



## 国债期货短期内震荡筑底

### 核心观点

国债期货价格的影响因素包括宏观经济基本面、货币政策、流动性等。目前国内宏观经济指标修复偏缓慢，说明长期的货币政策预期偏向宽松，以刺激经济需求回升，国债期货中长期牛市的逻辑成立。不过由于海外不确定性风险因素升温，特朗普关税战易导致美国通胀上行，美联储降息预期面临较大不确定性，央行开始关注稳定汇率，防止汇率端形成一致性预期并自我实现，短期内货币宽松预期消退。2 月以来央行公开市场操作净回笼流动性，流动性趋紧带动国债到期收益率持续回升。不过考虑到政策利率 1.5% 的锚定效应，目前市场利率持续反弹之后隐含的降息预期回归至 0 左右，市场利率继续反弹的空间较为有限，国债期货底部具有较强支撑。总的来说，国债期货短期内表现出震荡筑底的走势。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2025 年 3 月 26 日

**作者声明：**本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 正文目录

1 市场回顾 .....	4
1.1 国债期货历史走势 .....	4
1.2 国债期货价差走势 .....	5
2 国内宏观：保持复苏态势，但修复速度偏慢.....	7
2.1 景气指数：制造业 PMI 重回扩张，服务业 PMI 表现偏弱 .....	7
2.2 物价指数：春节因素对 CPI 造成季节性扰动.....	9
2.3 信贷数据：实体部门信贷复苏，但结构性分化明显.....	10
3 货币政策：总基调为适度宽松，短期内宽松预期消退.....	12
4 央行公开市场操作净回笼流动性.....	13
5 总结 .....	14

## 图表目录

图 1 TL2506 价格走势 .....	4
图 2 T2506 价格走势 .....	4
图 3 TF2506 价格走势 .....	4
图 4 TS2506 价格走势 .....	4
图 5 国债到期收益率与 7 日逆回购利率 .....	5
图 6 TL2506-TL2509 价格走势 .....	6
图 7 T2506-T2509 价格走势 .....	6
图 8 TF2506-TF2509 价格走势 .....	6
图 9 TS2506-TS2509 价格走势 .....	6
图 10 制造业 PMI 重回扩张，服务业 PMI 表现偏弱 .....	8
图 11 制造业 PMI 分项指标显示供需双增 .....	8
图 12 制造业 PMI 大中小型企业表现分化 .....	8
图 13 春节因素下 CPI 错月效应明显 .....	10
图 14 PPI 延续偏弱运行 .....	10
图 15 新增人民币贷款开门红 .....	11
图 16 企业部门新增中长期贷款 .....	11
图 17 企业部门新增短期贷款 .....	11
图 18 企业部门新增票据融资 .....	11
图 19 居民部门新增中长期贷款 .....	11
图 20 居民部门新增短期贷款 .....	11
图 21 美元兑人民币汇率 .....	12
图 22 中美国债到期收益率差 .....	12
图 23 LPR 连续多月持平 .....	13
图 24 2-3 月央行公开市场操作净回笼流动性 .....	14

## 1 市场回顾

### 1.1 国债期货历史走势

2月14日以来，国债期货震荡回调，破位下跌。主要原因在于此前国债市场隐含较高的降息预期，随着央行四季度货币政策执行报告的公布，短期内货币宽松预期消退，此前的乐观预期需要修正。因此在市场利率向政策利率收敛的过程中，国债期货价格高位回调，回调之前的透支的涨幅。

3月中旬以来，国债期货探底回升，保持着震荡筑底的走势。主要原因在于隐含的降息预期已经基本修正完毕，接近于不降息的水平。而中长期来看货币政策仍将保持适度宽松，1.5%的央行逆回购利率具有较强的锚定效应，市场利率继续上行的空间受限，国债期货具备较强的底部支撑。

