



中国五矿
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

债市短期盘整，关注新型结构性货币政策工具

国债周报

2025/04/26



MINMETALS
FUTURES

程靖茹 (联系人)

✉ chengjr@wkqh.cn

从业资格号: F03133937

蒋文斌 (宏观金融组)

📞 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

从业资格号: F3048844

📱 交易咨询号: Z0017196

目录

CONTENTS



01 周度评估及策略推荐

04 流动性

02 期现市场

05 利率及汇率

03 主要经济数据

01

周度评估及策略推荐

◆ 经济及政策：3月经济金融数据好于预期，结构上生产仍有韧性，居民消费明显改善，国内经济数据的改善主要集中在政策发力的领域，更多的数据修复仍需时间验证。美国对等关税加征力度超预期，当前内需恢复力度仍不稳，叠加关税带来的外部冲击，提振国内消费市场必要性进一步强化，宽货币政策对冲关税冲击可期，二季度宽松政策配合可能性大。海外方面，美国部分经济指标近期有走弱迹象。

1. 中共中央政治局召开会议，持续巩固房地产市场稳定态势，持续稳定和活跃资本市场；要加紧实施更加积极有为的宏观政策，适时降准降息。
2. 中国人民银行发布2025年4月中期借贷便利招标公告称，为保持银行体系流动性充裕，2025年4月25日，将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展6000亿元MLF操作，期限为1年期。
3. 2025年超长期特别国债和中央金融机构注资特别国债首发结果显示，财政部20年、30年期超长期特别国债中标利率分别为1.98%、1.88%，全场倍数分别为3.11、3.66，边际倍数分别为8.42、3.43。财政部5年期中央金融机构注资特别国债加权中标利率1.45%，边际中标利率1.51%，全场倍数2.67，边际倍数1.97。
4. 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025年4月21日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.1%（上次为3.1%），5年期以上LPR为3.6%（上次为3.6%）。市场人士表示，银行净息差压力不减，且一季度经济数据偏暖，加之LPR锚定的政策利率七天逆回购操作利率持稳，LPR连续第六个月维持不变符合预期。
5. 美国总统特朗普当地时间周二(4月22日)在公开场合发表了讲话，他承认美国目前对中国出口商品的关税过高，预计税率将降低，但不会降至零。这标志着特朗普在其标志性的关税政策上态度已出现缓和。
6. IMF世界经济展望报告显示，将2025年全球贸易增长预期下调1.5个百分点至1.7%，预计2026年增长2.5%；将2025年全球经济增长预期从年初的3.3%下调至2.8%，2026年预计为3%。
7. 4月26日，美联储公布的最新金融稳定报告显示，全球贸易风险上升、总体政策不确定性以及美国债务的可持续性高居美国金融体系潜在风险的榜首。

- ◆ 流动性：本周央行逆回购投放8820亿，7天期逆回购到期8080亿，净投放740亿元，DR007利率收于1.64%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.66%，周环比反弹1.14BP；30Y国债收益率收于1.93%，周环比反弹2.30BP；2、最新10Y美债收益率4.29%，周环比回落5.00BP。
- ◆ 小结：4月25日，中央政治局会议召开，会议分析当前经济形势并对后期经济工作做出部署。货币政策方面，强调“适时降准降息”和“创设新的结构性货币政策工具”，短期关注结构性政策工具及定向支持工具对流动性的释放，叠加本月MLF超额续作5000亿，降准降息或需等待中期海内外宏观情况变化适时出台。基本面看，二季度由于关税带来的外部冲击，经济增长或有所承压，提振国内消费市场必要性进一步强化。利率当前进入宽货币预期和宽财政带来的冲击之间的博弈阶段，预计短期维持震荡，后续关注四月底重要会议释放政策信号以及经济数据的进一步确认。

中国五矿

基本面评估

| 国债基本面评估 | 估值 | | 驱动 | | | |
|---------|---|------|-----------|-------|-----------|------|
| | 基差 | 价格 | 经济 | 政策 | 流动性 | 贴水 |
| 多空评分 | -1 | 0 | 0 | 0 | 1 | -1 |
| 简评 | 净基差偏低 | 价格适中 | 基本面改善仍需观察 | 政策空档期 | 流动性压力有望缓解 | 贴水偏低 |
| 小结 | 一季度金融和经济数据有所回暖，但二季度随着加征关税落地及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存，短期关注结构性政策工具及定向支持工具对流动性的释放，降准降息或需等待中期海内外宏观情况变化适时出台。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。 | | | | | |

交易策略建议

| 策略类型 | 操作建议 | 盈亏比 | 推荐周期 | 核心驱动逻辑 | 推荐等级 | 首次提出时间 |
|------|------|-----|------|------------|------|-----------|
| 单边 | 逢低做多 | 3:1 | 6个月 | 宽货币+信用难以改善 | | 2024.12.3 |

中国五矿

02

期现市场

T合约行情表现



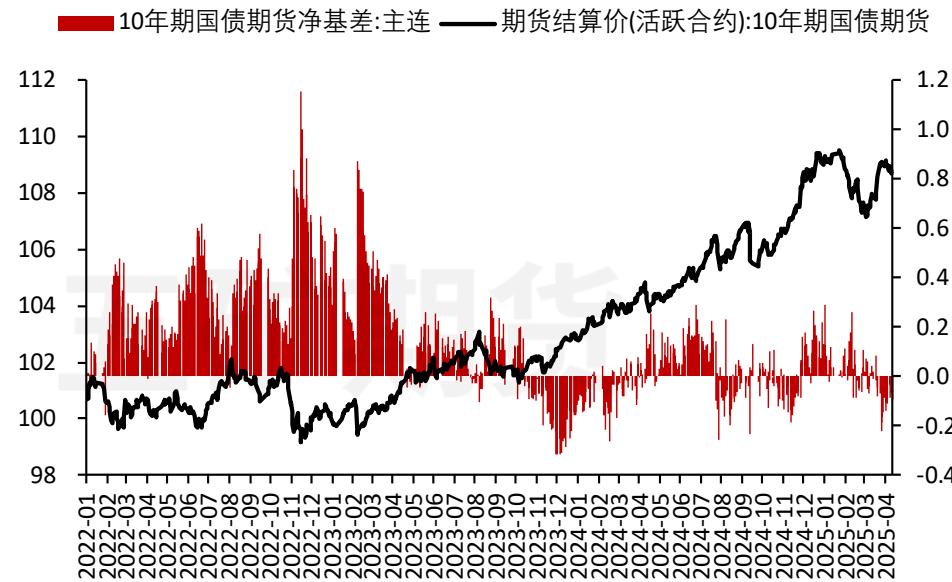
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



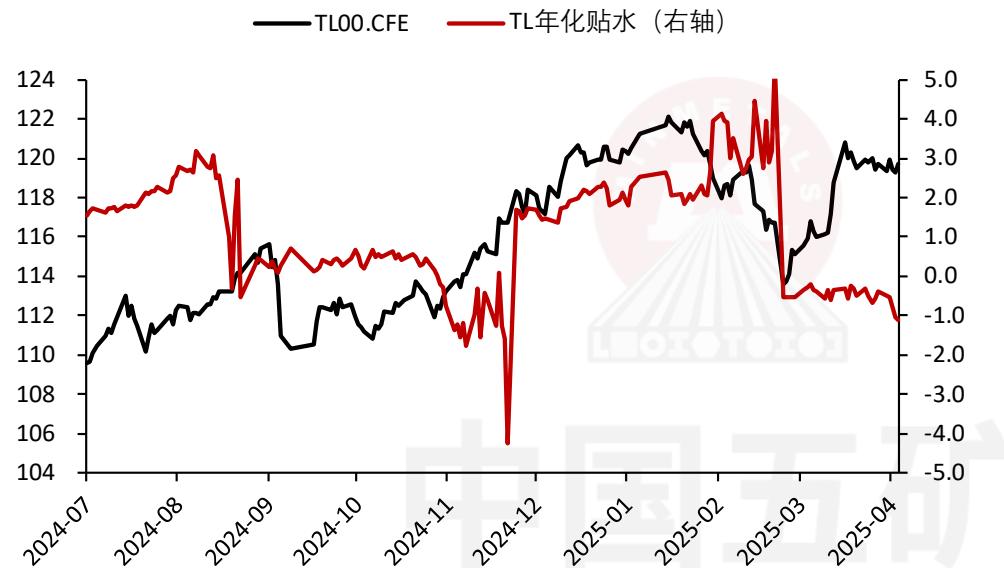
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

TL合约行情表现



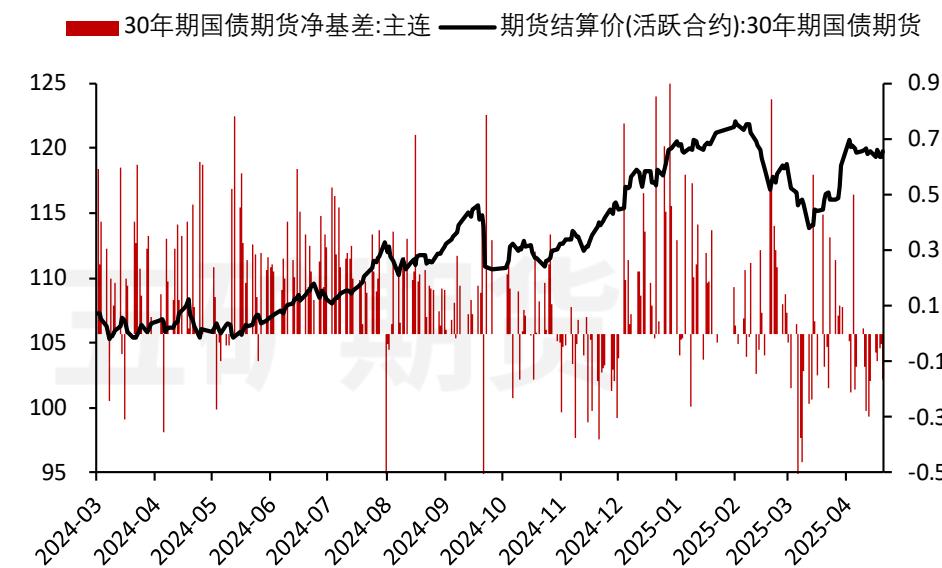
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

