

25 超长特别国债 06 会在 2026 年续发吗

2025 年 10 月 21 日

► **25 超长特别国债 06 会在 2026 年续发吗？** 整理 2020 年以来所有发行过的特别国债的每期发行时间，可以发现特别国债的发行有三个特征：1. 都是在二季度才启动发行；2. 续发比较紧凑，最大间隔的天数为 70 天；3. 历史上没有出现过跨年续发的情况。如果 2026 年继续按照往年特别国债的发行流程，那么至少需要等到 2026 年 3 月两会规定全年超长期特别国债规模之后才会开始发行，而 25 超长期特别国债 06 的最新一次续发时间在 2025 年 9 月 19 日，间隔期将长达半年，并且 2026 年我国将首次全面实施“零基预算”改革，超长期特别国债将采用“项目清单前置+预算后配”机制，即国家发改委先审核确定符合条件的项目清单，再根据清单规模安排国债资金预算，避免“资金闲置”或“项目等资金”，为区分每年的项目资金，用新代码首发可能是更方便的选择。总体而言，我们偏向于认为 25 超长特别国债 06 的规模大概率定格在 2470 亿元。

► **流动性观点：** 10 月为大税期，纳税截止日为 10 月 27 日，税期与跨月同步进行，可能会加大月末资金面的波动，但 MLF 的操作与月末时期匹配，预计本月 MLF 会同步增量续作。对于本周而言，公开市场 7DOMO 到期 7891 亿元，规模并不算大，政府债净缴款 1584 亿元，也处于偏低的水平，资金面的扰动因素不多，二十届四中全会（10 月 20 至 23 日）期间资金面维持宽松压力不大。存单方面，本周到期规模从 4936 亿元加大至 6167 亿元，可能会推动供给端继续提价，对于持续在 1.65%-1.70% 之间波动的存单利率而言，如果 1Y 存单收益率能够来到 1.68% 及以上，处于有价值的点位。

► **货币政策观点：** 随着 10 月 11 日特朗普在社交媒体上发文威胁要对中国加征关税，近期市场避险情绪升温，开启新一轮 TACO 交易。当前中美贸易摩擦依然有不确定性叠加 2024 年四季度一揽子增量政策推高基数，四季度稳增长的必要性上升，市场对降息预期升温。对于后续降息的看法，我们认为从外部环境来看，当前汇率贬值压力明显减轻、升值压力有所加大，9 月美联储开启新一轮降息周期后中美利差收窄，10 月 28-29 日 FOMC 会议不排除继续降息，我国进一步降息的外部约束减轻；从内部情况来看，当前通胀水平偏低（9 月 CPI 同比-0.3%，主要是猪肉和鲜果价格进一步下跌），对应实际利率偏高，在内需、信贷不足、出口面临外部摩擦的情况下，降息有利于支持稳增长。但需要注意的是，当前存单利率总体提价、商业银行净息差压力偏大，资本市场表现尚可，政策的实际落地需要看到新一轮存款利率调降以及至少要等到新一轮中美经贸磋商之后，预计 10 月 31 日至 11 月 1 日在韩国庆州举行的 APEC 峰会可能是中美谈判的一个窗口。

► **地方政府债策略：** 国庆节后地方债发行规模锐减带动二级市场成交量明显下滑，但上周在超长债行情的推动下成交量抬升至 500 亿元以上。后续关注：（1）关注 5000 亿元特殊再融资债的主要集中期限，如果明显集中在一个期限会带动该期限地方债与国债利差明显走阔，如 2023 年四季度的 1.39 万亿元特殊再融资债中 5Y 是主要发行期限，导致当时 5Y 地方债与国债利差从 3bp 大幅走阔至 30bp；又如 2024 年四季度的 2 万亿元置换债中 30Y 是主要发行期限，导致当时 30Y 地方债与国债利差从 2bp 大幅走阔至 27bp。（2）从截至 10 月 17 日的动态隐含税率来看，20Y、30Y 含税收率已经压缩至 2%-2.5%，20Y 和 30Y 的估值基本相同，结合配置盘国庆后买入力量明显减弱，超长端隐含税率进一步压缩空间有限。当前 2Y、3Y、5Y、10Y、15Y 的隐含税率还有 4% 以上，并且 5Y、10Y、15Y 与国债利差均在 20bp 以上，处于 2022 年以来 70% 附近、2024 年以来 90% 附近分位点。目前 25 天津债 54（5Y 个券）隐含税率最高，为 10.80%，其余隐含税率在 5% 以上的个券建议关注 25 浙江债 48、25 湖南债 61、25 深圳债 58、25 湖南 47、25 湖北债 73。（3）当前地方债曲线中，4-5Y 老券非常平坦，关注 4Y 左右的地方债老券，如 24 河南债 80、24 安徽债 75、25 福建债 16；除好地区外的 9-10Y 的专项债非常平坦，关注 9Y 左右的地方债中等、弱地区专项债老券，关注 24 内蒙古债 31、24 云南债 36、24 贵州债 35、24 山东债 76。

► **风险提示：** 政府债供给超预期，货币政策超预期，经济表现超预期。

**分析师 徐亮**

执业证书：S0100525070004

邮箱：xliang@glms.com.cn

研究助理 黄紫仪

执业证书：S0100125070012

邮箱：huangziyi@glms.com.cn

相关研究

1. 信用债周策略 20251020：长周期城投有哪些机会-2025/10/20
2. 债券策略周报 20251019：哪些债券策略还有空间-2025/10/19
3. 海外利率周报 20251019：由于降息预期和信贷风险事件，美债利率继续下行-2025/10/19
4. 转债周策略 20251018：转债强赎短期如何影响正股-2025/10/18
5. 流动性跟踪与地方债策略专题：10 月下旬之前预计资金面保持舒适-2025/10/14

目录

1 主要观点	3
1.1 25 超长特别国债 06 会在 2026 年续发吗?	3
1.2 货币政策与流动性观点	5
1.3 地方债观点	6
2 货币市场利率跟踪	9
3 公开市场操作跟踪	11
4 政府债跟踪	13
4.1 政府债发行	13
4.2 政府债缴款	14
4.3 地方政府债策略	14
5 同业存单跟踪	20
5.1 同业存单一级市场	20
5.2 同业存单二级市场	22
6 超储率跟踪	23
7 风险提示	24
插图目录	25

1 主要观点

1.1 25 超长特别国债 06 会在 2026 年续发吗？

四季度国债发行计划中把原本要续发的 25 超长期特别国债 06 取消了，改为分别续发一次 20 年期和 50 年期特别国债，该修改影响了市场对于年内 30 年国债活跃券的判断。我们整理 2020 年以来所有关键期限国债发行的情况，发现每年都有几只在 9 月后首发的国债会在次年继续续发，续发跨度最大的是 23 附息国债 23，该债券首发在 2023 年 10 月 13 日，最后一次续发在 2024 年 12 月 6 日，由于不断续发加大存续规模，也导致 23 附息国债 23 持续保持着较好的流动性。既然年内 25 超长期特别国债 06 没有续发的可能性了，那么是否会在 2026 年进行续发呢？

单独整理 2020 年以来所有发行过的特别国债的每期发行时间，可以发现特别国债的发行有三个特征：1. 都是在二季度才启动发行；2. 续发比较紧凑，最大间隔的天数为 70 天；3. 历史上没有出现跨年续发的情况。如果 2026 年继续按照往年特别国债的发行流程，那么至少需要等到 2026 年 3 月两会规定全年超长期特别国债规模之后才会开始发行，而 25 超长期特别国债 06 的最新一次续发时间在 2025 年 9 月 19 日，间隔期将长达半年，并且 2026 年我国将首次全面实施“零基预算”改革，超长期特别国债将采用“项目清单前置+预算后配”机制，即国家发改委先审核确定符合条件的项目清单，再根据清单规模安排国债资金预算，避免“资金闲置”或“项目等资金”，为区分每年的项目资金，用新代码首发可能是更方便的选择。总体而言，我们偏向于认为 25 超长特别国债 06 的规模大概率定格在 2470 亿元。

图1：跨年续发的国债

债券代码	债券简称	债券期限	首次发行日期	续发日期1	续发日期2	续发日期3	续发日期4	续发日期5	续发日期6	续发日期7
200012.IB	20附息国债12	30(Y)	2020-09-11	2020-10-23	2020-11-13	2020-12-11	2021-01-15	2021-03-26		
200013.IB	20附息国债13	5(Y)	2020-10-21	2020-11-11	2020-12-09	2021-01-13	2021-02-24			
200014.IB	20附息国债14	3(Y)	2020-11-04	2020-12-02	2021-01-06	2021-02-03	2021-03-03			
200016.IB	20附息国债16	10(Y)	2020-11-18	2020-12-16	2021-01-20	2021-02-24	2021-03-17	2021-04-21		
200017.IB	20附息国债17	7(Y)	2020-12-02	2021-01-06	2021-02-03	2021-03-03	2021-04-07			
200018.IB	20附息国债18	2(Y)	2020-12-09	2020-12-23	2021-01-13	2021-02-24	2021-03-10	2021-04-14		
210012.IB	21附息国债12	3(Y)	2021-09-01	2021-10-13	2021-11-03	2021-12-01	2022-01-26			
210013.IB	21附息国债13	7(Y)	2021-10-13	2021-11-03	2021-12-01	2022-01-26	2022-02-23			
210014.IB	21附息国债14	30(Y)	2021-10-15	2021-11-12	2021-12-10	2022-01-14	2022-02-18	2022-03-11		
210015.IB	21附息国债15	2(Y)	2021-10-20	2021-11-10	2021-12-08	2022-01-19	2022-02-09			
210017.IB	21附息国债17	10(Y)	2021-11-17	2021-12-15	2022-01-12					
220024.IB	22附息国债24	30(Y)	2022-10-24	2022-11-04	2022-12-02	2023-01-18	2023-02-10	2023-03-10		
220025.IB	22附息国债25	10(Y)	2022-11-14	2022-12-21	2023-01-18					
220026.IB	22附息国债26	3(Y)	2022-11-24	2022-12-14	2023-01-11					
220027.IB	22附息国债27	7(Y)	2022-12-14	2023-01-11	2023-02-14					
220028.IB	22附息国债28	2(Y)	2022-12-23	2023-01-18	2023-02-08					
230023.IB	23附息国债23	30(Y)	2023-10-13	2023-11-10	2023-12-08	2024-01-12	2024-02-02	2024-03-08	2024-04-29	2024-12-06
230025.IB	23附息国债25	3(Y)	2023-11-14	2023-12-06	2024-01-10					
230026.IB	23附息国债26	10(Y)	2023-11-24	2023-12-20	2024-01-17					
230027.IB	23附息国债27	2(Y)	2023-12-14	2024-01-17	2024-02-07					
230028.IB	23附息国债28	7(Y)	2023-12-22	2024-01-10	2024-02-07					
240022.IB	24附息国债22	3(Y)	2024-11-14	2024-12-11	2025-01-24					
240023.IB	24附息国债23	10(Y)	2024-11-22	2024-12-11	2025-01-22					
240024.IB	24附息国债24	2(Y)	2024-12-13	2025-01-10	2025-02-07					
240025.IB	24附息国债25	7(Y)	2024-12-24	2025-01-10	2025-02-19					

