

国债期货短端上行，长端回落

市场分析

宏观面

(1) 宏观事件:

事件1: 4月政治局会议指出, 财政政策优化支出结构、货币政策增强前瞻性灵活性针对性。货币政策层面, 2026年1月19日央行下调再贷款、再贴现等一篮子利率 0.25 个百分点; 财政政策层面, 2026 年政府工作报告提出赤字率拟按 4% 左右安排, 赤字规模 5.89 万亿元。一般公共预算支出规模将首次达到30万亿元、比上年增加约1.27万亿元。拟发行超长期特别国债1.3万亿元。

(2) 通胀: 4月CPI同比上升1.2%PPI同比大幅扩张至2.8%。

资金面

(3) 财政: 一季度财政实现良好开局, 一般公共预算收入同比增长2.4%、支出同比增长2.6%, 财政支出靠前发力, 进度近五年最快。结构上, 资产税强于生产消费税, 证券交易印花税增长78.1%, 环境保护税增长21%, 个人所得税增长10.5%, 资源税增长5.9%; 企业相关的增值税增长4.9%, 个人相关的消费税回落4.5%, 契税回落16.2%; 政府性基金收入受土地出让拖累同比下降16.2%, 支出端3月增量小于去年同期, 同比增长降至3.1%。随着4月新增河北、江西、湖北、重庆纳入专项债“自审自发”试点, 支出将进一步改善。对债市而言, 生产消费支出的“弱”和资源收入的“强”继续改善财政收支结构, 为政策进一步提供空间。

(4) 金融: 4月金融数据, 社会融资规模增量同比少增, 且存量增速小幅回落至 7.8%。主要受人民币贷款、政府债券和未贴现银行承兑汇票同比少增拖累, 而企业债券融资显著多增, 前四个月同比多7393亿元, 反映出直接融资对信贷的替代效应持续增强。4月人民币贷款减少100 亿元, 信贷增长放缓与企业观望、银行控制零售风险及发债成本优势有关, 同时 M1 同比增速 5.0%5.0%, 较前值略有回落, 但地产销售边际改善和制造业 PMI 连续两个月高于荣枯线对企业资金活跃度形成一定支撑。总体看, 金融总量增速仍高于名义GDP, 货币环境保持适度宽松但需关注政府债高基数、地缘政治及通胀预期变化对二季度社融和利率走势的影响。

(5) 央行: 2026-05-15, 央行以固定利率1.4%、数量招标方式开展了亿5亿元7天的逆回购操作。

(6) 货币市场: 主要期限回购利率1D、7D、14D分别为1.26%、1.32%、1.31%, 较上周变化0.04%、0.02%、0.03% 。

市场面

(7) 价格: 2026-05-15, TS、TF、T、TL收盘价分别为102.61元、106.38元、108.82元、112.59元。涨跌幅: TS、TF、T和TL周度涨跌幅分别为0.03%、0.06%、0.04%和 -0.12%。

(8) 价差: TS、TF、T和TL净基差均值分别为0.01元、0.00元、-0.01元和0.03元。较上周变化0.03元、0.05元、0.04元、0.17元。

一周综述: 本周国债期货短端回升, 长端回落。宏观面上, 4月金融数据偏弱, 新增社融6207亿元、同比少增5392亿元, 贷款余额同比增速进一步回落至5.6%, 实体融资需求仍待修复; 而4月CPI同比上涨1.2%、PPI同比上涨2.8%, 物价超预期回升。一季度货币政策执行报告删除“降准降息”表述, 强调把握好力度和节奏, 总量宽松窗口有所后移。资金面方面, 央行持续维持5亿元“地量”逆回购操作, 5月买断式逆回购合计净回笼10000亿元, 但DR007中枢维持在1.32%附近的宽松区间, Shibor短端利率持续创阶段性新低。综合来看, 物价回升压制政策宽松预期, 但信用扩张乏力与资金面持续宽松构成债市的主要支撑, 预计短期内国债期货在利空与利多因素交织下仍以区间震荡运行为主, 后续需重点关注资金利率是否向政策利率回归以及信贷修复节奏。