图 1 TL2506 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 2 T2506 价格走势



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 3 TF2506 价格走势



数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

图 4 TS2506 价格走势

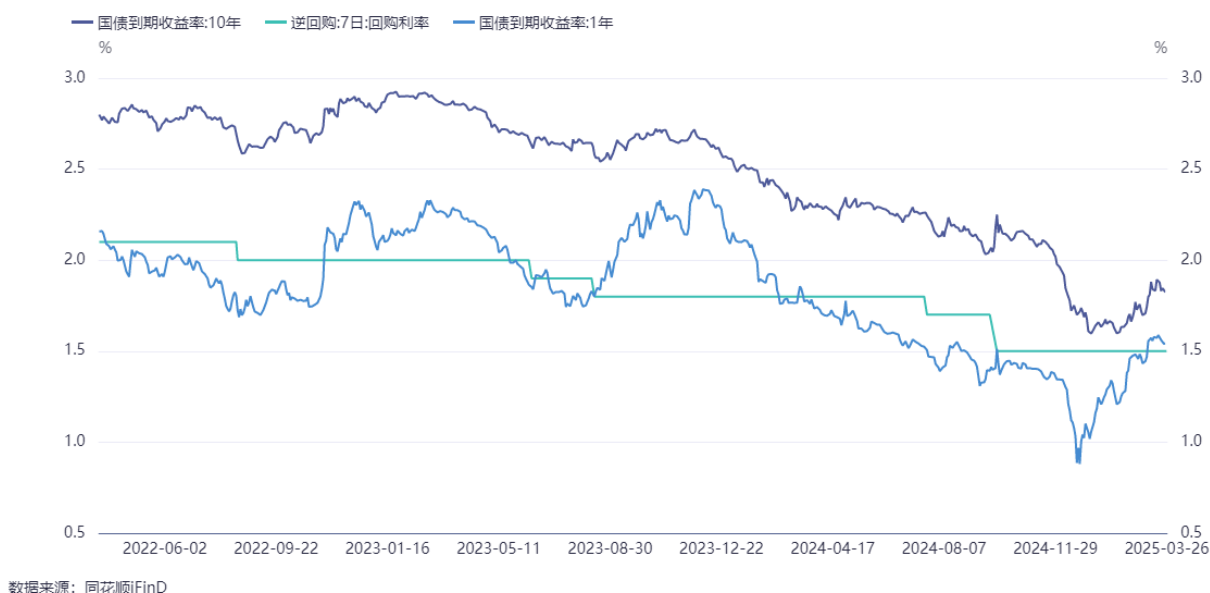


数据来源：IFinD、宝城期货金融研究所

从国债到期收益率曲线图上，我们可以很明显的看出此前市场利率隐含较高的降息预期，较大程度地偏离政策利率。一般而言，10年期国债到期收益率为政策利率加40BP左右的水平，7天逆回购利率为1.5%，此前10年期国债到期收益率一度跌至1.6%附近，这时隐含了30~40BP的降息预期，因此在央行货

币政策预期调整之后也需要相应调整。10 年期国债到期收益率此前一路反弹，最高达到 1.89%，目前为 1.83%，隐含的降息预期接近 0，因此国债期货市场止跌企稳。另外，1 年期国债到期收益率为 1.54%，超过了政策利率 1.5%，考虑到货币政策总基调仍然是适度宽松，因此短期内国债到期收益率继续反弹的空间受到限制。

图 5 国债到期收益率与 7 日逆回购利率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

## 1.2 国债期货价差走势

由于央行降息预期的变动，近月合约此前已经有所反应，远月合约隐含的降息预期需要修正，即远月合约出现补跌的迹象，T、TF、TS 国债期货的跨期价差明显走强。反观 TL，由于近月、远月均出现降息预期修正的情况，其跨期价差的变动趋势性并不明显。当前的降息预期明显减弱，跨期价差反弹，但是后续货币政策仍将适度宽松，未来仍存在降息的可能性，若后续央行启动降息，则近月合约将受到显著影响，届时跨期价差将走弱。目前来看，降息预期表现偏弱，短期内跨期价差预计将保持平稳运行。

图 6 TL2506-TL2509 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 7 T2506-T2509 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 8 TF2506-TF2509 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 9 TS2506-TS2509 价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

影响国债期货价格的因素包括宏观经济基本面、货币政策、流动性等。目前国内宏观经济指标修复偏缓慢，说明长期的货币政策预期偏向宽松，以刺激经济需求回升，国债期货中长期牛市的逻辑成立。不过由于海外不确定性风险因素升温，央行关注人民币汇率，防止汇率端形成一致性预期并自我实现，短期内货币宽松预期消退，央行公开市场操作净回笼流动性，防止金融系统内资金空转。

