



国债全线回落

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。

事件2: 6月经济数据公布。1-6月全国固定资产投资(不含农户)226370亿元, 同比下降5.7%, 从环比看, 6月固定资产投资(不含农户)下降0.37%。

(2) 通胀: 6月CPI同比上升1.0%, PPI同比上涨4.1%。

资金面

(3) 财政: 1-5月财政实现平稳开局, 收入向好态势继续巩固。收入端, 全国一般公共预算收入同比增长4%, 增幅比1-4月提高0.5个百分点, 边际改善趋势延续; 支出端, 全国一般公共预算支出同比增长0.8%, 支出规模为年初预算的37.9%, 进度与前几年同期基本相当。结构上, 资源税类及资本市场相关税种表现亮眼, 消费及地产相关税种偏弱。证券交易印花税增长88.8%, 主要受股票市场交易活跃推动; 环境保护税增长14.1%; 个人所得税同比增长12.2%, 体现居民收入改善与资本所得增长; 资源税增长8.8%。企业相关的增值税增长6.2%, 增幅连续4个月提高, 主要受工业服务业持续增长、工业生产者出厂价格上行等带动; 企业所得税增长0.2%, 累计增幅由负转正; 进口货物增值税、消费税增长10.4%。个人相关的消费税下降3.1%, 居民消费偏弱; 受房地产市场需求偏弱影响, 契税下降14.8%、土地增值税下降14.2%。对债市而言, 证券交易印花税高增反映资本市场交易活跃, 个人所得税增长体现居民收入改善, 资源税和环境税增长反映绿色转型与资源品价格支撑下的行业景气度, 而消费税下降和地产类税收低迷反映居民消费及房地产市场仍是薄弱环节。这种生产消费端偏弱、资源资本市场税收偏强的结构性分化, 一方面为财政收支平衡提供了支撑, 另一方面也提示内需修复基础尚不牢固, 债市在短期供给扰动与中期货币政策宽松预期之间博弈。随着超长期特别国债启动发行和专项债扩围落地, 政府债供给压力仍在, 总量宽松政策仍有空间。

(4) 金融: 5月金融数据, 社会融资规模增量约2.03万亿元, 同比少增约2600亿元, 存量增速小幅回落至7.7%, 主要受人民币贷款同比少增拖累, 而政府债券融资达1.22万亿元、占比超五成形成主要支撑; 企业债券融资新增1700亿元, 环比明显回落, 直接融资对信贷的替代效应有所减弱但仍处高位, 前5个月企业债净融资1.67万亿元、同比多7577亿元。5月人民币贷款新增约5200亿元, 由4月的负增长重回正增长, 但仍同比少增约1000亿元, 信贷改善主要依赖企业贷款好转及票据融资放量, 居民贷款仍待修复。M1同比增速回升至5.5%, 较前值加快0.5个百分点, M2-M1剪刀差收窄至3.1%的年内低位, 反映企业资金活化程度边际改善。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, 随着企业端融资需求边际修复、财政持续靠前发力, 信用扩张动能较4月低点有所回升; 但居民融资意愿偏弱、贷款对社融的拖累仍存, 需关注后续稳增长政策加码力度及专项债发行节奏对社融增速的支撑效果。

(5) 央行: 2026-07-16, 央行以固定利率1.4%、数量招标方式开展了6260亿元7天的逆回购操作。

(6) 货币市场: 主要期限回购利率1D、7D、14D和1M分别为1.389%、1.440%、1.440%和1.419%, 较前日变化-0.004%、+0.017%、+0.019%、+0.002%。

市场面

(7) 价格: 2026-07-16, TS、TF、T、TL收盘价分别为102.62元、106.41元、109.14元、113.59元。涨跌幅: TS、TF、T和TL涨跌幅分别为-0.02%、-0.05%、-0.05%和-0.24%。

(8) 价差: TS、TF、T和TL净基差均值分别为0.028元、0.037元、0.030元和0.327元, 较前日变化+0.020元、+0.027元、+0.011元、+0.337元

综述：昨日国债期货收盘全线回落。回落主因有两点：第一，税期缴款期资金面边际收敛。尽管央行单日净投放6160亿元，但Shibor短端品种多数上行，DR007、DR014加权平均利率延续涨势，资金利率走高对债市形成压制。第二，前期收益率下行后止盈盘涌现，叠加市场对下半年政府债供给压力的担忧，压制做多情绪。近期外部风险加剧，关注韩国股市大跌及中东局势升级对海外市场潜在的扰动因素。

