

## 2026年国债期货年度策略报告

## 应对利率新常态：稳中求进，以“期”应变

广发期货研究所

电话：020-88818009

E-Mail：zhangxiaozhen@gf.com.cn

## 摘要：

展望2026年宏观基本面，预期出口仍存韧性，对新兴经济体出口有望继续增长，内需温和修复，其中消费和投资在政策带动下增速小幅上行，通胀数据预计温和抬升。

展望政策端，财政政策保持积极，广义赤字预期适度抬升，假设2026年置换债和地方债结存限额使用额度维持不变，那么预计2026年广义赤字规模或在15.54万亿元左右，较2025年增长约1.18万亿元。同时财政政策或将继续视情况出台政策性金融工具等准财政工具，定向支持经济重点领域以撬动投资。货币政策预期延续适度宽松的支持性立场，更强调灵活高效、精准发力，定位或更多为配合财政扩张、维护流动性平稳和保持融资成本低位，考虑到货币政策空间收窄，总量政策可能相对克制，以结构性货币政策精准滴灌为主线。预期全年可能有1-2次降准，政策利率调降空间可能仅在10BP左右。

展望债市趋势行情，或呈现几个特征，一是债市对基本面数据的敏感度或上升，二是股债跷跷板对债市的影响仍重要，三是债市可能延续呈现上有顶下有底的区间震荡。点位上结合政策利率降息空间，以及国债利率与政策利率利差，预估10年期国债利率波动区间预计在1.55%-1.95%区间。

国债期货策略方面，一是低利率环境下，建议重视国债期货多头替代策略机会，尤其一季度如果政策博弈和股市春季躁动压制债市表现，并带来债市调整和基差走阔，或为多头替代入场的好时机；二是预期仍会时常出现正套策略机会，且在市场波动加大的环境下，投资者需要关注在净基差偏窄的时点左侧参与空头套保策略，以平滑产品净值；三是预期曲线可能倾向于维持陡峭形态。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1292号

## 联系信息

熊睿健（投资咨询资格：Z0019608）

电话：020-88818020

邮箱：xiongruijian@gf.com.cn

## 10年期国债期货主力合约行情



## 目录

一、2025年回顾：宽货币预期回撤与内外政策扰动 .....	1
二、2026年基本面展望：出口仍存韧性，内需温和修复 .....	3
(一) 出口：预期仍有韧性，对新兴国家出口有望继续增长 .....	3
(二) 消费：政策刺激下消费有望维持温和回升态势 .....	5
(三) 投资：预期基建投资反弹，制造业投资小幅回升 .....	6
三、2026年政策面展望：财政政策保持积极，货币政策宽松配合 .....	11
(一) 财政政策保持积极，广义赤字预期适度抬升 .....	11
(二) 货币政策强调灵活高效、配合发力，总量政策可能相对克制 .....	12
(三) 资金面利率预计维持低位波幅收窄 .....	14
四、2026年国债期货展望：维持区间波动，关注正套与多头替代 .....	15
(一) 趋势展望：或呈现区间宽幅波动格局 .....	15
(二) 国债期货策略：关注多头替代、正套与空头套保策略 .....	17
免责声明 .....	19

## 一、2025年回顾：宽货币预期回撤与内外政策扰动

回顾2025年债市行情，整体走势呈现区间震荡。分季度来看，一季度债市大幅回调，二季度反弹后高位震荡，三季度再度下行，四季度阶段性回升后再度下探。

**一季度来看，资金面持续收紧、宽松预期回撤，带动债市调整，短端调整幅度更大，曲线整体走平。**自2024年12月9日提出“适度宽松”以来，市场对于2025年降息幅度预期快速提升，市场超前交易降息预期，10年期国债利率在这一阶段一度下行至1.6%左右，且在这一低位附近持稳，提前计入了40BP左右的降息预期，长端与超长端期债估值显著偏高。但是进入2025年1月，人民币贬值压力较强，稳汇率压力下资金面明显收紧，1月10日央行宣布阶段性暂停买入国债，短端期债领先下跌。而春节后资金利率逆季节性走高，银行负债压力显现，同业存单利率持续上行，央行公开市场操作持续回笼，传递出防止资金空转和稳汇率的信号，叠加基本面没有进一步转弱，降息预期有所后移，前期透支的降息预期开始逐步回撤，长端期债下行压力也开始显现。不过短端调整幅度更大，曲线呈现熊平走势。

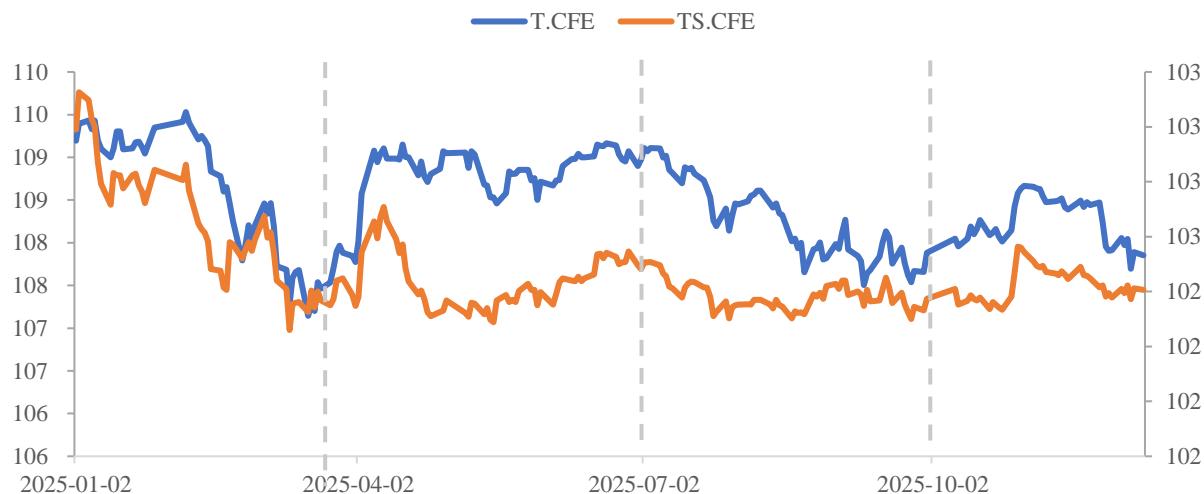
**二季度来看，资金利率波动式下行，关税政策超预期 扰动市场，期债大幅波动后进入窄幅震荡。**3月中旬到4月上旬阶段，债市隐含的年内降息预期回撤至15BP的相对合理幅度，央行开始适度净投放以应对跨季资金压力，市场对资金面担忧有所缓解，债市开启反弹。4月2日对等关税公布幅度超预期，助推期债出现一波快涨。短期冲击后由于短期抢出口效应、长期出口下行、政策扩内需等多种因素并存，宏观走势并未明朗，长债走势缺乏方向，行情受阶段性冲击出现短期波动，例如5月7日降准降息落地长债短期利多出尽阶段下行，5月12日由于关税下调出现短期下跌但又逐步回调，贸易冲突问题对债市的脉冲效应在递减，但整体长债处与窄幅区间震荡之中。而短端期债走势相对长端品种偏弱（尤其式4月中旬-5月上旬），主因或为宽货币预期修正影响下，TS合约升水修复带来更大的调整压力。

**三季度来看，风险偏好抬升、股债跷跷板效应影响下，国债期货整体呈现震荡下行，收益率曲线明显走陡。**7月份，“反内卷”策推进，通胀升温需求端增量政策预期带动商品和股市共振上行，债市承压下行。8月份“反内卷”交易降温商品市场价格震荡回落，但是股市延续强势上涨，债市月初短暂反弹，其后“股债跷跷板效应”占据上风，国债转为下行，全月来看价格中枢进一步下移。进入9月，随着股市转向高位震荡，叠加国债经历前两个月的调整，估值回落配置价值有一定回升，期债价格进入宽幅震荡阶段。整体三季度来看，相较于短债，长债受到风险偏好、通胀预期的压制更强、调整幅度更大，且货币政策始终保持支持性立场，资金面平稳偏松对短债形成支撑，因此国债收益率曲线有所走陡。

**四季度来看，央行重启买债信息、机构卖债行为交替影响债市，期债先升后降，曲线先走平后走陡。**经过三季度下跌债市调整较为充分，基本接近一季度前低，债市配置性价比有一定程度回升。进入10月部分经济数据走弱带动多头情绪升温，长债领涨带动曲线走平。10月27日央行宣布恢复公开市场买卖操作，带动短端情绪快速升温，曲线开始走陡。但是进入11月份，债基赎回费新规反复扰动债市，市场对年底乃至明年的宽货币预期较弱、对财政政策预期偏强，与2024年末形成对比，市场对债市预期难言乐观。叠加年末机构持盈保泰诉求下，机构降久期、主动赎回债基等行为或放大市场波动，促使超长债显著调整，整体收益率曲线再度走陡。

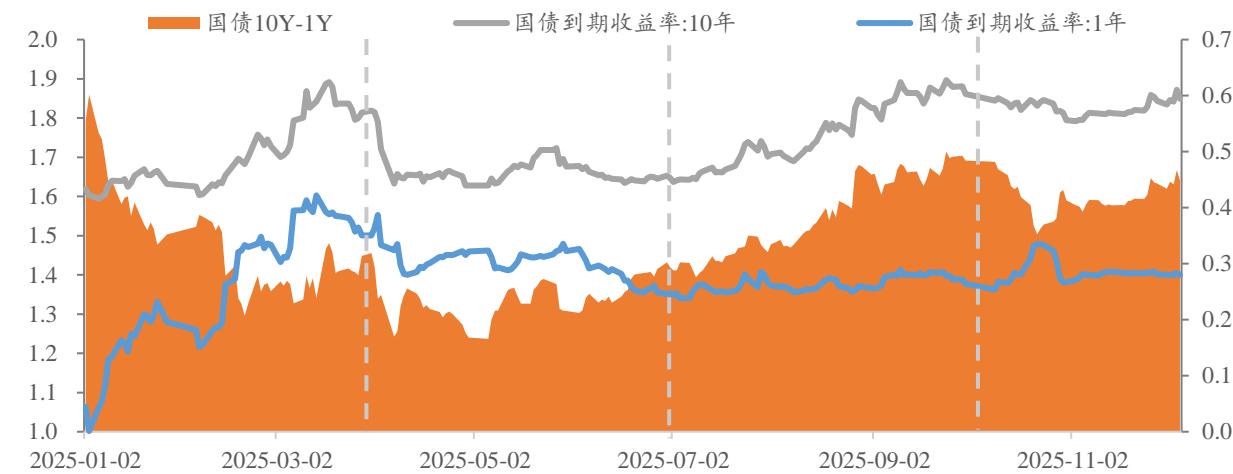
全年来看，利率互换市场隐含的降息预期在2024年底-2025年初达到峰值40-50BP左右，其后贯穿全年的是降息预期的逐步回落，直至2025年底回撤至0值附近，与2024年底的情况形成鲜明对比。同时年内海外关税政策、国内反内卷政策阶段性冲击市场，带来市场波动，债市呈现高位宽幅震荡。宏观数据波动降低、宽货币空间收窄与财政政策优先级提升，促使债市上行空间收窄，由强势资产转向弱势资产，权益市场的走强形成资产分流效益，对债市形成压制。

