国债周度报告 2025 年 10 月 27 日

股债跷跷板再度来袭，震荡略偏空

摘 要：

近期由于股债跷跷板和流动性宽松逆周期调节叠加，期债的操作更加困难，震荡特征明显，未来这两个影响因素依然是左右债市的主要因素。二十届四中全会公报发布，到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。二十届四中全会开完以后，人民币汇率升值，股市突破长期震荡区间，股债跷跷板利空债市。但是央行公告称，为保持银行体系流动性充裕，10 月 27 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 9000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。由于 10 月有 7000 亿元 MLF 到期，本月央行 MLF 净投放将达到 2000 亿元，为央行连续第 8 个月对 MLF 加量续做。流动性和股债跷跷板共同作用，使得债市操作难度加大。

财政部宣布采取两项措施巩固拓展经济回升向好势头。中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，规模较上年增加 1000 亿元，支持范围亦有拓展。同时，财政部明确今年将提前下达 2026 年新增地方政府债务限额。从近期公布的经济数据来看，三季度 GDP 实际增长 4.8%，不及预期，另外 9 月份社会消费品零售总额同比增长 3%，略低于预期，表明经济下行压力依然较大，对债市长期形成一定支撑。央行行长潘功胜在出席二十国集团财长和央行行长会议时表示，将继续实施适度宽松的货币政策，持续加码逆周期调节，延续经济向好势头。

特朗普政府正在低调地放松多项关税政策，近几周来已将数十种产品从其所谓的“对等关税”中豁免，并在各国与美国达成贸易协议时提出愿意将更多产品排除在关税之外。地缘政治风险让位经济下行风险，后续债市在避险因素的推动下或利多因素增加。债市整体依然震荡为主，关注股债跷跷板对债市的影响。

策略建议：震荡思路对待，关注股债跷跷板

风险提示：股市波动，逆周期调节力度，美国关税地缘扰动

宁证期货期货交易咨询中心

期货交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1775 号

作者姓名：曹宝琴

期货从业资格号：F3008987

期货交易咨询从业证号：Z0012851

邮箱：caobaoqin@nzfco.com

目录

图表目录 3
第 1 章 行情回顾 4
1.1 国债期货行情回顾 4
第 2 章 重要消息概览 4
第 3 章 重要影响因素分析 5
3.1 经济基本面 5
3.2 政策面 6
3.3 资金面 6
3.4 供需面 7
3.5 情绪面 7
第 4 章 行情展望及投资策略 8
免责申明 10

图表目录

图表 1： 十年期国债期货行情走势图 4
图表 2：二年期国债期货行情走势图 4
图表 3：国内经济 5
图表 4：消费及价格 5
图表 5：M2 与新增人民币贷款 6
图表 6：DR007 与逆回购利率 6
图表 7：国债发行和需求 7
图表 8：股债性价比 7

第 1 章　行情回顾

1.1　国债期货行情回顾

股债跷跷板逻辑已经使得债市持续进入下跌趋势，但是周线级别来观察，依然为高位震荡走势。从日线级别来看，目前处于长期高位震荡的颈线位置处，并且有震荡反弹的需求。结合经济基本面，三季度经济下行压力加大，逆周期调节需要加码。四中全会结束后，股市突破长期震荡区间，在流动性充裕逻辑叠加股债跷跷板逻辑共同作用下，使得债市操作难度加大。

图表 1：　十年期国债期货行情走势图



数据来源：wind，宁证期货

图表 2：二年期国债期货行情走势图



数据来源：wind，宁证期货

第 2 章 重要消息概览

1. 央行公告称，为保持银行体系流动性充裕，10 月 27 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 9000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。由于 10 月有 7000 亿元 MLF 到期，本月央行 MLF 净投放将达到 2000 亿元，为央行连续第 8 个月对 MLF 加量续做。

2. 二十届四中全会公报发布。到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合

国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。

3. 美国总统特朗普表示，期待同中国领导人在下周亚太经合组织领导人非正式会议期间达成良好的贸易协议，但他并称会晤也可能取消。中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于 10 月 20 日至 23 日在北京召开，重点审议《“十五五”规划建议》。

