



2026年1月27日

## 与时舒卷——2026年货币政策展望

唐立

投资咨询从业资格号：Z0021100

Tangli2@gtht.com

王笑

投资咨询从业资格号：Z0013736

Wangxiao2@gtht.com

### 报告导读：

#### 摘要：

1. 中国人民银行的“三目标制”货币政策分析框架。从具体的操作工具来看，当前人民银行在“量”的投放方面主要运用两类工具，分别是由质押贷款类、央行资产购买类和回笼类长期主动投放工具，正逆回购、SLF、国库定存等短期主动投放工具，和外汇占款及财政存款（抵扣）等被动投放工具构成的主要基础货币投放工具，以及通过改变货币乘数来影响基础货币需求的降准工具。通过配合实施这两类操作工具进行“量”的投放从而影响对7天逆回购利率这一政策利率的价格调控，并间接传导至MLF利率、LPR利率和M2增速，最终实现上述三项长期货币政策目标。

2. 房地产市场调整叠加化债，信用融资需求内生性收缩。纵观全球主要经济体，在货币宽松与房地产市场之间往往存在周期性循环，经济面临严重问题的阶段通过大幅宽松能够在短期内迅速刺激起地产泡沫，泡沫刺破后的阵痛期又再次开启宽松周期意图稳定内需，正如上世纪八十年代的日本。2022年伊始，随着一线城市为避免房地产市场过度泡沫化而骤然收紧的需求调控政策落地以及新冠疫情对实体经济的持续冲击，此前房企“预售——举债——拿地”的高杠杆高周转模式宣告失灵，房地产市场迎来至今仍未完成的有史以来最深度调整，与之密切相关的居民杠杆也由此开始快速收缩。而原本在《资管新规》的约束之下，2015年货币大幅宽松刺激内需阶段积累下的实体经济难以靠自身消化的过量杠杆已经处于化解过程，但又因新冠疫情过程中和疫后经济重建阶段基建投资“以工代赈”的重要作用，地方债务杠杆累积的风险最终到了不得不被中央腾挪接手后，基建投资的去杠杆序幕终于慢于房地产市场拉开。至此，居民和企业同步加速去杠杆的阶段正式开启，货币政策的目标也从抑制泡沫转向了防范房地产市场风险和地方债务风险向金融和实体经济进一步传播，“适度宽松”的导向正式被确立。

3. 中国人民银行的货币政策抉择。公开市场国债净买入和降准工具或为2026年值得考虑的流动性投放工具，我们预计若商业银行净息差趋稳，2026年全年或有一次50BP的降准，三四季度或为较好的时间窗口；全年可能有1-2次全面降息，每次10BP幅度。

4. 国债期货行情跟踪与展望。我们在上上周末提示“短期推荐30-10利差压缩交易与多头替代，中期持续推荐逢高套保与做多跨期、正套”。周二盘中快评我们再次提示30-10利差缩窄套利机会，该策略当前已迅速兑现。

当前我们认为，随着TL合约的逐步回暖且价格逐步接近上方60日均线压力位，需要关注超长端的套保机会。

风险提示：货币政策宽松力度不及预期风险。

目 录

1. 中国人民银行的“三目标制”货币政策分析框架.....	3
2. 房地产市场调整叠加化债，信用融资需求内生性收缩.....	6
3. 中国人民银行的货币政策抉择.....	10
4. 国债期货行情跟踪与展望.....	11

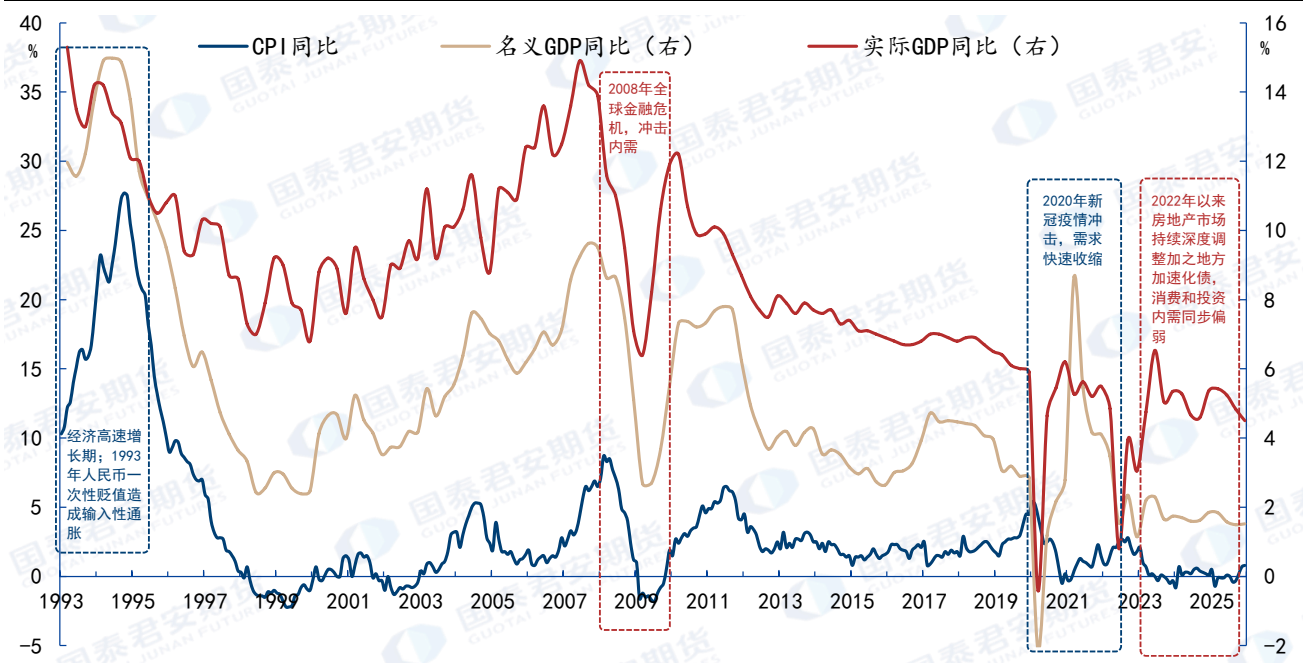
(正文)

