



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

债市短期震荡，关注基本面变动

国债月报

2025/05/05

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 月度评估及策略推荐

04 流动性

02 期现市场

05 利率及汇率

03 主要经济数据

01

月度评估及策略推荐

- ◆ 经济及政策：美国对等关税超预期，4月份制造业PMI有所走弱，反映贸易不确定性增强背景下外需收缩，短期政策重心需聚焦于稳外贸与扩内需的协同发力，加快结构性工具落地以对冲外部冲击，同时关注中美关税谈判进展对市场预期的潜在影响。
- 1. 4月份，受前期制造业较快增长形成较高基数叠加外部环境急剧变化等因素影响，制造业PMI为49，回落至临界点以下。中国4月官方非制造业PMI为50.4，前值为50.8。
- 2. 央行副行长邹澜4月28日在国新办新闻发布会上表示，将根据国内外经济形势和金融市场运行情况，适时降准降息，保持流动性充裕，发挥好货币政策工具箱总量和结构双重功能，创设新的结构性货币政策工具，围绕稳就业、稳增长的重点领域精准发力，做好金融支持。
- 3. 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%。
- 4. 国家发展改革委已印发通知，会同财政部及时向地方追加下达今年第二批810亿元超长期特别国债资金，继续大力支持消费品以旧换新。
- 5. 央行数据显示，2025年第一季度全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率为3.11%。3、财政部5月9日拟续发行710亿元超长期特别国债，本次续发行国债票面利率与之前发行的同期国债相同，为1.88%。
- 6. 美国4月非农就业人数增加17.7万，大幅超出预估的13.8万增量，前值为增加22.8万；美国4月失业率报4.2%，市场预估为4.2%，前值为4.2%。
- 7. 美国4月标普全球制造业PMI为50.2，预期50.5，前值50.7。
- 8. 美国总统特朗普表示，授权商务部和美国贸易代表立即启动程序，对所有在国外制作的进入美国的电影征收100%的关税。
- 9. OPEC+五位消息人士表示，OPEC+将加快提高石油产量，到11月可能每天向市场提供多达220万桶石油，该组织主导国沙特阿拉伯正寻求惩罚一些生产超过配额的成员国。

- ◆ 流动性：本周（4.28-5.2）央行逆回购投放11503亿，7天期逆回购到期5045亿，净投放6458亿元，DR007利率收于1.80%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.63%，周环比回落3.25BP；30Y国债收益率收于1.83%，周环比回落9.75BP；2、最新10Y美债收益率4.33%，周环比反弹4.00BP。
- ◆ 小结：4月债市或回归基本面，4月制造业PMI显示供需两端均有所走弱，外需冲击压力凸显。往后看，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。资金面方面，近期央行呵护态度维持，预计后续资金面延续偏松基调。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，短期维持震荡，后续关注关税扰动下经济数据的进一步确认。

基本面评估

股指基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	1	0	-1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	两会政策基本符合预期	流动性偏紧	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，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。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

五矿期货

02

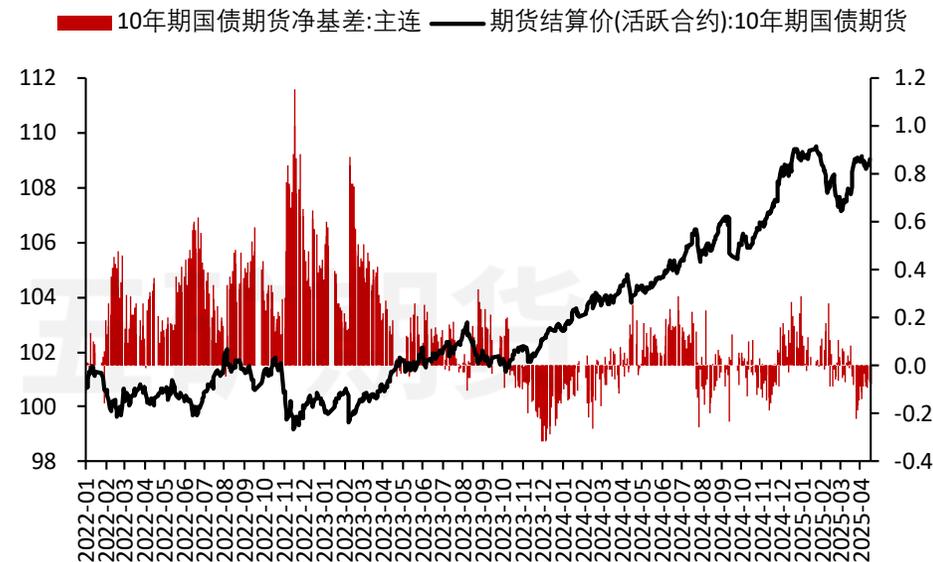
期现市场

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

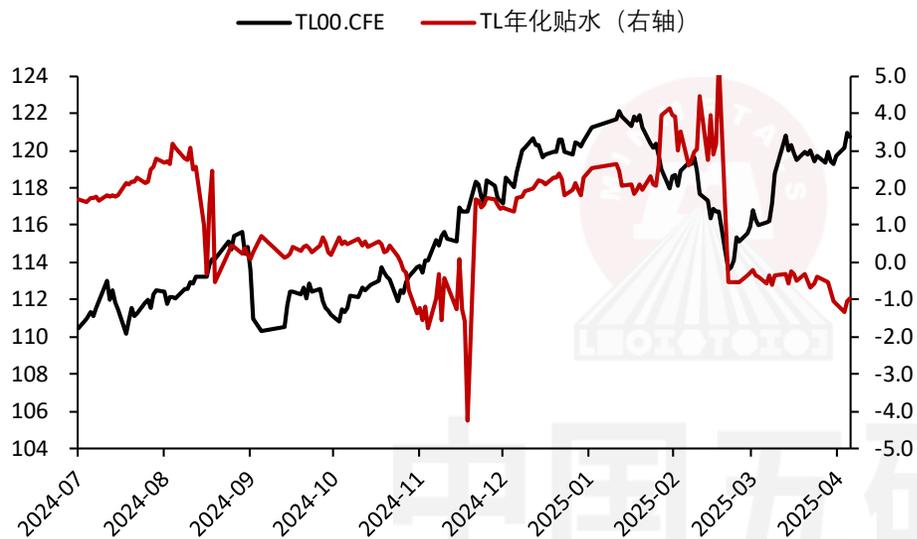
图2：T主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

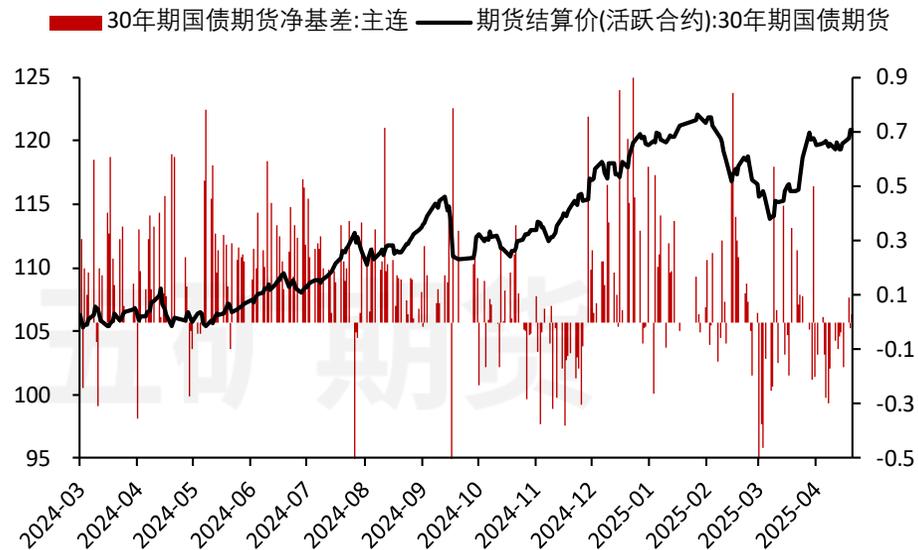
TL合约行情表现

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



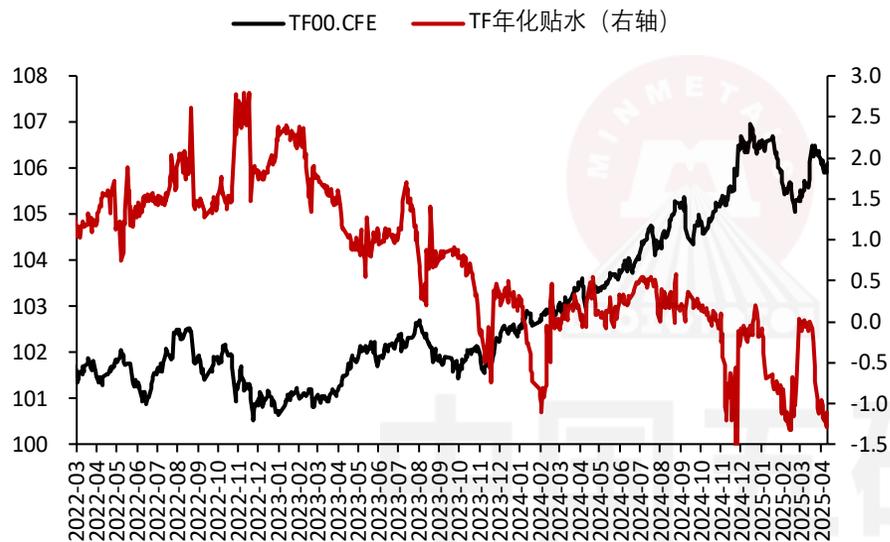
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