4. 国家统计局公布数据显示，9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.64%。1—9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.2%。

5. 10 月 20 日，国家统计局公布数据显示，2025 年 1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）371535 亿元，同比下降 0.5%。其中，民间固定资产投资同比下降 3.1%。从环比看，9 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.07%。

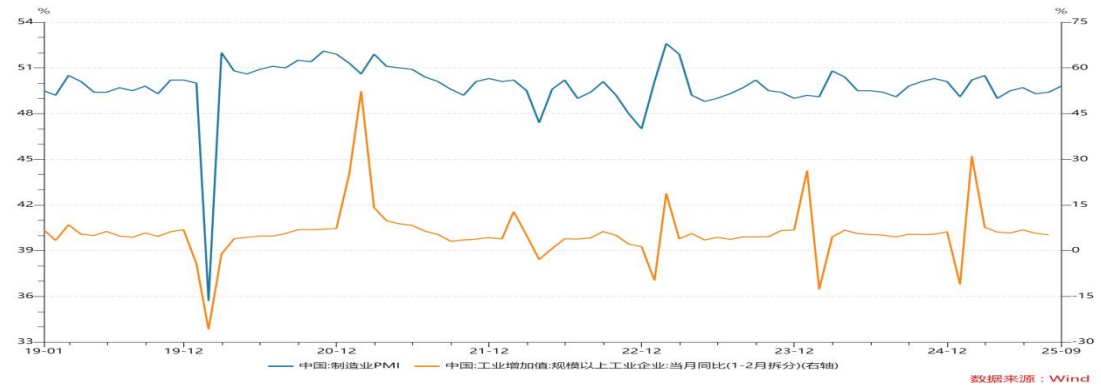
6. 中国 9 月社会消费品零售 41971 亿元，同比增长 3.0%，预期增 3.1%，前值增 3.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 37260 亿元，增长 3.2%。1—9 月份，社会消费品零售总额 365877 亿元，增长 4.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 329954 亿元，增长 4.9%。

第 3 章 重要影响因素分析

3.1 经济基本面

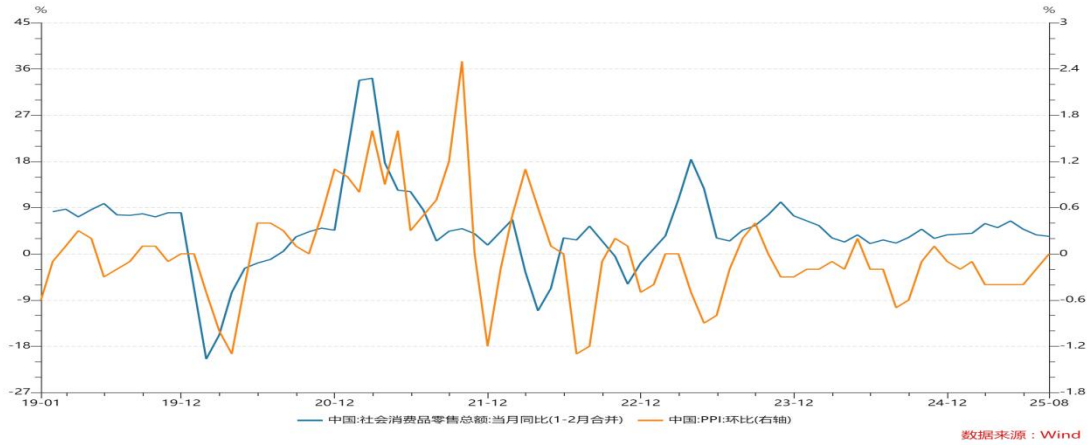
国家统计局公布数据显示，9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.5%。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.64%。中国 9 月社会消费品零售 41971 亿元，同比增长 3.0%，预期增 3.1%，前值增 3.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 37260 亿元，增长 3.2%。从 9 月份公布的数据来看，整体表现出经济的内生动力在加强，经济下行压力有所减弱。如果逆周期调节持续加码，经济基本面持续利空债市。

