

2026年10月19日

经济温和回升，国债期货区间震荡

——国债期货策略报告

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758786
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

四季度国债期货难走出单边大趋势，属于区间震荡、波段行情。长端回调之后是更好的配置买点，但追涨风险较高。10 年期国债收益率核心运行区间大致 1.60%-1.80%；30 年期国债收益率运行区间 1.95%-2.20%。若收益率靠近区间上沿，多头赔率提升；下沿位置，多头可以逐步止盈离场。

1) 单边投资策略：四季度不建议重仓单边，以波段、分批建仓为主。

多头策略：当 10 年期现券收益率上行靠近 1.78-1.80%，或者 30 年期现券收益率上行靠近 2.15-2.20% 区间，债市经过回调释放政策与供给利空，赔率提升，可以分批建立多头头寸。优先顺序：TL>T>TF>TS。当收益率快速下行到区间下沿，不建议继续追多，政策随时可能带来回调风险，适合止盈落袋。

2) 套利策略：做多近月、做空远月（买主力、卖次主力）。

四季度存在政府债供给、缴税、MLF 到期扰动，市场预期短期资金面边际收紧，近月相对远月走弱，跨期价差被拉大。当 T/TL 合约近远月价差扩大到历史高分位，可执行买近卖远，博弈价差收敛。

3) 跨品种策略：四季度曲线平化交易（多超长 TL，空 10 年期 T）。

四季度超长特别国债供给高峰回落，保险机构年末及开门红配置需求释放，TL 具备配置支撑；而 10 年期 T 更多受国内稳增长政策扰动，波动压力更大，二者期限利差存在收窄（曲线平化）机会。策略组合：做多 TL 主力合约，做空 T 主力合约，按照久期匹配头寸，控制组合整体久期中性，规避利率单边大幅波动风险。

4) 久期配置策略：通过国债期货灵活调整组合久期，适配四季度震荡市场环境。

基准中性久期策略：保持组合久期处在中枢水平，利用 TS、TF 合约对冲利率上行风险，不做激进久期抬升。适合负债端不稳定、需要严控回撤的理财产品。当市场波动加大时，增加短端期货对冲头寸，降低组合净值波动。

适度拉长久期策略：在债市经过回调、收益率上行到高位区间，利用 TL、T 期货抬升组合久期，博取长端利率下行带来的资本利得。

久期防御策略（预判回调阶段）：当出现政策超预期、股市走强、美债上行等利空信号时，降低组合久期，适度做空 T/TL 期货对冲现券多头持仓，减少组合在利率上行阶段的回撤。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 国债期货基本概念	3
1.1. 国债期货基本概念	3
1.2. 国债期货价格影响因素	3
2. 国债期货市场运行现状	4
2.1. 美国国债市场近期表现	4
2.2. 中国国债市场近期表现	5
3. 四季度利率与期货价格走势判断	6
3.1. 美国国债利率与期货价格展望	6
3.2. 中国国债利率与期货价格展望	6
4. 投资策略建议	7
4.1. 单边投资策略	7
4.2. 套利策略	8
4.3. 跨品种策略	8
4.4. 久期配置策略	9

1. 国债期货基本概念

1.1. 国债期货基本概念

国债期货是金融衍生品市场的重要组成部分，它是以国债为标的物、约定未来某一特定时间按照约定价格进行交割的标准化合约。国债期货不仅为投资者提供了利率风险管理的工具，也是反映市场对未来利率走势预期的重要风向标。国债期货价格与利率呈反向变动关系，当市场利率上升时，国债期货价格下跌，反之亦然。这种反向关系源于固定收益债券的定价机制——已发行债券的票面利率固定，当市场利率变化时，只有价格调整才能维持其收益率与市场一致。

国内上市品种覆盖 2 年期（TS）、5 年期（TF）、10 年期（T）、30 年期（TL）四个主力合约，分别对应短、中、长、超长端利率，可实现不同久期的交易与对冲需求。

