

2025年8月22日

风险偏好升温，国债期货价格回调

——国债期货专题报告

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：

美国国债期货方面，建议采取逢低做多的策略，尤其关注短中期品种。具体操作上，可在美联储议息会议前布局，重点关注 9 月 FOMC 会议前的市场预期变化。如果经济数据显示就业市场进一步降温或通胀压力缓解，可加大做多力度；反之，如果经济数据超预期强劲，可暂缓入场等待更好时机。考虑到美联储降息周期可能延续至 2026 年，国债期货多头持仓可采取分批建仓、逐步加码的策略，避免一次性过度暴露风险。

中国国债期货方面，建议采取震荡思维，把握超跌反弹机会。经过8月份显著调整后，中国国债期货特别是长端品种已部分释放风险，继续大幅下跌空间有限。投资者可关注10年期国债收益率接近1.8%关口的支撑作用，当收益率接近或略高于这一水平时，可考虑逐步建立多头仓位。另一方面，如果收益率快速下行至年内低点附近，也可考虑阶段性获利了结，因为短期内货币宽松大幅加力的可能性逐步降低，收益率下行空间可能受限。

收益率曲线套利方面，可继续关注美债陡峭化交易。随着美联储降息预期升温，短端利率下行速度可能快于长端，导致收益率曲线陡峭化。投资者可通过“买入短端期货、卖出长端期货”的组合来获利。具体而言，可考虑买入 2 年期美债期货，同时卖出 10 年期美债期货，继续把握曲线陡峭化的机会。该策略的风险在于，如果经济衰退担忧加剧导致长端利率超预期下行，曲线可能反而平坦化，因此需要密切关注经济数据变化并及时调整。

国内收益率曲线套利方面，亦可继续关注中债陡峭化交易。当前随着美联储降息预期升温以及国内经济和金融数据短期恶化，央行降准和降息预期增强，短期利率下行速度可能快于长端；而且由于国内推行“反内卷”政策，通胀预期上升，长短利率可能难以下降，导致利率继续呈陡峭化。因此可以择机继续买入2年期国债期货，同时卖出10年期或30年期国债期货，继续把握曲线陡峭化的机会。但是需要注意，通胀修复不及预期的风险。

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. 下半年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	7
4. 投资策略建议	7
4.1. 单边投资策略.....	7
4.2. 套利策略	8

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。

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、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，通常会通过购买国债向市场注入流动性，从而抬高国债价格，推动国债期货上涨；反之，紧缩政策则会导致国债期货价格下跌。

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，因此通胀预期上升通常会导致国债收益率上升（价格下跌），以补偿投资者购买力下降的损失。2025年7月美国PPI录得三年来最大涨幅，曾引发美债抛售，充分展示了通胀数据对国债市场的冲击力。

三是经济周期波动。经济繁荣期，投资者风险偏好上升，资金从债券市场流向股票等风险资产，导致国债需求减少、价格下跌；经济衰退期，避险情绪升温，资金流入国债市场，推高国债期货价格。2025年8月中国股市持续走强就显著压制了债市行情，形成了明显的“股债跷跷板”效应。

四是供给需求关系。国债发行规模、投资者配置需求变化都会影响国债市场供需平衡。2025年7月中国社会融资规模中政府债券新增1.24万亿、占新增社融的比例高达108%，新增规模及占比均为历史同期新高，对债券市场形成了显著供给压力。

五是市场情绪与风险偏好。市场恐慌时期，投资者通常寻求国债等安全资产避险，推高国债价格；市场乐观时期，风险资产更受青睐，国债吸引力下降。2025年8月，中国在“反内卷”投资主线推动下，股票与商品市场的活跃显著削弱了债券避险吸引力，导致资金分流效应加剧。

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

2025 年下半年以来，美国国债市场呈现出波动加剧的特征，收益率在各种因素交织影响下总体呈现先升后降态势。8 月中旬，五年期美债收益率为 3.85%，较年初有明显下降，这主要反映了市场对美联储宽松政策的预期。市场目前预计美联储在 9 月会议上降息 25 个基点的概率高达 84%，甚至可能开启一个延续至 2026 年的宽松周期。