策略

单边：中性。

套利：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

目录

一、利率定价跟踪指标	5
二、国债与国债期货市场概况	6
三、货币市场资金面概况	7
四、价差概况	8
五、两年期国债期货	9
六、五年期国债期货	9
七、十年期国债期货	10
八、三十年期国债期货	11

图表

图1：国债期货主力连续合约收盘价走势 单位：元	6
图2：国债期货各品种涨跌幅情况 单位：%	6
图3：国债期货各品种沉淀资金走势 单位：亿元	6
图4：国债期货各品种持仓占比 单位：%	6
图5：国债期货各品种净持仓占比（前20名） 单位：%	6
图6：国债期货各品种多空持仓比（前20名） 单位：无	6
图7：国开债-国债利差 单位：%	7
图8：国债发行情况 单位：亿元	7
图9：Shibor利率走势 单位：%	7
图10：同业存单（AAA）到期收益率走势 单位：%	7
图11：银行间质押式回购成交统计 单位：笔、亿元	7
图12：地方债发行情况 单位：亿元	7
图13：国债期货各品种跨期价差走势 单位：元	8
图14：现券期限利差与期货跨品种价差（ $4*TS-T$ ）	8
图15：现券期限利差与期货跨品种价差（ $2*TS-TF$ ）	8
图16：现券期限利差与期货跨品种价差（ $2*TF-T$ ）	8
图17：现券期限利差与期货跨品种价差（ $3*T-TL$ ）	8
图18：现券期限利差与期货跨品种价差（ $2*TS-3*TF+T$ ） 单位：元、%	8
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：%	9
图20：TS主力合约IRR与资金利率 单位：%	9
图21：TS主力合约近三年基差走势 单位：元	9
图22：TS主力合约近三年净基差走势 单位：元	9
图23：五年期国债期货主力合约隐含利率与国债到期收益率 单位：%	9
图24：TF主力合约IRR与资金利率 单位：%	9
图25：TF主力合约近三年基差走势 单位：元	10
图26：TF主力合约近三年净基差走势 单位：元	10
图27：十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：%	10
图28：T主力合约IRR与资金利率 单位：%	10
图29：T主力合约近三年基差走势 单位：元	10
图30：T主力合约近三年净基差走势 单位：元	10
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：%	11

图32：TL主力合约IRR与资金利率 单位：%	11
图33：TL主力合约近三年基差走势 单位：元	11
图34：TL主力合约近两年净基差走势 单位：元	11
表1：物价指标	5
表2：经济指标（月度更新）	5
表3：经济指标（日度更新）	5

一、利率定价跟踪指标

表1：物价指标

指标名称	环比	同比
中国CPI（月度）	-0.30%	1.00%
中国PPI（月度）	-0.30%	4.10%

资料来源：华泰期货研究院

表2：经济指标（月度更新）

指标名称	数值	环比变化值	环比变化率
社会融资规模	462.06万亿元	+3.25万亿元	+0.71%
M2同比	8.00%	-0.60%	-6.98%
制造业PMI	50.30%	+0.30%	+0.60%

资料来源：华泰期货研究院

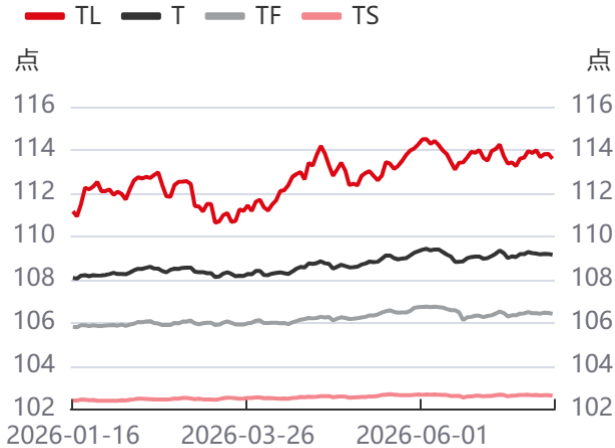
表3：经济指标（日度更新）

指标名称	数值	环比变化值	环比变化率
美元指数	100.49	-0.45	-0.45%
美元兑人民币（离岸）	6.7659	-0.002	-0.03%
SHIBOR 7天	1.44	+0.02	+1.16%
DR007	1.43	+0.01	+0.53%
R007	1.46	+0.09	+6.55%
同业存单（AAA）3M	1.42	+0.00	-0.29%
AA-AAA信用利差（1Y）	0.05	+0.00	-0.29%