1.2. 国债期货价格影响因素

影响国债期货价格的因素错综复杂，主要包括以下几个方面：

一是货币政策操作。中央银行的公开市场操作、MLF、买断式逆回购、基准利率调整、存款准备金率变化等都会直接影响市场利率水平。当央行实施宽松货币政策时，向市场注入流动性，抬高国债价格，推动国债期货上涨；反之，收紧流动性则压制债市价格。四季度央行更加侧重结构性工具，PSL、各类再贷款成为主要抓手，总量工具降准降息更多看实体数据变化。

二是通货膨胀预期。通货膨胀侵蚀固定收益资产的实际价值，通胀预期上行，国债收益率上行、期货价格回落。国内目前终端消费通胀整体温和，PPI 受国际大宗商品扰动存在阶段性波动，暂不构成债市核心约束；海外通胀粘性仍是美债市场的核心风险点。

三是经济周期与政策力度。经济基本面强弱决定债市大方向。若稳增长政策落地效果偏弱，实体融资需求不足，利好债市；若政策集中发力带动信贷、投资明显修复，则会带来债市阶段性回调。2026 年四季度国内出台 PSL 降息、再贷款扩容、住房贴息等一揽子稳增长政策，是债市需要持续跟踪的核心变量。

四是供给需求关系。政府债发行节奏、特别国债、超长特别国债供给、机构配置力量共同决定供需。四季度国内利率债总供给仍然不低，但超长端发行压力环比回落；银行自营、保险、理财、债基是主要配置力量，资金流入流出变化直接驱动行情波动。

五是流动性资金面。DR007、DR001、同业存单利率代表银行间资金松紧。四季度存在 MLF 大规模到期、政府债缴款、缴税、跨月跨年等扰动，央行会通过各类公开市场工具对冲，资金面松紧变化直接主导短端国债期货表现。

六 是 市 场 情 绪、股 债 轮 动 与 海 外 约 束。股 市 行 情 会 带 来 股 债 跷 跷 板 效 应；美 债 收 益 率 高 位、中 美 利 差 倒 挂，对 国 内 长 端 债 市 形 成 外 部 约 束，制 约 国 内 货 币 政 策 宽 松 空 间，外 资 的 债 券 买 卖 行 为 也 会 形 成 边 际 扰 动。

图1 主要因素对国债期货价格影响机制

影响因素	作用方向	传导机制	时效性
货币政策宽松	上涨	流动性增加，市场利率下降	中期至长期
通货膨胀上升	下跌	实际收益率下降，要求名义利率上升	短期至中期
经济增速加快	下跌	风险偏好上升，资金流向风险资产	中期
国债发行增加	下跌	供给压力增大，供需关系恶化	短期
避险情绪升温	上涨	避险资金流入，需求增加	短期

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 国债期货市场运行现状

2.1. 美国国债市场近期表现

2026 年三季度以来，美国国债收益率整体维持高位震荡，长端收益率波动放大。受通胀粘性、财政高赤字、AI 产业融资挤占流动性影响，10 年期美债收益率持续走高且处于高位区间，市场对美联储年内政策路径分歧加大，部分交易定价年底仍存在一次加息可能性，降息预期持续延后。

美国国债收益率高位运行来自多重支撑。第一，通胀反复扰动，能源价格上行推升整体 CPI，核心通胀回落速度慢于前期市场预期，美联储难以快速转向宽松，降息时点不断向后推移。第二，财政供给压力居高不下，美国财政赤字规模庞大，债务利息支出持续走高，国债持续大量发行，对长端收益率形成压制。第三，AI 企业大规模资本开支与债券融资，对市场流动性形成一定挤占，推升实际利率水平。

但同时也存在下行的潜在力量。美国劳动力市场逐步显现降温迹象，消费边际走弱，经济逐步向弱放缓方向演绎，若后续通胀数据持续回落，会重新打开货币政策宽松预期。期限结构方面，美债收益率曲线维持偏平坦格局，短端受政策利率锚定，长端被财政供给压制。美债高位，持续对包括中国在内的全球债市形成外部约束，中美利差维持倒挂，限制国内长端利率下行幅度，也扰动外资配置境内债券节奏。