图表 3：国内经济



数据来源：wind，宁证期货

图表 4：消费及价格

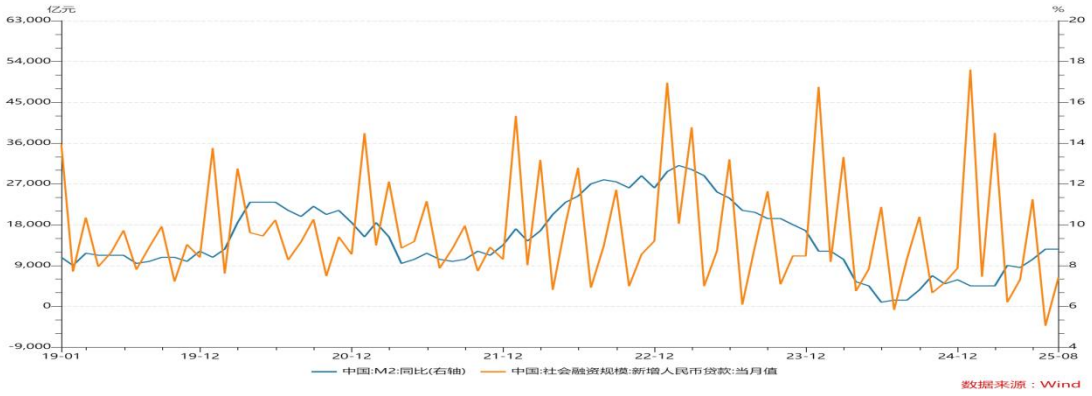


数据来源：wind，宁证期货

3.2 政策面

央行行长潘功胜在出席二十国集团财长和央行行长会议时表示，将继续实施适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证流动性充裕，支持提振消费、扩大有效投资，巩固和增强经济向好态势，维护金融市场稳定运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。央行公布数据显示，8 月末，M2 同比增长 8.8%，M1 同比增长 6%，M1-M2 剪刀差收窄至-2.8%，是 2021 年 6 月以来最低值。7 月末，广义货币 M2 余额 329.94 万亿元，同比增长 8.8%。狭义货币 M1 余额 111.06 万亿元，同比增长 5.6%。M2 与 M1 增速之差为 3.2%，有所收窄。社融存量达 431.26 万亿元，比去年 7 月增长 9%，增速微升 0.1 个百分点。当月新增社融 1.16 万亿元，比去年多增 3893 亿，但主要靠政府发债拉动。8 月份 M1 与 M2 剪刀差缩窄，表明经济活动有所加强。

