

国债期货11月月报

利空因素逐步落地，期债或震荡略偏强



广发期货APP



微信公众号

作者：熊睿健
联系方式：020-88818020

从业资格：F03088018
投资咨询资格：Z0019608

主要观点

策略

基本面来看，10月PMI数据整体略低于预期：制造业PMI为49.0，环比下降0.8个点，分项来看，生产回落或为主要拖累，生产、新订单、在手订单指数环比分别下降2.2、0.9和0.7%。较为积极的信号是建筑业新订单、业务活动预期指数反弹，10较上个月上行3.7%、3.6%，可能是政策性金融工具落地的影响，其中土木工程建筑业景气度明显上升，不过整体建筑业景气指数仍有所下降，主要拖累或为地产的下滑。

政策端来看，外贸政策方面，10月底中美经贸团队谈判达成的成果：取消10%所谓“芬太尼关税”、加征的24%对等关税将继续暂停一年、暂停实施其9月29日公布的出口管制50%穿透性规则一年、暂停实施其对华海事物流和造船业301调查措施一年；**国内政策方面**，二十届四中全会落幕，工作基调强调以经济建设为中心，推动高质量发展，指明新时代下不会简单追求高增速，而是更加注重创新驱动、产业结构转型升级、可持续发展和安全。关于十五五发展目标，公报提及“高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破”，更强调科技、改革，体现出科技在十五五规划中的地位和重要性在明显提升。产业结构方面强调保持制造业合理比重。结构性重点领域，科技竞争领先，新质生产力与变革机遇，此外发展还强调内需扩张。

国债

资金面。10月底在金融街论坛上，央行行长提出目前债市整体运行良好，人行将会恢复公开市场国债买卖操作。目前国债买卖工具定位为常态化的流动性管理工具，可以起到和降准类似的长期流动性投放效果。经过前期的探索，本次重启国债买卖操作央行可能会更加稳健，初衷上或不乐见对债市交易造成过明显的影响，对债市的影响或更多在于情绪层面，增强对资金面宽松的信心。债券供给方面，截至10月末国债和地方债发行进度分别达到84%和81%，国债剩余净融资额度约为1万亿，对资金面扰动或可控。整体预计年末资金面将会继续维持宽松。

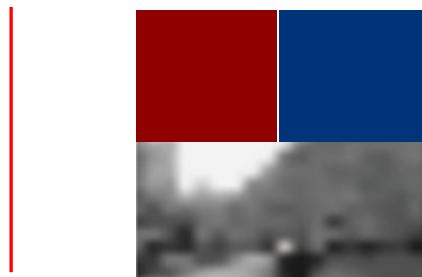
债市展望：10月份债市面临的边际变化是利空因素逐步落地，同时利好因素有所显现。一方面10月中美贸易谈判落地，达成初步共识，国内十五五规划公布，利空因素逐步落地。另一方面10月底央行行长提及重启国债买卖，指向流动性宽松预期增强，债市做空力量减弱、多头情绪有所增强。不过预计这一轮央行进行国债买卖操作或更加稳健，对债市影响更多在情绪层面。11月或将进入政策空窗期，宏观层面的多空因素初步出尽，债市可能再度进入等地等待驱动的阶段。展望11月，鉴于整体市场情绪有所好转，预计债券利率波动区间总体有所下移，10年期国债活跃券250016.IB的波动区间可能在1.75%-1.85%。单边策略上建议投资者可以逢调整适当做多。期现策略上由于IRR上升，可以关注正套策略机会。

展望11月，鉴于整体市场情绪有所好转，预计债券利率波动区间总体有所下移，10年期国债活跃券250016.IB的波动区间可能在1.75%-1.85%。单边策略上建议投资者可以逢调整适当做多。期现策略上由于IRR上升，可以关注正套策略机会。

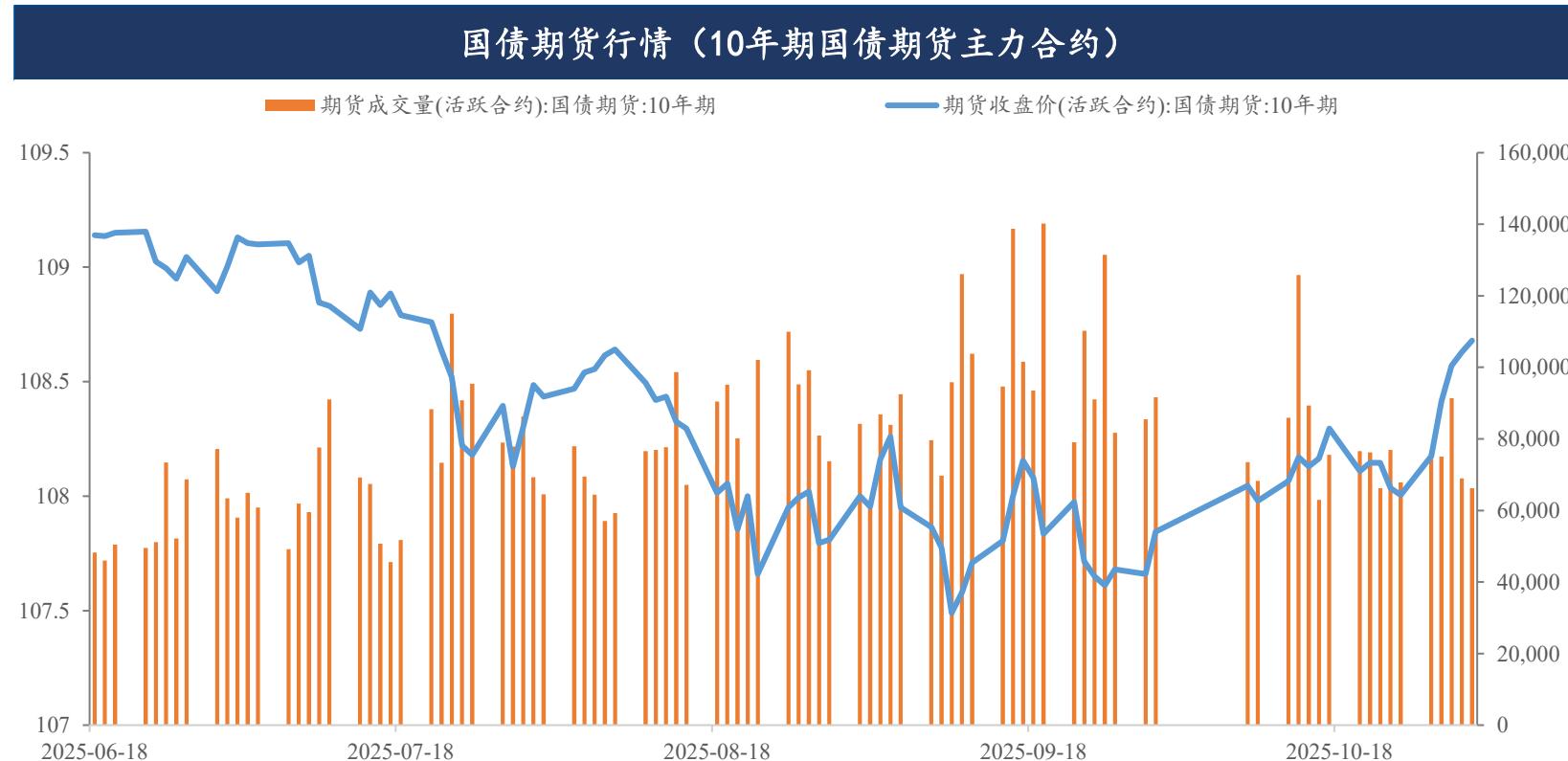


目录

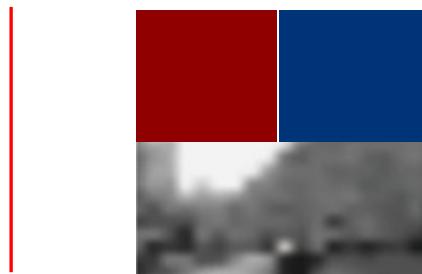
- 01 行情回顾**
- 02 国债期货市场**
- 03 宏观基本面展望与政策面跟踪**
- 04 供需面与资金面**



一、行情回顾



□ 总结：10月份债市整体呈现震荡回升的走势，债市情绪有所走强。10月中美贸易谈判落地，达成初步共识，国内十五五规划公布，对于债市而言是利空因素逐步落地。10月底央行行长提及重启国债买卖，对于债市而言指向流动性宽松预期增强，做空力量减弱、多头情绪增强，带动期债突破前期震荡区间上沿。