## 2 国内宏观：保持复苏态势，但修复速度偏慢

自去年 9 月底一系列稳增长政策密集推出以来，国内宏观经济保持复苏势头，四季度实际 GDP 增长 5.4%，较三季度大幅上行 0.8 个百分点，全年完成经济增长目标。不过，2025 年 1-2 月的经济数据边际放缓，服务业景气度表现偏弱，物价指数表现仍偏弱，居民信贷数据恢复缓慢，说明经济内生性增长动能仍有所不足，目前国内经济的主要问题仍然在于有效需求不足，特别是居民部门的需求恢复偏缓慢。

### 2.1 景气指数：制造业 PMI 重回扩张，服务业 PMI 表现偏弱

1 月 27 日，国家统计局公布数据显示，中国 1 月官方制造业 PMI 为 49.1，前值为 50.1，为 3 个月来首次降至收缩区间。并且供需双双走弱，新出口订单也出现明显下滑。这种情况一方面与去年底特朗普上台概率上升的情况下的“抢出口”效应有关，另一方面春节在 1 月份，务工人员返乡也会对企业生产造成一定扰动。

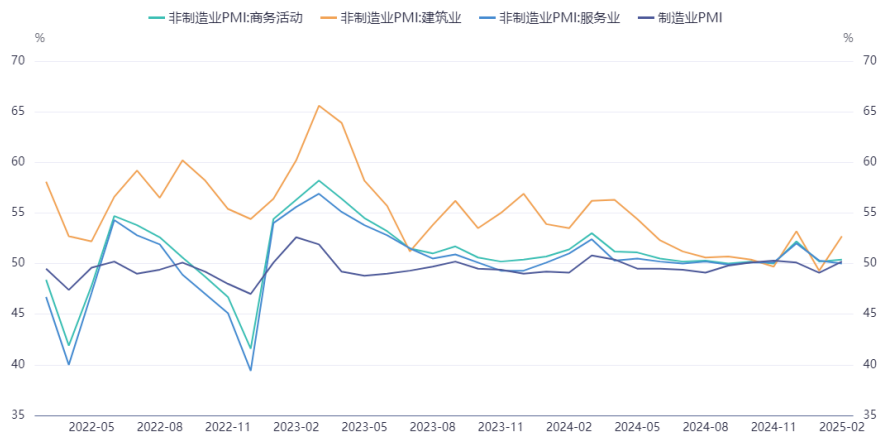
2 月份制造业 PMI 重回扩张区间。主要是季节性因素和政策组合效果叠加影响下的结构性回升，供需两端联动增长。受市场需求回升拉动，企业生产采购活动明显增长，生产指数和采购量指数分别为 52.5%和 52.1%，较上月上升 2.7 个和 2.9 个百分点。节后用工需求回升，员工返岗复工较快完成，从业人员指数为 48.6%，较上月上升 0.5 个百分点。

但制造业企业间仍有所分化，大型企业景气水平明显回升，但中小型企业节后生产经营活动恢复相对滞后。2 月份，大型企业 PMI 为 52.5%，比上月上升 2.6 个百分点。中、小型企业 PMI 分别为 49.2%和 46.3%，比上月下降 0.3 和 0.2 个百分点。这主要是因为大型制造业企业大多数位于产业链上游，行业集中度高，信用资质较好，抗风险能力较强；而中小型制造业企业大多数位于产业链中下游，行业集中度低，多数订单为外贸出口型，抗风险能力较差，在外贸环境不确定性上升的背景，主动或被动选择减产观望的企业数量有所上升。

非制造业方面，受节前集中采购、节后假日效应消退等因素影响，与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落较为明显，2 月服务业 PMI 表现偏弱。随着春节过后部分地区天气转暖、投资项目陆续动工、企业逐步开工复产，2 月建筑业 PMI 比上月上升 3.4 个百分点，表现出快速扩张的势头。