图2 主要因素对国债期货价格影响机制

品种	中国收益率(%)	较年初变化(BP)	美国收益率(%)	较年初变化(BP)
2 年期	1.2531	-12	4.74	+127
5 年期	1.3833	-25.6	4.89	+116
10 年期	1.6625	-20.34	5.09	+88
30 年期	2.0988	-20.89	5.43	+59

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 中国国债市场近期表现

2026 年三季度国内国债期货整体走出震荡偏强、长端占优行情，TL 三十年期品种持仓持续刷新历史新高，机构拉长久期行为明显，呈现“长强短稳”特征。但行情并非单边走牛，每当稳增长政策出台、股市风险偏好阶段性修复时，债市容易出现脉冲式回调，股债跷跷板效应反复上演。

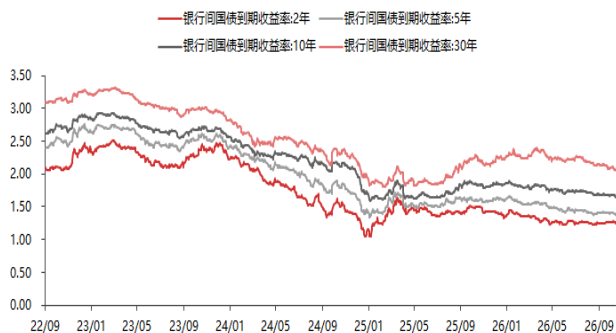
从经济基本面看，国内内需修复偏慢，居民信贷、消费恢复力度有限，实体内生融资需求仍偏弱；政策层面三季度末集中落地 PSL 降息、多类再贷款额度扩容、住房购房贴息等增量稳增长工具，但以结构性工具为主，尚未开启大规模总量宽松，经济属于弱修复格局，没有出现强复苏信号，为债市提供底层支撑。

流动性方面，央行延续稳健偏宽松基调，通过买断式逆回购、MLF、逆回购等工具维护流动性合理充裕。DR007 多数时间运行在政策利率附近；但 10 月下旬面临 MLF 大规模到期、政府债缴款、缴税等多重扰动，资金面存在阶段性收紧的风险，需要央行工具对冲，是四季度需要重点跟踪的高频指标。

资金配置流向角度：保险机构四季度有提前布局明年开门红诉求，对超长利率债存在刚性配置需求；银行自营在净息差压力下持续配置利率债；银行理财规模温和修复，但理财对于净值回撤敏感，对于长端债券交易行为偏谨慎，波动加大时容易出现赎回带来的抛压；权益市场如果持续回暖，会带来固收类产品资金分流，造成债市资金流出压力。供给层面，四季度整体政府债发行规模仍处在高位，但超长特别国债发行高峰过去，超长端供给环比有所回落，有利于 TL 品种表现，但需要警惕集中缴款带来的阶段性冲击。

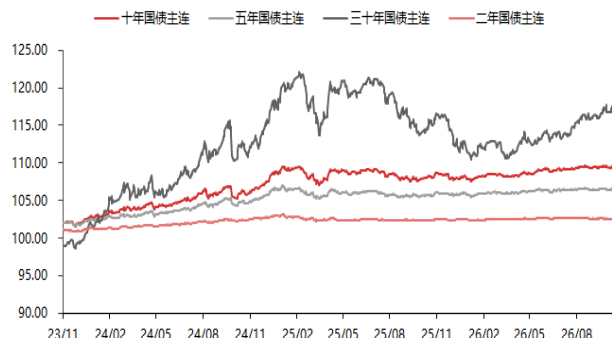
市场分化特征显著：短端 TS 受资金面保护，下行空间有限，波动最小；TL 三十年期受配置盘驱动弹性最大，但回调时回撤幅度也最高；10 年期 T 作为中枢品种跟随基本面、政策预期来回震荡。风险点在于：若稳增长政策效果超预期显现，或股市风险偏好快速升温，长端品种会面临明显回调压力。

图3 中国国债收益率曲线



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 国债期货价格走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3. 四季度利率与期货价格走势判断

