

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询从业证号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

利好因素或在积聚，建议保持中性偏多思路

——国债期货 2025 年半年报

报告摘要

国债期货：上半年国内经济基本面表现超出去年末时点的市场主流预期。宏观政策组合靠前发力叠加“抢出口”、“抢转口”效应，国内制造业与广义基建投资保持较高增速，终端消费需求有所回暖，地产销售迎来修复，外贸出口韧性也相对较强。

不过，一方面内需端的隐忧并未完全消除。终端消费增长比较依赖补贴政策，并可能提前透支后续需求。地产销售边际上已经出现转弱迹象，房价整体仍在下行通道中。“产强需弱”格局未变，通胀读数低位运行。私人部门信贷扩张放缓，而储蓄意愿偏浓，存款定期化趋势延续，货币流通速度依旧偏慢。另一方面，关税争端虽阶段性缓和，新一轮对美“抢出口”或将延续到 7 月，但拉长时间轴来看，外部环境的不确定性仍然较大。

基本面有喜有忧，暂难驱动债市走势反转。在此情况下，市场对资金面变化较为敏感。站在当下，我们对后续资金面的预期相对乐观。但相较于政策利率，目前市场资金价格已逐步趋于合理，后续资金面的进一步明显转松可能将依赖于政策利率的再度调降。

而考虑到内部净息差约束仍在，且当前社融增速符合目标，我们对下半年央行降息空间的预期相对保守。预计下半年可能只有一次降息，带动政策利率下行 10-20bp，即由目前的 1.4%，下行至 1.2-1.3%。按此计算，降息后 10Y 国债收益率的合理运行区间可能将在 1.4-1.6% 附近。

操作上，单边建议投资者保持中性偏多思路。合约选择上，当前收益率曲线斜率较为平坦，后续收益率整体下移可能需要资金面转松带动短端率先回落，因此我们建议投资者可逢低布局一定 TS 合约多单，等待利多因素的积聚。但结合估值因素，期债盘面涨幅较大时 also 需留意阶段性止盈的节奏。与此同时，考虑到 30Y 国债新老券存在一定利差，对期债盘面或构成一定保护，建议投资者也可关注 TL 合约的低多机会。

套利方面，当前 TS、TF 合约 IRR 在 1.8-1.9% 附近，相较于资金价格仍有偏高。市场做多情绪发酵时，建议关注下半年潜在的期现正套机会。而偏牛市的环境中，多头主动移仓可能导致跨期价差继续出现季节性波动，建议投资者还可关注 T 合约移仓换月期间的跨期套利机会。

风险因素： 内外政策，地产销售，汇率波动，风险资产走势

1. 市场走势回顾

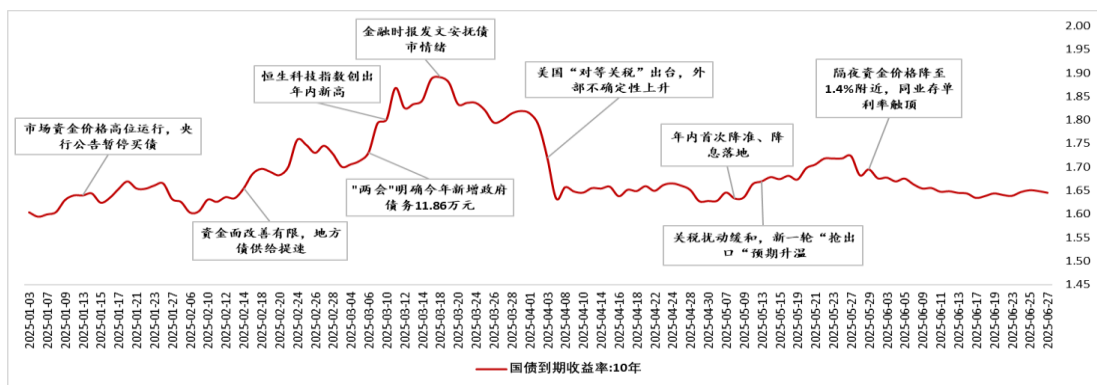
上半年债市先弱后强，长端表现优于短端，曲线斜率有所趋平。

年初央行流动性管理处于紧平衡状态，负 Carry 带动短债率先调整。2 月中下旬以后，随着政府债券发行提速，尤其是长期限再融资专项债供给起量，债市调整开始由短端向长端传导。而“两会”增量财政规模不低，权益市场表现偏强进一步加剧了国债收益率的上行幅度。

不过，3 月上旬，央行透过多个途径安抚债市情绪，市场资金价格也逐步触顶回落。进入 4 月，中美关税争端升级，市场风险偏好快速走弱，债市对此也迅速定价。5 月以后，“双降”落地，关税扰动阶段性缓和，资金面震荡趋松等多空因素共同影响下，债市整体波动幅度有所收敛。

对于期债而言，不同期限合约表现也较为分化，整体趋势上与现券一致。但中短端盘面偏高的估值、基差的回归使得 TS、TF 合约更显偏弱。

图1：10Y国债收益率走势



数据来源：Wind、银河期货

图2：国债收益率曲线变化

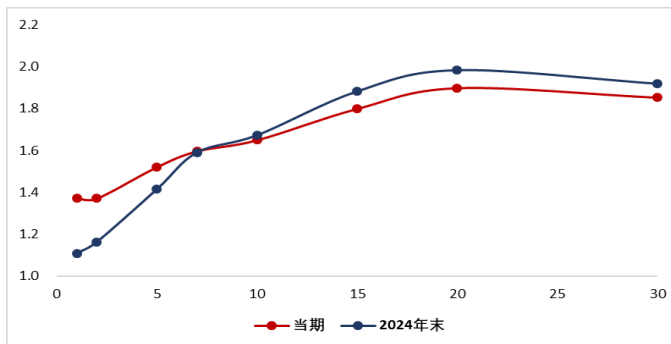
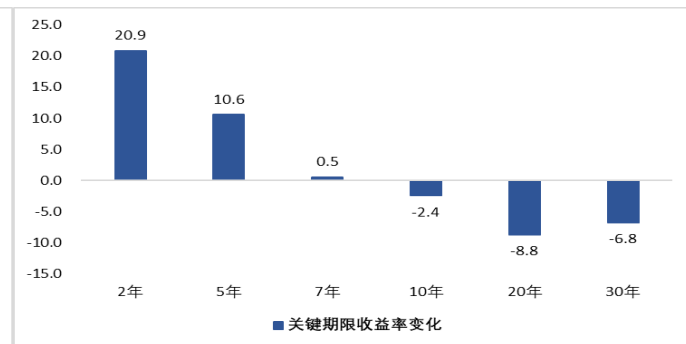
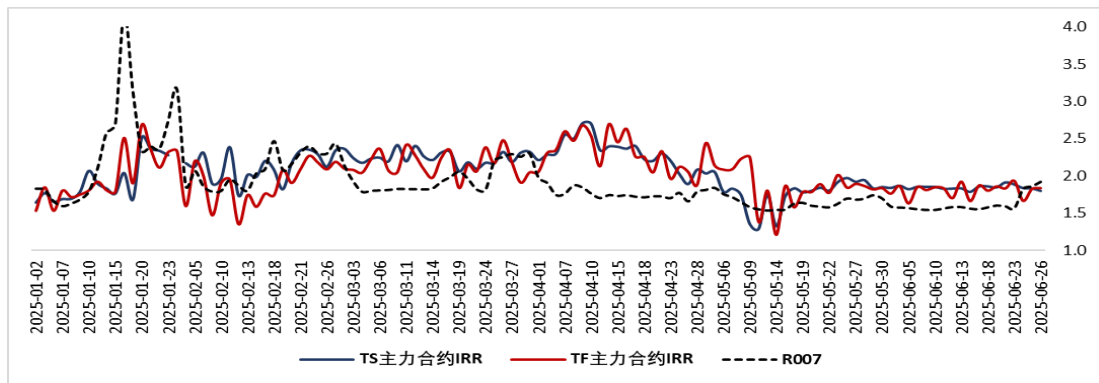