## 1. 中国人民银行的“三目标制”货币政策分析框架

### 1、人民银行的货币政策框架演变

现代化的中央银行制度要求一国央行将物价稳定作为最重要的货币政策目标，除此之外，充分就业、稳定产出、经济增长、金融市场稳定、利率稳定和外汇市场稳定等也通常会被作为中央银行的重要目标之一。而中央银行的货币政策取向会对资本市场产生重大影响，包括股票估值、债券利率、汇率走势、商品价格在內的一众标的都会不同程度受到影响，因此，研究中国人民银行的货币政策取向也成为投资策略的重要一环。不同于美联储得益于布雷顿森林体系崩溃后美元承担事实上“全球货币”功能因而无需关注外部均衡即美元汇率的“二元长期目标”，中国人民银行当前的货币政策长期目标将维持汇率在合理均衡水平上的基本稳定是重要的外部均衡目标，加之保持物价稳定并以此促进经济增长（即充分就业），共同构成中国人民银行的“三目标制”货币政策目标。但通常来说，“充分就业”和“物价稳定”二者之间存在稳定的反向关系：经济下行阶段往往面临着有效需求不足、通胀下行的压力，与此同时往往伴随着失业率的显著抬升，此时人民银行就需要通过降息、降准等方式进行货币宽松以避免经济失速下滑造成更大规模的失业；而若经济在供需循环两侧同步偏热，则失业率会低于长期均衡水平，并推动收入和需求从而导致通胀的螺旋式上升，此时就需采取紧缩性的货币政策以避免物价过快上涨对居民实际收入和购买力水平造成侵蚀。前一种情形基本可以对应 2008 年全球金融危机和 2020 年新冠疫情爆发，在此期间，内需严重偏弱导致物价持续低位运行，人民银行果断采取宽松操作并取得了良好的效果；后一种情形则可以类比至 1993 年人民币一次性大幅贬值期间输入型通胀阶段。但对当前阶段来说，一方面 2022 年以来的房地产市场持续深度调整和 2023 年加速推进的地方债务风险化解对消费和投资内需起到了同步的抑制，人民银行需要进行一定程度的货币宽松操作以有效提振内需、小幅刺激投资；但另一方面，美国经济供需循环偏热在发达经济体中持续处于领先地位，加之特朗普第二任期正式开启后包括关税、财政、移民和监管等四大类主要政策在內共同将美元指数推升至阶段性高位，尽管当前因地缘冲突风险提升，美元信用受损而阶段性磨底，但美元指数 100 左右的位置仍在持续对人民币造成一定的外溢性贬值压力；加之中美贸易摩擦对人民币汇率也形成较大约束，从汇率视角来看，人民银行货币宽松的力度和节奏都受到一定约束。此外，在当前经济转型升级的重要阶段，短时宽松刺激低效基建和地产杠杆并非政策层面的主导方向；财政政策角度推行的地方“加速化债”因限制了投资项目盈亏平衡能力而导致进一步大幅宽松对内生性的信用融资需求偏弱无法起到较大边际改善。诸多因素下，2026 年的货币操作和流动性投放方式受到较大约束，在中央经济工作会议延续对货币政策“适度宽松”定调的要求下，2026 年人民银行究竟该如何宽松、程度如何把握就成为了值得深入探讨的命题。

图 1：中国实际、名义 GDP 增速及 CPI 同比 (%)：经济增长与物价稳定之间存在较为稳定的反向关系



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 2、由“量”至“价”的演变，逐步建立现代化调控机制

利率是宏观经济最重要的变量之一，纵观中国人民银行的货币政策调控历史，从上世纪九十年代初期及之前以数量调控为主，到近年来逐步建立起科学完善的现代化利率调控机制，在这条由“量”至“价”的市场化之路上已经深度求索了逾三十年。自 1993 年十四届三中全会提出利率市场化改革的基本设想，2003 年十六届三中全会正式确立利率市场化的改革目标，直到 2024 年二十届三中全会明确提出“建立现代化中央银行制度”，三十余年间中国人民银行深度探索由“量”至“价”的市场化变革之路，操作目标也从货币供应量和信贷规模转变为当下的 7 天逆回购利率。在此过程中，政策利率也逐步演化：起初，为了“进一步推进利率市场化，完善金融市场基准利率体系，指导信贷市场产品定价”中国人民银行发文称将于 2013 年 10 月 25 日起正式运行 LPR 集中报价和发布机制；此后，随着我国信用融资需求规模的不断攀升，对政策利率调控效率的需求也在不断提升，2019 年 8 月中国人民银行为“疏通货币政策传导渠道，推动降低实体经济融资成本”宣布改革完善 LPR 报价形成机制，并明确了房贷利率在 LPR 基础上加点形成，LPR 逐渐取代贷款基准利率成为商业银行贷款定价的主要参考基准；直到 2024 年，我国经济结构转型升级进入关键阶段，信用融资内生性降温导致信贷规模持续偏弱，央行多次在《货币政策执行报告》及公开会议上论及货币政策框架转型升级的内容，并在实际操作中通过弱化 MLF 作为价格型调控工具的属性、启用公开市场国债买卖工具、优化中长期流动性投放方式等一系列动作向市场传递出明确的建设以 7 天逆回购利率为主要政策利率的现代化利率调控机制目标。