策略

单边：国债期货价格震荡，2606合约中性对待。
套利：关注TF2606基差反弹，关注3T-TL回落。
套保：中期存在调整压力，空头可采用远月合约适度套保。

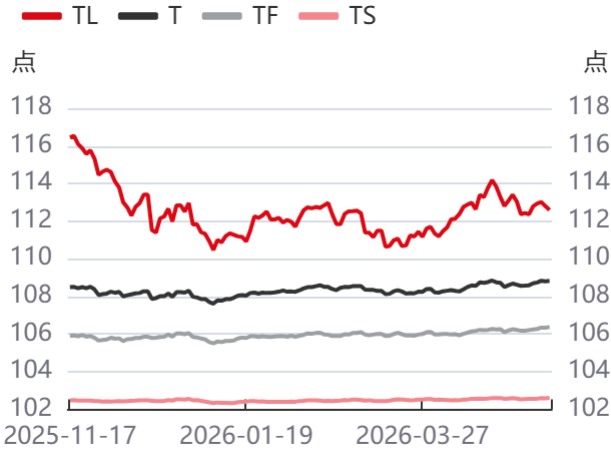
风险

流动性快速紧缩风险

图表

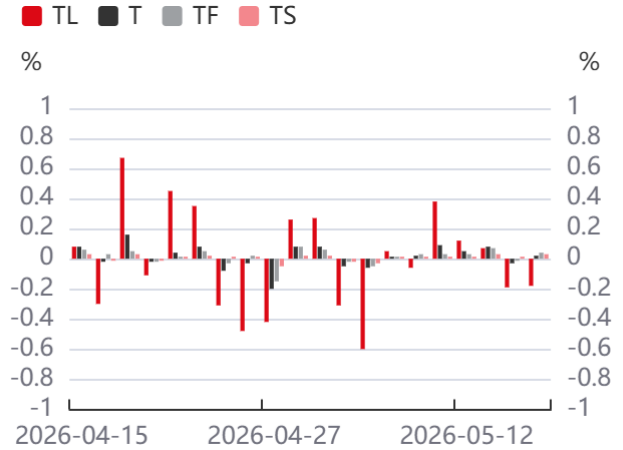
图1: 国债期货主力连续合约收盘价走势 单位: 元.....	4
图2: 国债期货板块各品种涨跌幅情况 单位: %.....	4
图3: 国债期货各品种沉淀资金走势 单位: 亿元.....	4
图4: 近一日各期限国债期货持仓量占比 单位: %.....	4
图5: 国债期货板块各品种前20名净持仓占比走势 单位: %.....	4
图6: 国债期货多空持仓比(前20合计) 单位: 无.....	4
图7: 国开债-国债利差 单位: %.....	5
图8: 政府债发行情况 单位: 亿元.....	5
图9: Shibor利率走势 单位: %.....	5
图10: 同业存单(AAA)到期收益率走势 单位: %.....	5
图11: 银行间质押式回购成交统计 单位: 笔、亿元.....	5
图12: 地方债发行情况 单位: 亿元.....	5
图13: 国债期货跨期价差走势 单位: 元.....	6
图14: 现券期限利差与期货跨品种价差(4*TS-T).....	6
图15: 现券期限利差与期货跨品种价差(2*TS-TF).....	6
图16: 现券期限利差与期货跨品种价差(2*TF-T).....	6
图17: 现券期限利差与期货跨品种价差(3*T-TL).....	6
图18: 现券期限利差与期货跨品种价差(2*TS-3*TF+T) 单位: 元、%.....	6
图19: 两年期国债期货主力合约隐含利率与国债到期收益率 单位: %.....	7
图20: TS主力合约IRR与资金利率 单位: %.....	7
图21: TS主力合约近三年基差走势 单位: 元.....	7
图22: TS主力合约近三年净基差走势 单位: 元.....	7
图23: TF隐含利率与国债到期收益率 单位: %.....	7
图24: TF主力合约IRR与资金利率 单位: %.....	7
图25: TF主力合约近三年基差走势 单位: 元.....	8
图26: TF主力合约近三年净基差走势 单位: 元.....	8
图27: T隐含收益率与国债到期收益率 单位: %.....	8
图28: T主力合约IRR与资金利率 单位: %.....	8
图29: T主力合约近三年基差走势 单位: 元.....	8
图30: T主力合约近三年净基差走势 单位: 元.....	8
图31: 三十年期国债期货主力合约隐含收益率与国债到期收益率 单位: %.....	9
图32: TL主力合约IRR与资金利率 单位: %.....	9
图33: TL主力合约近两年基差走势 单位: 元.....	9
图34: TL主力合约近两年净基差走势 单位: 元.....	9

