

国债期货：细水长流

——2024 年国债市场回顾与 2025 年展望

方正中期期货研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 Z0013871

➤ 摘要：

○ 年初以来，国债期货总体呈现上涨走势，四个品种表现差异较大。国内经济基本面、财政和货币政策节奏、海外主要经济体货币政策、国内股票市场波动均存在影响。其中“资产荒”和弱经济基本面逻辑是推升债市上涨的关键因素，货币政策扩张和供给压力仅有阶段性影响，且前者偏向利多。2025 年主要阶段性风险仍在供给层面，名义增长速度变动不大、利空有限。汇率虽有贬值风险但不会影响货币宽松。期债或维持高位偏强势震荡走势，且利率仍有刷新低点可能。以更长期时间看，国债收益率跟随名义经济增速下行趋势不变。期债市场情况显示，T 合约仍是绝对焦点，且总体投机度相较于其他期货品种更低，显示出套保需求较高：市场上多头替代策略以及空头对冲策略更多以持仓体现，交易频率明显降低。最后上市的 TL 合约交易活跃度上升最明显，成交持仓占比均已超过 TS 合约，相对更高的投机度也反映部分投资者借助长端合约博取收益。此外监管继续加速放开国债期货交易，预计 2025 年参与国债期货交易的商业银行进一步增加，市场规模继续扩大。

○ 交易策略方面，四季度四个品种主力合约刷新高点后，已无明显技术压力，均线呈现多头排列走势，仍可保持看多走势。但基本面潜在压力可能带来阶段性调整，参考三季度开始的大幅波动走势。逢低做多仍是主要操作。配置盘久期和杠杆均可维持高位，交易盘则可阶段性调降久期和杠杆。期现和跨期方面，预计 2025 年仍存在季节性机会，临近交割月近-远跨期价差仍有交易空间。曲线方面，债券供给增加仍以影响长端为主，但央行政策能够部分对冲，曲线走陡的趋势依然缓慢。

目录

第一部分	国债长期走势和行情总结	3
一、	国债市场长期走势分析	3
二、	国债期货市场走势分析	5
三、	国债期货市场成交持仓分析	6
第二部分	经济基本面分析	7
一、	经济弱修复利空有限 关注地产表现	8
二、	再通胀依然缓慢 风险难有明显放大	10
第三部分	供给：财政扩张下供给或有阶段压力	11
一、	财政收入约束下 支出加速推升赤字	11
二、	利率债净融资增长 2025 年或继续上升	12
第四部分	需求：货币宽松延续 关注“资产荒”逻辑	14
第五部分	海外因素：汇率有走弱压力 影响相对有限	16
第六部分	期货价格技术与策略展望	18

第一部分 国债长期走势和行情总结

年初以来，国债期货总体呈现上涨走势，四个品种表现差异较大。国内经济基本面、财政和货币政策节奏、海外主要经济体货币政策、国内股票市场波动均存在影响。其中“资产荒”和弱经济基本面逻辑是推升债市上涨的关键因素，货币政策扩张和供给压力仅有阶段性影响，且前者偏向利多。2025 年主要阶段性风险仍在供给层面，名义增长速度变动不大、利空有限。汇率虽有贬值风险但不会影响货币宽松。期债或维持高位偏强势震荡走势，且利率仍有刷新低点可能。以更长期时间看，国债收益率跟随名义经济增速下行趋势不变。期债市场情况显示，T 合约仍是绝对焦点，且总体投机度相较于其他期货品种更低，显示出套保需求较高：市场上多头替代策略以及空头对冲策略更多以持仓体现，交易频率明显降低。最后上市的 TL 合约交易活跃度上升最明显，成交持仓占比均已超过 TS 合约，相对更高的投机度也反映部分投资者借助长端合约博取收益。此外监管继续加速放开国债期货交易，预计 2025 年参与国债期货交易的商业银行进一步增加，市场规模继续扩大。

一、 国债市场长期走势分析

对国债价格或者说利率周期的研究根本上还是对于经济周期的研究，利率周期与经济周期密切相关，经济周期决定了利率周期并领先于利率周期，但利率又通过影响全社会资金成本和回报率的方式反作用于经济周期上。因此整体呈现经济下行-融资成本下降（利率走低）-（政府、企业、居民）加杠杆-经济回升-利率上行-（政府、企业、居民）降杠杆-经济下行的周期循环中。经济周期有不同的表现形式，一轮大的周期又是由几个中型周期和众多小周期叠加而成。比如，一轮康波周期包含 5-6 轮朱格拉周期，每个朱格拉周期则是由 3 轮基钦周期（库存）构成。因此，我们一般观察的短期周期往往表现为 3-4 年左右一个轮回。以债市为例，2008 年以来国内共经历四轮利率周期，每轮周期持续 3-4 年左右的时间，其中包含一轮利率的下行（牛市）与上行（熊市）过程。上一轮利率周期起始于 2018 年初，其中利率下行阶段为 2018 年初至 2020 年 4 月份，2020 年 5 月份之后进入利率上行阶段，并于 2021 年 2 月份结束。2021 年 3 月份以来市场开启新一轮利率周期。总结近十年利率走势我们发现经济周期、杠杆周期与利率周期密切相关。

第一轮利率周期以 2008 年国际金融危机爆发为起点，受国际局势影响，国内 GDP 增速自 2008 年初的两位数增长迅速回落，至 2009 年一季度最低下滑至 6.4%。为避免经济硬着陆，2008 年下半年国内推出 4 万亿财政刺激政策，央行也将存款基准利率水平从 4.14% 降至 2.25%，国债市场收益率大幅下行，10 年期国债收益率自 2008 年初的 4.4% 最低降至 2.67。大量的资金供给与超低的利率水平刺激政府部门、企业部门和居民部门集体加杠杆，整体社会债务水平大幅上行。为抑制经济过热的势头，2010 年下半年开始国内紧急加息，1 年期定期存款基准利率水平由 2010 年中的 2.5% 迅速上调，并在 2011 年中达到 3.5% 的水平，10 年期国债到期收益率则由迅速上行至 4% 以上，债务成本的大幅走高迫使企业与居民部门降低自身成本，经济过热的局面得到遏制。

第二轮利率周期自 2012 年开始，国际上欧洲五国债务危机愈演愈烈，并拖累欧洲经济大幅下滑。内外需求同步回落，国内投资、消费、进出口大幅下行，GDP 增速自 08 年金融危机以来首次跌破 8%，全年 GDP 增速创出 13 年新低。在此背景下国内政府推出了一系列稳增长措施，保 8 成为当年的重要任务。当年存款准备金率两次下调，基准利率水平也由 3.5% 经过两次降息达到 3%。国家推出一系列稳定投资增长的政策组合，加快项目审批，基建投资迅速发力，规模远超 2008 年的 4 万亿投资。各地房地产政策也进行了放松，包括在住房公积金和贷款额度进行放款，提供税费优惠，鼓励首套购房，居民部门和政府部门杠杆水平迅速回升。10 年期国债到期收益率水平从 4% 以上在 2012 年年中最低降至 3.3% 以下。2013 年下半年开始，国内经济小周期回升，但实体行业产能过剩问题突出，银行不良贷款风险激增，房地产泡沫在部分城市出现破裂，金融体系内资源错配期限错配严重，资金成本迅速提升，企业再次进入被动去杠杆，10 年期国债收益率迅速升至 4.7% 以上。

第三轮利率周期从 2014 年开始，企业大规模去产能、降库存，房地产各指标均现负增长，实体经济快速下滑，中国经济进入供给收缩期。2014-2015 年国内央行通过 6 次降息将基准利率水平由 3% 降至 1.5%，大型金融机构存款准备金率也由 20% 降至 17%，对应的 10 年期国债收益率水平由 3.5% 以上在 2016 年初最低降至 2.7% 左右。供给侧产能主动去化叠加 2015 年底中央经济工作会议提出的“三去一降一补”供给侧改革政策推进，2016 年供给收缩与国际经济复苏需求提升出现错配，大宗商品价格大幅上行，国内外经济也呈现周期性回升。实体行业投资回升，房地产价格大幅上行，带动利率水平走高。去杠杆政策在金融体系演变成监管的不断加强，2017 年 10 年期国债收益率水平由 3% 最高升至 3.9 以上。2017 年下半年我们曾预测，利率已经处于十年来第三轮利率周期的后半部，当利率上行触发各部门主动去杠杆，企业利润大幅收缩，经济再次出现失速风险时，将是利率顶部区间。这些预测在 2018 年基本得以验证。

第四轮利率周期从 2018 年初开始，全球经济受到政治不确定性加剧、全球贸易局势紧张和地缘政治冲突频繁等因素影响，国际贸易和跨境投资萎缩，全球制造业持续疲弱，经济增长动能不足，全球主要央行开启新一轮量化宽松之路，全球市场收益率水平不断走低。国内经济增速也处于台阶式下滑过程中，外部不确定性较强，内部复苏进程缓慢，市场收益率受到宏观经济条件的约束。本轮牛市周期共持续两年零四个月的时间，2020 年 5 月份开始国债市场收益率快速回升，市场正式进入本轮利率周期的上行阶段，2020 年三季度国内货币政策基本从疫情期间极度宽松状态重回正常化，国内实际经济增速也在 2020 年三季度达到本轮反弹的高点，但鉴于同比因素影响较大，各项经济指标的同比增速则在 2021 年一季度达到高点，第四轮利率周期的熊市阶段也于 2021 年一季度正式结束。

第五轮利率周期自 2021 年一季度末开始，随着国内经济同比增速以及实际增长共振下行，国内货币条件逐步放松，国债市场收益率进入新一轮下行过程。2022-2023 年海外地缘政治风险激增、海外主要央行货币政策快速收紧、主要经济体国债收益率回升、国内宽信用预期以及政府债券发行压力等因素对债市也形成阶段性压力，金融市场波动加剧，国债期货价格震荡幅度增加。从一轮利率周期持续时间来看，2024 年“资产荒”和基本面（名义增长走弱）国债价格继续上行，虽然下半年上行节奏放缓，但未出现

深度调整，10 年长端国债收益率最低降至接近 2% 水平。未来仍然需要关注供给冲击以及基本面修复的阶段性影响。但以更长期时间看，国债收益率跟随名义经济增速下行趋势不变。

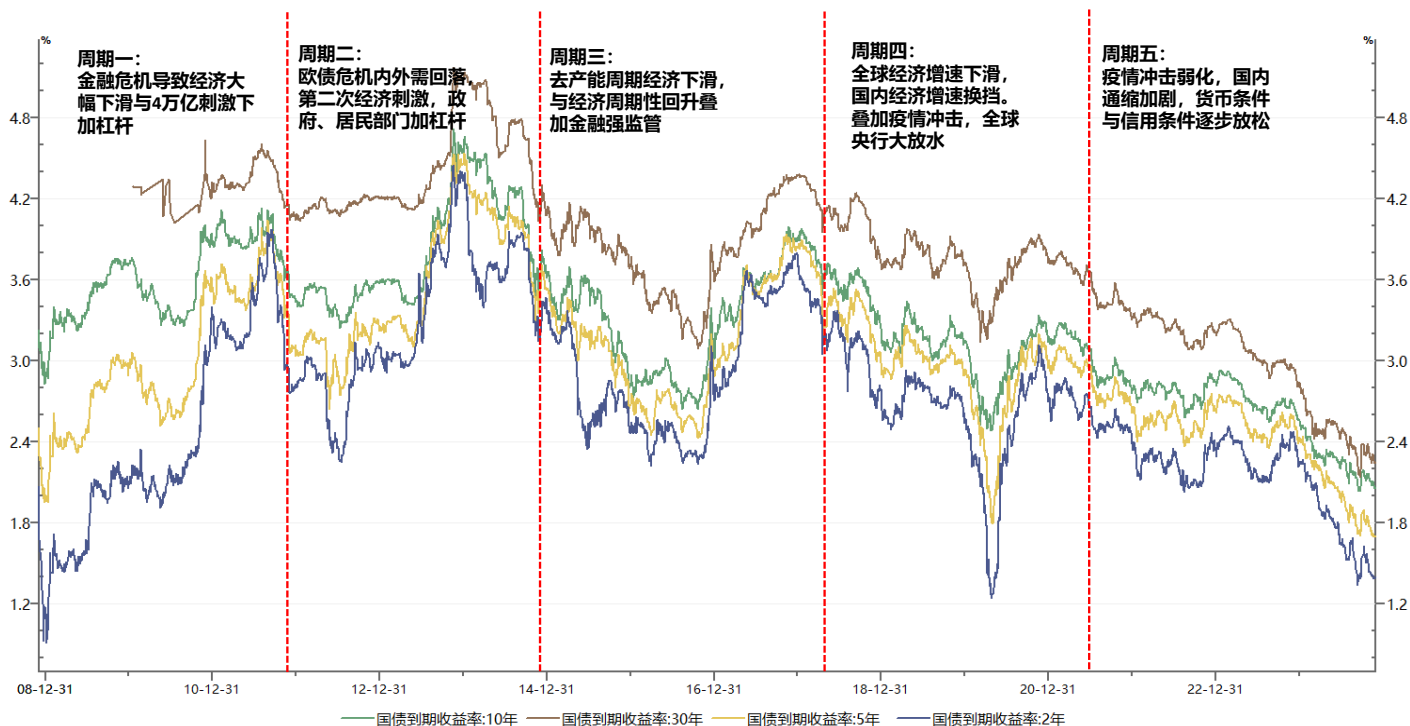


图 1 收益率长周期下行趋势不变
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 国债期货市场走势分析