图表 5：M2 与新增人民币贷款



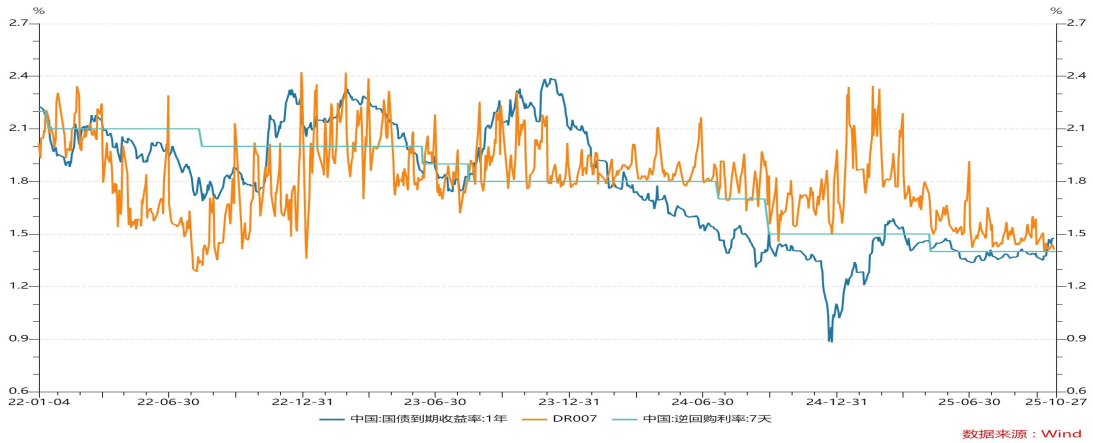
数据来源：wind，宁证期货

3.3 资金面

从资金面观察，DR007 在 7 月 25 日后，持续下行，虽然下行的幅度并不大，但是资金的成本确实有所降低。下半年美联储降息或为国内货币政策宽松进一步打开空间，但是货币政策是否会调整，依然根据国内需求而定。根据 7 月政治局会议，下半年或更多是保持流动性适度宽松，除非经济下行压力陡然增加，否则货币政策超预期宽松的概率较低，但必要时货币宽松依然为可选项。为保持银行体系流动性充裕，10 月 27 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 9000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。由于 10 月有 7000 亿元 MLF 到

期，本月央行 MLF 净投放将达到 2000 亿元，为央行连续第 8 个月对 MLF 加量续做。逆周期调节持续加码。

图表 6：DR007 与逆回购利率

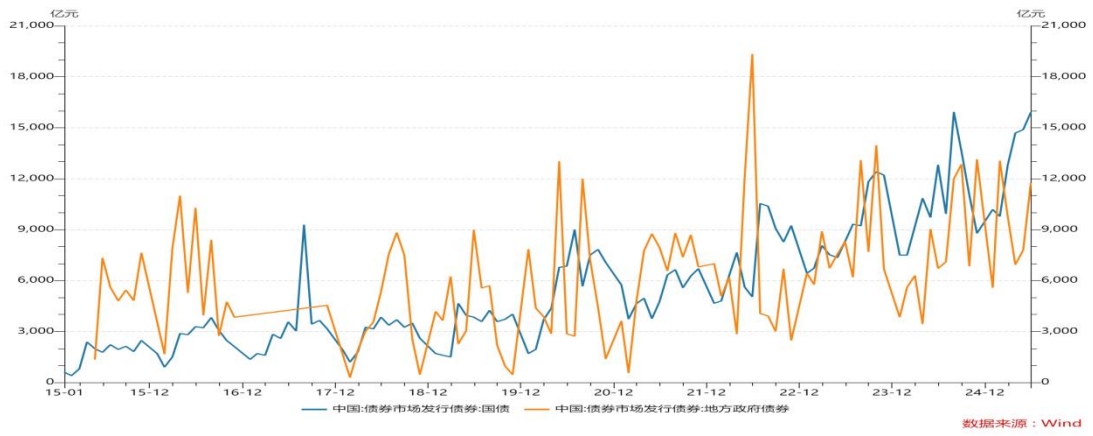


数据来源：wind，宁证期货

3.4 供需面

国家发改委表示，将于今年 7 月份下达今年第三批消费品以旧换新资金，同时，将协调有关方面，坚持更加注重持续性和均衡性原则，分领域制定落实到每个月、每一周的国补资金使用计划，保障消费品以旧换新政策全年有序实施。今年超长期特别国债资金对设备更新的支持力度为 2000 亿元，第一批约 1730 亿元资金已按照“地方审核、国家复核”原则安排到 16 个领域约 7500 个项目，第二批资金正在同步开展项目审核和筛选。近期专项债发行也有所提速。专项债及特别国债的发行已经基本兑现，后续市场等待相关政策的效果及落地情况。