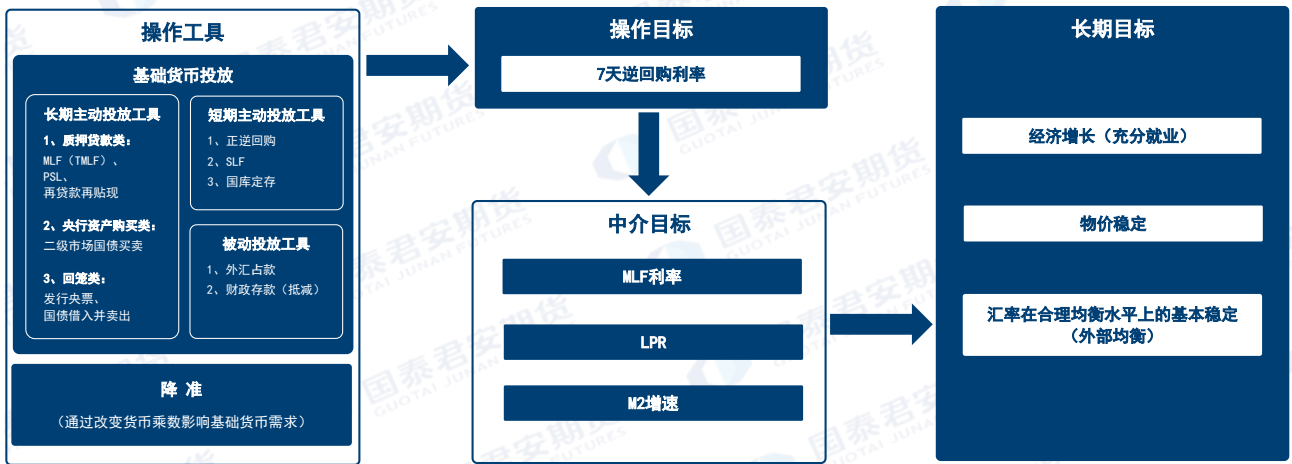
图 2：关键期限政策利率演变（%）



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

从具体的操作工具来看，当前人民银行在“量”的投放方面主要运用两类工具，分别是由质押贷款类、央行资产购买类和回笼类长期主动投放工具，正逆回购、SLF、国库定存等短期主动投放工具，和外汇占款及财政存款（抵扣）等被动投放工具构成的主要基础货币投放工具，以及通过改变货币乘数来影响基础货币需求的降准工具。通过配合实施这两类操作工具进行“量”的投放从而对7天逆回购利率这一政策利率的价格调控，并间接传导至MLF利率、LPR利率和M2增速，最终实现上述三项长期货币政策目标。2024年9月以来，人民银行持续探索建设完善的现代中央银行制度，先后创设国债借入并卖出、临时正逆回购、二级市场国债买卖、买断式逆回购等基础货币投放（回笼）工具，进一步优化货币政策中介目标、逐步淡化对数量目标的关注，强化7天逆回购利率的政策利率属性并弱化MLF利率的政策利率属性，建立健全利率市场化“形成——调控——传导”机制，力求实现货币政策稳增长、优结构、稳汇率的可持续三角均衡，尽管当前出于稳定长端利率的角度考虑央行宣布暂停公开市场国债净买入操作，但货币政策框架的现代化建设之路已经正式开启，未来亦将行稳致远。本文基于中国人民银行的“三目标制”对货币政策框架进行系统性分析，并对2026年的货币政策取向进行展望，进而推及资本市场走势展望。

图 3：中国人民银行货币政策操作工具及传导机制

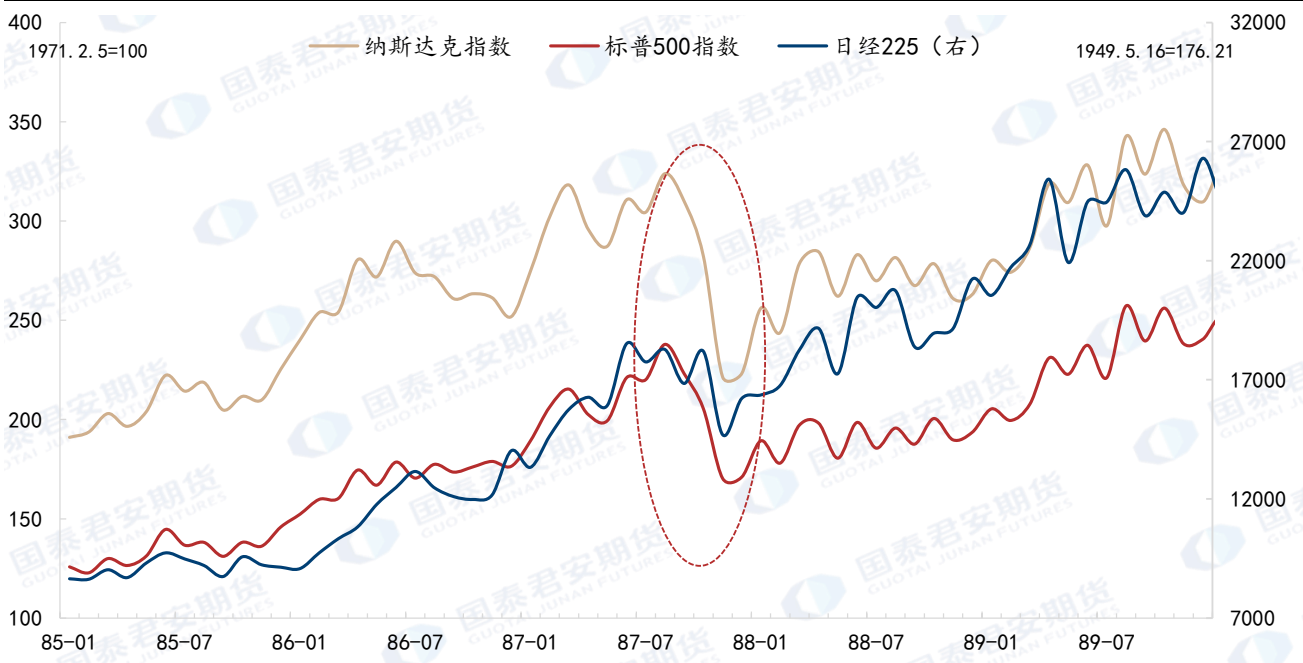


资料来源：国泰君安期货研究

## 2. 房地产市场调整叠加化债，信用融资需求内生性收缩

纵观全球主要经济体，在货币宽松与房地产市场之间往往存在周期性循环，经济面临严重问题的阶段通过大幅宽松能够在短期内迅速刺激起地产泡沫，泡沫刺破后的阵痛期又再次开启宽松周期意图稳定内需，正如上世纪八十年代的日本。1980年代，日本依托汽车和半导体电子产业链迅速实现经济腾飞，八十年代日本年均实际GDP增速高达4.3%，至1991年峰值时期日本实际GDP（美元计价，2015p，下同）达到美国的37.2%，日本国内经济和消费形势一片大好。但好景不长，为阻击日本时下先进产业链发展、扼制反超，1985年美国以抵制贸易保护主义为名协调英国、日本、德国和法国共同签署《广场协议》，要求日元和德国马克大幅升值。当时的日本政府出于日元升值后可以提升日本经济在全球产业链分工中的地位并提升日本对外投资价格优势的角度出发同意了日元强制升值的要求。协议签订后，至1987年日元如期相对美元大幅升值达54.2%。但令日本政府始料未及的是，日元大幅升值后日本经济非但没有进一步提升反而开始一蹶不振，尽管1987年再次签订的《卢浮宫协议》试图对日元和德国马克汇率进行稳定，但外汇市场直接干预的效果却并不显著。此后，日本经济直接进入了加速下行通道，从1991年峰值开始回落后，至今日本经济也并无明显的再度崛起迹象，2023年日本实际GDP占美国之比仅为21.2%，较1991年的峰值已经回落了16.0个百分点。