年初以来，国债期货总体呈现上涨走势，四个品种表现差异较大。国内经济基本面、财政和货币政策节奏、海外主要经济体货币政策、国内股票市场波动均存在影响。其中 2 年、5 年、10 年、30 年品种均有一定涨幅，但四季度开始 2 年以外品种涨幅更大。节奏上看，一季度国内经济基本面持续修复，多数经济数据表现超预期，二季度初期再通胀速度明显加快，均是限制长端涨幅的因素。货币政策持续宽松，1 月出台降准措施后。财政政策宽松主要体现在两会《政府工作报告》对今年广义财政资金增量的计划，对 3 月后上行斜率放慢也有关键影响。同时，海外市场中美联储政策波动较大，鹰派、鸽派反复切换，令美债收益率波动增加，通过汇率渠道间接影响国内资产价格的稳定。5 月后国内风险资产价格尤其是股票市场答复回落，风险偏好明显下降，也对债市产生利好的主要方面。至 6 月底经济数据显示基本面修复放慢，预期走弱仍支持市场，并直接推升 7 月债市再刷新高点。同时央行开始暗示控制收益率曲线，叠加债券发行速度加快，8 月长端价格冲高回落，出现短期调整。但市场情绪仍然指向利空风险资产，尤其是 8 月末海外交易衰退预期带动国内避险情绪上升推动长端价格继续冲高，直到 9 月末决策层态度彻底转向后出现大幅调整。随后债市维持震荡上行并在 11 月刷新高点。我们认为，“资产荒”和弱经济基本面逻辑是推升债市上涨的关键因素，货币政策扩张和供给压力仅有阶段性影响，且前者偏向利多。2025 年

主要阶段性风险仍在供给层面，名义增长速度变动不大、利空有限。汇率虽有贬值风险但不会影响货币宽松。期债或维持高位偏强势震荡走势，且利率仍有刷新低点可能。



图 2 国债期货价格重回高位区间
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 国债期货市场成交持仓分析

截至 11 月，国债期货四个品种年日均成交规模为 188201 张。其中，2 年期品种日均成交规模 302244 张，占国债市场成交规模的 16.1%；5 年期品种日均成交规模 51093 张，占国债市场成交规模的 27.1%；10 年期品种日均成交规模 61747 张，占国债市场成交规模的 32.8%；30 年期品种日均成交规模 45117 张，占国债市场成交规模的 24%。国债期货四个品种日均持仓规模达到 403882 张。其中，2 年期品种日均持仓规模 55270 张，占国债市场持仓规模的 13.7%；5 年期品种日均持仓规模 113079 张，占国债市场持仓规模的 28%；10 年期品种日均持仓规模 173929 张，占国债市场持仓规模的 43.1%；30 年期品种日均持仓规模 61604 张，占国债市场持仓规模的 15.3%。市场年日均成交持仓比 46.6%。情况显示，期债市场中 T 合约仍是绝对焦点，且总体投机度相较于其他期货品种更低，显示出套保需求较高：市场上多头替代策略以及空头对冲策略更多以持仓体现，交易频率明显降低。最后上市的 TL 合约交易活跃度上升最明显，成交持仓占比均已超过 TS 合约，相对更高的投机度也反映部分投资者借助长端合约博取收益。此外，监管继续加速放开国债期货交易，10 月证监会等部门发布《关于加强监管防范风险促进期

《期货市场高质量发展的意见》要求，“在国债期货跨部委协调机制下，稳妥有序推动商业银行参与国债期货交易试点”。预计 2025 年参与国债期货交易的商业银行进一步增加，市场规模继续扩大。

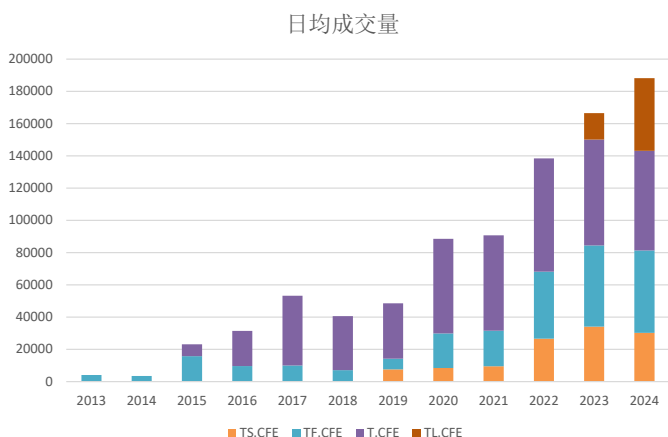


图 3 日均成交量
数据来源：Wind、方正中期研究院

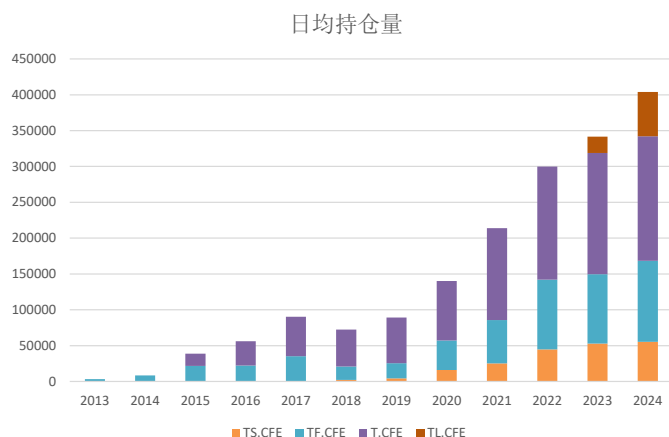


图 4 日均持仓量
数据来源：Wind、方正中期研究院

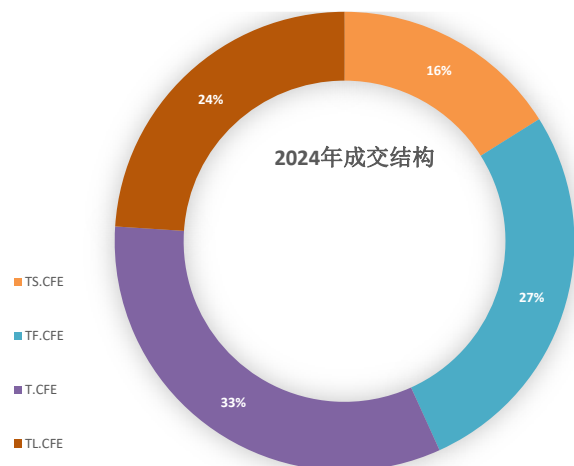


图 5 市场成交结构
数据来源：Wind、方正中期研究院

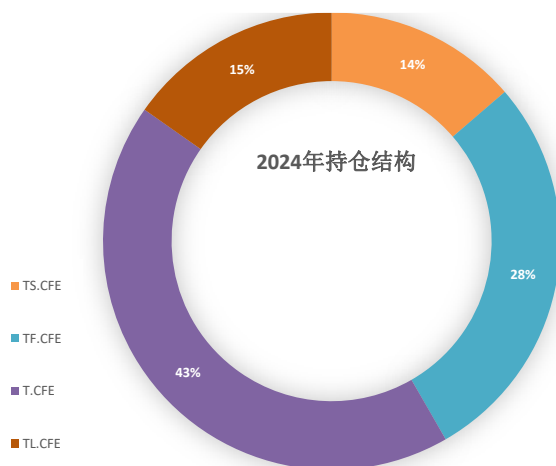


图 6 市场持仓结构
数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 经济基本面分析

2024 年经济总体呈现先降后升的触底反弹走势。前三季度 GDP 增速持续缓慢下降，四季度在大量稳经济政策集中影响下增速明显回升。供大于需持续困扰决策层和金融市场，海外需求明显修复情况下，消费持续放缓、投资总体稳定但结构性差异较大是需求端主要问题。此外，国内通缩总体有所修复，但再通胀步伐并不快。财政和货币政策宽松幅度则明显加快。基本面对债市利好影响主要体现在一季度和三季度，受到经济增速弱于预期影响。通缩风险对债市提振节奏类似，除二季度和四季度修复期以外，均支持债市价格走升。我们预计，2025 年周期性风险放大，外需回落压力明显、内需改善前景待观察，再通胀速度幅度有限。但刺激政策不会退坡、内需持续对冲外需下，2025 年名义增速或伴随价格跌幅收窄而好

转，且存在政策加码对冲，经济超预期的可能性。基本面对债市总体有压力，但基准预期下影响程度有限，货币政策维持宽松也能够对冲部分影响，供给增加则可能造成阶段性调整，债市总体能维持偏强势运行。

一、经济弱修复利空有限 关注地产表现

2024 年经济总体呈现先降后升的触底反弹走势。前三季度 GDP 增速持续缓慢下降，四季度在大量稳增长政策集中影响下增速明显回升。供大于需持续困扰决策层和金融市场，海外需求明显修复情况下，消费持续放缓、投资总体稳定但结构性差异较大是需求端主要问题。从周期角度看，今年多数时间仍在加库存周期中，但已经出现一定不利信号。此外，国内通缩总体有所修复，但再通胀步伐并不快。财政和货币政策宽松幅度则明显加快。我们预计，2025 年周期性风险放大，其背后是全球制造业库存周期波动，以及美国新一届政府对华加征关税风险，外需回落压力明显。而国内供需矛盾改善前景不明，外需风险持续放大，再通胀速度能否持续加速仍有不确定性。虽然外部风险不断累积，但在刺激政策不会退坡、内需持续对冲外需情景下，2025 年经济即使回落空间也有限，尤其是名义增长速度有望伴随价格跌幅收窄而好转，存在政策加码对冲，经济超预期的可能性，对市场影响偏多，可保持乐观看待。对债市而言，基本面修复可能带来一定利空，但预计影响幅度有限。主要风险在于地产反弹程度是否会超预期。

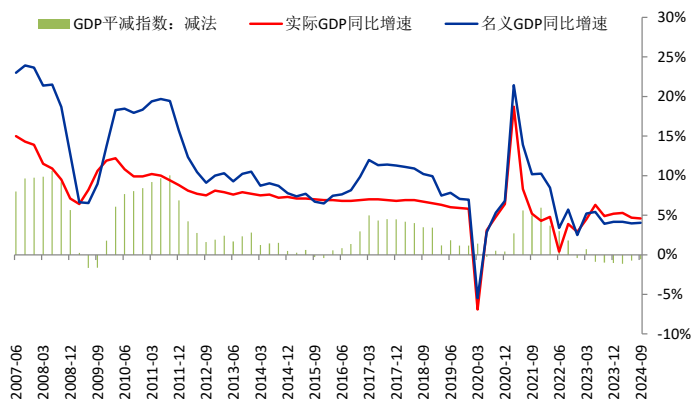


图 7 名义 GDP 增速明显超过实际 GDP

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

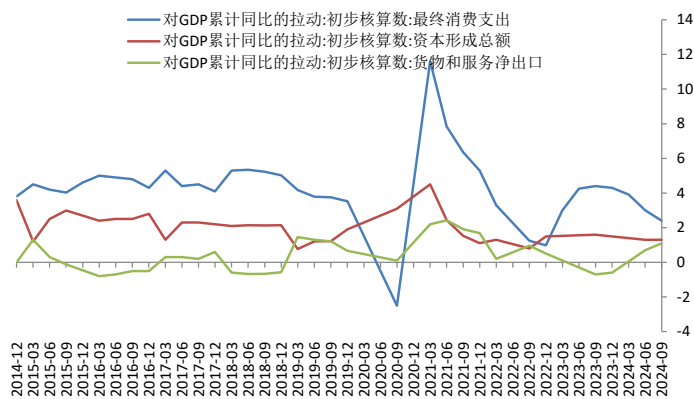


图 8 外需对经济带动明显增强

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

2025	Q1 当季	Q2 当季	Q3 当季	Q4 当季	全年累计
实际 GDP 同比增速	6.00%	6.00%	5.00%	5.00%	5.47%
	5.50%	5.50%	4.80%	4.80%	5.13%
	5.20%	4.80%	4.60%	4.60%	4.78%
	4.70%	4.50%	4.40%	4.40%	4.49%
	4.50%	4.00%	4.20%	4.20%	4.22%