资料来源：华泰期货研究院

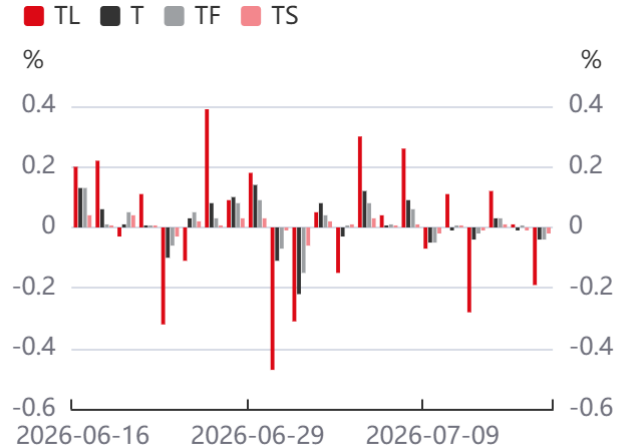
二、国债与国债期货市场概况

图1：国债期货主力连续合约收盘价走势 | 单位：元



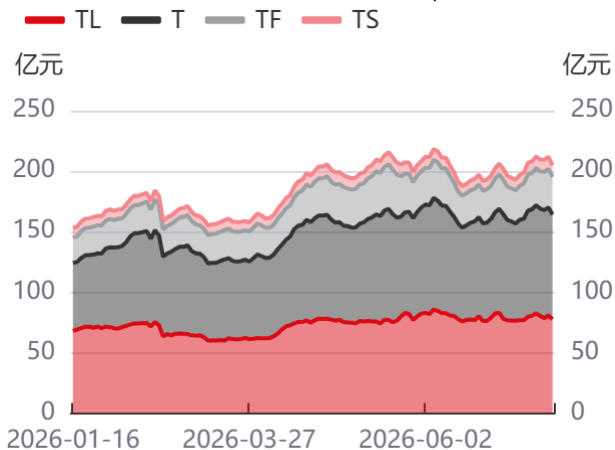
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图2：国债期货各品种涨跌幅情况 | 单位：%



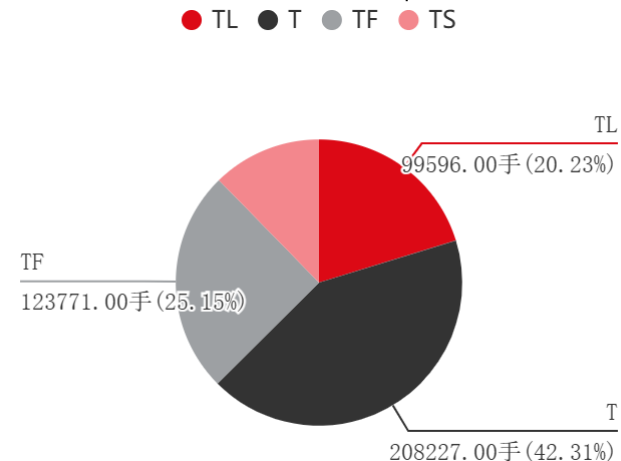
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图3：国债期货各品种沉淀资金走势 | 单位：亿元



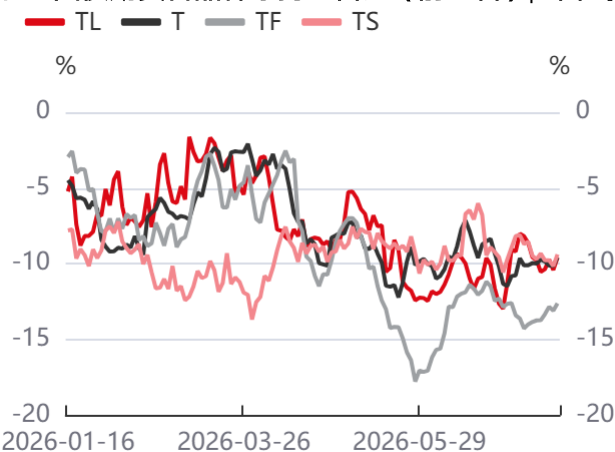
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图4：国债期货各品种持仓量占比 | 单位：%