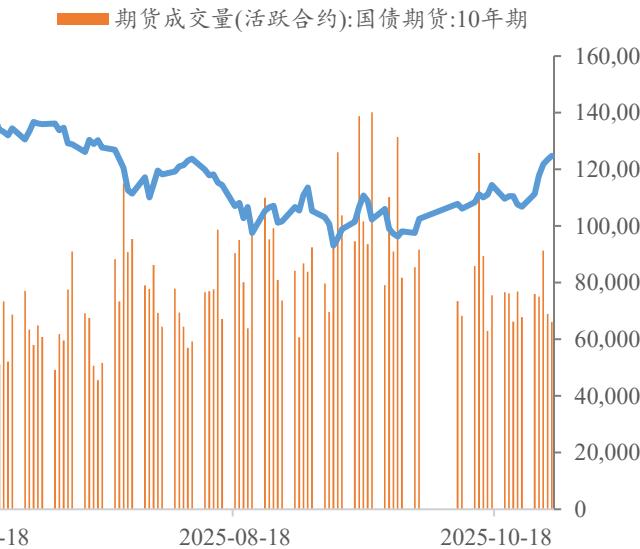
二、国债期货市场

国债期货主力合约走势

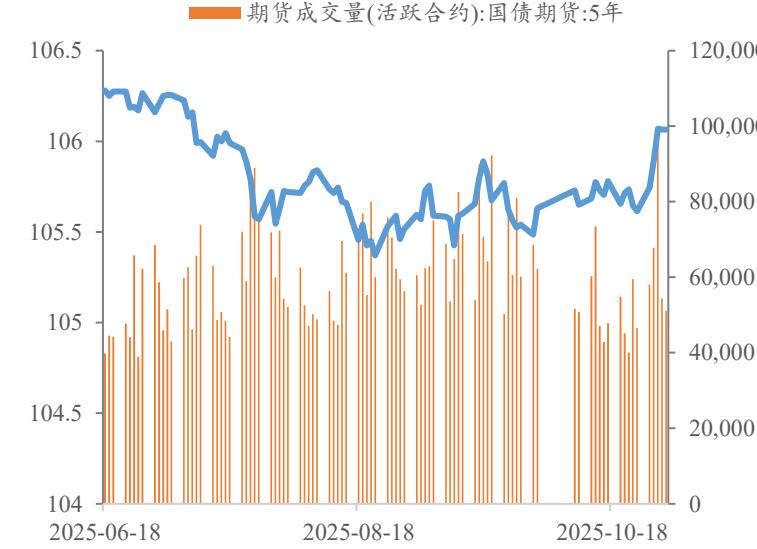
TL主力合约成交量价



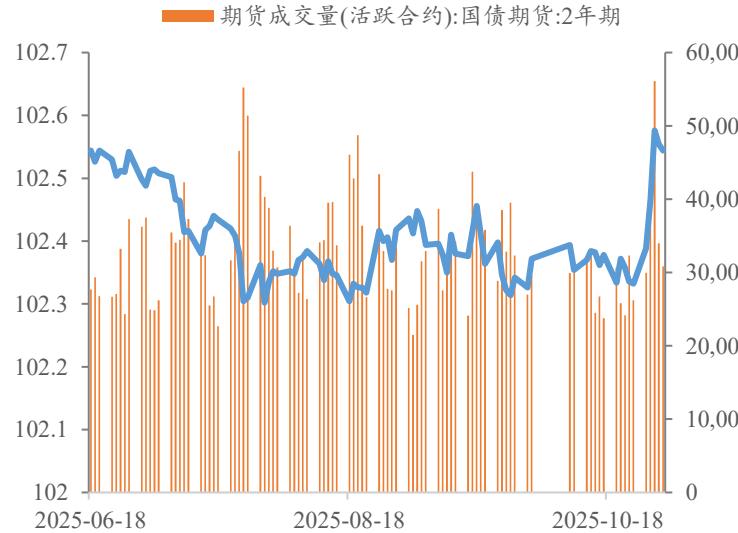
T主力合约成交量价



TF主力合约成交量价



TS主力合约成交量价

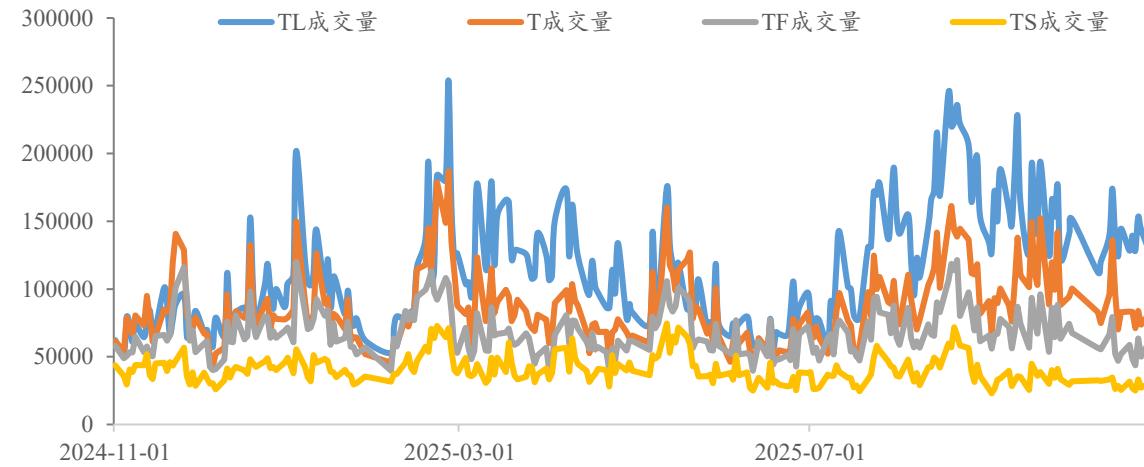


- 10, 30年期国债期货主力合约2512较上月末上涨2.44%至116.68, 10年期国债期货主力合约2512较上月末上涨0.77%至108.61, 5年期国债期货2512较上月末上涨0.41%至106.07, 2年期国债期货2512价格较上月末上涨0.17%至102.54。

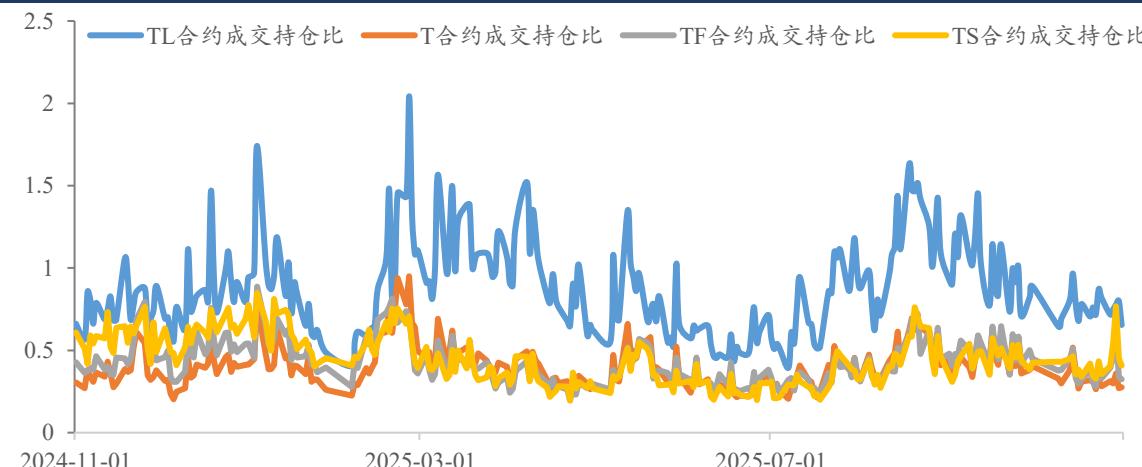
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交量

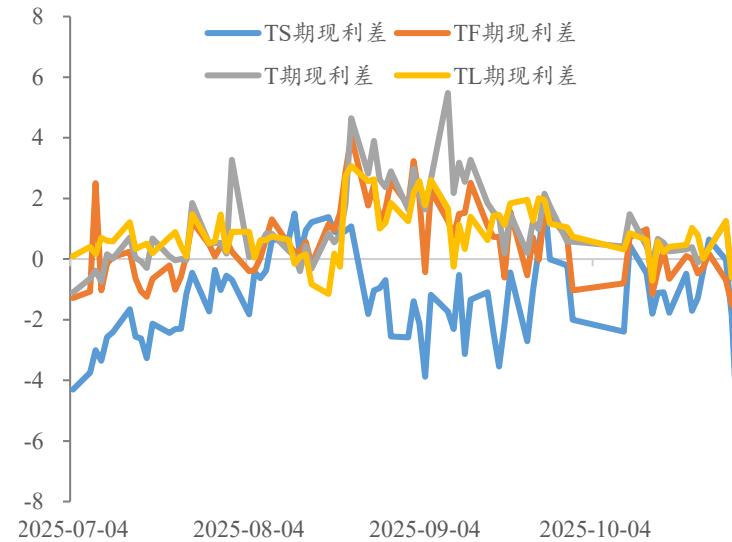


国债期货各品种成交持仓比

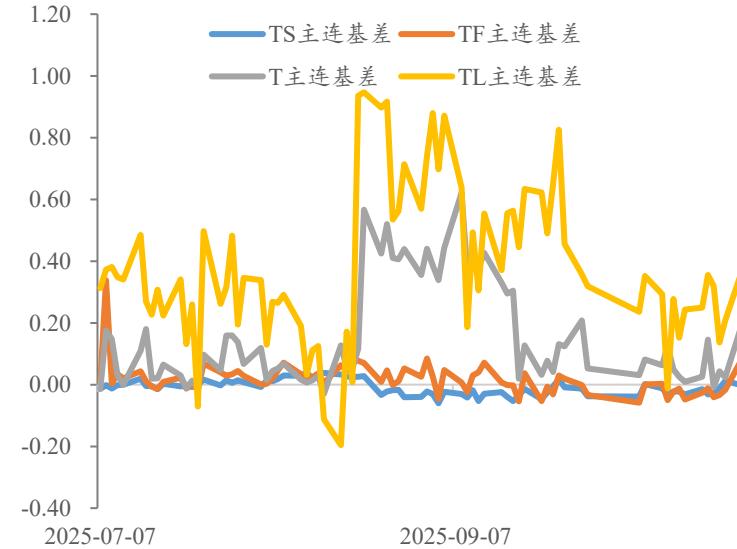


- 成交量方面，10月，30年期国债期货日均成交较上月变化-21784手，10年期国债期货日均成交较上月变化-19293手，5年期国债期货日均成交手较上月变化-10856手，2年期国债期货日均成交较上月变化-473手。国债期货各品种成交量下行。
- 持仓量方面，10月，30年国债期货持仓量较上月变化12118手。10年期国债期货较上月变化35511手。5年期国债期货较上月变化27632手。2年期国债期货较上月变化9283手。各合约持仓量明显回升。

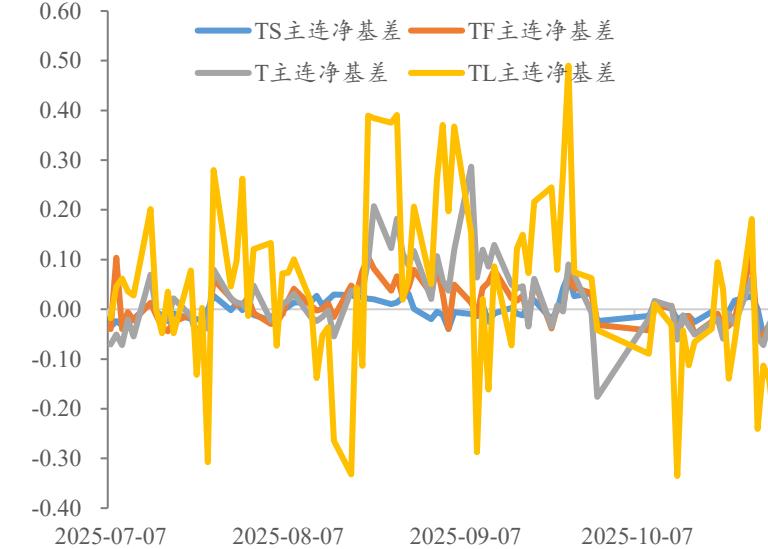
国债期货各品种期现利差



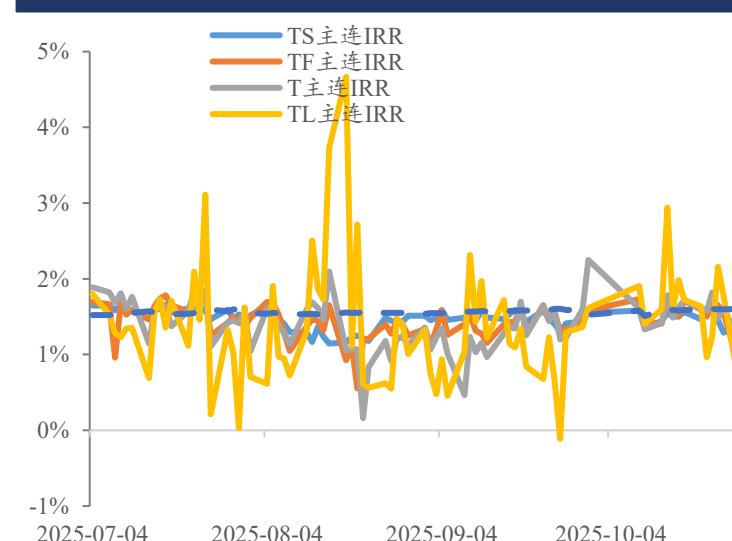
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