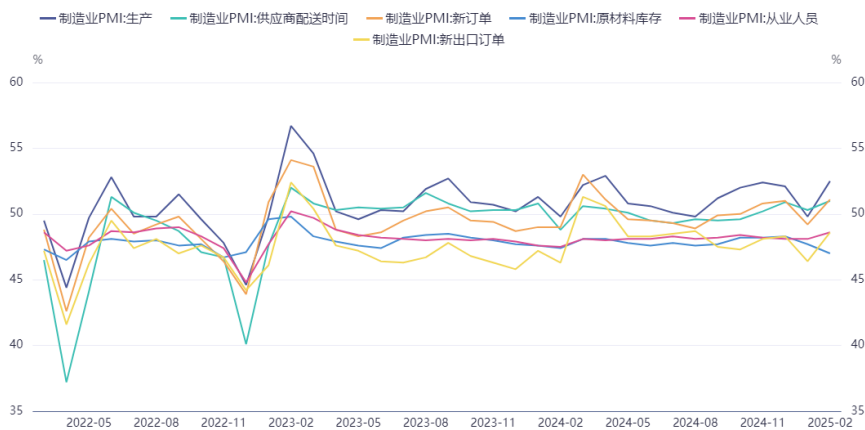


图 10 制造业 PMI 重回扩张，服务业 PMI 表现偏弱



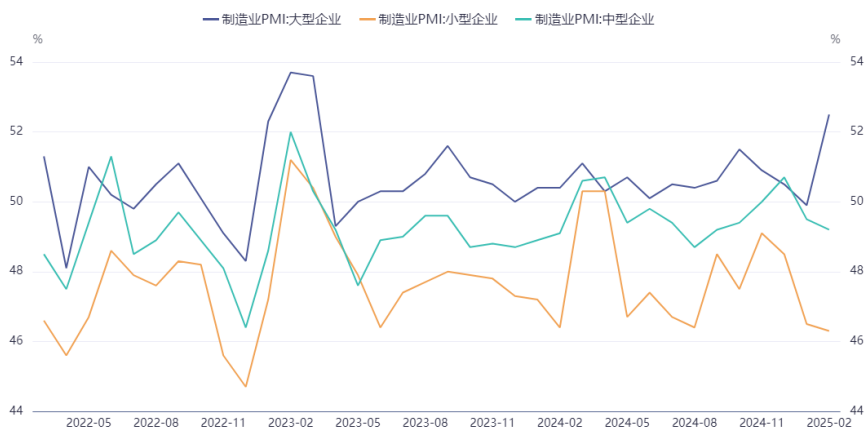
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 11 制造业 PMI 分项指标显示供需双增



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 12 制造业 PMI 大中小型企业表现分化



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所



## 2.2 物价指数：春节因素对 CPI 造成季节性扰动

由于今年春节在 1 月份，因此春节消费旺季对 CPI 带来积极影响，服务和食品价格上涨是影响 CPI 环比由平转涨的主要因素。春节期间的出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格上涨，而受务工人员返乡及服务需求增加影响，家政服务等价格也有所上行。部分食品价格的走势也反映了春节假日因素的影响。从环比看，1 月份食品价格上涨 1.3%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点，占 CPI 总涨幅三成多。其中，春节因素叠加气温下降影响，鲜菜、鲜果和水产品价格呈现不同程度上涨。同比看，猪肉和鲜菜价格分别上涨 13.8% 和 2.4%，合计影响 CPI 上涨约 0.22 个百分点。