表 1 不同情境下的 2025 年 GDP 增速预期

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

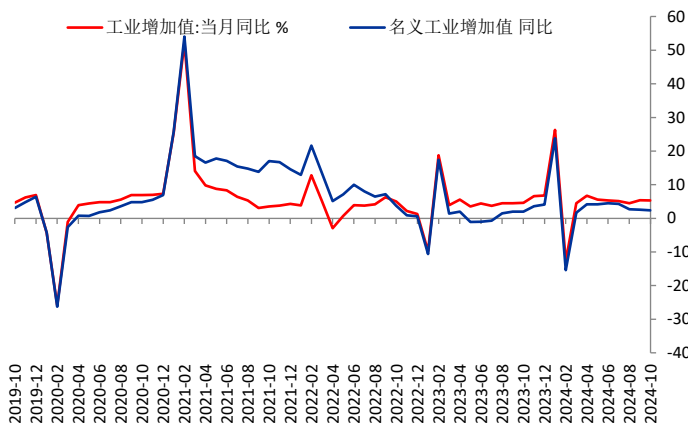


图 9 名义产出受到价格拖累
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

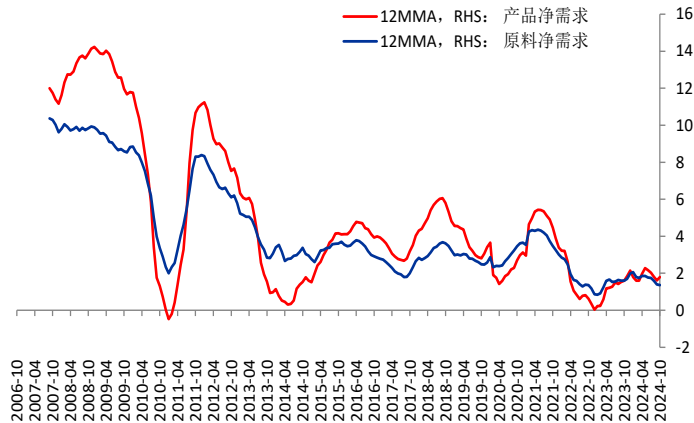


图 10 库存周期接近顶部
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

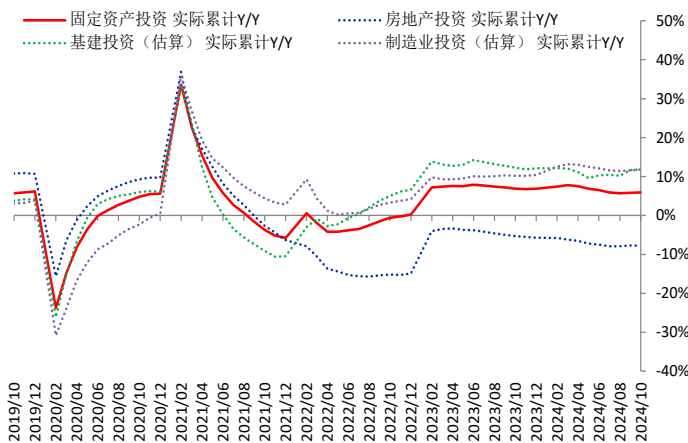


图 11 实际投资中仍以地产为最弱
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

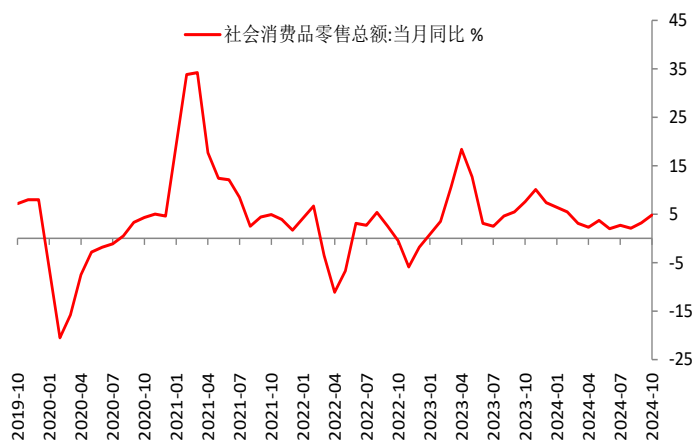


图 12 社消总额同比反弹
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

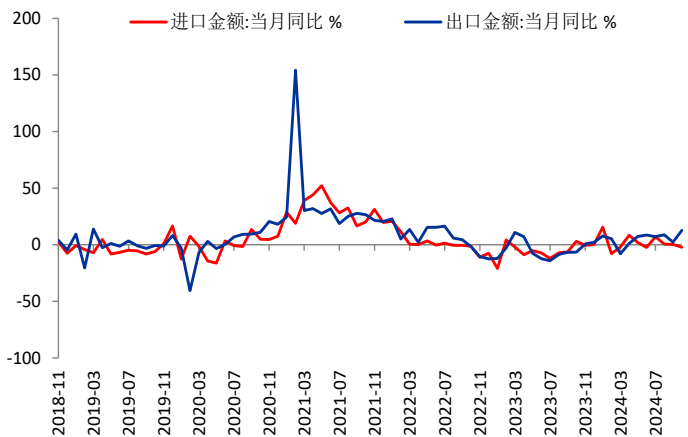


图 13 出口表现相对更好
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

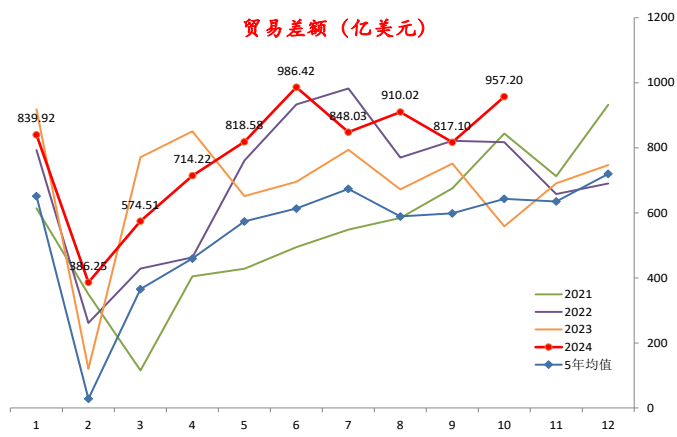


图 14 贸易差额持续位于高位
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

二、再通胀依然缓慢 风险难有明显放大

综合来看，2024 年国内物价呈现通缩总体修复，但再通胀步伐逐步放缓的情况。CPI 维持低位、PPI 反弹后改善斜率减缓。GDP 平减指数从前一年末的-1.04%逐步回升至第三季度的-0.56%。CPI-PPI 差值先下降后上升，主要是 PPI 运行节奏影响。平减指数中枢上移缓慢，且绝对增速为负，对债市影响明显偏向利多，这也是年内推动利率下行的关键力量之一。我们预计，2025 年 CPI 和 PPI 均将延续中枢上移态势，且上半年是增量政策集中投放时期，再通胀节奏或略有加速。而国内供需矛盾改善前景不明，外需风险持续放大，再通胀速度能否持续加速仍有不确定性。全年来看，中性情景下 CPI 同比高位或在 1%附近，PPI 同比高位或在 0%附近。平减指数能够修复至 0%，对名义 GDP 拖累将会减弱，但较难有进一步带动。因此，虽然通缩缓和和对债市存在潜在利空影响，但在实质性通胀出现之前，其影响幅度相对有限。且对抗通缩和促进温和通胀仍是财政和货币政策的重要出发点，尤其是货币政策宽松依然不会有约束，对债市仍是利多方面。

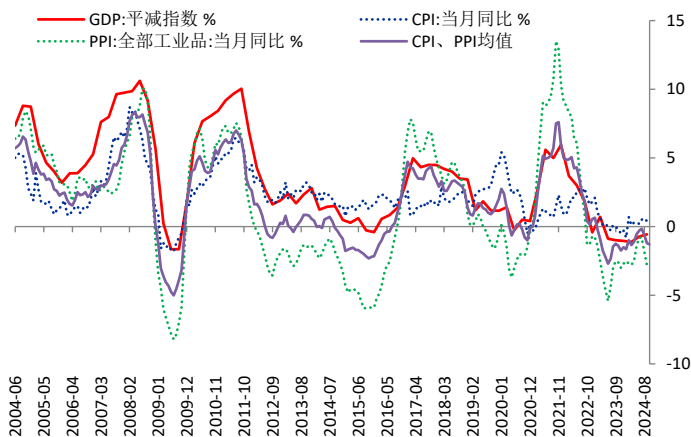


图 15 GDP 平减指数跌幅缓慢收窄
数据来源：Wind、方正中期研究院

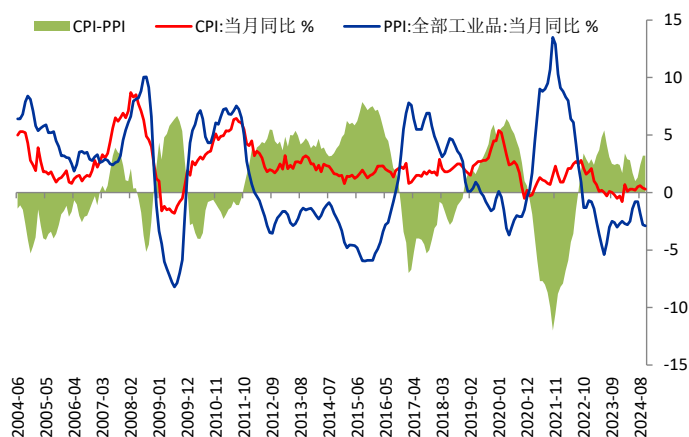


图 16 CPI、PPI 差异下降后反弹
数据来源：Wind、方正中期研究院

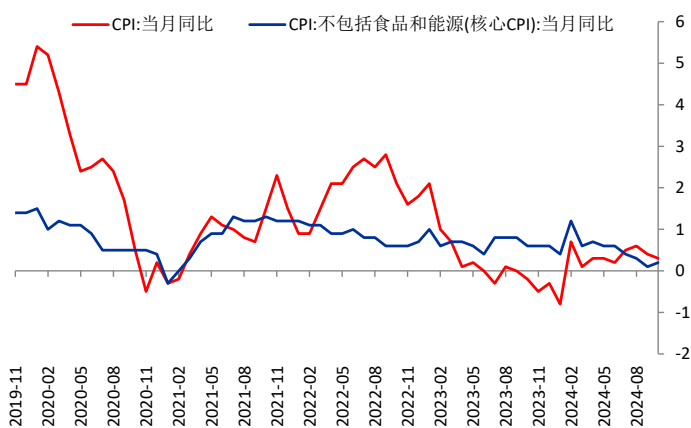


图 17 CPI 与核心 CPI 维持低位
数据来源：Wind、方正中期研究院

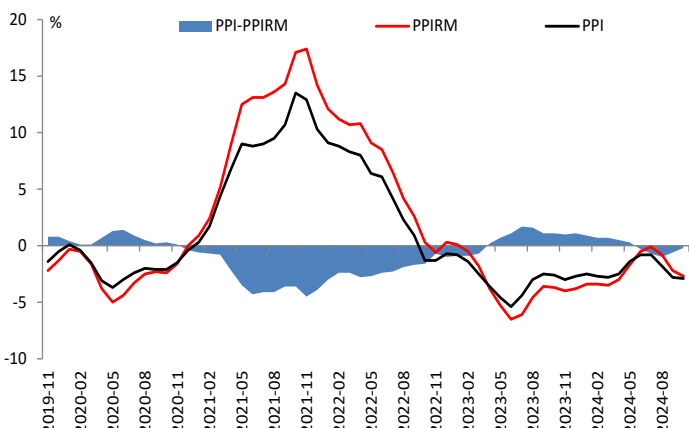


图 18 PPI 和 PPIRM 反弹后回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 供给：财政扩张下供给或有阶段压力

2024 年财政政策扩张逻辑清晰，即围绕增加支出稳经济、化解债务风险降成本两个方向进行。我们预计本轮广义财政修复将持续至 2025 年年初，往后的财政空间仍取决于三方面：狭义赤字率、新增地方专项债额度（包括化债和房屋收储规模）、名义增长和土地购置的结构性支持。前两项将在 12 月后形成预期并在两会上明确，后一项则要关注内生经济动力。此外，具体政策预计在特别国债增加银行资本、房储专项债额度、预算赤字提升幅度三个方面，三者均有较大空间。为提振内需对冲海外不确定性，财政宽松的方向不变。由于 2025 年财政继续加速扩张的可能性较大，利率债供给幅度仍可能超预期，对市场带来潜在的阶段利空影响，这是债市面临的主要风险。预计 2025 年发行压力或主要集中在上半年，但全年总体净融资也将明显超过今年，其中超长期特别国债增量超预期的风险需要注意。

一、财政收入约束下 支出加速推升赤字

今年以来财政收支波动较大，年初开始财政收入同比持续明显负增长，财政支出受到一定限制。截至 11 月中旬，国债净融资已累计实现 4.11 万亿元。按照年初设定的 3.34 万亿中央财政赤字率加上 1 万亿特别国债发行安排，2024 年的国债发行进度已完成 94.7%。从节奏上看，一季度支出包括 2023 年四季度特别国债结余 5000 亿元，该部分资金也是支持年初基建投资明显加速的主要原因。二季度开始财政支出增速放慢，受到资金到位“青黄不接”以及名义增长减速对预算内收入拖累的双重影响。下半年开始新一轮超长期特别国债资金逐步到位，对支出起到促进作用。从收入角度看，前三季度名义增长回落和土地出让金持续低迷分别是狭义财政和广义财政的主要约束。但四季度开始，税收明显改善，受到名义增长恢复对企业 and 居民收入相关税收、消费补贴政策对消费相关税收的双重带动。预算外收入则在土地出让金的缓慢回升下初步得以改善。此外，财政政策总量扩张同时，积极帮助地方政府化解债务风险，四季度人大常委会确定“6+4”化债方案，使用存量地方专项债额度 4000 亿元，年内增加化债空间 2.4 万亿元，且 2025 年和 2026 年还将分别有 2 万亿限额增量。总体上看，财政政策扩张逻辑清晰，即围绕增加支出稳经济、化解债务风险降成本两个方向进行。我们预计本轮广义财政修复将持续至 2025 年年初，往后的财政空间仍取决于三方面：狭义赤字率、新增地方专项债额度（包括化债和房屋收储规模）、名义增长和土地购置的结构性支持。前两项将在 12 月后形成预期并在两会上明确，后一项则要关注内生经济动力。此外，具体政策预计在特别国债增加银行资本、房储专项债额度、预算赤字提升幅度三个方面，三者均有较大空间。为提振内需对冲海外不确定性，财政宽松的方向不变。由于 2025 年财政继续加速扩张的可能性较大，利率债供给幅度仍可能超预期，对市场带来潜在的阶段利空影响，这是债市面临的主要风险。

