



长牛进入尾声，中期有望冲击前高

——2025年四季度国债期货展望

曹有明

从业资格号：F3038998

交易咨询号：Z0013162

2025年10月

投资有风险，入市需谨慎



- **长牛进入尾声（高位震荡阶段），中期有望冲高**
- **为什么说长牛进入尾声？**
 1. 基本面在逐步的好转，可能已经过了最悲观的时刻，观经济最终将会出现周期性回升
 2. 政策面仍维持积极
 3. 资产配置方向的转变
- **中期有望冲高的原因：**
 1. 中美贸易摩擦加剧，避险需求增加
 2. 股市调整，市场风险偏好回落
 3. 央行或有降准降息政策出台
- **当前的市场：中期底部已经出现，将有一个季度左右的上涨行情**

1. 债牛的后期调整结束，有望重拾升势



国债期货的牛市行情出现了超过半年多的调整，9月下旬出现新低后企稳回升，可能意味着调整的开始。

2. 长牛或进入末期的原因

一、当前宏观经济整体处于震荡筑底的过程中，积极的因素正在增加，可能已经过了最悲观的时刻，宏观经济最终将会出现周期性回升

1. 当前宏观经济仍面临较大的下行压力
2. 积极的因素在逐步增加

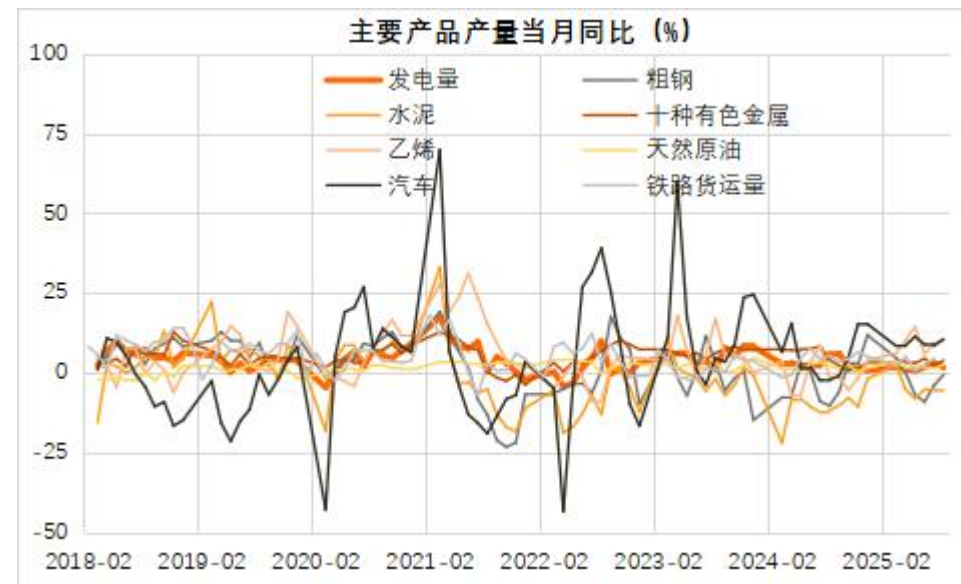
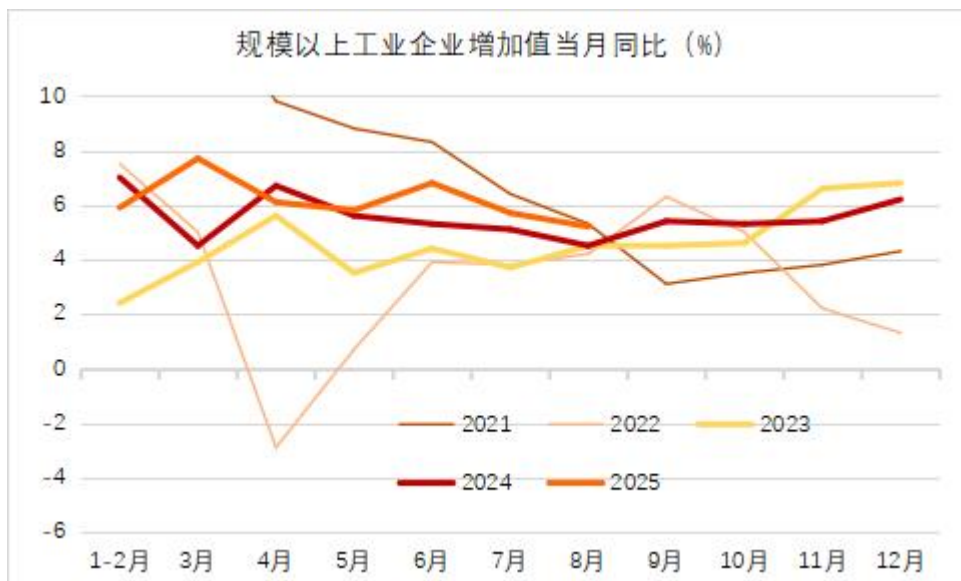
二、政策面仍保持积极

1. 宏观经济的基本面决定了需要积极的货币政策来巩固市场的预期
2. 美联储大概率继续降息为中国央行货币政策打开空间
3. 人民币贬值压力缓解，甚至转为升值风险

三、资产配置方向的转变

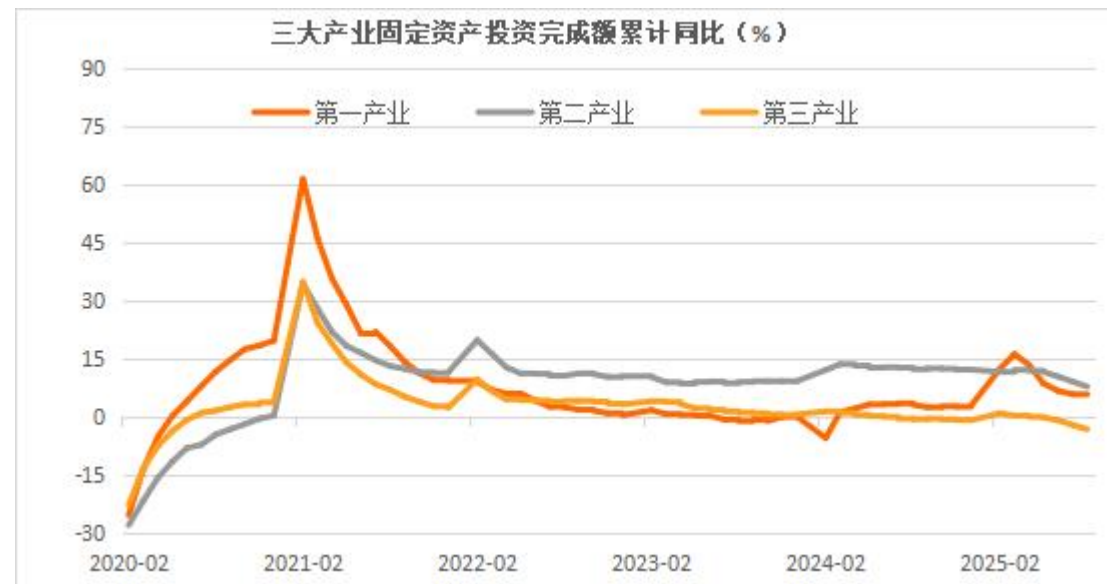
1. 更多的资产配置于股市，引发了基金的被动减持债券，造成收益率的上升。
而且，国债期货调整的时长远超一般调整的时间

2.1.1 工业增加值增速回落，主要工业品产量增幅维持低位



除了汽车之外，主要工业品产量增速维持在低位。目前有传言称，2026年汽车购置税将恢复，则对汽车的销售有一定压力

2.1.2 固定资产投资增速继续回落

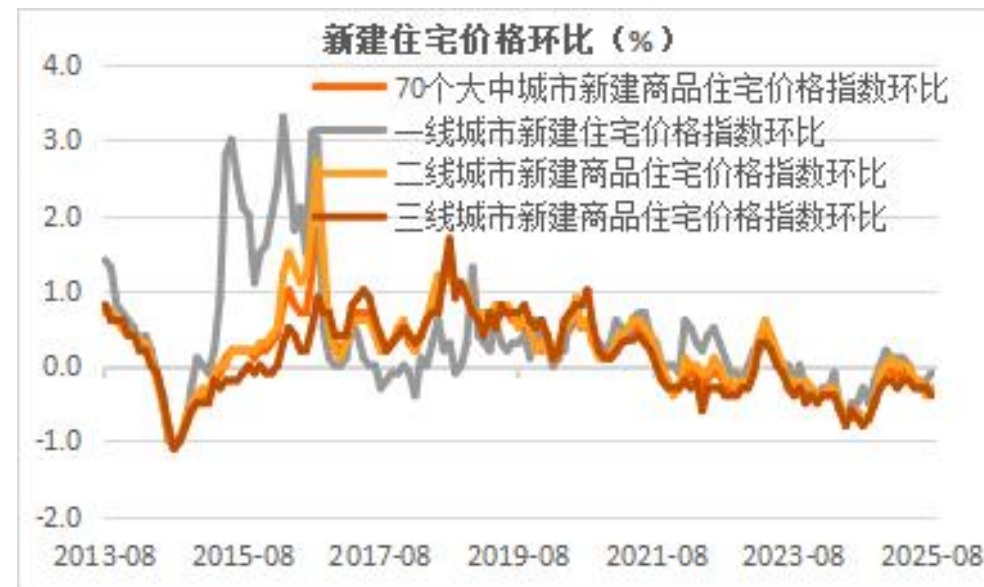
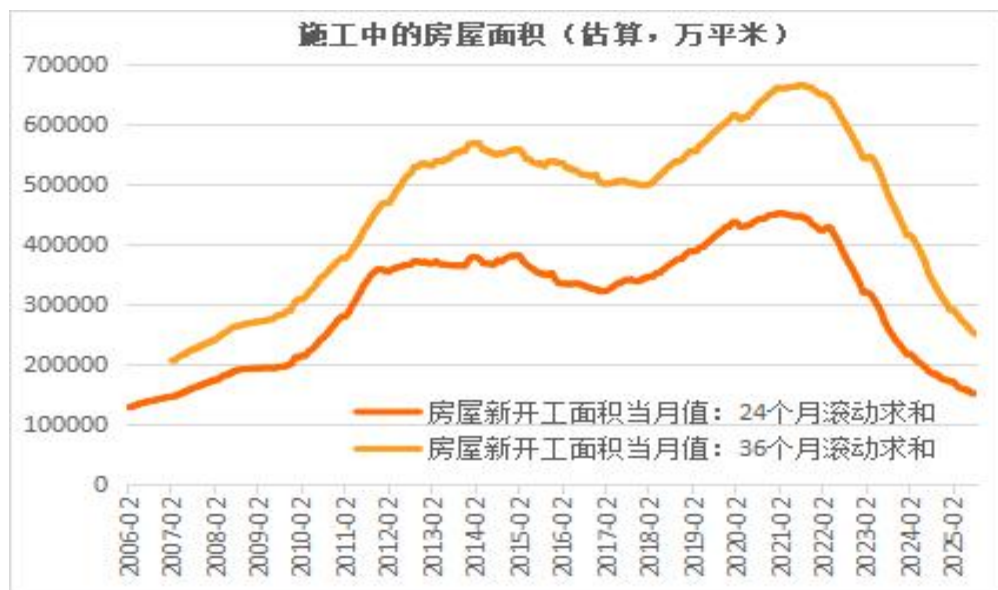


从数据看，固定资产投资增速回落的趋势加速了，7、8两个月的数据更差，或许近期会有更强有力的政策出台来提振投资

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

2.1.3房地产市场仍处于筑底的过程中



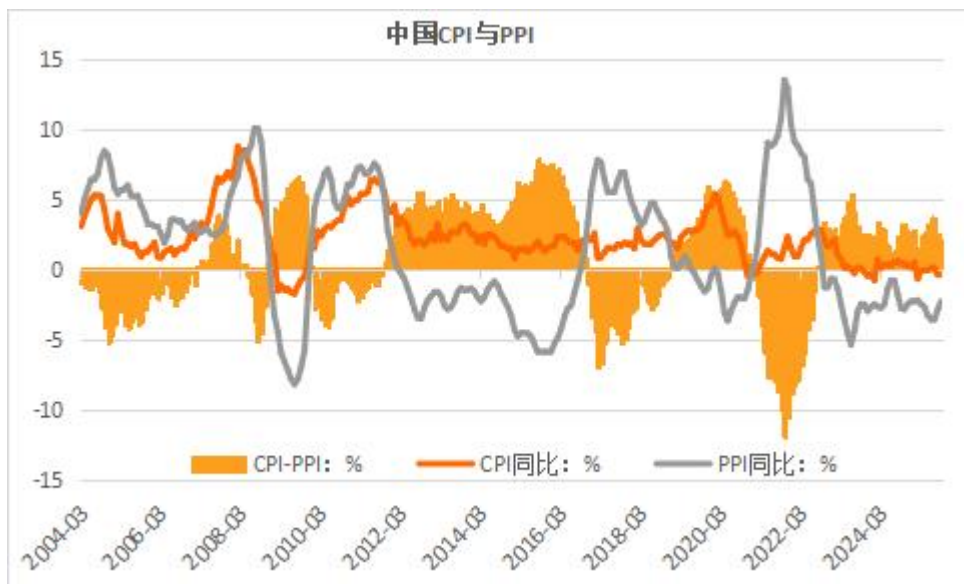
反映在建房地产规模的数据已经回到2007年的水平，房价环比继续回落，房地产仍处于筑底过程中。
在目前这种大环境下，居民“炒房”的需求几乎不存在。唯一能承接巨量流动性的大类资产只能是股市

2.1.4社零总额增速回落，消费者信心低位徘徊

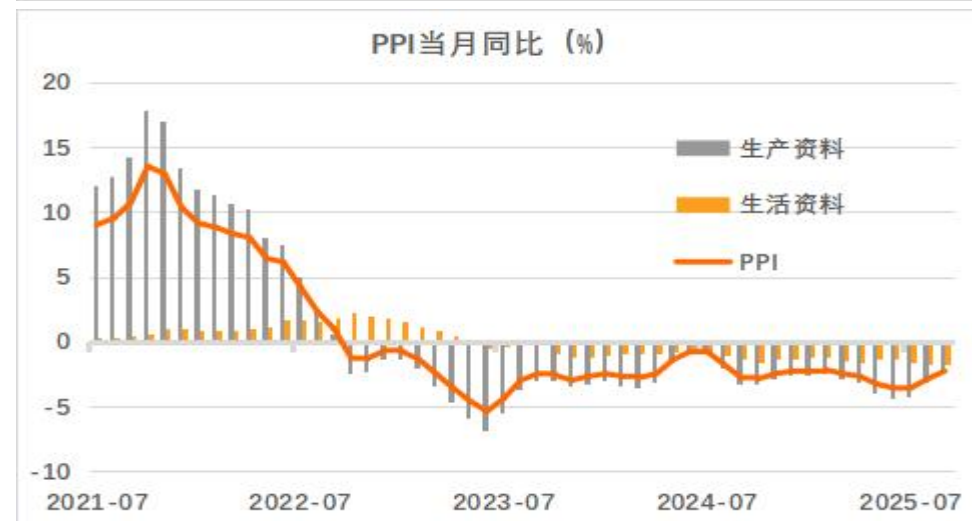
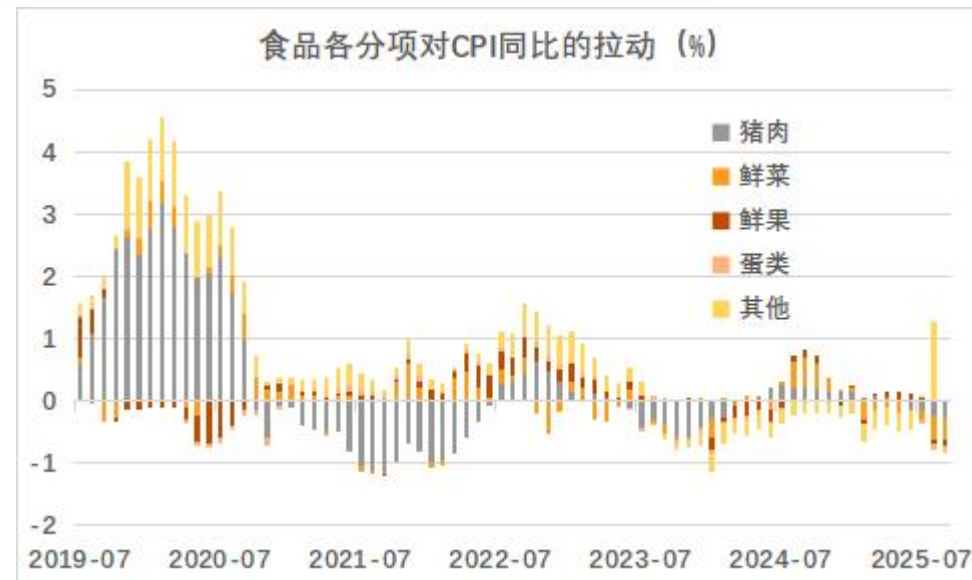


不是消费者不想消费，而是因为：1) 收入及收入的预期转弱；2) 居民杠杆率太高了，处于去杠杆状态

2.1.5 通胀持续偏弱



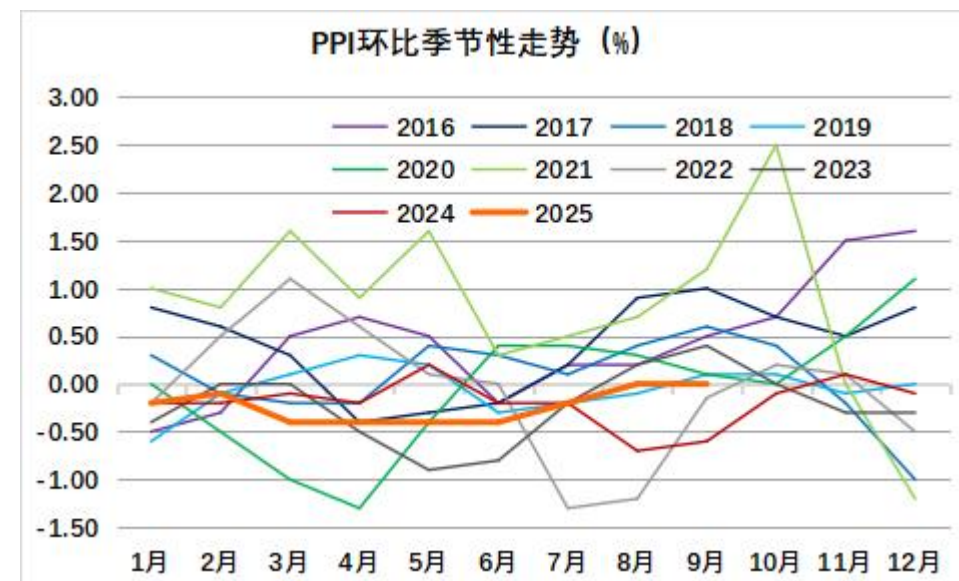
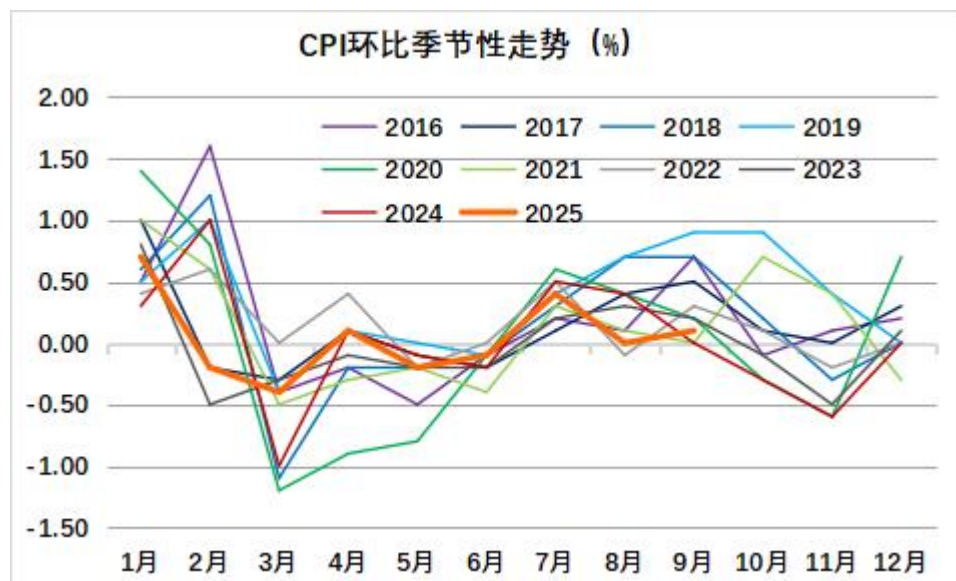
一方面，下游商品类消费较差，但类似旅游等服务消费表现好于预期。对于PPI，生产资料价格的下行压力更加明显，未来需要看“反内卷”政策落地能否带动大宗商品价格的企稳（回升）。



投资有风险，入市需谨慎

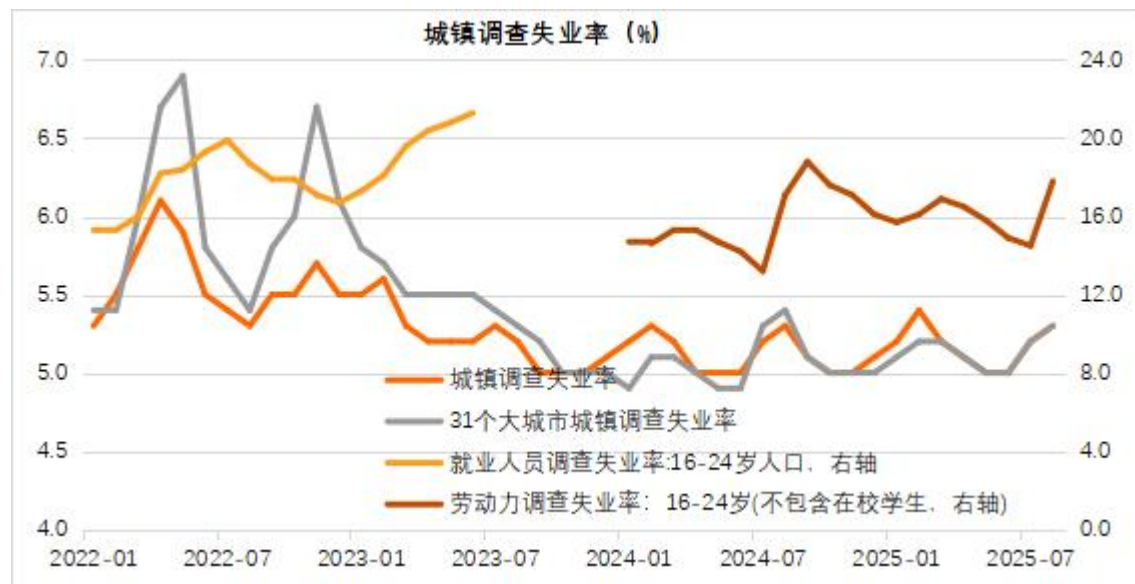
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

2.1.6 CPI和PPI环比均存在回落的压力



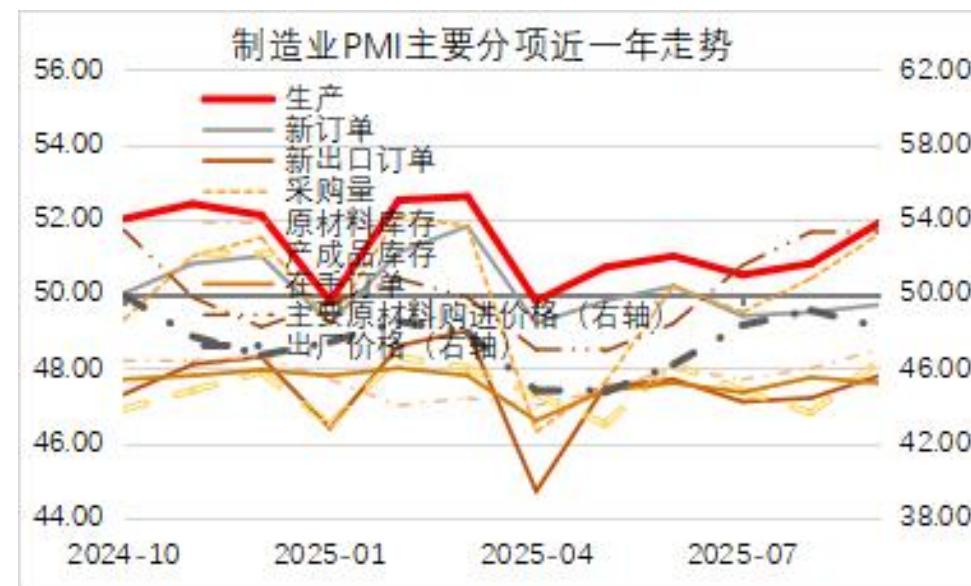
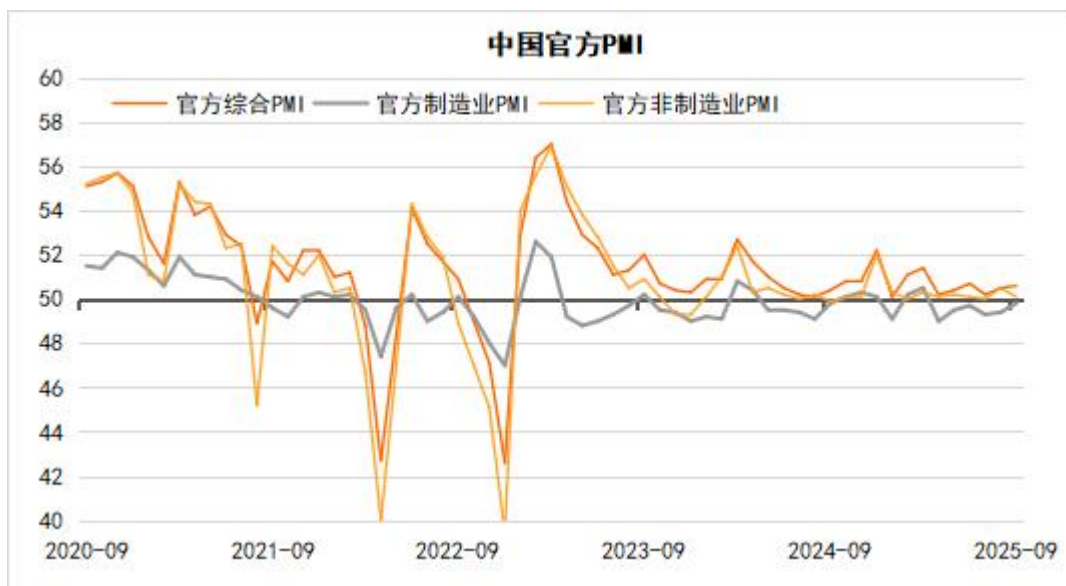
从季节性规律看，一般在9-10月，CPI和PPI环比达到高峰，随后出现明显的回落

2.1.7 失业率季节性回升



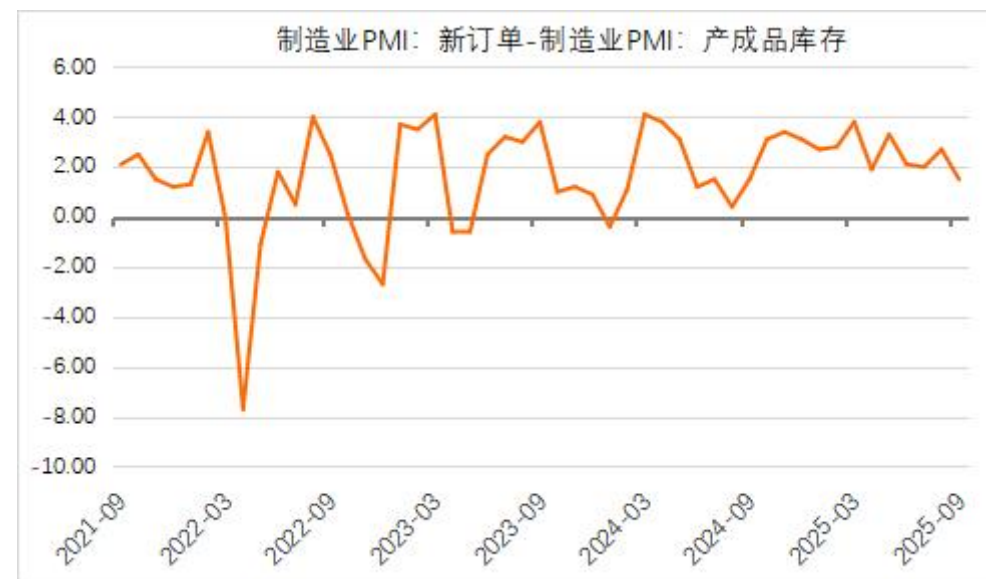
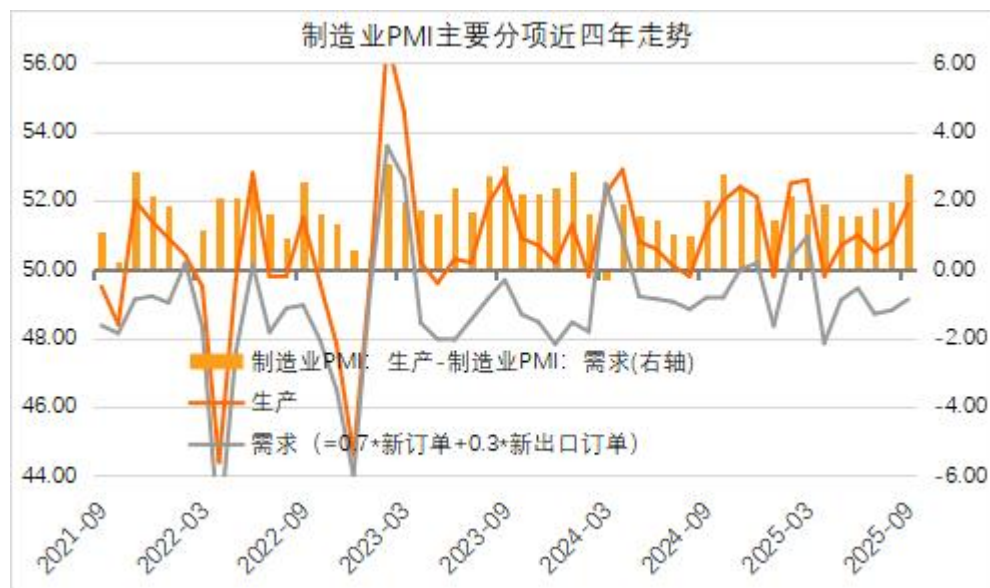
随着大学毕业生进入劳动力市场，失业率出现了季节性的回升，城镇新增就业人数累计同比转平，显示就业压力仍大

2.1.8制造业PMI持续偏弱



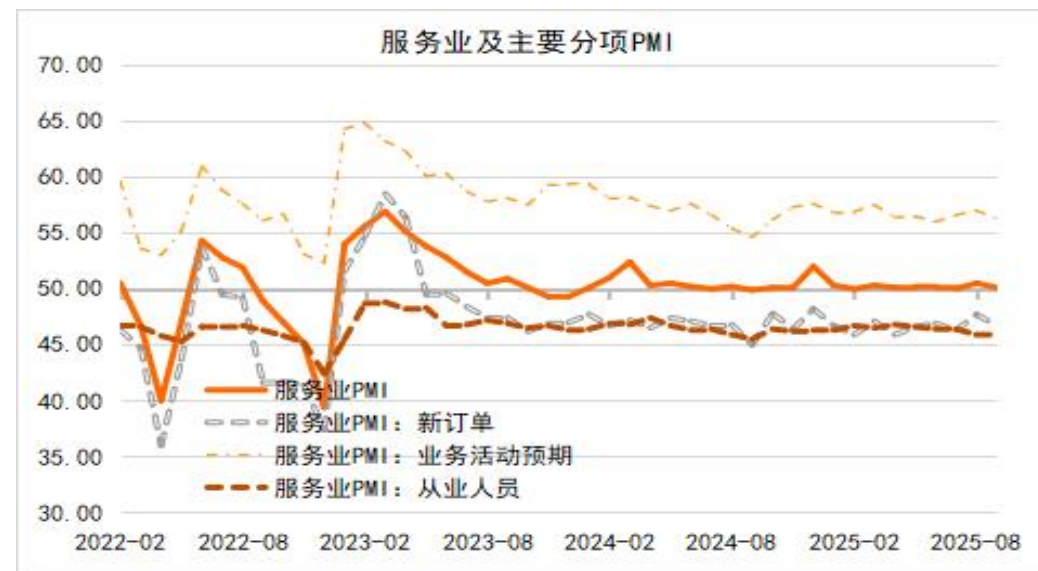
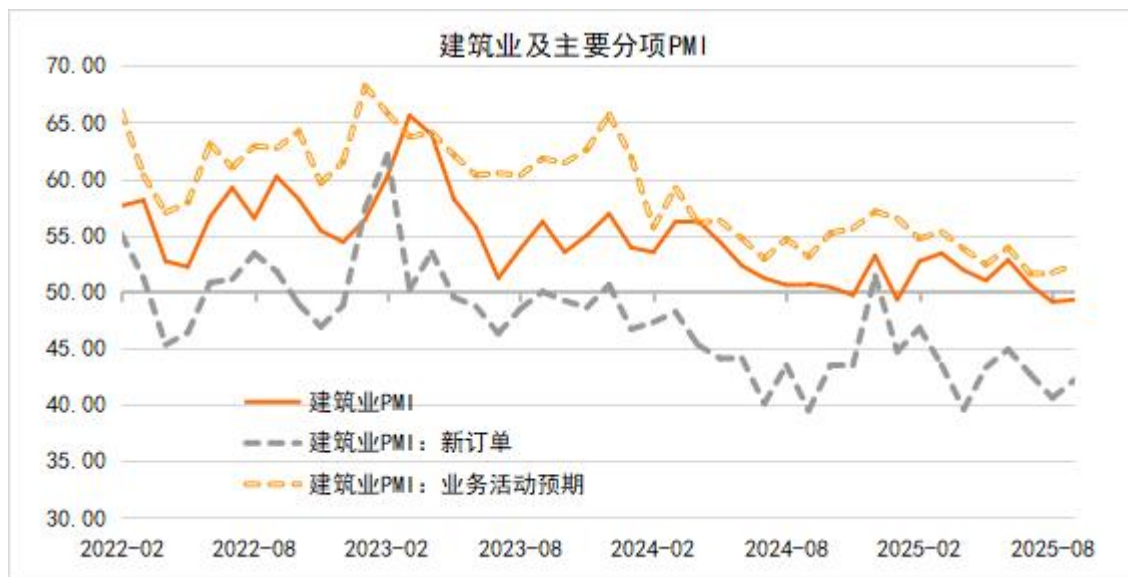
PMI分项中，生产和主要原料购进价格两个分项在荣枯线上方，采购量分项跟随生产分项波动，只是波动区间更大。其他分项均位于荣枯线下方

2.1.9生产强而需求弱，库存在增加



生产明显强于消费，产成品库存在回升，下游的需求更弱造成

2.1.10 建筑业及服务业的PMI



建筑业的PMI及重要分项处于近几年的低位，显示建筑业的低迷。

2.2.1 宽松的财政政策



政府部门杠杆率相对偏低，仍有加杠杆空间。而且，宽财政的时间预计会较长，不会很快结束

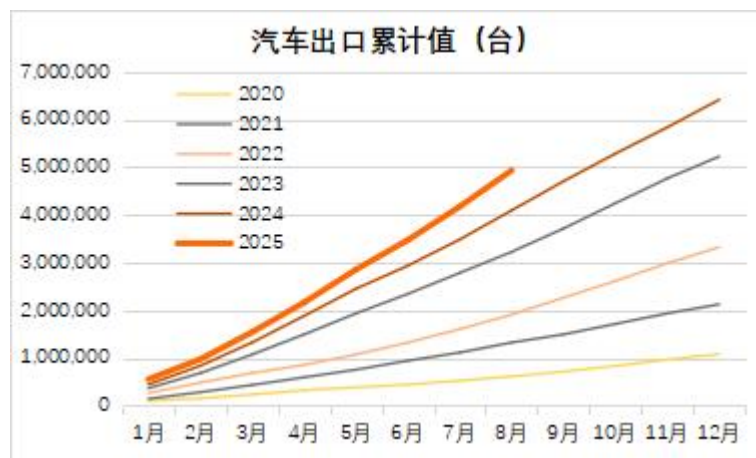
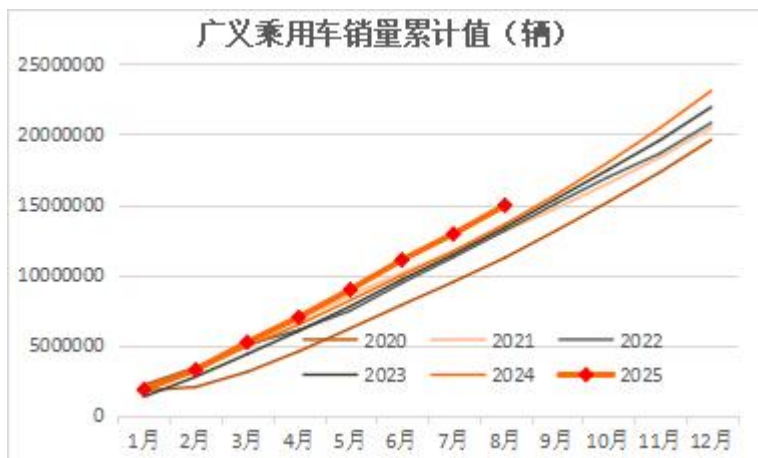
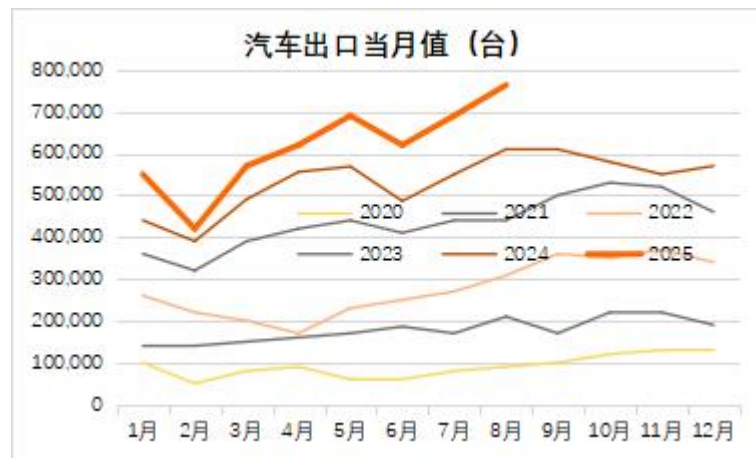
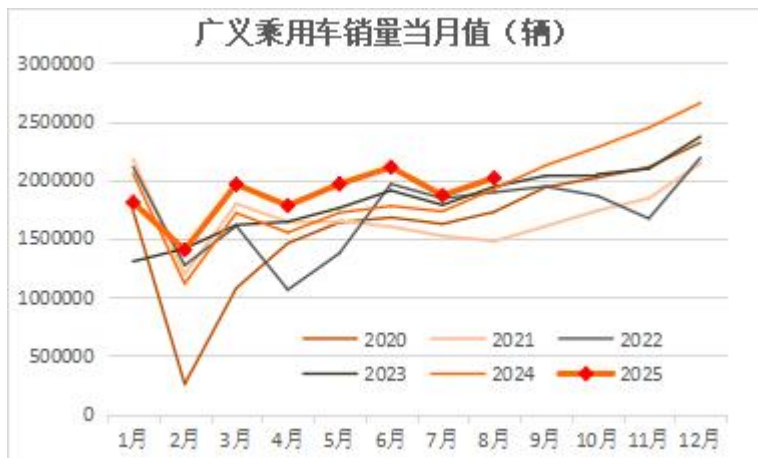
1) 各种消费补贴将持续；2) 其他措施

2.2.2 规模以上工业企业的盈利环比有所改善



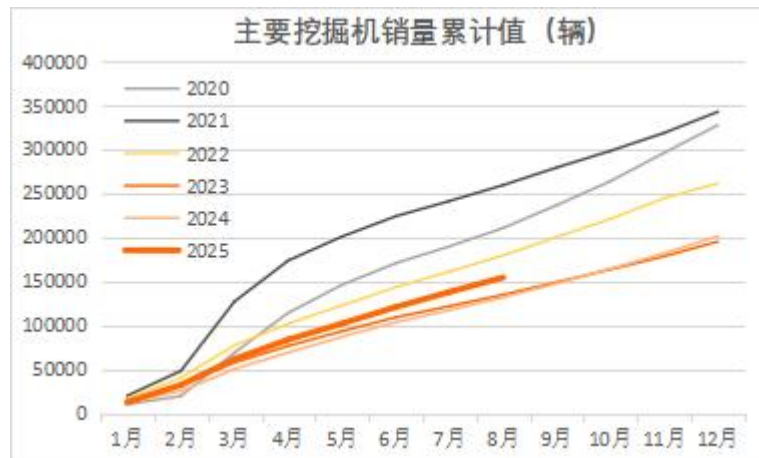
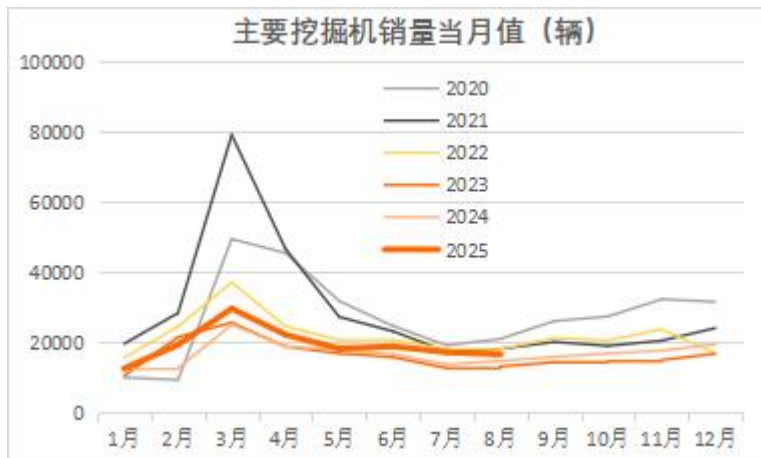
规模以上工业企业利润增速回升。中国1至8月份规模以上工业企业实现利润总额累计同比增速由负转正。另外，规模以上工业企业利润总额8月的同比增速为20%，出现了较大幅度的回升。预计随着“反内卷”政策的落地以及降息的落地，企业利润或多或少将有改善。另外，近半年A股上市公司的盈利已经回归增长。如果后期降息，则盈利改善的空间可能更大。

2.2.3汽车产量和出口量继续增加



- 无论是产量、销量以及出口量，今年将继续创新高，是目前为数不多的亮点
- 今年前九个月，中国出口新能源汽车175万8000辆，同比增长89.4%；受此拉动，中国汽车出口量同期增长14.8%，达到495万辆。
- 中国汽车的前五大出口地分别为俄罗斯、北美、中东、欧盟和巴西。其中，欧洲是中国电动车的第一大市场。欧盟自去年10月起，对中国进口电动车征收最高达45%的反补贴关税。

2.2.4 挖掘机产销量有好转



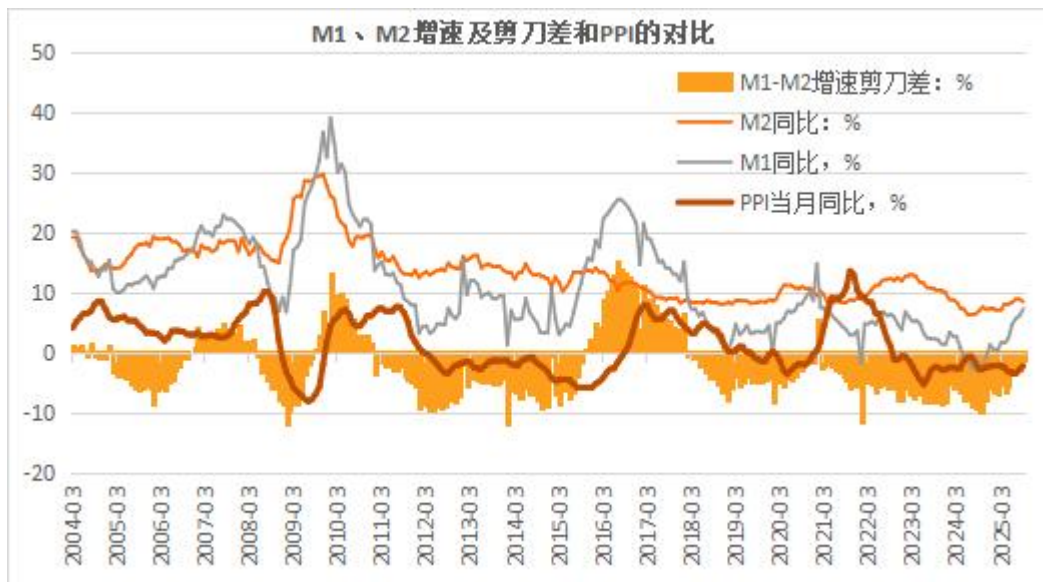
挖掘机产销量的上升，主要是低基数的影响，与高峰期相比，仍有较大差距。



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

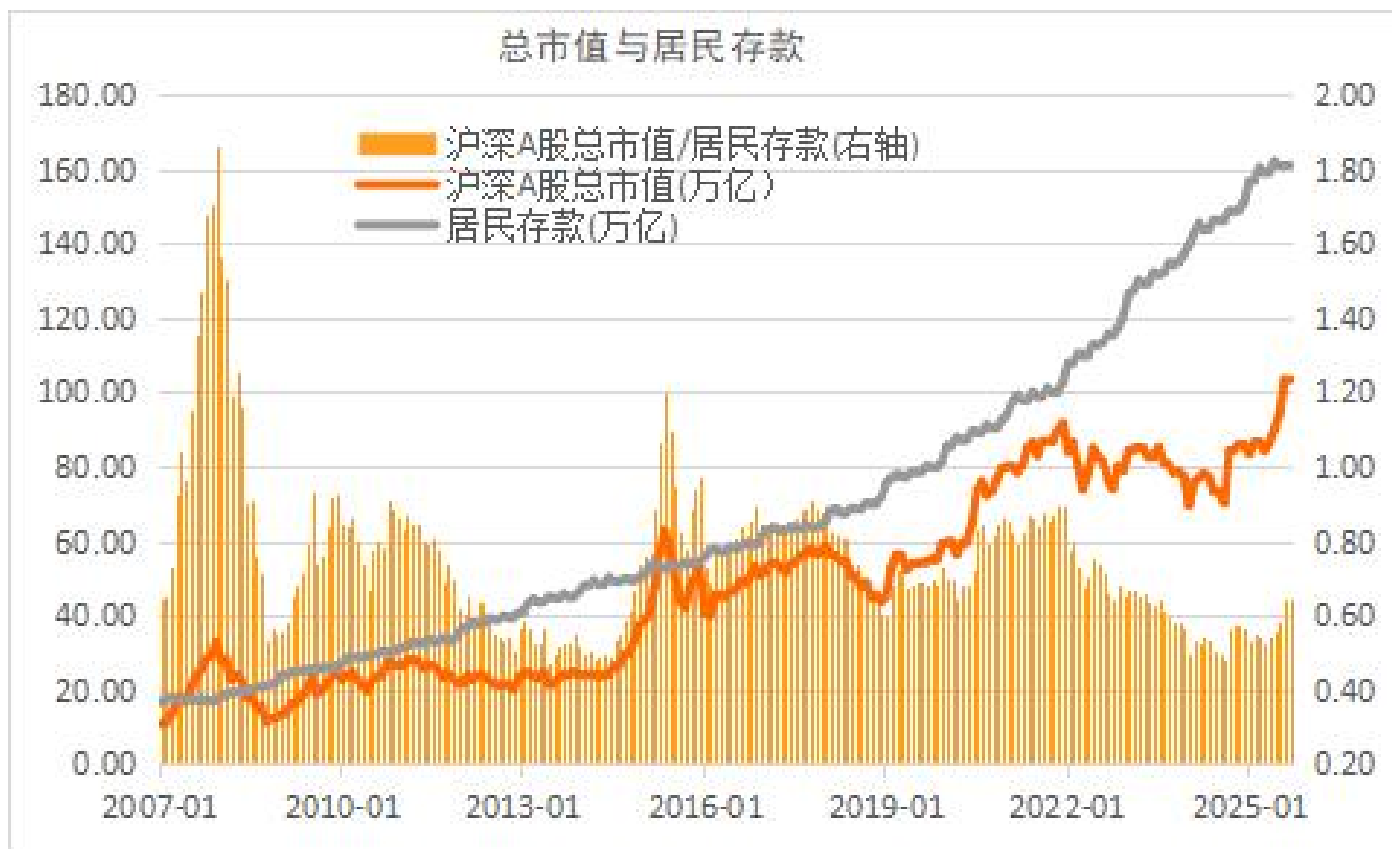
2.2.5 M1增速快速上升，M1-M2剪刀差快速收敛，下行周期总有结束之时



从历史数据看，当M1-M2剪刀差转为正值时，PPI也将跟随转为正值。这也意味着，本轮股市或将伴随着商品的牛市，这与2014-2015的牛市明显不同

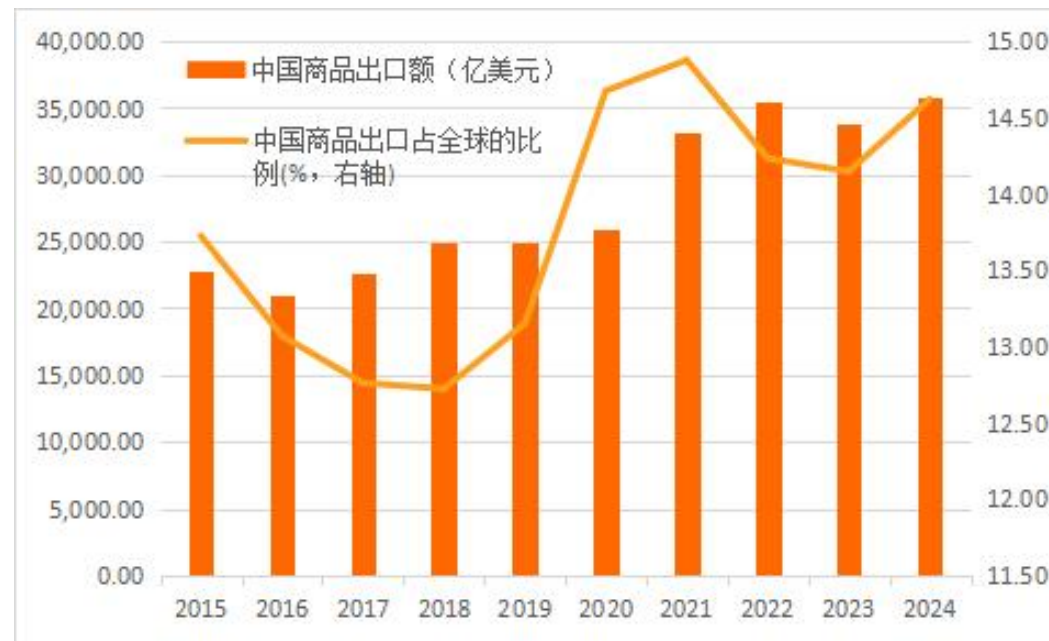
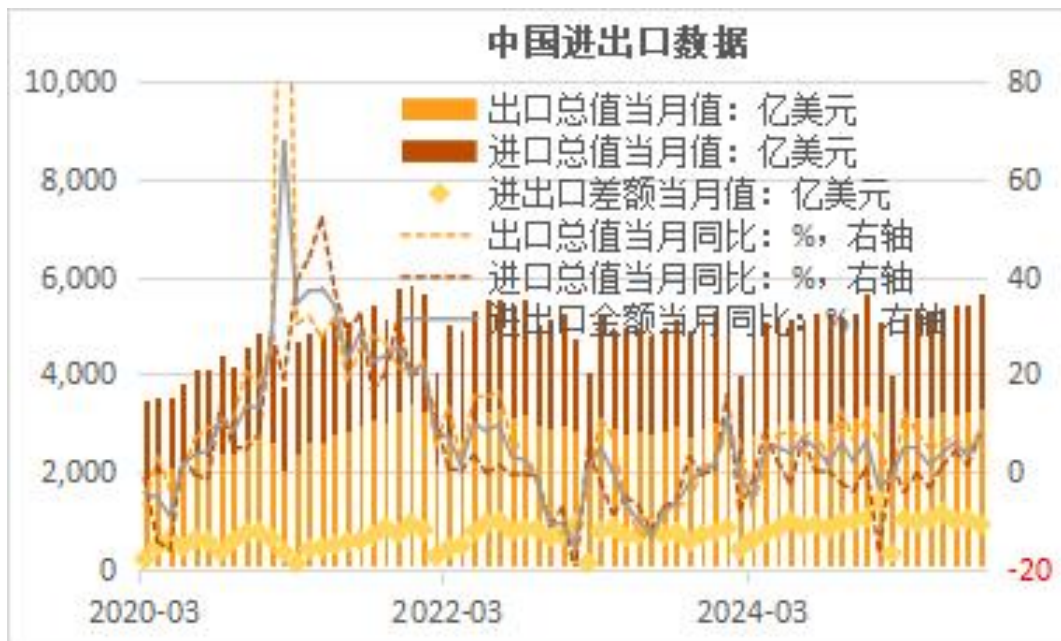
“反内卷”也可能是终结PPI下行的重要因素。不过，当前在产能过剩的领域，主要以民营企业为主，落后产能的退出难度更大

2.2.6存款搬家仍有空间，股市仍有上涨空间



因为居民存款大概率将维持上行趋势。股市的总市值与居民存款的比值尚处于低位，有很大的上行空间。从资产配置的角度来说，居民将资产更多的配置于股市的趋势才刚刚开始

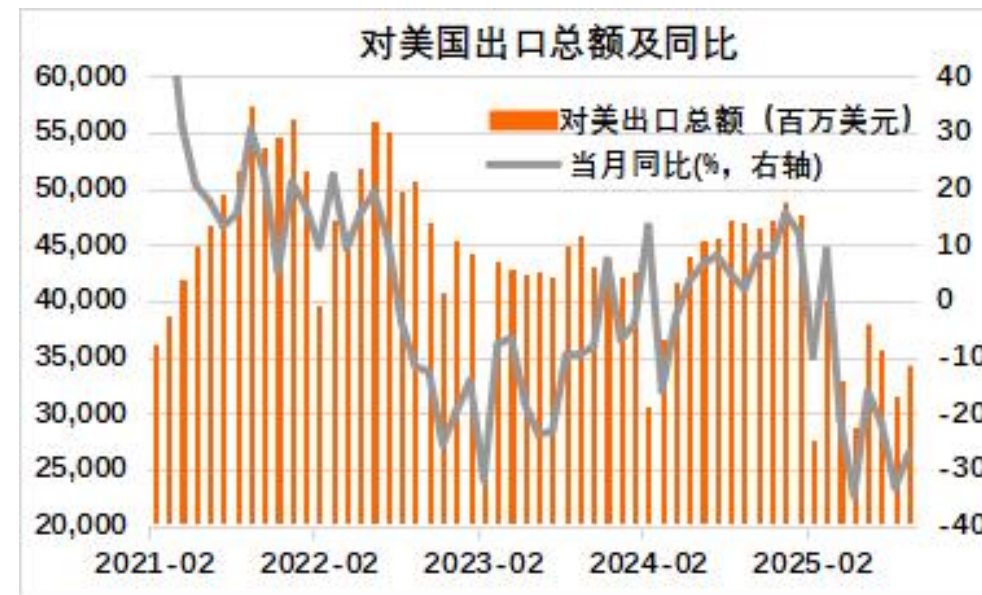
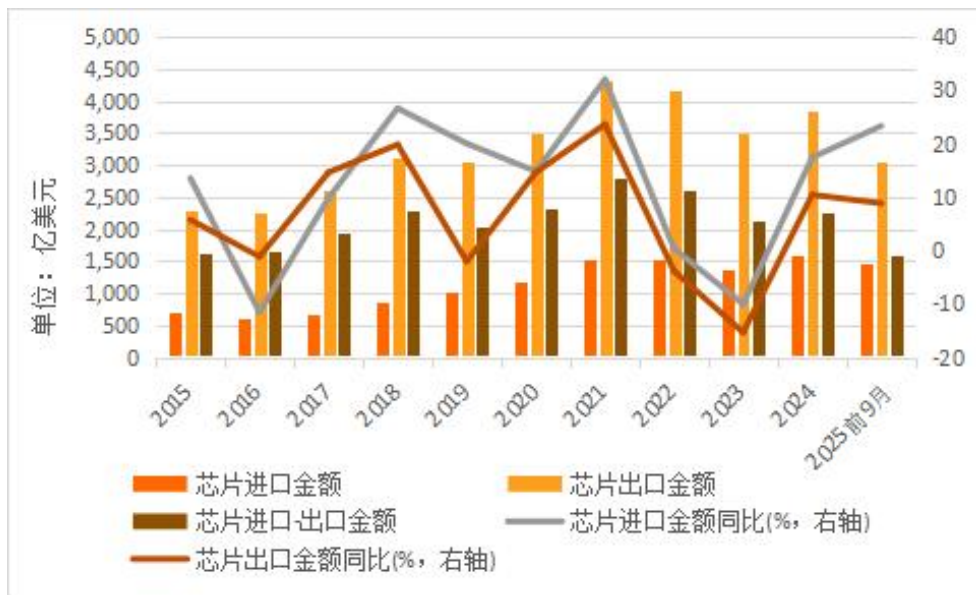
2.2.7出口相对较好，贸易战对出口影响比预期低



进出口增速好于预期

- 1) 主要因担心贸易战影响抢出口导致，目前对于出口的普遍看法是增速将回落，出口形势转差。
- 2) 供应链优势不断加强，中国的工业品不可替代。根据WTO的数据，2024年中国商品出口额为3.58万亿美元，占全球商品出口总额24.43万亿美元的14.6%，比2023年增加了0.4个百分点。今年前9个月，中国商品出口累积同比6.1%，高于去年同期的5.8%
- 3) 汽车、芯片等出口表现亮眼

2.2.8芯片出口以更快的速度在增加



芯片出口每年以20+%的速度在增加，而进口金额维持在10+%左右的速度，两者相差10%左右，今年前9个月，芯片出口与进口增速差扩大，且芯片进口与出口差额基本与去年同期一直，预计今年芯片进口与出口差额和去年接近。美国对中的芯片产业实施的封锁和长臂管辖，反而激发了本土芯片产业的活力

不过，需求注意的是，对美出口同比大幅回落

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

2.2.9 对当前宏观经济的总结

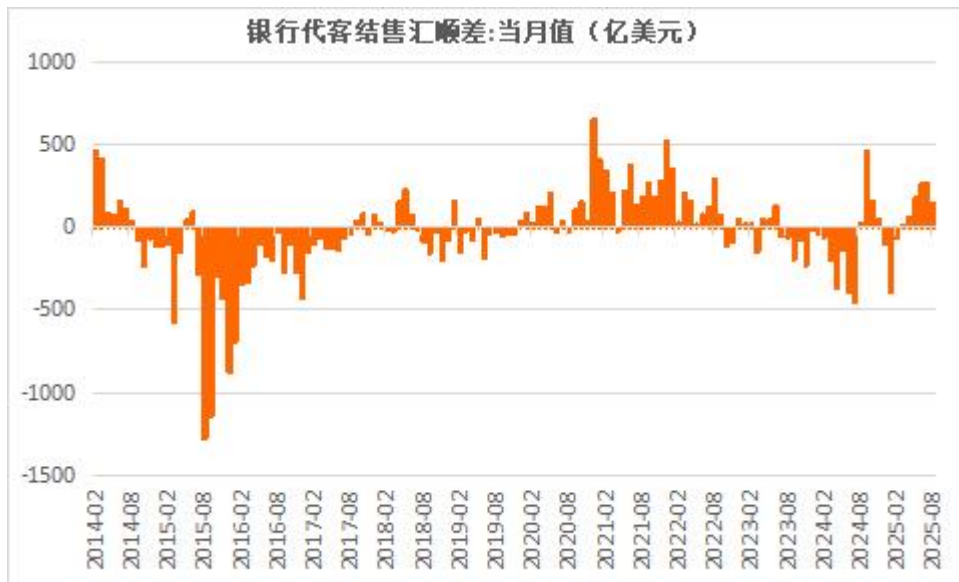
- 目前无论是投资、消费均存在较大的压力，房地产市场尚没有真正触底，劳动力市场仍存在较大的压力，市场的信心偏弱
- 但是，M1、M2的增速大幅回升，M1-M2剪刀差大幅收窄，预示股市、工业品价格均存在回升的动力。另外，汽车产销量、出口数量不断刷新纪录，股市的上涨带动市场信心改善。虽面临美国的压力，但外贸形势依然超越预期，出口维持高增速，说明中国商品很难替代，中国供应链优势不断增强。
- 积极的因素逐渐累计，或意味着当前的债券牛市进入尾声。

3.1 人民币升值压力相对更大，海外资金的流入是重要原因



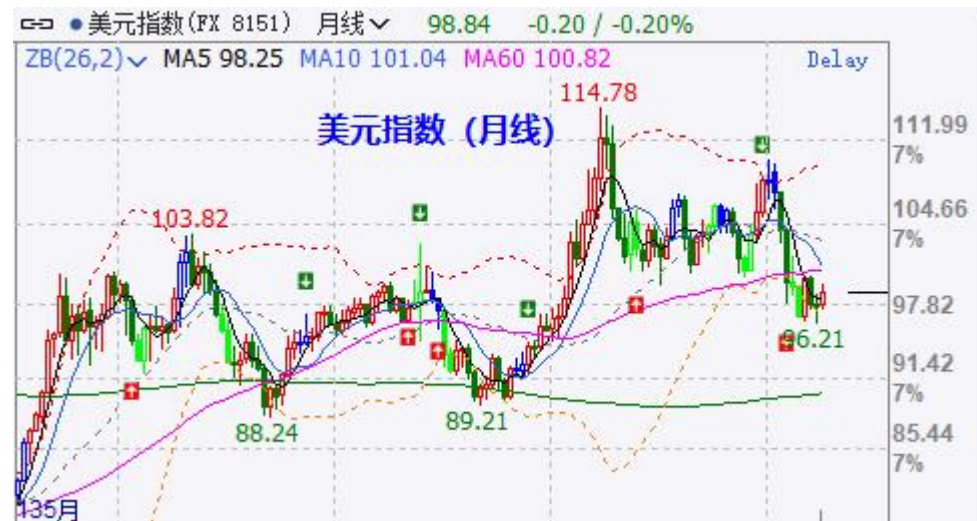
近期海外资金对A股的关注不断上升，预期大股改善，资金在不断流入，造成人民币升值压力比贬值压力大，官方有意控制人民币升值的节奏

3. 2美元打开下行空间，银行结售汇转为顺差



一方面因美元贬值压力增大，美股处于纪录高位，回调压力大，而海外投资者对A股的预期改善，在贸易盈余没有出现明显扩大的情况下，结售汇顺差扩大，或主要因海外热钱不断流入所致

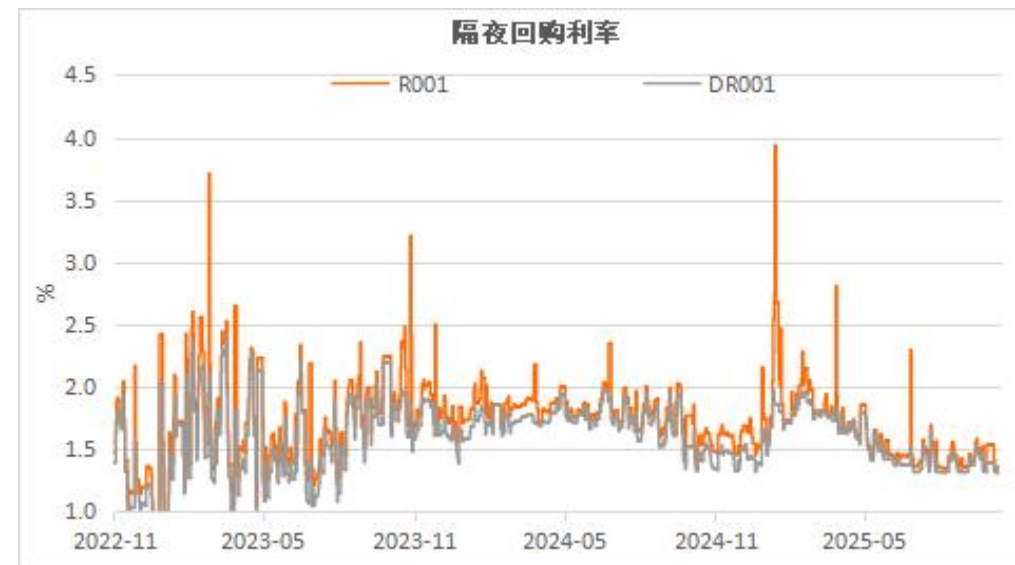
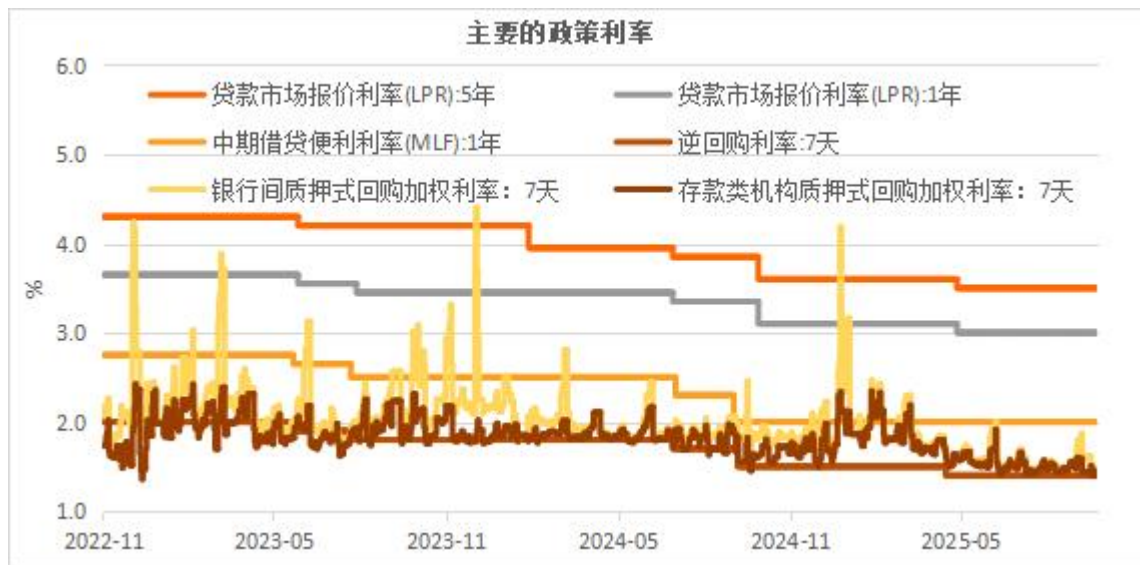
而且，一般来说，当结售汇转为顺差时，A股整体走势偏强



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

3.3 资金面宽松

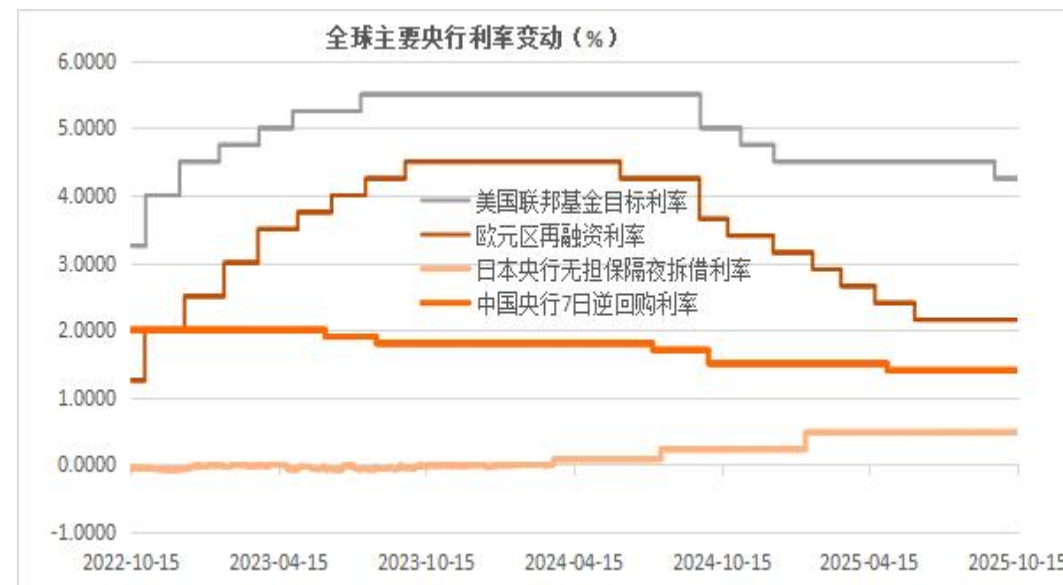
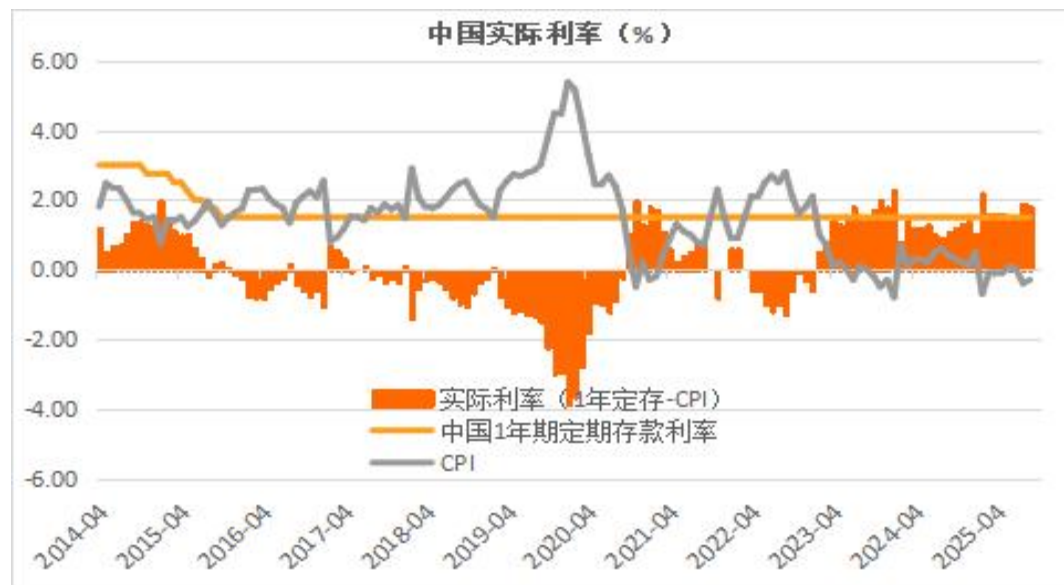


- 7天期逆回购利率已经在较长时期维持在低位，没有出现明显的波动。资金面宽松将继续，资金利率仍有继续下降的空间。
- 另外，虽然近期资金利率处于低位，且重心在不断下降，但国债期货却持续调整了超过半年时间，说明市场整体的预期出现了非常明显的变化。

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

3. 4美联储降息为国内降息提供了空间



美联储降息25个基点，预计年内仍有两次降息，各降25个基点。国内的商业银行已经下调了存款利率，为央行下调利率准备好了空间。

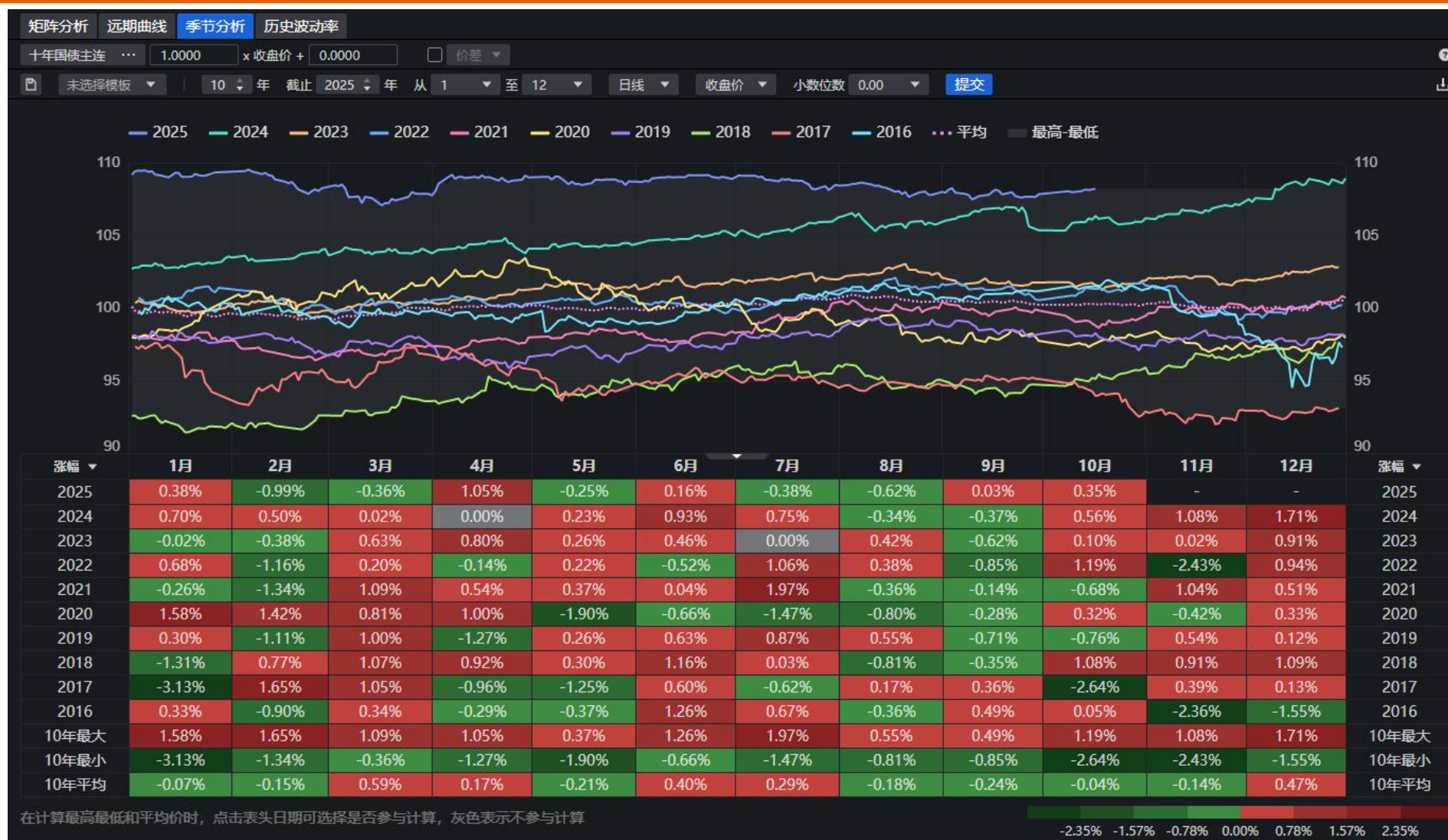
国内的实际利率仍很高，如果考虑PPI同比维持在-3%以下，对企业而言，实际利率更高。

8月份，有消息称，中国央行官员咨询了欧洲央行官员关于零利率的问题

3.5 未来仍有降息的空间

- 中美贸易摩擦加剧，带来市场风险偏好的短暂回落，股市出现了较大幅度的震荡，除了黄金之外，其他的主要资产均出现了回调
- 美联储大概率仍将降息两次，明年仍可能降息，中美利差收窄，缓解了稳汇率的压力
- 依然需要积极的货币政策来提振市场信心，巩固经济复苏的形势
- 高层的会议要求支持性的政策：加力提效实施逆周期调节，推动总量政策持续发力，用足用好政策资源，并加强跨年度政策衔接以更快见效（国务院总理李强10月14日下午主持召开经济形势专家和企业座谈会宏观政策原则）
- 所以，综合来看，国债期货在第四季度仍存在较大的冲高的可能。
- 长期的牛市是否可能结束？目前市场并没有形成一致预期，但即使没有结束，也已经进入末期（高位震荡时期）。
- 目前市场主要的分歧是，高位能震荡多久。

4.1 季节性规律显示，11-13月上涨概率大

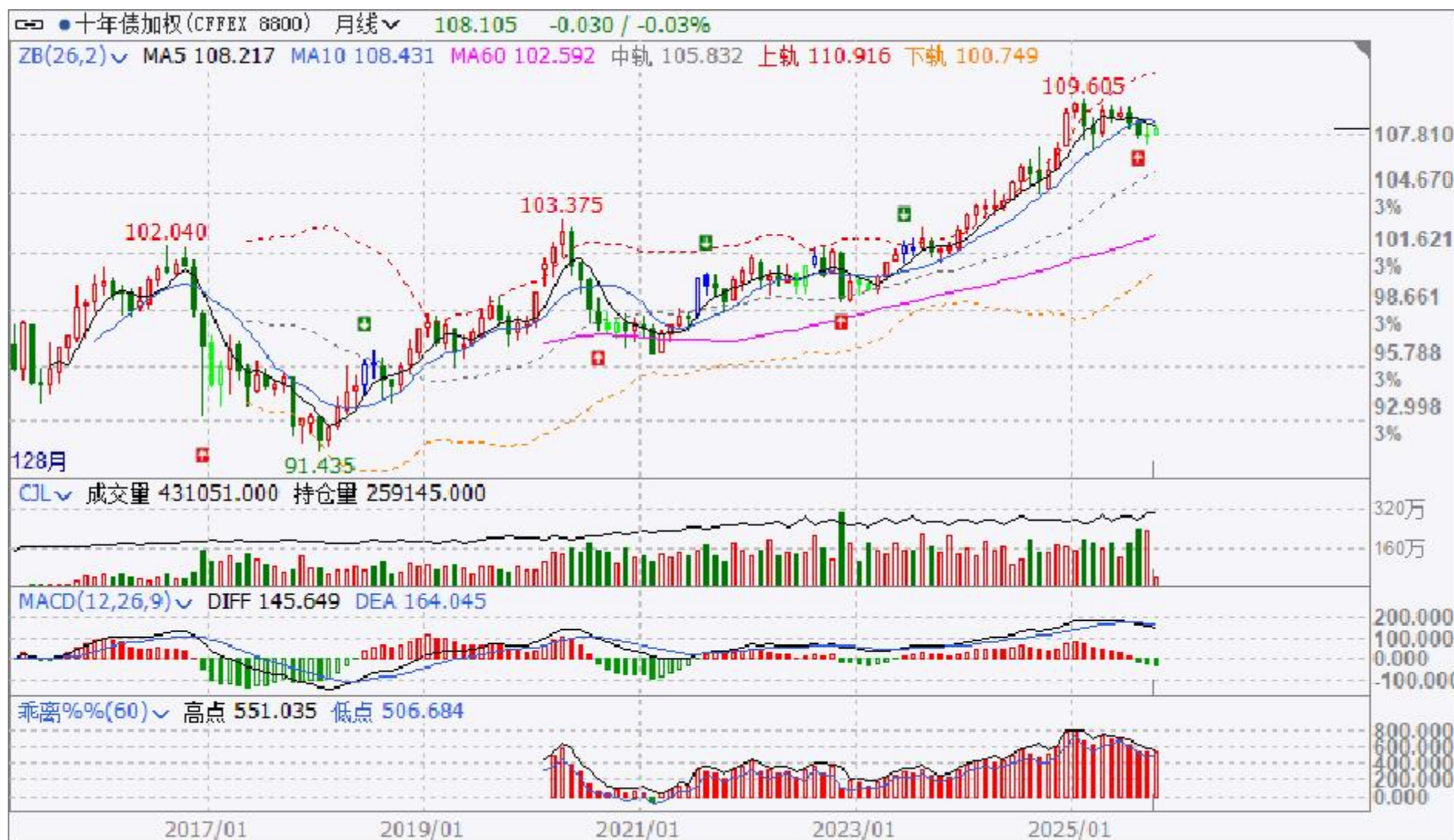


近10年的积极性规律显示，11-12月上涨概率大，其中12月的上涨概率达到89%，11月上涨的概率达到67%。

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

4.2 国债期货已经调整了半年多时间



调整的时间过长，预示着行情的反转或者牛市进入到了尾声

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

4.3 国债收益率与主要资产的对比



股市主要风险偏好以及市场的信心，工业品价格反映的是宏观经济的整体形势，在长期和中期，这两种大类资产与国债收益率呈现非常明显的负相关性。

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

4. 4结论以及建议

- 这轮债券牛市持续的时间超过了4年，自今年2月开始，出现了7个月时间的调整，调整的周期比较长，远超一般的牛市中线调整时间，预示着国债期货的牛市进入到了尾声，或者是已经转势（转为熊市），或者进入高位震荡。
- 支持国债期货牛市的主要逻辑：1）宏观经济仍处于筑底过程中；2）货币政策的支持；
- 预示国债期货进入熊市的主要逻辑：1）市场风险偏好的转变；2）宏观经济的积极信号增加，甚至有可能进入了上升周期；
- 四季度的支撑因素：1）中美贸易摩擦导致的市场风险偏好的阶段性回落；2）降准降息仍可期；
- 操作上：可考虑逢低做多国债期货，持有至12月或明年1月左右离场

4.5 风险分析

- 宏观经济筑底的时间或长于预期，国债期货上涨的周期大幅拉长；
- 海外宏观经济走势如果恶化，也会对国债期货的走势形成明显的支撑；
- 中期能否出现新高仍存在较大的不确定因素
- 国内降息幅度以及时间节点会对价格形成明显的影响

A decorative graphic at the top of the page consisting of several overlapping diamond shapes in various shades of orange and light orange, arranged in a symmetrical, downward-pointing pattern.

感谢阅读

投资有风险，入市需谨慎

A decorative graphic at the bottom of the page, identical to the one at the top, consisting of overlapping diamond shapes in shades of orange and light orange, arranged in a symmetrical, upward-pointing pattern.

免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。

山金期货官方微信号



投资有风险，入市需谨慎

。