国债周度报告 2025 年 11 月 10 日

逆周期调节或增加，震荡略偏多

摘 要：

从目前公布的 10 月份经济数据来看，四季度经济处于承压状态，央行逆周期调节需要持续加码，但是中美关系的缓和，使得避险情绪有所减弱，客观上对债市增加了偏空因素，股债跷跷板对债市影响作用或有所增加。央行将继续坚持支持性的货币政策立场，恢复公开市场国债买卖操作。公开市场买卖国债，有利于控制远端债市利率，有效控制住利率和资金成本，从而有效进行对实体经济赋能，增加逆周期调节力度。

国家统计局公布数据显示，10 月我国制造业 PMI 为 49%，比上月下降 0.8 个百分点。非制造业 PMI 为 50.1，比上月上升 0.1 个百分点。综合 PMI 产出指数为 50%，比上月下降 0.6 个百分点。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。央行行长潘功胜在《国务院关于金融工作情况的报告》中表示，下一步将落实落细适度宽松的货币政策，执行好各项已出台货币政策措施，持续释放政策效能，研究储备新的政策举措。巩固资本市场向好势头，健全稳市机制。

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。进入四季度，除了提前下达的债市发行任务外，债市供给或进入淡季，对债市扰动有限。

策略建议：震荡略偏多

风险提示：股市波动，逆周期调节方式和力度，地缘避险因素

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 8

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。公开市场买卖国债，经济下行压力增加，流动性适度宽松，均使得债市四季度偏多因素有所增加。

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. 国家统计局公布，10 月份，CPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 0.2%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续第 6 个月扩大。PPI 环比由上月持平转为上涨 0.1%，为年内首次上涨，同比下降 2.1%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，连续第 3 个月收窄。

2. 央行行长潘功胜在《国务院关于金融工作情况的报告》中表示，下一步将落实落细适度宽松的货币政策，执行好各项已出台货币政策措施，持续释放政策效能，研究储备新的政策举措。巩固资本市场向好势头，健全稳市机制。

3. 中国 10 月标普服务业 PMI 为 52.6，前值 52.9，综合 PMI 为 51.8，前值 52.5。进入四季度，经济基本面承压，中长期利多债市。央行公开市场投放和买卖国债均利多债市。

4. 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。

5. 据海关统计，10 月份，我国货物贸易进出口总值 3.7 万亿元，增长 0.1%，连续 9 个月保持增长。其中，出口 2.17 万亿元，下降 0.8%；进口 1.53 万亿元，增长 1.4%，已连续 5 个月增长。前 10 个月，美国为我国第三大贸易伙伴，贸易总值同比下降 15.9%，占我国外贸总值的 9%。

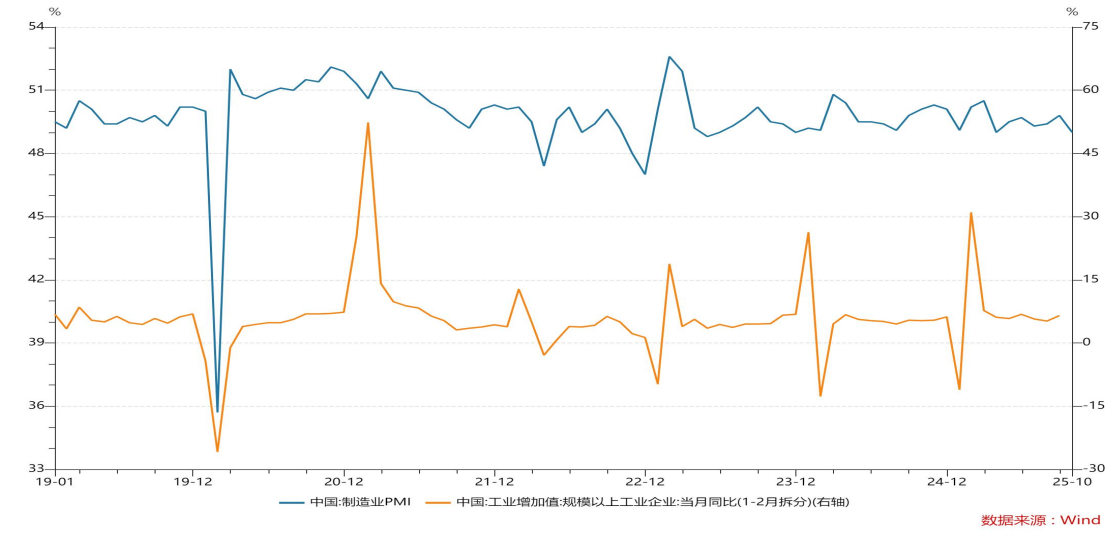
6. 财政部明确后续财政政策六方面重点工作。其中提出，用好用足更加积极的财政政策，继续实施好提振消费专项行动。继续实施一揽子化债政策，在稳步推进隐性债务置换的同时，对新增隐性债务行为露头就打、严肃问责。