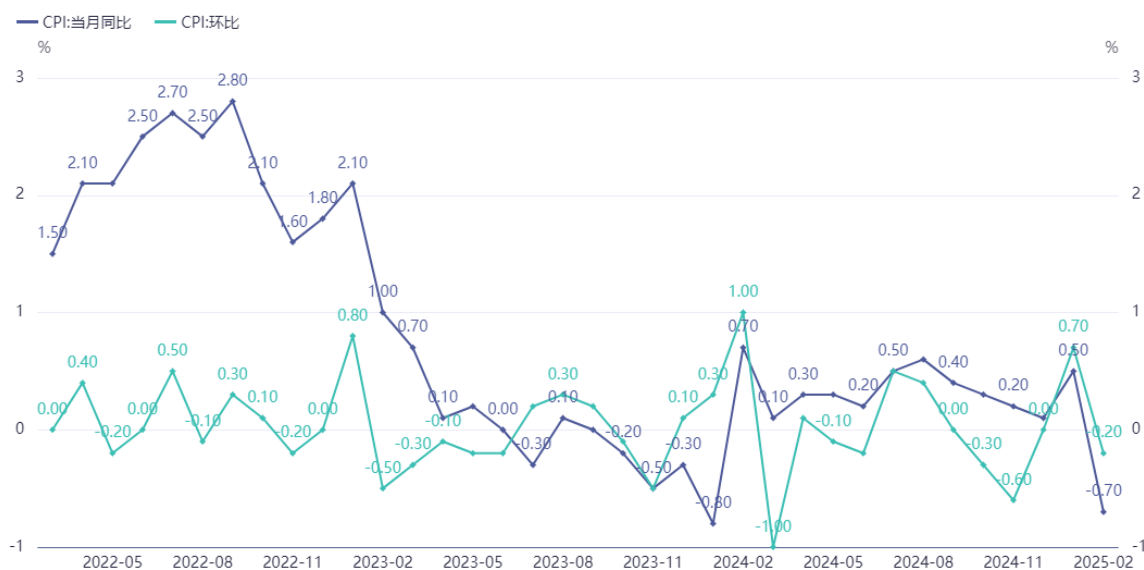
受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，PPI 价格走弱。春节期间煤炭供应保障有力，电厂存煤较为充足，煤炭开采和洗选业价格下降 2.2%。受假日及低温天气等因素影响，房地产、基建项目部分停工，建材等需求有所回落，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.9%，非金属矿物制品业价格下降 0.6%。受国际有色金属价格波动传导影响，国内有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.4%。国际原油价格上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格上涨 4.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.0%。

进入 2 月份之后，春节错月效应的影响开始体现，CPI 季节性回落较为明显。CPI 方面，春节错月等因素影响下，上年同期对比基数较高，今年春节假日消费旺季效应消退后，食品价格季节性回落，CPI 同比由涨转降，出行数据边际回落带动相关服务业价格回落。2 月，食品价格同比下降 3.3%，影响 CPI 同比下降约 0.6 个百分点，占 CPI 总降幅八成多，是带动 CPI 由涨转降的主要因素。同期，飞机票和旅游价格同比分别下降 22.6% 和 9.6%，合计影响 CPI 同比下降约 0.27 个百分点。

PPI 方面，工业生产淡季、部分国际大宗商品价格波动等多因素影响 PPI 下降，但降幅略有收窄。受假日及天气等因素影响，建筑项目停工较多，建材等需求偏弱，2 月，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 10.6%，非金属矿物制品业价格同比下降 3.5%。春节期间煤炭供应充足，煤炭生产整体稳定，电厂、港口存煤充足，2 月，煤炭加工价格同比下降 24.7%。节后复工复产加快，用电需求迅速恢复，电力热力生产和供应业价格同比下降 0.8%，降幅比 1 月收窄 0.7 个百分点。

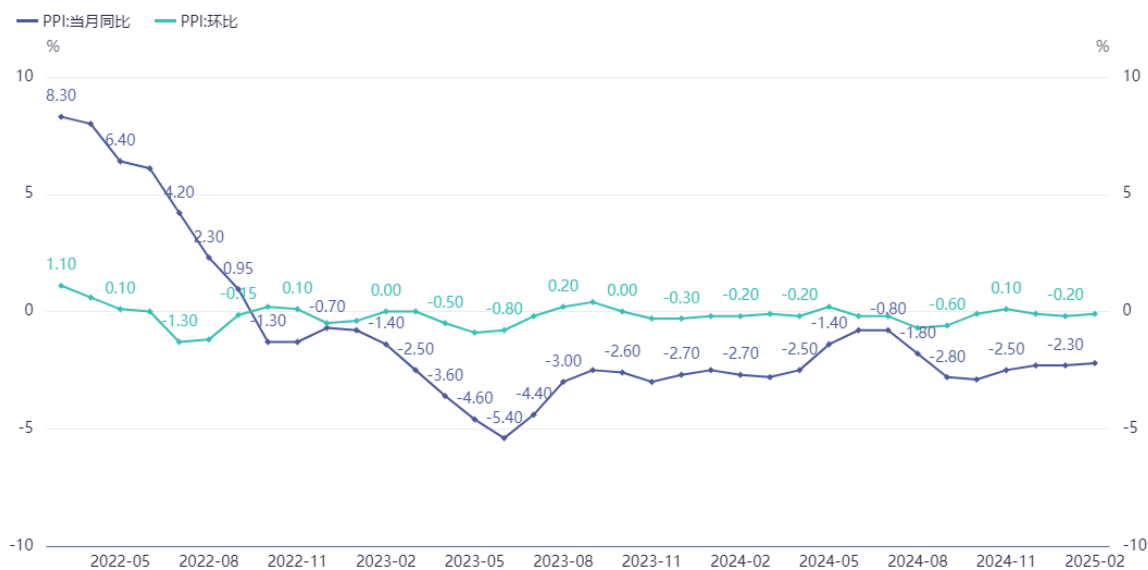
展望未来，随着托底经济需求端的政策加速落地，价格水平有望保持温和复苏，2 月错月效应的影响消退之后 3 月 CPI 同比有望走正，PPI 预计维持偏弱运行。