图3: TL当季合约收盘价及年化贴水走势



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

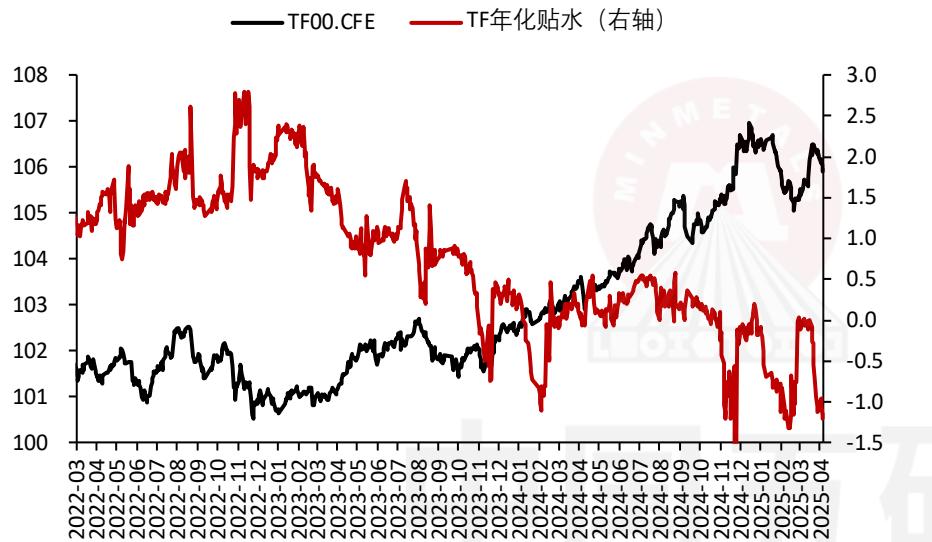
图4: TL主力合约结算价及净基差走势



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

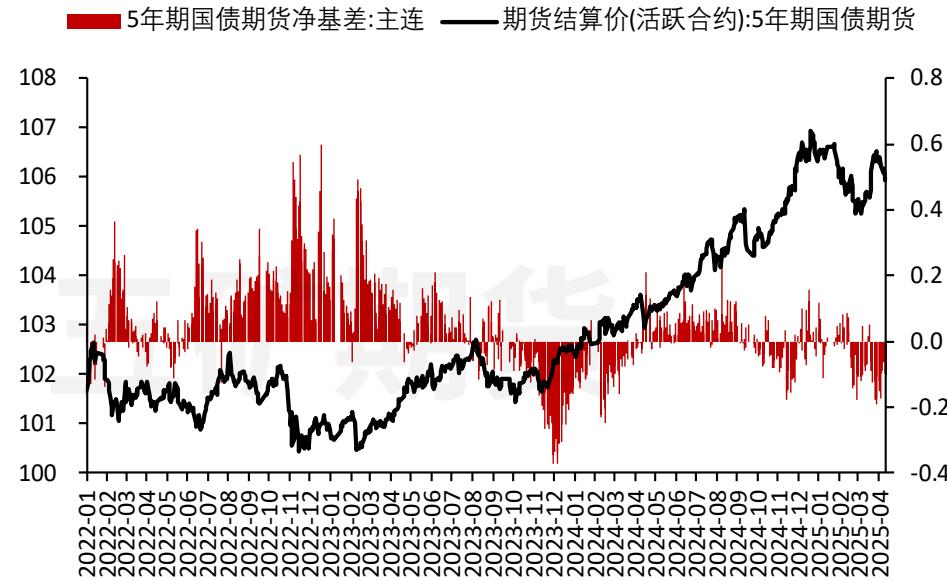
TF合约行情表现

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

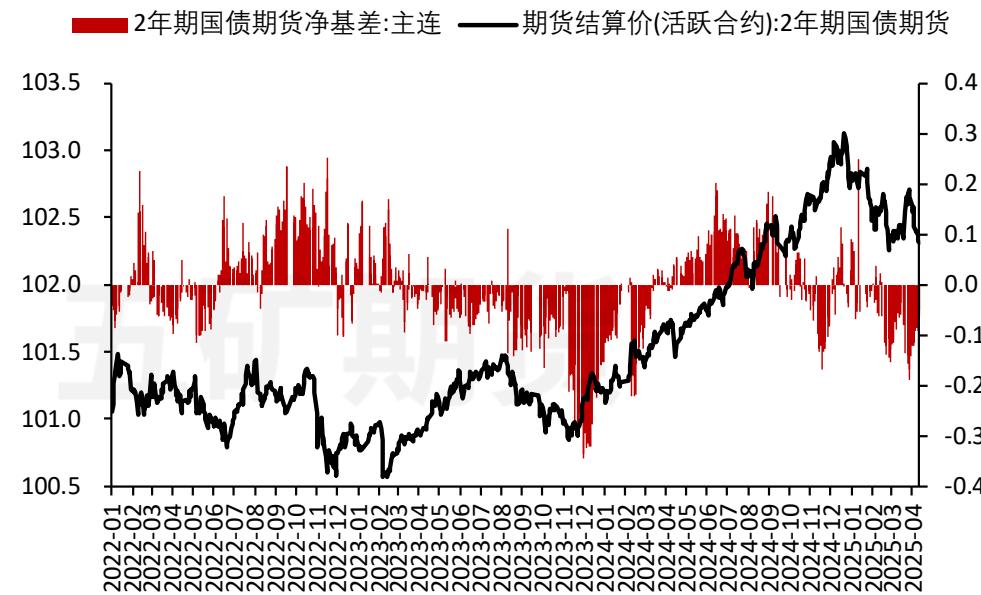
TS合约行情表现

图7：TS当季合约收盘价及年化贴水走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：TS主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

TS及TF持仓量



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图9：TS收盘价及持仓量（手）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：TF收盘价及持仓量（手）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

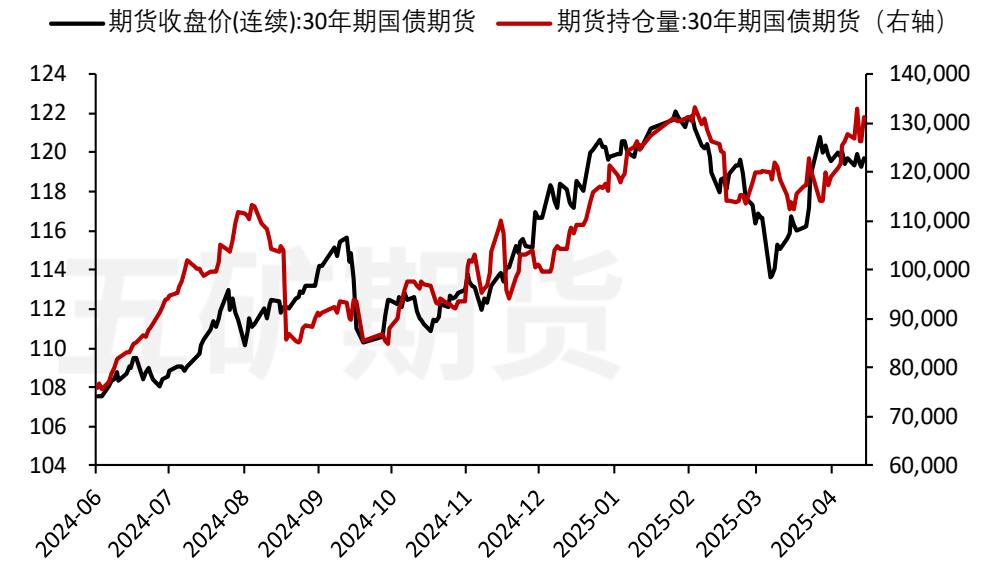
T及TL持仓量

图11: T收盘价及持仓量(手)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图12: TL收盘价及持仓量(手)

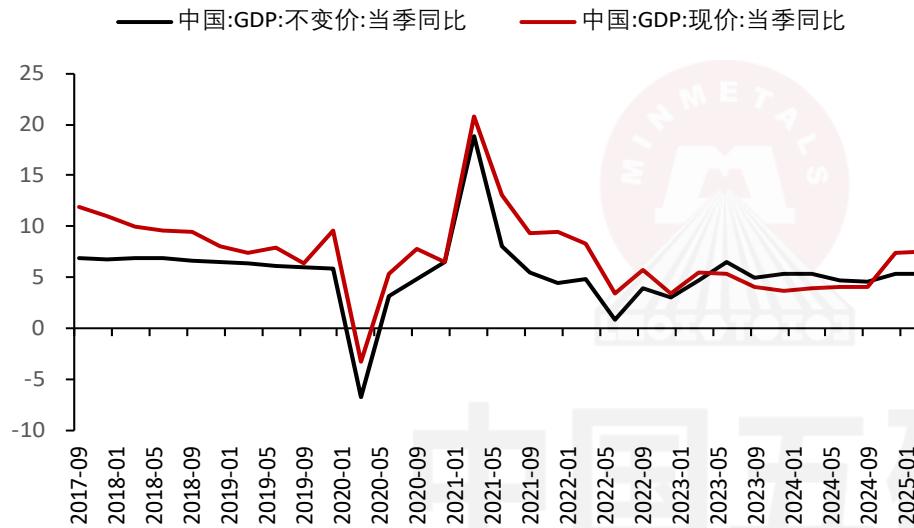


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

03

主要经济数据

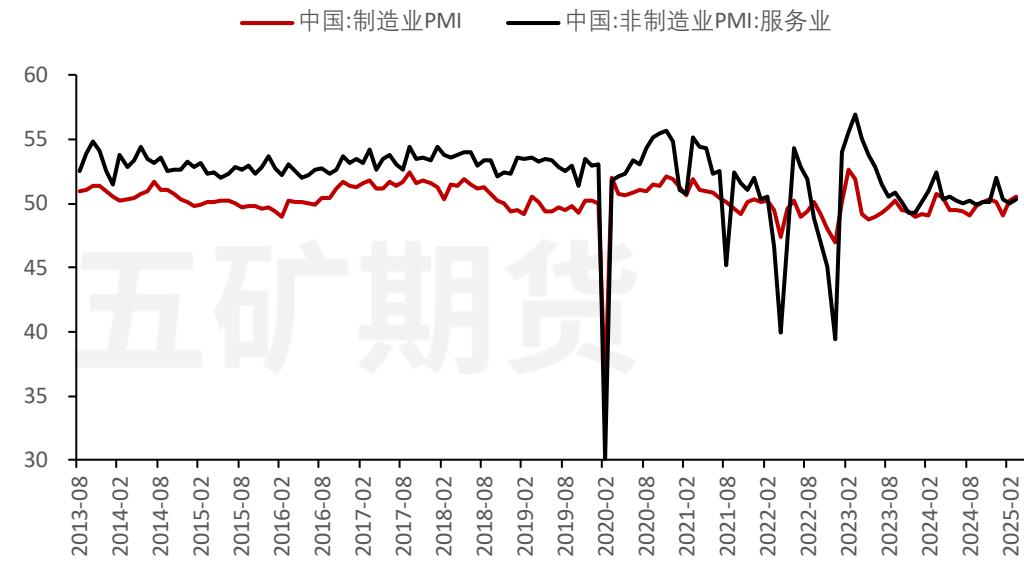
图13: GDP增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、2025年1季度GDP实际增速5.4%，名义增速7.58%，超市场预期，今年一季度经济增长初步实现“开门红”。
- 2、3月官方制造业PMI为50.5，前值50.2；服务业PMI为50.3，前值为50.3；3月制造业PMI符合预期，工业生产延续回暖态势，价格指标依然尚未企稳，内需修复力度有待观察。

图14: PMI



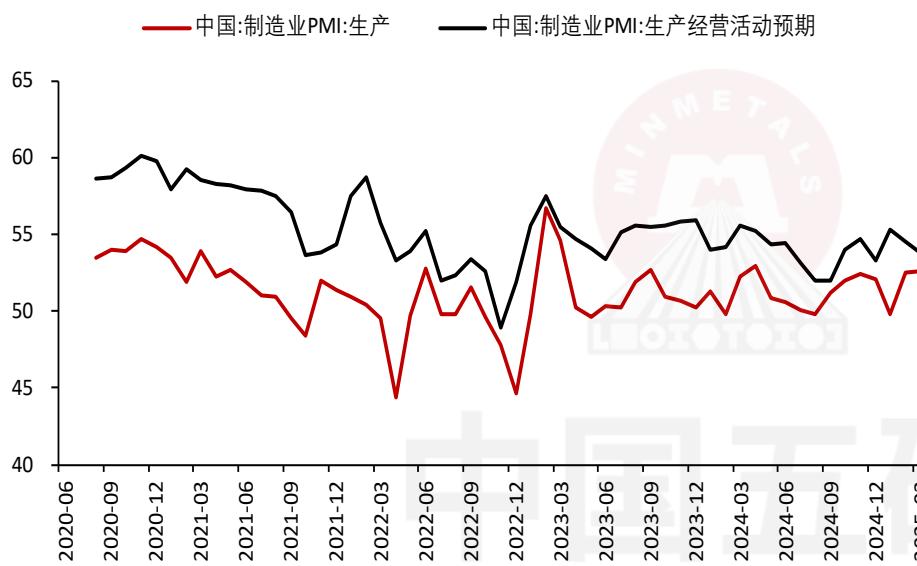
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

表1：制造业PMI细分项

| 指标名称 | 制造业PMI细分 | | | | | | | | | | | | | |
|------------|--------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------|---------------|--------------|----------------|---------------------|-----------------|----------------|-------------------|--------------------|--|
| | 中国:制造业PMI:生产 | 中国:制造业PMI:新订单 | 中国:制造业PMI:新出口订单 | 中国:制造业PMI:在手订单 | 中国:制造业PMI:产成品库存 | 中国:制造业PMI:采购量 | 中国:制造业PMI:进口 | 中国:制造业PMI:出厂价格 | 中国:制造业PMI:主要原材料购进价格 | 中国:制造业PMI:原材料库存 | 中国:制造业PMI:从业人员 | 中国:制造业PMI:供应商配送时间 | 中国:制造业PMI:生产经营活动预期 | |
| 2025-03 | 52.60 | 51.80 | 49.00 | 45.60 | 48.00 | 51.80 | 47.50 | 47.90 | 49.80 | 47.20 | 48.20 | 50.30 | 53.80 | |
| 2025-02 | 52.50 | 51.10 | 48.60 | 46.00 | 48.30 | 52.10 | 49.50 | 48.50 | 50.80 | 47.00 | 48.60 | 51.00 | 54.50 | |
| 过去五年平均 | 52.86 | 52.20 | 49.30 | 47.10 | 48.62 | 52.14 | 49.54 | 51.26 | 56.48 | 48.22 | 49.48 | 49.22 | 55.94 | |
| 上月过去五年平均 | 47.32 | 46.92 | 45.04 | 43.94 | 47.98 | 46.66 | 45.56 | 51.24 | 56.52 | 45.38 | 45.36 | 45.80 | 54.28 | |
| 本月环比变化 | 0.10 | 0.70 | 0.40 | -0.40 | -0.30 | -0.30 | -2.00 | -0.60 | -1.00 | 0.20 | -0.40 | -0.70 | -0.70 | |
| 过去五年平均环比变化 | 5.54 | 5.28 | 4.26 | 3.16 | 0.64 | 5.48 | 3.98 | 0.02 | -0.04 | 2.84 | 4.12 | 3.42 | 1.66 | |

资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

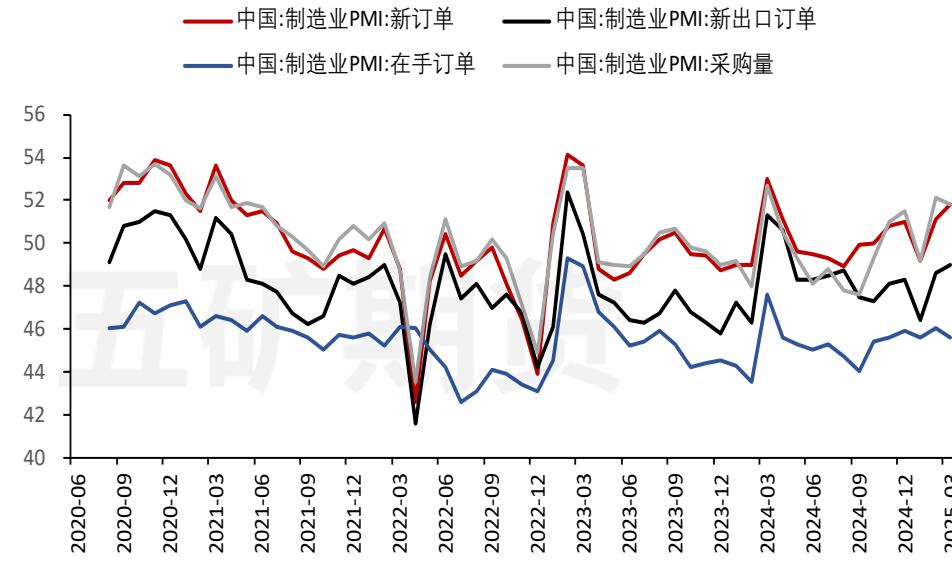
图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

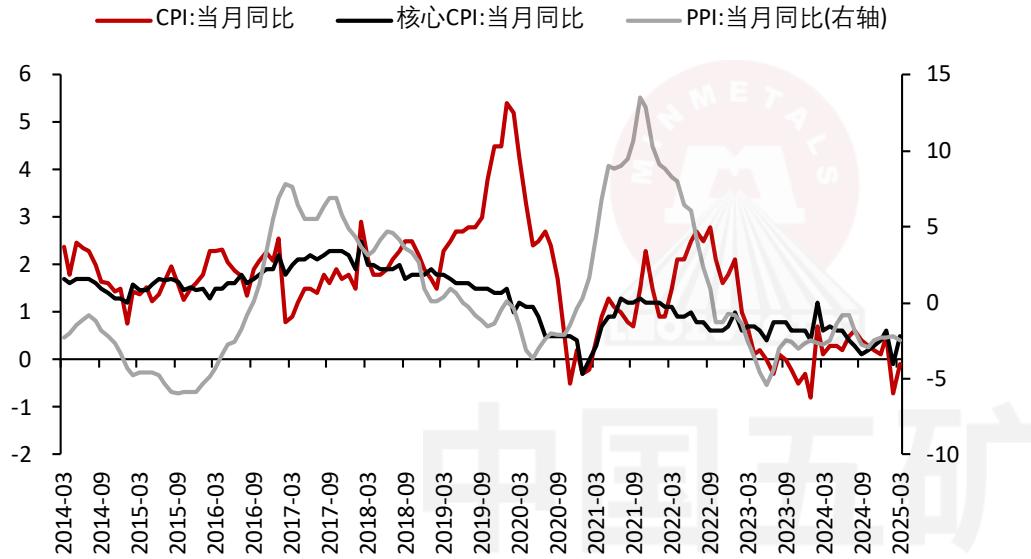
在3月份制造业PMI的细分项中，新订单数据51.8，前值51.1；生产52.6，前值52.5，供需两端均有所回暖。

图16：制造业PMI细分项-需求



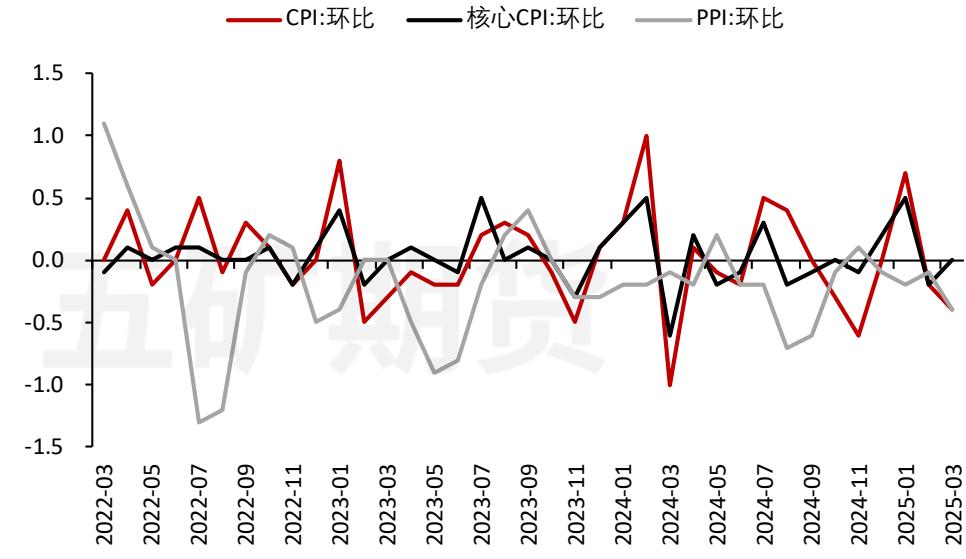
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图17：价格指数同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