图3：年内关键期限收益率变化



数据来源：Wind、银河期货

图4: TS、TF主力合约IRR与市场资金价格

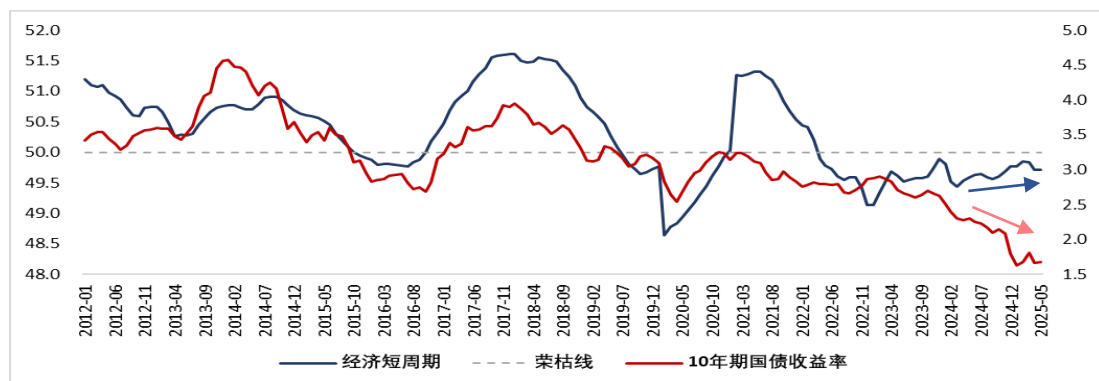


数据来源: Wind、银河期货

2. 基本面展现韧性，但隐忧尚存

近年来国债收益率走势与 PMI 视角下的国内经济短周期在趋势上有所背离。我们认为这种背离与整体经济修复斜率较为平缓，扩张动能不强有关，但经济修复结构上的分化可能是更为重要的原因。

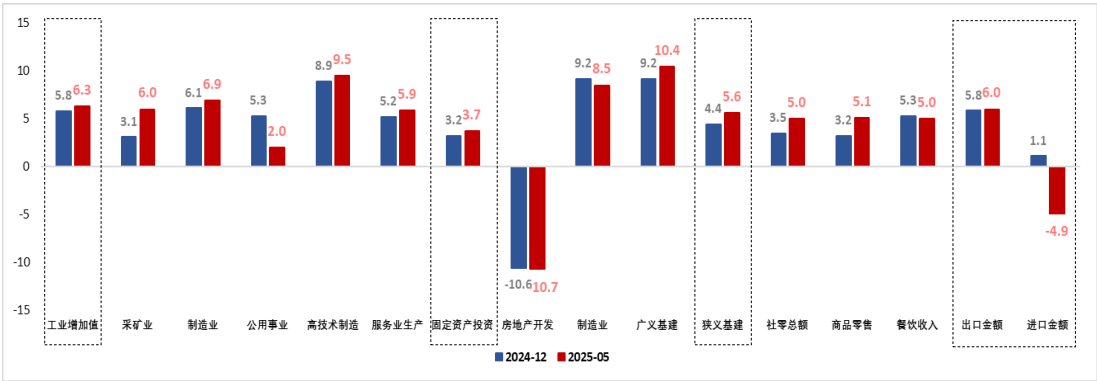
图5: 国内经济短周期与10Y国债收益率



数据来源: Wind、银河期货

站在去年末的时点，这种分化体现在两个方面，一是供需两端的分化，“产强需弱”格局持续，通胀读数低位运行；二是内需结构上的分化，偏生产性的制造业投资与电力等部分公用事业投资表现尚可，但房地产行业对整体内需的拖累较大，传统基建托底作用减弱，终端消费也表现平平。

图6：主要宏观经济指标汇总



数据来源： Wind、银河期货

去年 924 后，宏观政策基调开始发生变化，从被动应对经济下行压力，转向积极稳增长。在居民、企业部门杠杆率偏高的情况下，“更加积极的财政政策”是宏观政策组合发挥效用的关键。

今年 3 月“两会”政府工作报告明确新增政府债务总规模 11.86 万亿元，比上年增加 2.9 万亿元。投向上，3000 亿超长期特别国债支持消费品以旧换新，较去年翻倍。专项债使用范围也有所扩大，明确包含了土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。财政部官员还表示，为应对后续潜在的内、外部冲击，今年财政端还预留了额外的政策储备。这一类似“政策看跌期权”的表态对提振市场风险偏好也有积极作用。

表1：历年“两会”目标设定

目标	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
经济增长率%	6%-6.5%	不设目标，集中精力抓六保和六稳	6%以上	5.50%	5%	5%	5%
CPI	3%	3.50%	3%	3%	3%	3%	2%
新增就业	1100 万，城镇调查失业率 5.5%以内，城镇登记失业率 4.5%以内	900万，城镇调查失业率 6% 以内城镇登记失业率 5.5%以内	1100万以上，城镇调查失业率5.5%以内	1100万以上，城镇调查失业率5.5%以内	1200万以上，城镇调查失业率5.5%以内	1200万以上，城镇调查失业率5.5%左右	1200万以上，城镇调查失业率5.5%左右
财政赤字	2.8%，财政赤字2.76万亿	3.6%以上，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债，新增减税降费5000亿元	3.2%左右，不再安排发行特别国债	2.8%左右	3%，积极的财政政策要加力提效	3%，积极的财政政策要适度加力、提质增效，发行1万亿超长期特别国债	4%，赤字规模5.66万亿元、比上年增加1.6万亿元；更加积极的财政政策要持续用力、更加给力，发行1.3万亿超长期特别国债，同时发行5000亿国债支持国有大行补充资本
地方专项债	2.15 万亿元	3.75 万亿元	3.65万亿元	3.65万亿元	3.8万亿元	3.9万亿元，额外发行2万亿再融资专项债	地方政府专项债券4.4万亿元，额外发行2万亿再融资专项债

数据来源： Wind、银河期货

图7：国债净融资规模

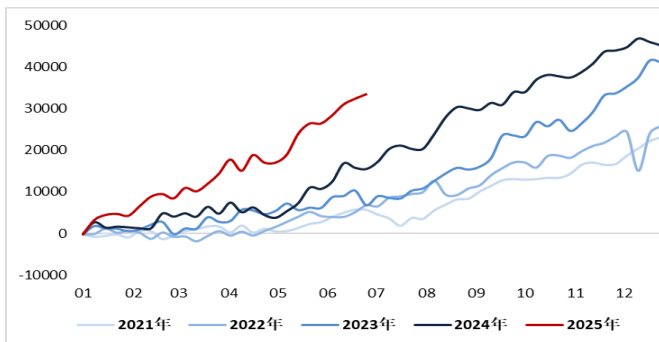
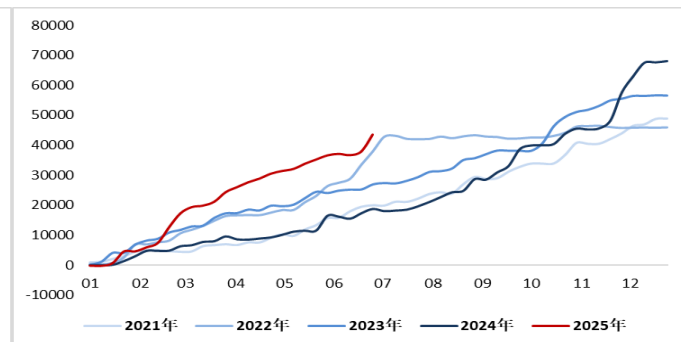