资料来源：iFinD，民生证券研究院

图2：特别国债发行安排（单位：天）

债券代码	债券简称	首次发行日期	续发日期1	续发日期2	续发日期3	续发日期4	续发间隔日期1	续发间隔日期2	续发间隔日期3	续发间隔日期4
2000001.IB	20抗疫国债01	2020-06-18	2020-06-30	2020-07-08	2020-07-14		12	8	6	
2000002.IB	20抗疫国债02	2020-06-18	2020-07-01				13			
2000003.IB	20抗疫国债03	2020-06-23	2020-06-30	2020-07-02	2020-07-07	2020-07-09	7	2	5	2
2000004.IB	20抗疫国债04	2020-07-15	2020-07-21	2020-07-23	2020-07-28	2020-07-30	6	2	5	2
2200001.IB	22特别国债	2022-12-12								
2400001.IB	24特别国债01	2024-05-17	2024-06-07	2024-06-21	2024-07-05		21	14	14	
2400002.IB	24特别国债02	2024-05-24	2024-06-19	2024-07-19			26	30		
2400003.IB	24特别国债03	2024-06-14	2024-08-09	2024-10-16			56	68		
2400004.IB	24特别国债04	2024-07-24	2024-08-02	2024-08-21	2024-09-06		9	19	16	
2400005.IB	24特别国债05	2024-08-14	2024-09-20	2024-10-18	2024-11-08		37	28	21	
2400101.IB	24续作特别国债01	2024-08-29								
2400102.IB	24续作特别国债02	2024-08-29								
2400006.IB	24特别国债06	2024-09-24	2024-10-11	2024-10-25	2024-11-15		17	14	21	
2500001.IB	25超长特别国债01	2025-04-24	2025-05-16	2025-06-20			22	35		
2500002.IB	25超长特别国债02	2025-04-24	2025-05-09	2025-05-21	2025-06-06	2025-06-24	15	12	16	18
2500801.IB	25注资特别国债01	2025-04-24	2025-05-14				20			
2500802.IB	25注资特别国债02	2025-05-14	2025-06-04				21			
2500003.IB	25超长特别国债03	2025-05-23	2025-08-01	2025-09-10	2025-10-10		70	40	30	
2500004.IB	25超长特别国债04	2025-07-14	2025-08-14	2025-09-17	2025-10-14		31	34	27	
2500005.IB	25超长特别国债05	2025-07-14	2025-07-24	2025-08-08			10	15		
2500006.IB	25超长特别国债06	2025-08-22	2025-09-05	2025-09-19			14	14		

资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2 货币政策与流动性观点

跨季后央行持续回笼质押式逆回购的同时进一步扩大净投放买断式逆回购，整体形成“缩短放长”的公开市场操作，隔夜资金利率持续维持在 1.3% 附近的水平，资金面体感明显宽松（资金利率走势类似于 8 月）。与宽松的资金状态背离的是 7 月中旬以来 1Y 同业存单利率总体提价，二级市场 1Y 同业存单从 8 月 15 日开始一直在 1.65%-1.70% 区间震荡，说明银行对于中长期流动性的需求更大。央行“缩短放长”有利于向银行体系注入中期流动性，稳定银行对于资金面的预期，增强其融出意愿，最终让资金面维持在相对稳定的充裕状态。

10 月为大税期，纳税截止日为 10 月 27 日，税期与跨月同步进行，可能会加大月末资金面的波动，但 MLF 的操作与月末时期匹配，预计本月 MLF 会同步增量续作。对于本周而言，公开市场 7DOMO 到期 7891 亿元，规模并不算大，政府债净缴款 1584 亿元，也处于偏低的水平，资金面的扰动因素不多，二十届四中全会（10 月 20 至 23 日）期间资金面维持宽松压力不大。存单方面，本周到期规模从 4936 亿元加大至 6167 亿元，可能会推动供给端继续提价，对于持续在 1.65%-1.70% 之间波动的存单利率而言，如果 1Y 存单收益率能够来到 1.68% 及以上，处于有价值的点位。

随着 10 月 11 日特朗普在社交媒体上发文威胁要对中国加征关税，近期市场避险情绪升温，开启新一轮 TACO 交易。当前中美贸易摩擦依然有不确定性叠加 2024 年四季度一揽子增量政策推高基数，四季度稳增长的必要性上升，市场对降息预期升温。对于后续降息的看法，我们认为从外部环境来看，当前汇率贬值压力明显减轻、升值压力有所加大，9 月美联储开启新一轮降息周期后中美利差收窄，10 月 28-29 日 FOMC 会议不排除继续降息，我国进一步降息的外部约束减轻；从内部情况来看，当前通胀水平偏低（9 月 CPI 同比-0.3%，主要是猪肉和鲜果价格进一步下跌），对应实际利率偏高，在内需、信贷不足、出口面临外部摩擦的情况下，降息有利于支持稳增长。但需要注意的是，当前存单利率总体提价、商业银行净息差压力偏大，资本市场表现尚可，政策的实际落地需要看到新一轮存款利率调降以及至少要等到新一轮中美经贸磋商之后，预计 10 月 31 日至 11 月 1 日在韩国庆州举行的 APEC 峰会可能是中美谈判的一个窗口。此外，2025 金融街论坛年会将于 2025 年 10 月 27 日至 30 日召开，会议主题是《创新、变革、重塑下的全球金融发展》，参会单位/人员包括全球 30 多个国家和地区的 400 余位重要嘉宾，包括中国人民银行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、中国证监会主席吴清等，将是党的二十届四中全会后，经济金融领域首次举办的国家级、国际性论坛。年会将深入学习贯彻全会精神，围绕“十五五”金融改革发展方向、进一步做好金融“五篇大文章”，届时系列金融政策将在年会期间发布。参考过去金融街论坛年会的成果，我们预计不会涉及到具体的货币政策调整。

图3：10月20日-10月24日资金面影响因素（单位：亿元）

流动性项目		2025/10/20	2025/10/21	2025/10/22	2025/10/23	2025/10/24	合计
央行公开市场操作	质押式逆回购到期	2538	910	435	2360	1648	到期7891
	买断式逆回购到期	0	0	0	0	0	到期0
	国库现金定存到期	0	0	0	0	0	到期0
	MLF回笼	0	0	0	0	0	回笼0
政府债发行	国债	3310	0	550	0	2470	6330
	地方债	670	518	0	779	505	2472
	国债+地方债合计	3980	518	550	779	2975	8802
政府债净融资	国债	3310	0	-2792	-302	2470	2686
	地方债	420	203	-79	746	475	1766
	国债+地方债合计	3730	203	-2870	443	2945	4452
政府债发行缴款	国债	0	3310	0	550	0	3860
	地方债	110	670	518	0	776	2074
	国债+地方债合计	110	3980	518	550	776	5934
政府债净缴款	国债	0	3310	-3342	248	0	216
	地方债	-141	356	439	-33	746	1367
	国债+地方债合计	-141	3666	-2902	215	746	1584
同业存单	存单到期	208	2277	881	906	1895	到期6167

资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.3 地方债观点

10月17日财政部召开2025年前三季度财政收支情况新闻发布会，主要有两个值得关注的信息：

一是提及“财政部将继续提前下达2026年新增地方政府债务限额”，提前下达的意义在于“便于各地做好与2026年预算编制的衔接，支持重点项目2026年一季度建设资金需求”，明确回复了提前下达的额度并不会在2025年内使用。近期河北财政在《河北省人民政府关于河北省今年以来省级预算及省总预算执行情况的报告》中提到“报经国务院同意，财政部核定我省2025年新增政府债务限额2706亿元。其中，财政部已下达河北省2026年置换存量隐性债务限额280亿元，目前处于待分配状态”，市场认为是2026年新增地方政府债务限额提前下达的部分，我们认为这个观点并不正确，280亿元是河北在2024-2026年每年2万亿元置换债中的额度，并且此次财政部也明确提到了“抓紧履行有关程序，尽早下达限额”，说明限额尚未实际下达。

二是提及“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”，与市场预期的提前使用2026年2万亿元化债额度不同（对应债券类型为置换债），2025年四季度将使用结存限额1.26万亿元中的5000亿元用于补充地方政府综合财力（对应债券类型为特殊再融资债），用途除支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款外，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设，精准支持扩大有效投资，更好发挥经济大省挑大梁作用，预计年内再度推出增量财政的概率偏低，5000亿元的规模虽然低于市场预期的规模，但配合5000亿元新型政策性金融工具，2025年Q4和2026Q1的投资或将有所修复。根据新华社消

息，截至 10 月 17 日国开行已投放新型政策性金融工具 1893.5 亿元，预计可拉动项目总投资 2.8 万亿元；农发行已投放新型政策性金融工具 1001.11 亿元，预计可拉动项目总投资超 1.26 万亿元。

政府债供给方面，在不考虑年内增量财政政策出台的情况下我们预计 2025 年四季度政府债发行 4.91-5.48 万亿元，净融资 1.41-1.98 万亿元，明显低于 2024 年四季度的 3.90 万亿元。考虑增量财政政策 5000 亿元后，预计四季度政府债发行 5.41-5.98 万亿元，净融资 1.91-2.48 万亿元。

地方债一级发行进度方面，预计截至 10 月 26 日，置换债累计发行 19900 亿元，进度达 99.50%；新增一般债累计发行 6730 亿元，进度达 84.13%；新增专项债累计发行 38097 亿元，进度达 86.58%，其中特殊新增专项债累计发行 12169 亿元（超出理论 8000 亿元限额，有资金用于偿还欠款）、土储专项债发行 3040 亿元、保障房专项债发行 38 亿元；此外，5000 亿元的结存限额部分从 10 月 21 日开始发行，目前公布 73 亿元。当前公布的四季度地方债发行计划规模为 8949 亿元，其中 10-12 月分别 5423 亿元、3438 亿元、88 亿元。

地方债二级方面，国庆节后地方债发行规模锐减带动二级市场成交量明显下滑，但上周在超长债行情的推动下成交量抬升至 500 亿元以上。后续关注：

(1) 关注 5000 亿元特殊再融资债的主要集中期限，如果明显集中在一个期限会带动该期限地方债与国债利差明显走阔，如 2023 年四季度的 1.39 万亿元特殊再融资债中 5Y 是主要发行期限，导致当时 5Y 地方债与国债利差从 3bp 大幅走阔至 30bp；又如 2024 年四季度的 2 万亿元置换债中 30Y 是主要发行期限，导致当时 30Y 地方债与国债利差从 2bp 大幅走阔至 27bp。

(2) 从截至 10 月 17 日的动态隐含税率来看，20Y、30Y 含税券隐含税率已经压缩至 2%-2.5%，20Y 和 30Y 的估值基本相同，结合配置盘国庆后买入力量明显减弱，超长端隐含税率进一步压缩空间有限。当前 2Y、3Y、5Y、10Y、15Y 的隐含税率还有 4%以上，并且 5Y、10Y、15Y 与国债利差均在 20bp 以上，处于 2022 年以来 70%附近、2024 年以来 90%附近分位点。目前 25 天津债 54（5Y 个券）隐含税率最高，为 10.80%，其余隐含税率在 5%以上的个券建议关注 25 浙江债 48、25 湖南债 61、25 深圳债 58、25 湖南 47、25 湖北债 73。

(3) 当前地方债曲线中，4-5Y 老券非常平坦，关注 4Y 左右的地方债老券，如 24 河南债 80、24 安徽债 75、25 福建债 16；除好地区外的 9-10Y 的专项债非常平坦，关注 9Y 左右的地方债中等、弱地区专项债老券，关注 24 内蒙古债 31、24 云南债 36、24 贵州债 35、24 山东债 76。

(4) 从流动性角度来看：

①10Y 关注 25 内蒙古债 24、25 山东 17、25 四川债 64、25 青海债 10；

②15Y 关注 25 河北债 59、25 内蒙古债 25、25 安徽债 80、25 安徽债 84、

25 安徽债 95、25 广东债 41；

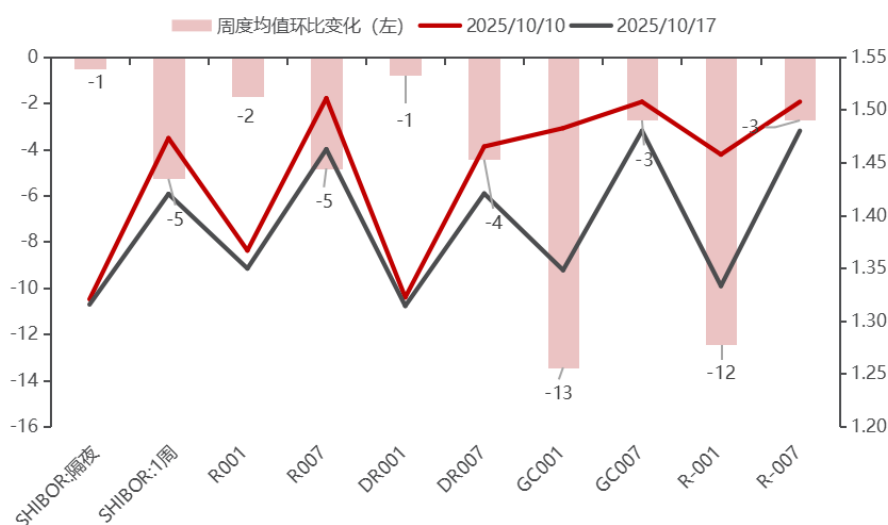
③20Y 关注 25 安徽债 96、25 广西债 24、25 安徽债 81、25 河南债 62、25 河南债 60、25 湖北债 90；

④30Y 关注 25 湖南 49、25 广东债 44、25 广东债 60、25 河南债 65、25 广东债 58、25 江苏 44。

2 货币市场利率跟踪

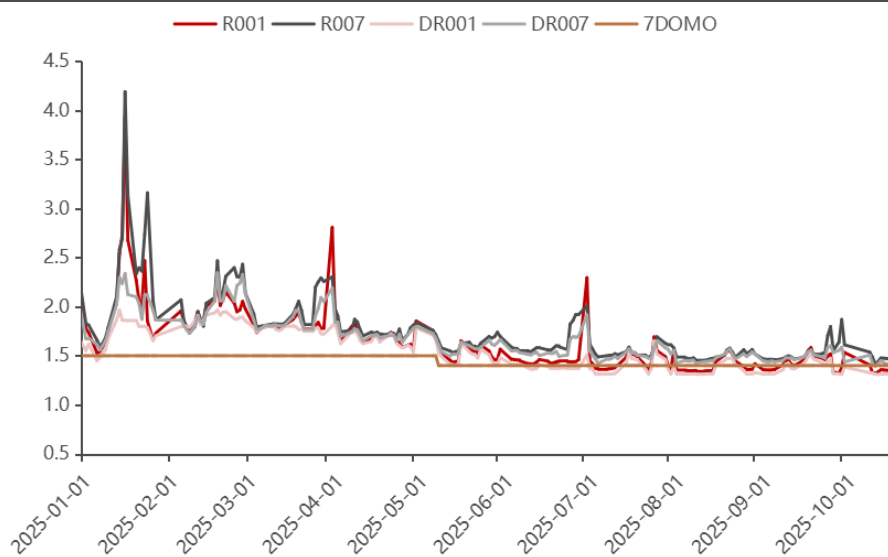
10月13日-10月17日央行“缩短放长”，资金利率维持低位，具体来看：DR001 维持在 1.31%-1.32% 之间，R001 维持在 1.35%-1.36% 之间，DR007 从 1.45% 下行至 1.41%，R007 维持在 1.47%-1.48% 之间，R007 与 DR007 利差维持在 5bp 左右。

图4：主要资金利率周度跟踪（左轴单位：bp，右轴单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：主要资金利率日度跟踪（单位：%）

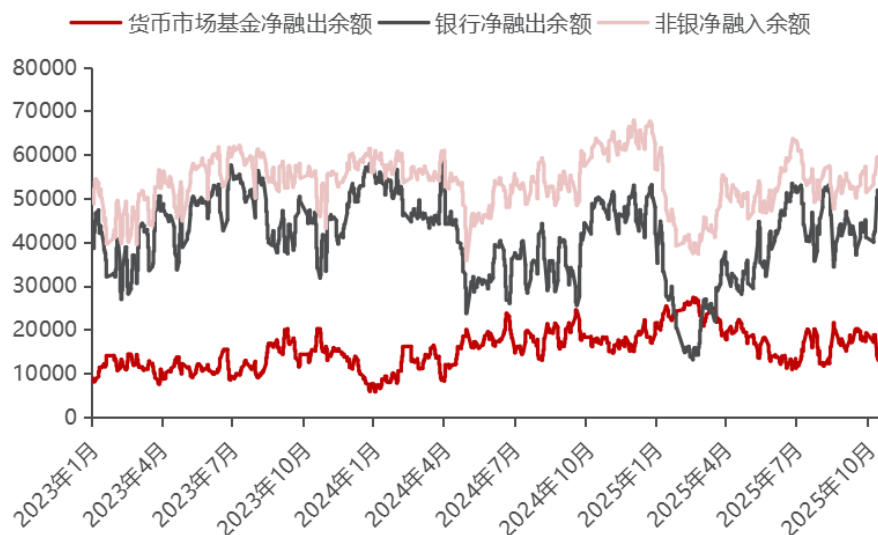


资料来源：iFinD，民生证券研究院

10月13日-10月17日银行资金融出规模明显修复，国股行日度净融出余额从4万亿元左右回升至5万亿元附近，处于年内较高水平，货币基金日度净融出

余额从 1.52 万亿元下降至 1.34 万亿元。

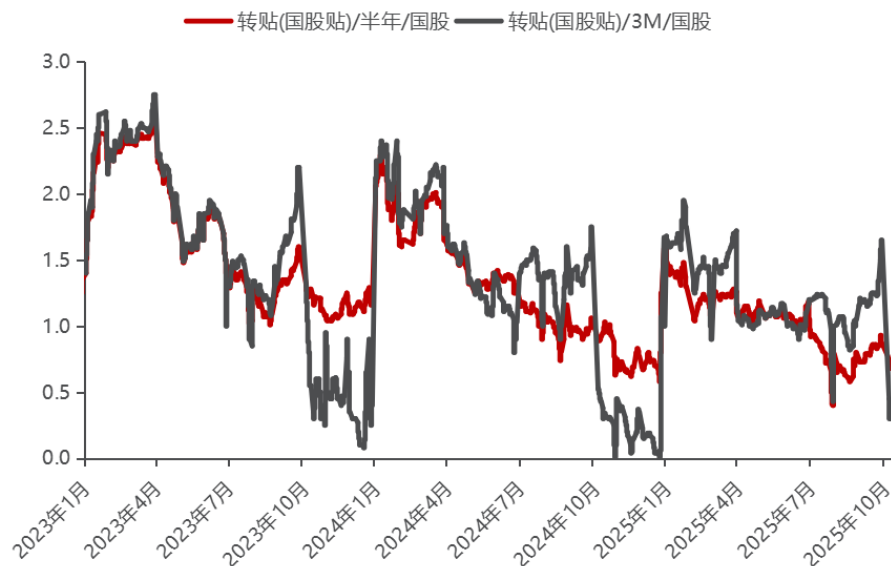
图6：质押式回购资金流出情况（单位：亿元）



资料来源：外汇交易中心，民生证券研究院

10月13日-10月17日票据利率小幅上行，3M 国股贴现利率从 0.32%上行至 0.38%，半年国股转贴利率从 0.70%上行 0.71%。

图7：票据利率跟踪（单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3 公开市场操作跟踪

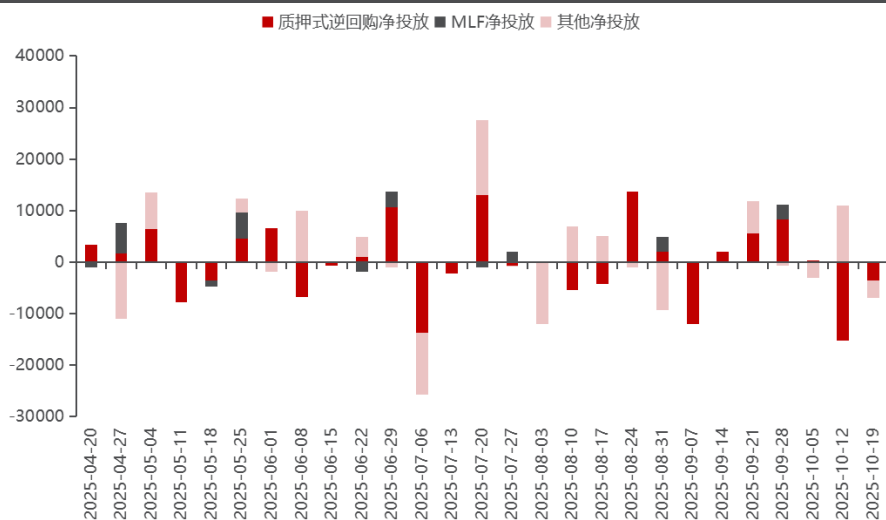
截至 10 月 17 日，央行公开市场操作整体余额 132381 亿元，具体来看：质押式逆回购余额 7891 亿元；买断式逆回购余额 63000 亿元；MLF 余额 58500 亿元。10 月 13 日-10 月 17 日央行质押式逆回购净回笼 3479 亿元，国库现金定存到期 1500 亿元，6M 买断式逆回购投放 6000 亿元，本月到期 5000 亿元，净投放 1000 亿元。10 月 20 日-10 月 24 日，质押式逆回购到期 7891 亿元。

图8：公开市场操作日度明细

名称	日期	金额 (亿元)	期限	利率 (%)
10月13日-10月17日	2025/10/13	1378	7D	1.40
	2025/10/14	910	7D	1.40
	2025/10/15	435	7D	1.40
	2025/10/16	2360	7D	1.40
	2025/10/17	1648	7D	1.40
	2025/10/16	6120	7D	1.40
	2025/10/17	4090	7D	1.40
	2025/10/15	6000	6M	/
	2025/10/15	8000	3M	/
	2025/10/15	1500	1M	1.78
净投放合计		-6979		
10月20日-10月24日	2025/10/20	2538	7D	1.40
	2025/10/21	910	7D	1.40
	2025/10/22	435	7D	1.40
	2025/10/23	2360	7D	1.40
	2025/10/24	1648	7D	1.40
到期合计		7891		

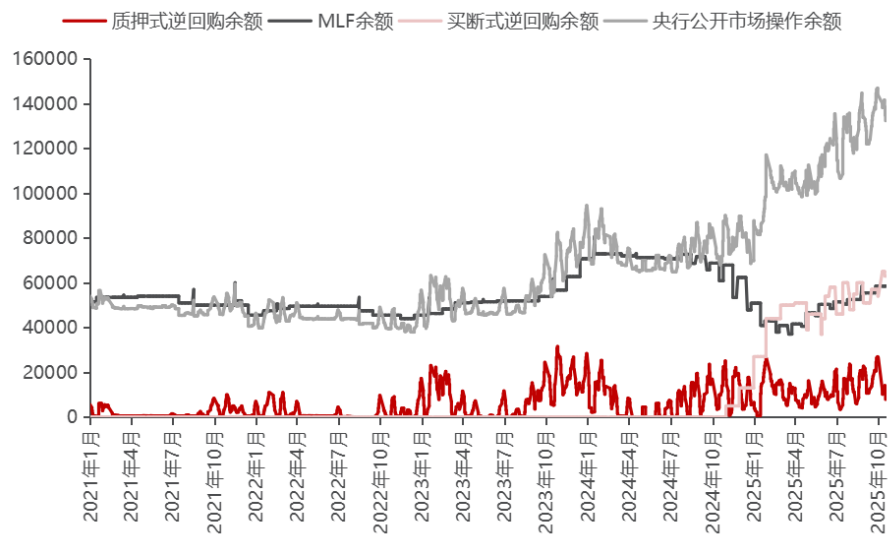
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：公开市场操作周度跟踪 (单位：亿元)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：公开市场操作余额跟踪（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

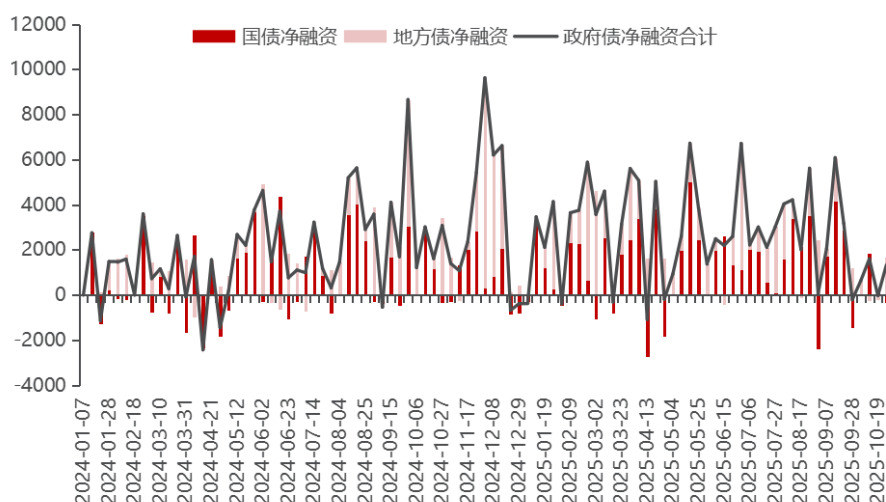
4 政府债跟踪

4.1 政府债发行

10月13日-10月19日，国债发行2760.00亿元，净融资166.30亿元；地方债发行323.01亿元，其中新增地方债200.91亿元，包括一般债券0.00亿元，专项债券200.91亿元；再融资地方债122.10亿元，包括一般债券24.96亿元，专项债券97.14亿元；净融资-197.81亿元。

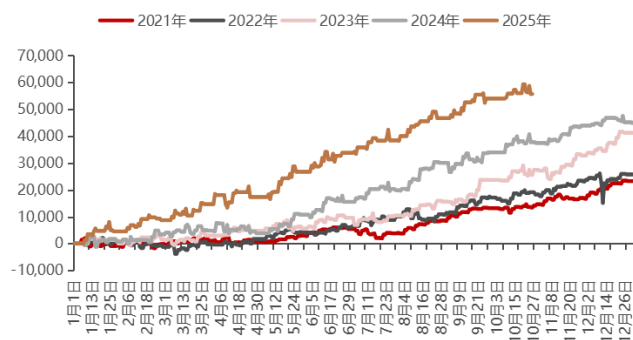
预计10月20日-10月26日，国债发行6330.00亿元，净融资-325.00亿元；地方债发行2472.28亿元，其中新增地方债1136.52亿元，包括一般债券12.91亿元，专项债券1123.61亿元；再融资地方债1335.76亿元，包括一般债券651.36亿元，专项债券684.40亿元；净融资1657.51亿元。

图11：政府债净融资跟踪（单位：亿元）



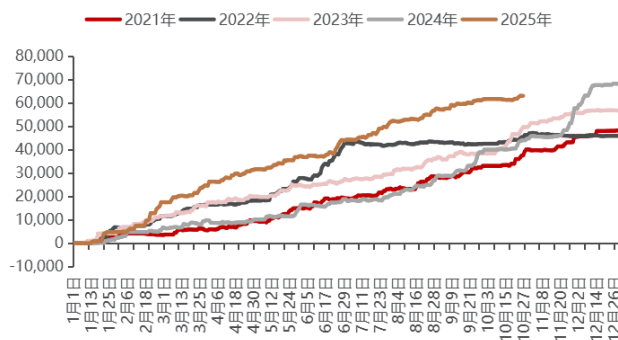
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：国债累计净融资速度（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：地方债累计净融资速度（单位：亿元）

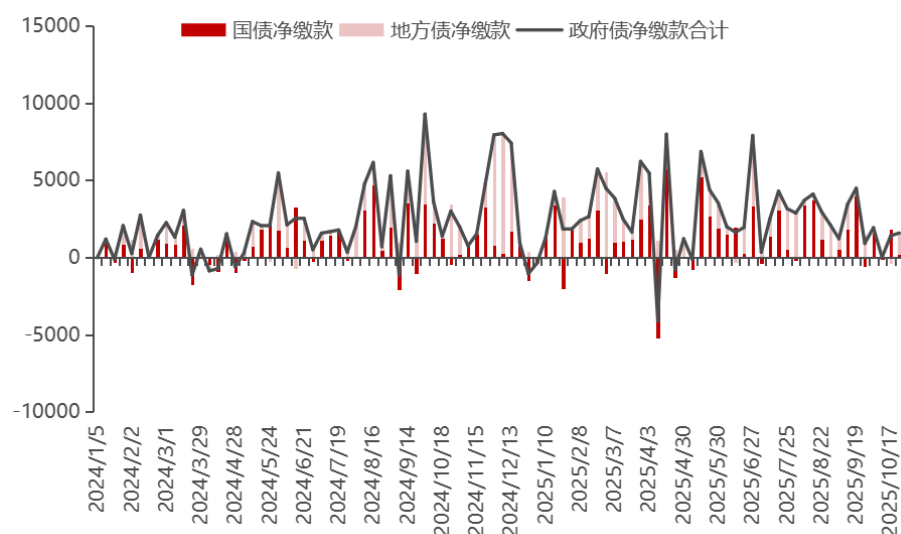


资料来源：iFinD，民生证券研究院

4.2 政府债缴款

10月13日至10月17日政府债净缴款1402.44亿元，其中国债净缴款1811.30亿元，地方债净缴款-408.86亿元。预计10月20日至10月24日政府债净缴款1590.74亿元，其中国债净缴款223.40亿元，地方债净缴款1367.34亿元。

图14：政府债净缴款跟踪（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

4.3 地方政府债策略

预计截至10月26日，置换债累计发行19900亿元，进度达99.50%；新增一般债累计发行6730亿元，进度达84.13%；新增专项债累计发行38097亿元，进度达86.58%，其中特殊新增专项债累计发行12169亿元（超出理论8000亿元限额，有资金用于偿还欠款）、土储专项债发行3040亿元、保障房专项债发行38亿元；此外，5000亿元的结存限额部分从10月21日开始发行，目前公布73亿元。当前公布的四季度地方债发行计划规模为8949亿元，其中10-12月分别5423亿元、3438亿元、88亿元。

图15：2025 年 2 万亿元置换债发行情况（单位：亿元）

地区	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	总计	2025年额度	发行进度
江苏	100		611	800	300	500	200	2511	2511	100%
湖南		200	448	220			420	1288	1288	100%
河南						407	744	1151	1227	94%
贵州					200	186	790	1176	1176	100%
四川				289		289	570	1148	1148	100%
山东				69	402	122	520	1113	1113	100%
湖北					257	725		982	982	100%
安徽			150	341	200	280		971	980	99%
云南			350	177			351	878	878	100%
天津						310	461	771	771	100%
重庆			404	236			114	754	754	100%
辽宁						350	317	667	667	100%
内蒙古					250	250	72	572	572	100%
浙江				72	196		297	565	565	100%
陕西					50	150	364	564	564	100%
江西					17	448	86	551	551	100%
广西					215	150	150	515	515	100%
黑龙江						370	114	484	484	100%
福建			33		206		206	446	446	100%
甘肃			56	387				443	443	100%
吉林							370	370	385	96%
山西					85	150	150	385	385	100%
河北							281	281	281	100%
宁波					249			249	249	100%
新疆						108	108	216	216	100%
海南					92	60		152	152	100%
青岛				142				142	142	100%
宁夏							138	138	138	100%
西藏							137	137	137	100%
大连				37		38	29	104	104	100%
青海				73				73	73	100%
厦门							56	56	56	100%
北京	13			34				47	47	100%
总计	113	200	2053	2876	2719	4893	7046	19900	20000	99.50%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16：2025 年额度下达情况及新增债发行情况（单位：亿元）

地区	新增一般债		新增专项债		总计		
	全年额度	已发行规模	全年额度	已发行规模	全年额度	已发行规模	发行进度
安徽	170	140	1760	1760	1930	1900	98%
北京	182	182	1233	1233	1415	1415	100%
大连		19		185		204	
福建	138	137	1505	1383	1643	1520	93%
甘肃		176		613		789	
广东	305	306	4500	4278	4805	4584	95%
广西	303	173	807	728	1110	900	81%
贵州	157	142	485	485	642	627	98%
海南	144	107	538	469	682	576	85%
河北	529	529	2177	1857	2706	2386	88%
河南	363	147	1971	1226	2334	1374	59%
黑龙江	342	316	390	367	732	683	93%
湖北	419	223	1722	1131	2141	1354	63%
湖南	358	291	1465	1440	1823	1731	95%
吉林	221	124	583	694	804	818	102%
江苏	316	316	2485	2385	2801	2701	96%
江西	310	285	1562	792	1872	1077	58%
辽宁		92		474		566	
内蒙古	289	259	361	281	650	540	83%
宁波	16	16	543	533	559	549	98%
宁夏		98		197		295	
青岛	60	60	620	550	680	610	90%
青海		123		57		180	
厦门	20	20	468	393	488	413	85%
山东	150	124	3321	3131	3471	3255	94%
山西		222		640		862	
陕西	310	310	940	828	1250	1138	91%
上海	231	231	1155	1101	1386	1332	96%
深圳	15	0	866	700	881	700	79%
四川	433	430	2266	2214	2699	2644	98%
天津		168		519		687	
西藏		74		26		100	
新疆	299	277	1583	826	1882	1103	59%
新疆兵团	80	80	131	115	211	195	92%
云南	217	206	955	845	1172	1051	90%
浙江	309	183	2920	2744	3229	2927	91%
重庆	145	143	1402	898	1547	1041	67%
总计	8000	6730	44000	38097	52000	44827	86%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

国庆节后地方债发行规模锐减带动二级市场成交量明显下滑，但上周在超长债行情的推动下成交量抬升至 500 亿元以上。后续关注：

(1) 关注 5000 亿元特殊再融资债的主要集中期限，如果明显集中在一个期限会带动该期限地方债与国债利差明显走阔，如 2023 年四季度的 1.39 万亿元特殊再融资债中 5Y 是主要发行期限，导致当时 5Y 地方债与国债利差从 3bp 大幅走阔至 30bp；又如 2024 年四季度的 2 万亿元置换债中 30Y 是主要发行期限，导致当时 30Y 地方债与国债利差从 2bp 大幅走阔至 27bp。

(2) 从截至 10 月 17 日的动态隐含税率来看，20Y、30Y 含税券隐含税率已经压缩至 2%-2.5%，20Y 和 30Y 的估值基本相同，结合配置盘国庆后买入力量明显减弱，超长端隐含税率进一步压缩空间有限。当前 2Y、3Y、5Y、10Y、15Y 的隐含税率还有 4%以上，并且 5Y、10Y、15Y 与国债利差均在 20bp 以上，处于

2022 年以来 70%附近、2024 年以来 90%附近分位点。目前 25 天津债 54 (5Y 个券) 隐含税率最高, 为 10.80%, 其余隐含税率在 5%以上的个券建议关注 25 浙江债 48、25 湖南债 61、25 深圳债 58、25 湖南 47、25 湖北债 73。

(3) 当前地方债曲线中, 4-5Y 老券非常平坦, 关注 4Y 左右的地方债老券, 如 24 河南债 80、24 安徽债 75、25 福建债 16; 除好地区外的 9-10Y 的专项债非常平坦, 关注 9Y 左右的地方债中等、弱地区专项债老券, 关注 24 内蒙古债 31、24 云南债 36、24 贵州债 35、24 山东债 76。

(4) 从流动性角度来看:

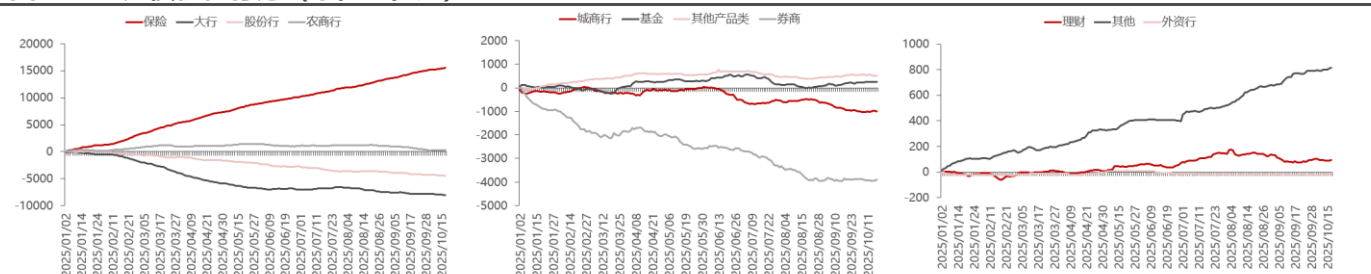
①10Y 关注 25 内蒙古债 24、25 山东 17、25 四川债 64、25 青海债 10;

②15Y 关注 25 河北债 59、25 内蒙古债 25、25 安徽债 80、25 安徽债 84、25 安徽债 95、25 广东债 41;

③20Y 关注 25 安徽债 96、25 广西债 24、25 安徽债 81、25 河南债 62、25 河南债 60、25 湖北债 90;

④30Y 关注 25 湖南 49、25 广东债 44、25 广东债 60、25 河南债 65、25 广东债 58、25 江苏 44。

图17: 地方债机构行为 (单位: 亿元)



