

# 国内宏观及国债期货 2025 半年报



## 弱复苏格局下的政策博弈，震荡延续

2025 年 6 月 15 日星期日

### 摘要

2025 年上半年，中国经济在政策持续发力与结构转型深化的双重驱动下，延续了 2024 年四季度以来的企稳回升态势，但增长动能、政策重点与市场环境均呈现出新的特征。其中，供需两端呈现“内需修复、外需承压”的态势，消费与投资成为主要增长引擎，社会消费品零售延续恢复势头，基建和制造业投资稳步回升；而出口受全球贸易萎缩及美国关税政策的拖累，增速放缓，但新兴市场多元化布局部分对冲了外部风险。

债市呈现“双轮震荡”格局：一季度资金超预期收紧引发利率上行，二季度中美关税冲突下避险情绪与汇率压力形成拉锯，收益率陷入区间震荡。当前市场正处于政策的观察期，后续走势将取决于三重因素的动态平衡：货币政策松紧节奏、经济修复实际成色以及外部风险演变路径。

综上，方向性策略上，我们建议以区间震荡行情对待，波段式操作为主，逢低配置，均衡配置久期，控制仓位以降息风险。套利策略上，预计窄幅震荡行情还将延续，套利空间不足，建议优先把握中短端合约的低基差套保机会。

研究所 交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

海通期货研究所 宏观策略组

顾佳男

宏观策略组研究员

gujianan@htfutures.com

从业资格号：F3054459

投资咨询号：Z0016253

纪丫

宏观策略组研究员

jiya@htfutures.com

从业资格号：F03092448

投资咨询号：Z0020638

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 目录

一、	国内宏观经济回顾及展望 .....	3
1.1	2025 下半年 GDP 增速承压 .....	3
1.2	工业增加值：高技术制造业持续领跑 .....	4
1.3	固定资产投资：投资增速企稳，结构分化延续 .....	4
1.4	社零：促消费政策持续发力 .....	6
1.5	出口：下半年面临回落压力 .....	7
1.6	通胀：物价低位运行承压筑底 .....	8
1.7	PMI：内需增长动能不足 .....	9
1.8	社融：实体融资仍然偏弱 .....	11
二、	债市回顾 .....	13
三、	国债期货策略 .....	16
3.1	方向性策略 .....	16
3.2	套期保值策略 .....	17
3.2.1	空头套期保值基差成本 .....	17
3.2.2	跨期移仓成本 .....	18
3.3	期现套利策略 .....	19
3.3.1	IRR 套利策略 .....	19
3.3.2	基差套利策略 .....	20
3.4	跨期套利策略 .....	21
3.5	跨品种套利策略 .....	21

## 一、国内宏观经济回顾及展望

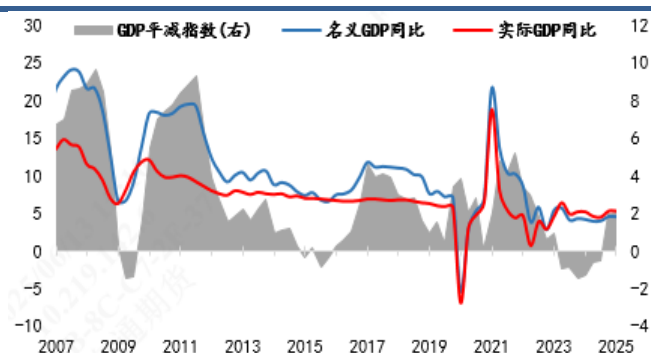
2025 年上半年，中国经济在政策持续发力与结构转型深化的双重驱动下，延续了 2024 年四季度以来的企稳回升态势，但增长动能、政策重点与市场环境均呈现出新的特征。其中，供需两端呈现“内需修复、外需承压”的态势，消费与投资成为主要增长引擎，社会消费品零售延续恢复势头，基建和制造业投资稳步回升；而出口受全球贸易萎缩及美国关税政策的拖累，增速放缓，但新兴市场多元化布局部分对冲了外部风险。

政策层面，宏观逆周期调节力度加强：财政政策“更加积极有为”，赤字率突破 3%，超长期特别国债与专项债扩容支撑基建投资；货币政策聚焦“广义价格稳定”，5 月 LPR 下调 10 个基点降低融资成本，并通过结构性工具引导信贷流向科技与消费领域。金融领域以“防风险与促改革”为主线，中小金融机构改革化险加速，严打非法金融活动强化监管协同，社融增速因政府债发行前置波动回落。此外，房地产作为关键变量，在政策“组合拳”下步入止跌回稳通道。

### 1.1 2025 下半年 GDP 增速承压

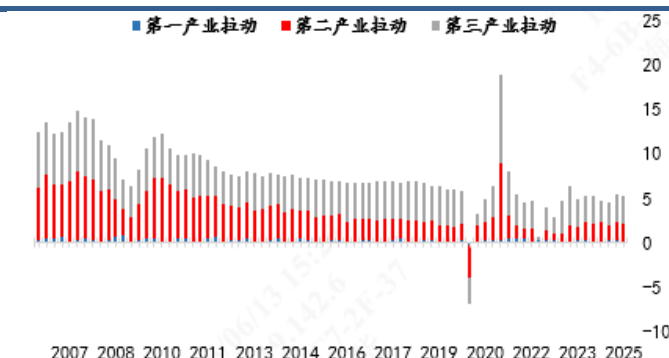
2025 年一季度经济数据好于市场预期，其中 GDP 同比增长 5.4%，增速与 2023 年四季度持平，这一表现主要得益于政策前置发力和出口阶段性回暖的双重支撑。从产业结构来看，第二产业表现尤为亮眼，其边际改善对经济增长贡献显著，这主要受益于“新基建、新制造”政策支持以及出口的短期拉动效应。然而进入二季度，经济复苏势头有所减弱，制造业 PMI 回落至收缩区间，出口增速有所放缓，物价水平持续低位运行。随着后续抢出口效应的逐步消退，外需将面临较大回落压力。与此同时，内需复苏动能仍然偏弱，消费和投资增长或后劲不足。在外需和内需“双弱”的格局下，经济下行压力有所加大。基于当前高频数据的预测显示，二季度 GDP 实际同比增速或较一季度有所下滑。

图 1： 名义 GDP&实际 GDP 同比



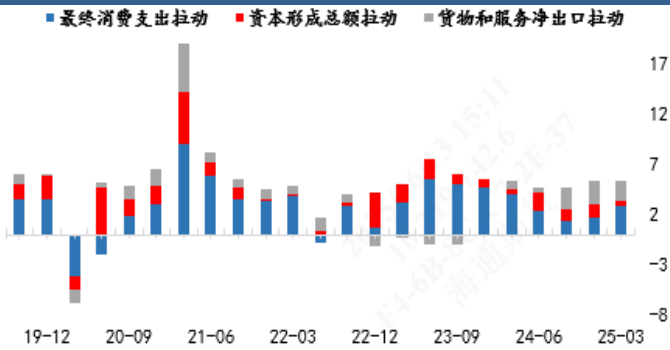
数据来源：iFind、海通期货研究所

图 2： 三大产业对 GDP 的拉动



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 3： 消费、资本、货物和服务对 GDP 的拉动：



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 4： GDP 同比预测

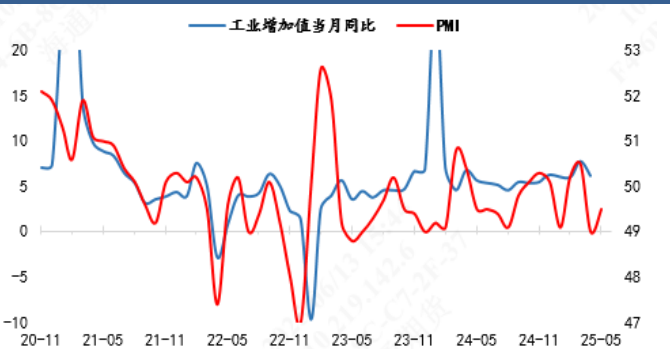


数据来源：iFind、海通期货研究所

1.2 工业增加值：高技术制造业持续领跑

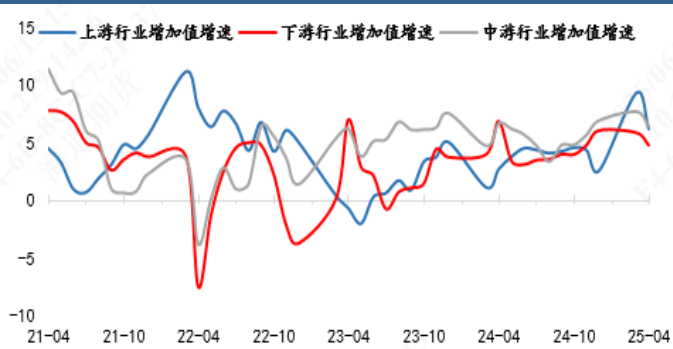
1-4 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.4%，继续保持稳健增长态势，显示出制造业生产端的较强韧性。从行业结构来看，高技术产业继续发挥引领作用，增加值累计同比增长 9.8%，增速持续领跑各行业板块。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业表现尤为突出，增加值累计同比增长 11.3%；汽车制造业增加值累计同比增长 11.2%，延续了良好的发展势头；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长更为强劲，增加值累计同比大幅增长 19.4%。后续在产业升级持续推进和政策支持力度加大的背景下，预计工业经济将继续保持平稳运行态势，全年工业增加值增速有望维持在 6% 左右的合理区间，高技术制造业和装备制造业有望继续发挥重要支撑作用，为工业经济高质量发展注入持续动力。

图 5： 工业增加值当月同比



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 6： 上、中、下游行业增加值增速



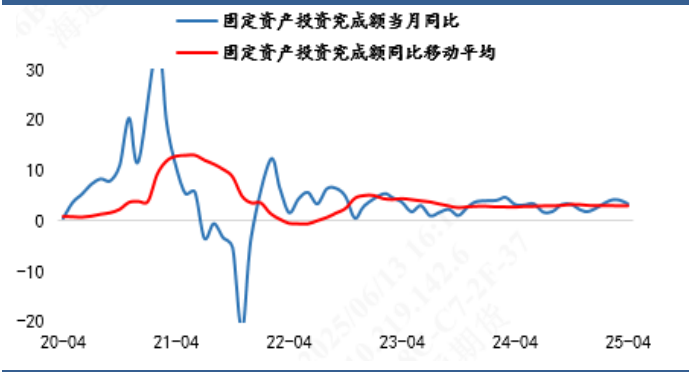
数据来源：iFind、海通期货研究所

1.3 固定资产投资：投资增速企稳，结构分化延续

2025 年上半年，全国固定资产投资保持平稳增长态势，1-4 月累计同比增长 4.0%。从结构来看，呈现“两快一慢”的分化特征：在“三大工程”建设和设备更新改造政策的有力推动下，广义基建投资同比增长 10.85%，制造业投资增长 8.8%，成为支撑投资增长的双引擎。值得注意的是，基建投资重心出现明显转变，在地方专项债发行提速的背景下，公共设施管理业投资增速显著提

升，逐步取代铁路运输业成为新的增长点。相比之下，房地产开发投资累计同比下降 10.6%，虽然降幅较 2024 年同期有所收窄，但仍是主要的拖累项，显示行业仍处于磨底阶段。