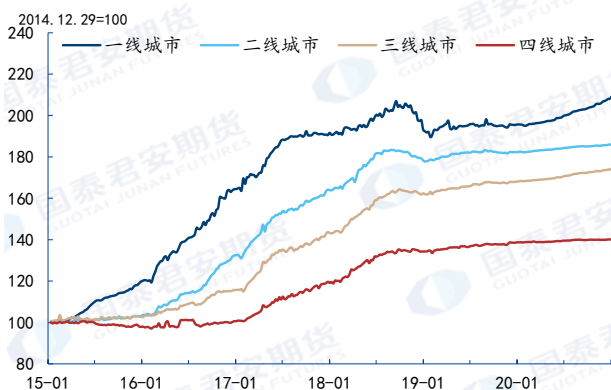
图 4：纳斯达克、标普 500、日经 225 指数在 1987 年大幅下跌



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

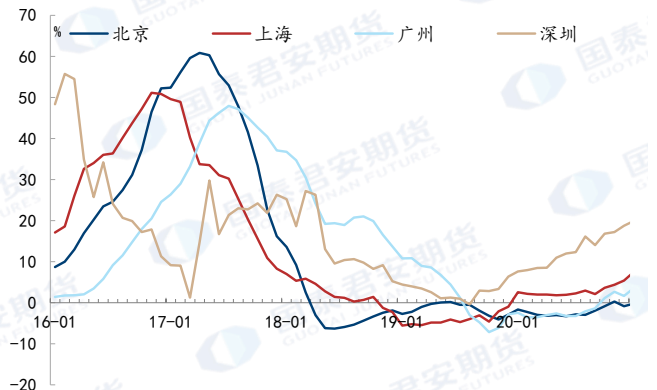
将视角转移回国内，出于稳定投资、促进外贸、缓解外资流出压力以及加速人民币国际化进程等诸多角度的考虑，2015 年我国先后开启了货币化棚改和“811”汇改，虽然通过货币政策大幅宽松支持房地产市场解决了广义基建投资快速下行的问题，并且人民币大幅贬值也逆转了净出口连续两年拖累实际 GDP 增长的下行压力，但实际上房地产市场泡沫化的程度进一步加深为本轮深度调整埋下了伏笔。2015 年前后，我国经济内部增长动能放缓，广义基建投资全年保持负增长，房地产开发投资也从此前连续的高增阶段快速下行，同时由于这一阶段美国已经开始逐步转向保护主义的逆全球化政策导向，因而来自外部的出口压力也逐年加大。为了寻找经济增长的新动能，我国于 2015 年拉开了货币化棚改的序幕，通过 PSL 等中长期基础货币投放工具大幅放松货币政策，向居民部门提供充足的流动性以进一步加速城镇化进程。2015 年 8 月 11 日，中国人民银行决定“进一步完善人民币兑美元汇率中间价报价，增强其市场化程度和基准性”，宣布将人民币定价权交还给市场，引发外汇市场海啸，CNY 当日贬值幅度高达 1.9%，至 2015 年底较年初贬值幅度达到 6.1%。

图 5：各线城市二手房出售挂牌价指数



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：四大一线城市二手房出售挂牌价指数同比

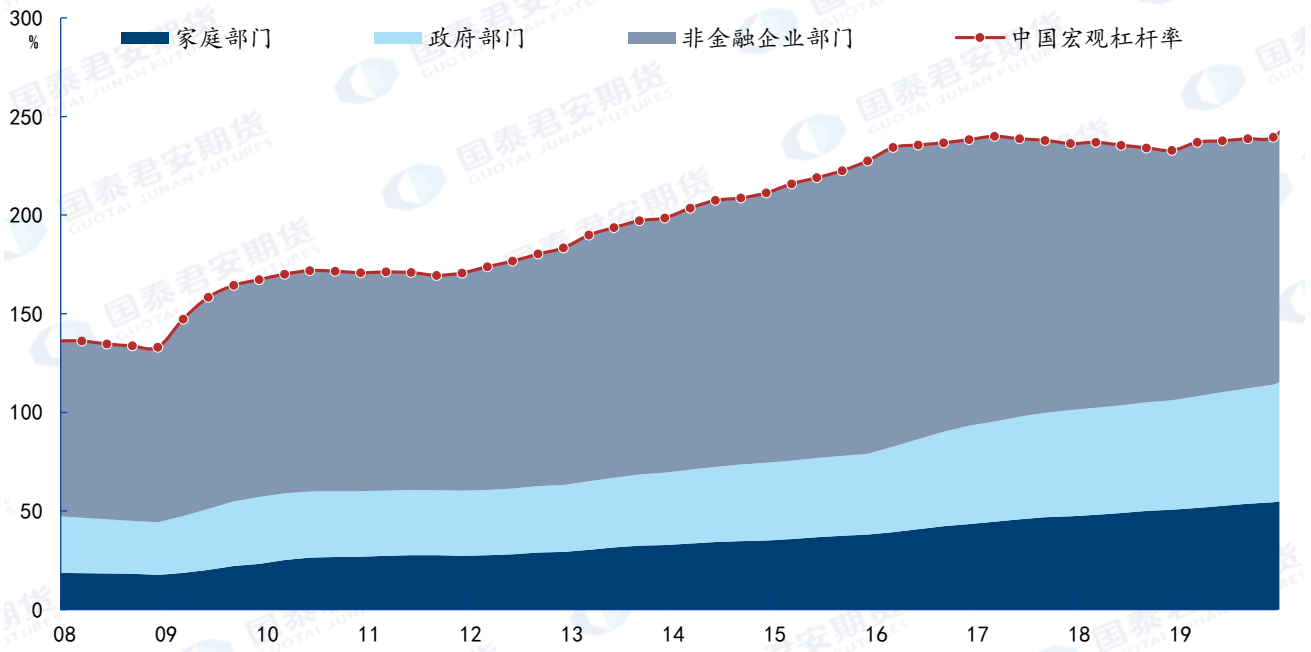


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

居民和企业部门杠杆率同步上行，经济增长获得短暂稳定的代价是房地产市场泡沫化程度短期内的迅速加剧和地方政府隐性债务杠杆的飙升。在当年两项主要货币政策的影响之下，2015 年和 2016 年的实际