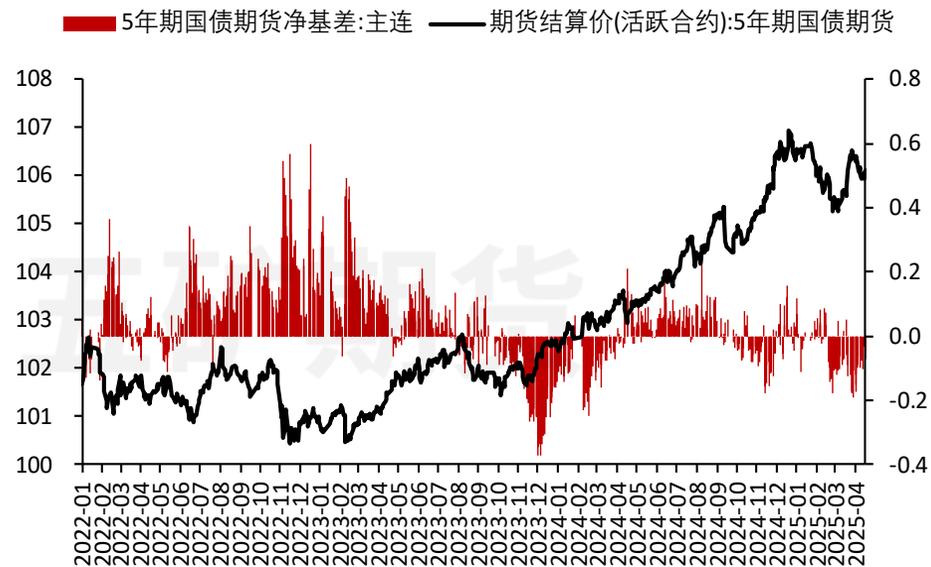
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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

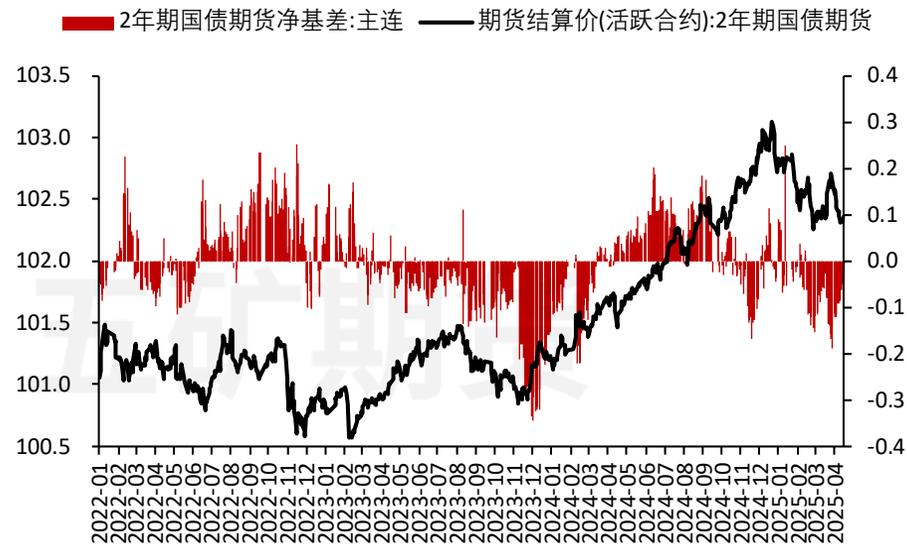
TS合约行情表现

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

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

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)

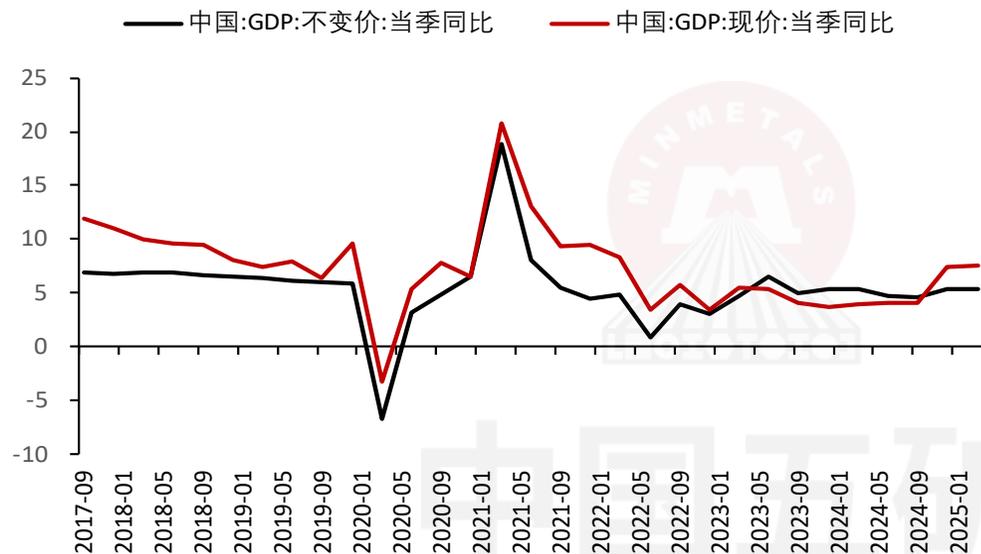


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

03

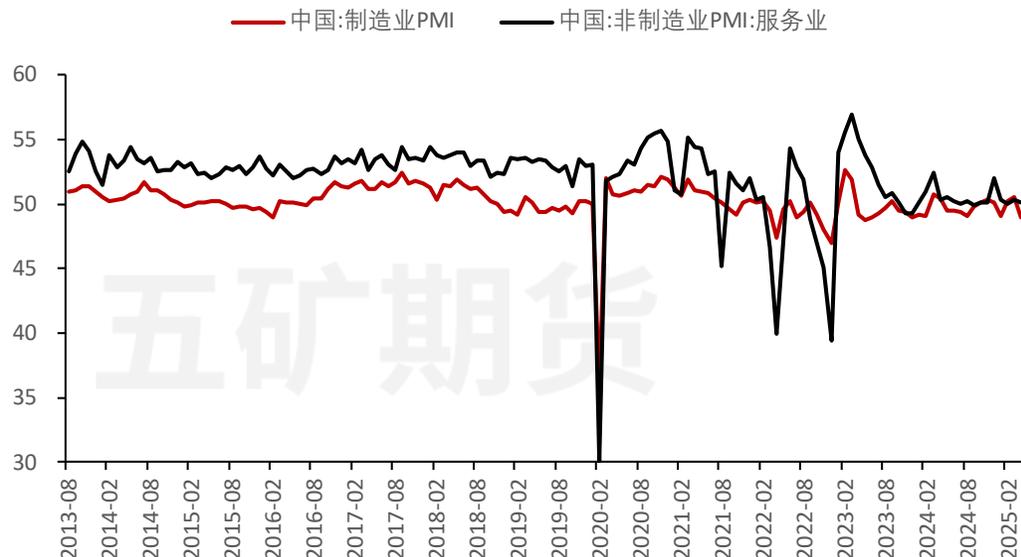
主要经济数据

图13: GDP增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图14: PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

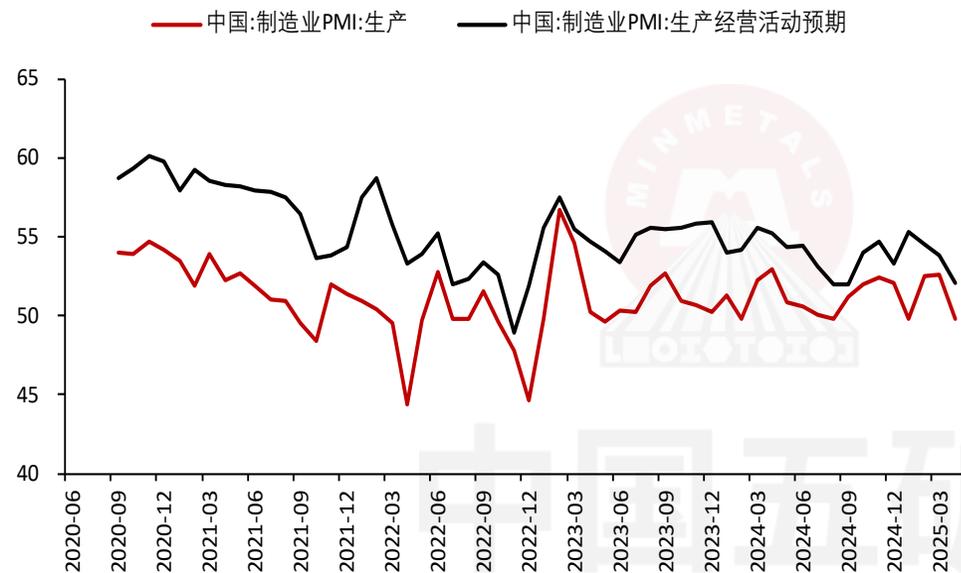
- 1、2025年1季度GDP实际增速5.4%，名义增速7.58%，超市场预期，今年一季度经济增长初步实现“开门红”。
- 2、4月制造业PMI录得49.0%，较前值回落1.5个百分点，低于预期；非制造业商务活动指数同步下行0.4个百分点至50.4%，扩张动能边际减弱。