图：T与TS主力合约价格走势



数据来源: Wind 广发期货研究所

图: 10年期国债收益率(%) &1年期国债收益率(%) &10Y-1Y国债利差(%，右轴)



数据来源: Wind 广发期货研究所

图: TL主连价格与上证综指



图: 2025年降息预期回撤

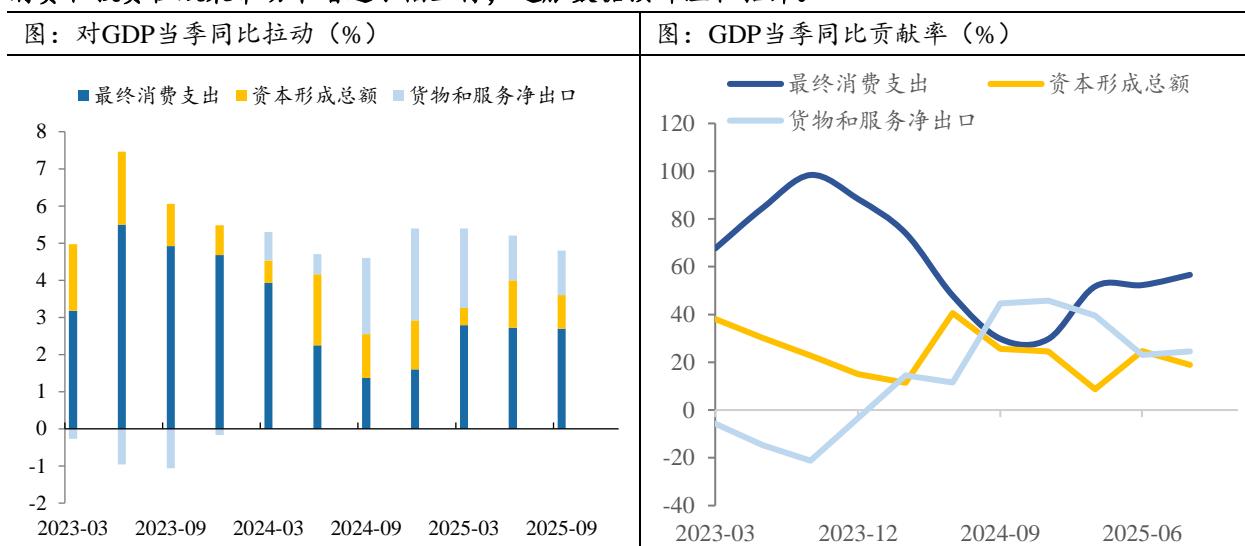


数据来源: Wind 广发期货研究所

## 二、2026年基本面展望：出口仍存韧性，内需温和修复

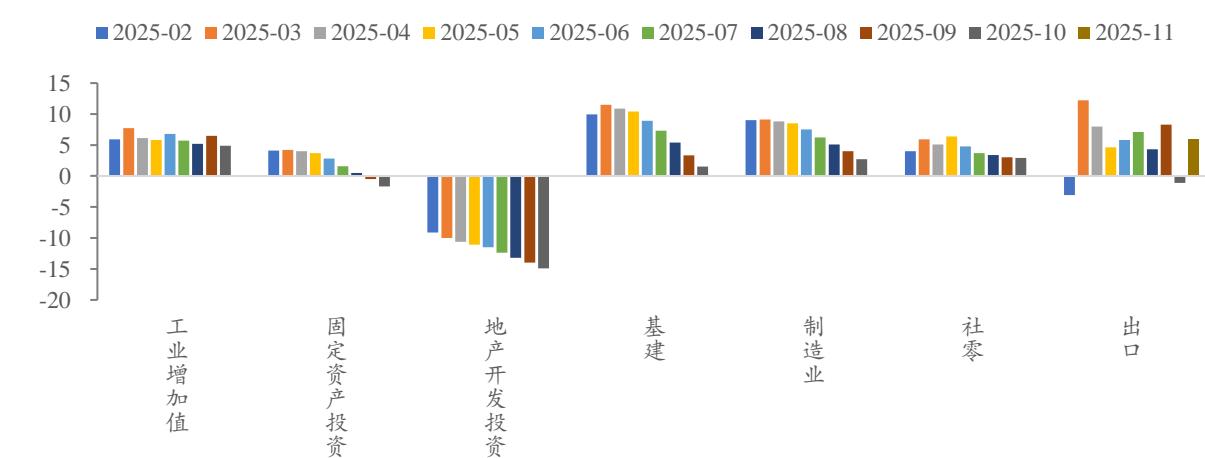
回顾2025年，出口对我国GDP当季同比的贡献率在2024年底达到峰值45.8%，进入2025年中美贸易摩擦加剧，关税冲击影响下出口对GDP的贡献下降。而国内刺激消费政策带动最终消费支出对GDP的贡献率上升，截至2025年三季度，消费对当季同比的贡献率达到56.6%，内外需再平衡获得初步成效。不过全年来看，出口并未失速下行，仍维持韧性，二三季度对GDP累积同比的拉动维持在30%左右，而投资端对经济贡献度相对偏低，为内需结构性短板。总量增速平稳，但结构性分化延续，经济数据分项上呈现：生产和出口偏强、内需尤其投资偏弱。

展望2026年宏观内外需层面的线索，一是“十五五”开局之年，“提振消费、扩大有效投资”受到着重提及，指明在维持经济总量增长目标的前提下，内需扩张是增强经济内生动能的政策发力点。二是外需为近两年经济的重要支撑项，未来出口的边际变化，仍将很大程度上影响经济预期和国内逆周期对冲政策强度和节奏。预期2026年出口仍存韧性，对新兴经济体出口有望继续增长，内需温和修复，其中消费和投资在政策带动下增速小幅上行，通胀数据预计温和抬升。



数据来源：Wind 广发期货研究所

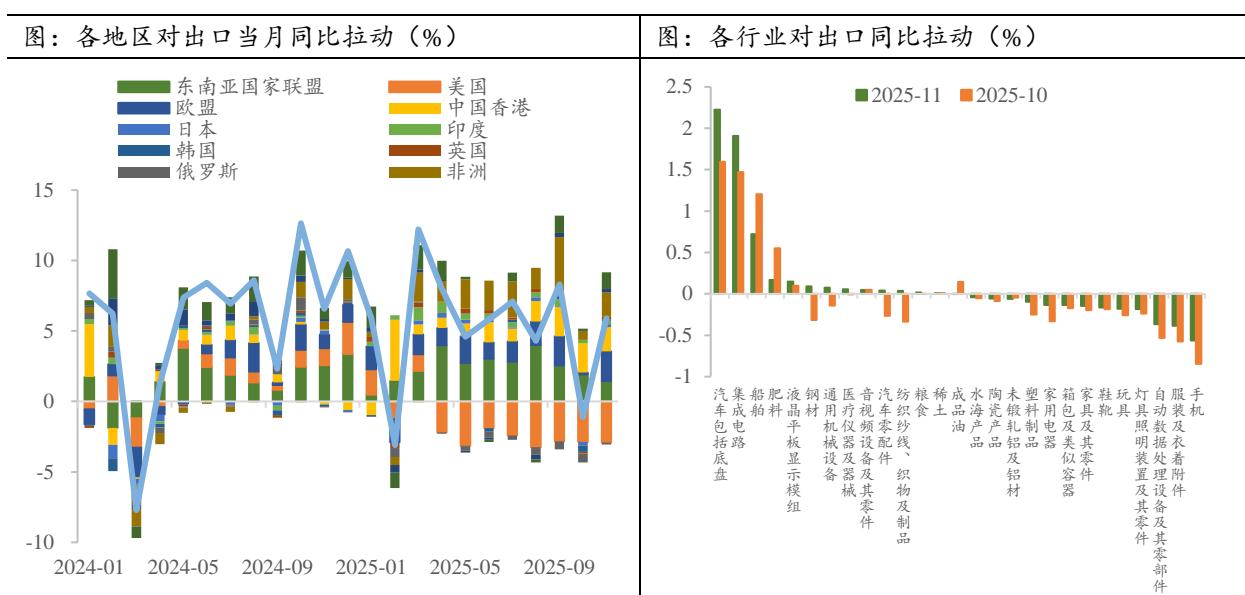
图：2025年经济数据分项同比指标



数据来源：Wind 广发期货研究所

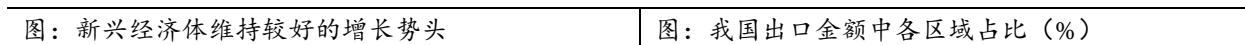
### （一）出口：预期仍有韧性，对新兴市场出口有望继续增长

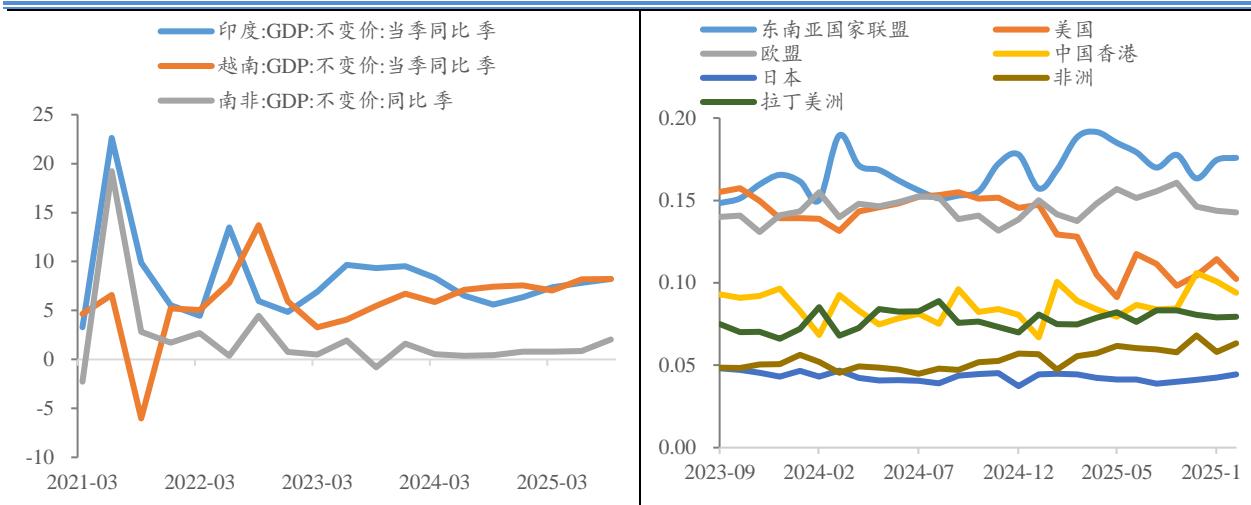
2025年出口仍为经济结构的主要支撑，年初投资者普遍预计美国关税政策会扰动出口增速，但是全年来看我国前三季度出口整体超预期，在贸易摩擦中保持较为稳定的水平，主要原因：一方面或是对中国对新兴市场出口增速、份额提升，有效对冲了对美出口的下滑，2025年1-11月中国对美国出口金额累计同比达到-18.9%，对东盟、非洲、欧盟的累计出口增速分别达到13.7%、26.3%、8.1%，同时非美国家在我国出口中的占比也在不断提升，有效对冲了对美出口的降低；另一方面是全球贸易活跃超预期，据世界银行数据，2025年1-9月全球商品贸易平均月增速由2024年的2.5%提升至4.8%，可能与多边贸易体系带来的稳定性、宏观环境向好以及企业在关税实施前提前囤货等因素有关，全球贸易保持稳健也使得我国的外需环境保持韧性。从产品结构来看，2025年前11月，机电产品、集成电路、汽车、船舶等高附加值产品是我国出口的主要拉动项目。