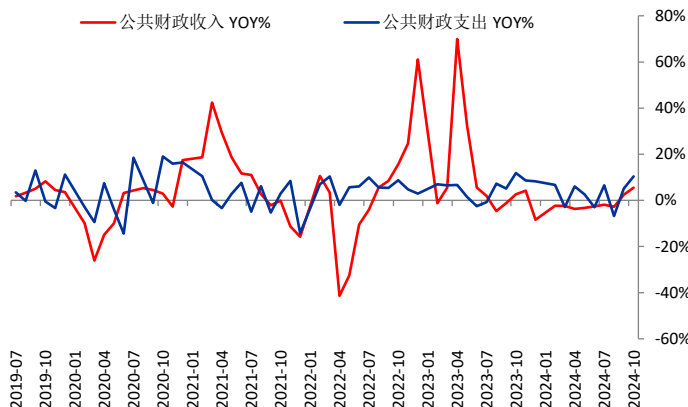


图 19 财政收入放慢后反弹
数据来源：Wind、方正中期研究院

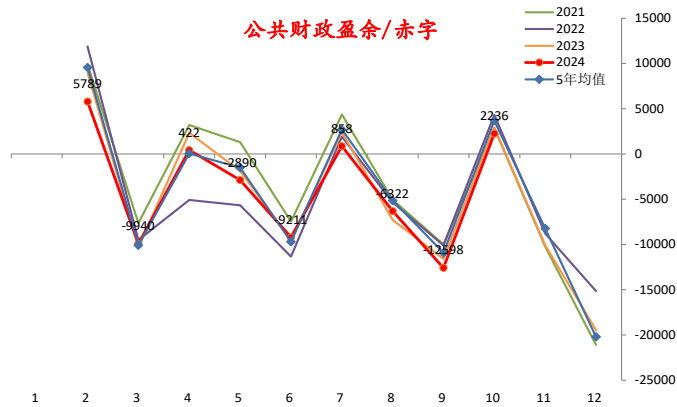


图 20 狭义赤字处于高位
数据来源：Wind、方正中期研究院

方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES		2022年		2023年		2024年
		预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标
主要预期目标	国内生产总值	5.5%左右	3.0%	5.0%	5.2%	5.0%左右
	CPI涨幅	3%左右	2.0%	3.0%	0.2%	3.0%左右
	城镇新增就业	1100万以上	1206万人	1200万人左右	1244万人	1200万人以上
	贫困人口、居民收入	居民收入增长与经济增长基本同步	向低收入群众发放补贴	居民收入增长与经济增长基本同步	6.1%	居民收入增长和经济增长同步
	城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%	5.5%左右	5.2%	5.5%左右
	单位GDP能耗、环境	“十四五”内统筹考核	生态环境质量持续改善	继续下降，重点控制化石能源消费		单位国内生产总值能耗降低2.5%左右
财政目标	财政赤字率	2.8%左右	2.8%	3.0%	3.8%	3.0%
	财政赤字	-	3.37万亿元	-		4.06万亿元
	特别国债			-	1万亿	1万亿元
	对地方转移支付	增长18%，增加1.5万亿至9.8万亿	中央对地方转移支付大幅增加			中央财政加大对地方均衡性转移支付力度、适当向困难地区倾斜
	地方专项债券	3.65万亿元	3.973万亿元	3.8万亿元	4.19万亿元	3.9万亿元
货币目标	减税、降费	退税减税2.5万亿元	留抵退税+减税降费+缓税缓费累计超4.15万亿	延续、优化现行减税降费、退税缓税等措施		落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展
	M2同比	与名义GDP增速相匹配	11.8%	同名义经济增速基本匹配	9.7%	同经济增长和价格水平预期目标相匹配
	社融余额同比	与名义GDP增速相匹配	9.6%	同名义经济增速基本匹配	9.5%	同经济增长和价格水平预期目标相匹配

表 2 2024 年《政府工作报告》工作目标，2025 年赤字、特别国债、地方专项债或进一步提升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、利率债净融资增长 2025 年或继续上升

在债券供给方面，2024 年债券市场总发行量维持高位，净融资明显上升。具体来看，债券市场共发行各类债券 727230 亿元，净融资额 175051 亿元。不同类型债券中，利率债（国债、地方政府债、政策性银行债）总发行量 259999 亿元，净融资规模 117429 亿元。其中国债总发行量 118002 亿元，净融资额 44907 亿元；地方政府债券总发行量 86848 亿元，净融资额 57499 亿元；政策性银行债券总发行量 55149 亿元，净融资额 19525 亿元。此外，公司债券总发行量 36160 亿元，净融资额 5434 亿元；企业

债券总发行量 597 亿元，净融资额-2866 亿元节奏上看，净融资额的两个高点分别是 5 月和 11 月，下半年整体融资增量超过上半年（上半年地方债发行规模不足全年 40%，特别国债发行规模不足全年 30%），三季度国债发行大幅提速（其中 8 月增量最高），是造成三季度长端和超长端利率出现明显调整后滞涨的关键影响因素之一。我们预计 2025 年发行压力或主要集中在上半年，但全年总体净融资也将明显超过今年，其中超长期特别国债增量超预期的风险需要注意。

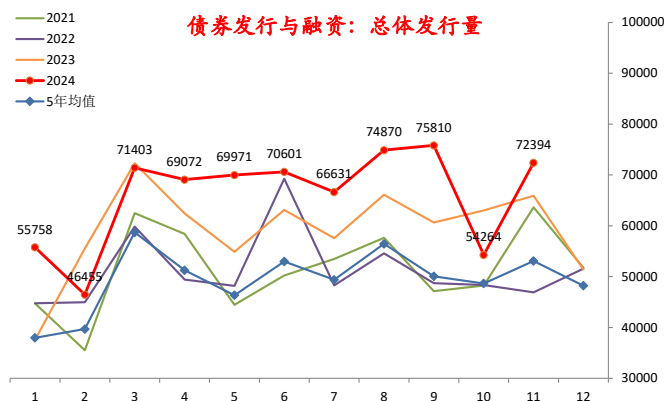


图 21 债券总发行量季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

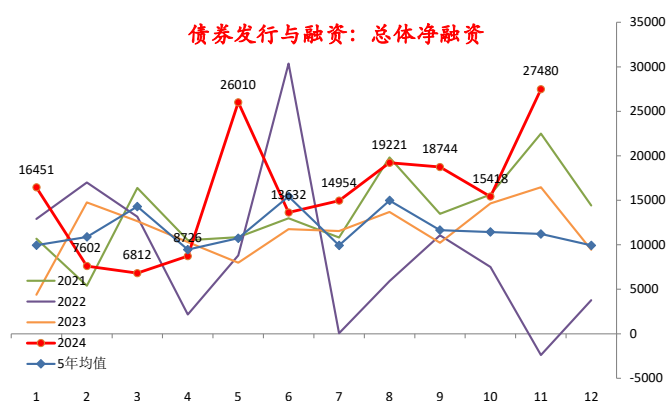


图 22 债券净融资额季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

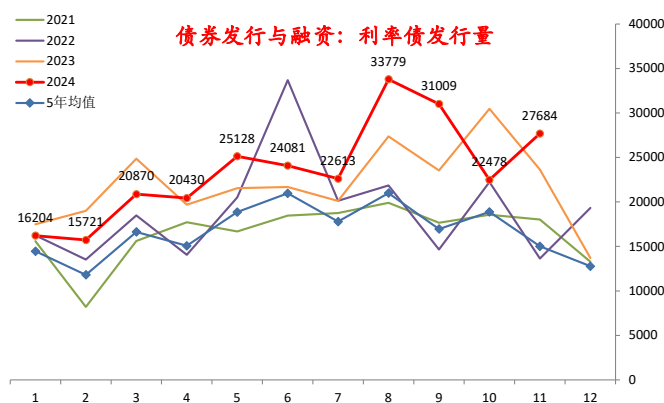


图 23 利率债总发行量季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

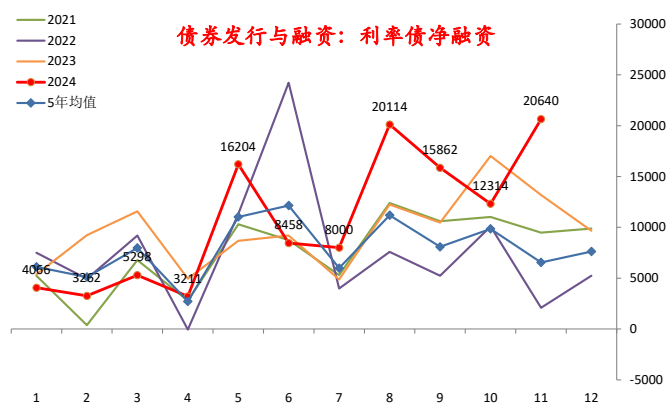


图 24 利率债净融资额季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

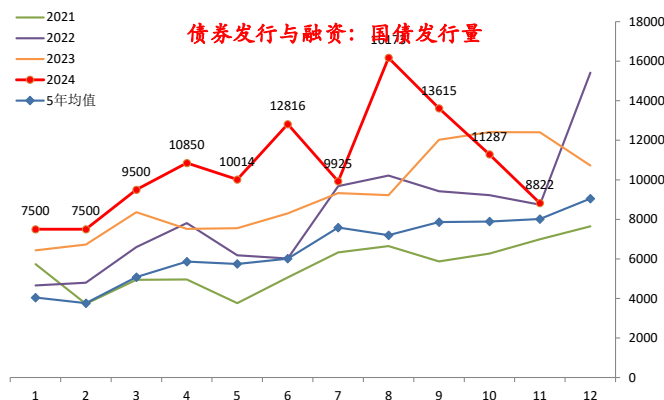


图 25 国债总发行量季节性

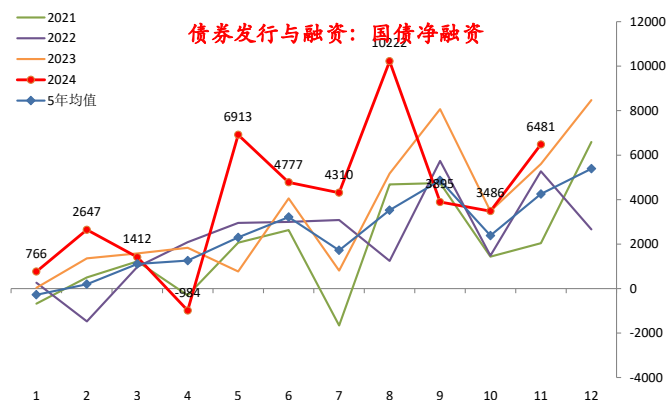


图 26 国债净融资额季节性

数据来源：Wind、方正中期研究院

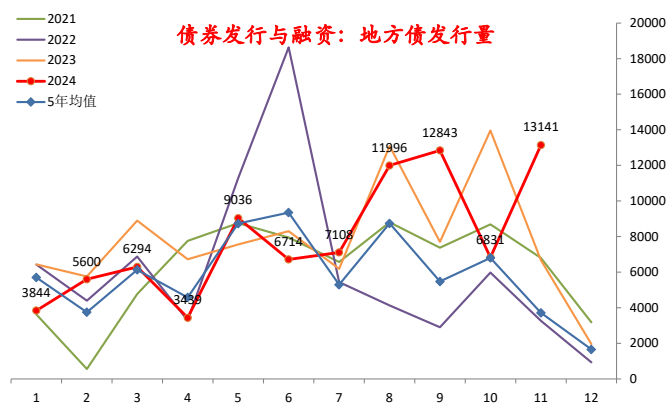


图 27 地方政府债总发行量季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

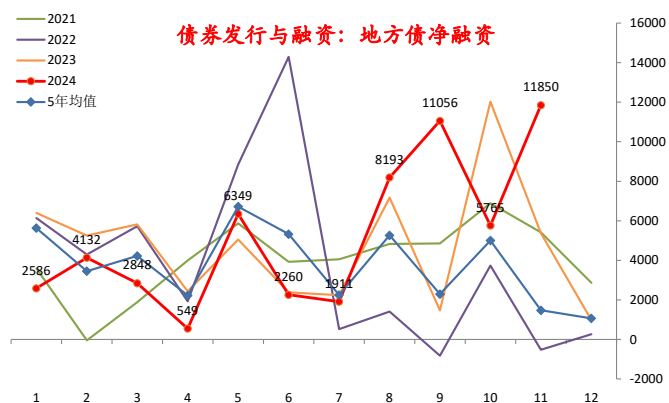


图 28 地方政府债净融资额季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

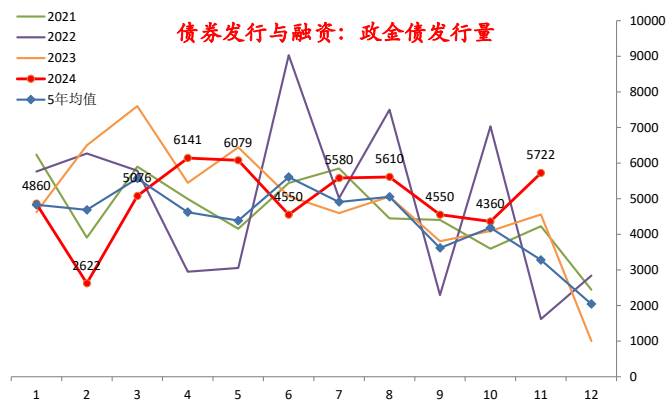


图 29 政金债总发行量季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

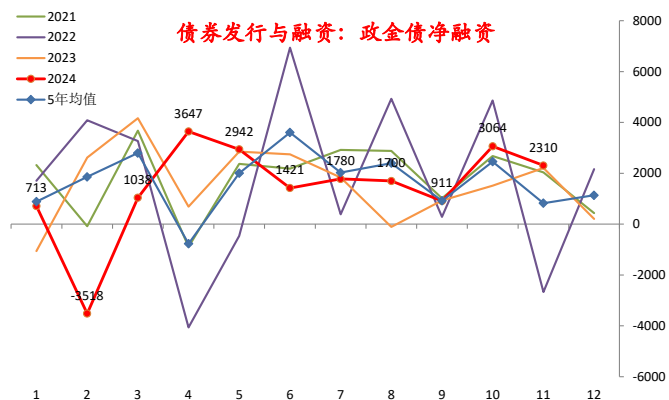


图 30 政金债净融资额季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 需求：货币宽松延续 关注“资产荒”逻辑