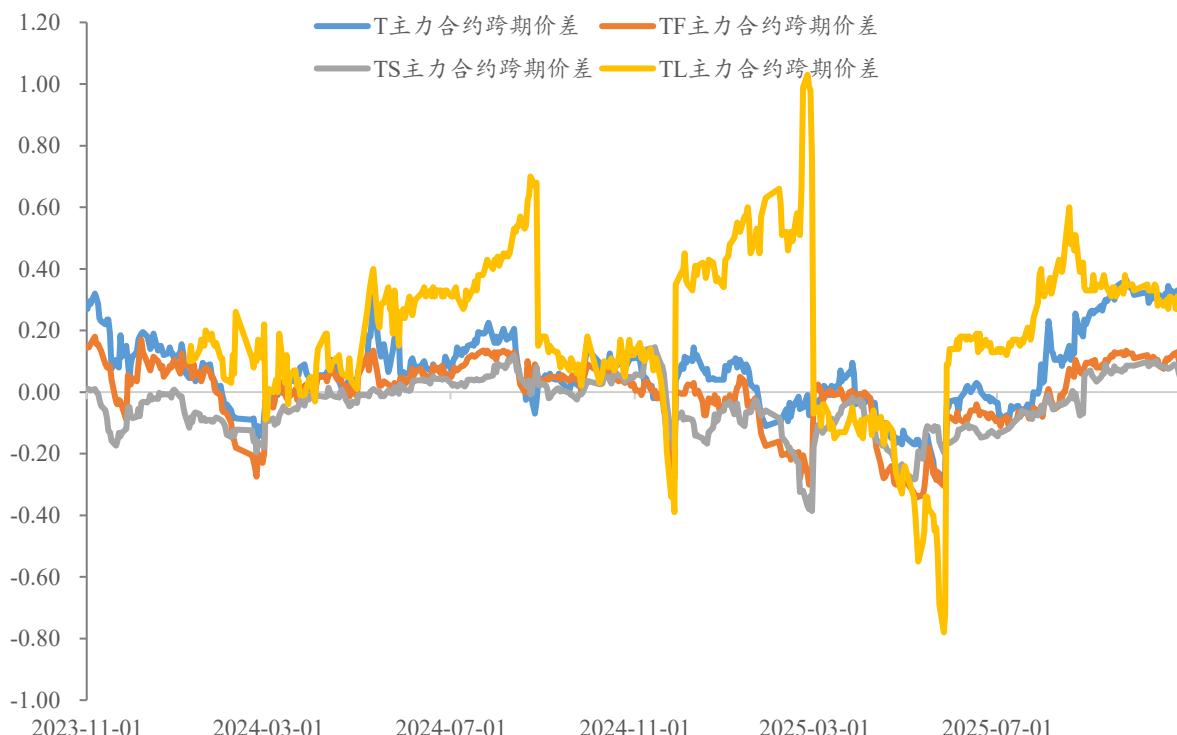
国债期货各品种主连IRR



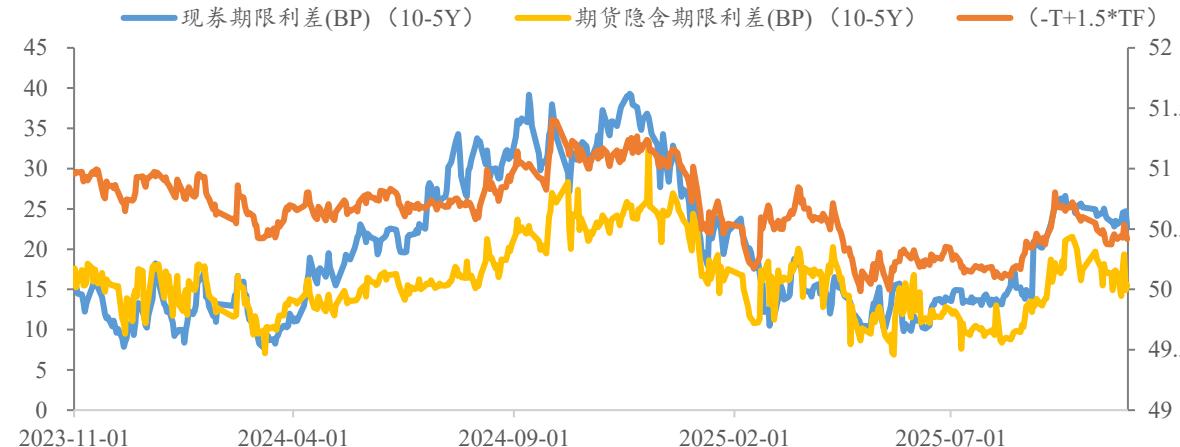
最新值, TL2512、T2512、TF2512、TS2512基差分别为-0.01、0.12、-0.06、-0.05; IRR分别为2.87%、1.54%、1.90%、1.76%; 隐含利差分别为0.71、0.24、-1.06、-3.77。IRR明显回升, 性价比凸显, 可关注各品种正套策略。

- 当前TL、T、TF、TS合约跨期价差2512-2603分别为0.26、0.26、0.06、0.05。
- 11月即将进入移仓换月阶段。从资金面来看，预计保持平稳对跨期价差影响可能不大。从多空移仓矛盾来看，本在各品种主力合约存续期间内，既出现过反套机会也出现过正套机会，不过鉴于10月至今2512合约基差已经基本收敛到位，乃至出现升水，因此反套或做基差收敛的投资者可能提前平仓，近期正套机会显现，空头持有近月合约的意愿可能更强，或导致本轮移仓多头或相对主导，进而可能导致跨期价差倾向于收窄。从市场情绪来看，11月债市多头情绪可能有一定程度的增强。综合来看预计本轮跨期价差或倾向于收窄，建议多头投资者可以提早移仓，空头投资者或可骗晚移仓。

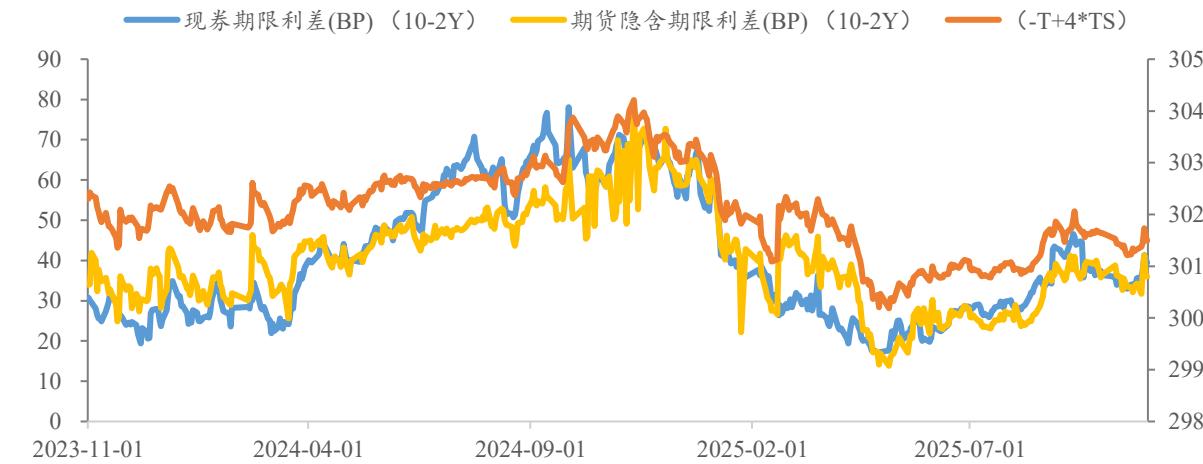
国债期货各品种跨期价差



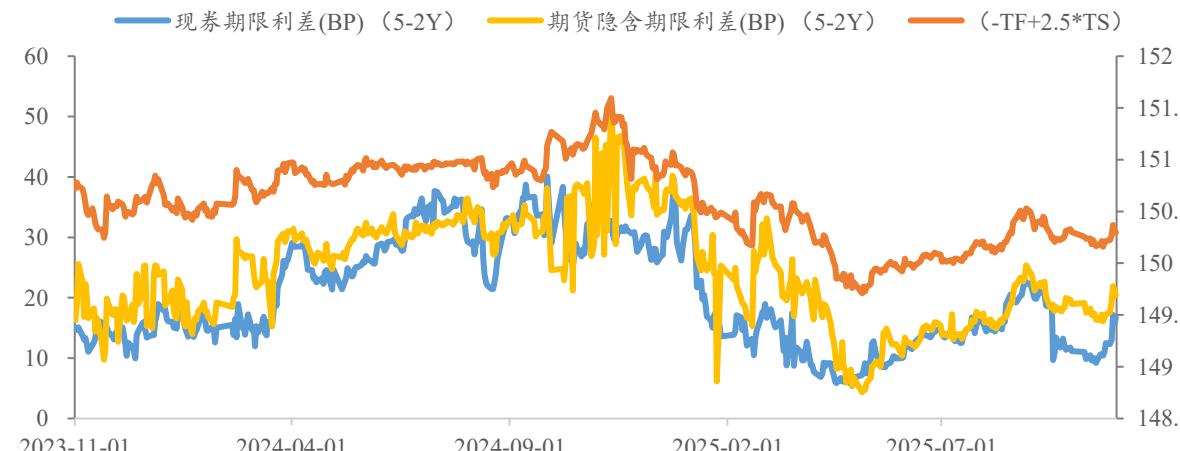
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (10-5Y)



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (10-2Y)

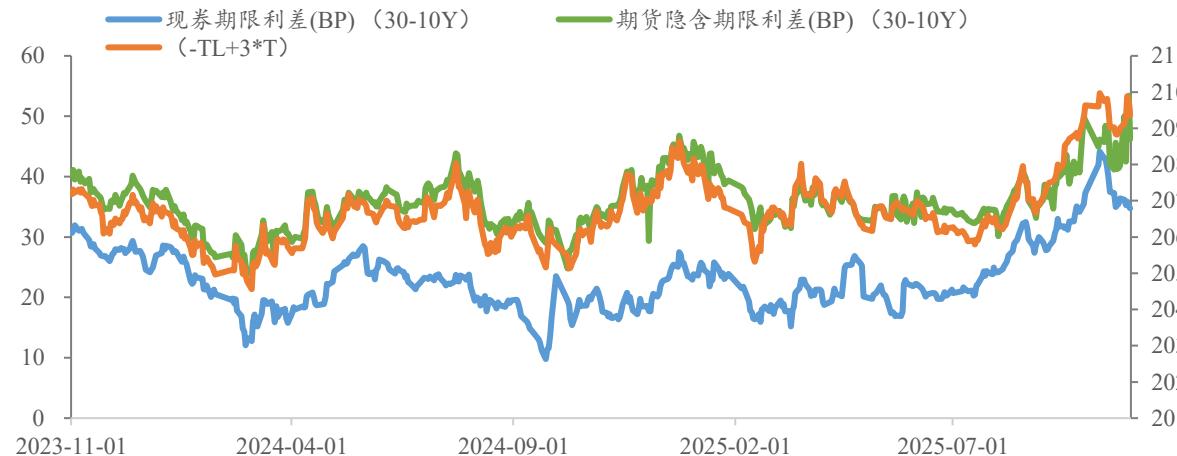


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (5-2Y)

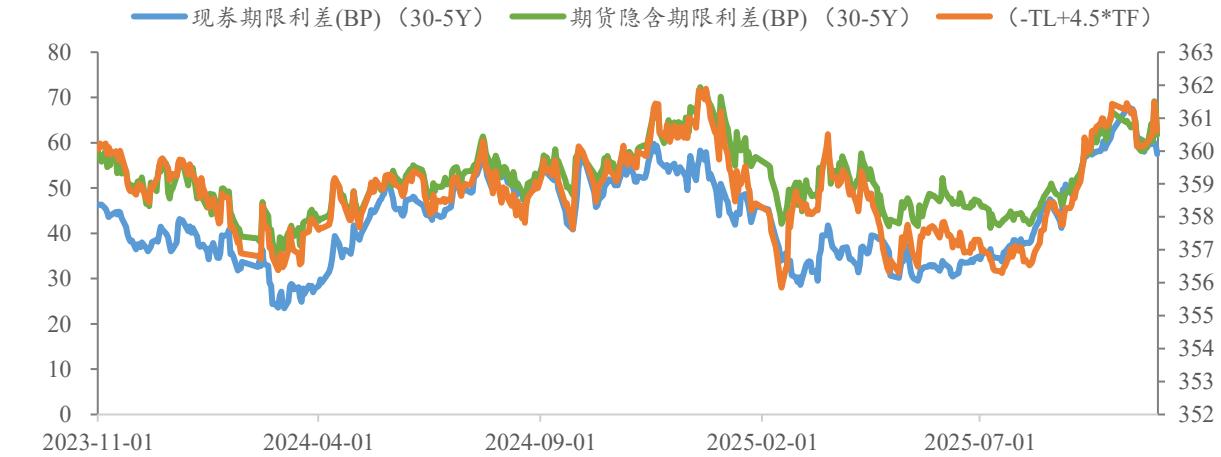


□ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到36.01BP，较上周变化1.74BP，10-5Y利差变化15.5BP，较上周变化-1.45BP，5-2Y利差达到20.46BP，较上周变化3.19BP。

期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-10Y)