数据来源：Wind 广发期货研究所

展望2026年国内出口可能维持韧性，有几条支撑线索：一是关税缓和期对美出口额可能趋于稳定，2025年10月30日釜山会晤后，美对华关税下调10%“芬太尼关税”，同时对中国商品加征的“24%”对等关税暂停期延长至一年，自2025年11月10日生效，下调以后美国对华关税税率降低至37.4%左右，在中美贸易冲突缓和的背景下，2026年对美出口额可能趋于稳定。不确定性来源于2026年11月美国中期选举之后特朗普对华贸易政策可能出现变化，对华贸易政策反复的情形出现的概率提升，引发阶段性贸易政策波动；二是欧美财政扩张有望改善外围需求，美国“大而美法案”落地带来财政扩张，欧洲降息周期进入尾声但是财政政策整体呈现扩张态势，“重新武装欧洲”计划的退出或带动财政支出增长，全球主要经济体财政扩张政策或改善整体外围需求；三是东盟、非洲等新兴市场国家保持较好的增长态势，IMF预测2026年新兴市场内和发展中经济体增速维持在4%的水平，其工业化进程加速有望继续拉动我国基建、机械等相关产品出口，而我国在集成电路、机械设备和汽车船舶等产品领域具有产业优势，同时有《中国—东盟自贸区3.0版升级议定书》、以及推进签署中非共同发展经济伙伴关系协定等政策支撑，新兴经济体有望延续成为2026年拉动我国出口的重要动力。不过今年出口的基数较高，叠加明年贸易不确定性仍存，预期出口在维持韧性的情况下平均增速会有小幅回落。

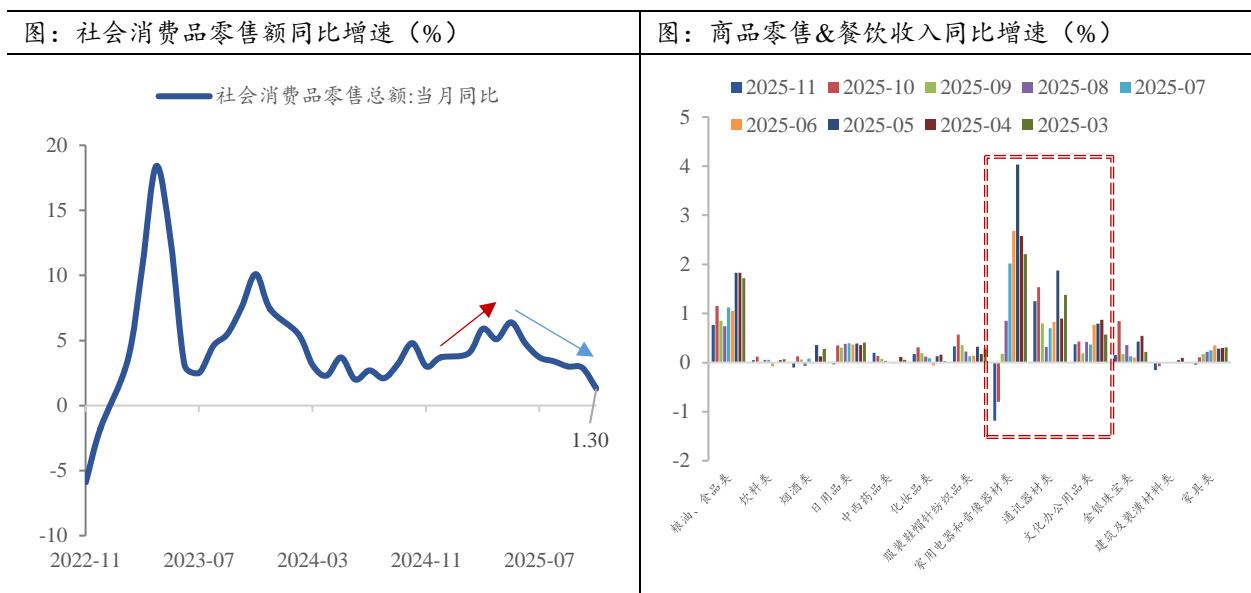




数据来源: Wind 广发期货研究所

## (二) 消费: 政策刺激下消费有望维持温和回升态势

2025年上半年消费小幅回升,下半年有所走弱。上半年在社零增速受到以旧换新政策的拉动整体增速回升,但进入三季度以旧换新政策效果退坡叠加基数抬升,社零增速逐步下滑。商品消费分项中结构分化明显,以旧换新政策支持的家电家具、通讯器材、文化办公用品为社零消费的主要拉动项,且从三季度以来这些分项平均增速下滑也较为明显。



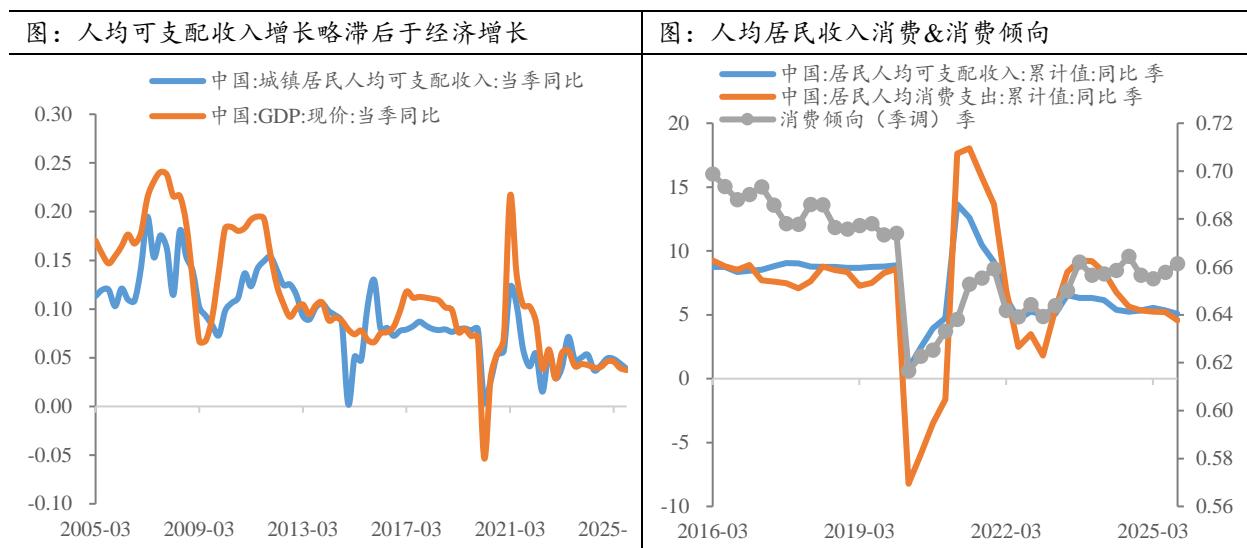
数据来源: Wind 广发期货研究所

展望2026年预计消费有望呈现温和回升态势,主要动因有两点:

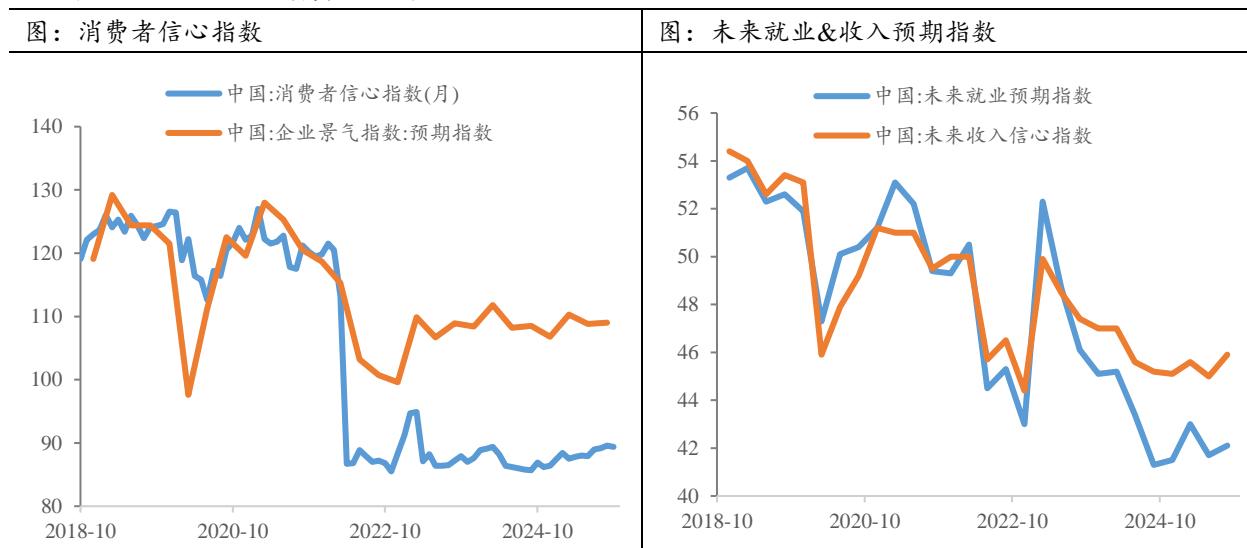
一是消费刺激政策有望继续加码扩围,侧重点可能转向服务消费。根据发改委数据,2025年下达了3000亿元消费品以旧换新资金,2025年1-8月全国共有3.3亿人次申领消费品以旧换新补贴,带动相关商品销售额超过2万亿元,限额以上单位家用电器和音像器材、文化办公用品、家具、通讯器材类商品零售额同比分别增长28.4%、22.3%、22.0%、21.1%,支撑社会消费品零售总额同比增长4.6%,这一政策在2025年得到了有效实践,预计在2026年将继续推进。再看2026年消费政策新导向,“十五五”规划建议中指出“坚持扩大内需这个战略基点,坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合”,中央

经济工作会议点明“优化‘两新’政策实施。清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力”。由此推测2026年消费政策有几点发展方向：1)以旧换新政策会加码扩围，重点可能拓展到服务消费领域，扩大优质商品和服务供给，在养老、托育、健康、文旅等消费配套设施领域实施一批重点项目；2)汽车、住房领域的消费限制政策预期有放松，汽车可能进一步放宽或取消限购，住房领域，一线城市可能适度调整核心区限购政策，有望释放部分刚性与改善性需求。

二是整体收入预期和消费环境的改善有望增效消费内生动能，提高居民消费倾向。“十五五”规划建议重视居民就业收入对消费能力的影响，提及“统筹促就业、增收入、稳预期，合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力”，或出台增量民生保障和促进就业增收的政策措施，就业和收入预期的改善有助于带动消费倾向回升，2025年消费者信心指数、就业预期和收入信心指数初步企稳回升，此外“去地产化”稳步推进和股市回升的背景下，负面财富效应对消费的抑制或逐步减弱，整体收入预期和消费环境的改善有望提高内需动能，有助于消费保持温和回升态势。