第 3 章 重要影响因素分析

3.1 经济基本面

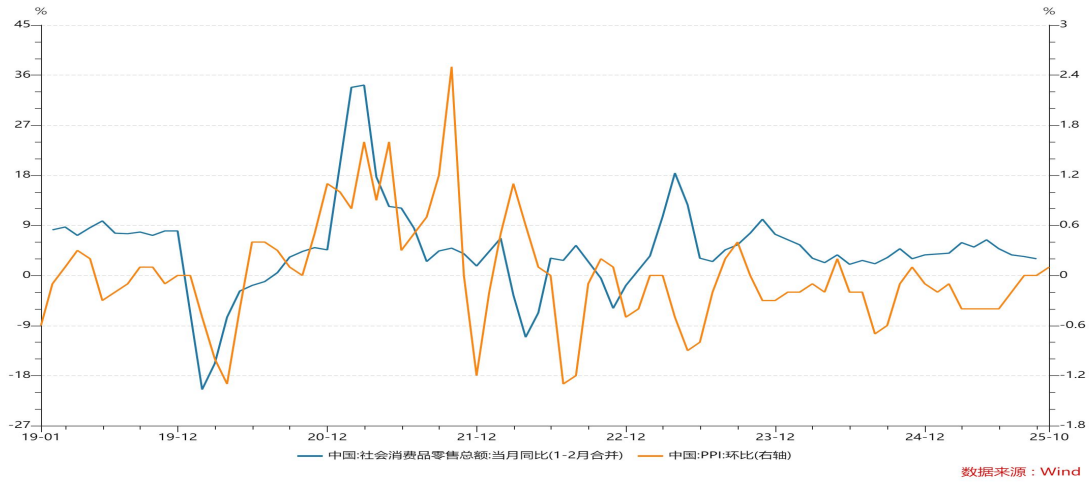
国家统计局公布数据显示，10 月我国制造业 PMI 为 49%，比上月下降 0.8 个百分点。非制造业 PMI 为 50.1，比上月上升 0.1 个百分点。综合 PMI 产出指数为 50%，比上月下降 0.6 个百分点。10 月标普服务业 PMI 为 52.6，前值 52.9，综合 PMI 为 51.8，前值 52.5。10 月份，CPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 0.2%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续第 6 个月扩大。PPI 环比由上月持平转为上涨 0.1%，为年内首次上涨，同比下降 2.1%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，连续第 3 个月收窄。进入 10 月份，经济下行压力有所增加，但是中美关系有所缓和，经济韧性或进一步加强。

图表 3：国内经济



数据来源：wind，宁证期货

图表 4：消费及价格

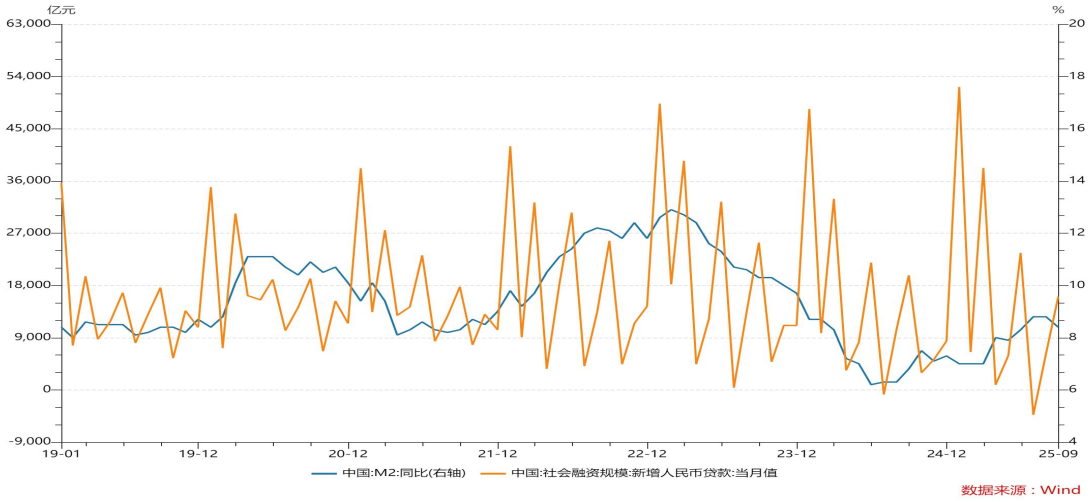


数据来源：wind，宁证期货

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。9 月末，广义货币 M2 余额 335.38 万亿元，同比增长 8.4%。狭义货币 M1 余额 113.15 万亿元，同比增长 7.2%。流通中货币 M0 余额 13.58 万亿元，同比增长 11.5%。M1、M2“剪刀差”明显收敛，9 月“剪刀差”进一步收窄至 1.2 个百分点，反映出企业生产经营活跃度提升、个人投资消费需求回暖等积极信号。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，表明央行支持实体经济明显。