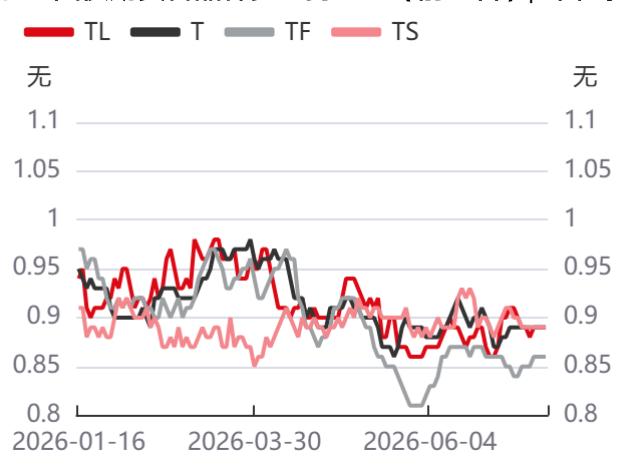
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图5：国债期货各品种净持仓占比（前20名） | 单位：%



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图6：国债期货各品种多空持仓比（前20名） | 单位：无



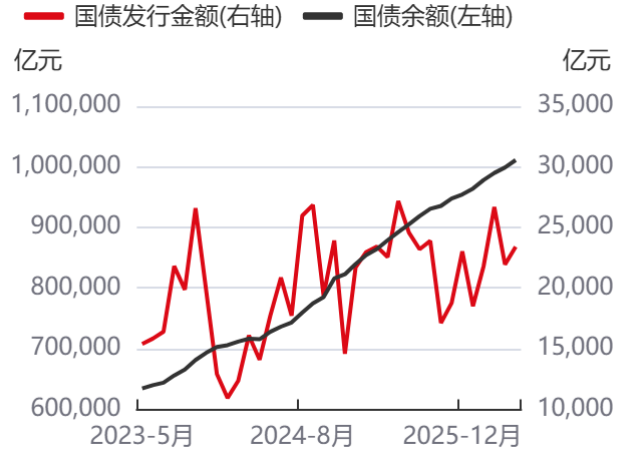
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