2024 年内央行货币政策总体维持宽松，年初和三季度末两次调降准备金率，7 月和 8 月两次调降 MLF 利率。值得注意的是，7 月央行政策调整，MLF 操作时间也推迟到每月 25 日，7 天逆回购操作利率已经成为事实上新的基准利率。从央行角度看，上半年曾出现持续缩表，试图挤压银行间剩余流动性进入实体经济，以打破“资产荒”问题，包括 4 月禁止手工补息也为同样逻辑。商业银行承接政府债务，对扩表高达 6 万亿元，对居民扩表仅为 2 万亿元。从融资角度看，社融增速持续回落受到两方面影响。一是居民贷款尤其是居民长贷持续走弱，受到房屋销售不振、提前偿还贷款的双重影响。而该问题随着 924 政策转向改善，包括降低首付比例和存量房贷利率在内的支持政策效果将持续显现。二是政府融资是社融的主要支持项，尤其是三季度加大对冲政策力度时期，且四季度也仍将有所表现。这既是稳定总体社融的主要力量，也是稳经济的重要抓手（通过基建投资的直接作用和化债的间接作用）。企业部门融资相对稳定，对社融扰动相对较小，但部分受到“挤出效应”三季度略弱于季节性。从存款角度看，M1 持续低迷至三

季度，主要反映企业存款处于低位，四季度有所恢复，受到政府支出明显加速对企业营收回款的积极带动。此外，证券市场成交活跃则继续支持非银存款维持高位。

总体上看，居民部门拖累社融的节奏已经放慢，未来关注新屋销售情况，存在继续修复可能。包括增量地方专项债、特别国债、潜在赤字率提升空间等影响下，政府融资对社融支持不会下降，社融增速或将开始反弹。同时化债政策也有助于企业部门流动性改善，以及降低地方政府资金成本，提升其融资能力。实体经济流动性正迎来好转，且 2025 年财政政策继续宽松之下，货币政策必然配合，仍有一定的降息、降准空间。这对债市仍为潜在利好因素。

对于债市而言，货币政策的利好主要在两方面。一是货币政策大方向为宽松，降息降准等全面宽松政策预期以及落地对市场带来直接利好影响（杠杆成本下降、超准等流动性增加）。二是资金进入实体经济的渠道不畅，信用扩张受阻，资金风险偏好极低，导致国债等低风险资产受到异常追捧，这也即所谓“资产荒”逻辑。上述两大因素是 2024 年影响市场的主因。虽然三季度央行政策短期提升利率曲线陡峭程度，但四季度长端利率再度回落到“政策底”附近（2%左右）。预计 2025 年政策风险主要在两方面，一是央行长端利率态度的不确定性，尤其是在利率降至关键位置之后是否再次通过各种手段干预市场，该因素是潜在的阶段性利空。二是如果实体经济出现超预期修复，吸引更多资金流出金融体系，资产荒逻辑可能松动，这可能带来一轮明显调整，该情景概率较低但仍需要持续警惕。

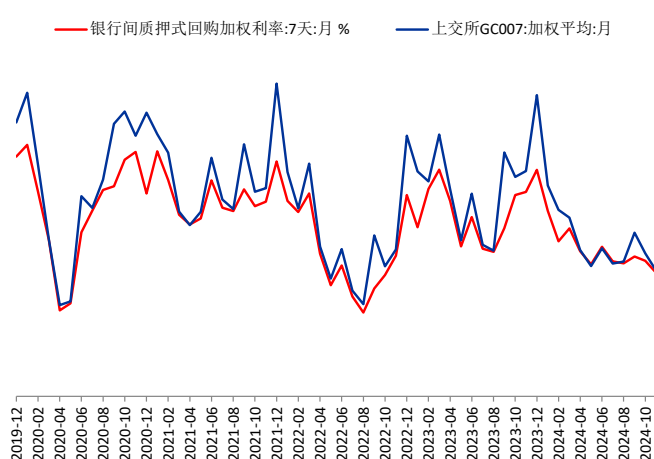


图 31 银行间与交易所市场资金成本
数据来源：Wind、方正中期研究院

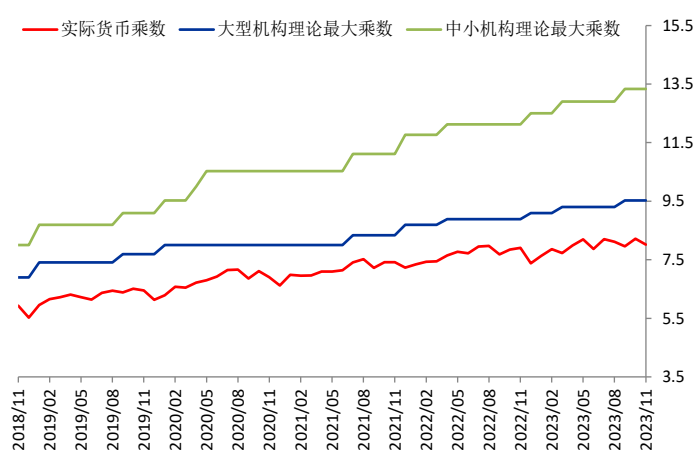


图 32 存款准备金率与货币乘数变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

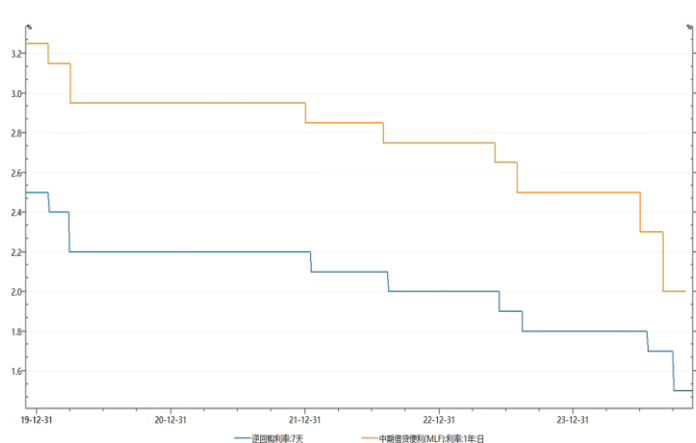
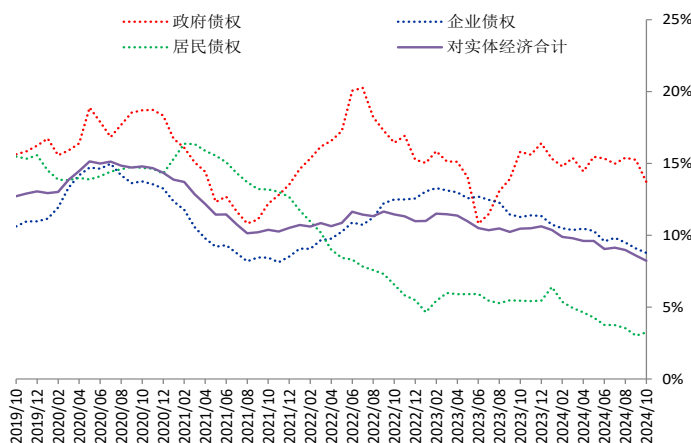


图 33 政府融资是扩表主要方向
数据来源：Wind、方正中期研究院

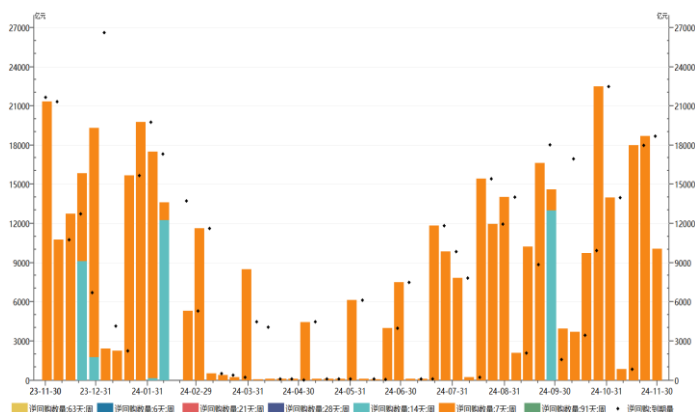


图 35 公开市场净投放(周)
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 34 基准利率两次调降
数据来源：Wind、方正中期研究院

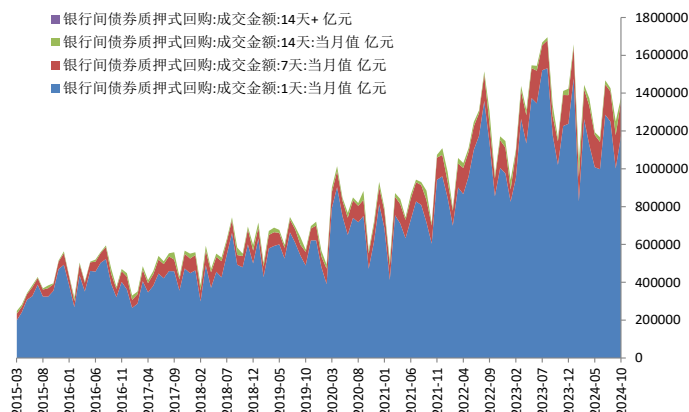


图 36 银行间各期限回购占比
数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 海外因素：汇率有走弱压力 影响相对有限

2024 年人民币总体延续贬值，且呈现明显的三阶段走势。从美元兑人民币汇率来看，上半年持续震荡走弱至 7 月来到年内最低点，离岸人民币跌至 7.35 附近。之后出现明显的升值走势并延续至 9 月末来到年内最高位 6.97 附近。10 月则开始再度走弱。并且下半年以来汇率波动幅度明显扩大。从政策角度看，央行上半年基本坚持稳汇率政策，中间价持续明显强于实际汇率水平，尤其是二季度实际汇率持续位于“跌停”位置附近，显示央行尝试通过中间价定价中的逆周期因子维持汇率稳定，但效果并不理想。从金价隐含汇率持续偏弱以及人民币汇率弹性明显下降等可以看出。直到下半年美联储货币政策调整后压力才有所减小。此外稳汇率的政策需要也对央行控制国内利率产生一定约束，对债市产生阶段性利空。从外汇流动性来看，主要指标分化较大，上半年汇率贬值过程中，银行代客结售汇、涉外收付款均有明显逆差，但下半年随着汇率单边走弱趋势结束，上述指标恢复为顺差为主。表明上半年实体经济对汇率存在观望，结汇并不积极。新增外币贷款、外汇占款变动则基本呈现持续逆差趋势。从影响因素上看，中美利差仍是影响汇率波动的最直接因素。上半年 10 年中美国债收益率差一度下降至最低-2.4%附近，1 年中美国债收益率差也下降至-3.6%左右，严重倒挂的利差拖累汇率明显走弱。但三季度和四季度利差波动又分别带动汇率走强和走弱。美联储态度变动成为影响利差的背后关键因素，上半年美联储持续偏鹰派，但年中开始迅速转向鸽派，并于 9 月大幅降息 50 基点。二季度国内经济走弱并未对汇率造成更强影响。下半年开始汇率大幅变动还有一个重要原因即美国总统大选。往后看，利多人民币汇率的阶段性因素已经结束，汇率不确定性正在上升。除全球总需求可能走弱并拖累出口的基本面因素之外，2025 年美国新政府如果对华大加关税，也将从经济基本面对中国造成直接影响。且提升美国通胀中枢后又通过抑制美联储降息步伐、压制中美利差产生间接影响，且不排除汇率在特朗普政策落地前后出现明显调整的可能性。继续关注 7.35 一线的关键位置，一旦突破央行将再度加大调控力度，高点超过 6.97 的难度较高。汇率风险将令人

民币资产价格受到影响，尤其是债券市场或受到更大冲击。美元、美债收益率如维持强势，叠加稳汇率政策和资本外流影响，理论上将限制国内货币宽松空间，带来潜在利空影响。但从历史上看，中国央行一向优先考虑国内货币政策独立性，并通过同时控制资本外流和汇率贬值程度稀释影响，因此外部风险带来的压力相对有限，反而有助于央行采用更多宽松政策作为对冲手段。