表1：制造业PMI细分项

指标名称	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:供货商配送时间	中国:制造业PMI:生产经营活动预期
2025-04	49.80	49.20	44.70	43.20	47.30	46.30	43.40	44.80	47.00	47.00	47.90	50.20	52.10
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
过去五年平均	50.68	48.94	44.74	45.68	48.62	49.36	46.88	49.58	54.80	47.80	48.76	47.34	55.10
上月过去五年平均	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
本月环比变化	-2.80	-2.60	-4.30	-2.40	-0.70	-5.50	-4.10	-3.10	-2.80	-0.20	-0.30	-0.10	-1.70
过去五年平均环比变化	-2.18	-3.26	-4.56	-1.42	0.00	-2.78	-2.66	-1.68	-1.68	-0.42	-0.72	-1.88	-0.84

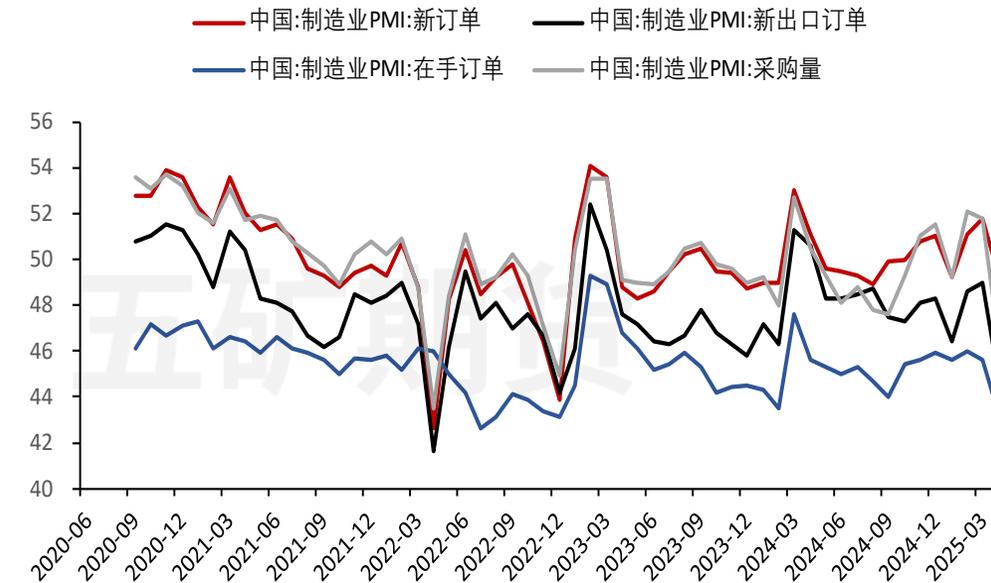
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15: 制造业PMI细分项-生产



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

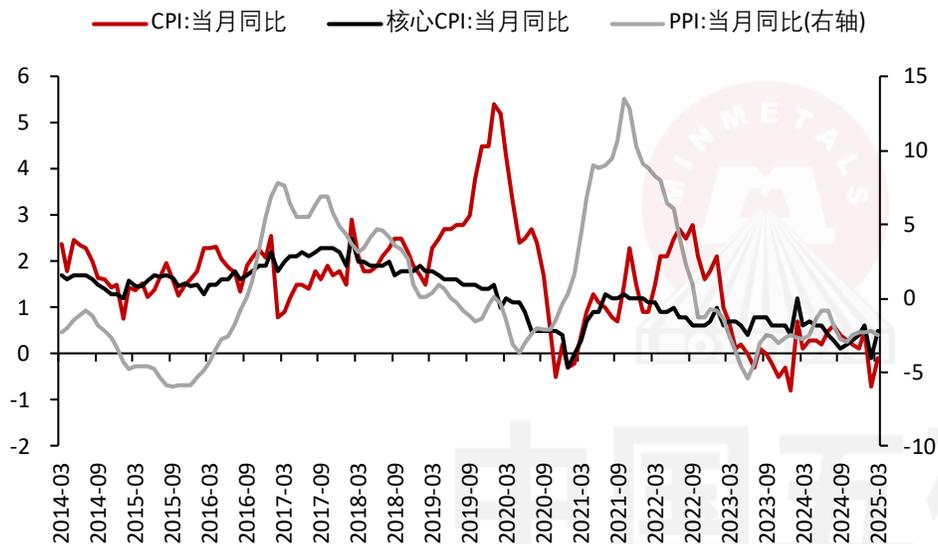
图16: 制造业PMI细分项-需求



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

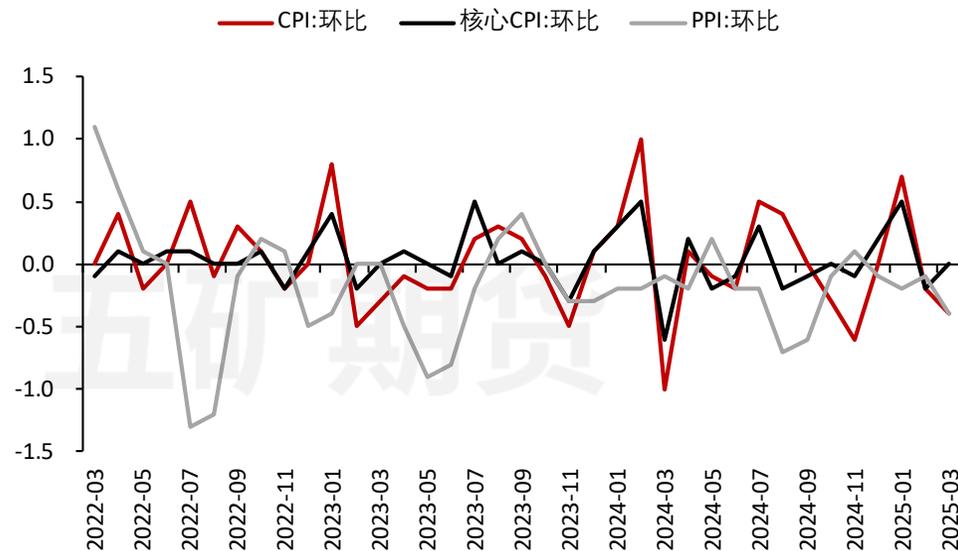
在4月份制造业PMI的细分项中,制造业供需两端均有所回落,生产指数较前值下降2.8个百分点至49.8%,新订单指数下滑2.6个百分点至49.2%。新出口订单指数骤降4.3个百分点至44.7%,创近两年新低,反映美国对等关税落地后外需收缩加剧,叠加全球贸易链阶段性调整,出口导向型行业景气度受到显著抑制。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

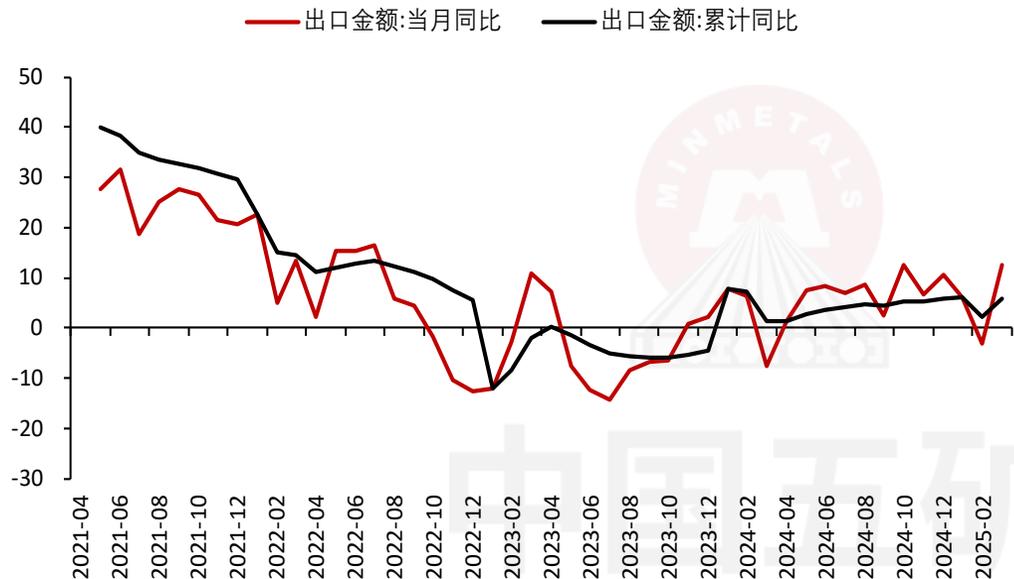
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