图8：地方债净融资规模



数据来源：Wind、银河期货

“两会”财政力度不弱且发力靠前，我们看到内需数据出现了一些积极变化。1-5月社会消费品零售总额同比+5.0%，较去年末回升1.5个百分点。社零结构上，消费品以旧换新等补贴政策助力下，商品零售表现更为偏强，同比回升1.9个百分点至+5.1%。其中，与补贴政策关联度较高的家用电器和音像器材、通讯器材、文化办公用品、家具等门类同比增幅均较为显著。

与此同时，设备更新和“两重”政策带动制造业投资和广义基建投资绝对增速仍高。1-5月累计同比分别在+8.5%、+10.4%，较去年末小幅回落0.7和回升1.2个百分点，一定程度上体现出国内产业升级和结构转型的特征。

随着居民预期改善，地产销售也迎来阶段性修复。统计局口径下，1-5月商品房销售面积同比降幅收窄至-2.9%，较上年末回升10.0个百分点。部分核心城市二手房销售面积同比更是出现大幅增长。截止6月中旬，比较有代表性的北、上、深三个一线城市二手房成交面积累计同比分别+22.9%、+29.2%、+43.4%。

图9：社会消费品零售增速

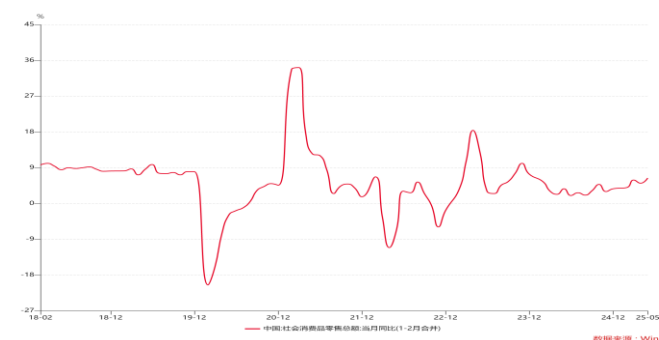
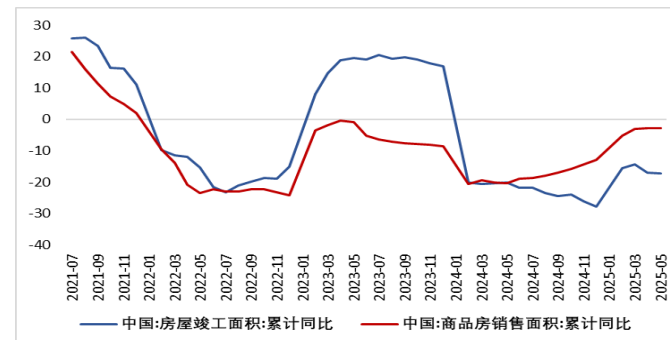


图10：商品房销售面积与竣工面积增速



数据来源：Wind、银河期货

图11：制造业与设备工具购置投资增速

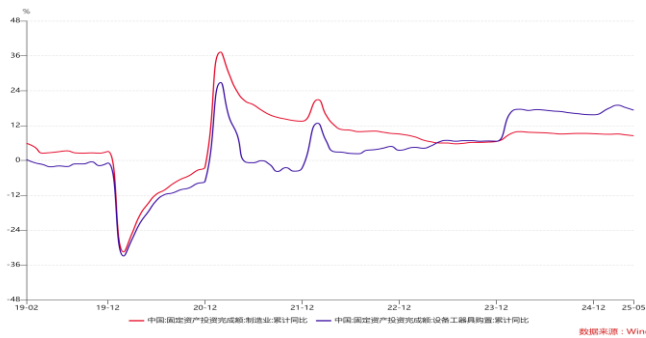
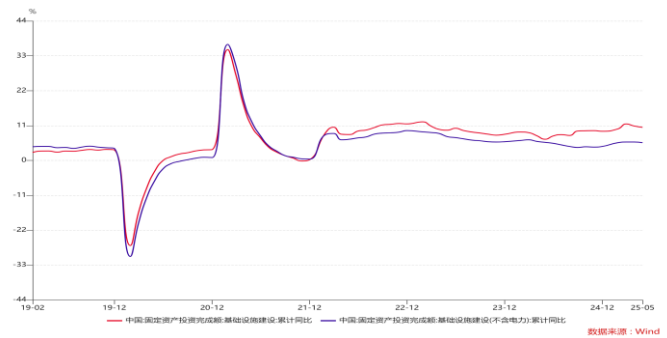


图12：广义、狭义基建投资增速



数据来源：Wind、银河期货

不过，内需端的隐忧并未完全消除。一是，从社零结构上看，目前终端消费比较依赖补贴政策，政策乘数效应暂不明显，部分耐用品消费的提前释放还可能提前透支后续需求，市场对消费高增的持续性尚有疑虑。

表2：社会消费品零售总额分项指标

指 标	5月		1-5月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	41326	6.4	203171	5.0
其中：除汽车以外的消费品零售额	37316	7.0	184324	5.6
其中：限额以上单位消费品零售额	16716	8.0	80749	6.3
其中：实物商品网上零售额	-	-	49878	6.3
按经营地分				
城镇	36057	6.5	176490	5.1
乡村	5269	5.4	26681	4.9
按消费类型分				
餐饮收入	4578	5.9	22773	5.0
其中：限额以上单位餐饮收入	1374	4.8	6583	4.5
商品零售额	36748	6.5	180398	5.1
其中：限额以上单位商品零售额	15342	8.2	74166	6.4
其中：粮油、食品类	1919	14.6	9893	13.0
饮料类	267	0.1	1304	0.2
烟酒类	482	11.2	2787	6.7
服装、鞋帽、针纺织品类	1225	4.0	6138	3.3
化妆品类	435	4.4	1889	4.1
金银珠宝类	300	21.8	1664	12.3
日用品类	741	8.0	3507	7.2
体育、娱乐用品类	162	28.3	691	25.7
家用电器和音像器材类	1166	53.0	4641	30.2
中西药品类	588	0.3	2987	1.8
文化办公用品类	399	30.5	1865	25.7
家具类	170	25.6	757	21.4
通讯器材类	871	33.0	3871	27.1
石油及制品类	1895	-7.0	9787	-2.6
汽车类	4010	1.1	18847	-0.1
建筑及装潢材料类	138	5.8	663	3.0

数据来源：Wind、银河期货

二是，房地产行业对于内需的拖累实际上仍在持续。1-5 月国内房地产开发投资同比-10.7%，较去年末继续回落 0.1 个百分点。房屋新开工和施工面积同比分别-22.8%、-9.2%，也未见明显修复，推动房地产市场止跌回稳基调下，行业上游整体继续收缩。