GDP 增速分别达到 7.0%和 6.8%，其中，得益于人民币同比贬值幅度加大，2015 年净出口由此前连续两年拖累实际 GDP 增长转为拉动 0.6 个百分点的正增长；2016 年在基建和地产投资加速回暖的推升下，资本形成的增长贡献也大幅提升 1.5 个百分点至拉动+3.1 个百分点。但同时，我国的房地产市场新一轮泡沫就此推升。一方面，基建和地产投资在全社会范围内创造大量就业岗位和财富；另一方面，货币宽松又向实体经济注入了大量流动性，共同导致我国的房价在此后四年开启了一路狂飙的进程，至 2019 年底一二三四线城市二手房出售挂牌价指数分别较 2015 年初上涨 96.0%、81.4%、66.2%和 38.8%，尤其是一线城市五年间房价接近翻倍。基建地产小循环也同步升温，城投平台大肆借入贷款用于投资低效基建项目导致了地方政府隐性债务杠杆的狂飙，2016 年底中国家庭部门和非金融企业部门宏观杠杆率分别达到 44.2%和 148.0%，分别较 2014 年底抬升 8.5 和 8.6 个百分点。

图 7：中国宏观杠杆率（%）：2018 年《资管新规》落地后企业部门宏观杠杆率有所压降

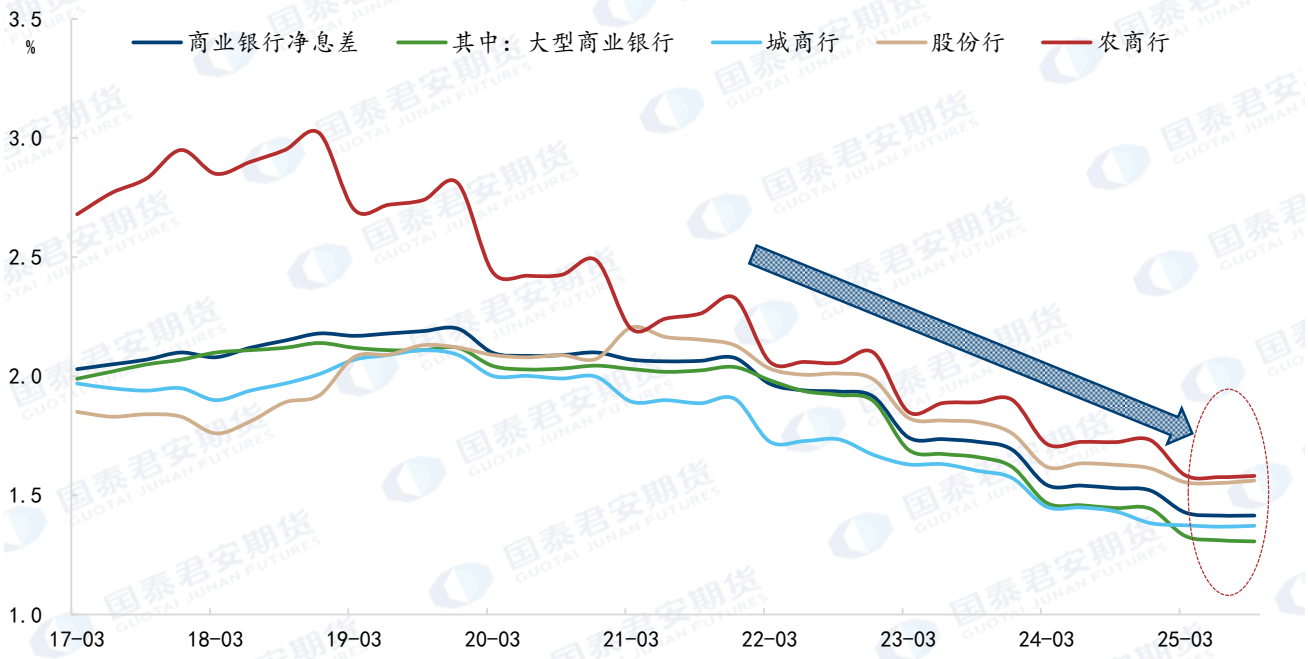


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2022 年伊始，随着一线城市为避免房地产市场过度泡沫化而骤然收紧的需求调控政策落地以及新冠疫情对实体经济的持续冲击，此前房企“预售——举债——拿地”的高杠杆高周转模式宣告失灵，房地产市场迎来至今仍未完成的有史以来最深度调整，与之密切相关的居民杠杆也由此开始快速收缩。此前，我国房企通过商品房预售、应收账款抵押的方式在向银行获取信贷资金，并将举债资金用于新项目竞拍，以此高杠杆高周转的方式实现大举扩张。但一方面，此种方式对购房者群体来说具有极高的风险；另一方面，房企高杠杆与商业银行密切相关，一旦出现违约等问题将对整个金融体系产生重大冲击。因而 2021 年中开始，一线城市为降低泡沫化程度落地了更为严格的需求调控政策，其余城市也陆续跟随实施。在更为严格的需求管控政策、新冠疫情对实体经济产生冲击等短期因素，和人口、地区产业结构布局等中长期因素的共同作用下，房地产市场开启了本轮长逾三年的深度调整。由此，与房地产市场密切相关的居民户贷款也进入了加速收缩阶段，2022 年全年新增居民户贷款仅 3.83 万亿，同比大幅减少逾 4 万亿之多。居民去杠杆斜率骤然加大势必同样会对银行体系信用扩张造成冲击，加之基建投资项目在 2022 年疫情冲击阶段对稳增长稳就业的重要作用，2022 年实施了向长端倾斜的降息，5Y LPR 合计调降了 35BP，而 1Y LPR 和 7 天逆回购利率则仅分别调降了 15BP 和 20BP，并无可避免地对商业银行净息差造成了挤压。因而尽管 2023 年 7 月政治局会议定调房地产市场供求关系发生“重大变化”，并配合实施了供给和需求层面一系列的房地产市场放松政策，但央行在 23Q2《货币政策执行报告》中明确提出了商业银行净息差的重

