



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

债市后续调整空间或有限

国债周报

2025/07/26

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：经济数据在受关税影响下整体仍具韧性，二季度经济增长略超预期，生产好于需求。出口方面，关税缓和后整体好转，但抢出口的持续性仍有待观察。6月价格指数而言，CPI同比回升，但工业品价格持续承压，后续关注“反内卷”的提振作用。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，但部分发达国家财政纪律放松，可能引发长债收益率上行以及风险外溢效应。

1、国家外汇管理局：今年以来，外资配置人民币资产总体保持稳定，外资投资人民币债券规模上升。目前外资持有境内人民币债券的总量超过了6000亿美元，处于历史较高水平。近期外资投资境内的股票总体向好，上半年外资净增持境内股票和基金101亿美元，扭转了过去两年总体净减持的态势，尤其是在5、6月份净增持规模增加至188亿美元，显示全球资本配置境内股市的意愿增强。

2、人力资源社会保障部二季度新闻发布会上透露，下一步，人社部将稳步推进养老保险全国统筹、延迟法定退休年龄等改革。协同相关部门推进落实个人养老金政策措施。做好养老金调整工作，及时足额发放社保待遇。持续加大基金监管力度。

3、1-6月，全国一般公共预算收入115566亿元，同比下降0.3%。其中，全国税收收入92915亿元，同比下降1.2%；非税收入22651亿元，同比增长3.7%。印花税1953亿元，同比增长19.7%。其中，证券交易印花税785亿元，同比增长54.1%。国有土地使用权出让收入14271亿元，同比下降6.5%。1-6月，全国一般公共预算支出141271亿元，同比增长3.4%。

4、重要随着债市持续调整，债券基金再次遭遇赎回风波。或因遭遇较大赎回压力，本周基金大量卖债，单日卖出规模近千亿。机构买卖数据显示，公募债基遭遇去年“9.24”行情之后的最大单日赎回，而债基公告大额赎回的情况增多，7月以来出现大额赎回并公告提高份额净值精度的债基产品已超过30只。

5、据日本广播协会报道，在20日举行的日本第27届参议院选举中，由自民党和公明党组成的执政联盟丧失参议院过半数议席。这是自民党自1955年成立以来，首次在国会众参两院都未能取得过半数席位。

6、美国6月耐用品订单月率-9.3%，预期-10.8%，前值由16.40%修正为16.5%。

7、日本央行据悉将认为与美国的贸易协议会减少不确定性，预计到年底将有足够的数据来权衡加息，但暂没有必要对前景做出重大改变。

8、欧元区7月制造业PMI初值为49.8，预期49.7，前值49.5；服务业PMI初值为51.2，预期50.7，前值50.5；综合PMI初值为51，预期50.8，前值50.6。

- ◆ 流动性：本周央行进行16563亿元逆回购、4000亿元MLF以及1000亿国库现金定存操作，有17268亿元逆回购、2000亿元MLF和1200亿元国库现金定存到期，本周净投放1095亿元，DR007利率收于1.65%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.74%，周环比+7.07BP；30Y国债收益率收于1.99%，周环比+9.15BP；2、最新10Y美债收益率4.40%，周环比-4.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，二季度经济数据在关税扰动下维持韧性，6月经济数据整体略超预期，出口受关税缓和后外需回暖、抢出口及抢转口效应提振延续增长，此前6月PMI供需两端回升也指向6月经济数据不弱，但往后看，抢出口效应可能边际弱化。资金情况而言，月中可能面临税期走款、政府债发行和同业存单到期量增多扰动。往后看，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，但近期商品和股市情绪较好对债市有所压制，并触发了一定的赎回负反馈，节奏上关注股债跷跷板的影响，当前位置债市调整空间或有限，等待逢低介入机会。

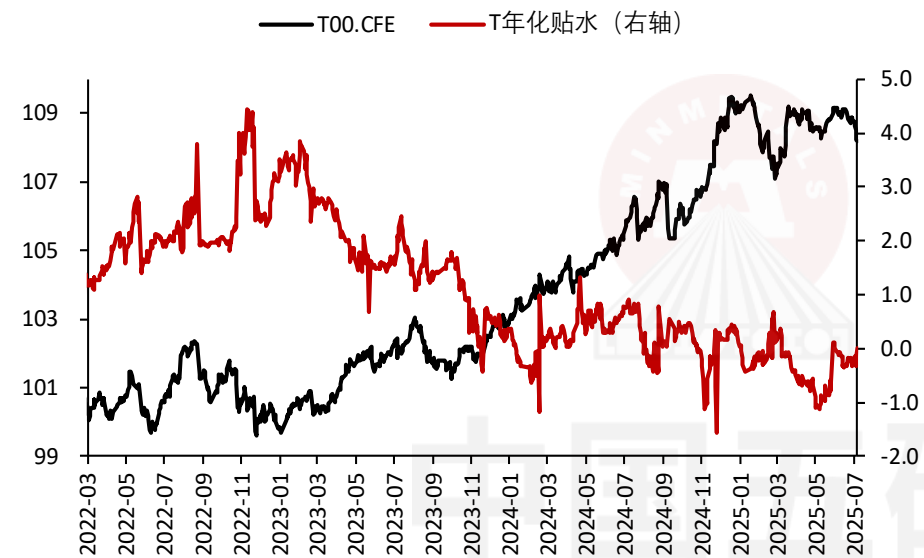
国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，随着关税扰动及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

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

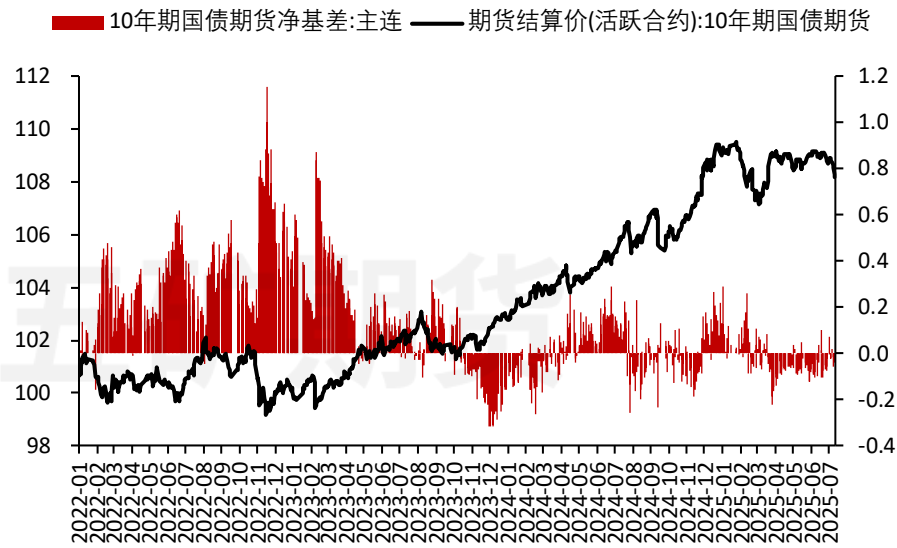
期现市场

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



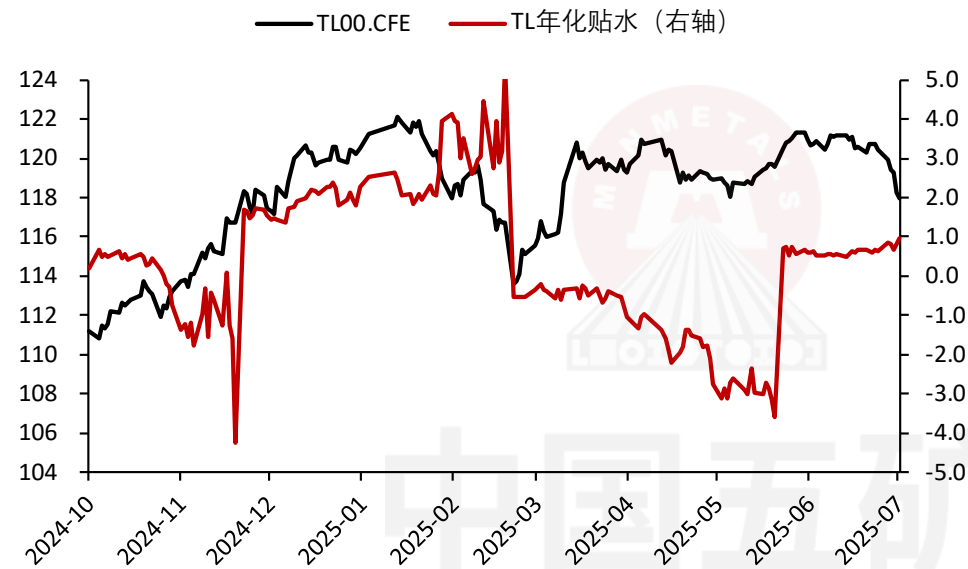
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



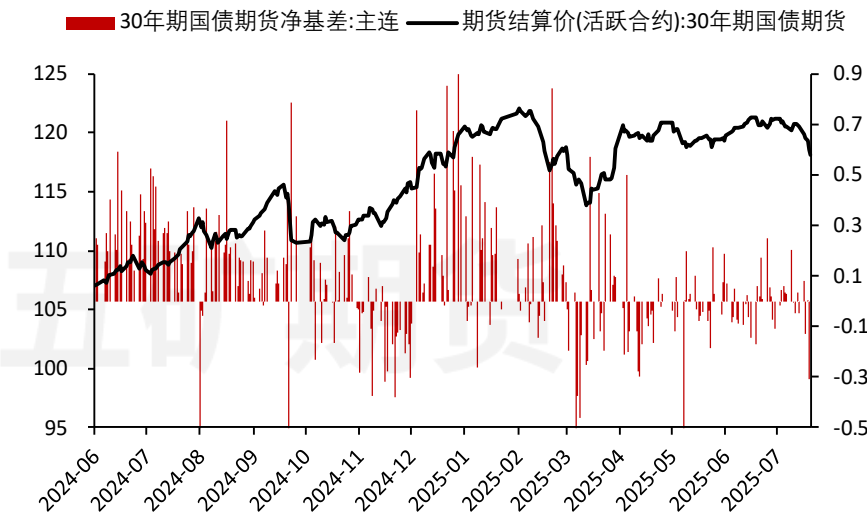
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



