国债周度报告 2025 年 09 月 29 日

供需叠加股债跷跷板，期债中期震荡

摘 要：

央行货币政策委员会召开第三季度例会，研究下阶段货币政策主要思路。会议提出，建议加强货币政策调控，引导金融机构加大货币信贷投放力度。探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度。上周五央行发布公告称，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，即日起，公开市场 14 天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，操作时间和规模将根据流动性管理需要确定。进入三季度，债市发行开始提速，债市供给增加，银行间市场流动性面临债市供给扰动压力，与此同时，实体经济资金需求，叠加股市回暖资金需求，流动性方面紧平衡，使得债市利空因素增加。美联储降息落地，风险偏好是否持续增加，股债跷跷板走势需要进一步观察。

我国经济景气水平总体继续保持扩张，中国 8 月官方制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.4%、50.3%和 50.5%，环比升 0.1、0.2 和 0.3 个百分点。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。今年前八个月，人民币贷款增加 13.46 万亿元，社会融资规模增量累计为 26.56 万亿元，比上年同期多 4.66 万亿元。进入 9 月经济复苏节奏有所加快，中长期利空债市。股债跷跷板逻辑或对债市有较大影响。

进入三季度，往往是债市发行的高峰期，和债市需求的较弱时期并存。8 月末，利率债发行进度已经过半。综合来看，未来还有约 4 万亿元的利率债融资需要。这一数字较 2024 年同期的 6.04 万亿元较小，但考虑到近期债券市场波动较大，央行仍有望配合财政部债券发行节奏情况提供适时的流动性支持。

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，央行流动性投放，公开市场买卖国债

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

央行货币政策委员会召开第三季度例会，研究下阶段货币政策主要思路，流动性宽松依然是主逻辑。股债跷跷板逻辑已经使得长端债市持续进入下跌趋势，但在流动性宽松的背景下，该逻辑变得若隐若现，使得行情操作较为困难。供需逻辑叠加股债跷跷板逻辑，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. 中央行货币政策委员会召开第三季度例会，研究下阶段货币政策主要思路。会议提出，建议加强货币政策调控，引导金融机构加大货币信贷投放力度。探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度。

2. 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。

3. 中国人民银行 9 月 24 日发布预告称，将在 25 日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限为 1 年期。鉴于 9 月有 3000 亿元 MLF 到期，本月央行 MLF 净投放将达到 3000 亿元，为连续第 7 个月对 MLF 加量续作。

4. 潘功胜回应美联储降息时表示，中国货币政策坚持以我为主、兼顾内外平衡，往后看，我们将根据宏观经济运行情况和形势变化，综合应用多种货币政策工具保证流动性充裕。

5. 上周五央行发布公告称，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，即日起，公开市场 14 天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，操作时间和规模将根据流动性管理需要确定。

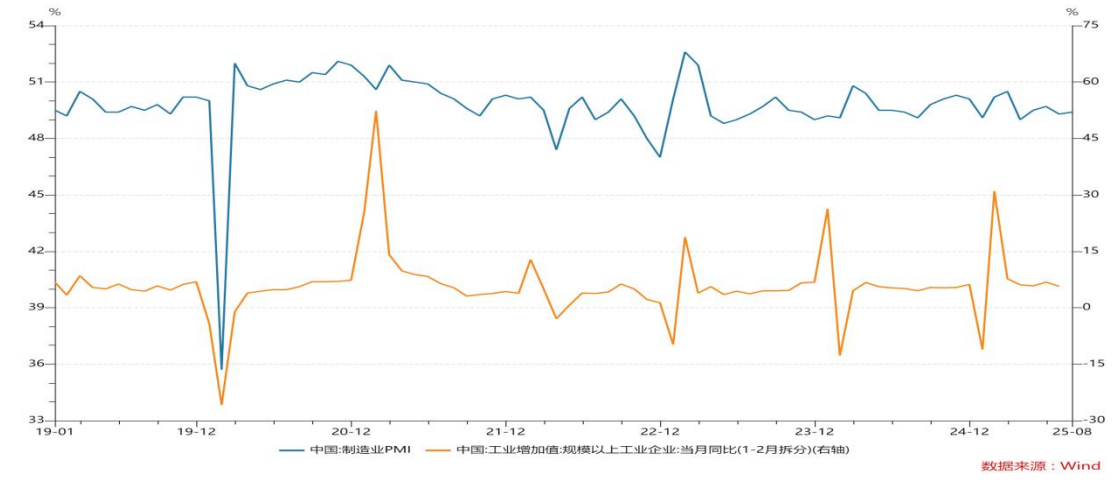
6. 央行国债买卖操作自今年1月起暂停以来，近期市场对于重启买卖操作的预期正逐步升温。财政部与中国人民银行联合工作组日前召开第二次组长会议，就政府债券发行管理、央行国债买卖操作等议题进行了深入研讨。