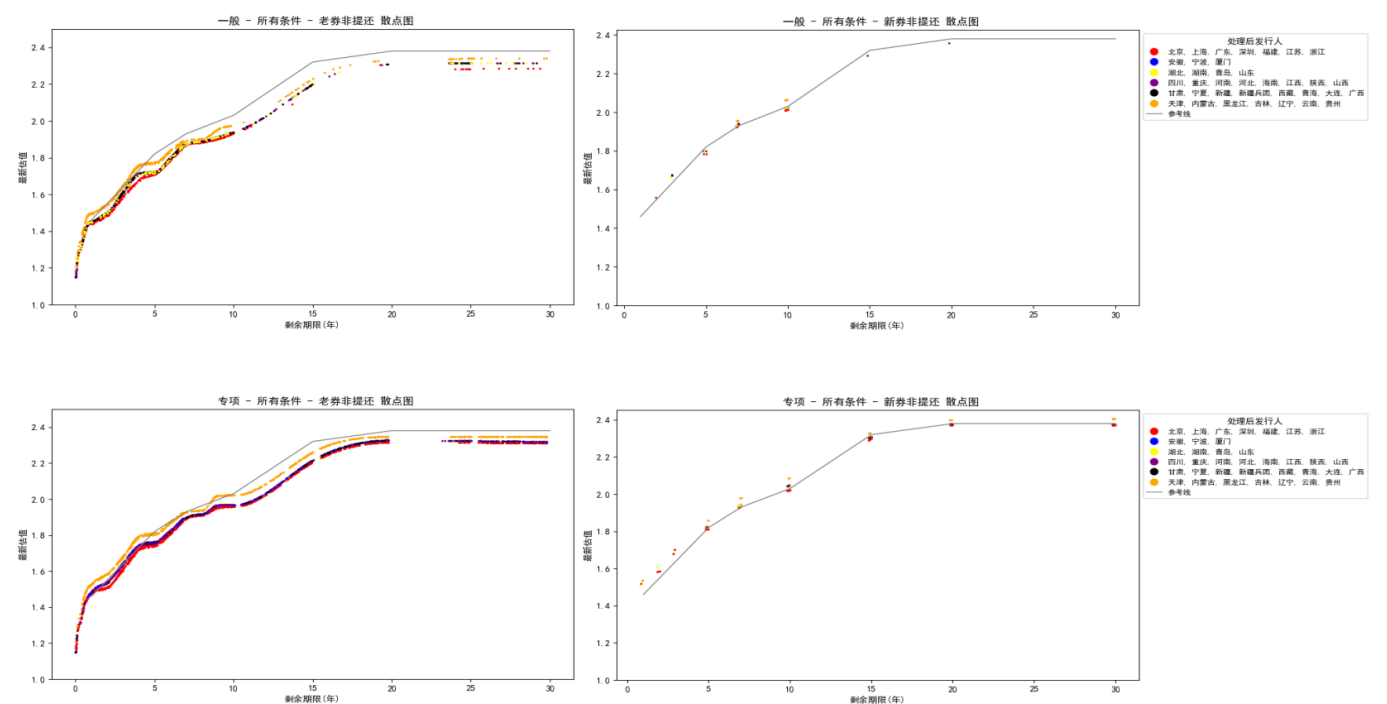
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18：地方债关键期限各地区估值（单位：%）

	3Y				5Y				7Y				10Y				15Y				20Y				30Y				
2025/10/17	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	
安徽		1.62		1.63		1.72	1.82	1.76	1.94	1.87	1.94	1.89	2.03	1.93	2.04	1.97			2.30	2.21			2.38	2.33			2.38	2.32	
北京		1.59	1.68	1.62	1.79	1.71	1.81	1.74		1.86	1.93	1.88	2.01	1.93	2.02	1.96				2.19				2.32				2.31	
大连		1.62			1.80	1.72		1.75		1.86	1.94	1.88		1.93	2.05	1.97		2.20	2.31	2.21			2.38	2.33			2.38	2.32	
福建		1.58	1.70	1.64		1.72	1.82	1.75	1.93	1.87		1.87		1.94		1.97				2.21				2.33				2.32	
甘肃	1.68	1.60		1.64	1.80	1.72	1.82	1.75		1.85	1.94	1.88		1.93		1.97		2.19		2.21			2.38	2.33			2.38	2.32	
广东		1.59		1.62		1.71		1.74		1.87	1.93	1.89	2.01	1.93	2.02	1.96			2.30	2.20			2.37	2.32			2.37	2.31	
广西		1.62		1.63		1.72		1.76		1.87		1.87	2.02	1.93		1.97				2.20			2.38	2.33			2.38	2.32	
贵州		1.65		1.69		1.77		1.80	1.96	1.89		1.91	2.06	1.97	2.09	2.02		2.21		2.25				2.35			2.41	2.35	
海南		1.62		1.65		1.72		1.75	1.93	1.87		1.88	2.02	1.93	2.04	1.97	2.29	2.17	2.30	2.20	2.36	2.31	2.38	2.33		2.31	2.38	2.32	
河北		1.62		1.65		1.72	1.82	1.76		1.87		1.87	2.02	1.93	2.04	1.97		2.19	2.31	2.20			2.38	2.33			2.38	2.32	
河南		1.62		1.65		1.71	1.82	1.75	1.94	1.87	1.94	1.89		1.92	2.05	1.97				2.17			2.38	2.33		2.31	2.38	2.32	
黑龙江		1.64		1.67		1.77		1.80		1.88		1.91		1.97		2.02		2.22		2.26				2.35			2.41	2.35	
湖北		1.61	1.70	1.64	1.80	1.72	1.82	1.76	1.93	1.87	1.94	1.90	2.02	1.93	2.05	1.97		2.16		2.21		2.30	2.38	2.33					
湖南		1.63		1.64		1.72	1.82	1.75		1.87		1.89	2.03	1.92	2.05	1.97		2.31		2.21			2.38	2.33		2.31	2.38	2.32	
吉林		1.64		1.68		1.77	1.86	1.80	1.96	1.89	1.98	1.93	2.06	1.97	2.08	2.02		2.22		2.26				2.35		2.34	2.41	2.35	
江苏		1.57		1.61		1.71	1.81	1.75	1.93	1.86		1.89		1.93		1.96			2.29	2.20				2.32			2.37	2.31	
江西		1.64		1.65		1.71	1.82	1.75		1.87	1.94	1.90		1.93	2.05	1.97			2.31	2.20			2.38	2.33			2.38	2.32	
辽宁		1.64		1.68		1.77		1.80	1.95	1.88		1.92	2.06	1.97		2.02		2.21		2.33	2.26			2.40	2.35		2.41	2.35	
内蒙古		1.65		1.68		1.77		1.80		1.87		1.91	2.07	1.97	2.09	2.02			2.33	2.26		2.33	2.40	2.35				2.35	
宁波		1.61		1.63		1.71	1.82	1.75		1.85	1.94	1.89		1.93	2.04	1.97			2.30	2.21			2.38	2.33			2.38	2.32	
宁夏		1.61	1.70	1.64		1.72	1.82	1.76	1.94	1.87	1.94	1.90	2.02	1.93	2.05	1.97		2.15	2.31	2.20		2.31	2.38	2.33			2.38	2.32	
青岛	1.66	1.65		1.65		1.72		1.76		1.86	1.94	1.87	2.02	1.93	2.05	1.97			2.30	2.21			2.38	2.33			2.38	2.32	
青海		1.61		1.65		1.72		1.75	1.94	1.85	1.94	1.87	2.02	1.93		1.97				2.19						2.31		2.32	
厦门		1.62		1.62		1.71		1.75		1.82		1.87	2.02	1.93	2.05	1.97			2.31	2.19			2.38	2.33			2.38	2.32	
山东		1.62		1.65		1.72		1.76		1.80	1.94	1.89	2.02	1.93	2.05	1.97		2.19	2.30	2.21				2.32			2.38	2.32	
山西		1.62		1.65	1.80	1.72		1.75	1.93	1.86		1.89	2.02	1.93	2.05	1.97		2.16	2.30	2.21			2.38	2.33			2.38	2.32	
陕西		1.59		1.65		1.72		1.76		1.86	1.94	1.89	2.02	1.93		1.97		2.15	2.30	2.21			2.38	2.33				2.32	
上海		1.58		1.61	1.78	1.70	1.81	1.74	1.92	1.86	1.93	1.89	2.01	1.92	2.02	1.96			2.29	2.20				2.32		2.28	2.37	2.31	
深圳				1.62		1.70	1.81	1.75				1.87	2.01	1.92	2.02	1.96			2.30	2.19				2.37	2.32			2.37	2.31
四川		1.62		1.64		1.72	1.82	1.75	1.93	1.87	1.94	1.89	2.02	1.93	2.05	1.97		2.19	2.30	2.21			2.38	2.33		2.31	2.38	2.32	
天津		1.65		1.69		1.77	1.86	1.81	1.96	1.89		1.92		1.97		2.02			2.33	2.24		2.33	2.40	2.35		2.34	2.41	2.35	
西藏		1.63		1.66		1.71		1.75		1.85		1.88		1.93		1.97		2.19		2.21		2.31		2.33				2.32	
新疆	1.67	1.62		1.63		1.72		1.76	1.93	1.86	1.94	1.89	2.02	1.94	2.05	1.97		2.19	2.31	2.21			2.38	2.33		2.31	2.38	2.32	
新疆兵团		1.61		1.65		1.71		1.75		1.87		1.88		1.93	2.05	1.97		2.20	2.30	2.21			2.38	2.33					
云南		1.65		1.68		1.77		1.80	1.96	1.89	1.98	1.93	2.07	1.97	2.09	2.02				2.21				2.35			2.41	2.35	
浙江		1.57	1.68	1.61		1.71	1.81	1.74		1.86	1.93	1.88	2.01	1.92	2.02	1.96				2.20				2.37	2.32			2.31	
重庆		1.61		1.64		1.72		1.76		1.87		1.90	2.02	1.93	2.05	1.97			2.30	2.20			2.38	2.33			2.38	2.32	