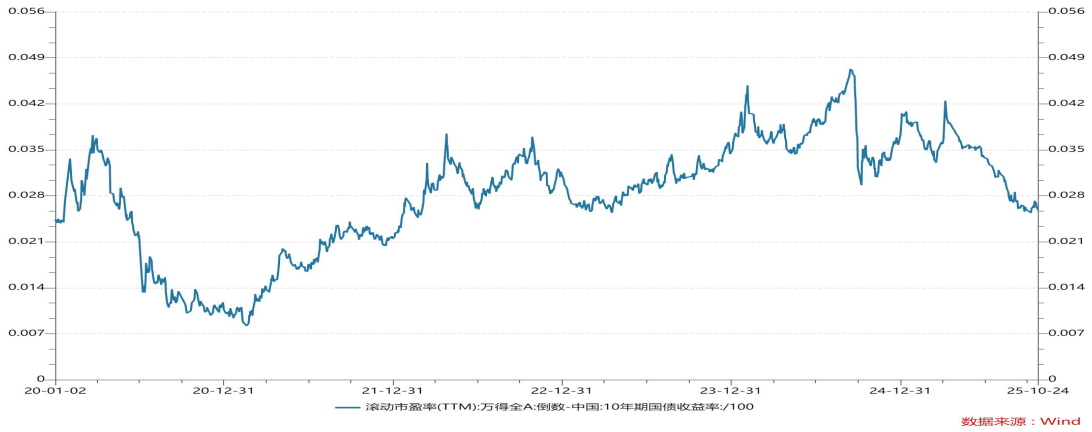
图表 7：国债发行和需求



3.5 情绪面

从股债性价比来观察，该数据突破短期震荡区间，向下突破，表明市场对股市的关注度大于对债市的关注度，市场风险偏好开始增加。近期股债性价比略有下降，但是相比前期依然处于高位区间，关注该数据是否会持续下行，进入下行趋势需要持续观察。相对短端债券受资金面影响较大，长端债券受股债跷跷板影响更加明显。

图表 8：股债性价比



第 4 章 行情展望及投资策略

二十届四中全会圆满闭幕，A 股突破震荡区间上行，与此同时，9 月份各方面数据公布，显示经济下行压力加大，逆周期调节或持续加码。央行连续 8 个月 MLF 净投放，资金面持续支持经济复苏。股债跷跷板和流动性双重逻辑共同作用，使得债市操作难度加大。展望四季度，债市或在股债跷跷板作用下，构成一个震荡略偏空格局。

联系我们

宁证期货有限责任公司总部

地址：南京市建邺区白龙江东街 9 号 2 幢二单元 1901 室

网址：www.nzfco.com

电话：025-52865008

宁证期货有限责任公司汉口营业部

地址：湖北省武汉市江汉区江汉北路 5 号泛悦·南国中心 T2 写字楼 25 层 8 室

电话：027-85825755

宁证期货有限责任公司南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1326 号江西日报传媒大厦 10 层 1010 室

电话：0791-86807618

宁证期货有限责任公司苏州分公司

地址：苏州工业园区苏州大道西 8 号中银惠龙大厦 1705 室

电话：0512-67609550

宁证期货有限责任公司合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区南七街道潜山路 1999 号中侨中心 1 幢 1601 室 邮编:230031

电话：0551-65111656

宁证期货有限责任公司杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区婺江路 217 号 1 号楼 15 层 1504 室

电话：0576-88733665

宁证期货有限责任公司湖北分公司

地址：武昌区华中小龟山文化金融公园 2 栋 103、203

电话：027-59329150

宁证期货有限责任公司深圳分公司

地址：深圳市前海深港合作区南山街道金融街 1 号弘毅大厦写字楼 24B1

电话：0755-33965308

宁证期货有限责任公司青岛分公司

地址：山东省青岛市崂山区石岭路 39 号 1 号楼 601 户 邮编:2661003

电话：0532-68669280

宁证期货有限责任公司日照营业部

地址:山东省日照市东港区秦楼街道安泰国际广场 A 座 1102 室

电话：0633-2221786

宁证期货有限责任公司南京分公司

地址:南京市建邺区嘉陵江东街 8 号综合体 B3 栋 2 单元 805 室

电话：025-52865127，025-52865048

免责申明

除非另有说明，本报告的著作权属宁证期货有限责任公司。未经宁证期货有限责任公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且宁证期货有限责任公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，宁证期货有限责任公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。宁证期货有限责任公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

此报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法，不构成投资咨询建议，敬请考虑本报告中的任何意见或建议是否符合个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。