数据来源：Wind 广发期货研究所



数据来源：Wind 广发期货研究所

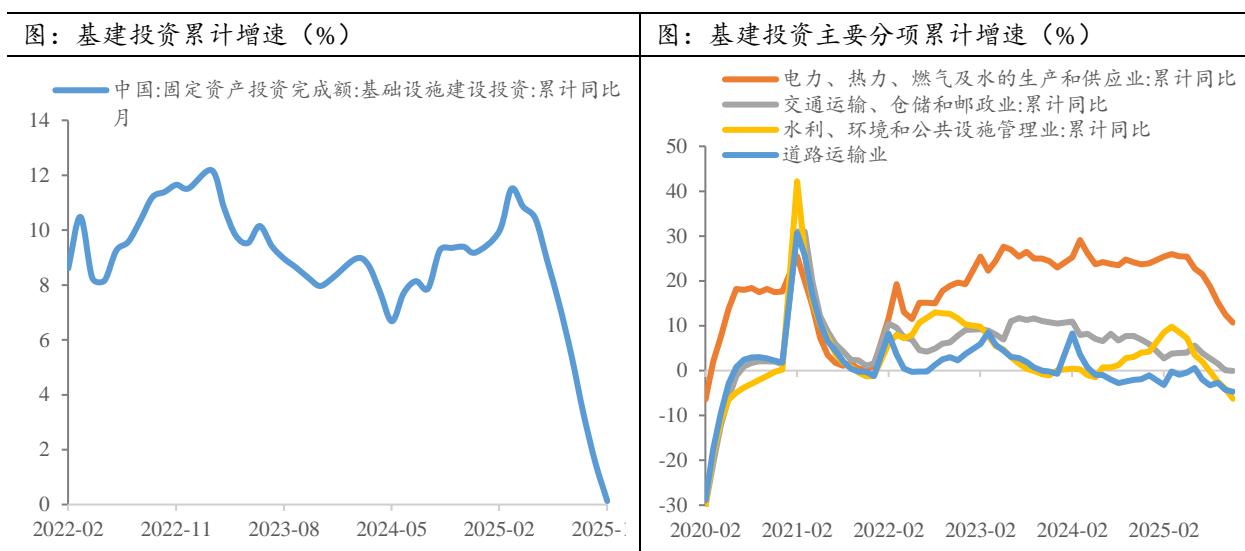
### (三) 投资：预期基建投资反弹，制造业投资小幅回升

2025年投资端整体承压，1-11月固定资产投资完成额累计同比-2.6%，下半年增速持续下滑，制造业

累计同比保持正增长，房地产和基建降幅较大。2026年再多重政策红利叠加基数效应下，预计整体固定资产投资有望呈现好转态势，助力“十五五”开局平稳。

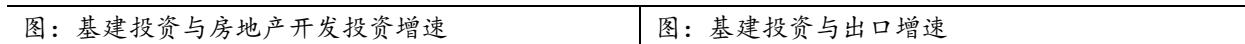
### 1、基建：政策发力或带动基建增速反弹

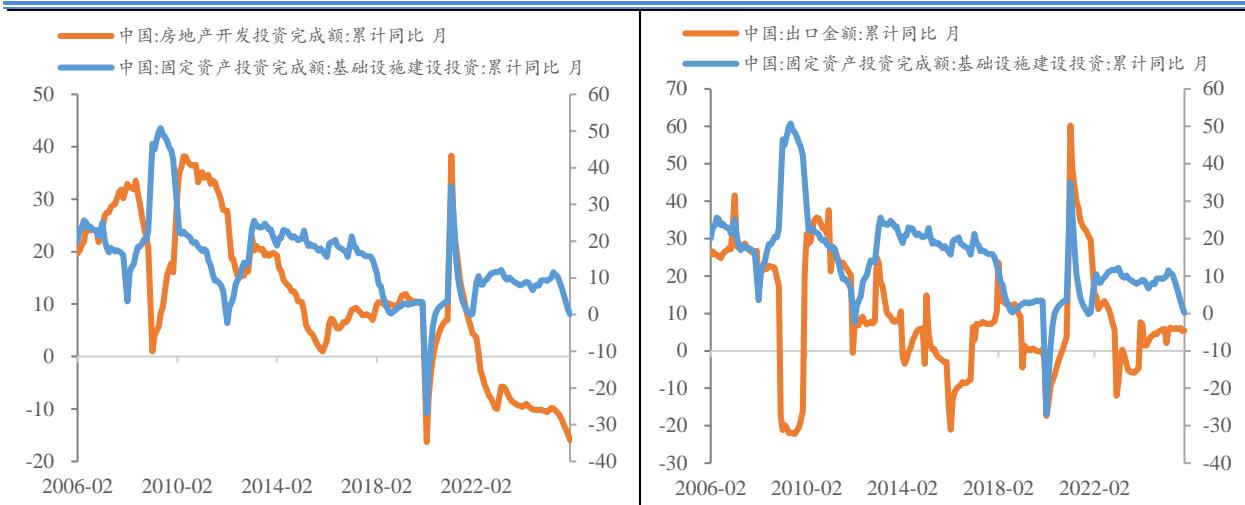
2025年上半年基建增速持续高增，6月份累计同比值仍在8.9%的水平，三季度以后快速回落，11月基建累计同比下滑至0.13%。背后的原因可能是6月以后新增专项债资金中有1万亿以上的金额用于化债用途，一定程度上挤占了基建投资的额度，财政发力节奏偏慢、地方财政紧张等因素或共同导致了基建增速的回落。



数据来源：Wind 广发期货研究所

**展望2026年政策发力确定性较高，或带动基建增速边际好转：**一是存在逆周期对冲的必要性，四季度以来投资增速下行，内需走弱的压力增强，2026年在基数效应下出口同比存在回落的压力，而明年是“十五五”开局之年，在经济平稳开局的诉求下，政策拉动基建发力、托底投资的必要性较强。二是化债进展良好，投资发力的基础有所好转，2023年末全国隐性债务规模为14.3万亿，2024年开始推出了12万亿的化债计划，此外2024年还在地方政府结存限额中安排了3000亿元用于化债，2025年专项债中用于化债的额度或也较计划值偏高，化债压力已经明显减轻，2026年专项债资金有望更多回归基建项目投资。三是四季度已出台的财政和准财政政策有望在2026年转为实务工作量，根据10月发改委信息，5000亿元新型政策性金融工具资金已全部投放完毕，共支持2300多个项目，项目总投资约7万亿元，重点投向数字经济、人工智能、消费基础设施，以及交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域。此外四季度还安排了5000亿元地方政府债结存限额，用于补充地方财力和支持经济大省项目建设，预期将配合政策性金融工具支持2026年初的基建投资。



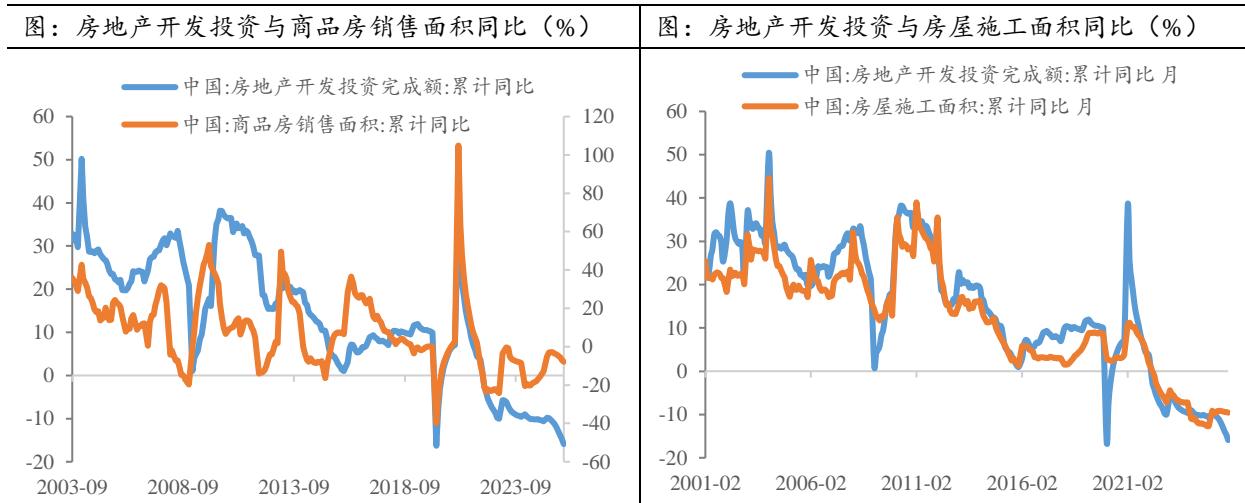


数据来源：Wind 广发期货研究所

## 2、地产：地产政策有望进一步放松，基数效应下同比拖累或有减轻

2025年一季度地产销售回暖，投资降幅收窄，二季度以后跌幅再度扩大，前11月地产开发投资累计同比-15.9%，商品房销售下半年降幅也有所扩大，11月累计同比-7.8%，不过整体相对2024年降幅收窄。房价同比仍处负增区间，但全年来看降幅收窄。

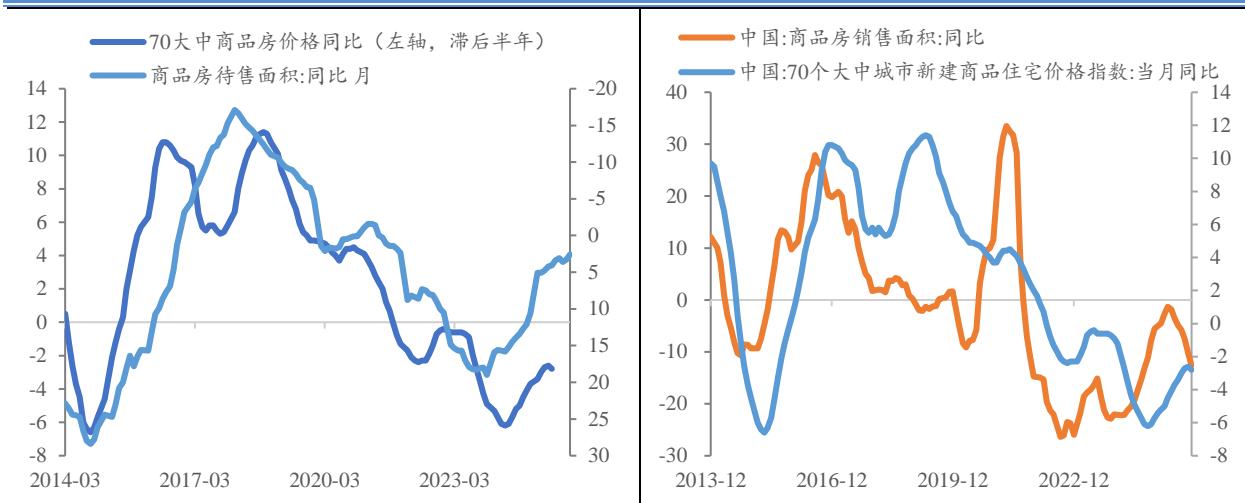
展望2026年，预计地产投资仍将低位运行，不过基数效应下投资同比拖累或减弱。目前从地产库存来看仍处于高位，消化库存阶段新增销售、开工、投资受到压制，2026年这一情况也较难快速扭转，宏观层面的定调是巩固房地产市场止跌回稳趋势，预计总体地产投资增速仍将维持低位运行，不过有两大因素或促使同比对固定资产投资拖累边际降低：**一是基数效应**，2025年地产投资已经降低至低位水平，2026年维持温和修复也可以带动同比降幅收窄；**二是供需政策协同发力，促进地产止跌回稳**，中央经济工作会议提出“着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革，有序推动‘好房子’建设”，需求侧指出要清除房地产领域的限制性政策，同时以城市高质量发展为主题，将城市更新、好房子建设等作为增量方向，发改委指出，2025年投放的5000亿元新型政策性金融工具资金部分头像交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域，有望在2026年形成实务工作量带动地产投资。



