

期货研究报告：周度报告——国债期货



下周利空较多，债市暂转弱

走势评级： 国债：震荡
报告日期： 2026年5月17日

★一周复盘：国债期货震荡略偏强

本周（05.11-05.17）国债期货震荡略偏强。周一，4月通胀数据超市场预期，股市高开，国债期货开盘跳水。不过由于资金面相对宽松，债市逐渐修复跌幅并转涨。周二，增量消息相对不多，资金面均衡偏松，股市上涨势头受阻，国债期货继续上涨。周三，上午债市窄幅震荡，午间超长期特别国债发行结果基本符合预期，国债期货开始拉升，不过由于股市表现较强，尾盘国债期货又有所回落。周四，资金面相对均衡，不过股债齐跌。尾盘公布的4月金融数据不及预期，债市小幅转强。周五，受信贷数据不及预期影响，国债期货高开。不过午后出现美元流动性紧缩行情，国债期货也出现下跌。截至5月15日收盘，两年、五年、十年和三十年期国债期货主力合约结算价分别为102.616、106.390、108.860和112.710元，分别较上周末变动+0.070、+0.180、+0.250和+0.280元。

★市场利空较多，债市暂转弱

下周重点关注几方面因素：周初海外流动性紧缩预期变化情况、周三的30年超长期特别国债发行情况、周五税期资金面变化。整体来看，上述几个因素对债市的影响以偏空为主。节奏方面，单个因素的利空更偏脉冲式，因此行情节奏较为波折。预计曲线中端表现将强于两端。

策略方面：1) 单边：五月整体震荡，下周表现略偏弱。2) 曲线策略：预计曲线中端表现将强于两端。3) 套保策略：市场风险仍然存在，建议在基差较低时布局空头套保策略。4) 跨期策略：跨期价差仍将走阔，不过走阔流畅度不如上周。

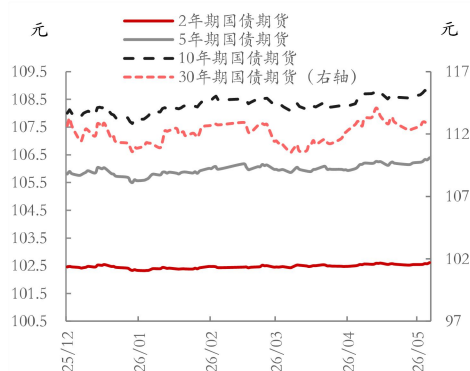
★总结与展望

债市整体震荡，下周表现略偏弱

★风险提示：

战争再度升级，通胀上升；股市强劲上涨。

张粲东 宏观策略高级分析师
从业资格号： F3085356
投资咨询号： Z0018866
Tel: 63325888-1610
Email: candong.zhang@orientfutures.com



目录

1、一周复盘及观点.....	4
1.1 本周走势复盘：国债期货震荡略偏强.....	4
1.2 下周观点：市场利空较多，债市暂转弱.....	4
2、利率债周度观察.....	5
2.1 一级市场.....	5
2.2 二级市场.....	6
3、国债期货.....	8
3.1 价格及成交、持仓.....	8
3.2 基差、IRR.....	10
3.3 跨期、跨品种价差.....	11
4、资金面周度观察.....	12
5、海外周度观察.....	13
6、通胀高频数据周度观察.....	13
7、总结与展望.....	14
8、风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 当周下周国内重点数据一览.....	4
图表 2: 本周利率债净融资额为 648.82 亿元.....	5
图表 3: 本周国债净融资额下降.....	5
图表 4: 本周地方债净融资额上升.....	6
图表 5: 本周同业存单净融资额上升.....	6
图表 6: 本周国债收益率多数下行.....	6
图表 7: 关键期限国债估值变化.....	6
图表 8: 10Y-1Y 利差收窄、10Y-5Y 和 30Y-10Y 均走阔.....	7
图表 9: 隐含税率小幅下降.....	7
图表 10: 分机构净买卖时序: 国债.....	7
图表 11: 分机构净买卖时序: 政金债.....	8
图表 12: 分机构净买卖时序: 地方债.....	8
图表 13: 国债期货震荡略偏强.....	9
图表 14: 国债期货总成交量.....	9
图表 15: 国债期货总持仓量.....	9
图表 16: 国债期货总成交/总持仓.....	9
图表 17: 国债期货主力合约 CTD 券 IRR 走势.....	10
图表 18: 国债期货主力合约 CTD 券基差走势.....	10
图表 19: 国债期货主力合约 CTD 券净基差走势.....	10
图表 20: 国债期货 06-09 价差走势.....	10
图表 21: TS*2-TF.....	11
图表 22: TF*2-T.....	11
图表 23: TS*4-T.....	11
图表 24: T-TSvs10Y-2Y.....	11
图表 25: 央行逆回购累计净回笼 510 亿元.....	12
图表 26: DR001 和 R001 均小幅上行.....	12
图表 27: SHIBOR 隔夜和 1 周涨跌互现.....	12
图表 28: 银行间市场质押式回购成交量上升.....	12
图表 29: 美元指数走强.....	13
图表 30: 美国十年期国债利率上行.....	13
图表 31: 工业品价格涨跌互现.....	14
图表 32: 农产品价格涨跌互现.....	14

1、一周复盘及观点

1.1 本周走势复盘：国债期货震荡略偏强

本周（05.11-05.17）国债期货震荡略偏强。周一，4月通胀数据超市场预期，股市高开，国债期货开盘跳水。不过由于资金面相对宽松，债市逐渐修复跌幅并转涨。周二，增量消息相对不多，资金面均衡偏松，股市上涨势头受阻，国债期货继续上涨。周三，上午债市窄幅震荡，午间超长期特别国债发行结果基本符合预期，国债期货开始拉升，不过由于股市表现较强，尾盘国债期货又有所回落。周四，资金面相对均衡，不过股债齐跌。尾盘公布的4月金融数据不及预期，债市小幅转强。周五，受信贷数据不及预期影响，国债期货高开。不过午后出现美元流动性紧缩行情，国债期货也出现下跌。截至5月15日收盘，两年、五年、十年和三十年期国债期货主力合约结算价分别为102.616、106.390、108.860和112.710元，分别较上周末变动+0.070、+0.180、+0.250和+0.280元。