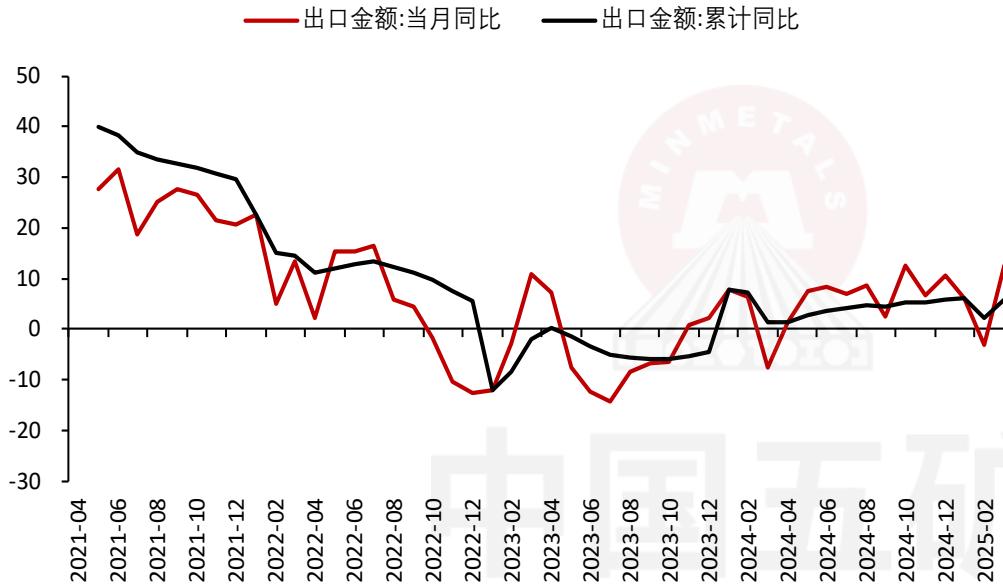
图18：价格指数环比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

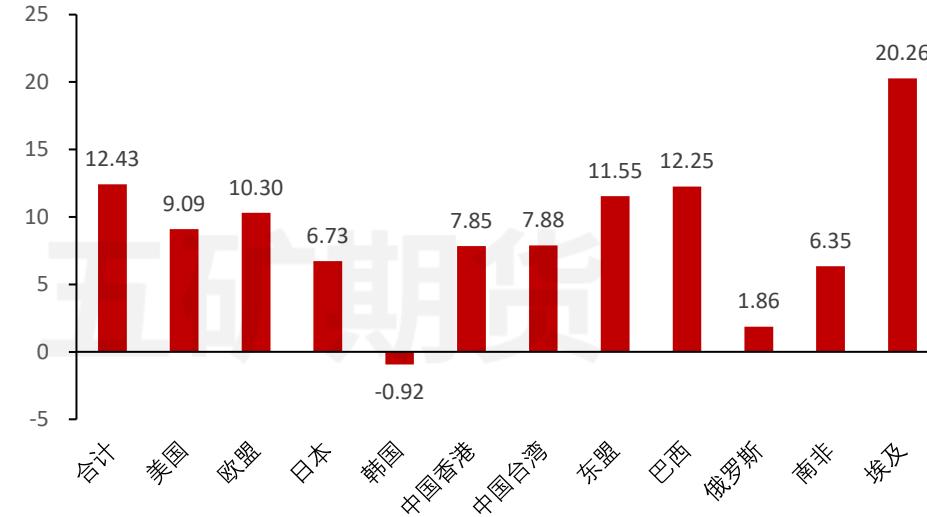
- 1、3月份CPI同比下降0.1%，前值-0.7%；核心CPI同比上升0.5%，前值-0.1%；PPI同比下降2.5%，前值-2.2%；
- 2、从环比数据看，CPI环比-0.4%，前值-0.2%；核心CPI环比持平，前值-0.2%；PPI环比-0.4%，前值-0.1%。CPI的环比回落主因季节性因素叠加食品项供应充足，核心CPI同比回升至0.5%，反映低基数效应及政策引导下家用器具等物价受益于政策发力效果；而PPI同比降幅走扩，主因海外原油大宗价格走弱扰动，黑色金属冶炼及建材价格受基建开工节奏较平稳，钢材、水泥生产恢复快于房地产需求影响延续弱势。

图19：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

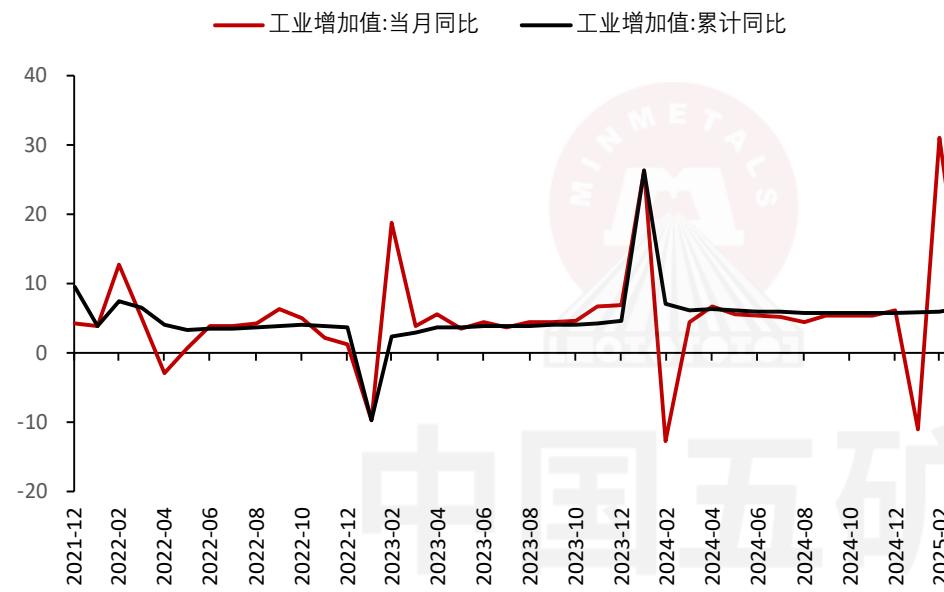
图20：对部分经济体出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

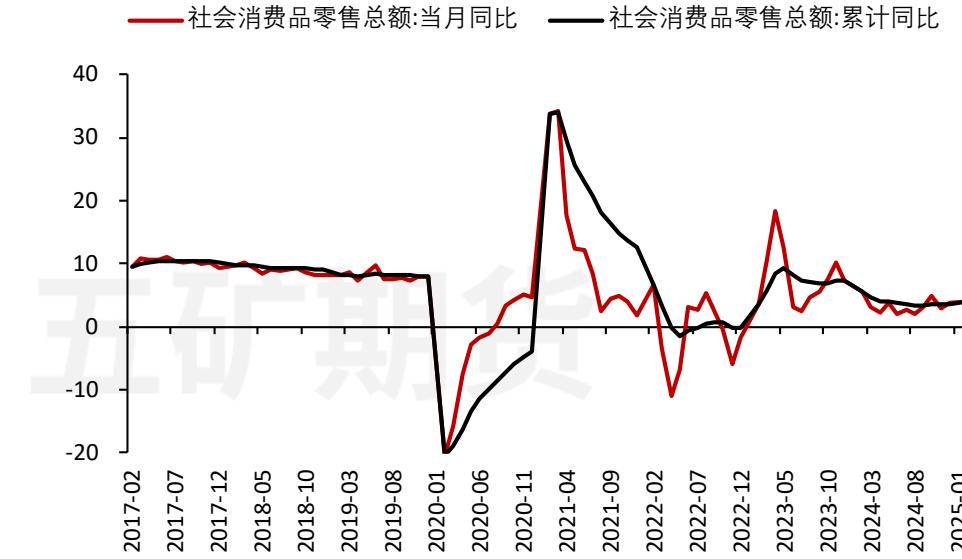
2025年3月我国进出口增速表现分化，出口增速超预期，进口增速进一步下滑。3月出口（美元计价）同比增长12.4%，预期3.5%，前值2.3%，强于季节性和市场预期。出口增速回升主要受去年同期基数较低以及“抢出口”效应的影响。3月进口同比-4.3%，较前值收窄4.1个百分点，在国际大宗商品价格下跌和加征关税冲击影响下，进口增速依然偏弱。

图21：工业增加值（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图22：社会消费品零售总额（%）

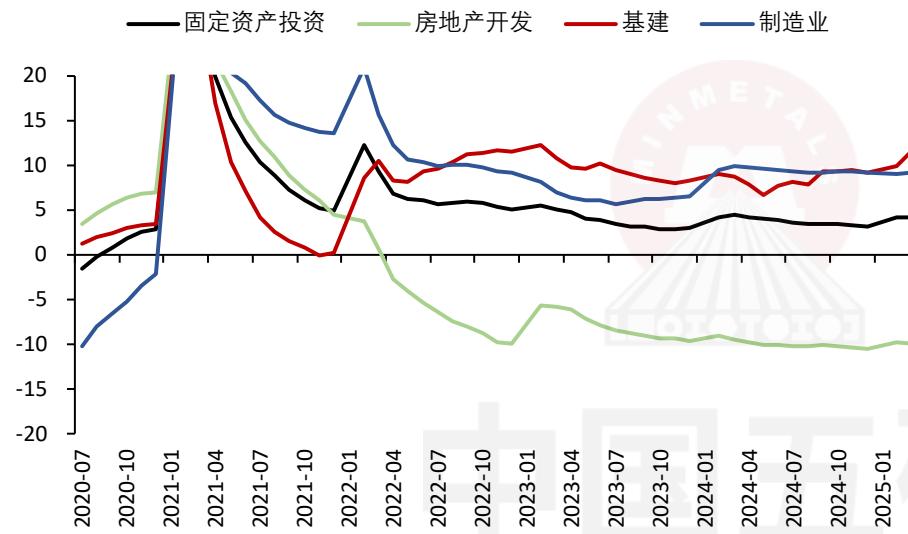


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、3月份工业增加同比增速为7.7%，前值5.9%，较1-2月累计同比上升1.8个百分点。整体生产有所改善，结构上金属切削机床、工业机器人和集成电路等增速较高，出口走强的拉动作用明显。