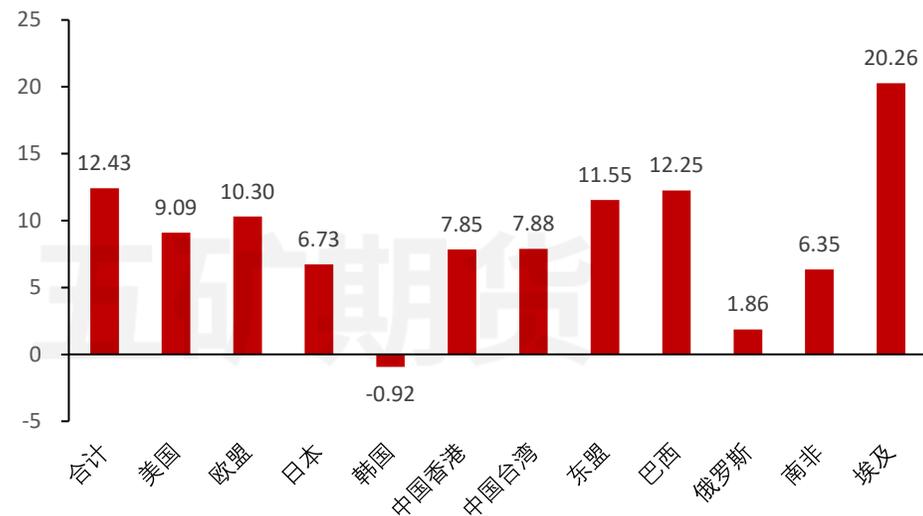
- 1、3月份CPI同比下降0.1%，前值-0.7%；核心CPI同比上升0.5%，前值-0.1%；PPI同比下降2.5%，前值-2.2%；
- 2、从环比数据看，CPI环比-0.4%，前值-0.2%；核心CPI环比持平，前值-0.2%；PPI环比-0.4%，前值-0.1%。CPI的环比回落主因季节性因素叠加食品项供应充足，核心CPI同比回升至0.5%，反映低基数效应及政策引导下家用器具等物价受益于政策发力效果；而PPI同比环比降幅走扩，主因海外原油大宗价格走弱扰动，黑色金属冶炼及建材价格受基建开工节奏较平稳，钢材、水泥生产恢复快于房地产需求影响延续弱勢。

图19: 出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

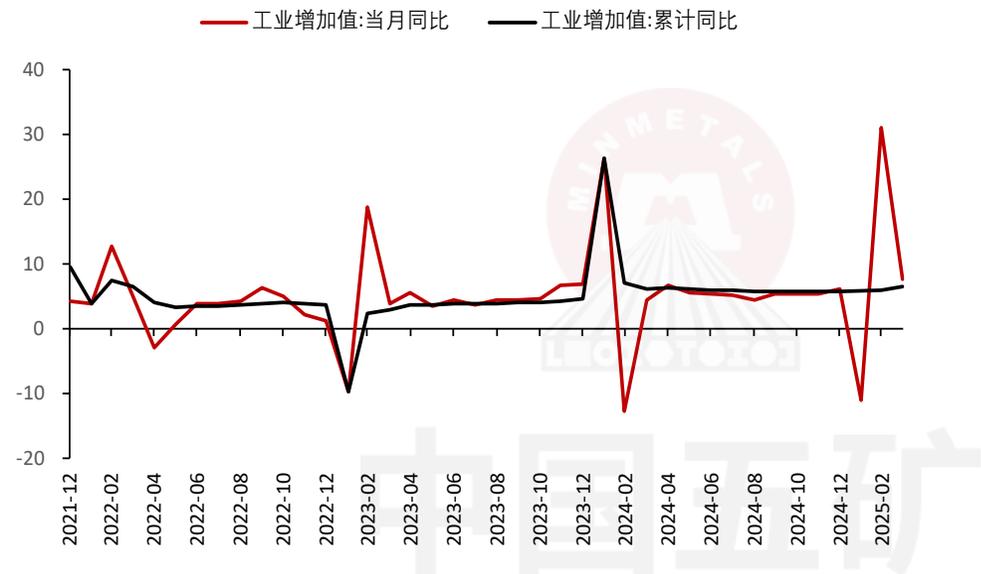
图20: 对部分经济体出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

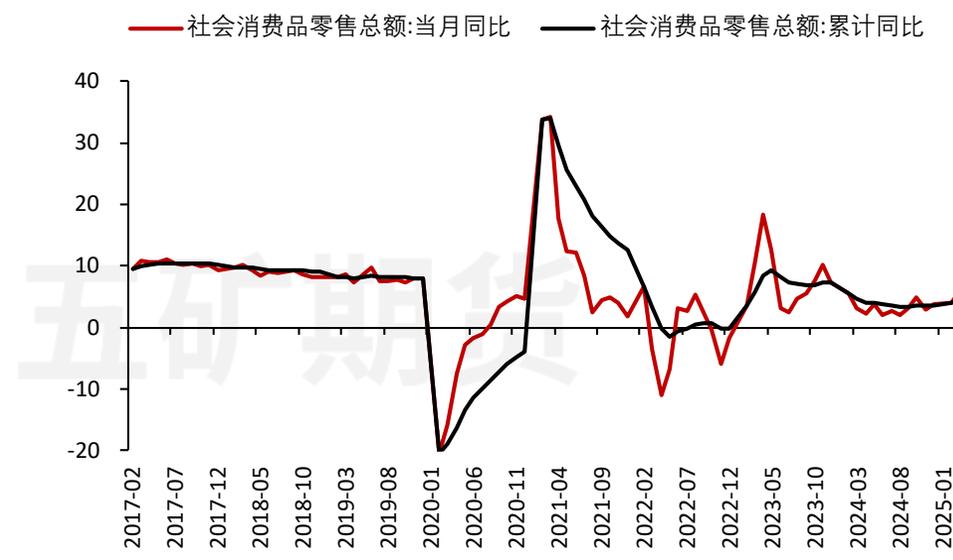
2025年3月我国进出口增速表现分化, 出口增速超预期, 进口增速进一步下滑。3月出口(美元计价)同比增长12.4%, 预期3.5%, 前值2.3%, 强于季节性和市场预期。出口增速回升主要受去年同期基数较低以及“抢出口”效应的影响。3月进口同比-4.3%, 较前值收窄4.1个点, 在国际大宗商品价格下跌和加征关税冲击影响下, 进口增速依然偏弱。

图21: 工业增加值 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

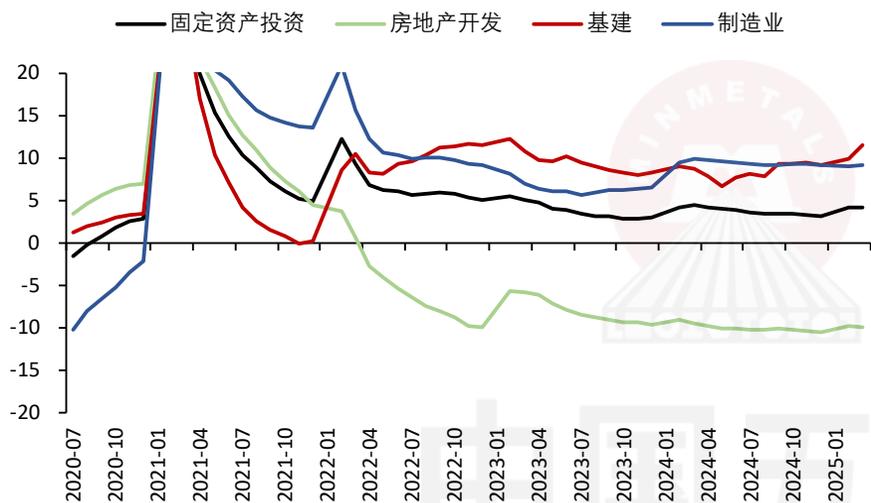
图22: 社会消费品零售总额 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