图表1：当周下周国内重点数据一览

时间	事件	主要内容
5月11日	4月通胀数据	PPI 同比：现值 2.8%，前值 0.50%，预期值 1.53% CPI 同比：现值 1.2%，前值 1.0%，预期值 0.95%
5月14日	4月金融数据	M1 同比：现值 5.0%，前值 5.1%，预期 5.0% M2 同比：现值 8.6%，前值 8.5%，预期 8.42% 新增人民币贷款：现值-100 亿元，前值 29900 亿元，预期 4678 亿元 新增社融：现值 6245 亿元，前值 52271 亿元，预期 14320 亿元
5月18日	4月经济数据	固投累计同比：现值--，前值 1.7%，预期 1.73% 社零当月同比：现值--，前值 1.7%，预期 2.03% 工增当月同比：现值--，前值 5.7%，预期 5.63%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1.2 下周观点：市场利空较多，债市暂转弱

本周一由于通胀数据超预期，国债期货一度走弱，不过由于资金面仍然均衡，政府债供给冲击有限，全周债券以震荡略偏强为主。

展望下周，海外流动性紧缩叠加国内税期，市场利空扰动相对较多，债市表现应弱于本周，行情节奏是相对波折的，预计曲线中端表现将强于两端。

下周重点关注几方面因素：周初海外流动性紧缩预期变化情况、周三的30年超长期特别国债发行情况、周五税期资金面变化。整体来看，上述几个因素对债市的影响以偏空为主，节奏方面，单个因素的利空更偏脉冲式，因此行情节奏较为波折。

海外流动性紧缩预期正在冲击债市。受能源价格高企影响，美国4月CPI、PPI增速均超市场预期，通胀回升背景下海外加息预期上升，除能源和美元走强外，其他各类资产普遍下跌，中国国债也受到了冲击。不过总体来看，冲击是偏脉冲式的。一者我国国债市场以我为主，对海外消息并不敏感，3月能源价格上涨时，中国债券也是率先走出独

立行情的品种；二者海外加息预期起伏不定，年内加息的概率并不是很高。

近期需关注政府债净融资以及超长期特别国债发行的节奏。下周政府债净融资额度为2337亿元，较本周上升约400亿元，整体来看政府债净融资规模有限。Q2政府债发行节奏放缓可能是一个预期差，国内资产荒逻辑仍未变化。相较于政府债发行节奏，超长债，尤其是30年、50年债券的发行结果对短期市场的影响更大，从前期发行情况来看，当前点位机构承接超长债的意愿不强，因此需警惕30年特别国债发行情况不及预期对市场的冲击。

税期资金面或小幅收敛。信贷偏弱、政府债发行节奏低于去年同期，资金面整体均衡的格局暂时不会发生变化。但考虑到央行正在回笼中长期流动性，加之本周资金利率也开始小幅抬升，5月税期对资金面的扰动应强于4月。市场利空相对较多，一级发行利空超长债、资金面小幅收敛利空短债，不过资产荒格局下机构仍有购债动力，因此预计曲线中端表现应强于两端。

策略方面：

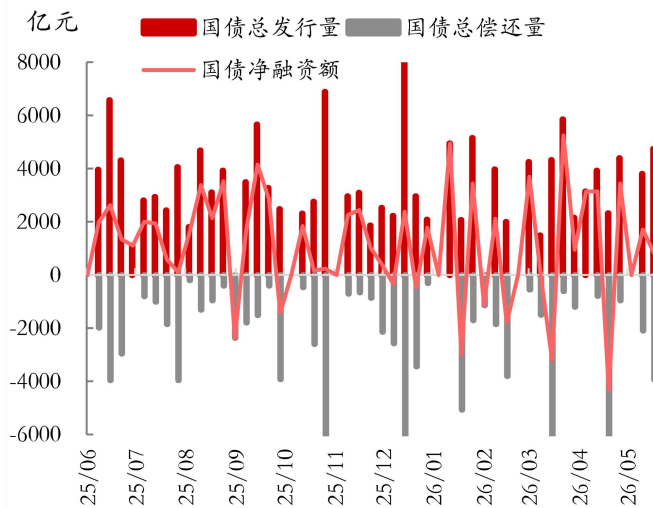
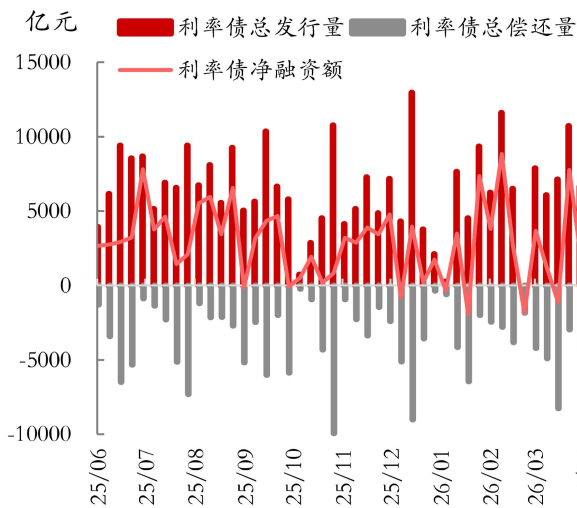
- 1) 单边策略：震荡市建议关注票息策略，持有中短久期高票息品种，并用长端期货做波段。节奏上下周利空较多，表现应略偏弱。
- 2) 曲线策略：曲线中端应强于两端。
- 3) 套保策略：市场风险仍然存在，建议在基差较低时布局空头套保策略。
- 4) 跨期策略：跨期价差仍将走阔，不过走阔流畅度不如上周。

