

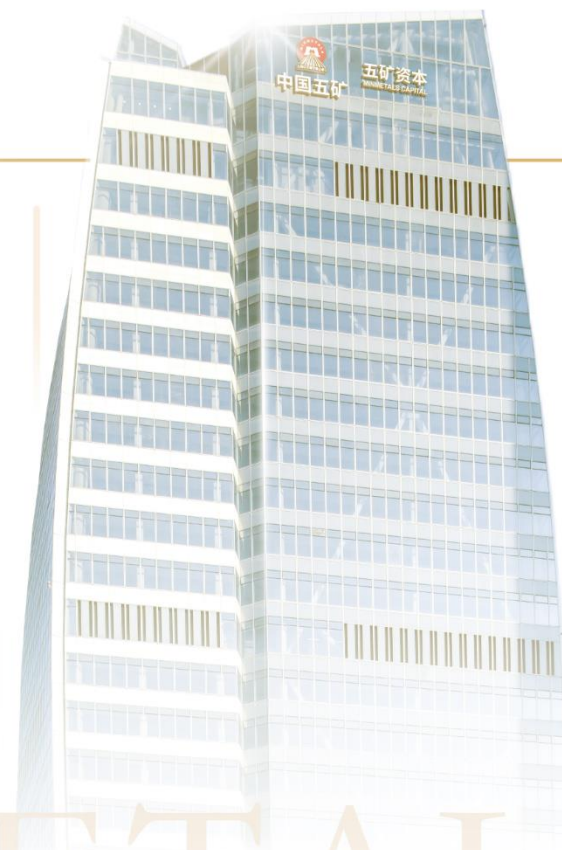


五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

跨季后资金面延续宽松

国债月报

2025/07/04



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：经济数据在受关税影响下整体仍具韧性，制造业PMI数据显示供需两端均有所回暖，但仍处于荣枯线下且修复力度放缓，以旧换新等政策支撑社零增速。出口方面，关税缓和后整体好转，但从高频数据看近期外需有所走弱，抢出口的持续性仍有待观察。海外方面，美国众议院表决通过“大而美”法案，利于提振美国经济增长前景，但该法案将美债务上限提高至5万亿美元，CBO预计10年内政府预算赤字增加3.4万亿美元，可能引发对美国债务可持续性和美元信用的担忧。

- 1、中国6月官方制造业PMI为49.7，前值49.5。非制造业商务活动指数为50.5%，比上月上升0.2个百分点，非制造业总体继续保持扩张。
- 2、财政部公布2025年第三季度国债发行有关安排，超长期特别国债7月14日首发。
- 3、6月财新中国制造业采购经理指数（PMI）录得50.4，高于5月2.1个百分点，与4月持平，重回临界点以上。分项数据看，6月供需均不同程度回升，新订单指数反弹至略高于临界点水平，其中新出口订单指数结束了此前连续两个月的下行，生产指数亦重回扩张区间，创近七个月来新高。不过，三大类商品中，仅中间品类需求重现增长，产量上升幅度亦最大。
- 4、习近平主持召开中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。
- 5、中国商务部：自2025年7月5日起，对原产于欧盟的进口相关白兰地征收反倾销税，实施期限为5年。
- 6、7月3日，美国国会众议院对总统特朗普的大规模减税及支出法案、即“大而美”法案进行最终表决投票。最终投票结果显示，共有218票支持、214票反对，法案因此得以在众议院通过。
- 7、特朗普表示，周五开始寄送关于关税的信件，预计将会有10至12个国家收到相关通知。计划对不同国家征收从60%到70%、以及从10%到20%不等的关税。各国将于8月1日开始支付这些关税。

- ◆ 流动性：本周央行进行6522亿元逆回购操作，有20275亿元逆回购到期，本周净回笼13753亿元，DR007利率收于1.47%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.64%，周环比-0.43BP；30Y国债收益率收于1.85%，周环比-0.15BP；2、最新10Y美债收益率4.35%，周环比+6.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，近期经济数据整体呈现受加征关税影响存在扰动，结构分化特征，关税缓和后6月PMI数据较前值进一步回升，供需两端均有所回暖，但制造业PMI仍处于荣枯线下。但往后看，抢出口往后可能边际弱化，叠加外需走弱风险，出口或有所承压。资金面看，近期央行流动性投放呵护态度维持，跨季后资金利率宽松，预计后续资金面有望延续偏松基调。往后看，下半年政府债净供给压力较上半年有望明显减轻，在内需弱修复和资金有望延续松背景下预计利率大方向依然向下，逢低介入为主。

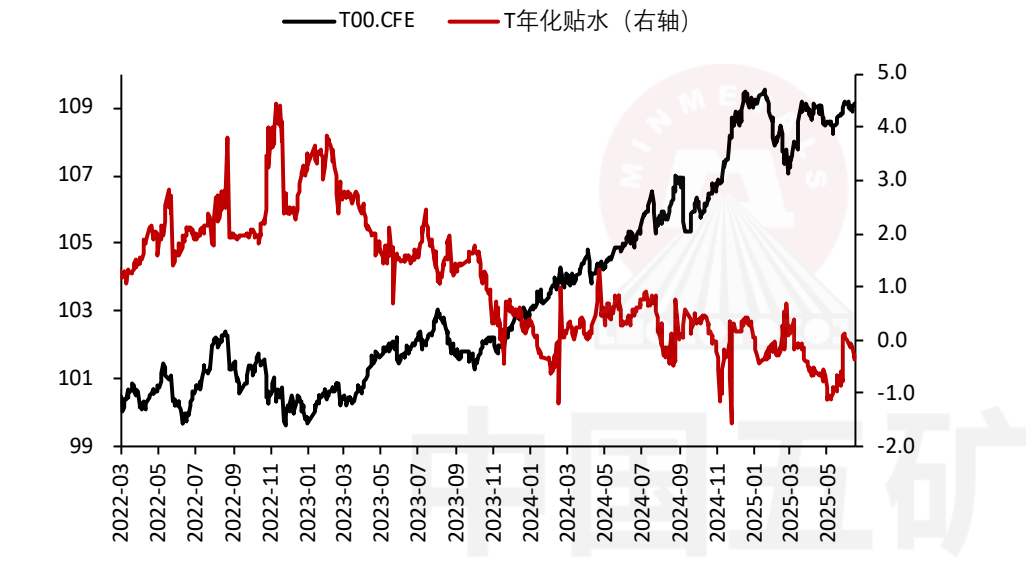
国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，二季度随着加征关税落地及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

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

02

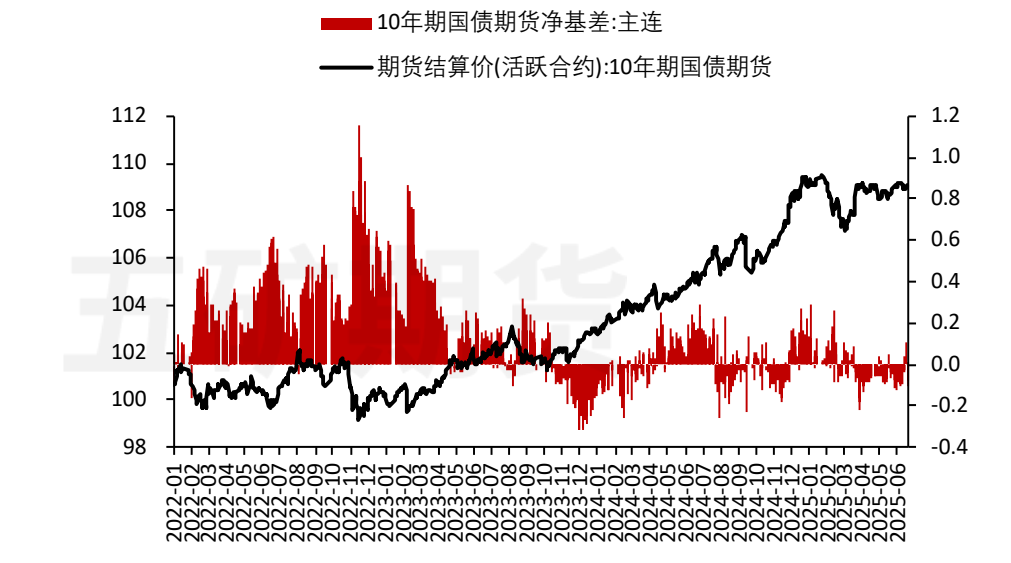
期现市场

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



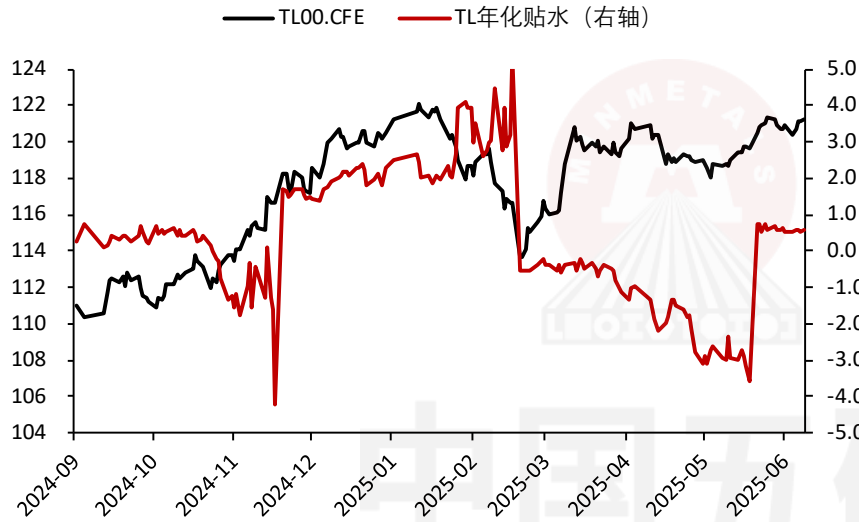
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