图 13 春节因素下 CPI 错月效应明显



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 14 PPI 延续偏弱运行



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

## 2.3 信贷数据：实体部门信贷复苏，但结构性分化明显

2月末，人民币贷款余额 261.78 万亿元，同比增长 7.3%。前两个月人民币贷款增加 6.14 万亿元。分部门看：住户贷款增加 547 亿元，其中，短期贷款减少 3238 亿元，中长期贷款增加 3785 亿元；企（事）业单位贷款增加 5.82 万亿元，其中，短期贷款增加 2.07 万亿元，中长期贷款增加 4 万亿元，票据融资减少 3456 亿元；非银行业金融机构贷款增加 836 亿元。

企业端，贷款投放偏积极可能源于“两重”、“两新”等政策确认延续下，相关的信贷需求加快释放。居民端，住房贷款有所好转，与近期二手房销售数据表现企稳相吻合，但消费方面的增长仍偏缓慢。

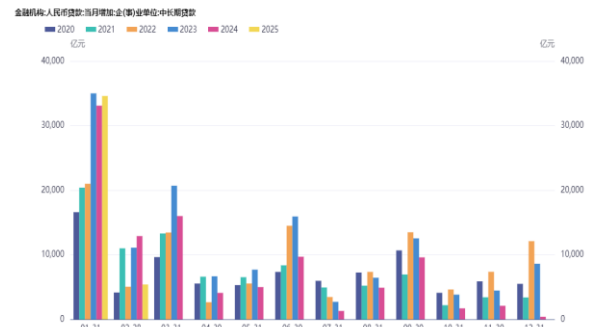
展望未来，1-2月信贷数据表现开门红，不过实体融资需求增长仍偏缓慢。近期央行关注海外不确定性风险，保持汇率稳定的考量有所提升，短期内降息预期下降。不过央行货币政策基调仍是适度宽松，之后如果汇率端压力下降，央行货币放松节奏可能明显加快，届时资金利率中枢或明显下移，将带动信贷数据增长。

图 15 新增人民币贷款开门红



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 企业部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 17 企业部门新增短期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 18 企业部门新增票据融资



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 19 居民部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 20 居民部门新增短期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

### 3 货币政策：总基调为适度宽松，短期内宽松预期消退

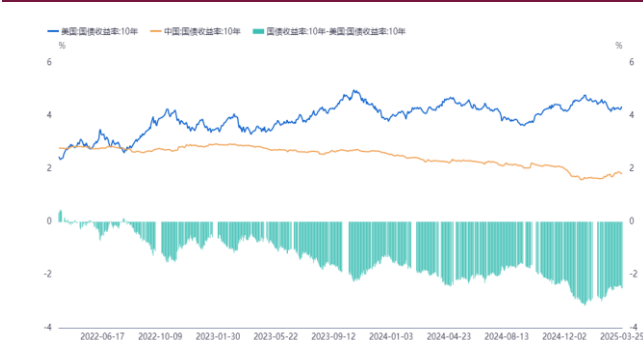
目前国内经济处于新旧动能转换的阶段，需要适度宽松的货币和信用环境来扶持新动能需求增长以及减缓旧动能需求下滑。2月13日，央行发布四季度货币政策执行报告，指出未来将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机选择货币宽松的节奏和力度。由于近期海外美联储降息预期放缓，为了防止汇率端出现一致性预期并自我实现，预防汇率超调风险，央行需要保持中美利差相对稳定，在货币宽松节奏上需要保持定力。另外由于实体部门信贷需求恢复偏慢，为了防止资金空转，提高资金利用率，也不宜大幅降息，而是应该推动实体部门信贷成本实质性下行。因此短期内货币宽松预期消退。