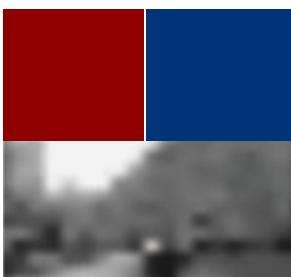
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-5Y)



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-2Y)



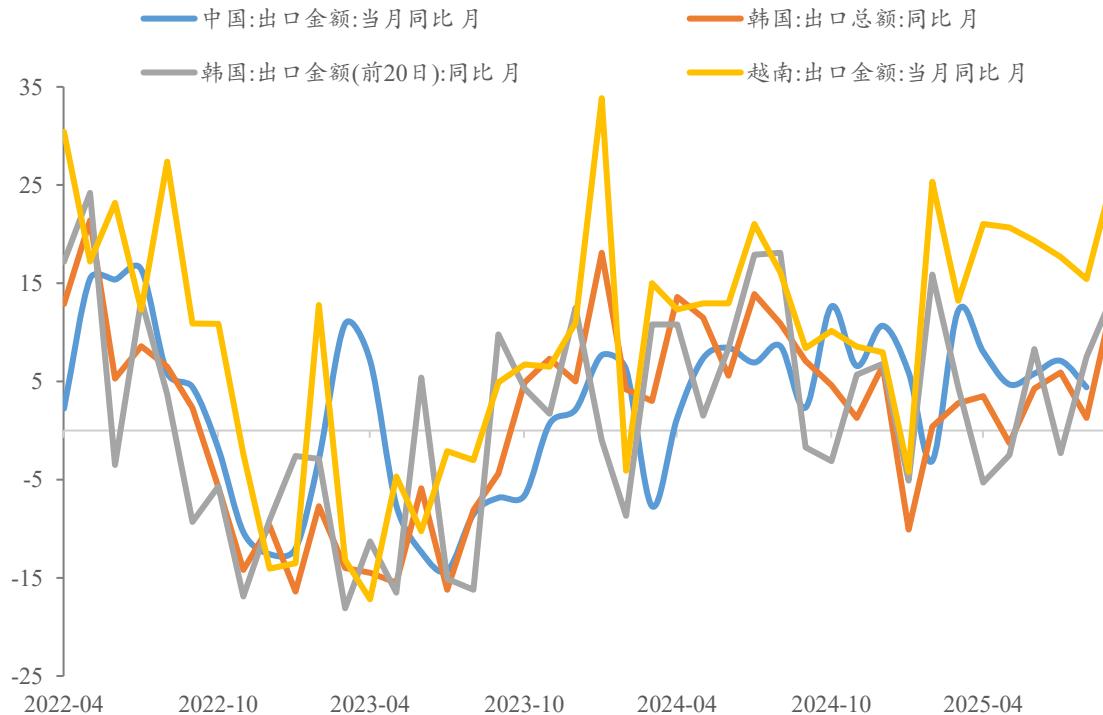
- 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到46.22BP，较上周变化4.30BP，30-5Y利差达到61.77BP，较上周变化2.83BP，30-2Y利差达到82.23BP，较上周变化6.04BP。
- 10月收益率曲线表现为先走平后走陡，中上旬在长端利空因素逐步出尽，权益市场高位震荡的影响下曲线有所走平，在央行公布重启国债买卖以后，短债利率下行较多，收益率曲线略有走陡。



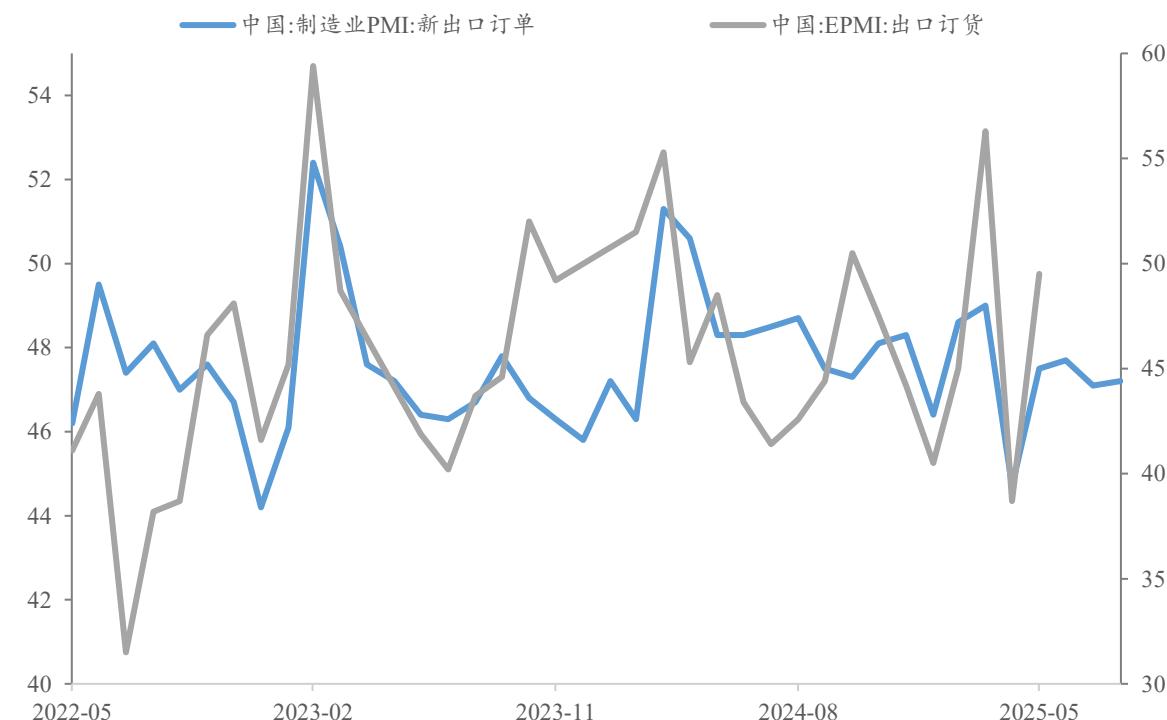
三、宏观经济展望与政策跟踪

- 9月韩国前20日出口同比13.5%，较上月7.6%回升。
- 9月韩国出口同比12.7%，较上月1.3%回升。
- 9月越南出口同比25.32%，较上个月的15.42%回升。
- 9月周边国家出口同比均回升，结合9月PMI出口订单分项回升，预计出口同比有望上行。

韩国前20日、韩国、越南出口同比



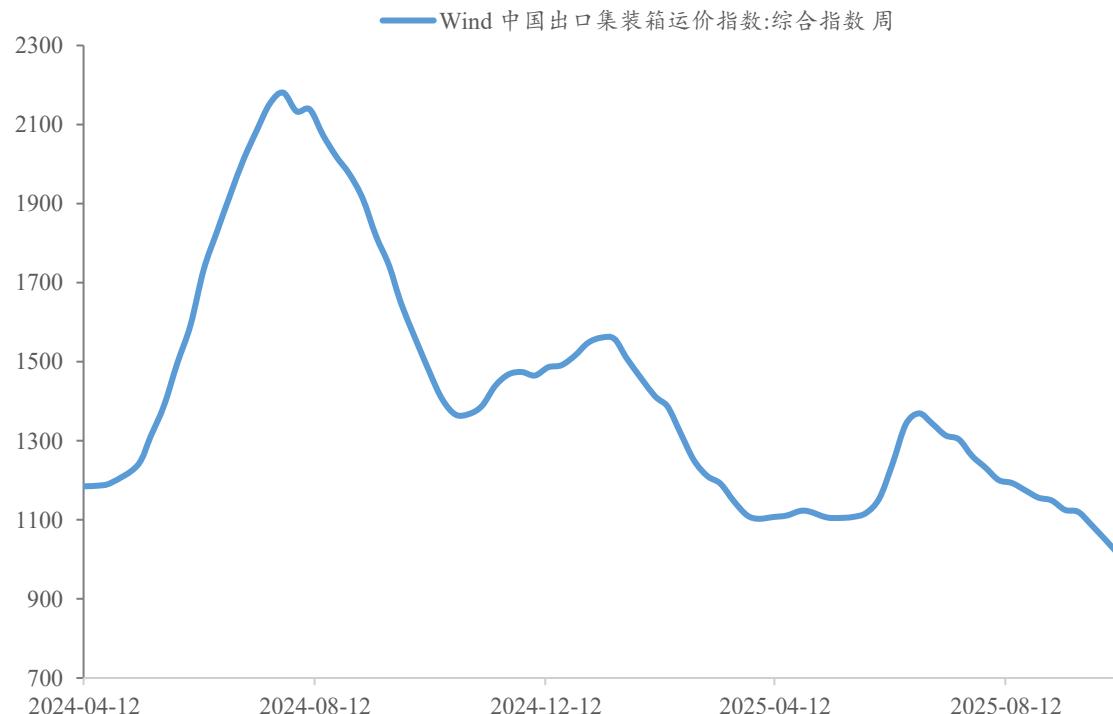
PMI、EPMI出口订单指数



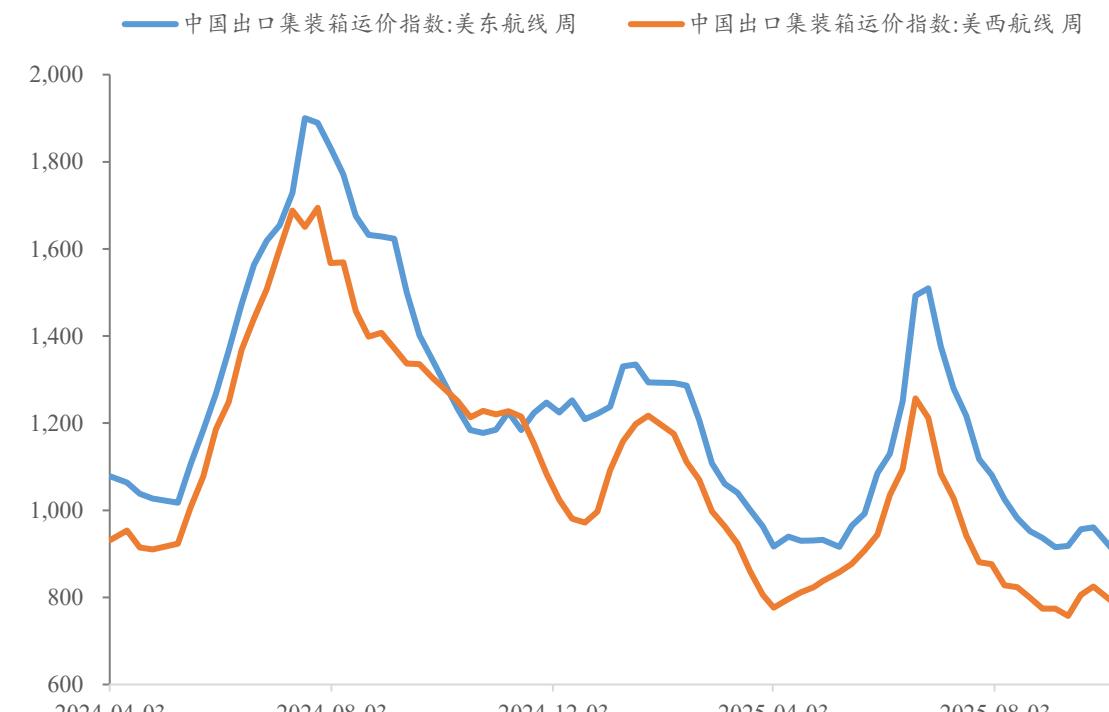
出口高频数据：抢转出口效应下，出口增速回落但具有韧性

- 10月出口集装箱运价指数环比-11.3%，进入10月运价整体降幅扩大。
- 10月美西和美东航线集装箱运价指数均值环比-4.77%、-1.62%，整体运价维持负增但降幅明显收窄。