要作用，加之当时房地产市场调整持续的时间并不长，政策层面也不欲再释放刺激新泡沫的信号，因而2023年实施的降息是向短端倾斜的，1Y LPR和7天逆回购利率全年合计调降20BP，5Y LPR仅下调10BP。

图8：2022-2024年商业银行净息差收窄斜率加大，2025年以来趋缓

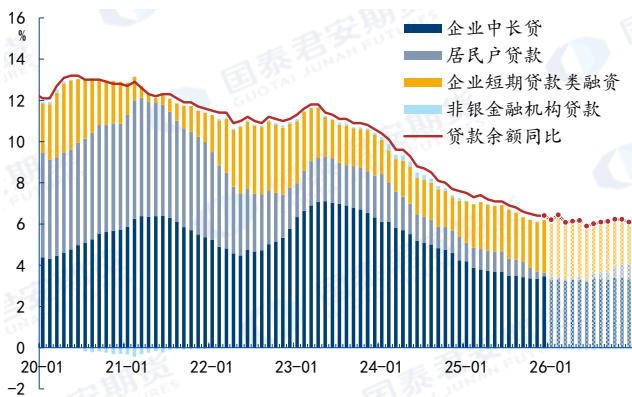


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

而原本在《资管新规》的约束之下，2015年货币大幅宽松刺激内需阶段积累下的实体经济难以靠自身消化的过量杠杆已经处于化解过程，但又因新冠疫情过程中和疫后经济重建阶段基建投资“以工代赈”的重要作用，地方债务杠杆累积的风险最终到了不得被中央腾挪接手后，基建投资的去杠杆序幕终于慢于房地产市场拉开。至此，居民和企业同步加速去杠杆的阶段正式开启，货币政策的目标也从抑制泡沫转向了防范房地产市场风险和地方债务风险向金融和实体经济进一步传播，“适度宽松”的导向正式被确立。受房地产市场持续深度调整和地方债务风险加速化解阶段居民和企业内生性投融资需求持续降温的影响，2024年12月召开的中央经济会议时隔十几年首度重提“适度宽松”的货币政策导向，一改过去数年的“稳健”定调，明确指出应“适度降准降息”，并“保持流动性充裕”，在此阶段，实行量、价两侧的共同放松是保持信用融资需求不失速下滑以致对经济发展产生负面影响的必行之举。此后央行加大公开市场国债净买入操作力度，大举提供流动性，尽管长债收益率下行速度过快、加之外汇市场的贬值压力令央行于2025年1月宣布了暂停公开市场国债净买入操作，但保持流动性充裕的决心可见一斑，在对结构性货币政策工具进行降息后，央行相关负责人亦称“降准降息仍有一定空间”。

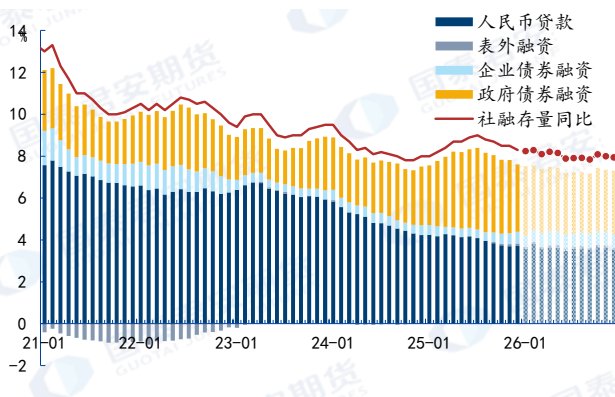
但一方面，内生性的信用融资需求偏弱难以在短时间内快速扭转，仍需等待房地产市场见底和地方债务风险化解的持续推进，因而社融口径人民币贷款预计将长期偏弱；另一方面，未来数年我国财政扩张的空间打开，政府债券融资预计将对社融存量形成更大支撑。预计全年贷款余额同比月均6.1%，较2025年进一步下行0.8个百分点；预计全年社融存量同比月均8.0%，较2025年下行0.6个百分点，人民币贷款为主要拖累项，政府债务继续成为支撑社融存量同比的主要来源；信贷和社融背离斜率进一步加大。

图 9：贷款余额同比及贡献结构预测 (%)



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：社融存量同比及贡献结构预测 (%)

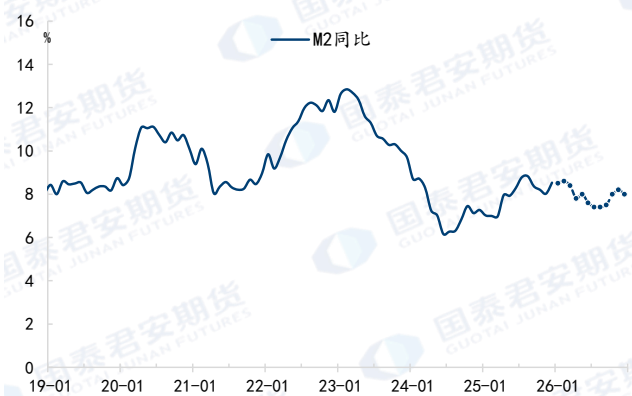


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

### 3. 中国人民银行的货币政策抉择

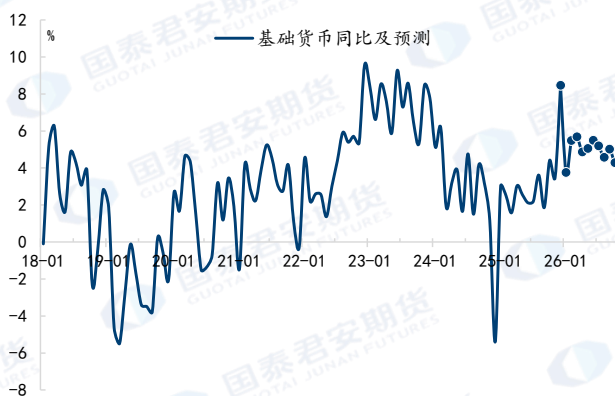
“适度宽松的货币政策”和“保持流动性充裕”意味着信用融资需求内生性减弱的关键阶段亟需宽松的利率环境进行适度刺激并伴随充足的流动性投放；但过于宽松的利率或过量的流动性是以牺牲至今为止取得的经济结构转型升级关键结果为代价换取短时经济反弹，也绝非政策所向。流动性方面，当前尚未行至 QE 阶段，也不必采取过于激进的措施，应当以适度、小幅刺激为主，但考虑到 MLF 作为数量型工具使用时其所附利率会对政策利率曲线产生扰动，因而在 2024 年已经大幅弱化了通过 MLF 投放的中长期流动性规模；再贷款再贴现等非公开操作又因效率较低、成本较高，也非首选。权衡之下，降准既能有效填平流动性缺口，也不具备利率属性，还能同时继续置换 MLF，是一举三得之法；此外，近来因地缘冲突加剧，美元信用下降，加之美联储主席换届在即、未来美联储货币政策取向尚未明朗，美元指数在 98-99 中枢磨底给人民币造成的外溢性贬值压力降低，因此，人民银行在稳利差、稳汇率方面的压力有所缓解。由此，公开市场国债净买入和降准工具或为 2026 年值得考虑的流动性投放工具，我们预计若商业银行净息差趋稳，2026 年全年或有一次 50BP 的降准，三四季度或为较好的时间窗口。