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

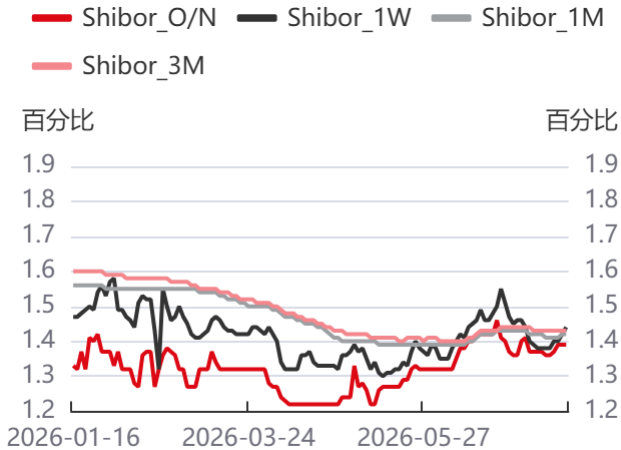
图8：国债发行情况 | 单位：亿元



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

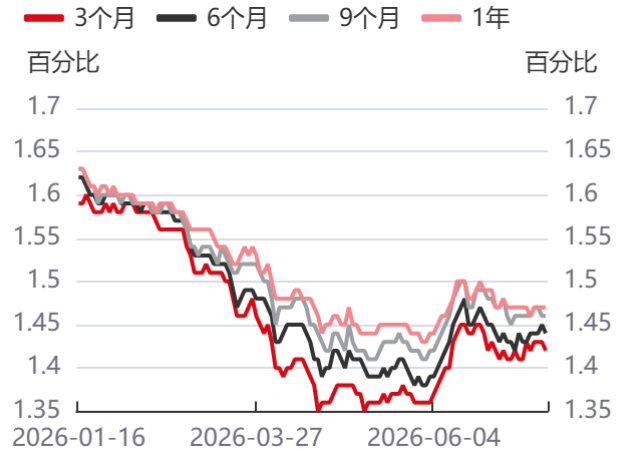
三、货币市场资金面概况

图9：Shibor利率走势 | 单位：%



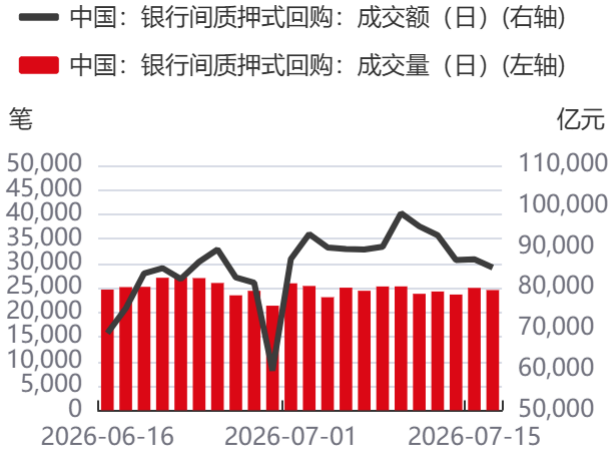
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图10：同业存单（AAA）到期收益率走势 | 单位：%



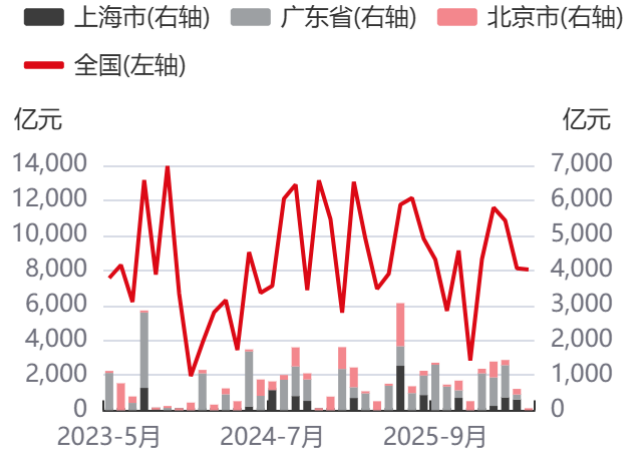
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

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

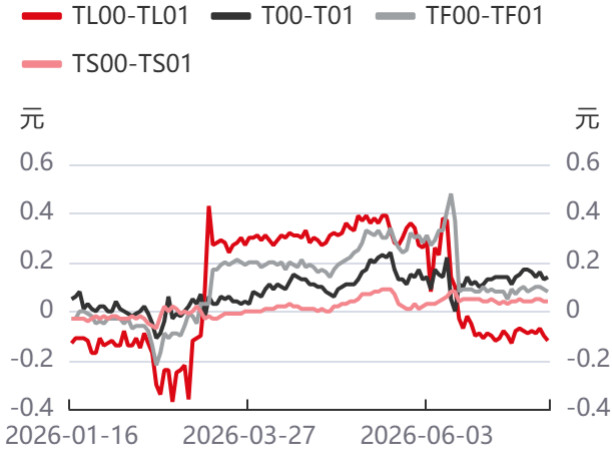
图12：地方债发行情况 | 单位：亿元



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

四、价差概况

图13：国债期货各品种跨期价差走势 | 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）

| 单位：元、%



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

五、两年期国债期货

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：%



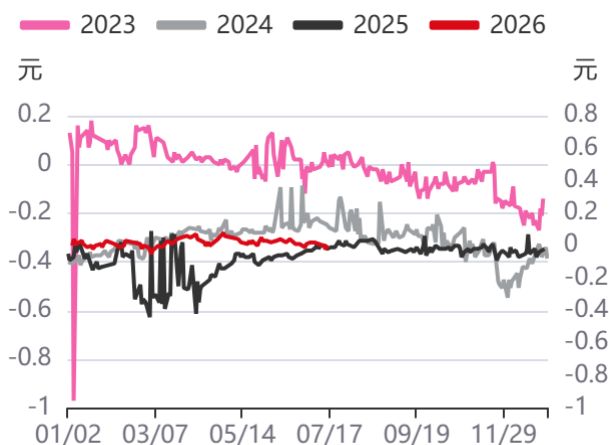
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图20：TS主力合约IRR与资金利率 | 单位：%