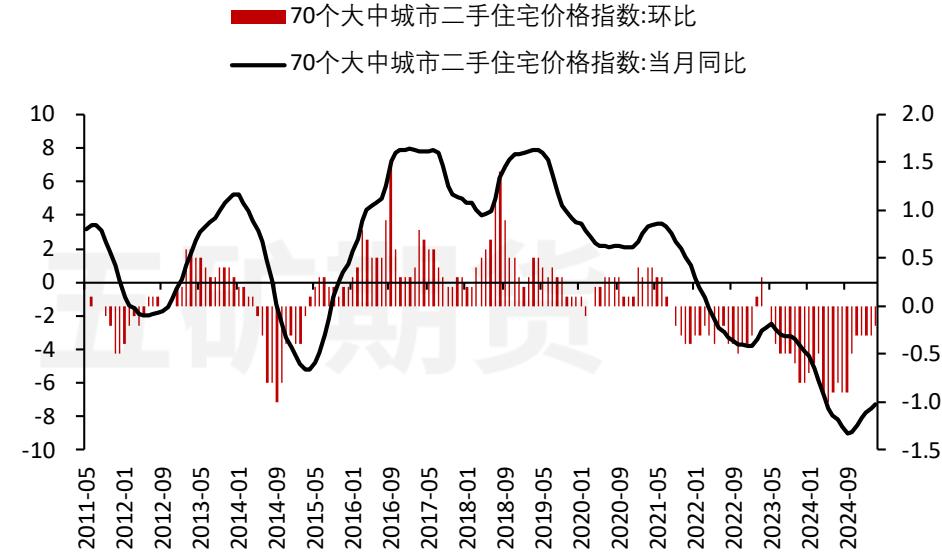
2、3月份社会消费品零售总额当月同比增速5.9%，前值4.0%；累计同比增速4.6%，前值4.0%，社零显著超预期，以旧换新政策作用依然持续，分项中家电家具、文化办公和汽车等增速较高，餐饮、烟酒和服饰类增速有所改善，可能反映居民现金流和预期有一定改善。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）

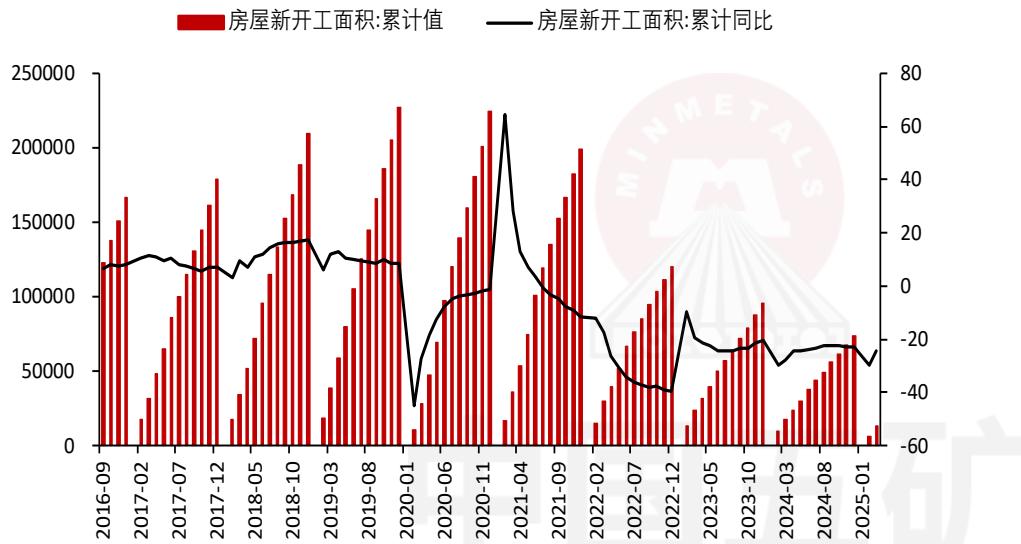


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、3月固定资产投资累计增速同比为4.2%，前值4.1%；房地产投资增速累计同比为-9.9%，前值-9.8%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比5.8%，前值5.6%，增速较前值上升0.2个百分点，财政支出有所拉动；制造业投资累计同比为9.1%，前值为9.0%，维持较高增速，设备更新是重要带动，设备购置投资同比增加19.8%；

2、3月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.2%，前值-0.3%；同比-7.3%，前值-7.5%。

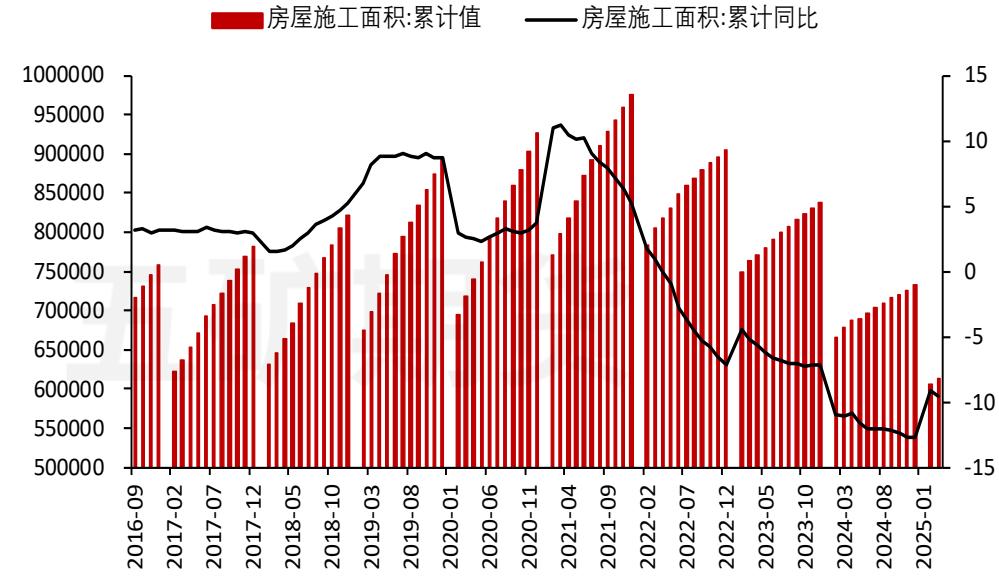
图25：房屋新开工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

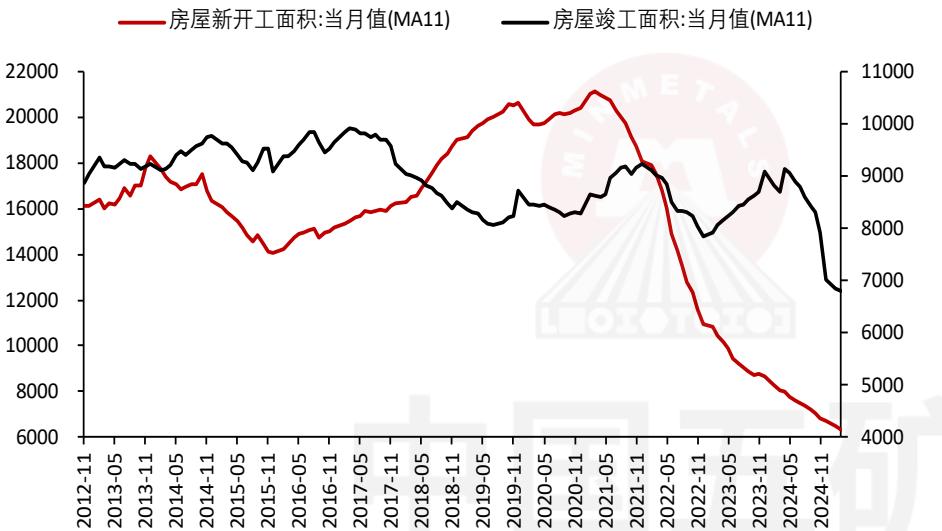
- 1、3月房屋新开工面积累计值12996万平，累计同比-24.4%，前值-29.6%；
- 2、3月房屋新施工面积累计值613705万平，累计同比-9.5%，前值-9.1%。

图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

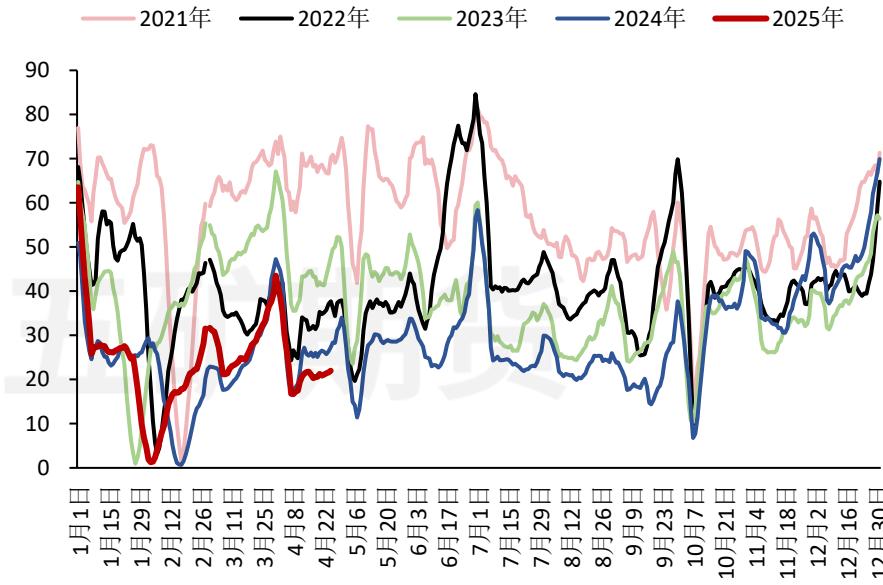
图27：房地产新开工及竣工面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

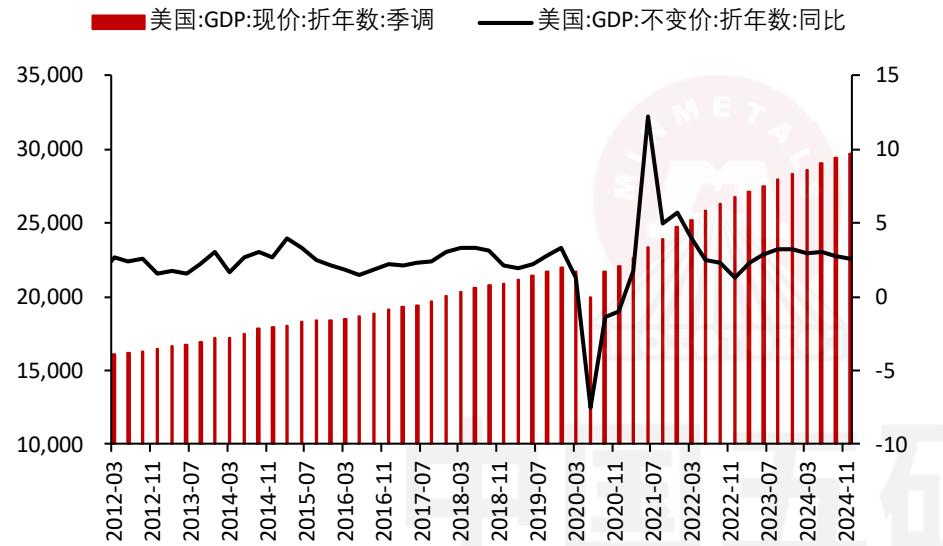
- 1、3月份竣工端数据同比回落12%，前值-16%，降幅有所收窄；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图28：30大中城市新房成交面积（万平）