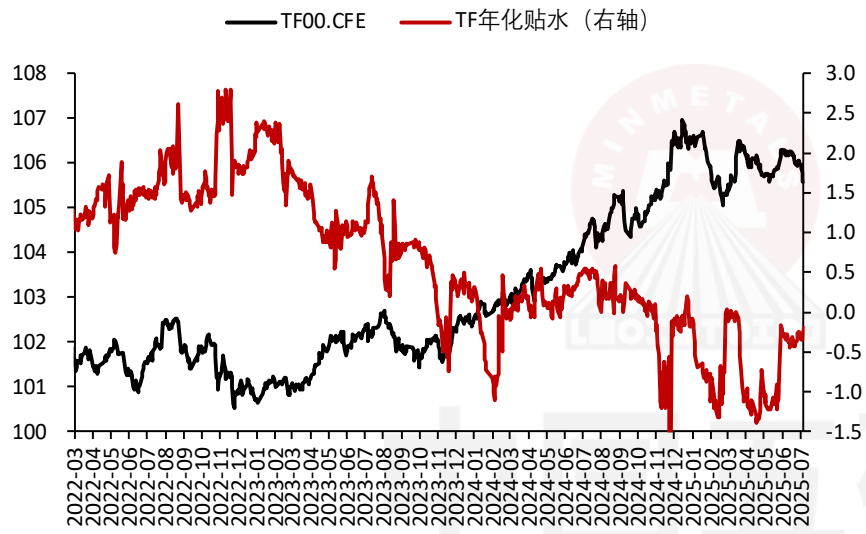
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



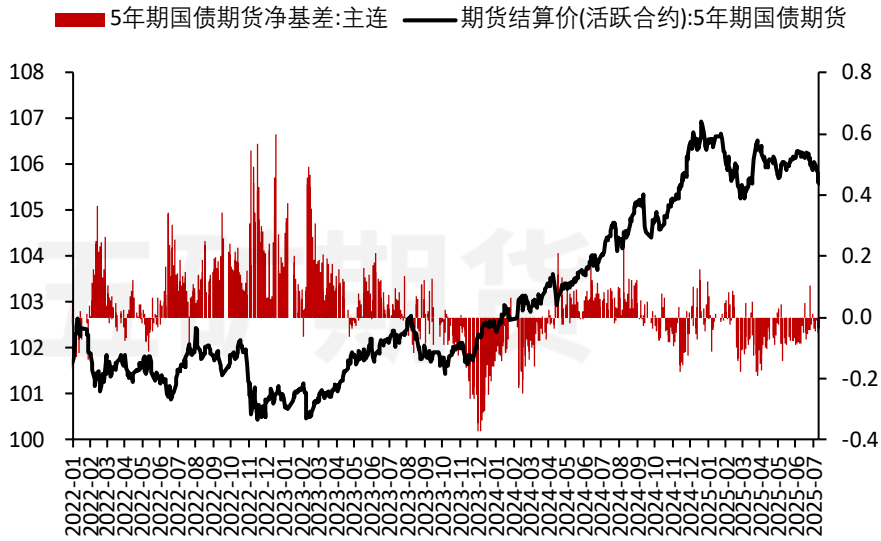
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



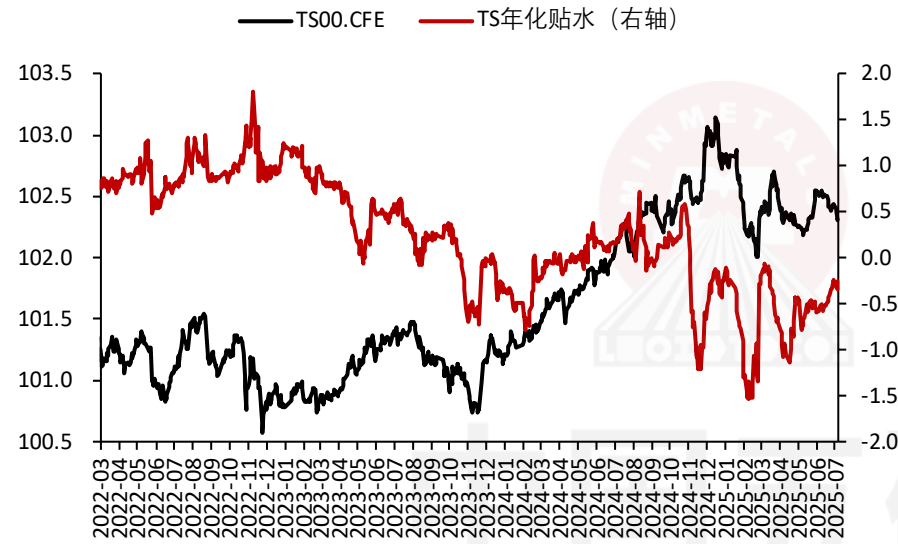
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



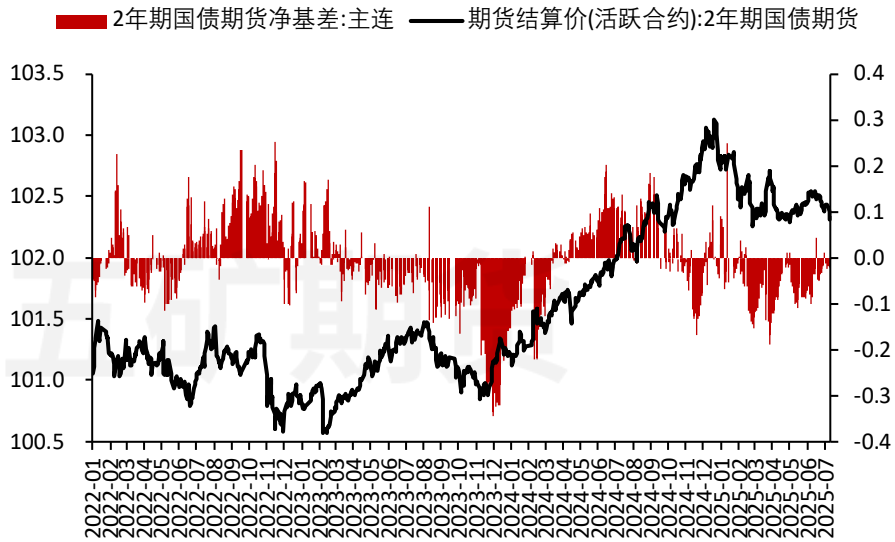
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：TS当季合约收盘价及年化贴水走势



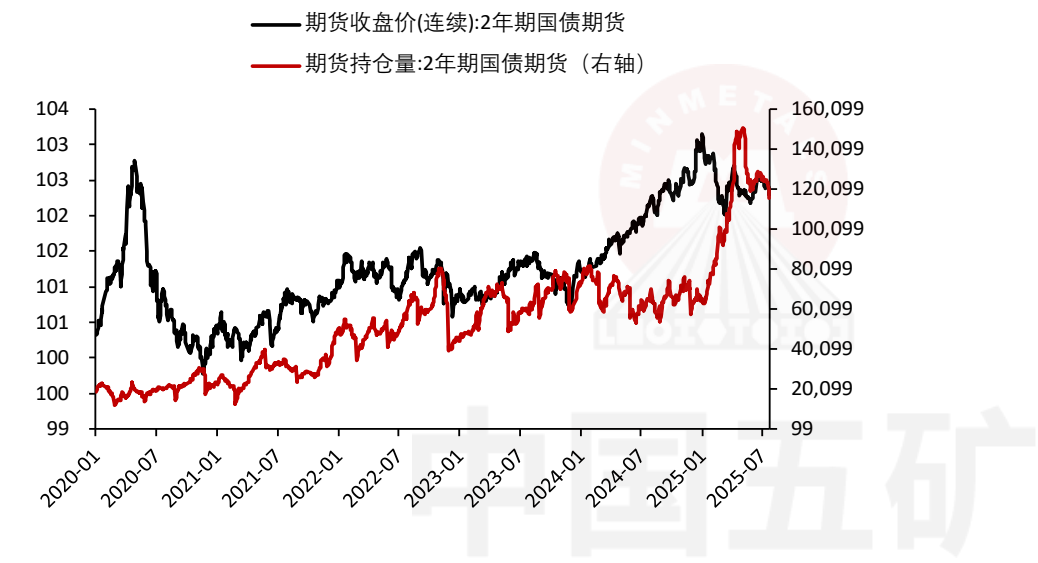
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：TS主力合约结算价及净基差走势



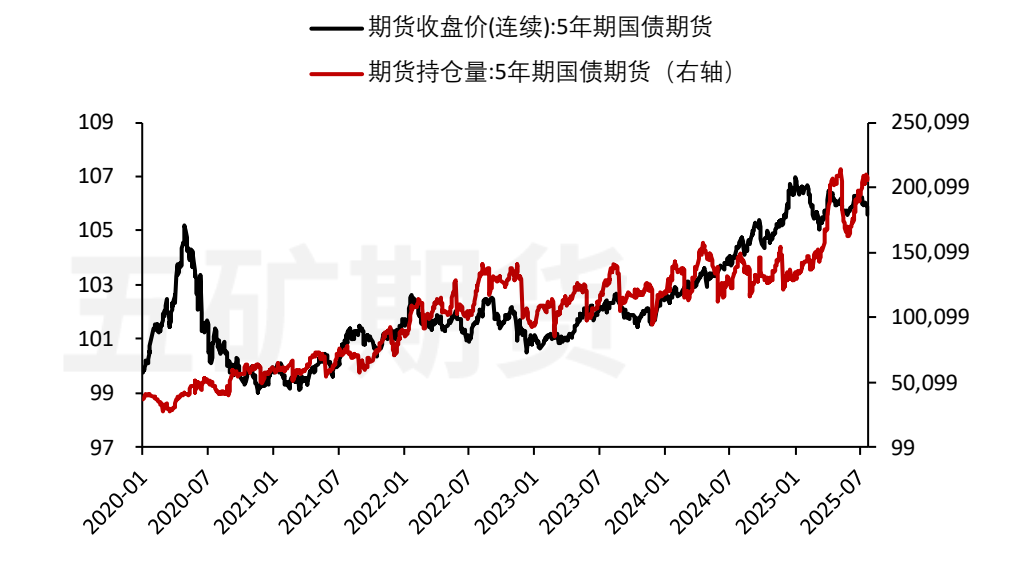
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）



