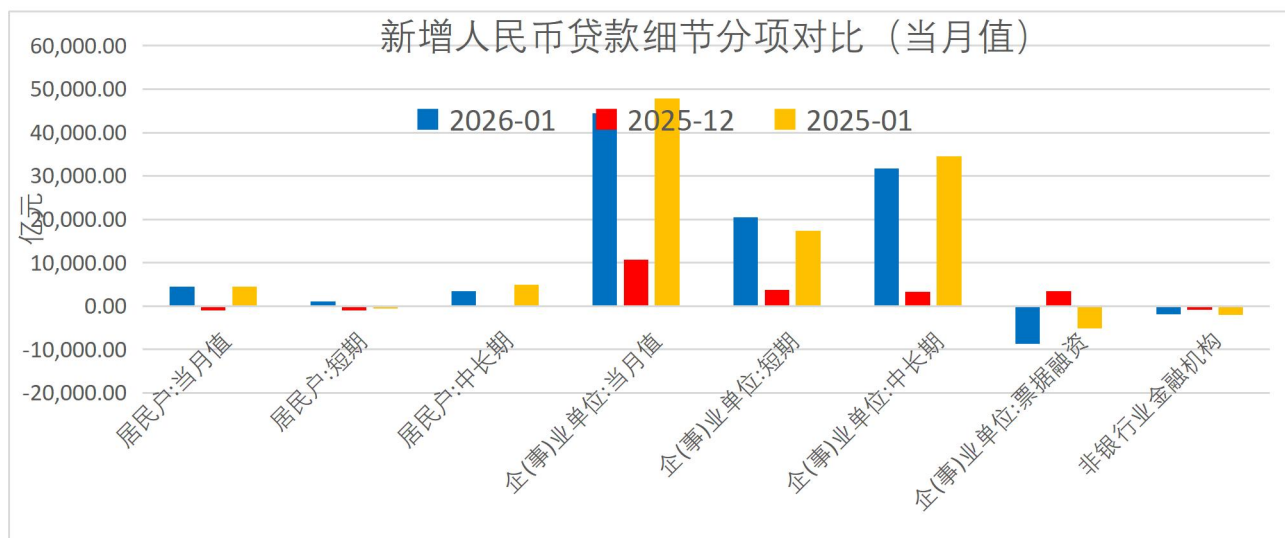
1 月新增社融 7.22 万亿元，同比多增 1654 亿元；截至 1 月末，社融存量同比+8.2%，较上月-0.1pct。年初财政发力前置，政府债为社融增量的主要贡献。人民币贷款偏弱，预计受化债置换影响，实体需求也有待进一步修复，居民与企业中长贷均少增。资本市场活跃推升资金活化程度，推动存款搬家进程。整体来看，一季度在财政发力重大项目前置落地，资本市场活跃的背景之下，虽然当前房地产市场仍然偏弱，但整体预计表现偏平稳。

图 25. 社融存量及新增人民币贷款变化



数据来源：Wind、国元期货

图 26. 新增人民币贷款细节分项对比



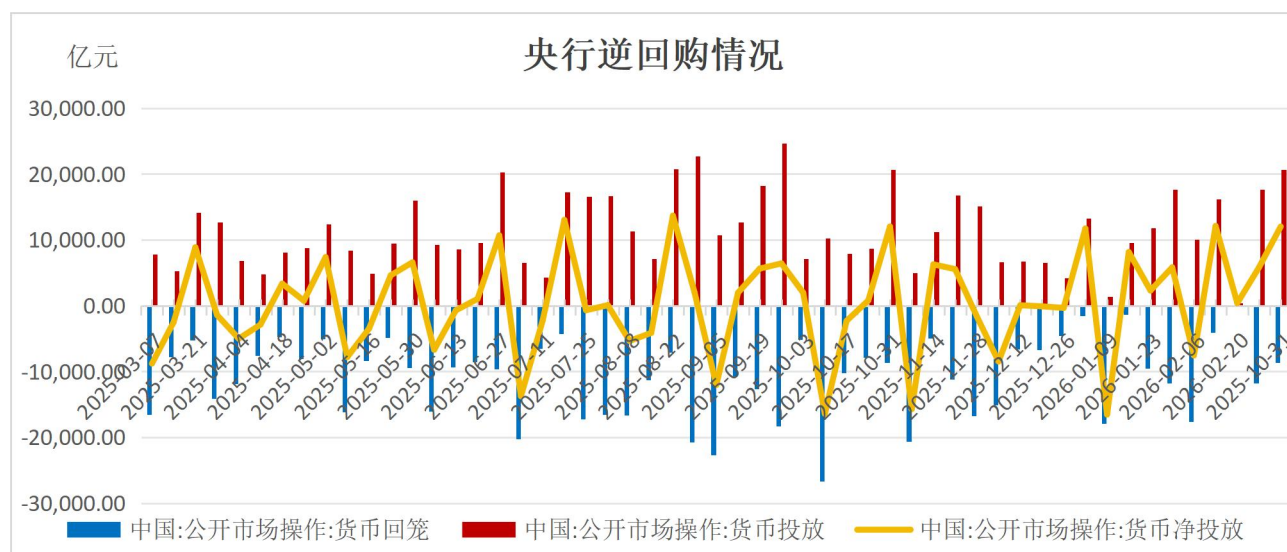
数据来源：Wind、国元期货

五、资金面情况

2月央行开展42898亿元，因同期共有44194亿元逆回购到期，实现净回笼1205亿元。2月MLF操作6000亿元，净投放3000亿元，为连续第12个月加量续作，叠加前期买断式逆回购操作，2月中期流动性合计净投放9000亿元。整体来看，面对春节前的取现需求以及政府债缴款压力，央行采取多种工具以保持市场流动性的合理充裕。对比1月底，2月资金价格水平整体有所回落，截至2月27日，R001、R007、DR001、DR007分别收于1.32%、1.53%、

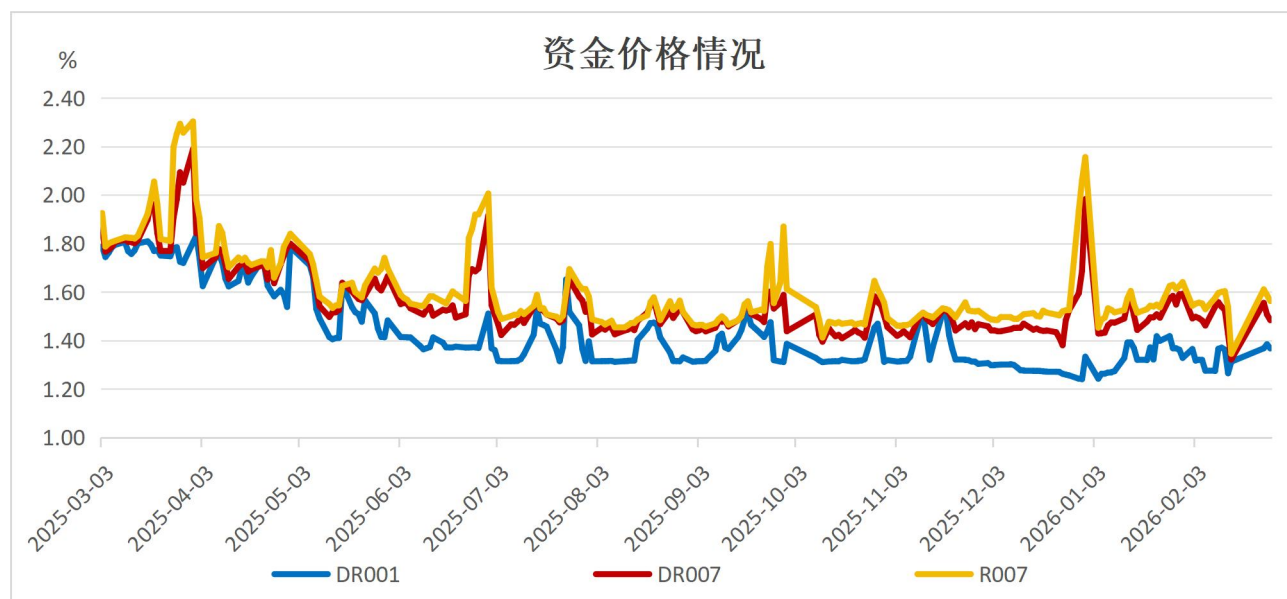
1.34%、1.48%，较 1 月底出现不同幅度的回落。LPR 连续 9 个月保持不变，1 年期、5 年期以上 LPR 分别维持 3.0%和 3.5%保持不变。另 2 月 27 日 中国人民银行决定自 2026 年 3 月 2 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调至 0。下一步，中国人民银行将继续引导金融机构优化对企业汇率避险服务，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