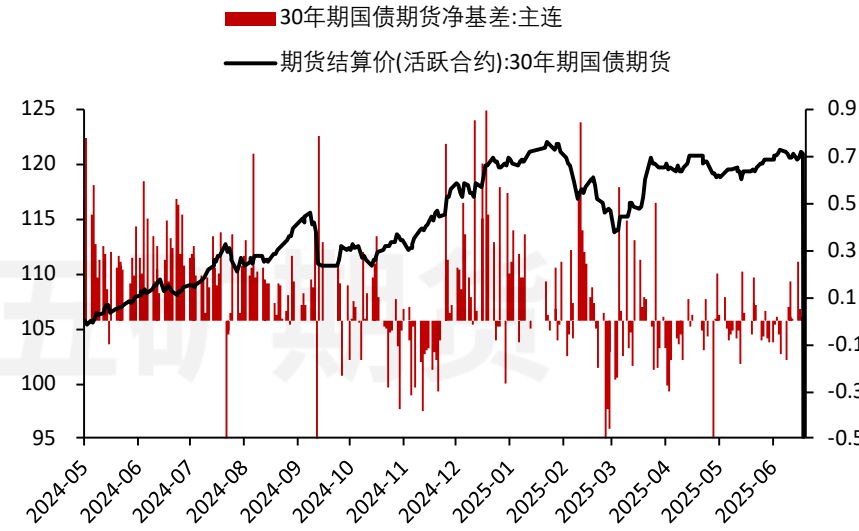
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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



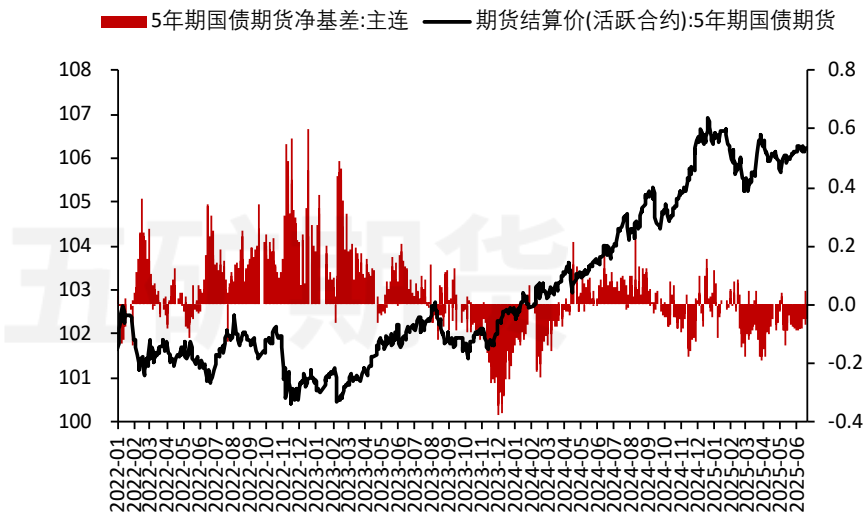
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



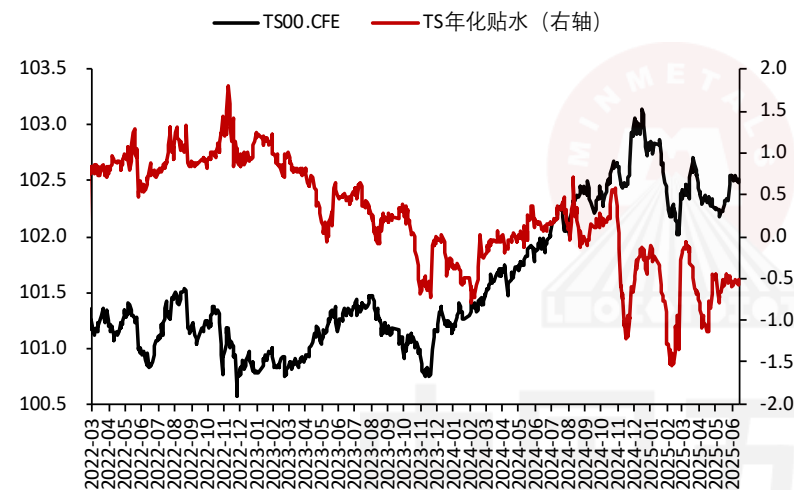
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



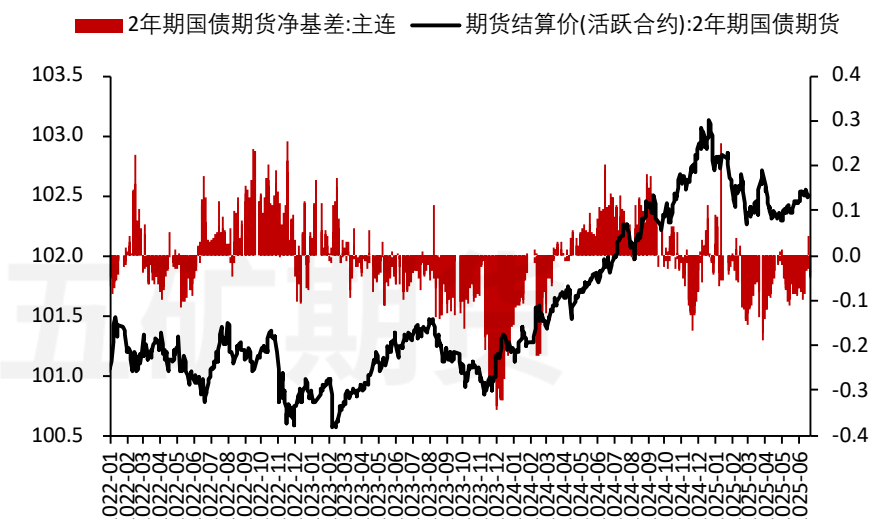
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：TS当季合约收盘价及年化贴水走势



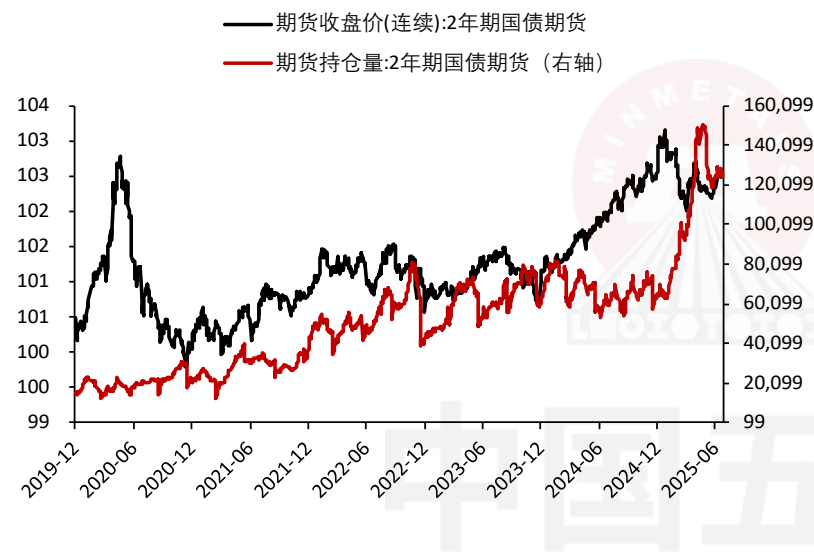
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：TS主力合约结算价及净基差走势



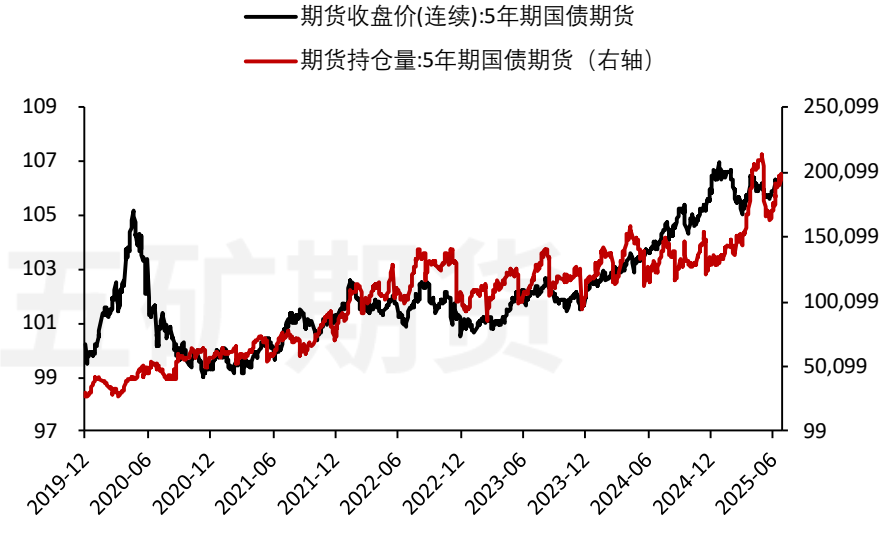
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）