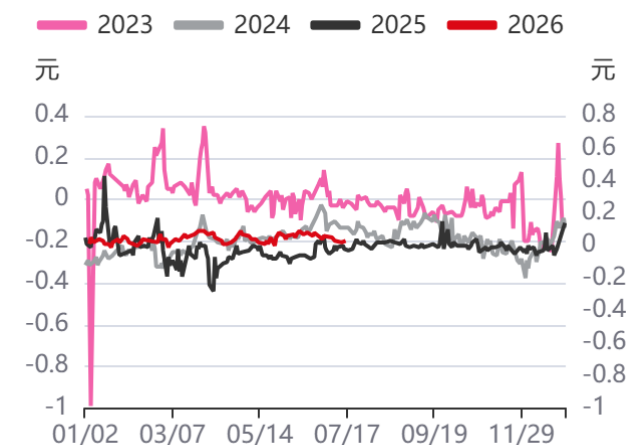
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

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

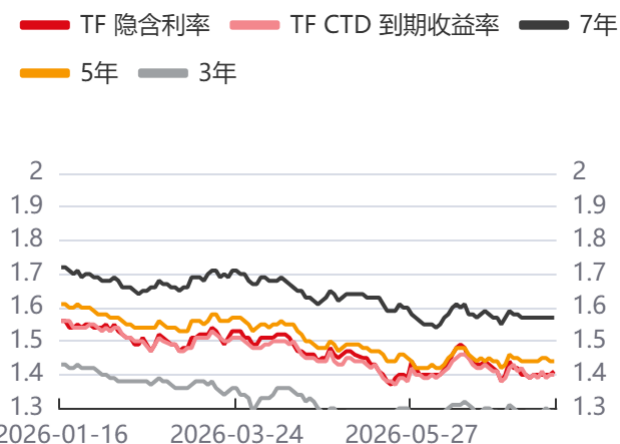
图22：TS主力合约近三年净基差走势 | 单位：元



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

六、五年期国债期货

图23：五年期国债期货主力合约隐含利率与国债到期收益率 | 单位：%



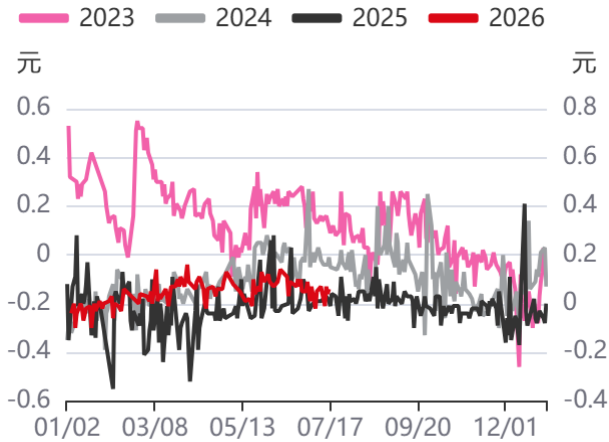
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图24：TF主力合约IRR与资金利率 | 单位：%



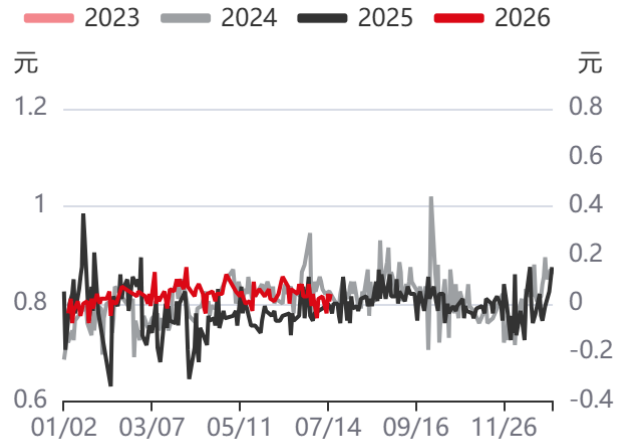
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