数据来源：Wind 广发期货研究所

图：房价同比与商品房库存同比（%）

图：房地产销售周期领先于房价周期

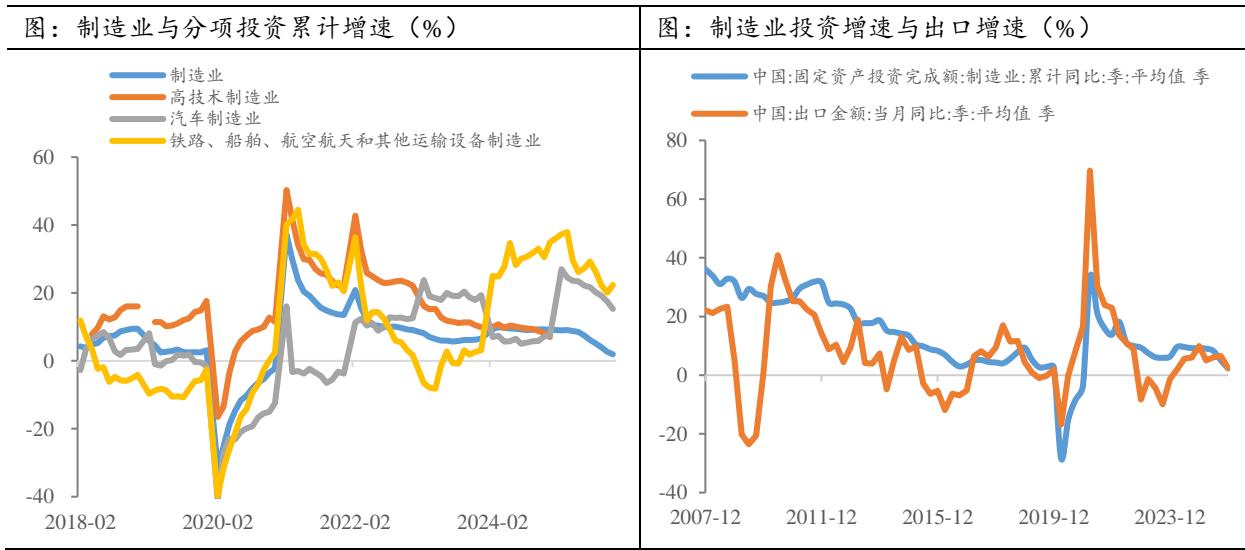


数据来源：Wind 广发期货研究所

### 3、制造业：增速有望小幅回升，亮点或在高技术领域

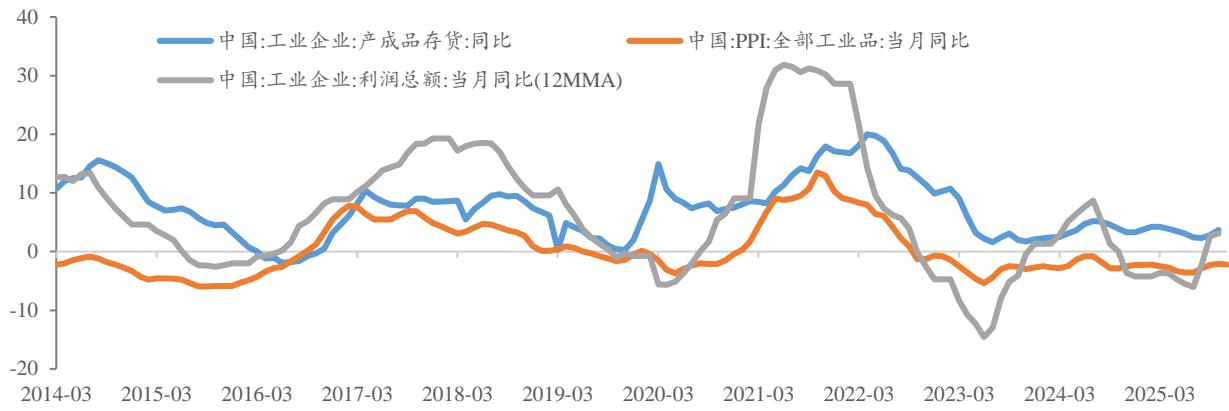
2025年制造业投资增速上半年高位略回落，累计同比由年初的9%左右降低至6月的7.5%左右，下半年加速下行，11月来及同比下滑至1.9%附近。下半年制造业投资的下滑，一方面可能和7月推出的“反内卷”政策有关，短期控制产能和企业重组或对制造业投资者带来一定的收缩效应，另一方面可能也与外贸摩擦有关，出口回落预期影响企业投资扩产计划。分项来看，高技术制造领域受益于政策倾斜、产业优势支撑出口需求等因素，增速保持高斜率。

展望2026年，多重政策利好下制造业投资有望增速有望小幅回升，亮点或在高技术制造领域。支撑层面来看，一是特别国债资金支持有望扩容，2026年超长期国债用于两新投资的额度预期有所增长，设备更新改造领域将继续获得资金支持，政策应也会通过其他结构性工具支持制造业领域贷款；二是高技术制造业投资或维持高位，“十五五”规划提及优化提升传统产业和壮大新兴产业的政策导向，将支持发展先进制造业集群，发改委曾提及“未来5年会新增10万亿左右的市场空间”，有望持续为高技术制造领域投资带来增长动能；三是产业环境或有所改善，反内卷政策持续推进下，产能出清有望改善供求关系，行业竞争秩序优化长期来看有利于行业健康增长。不确定因素在于，一方面是企业利润修复的可持续性仍有待观察，另一方面是2026年外围环境仍存不确定性，外贸摩擦仍有加剧的可能性，尽管目前预计出口具有韧性，但如果外需订单不及预期，企业投资扩产意愿有可能受限。



数据来源：Wind 广发期货研究所

图：国内库存周期



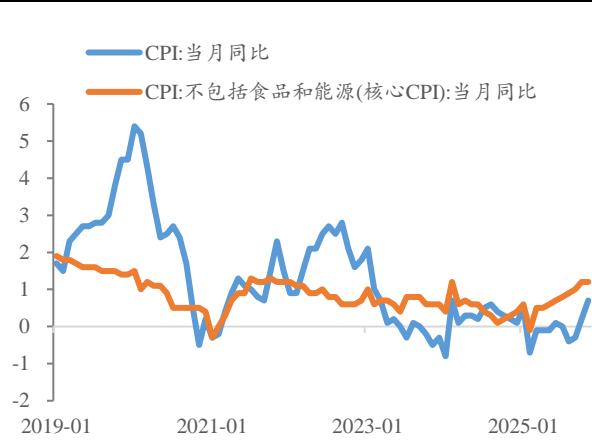
数据来源: Wind 广发期货研究所

### 通胀：预期2026年CPI和PPI温和回升

2025年通胀数据整体低位运行，前11个月CPI累计同比0%，PPI累计同比-2.7%。其中CPI主要受到食品价格低位和能源价格走低拖累，不过核心CPI有所回升，主要或受到金价和服务价格上涨带动。PPI在7月份反内卷政策的带动下，同比降幅出现收窄。

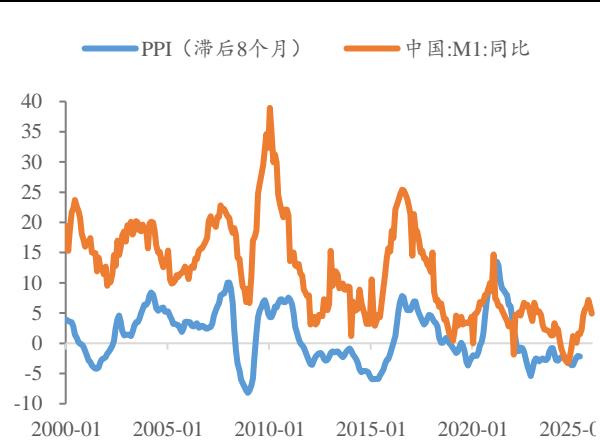
展望2026年，促进物价合理回升仍为宏观政策的重要目标，在猪肉和原油价格企稳、反内卷继续推进和有色金属涨价预期下，通胀数据有望温和回升。CPI方面，一是2026年猪肉价格可能温和回升，能繁母猪存栏同比在2025年中见顶，农业农村部或继续推动能繁母猪存栏量下降，按照存栏同比对猪价影响滞后半年的经验，可能会带动猪价在2026年开始温和回升，进而对CPI食品分项起到带动作用；二是原油供给节奏将决定2026年的价格走势，全球经济放缓、能源转型加速和贸易摩擦等因素可能持续抑制原油需求，供给过剩的格局能否促使OPEC能否停止增产将很大程度上影响未来的供需格局，中性情形下油价可能低位震荡企稳；三是核心通胀方面，消费品以旧换新等政策拉动了耐用消费品价格，但是政策补贴未来可能有所退坡，在贵金属价格继续上涨的假设下，预期核心通胀中枢可能表现持平。PPI方面，反内卷政策将会持续推进，可能会继续带动黑色、新能源相关商品价格，而供需格局向好或继续带动全球有色金属价格上涨，观察领先指标M1同比走势，预计明年上半年PPI增速有望继续回升。不过国内地产周期仍在底部、贸易摩擦不确定性高，国内总需求回升幅度受限可能制约PPI上行幅度。综合而言，预计2026年通胀呈现温和修复态势，但中枢抬升幅度不宜高估。

图：CPI与核心CPI同比（%）



数据来源: Wind 广发期货研究所

图：PPI与M1同比（%）



### 三、2026年政策面展望：财政政策保持积极，货币政策宽松配合

2025年的政策组合倾向于“宽财政”+“稳货币”，财政政策积极施为，货币政策强调配合发力与相机抉择。展望2026年为“十五五”开局之年，总量增长目标仍然重要，经济动能转换进入深化阶段，外部环境不确定性仍存，宏观政策方向上会更加积极有为，财政政策预计保持扩张态势，货币政策更强调发挥配合作用，灵活高效应对宏观环境变化。

#### （一）财政政策保持积极，广义赤字预期适度抬升

2025年我国财政政策积极施为，赤字率由2024年的3%抬升至4%，对应赤字规模5.66万亿元，其中一般国债净融资4.86万亿元、新增地方政府一般债0.8万亿元。广义赤字包括超长期特别国债1.3万亿元、特别国债（支持国有大型银行补充资本金）0.5万亿、新增地方政府专项债限额4.4万亿、置换债2万亿，此外四季度新增地方政府债结存限额0.5万亿。