中国出口集装箱运价指数

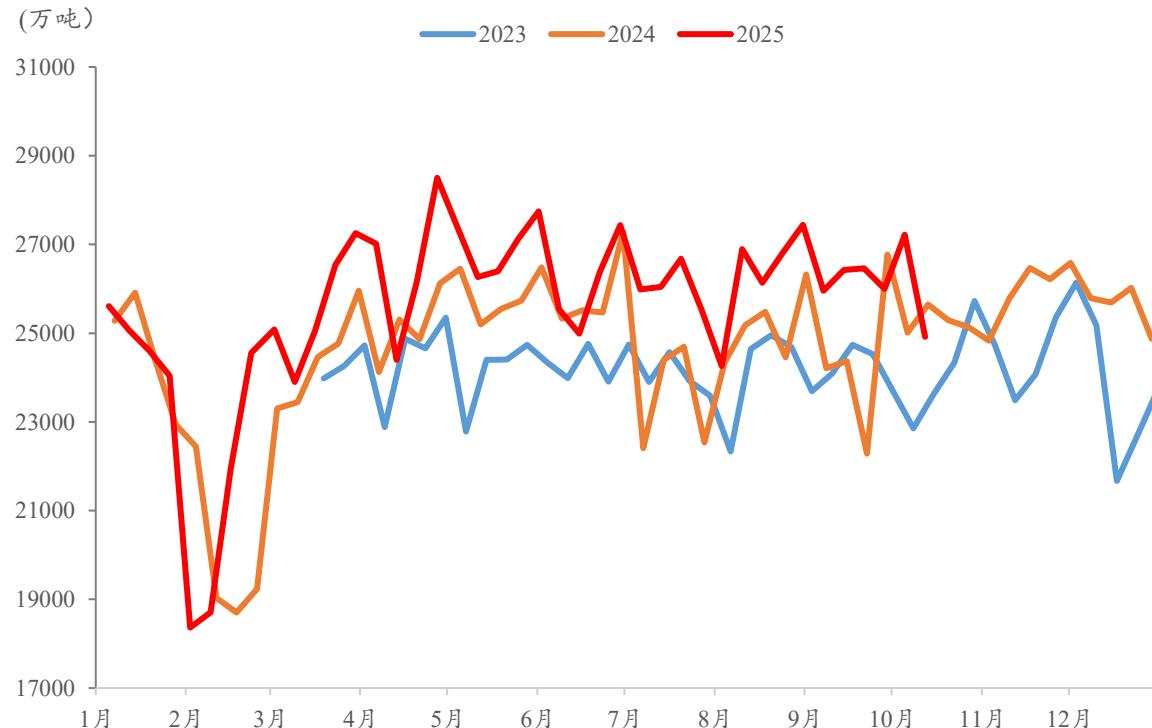


美西航线&美东航线集装箱运价指数

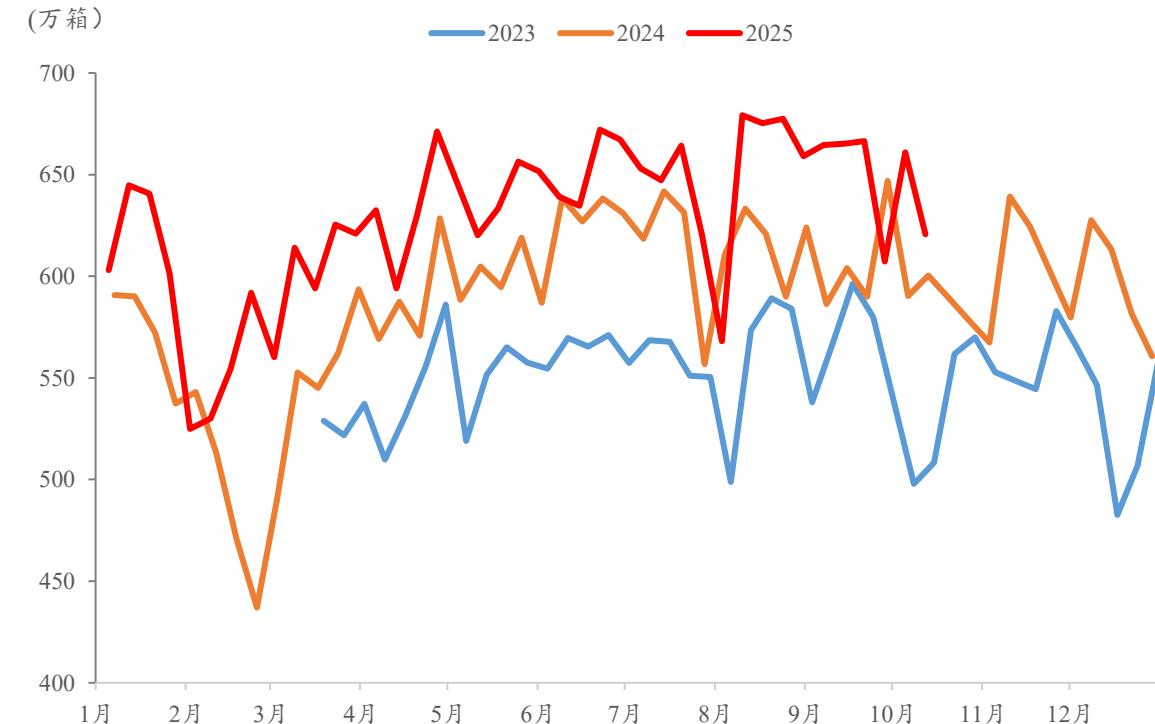


- 从港口吞吐量来看，10月同比回升。
- 10月货物吞吐量周度均值为260687万吨，同比增长3.16%，较9月增速5.73%回落。
- 10月集装箱吞吐量周度均值640万箱，同比增长8.69%，较9月增速6.651%回升。

中国港口货物吞吐量（万吨）

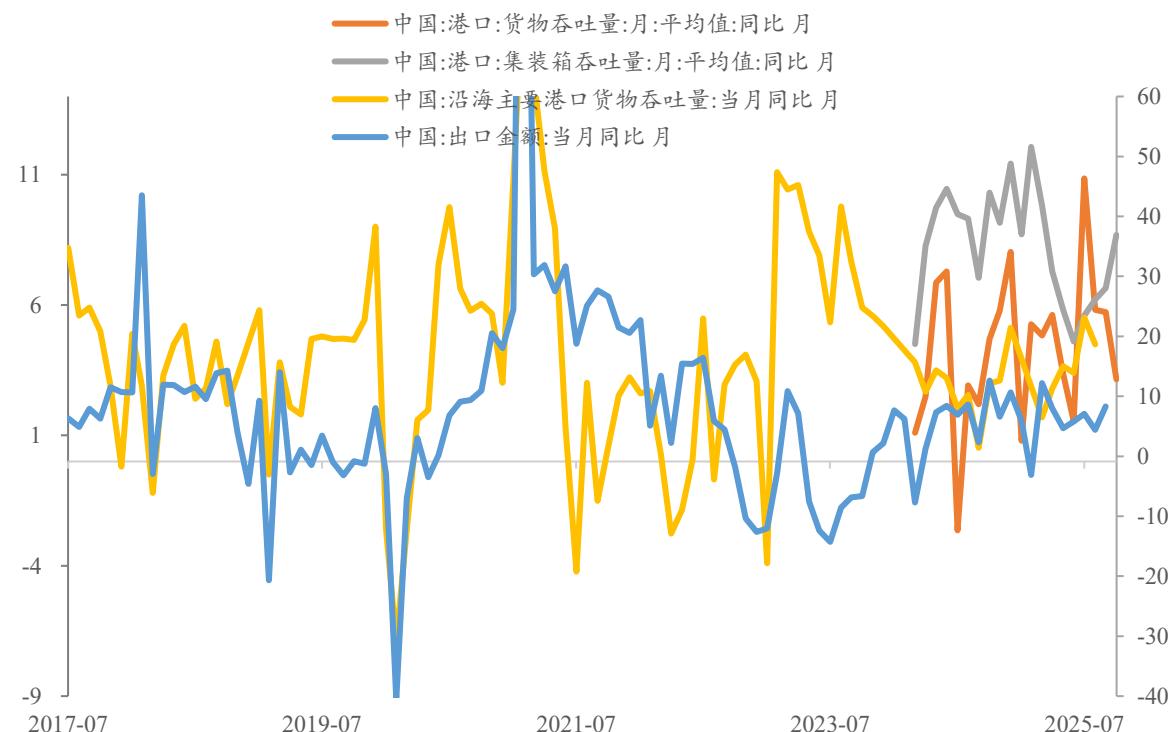


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

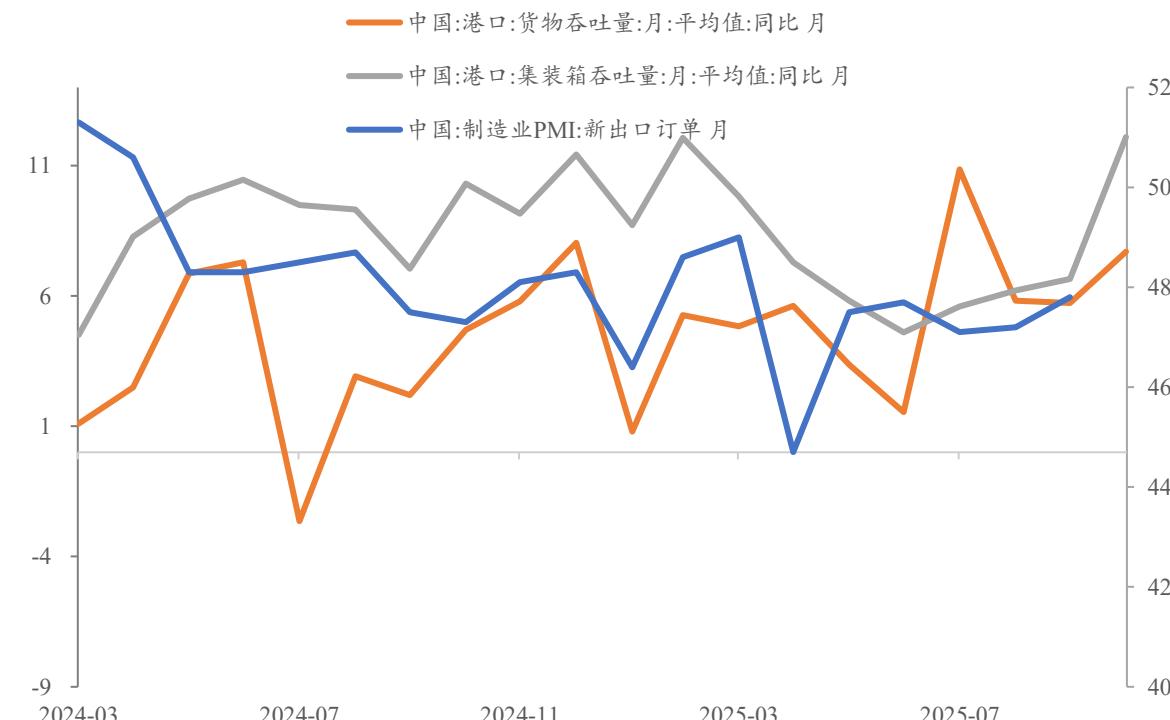


- 长周期来看，沿海主要港口货3.16%、8.69%，从港口货运同比看目前出口增速维持正增长，中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期3个月，预计三季度出口增速失速风险较低，9月预计出口增速维持韧性。
- 展望四季度，一方面高基数效应下对欧美地区增速或有回落，对东盟和非洲等经济体出口韧性较为关键，另一方面，中美关税也存在变数，10月开始新一轮关税谈判和博弈开启。总体而言我国出口增速仍有韧性，不过在需求前置和高基数效应下同比或有回落。