图 37 中美利差引领汇率下跌反弹后再回落
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

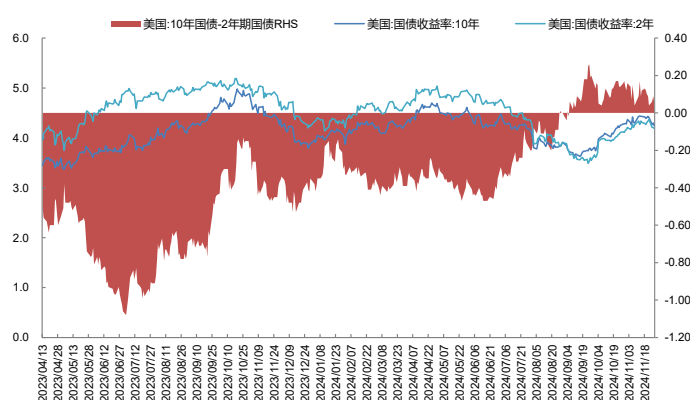


图 38 美国国债收益率与期限利差
数据来源：Wind、方正中期研究院

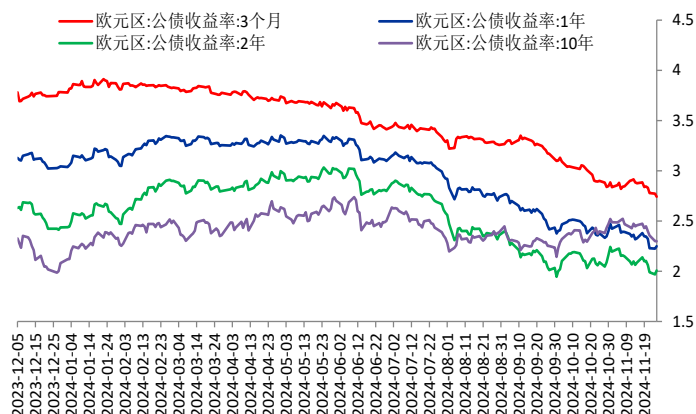


图 39 欧元区国债收益率
数据来源：Wind、方正中期研究院

方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES										
金融市场主要参考指标跟踪										
经济基本面		GDP (季)	制造业PMI (月)	CPI (月)	固定资产投资累积同比 (月)	工业增加值同比 (月)	消费同比 (月)	外贸 (出口) 同比 (月)	外贸 (进口) 同比 (月)	城镇调查失业率 (月)
	本期	4.6	50.1	0.3	3.4	5.30	4.8	12.7	-2.3	5
	上一期	4.7	49.8	0.4	3.4	5.40	3.2	2.4	0.3	5.1
货币政策		M2 (月)	社融 (月)	公开市场净投放 (亿元/周)	MLF净投放 (月)	MLF操作利率 (月)	存准率: 大型 (%) (不定期)	存准率: 中小型 (%) (不定期)	1年期LPR报价利率 (月)	金融机构超储率 (季)
	本期	7.5	14000	17171	-890	2	6.5	9.5	3.1	1.8
	上一期	6.8	37635	-13158	-2910	2	6.5	9.5	3.35	1.5
资金面		7天期逆回购 (不定期)	IBO007	GC007	SHIBOR: 隔夜 (日)	SHIBOR: 一周 (日)	DR001	DR007	6个月同业存单YTM (AAA)	1年期同业存单YTM (AAA)
	T日	1.5	1.8271	1.825	1.47	1.697	1.4772	1.723	1.8623	1.8669
	T-1日	1.5	1.831	1.795	1.47	1.685	1.4528	1.7174	1.8711	1.8697
	T-30日	1.5	1.6246	2.365	1.509	1.697	1.5197	1.5552	1.92	1.93
债市收益率		6个月国债 (日)	1年国债 (日)	2年国债 (日)	5年国债 (日)	7年国债 (日)	10年国债 (日)	15年国债 (日)	20年国债 (日)	30年国债 (日)
	T日	1.385	1.3851	1.4045	1.7025	1.9321	2.0815	2.1828	2.305	2.272
	T-1日	1.3798	1.3894	1.4155	1.7069	1.9316	2.0774	2.1698	2.296	2.26
	T-30日	1.4697	1.4303	1.443	1.8158	2.0519	2.1623	2.2412	2.34	2.3325
	T-180日	1.7055	1.8656	2.1238	2.2987	2.4091	2.4201	2.5	2.54	2.614
全球债市 (10年期)		中国10年债 (日)	美国10年债 (日)	德国10年债 (日)	意大利10年债 (日)	法国10年债 (日)	英国10年债 (日)	日本10年债 (日)	印度10年债 (日)	巴西10年债 (日)
	T日	2.0815	4.43	2.37	3.553	3.084	4.4651	1.082	6.827	12.9
	T-1日	2.0774	4.43	2.43	3.543	3.08	4.4213	1.069	6.804	12.89
	T-30日	2.1623	3.79	2.22	3.514	2.99	4.0532	0.859	6.732	12.3
全球股市		上证指数 (日)	深证成指 (日)	标普500指数 (日)	富时100 (日)	德国DAX指数 (日)	日经225 (日)	韩国综合指数 (日)	MSCI新兴市场 (日)	恒生指数 (日)
	T日	3331	10749	5871	8064	19211	38643	2417	67709	19426
	T-1日	3380	11038	5949	8071	19264	38536	2419	67752	19436
	T-30日	3088	9515	5751	8281	19121	37809	2562	72268	22114
全球汇市		在岸人民币 (日)	离岸人民币 (日)	美元指数 (日)	欧元/美元 (日)	英镑/美元 (日)	美元/日元 (日)	美元/港币 (日)	美元/印度卢比 (日)	美元/巴西雷亚尔 (日)
	T日	7.231	7.2361	106.6842	1.0541	1.2620	154.3845	0.8881	84.34	5.7813
	T-1日	7.2409	7.2523	106.8682	1.0530	1.2667	156.2705	0.8903	84.37	5.7028
	T-30日	7.016	7.099	102.4930	1.0976	1.3125	148.7105	0.8581	83.6	5.4332
商品/贵金属		COMEX黄金 (日)	COMEX白银 (日)	WTI原油 (日)	布伦特原油 (日)	LME铜 (日)	LME铝 (日)	SHFE螺纹钢 (日)	铁矿石 (日)	CBOT大豆 (日)
	T日	2570.1	30.245	67.02	71.04	8971	2656.5	3232	736	998.25
	T-1日	2572.9	30.57	68.7	72.56	9024	2523.5	3313	756	988.5
	T-30日	2667.8	32.19	74.38	78.05	9956	2663.5	3341	750	1037.75
避险情绪		50ETF期权波动率指数 (日)	沪深300ETF期权波动率 (日)	沪深301ETF期权波动率 (日)	标普500波动率指数 (VIX) (日)	德国DAX波动率指数 (日)	富时100波动率指数 (日)	日经225波动率指数 (日)	香港恒生波动率指数 (日)	孟买Sensex30波动率指数 (日)
	T日	24.91	24.73	24.90	16.14	15.27	8.54	18.72	22.01	
	T-1日	25.91	24.64	24.99	14.31	15.36	8.55	18.82	25.99	
	T-30日	24.08	25.62	26.81	19.21	14.17	9.52	34.21	32.08	

注: 债市主要参考指标跟踪数据表由方正中期期货研究院设计, 如有任何疑问请联系方正中期期货研究院。

表 3 债市主要参考指标跟踪
数据来源: Wind、方正中期研究院

第六部分 期货价格技术分析与策略展望

今年以来国债期货价格总体呈现明显上涨走势, 从节奏上看基本分为两个阶段, 年初至 7 月持续加速上行, 波动相对有限。8 月开始波动明显加大, 尤其是 9 月末开始受到政策影响出现明显调整, 但随后反弹并刷新高点。从品种上看, 2 年、5 年、10 年、30 年品种均有一定涨幅, 但四季度开始 2 年以外品种涨幅更大。技术分析角度看, 四季度四个品种主力合约刷新高点后, 已无明显技术压力, 均线呈现多头排列走势, 仍可保持看多走势。但基本面潜在压力可能带来阶段性调整, 参考三季度开始的大幅波动走势。逢低做多仍是主要操作。配置盘久期和杠杆均可维持高位, 交易盘则可阶段性调降久期和杠杆。期现和跨期方面, 预计 2025 年仍存在季节性机会, 临近交割月近-远跨期价差仍有交易空间。曲线方面, 债券供给增加仍以影响长端为主, 但央行政策能够部分对冲, 曲线走陡的趋势依然缓慢。

从 IRR 策略看, 截止四季度 (11 月末) 主力合约已经切换至 2503, 大部分合约 IRR 交易空间相对有限。其中 2 年品种期货 CTD 主要是 240019 的 IRR 相对较高, 为 2.2076%; 5 年期 CTD 券为 220012, IRR 为 2.2908%; 10 年期 CTD 券为 220017, IRR 为 2.0718%; 30 年期 CTD 券为 210005, IRR 为

2.5284%。情况显示，市场存在一定的正套机会，但相对无风险收益率超额收益有限，需根据自身资金成本判断。

从基差交易角度看，国债期货基差上半年呈现先升后降，下半年则有所回升。国债期货定价逻辑表明，基差可以看作国债期货相对于现券没有利息收入的补偿。年初以来市场短端收益率整体位于低位，以基差衡量的收益补偿走低，叠加时间不断损耗，2 年品种基差年初降至负值，之后随着短端收益率进入稳定期而上升，其次是 5 年、30 年和 10 年，受到近月表现更强，且远期套保情绪增加影响，5 月后该情况缓和，但截至年中基差仍为正值。下半年开始，主要品种基差先维持高位，之后逐步走弱，四季度开始重回到负值区间，表现弱于预期。一定程度上表明对未来债券价格看涨的情绪高涨。

跨期套利机会方面。套保头寸是期债市场上参与交割的主要空头力量，大部分情况下套保投资者会持仓至交割月后选择是否移仓。持有非套保仓位的多头投资者则往往在交割月来临前后先行移仓，因此近月-远月价差往往先降后升。反之部分情况下，如果空头先移仓，则近月-远月价差先升后降。跨期价差在此过程中往往波动较大，出现突破 90%分位数水平情况，存在套利机会。年初以来国债期货跨期价差总体呈现持续下行走势。3 月期货主力合约换月阶段有同样规律，即跨期价差先下降后上升，TS、TF、TL 合约均存在跨期价差跌至 90%区间外的反套机会。但 6 月该机会并不明显，表明市场上涨走势下，卖出套保力量严重不足。9 月交割前机会再现，四个品种当季-次季和次季-隔季均在 8 月底突破统计无套利区间下线。但 11 月情况略有不同，长端 TL 次季-隔季合约价差处于高位，侧面反应投资者对长端利率未来向下波动仍存在一定担忧。预计 2025 年仍存在类似季节性机会，临近交割月近-远跨期价差仍有交易空间。

从曲线交易策略来看，年初以来利率期限结构整体呈现长端走平，短端稳定的特点。二季度央行不断提示长端利率风险，尝试做陡曲线，叠加长端供给增加，曲线明显走陡。直到 9 月中旬走陡趋势放缓，下旬伴随政策大幅转向走陡趋势反而放慢，尤其是超长端和长端价差三季度总体有所回落。四季度各期限价差则基本维持震荡走势。我们预计，债券供给增加仍以影响长端为主，但央行政策能够部分对冲，曲线走陡的趋势依然缓慢。

从净基差与套保机会来看，3 月国债期货冲高回落，但绝对水平仍在高位区间，净基差水平总体不高，6 月情况类似。下半年伴随总基差回落，净基差也有所下降，套期保值成本回落。仍建议持券机构在收益率低位利用国债期货进行持仓市值管理，将持仓价值锁定在较高位置。交易性持仓可利用国债期货适当调降久期敞口。特别是 TL 净基差普遍偏高，也表明机构套保情绪高涨带动套保成本上升。

TS.CFE(CFFEX2年期国债期货) 2024/11/28 收 102.648 幅 0.03%(0.028) 开 102.630 高 102.648 低 102.602 结 0.000 仓 5.38万 量 2.26万 增 +1383 振 0.04%

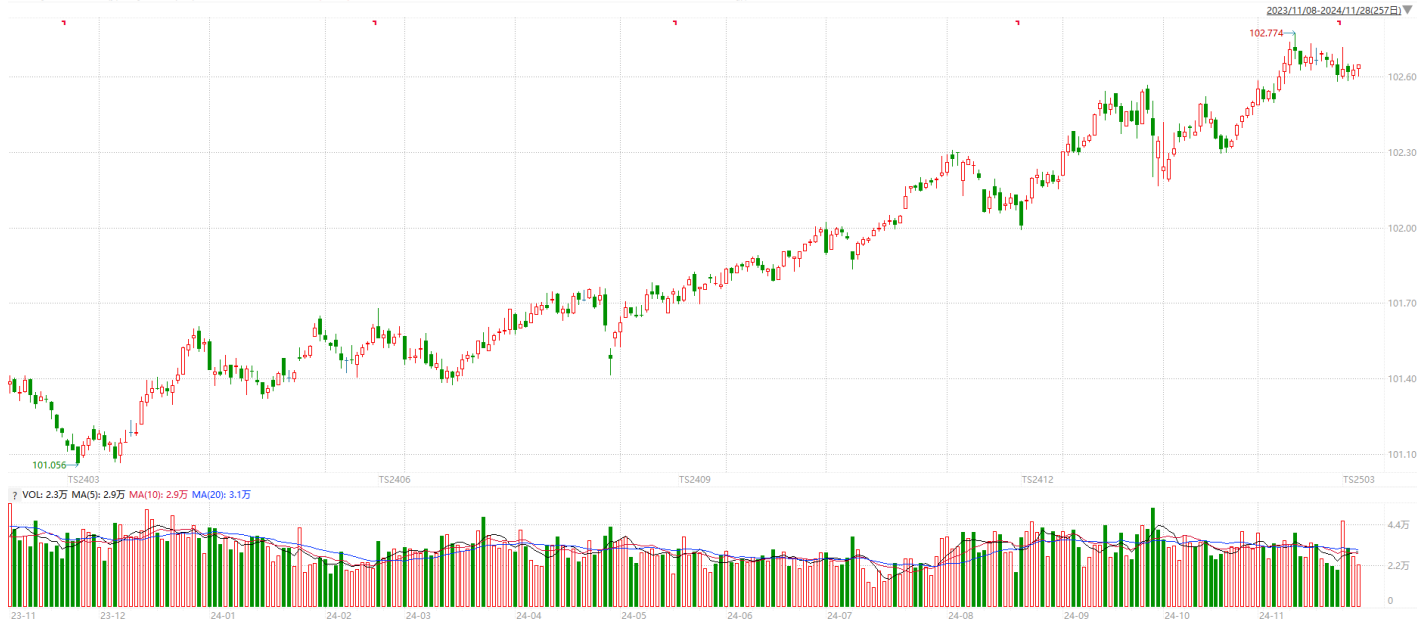


图 40 2 年期国债期货走势
数据来源：Wind、方正中期研究院

TF.CFE(CFFEX5年期国债期货) 2024/11/28 收 105.550 幅 0.07%(0.075) 开 105.490 高 105.575 低 105.430 结 105.550 仓 11.47万 量 3.77万 增 +2165 振 0.14%