资料来源：iFinD，民生证券研究院

图19：地方债个券与曲线估值差异（单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图20：地方债最新动态隐含税率

最新动态隐含增值税率-10月17日									
发行日期	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y
8月8日	3.27%	5.02%		3.96%	3.26%	4.30%			2.47%
8月11日			5.71%		3.24%	4.43%		2.21%	2.47%
8月12日						4.53%		2.28%	2.47%
8月14日						4.24%			
8月15日					3.54%	3.94%	4.27%	2.21%	2.46%
8月18日		5.29%		3.69%		3.51%	4.58%	2.29%	2.50%
8月19日						4.07%	4.32%	2.28%	2.52%
8月20日					2.40%	4.18%	4.34%		2.47%
8月21日	3.69%		5.23%	4.07%	2.92%	4.04%	5.14%	2.24%	2.47%
8月22日				3.98%	2.36%	4.13%	4.08%	2.22%	2.47%
8月25日				4.19%	2.66%	4.62%	4.31%	2.21%	2.47%
8月26日				3.50%	2.74%	3.98%	3.98%	2.21%	2.47%
8月27日				3.76%	3.31%	3.98%	4.35%	2.21%	2.47%
8月28日						4.63%	3.12%		
8月29日				3.94%	2.51%	3.94%	4.27%	2.21%	2.51%
9月2日				3.51%					
9月4日	4.04%	4.92%	4.25%	3.97%	3.32%	4.43%	4.74%		2.47%
9月5日						4.33%			
9月8日			4.53%	4.11%	2.82%	4.24%	4.62%	2.21%	2.57%
9月11日			4.15%	3.95%	3.50%	3.60%			2.47%
9月12日					3.33%	4.69%		2.21%	2.51%
9月15日	3.89%	3.93%		3.76%		4.08%		2.36%	2.60%
9月16日			4.08%		2.71%	4.26%	4.23%	2.21%	2.47%
9月17日						4.07%	4.20%	2.22%	
9月18日					3.42%	4.02%	4.21%	2.21%	2.47%
9月19日					2.92%	4.00%	4.32%		2.47%
9月22日				3.80%	2.34%	3.67%	4.23%	1.10%	2.47%
9月23日			4.49%	3.94%	2.32%	4.30%	4.37%	2.28%	2.54%
9月24日				5.91%	3.04%	4.30%	4.59%	2.24%	2.47%
9月25日				3.96%	3.23%	4.10%	4.85%	2.21%	2.47%
9月26日								2.21%	
9月29日					3.28%	4.30%	4.53%	2.21%	2.47%
9月30日				4.19%		4.68%	4.30%	2.21%	2.47%
10月10日					3.90%	4.77%			
10月15日				3.01%	2.84%				
10月16日		4.87%		4.08%		3.63%	4.59%	2.28%	2.53%
10月17日									
总计	3.72%	4.66%	4.77%	4.05%	2.96%	4.11%	4.35%	2.20%	2.50%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

5 同业存单跟踪

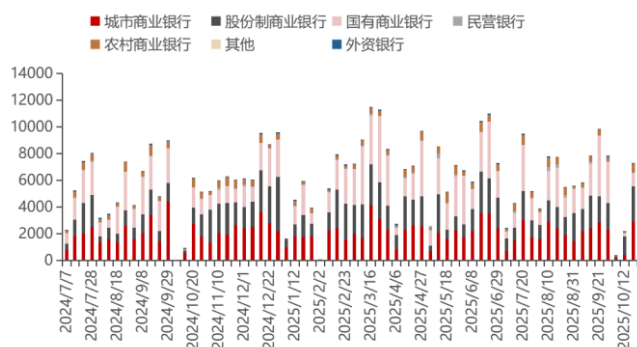
5.1 同业存单一级市场

10月13日至10月17日同业存单发行7276亿元，环比增加5117亿元；净融资2228亿元，环比增加1651亿元；10月20日至10月24日同业存单到期规模为6167亿元，到期续发压力有所增加。分银行类型来看，股份行发行规模最大，国有行、股份行、城商行、农商行分别发行1019亿元、2650亿元、2915亿元、639亿元；分期限类型来看，3M发行规模最大，1M、3M、6M、9M、1Y分别发行883亿元、1462亿元、3210亿元、346亿元、1375亿元。

发行成功率方面，10月13日至10月17日整体发行成功率为87%，前值为92%，农商行的发行成功率最高，为92%；6M的发行成功率最高，为94%。

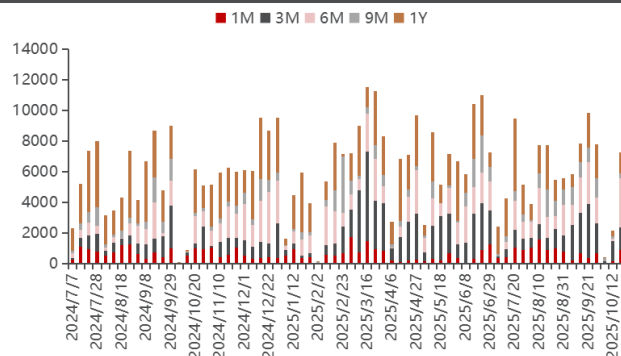
发行利率方面，分银行类型来看，10月13日至10月17日除城商行外，各类型银行同业存单发行利率提升，具体来看：国有行、股份行、城商行、农商行1Y同业存单发行利率分别为1.67%、1.67%、1.72%、1.76%；分期限类型来看，10月13日至10月17日除1M外，各期限同业存单发行利率提升，具体来看：1M、3M、6M、9M、1Y发行利率分别为1.48%、1.60%、1.66%、1.68%、1.69%。

图21：同业存单发行分银行类型（单位：亿元）



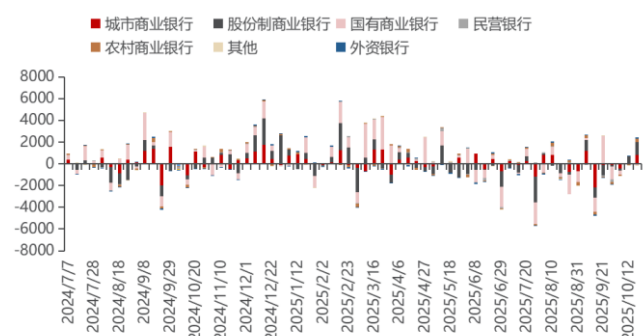
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图22：同业存单发行分期限类型（单位：亿元）



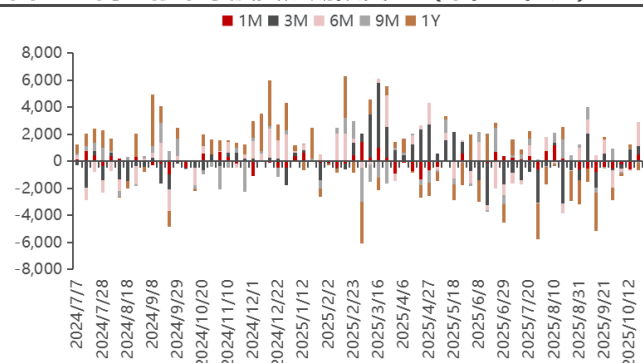
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图23：同业存单净融资分银行类型（单位：亿元）



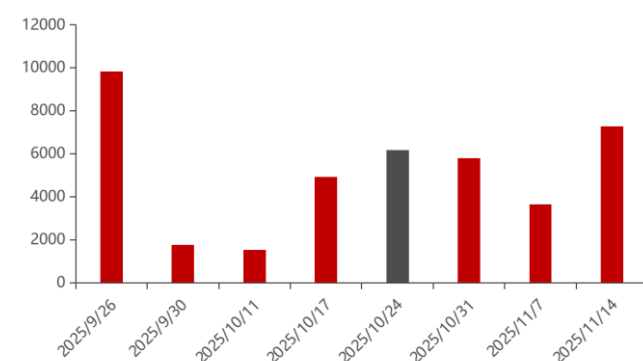
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图24：同业存单净融资分期限类型（单位：亿元）



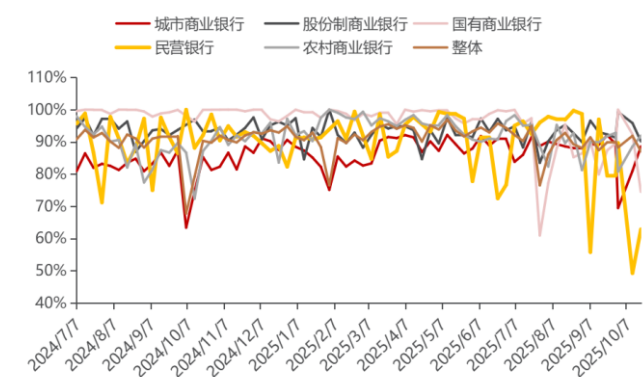
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：未来同业存单到期规模（单位：亿元）



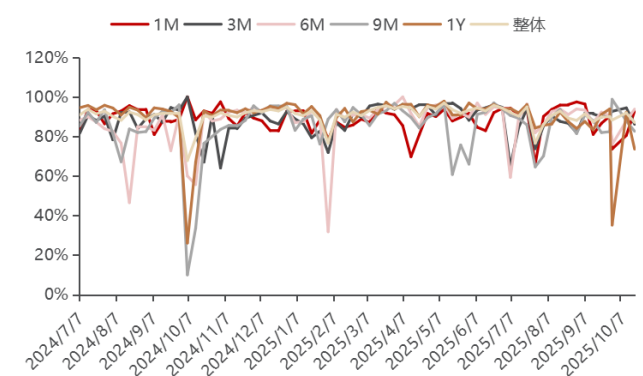
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图26：同业存单发行成功率-分银行类型