中国沿海货物吞吐量当月同比与出口同比具有一定同步性



港口货物吞吐量与集装箱吞吐量月均同比



会议/行业	召开时间	主要内容
二十届四中全会	10月20-23日	<p>一、工作基调：以经济建设为中心，推动高质量发展</p> <p>公报在指导思想和原则部分提及“坚持以经济建设为中心，以推动高质量发展为主题”，同时提及“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。重申“以经济建设为中心”指明经济建设在未来5年中的重要地位，同时提及“高质量发展为主题”指明新时代下不会简单追求高增速，而是更加注重创新驱动、产业结构转型升级、可持续发展和安全。</p> <p>二、主要目标：科技的重要性提升，提高人均GDP水平</p> <p>关于十五五发展目标，公报提及“高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破”，更强调科技、改革，体现出科技在十五五规划中的地位和重要性在明显提升。</p> <p>此外在总量目标上还提及“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”。其中十九届五中全会也曾提及人均国内生产总值达到中等发达国家水平，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4.7%。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，具体需要关注后续的解释性文件和《建议》全文，可能会进一步明确经济发展的量化目标。</p> <p>三、当前形势和任务：坚决实现全年经济社会发展目标任务</p> <p>公报中提及“强调坚决实现全年经济社会发展目标任务”，同时“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，稳住经济基本盘，巩固拓展经济回升向好势头”。在宏观曾测层面提及“宏观政策要持续发力、适时加力”。体现了短期稳经济的诉求强，有助于稳定市场预期。</p> <p>四、产业结构转型：保持制造业合理比重</p> <p>在公报中，提出整体发展目标后，排在首位做出重点方向阐述的就是建设现代化产业体系——“建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基。坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”，并且相比较于十九届五中全会，本次会议将建设现代化产业体系由第二顺位提至第一顺位之外，还特别加上了“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”的表述，体现出我国制造业产业在下一个五年规划中将继续占有重要地位、支柱作用，并且将大力支持相关传统和新兴产业的优化升级、培育壮大。</p> <p>五、科技竞争领先：新质生产力与变革机遇</p> <p>第二部分，对于科技创新方面的要求，公报指示出“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力。抓住新一轮科技革命和产业变革历史机遇。”，而这与我国今年以来在人工智能大模型、高端制造芯片、创新药及固态电池等领域成批涌现的突破性、世界领先的科技成果是紧密相关的方向。因此，“十五五”期间，我们更应关注国产替代科技主线相关的板块、在AI领域取得国际竞争优势的企业，并持续看好资本市场上相关主题的投资机会。</p> <p>六、内需消费</p> <p>“建设强大国内市场，加快构建新发展格局”作为内需主题的引领性开篇，点明“十五五”期间，国家战略性布局经济转型的另一重要抓手，即消费对经济增长的贡献作用将逐渐增加。“投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动”的指向相较于十九届五中全会更强调需求与供给之间的互相平衡、适应关系，其效能可以通过“反内卷”做供给出清和“改善收入分配”提升需求支撑，以及“创造新消费热点、场景”刺激需求增加等角度出发，融合发力。基于此，我们仍看好消费在“十五五”期间的增长潜能。</p>

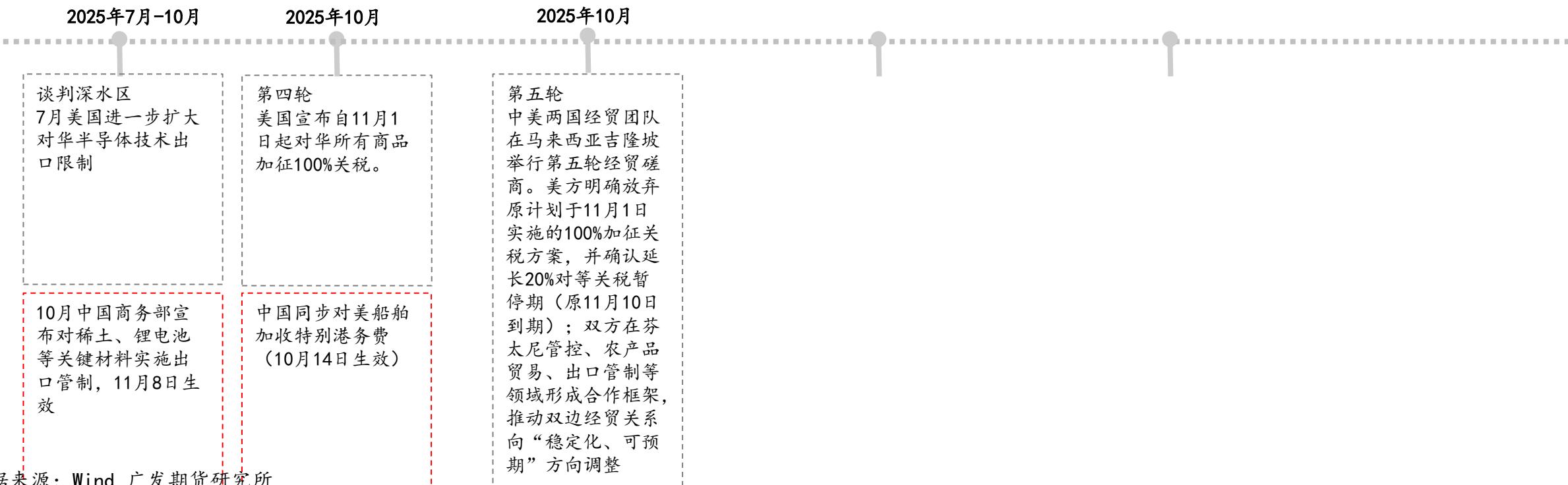
- 2025年开启至今。本轮贸易战与关税博弈自2025年2月揭开序幕，本轮从2月开始加征关税以来加征幅度、涉及商品广度、推进速度都显著超出上一轮。
- 针对所有进口品统一上调关税，且幅度显著超预期。不同于上一轮，2025年贸易政策不再针对部分重点商品加征关税，而是针对所有对华进口商品加征，幅度和速度也远超上一轮，公布“对等关税”后，美对华有效关税水平=10.7%（2024年）+10%（2月新加）+10%（3月新加）+34%（互惠对等新加）=64.7%。与美国估算的所谓中国对美税率约为67%。而所谓贸易伙伴对美国的“对等关税”，大致等于美国对该国贸易逆差/美国从该国进口额*1/2，也可以理解为某国对美国出口商品“利润率”的一半，即美国通过加征关税收取贸易伙伴利润的一半。

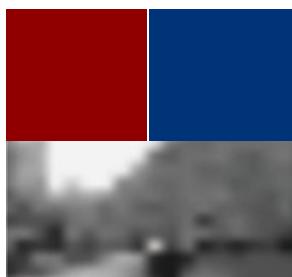


- **关税博弈再升级。**4月8日-9日贸易冲突再度出现波澜，美国继续对华加征50%关税，中国也迅速对美商品加征对等关税反制。当前关税政策面临多重不确定性，不排除美方反复改变立场，全球资产波动性加剧。本轮贸易冲突短期应无法结束，面对如此激进的关税政策，各国或将进入谈判进程，接下来或上演多轮磋商、公告和反制。
- **日内瓦联合声明。**5月12日，美国修改4月2日对中国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，仅保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税，取消4月8日和4月9日对这些商品的加征关税，中国相应修改对美关税。考虑到4月以前加征的关税，美对华加征关税仍有30%，因此目前对华综合税率在40%左右，此外还有24%暂缓90天执行。
- **特朗普关税遭遇国内阻力。**5月29日，美国国际贸易法院裁决特朗普总统的对等关税超出了其职权范围。特朗普用来为关税辩护的《国际紧急经济权力法案》(IEEPA)，实际上并未赋予总统单方面实施这些广泛关税的权力。该裁决适用于一系列走私关税以及特朗普4月对多个国家实施的“对等”关税。不过裁决实施结果具有较大不确定性，特朗普政府也可通过向最高法院上诉、申请暂缓执行、援引其他法案(包含贸易法122条款、301调查等名目)对贸易伙伴国继续加征关税。



- **中美对关键领域进行互相限制。**7月美国扩大对华半导体技术出口限制，中国加速“双循环”战略，10月9日，中国商务部宣布对稀土、锂电池等关键材料实施出口管制。
- **美国第四轮威胁加关税。**美国宣布自11月1日起对华所有商品加征100%关税，中国同步对美船舶加收特别港务费（10月14日生效）这一轮国内市场对此定价比较克制，整体呈现观望的态度，一方面是关税实操上也有一定障碍，目前美国政府仍在停摆状态，两党博弈前景不明，后续也需要关注美国商务部等能否落实关税，因此“TACO”交易主导周一的市场，两一方面是很短时间内中美可能就会进行谈判，结果有可能出现反复，时间线上，中国10月20日至23日将召开四中全会，美方特朗普有可能在10月26日至28日出席东盟峰会，而10月31日APEC峰会就将召开。
- 2025年10月25日至26日，中美两国经贸团队在马来西亚吉隆坡举行第五轮经贸磋商，就多项关键经贸议题达成初步共识，为缓解近期双边经贸紧张局势注入了实质性缓和信号。美方明确放弃原计划于11月1日实施的100%加征关税方案，并确认延长20%对等关税暂停期（原11月10日到期）；双方在芬太尼管控、农产品贸易、出口管制等领域形成合作框架，推动双边经贸关系向“稳定化、可预期”方向调整。