美国国债收益率的回落得益于多方面因素。首先，就业市场显现降温迹象，强化了美联储降息的合理性。其次，标普全球维持美国长期主权信用评级在 AA+，一定程度上缓解了市场对美国财政状况的担忧。标普在报告中指出，“随着有效关税税率的上升，可观的关税收入将普遍抵消近期财政立法（包含减税与支出调整）所带来的较弱财政结果”。这一表态对国债市场形成了有力支撑，毕竟 7 月份美国关税收入创下历史新高，海关关税达 280 亿美元，部分缓解了赤字压力。

然而，美国国债市场仍面临多重挑战。特朗普政府的减税措施加剧了赤字担忧，虽然关税收入有所增加，但未来三年美国净政府债务预计仍将超过 GDP 的 100%。2025 至 2028 年间的财政赤字占比有望平均维持在 6%，虽低于去年的 7.5%，但绝对水平仍然较高。这意味着美国国债供给压力可能持续存在，对收益率下行构成制约。

从期限结构看，美国国债收益率曲线呈现陡峭化变动趋势。短期国债受到降息预期支撑表现相对强劲，高盛利率策略团队明确建议做多美国短期国债；而长期国债则受到财政赤字和通胀担忧的压制，使得期限利差有所扩大。这种期限结构变化反映了市场对短期货币政策宽松与长期财政可持续性担忧的复杂心态。

图2 主要因素对国债期货价格影响机制

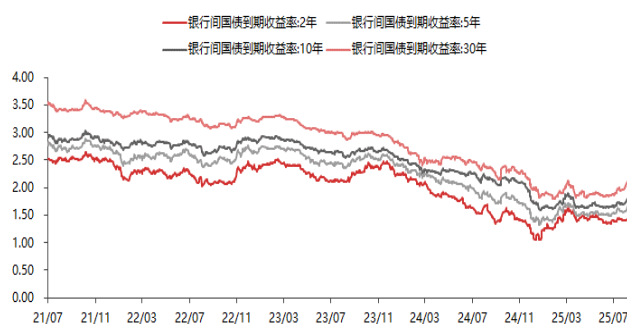
品种	中国收益率(%)	较年初变化(BP)	美国收益率(%)	较年初变化(BP)
2 年期	1.65	+5	4.12	-38
5 年期	1.85	+8	3.85	-42
10 年期	1.785	+12	4.30	-35
30 年期	2.053	+15	4.50	-28

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

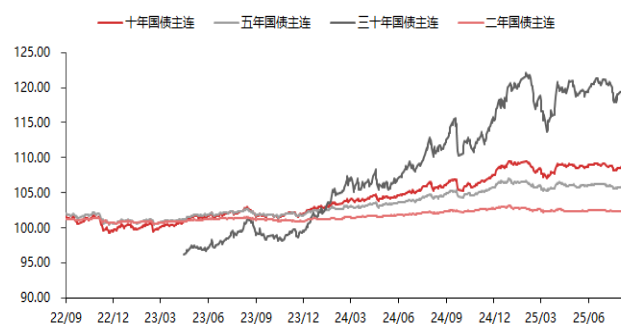
与美国市场相比，中国国债市场在 2025 年 8 月经历了更为明显的调整，尤其是长端品种表现疲软。8 月 18 日，国债期货市场出现显著波动，30 年期国债期货主力合约单日跌幅超 1.33%，创四个月新低；10 年期、5 年期和 2 年期品种分别下跌 0.29%、0.21% 及 0.04%¹³。银行间市场利率债收益率全线上行，其中 30 年期活跃券收益率突破 2%，较前日上行 4.35 个基点至 2.0375%；10 年期品种升至 1.775%，均创近期显著波动记录。