图 7： 固定资产投资同比



数据来源：iFind、海通期货研究所

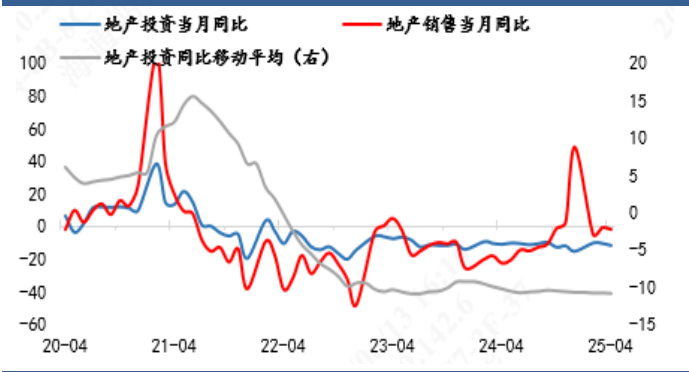
图 8： 基建同比增速



数据来源：iFind、海通期货研究所

具体看地产方面，其中商品房销售额、房屋施工面积和房屋竣工面积都进一步走弱。从高频数据来看，自从 4 月以来，30 大中城市商品房销售面积基本上是处于近几年同期的低点，再加上季节性回落的影响，进一步拖累了房地产投资同比。当前房地产市场呈现明显的“一二手分化”格局，虽然一手房销售持续低迷，但二手房市场表现相对稳健。以北京、深圳等重点城市为例，近期二手房成交面积显著高于新建商品住宅，且价格同比出现回升。不过这一现象需要辩证看待：一方面，当前时点的价格回升包含传统销售旺季的季节性因素；另一方面，自 2024 年年初以来，北京二手房市场持续呈现“量价背离”特征，成交面积与挂牌均价保持明显负相关的关系，反映出“以价换量”仍是当前市场的主要特征。这表明二手房成交活跃度的提升主要源于业主的价格让步，而非市场预期的实质性改善，整体地产市场情绪仍显谨慎。

图 9： 地产投资、销售同比



数据来源：iFind、海通期货研究所

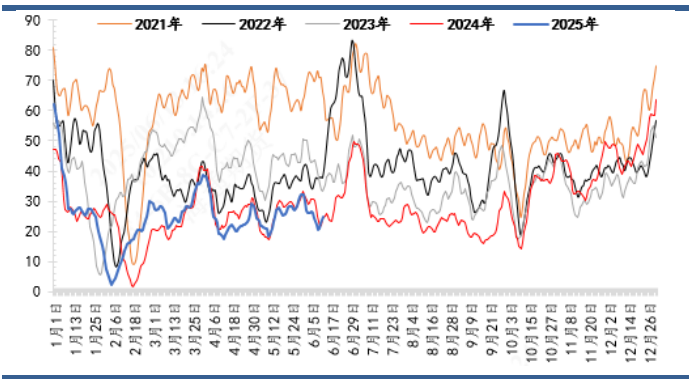
图 10： 地产新开工、施工、竣工同比



数据来源：iFind、海通期货研究所



图 11： 30 大中城市:商品房成交面积 2WMA



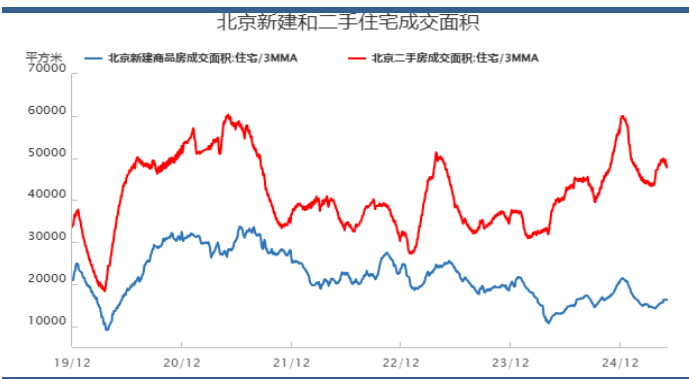
数据来源：iFind、海通期货研究所

图 12： 深圳新建和二手住宅成交面积



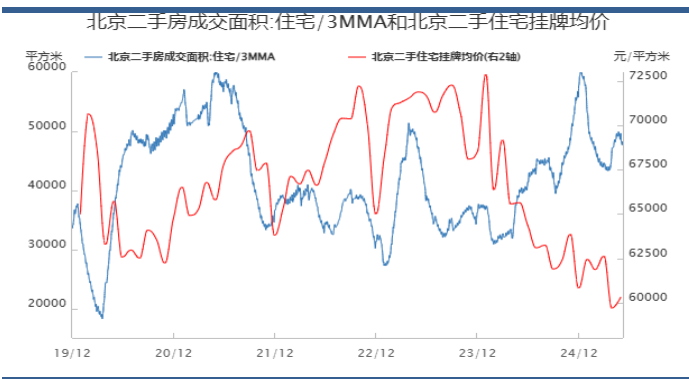
数据来源：iFind、海通期货研究所

图 13： 北京新建和二手住宅成交面积



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 14： 北京二手住宅成交面积和挂牌均价



数据来源：iFind、海通期货研究所

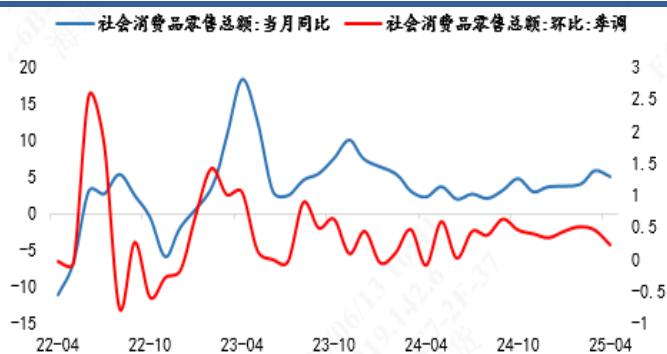
展望下半年，固定资产投资预计将延续“基建托底、制造引领、地产承压”的分化格局。在专项债提速发行和设备更新政策持续发力下，广义基建投资有望保持 10% 以上的增速。制造业投资或维持在 8% 左右的较快增长区间，其中高技术制造业投资可能继续领跑，增速保持在 20% 以上。但房地产投资仍将面临较大压力，全年跌幅可能收窄至 -8% 左右，主要取决于“三大工程”落地进度和销售端回暖程度。考虑到政策效应的时滞，预计全年固定资产投资增速将呈现“前低后稳”走势，下半年累计同比增速有望回升至 5.5% 左右，需要关注的是，民间投资能否企稳回升将成为影响投资可持续性的关键变量。

1.4 社零：促消费政策持续发力

消费市场整体保持平稳恢复态势，1-4 月社会消费品零售总额累计同比增长 4.7%。从结构来看，促消费政策持续显效，在家电“以旧换新”补贴扩大至 28 个品类、多地发放消费券等政策推动下，耐用消费品零售增速环比提升 1.2 个百分点；五一假期前置效应带动餐饮收入同比增长 8.7%，商品零售额增速也维持在 4.6% 的较好水平。但能源类消费明显承压，受国际油价下行传导影响，石油及制品类零售额同比仅增长 1.8%，较一季度均值回落 3.5 个百分点；汽车消费同比增速放缓至 3.2%，新能源车补贴退坡效应逐步显现。

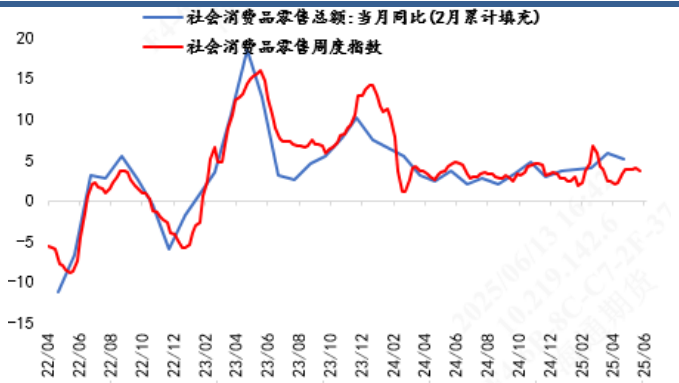
从高频数据观察，5月以来社零周度指数稳步增长，叠加暑期消费旺季临近，预计后续社会消费品零售总额增速仍将获得有力支撑。但需要关注的是，居民消费信心指数仍低于荣枯线，耐用消费品需求能否持续回升将成为影响消费复苏韧性的关键变量。

图 15: 社消同比和实际同比



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 16: 社会消费品零售指数

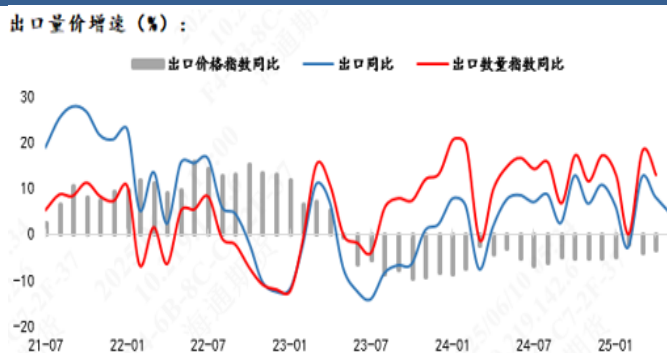


数据来源：iFind、海通期货研究所

### 1.5 出口：下半年面临回落压力

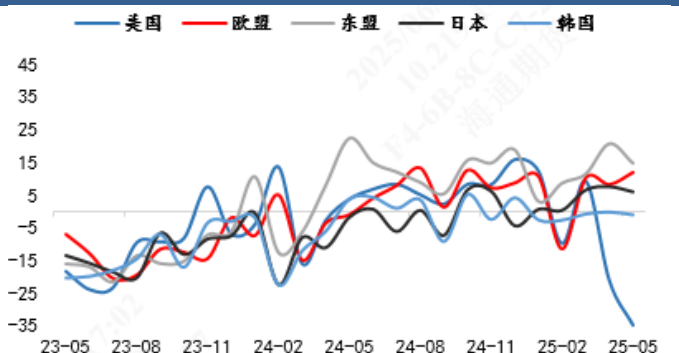
2025年上半年，中国出口贸易在复杂多变的国际环境中展现出较强韧性，1-5月中国出口累计同比为6%，主要受益于多重利好因素的叠加效应。在关税谈判窗口期的刺激下，企业抢出口活动明显升温，推动4-5月出口增速环比提升1.8个百分点。与此同时，中国企业全球化布局加速，成为出口新动能。更值得关注的是，全球制造业补库周期启动，推动我国对欧盟出口的增长，这些积极因素有效对冲了对美出口下滑的负面影响。不过，5月以来，中美贸易关系逐渐缓和，5月12日中美会谈结束后发布日内瓦联合声明，中美之间关税税率超预期大幅下降，关税下调于5月14日正式生效。6月5日晚间，中美最高领导人通话，同意双方团队继续落实好日内瓦共识，并约定尽快举行新一轮会谈。关税缓和影响或在6月出口数据中进一步显现。