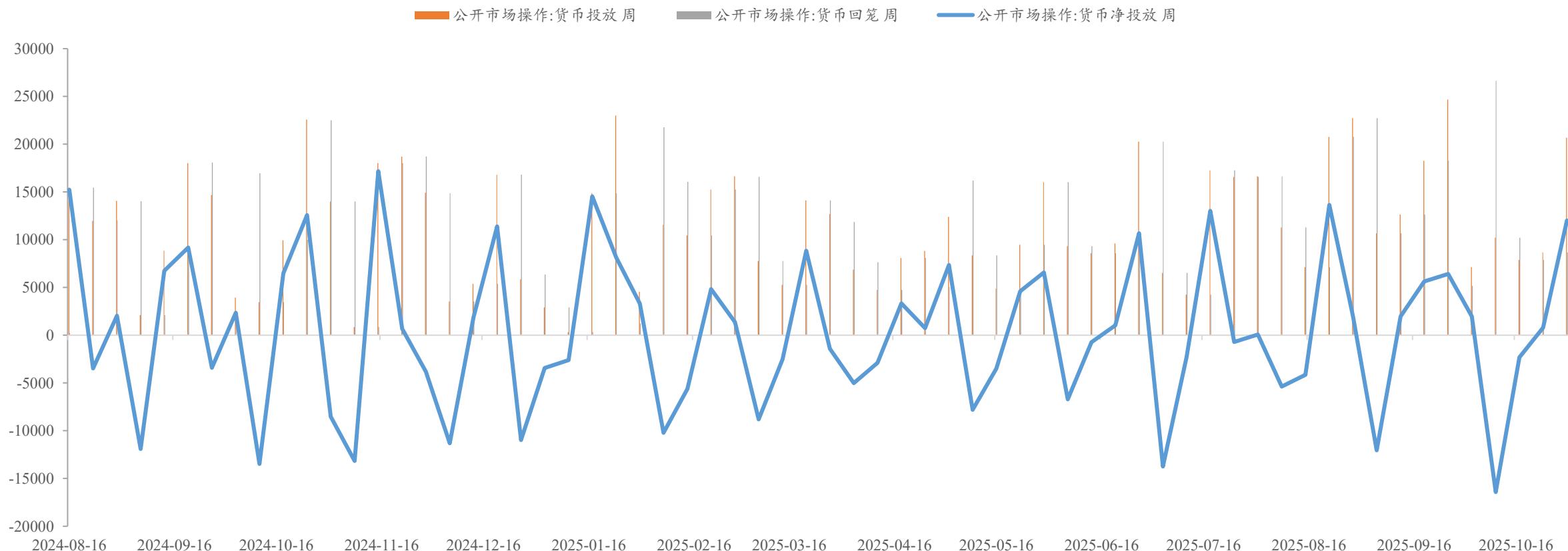




四、供需面与资金面

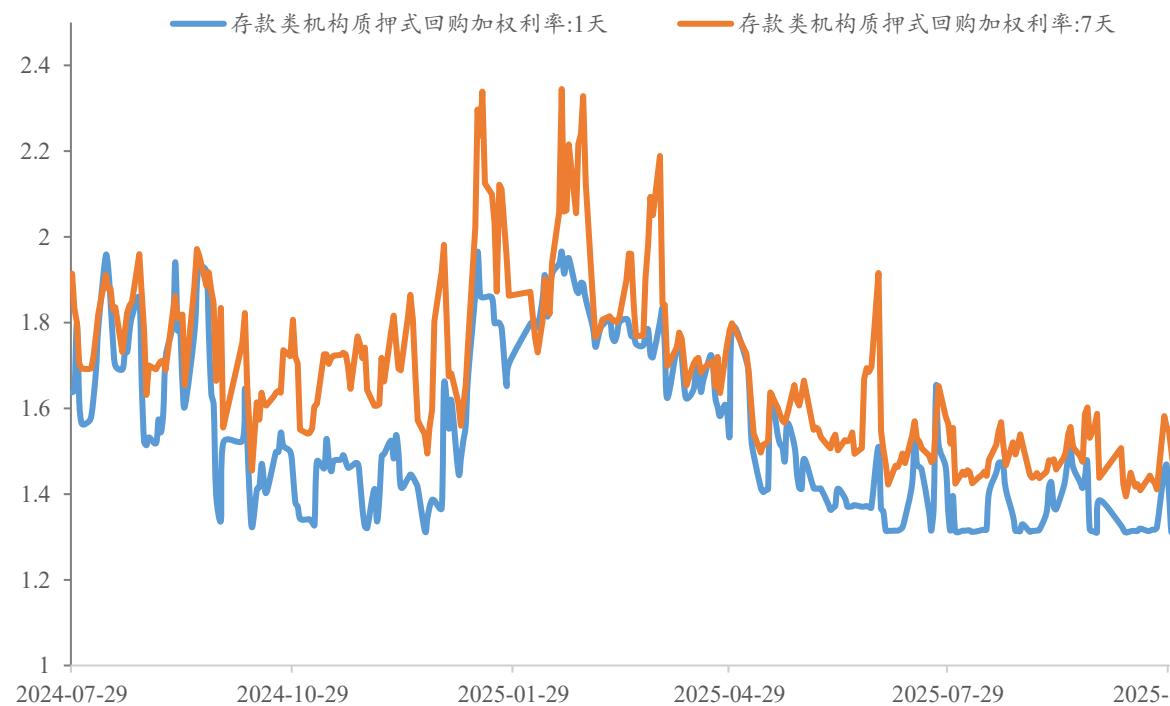
- 本月央行公开市场有53406亿元逆回购，共进行了47453亿元逆回购投放，净回笼5953亿元。
- 中长期资金部分，MLF：10月27日将开展9000亿元MLF操作，本月有7000亿元MLF到期，超额续作2000亿元；买断式逆回购：10月分别有8000亿元3个月期和5000亿元6个月期买断式逆回购到期，央行公布进行11000亿元3个月买断式逆回购和6000亿元6个月操作，本月超额续作4000亿元。

公开市场操作（亿元）

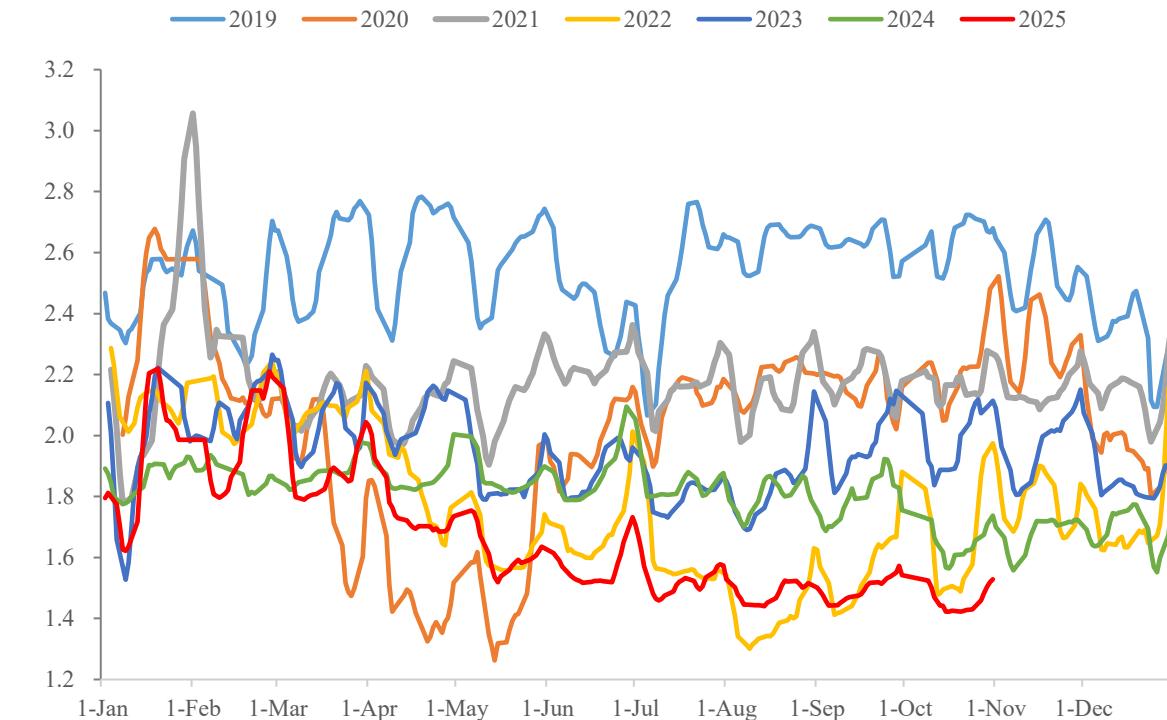


- 10月，存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.33%，较上月均值变化-5BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.457%，较上月均值变化-3.8BP。10月资金面保持平稳，较9月变化不大，资金利率基本处于低位徘徊。

银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

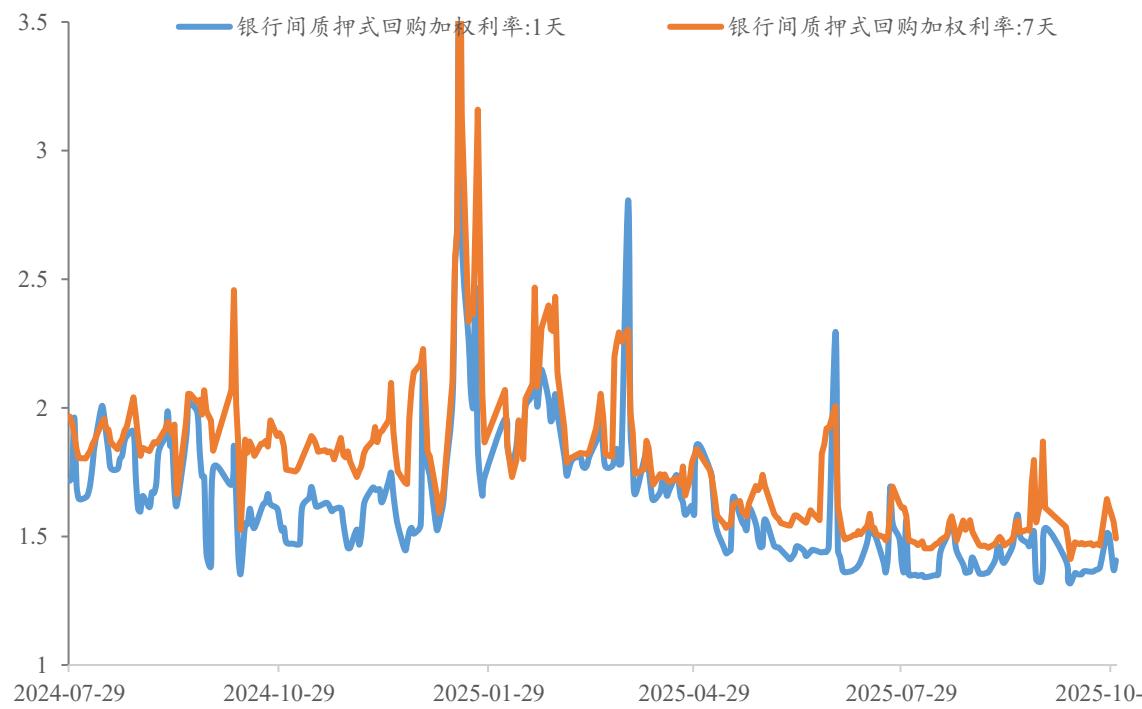


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性 (%)

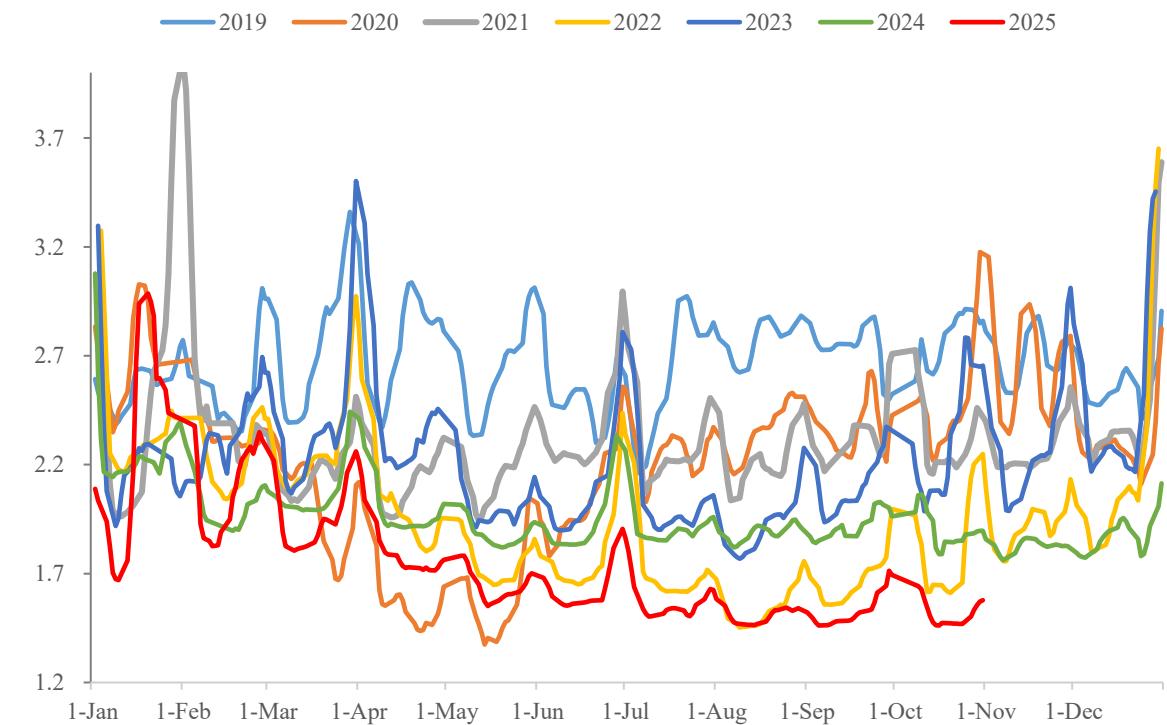


- 10月，银行间市场质押式回购利率1天期均值为1.38%，较上月均值变化-5BP，银行间市场质押式回购利率7天期均值为1.5%，较上月均值变化-4.4BP。

银行间市场质押式回购利率 (%)