而边际上看，地产销售也再度呈现转弱迹象。高频数据显示，端午过后，样本城市商品

房销售回升动能弱于往年同期。5月起，核心城市二手房销售同比增速也快速放缓。二手房“以价换量”情况改善有限，各能级城市二手房出售挂牌价格均继续承压。

图13：房地产开发投资增速

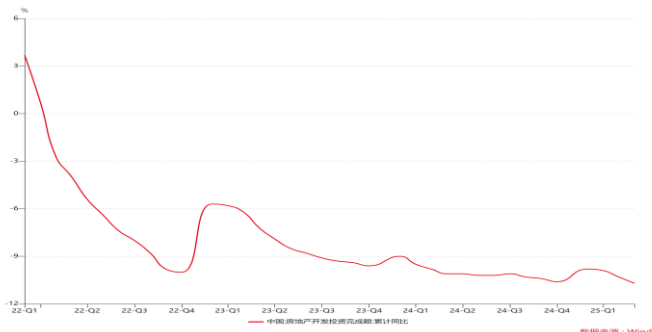
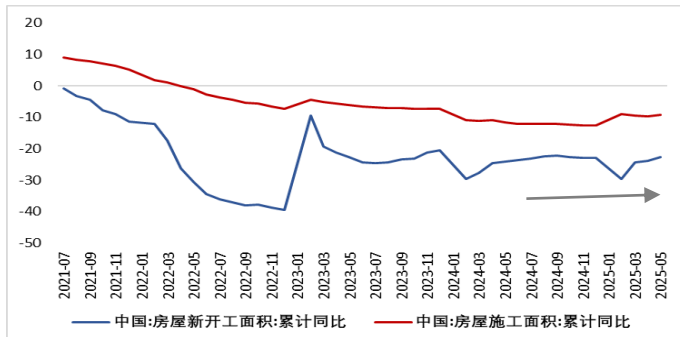


图14：房屋新开工面积与施工面积增速



数据来源：Wind、银河期货

图15：30大中城市商品房成交面积（7MA）

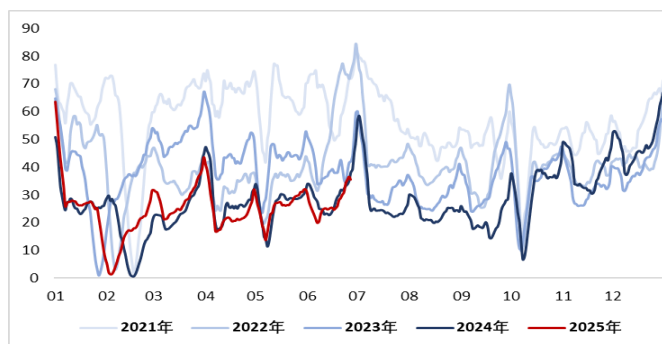
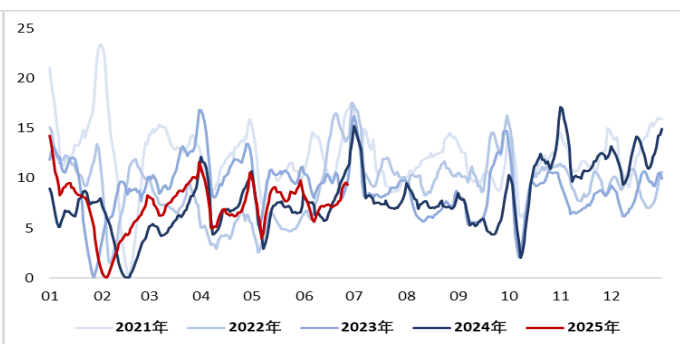


图16：一线城市城市商品房成交面积（7MA）



数据来源：Wind、银河期货

图17：样本城市二手房销售面积同比

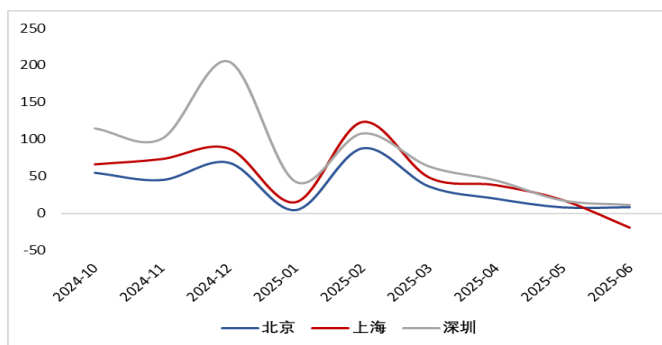
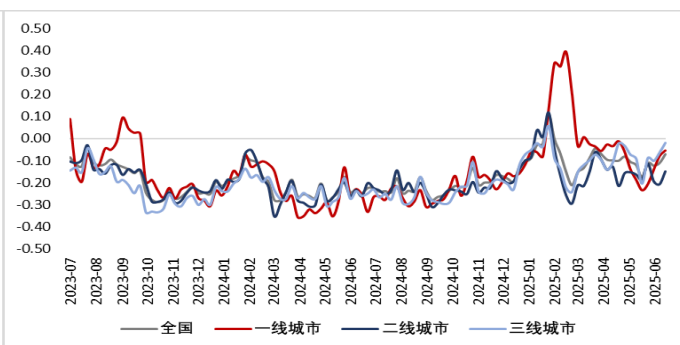


图18：二手房挂牌价格指数周环比（4MA）



数据来源：Wind、银河期货

三是，内需端的积极因素未改变国内“产强需弱”格局，价格指标亮点难寻。即便一季度国内GDP同比+5.4%，超出市场普遍预期，但国内GDP平减指数录得-0.81%，已连续8个季度负增长，创历史最长记录。截至5月，CPI、核心CPI同比分别为-0.1%、+0.6%，距

离+2.0%的年内目标尚有较大距离。大宗商品价格，尤其是与内需关联度较高的大宗商品价格表现弱势的情况下，叠加去年基数偏高，5月PPI同比-3.3%，也在延续下行趋势。

通缩环境除抬升实际利率，抑制当期需求外，对政府税收、企业盈利和居民收入等名义指标修复同样存在负面影响，进而进一步降低各微观主体的支出意愿，不利于需求持续回升。

图19：实际GDP与GDP平减指数

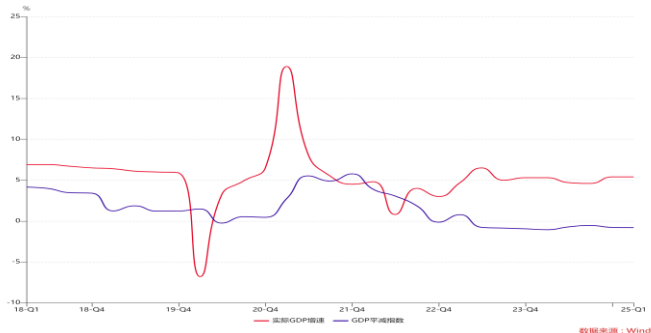


图20：名义利率与实际利率



数据来源：Wind、银河期货

图21：CPI与核心CPI增速

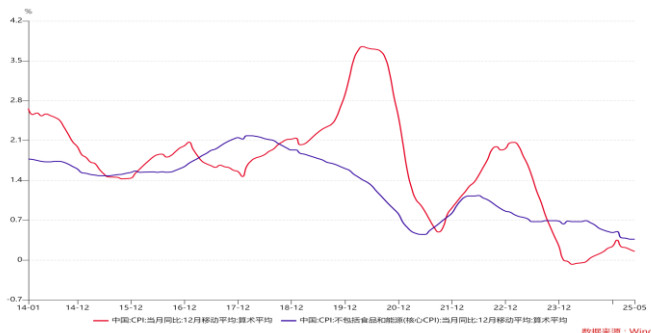
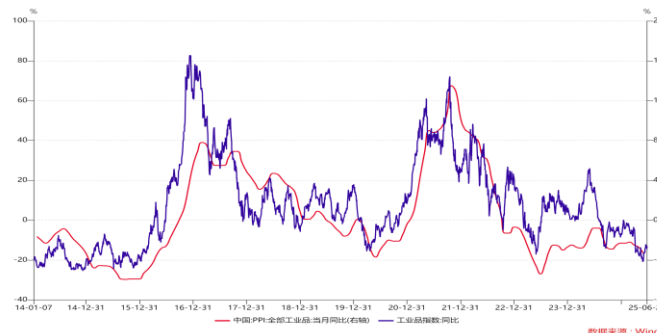