图 17: 出口量价拆分



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 18: 主要出口国家同比

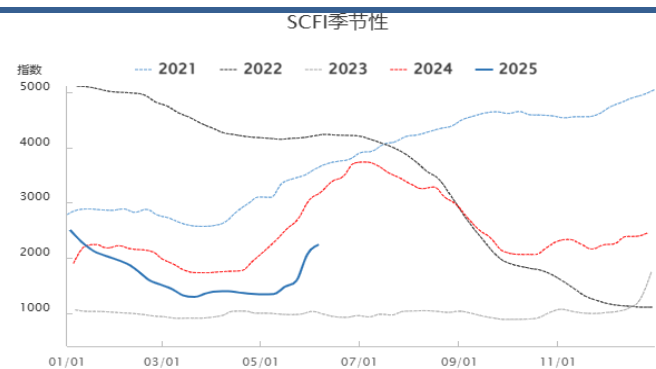


数据来源：iFind、海通期货研究所

从高频数据观察，5月中旬美国暂停加征关税政策落地后，市场立即出现明显的“抢出口”效应：上海出口集装箱运价指数（SCFI）在政策公布后快速攀升。然而，这种脉冲式增长具有明显的阶段性特征，随着6月临近关税政策窗口期尾声，美国自华进口集装箱货运量已较5月峰值回

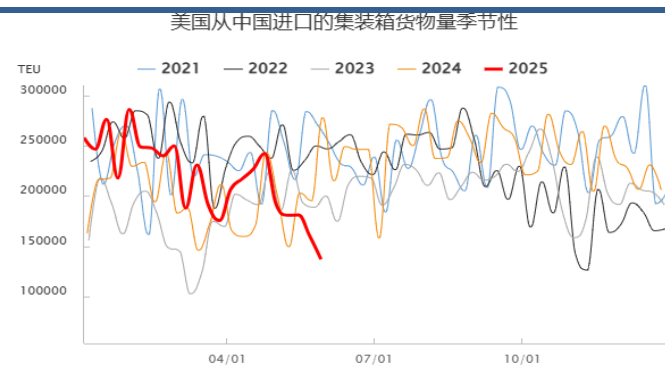
落，同期美国进口总量也呈现环比下降。这一变化趋势清晰表明，美国企业的提前备货需求正在降温，前期政策刺激带来的贸易前置效应已接近耗尽。

图 19: SCFI 季节性



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 20: 美国从中国进口集装箱货物量

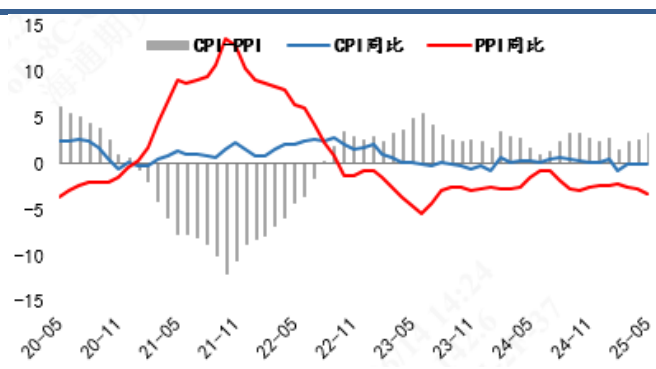


数据来源：iFind、海通期货研究所

### 1.6 通胀：物价低位运行承压筑底

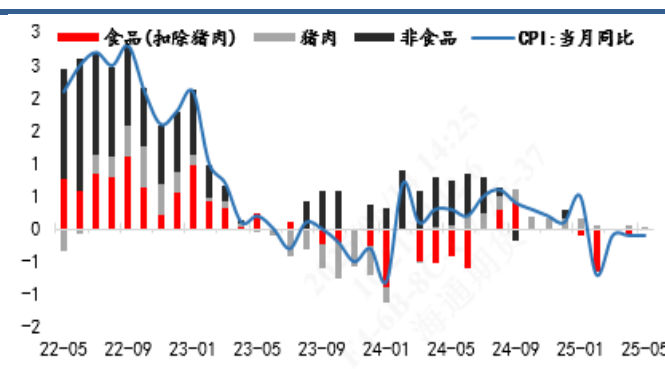
2025 年上半年，国内物价水平整体维持低位运行态势，工业品价格修复动能仍然不足。1-5 月 CPI 累计同比下降 0.1%，其中食品项对物价的支撑作用显著减弱，甚至转为负向拉动；核心 CPI 累计同比小幅回升至 0.4%，较 2024 年同期改善 0.2 个百分点。具体来看，5 月食品 CPI 同比降幅扩大至-0.4%，猪肉价格环比下降 0.7%，虽略好于季节性规律，但仍处于弱势区间。在经济弱修复的背景下，居民收入增长放缓，猪肉消费弹性下降。2025 年春节后消费淡季延长，屠宰企业开工率处于历史低位，鲜销率偏高但冻品入库意愿低，猪价震荡偏弱运行。同时，当低价刺激了二次育肥抄底，但集中出栏导致阶段性供应过剩，又抑制了价格反弹幅度。

图 21: CPI 和 PPI 同比



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 22: CPI 各分项拉动



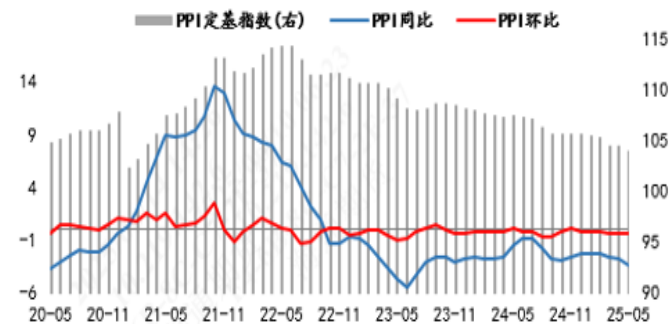
数据来源：iFind、海通期货研究所

PPI 方面，1-5 月 PPI 累计同比为-2.6%，工业品价格持续承压，主要还是受到国际大宗商品价格主要是国际原油价格回撤的拖累，同时，随着煤炭需求季节性回落、新能源发电的替代效应等也仍对 PPI 形成压制。另外，行业分化态势整体延续，高端装备制造等产业对 PPI 拉动较为明显，但黑色、水泥等传统行业价格整体仍偏低，主要是由于南方多雨抑制建筑施工活动，地产基建施工进度偏慢，再加上水泥、钢材等建材供给充足影响，黑色采选/加工同比降幅走阔。高频



数据显示，黑色工业品价格从年初以来一直是低位运行的。整体来看，原油，煤炭、黑色金属等国内能源与原材料价格持续下降对 PPI 构成明显压制。当前价格周期依然处于筑底阶段，工业品价格下降的趋势尚未扭转。

图 23: PPI 同比与环比



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 24: PPI 与购进价格指数



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 25: 上海螺纹钢价格季节性



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 26: 铁矿石价格指数季节性



数据来源：iFind、海通期货研究所

## 1.7 PMI：内需增长动能不足

2025 年上半年，制造业景气度总体保持在荣枯线附近震荡。5 月方制造业 PMI 为 49.5，符合市场预期，其中生产指数为 50.7，较上月上升 0.9 个百分点；新订单指数 49.8，较上月上升 0.6 个百分点。制造业供需均有所上行，但生产和新订单间的差值走阔，对价格端的压制加重。关税缓和后外需对制造业有所带动，新出口订单反弹了 2.8 个百分点至 47.5，但还没有恢复到一季度的水平，主要是由于当前面临的关税税率仍然较去年高出 30%，可能对部分产品出口形成拖累。另外，5 月 12 日中美才达成互降关税，对出口的支撑可能还需要等到 6 月更加完整的显现。目前相关美线运价、国内吞吐量数据等高频尚有韧性。但往后看，美国替代手段、司法博弈、谈判带来的不确定性仍较为明显。价格端表现趋弱。前端价格下滑更多源自基本面拖累下的黑色商品等，后端价格下滑则是受到供需关系的压制。库存上，5 月制造业产成品库存下行 0.8 个百分点至 46.5，是最近 22 个月的低点，制造业企业还维持着主动去库的状态。

图 27： 制造业 PMI 和非制造业 PMI

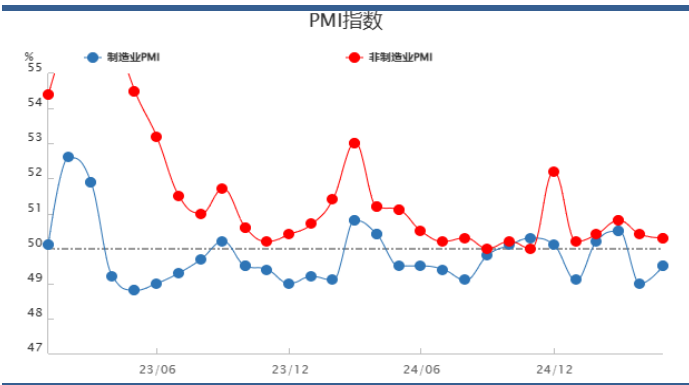


图 28： 制造业 PMI 季节性

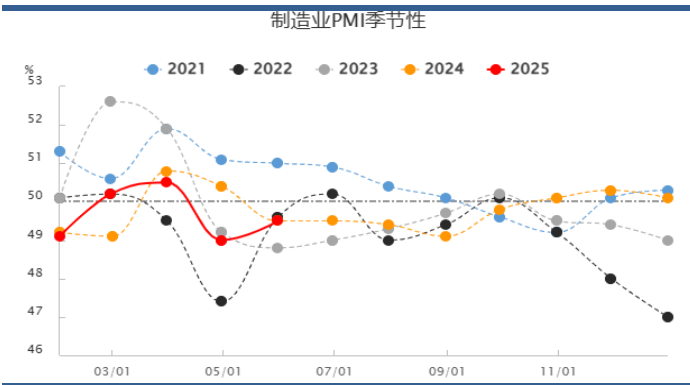


图 29： 制造业 PMI：新订单和生产

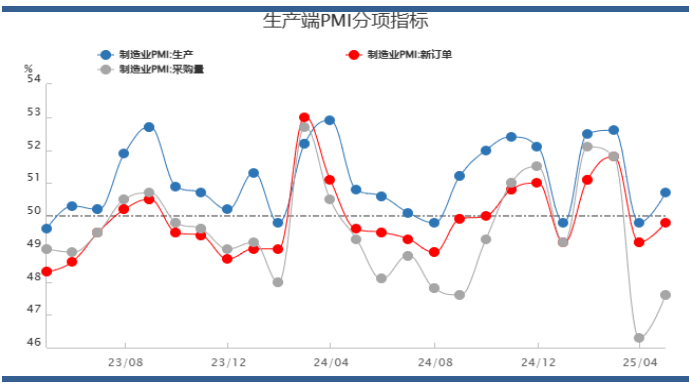
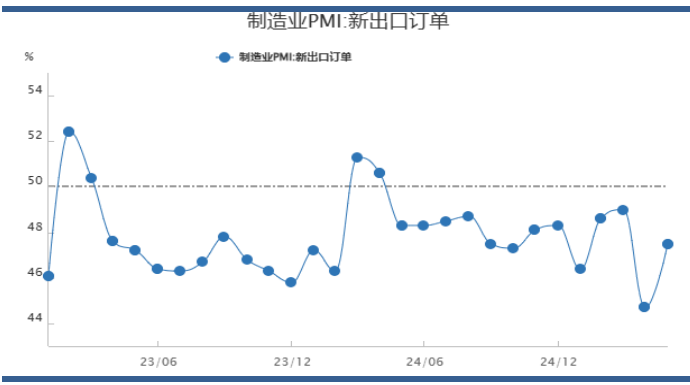


图 30： 制造业 PMI：新出口订单



非制造业中，5 月建筑业 PMI 下行 0.9 个百分点至 51，建筑业景气指数环比有所回落，但整体仍处于扩张区间，前期财政支出等对基建支撑仍有延续，但实物工作量跟进有限，房建偏弱的格局还没有改变。后续还需关注稳增长政策对基建投资的支撑效果。服务业 PMI 小幅加快 0.1 个百分点至 50.2，消费性服务业表现相对火热，五一假期对出行的带动较为明显。另外受到 618 购物节的影响，最近的线上消费热度较高。

图 31： 非制造业 PMI：建筑业

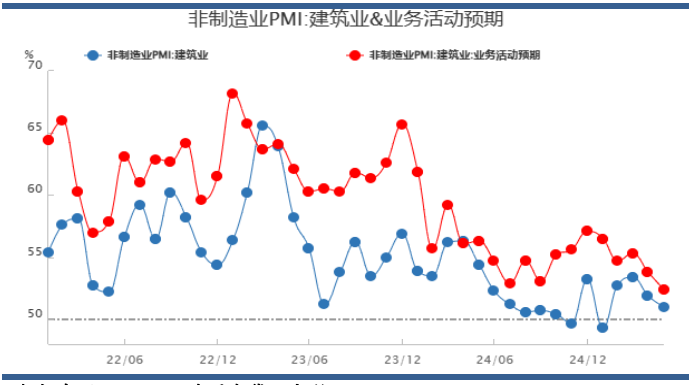
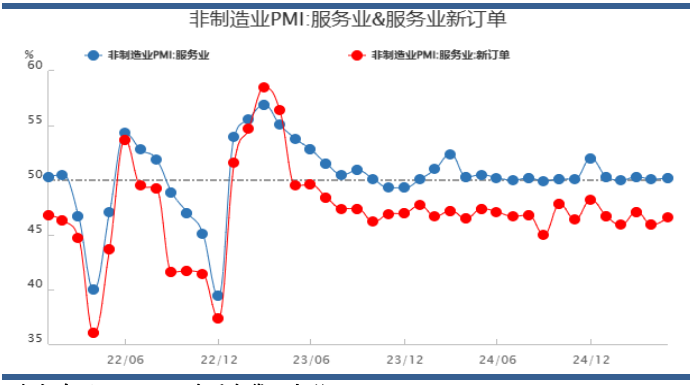


图 32： 非制造业 PMI：服务业

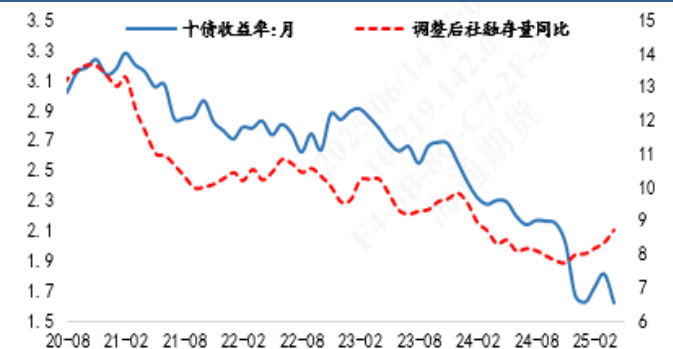


整体来看，虽然制造业 PMI 环比改善，但是仍然处于收缩区间。关税缓和带动出口短期修复，但房地产走弱的影响有所加大，非制造业中建筑业 PMI 下行幅度超季节性、服务业 PMI 上行幅度低于季节性，内需疲弱的问题仍然有待改善。

### 1.8 社融：实体融资仍然偏弱

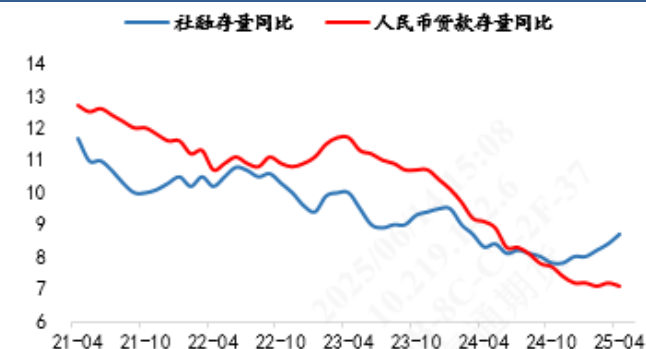
截止 4 月，国内社融存量同比 8.7%，稳步回升。目前实体经济融资需求依然较为疲弱，政府债券发行是支撑社融增速的主要原因。今年 4 月，政府债券净融资规模达 9729 亿元，同比大幅多增 10666 亿元，继续成为支撑社融增长的核心力量。相比之下，实体经济融资需求仍显疲弱：社融口径新增人民币贷款仅 884 亿元，不仅同比少增 2465 亿元，更创下历年同期新低。这一现象主要源于地方政府专项债券置换隐性债务的持续推进，置换资金大部分用于偿还存量贷款，直接拖累新增贷款规模。

图 33： 社融存量同比和国债收益率



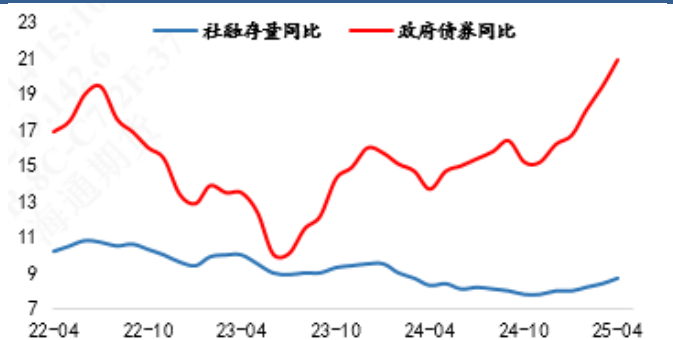
数据来源：iFind、海通期货研究所

图 34： 人民币贷款存量同比



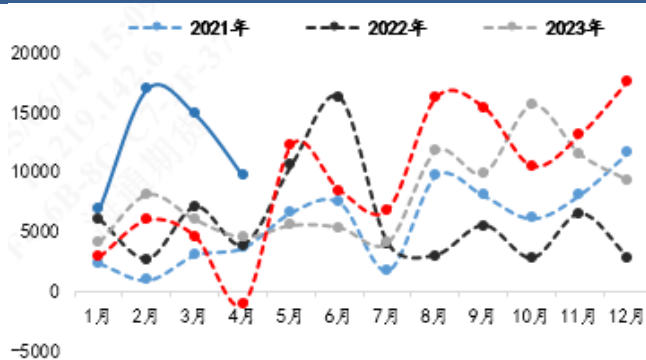
数据来源：iFind、海通期货研究所

图 35： 政府债券融资同比



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 36： 新增政府债券季节性

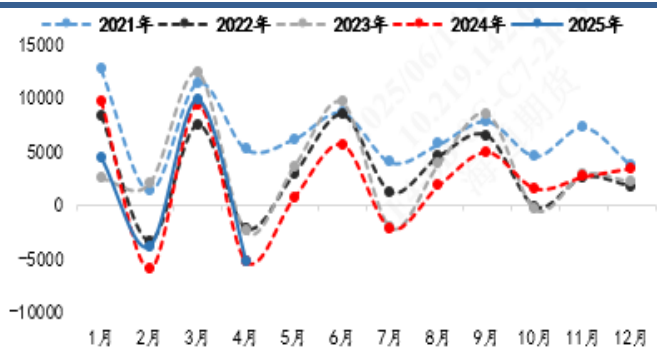


数据来源：iFind、海通期货研究所

信贷未见明显改善，居民信贷数据延续低迷态势，当月新增贷款规模录得-5216 亿元，较 2024 年同期进一步下滑，再度刷新近十年同期最低记录。从结构看，居民短期贷款和中长期贷款分别减少 4019 亿元和 1231 亿元，呈现全面收缩特征。在收入预期不稳、房地产市场调整持续的背景下，居民信贷需求疲软的态势尚未出现实质性改善。这一现象也反映出当前经济复苏

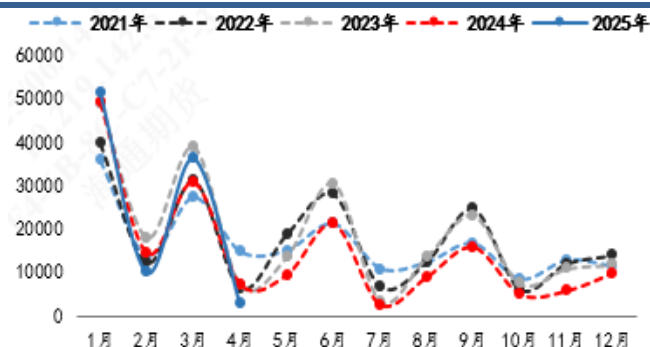
进程中内生动能不足的结构性矛盾。企业信贷需求边际减弱，4月企业信贷明显回落，新增贷款规模骤降至6100亿元，同比少增2500亿元。主要源于债券融资到位后企业优先偿还短期贷款，导致新增短贷规模基本持平去年同期；同时在产能利用率偏低、投资回报率承压的背景下，企业扩大资本开支的意愿有所减弱。

图 37: 新增居民信贷季节性



数据来源：iFind、海通期货研究所

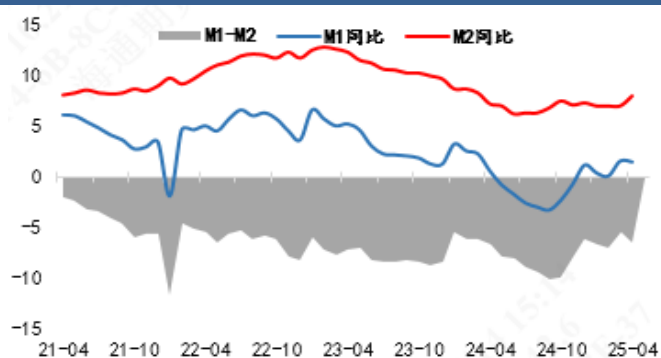
图 38: 新增企业信贷季节性



数据来源：iFind、海通期货研究所

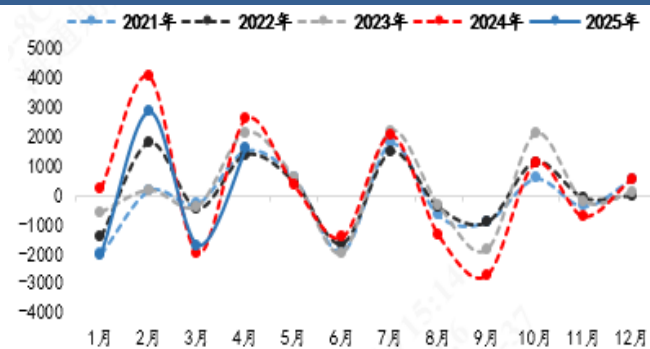
M2-M1剪刀差进一步扩大，首先，M1增速不及预期，反映出资金活化效率有所下降，大量活期资金可能通过购买理财产品等非银渠道，最终以非银机构定期存款形式回流银行体系，导致货币流动性结构发生变化。其次，M2同比增速维持高位，主要受基数效应影响。