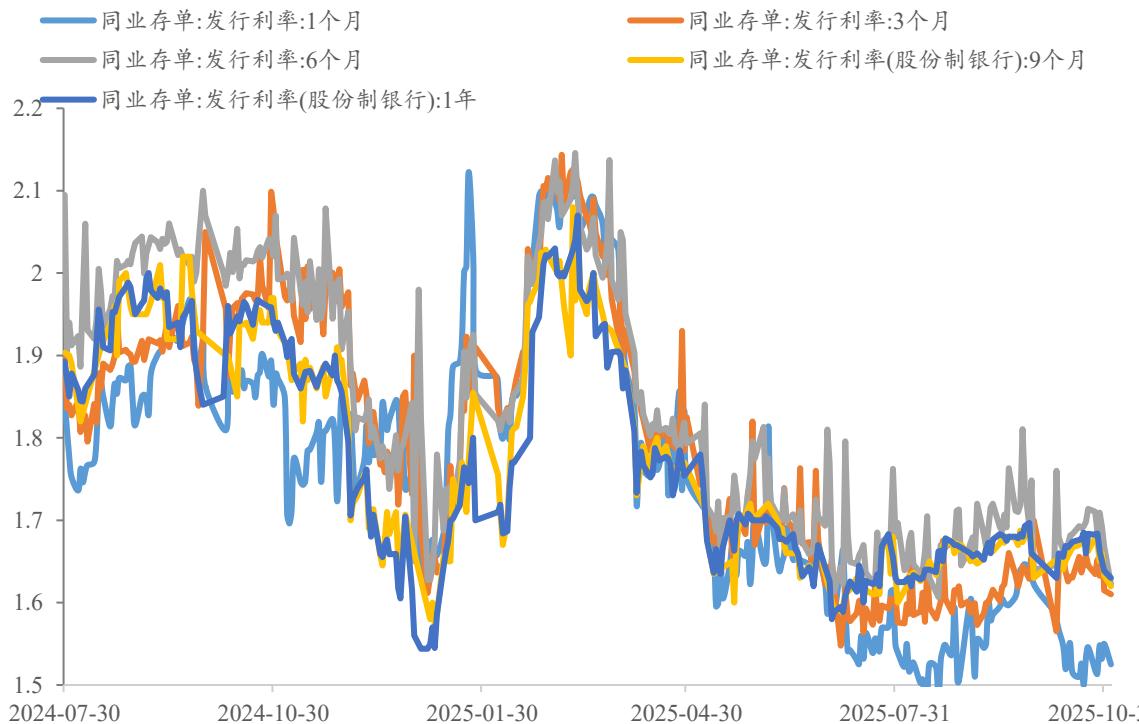


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)



- 上月同业存单发行利率中枢下行，10月，1M同业存单利率均值1.53%，较上月均值变化-6BP，3M同业存单发行利率均值及至1.63%，较上月均值变化1.84BP。

同业存单利率 (%)

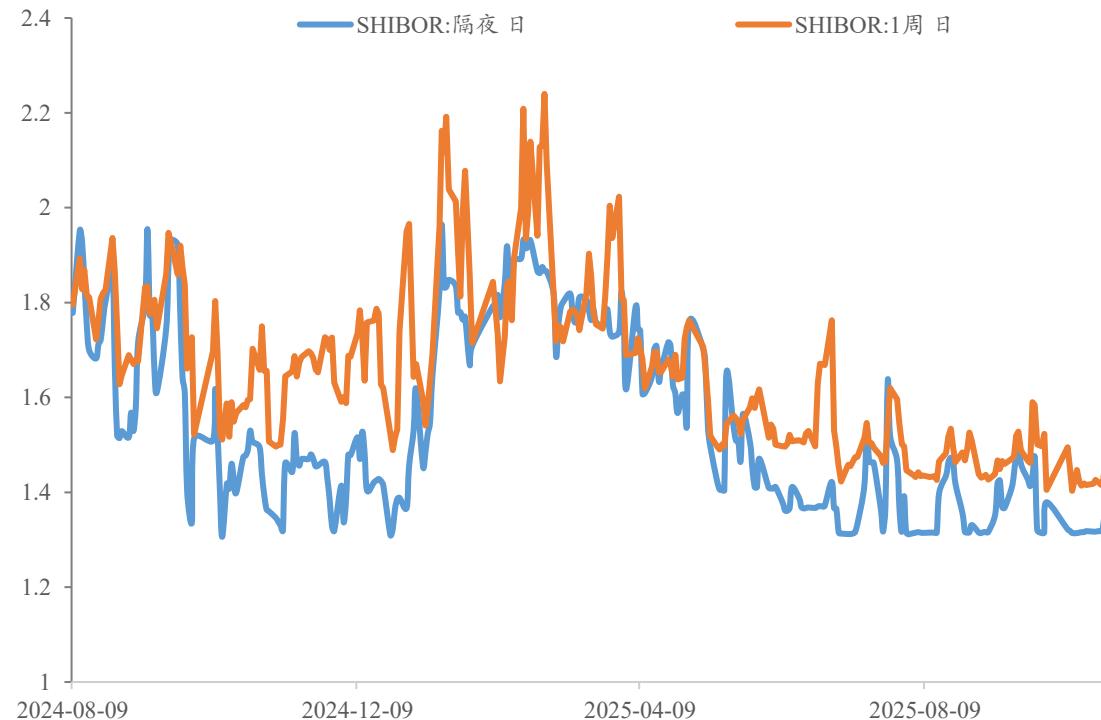


6M同业存单季节性 (5DMA)

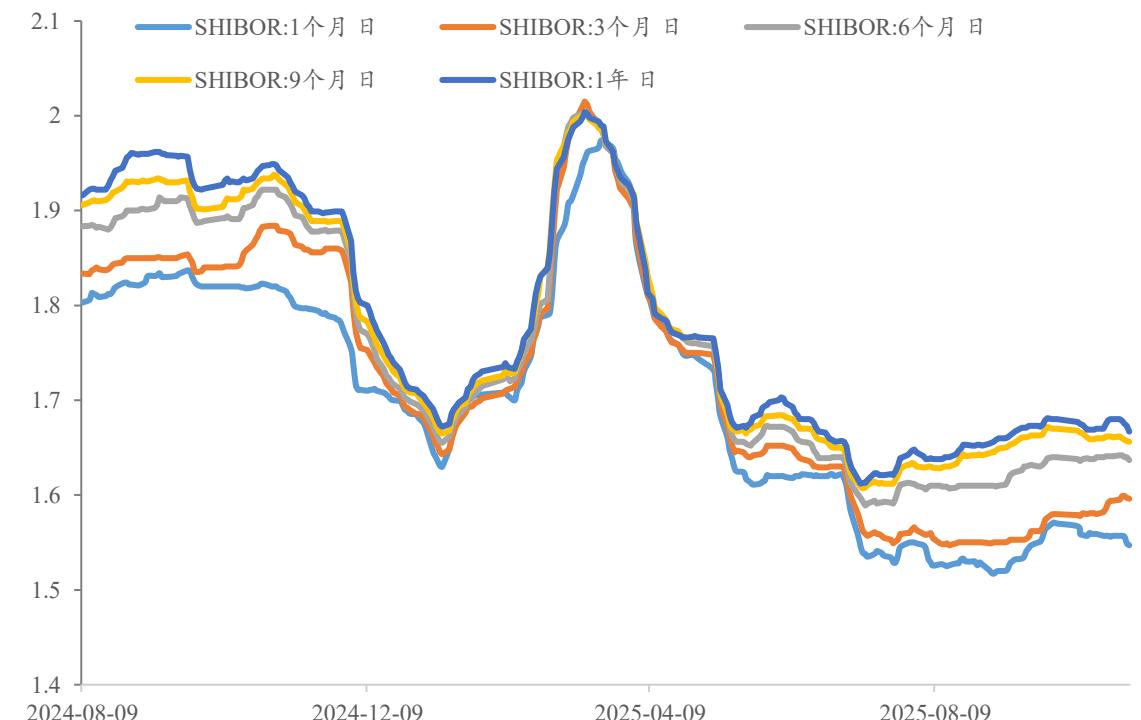


- 10月, shibor利率, 较上月隔夜和7天期利率均值分别变化-4.82BP和-2.78BP至1.33%和1.44%。3M利率均值及至1.58%, 较上月变化2.8BP, 6M利率及至1.63%, 较上月变化1.43BP。

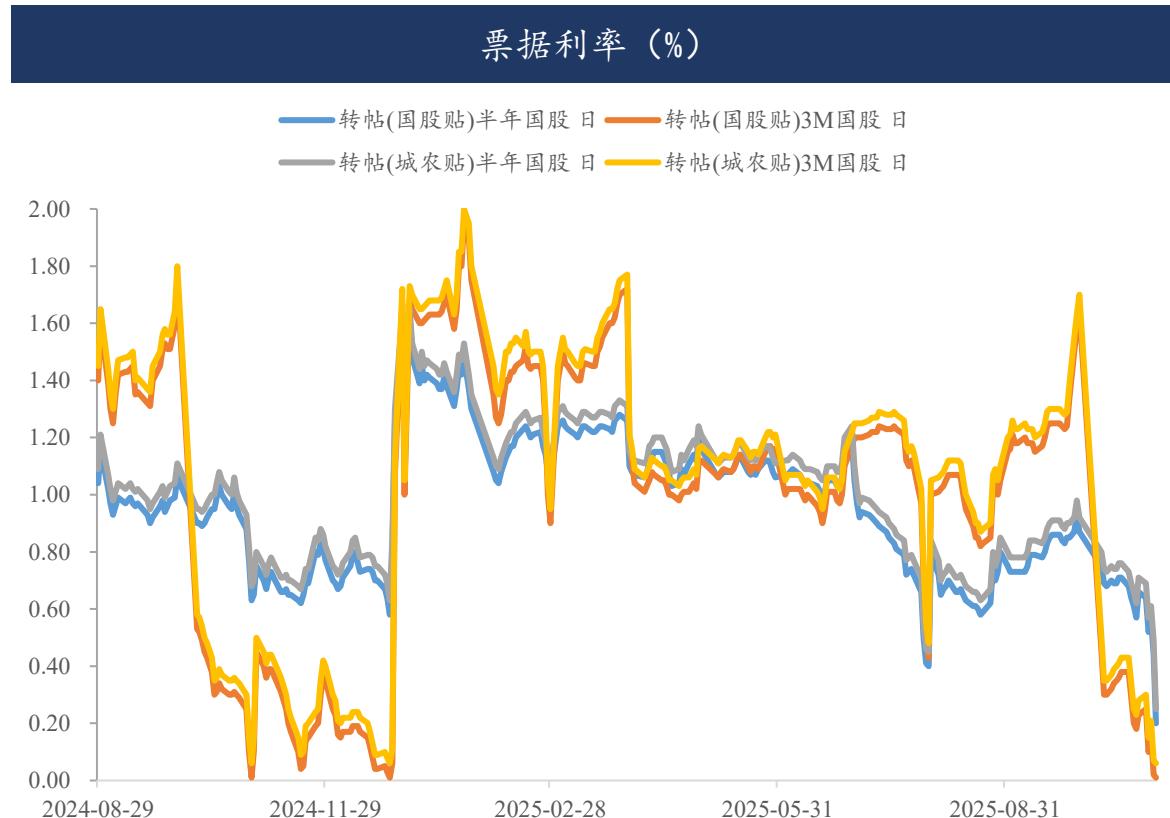
Shibor隔夜、7天期资金利率 (%)



Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率 (%)



- 10月份票据利率大幅下行及至0值附近，预计10月份信贷投放可能继续偏弱。



免责声明



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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

熊睿健 投资咨询编号：Z0019608

数据来源：wind、广发期货研究所

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！



感谢倾听
Thanks