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

导致中国国债市场调整的原因是多方面的。首先，股债跷跷板效应显著。在“反内卷”投资主线推动下，权益市场持续走强，吸引资金从债市流向股市，削弱了债券避险吸引力。其次，债务周期处于“出清阶段”，政府部门处于“加杠杆”阶段，而企业和居民债务周期仍待出清。虽然社会融资数据结构表现为政府债券的支撑较为显著，但居民和企业中长期信贷再次出现负增长情形，反映实体融资需求依然疲弱。

尽管市场整体调整，但中国国债市场内部也存在分化特征。短期品种相对抗跌，2 年期国债期货仅微跌 0.04%，反映出资金面仍然保持宽松。8 月下旬 DR007 均值或创年内新低。央行近期通过公开市场操作调节流动性，8 月 15 日开展 2380 亿元 7 天期逆回购操

作，操作利率维持在 1.40% 的水平，当日净投放 1160 亿元，显示央行对流动性管理保持适度灵活。

长期品种调整更为明显，30 年期国债期货大幅下跌，收益率显著上行。这反映出投资者对长端利率的担忧加剧，部分原因是财政政策发力带来的供给压力，另一方面也反映了市场对经济长期前景的预期正在发生微妙变化。保险资金等传统配置力量对债券兴趣减弱，更多转向股票和长期股权投资，进一步加剧了长端品种的调整压力。

值得注意的是，中国债券市场还面临结构性问题。理财端安全垫厚度成为关键指标：据相关机构保守测算显示，若 10 年期国债收益率升至 1.8%-1.9% 区间，可能触发银行理财产品赎回潮风险。7 月理财规模环比仅增 2600 亿元，低于往年同期水平，配置力量不足使得市场更为脆弱。央行在二季度货币政策执行报告中再度提及“防空转”，但这并不意味着收紧资金，而是政策重心更强调提高资金使用效率和畅通货币政策传导机制。

3. 下半年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

2025 年下半年美国国债利率和期货价格走势将主要受货币政策预期、财政状况和经济数据三重因素影响。从目前市场预期来看，美联储 9 月降息的概率高达 84%，甚至可能开启一个延续至 2026 年的宽松周期。这种预期将成为支撑国债价格上涨的关键因素，尤其是在短端品种上。

然而，美联储降息的具体幅度和节奏仍存在不确定性，这将主要取决于后续经济数据的表现。如果美国劳动力市场进一步明显降温，可能会强化降息预期，推动国债收益率下行；反之，如果就业市场保持韧性，通胀压力持续，则可能削弱降息预期，对国债市场形成压力。

从期限结构看，不同期限品种的表现可能出现分化。高盛全球银行和市场首席战略官乔希·希夫林特别看好五年期美债，认为“当前收益率处于 3% 至 4% 区间的五年期国债不仅估值吸引力较高，还具备在风险市场走弱时提供保护的属性”。这种观点反映了在市场不确定性较高的环境下，中期品种可能提供风险与收益的最佳平衡。

长期国债的表现则将更多受到财政状况的制约。标普全球虽然维持了美国 AA+ 评级，但预计未来三年美国净政府债务将超过 GDP 的 100%，这意味着国债供给压力持续存在。同时，特朗普政府的关税收入虽然部分抵消了减税对财政的冲击，但这种政策的长期可持续性存疑。

基于以上分析，2025 年下半年美国国债利率可能呈现前降后稳的走势，短端利率下行空间相对较大，长端利率受财政因素制约下行空间有限，收益率曲线可能呈现陡峭化下行

态势。相应地，国债期货价格整体有望上涨，但涨幅可能主要集中在短端和中期品种，长期品种上涨空间相对有限。

3.2. 中国国债利率与期货价格展望

中国国债市场在 2025 年下半年的走势将取决于经济基本面修复程度、货币政策宽松节奏以及股债资产配置切换等多重因素的博弈。经过 8 月份的显著调整后，债市赔率已明显改善，为进一步走势奠定了基础。

从关键点位来看，10 年期国债收益率 1.8% 可能是一个重要阈值。从期限利差角度看，本轮期限利差仍有 5BP 的上行空间。预计 10 年国债调整到 1.80% 左右时，债市赔率凸显，机构交易意愿上升、配置盘下场，届时债市或迎来企稳。