图1：国债期货主力连续合约收盘价走势 | 单位：元



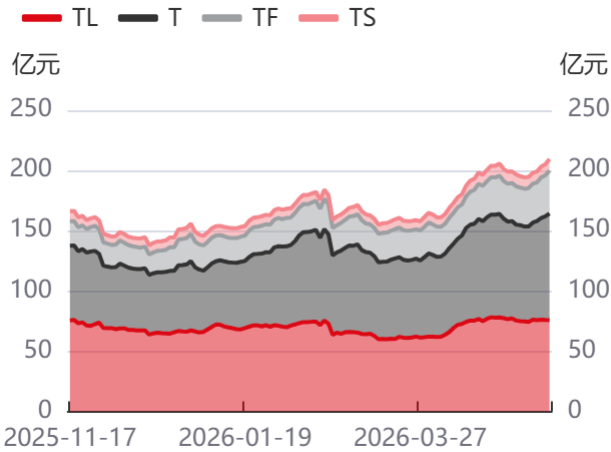
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图2：国债期货板块各品种涨跌幅情况 | 单位：%



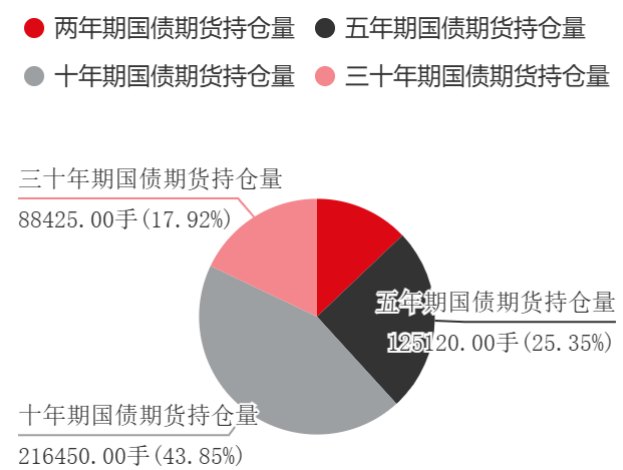
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图3：国债期货各品种沉淀资金走势 | 单位：亿元



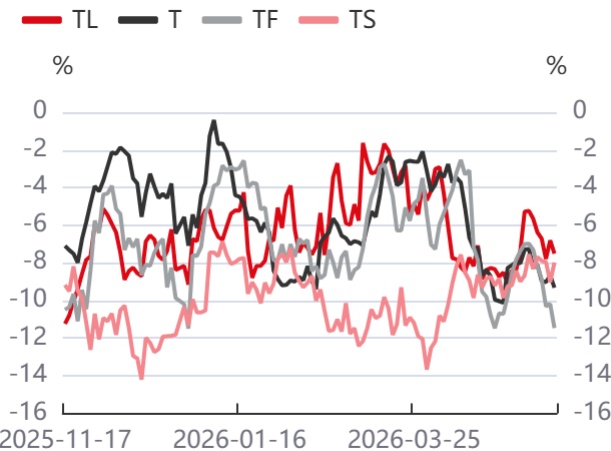
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图4：近一日各期限国债期货持仓量占比 | 单位：%



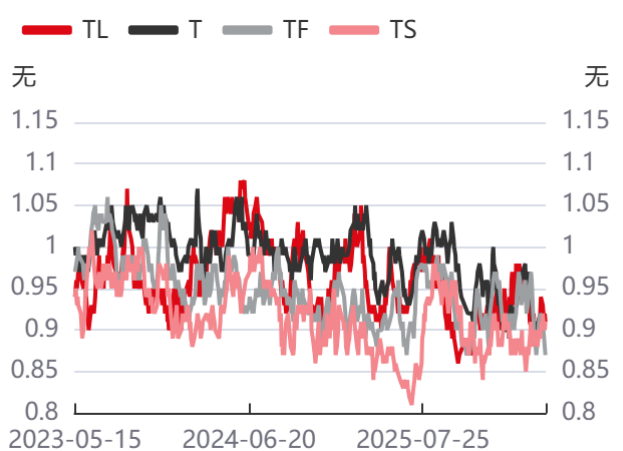
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图5：国债期货板块各品种前20名净持仓占比走势 | 单位：%



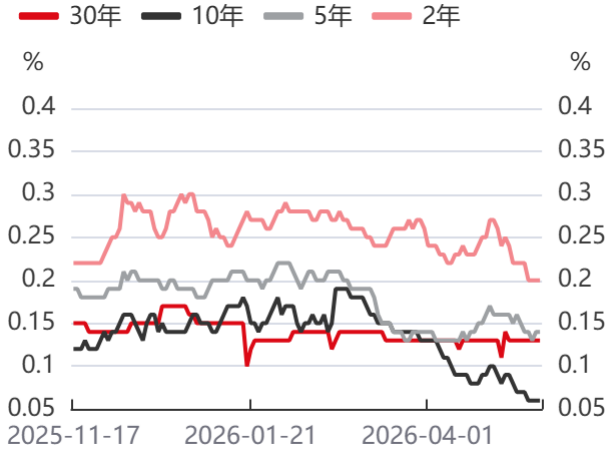
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图6：国债期货多空持仓比 (前20合计) | 单位：无



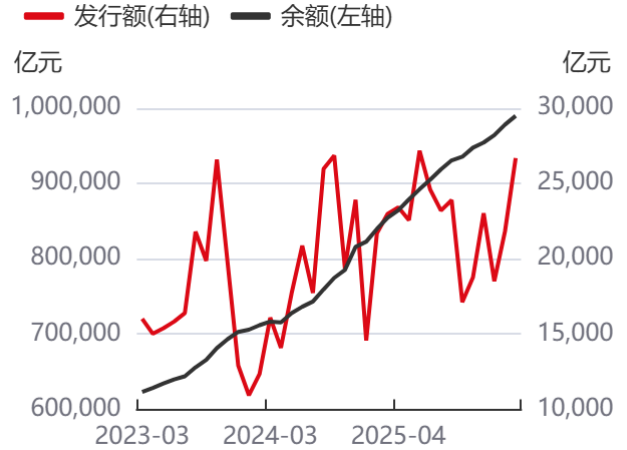
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图7：国开债-国债利差 | 单位：%



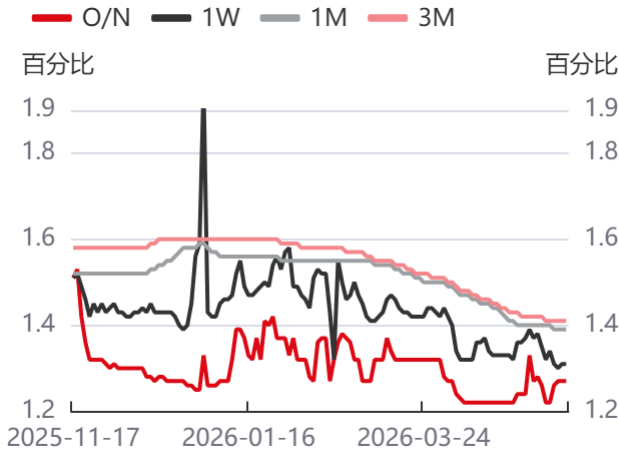
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图8：政府债发行情况 | 单位：亿元



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图9：Shibor利率走势 | 单位：%



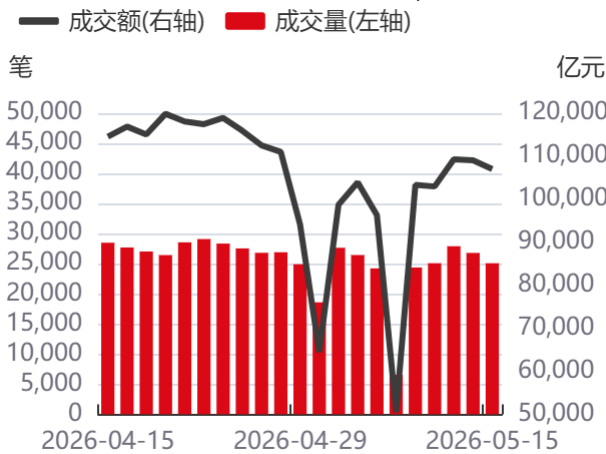
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图10：同业存单（AAA）到期收益率走势 | 单位：%



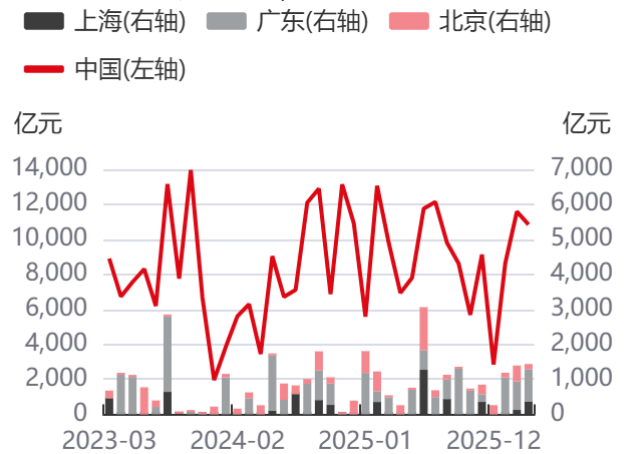
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图11：银行间质押式回购成交统计 | 单位：笔、亿元



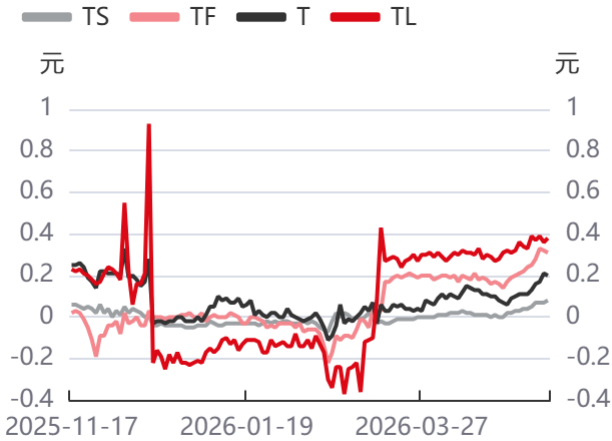
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图12：地方债发行情况 | 单位：亿元



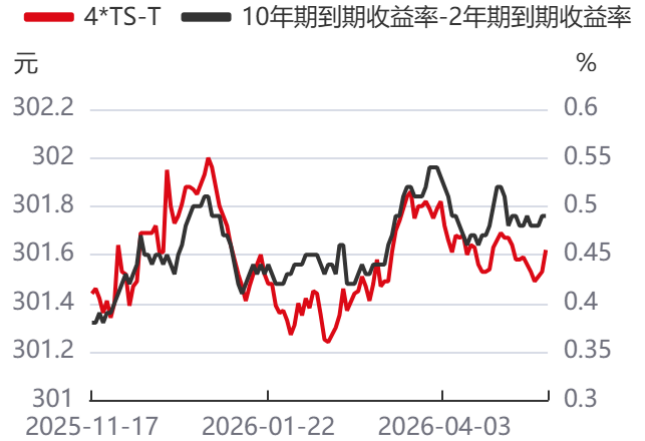
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图13: 国债期货跨期价差走势 | 单位: 元



资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图14: 现券期限利差与期货跨品种价差 (4*TS-T)



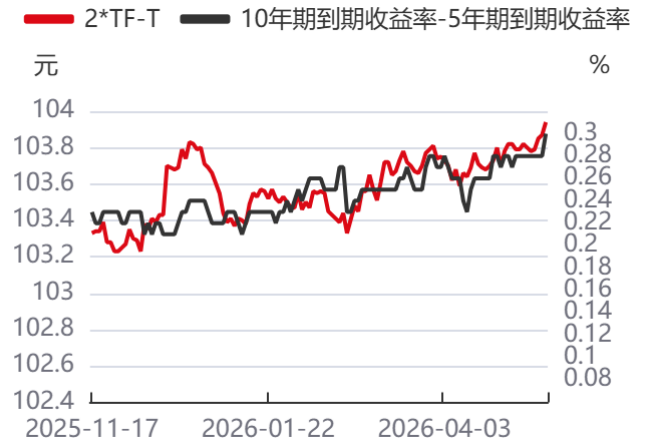
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图15: 现券期限利差与期货跨品种价差 (2*TS-TF)



资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图16: 现券期限利差与期货跨品种价差 (2*TF-T)



资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图17: 现券期限利差与期货跨品种价差 (3*T-TL)



资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图18: 现券期限利差与期货跨品种价差 (2*TS-3*TF+T)



资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图19: 两年期国债期货主力合约隐含利率与国债到期收益率 | 单位: %