第 3 章 重要影响因素分析

3.1 经济基本面

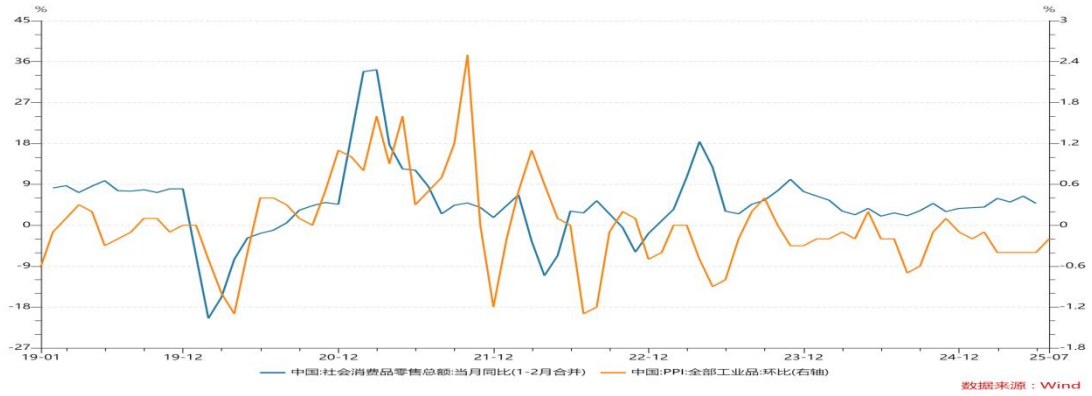
8 月，以美元计价中国出口同比 4.4%，低于彭博一致预期 5%，7 月为 7.2%，进口同比 1.3%，低于彭博一致预期 3%，7 月为 4.1%。我国经济景气水平总体继续保持扩张。中国 8 月官方制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.4%、50.3%和 50.5%，环比升 0.1、0.2 和 0.3 个百分点。中国二季度 GDP 同比 5.2%，环比 1.1%，均超预期。从 9 月份公布的 8 月数据来看，整体表现出经济的内生动力在加强，经济下行压力有所减弱。如果逆周期调节持续加码，经济基本面持续利空债市。