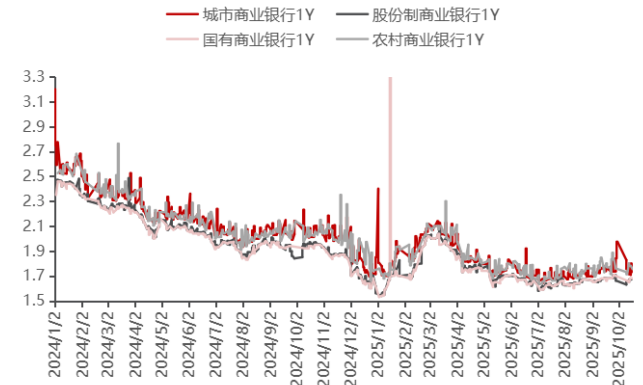
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图27：同业存单发行成功率-分期限类型



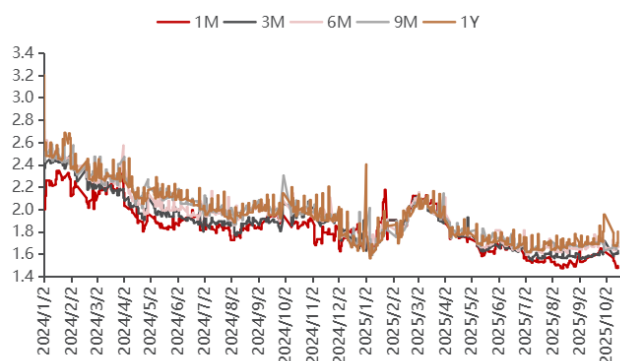
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图28：同业存单加权平均发行利率-分银行类型



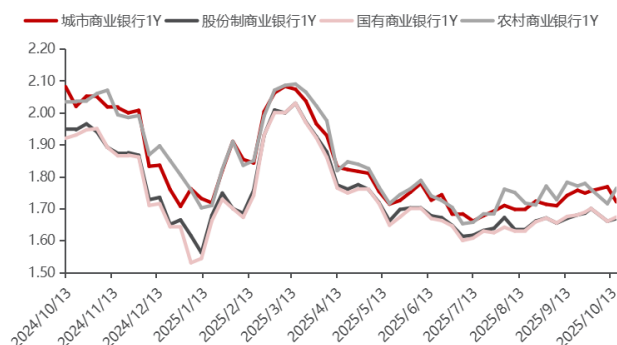
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图29：同业存单加权平均发行利率-分期限类型



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图30：同业存单加权平均发行利率周度变化 (单位：%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

5.2 同业存单二级市场

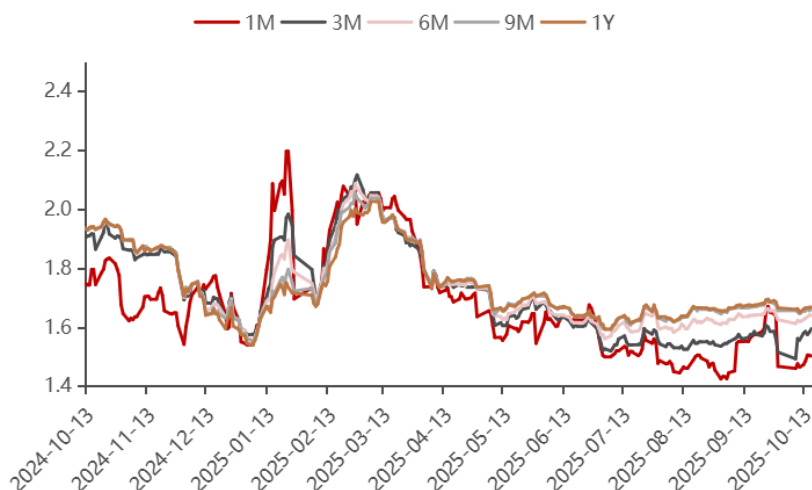
10月13日至10月17日同业存单二级市场收益率总体上行,短端幅度更大,截至10月17日1M、3M、6M、9M和1Y收益率分别为1.50%、1.59%、1.64%、1.66%和1.67%，存单收益率曲线变平。

图31：各期限同业存单到期收益率周度变化 (单位：%)

期限品种	2025/9/26	2025/9/30	2025/10/11	2025/10/17	环比变动 (bp)
1M	1.65	1.47	1.46	1.50	4
3M	1.59	1.52	1.56	1.59	4
6M	1.66	1.63	1.62	1.64	2
9M	1.69	1.66	1.65	1.66	2
1Y	1.69	1.67	1.65	1.67	2

资料来源：iFinD，民生证券研究院

图32：中债 AAA 同业存单到期收益率 (单位：%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

6 超储率跟踪

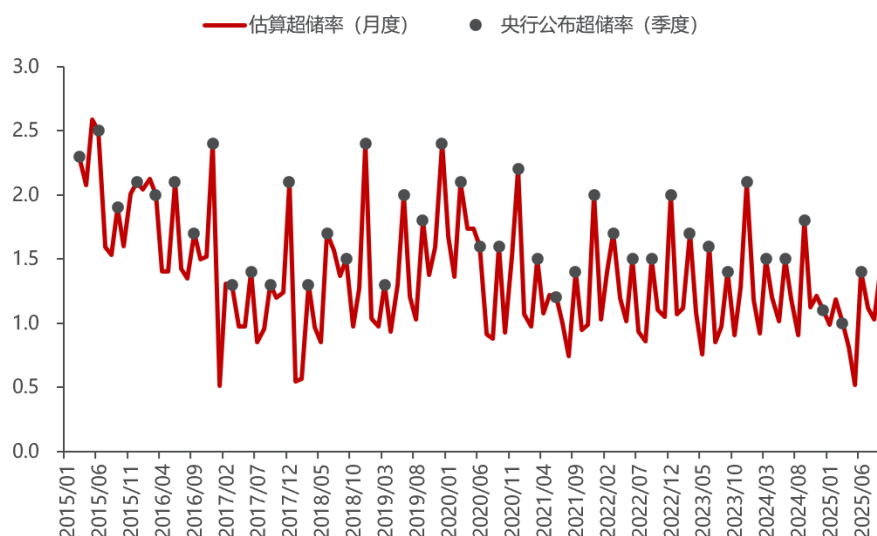
从定义来看超储率= (存款准备金-缴存基数*加权平均法定准备金率) / 缴存基数, 根据金融机构信贷收支表数据估计得 2025 年 9 月末超储率为 1.40%。从影响超储率的因素来看, 10 月 13 日至 10 月 17 日央行公开市场净回笼 6979 亿元, 政府债净缴款 1402 亿元, 合计减少超储规模 8381 亿元。

图33: 超储率主要影响因素周度跟踪及计算 (单位: 亿元)

项目	2025年9月末	9.8-9.12	9.15-9.19	9.22-9.26	9.28-9.30	10.9-10.11	10.13-10.17
超储率	1.40%						
超储规模	40199						
加: 质押式逆回购净投放		1961	5623	8223	142	-15263	-3479
加: MLF净投放		0	0	3000	0	0	0
加: 其他		0	6300	-600	-3000	11000	-3500
减: 国债净缴款		1834	3971	-594	1573	-61	1811
减: 地方债净缴款		1608	509	1505	353	68	-409
合计		-1481	7443	9713	-4785	-4270	-8381

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图34: 月度超储率跟踪 (单位: %)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

7 风险提示

1) 政府债供给超预期。市场出现超预期政府债供给，易对流动性造成干扰，影响债券市场整体走势。

2) 货币政策超预期。市场政策不确定性较大，将影响市场整体情况，进而带来投资风险。

3) 经济表现超预期。经济表现不确定性较大，将影响市场整体情况，进而带来投资风险。

插图目录

图 1: 跨年续发的国债.....	4
图 2: 特别国债发行安排 (单位: 天)	4
图 3: 10 月 20 日-10 月 24 日资金面影响因素 (单位: 亿元)	6
图 4: 主要资金利率周度跟踪 (左轴单位: bp, 右轴单位: %)	9
图 5: 主要资金利率日度跟踪 (单位: %)	9
图 6: 质押式回购资金流出情况 (单位: 亿元)	10
图 7: 票据利率跟踪 (单位: %)	10
图 8: 公开市场操作日度明细	11
图 9: 公开市场操作周度跟踪 (单位: 亿元)	11
图 10: 公开市场操作余额跟踪 (单位: 亿元)	12
图 11: 政府债净融资跟踪 (单位: 亿元)	13
图 12: 国债累计净融资速度 (单位: 亿元)	13
图 13: 地方债累计净融资速度 (单位: 亿元)	13
图 14: 政府债净缴款跟踪 (单位: 亿元)	14
图 15: 2025 年 2 万亿元置换债发行情况 (单位: 亿元)	15
图 16: 2025 年额度下达情况及新增债发行情况 (单位: 亿元)	16
图 17: 地方债机构行为 (单位: 亿元)	17
图 18: 地方债关键期限各地区估值 (单位: %)	18
图 19: 地方债个券与曲线估值差异 (单位: %)	18
图 20: 地方债最新动态隐含税率.....	19
图 21: 同业存单发行分银行类型 (单位: 亿元)	20
图 22: 同业存单发行分期限类型 (单位: 亿元)	20
图 23: 同业存单净融资分银行类型 (单位: 亿元)	21
图 24: 同业存单净融资分期限类型 (单位: 亿元)	21
图 25: 未来同业存单到期规模 (单位: 亿元)	21
图 26: 同业存单发行成功率-分银行类型	21
图 27: 同业存单发行成功率-分期限类型	21
图 28: 同业存单加权平均发行利率-分银行类型.....	21
图 29: 同业存单加权平均发行利率-分期限类型.....	22
图 30: 同业存单加权平均发行利率周度变化 (单位: %)	22
图 31: 各期限同业存单到期收益率周度变化 (单位: %)	22
图 32: 中债 AAA 同业存单到期收益率 (单位: %)	22
图 33: 超储率主要影响因素周度跟踪及计算 (单位: 亿元)	23
图 34: 月度超储率跟踪 (单位: %)	23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048