货币政策方面，虽然流动性环境保持宽松，但总量宽松窗口可能推迟。二季度货币政策执行报告对国内经济判断相对乐观，并提出“落实落细”适度宽松的货币政策，这意味着总量宽松窗口或延后。上半年 GDP 同比增长 5.3%，逆周期政策进一步加码的必要性下降。报告新增“持续营造适宜的金融环境”的表述，或意味着央行对当前流动性宽松程度较为满意，“防空转”仍有政策诉求。

从资金配置角度，股债跷跷板效应可能逐步减弱。债市走向最终将由经济基本面主导，并会逐步减弱与股市行情的联动性。支撑债市的因素包括：央行货币政策将延续宽松基调，资金利率预计维持低位运行；若 10 年期国债收益率回升至 1.8% 以上，央行或重启国债购买操作；银行负债成本存在持续下行空间；信贷需求表现偏弱；年内政府债券净发行高峰期已过；理财产品规模有望进一步扩张。

具体到不同期限品种，短端国债受益于资金面保持宽松，下跌空间有限，相对安全边际较高；长端国债虽然近期调整幅度较大，但在经济预期改善、供给压力持续的背景下，可能继续承受压力，收益率曲线可能呈现陡峭化调整。

总体而言，2025 年下半年中国国债利率可能呈现先升后稳的走势，收益率上行空间有限，但下行也需要更多催化剂。国债期货价格在经过 8 月份显著调整后，进一步大跌概率较低，大概率进入震荡筑底阶段，等待基本面或政策面发出更明确信号。

4. 投资策略建议

4.1. 单边投资策略

基于对 2025 年下半年国债期货价格走势的判断，投资者可针对不同市场特点采取差异化的单边投资策略。单边策略的核心在于准确把握利率方向性变动的时机和幅度，从而通过做多或做空国债期货获取收益。

美国国债期货方面，建议采取逢低做多的策略，尤其关注短中期品种。具体操作上，可在美联储议息会议前布局，重点关注 9 月 FOMC 会议前的市场预期变化。如果经济数据

显示就业市场进一步降温或通胀压力缓解，可加大做多力度；反之，如果经济数据超预期强劲，可暂缓入场等待更好时机。考虑到美联储降息周期可能延续至 2026 年，国债期货多头持仓可采取分批建仓、逐步加码的策略，避免一次性过度暴露风险。

中国国债期货方面，建议采取震荡思维，把握超跌反弹机会。经过 8 月份显著调整后，中国国债期货特别是长端品种已部分释放风险，继续大幅下跌空间有限。投资者可关注 10 年期国债收益率接近 1.8% 关口的支撑作用，当收益率接近或略高于这一水平时，可考虑逐步建立多头仓位。另一方面，如果收益率快速下行至年内低点附近，也可考虑阶段性获利了结，因为短期内货币宽松大幅加力的可能性逐步降低，收益率下行空间可能受限。

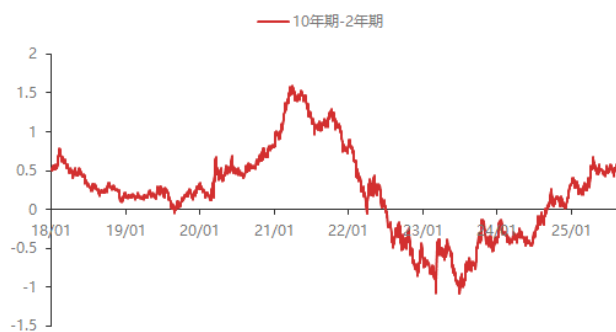
4.2. 套利策略

套利策略旨在利用市场内部不同期限、不同品种或不同市场之间的相对价值偏差获利，通常风险低于单边方向性策略。2025 年下半年，中美国债市场都存在一些有吸引力的套利机会。