2、利率债周度观察

2.1 一级市场

图表2：本周利率债净融资额为648.82亿元

图表3：本周国债净融资额下降

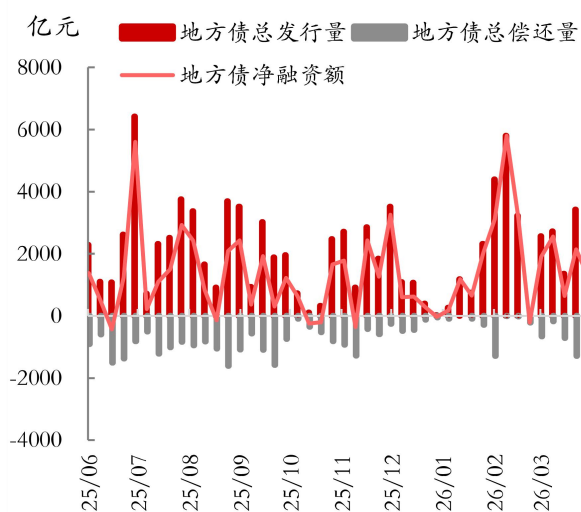


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

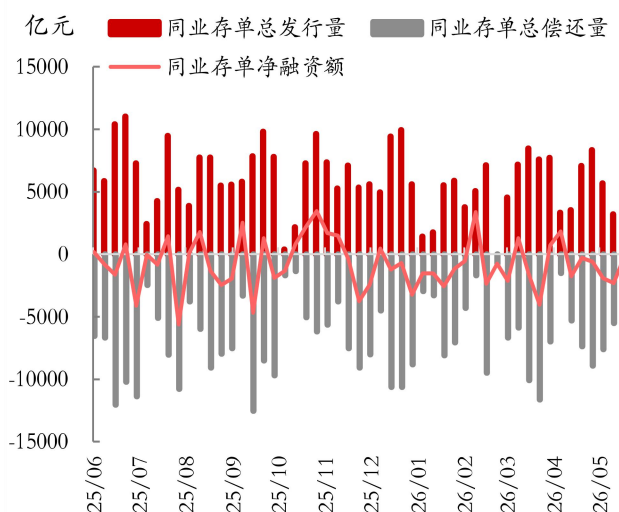
本周共发行利率债 64 只，总发行量和净融资额分别为 7579.12 亿元和 648.82 亿元；分别较上周变动+2952.03 亿元和-1450.56 亿元；地方政府债共发行 35 只，总发行量和净融资额分别为 1459.12 亿元和 1117.12 亿元，分别较上周变动+872.23 亿元和+966.74 亿元；同业存单发行 499 只，总发行量和净融资额分别 9035.60 亿元和-213.80 亿元，分别较上周变动+5832.70 亿元和+2081.90 亿元。

图表 4：本周地方债净融资额上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

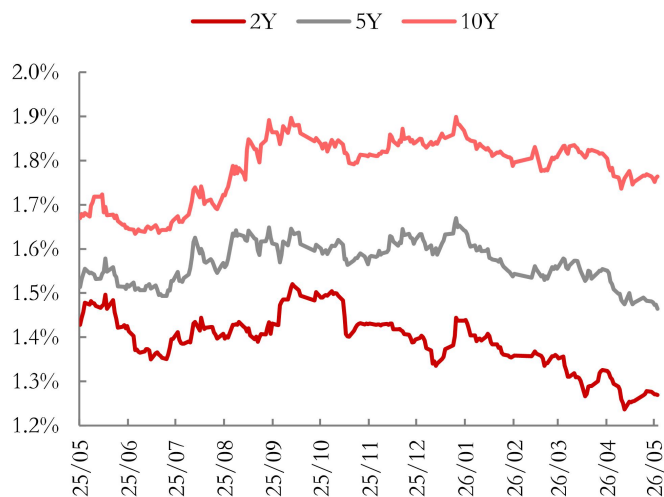
图表 5：本周同业存单净融资额上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

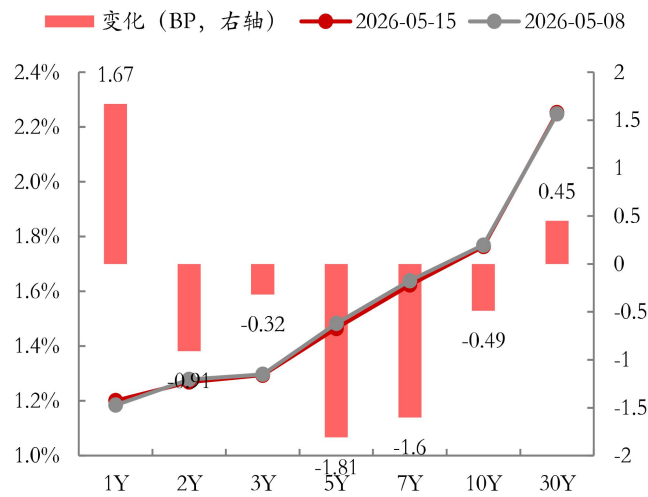
2.2 二级市场

图表 6：本周国债收益率多数下行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

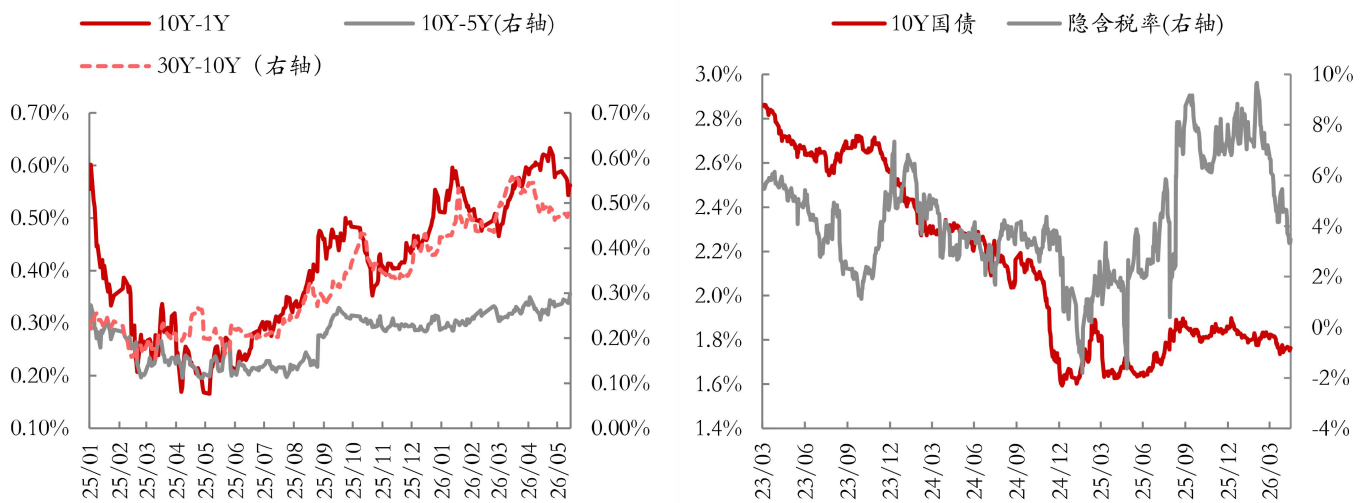
图表 7：关键期限国债估值变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

国债收益率多数下行。截至5月15日收盘，2年、5年、10年和30年期国债到期收益率分别为1.27%、1.46%、1.76%和2.25%，分别较上周末收盘变动-0.91、-1.81、-0.49和+0.45个bp。国债10Y-1Y利差收窄2.16bp至56.24bp，10Y-5Y利差走阔1.32bp至29.91bp，30Y-10Y利差走阔0.94bp至48.82bp。1年、5年和10年期国开债到期收益率分别为1.36%、1.61%和1.83%，分别较上周末变动-0.63、-2.45和-0.96bp。

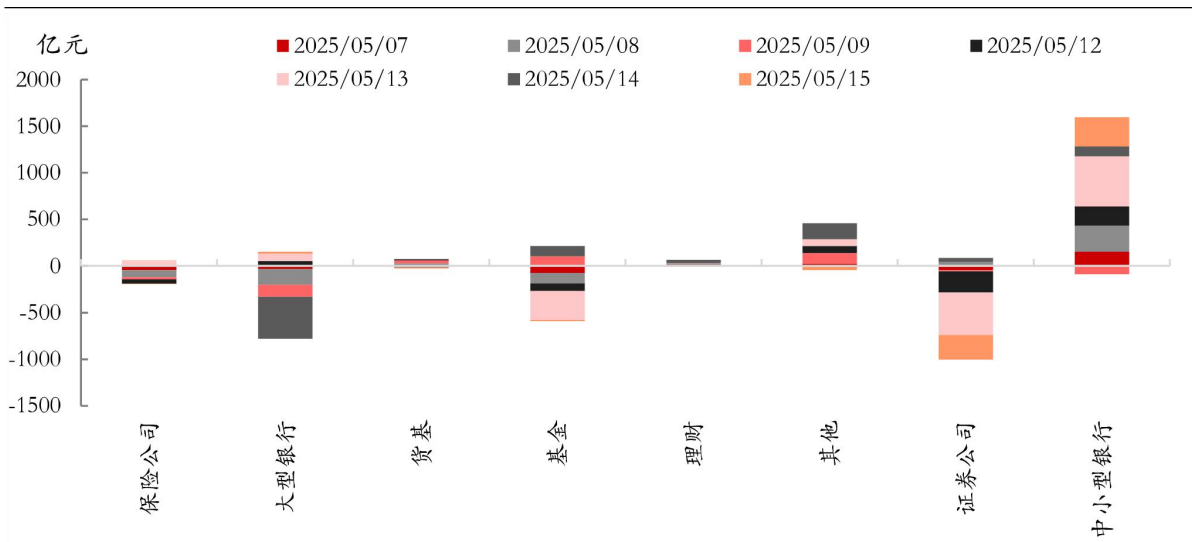
图表8：10Y-1Y利差收窄、10Y-5Y和30Y-10Y均走阔 图表9：隐含税率小幅下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

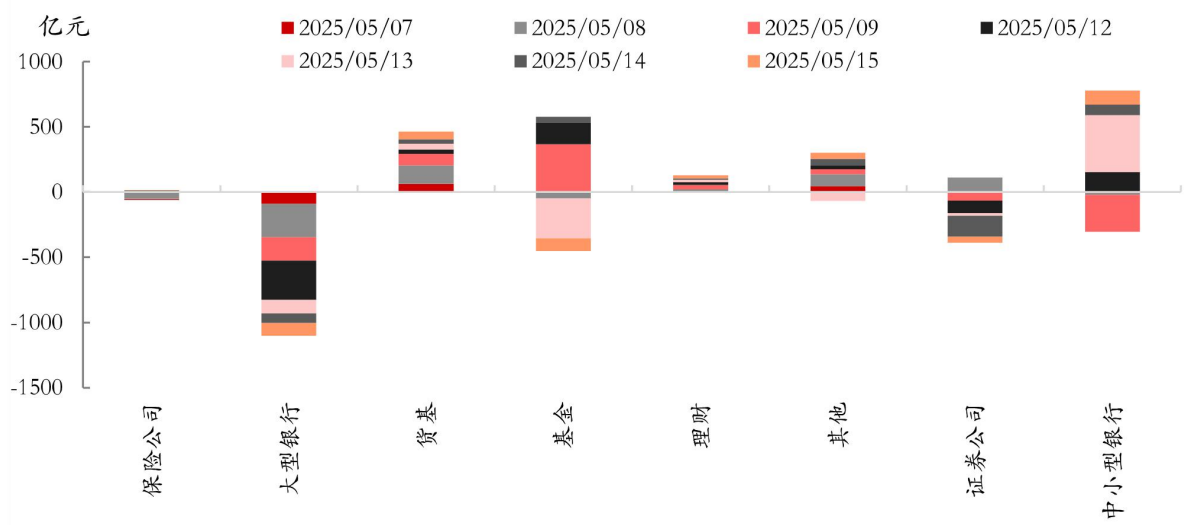
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：分机构净买卖时序：国债



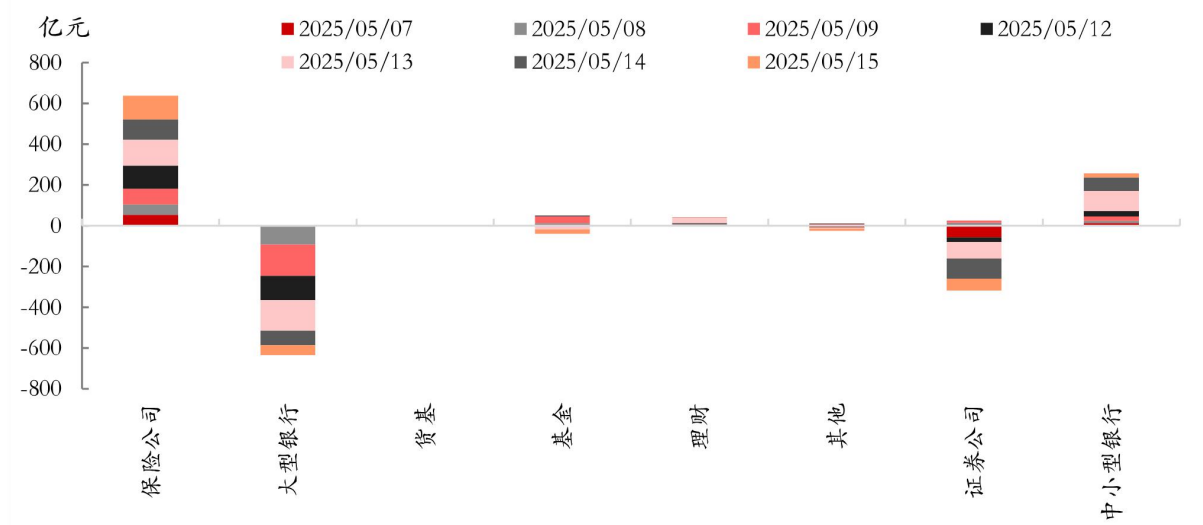
资料来源：iData，东证衍生品研究院

图表 11: 分机构净买卖时序: 政金债



资料来源: iData, 东证衍生品研究院

图表 12: 分机构净买卖时序: 地方债



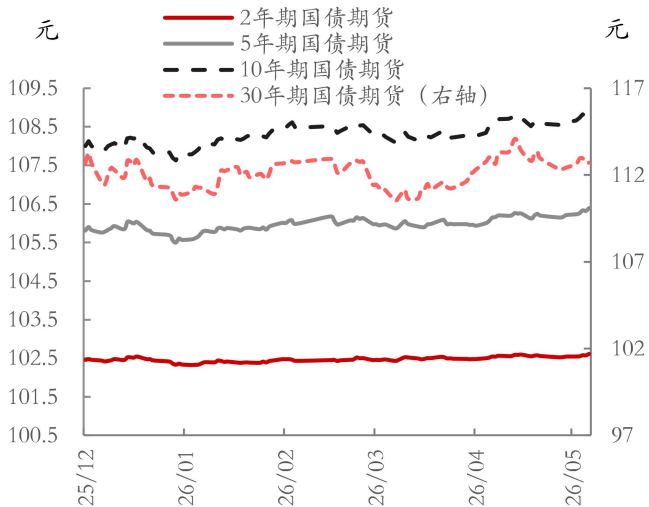
资料来源: iData, 东证衍生品研究院

3、国债期货

3.1 价格及成交、持仓

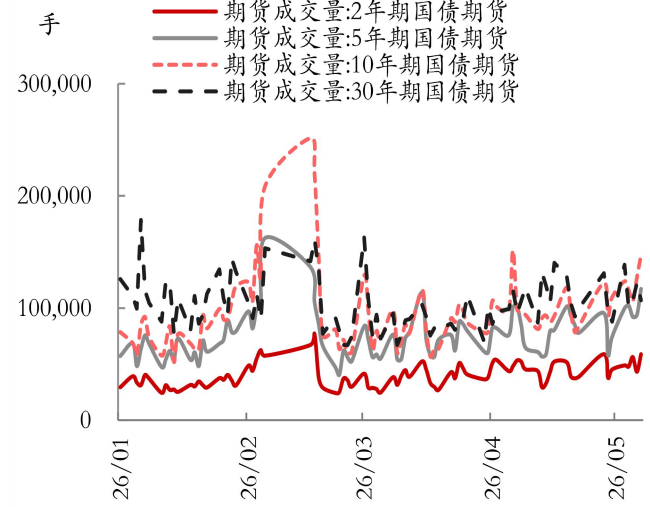
国债期货震荡略偏强。截至5月15日收盘,两年、五年、十年和三十年期国债期货主力合约结算价分别为102.616、106.390、108.860和112.710元,分别较上周末变动+0.070、+0.180、+0.250和+0.280元。

图表 13: 国债期货震荡略偏强



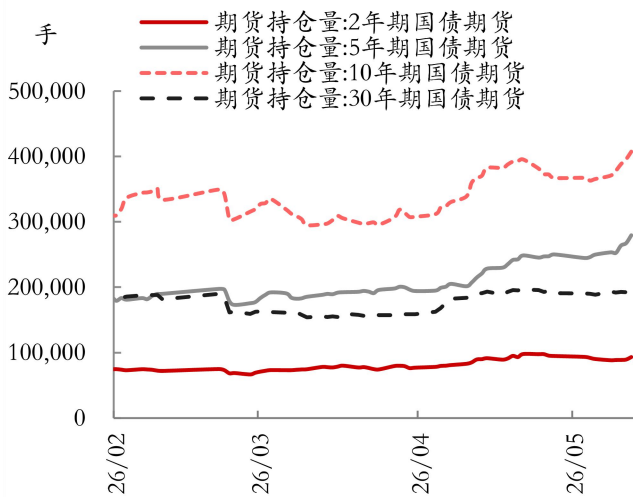
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 国债期货总成交量



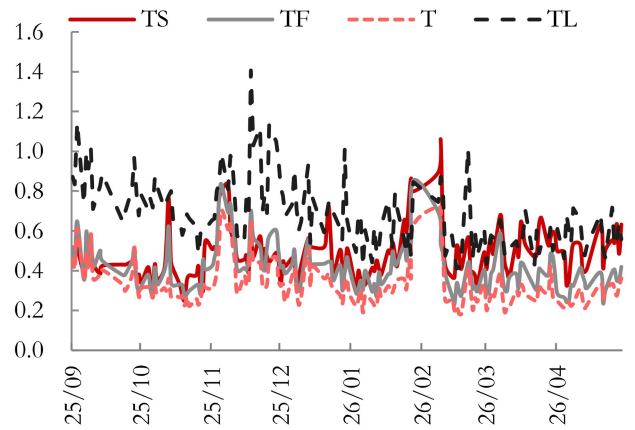
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 国债期货总持仓量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 国债期货总成交/总持仓