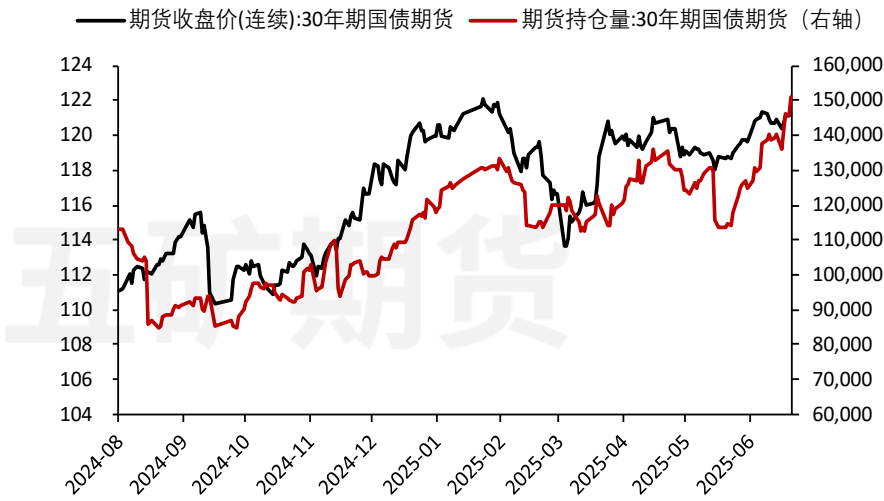
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）

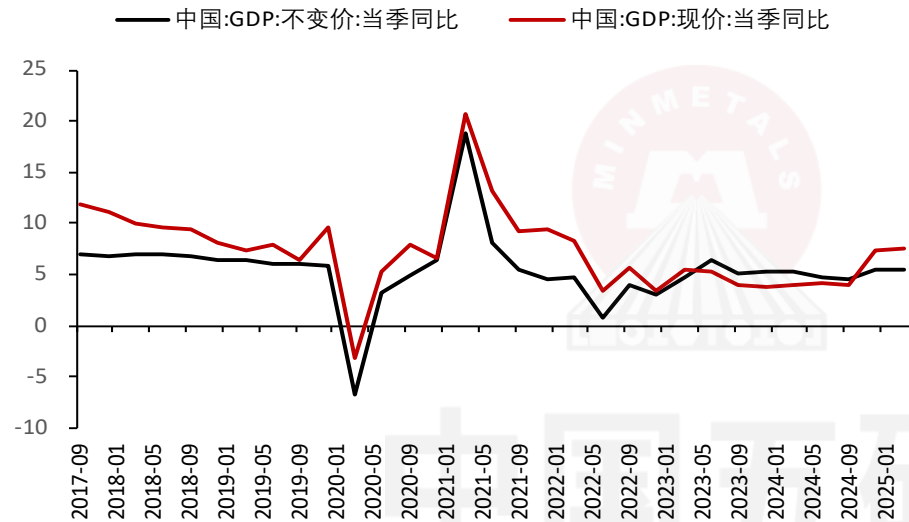


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

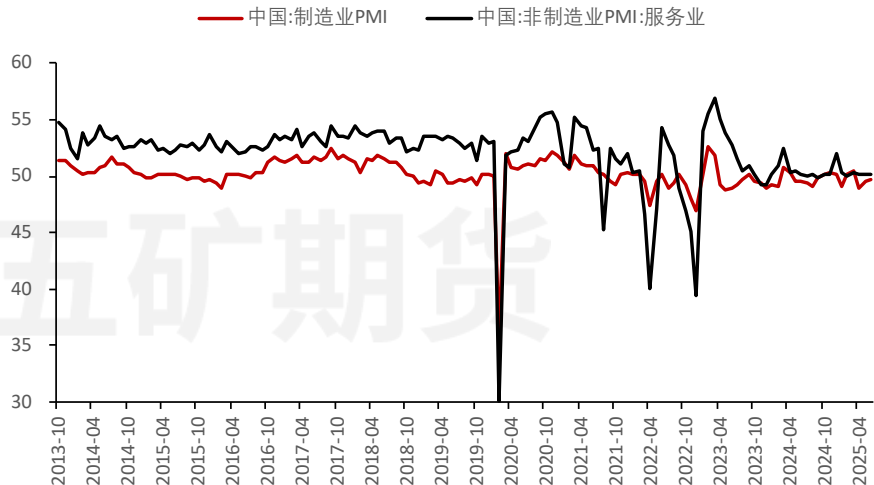
主要经济数据

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

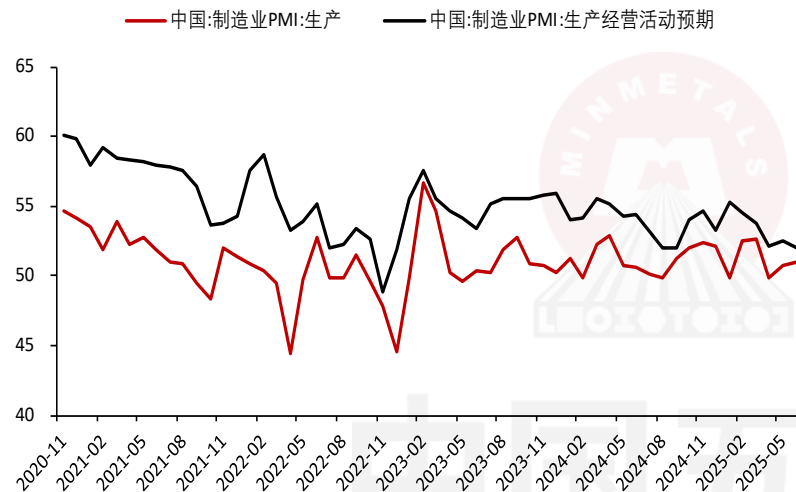
- 1、2025年1季度GDP实际增速5.4%，名义增速7.58%，超市场预期，今年一季度经济增长初步实现“开门红”。
- 2、5月制造业PMI录得49.5%，较前值上升0.5个百分点，主要系关税缓和影响所致；非制造业商务活动指数下降0.9个百分点至51.0%，扩张动能边际减弱。

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 存	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 送时间	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
2025-06	51.00	50.20	47.70	45.20	48.10	50.20	47.80	46.20	48.40	48.00	47.90	50.20	52.00
2025-05	50.70	49.80	47.50	44.80	46.50	47.60	47.10	44.70	46.90	47.40	48.10	50.00	52.50
过去五年平均	51.90	50.28	46.98	45.16	47.38	50.32	47.96	48.38	53.34	47.74	48.66	49.92	55.68
上月过去五年 平均	51.20	49.66	45.06	45.28	47.70	49.88	47.34	50.16	55.58	47.66	48.48	48.56	55.68
本月环比变化	0.30	0.40	0.20	0.40	1.60	2.60	0.70	1.50	1.50	0.60	-0.20	0.20	-0.50
过去五年平均 环比变化	0.70	0.62	1.92	-0.12	-0.32	0.44	0.62	-1.78	-2.24	0.08	0.18	1.36	0.00

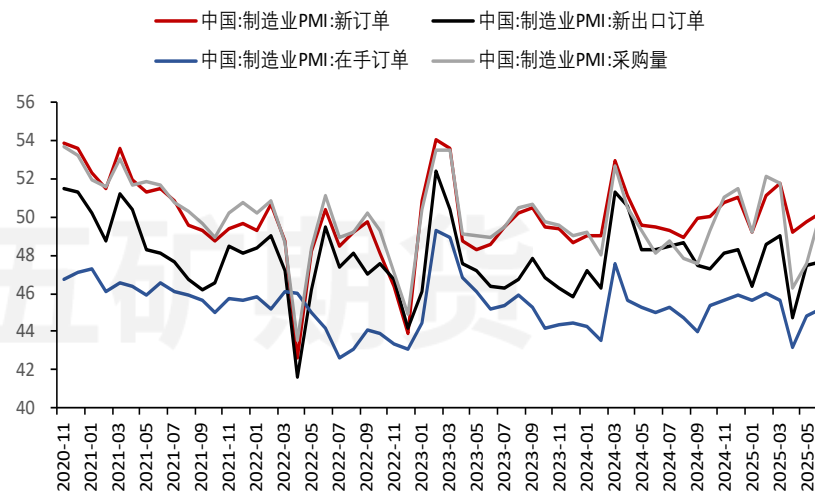
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

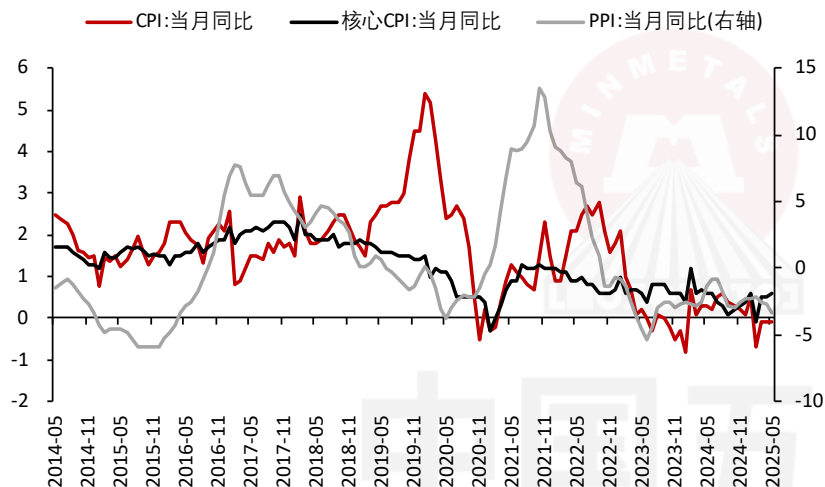
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