图 21 美元兑人民币汇率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 22 中美国债到期收益率差



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

3月21日，央行发布2025年一季度货币政策委员会例会通稿，通稿显示例会已经于3月18日召开。本次例会主要向市场传达以下信息：

第一，对外部主要经济体的降息预期减弱。本季度例会对外部主要经济体货币政策的判断，从去年四季度例会的“进入降息周期”变为“货币政策调整不确定性上升”。可见特朗普关税战引发的全球贸易形势的不确定性风险上升，海外主要发达经济体陷入滞胀的风险上升。

第二，央行货币政策保持适度宽松的主要目的是降低实体融资成本，这不一定需要通过全面降息来达成，而是可以通过强化利率政策执行以及结构性政策来实现。这表明央行对此前货币政策传导的堵点或将强化监督，例如针对银行负债端成本偏高对降低信贷成本的约束，2024年自律机制分别于4月规范手工补息、12月将非银同存纳入自律机制，降低企业存款、非银同存利率。

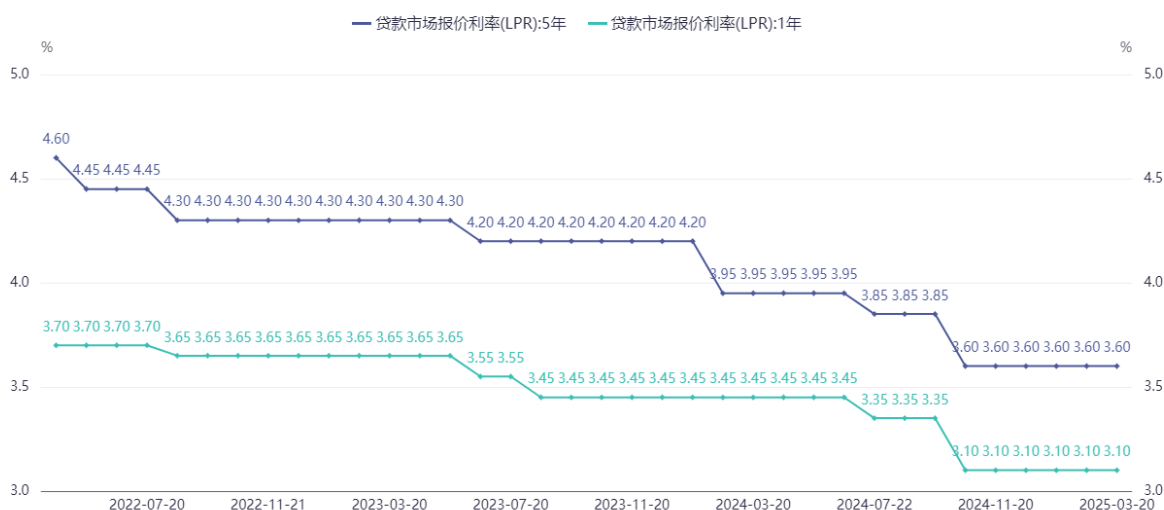
第三，央行强调利用结构性工具支持科创以及稳定股市的重要性。央行将促消费、稳外贸和科技创新挂钩，提出要优化科技创新和技术改造再贷款政策，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。在支持资本市场的结构性工具方面，新增“探索常态化的制度

安排”这一表述，可能后续将进一步明晰结构性工具的规模、批次、动用条件和使用节奏等。

第四，央行对稳汇率的定调不变，坚决对汇率市场的顺周期行为进行纠偏，防止人民币汇率出现单边一致性预期的风险。这表明海外货币政策的节奏将扰动国内货币宽松节奏，短期内国内央行降息预期大大减弱。

代表信贷基准利率的 LPR 连续多个月保持不变，反映出央行在降息节奏上的定力。展望未来，在物价水平偏低、外部经贸环境变数加大、国内房地产市场仍存下行压力的背景下，2025 年央行降息的必要性较为充足。不过央行将根据国内外金融形势择机选择货币宽松力度和节奏，后续降息需要持续跟踪国内经济指标恢复情况以及海外央行货币政策节奏。