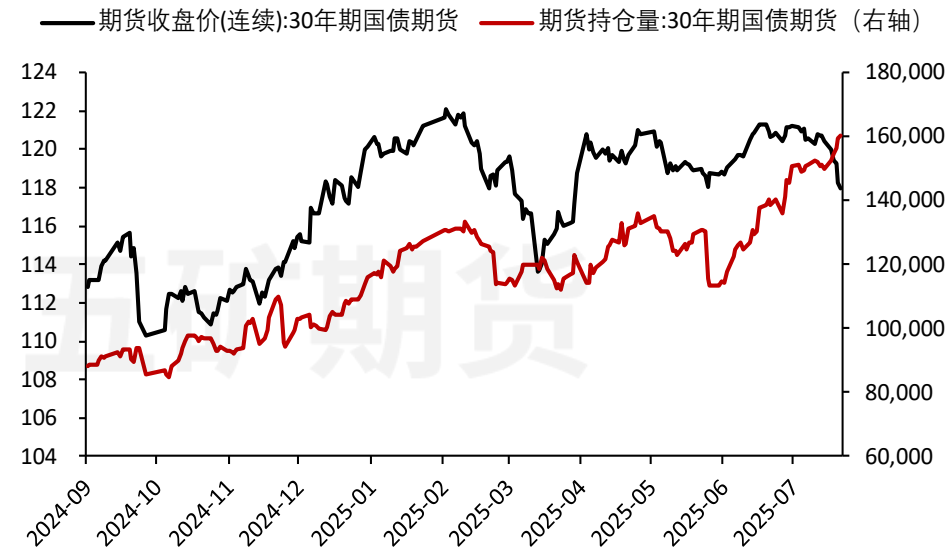
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）

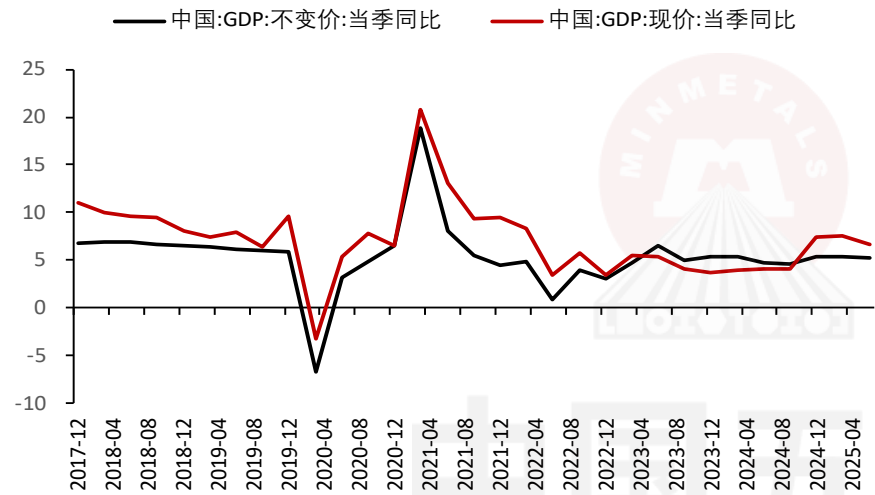


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

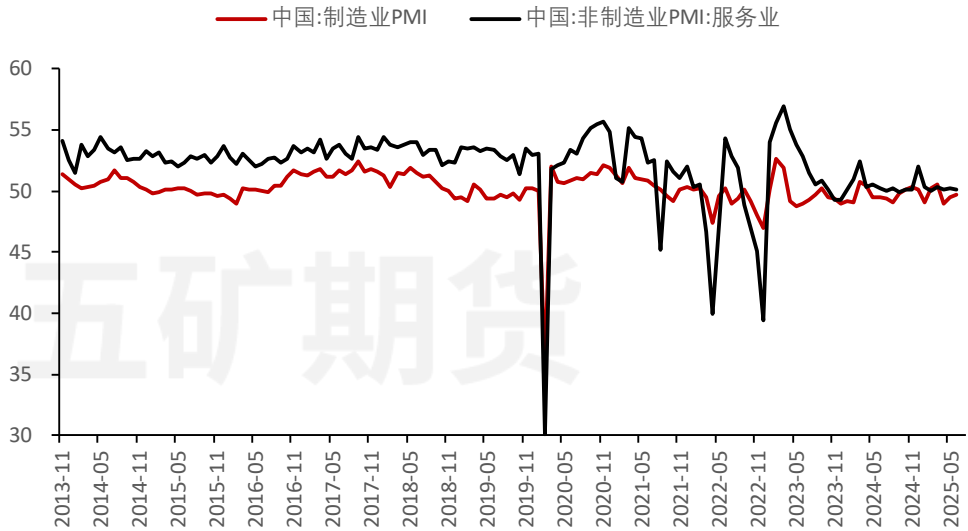
主要经济数据

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

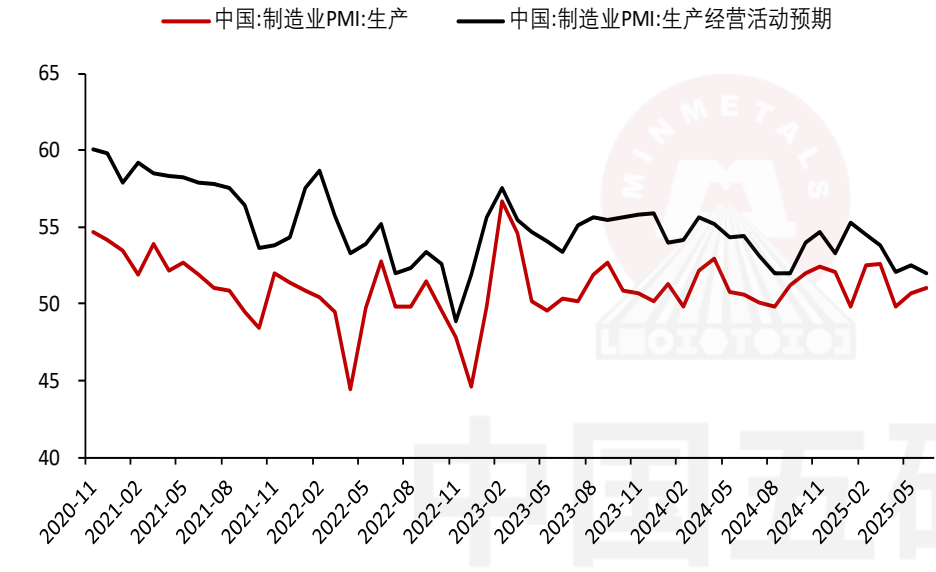
- 1、2025年2季度GDP实际增速5.4%，超市场预期，今年上半年经济增长维持韧性。
- 2、6月制造业PMI录得49.7%，较前值上升0.2个百分点，主要系关税缓和影响所致；非制造业商务活动指数上升0.2个百分点至50.5%，扩张动能边际增强。

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

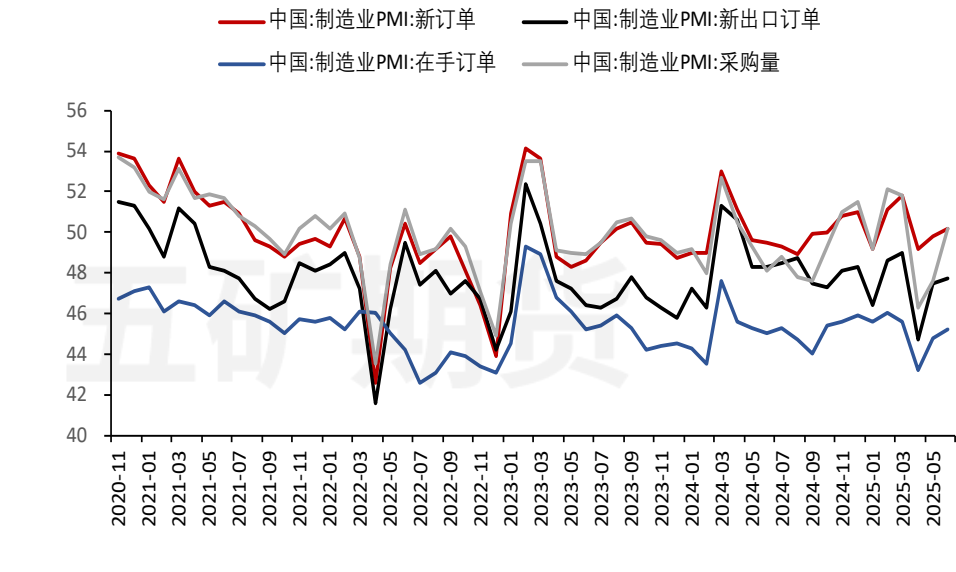
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

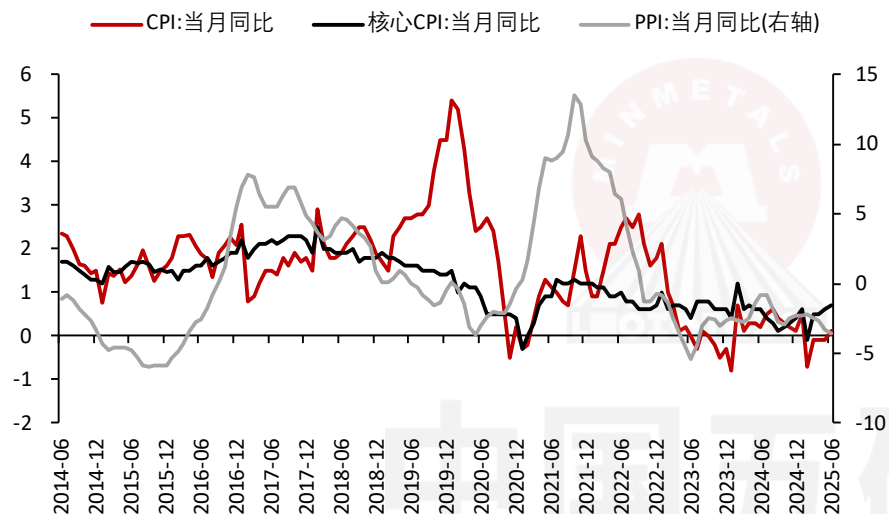
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