图 39: 货币供应量



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 40: 非银行业金融机构新增人民币贷款



数据来源：iFind、海通期货研究所

综合来看，当前社会融资需求呈现明显的结构性分化特征：政府部门成为融资增量的主要来源，而居民和企业部门信贷需求持续疲软。这种分化格局背后，价格水平持续低位运行导致实际利率居高不下，可能进一步抑制市场主体加杠杆意愿。这种“政府加杠杆、私人部门去杠杆”的态势，反映出经济内生增长动能仍有待增强，同时也凸显出当前货币政策传导机制面临的结构性挑战。



## 二、债市回顾

回顾今年以来的行情，债市逻辑再次回到了围绕着基本面和资金面博弈的格局，国债经历了两轮波动较大的行情，随后陷入了区间震荡。

首先是2-3月，银行间市场资金面呈现超预期收紧态势，资金利率中枢显著抬升，再加上期间基本面数据和权益市场均表现较好，共同推动债市现券收益率快速上行，短债利率受资金价格影响最为直接，呈现快速上行态势；而长端利率由于包含了市场对经济基本面的中长期预期，在此轮调整初期表现相对稳定，反映出投资者对经济弱复苏的预期尚未发生实质性改变。具体在资金面上，春节假期后，DR007与DR001的利差持续收窄，并于2月7日出现罕见的利率倒挂现象。这一异常情况主要源于两方面因素：一是节后央行连续实施大规模资金净回笼操作，累计回笼规模达1.2万亿元，超出市场预期；二是监管部门为抑制债市过度加杠杆，采取多重措施遏制长端收益率过快下行。值得注意的是，当时10年期国债收益率一度降至1.6175%，低于14天逆回购政策利率1.65%，这种收益率曲线倒挂现象显然超出合理区间。资金面的异常紧张带来双重负面影响：其一，从利率传导机制看，高企的资金利率制约了收益率曲线下行的空间；其二，融资成本上升显著抑制了市场加杠杆意愿，债券市场交投活跃度明显下降。究其原因，直接诱因在于商业银行资金融出能力减弱：一方面，年初以来存款持续流失，大额存单到期压力集中释放；另一方面，在“稳汇率”政策导向下，央行流动性投放趋于审慎。更深层次看，这一现象反映了货币政策面临的内外平衡难题：随着特朗普政府宣布对华加征关税，美元指数维持高位震荡，人民币汇率承压，央行在“兼顾利率汇率均衡”的政策框架下，不得不适度收紧境内流动性以维持汇率稳定。这种政策取向的调整，客观上加剧了银行间市场的资金紧张局面。

其次是在4月到5月上旬，中美贸易关系再度紧张，双方先后宣布新一轮加征关税措施，在关税冲击下，全球金融市场避险情绪显著升温，推动资金加速涌入债券市场，对国内债市形成明显利好，国债收益率大幅下行。然而，人民币汇率面临的贬值压力持续制约货币政策宽松空间，导致市场利率下行受阻。在此背景下，10年债利率并未突破1.6%的关键关口。这种“避险需求推动”与“政策约束抑制”的双重作用，使得债券市场呈现出“上有顶、下有底”的区间震荡特征。

图 41： 债市行情回顾



数据来源：iFind、海通期货研究所

图 42： 资金利率

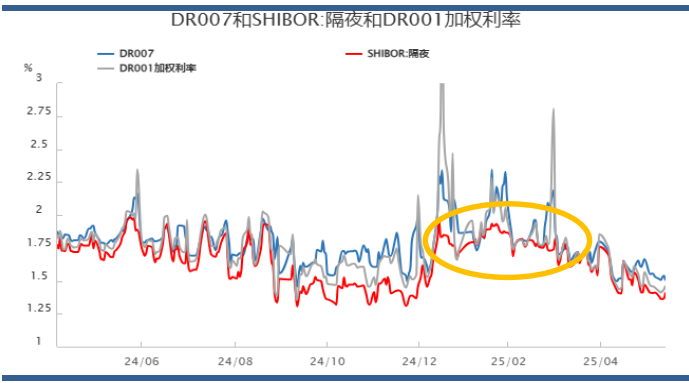
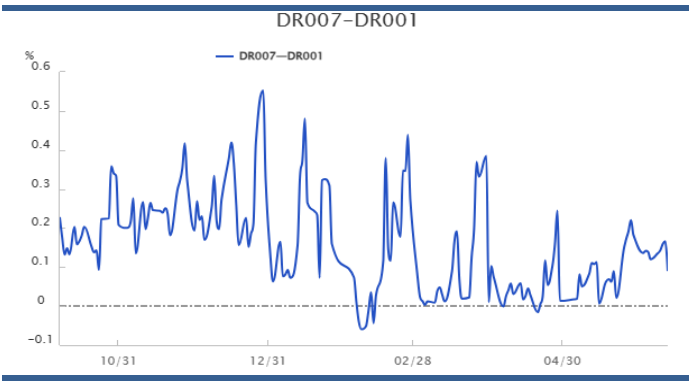


图 43： DR007-DR001



随后进入 5 月，国新办新闻发布会宣布了一系列的增量政策，通过“双降”（降准+降息）形成量价协同发力的政策合力，为宏观经济稳定运行提供有力支撑。此次货币政策“双降”是在 2024 年 9 月后央行再度加码宽松，主要是为财政政策提供更强劲的协同支持，值得关注的是，5 月 8 日快速落地的降息举措虽然在节奏上超出市场预期，但 10bp 的调整幅度较市场预期更为审慎。考虑到当前中美关税还具有不确定性，所以央行在利率政策工具箱中仍保留后续调整空间。

双降政策落地，叠加 7 天期逆回购操作利率下调为 1.40%，推动资金利率中枢显著下移，并且资金利率与政策利率之间的利差较 2-3 月明显收窄，反映出货币政策传导效率明显提升。叠加季末因素消退，市场流动性预期从“均衡偏紧”转为“合理充裕”，推动 1 年期国债收益率在 5 月上旬快速下行。然而，5 月 12 日中美关税谈判意外取得突破性进展，市场风险偏好快速转向，导致债市利率出现“V 型”反弹，10 年期国债收益率在三个交易日内回升近 10 个基点。此后债市进入典型的“双向波动”阶段：一方面，资金面维持宽松格局对短端利率形成支撑；另一方面，中美经贸关系演变等外部因素持续扰动市场情绪，导致债市利率陷入震荡走势。这种“资金面托底、消息面扰动”的市场格局，反映出当前债市正处于资金面宽松与经济预期的博弈之中。

图 44： 债市陷入区间震荡

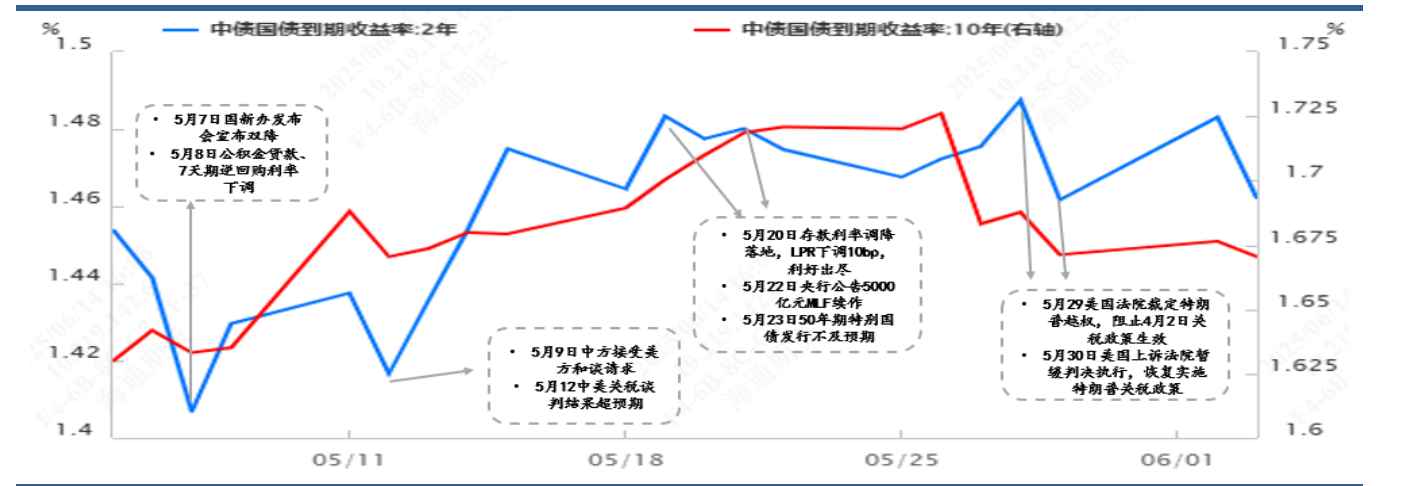


图 45： 资金利率和政策理论

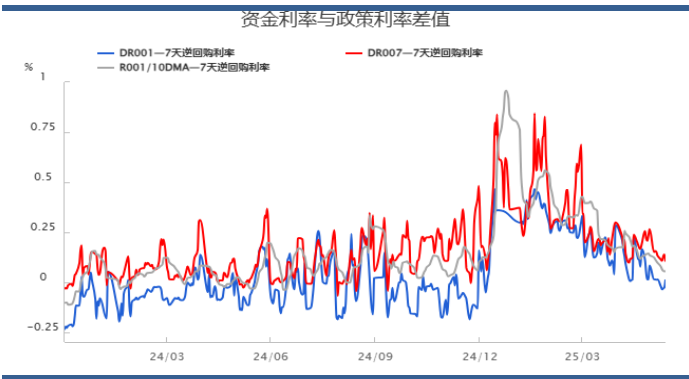
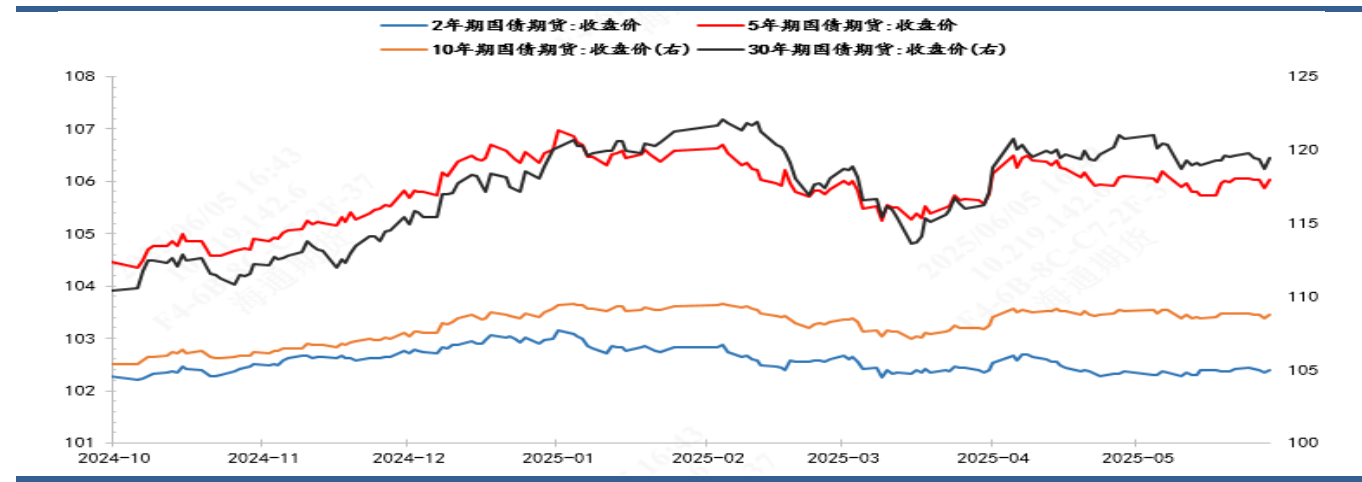