图 27. 央行逆回购情况



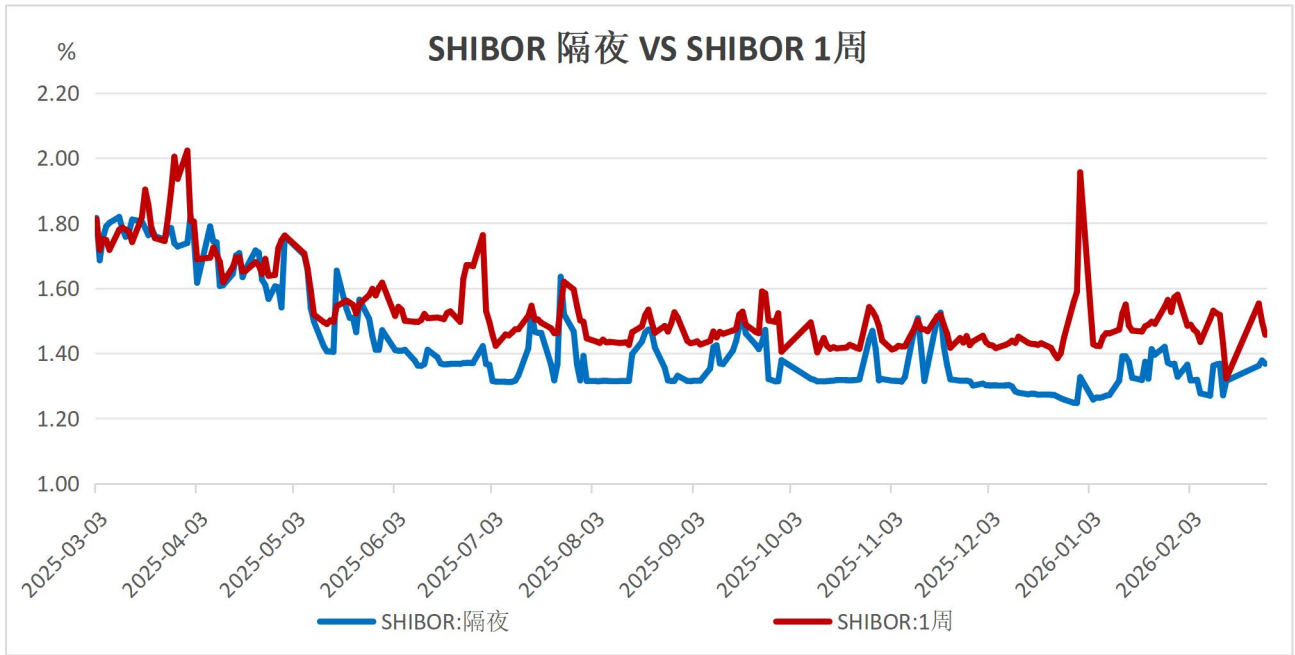
数据来源：Wind、国元期货

图 28. 资金价格情况



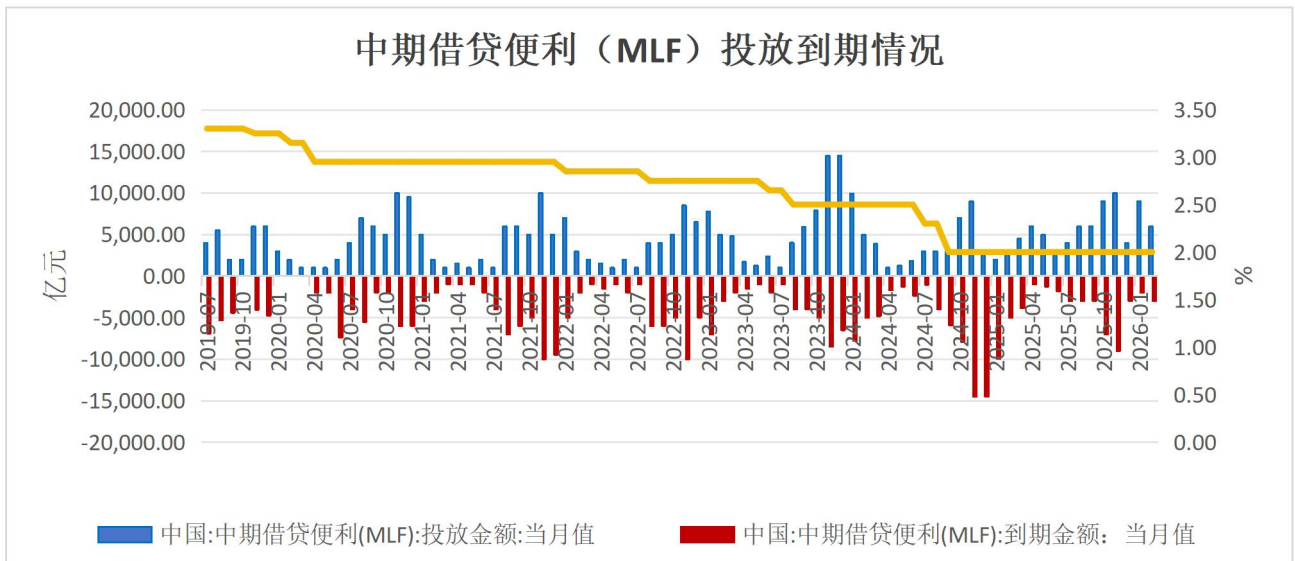
数据来源：Wind、国元期货

图 29. SHIBOR 隔夜 VSSHIBOR1 周



数据来源：Wind、国元期货

图 30. 中期借贷便利（MLF）投放到期情况



数据来源：Wind、国元期货

图 31. 同业存单到期收益率