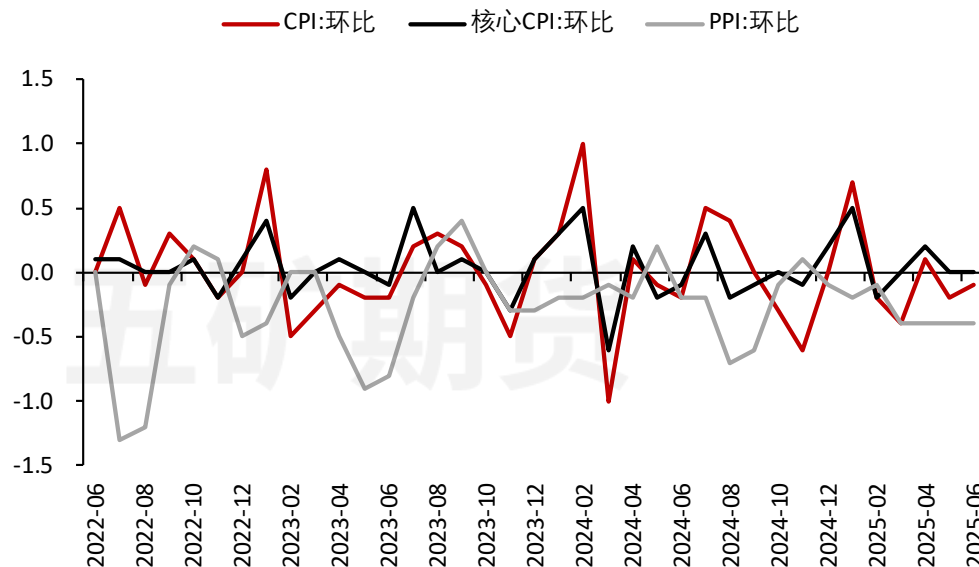
在6月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所回升，生产端好于需求端。生产指数较前值上升0.3个百分点至51.0%，新订单指数上升0.4个百分点至50.2%。新出口订单指数上升0.2个百分点至47.7%，受关税缓和影响有一定回升。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

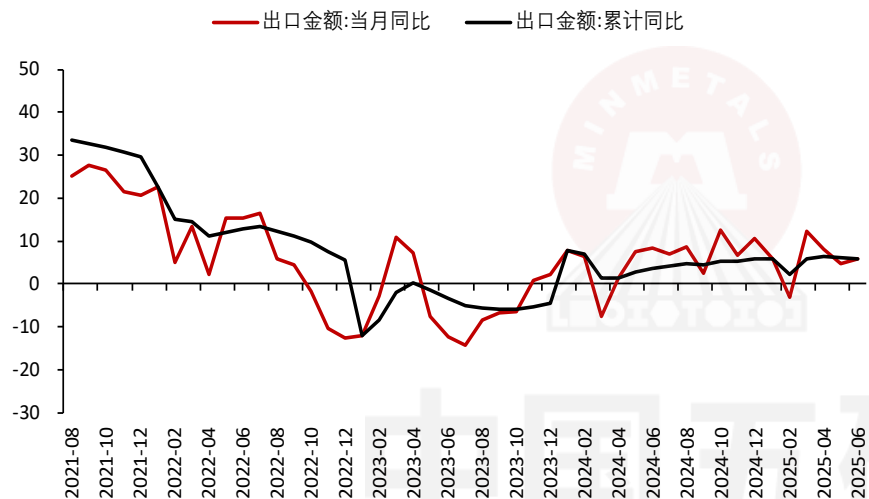
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

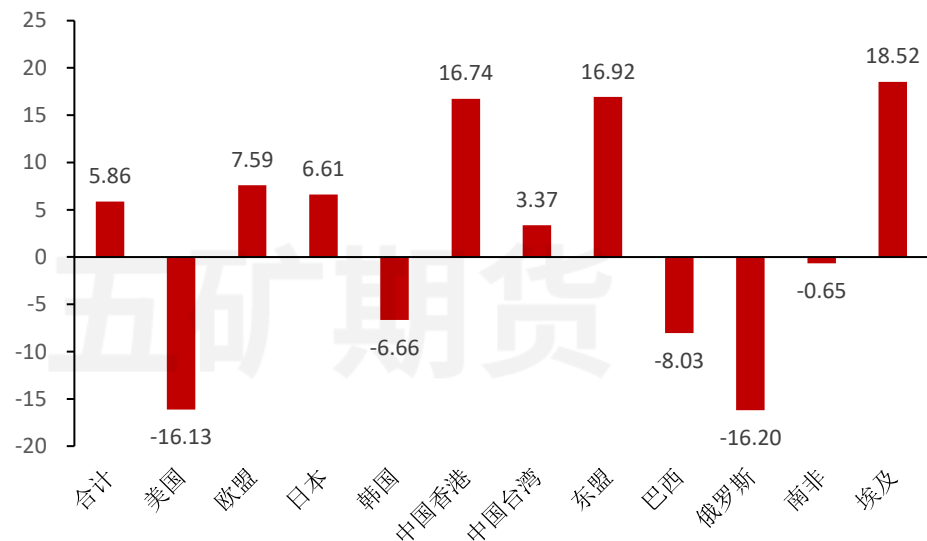
- 1、6月份CPI同比上升0.1%，前值-0.1%；核心CPI同比上升0.7%，前值0.6%；PPI同比下降3.6%，前值-3.3%；
- 2、从环比数据看，CPI环比-0.1%，前值-0.2%；核心CPI环比0.0%，前值0.0%；PPI环比-0.4%，前值-0.4%。CPI的环比上升主要由家用电器、金饰等消费品价格上升带动，食品价格降幅收窄；而PPI同比降幅走扩，环比下降0.4%降幅持平于前值，主因黑色系价格受供需关系偏弱影响延续弱势，以及部分出口导向行业价格有所承压。

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 (%)

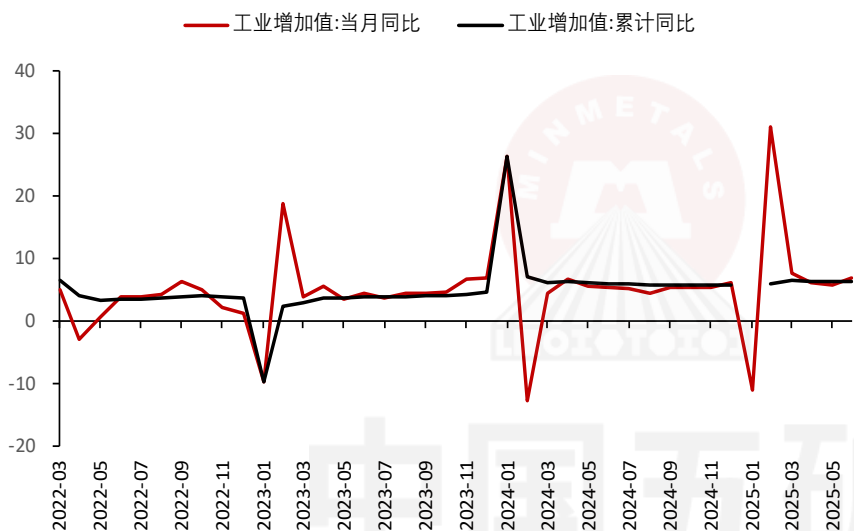


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

2025年6月我国进出口数据在关税缓和以及订单修复背景下有所回升,整体好于预期。6月出口(美元计价)同比增长5.8%,路透一致预期值5%,前值4.8%,较前值上升1.0个百分点,主要受到关税缓和后外需好转和订单修复影响。6月进口同比增长1.1%,前值-3.4%,显示在“两重”“两新”政策带动下进口有所回稳。

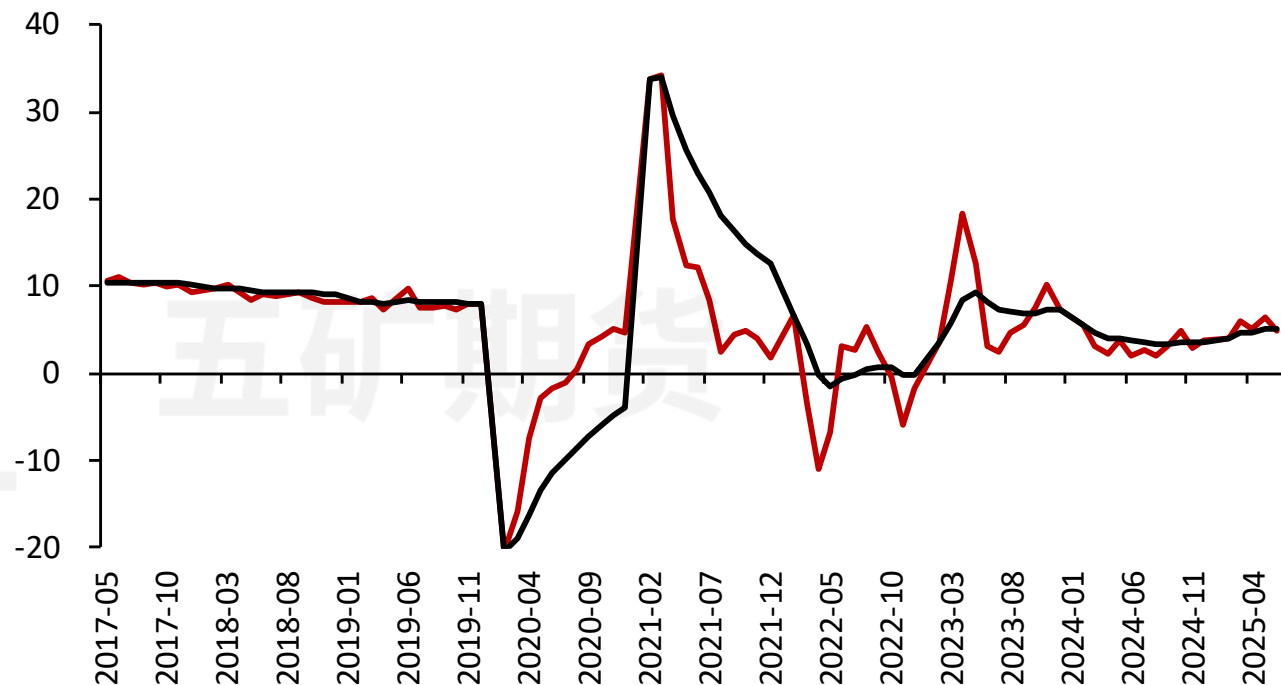
分国别看,6月我国对美出口同比下降16.13%,反映关税缓和后中美贸易有所修复以及补库需求提振。相较而言,6月我国对东盟出口仍维持较高增速,同比增速16.74%,反映转口效应延续。