图 46： 十债利率



图 47： 国债期货收盘价



展望后市，资金面或将面临阶段性扰动，但在经济基本面趋弱和外部关税政策不确定性的双重约束下，预计央行仍将维持流动性合理充裕的基调，资金利率中枢难以出现趋势性抬升。政策层面，6月连续实施“双降”的概率较低，政策重点将转向前期宽松措施的传导落实。值得注意的是，由于市场对经济前景的预期保持稳定，近期债市对基本面数据的敏感度明显下降，呈现“数据弱而利率不跌”的特征。后续债市走向将取决于三组关系的动态平衡：货币政策稳增长与稳汇率的权衡、经济弱复苏预期与政策刺激力度的博弈、以及机构配置需求与供给压力的消长。

### 三、国债期货策略

#### 3.1 方向性策略

当前债牛逻辑并未发生扭转，并且资产荒格局大概率将持续演绎，在当前多空因素交织的格局下，债市能否突破震荡区间将取决于两大关键变量：一是央行会否在公开市场操作中重启国债买卖，以优化货币政策传导机制；二是7月政治局会议能否释放超预期的政策信号，为市场提供新的定价锚。这种“政策观察期”的市场特征，可能将持续至三季度重要政策窗口开启。

在当前市场环境下，虽然债市系统性风险相对有限，但我们仍建议采取区间震荡的交易策略，以波段操作为主。具体操作上，建议保持久期均衡配置，同时适当控制仓位以防范潜在的利率波动风险。从各期限品种来看：

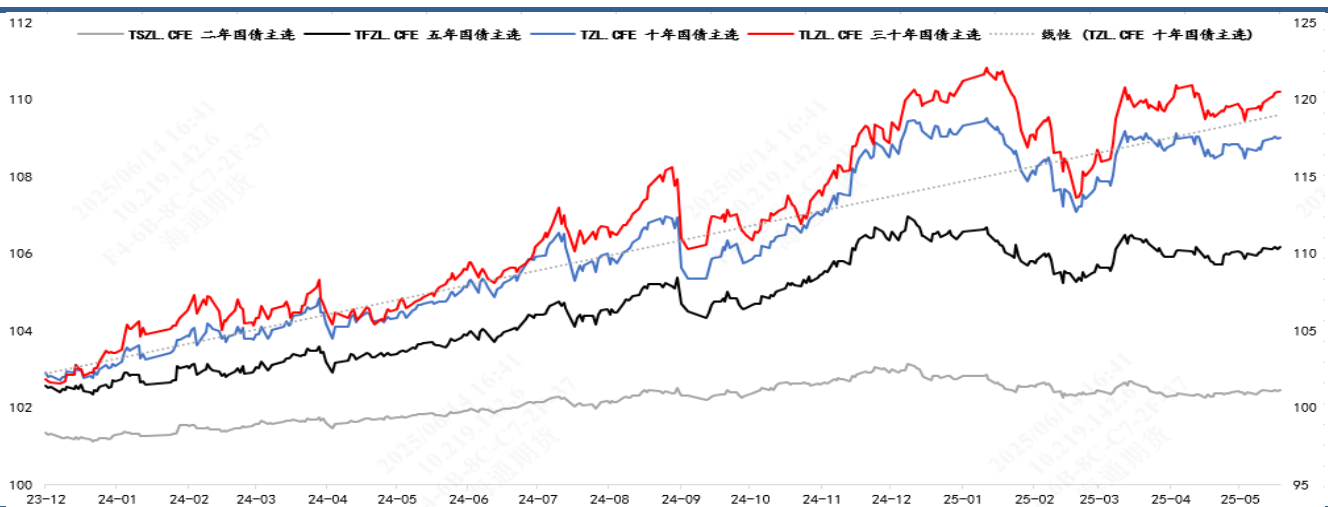
**短端品种：**2年期国债收益率预计将在1.38%-1.58%区间波动，对应国债期货价格区间为102-106元。考虑到资金面可能出现的季节性波动，建议重点关注1.45%-1.55%的核心波动区间。

**长端品种：**10年期国债收益率预计在1.6%-1.73%区间震荡，对应国债期货价格区间为108.2-109.8元。该期限品种对政策预期较为敏感，建议密切关注货币政策动向。

**超长端品种：**30年期国债收益率预计在1.82%-1.95%区间运行，对应国债期货价格区间为117.75-121元。该品种波动性较大，建议控制配置比例。

操作策略上，建议采取“区间上下沿反向操作”的波段交易策略，在收益率接近区间上沿时适当增持，接近下沿时适度减持。同时，建议保持组合久期在3-5年的中性水平，以平衡收益与风险。

图 48： 国债期货主力合约收盘价



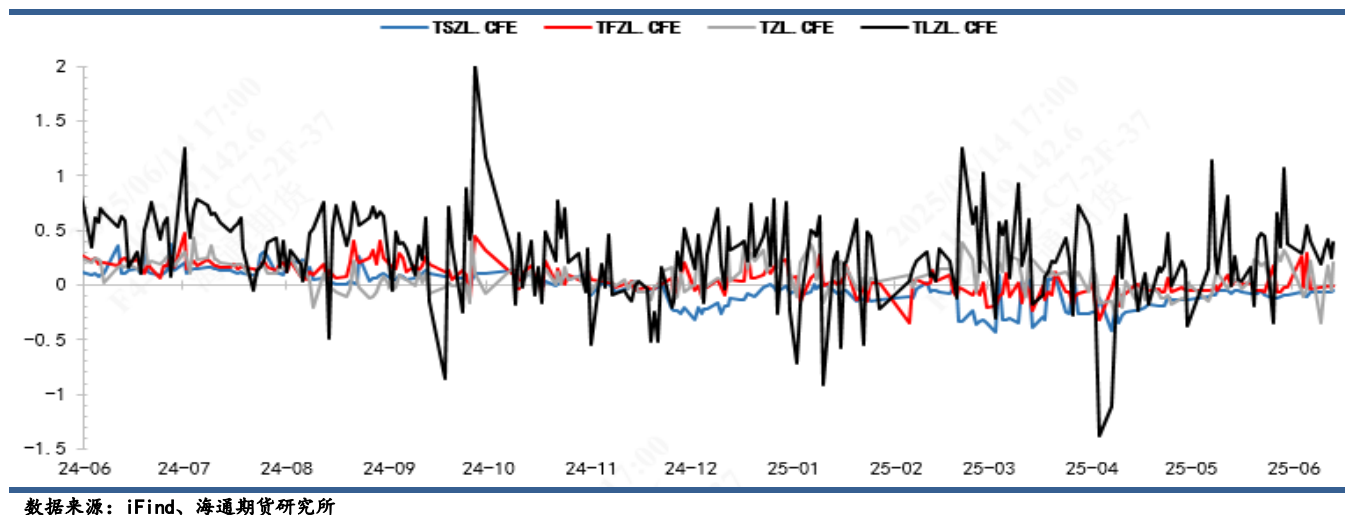
数据来源：iFind、海通期货研究所



### 3.2 套期保值策略

2025 年初以来，债券市场在多重因素交织下延续震荡走强格局：尽管一季度遭遇资金面收紧的阶段性逆风，但在经济弱复苏背景下，货币政策维持宽松基调，叠加“资产荒”格局持续深化，债市牛市的核心逻辑依然稳固。整体国债期货主力合约基差持续处于历史低位。

图 49： 国债期货主力合约基差

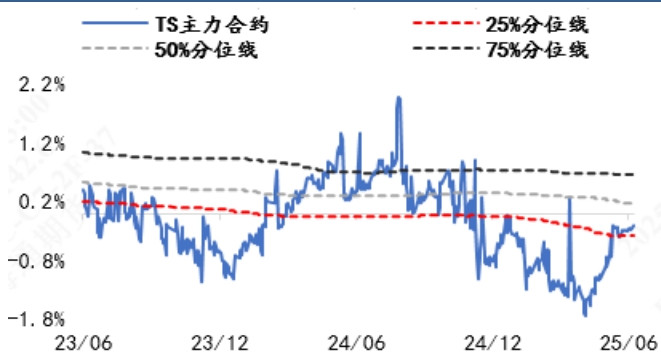


#### 3.2.1 空头套期保值基差成本

首先从空头套期保值的基差成本来看，2024 年底至 2025 年初期间，各期限国债期货主力合约基差呈现震荡收窄态势。这一阶段，2 年期（TS）、5 年期（TF）和 10 年期（T）合约的空头套保基差年化成本长期维持在历史 50%分位数以下，反映出套保成本处于相对有利区间。30 年期超长债（TL）合约因流动性溢价因素，其空套成本始终高于其他期限品种，空套成本始终维持在相对高位。值得注意的是，TS 合约在 3 月下旬曾出现基差成本的大幅波动，其空套年化成本短期内快速上行后又迅速回落，这一异常波动主要源于 CTD 券的切换效应。

进入 5 月后，各期限主力合约基差整体呈现小幅抬升态势，这一变化主要受多重因素共同驱动：首先是 5 月央行下调 LPR 并引导银行调降存款利率，同时通过逆回购操作维持流动性宽松，资金成本下降直接减少了持有国债现货的融资支出，使得持有收益（Carry）增加，持有收益的增厚推动基差水平整体抬升。其次，5 月中美关税谈判取得阶段性进展，市场乐观情绪升温导致部分资金从国债期货市场转向权益市场。这种资金流动使得期货市场的多头力量相对减弱，期货价格涨幅明显滞后于现券市场表现，进一步扩大了期现价差。此外，地方专项债发行暂缓，债券供给节奏与配置力量错位，4 月置换债发行规模环比下降，减轻了现券的抛压，同时银行等机构在年中前集中配置国债，支撑现券价格。

图 50: TS 主力合约空套年化成本百分位(3Y)



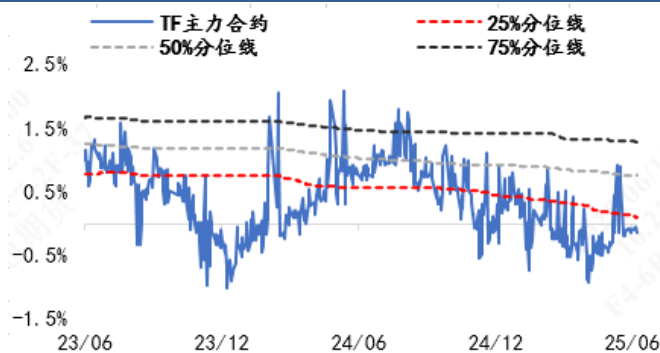
数据来源: iFind、海通期货研究所

图 52: T 主力合约空套年化成本百分位(3Y)