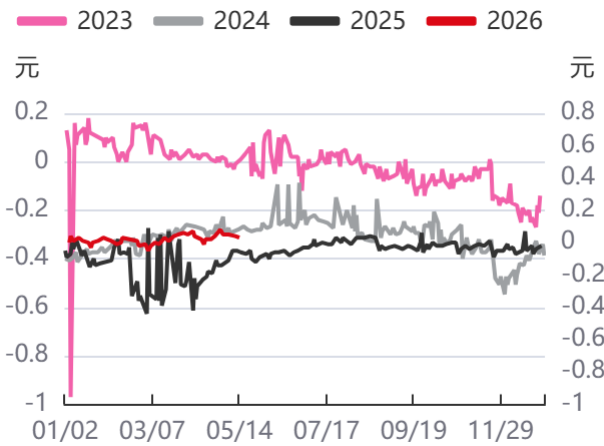
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图20: TS主力合约IRR与资金利率 | 单位: %



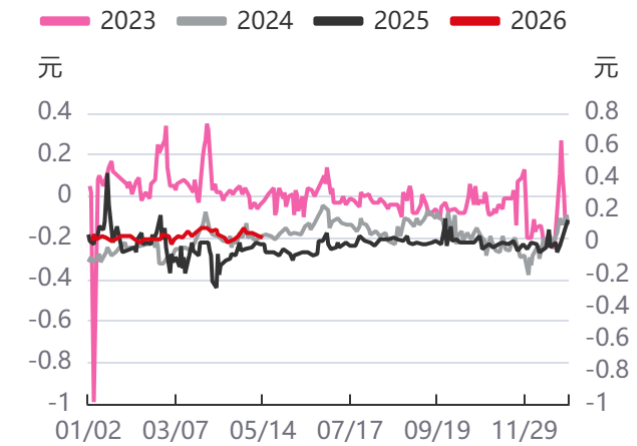
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图21: TS主力合约近三年基差走势 | 单位: 元



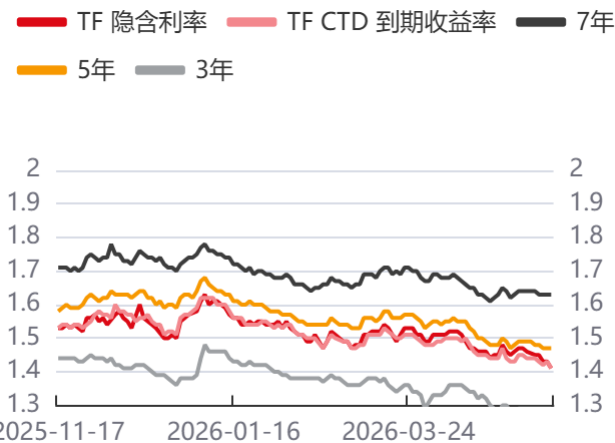
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图22: TS主力合约近三年净基差走势 | 单位: 元



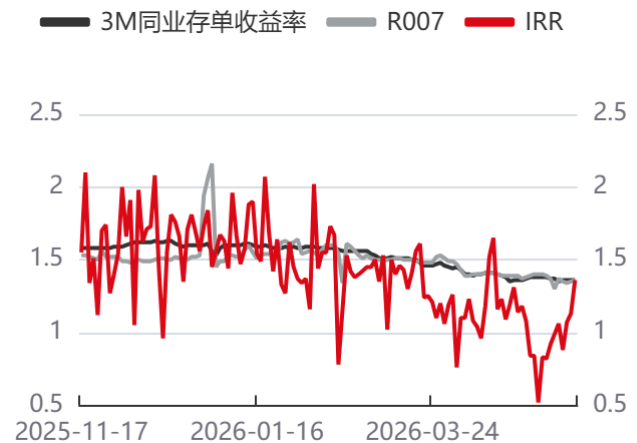
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图23: TF隐含利率与国债到期收益率 | 单位: %