图22：PPI增速与工业品指数



数据来源：Wind、银河期货

图23：政府税收收入与PPI

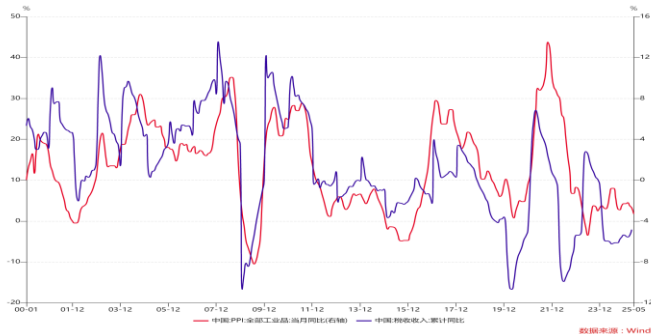


图24：工业企业利润与PPI



数据来源：Wind、银河期货

除财政政策以“两新”、“两重”为重要抓手稳内需外，出口对当前国内经济增长也至

关重要。今年一季度，统计局口径下，净出口拉动 GDP 上行 2.13 个百分点，贡献率接近 40%，创近几个季度新高。海关口径下，1-5 月我国货物出口同比+6.0%，较去年末上行 0.63 个百分点，贸易差额突破 4700 亿元，同比增加 1356.5 亿元。

从出口目的看，一季度“抢出口”效应使得我国对美货物出口保持高增。进入二季度，对美出口因对等关税扰动发生骤降，但对东南亚、欧洲、非洲等地出口增速反而有所上行，外贸“转口”特征较为明显，带动外需表现继续好于预期。

图25：净出口对GDP累计同比的拉动

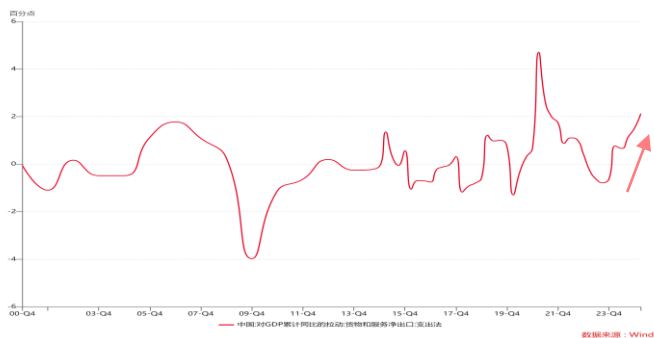
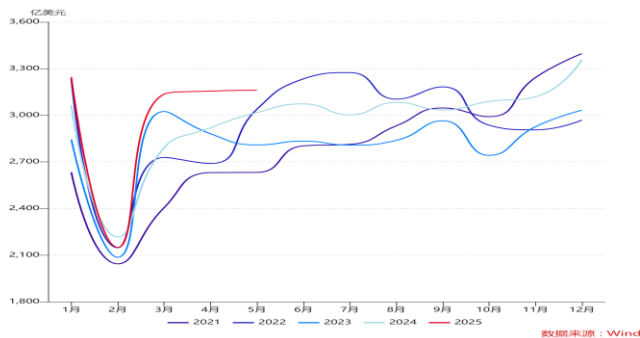


图26：货物出口季节性



数据来源：Wind、银河期货

表3：对不同国家和地区出口增速

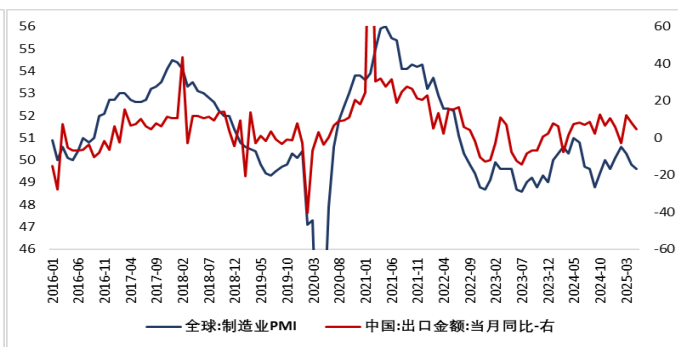
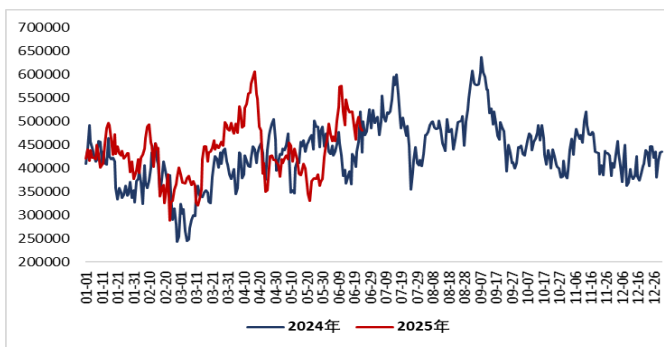
	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
美国	-34.5	-21.0	9.1	-9.8	12.1	15.6	8.0
欧盟	12.0	8.3	10.3	-11.5	10.8	8.8	7.2
东盟	14.8	20.8	11.6	8.8	3.2	18.9	14.9
日本	6.2	7.8	6.7	0.5	0.8	-4.2	6.3
韩国	-1.2	-0.3	-0.9	-2.8	-2.7	4.0	-2.6
澳大利亚	12.6	5.8	-4.2	-19.9	6.4	-12.3	0.5
俄罗斯	-10.8	-2.7	1.9	-23.5	-0.7	5.5	-2.5
印度	12.5	21.7	27.3	7.8	7.5	0.0	2.1
英国	15.6	2.5	16.3	-13.9	15.5	3.1	-0.3
拉丁美洲	2.3	17.3	23.5	-14.7	18.9	16.9	11.0
巴西	-7.1	4.2	12.2	-28.8	14.2	5.6	10.1
非洲	33.3	25.3	37.0	-11.8	6.6	24.8	10.8
南非	14.4	9.6	6.3	-23.0	2.5	9.9	12.2

数据来源：Wind、银河期货

后续来看，我们认为外需中短期将仍具韧性。中美关税争端阶段性缓和后，随着美线运力5月底开始逐渐恢复，高频数据显示对美集装箱发运已出现明显改善，新一轮“抢出口”效应在数据层面有所显现，预计发运高峰将一直持续到7月。

但拉长时间轴来看，外部环境面临的不确定始终存在，并体现在两个维度。一方面，考虑到美方核心诉求在于降低其贸易逆差，而作为全球最重要的消费国，美国贸易逆差规模和我国出口具有高度相关性，因此能否在长期通过“转口”方式淡化潜在的关税加码影响尚不得而知。另一方面，受政府债务、通货膨胀、地缘冲突等因素扰动，海外主要经济体自身基