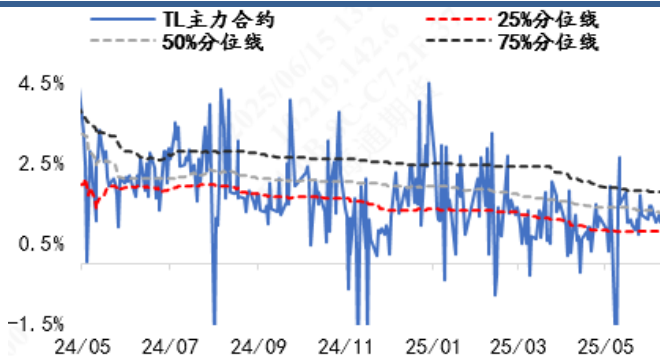
数据来源: iFind、海通期货研究所

图 51: TF 主力合约空套年化成本百分位(3Y)



数据来源: iFind、海通期货研究所

图 53: TL 主力合约空套年化成本百分位(1Y)



数据来源: iFind、海通期货研究所

### 3.2.2 跨期移仓成本

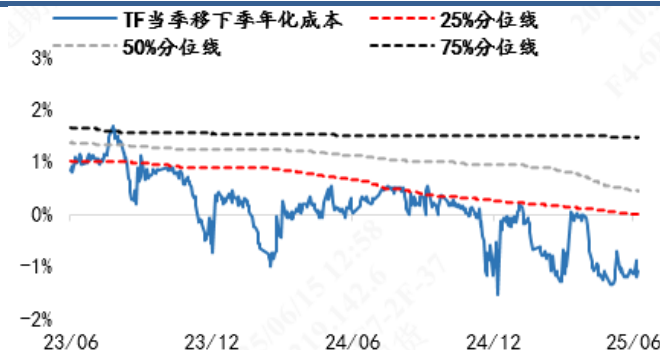
其次,除了基差成本以外,在空头套期保值期间还涉及到跨期移仓成本,从历史数据来看,今年上半年各期限国债期货主力合约的移仓年化成本均处于较低水平,长期位于 25%分位以下。结合基差和移仓成本来看,目前中短端主力合约空套基差年化成本仍然偏低,其成本优势为套保操作提供了有利窗口。

图 54: TS 主力合约移仓年化成本百分位(3Y)



数据来源: iFind、海通期货研究所

图 55: TF 主力合约移仓年化成本百分位(3Y)



数据来源: iFind、海通期货研究所

图 56: T 主力合约移仓年化成本百分位 (3Y)



数据来源: iFind、海通期货研究所

图 57: TL 主力合约空移仓年化成本百分位 (1Y)



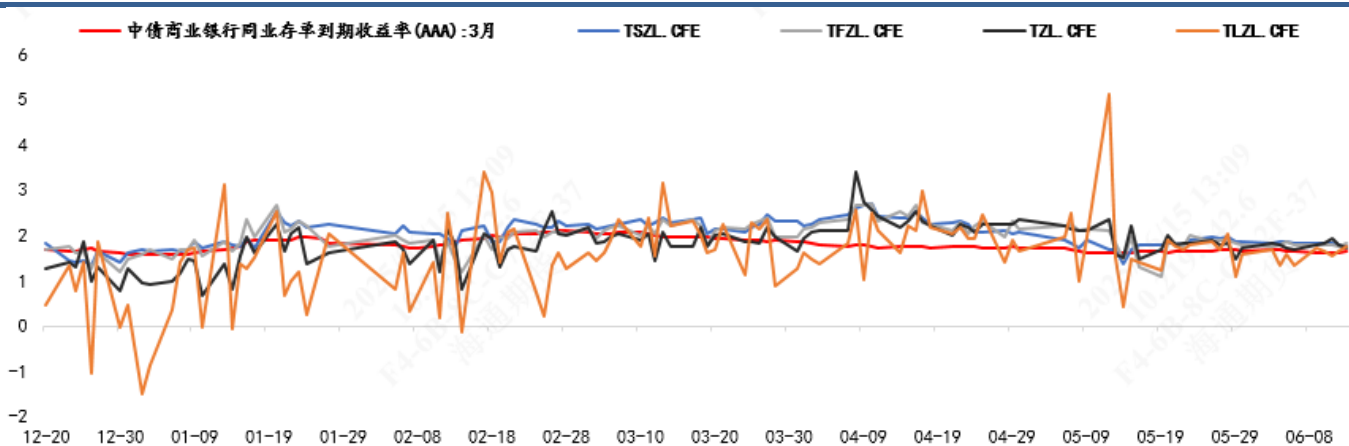
数据来源: iFind、海通期货研究所

### 3.3 期现套利策略

#### 3.3.1 IRR 套利策略

一季度，国债期货各品种主力合约的 IRR 呈现震荡走势并小幅走阔，其中 TL 主力合约现券的 IRR 波动幅度更明显，并且与 3 个月同业存单到期收益率之间的利差均值明显高于其他期限品种，提供了相对更多的 IRR 套利机会空间。进入 5 月后，市场环境发生变化，各期限主力合约 IRR 整体小幅收窄至 3 个月期同业存单收益率附近窄幅震荡，与同期基差的小幅走阔形成对应关系，同时也使得 IRR 套利空间基本消失。

图 58: 主力合约最廉券 IRR



数据来源: iFind、海通期货研究所

从 IRR 套利策略预期收益的计算来看，正套策略整体机会相对有限，但在 5 月份 TL 主力合约曾出现较为理想的 IRR 正套盈利窗口。至于反套策略方面，考虑到 IRR 反套还涉及到现券的融券成本，因此设定融券成本为 100bp 来计算 IRR 策略的反套预期收益率，计算结果显示，TL 主力合约的 IRR 反套盈利机会也较少，主要出现在年初，并且盈利空间不大，但由于 TL 主力合约现券的 IRR 波动幅度较大，对应的风险也更大，择时入场很关键，再叠加 IRR 反套策略面临着“空头举手”制度下交割券和投资者卖出的现券不一致，以及现券流动性带来的风险敞口，投资者对 IRR 反套机会需要保持谨慎。

图 59：主力合约预期正套收益

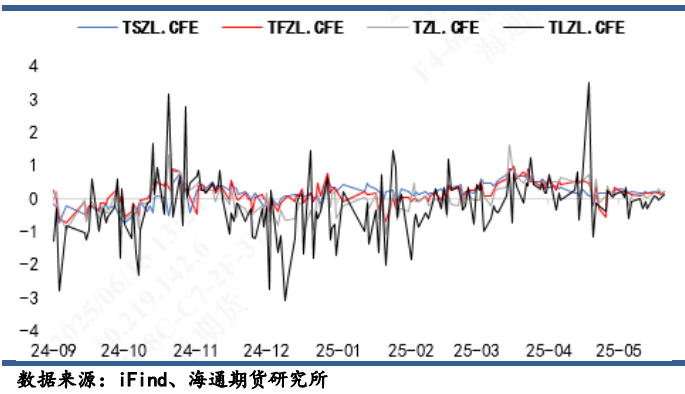
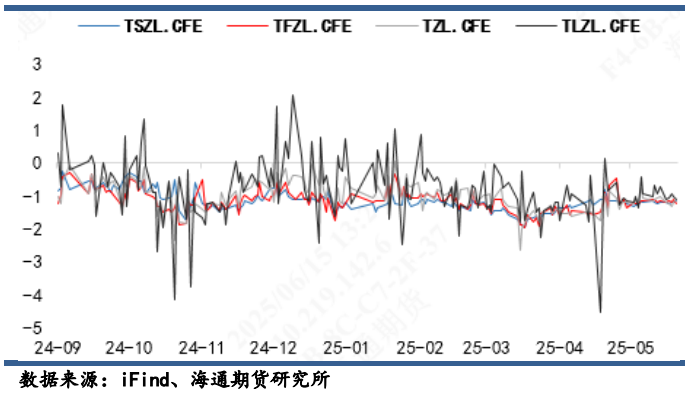


图 60：主力合约预期反套收益



3.3.2 基差套利策略

上文中已经提到上半年整体国债期货主力合约基差震荡偏低，从国债期货基差的季节性来看，2 年期和 30 年期国债期货 2503 合约的基差曾阶段性明显高出 75%分位线，随后逐渐回落至偏低水平，为投资者提供了实施基差收窄策略的窗口期。5 年期和 10 年期国债期货基差则是多数时间位于 50%分位以下，其中 T2503 合约曾出现基差走阔的交易机会。当前市场观察显示，当季 2509 合约各品种基差整体仍处于历史偏低区间，尤其是 T2509 合约，根据以上的行情分析，预计国债期货市场短期内仍将维持震荡格局。在此背景下，基差套利策略的获利空间相对有限，建议投资者保持观望态度，待基差波动区间明确后再择机布局。

图 61：TS 合约基差季节性(3Y)

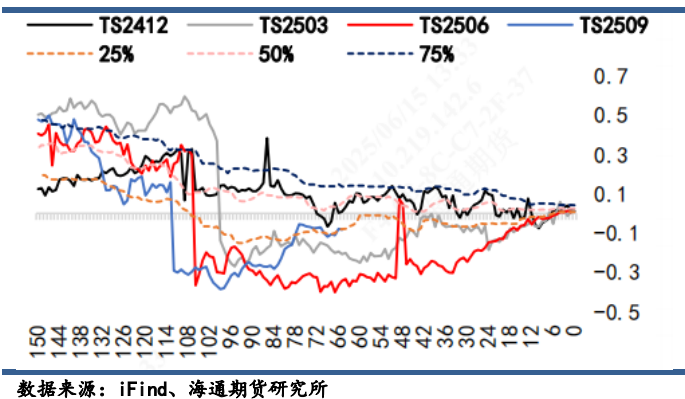


图 62：TF 合约基差季节性(3Y)

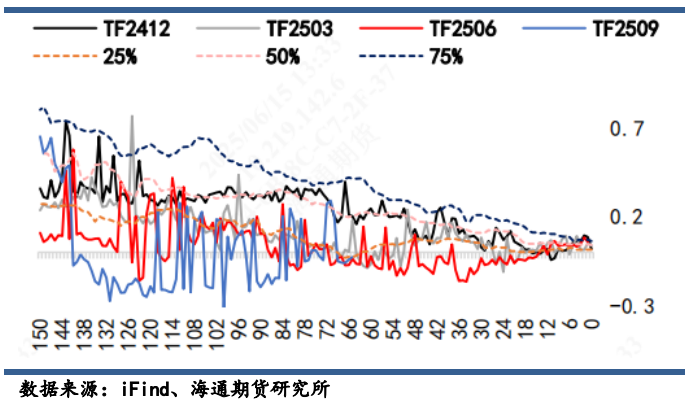


图 63：T 合约基差季节性(3Y)