图21：工业增加值（%）



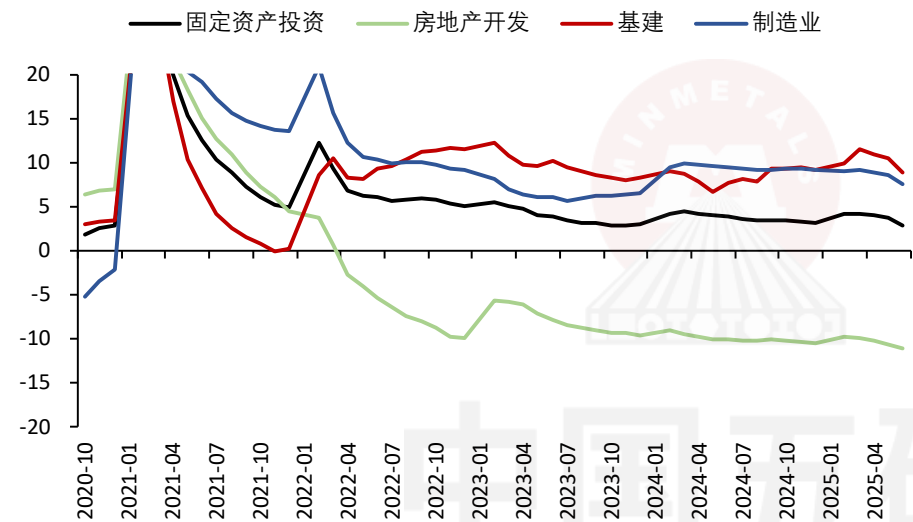
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

—— 社会消费品零售总额:当月同比 —— 社会消费品零售总额:累计同比



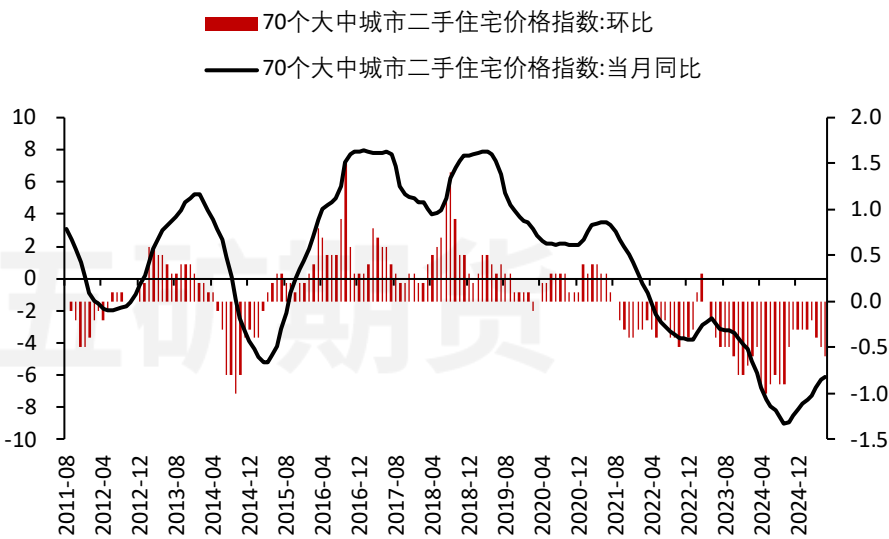
- 1、6月份工业增加值同比增速为6.4%，前值5.8%。其中，6月份制造业同比增长7.4%，为三个月来最快增速；高技术产业同比增长9.7%，抢出口以及制造业维持韧性带动工业生产整体好转；
- 2、6月份社会消费品零售总额当月同比增速4.8%，较前值6.4%下降1.6个点；社零增速显示以旧换新政策作用依然持续，但饮料、香烟、酒类以及餐饮服务的销售额同比均有所下降，对社零增速有所拖累。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

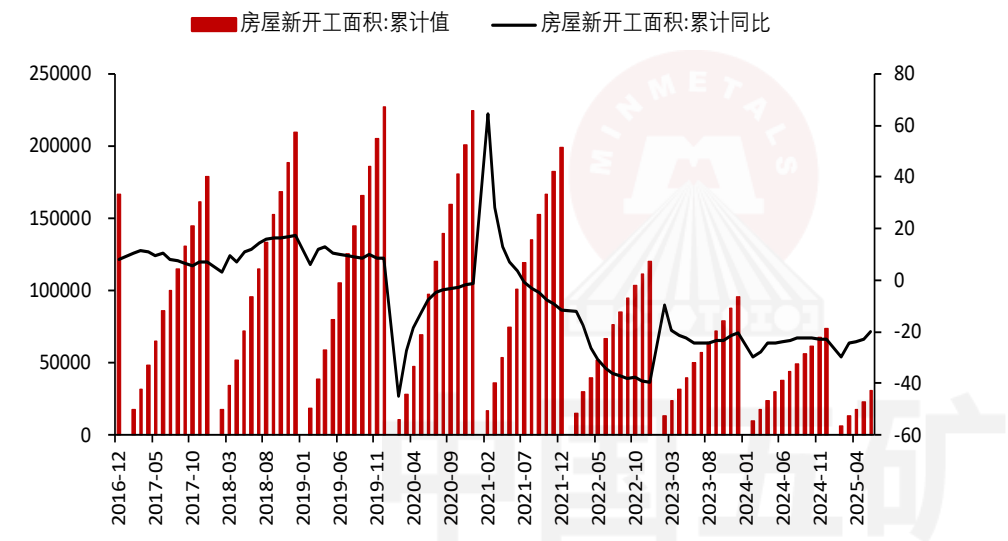
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

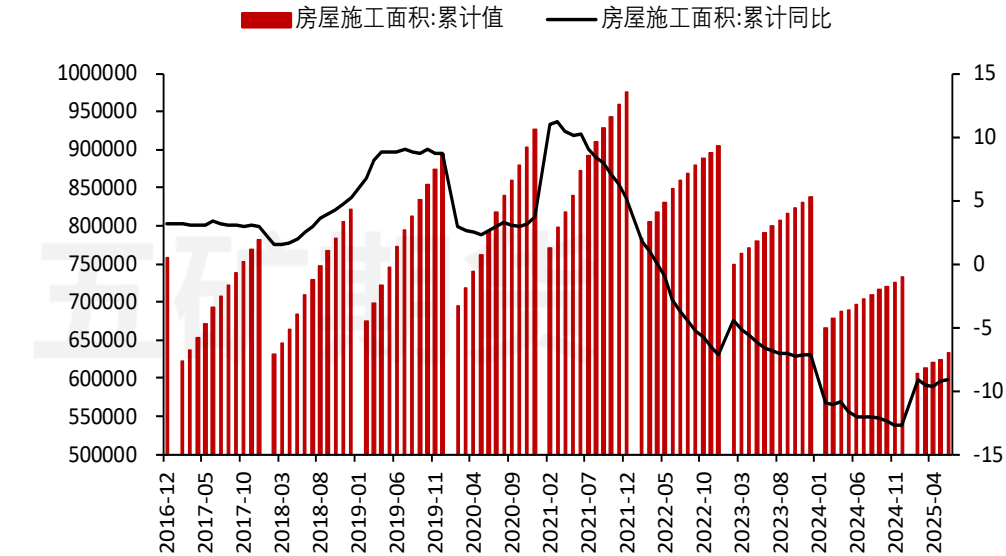
- 1、6月固定资产投资累计增速同比为2.8%，前值3.7%；房地产投资增速累计同比为-11.2%，前值-10.7%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比4.6%，前值5.6%，增速有小幅放缓；制造业投资累计同比为7.5%，前值为8.5%，维持较高增速；
- 2、6月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.6%，前值-0.5%；同比-6.1%，前值-6.3%。

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

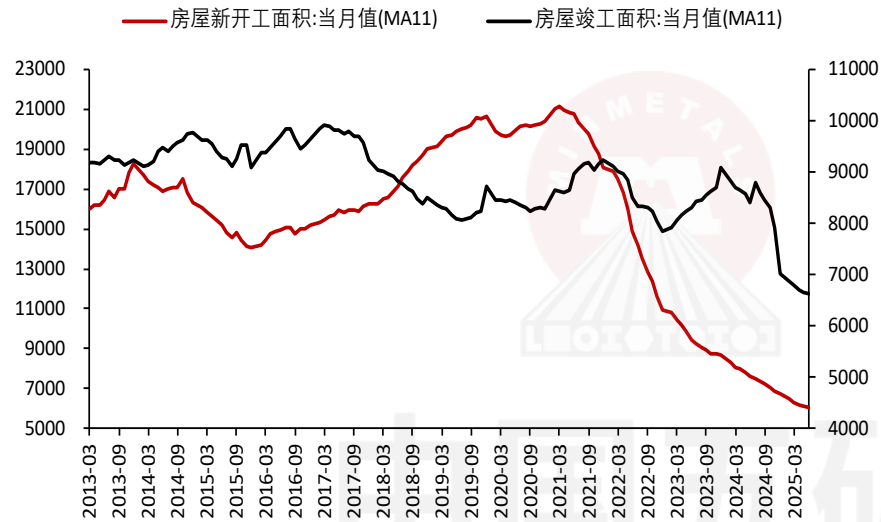
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