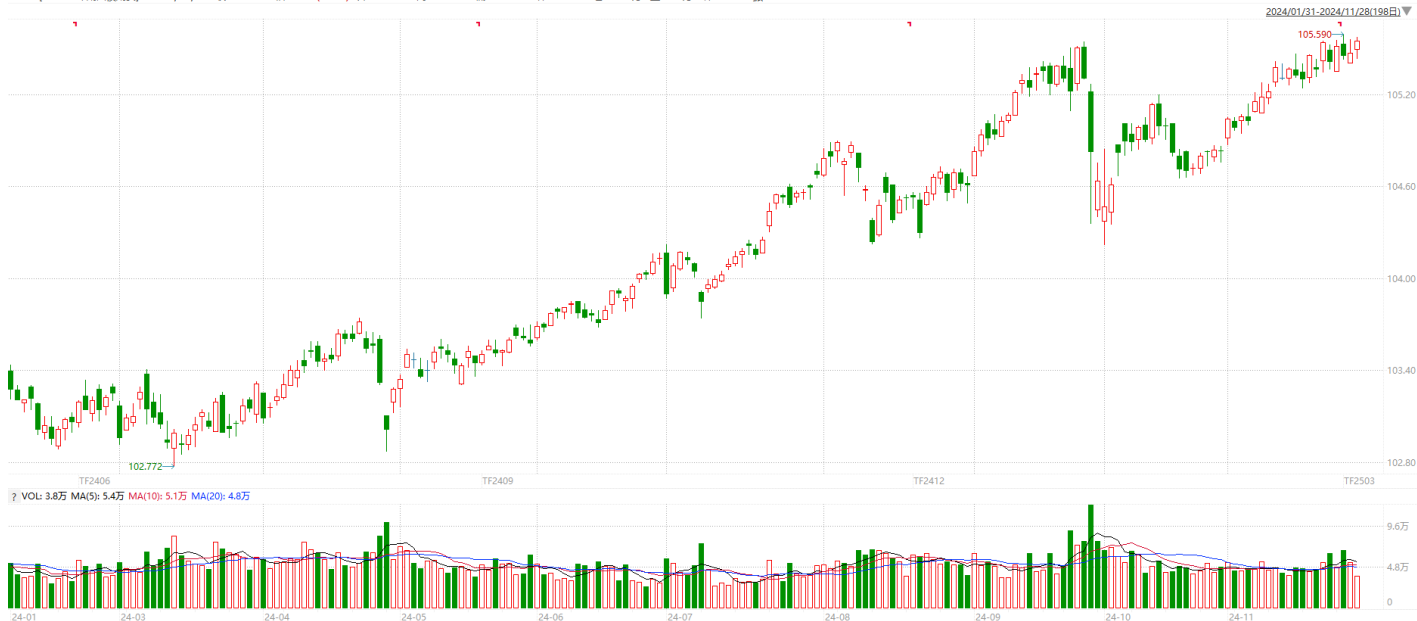


图 41 5 年期国债期货走势
数据来源：Wind、方正中期研究院

T.CFE[CFEX10年期国债期货] 2024/01/02 收 102.713 幅 -0.12%(-0.125) 开 102.923 高 102.928 低 102.708 结 102.753 合 18.78万 量 5.43万 增 -2165 振 0.21%



图 42 10 年期国债期货走势
数据来源：Wind、方正中期研究院

TLCFE[CFEX30年期国债期货] 2024/06/17 收 107.58 幅 0.13%(0.14) 开 107.35 高 107.64 低 107.31 结 107.58 合 6.73万 量 2.82万 增 +989 振 0.31%



图 43 30 年期国债期货走势
数据来源：Wind、方正中期研究院

TS2412.CFE CTD券IRR

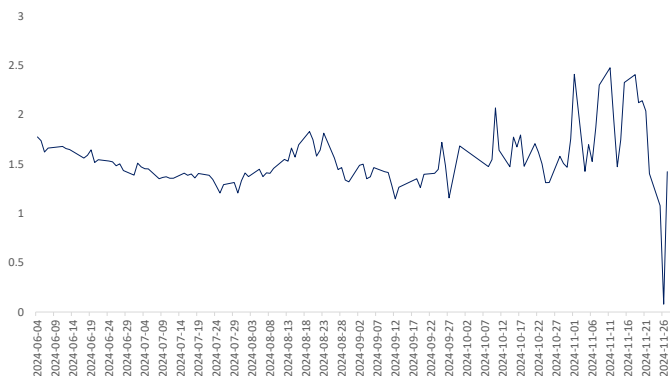


图 44 TS 主力合约 CTD 券 IRR 变化
数据来源: Wind、方正中期研究院

TF2412.CFE CTD券IRR

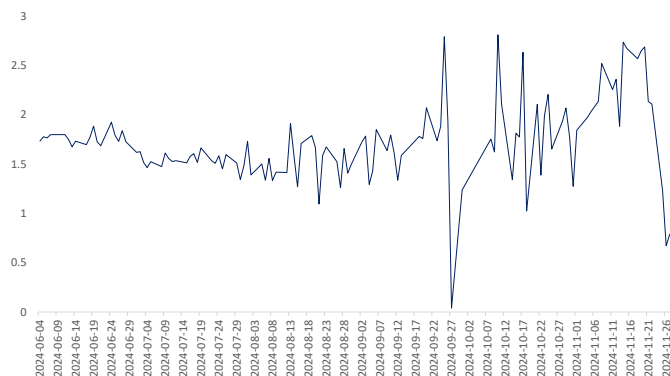


图 45 TF 主力合约 CTD 券 IRR 变化
数据来源: Wind、方正中期研究院

T2412.CFE CTD券IRR

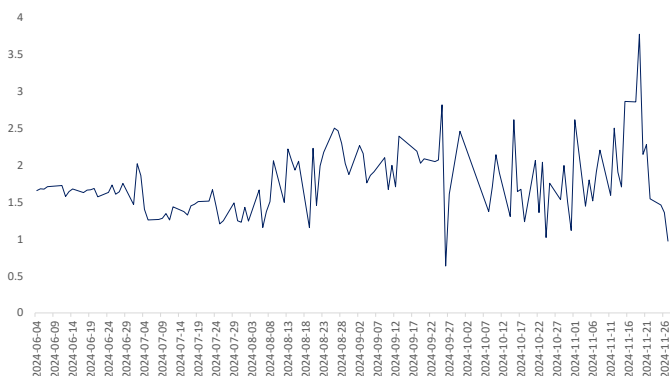


图 46 T 主力合约 CTD 券 IRR 变化
数据来源: Wind、方正中期研究院

TL2412.CFE CTD券IRR

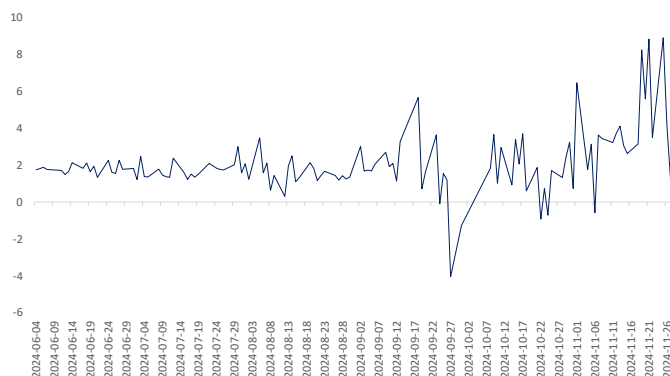


图 47 TL 主力合约 CTD 券 IRR 变化
数据来源: Wind、方正中期研究院

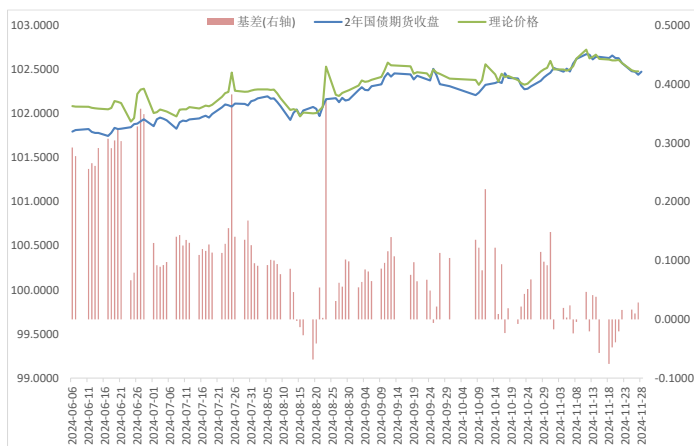


图 48 TS 主力合约 CTD 券基差变化
数据来源: Wind、方正中期研究院

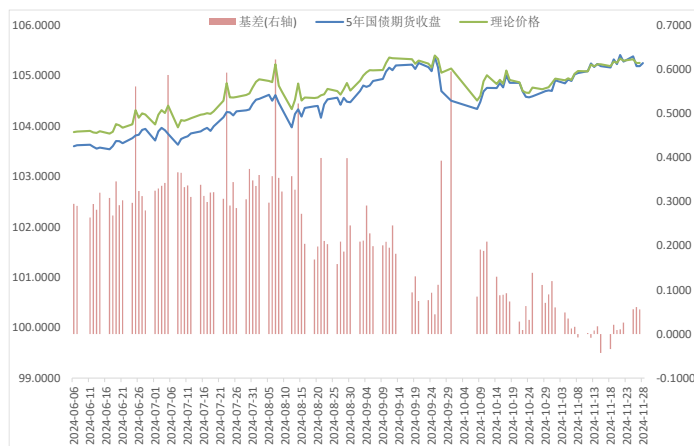


图 49 TF 主力合约 CTD 券基差变化
数据来源: Wind、方正中期研究院

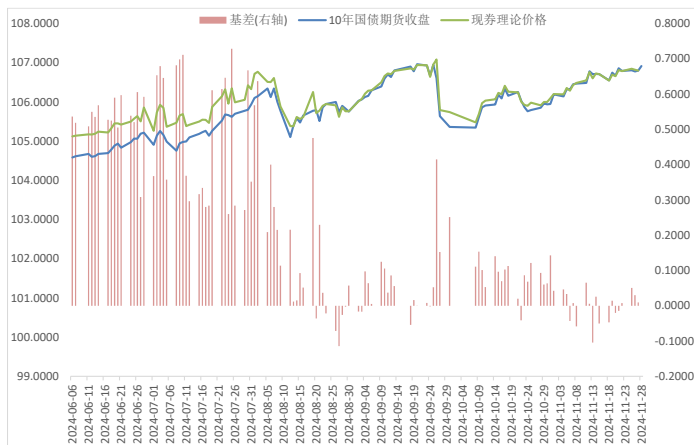


图 50 T 主力合约 CTD 券基差变化
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 51 TL 主力合约 CTD 券基差变化
数据来源：Wind、方正中期研究院