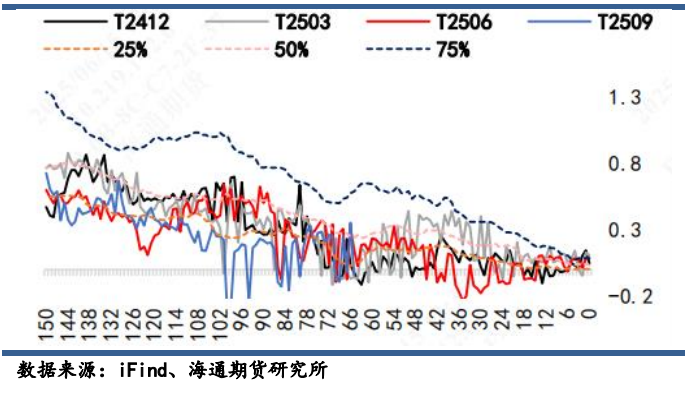
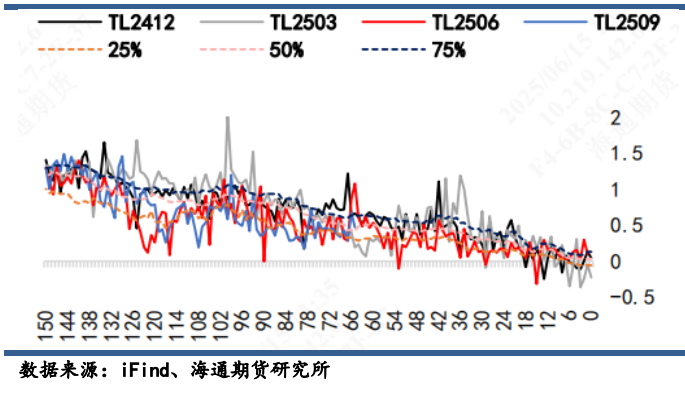


图 64：TL 合约基差季节性(1Y)

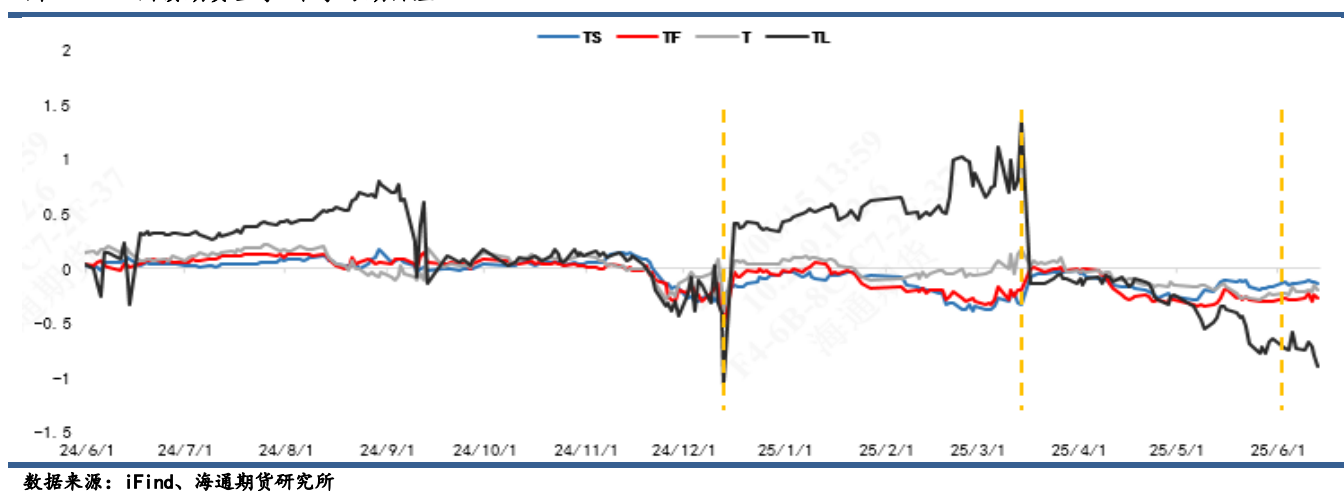




### 3.4 跨期套利策略

由于跨期套利策略需要在两个合约都比较活跃的时候操作，因此跨期价差套利机会集中在移仓换月期间，也就是次主力合约流动性逐渐提升后。2025 年上半年国债期货跨期价差的中枢水平继续下移，但在一季度，30 年期国债期货当季与下季的跨期价差出现了走阔的趋势，这是由于当时 TL2503 合约基差较大，导致空头方的移仓成本压力加重，空头方去主导跨期移仓并提前移仓的意愿增强，从而带动跨期价差走阔。当前国债期货市场各期限主力合约基差整体维持在历史低位区间震荡运行，从近期完成的移仓换月情况来看，市场呈现典型的多头主导特征，后续还需继续关注基差的走势来判断跨期价差的套利机会。

图 65： 国债期货当季-下季跨期价差

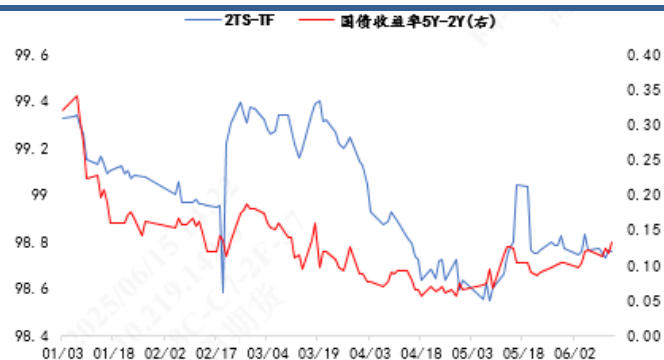


### 3.5 跨品种套利策略

2025 年初以来，国债收益率曲线呈现显著平坦化特征，这一现象在 1-2 月期间尤为突出。具体来看，收益率曲线平坦化主要源于以下两个方面的共同作用：一方面，资金面超预期收紧导致短端利率居高不下；另一方面，在经济基本面弱修复的预期下，长端和超长端利率下行幅度相对有限。这种分化走势使得 30 年期与 2 年期国债收益率利差在 2 月底收窄至 45 个基点左右，回落至近一年 25% 分位数以下的低位水平，并且这一平坦化趋势具有较强持续性，截至 6 月上旬，收益率曲线仍维持在该历史较低分位区间震荡。

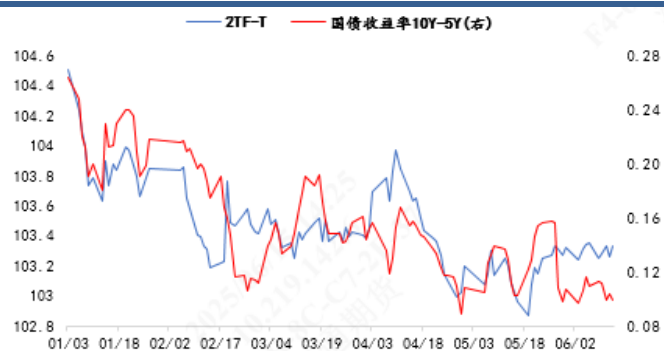
后续来看，当前市场环境呈现以下特征：资金面已回归相对宽松状态，但短期内进一步降准降息的预期较为有限。在此背景下，收益率曲线形态或将维持相对稳定：一方面，30Y-2Y 和 10Y-2Y 期限利差已处于历史 25% 分位以下的低位区间，在缺乏新的政策刺激前，曲线进一步平坦化的空间较为有限；另一方面，考虑到长端利率面临的上行风险相对可控，且市场对经济基本面预期保持稳定，预计长短端利差短期内仍将维持区间震荡格局。在当前市场环境下，建议投资者保持观望态度，等待市场出现明确方向性信号。

图 66: 2\*TS-T 价差



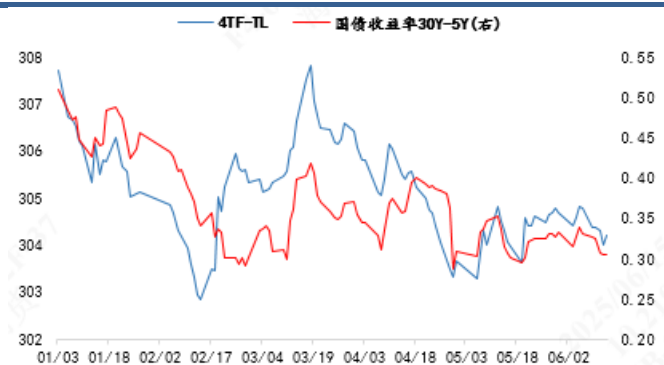
数据来源: iFind、海通期货研究所

图 68: 2\*TF-TF 价差



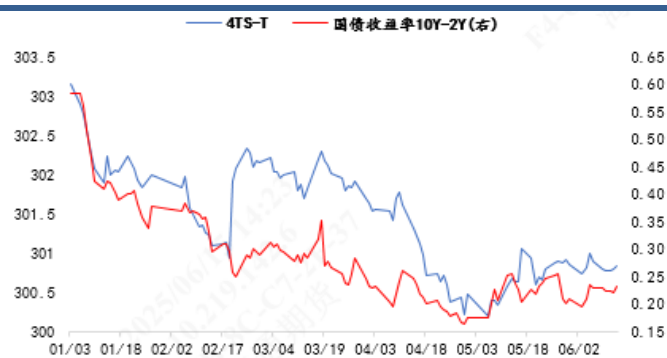
数据来源: iFind、海通期货研究所

图 70: 4\*TF-TL 价差



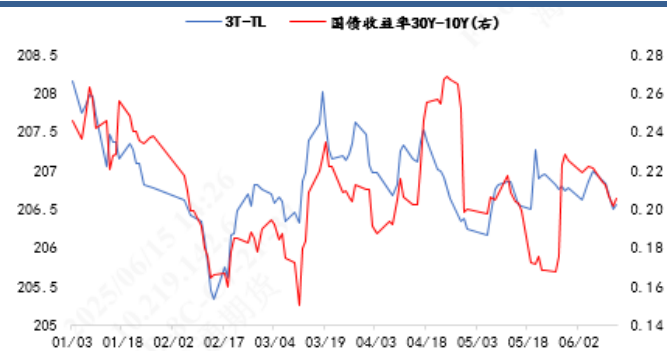
数据来源: iFind、海通期货研究所

图 67: 4\*TS-T 价差



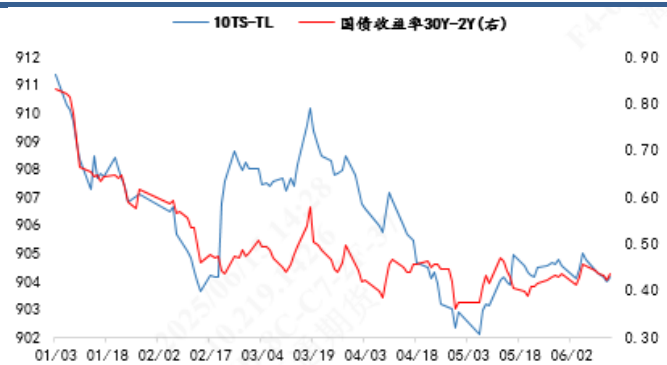
数据来源: iFind、海通期货研究所

图 69: 3\*T-TL 价差



数据来源: iFind、海通期货研究所

图 71: 10\*TS-TL 价差



数据来源: iFind、海通期货研究所

**法律声明：**

本报告仅供海通期货股份有限公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

**郑重声明：**

本本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货研究所并获得许可，并须注明出处为海通期货研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。