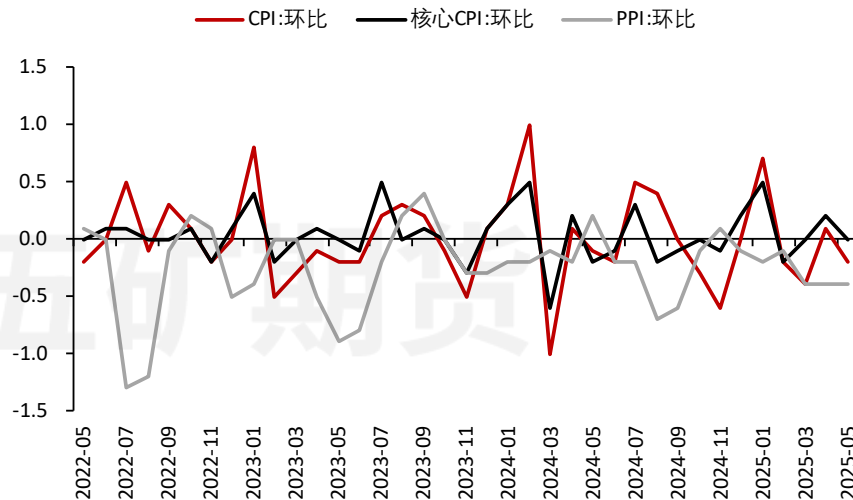
在6月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所回升，生产端好于需求端。生产指数较前值上升0.3个百分点至51.0%，新订单指数上升0.4个百分点至50.2%。新出口订单指数上升0.2个百分点至47.7%，受关税缓和影响有一定回升。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

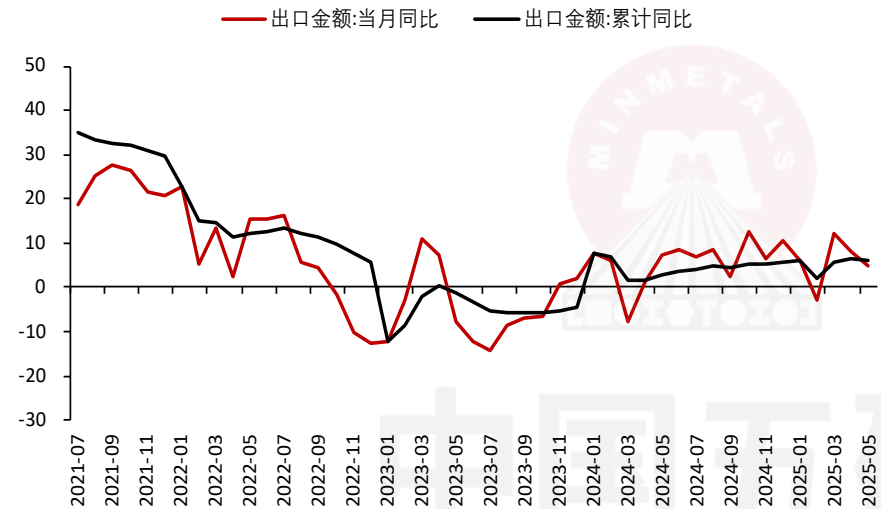
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

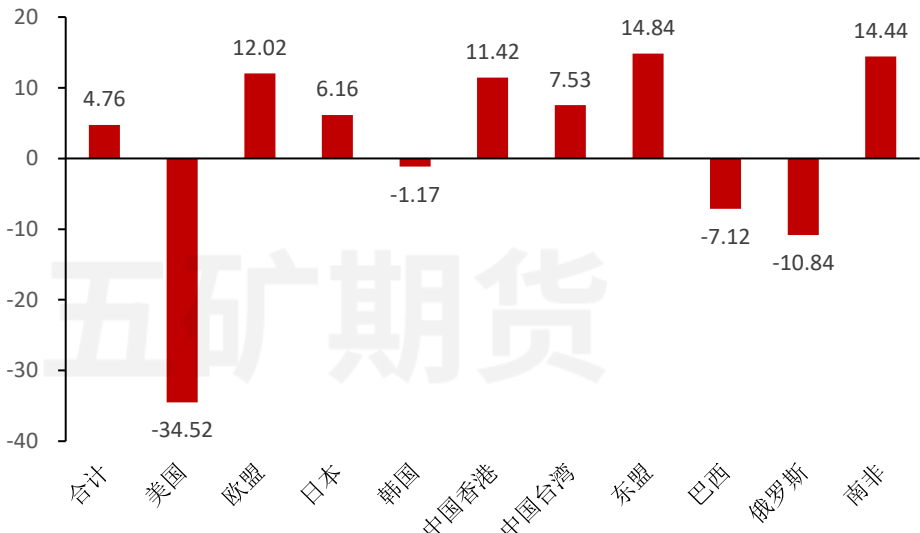
- 1、5月份CPI同比下降0.1%，前值-0.1%；核心CPI同比上升0.6%，前值0.5%；PPI同比下降3.3%，前值-2.7%；
- 2、从环比数据看，CPI环比-0.2%，前值0.1%；核心CPI环比0.0%，前值0.2%；PPI环比-0.4%，前值-0.4%。CPI的环比下降主要由食品和成品油价格下降带动；而PPI同比降幅走扩，环比下降0.4%降幅持平于前值，主因海外原油大宗价格走弱扰动，黑色系价格受供需关系预期偏弱影响延续弱势。

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（%）

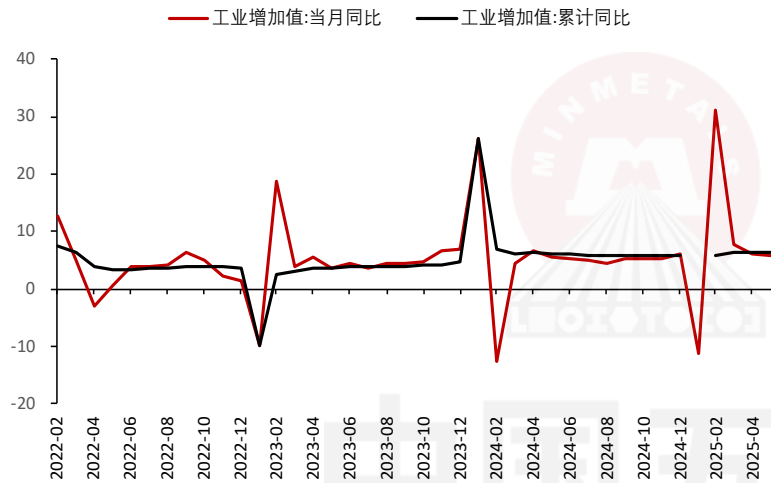


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2025年5月我国进出口数据受关税扰动有所走弱。5月出口(美元计价)同比增长4.8%，前值8.1%，较前值下降3.3个百分点，主要受到关税不确定性和外需走弱影响。5月进口同比-3.4%，前值-0.2%，显示内需仍有待提振。

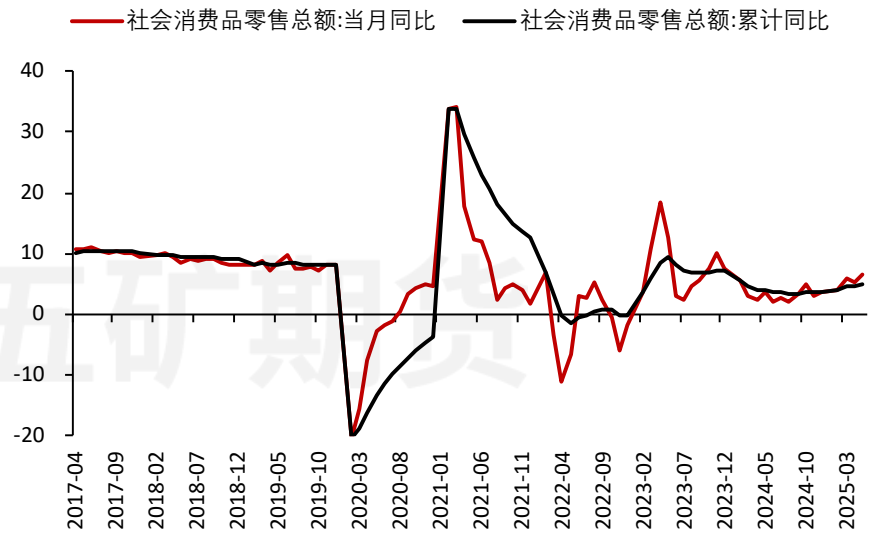
分国别看，5月我国对美出口同比增速显著下降34.5%，反映关税冲击后中美贸易进一步冻结。相较而言，5月我国对东盟出口明显抬升，同比增速14.84%，反映转口效应延续。