图表 3：国内经济



数据来源：wind，宁证期货

图表 4：消费及价格

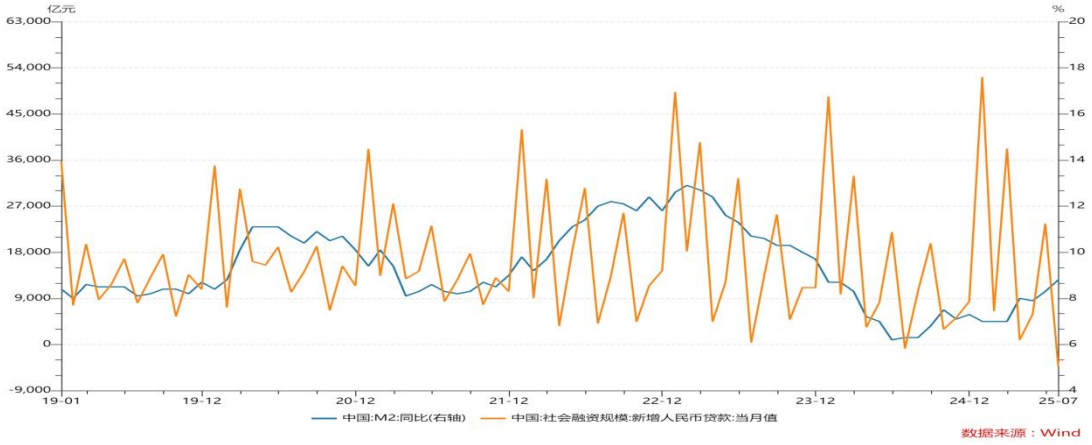


数据来源：wind，宁证期货

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

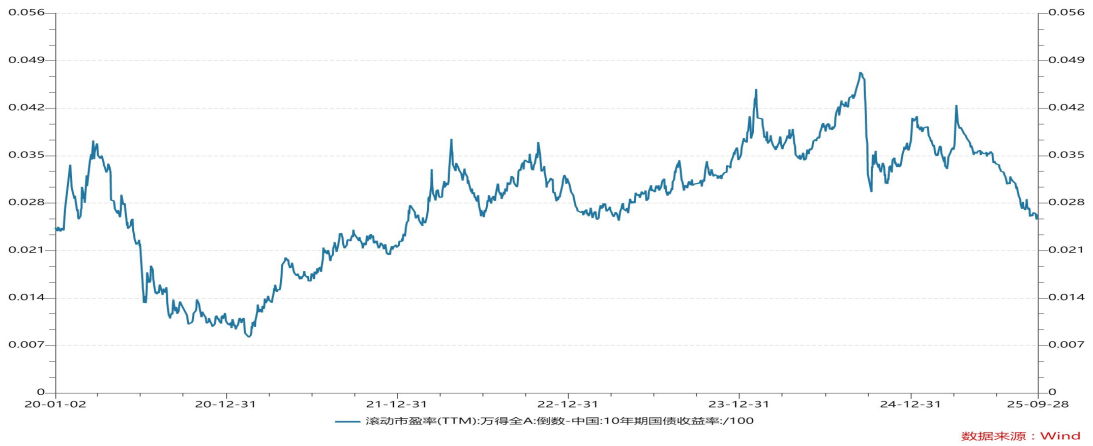


数据来源：wind，宁证期货

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。央行发布第二季度货币政策执行报告提出，下一阶段要落实落细适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕。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。

图表 6：DR007 与逆回购利率

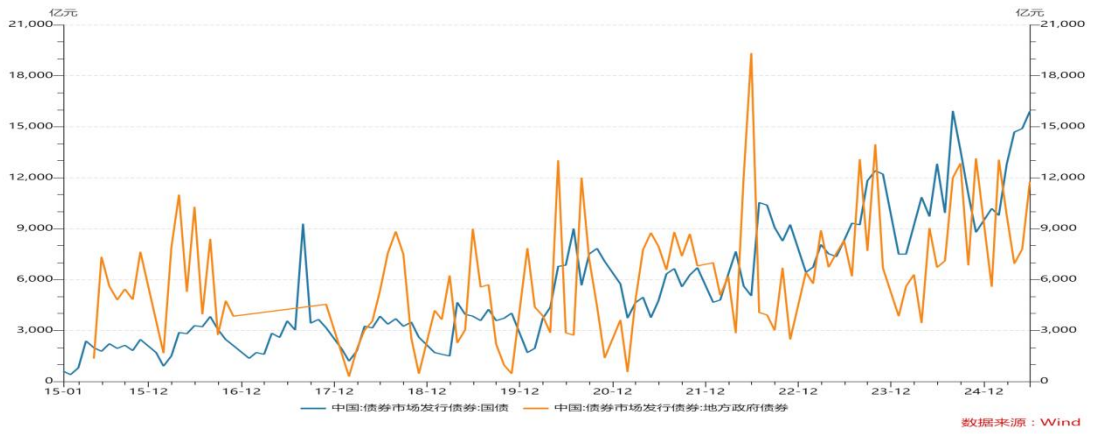


数据来源：wind，宁证期货

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。

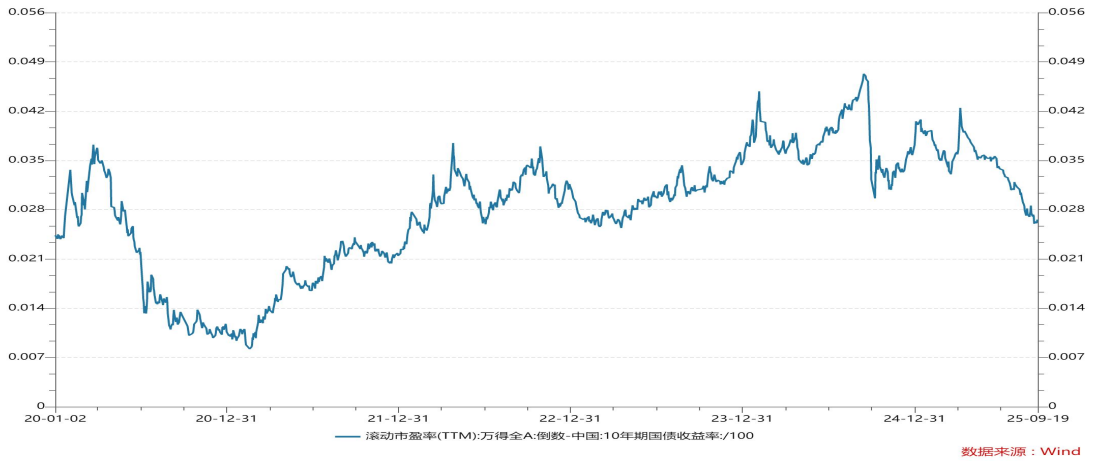
图表 7：国债发行和需求



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

央行货币政策委员会召开第三季度例会，研究下阶段货币政策主要思路。进入三季度，债市发行开始提速，债市供给增加，银行间市场流动性面临债市供给扰动压力，与此同时，实体经济资金需求，叠加股市回暖资金需求，流动性方面紧平衡，使得债市利空因素增加。美联储降息落地，风险偏好是否持续增加，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。国债期货中期震荡思路对待。

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。