此外基于十五五规划建议稿提出的“到2035年……国内生产总值达到中等发达国家水平”的目标，静态考量2035年人均GDP或需要达到2.2万美元以上，简单推算，隐含未来十年的年均名义GDP可能需要达到4.4-4.7%。那么在十五五前期阶段可能仍一定必要继续维持5%左右的增长目标。在此背景下，2025年12月中央经济工作会议提出“要继续实施更加积极的财政政策”、“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”，相比2024年12月中央经济工作会议的提法“加大财政支出强度”的提法相对保守，但指明了财政保持一定支出强度以支持总量增长的必要性。预计明年赤字率不会大幅提高但也不会下行，其他广义赤字工具的规模也有望适度增长。

##### 展望2026年各项财政安排：

**预期赤字率保持4%。**考虑到2025年赤字率已经处于历史高位，进一步提升赤字率概率不高，同时十五五开局之年为了达成总量目标有必要维持财政支出强度，因此预计2026年赤字率维持在4%左右，假设2025年完成5%的经济增速目标，同时2026年也维持5%增长目标，那么对应赤字规模预估为5.94万亿元附近。其中一般地方债规模预计维持0.8万亿元，那么一般国债净融资规模预计在5.14万亿元，较上年增加0.28万亿元。

**预期超长期特别国债规模有望扩张至1.6万亿元、维持0.5万亿注资大行特别国债。**2025年1.3万亿元超长期特别国债构成为8000亿两重项目+2000亿设备更新改造+3000亿元消费品以旧换新，考虑到中央经济工作会议提及要坚持内需主导、适当增加中央预算内投资规模、优化两新项目实施，预期2026年各分项资金支持有望适度增长，总体超长期特别国债规模或扩张至1.6万亿元左右。

**预期地方专项债额度或提升至5万亿元。**一方面今年特殊新增专项债超额发行，一定程度上挤占了基建项目资金，地方政府偿还拖欠账款、化债的需求较多，另一方面土储和保障房专项债也有发债需求。考虑到2026年要优化地方政府专项债用途管理、严控隐性债务和地方投资适度发力诉求，地方专项债规模或有望适当增加至5万亿元左右。

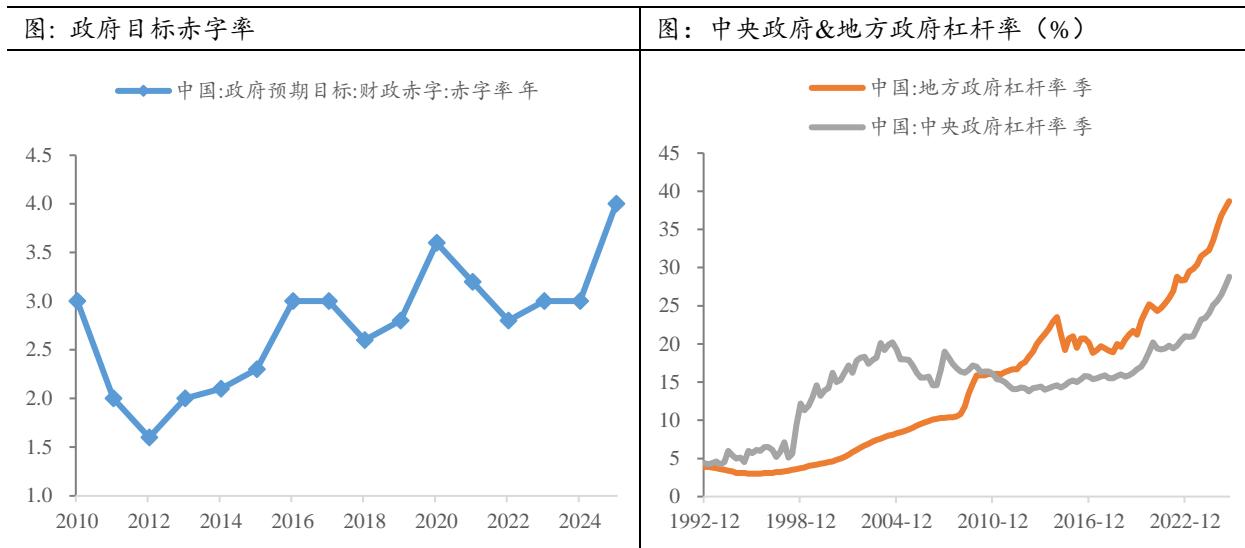
**假设2026年置换债和地方债结存限额使用额度维持不变，那么预计2026年广义赤字规模或在15.54万亿元左右，较2025年增长约1.18万亿元。**同时财政政策或相机抉择提质增效，或将继续视情况出台政策性金融工具等准财政工具，定向支持经济重点领域撬动投资（2025年额度5000亿）。

表：2025年广义赤字情况与2026年预测（万亿元）

分类	2025年额度	2026年预测	备注
一般国债	4.86	5.14	狭义赤字，2025赤字率为4%，2026预期4%
新增地方政府一般债	0.8	0.8	
超长期特别国债	1.3	1.6	
特别国债（支持国有大型商业银行补充资本金）	0.5	0.5	

新增地方政府专项债	4.4	5	
置换债	2	2	
地方政府债结存限额	0.5	0.5	四季度新增限额
合计	14.36	15.54	

数据来源：Wind 广发期货研究所



数据来源：Wind 广发期货研究所

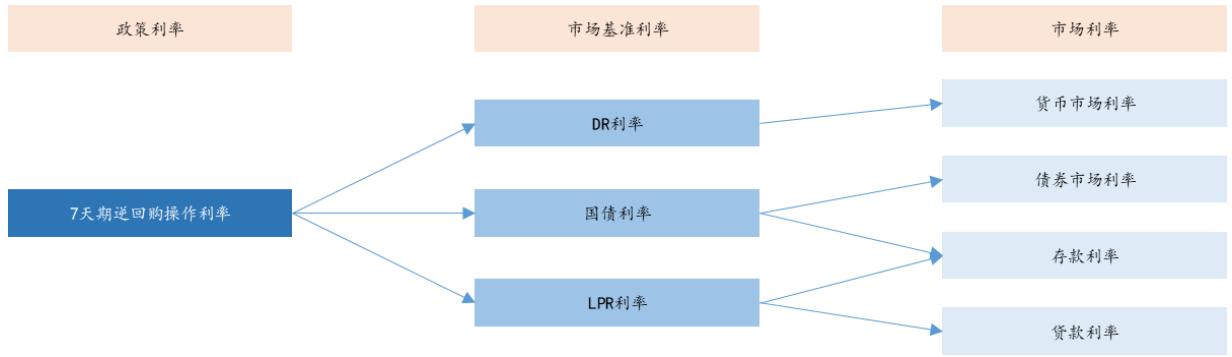
## （二）货币政策强调灵活高效、配合发力，总量政策可能相对克制

回顾2025年货币政策，总体基调为“适度宽松”，但是在节奏上展现出相机抉择、灵活精准调控的特征。2025年一季度整体经济数据超预期，结合人民币贬值压力、债市供求不平衡压力较大，央行暂停国债买卖，资金面边际收敛。4月份“对等关税”冲击市场，宏观不确定性大幅提升，央行落地降准降息操作，稳定市场预期。二三季度经济总量数据保持韧性，货币政策维持定力。四季度基本面压力有所增大，叠加债市供求不平衡的问题明显缓解，央行适时重启国债买卖，释放货币政策呵护信号。

同时货币政策框架不断迭代更新，货币政策工具箱进一步充实。货币政策框架的更新或体现在两方面，一是明确唯一政策利率，2025年3月MLF招标方式调整为固定数量、利率招标，淡化其政策利率属性，强化唯一政策利率——7天期逆回购操作利率的中心定位，并逐步建立起“OMO-市场基准利率-市场利率”的传导框架；二是中介目标上，淡化M2和社会融资规模等数量型指标，重视价格型指标，畅通政策利率传导机制。货币政策工具方面，一是常态化买断式逆回购操作；二是结构性工具增设5000亿元“服务消费与养老”再贷款，优化两项支持资本市场货币政策工具，将5000亿元证券基金保险公司互换便利，和3000亿元股票增持回购再贷款两个工具的额度合并，互换便利方面放宽质押品范围和自有资金比例要求，回购增持再贷款方面，将贷款最长期限由1年延至3年；三是将买断式逆回购改为月初公告、按月披露各项结构性工具操作规模，增强市场沟通。

货币政策框架的调整的大背景是宏观上处于经济转型升级期，对融资条件敏感的传统重资产行业——地产趋势下行，新兴经济领域轻资产、高成长、高风险的特性，使得其较难通过传统抵押贷款获得资金，因此其融资需求对融资利率等信贷政策敏感度也较低，也使得总量型货币政策拉动效用减弱。新的经济结构转型也一定程度上驱动货币政策工具由总量型工具转向侧重结构性工具以及对财政政策的协同发力，由数量型调控逐步转向价格型调控，同时对股市等直接融资方式的支持增强。

### 图：政策利率传导路径



数据来源: Wind 广发期货研究所

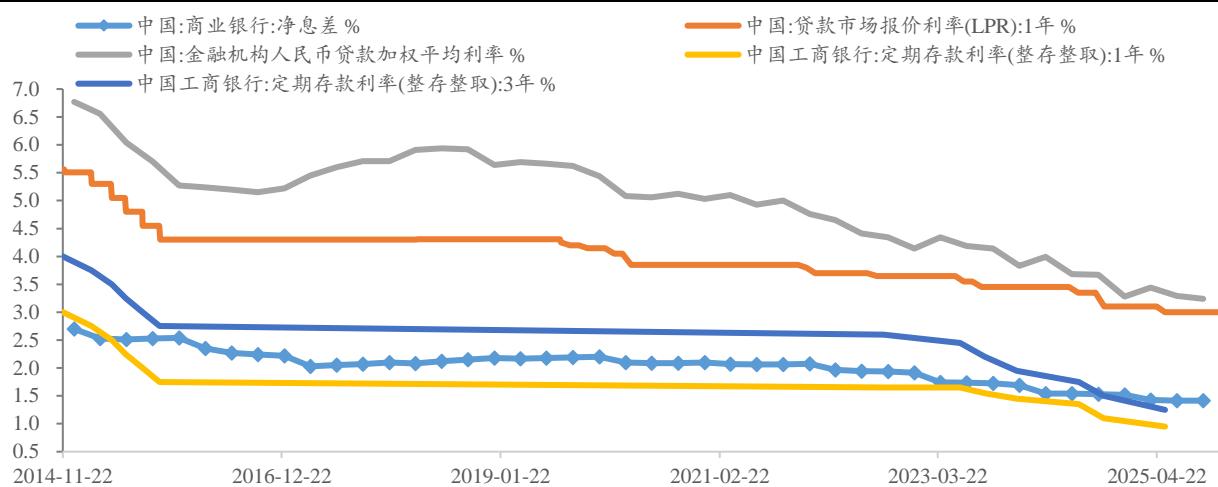
展望2026年,12月中央经济工作会议提出“要继续实施适度宽松的货币政策。把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量,灵活高效运用降准降息等多种政策工具,保持流动性充裕……保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。明确了货币政策的主要目标,因此我们也从这一角度出发预估明年货币政策的空间:

**一是促进经济增长目标方面**,“十五五”开局之年仍可能维持5%的GDP增长目标,明年我国面临的外部环境仍然复杂多变,货币政策总体将维持适度宽松的支持性立场,流动性环境预计维持偏宽松,以维持较低的融资成本,支持财政扩张;**二是促进物价合理回升目标**,2025年7月开始推进“反内卷”政策,有效缓解了通缩预期,明年“反内卷”举措仍为统一大市场建设的重要一环,供给端的持续调控有望助力通胀企稳,实际利率偏高的问题有望缓解,从这个角度讲降息的必要性可能相对减弱;**三是稳汇率方面**,明年预计美联储仍在降息通道中,美元预期走弱的背景下,人民币存在升值基础,外部平衡的压力或相对减弱;**四是防范金融风险**,除了地产、中小银行和地方债务以外,2025年货币政策的实施节奏也考量了银行净息差与债市利率的风险,今年贷款利率调降放缓,存款利率加快调降和重定价,银行净息差呈现企稳的迹象,不过由于净息差处于历史低位(1.42%)仍约束降息操作的空间。而长债利率风险经过债市震荡调整的消化,及至四季度已经有所缓解,因此短期来看金融风险对于货币政策的约束有所缓释。

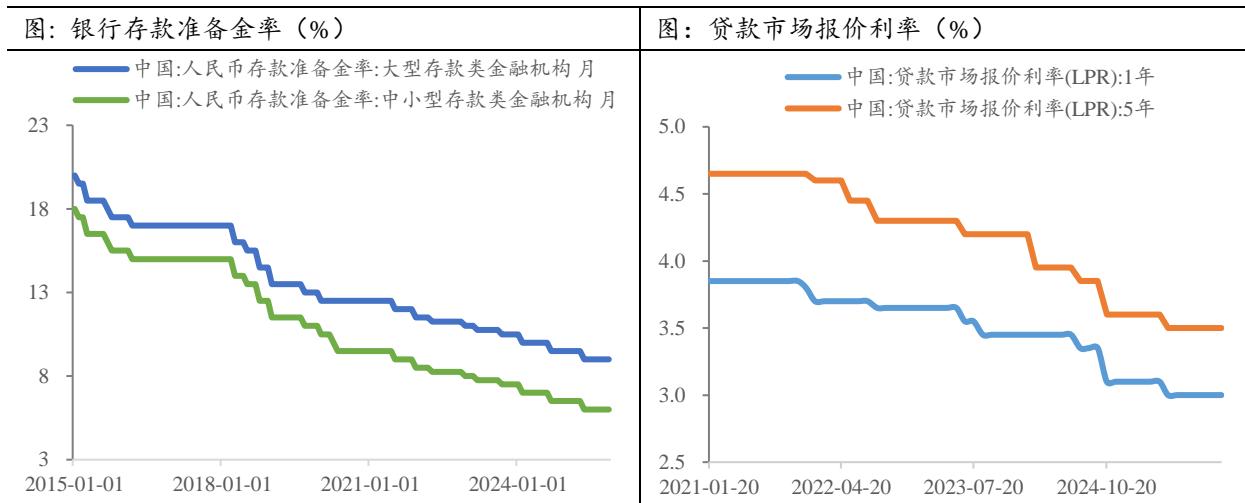
综合来看,预计明年货币政策会延续适度宽松的支持性立场,更强调灵活高效、精准发力,定位或更多为配合财政扩张,维护流动性平稳、保持融资成本低位,考虑到货币政策空间,总量政策可能相对克制,结构性货币政策精准滴灌为主线。但是一旦出现超预期冲击或稳增长压力明显增强,总量货币政策预期也会及时出台,对冲风险。具体来看各项货币政策工具:

**一是降准方面**,近年来属于补充中长期流动性缺口的常规性工具,同时兼具释放政策信号的作用,在明年支持经济开门红以及外部冲击压力加大的阶段仍有必要出台降准操作支持,考虑到降准空间缩窄和其他流动性调控工具增加,全年可能有1-2次降准空间;**二是降息方面**,在内需弱化或贸易摩擦加大的阶段还是有必要通过降息支持稳增长,但是考虑到银行净息差处于历史低位,银行负债稳定性降低,约束降息操作空间,叠加如果如预期出现通胀回升,降息以调降实际利率的必要性会下降,预期明年政策利率调降空间可能在10BP左右;**三是结构性工具**,中央经济工作会议指出“引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域”,预计2026年结构性工具仍未重心,会加力支持消费和科技领域,与财政贴息等举措形成协同发力,拉动内需扩张;**四是其他公开市场操作工具**,买断式逆回购、MLF投放、国债买卖等工具操作继续常态化,进行流动性调控支持政府债和准财政工具发行。

图: 银行存贷款利率与净息差 (%)



数据来源: Wind 广发期货研究所



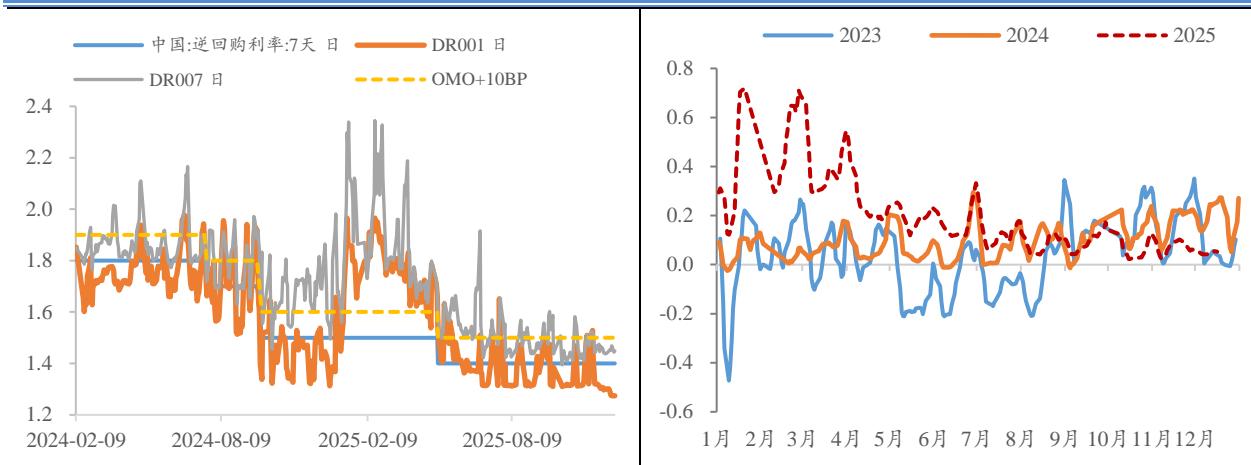
数据来源: Wind 广发期货研究所

### (三) 资金融通预计维持低位波幅收窄

2025年资金利率先上后下，DR001-OMO利差在(-10BP, 50BP)区间波动，DR007-OMO利差在(0BP, 80BP)区间波动。进入四季度资金利率波幅收窄，DR001-OMO利差转为(-10BP, 5BP)，DR007-OMO利差在(0BP, 15BP)区间。

展望2026年，根据政策利率传导机制，未来OMO对隔夜逆回购等资金市场基准利率的引导性可能会进一步增强，目前短期利率走廊参考临时正逆回购，与OMO利差分别为+50和-20BP，2026年可能会进一步缩短期资金利率走廊宽度，增强政策利率向其他市场利率传导的效率，指向未来资金利率的波幅可能会进一步收窄，预期资金利率不会大幅偏离政策利率波动。

<b>图：OMO利率与DR001&amp;DR007(%)</b>	<b>图：DR007-OMO利差季节性 (%)</b>
-----------------------------------	-----------------------------



数据来源：Wind 广发期货研究所

## 四、2026年国债期货展望：维持区间波动，关注正套与多头替代

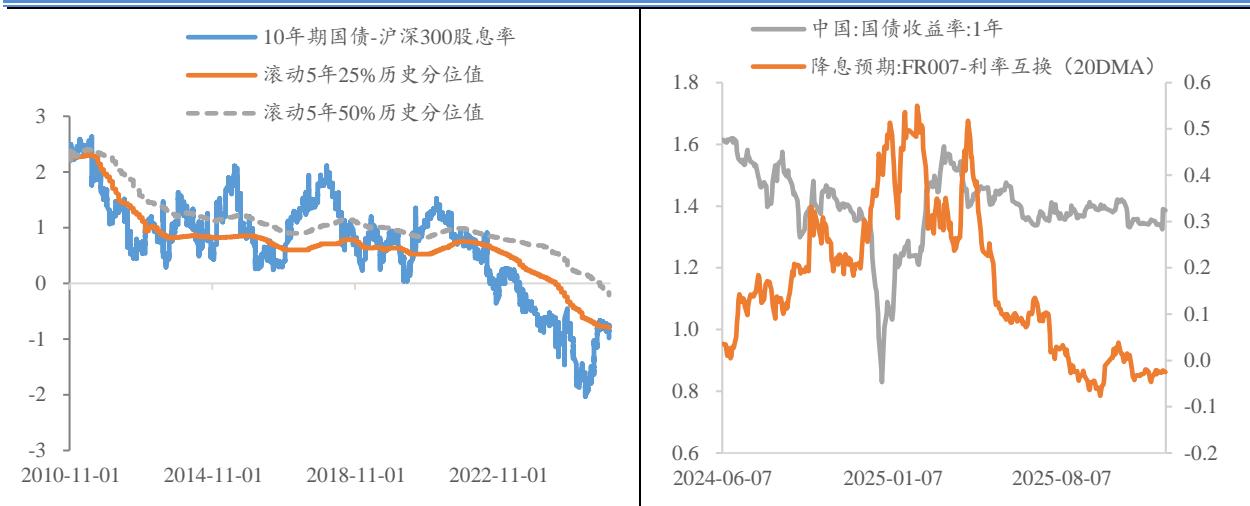
### （一）趋势展望：或呈现区间宽幅波动格局

回顾2025年债市，市场的主线是降息预期回撤+短期因素扰动。背后的原因是2024年底债市行情演绎过快，降息预期一度达到40BP以上，对未来宽松预期过度透支，导致2025年即便遇基本面数据走弱债市也表现钝化，过于超前的预期回撤构成了2025年债市区间震荡行情的背景因素。贸易摩擦降等短期冲击带来阶段性波动，宏观预期层面的好转带动股市走强分流资金，股债跷跷板压制债市表现，极低的10年国债-沪深300股息率差值有所修复。与此同时，低利率环境下债市机构行为也发生改变，银行保险负债端增速降低，净值化转型下理财、债基等负债稳定性降低，利率低位票息对收益的保护降低，投资者被动转向做交易和波段博弈，一定程度上也促使市场波动性提升。

**展望2026年债市特点：**一是债市对基本面数据的敏感度可能上升，市场预期层面上，2025年底一致性的降息预期已经基本回撤完毕，与2024年极致抢跑的降息预期形成鲜明对比，从这一角度上来看债市的风险有所缓释，债市对基本面数据、宽货币预期等因素的敏感度或有所回归，如果阶段性冲击带来超预期降准降息，那么也容易驱动债市快速上涨；二是股债跷跷板对债市的影响不可忽视，当前10年国债利率-沪深300股息率差已经回到滚动5年历史25%分位数上，但是债市性价比还是相对弱于股市，因此2026年股市如果在十五五开局之年政策预期博弈的驱动下走强，那么阶段性股债跷跷板对债市的影响预期会延续；三是债市可能延续呈现上有顶下有底的区间震荡，一方面利率下行的约束在于通缩叙事缓解、货币政策降息空间收缩、央行对长债利率过快下行风险持续关注，在宏观叙事转变和学习效应影响下，债市或难再现大幅偏离政策利率锚定区间下行，另一方面利率上行的制约因素在于预期通胀温和回升幅度尚有限、政府加杠杆的背景下需要维持偏低的融资成本，以及货币政策保持支持性基调，资金利率低位波动收敛也制约债市利率向上空间，总体而言债市或难脱离上有顶下有底的区间震荡。