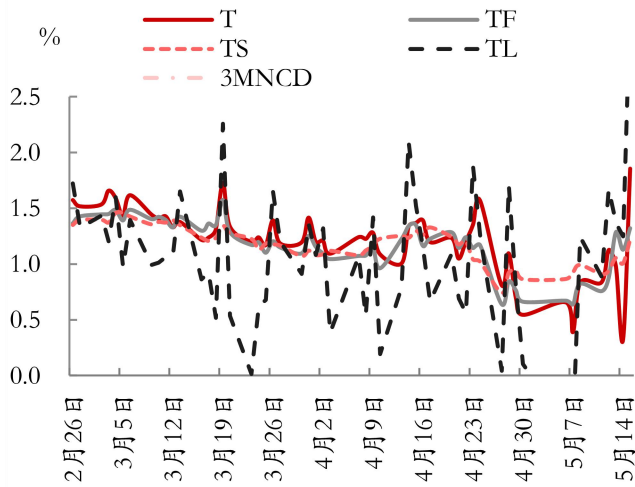
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2年、5年、10年和30年期国债期货本周成交量分别为51091、101076、124111和115171手,分别较上周变化+3666、+24992、+15665和+10142手。

2年、5年、10年和30年期国债期货本周持仓量分别为89644、263281、387879和192402手,分别较上周变化-2171、+16358、+22803和+2694手。

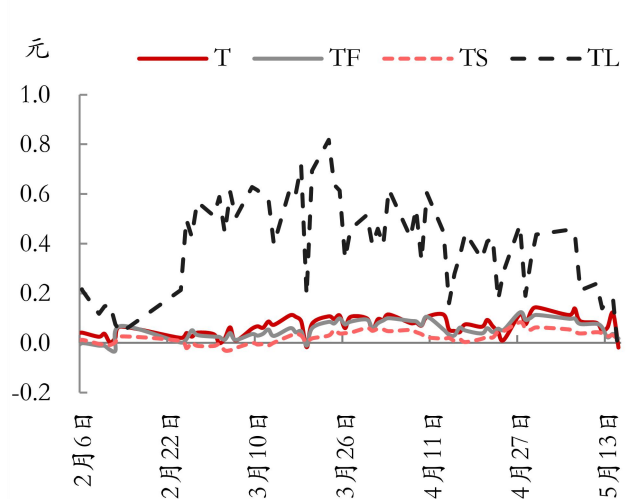
3.2 基差、IRR

图表 17: 国债期货主力合约 CTD 券 IRR 走势



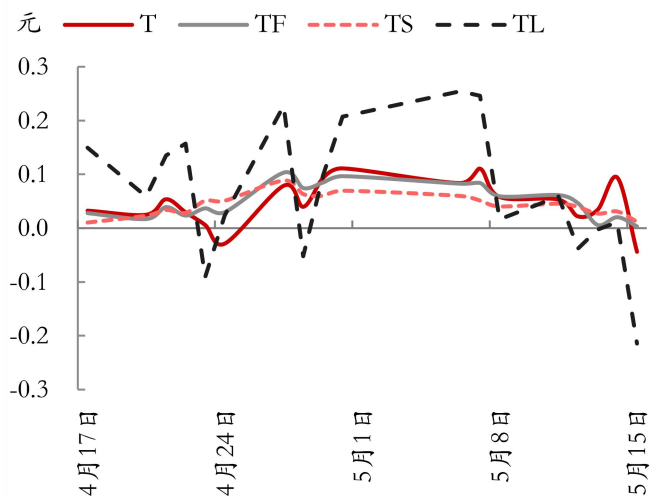
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 国债期货主力合约 CTD 券基差走势



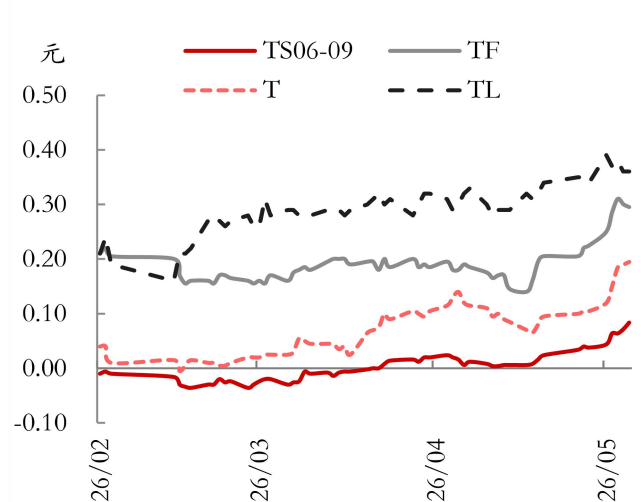
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: 国债期货主力合约 CTD 券净基差走势



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: 国债期货 06-09 价差走势



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

截止周五, 部分品种的 IRR 相对偏高, 不过这主要是期货收盘之后现券利率上行所导致的, 正套机会并不明显, 预计下周一国债期货将低开。资金收敛等原因导致债市调整风险是存在的, 建议在基差偏低时布局空头套保策略。