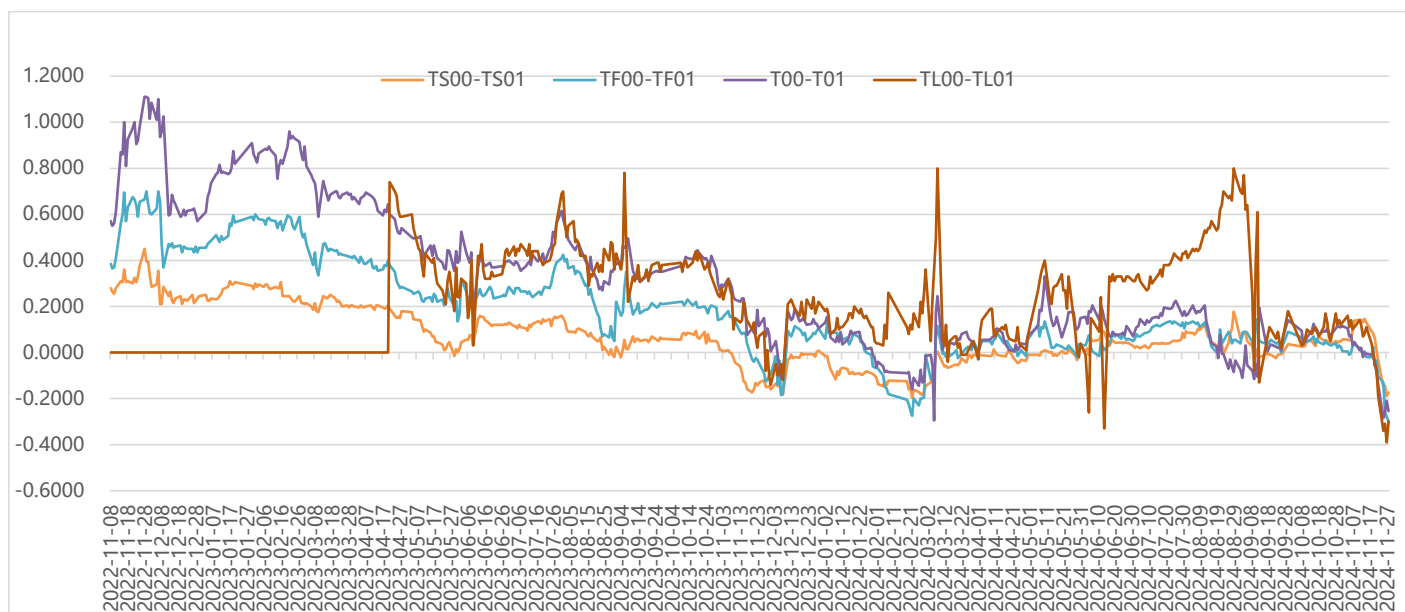


图 52 当季-次季合约价差
数据来源：Wind、方正中期研究院

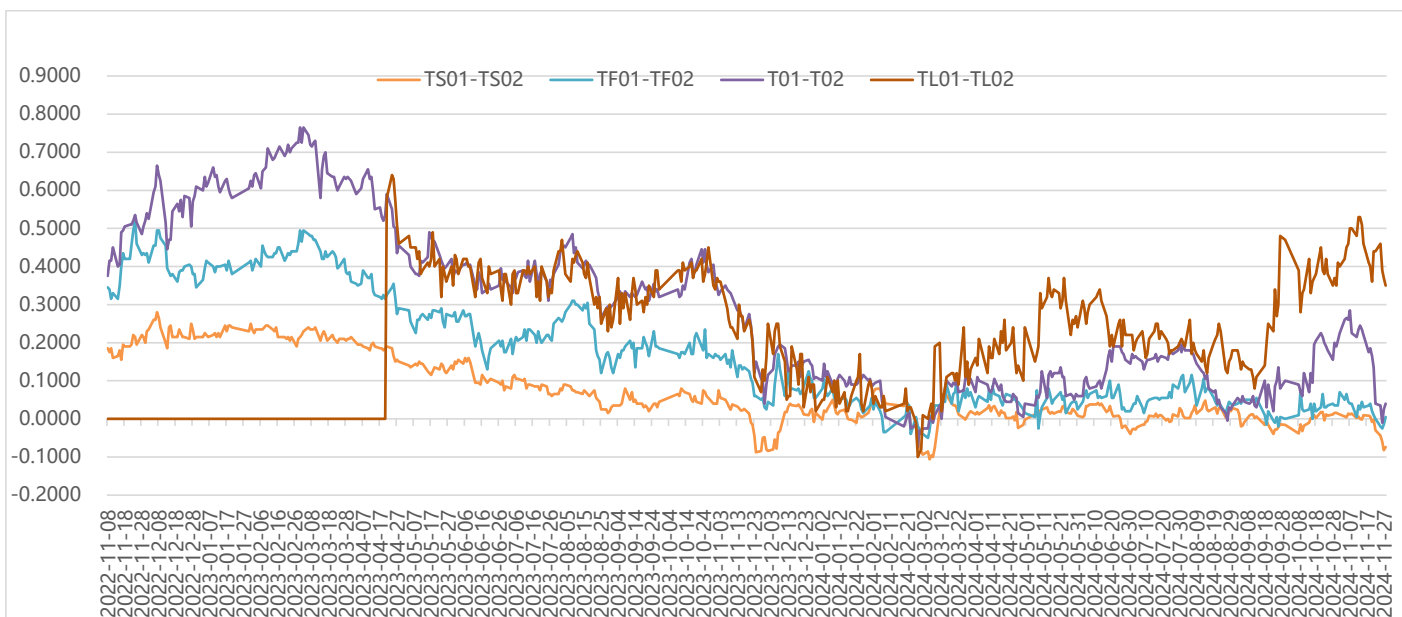


图 53 次季-隔季合约价差
数据来源：Wind、方正中期研究院

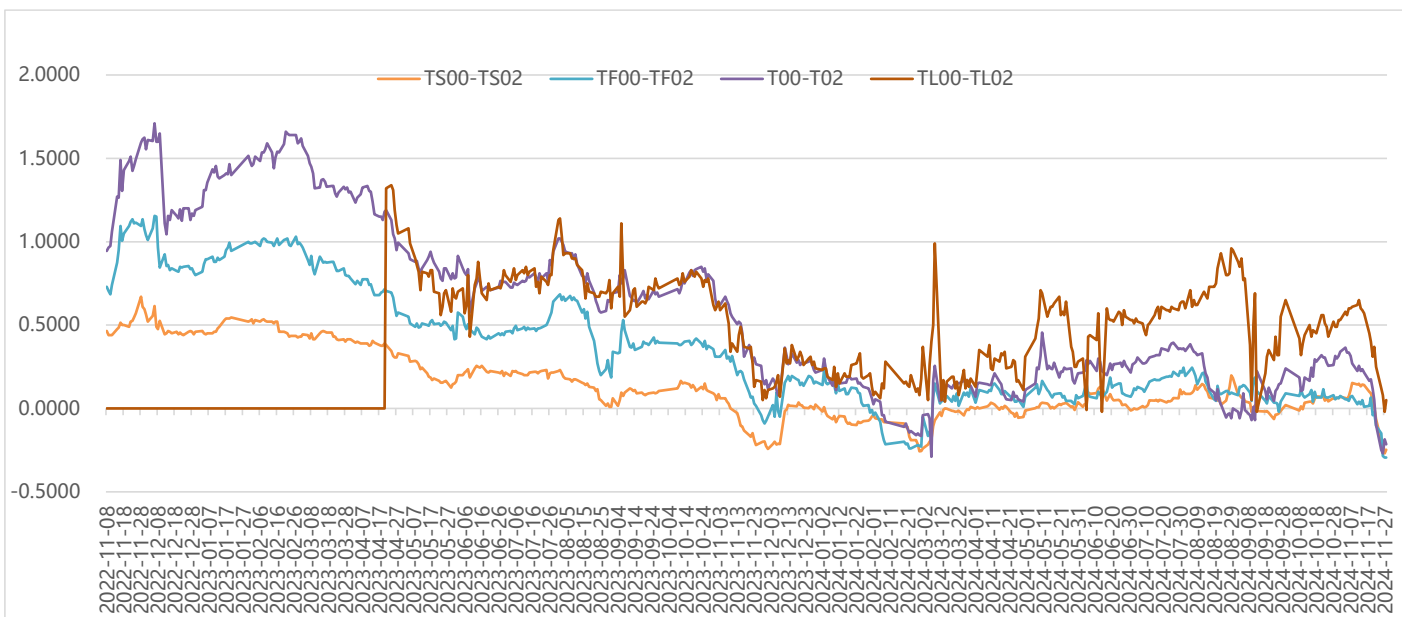


图 54 当季-隔季合约价差
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 55 30Y-10Y 曲线策略
数据来源：Wind、方正中期研究院

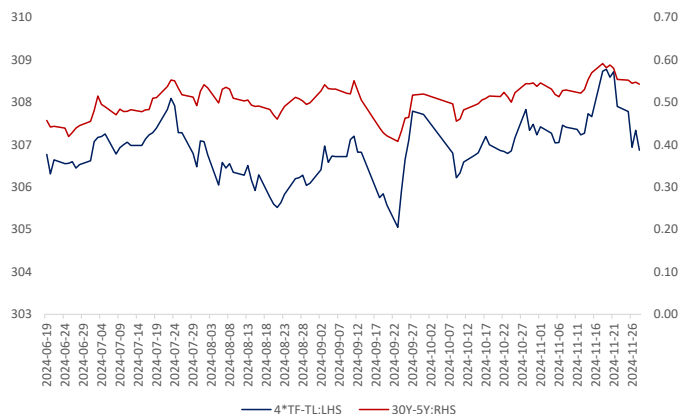


图 56 30Y-5Y 曲线策略
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 57 30Y-2Y 曲线策略
数据来源：Wind、方正中期研究院

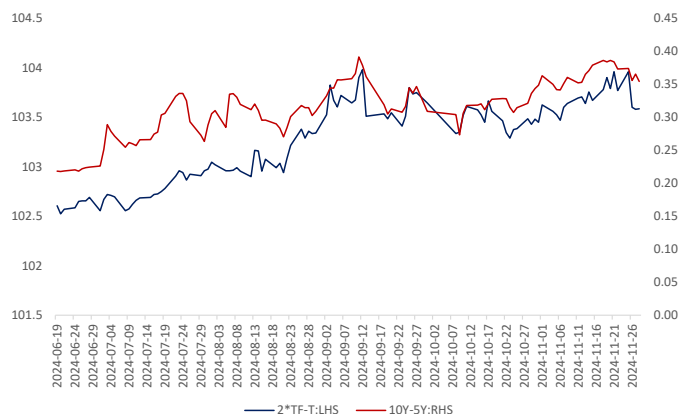


图 58 30Y-5Y 曲线策略
数据来源：Wind、方正中期研究院

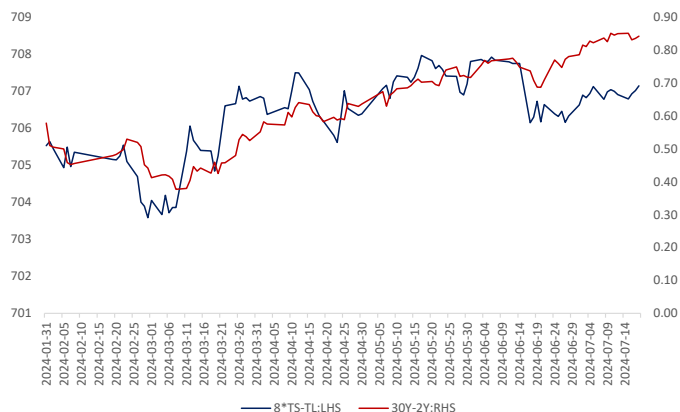


图 59 30Y-2Y 曲线策略
数据来源：Wind、方正中期研究院

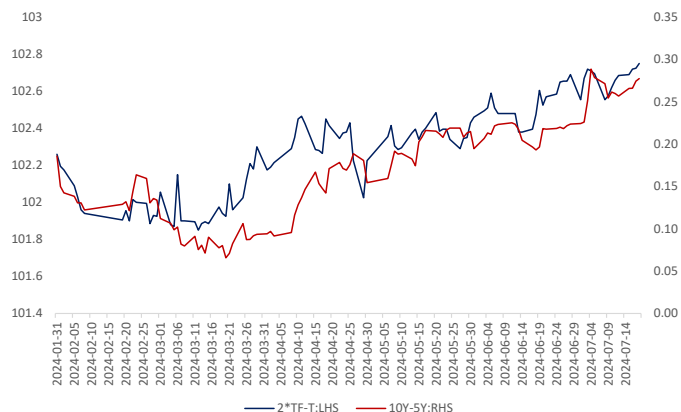


图 60 10Y-5Y 曲线策略
数据来源：Wind、方正中期研究院

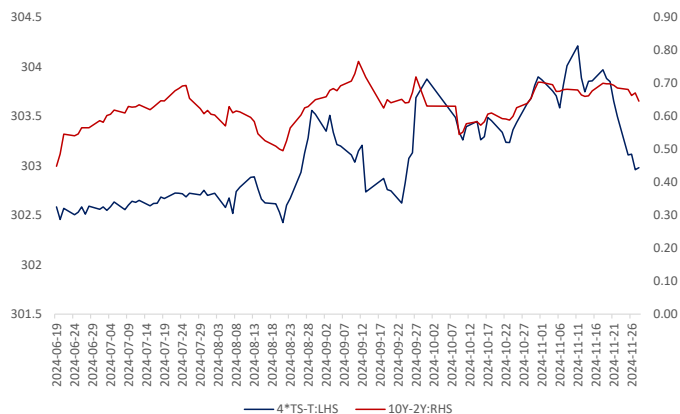


图 61 10Y-2Y 曲线策略
数据来源：Wind、方正中期研究院

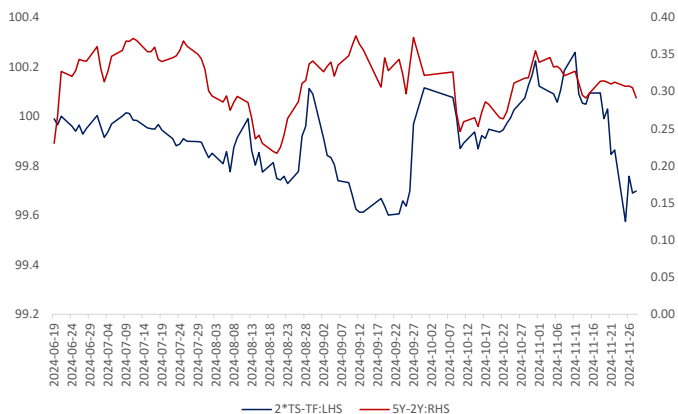


图 62 5Y-2Y 曲线策略
数据来源：Wind、方正中期研究院

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881111
交易咨询部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881108
业务发展部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578910
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-82868098
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-82868050
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396860
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012600
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-85530971
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65105067
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588186
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811208
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267728
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84313486
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84312376
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-84319733
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市市南区香港路1号4号楼1706户	0532-85706107
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2909室	022-58308206
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210527
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-2053696
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889626
西安营业部	西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期（i都会）6幢10101	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1502D室	021-68401347
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-50581277
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861627
宁波营业部	浙江省宁波市鄞州区扬帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1	0574-87096853
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065918
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990210
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881001
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831589
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102771
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2812007
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7319919
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市静安区延平路69号延平大厦三层305室 北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	021-20778818 010-85881188

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。