图28: 全球制造业PMI与我国出口增速



3. 政府债券支撑社融，M1 增速缓慢修复

金融数据也侧面印证当前财政在稳内需方面的重要作用以及内需结构上的分化仍在延续。1-5 月国内社会融资规模 18.6 万亿元，同比增加 3.8 万亿元。结构上看，社融增长几乎全部依赖政府债券融资的贡献，1-5 月政府债券融资 6.3 万亿元，同比同样增加 3.8 万亿元。排除政府债券融资的影响，社融增速弹性较为有限。

贷款需求整体相对偏弱。1-5 月国内新增人民币贷款 10.68 万亿元，同比少增约 4600 亿元。结构上，居民部门需求下降是贷款少增的重要原因。且虽然上半年地产销售有所修复，但截至 5 月居民新增中长期贷款累计 8347 亿元，仍创 2012 年以来同期新低。企业部门贷款结构上也不尽人意，票据“冲量”现象较为明显，而 1-5 月与投资关联度较高的中长期贷款新增 6.16 万亿，同比大幅少增 9500 亿元。

图30: 贷款余额增速

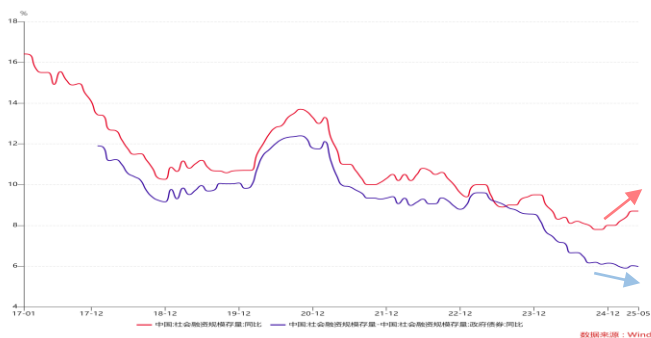


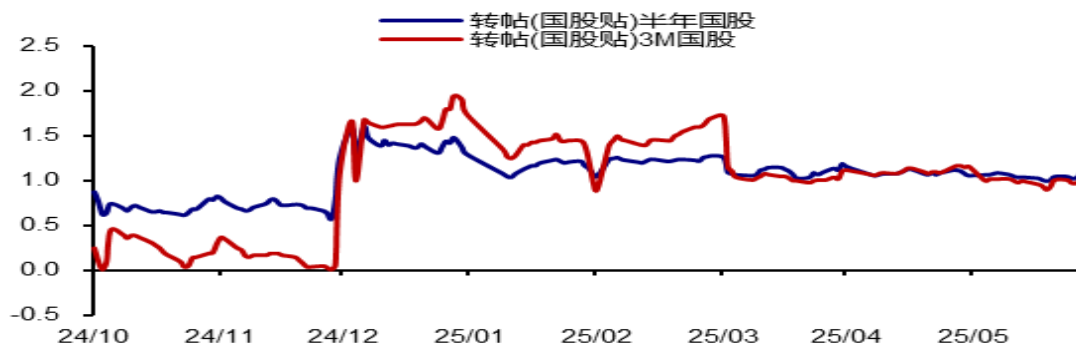
表4：金融数据分项指标

	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12
新增人民币贷款	6200	2800	36400	10100	51300	9900
居民户：中长期	746	-1231	5047	-1150	4935	3000
企(事)业单位：中长期	3300	2500	15800	5400	34600	400
企(事)业单位：票据融资	746	8341	-1986	1693	-5149	4500
社会融资规模	22894	11591	58894	22375	70546	28507
非标融资	-1156	-2873	3705	-3545	5726	-1201
政府债券	14633	9729	14866	16939	6933	17566
企业债券融资	1496	2340	-905	1702	4454	-159
非金融企业境内股票融资	152	391	412	76	473	484
社会融资规模存量：同比	8.7	8.7	8.4	8.2	8	8
M2：同比	7.9	8	7	7	7	7.3
M1：同比	2.3	1.5	1.6	0.1	0.4	1.2

数据来源：Wind、银河期货

另外，我们还了解到，今年以来部分机构信贷投放往往在当月下旬才开始有所发力，这一定程度上也体现出当下居民和企业部门的实际贷款需求其实并不强，即便这也使得票据利率在月末并未断崖式回落。

图31：票据利率



数据来源：Wind、银河期货

货币供给端，截至5月，M1 同比+2.3%，较去年末回升 1.1 个百分点；M2 同比+7.9%，回升 0.6 个百分点。M2-M1 剪刀差有所缩窄，货币活化程度上升，流通速度加快释放相对积极信号。但一方面 M1 增速绝对值依旧偏低，向上修复斜率也较为平缓。另一方面，去年四季度以来的 M1 回升很大程度上可能也是受地方政府再融资专项债发行支出较快以及去年 4 月起禁止“手工补息”拉低企业活期存款基数等因素的影响。

我们观察到，与贷款增速的回落趋势相比，截至5月住户存款余额同比+10.7%，维持两位数的增速。与此同时，居民存款定期化程度也继续加深，这均不利于资金回流企业，形成正向的货币循环。

图32: M2规模

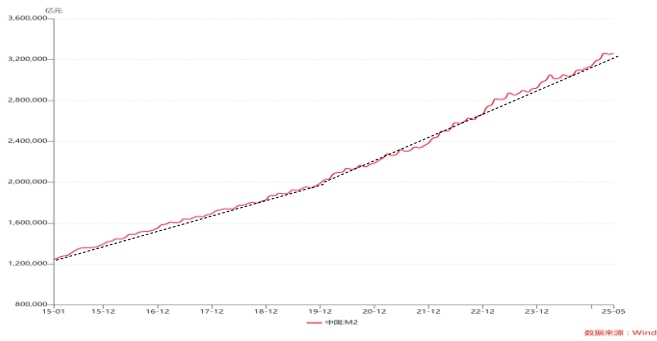


图33: M2-M1增速剪刀差



数据来源: Wind、银河期货

图34: 住户新增存款增速

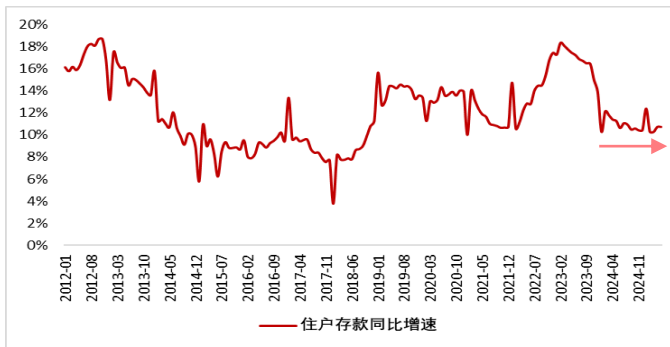


图35: 居民非活期存款占比



数据来源: Wind、银河期货

4. 央行流动性管理张弛有度，资金面预期边际改善

上半年市场资金价格波动较大，超出市场主流预期。其原因，我们认为与去年12月同业存款自律机制落地加剧“金融脱媒”，商业银行负债端确有存压有关。与此同时，今年同业存单到期量相对较大叠加政府债券发行节奏前置等因素也一定程度上放大了资金面的供需缺口，进而降低了商业银行的资金融出能力。