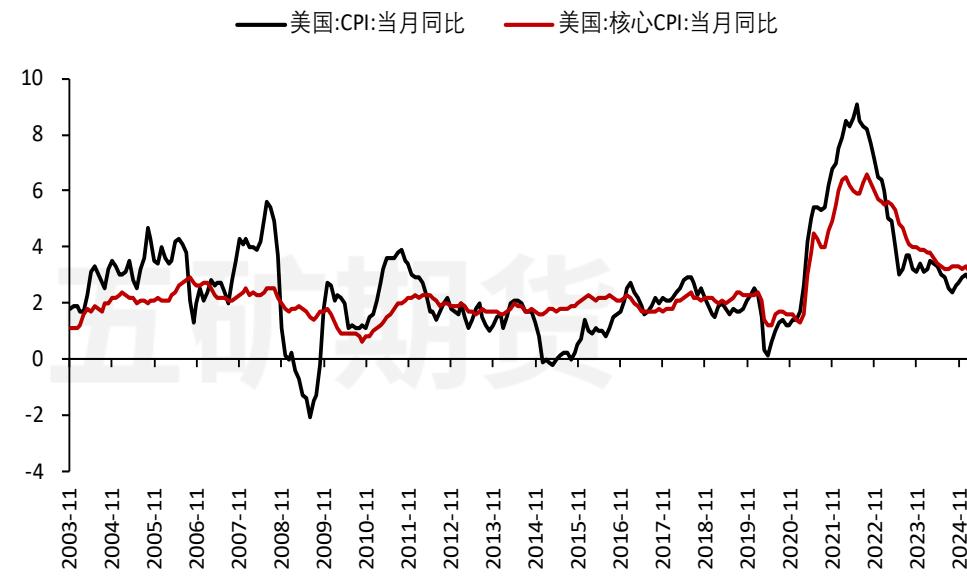
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图29: 美国GDP (十亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

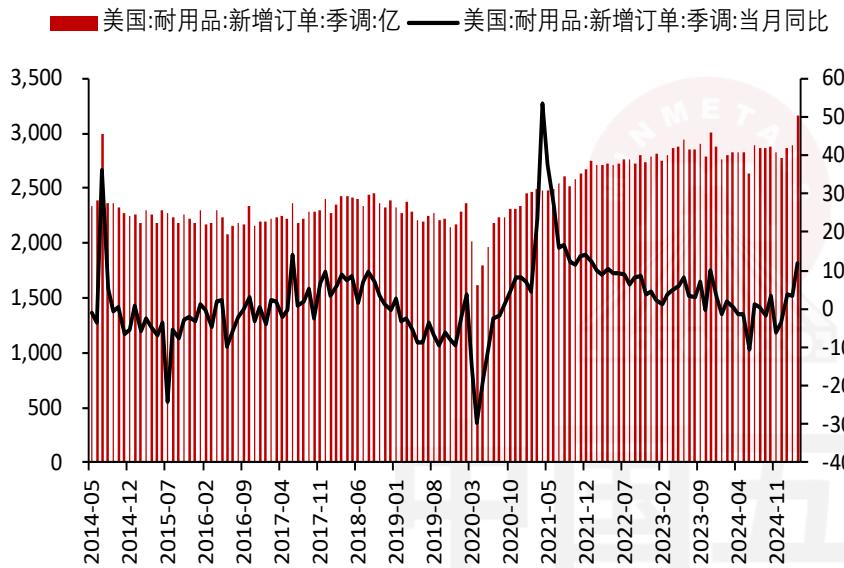
图30: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 四季度单季美国GDP现价折年数297006亿美元，实际同比增速2.48%，环比增长2.3%；
- 美国3月CPI同比增长2.4%，创半年低位，预估为增长2.6%，前值为增长2.8%。美国3月CPI环比下降0.1%，预估为增长0.1%，前值为增长0.2%。美国3月PPI同比增长2.7%，预期增长3.3%，前值为增长3.20%。美国3月PPI环比下降0.4%，为2023年10月以来最大降幅，预期增长0.20%。

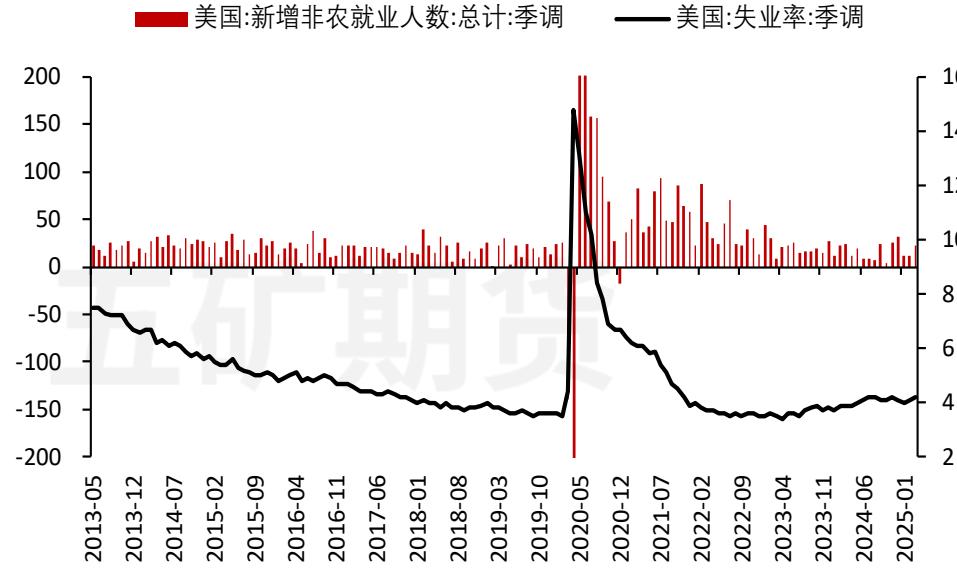
图31: 美国耐用品订单 (亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

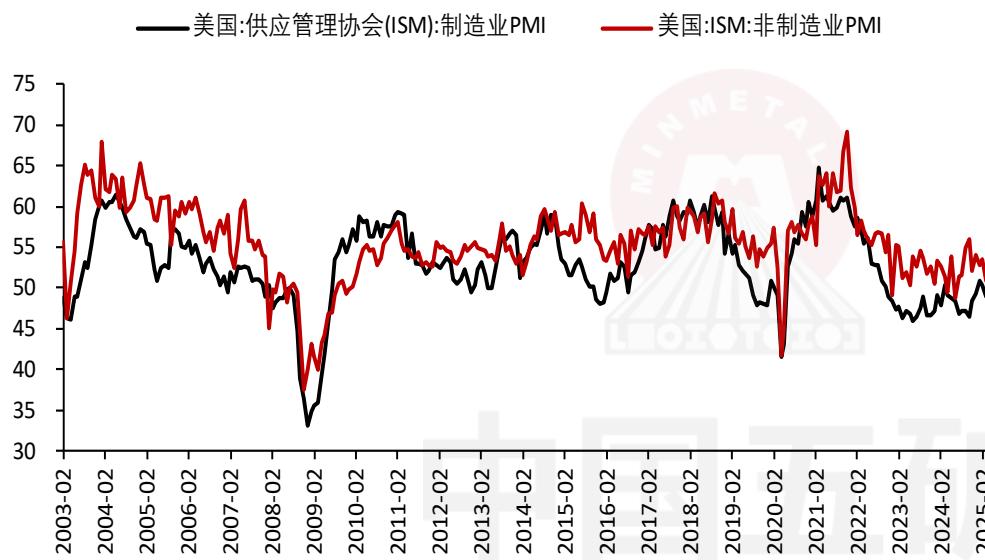
- 1、美国3月耐用品订单金额3157.29亿美元，同比增长11.92%，前值3.32%；
- 2、美国3月非农就业人数增加22.8万人，预估为增加14.0万人，前值为增加11.7万人；美国3月失业率为4.2%，预估为4.1%，前值为4.1%。

图32: 美国非农就业人数 (万人) 及失业率 (右轴, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

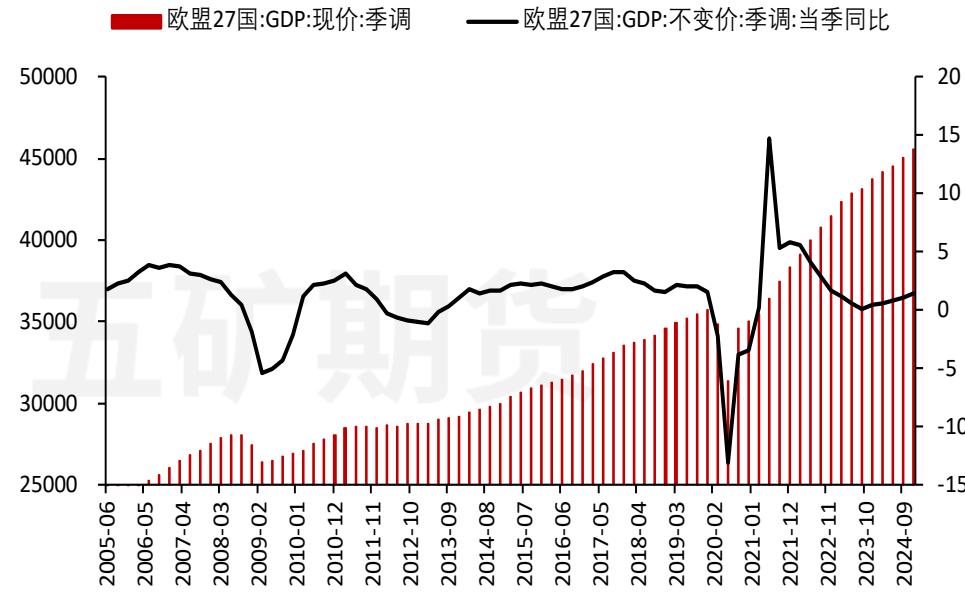
图33：美国PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