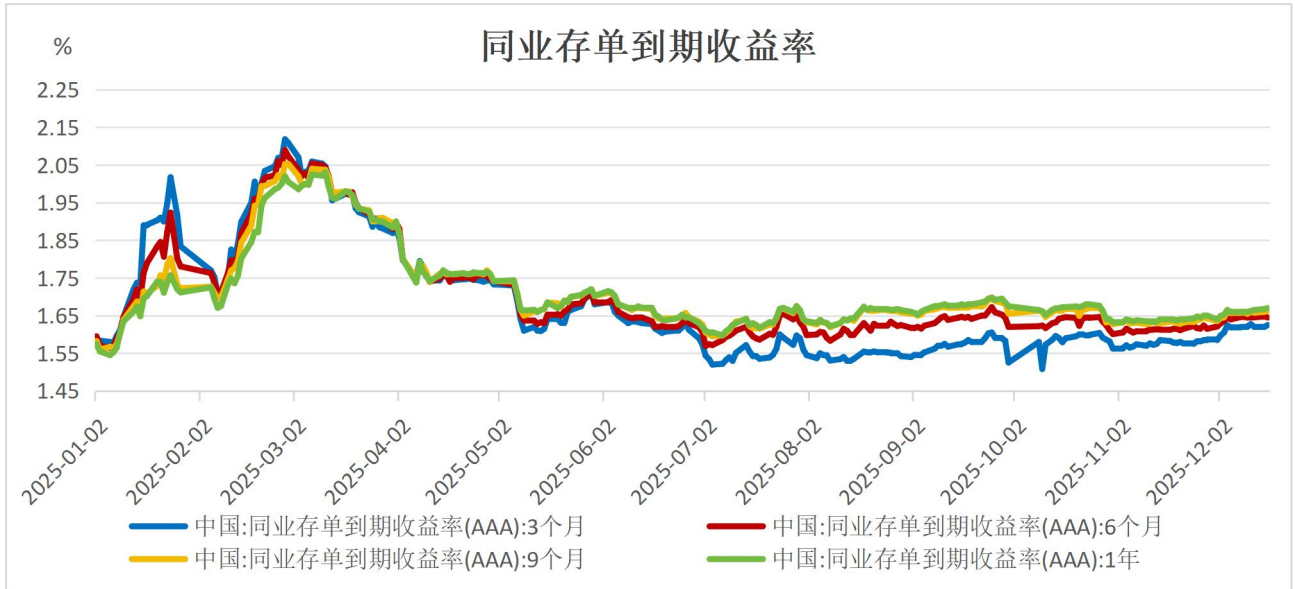
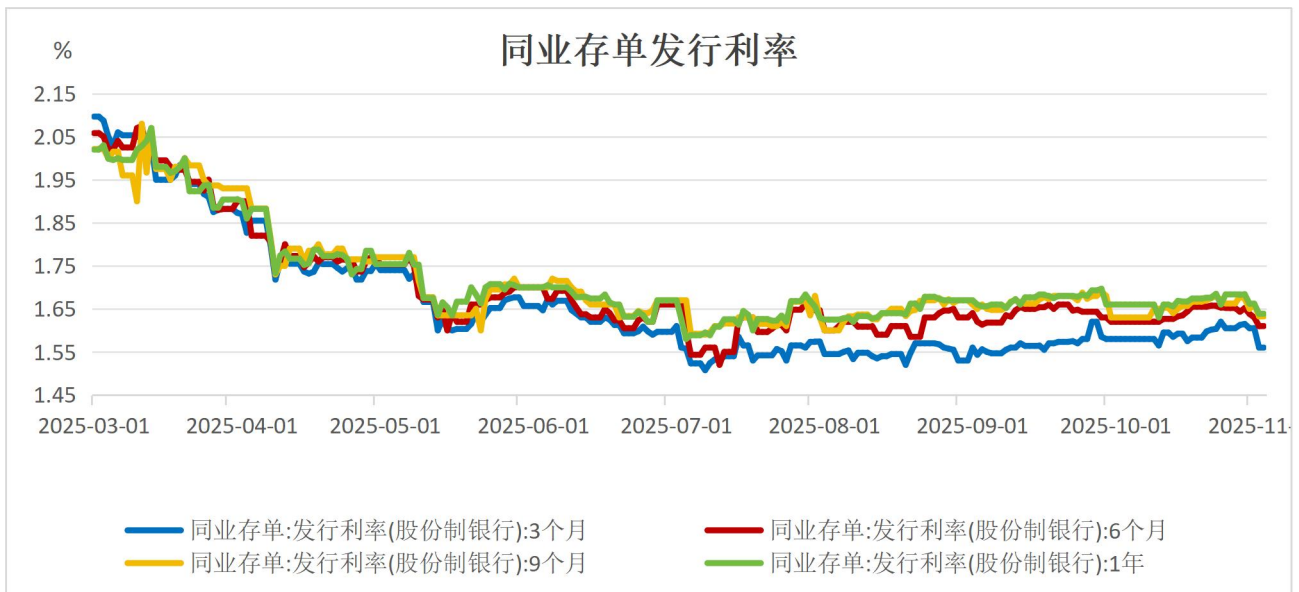


图 32. 同业存单发行利率



六、后市展望

2 月底突发的地缘局势变动使得市场避险情绪升温，叠加当前资金面宽松的支撑，债市情绪明显回暖。中共中央政治局 2 月 27 日召开会议，会议强调，要继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，强化改革举措与宏观政策协同。当前债市主要走重要会议的逻辑

辑，两会前资金面预计大概率维持宽松，叠加地缘局势的不确定性以及风险偏好的变化，债市近期整体偏向乐观。后续需要继续关注货币政策表态，今年降准降息仍有一定空间，货币政策整体偏宽松，关注两会后的降准敏感窗口期，主要关注央行工具的选择，如果通过 MLF、买断式回购等补充流动性，资金成本可能略有抬升。如果通过购债投放流动性，则对短端形成利好。关注 30 年期与 10 年期国债的利差走扩趋势。

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