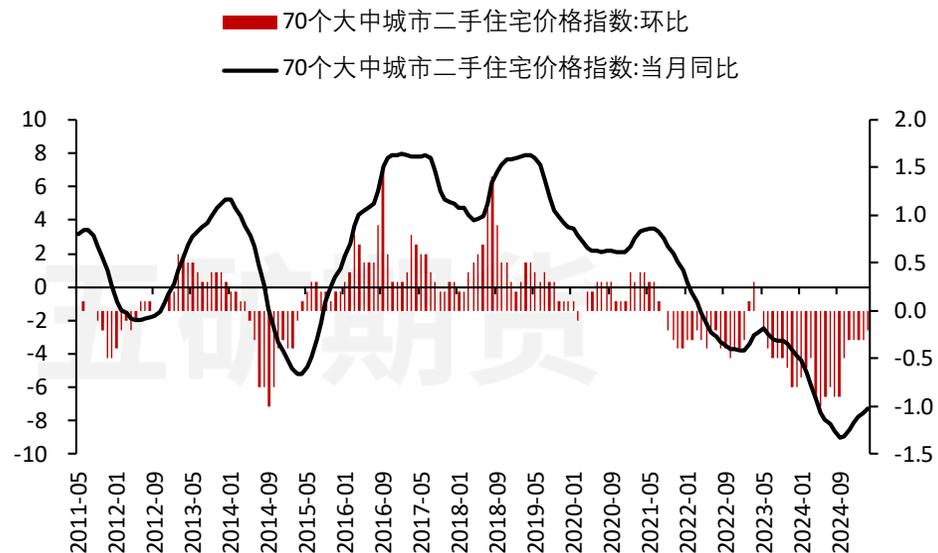
- 1、3月份工业增加值同比增速为7.7%，前值5.9%，较1-2月累计同比回升1.8个点。整体生产有所改善，结构上金属切削机床、工业机器人和集成电路等增速较高，出口走强的拉动作用明显。
- 2、3月份社会消费品零售总额当月同比增速5.9%，前值4.0%；累计同比增速4.6%，前值4.0%，社零显著超预期，以旧换新政策作用依然持续，分项中家电家具、文化办公和汽车等增速较高，餐饮、烟酒和服饰类增速有所改善，可能反映居民现金流和预期有一定改善。

图23: 固定资产投资 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

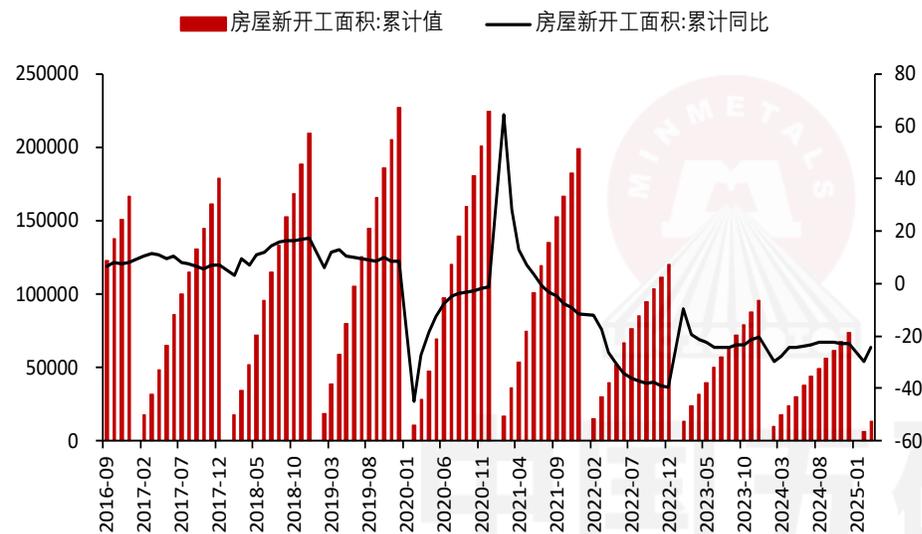
图24: 二手房价格同比及环比 (右轴) (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

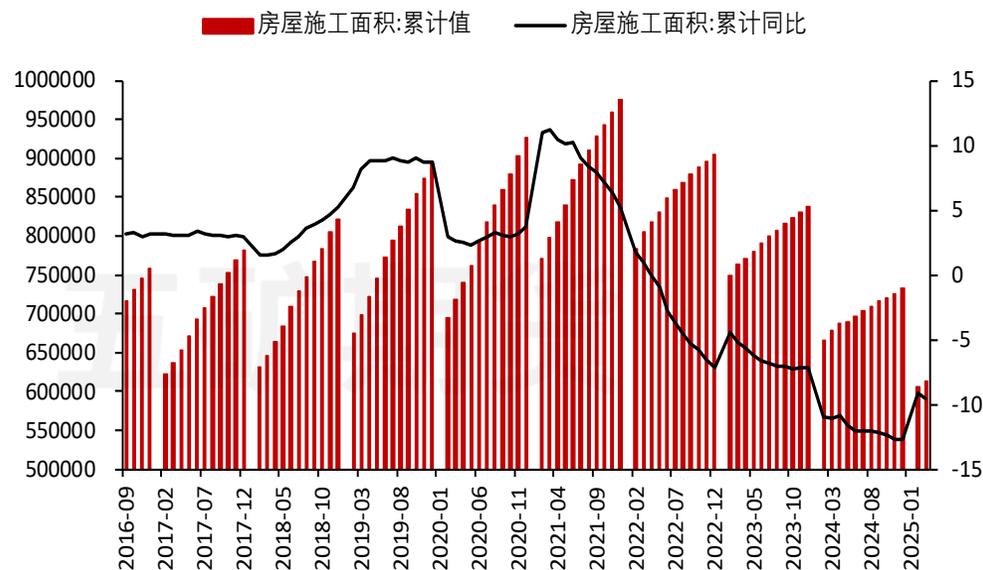
- 1、3月固定资产投资累计增速同比为4.2%，前值4.1%；房地产投资增速累计同比为-9.9%，前值-9.8%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比5.8%，前值5.6%，增速较前值上升0.2个点，财政支出有所拉动；制造业投资累计同比为9.1%，前值为9.0%，维持较高增速，设备更新是重要带动，设备购置投资同比增加19.8%；
- 2、3月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.2%，前值-0.3%；同比-7.3%，前值-7.5%。

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

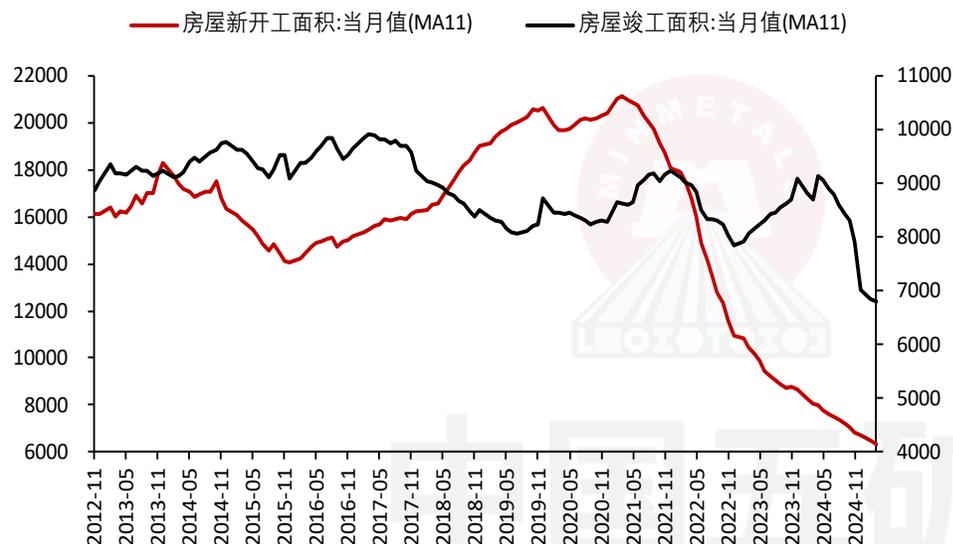
图26: 房屋施工面积及同比 (万平, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

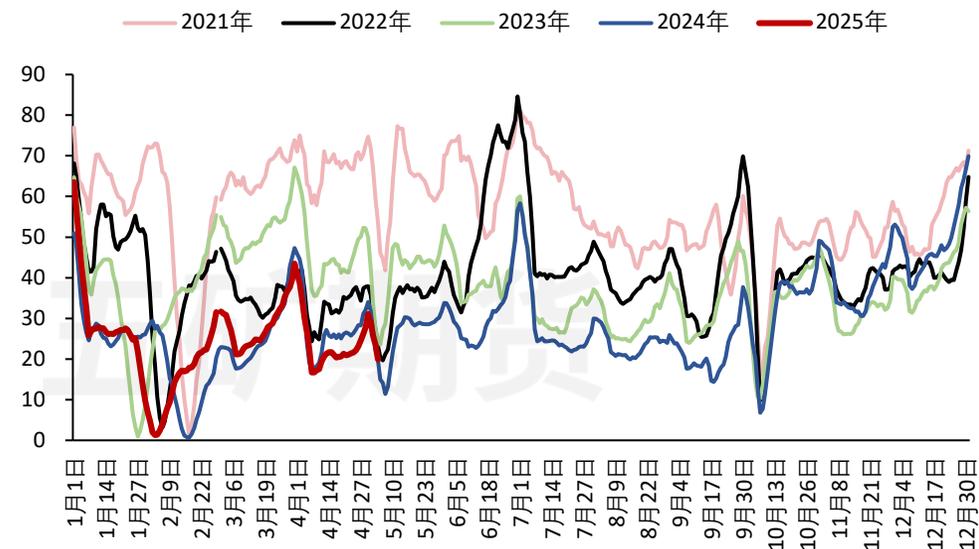
- 1、3月房屋新开工面积累计值12996万平，累计同比-24.4%，前值-29.6%；
- 2、3月房屋新施工面积累计值613705万平，累计同比-9.5%，前值-9.1%。