图36: 同业存单发行与到期

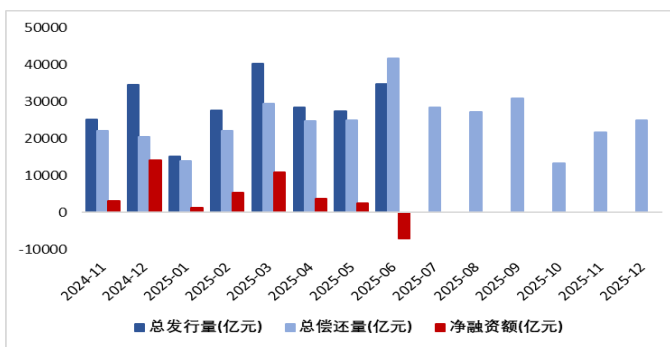
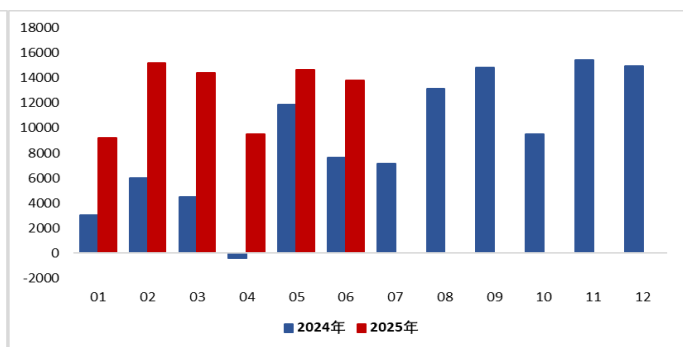


图37: 政府债券净融资规模



数据来源：Wind、银河期货

而更为重要的原因还是，在年初债市抢跑较为严重，人民币汇率贬值压力较大，且政府债券发行尚未显著放量的情况下，央行流动性管理阶段性维持紧平衡状态。在1月暂停二级市场国债买卖后，2月发布的去年四季度货币政策执行报告删除了“保持货币市场利率平稳运行”的相关表述，进一步明确了这种偏紧平衡的政策取向。

不过，随着2月下旬政府债券发行提速，尤其是长期再融资专项债发行起量导致债市调整开始由短端向长端传导，央行态度逐渐发生变化。进入3月，虽然央行中长期资金投放仍相对克制，但一方面商业银行资金融出规模开始显著回升，另一方面质押回购与同业存单利率也相继震荡回落，市场资金面逐步改善。

图38：银存间质押回购利率

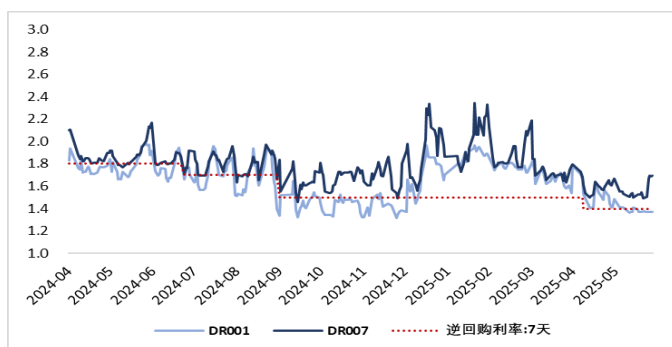
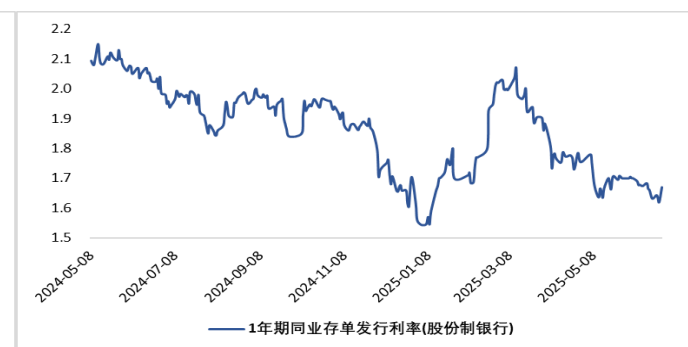
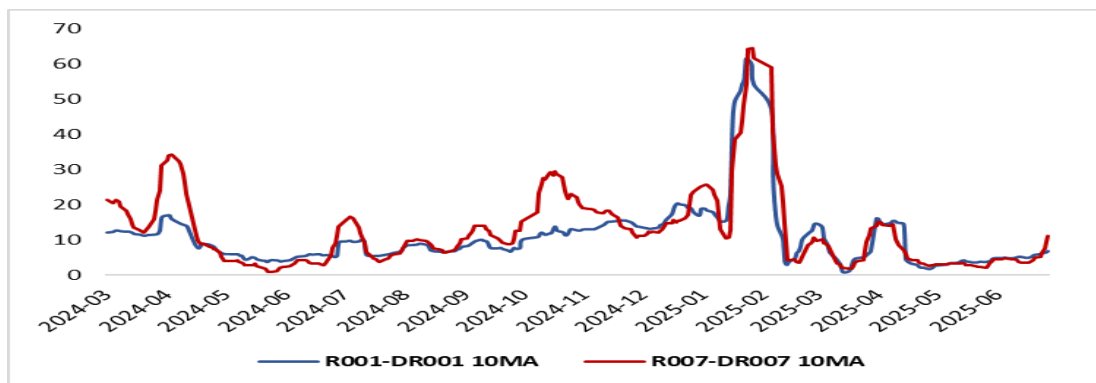


图39：同业存单发行利率



数据来源：Wind、银河期货

图40：非银资金利差



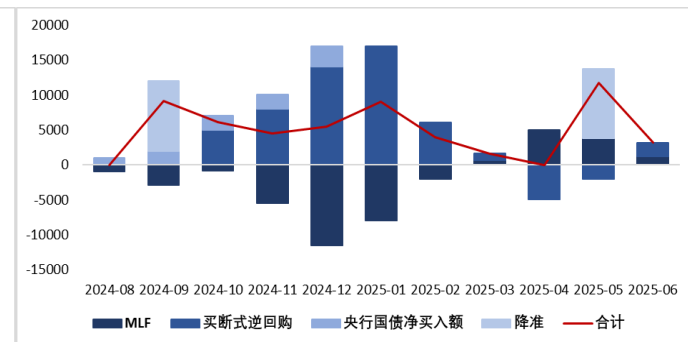
数据来源：Wind、银河期货

后续来看，我们对资金面持相对乐观的预期。首先政策层面，5月公布的一季度货币政策执行报告删除了“防范资金沉淀空转”的表述，“双降”超预期落地且5月中下旬以来公开市场操作也在连续向市场注入流动性，央行表态和行动边际上的变化较为明确，这与此前存在较大不同。随着内需部分指标边际转弱，下半年外需不确定性较高的情况下，财政发力稳增长仍需货币政策支持。

图41：央行逆回购净投放量



图42：央行中长期资金投放情况



数据来源：Wind、银河期货

图43：7天期逆回购利率

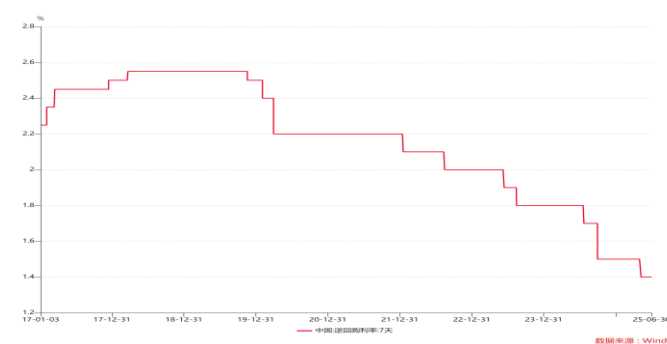
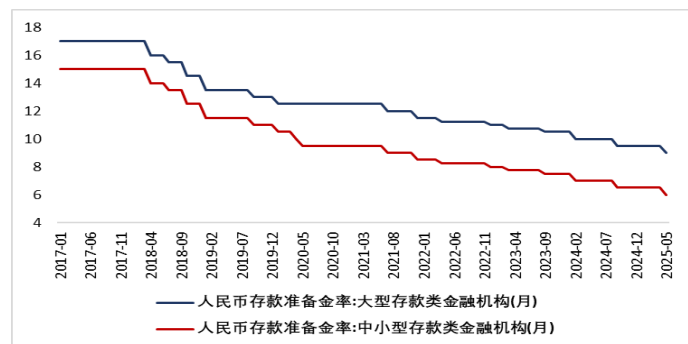