图 11：M2 同比增速及预测 (%)



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 12：基础货币同比及预测 (%)

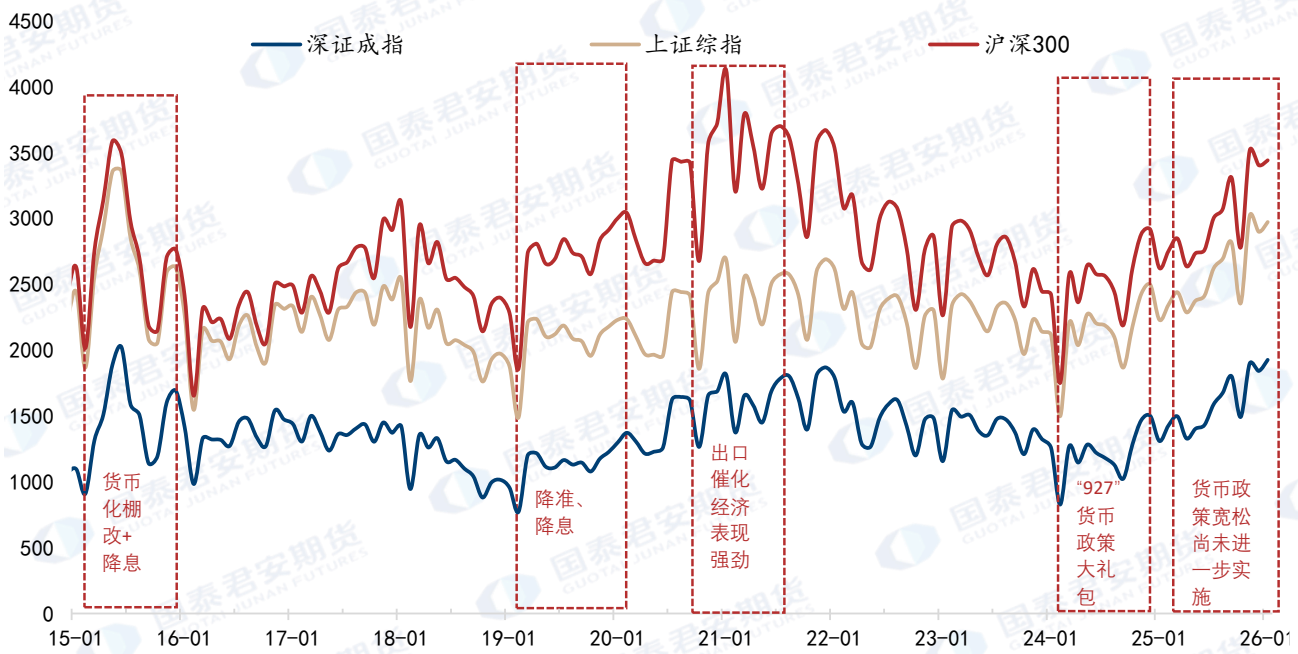


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

利率方面，当前央行降息的另一重主要约束为商业银行净息差，1 月 15 日央行宣布对结构性货币政策工具进行降息而非全面降息，可能有助于进一步减缓银行的付息成本，稳定息差。但考虑到当前一年期定期存款利率已经下行至 0.95%，从此层面来看，商业银行净息差仍然面临较大的压力，LPR 利率进一步调降的空间可能受到较大约束，由此，10Y 国债收益率的下行空间也可能受限。预计在净息差趋稳后，2026 年可能有 1-2 次全面降息，每次 10BP 幅度。

从股票市场角度来看，一方面，正如我们上文所述，货币政策宽松空间和力度有限，由此预计降息对分母端的催化作用有限；另一方面，当前地缘冲突、大国博弈进入新阶段，高端科技领域的竞赛成为各国争夺的焦点，预计 2026 年自主可控逻辑下以半导体、商业航空为代表的高科技板块或仍将受益；在此逻辑下，叠加美元信用走弱、黄金走强，预计有色等周期板块也将相应表现较好，预计全年保持稳步上涨趋势。

图 13：历次降息催化股指走强



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

#### 4. 国债期货行情跟踪与展望

上周国债期货市场 TL 合约大幅回暖。我们在上上周末提示“短期推荐 30-10 利差压缩交易与多头替代，中期持续推荐逢高套保与做多跨期、正套”。周二盘中快评我们再次提示 30-10 利差缩窄套利机会，该策略当前已迅速兑现。市场特征方面，上周国债期货市场呈现长端偏强、短端相对稳定的特征，收益率曲线形态受政策预期与资金面波动影响，长端利率下行幅度显著大于短端，呈现阶段性平坦化格局。分机构类型净多头持仓日度变化：私募增加 1.7%；外资增加 3.01%，理财子增加 2.64%；周度变化：私募增加 2.47%；外资增加 5.33%，理财子增加 5.22%。