3.1. 美国国债利率与期货价格展望

2026 年四季度美债市场将在“通胀韧性、财政巨额供给、经济边际放缓”三者之间博弈。基准情景下美债收益率维持高位震荡，大幅快速下行的条件尚不具备。

如果后续通胀数据再度反弹，市场会继续交易美联储的加息风险，美债收益率进一步上行，对全球风险资产与中国长端债市形成较强外部利空；若就业、通胀同步走弱，市场会重新计价降息预期，带动美债收益率回落，外部约束边际缓解。

财政供给是长端美债的中长期压制因素，美国高赤字问题短期难以解决，美债持续大量发行，会限制长端收益率下行空间。期限结构上，四季度美债收益率曲线大概率维持平坦震荡，短端锚定政策利率，长端被供给约束。

四季度美债难出现趋势性大幅下行，中美利差倒挂格局延续，国内长端利率向下空间会持续受到外部条件约束，国内债市很难走出完全脱离海外的单边大牛市，长端品种交易需要控制多头仓位，不可盲目追高。

3.2. 中国国债利率与期货价格展望

四季度国内债市的核心逻辑是弱基本面托底债市，但稳增长政策、海外美债、政府债供给带来阶段性扰动，整体以震荡格局为主，长端具备配置价值，但脉冲式回调风险不可忽视。

支撑债市的因素：第一，国内居民、企业内生融资需求修复偏弱，名义增长上行空间有限，基本面大环境没有出现强复苏；第二，货币政策维持适度宽松基调，央行会运用各类工具对冲政府债发行、缴税、MLF 到期带来的流动性冲击，资金面大幅收紧概率低；第三，保险、银行自营配置力量存在，超长端供给环比回落，配置盘给 TL 品种提供支撑；第四，若股市持续低迷，风险偏好回落，资金回流利率债市场。

压制债市的风险因素：第一，稳增长结构性政策持续落地，如果信贷、社融数据出现超预期改善，会带来债市阶段性回调；第二，四季度政府债集中缴款窗口，阶段性扰动资金面；第三，美债收益率再度冲高，中美利差进一步倒挂，制约长端下行；第四，如果权益市场行情回暖，发生资金从固收向权益分流，股债跷跷板效应冲击债市。

分品种判断：短端 TS 受资金面保护，震荡幅度最小；5 年期 TF 介于长短之间；10 年期 T 跟随政策、数据做区间震荡；30 年期 TL 配置价值最高，但波动最大，一旦政策预期升温回调幅度也会更大。

整体判断：四季度国债期货难走出单边大趋势，属于区间震荡、波段行情。长端回调之后是更好的配置买点，但追涨风险较高。10 年期国债收益率核心运行区间大致 1.60%-1.80%；30 年期国债收益率运行区间 1.95%-2.20%。若收益率靠近区间上沿，多头赔率提升；下沿位置，多头可以逐步止盈离场。

4. 投资策略建议

4.1. 单边投资策略

单边策略依靠对利率方向的判断获取收益，四季度不建议重仓单边，以波段、分批建仓为主。

多头策略（做多国债期货）

1) 入场条件：当 10 年期现券收益率上行靠近 1.78-1.80%，或者 30 年期现券收益率上行靠近 2.15-2.20% 区间，债市经过回调释放政策与供给利空，赔率提升，可以分批建立多头头寸。优先顺序：TL>T>TF>TS。

操作策略：分批做多 TL 主力合约，总仓位控制在组合风险预算的 20-30%，不要一次性满仓；

止盈：10Y 收益率下行至 1.62-1.65% 附近，逐步减仓止盈；

止损：若 10 年期现券收益率有效突破 1.83%，需要止损离场，代表政策发力或海外冲击超预期。

2) 谨慎追涨：当收益率快速下行到区间下沿，不建议继续追多，政策随时可能带来回调风险，适合止盈落袋。

空头策略（做空国债期货）

空头属于博弈阶段性回调，不作为主线，仅适合事件驱动交易。

触发做空情景：1、社融、信贷数据大幅超预期走强；2、一揽子稳增长政策超预期加码；3、美债收益率大幅冲高，带动国内长端利率上行；4、股市出现明显走强，资金大规模从债市流出。