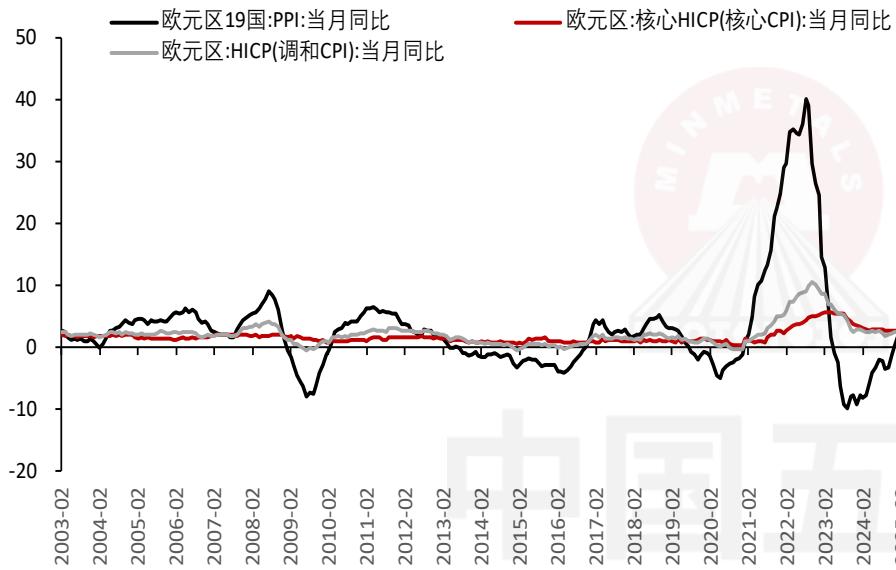
- 1、美国3月ISM制造业PMI为49.0，前值50.3；ISM非制造业PMI为50.8，前值53.5；
- 2、四季度欧盟GDP同比增长1.1%，环比增长0.1%；

图34：欧盟季度GDP（亿欧元， %）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图35：欧元区通胀



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图36：欧元区PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、欧元区3月CPI为2.2%，预期值2.2%，前值2.3%；核心CPI由前值2.6%降至2.4%；
- 2、欧元区3月制造业PMI终值为48.6，前值47.6；服务业PMI终值为50.4，前值50.6。

04

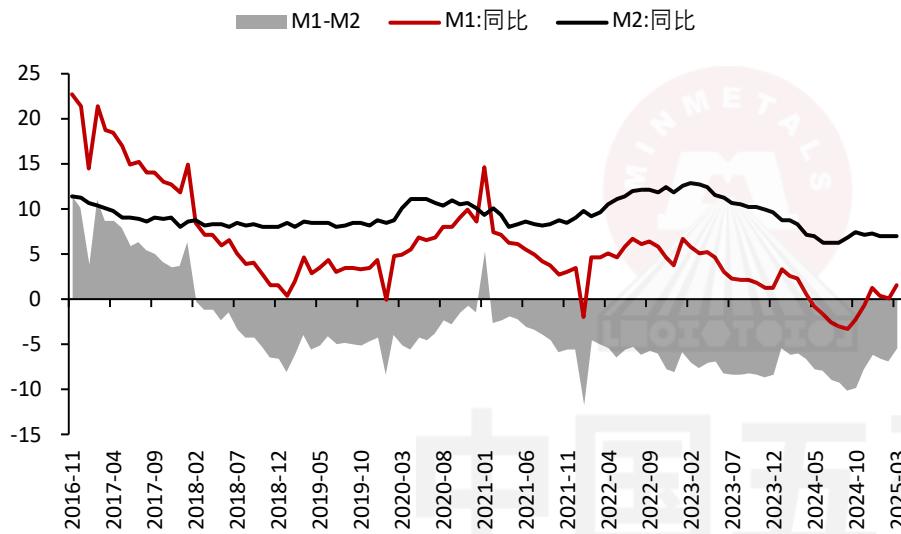
流动性

流动性



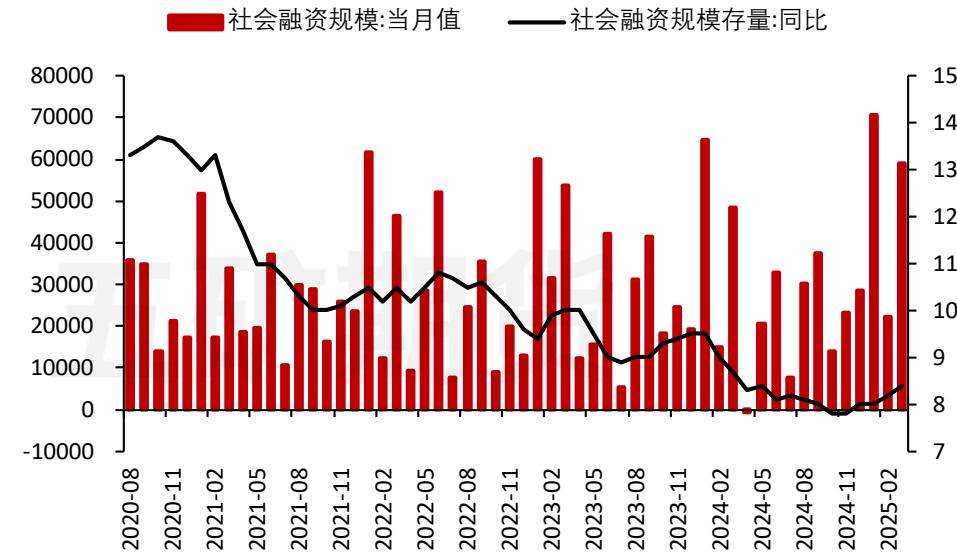
五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD
中国五矿

图37：货币供应量（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图38：社会融资规模（亿元，%）

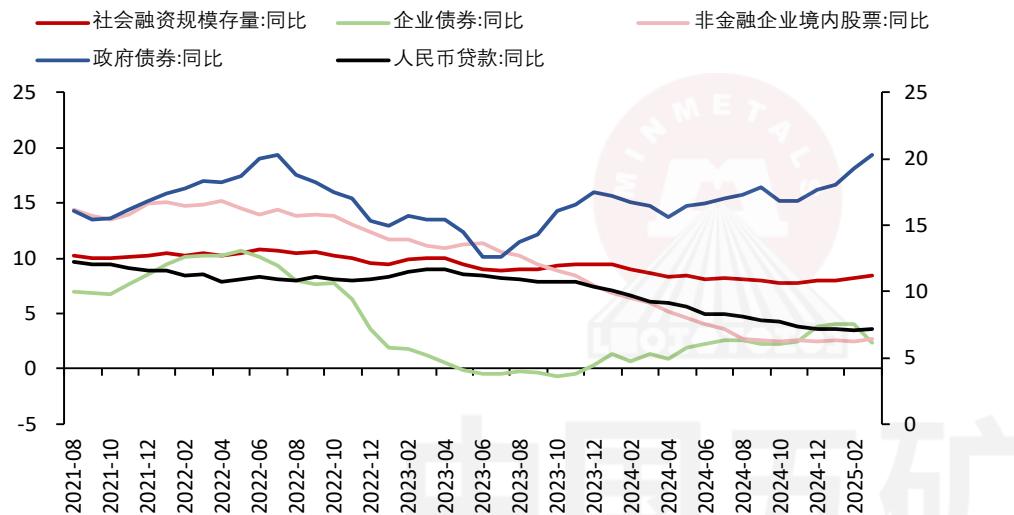


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、3月M1增速1.6%，前值0.1%；M2增速7.0%，前值7.0%；货币同比增速有所回升；
- 2、3月社融新增5.89万亿，存量增速同比8.4%，前值8.2%，社融主要来自于政府债及企业短贷的增长，信贷需求有所修复，持续性仍有待观察。

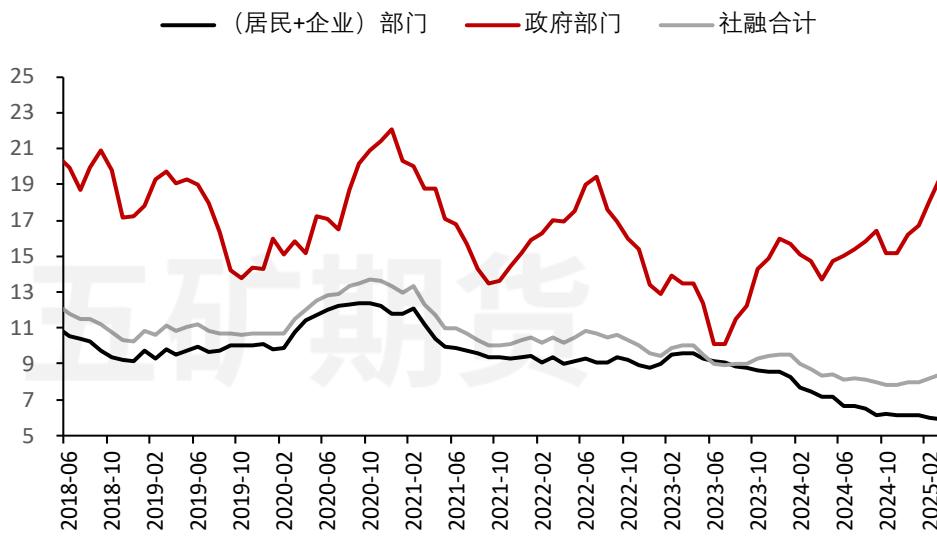
流动性

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图40：社融分部门增速（%）

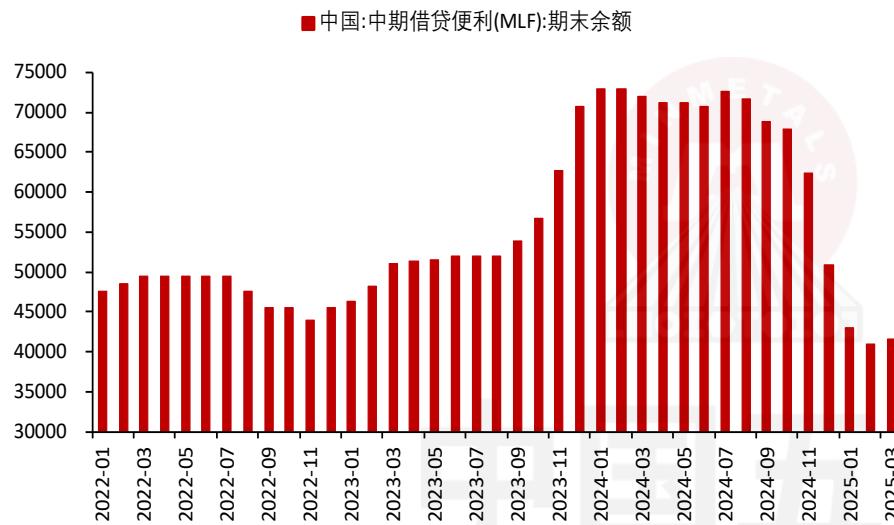


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、3月社融细分项中，政府债增速持续反弹，实体部门融资偏弱；
- 2、3月居民及企业部门的社融增速5.90%，前值5.97%，政府债增速19.4%，前值18.1%。

