



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

债市短期重回震荡

国债周报

2025/08/08



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：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，在抢出口效应的背景下7月进出口数据总体超预期，但往后看，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、根据海关总署数据，按美元计，中国7月出口同比增7.2%（预期增5.4%）；进口同比增4.1%（预期降1%）。贸易顺差982.4亿美元，预期1050亿美元。
- 2、为保持银行体系流动性充裕，2025年8月8日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展7000亿元买断式逆回购操作，期限为3个月（91天）。
- 3、中国央行连续第9个月增持黄金，2025年7月末黄金储备增加6万盎司至7396万盎司（6月增加7万盎司）。7月末外汇储备环比减少251.87亿美元（6月增加321.67亿美元）至33292.35亿美元。
- 4、日本官方将2026财年的GDP增长预测从1月份预计的1.2%下调至0.7%。
- 5、越南7月份的出口增长超过预期，因买家试图避开将于8月7日生效美国20%关税。越南7月份出口同比增长16%，至423亿美元，超过了14%的预期值。同期进口增长17.8%，至400亿美元，高于15.2%的预期。
- 6、8月5日，A股两融余额已经达到了20002.59亿元，再次突破2万亿元，接近2015年的高点。但是，相比于2015年，当前股市总市值已大幅增长，融资融券余额与股市自由流通市值之比仍然处于相对较低的位置。
- 7、欧盟委员会表示，将把对美国的贸易反制措施暂停六个月实施，并继续与美国敲定贸易声明细节。
- 8、英国央行将政策利率从4.25%降至4%，为本轮降息周期的第五次降息，符合市场预期。

- ◆ 流动性：本周央行进行11267亿元逆回购操作，有16632亿元逆回购到期，本周净回笼5365亿元，DR007利率收于1.45%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.69%，周环比-1.47BP；30Y国债收益率收于1.95%，周环比+0.40BP；2、最新10Y美债收益率4.23%，周环比+0.00BP。
- ◆ 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，往后出口或有所承压。资金情况而言，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宽松背景下预计利率大方向依然向下，节奏上关注股债跷跷板作用，债市短期可能重回震荡格局。

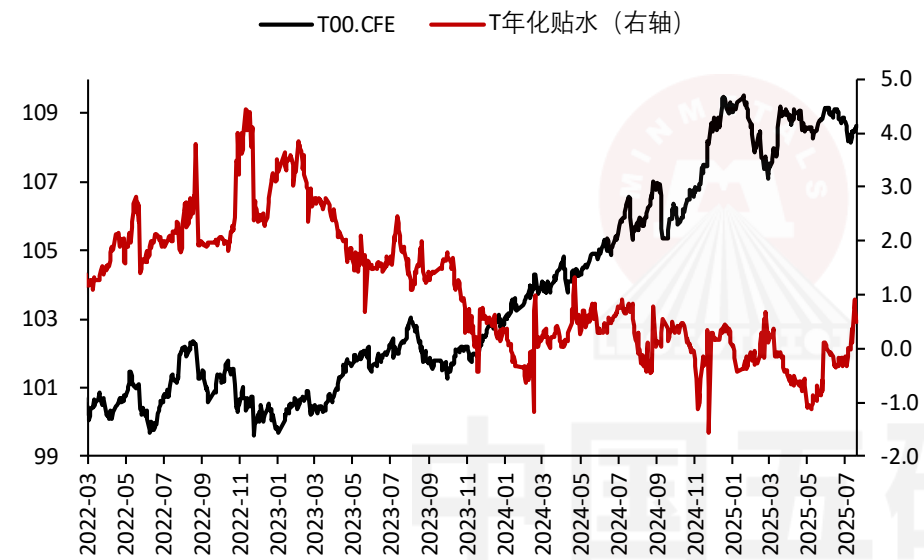
国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，随着关税扰动及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