收益率曲线套利方面，可继续关注美债陡峭化交易。随着美联储降息预期升温，短端利率下行速度可能快于长端，导致收益率曲线陡峭化。投资者可通过“买入短端期货、卖出长端期货”的组合来获利。具体而言，可考虑买入 2 年期美债期货，同时卖出 10 年期美债期货，继续把握曲线陡峭化的机会。该策略的风险在于，如果经济衰退担忧加剧导致长端利率超预期下行，曲线可能反而平坦化，因此需要密切关注经济数据变化并及时调整。

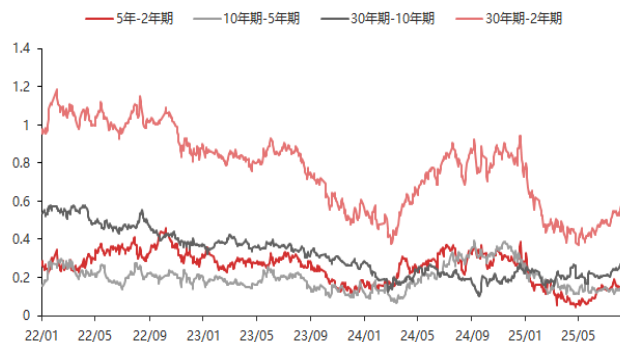
国内收益率曲线套利方面，亦可继续关注中债陡峭化交易。当前随着美联储降息预期升温以及国内经济和金融数据短期恶化，央行降准和降息预期增强，短期利率下行速度可能快于长端；而且由于国内推行“反内卷”政策，通胀预期上升，长短利率可能难以下降，导致利率继续呈陡峭化。因此可以择机继续买入 2 年期国债期货，同时卖出 10 年期或 30 年期国债期货，继续把握曲线陡峭化的机会。但是需要注意，通胀修复不及预期的风险。

图5 美国 10 年期国债与 2 年期收益率曲线



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

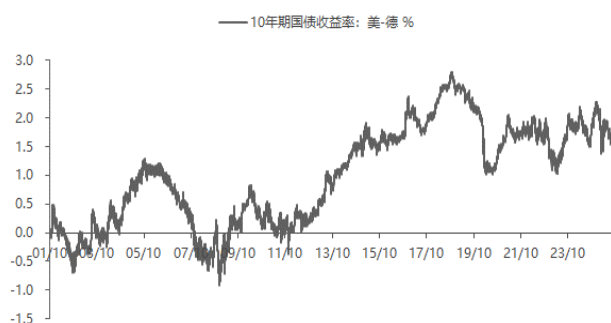
图6 中国国债收益率曲线



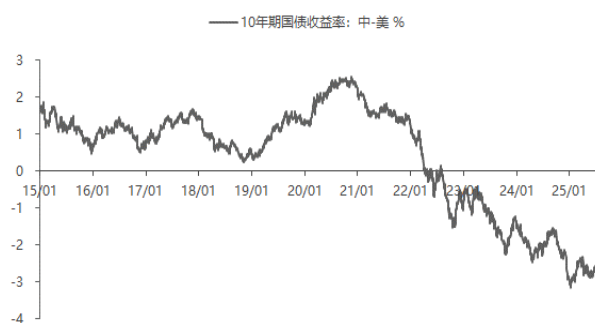
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

中美利差套利方面，可考虑做空中美期货利差。当前中美利差处于历史较低水平，进一步收窄空间有限。但随着美联储开启降息周期而中国货币政策保持相对稳定，中美利差可能重新走阔。投资者可通过“做多美债期货、做空中国国债期货”的组合来获利。这种策略的关键风险点在于中美货币政策节奏可能超预期，需要密切关注两国经济数据和央行信号。

美德利差套利方面，美债和德债通常存在较强相关性，但有时因地区性因素会出现短期分化。当前欧美关税达成初步协定，关税的不确定性降低，而且欧洲和美国下半年或将进入财政和货币共振扩张阶段，政策方面没有明显的分化；但是需要重点关注俄乌之间的谈判进展可能对欧洲能源价格的影响。短期或中期美德之间套利空间有限。

图7 美德 10 年期国债利差


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图8 中美 10 年期国债利差


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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