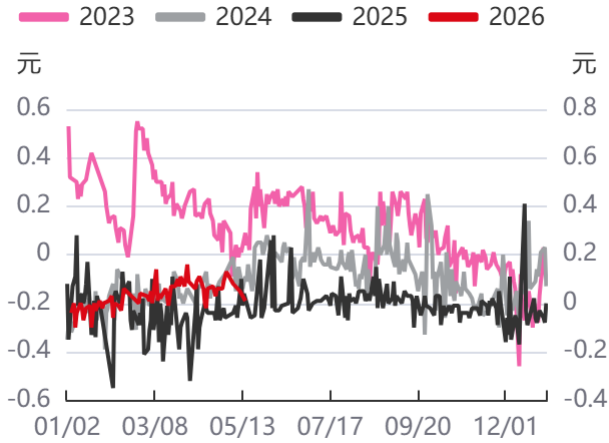
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图24: TF主力合约IRR与资金利率 | 单位: %



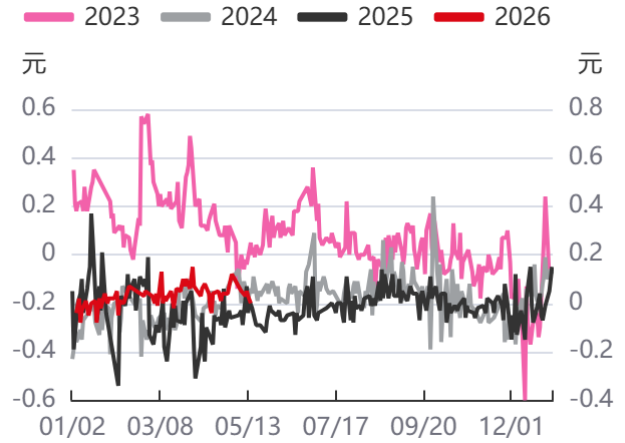
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图25: TF主力合约近三年基差走势 | 单位: 元



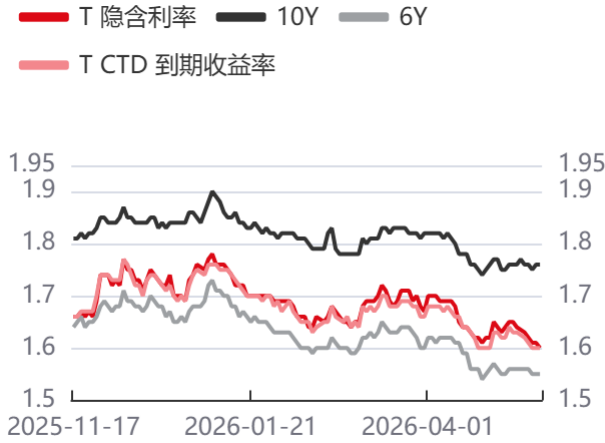
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图26: TF主力合约近三年净基差走势 | 单位: 元



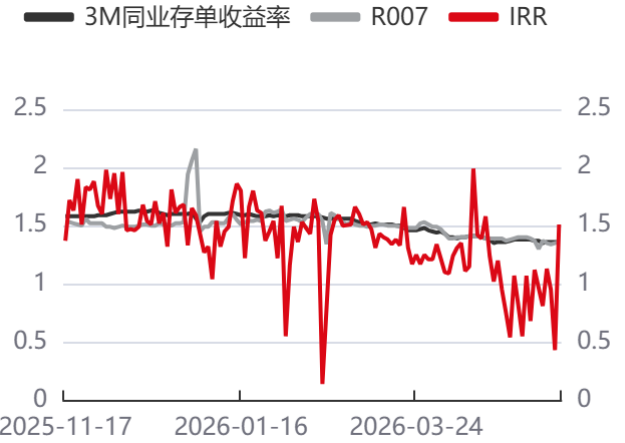
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图27: T隐含收益率与国债到期收益率 | 单位: %



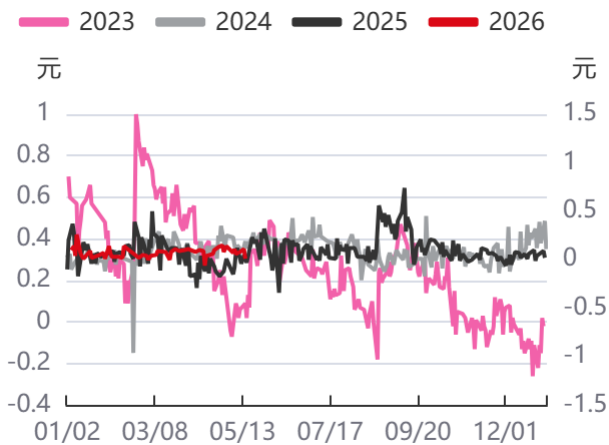
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图28: T主力合约IRR与资金利率 | 单位: %