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

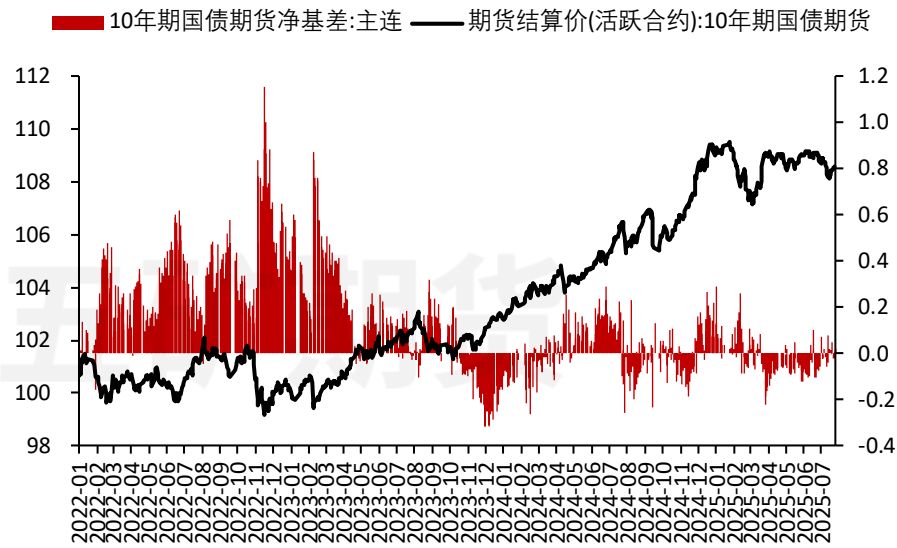
期现市场

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



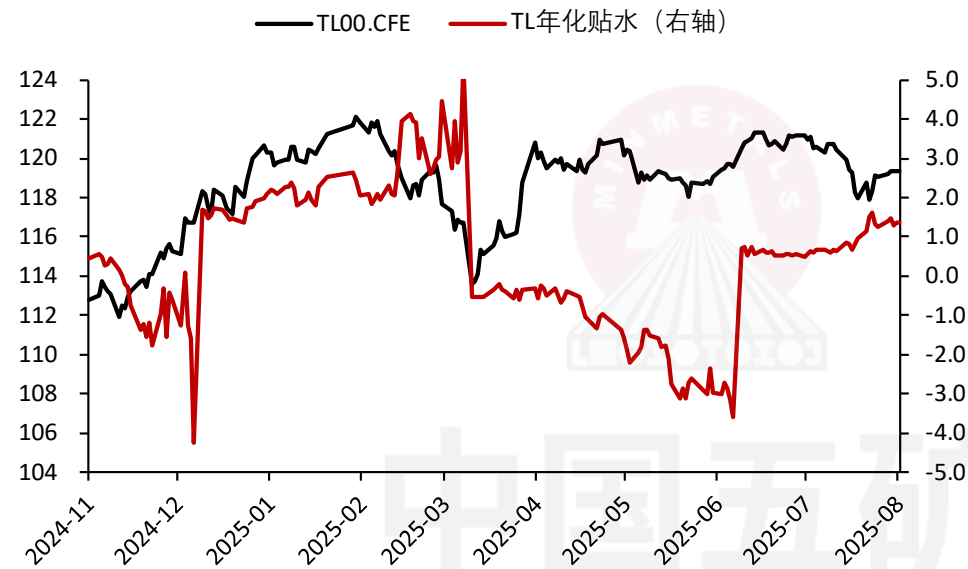
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



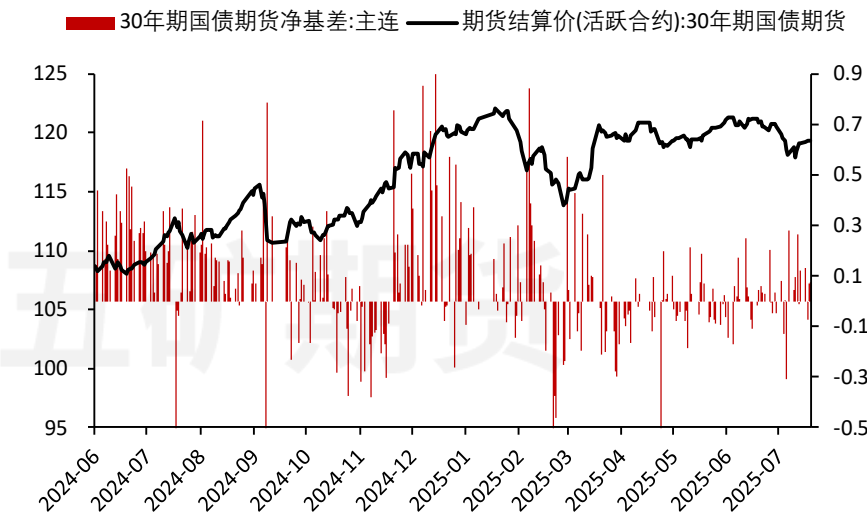
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



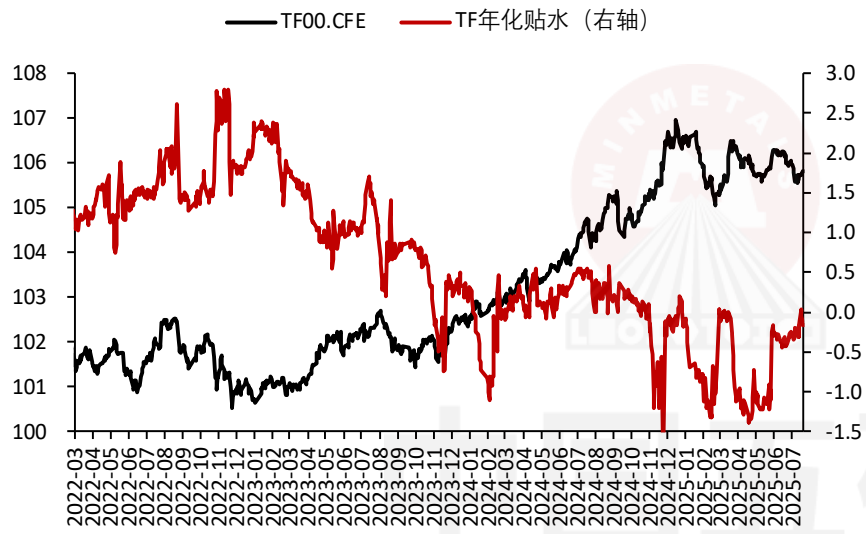
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