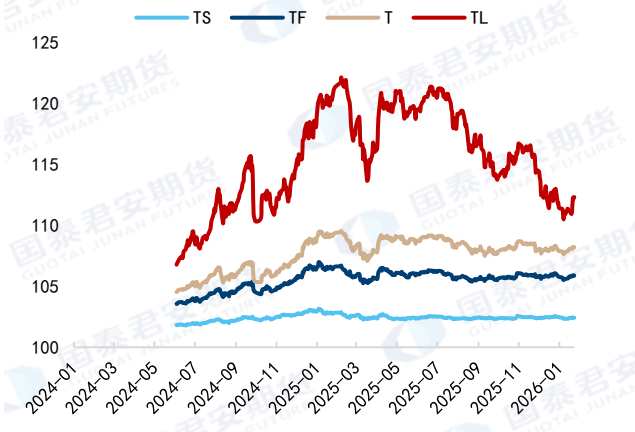
当前我们认为，随着 TL 合约的逐步回暖且价格逐步接近上方 60 日均线压力位，需要关注超长端的套保机会。近期债市受前期股市降温、机构现券情绪企稳以及国债期货机构净多头持仓阶段性修复等影响出现回暖，曲线走平，这不仅是对前期 30-10 过于陡峭的定价修复，也是部份商品行情火热偏拥挤以及股市避险下的部份资金回流。

但受制于今年资本市场政策导向、降准降息空间有限、超长端供给压力、通胀预期回暖以及两会预期等因素，短端合约韧性较强，波动将集中于超长端 TL 合约。从去年下半年反内卷推出以来，尽管下游需求并没有显著释放，但整体利率曲线一直在转陡峭。从资产收益的角度来讲，超长端利率债已经不再是“资产荒”下人民币资产里的唯一选择，权益、商品市场均能提供不错的收益回报。而在当前的货币政策和基本面框架下，T 以及更短久期合约的韧性定价是对于基本面和“适度宽松”货币政策基调的尊重，但 TL 更是对风险偏好、通胀预期的衡量尺。在本轮货币周期仅剩 10-20bp 的降息空间下，仍需警惕整条利率曲线面临的政策加码以及基本面复苏（尽管当前看还不清晰）的又一轮上行冲击。

从曲线上来看，30-10 组合的陡峭和平坦变化将提供套利空间，但像 24 年、25 年初一般压缩到极致的 20bp 以下利差再次出现可能性较小。

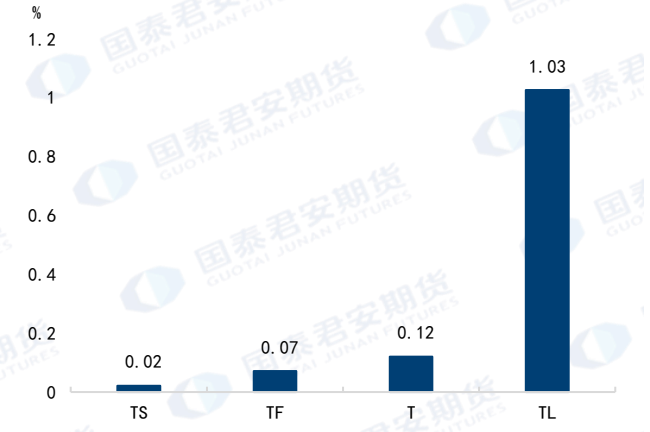
从微观基差波动角度来看，基差套利策略有效性提升。2023-2024 的多头集中度较高导致的基差长期偏低趋势已不复存在。从席位分析的趋势来看，系统性的净多头投机持仓从 2025 年年中开始已经衰减。中期维持震荡偏空的观点，策略上推荐逢高套保、择机做多跨期价差、择机正套。

图 14：活跃合约走势



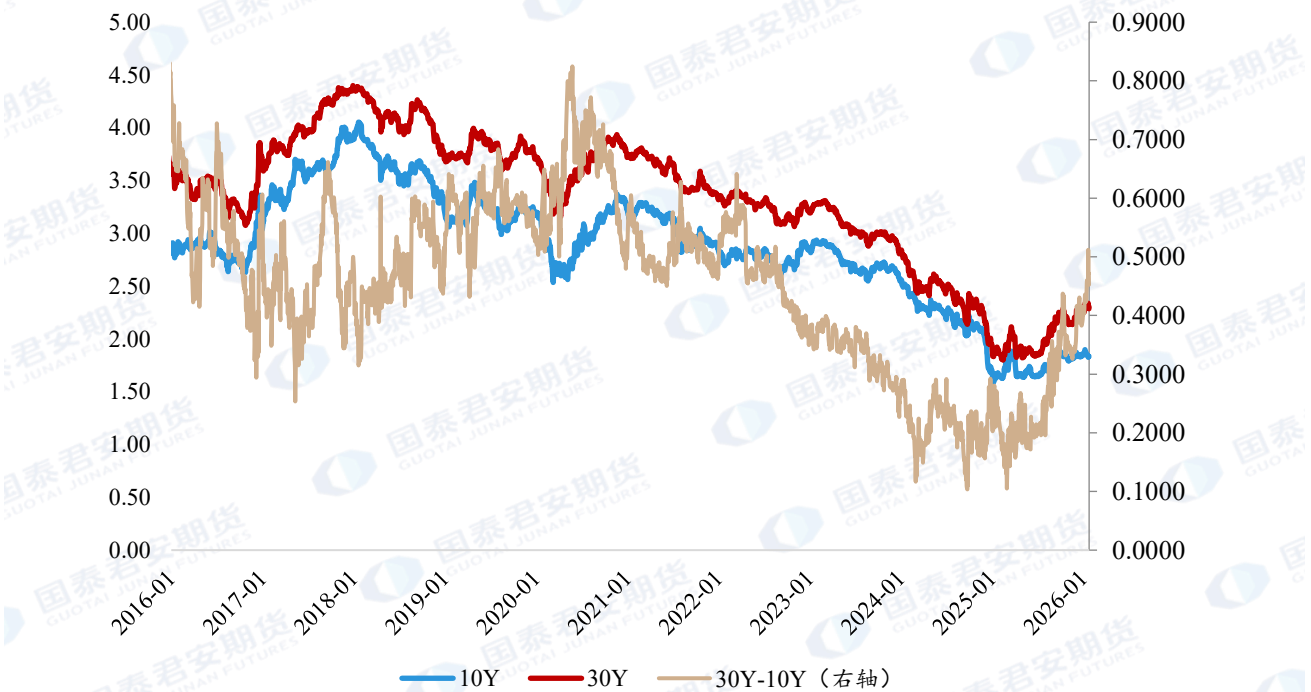
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 15：活跃合约周度涨跌幅



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 16：30-10 利差曾逼近 50bp，曲线上周走平，但超长端价格上方仍有压力



资料来源：Wind，国泰君安期货研究



国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，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。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。