图44：存款准备金率



数据来源：Wind、银河期货

其次，我们认为存款搬家带来的扰动也是阶段性的。一方面，考虑到存款人的风险偏好特征，除非权益市场出现趋势性的上行，否则绝大部分流出银行体系的资金最终还是会流回货币市场和债券市场，进而压低市场资金价格和债券收益率。另一方面，回溯历史来看，存款利率、货基等理财产品收益率以及同业存单利率的下行趋势在长期是保持一致的。后续随着非银理财产品预期收益率的调降，“金融脱媒”现象大概率也将逐步改善。

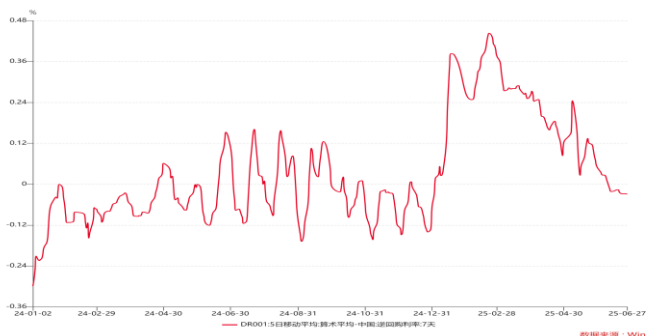
此外，站在当下，人民币贬值预期发生逆转，外部因素对内部宽松的约束已出现明显缓和。

当然，相较于政策利率，略低于1.4%的DR001与略高于1.4%的DR007价格正在趋于合理。回溯历史数据看，虽仍有继续下行的可能，但幅度或已不大。后续资金面的进一步明显转松或将依赖政策利率的再度调降。

图45：大行存款利率、货币基金收益与同业存单利率



图46：隔夜资金价格与政策利率利差



数据来源：Wind、银河期货

5. 下半年宏观政策猜想

宏观数据有喜有忧，经济基本面弱稳状态下，拉长时间轴来看，稳增长仍需宏观政策组合的支持。

对于总量货币政策而言，“价”上，广谱利率下行环境中，商业银行净息差面临较大压力，这对大幅调降政策利率依旧构成重要约束。与此同时，政府债券融资支撑下，社融存量同比维持较高增速，截至5月同比+8.7%，高于5%的实际GDP目标与2%的CPI目标之和，处于央行合意水平。在私人部门信贷扩张意愿与能力均不足的情况下，央行大幅降息刺激贷款增长的必要性较低。因此，我们对年内降息空间的预期相对保守，预计下半年可能只有1次降息，带动政策利率下行10-20bp，即由目前的1.4%，下行至1.2-1.3%。

“量”上，流动性投放的目的或更多仍是配合财政融资、提升商业银行负债端稳定性以及熨平资金价格的季节性波动。下半年央行可能继续降准1-2次，单次在0.25-0.5个百分点。买断式逆回购操作将继续常态化，商业银行负债端承压时，操作力度可能随之加大配合MLF补充中长期资金。二级市场买债也可能恢复，但考虑到其对债市情绪有较为直接的拉动作用，在央行对长债风险仍有关且当前补充市场流动性手段较多的情况下，我们认为重启时点将相对滞后。

财政政策方面，今年财政靠前发力为后续可能出台的增量政策预留了空间，不过存量政策措施尚未用尽的情况下，短期内政策加码必要性不高。比如，截至5月底，“以旧换新”中央财政补贴已下达1620亿元，仍有1380亿元补贴余额待下达。当然，今年政府债券发行节奏较快，存在将明年2万亿地方政府再融资专项债腾挪部分至今年发行的可能性。而7月以后，若外部环境显著恶化，年内财政可能会额外筹集5000-10000亿增量资金。需留意7月底中央政治局会议和8月下旬人大常委会等重要时点。

除了规模外，财政投向同样关键。我们认为值得关注的主要有两点，一是后续财政支出方向在“更好发挥政府投资带动作用”的同时，能否更多向民生方向倾斜，且除了消费补贴外，社会福利方面也有实质进展，进而一定程度上改变当前市场对国内人口增长和人口结构变化的预期。二是地产投资低迷，住房销售再度出现转弱迹象的情况下，土地收储和存量商品房收购规模会否扩大，稳定房价和居民资产负债表，促进潜在消费需求的释放。

6. 后市展望

国内宏观政策组合靠前发力叠加“抢出口”、“抢转口”效应，今年上半年国内经济基本面表现超出了去年年末时点的市场主流预期。我们看到国内制造业与广义基建投资保持较高增速，终端消费需求有所回暖，地产销售迎来修复，外贸出口韧性也相对较强。

不过，一方面内需端的隐忧并未完全消除。从社零结构上看，当前终端消费比较依赖补贴政策，并可能提前透支后续需求。地产销售边际上已经出现转弱迹象，房价整体仍在下行通道中。“产强需弱”格局未变，通胀读数维持低位。私人部门信贷扩张放缓，而储蓄意愿偏浓，存款定期化趋势延续，货币流通速度仍显偏慢。另一方面，关税争端虽阶段性缓和，新一轮对美“抢出口”或将延续到7月，但拉长时间轴来看，外部环境的不确定性仍然较大。

基本面有喜有忧，暂难驱动债市走势反转。在此情况下，市场对资金面变化较为敏感。上半年市场资金价格波动较大，年初央行流动性管理阶段性维持紧平衡状态是导致债市调整的驱动之一。但后续来看，我们对市场资金面的预期相对乐观。央行5月以来的表态与操作边际变化较为明确，这与年初存在较大不同。而存款搬家对银行负债端的扰动或也是阶段性的，且外部因素对内部宽松的约束也已明显缓和。当然，相较于政策利率，目前市场资金价格已逐步趋于合理，后续资金面的进一步明显转松可能将依赖于政策利率的再度调降。

而考虑到内部净息差约束仍在，且当前社融增速符合目标，我们对下半年央行降息空间的预期相对保守，预计下半年可能只有一次降息，带动政策利率下行10-20bp，即由目前的1.4%，下行至1.2-1.3%。按此计算，降息后10Y国债收益率的合理运行区间可能将在1.4-1.6%附近，据当前仍有小幅下行空间。

操作上，单边建议投资者保持中性偏多思路。合约选择上，当前收益率曲线斜率较为平坦，后续收益率整体下移可能需要资金面转松带动短端率先回落，因此我们建议投资者可逢低布局一定TS合约多单，等待利多因素的积聚。但结合估值因素，期债盘面涨幅较大时 also 需留意阶段性止盈的节奏。与此同时，考虑到30Y国债新老券存在一定利差，对期债盘面或构成一定保护，建议投资者也可关注TL合约的低多机会。

套利方面，当前TS、TF合约IRR在1.8-1.9%附近，相较于资金价格仍有偏高。市场做多情绪发酵时，建议关注下半年潜在的期现正套机会。而偏牛市的环境中，多头主动移仓可能导致跨期价差继续出现季节性波动，建议投资者还可关注T合约移仓换月期间的跨期套利机会。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，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。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河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。

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。银河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银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河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，但银河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。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河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。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799