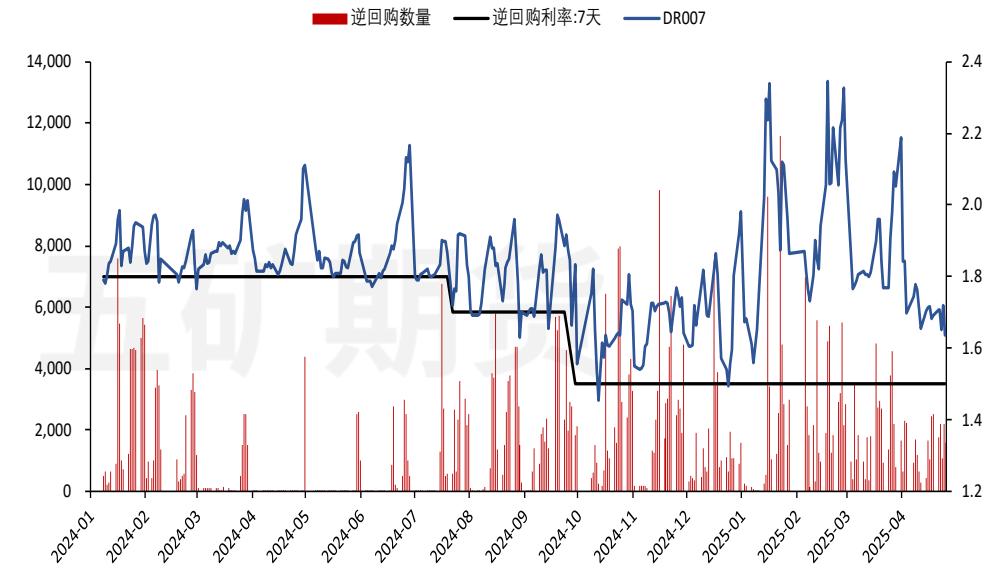
流动性

图41：MLF余额（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图42：央行逆回购投放（亿元）及利率表现（%，右轴）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、3月份MLF余额41570亿，本周MLF净投放4500亿元；
- 2、本周央行逆回购投放8820亿，7天期逆回购到期8080亿，净投放740亿元，DR007利率收于1.64%。

05

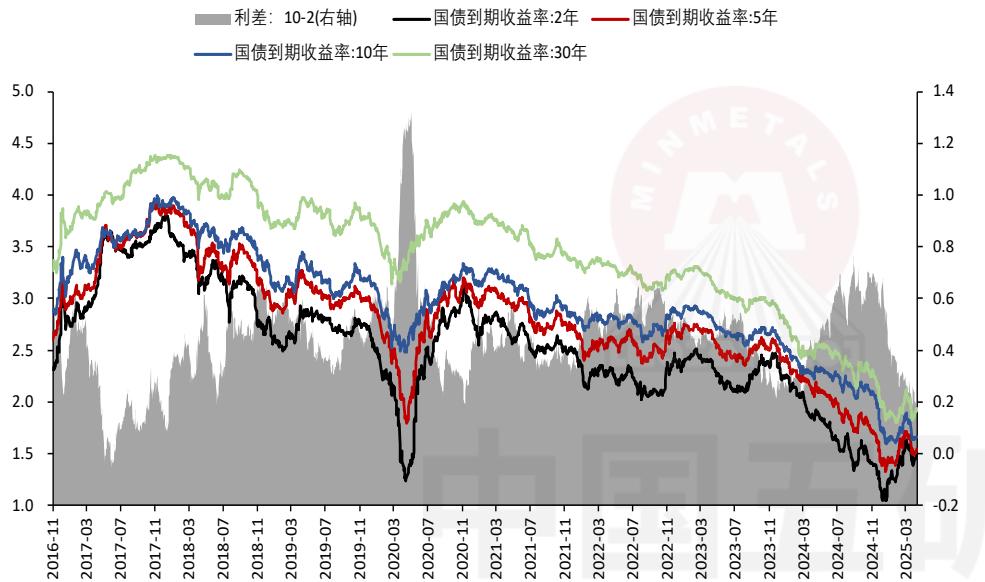
利率及汇率

表2：市场利率变化

| 利率类型 | 指标名称 | 最新 (%) | 日变动 (BP) | 周变动 (BP) | 月变动 (BP) |
|---------|-------|--------|----------|----------|----------|
| 回购 | R001 | 1.58 | -4.95 | -9.45 | -122.27 |
| 回购 | R007 | 1.66 | -11.34 | -5.29 | -64.43 |
| 回购 | DR001 | 1.58 | -2.07 | -8.30 | -22.21 |
| 回购 | DR007 | 1.64 | -8.41 | -5.67 | -55.30 |
| 国债到期收益率 | 2年 | 1.48 | -0.03 | 3.39 | -8.35 |
| 国债到期收益率 | 5年 | 1.55 | -0.28 | 3.74 | -11.78 |
| 国债到期收益率 | 10年 | 1.66 | -0.49 | 1.14 | -15.88 |
| 国债到期收益率 | 30年 | 1.93 | -0.75 | 2.30 | -10.50 |
| 美国国债收益率 | 10年 | 4.29 | -3.00 | -5.00 | 6.00 |

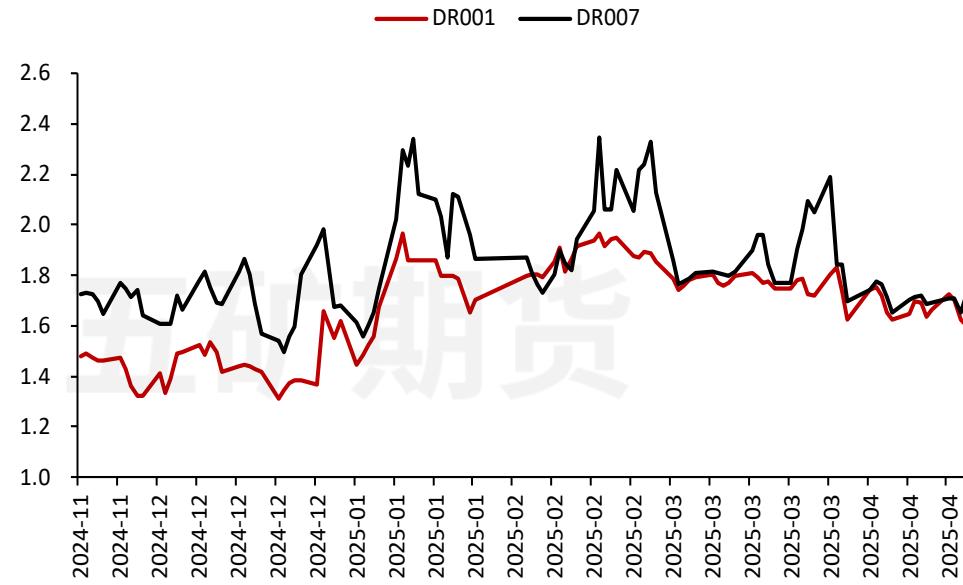
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



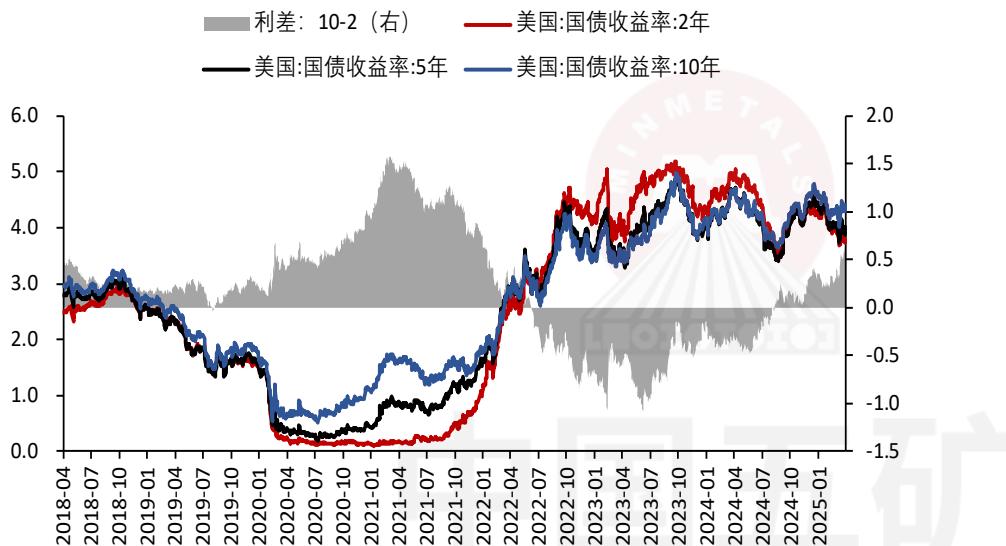
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图44：银行间质押回购利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图45：美债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图46：英法德意国债收益率（%）



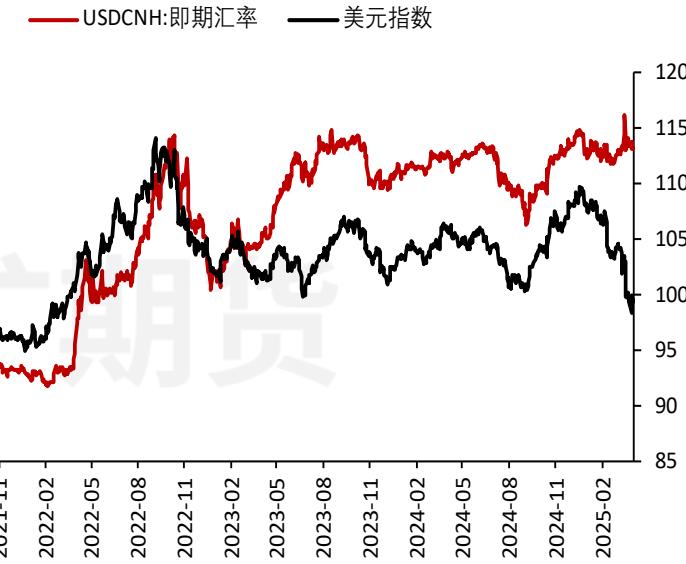
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图47：美联储目标利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图48：汇率（美元/RMB）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

免责声明



五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博