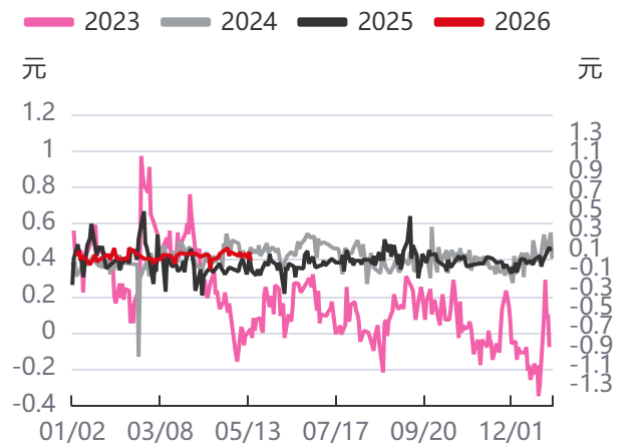
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图29: T主力合约近三年基差走势 | 单位: 元



资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图30: T主力合约近三年净基差走势 | 单位: 元



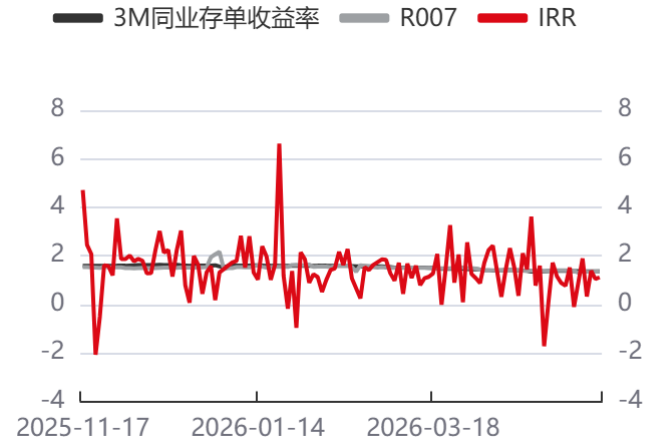
资料来源: 同花顺, 华泰期货研究院

图31：三十年期国债期货主力合约隐含收益率与国债到期收益率 | 单位：%



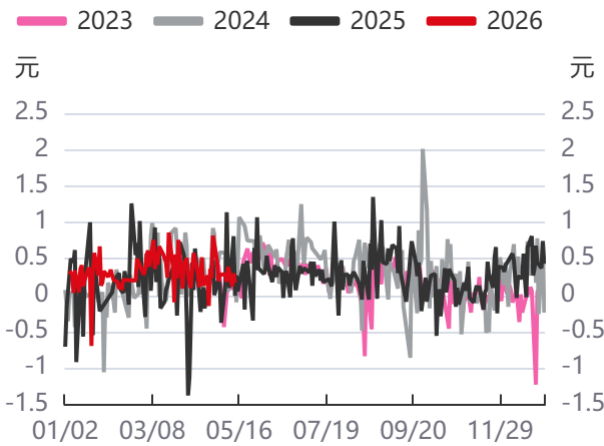
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图32：TL主力合约IRR与资金利率 | 单位：%



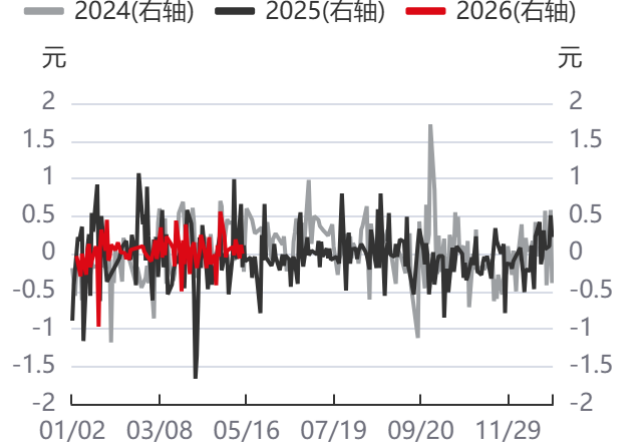
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图33：TL主力合约近两年基差走势 | 单位：元



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图34：TL主力合约近两年净基差走势 | 单位：元



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

本期分析研究员



徐闻宇

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房