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

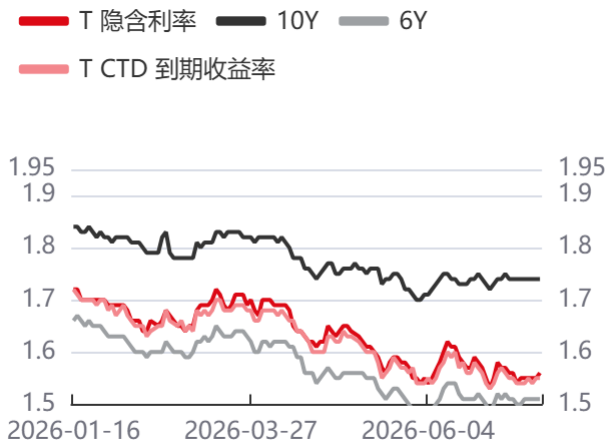
图26：TF主力合约近三年净基差走势 | 单位：元



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

七、十年期国债期货

图27：十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：%



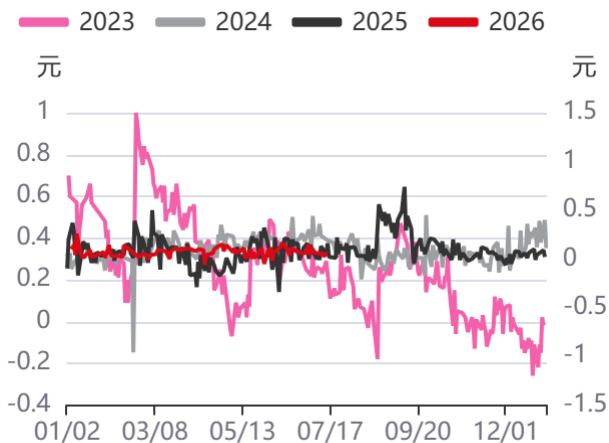
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图28：T主力合约IRR与资金利率 | 单位：%



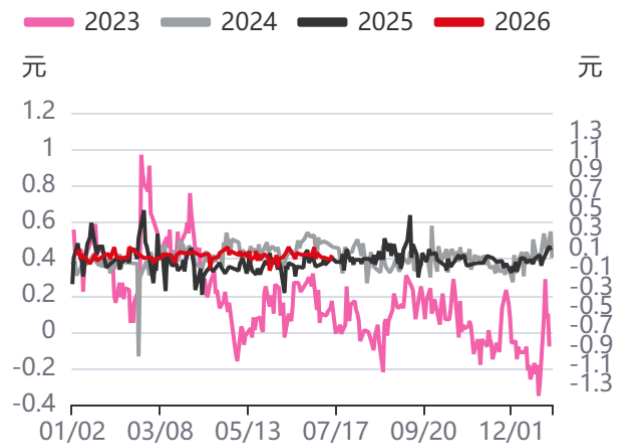
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

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

八、三十年期国债期货

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：%

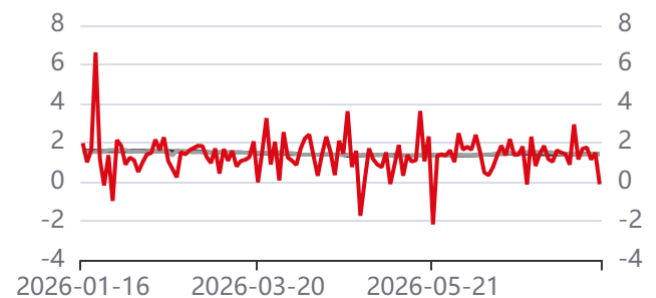
— 30Y — 20Y — TL CTD 到期收益率
— TL 隐含利率



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：%

— 3个月同业存单（AAA）：到期收益率 — R007
— IRR



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图33：TL主力合约近三年基差走势 | 单位：元

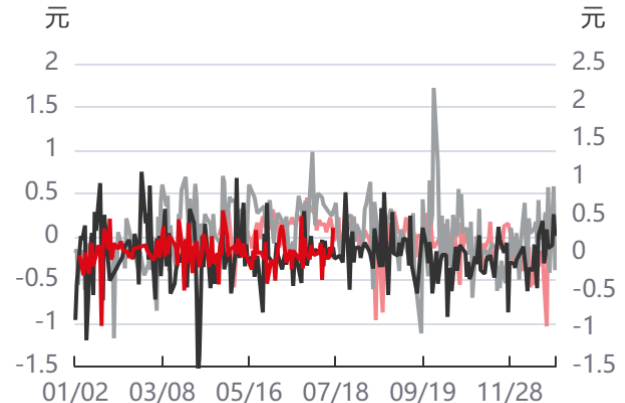
— 2023 — 2024 — 2025 — 2026



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

— 2023 — 2024 — 2025 — 2026



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



华泰期货
HUATAI FUTURES



**华泰期货
研究院**
Huatai Futures Research Institute



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