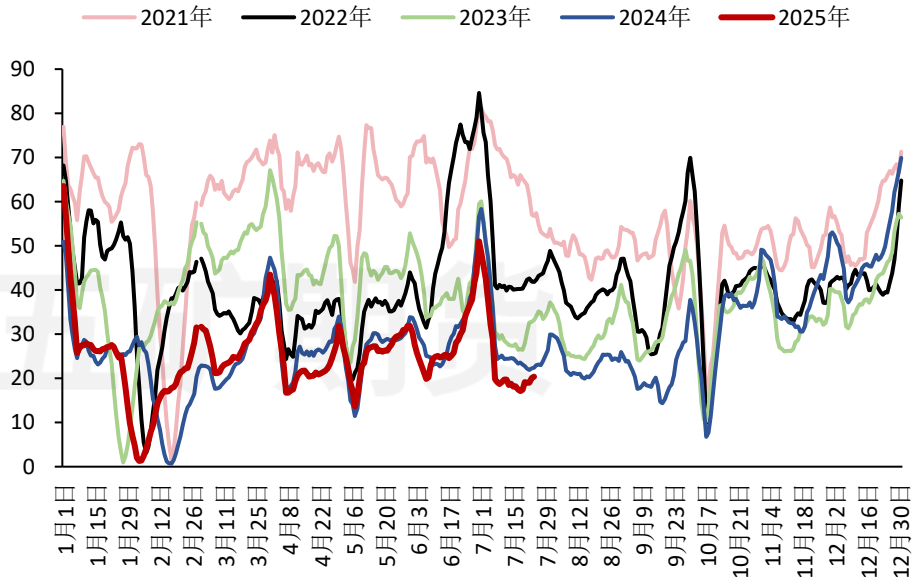
- 1、6月房屋新开工面积累计值30364万平，累计同比-20.0%，前值-22.8%；
- 2、6月房屋新施工面积累计值633321万平，累计同比-9.1%，前值-9.2%。

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

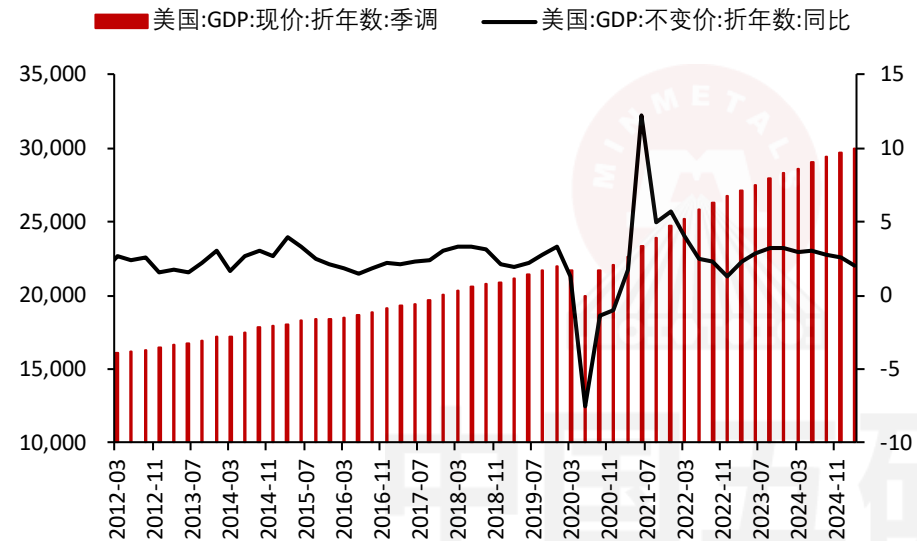
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

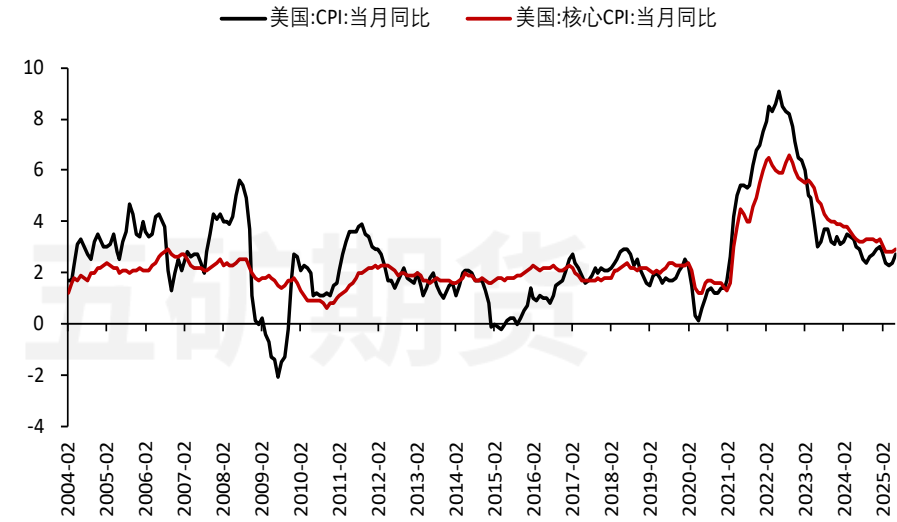
- 1、6月份竣工端数据同比回落2.16%，前值-19%，降幅有所收窄；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

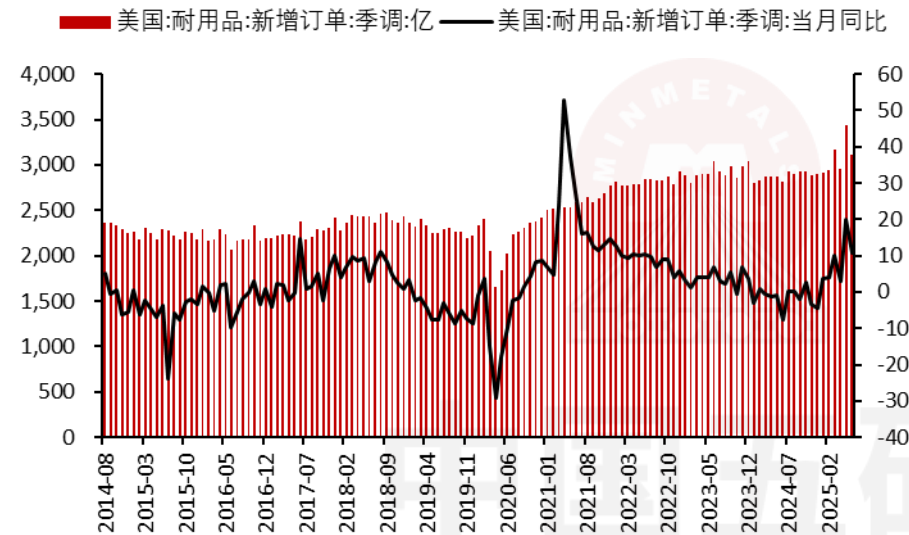
图30: 美国CPI (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

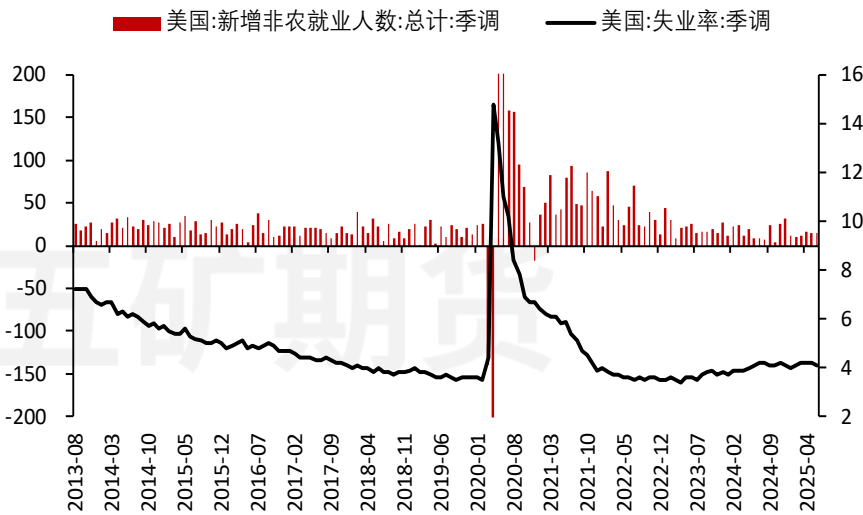
- 1、一季度单季美国GDP现价折年数29977亿美元，实际同比增速2.05%，环比增长-0.3%；
- 2、美国6月CPI同比升2.7%，前值升2.4%；6月CPI环比升0.3%，前值升0.2%；核心CPI同比升2.9%，前值升2.8%。整体符合预期。

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

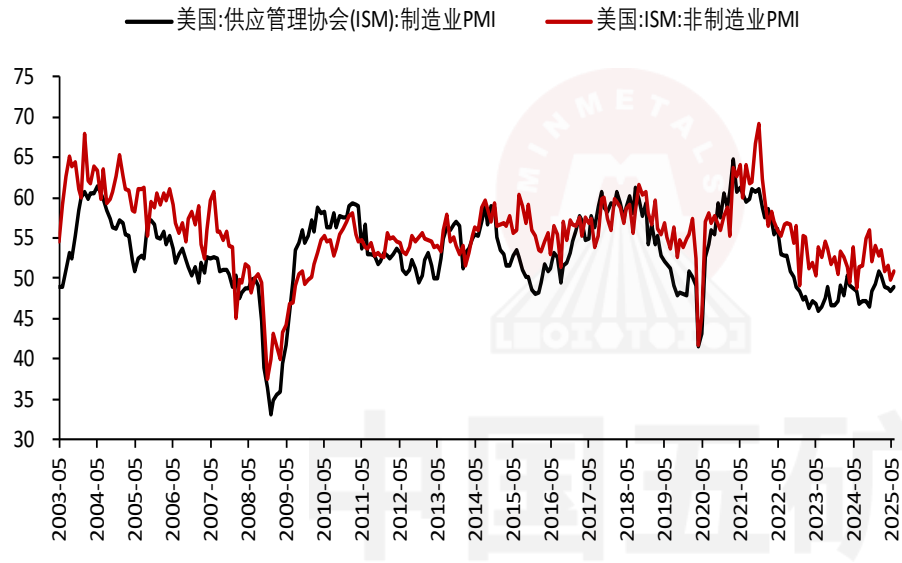
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