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

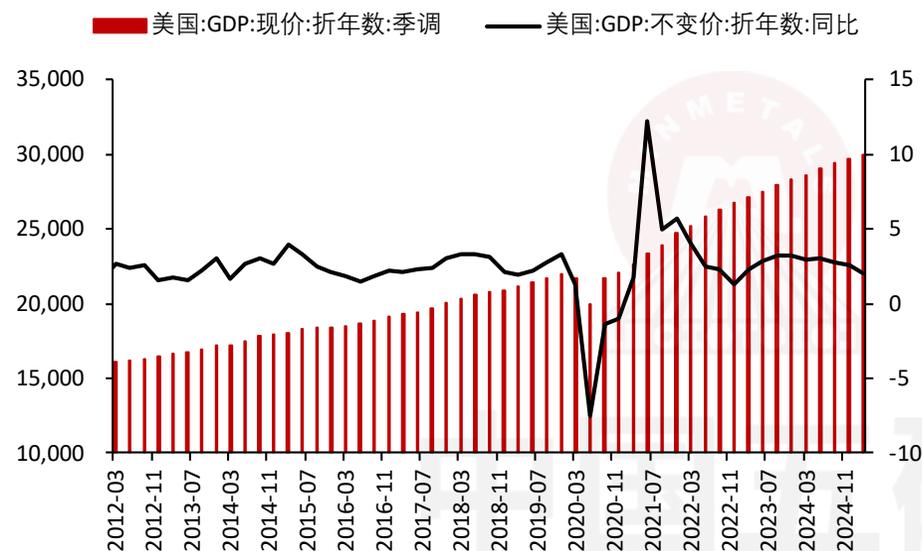
图28: 30大中城市新房成交面积 (万平)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 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

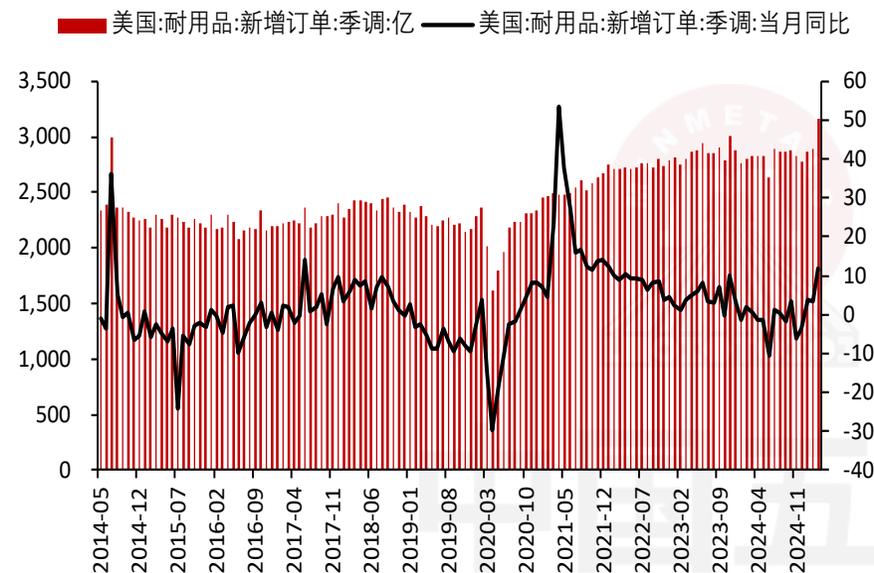
图30: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

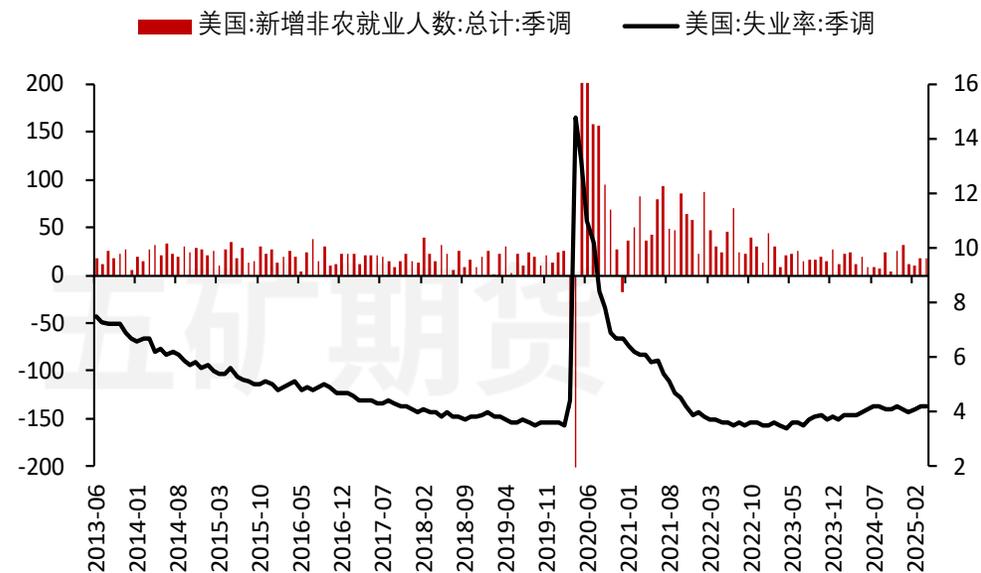
- 1、一季度单季美国GDP现价折年数29977亿美元，实际同比增速2.05%，环比增长-0.3%；
- 2、美国3月CPI同比增长2.4%，创半年低位，预估为增长2.6%，前值为增长2.8%。美国3月CPI环比下降0.1%，预估为增长0.1%，前值为增长0.2%。美国3月PPI同比增长2.7%，预期增长3.3%，前值为增长3.20%。美国3月PPI环比下降0.4%，为2023年10月以来最大降幅，预期增长0.20%。

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

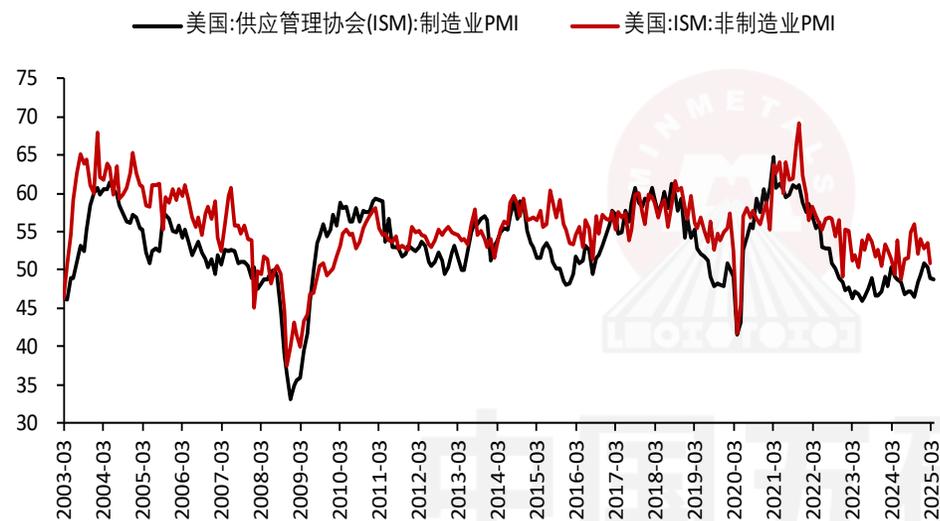
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