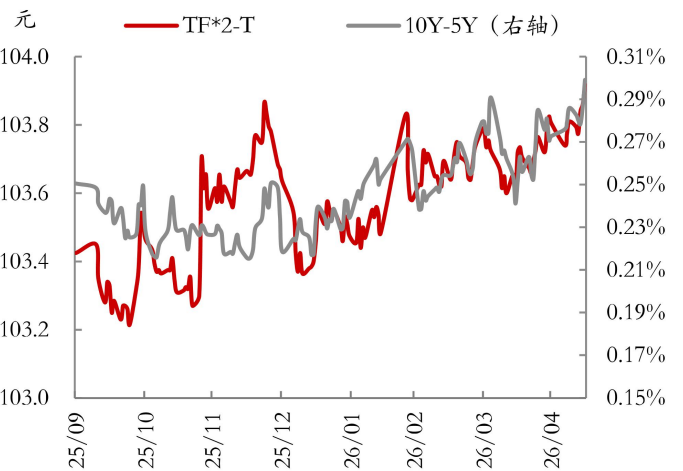
3.3 跨期、跨品种价差

图表 21: TS*2-TF



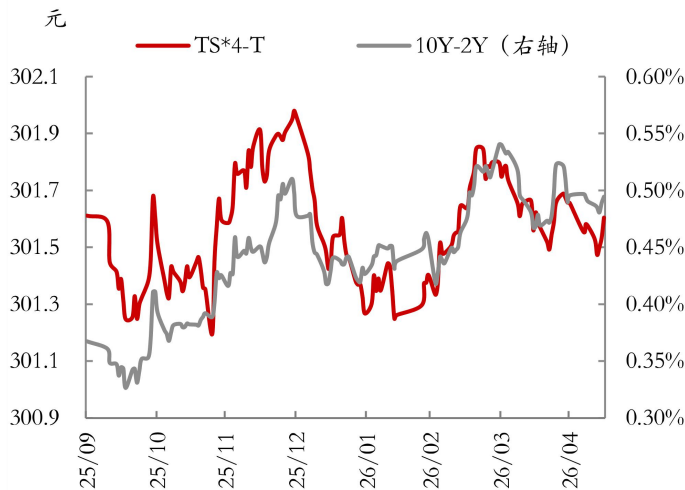
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: TF*2-T



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: TS*4-T



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 24: T-TSvs10Y-2Y



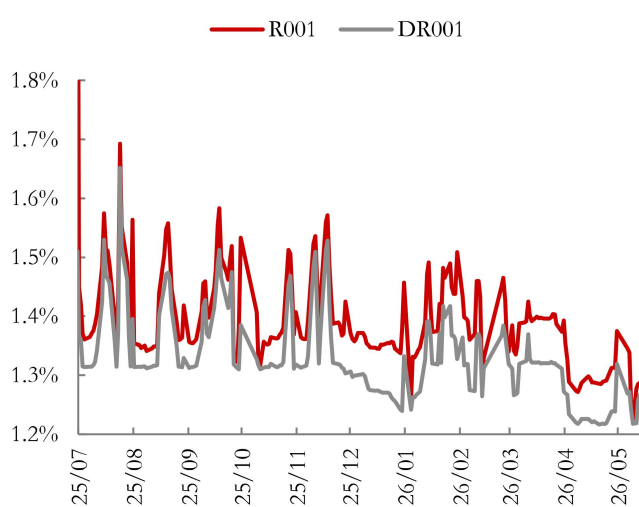
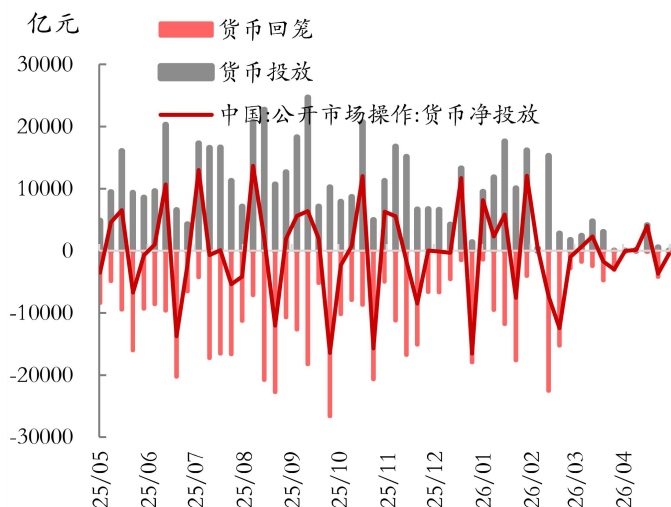
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

截至 5 月 15 日收盘, 2 年、5 年、10 年和 30 年期国债期货 06-09 合约跨期价差分别为 +0.084、+0.295、+0.195 和 +0.360 元, 分别较上周末变动 +0.046、+0.070、+0.090 和 +0.020 元。本周空头主导移仓, 各品种的跨期价差如期走阔。后续跨期价差仍应以走阔为主, 不过流畅度应有所下降。流动性紧缩等逻辑主导债市调整, 机构做空 09 合约的动力更强, 不过截止周五收盘, 做多各品种 09 合约的性价比已经普遍高于 06, 因此预计跨期价差的走阔是不顺畅的。

4、资金面周度观察

图表 25: 央行逆回购累计净回笼 510 亿元

图表 26: DR001 和 R001 均小幅上行



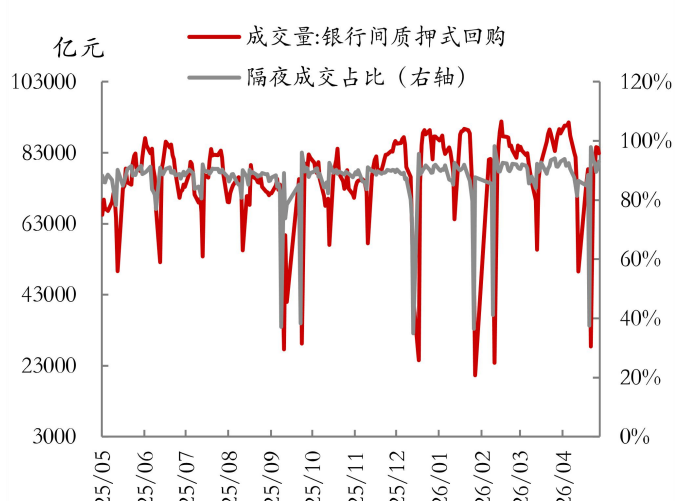
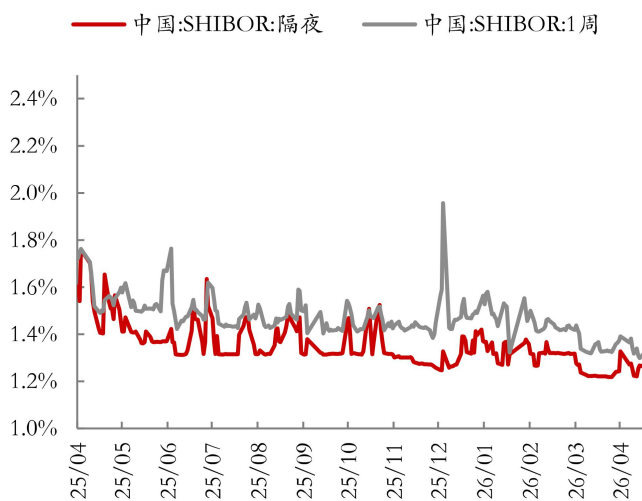
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