图：10年期国债利率与沪深300股息率

图：2025年降息预期大幅回撤



数据来源: Wind 广发期货研究所

具体点位方面，我们从政策利率传导的角度评估明年债市空间。从政策利率传导机制来看“OMO利率-资金利率-短债利率-长债利率”的传导链条或是价格型调控框架下，国债利率重要的定价锚点。参考2025年10年期国债利率与OMO利差，全年来看在（10BP, 50BP）区间波动。

**利差低点:**2025年低点出现在年初降息预期最强的阶段，其后央行判断债市供求不平衡的问题突出、风险加大暂停国债买卖工具，因此这一位置可能过于透支，学习效应下2026年利差可能较难压缩到这一水平，参考2025年4月外贸冲击突发，促使债市利率下行但未突破年内前低，5月央行公告进行降准降息后，利差走扩至25BP左右，或可作为10年期国债与OMO利差低位的参照。

**利差高点:**12月在国务院关于金融工作的报告中提及“10年期国债收益率保持在1.75%—1.85%左右，扭转了2024年单边较快下行的趋势”，此区间或为政策相对合意区间，中枢1.8%与政策利率差值在40BP，这一水平或为10年期国债与OMO利差波动的中枢位置，处于2023年以来的36%百分位值上，属于中性略偏低水平，考虑到债市生态发生变化，配置型结构负债稳定性降低，市场波动有所加大，负反馈效应或更容易出现，极限情形下债市利率很可能上破这一水平，参考近三年利差均值，预计10年债-OMO利差55BP左右可能是利差上行的高位。结合2026年政策利率可能由1.4%降低至1.3%的预估，10年期国债利率波动区间预计在1.55%-1.95%区间。

图：7天期逆回购利率（政策利率）与10年期国债利率（市场利率）（%）



数据来源: Wind 广发期货研究所

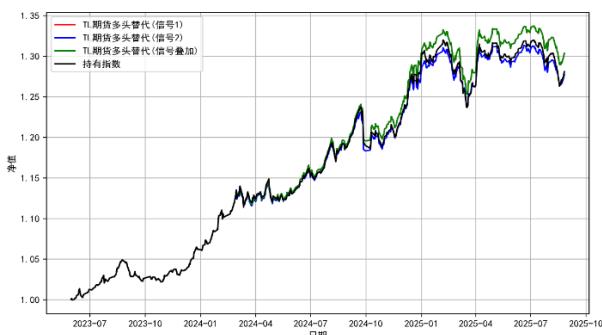
## (二) 国债期货策略：关注多头替代、正套与空头套保策略

### 1、建议重视多头替代策略机会

中长期来看，债市仍处于低利率环境中，票息的“护城河”变窄，机构负债端不稳，需要进行策略和工具箱的扩容。在这种市场环境下，我们认为有必要重视国债期货的多头替代机会，尤其是在TL合约上。因为当前低利率环境下，国债期货长期跟踪可交割券中的短久期券，尤其TL合约长期锚定高票息的老券，虽然期货是净价交易，但是当基差高于CTD券持有收益的时候，基差收敛也可以给期货带来类“票息”补偿，这种情形下可以将TL合约视作是流动性高的老券，考虑到CTD券票息比30年新券或国债ETF票息高，且TL合约净基差波动更大，在合适的时机（如高基差+新老券利差阔）入场用期货做多头替代，扣减掉资金成本后，可以获得较持有相同规模现货或ETF更高的收益，于此同时期货保证金交易还能带来加杠杆的效果。我们在此前的专题中曾系统设计过国债期货多头替代量化信号，经过回测在TL合约上市以来，在合适的时机使用期货做现货多头替代可以跑赢中债-30年国债指数以及30年国债ETF。

展望2026年，一季度市场可能对经济开门红的预期较强，对政策发力的博弈可能扰动市场，叠加春季躁动股市如果表现偏强也可能压制债市表现，如果带来债市调整和基差走阔，或为多头替代入场的好时机。

图：TL合约用作中债-30年国债指数多头替代净值



图：TL合约用作某30年国债ETF多头替代净值



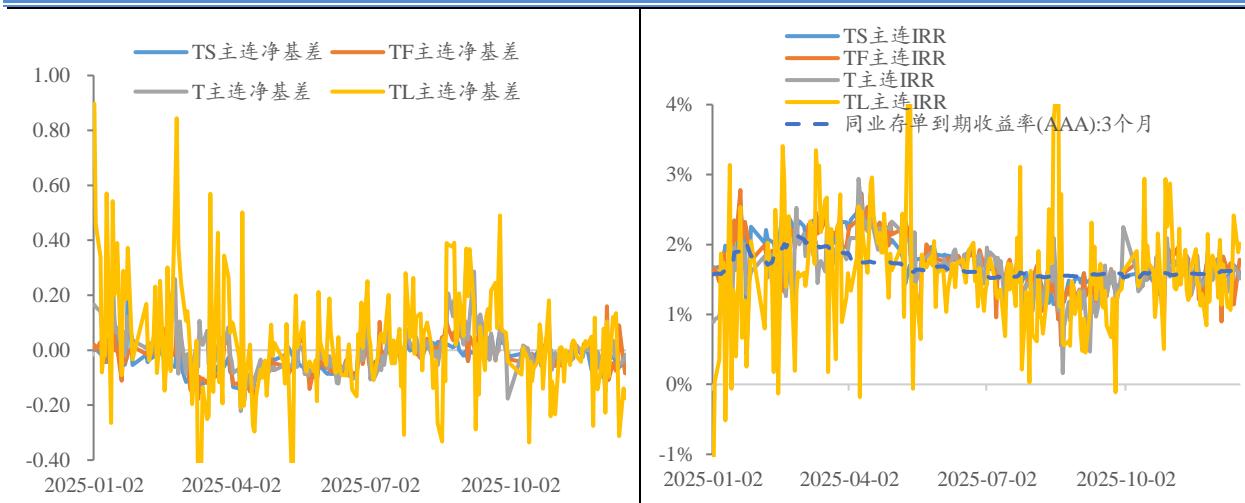
数据来源：Wind 广发期货研究所

### 2、仍可关注正套和空头套保

2025年除了一季度和三季度调整阶段国债期货出现过阶段性净基差走阔、IRR下行以外，其他时间净基差普遍处于低位，整体呈现正套环境占主导，形成这种现象的原因之一可能是整体债市呈现区间震荡，且经历前几年的牛市行情投资者有一定逢低做多的惯性，或一定程度上降低了国债期货基差走阔的空间。从大环境来看，2026年预期债市整体也会呈现区间震荡，那么推测可能相对还是会更常出现正套机会，但在市场波动加大的假设下这一环境可能会有弱化，且投资者可能需要关注在净基差偏窄的时点左侧参与空头套保策略，以平滑产品净值。

图：国债期货各品种主连净基差

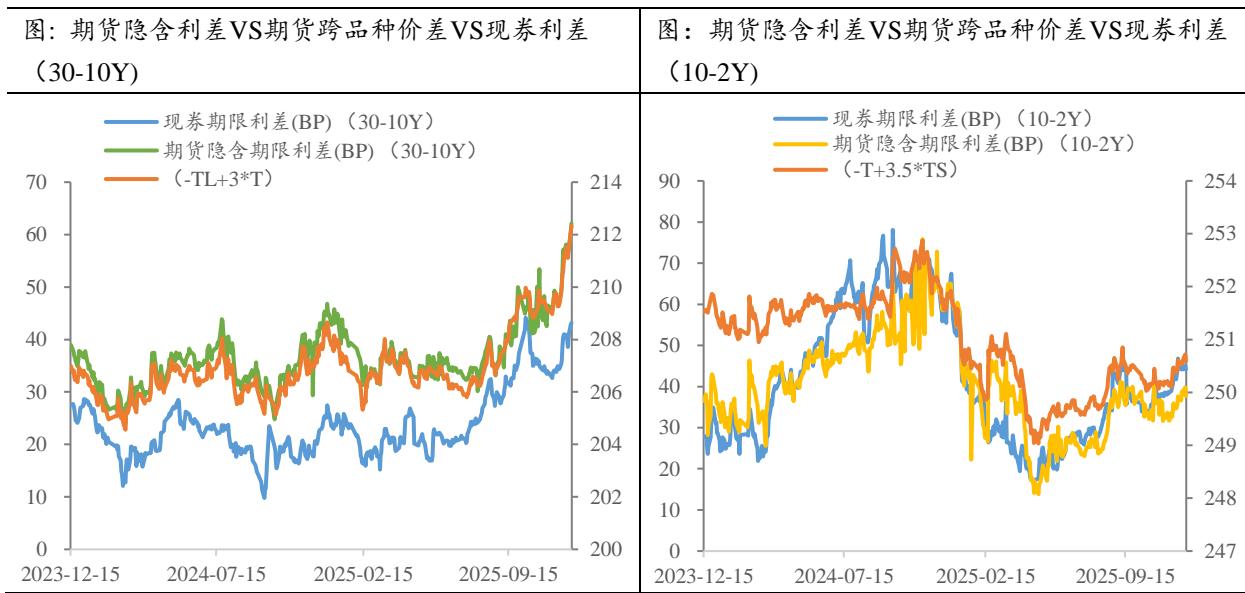
图：国债期货各品种主连净基差



数据来源：Wind 广发期货研究所

### 3、曲线可能倾向于维持陡峭形态

2025年上半年在资金面偏紧的情况下曲线整体走平，下半年资金利率下行带动短端保持平稳，而风险偏好抬升带动曲线走陡，进入四季度维持震荡偏陡形态。目前10-2Y现券利差处于44BP左右，处于近5年50%分位值附近，曲线形态相对中性，考虑到央行已经重启国债买卖，在维持曲线合理利差的政策需求下，期限利差可能会围绕合理水平波动。30-10Y利差上行至43BP左右，处于近5年65%分位值附近，相对偏陡，但这背后存在超长债供求矛盾增强、资产荒状态有所扭转的影响，配置盘对超长债承接能力有所减弱、交易盘积极性降低共同促使超长债需求减弱，考虑到在稳投资诉求下，2026年超长债供给可能有一定幅度增加，供需矛盾加剧可能会导致30-10Y利差难以回到前低状态，或需要看到超长债配置需求的打开，这一利差才有机会压缩，否则可能在40BP左右的新区间震荡。在国债期货的跨品种价差中，需要注意T合约跟踪7年左右现券，TL合约跟踪21年发行的30年国债老券，在参与跨期策略时除了基差外还需要考虑CTD券久期及利差特性。



数据来源：Wind 广发期货研究所

## 免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！**

## 相关信息

广发期货研究所  
<http://www.gfqh.cn>  
电话：020-88800000  
地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼  
邮政编码：510620  
数据来源：Wind、彭博、广发期货研究所