图表 5：M2 与新增人民币贷款



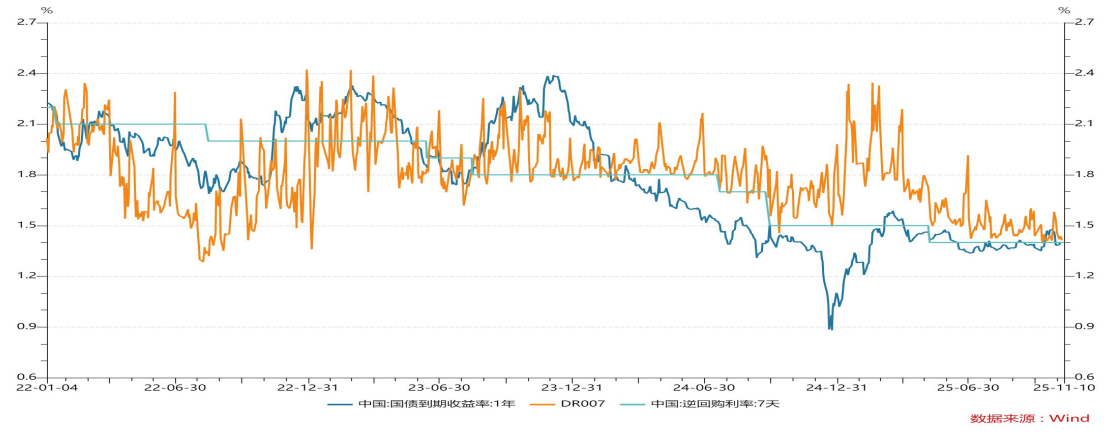
数据来源：wind，宁证期货

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

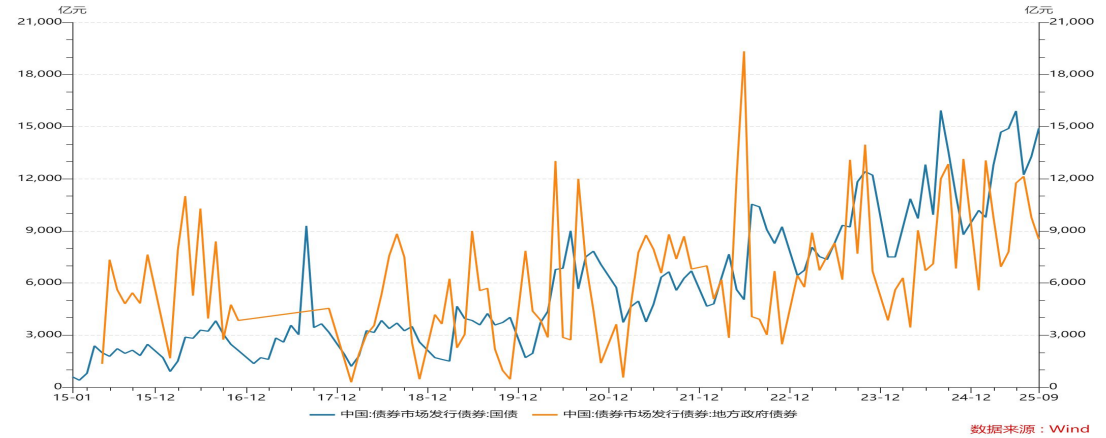


数据来源：wind，宁证期货

3.4 供需面

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。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

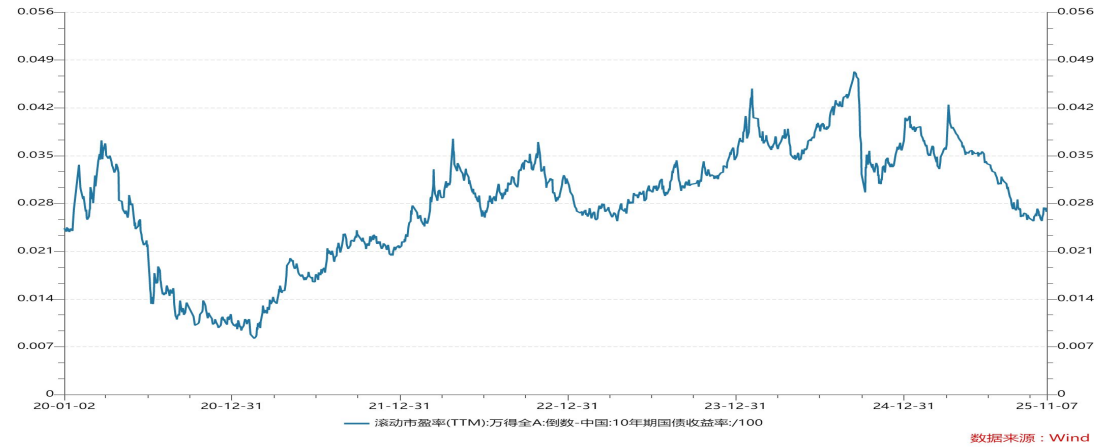


3.5 情绪面

从股债性价比来观察，目前股债跷跷板基本处于均衡水平。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

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重要因素。股市短期震荡特征明显，进一步上涨动力不足，股市对债市的影响或有所减弱。央行将继续坚持支持性的货币政策立场，恢复公开市场国债买卖操作。公开市场买卖国债，有利于控制远端债市利率，进一步减弱股债跷跷板对债市的影响，有效控制住利率和资金成本。股债跷跷板和流动性双重逻辑，叠加公开市场买卖国债共同作用，使得债市操作难度加大。

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。