图21：工业增加值（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

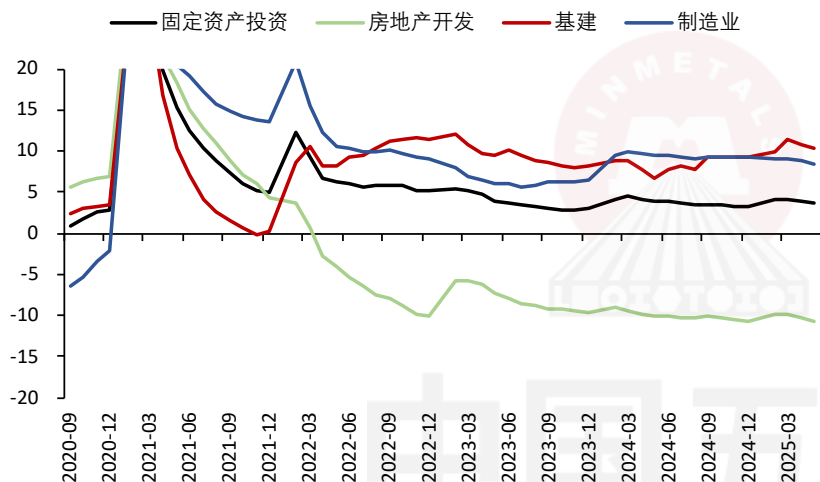
图22：社会消费品零售总额（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

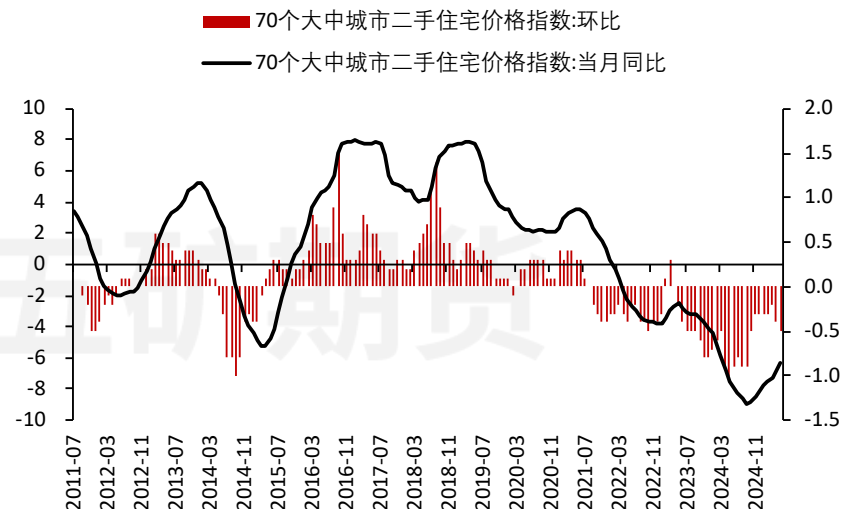
- 1、5月份工业增加同比增速为5.8%，前值6.1%。5月出口交货值同比增长0.6%，相较于4月的0.9%的增速进一步下滑，显示出关税因素对生产端带来一定扰动。
- 2、5月份社会消费品零售总额当月同比增速6.4%，较前值5.1%上升1.3个点；社零增速显示以旧换新政策作用依然持续，并且年中大促以及节假日因素也对其有所提振，分项中家电家具、文化办公和通讯等增速较高。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

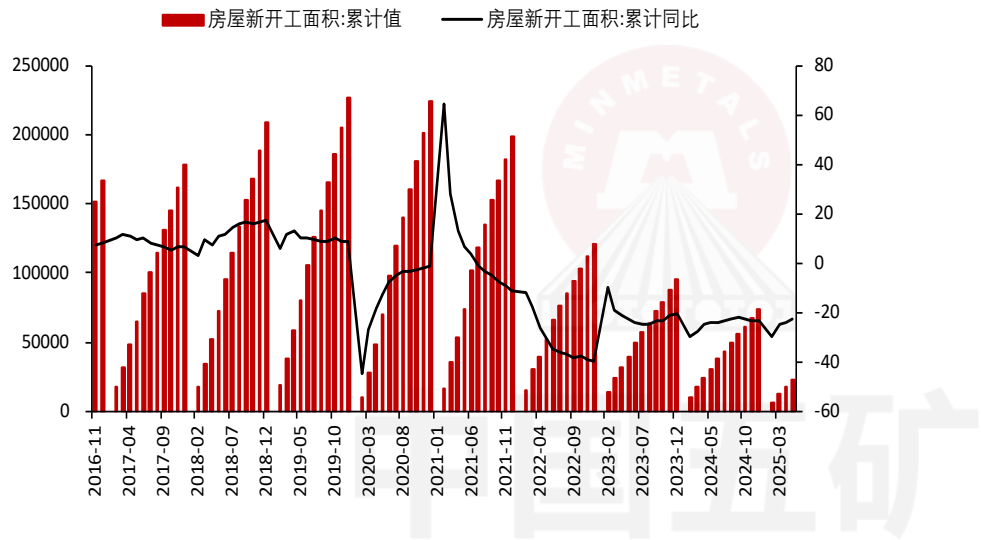
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

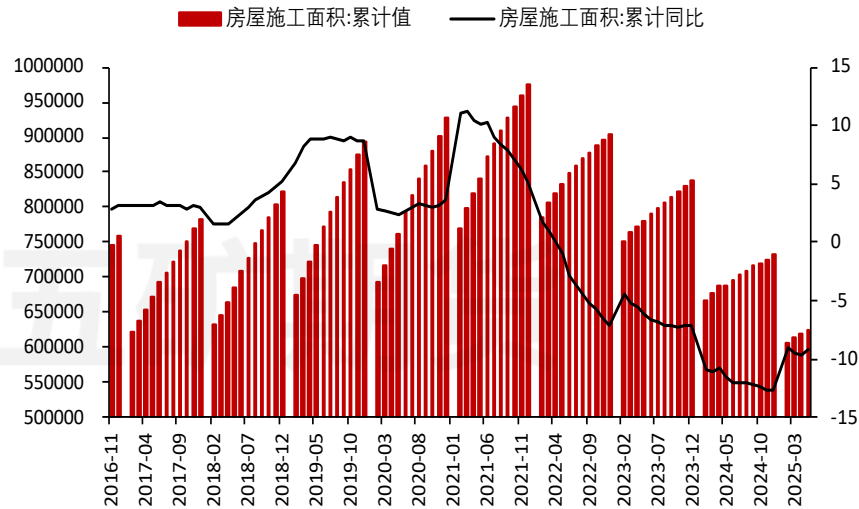
- 1、5月固定资产投资累计增速同比为3.7%，前值4.0%；房地产投资增速累计同比为-10.7%，前值-10.3%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比5.6%，前值5.8%，增速有小幅放缓；制造业投资累计同比为8.5%，前值为8.8%，维持较高增速；
- 2、5月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.5%，前值-0.4%；同比-6.3%，前值-6.8%。

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

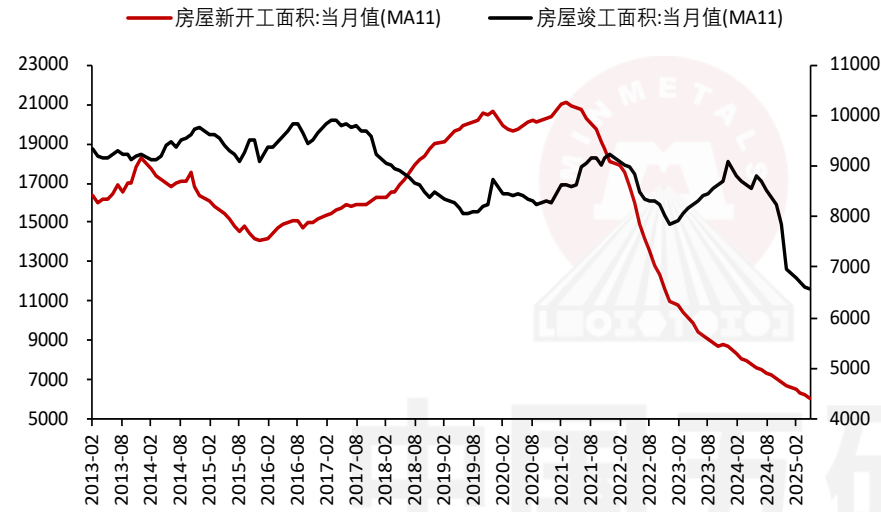
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

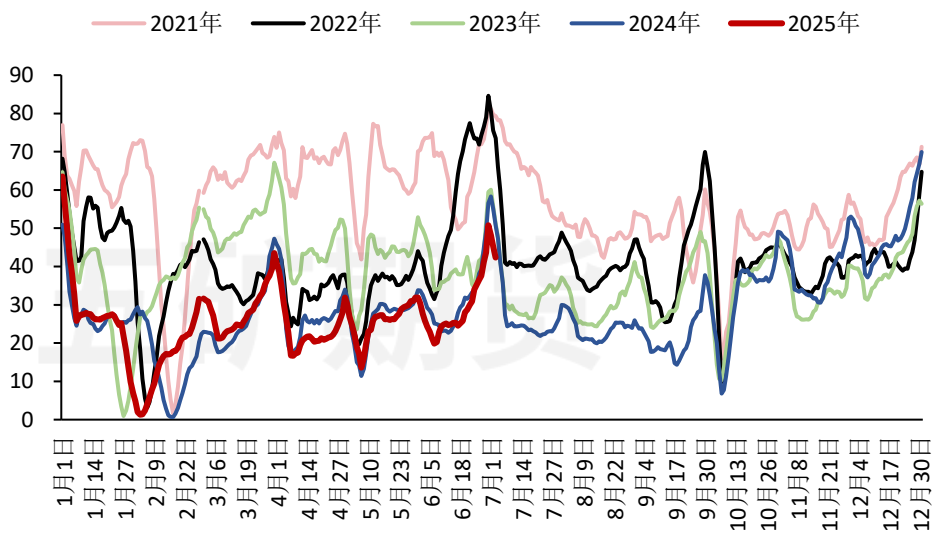
- 1、5月房屋新开工面积累计值23184万平，累计同比-22.8%，前值-23.8%；
- 2、5月房屋新施工面积累计值625020万平，累计同比-9.2%，前值-9.7%。