图 23 LPR 连续多月持平



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

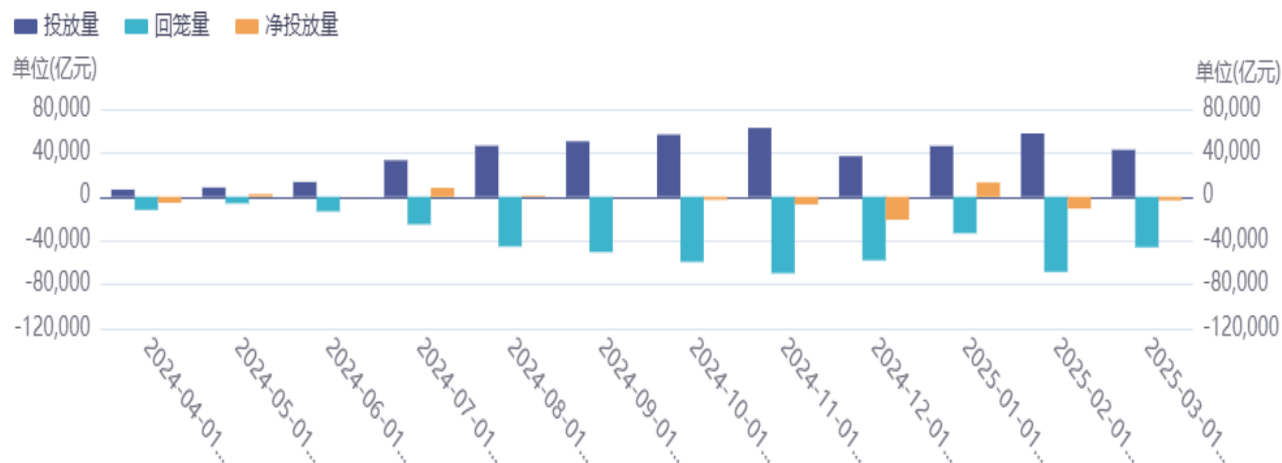
## 4 央行公开市场操作净回笼流动性

2 月份，央行在公开市场操作投放 57758 亿元，回笼 68531 亿元，净回笼 10773 亿元。3 月份节奏 26 日，央行在公开市场操作投放 42841 亿元，回笼 46105 亿元，净回笼 3264 亿元。一方面，春节假期之后现金回流至金融系统，流动性自然回流使得市场流动性偏宽松，央行需要回收掉节前释放的流动性来使得市场回归合理充裕水平。另一方面，目前国内居民部门的信贷需求偏弱，过剩的流动性可能会造成资金空转，无法起到有效支持实体经济的目的，反而会持续压低市场利率。

另外值得注意的是，自 LPR 换锚以来，央行在强化 7 天逆回购利率的政策利率地位，弱化 MLF 的影响力。首先，7 日逆回购相对 MLF 的操作更加频繁、灵活以及精细化，更加有利于央行管理市场货币预期。其次，7 日逆回购的公

开市场操作不仅可以进行价格型操作，也可能进行数量型操作，可以在不方便降息的情况下，通过投放与回笼数量差的方式来调节市场流动性，可以实现特殊情况下的流动性需求，平缓市场流动性的波动。

图 24 2-3 月央行公开市场操作净回笼流动性



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

## 5 总结

国债期货价格的影响因素包括宏观经济基本面、货币政策、流动性等。目前国内宏观经济指标修复偏缓慢，说明长期的货币政策预期偏向宽松，以刺激经济需求回升，国债期货中长期牛市的逻辑成立。不过由于海外不确定性风险因素升温，特朗普关税战易导致美国通胀上行，美联储降息预期面临较大不确定性，央行开始关注稳定汇率，防止汇率端形成一致性预期并自我实现，短期内货币宽松预期消退。2 月以来央行公开市场操作净回笼流动性，流动性趋紧带动国债到期收益率持续回升。不过考虑到政策利率 1.5% 的锚定效应，目前市场利率持续反弹之后隐含的降息预期回归至 0 左右，市场利率继续反弹的空间较为有限，国债期货底部具有较强支撑。总的来说，国债期货短期内表现出震荡筑底的走势。

（仅供参考，不构成任何投资建议）



### 获取每日期货观点推送

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

#### 免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。