本周央行公开市场开展了 25 亿元逆回购操作, 因有 535 亿元逆回购到期, 实现净回笼 510 亿元。此外, 本周央行开展了 3000 亿元买断式逆回购操作。本周另有 800 亿元国库现金定存到期。

图表 27: SHIBOR 隔夜和 1 周涨跌互现

图表 28: 银行间市场质押式回购成交量上升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

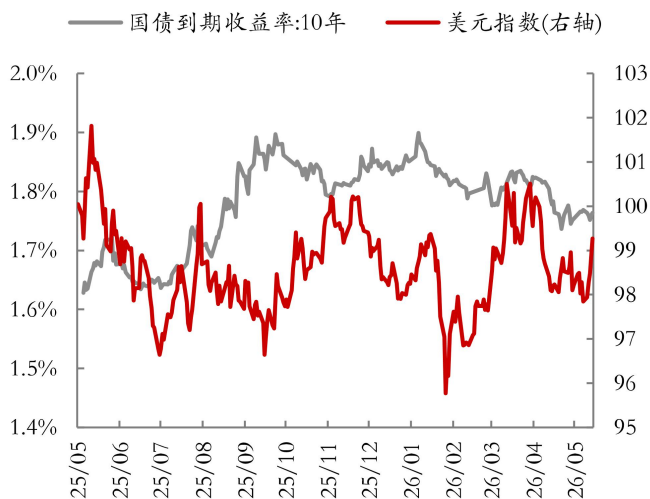
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

截至5月15日收盘，R001、DR001、SHIBOR隔夜和SHIBOR1周分别为1.29%、1.26%、1.27%和1.31%，分别较上周末收盘变动+3.61、+2.16、+1.20和-3.20bp。

回购交易方面，本周银行间质押式回购日均成交量为8.19万亿元，比上周（6.38万亿元）多1.81万亿元，隔夜占比为91.87%，高于前一周（77.23%）水平。

5、海外周度观察

图表 29：美元指数走强



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 30：美国十年期国债利率上行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

美元指数走强，10Y美债收益率上行。截至5月15日收盘，美元指数较上周末收盘涨1.45%至99.2668；10Y美债收益率报4.59%，较上周末上行21BP，中美10Y国债利差倒挂282.6BP。受能源价格高企影响，美国4月CPI增速超市场预期，PPI同比上涨6%，创22年12月以来最高涨幅。地缘方面，谈判濒临破裂，美以被曝最早下周恢复对伊朗打击。市场加息预期升温，美元指数走强，美债利率上行。

6、通胀高频数据周度观察

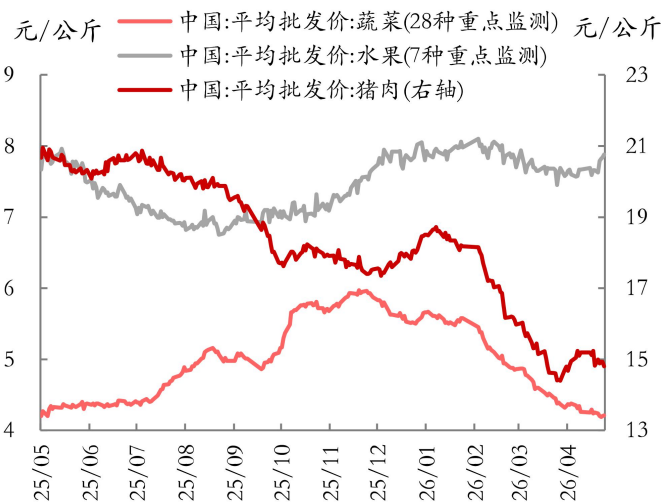
本周工业品价格涨跌互现，截至5月15日收盘，南华工业品指数、金属和能化指数分别为4160.44、7443.43和1943.26点，分别较上周末变动+16.27、-81.74和+28.77个点。本周农产品价格涨跌互现，截至5月15日收盘，猪肉、28种重点蔬菜和7种重点水果的价格分别为14.80、4.21和7.88元/公斤，分别较上周末变动-0.44、-0.03和+0.22元/公斤。

图表 31: 工业品价格涨跌互现



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 32: 农产品价格涨跌互现



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

7、总结与展望

震荡市建议关注票息策略, 持有中短久期高票息品种, 并用长端期货做波段。节奏上下周债市有望小幅走弱。

8、风险提示

战争再度升级, 通胀上升; 股市强劲上涨。

上海东证期货有限公司**【分析师声明】**

本人具备期货交易咨询执业资格，保证本报告所采用的数据和信息均来自合规渠道，且本人力求报告内容、引用信息和数据的客观与公正，**但不对所引用信息和数据本身的准确性和完整性作出保证**。本报告分析逻辑基于本人的研究与职业判断，研究结论独立、客观，不受任何第三方授意或影响。本人及利益相关方不曾因、亦不会因本报告中的具体观点而直接或间接获取任何形式的不当利益。本报告所载的观点仅代表分析师个人研究判断，并不代表本公司立场，特此声明。

【风险提示及免责声明】

本报告仅供上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）符合监管及公司相关规定的适当客户参考，本公司不因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本公司与本报告所涉品种及相关主体不存在可能影响研究独立性、客观性的利益冲突。

本报告**不构成任何投资建议**，未考虑特定客户的投资目标、财务状况及个体需求。在任何情况下，本公司不对投资结果作出任何保证，不与客户分享投资收益，亦不对任何人因使用本报告内容所引致的任何损失承担责任。投资者应**独立判断、自主决策、自行承担全部投资风险**。

【研究分析意见的局限性】

本报告研究结论基于发布当日可获取的信息及市场环境形成，存在时效性局限，市场波动、政策变化、相关变量调整等均可能导致研究结论发生变更，**本公司不承担另行通知义务**。

【版权声明】

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则本公司将保留追究其法律责任的权利。

如征得本公司同意进行引用、转载、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“东证衍生品研究院”，标注报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 10 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com