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

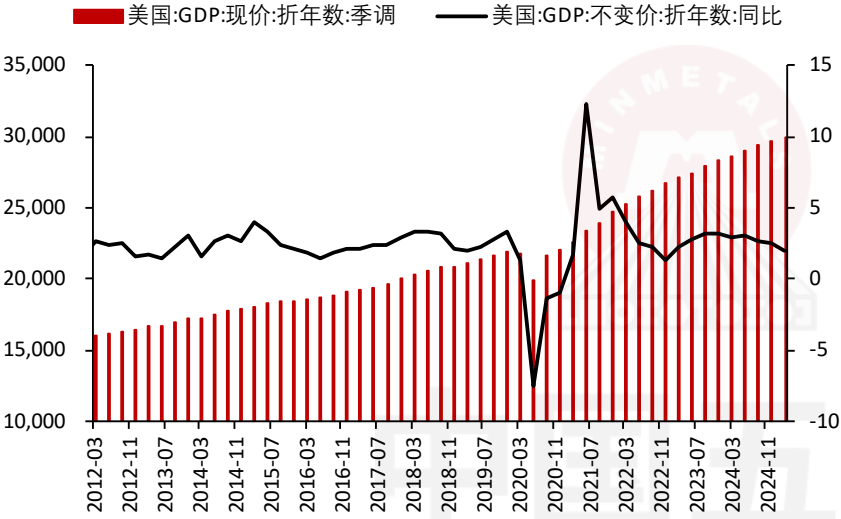
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

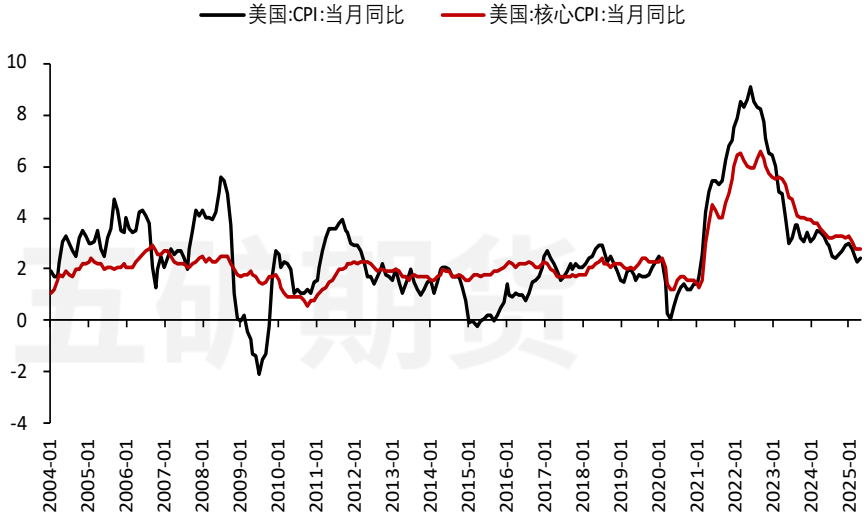
- 1、5月份竣工端数据同比回落28%，前值-12%，降幅有所扩大；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

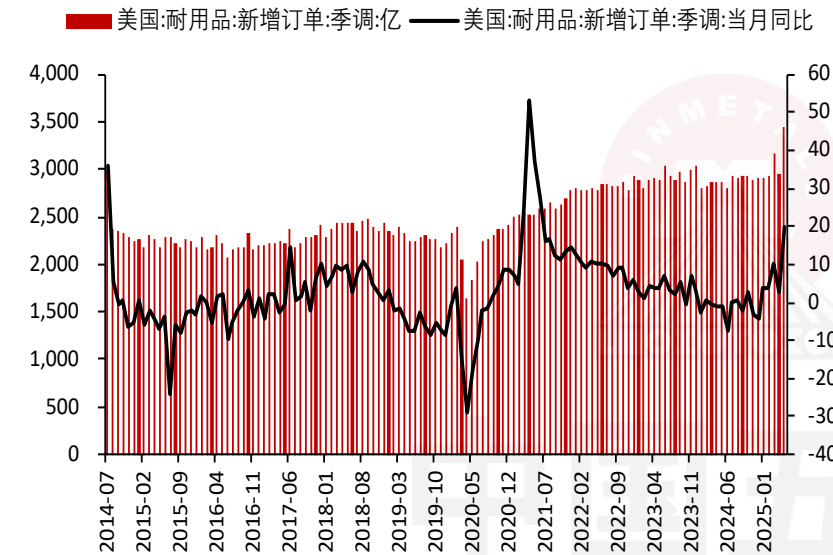
图30: 美国CPI (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

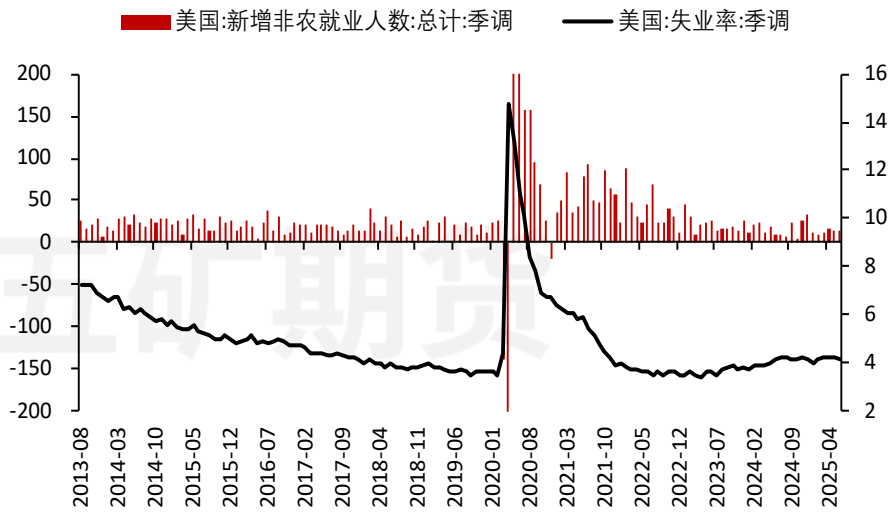
- 1、一季度单季美国GDP现价折年数29977亿美元，实际同比增速2.05%，环比增长-0.3%；
- 2、美国5月末季调CPI同比升2.4%，前值升2.3%；季调后CPI环比升0.1%，预期升0.2%，前值升0.2%。季调后核心CPI环比升0.1%，预期升0.3%，前值升0.2%。美国5月份PPI环比上升0.1%，预估上升0.2%；同比增长2.6%，预计上升2.6%，整体低于预期。

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

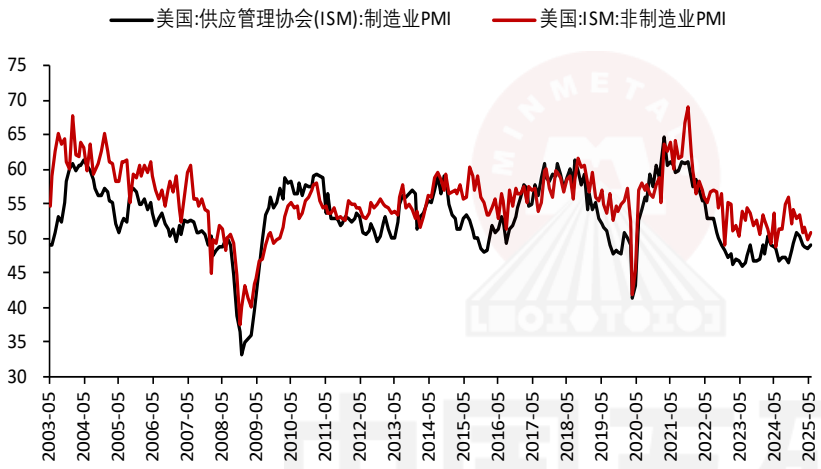
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

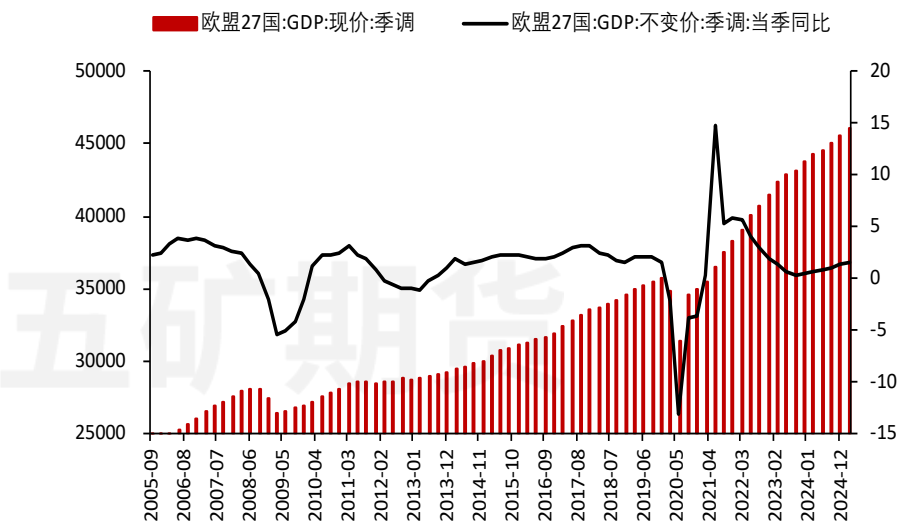
- 1、美国5月耐用品订单金额3435.67亿美元，同比增长19.78%，前值2.88%；
- 2、美国6月非农就业人数增加14.7万人，预估为增加11.0万人，前值由13.9万人修正为14.4万人；美国6月失业率报4.1%，前值为4.2%。

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

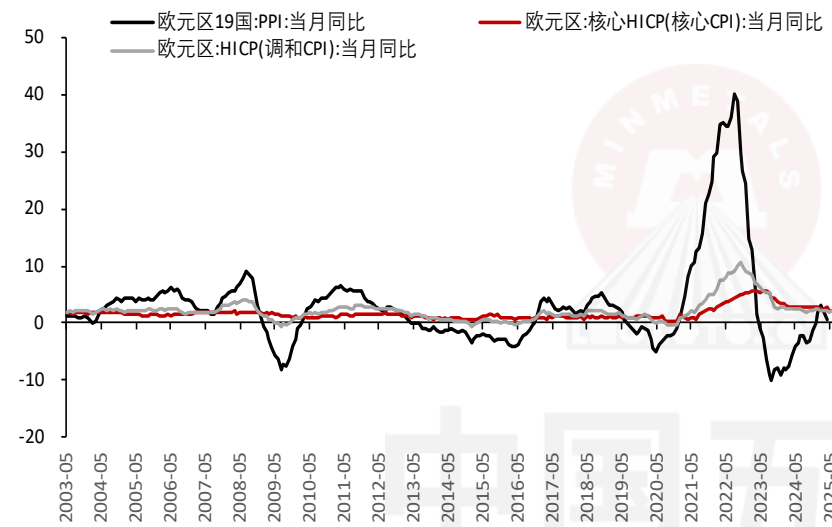
图34: 欧盟季度GDP（亿欧元，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国6月ISM制造业PMI为49.0，前值48.5；6月ISM非制造业PMI为50.8，前值49.9；
- 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



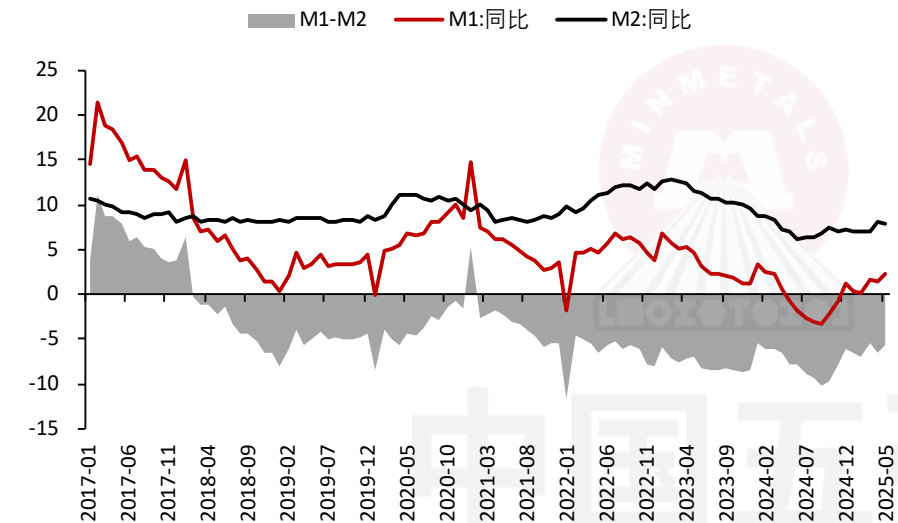
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、欧元区6月CPI同比增长2.0%，预期2.0%，前值1.9%；环比增长0%，预期0%，前值0.60%。欧元区5月份核心CPI同比上升2.3%，前值为2.3%。
- 2、欧元区6月制造业PMI终值为49.5，前值49.4；服务业PMI终值为50.5，前值49.7。

04

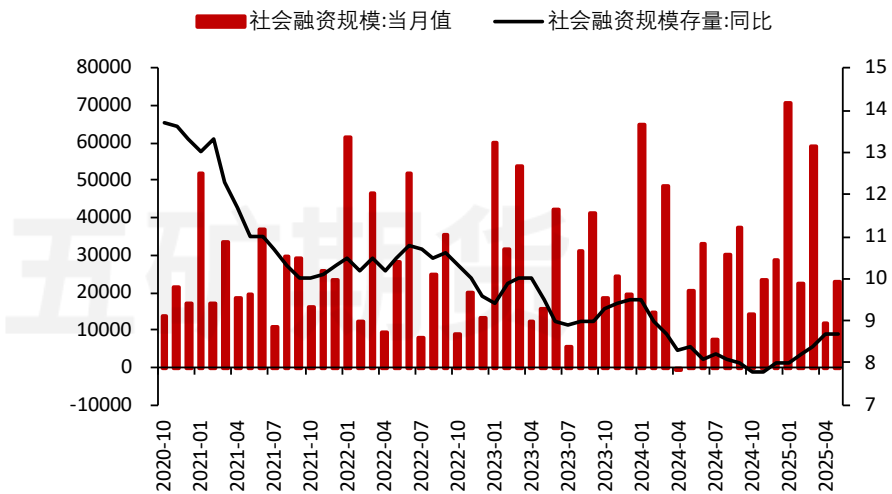
流动性

图37：货币供应量（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

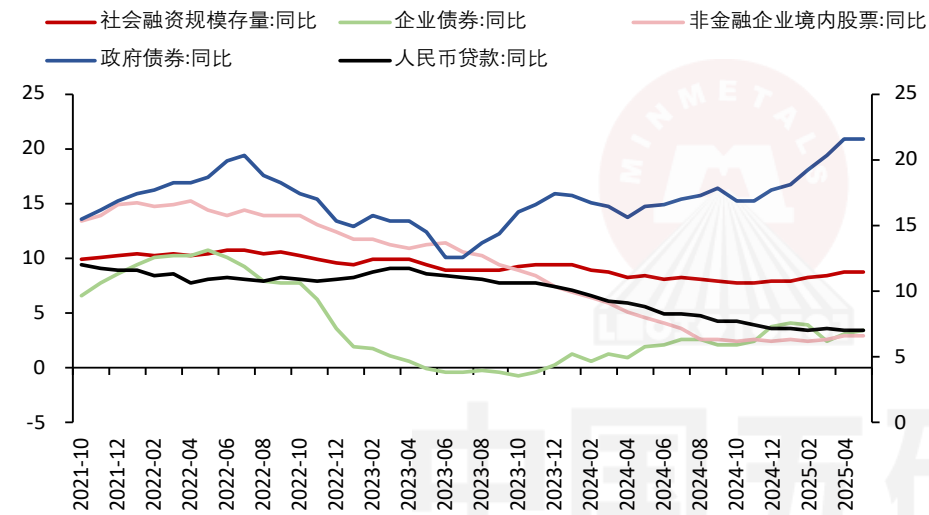
图38：社会融资规模（亿元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

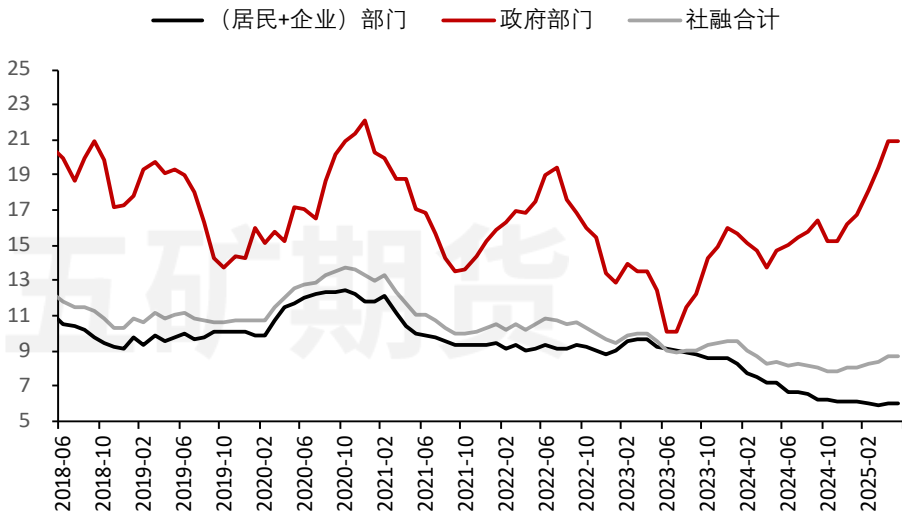
- 1、5月M1增速2.3%，前值1.5%；M2增速7.9%，前值8.0%；广义货币同比增速有所回升；
- 2、5月当月，社融增量2.29万亿元，同比多增2247亿元；新增人民币贷款近6200亿元，社融主要来自于政府债的增长，实体部门信贷有所走弱。展望后续，外部关税扰动与内需修复迟缓或延续信贷结构性承压，但随着逆周期政策密集落地，包括降准、结构性工具扩容及财政支出提速，有望边际改善融资环境，短期需关注关税谈判进展对出口链企业信心的影响以及经济预期的变化。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

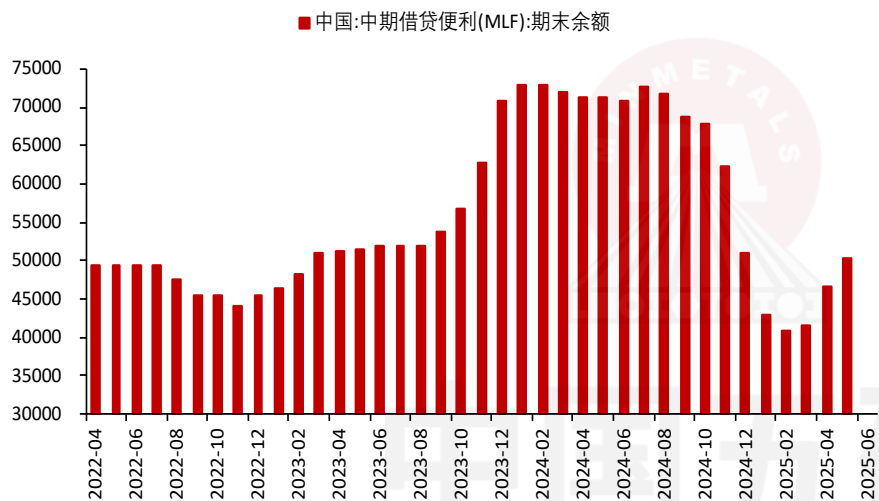
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

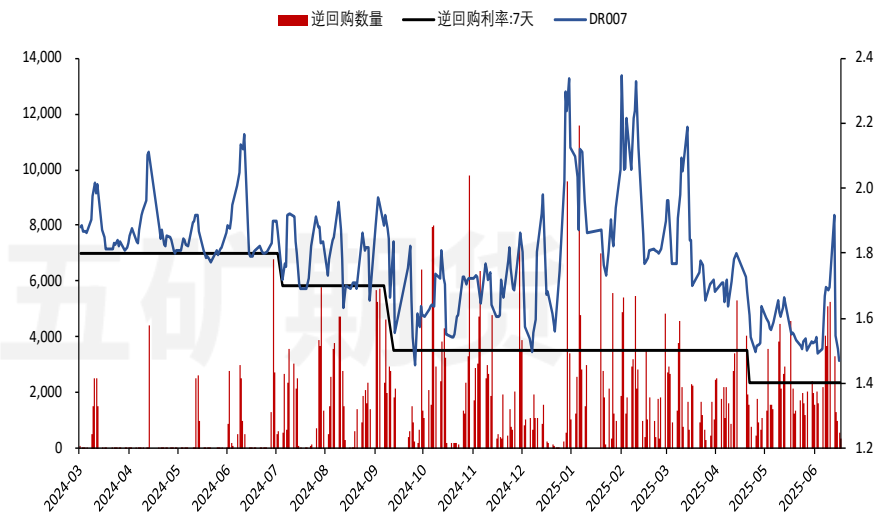
- 1、5月社融细分项中，政府债增速持续反弹，实体部门融资偏弱；
- 2、5月居民及企业部门的社融增速5.98%，前值6.02%，政府债增速20.9%，前值20.9%。

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、6月份MLF余额51500亿，MLF净投放1180亿元；
- 2、本周央行进行6522亿元逆回购操作，有20275亿元逆回购到期，本周净回笼13753亿元，DR007利率收于1.47%。

05

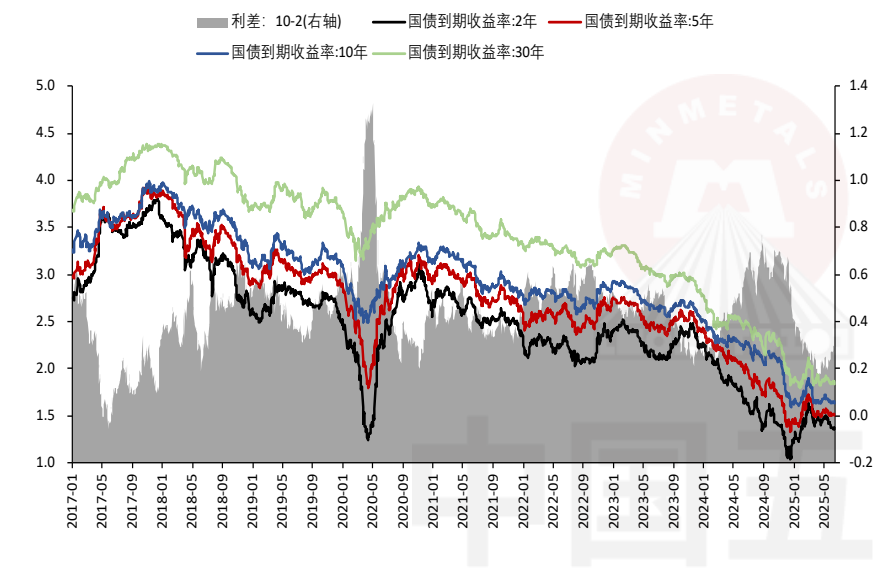
利率及汇率

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	1.37	-4.77	-8.86	-92.39
回购	R007	1.52	-5.20	-40.31	-48.86
回购	DR001	1.32	-4.47	-5.33	-19.52
回购	DR007	1.47	-3.79	-22.94	-44.85
国债到期收益率	2年	1.36	-0.33	0.75	-0.57
国债到期收益率	5年	1.50	0.18	-1.23	-1.95
国债到期收益率	10年	1.64	0.45	-0.43	-1.24
国债到期收益率	30年	1.85	0.45	-0.15	-1.65
美国国债收益率	10年	4.35	5.00	6.00	11.00

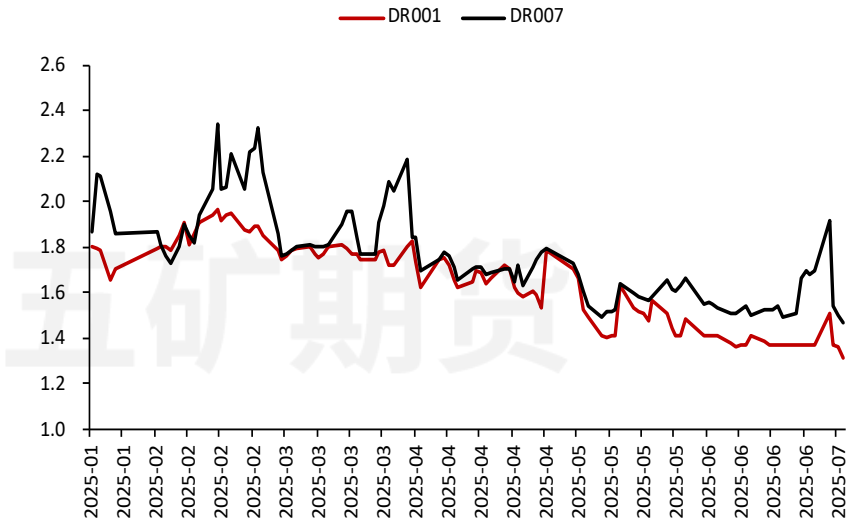
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



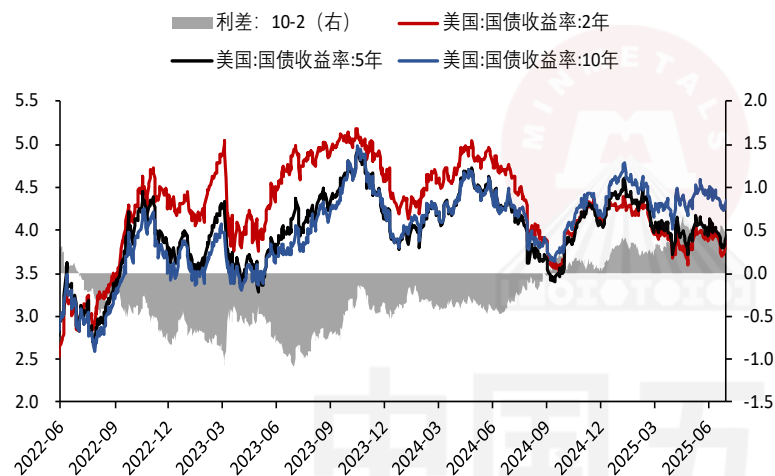
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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（%）



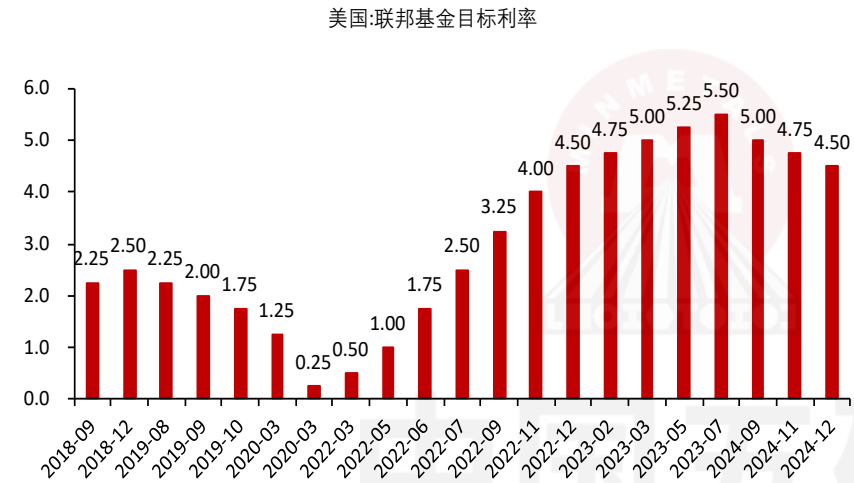
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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，并鼓励交易者寻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