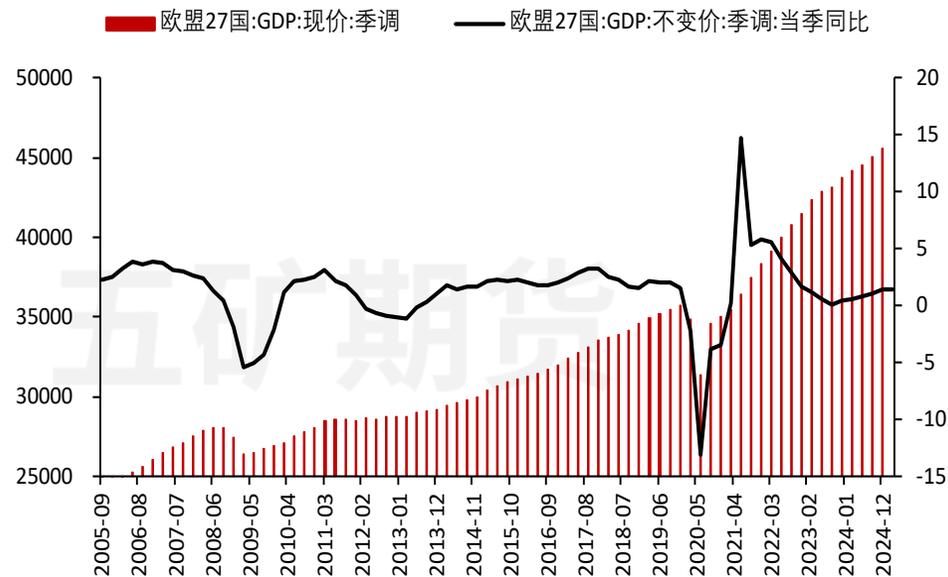
- 1、美国3月耐用品订单金额3156.59亿美元，同比增长11.90%，前值3.29%；
- 2、美国4月非农就业人数增加17.7万，大幅超出预估的13.8万增量，前值为增加22.8万；美国4月失业率报4.2%，市场预估为4.2%，前值为4.2%。

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

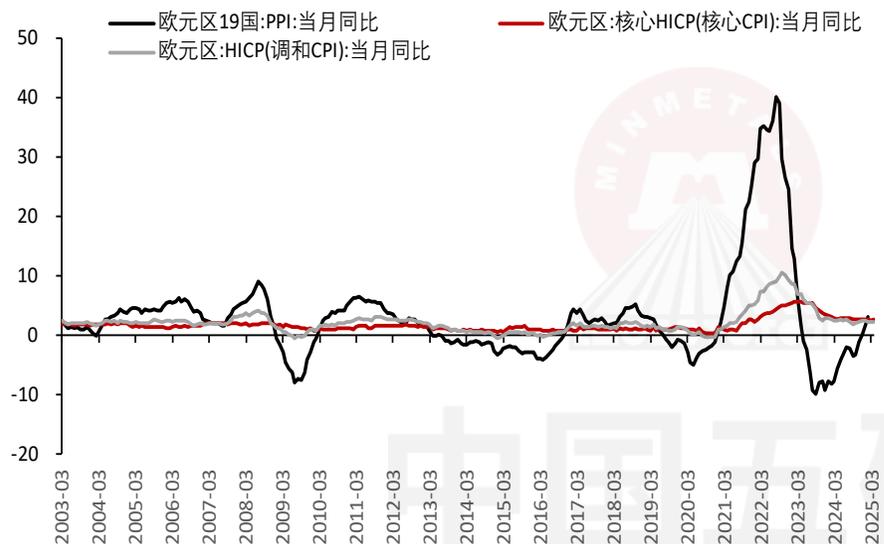
图34: 欧盟季度GDP (亿欧元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国4月ISM制造业PMI为48.7, 前值49.0; 3月ISM非制造业PMI为50.8, 前值53.5;
- 2、一季度欧盟GDP同比增长1.4%, 环比增长0.3%;

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

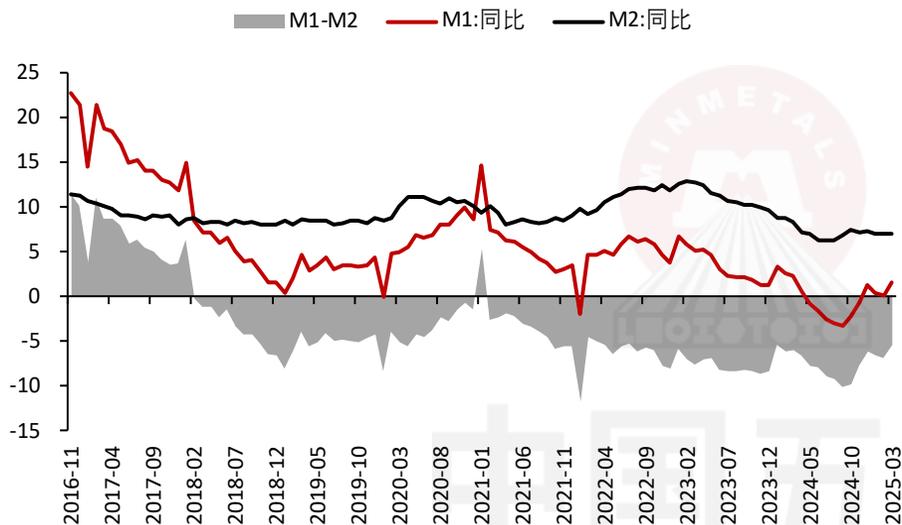
- 1、欧元区3月CPI为2.2%，预期值2.2%，前值2.3%；核心CPI由前值2.6%降至2.4%；
- 2、欧元区4月制造业PMI终值为48.7，前值48.6；服务业PMI终值为49.7，前值51.0。

04

流动性

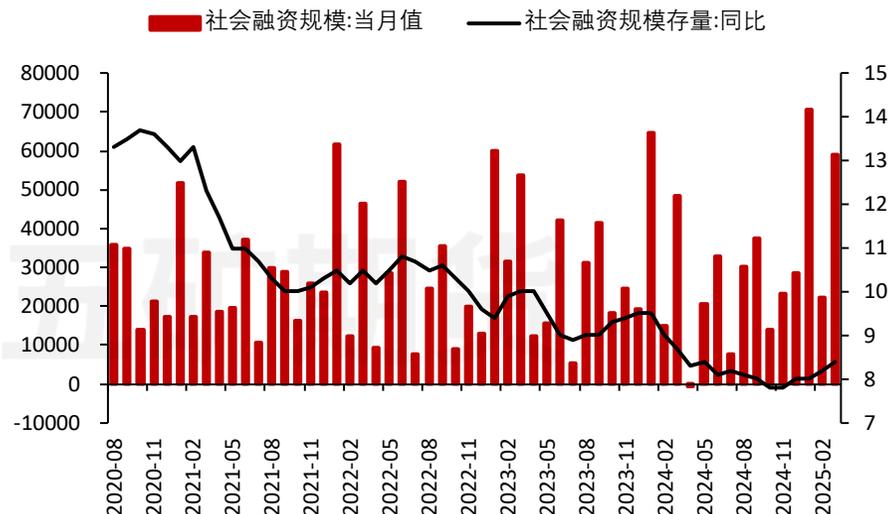
The bottom half of the slide features a decorative background of numerous thin, parallel, wavy lines in a light beige or gold color, creating a sense of movement and depth.

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

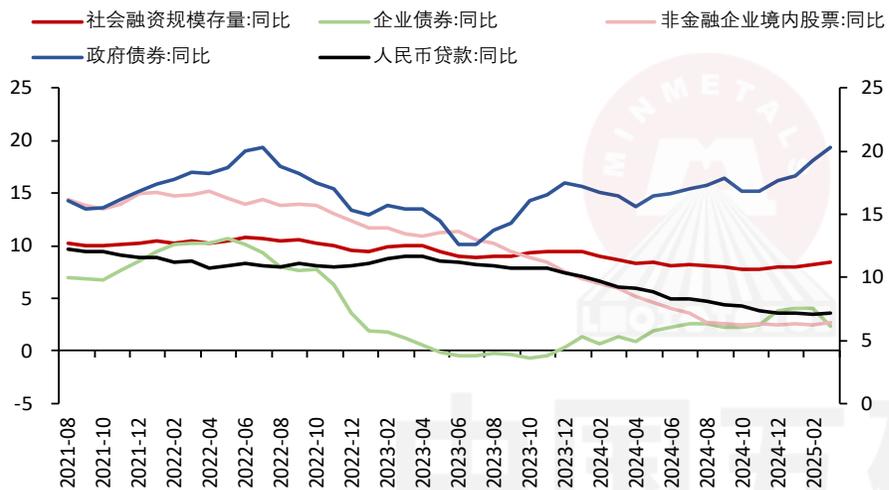
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