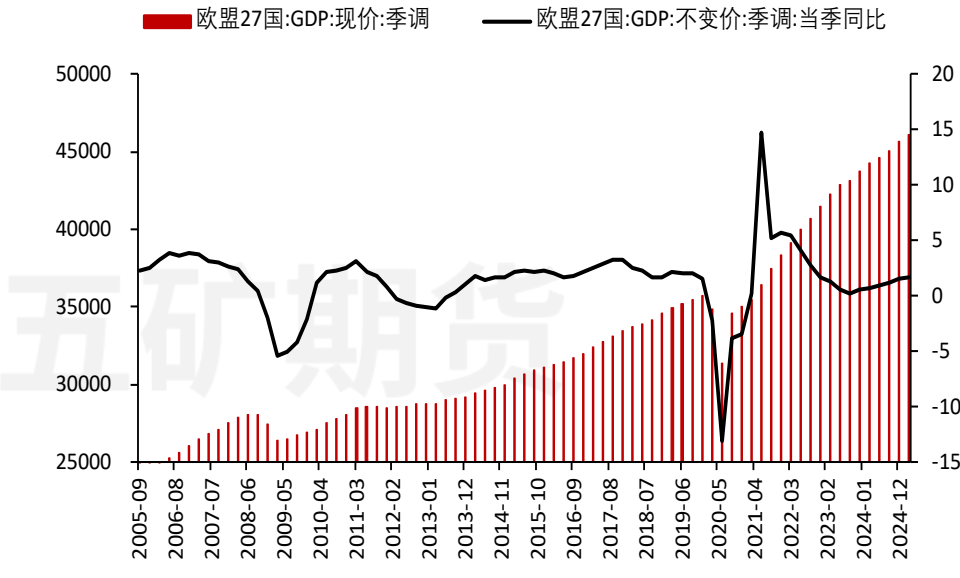
- 1、美国6月耐用品订单金额3118亿美元，同比增长10.93%，前值19.93%；
- 2、美国6月非农就业人数增加14.7万人，预估为增加11.0万人，前值由13.9万人修正为14.4万人；美国6月失业率报4.1%，前值为4.2%。

图33：美国PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

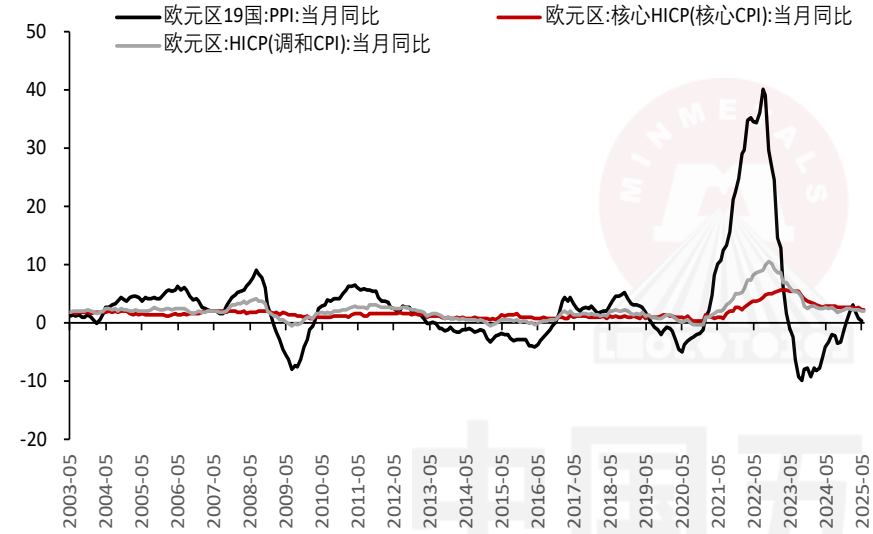
图34：欧盟季度GDP（亿欧元，%）



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



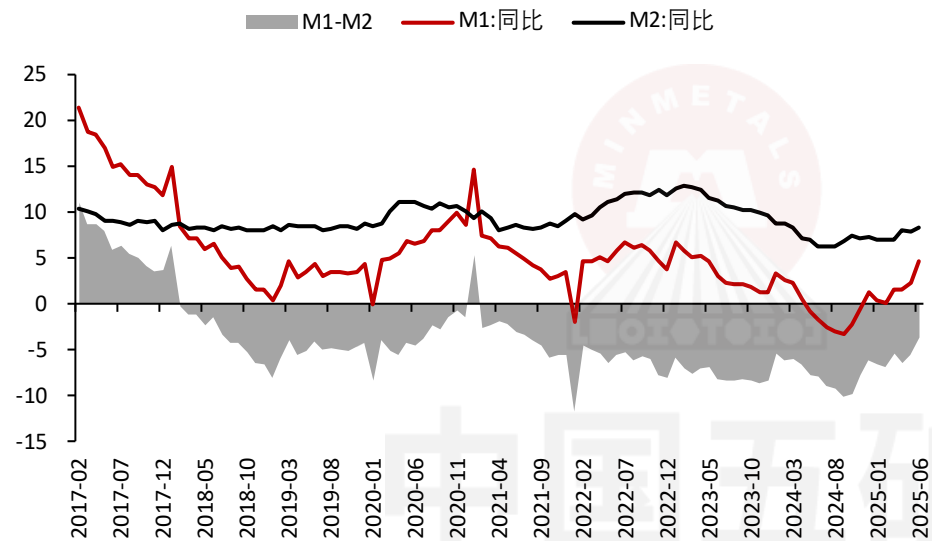
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 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7月制造业PMI为49.9，前值49.5；服务业PMI为51.2，前值50.5。

04

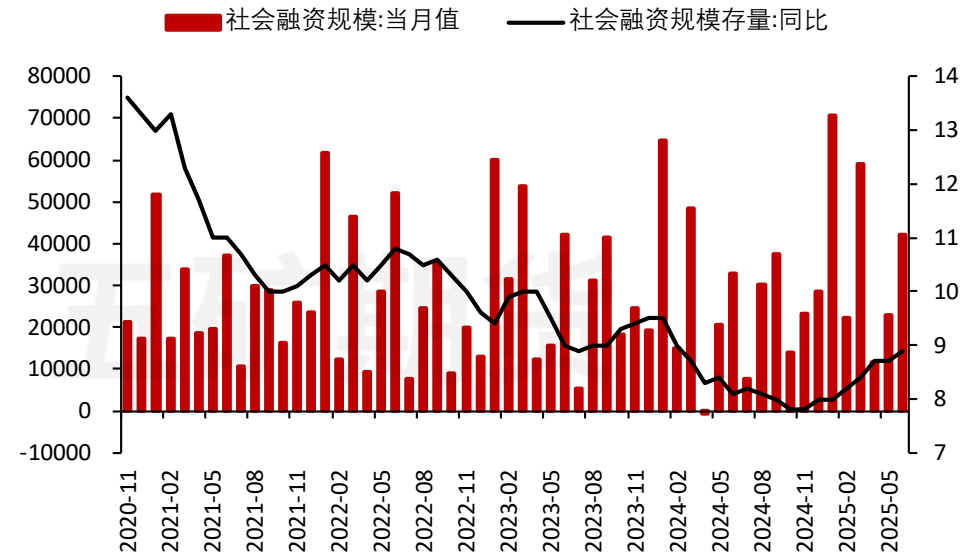
流动性

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

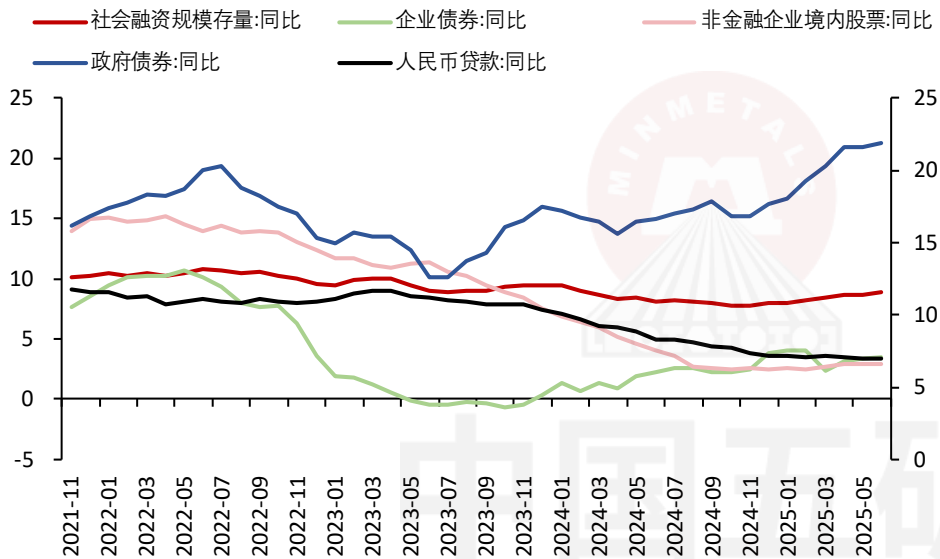
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

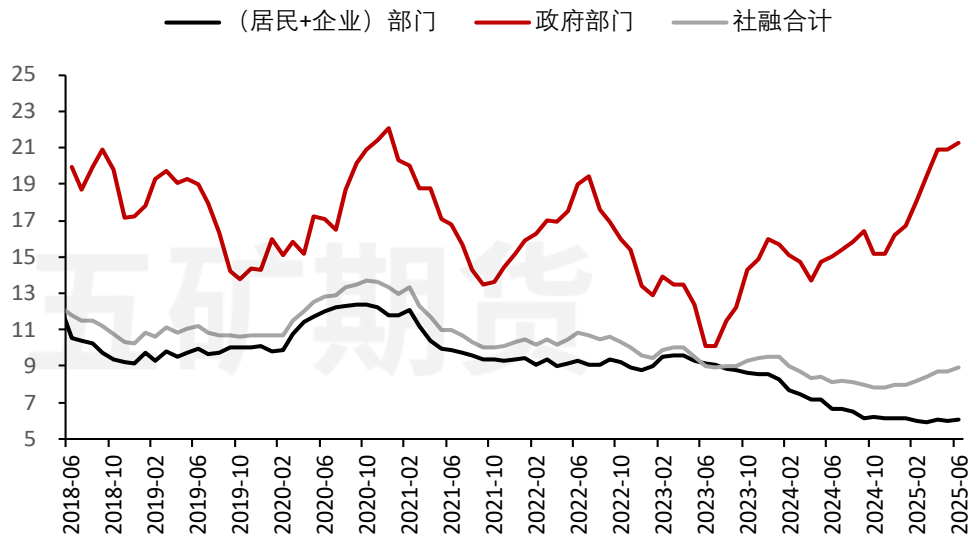
- 1、6月M1增速4.6%，前值2.3%；M2增速8.3%，前值7.9%；广义货币同比增速有所回升；
- 2、6月当月，社融增量4.20万亿元，同比多增9008亿元；新增人民币贷款近22400亿元，社融主要来自于政府债的增长，6月是信贷投放放大月，居民企业信贷均有所改善。企业方面，短贷回升明显，一方面可能是关税缓和以及专项债支出带动企业信贷需求好转，另一方面则是化债背景下，部分政府有关企业偿还欠款所致。居民信贷方面，地产成交承压，但居民中长贷有所改善，可能与提前偿还贷款放缓有关。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