操作策略：轻仓做空 T 或者 TL 主力合约，短线博弈脉冲式回调，快进快出，不建议长期持有空头；

止损：现券收益率明显回落，利空已经 price in，及时平仓止损。

4.2. 套利策略

跨期套利利用同一品种不同到期合约价差变化获利，四季度国债期货主力合约切换，关注主力-次主力合约价差，主要分为正向市场（远月价格低于近月，贴水扩大）、反向市场。

1) 做多近月、做空远月（买主力、卖次主力）

适用场景：四季度存在政府债供给、缴税、MLF 到期扰动，市场预期短期资金面边际收紧，近月相对远月走弱，跨期价差被拉大。当 T/TL 合约近远月价差扩大到历史高分位，可执行买近卖远，博弈价差收敛。

适用合约：优先 T、TL，波动空间更大；TS 短端跨期价差波动过小，性价比低。

风控：关注央行公开市场操作，如果央行加大投放，资金超预期宽松，价差收敛速度会加快；如果资金持续收紧，价差会继续走阔，设置价差止损阈值。

2) 做空近月、做多远月（卖近月、买远月）

适用场景：市场过度悲观，交易强复苏预期，近月合约被大量抛售，近远月价差压缩到历史低位。博弈利空消化之后，远月重新定价中长期弱基本面，价差修复走阔。

实操提示：跨期套利依然存在利率整体变动带来的风险，并非完全无风险套利，需要控制仓位，不要放大杠杆。四季度临近合约换月，注意移仓时间窗口，临近交割月流动性下降，及时换月。

4.3. 跨品种策略

利用不同期限品种的相对强弱，交易期限利差变化，四季度核心交易思路：曲线平化交易（多超长 TL，空 10 年期 T）。

逻辑：四季度超长特别国债供给高峰回落，保险机构年末及开门红配置需求释放，TL 具备配置支撑；而 10 年期 T 更多受国内稳增长政策扰动，波动压力更大，二者期限利差存在收窄（曲线平化）机会。

策略组合：做多 TL 主力合约，做空 T 主力合约，按照久期匹配头寸，控制组合整体久期中性，规避利率单边大幅波动风险；

入场：TL-T 的期限利差扩大至阶段性高位；

止盈：期限利差明显收窄，兑现收益；

止损：若超长端供给再度超预期放量，或者保险配置不及预期，利差继续走阔，执行止损。

备选策略：如果出现强复苏预期交易，经济修复预期升温，曲线陡峭化，可以多做 TS 短端、做空 TL 超长端博弈曲线陡峭走阔；该情景属于小概率情景，只适合轻仓博弈。

4.4. 久期配置策略

久期策略是机构组合管理的核心，通过国债期货灵活调整组合久期，适配四季度震荡市场环境。

1) 基准中性久期策略（大多数理财、固收产品适用）

保持组合久期处在中枢水平，利用 TS、TF 合约对冲利率上行风险，不做激进久期抬升。适合负债端不稳定、需要严控回撤的理财产品。当市场波动加大时，增加短端期货对冲头寸，降低组合净值波动。

2) 适度拉长久期策略（保险、银行自营负债稳定机构）

在债市经过回调、收益率上行到高位区间，利用 TL、T 期货抬升组合久期，博取长端利率下行带来的资本利得。

操作策略：回调阶段分批增加 TL、T 多头，拉长组合久期；行情上涨后，逐步降低久期兑现收益；

约束条件：负债端可以承受净值阶段性波动，不能在大幅回撤的时候发生大额赎回。

3) 久期防御策略（预判回调阶段）

当出现政策超预期、股市走强、美债上行等利空信号时，降低组合久期，适度做空 T/TL 期货对冲现券多头持仓，减少组合在利率上行阶段的回撤。

实操要点：久期策略必须结合自身负债特征，负债越稳定，才可以接受更高久期；负债偏短期、存在赎回压力，切忌过度拉高久期，TL 超长端波动巨大，回撤风险不容忽视。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等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，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn