



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

债市短期修复

国债周报

2025/08/02

程靖茹（联系人）

✉ chengjr@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03133937

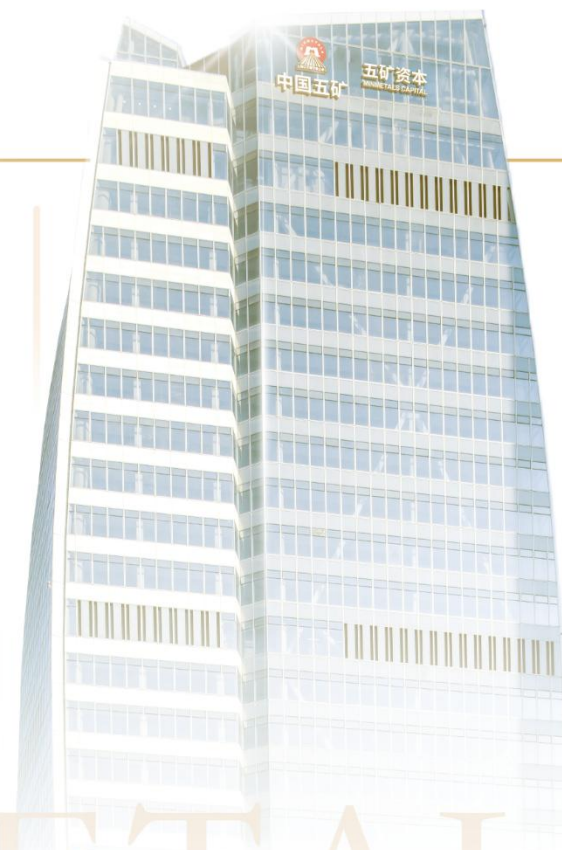
蒋文斌（宏观金融组）

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

👤 从业资格号：F3048844

👤 交易咨询号：Z0017196



MINMETALS
FUTURES

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：今年上半年经济数据在受关税影响下整体仍具韧性，7月PMI数据整体低于预期，供需两端有所回落，“反内卷”对价格预期有所提振，但需求和生产端的配合仍有待观察；新出口订单有一定回落，往后看，在抢出口有所透支以及下半年基数抬升的影响下，出口可能有一定压力。海外方面，FOMC会议联储表态边际偏鹰，日央行维持利率不变，但美国就业数据低于预期，9月份降息概率增加。

- 1、中共中央政治局7月30日召开会议，会议指出，宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。
- 2、中美经贸会谈在瑞典斯德哥尔摩举行，根据会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方对等关税24%部分以及中方反制措施如期展期90天。
- 3、美国总统特朗普表示，美国已与欧盟达成15%税率的关税协议。特朗普表示，欧盟将比此前增加对美国投资6000亿美元，欧盟将购买美国军事装备，并将购买7500亿美元的美国能源产品。
- 4、国家育儿补贴制度实施方案7月28日公布。从2025年1月1日起，对符合法律法规规定生育的3周岁以下婴幼儿发放补贴，至其年满3周岁。育儿补贴按年发放，现阶段国家基础标准为每孩每年3600元。
- 5、中国7月官方制造业PMI为49.3，环比下降0.4个百分点，制造业景气水平有所回落；综合PMI产出指数为50.2，下降0.5个百分点，仍高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。7月份，非制造业商务活动指数为50.1%，比上月下降0.4个百分点，仍高于临界点。
- 6、美国6月核心PCE物价指数同比升2.8%，预期升2.7%，前值自升2.7%修正至升2.8%；环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.2%。
- 7、7月30日，美联储继续按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间不变，符合预期。FOMC票委中，鲍威尔等九人继续支持按兵不动，沃勒和鲍曼主张本次降息25个基点。
- 8、日本央行如期维持政策利率不变，决定获得全票通过。日本央行声明重申，若经济和物价展望能实现，将会加息。物价趋势将与下半年的展望目标相一致。但贸易和其他政策如何演变依旧高度不确定，2025和2026财年经济面临下行风险。
- 9、美国7月季调后非农就业人口增7.3万人，预期增11万人，前值从增14.7万人修正为增1.4万人，低于市场预期。

- ◆ 流动性：本周央行进行16332亿元逆回购操作，有16563亿元逆回购到期，本周净投放69亿元，DR007利率收于1.42%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.71%，周环比-3.17BP；30Y国债收益率收于1.95%，周环比-3.70BP；2、最新10Y美债收益率4.23%，周环比-17.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，今年上半年经济数据在关税扰动下维持韧性。7月PMI数据整体低于预期，供需两端环比均有所回落，新出口订单及高频港口数据显示抢出口效应可能边际弱化，后续出口或有所承压。资金情况而言，政府债发行和同业存单到期量增多有一定扰动，股市和商品行情波动也对资金构成分流，但央行资金呵护态度维持，总体预计后续资金有望维持宽松。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，但近期股市情绪较好对债市有所压制，节奏上关注股债跷跷板的影响。

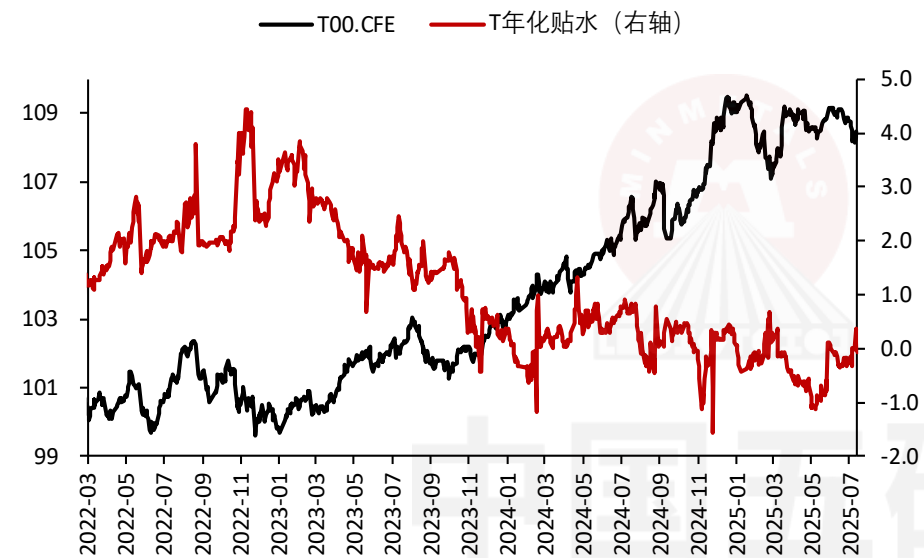
国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，随着关税扰动及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

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

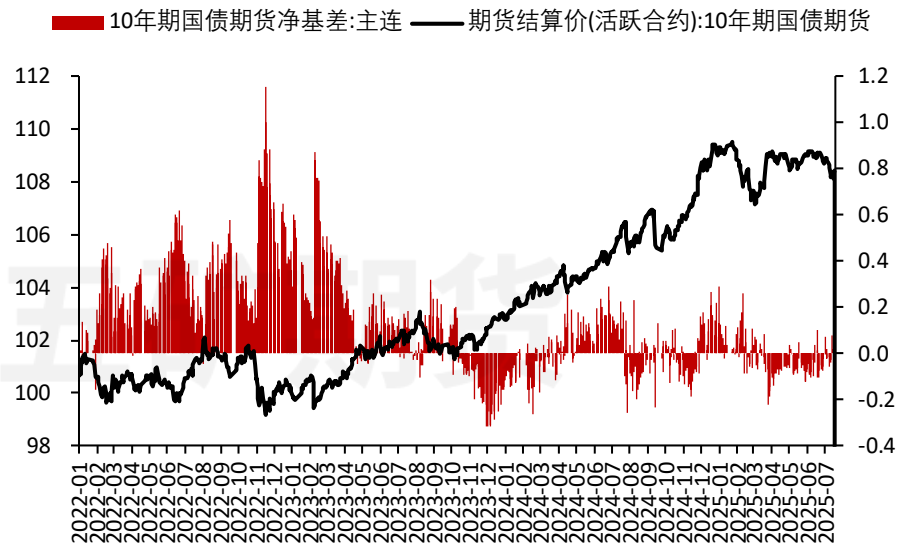
期现市场

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



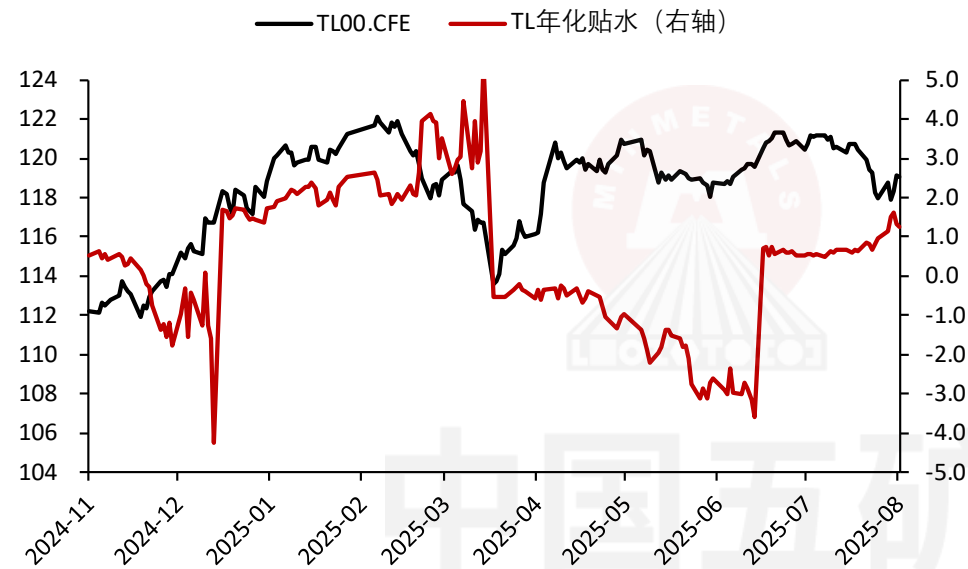
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



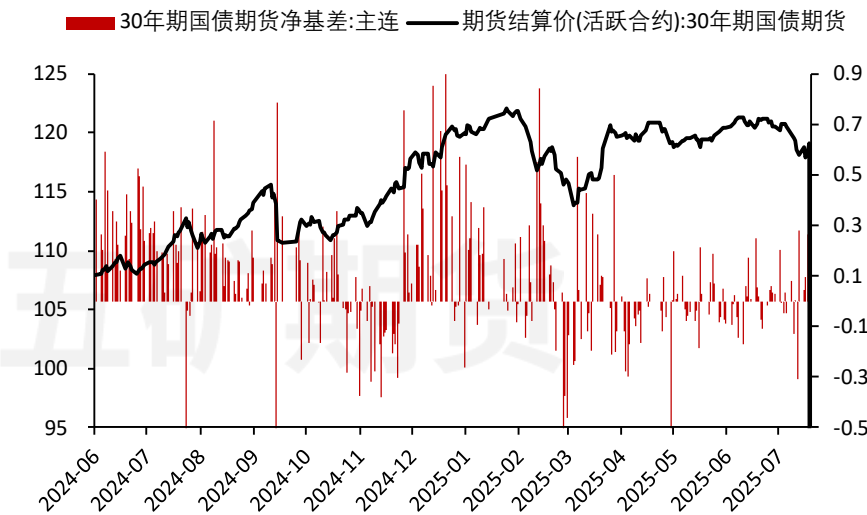
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



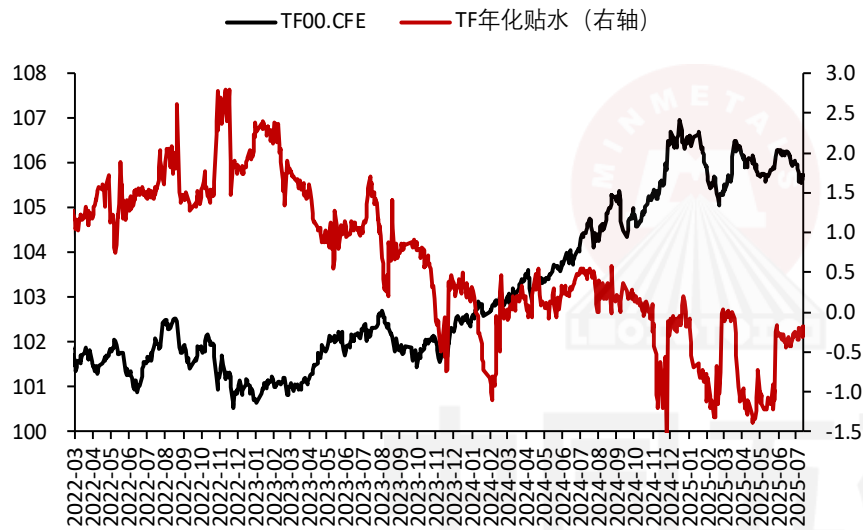
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



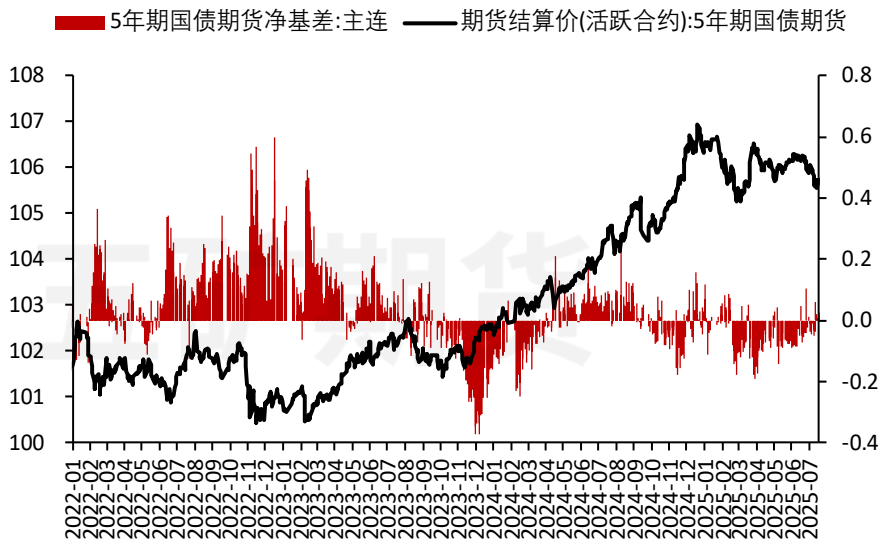
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



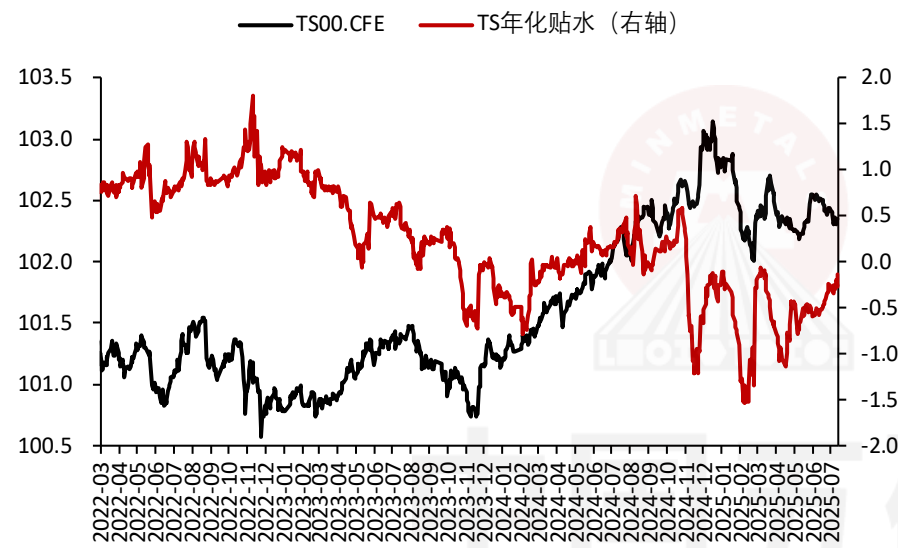
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



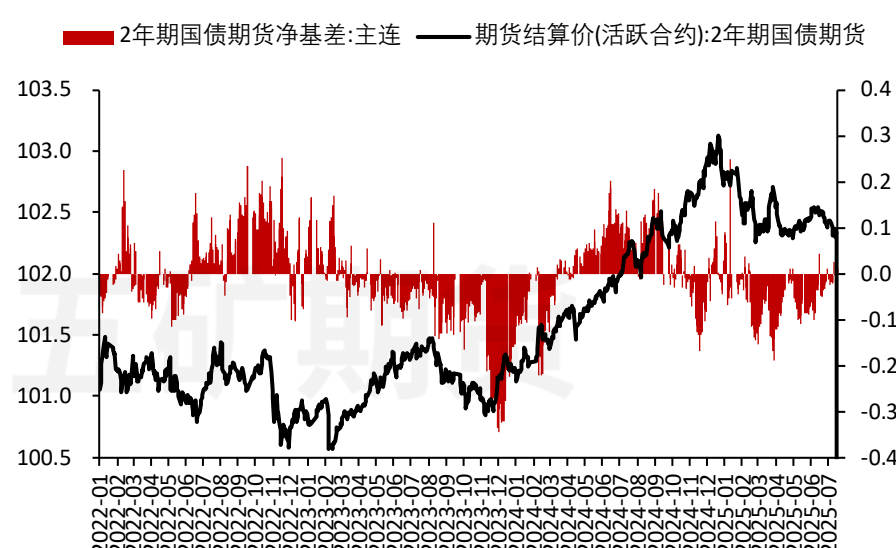
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：TS当季合约收盘价及年化贴水走势



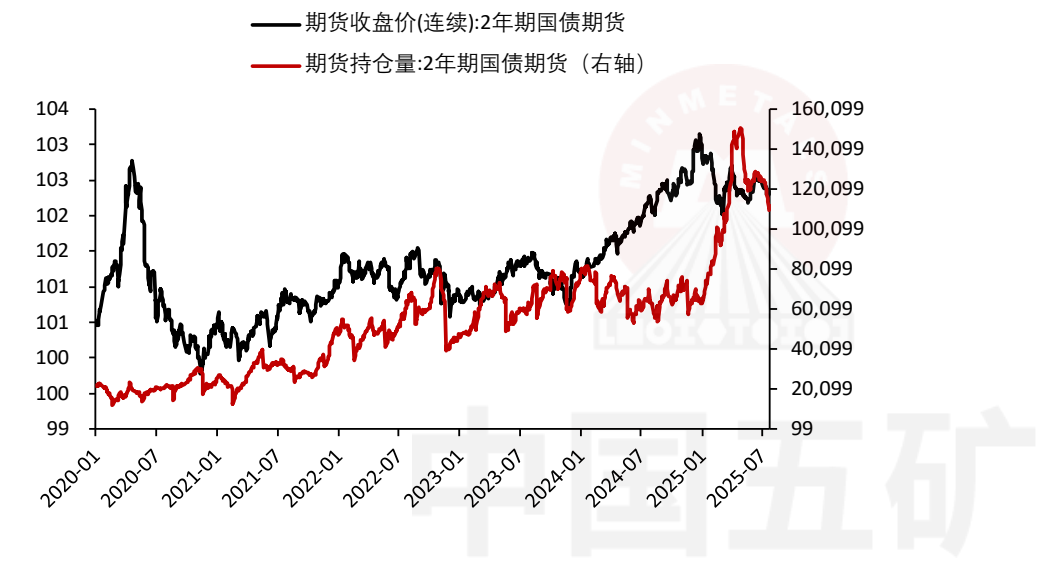
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：TS主力合约结算价及净基差走势



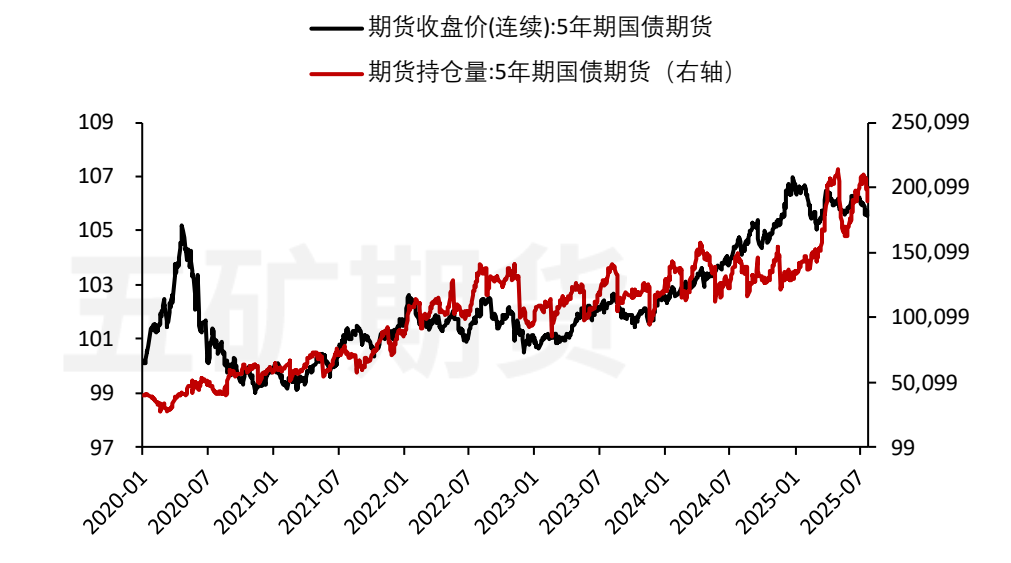
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）

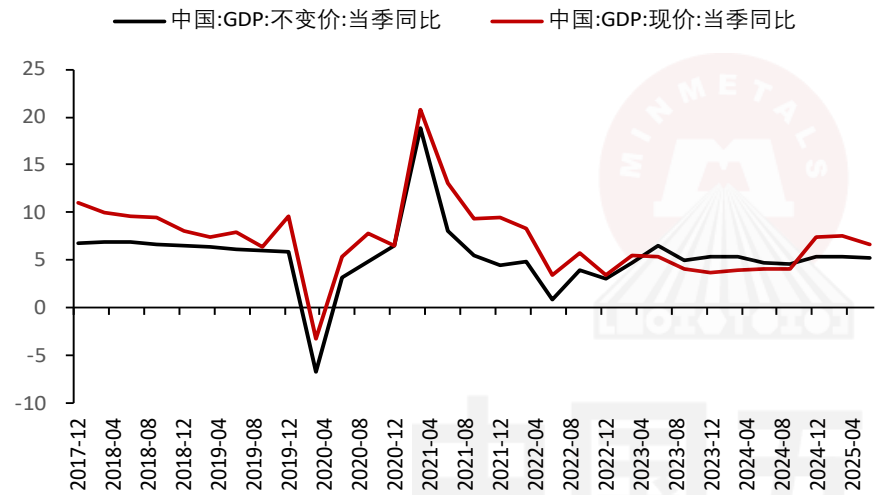


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

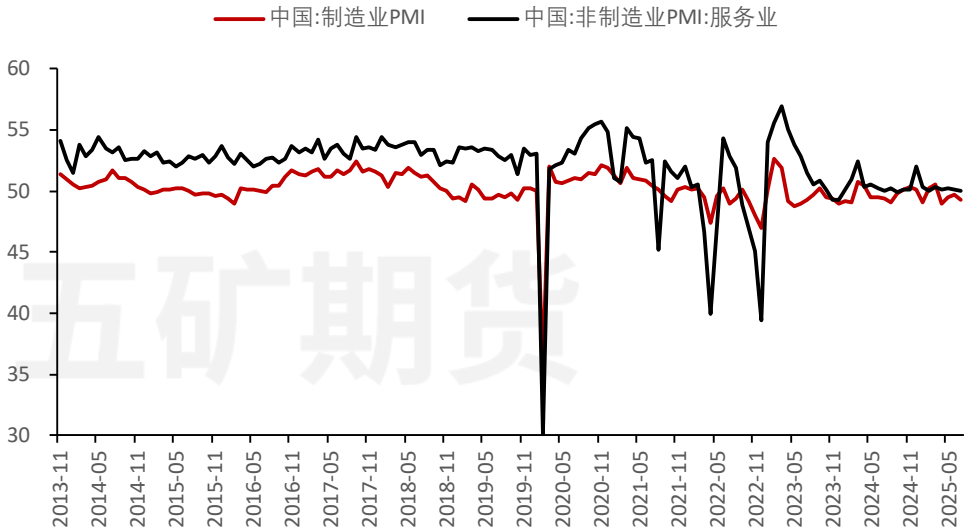
主要经济数据

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

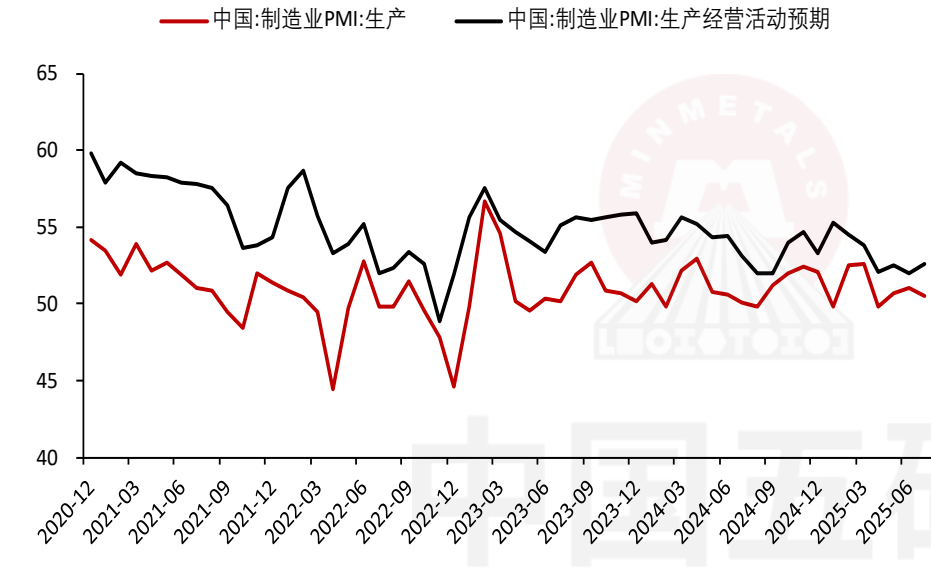
- 1、2025年2季度GDP实际增速5.4%，超市场预期，今年上半年经济增长维持韧性。
- 2、7月制造业PMI录得49.3%，较前值下降0.4个百分点；非制造业PMI较前值下降0.4个点，录得50.1%，整体低于预期。

表1：制造业PMI细分项

制造业PMI细分													
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
2025-07	50.50	49.40	47.10	44.70	47.40	49.50	47.80	48.30	51.50	47.70	48.00	50.30	52.60
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
过去五年平均	51.02	49.98	47.66	45.00	47.46	50.08	47.84	48.20	52.74	47.90	48.78	49.84	55.16
上月过去五年平均	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
本月环比变化	-0.50	-0.80	-0.60	-0.50	-0.70	-0.70	0.00	2.10	3.10	-0.30	0.10	0.10	0.60
过去五年平均环比变化	-0.88	-0.30	0.68	-0.16	0.08	-0.24	-0.12	-0.18	-0.60	0.16	0.12	-0.08	-0.52

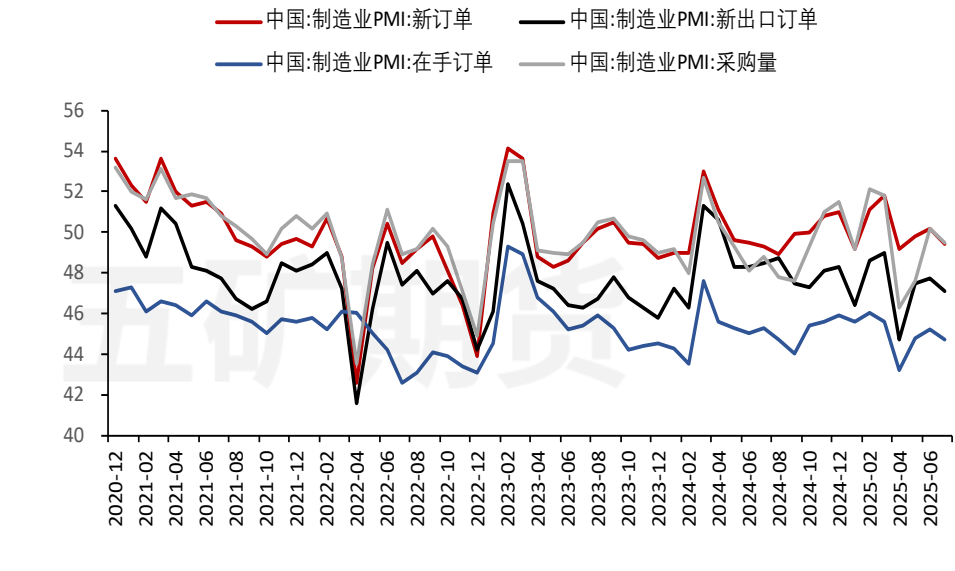
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

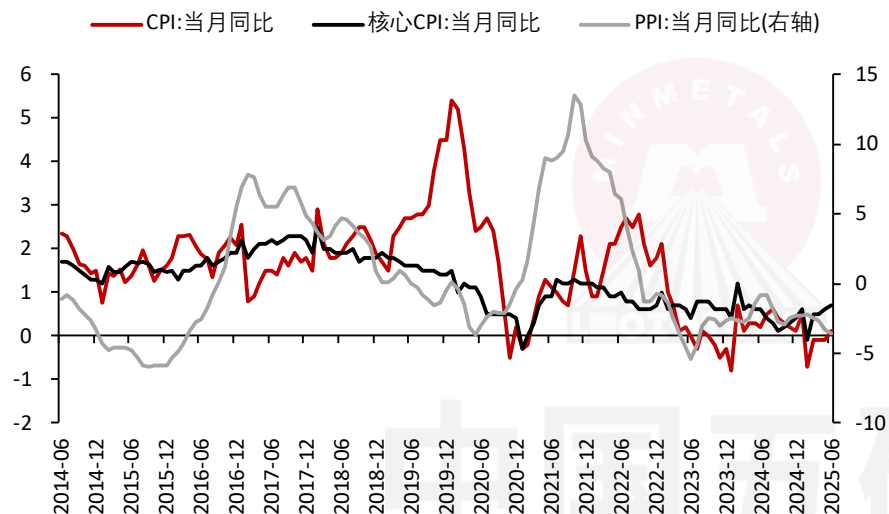
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

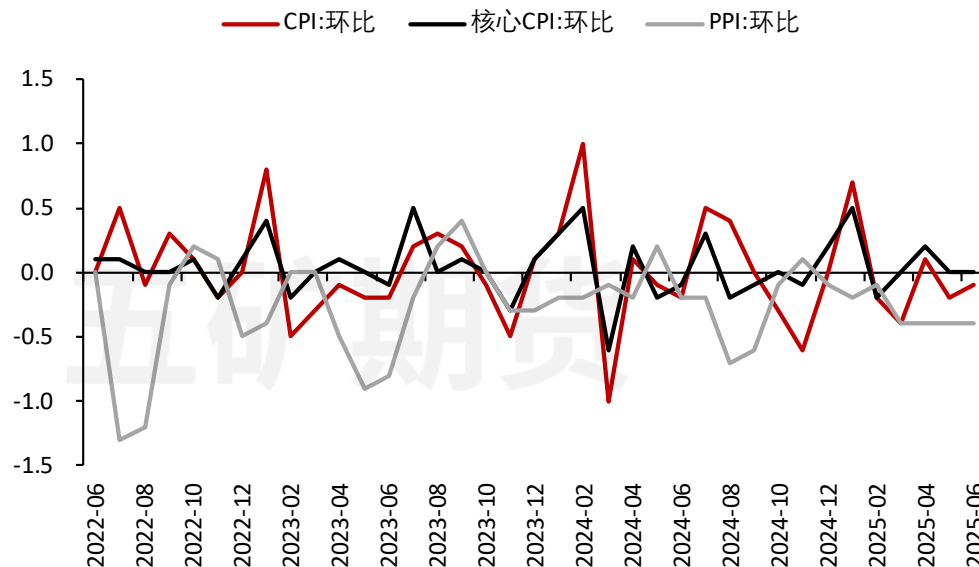
在7月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所下降。在高温、台风暴雨等极端天气与自然灾害的影响下，生产指数季节性回落，仍处于荣枯线上。新订单则重回收缩区间，新订单、新出口订单分别录得49.4%和47.1%，较前值下降0.8、0.6个点，此前抢出口效应有一定透支，出口可能边际承压。“反内卷”对于价格预期有改善，但需求端的配合仍有待观察。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

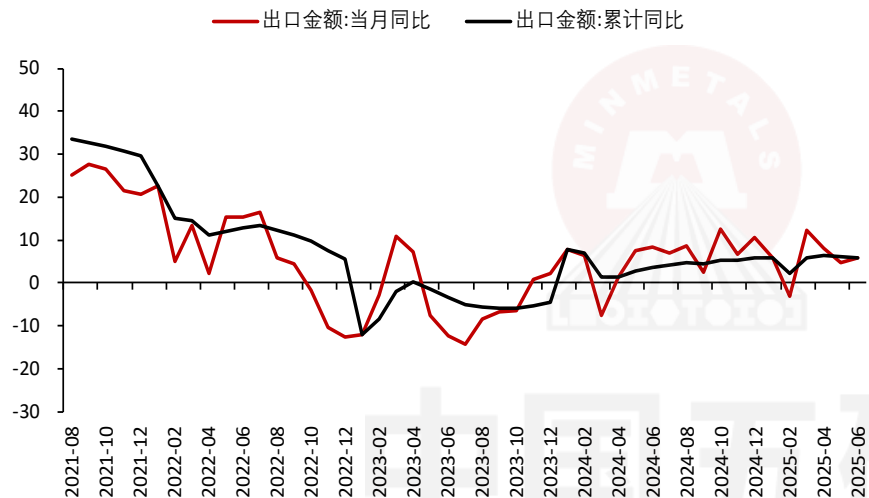
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

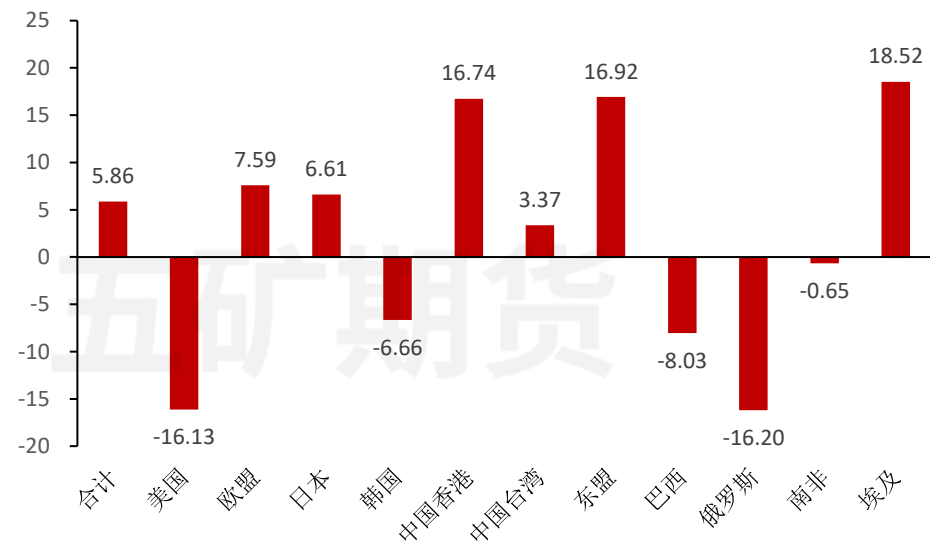
- 1、6月份CPI同比上升0.1%，前值-0.1%；核心CPI同比上升0.7%，前值0.6%；PPI同比下降3.6%，前值-3.3%；
- 2、从环比数据看，CPI环比-0.1%，前值-0.2%；核心CPI环比0.0%，前值0.0%；PPI环比-0.4%，前值-0.4%。CPI的环比上升主要由家用电器、金饰等消费品价格上升带动，食品价格降幅收窄；而PPI同比降幅走扩，环比下降0.4%降幅持平于前值，主因黑色系价格受供需关系偏弱影响延续弱势，以及部分出口导向行业价格有所承压。

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 (%)

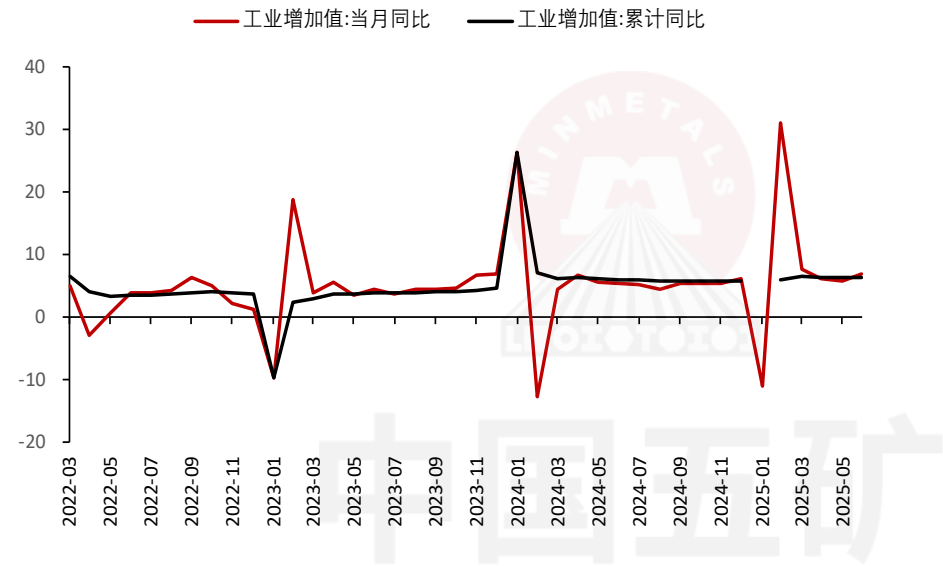


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

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。

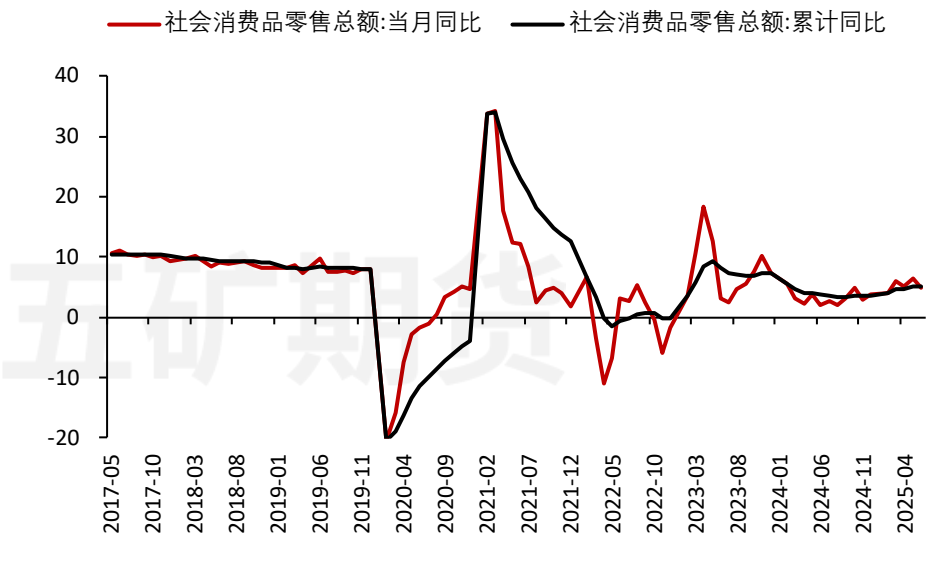
分国别看,6月我国对美出口同比下降16.13%,反映关税缓和后中美贸易有所修复以及补库需求提振。相较而言,6月我国对东盟出口仍维持较高增速,同比增速16.74%,反映转口效应延续。

图21：工业增加值（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

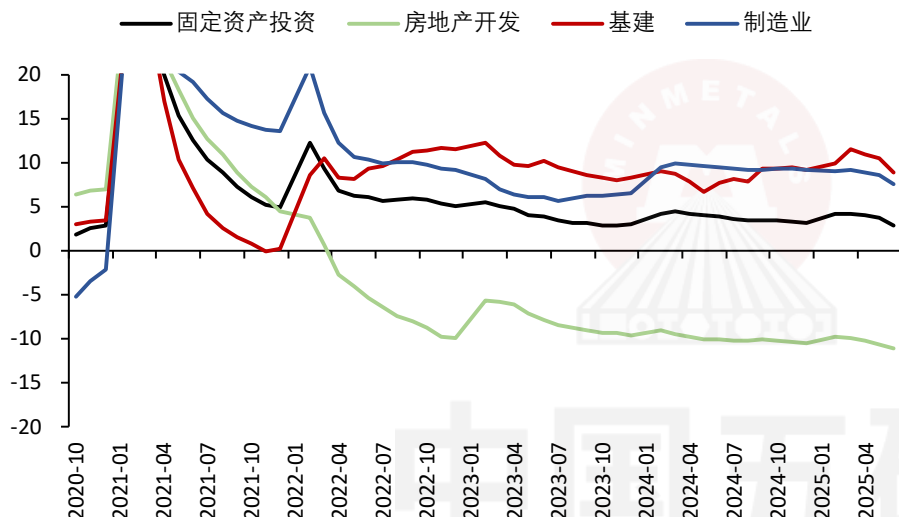
图22：社会消费品零售总额（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

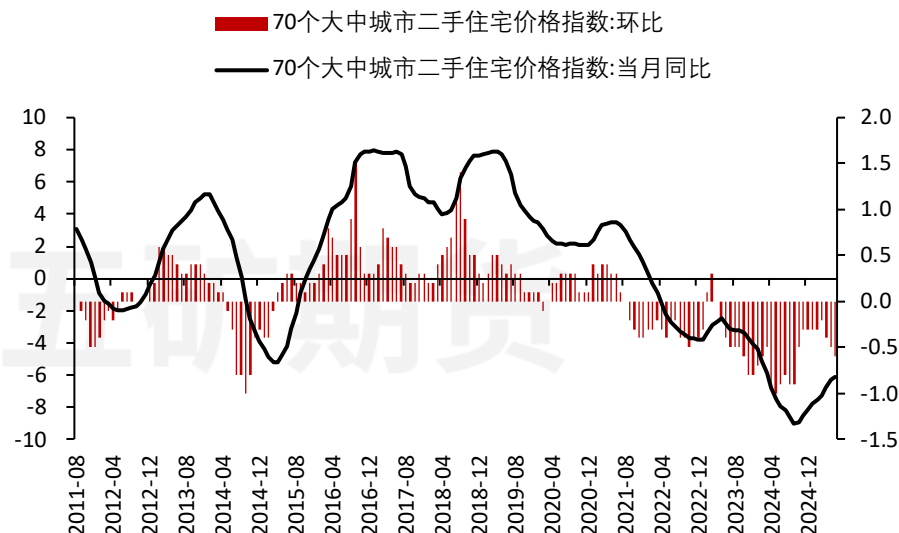
- 1、6月份工业增加值同比增速为6.4%，前值5.8%。其中，6月份制造业同比增长7.4%，为三个月来最快增速；高技术产业同比增长9.7%，抢出口以及制造业维持韧性带动工业生产整体好转；
- 2、6月份社会消费品零售总额当月同比增速4.8%，较前值6.4%下降1.6个点；社零增速显示以旧换新政策作用依然持续，但饮料、香烟、酒类以及餐饮服务的销售额同比均有所下降，对社零增速有所拖累。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

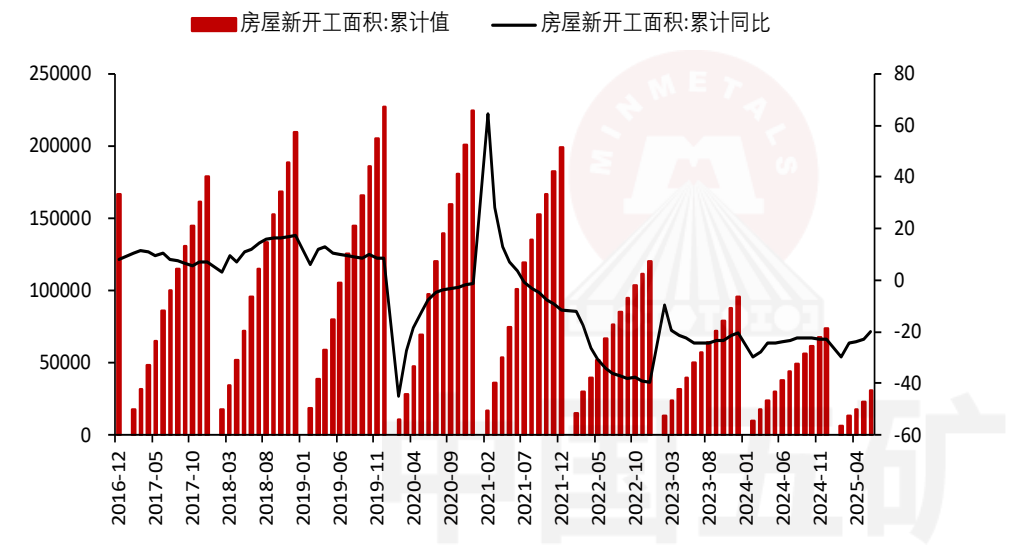
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

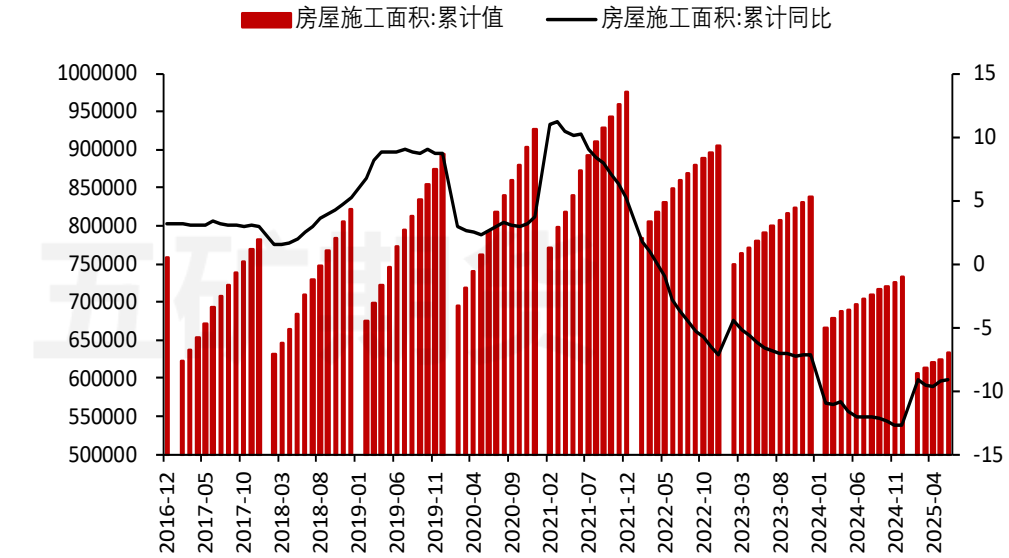
- 1、6月固定资产投资累计增速同比为2.8%，前值3.7%；房地产投资增速累计同比为-11.2%，前值-10.7%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比4.6%，前值5.6%，增速有小幅放缓；制造业投资累计同比为7.5%，前值为8.5%，维持较高增速；
- 2、6月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.6%，前值-0.5%；同比-6.1%，前值-6.3%。

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

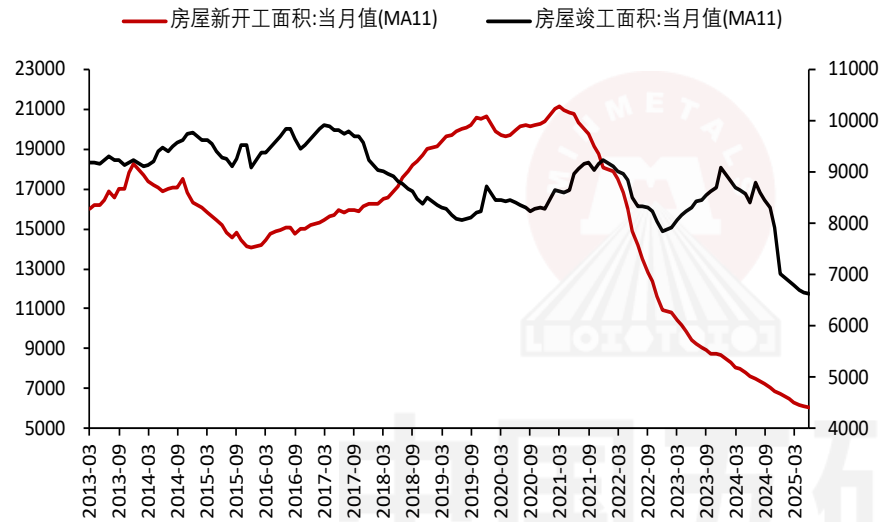
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

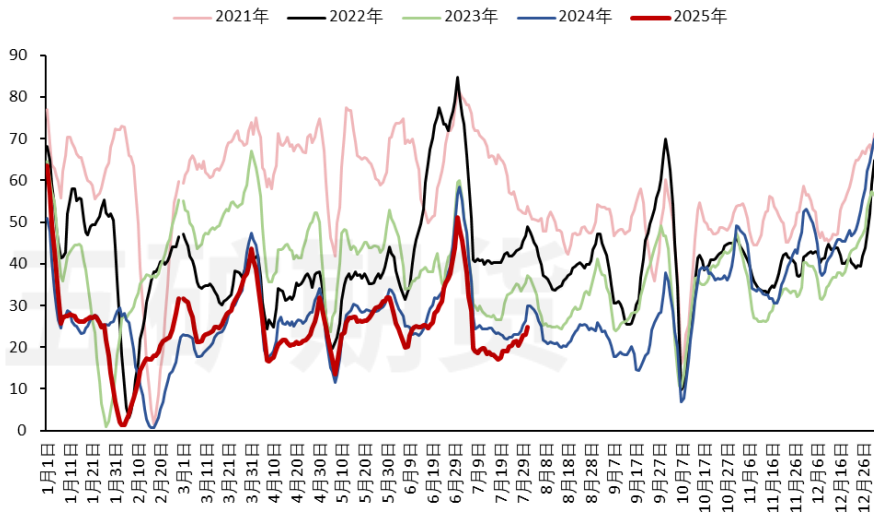
- 1、6月房屋新开工面积累计值30364万平，累计同比-20.0%，前值-22.8%；
- 2、6月房屋新施工面积累计值633321万平，累计同比-9.1%，前值-9.2%。

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

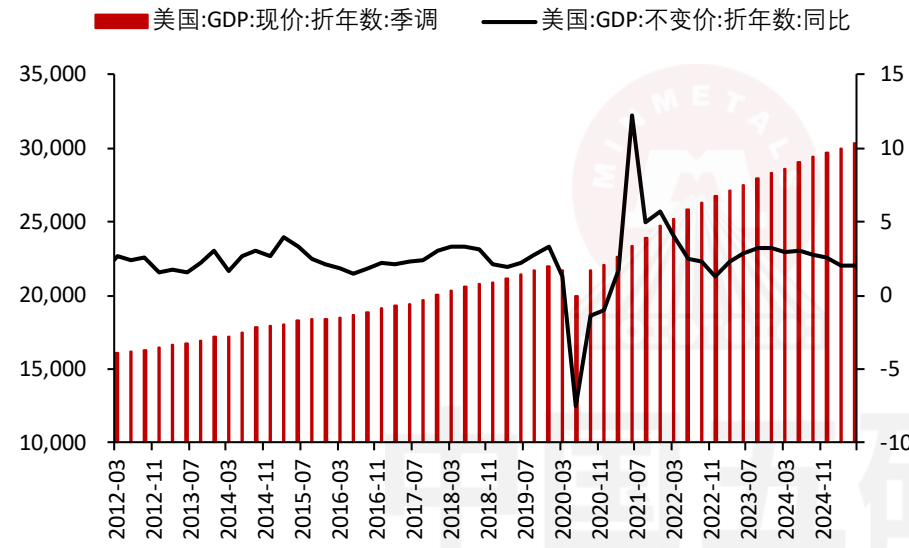
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

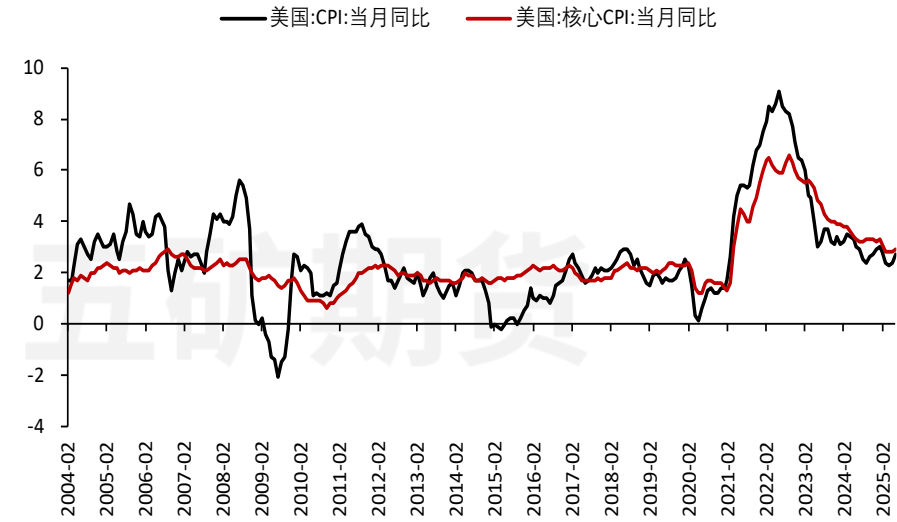
- 1、6月份竣工端数据同比回落2.16%，前值-19%，降幅有所收窄；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

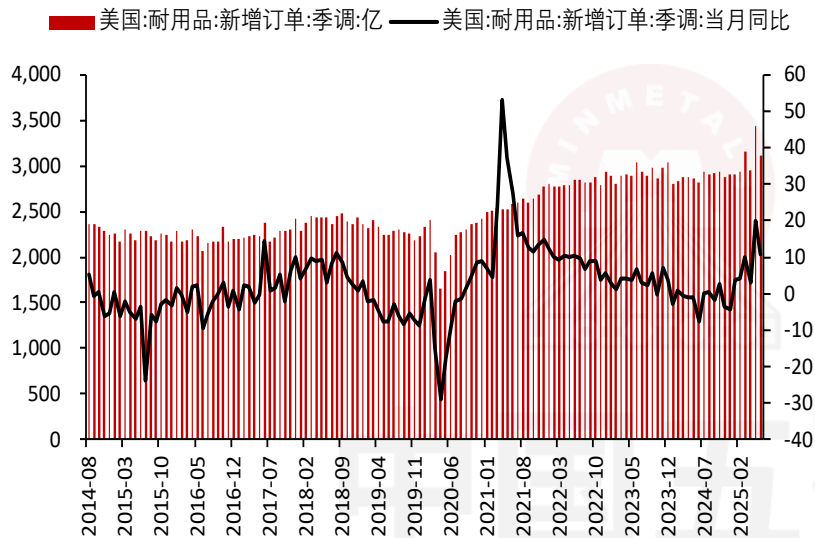
图30: 美国CPI (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

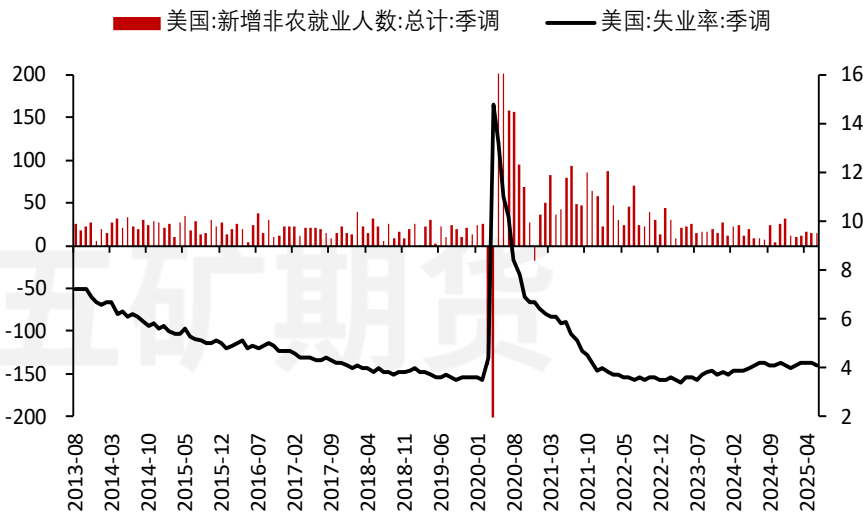
- 1、一季度单季美国GDP现价折年数29977亿美元，实际同比增速2.05%，环比增长-0.3%；
- 2、美国6月CPI同比升2.7%，前值升2.4%；6月CPI环比升0.3%，前值升0.2%；核心CPI同比升2.9%，前值升2.8%。整体符合预期。

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

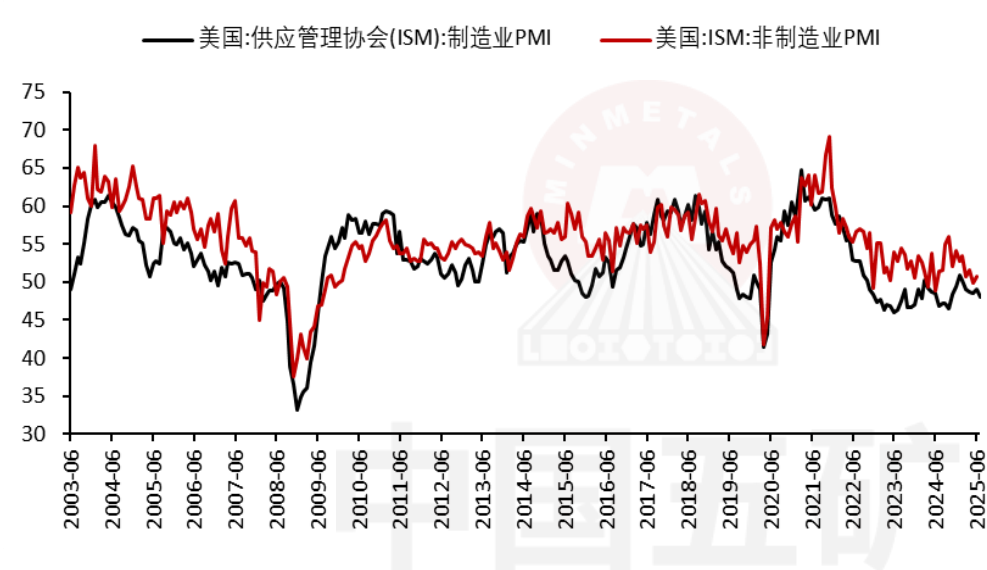
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

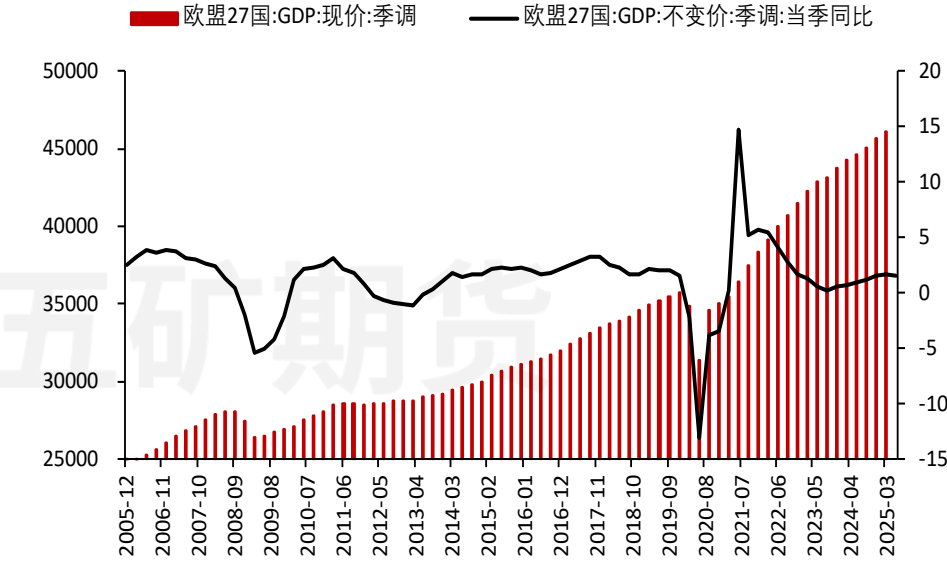
- 1、美国6月耐用品订单金额3118亿美元，同比增长10.93%，前值19.93%；
- 2、美国6月非农就业人数增加14.7万人，预估为增加11.0万人，前值由13.9万人修正为14.4万人；美国6月失业率报4.1%，前值为4.2%。

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

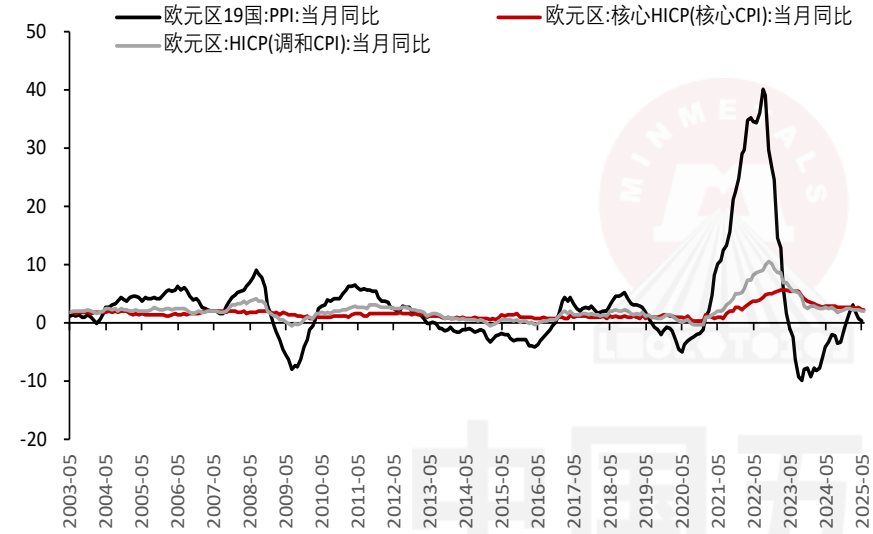
图34: 欧盟季度GDP（亿欧元，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国7月ISM制造业PMI为48，预期49.5，前值49；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



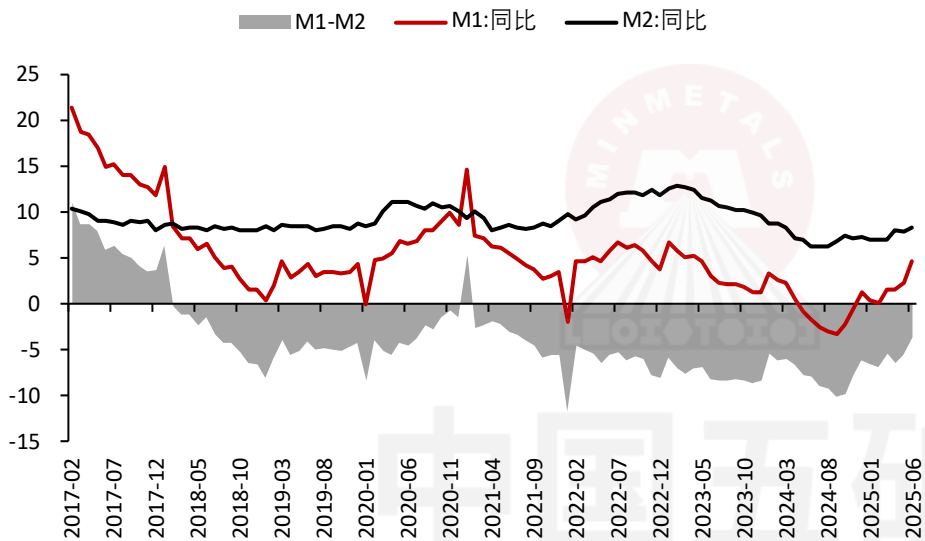
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、欧元区7月CPI初值同比升2%，预期升1.9%，前值升2%；环比持平，预期降0.1%；前值升0.3%。欧元区7月核心CPI初值同比升2.4%，预期升2.3%，前值升2.4%；环比降0.1%，前值升0.3%。
- 2、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。

04

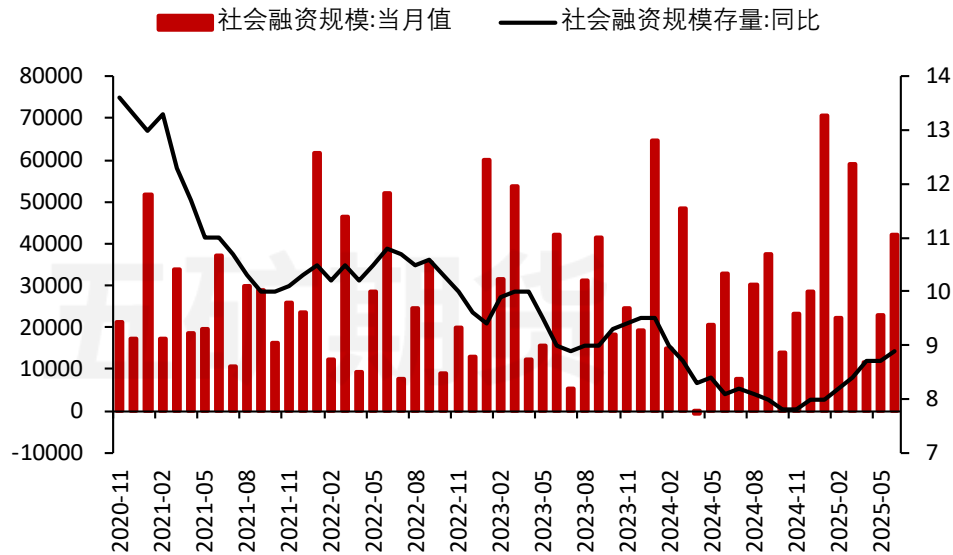
流动性

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

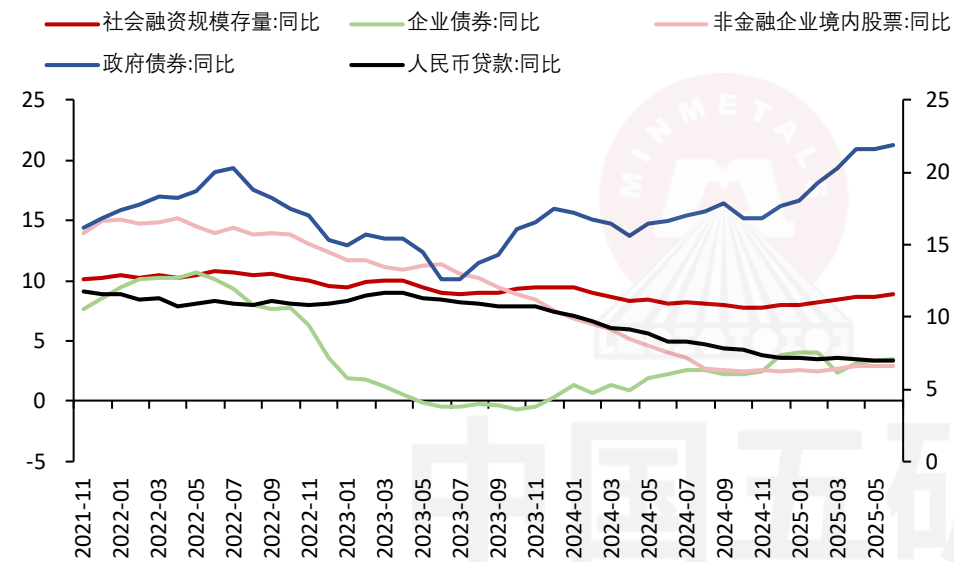
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

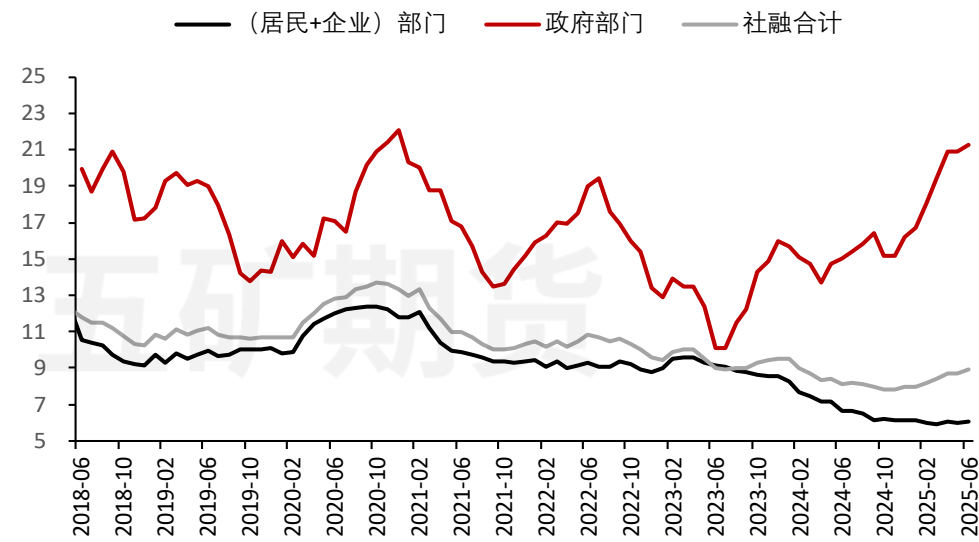
- 1、6月M1增速4.6%，前值2.3%；M2增速8.3%，前值7.9%；广义货币同比增速有所回升；
- 2、6月当月，社融增量4.20万亿元，同比多增9008亿元；新增人民币贷款近22400亿元，社融主要来自于政府债的增长，6月是信贷投放大月，居民企业信贷均有所改善。企业方面，短贷回升明显，一方面可能是关税缓和以及专项债支出带动企业信贷需求好转，另一方面则是化债背景下，部分政府有关企业偿还欠款所致。居民信贷方面，地产成交承压，但居民中长贷有所改善，可能与提前偿还贷款放缓有关。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

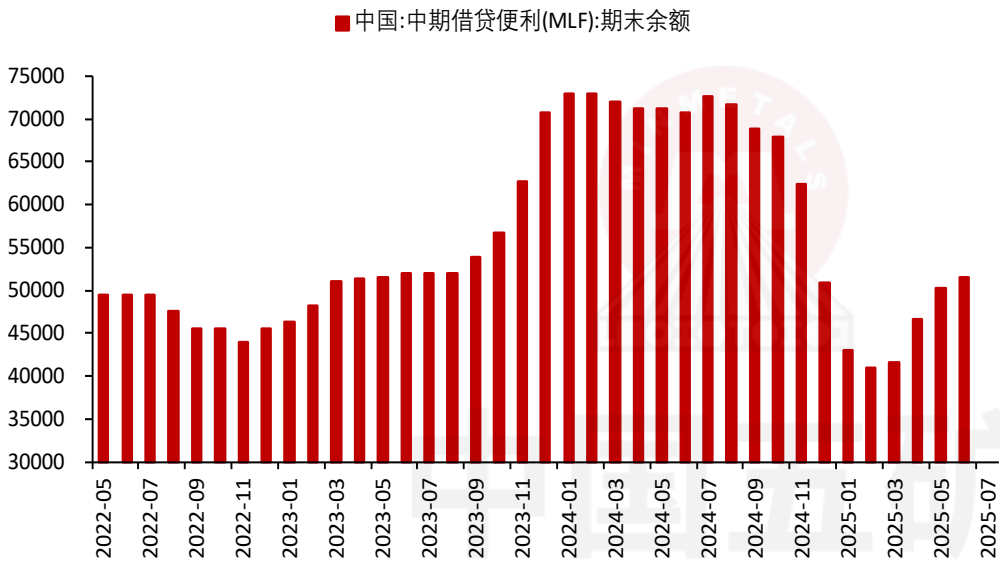
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

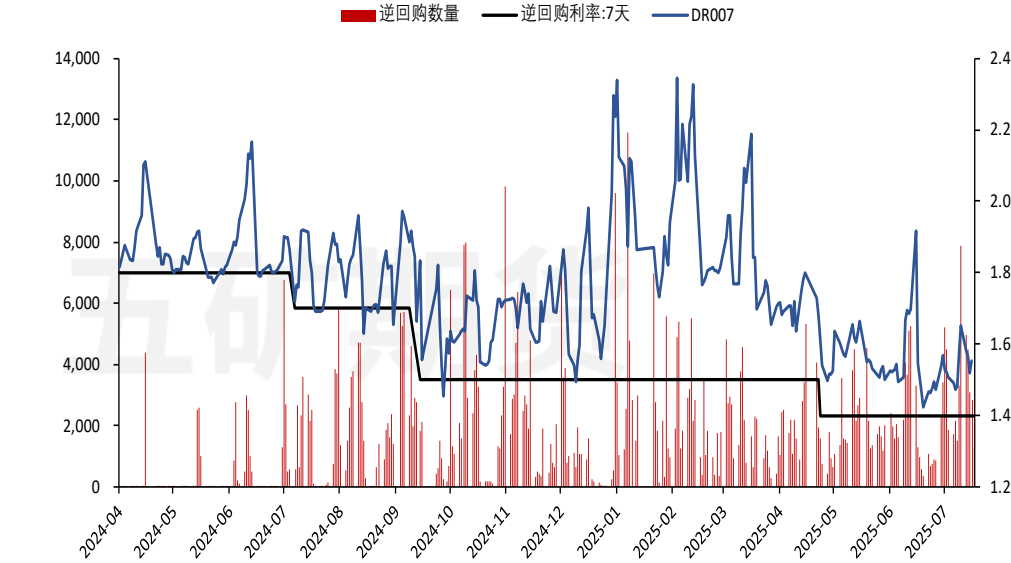
- 1、6月社融细分项中，政府债增速持续反弹，实体部门融资改善；
- 2、6月居民及企业部门的社融增速6.06%，前值5.98%，政府债增速21.30%，前值20.9%。

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、7月份MLF余额53500亿，MLF净投放2000亿元；
- 2、本周央行进行16332亿元逆回购操作，有16563亿元逆回购到期，本周净投放69亿元，DR007利率收于1.42%。

05

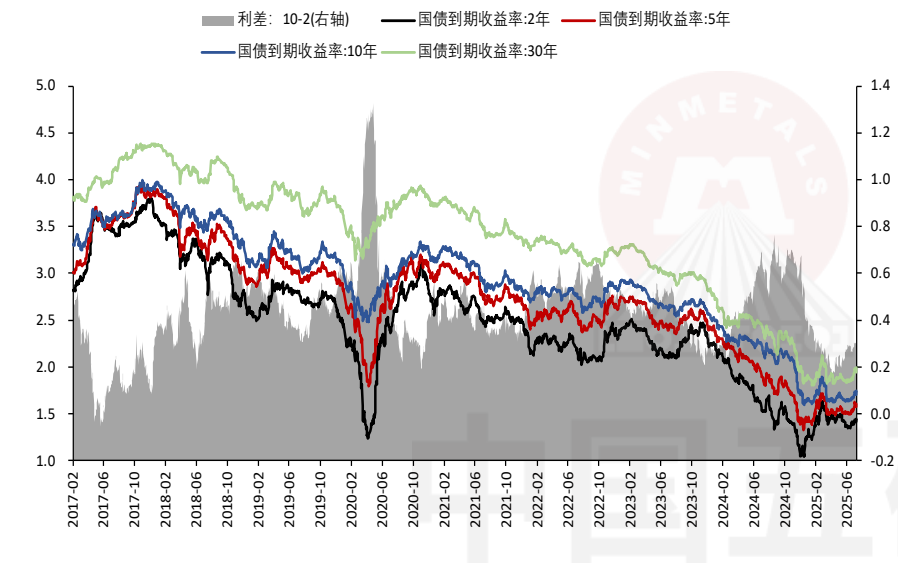
利率及汇率

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	1.35	-20.89	-19.77	-20.89
回购	R007	1.49	-9.42	-20.73	-9.42
回购	DR001	1.31	-8.18	-20.35	-8.18
回购	DR007	1.42	-13.00	-22.81	-13.00
国债到期收益率	2年	1.42	0.33	-1.29	0.33
国债到期收益率	5年	1.57	-0.23	-5.66	-0.23
国债到期收益率	10年	1.71	0.60	-3.17	0.60
国债到期收益率	30年	1.95	0.65	-3.70	0.65
美国国债收益率	10年	4.23	-14.00	-17.00	-14.00

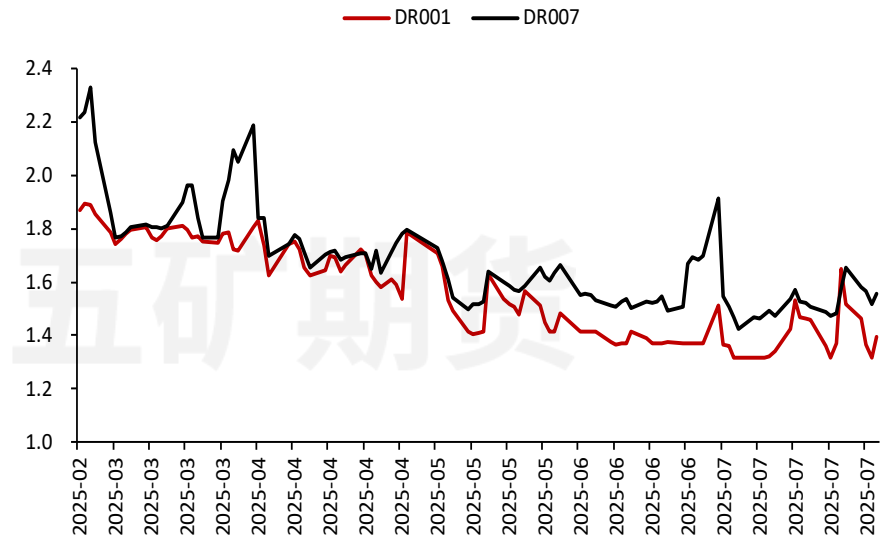
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



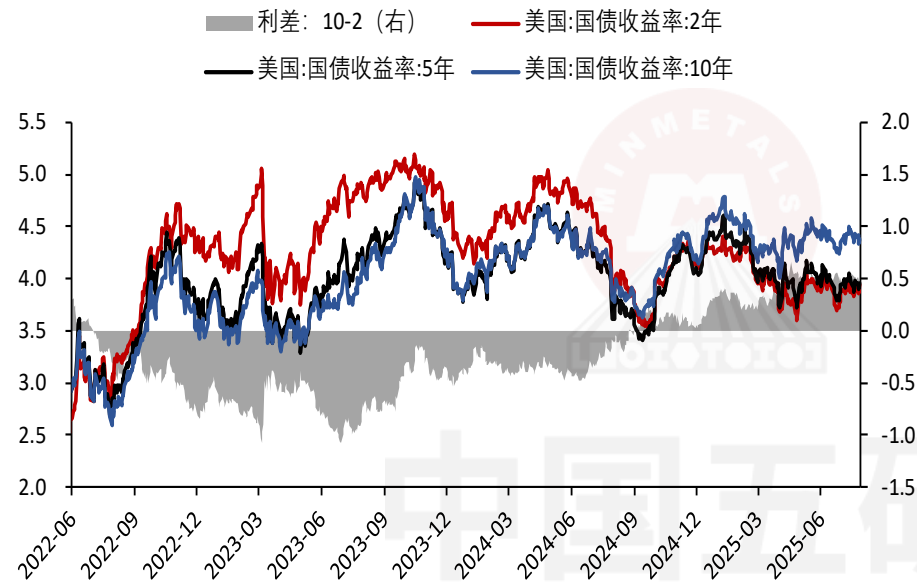
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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