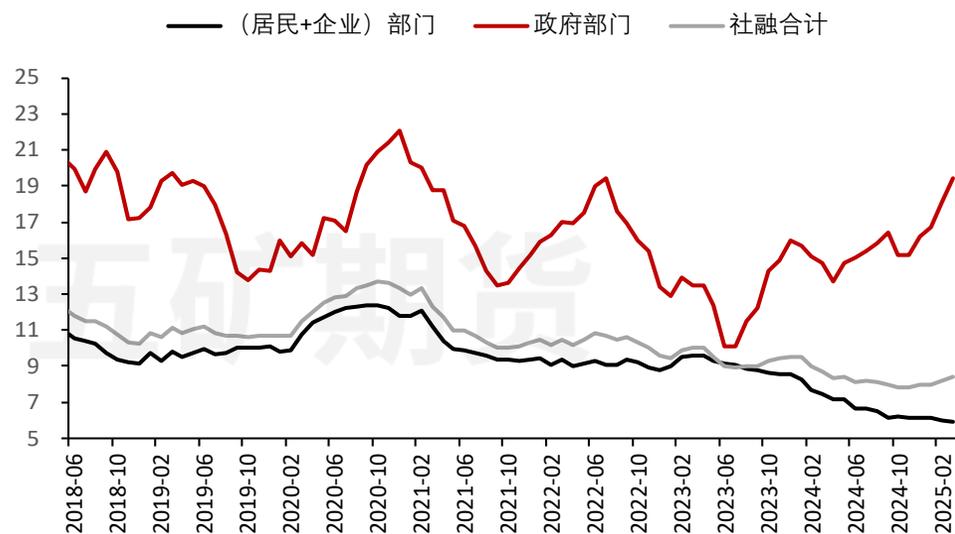
- 1、3月M1增速1.6%，前值0.1%；M2增速7.0%，前值7.0%；货币同比增速有所回升；
- 2、3月社融新增5.89万亿，存量增速同比8.4%，前值8.2%，社融主要来自于政府债及企业短贷的增长，信贷需求有所修复，持续性仍有待观察。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

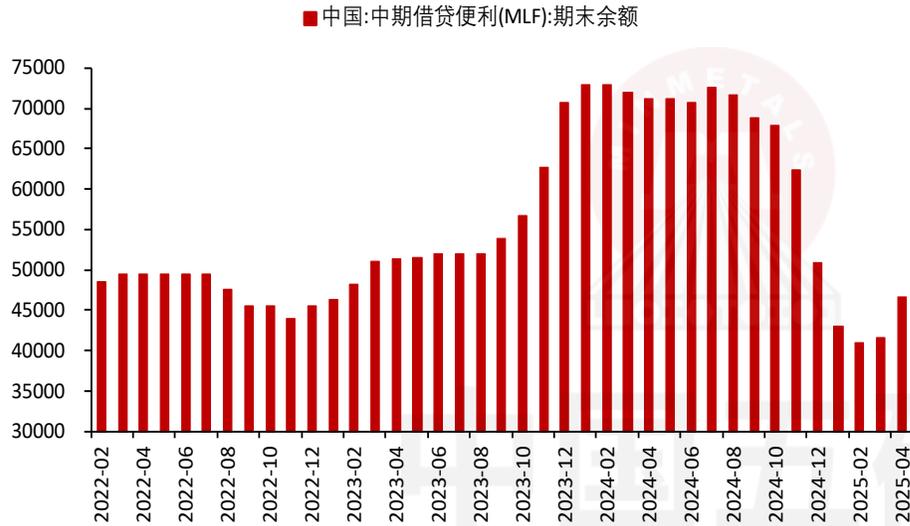
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

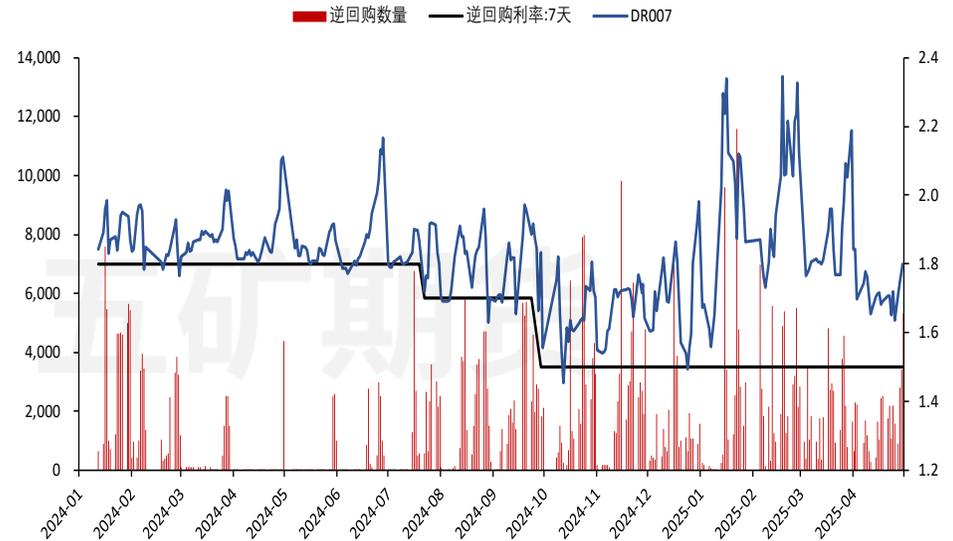
- 1、3月社融细分项中，政府债增速持续反弹，实体部门融资偏弱；
- 2、3月居民及企业部门的社融增速5.90%，前值5.97%，政府债增速19.4%，前值18.1%。

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、4月份MLF余额46570亿, MLF净投放5000亿元;
- 2、本周央行逆回购投放11503亿, 7天期逆回购到期5045亿, 净投放6458亿元, DR007利率收于1.80%。

05

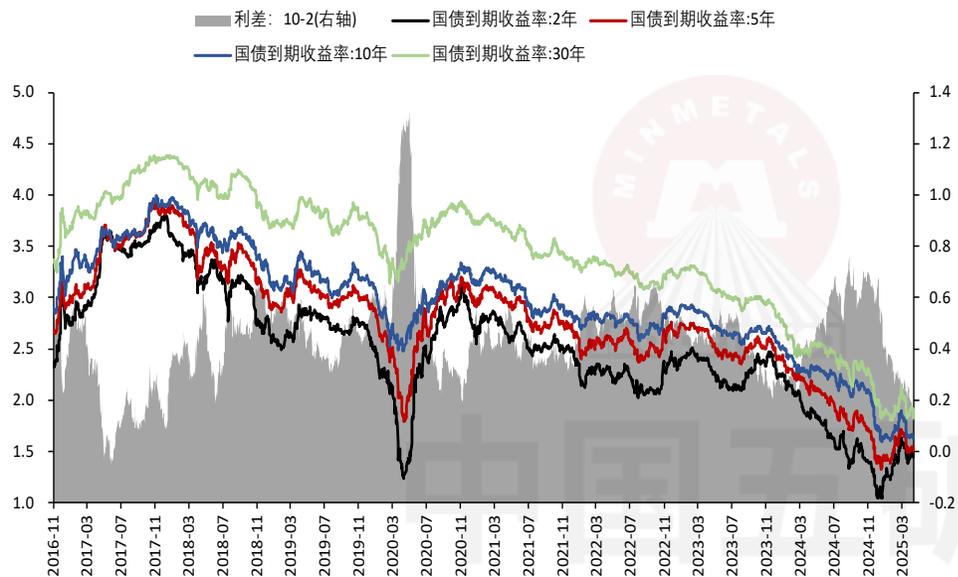
利率及汇率

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	1.85	26.78	26.99	0.00
回购	R007	1.84	2.80	18.09	0.00
回购	DR001	1.79	24.75	20.36	0.00
回购	DR007	1.80	1.62	16.28	0.00
国债到期收益率	2年	1.45	-1.92	-3.76	-12.11
国债到期收益率	5年	1.51	-0.84	-3.99	-15.77
国债到期收益率	10年	1.63	0.03	-3.25	-19.13
国债到期收益率	30年	1.83	-5.25	-9.75	-20.25
美国国债收益率	10年	4.33	8.00	4.00	16.00

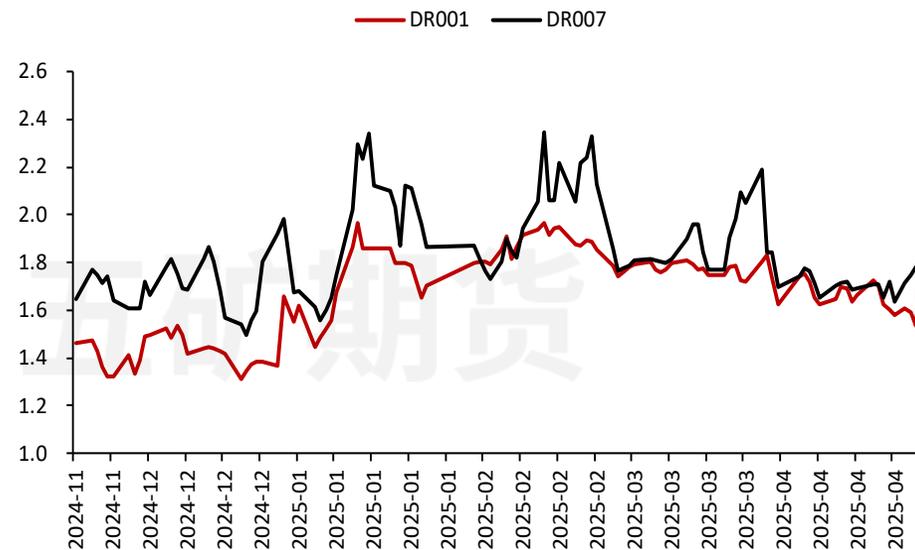
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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

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。未经许可，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