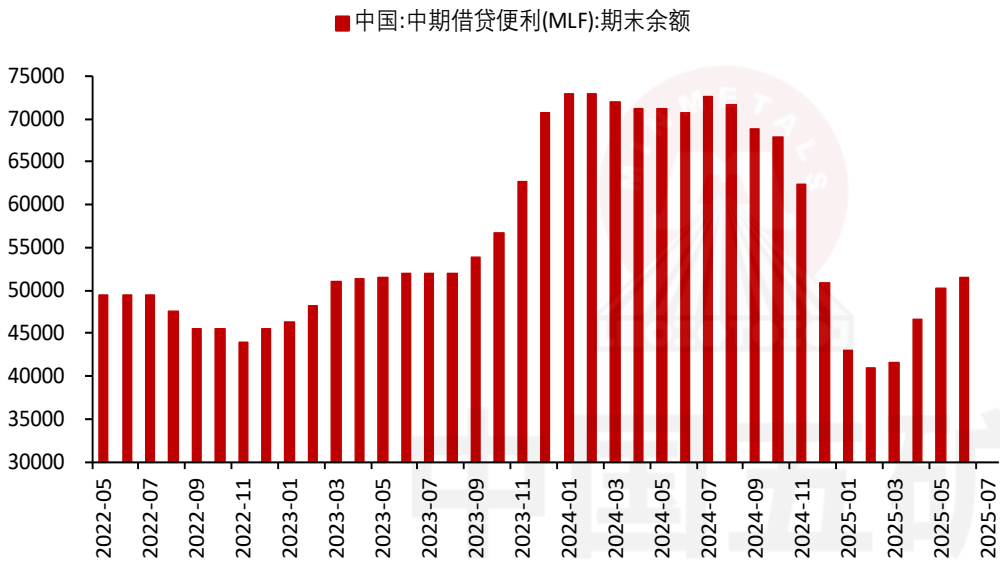
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

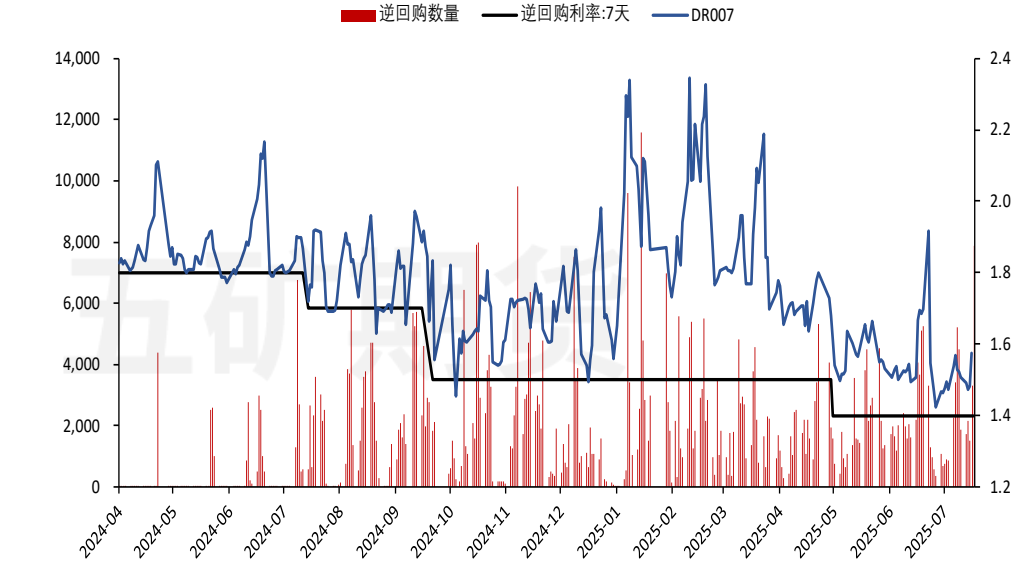
- 1、6月社融细分项中，政府债增速持续反弹，实体部门融资改善；
- 2、6月居民及企业部门的社融增速6.06%，前值5.98%，政府债增速21.30%，前值20.9%。

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17268亿元逆回购操作，有5257亿元逆回购到期，本周净投放12011亿元，DR007利率收于1.52%。

05

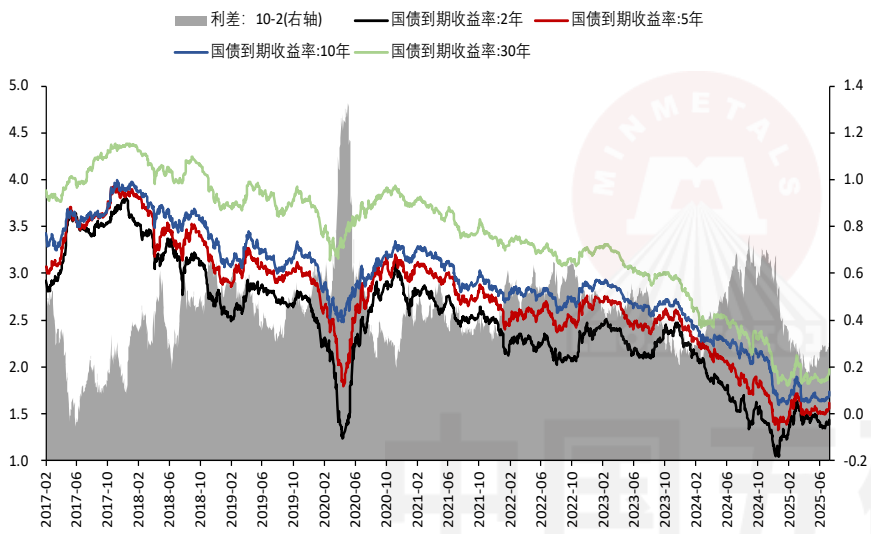
利率及汇率

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	1.55	-14.02	6.41	-74.31
回购	R007	1.69	9.25	18.65	-31.19
回购	DR001	1.52	-13.41	6.08	0.72
回购	DR007	1.65	7.64	14.56	-26.36
国债到期收益率	2年	1.43	0.38	4.92	7.13
国债到期收益率	5年	1.63	0.98	9.14	10.81
国债到期收益率	10年	1.74	0.60	7.07	8.58
国债到期收益率	30年	1.99	0.75	9.15	12.10
美国国债收益率	10年	4.40	-3.00	-4.00	16.00

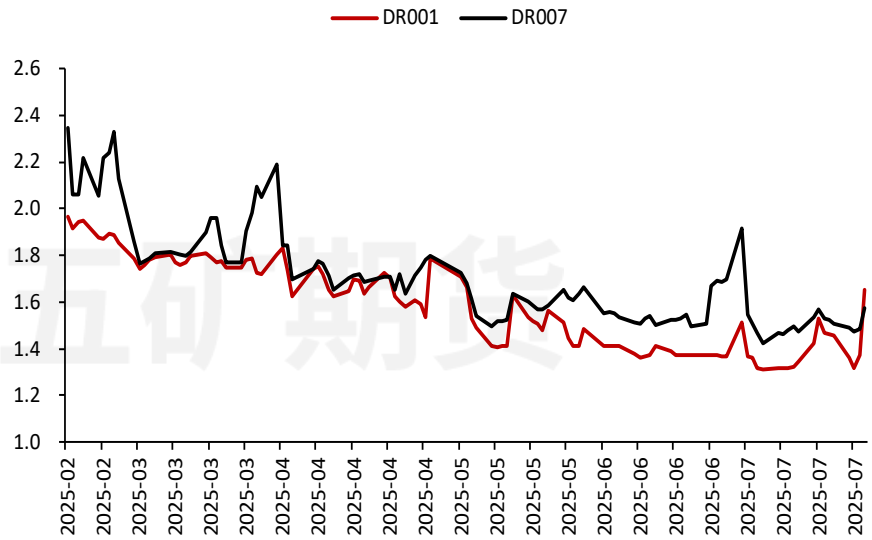
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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（%）



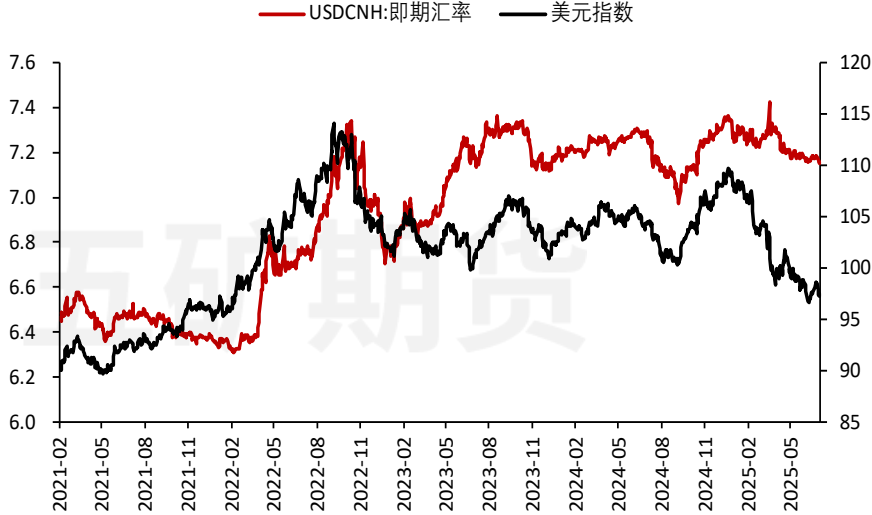
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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。

专注风险管理 助力产业发展

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、18层



五矿期货微服务公众号



五矿期货扫码一键开户