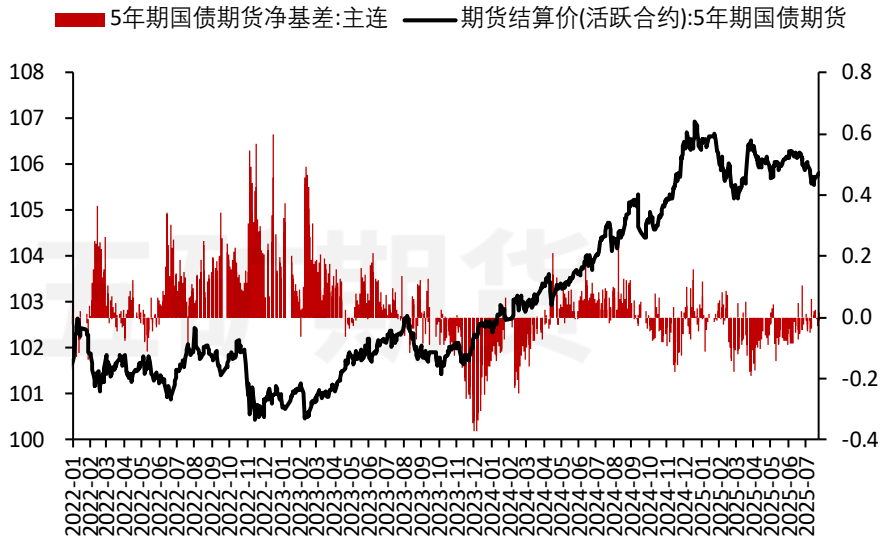
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



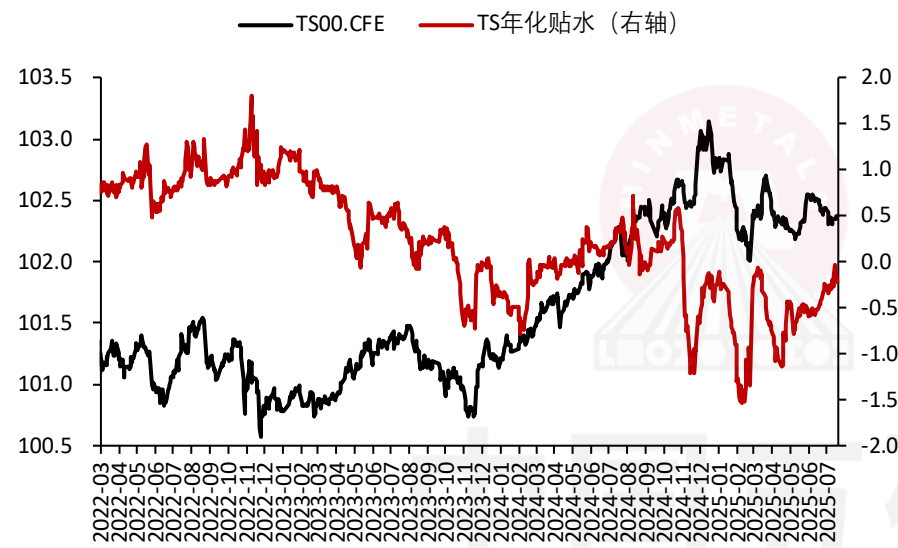
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



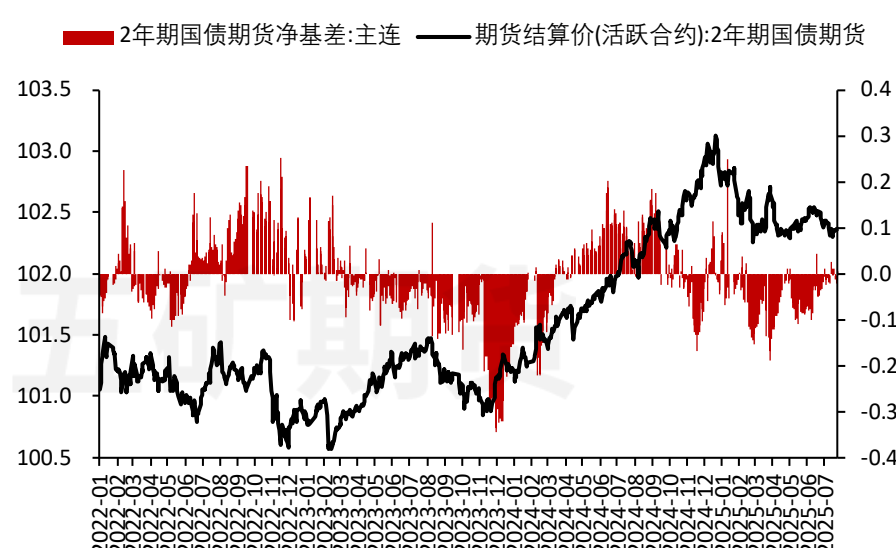
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：TS当季合约收盘价及年化贴水走势



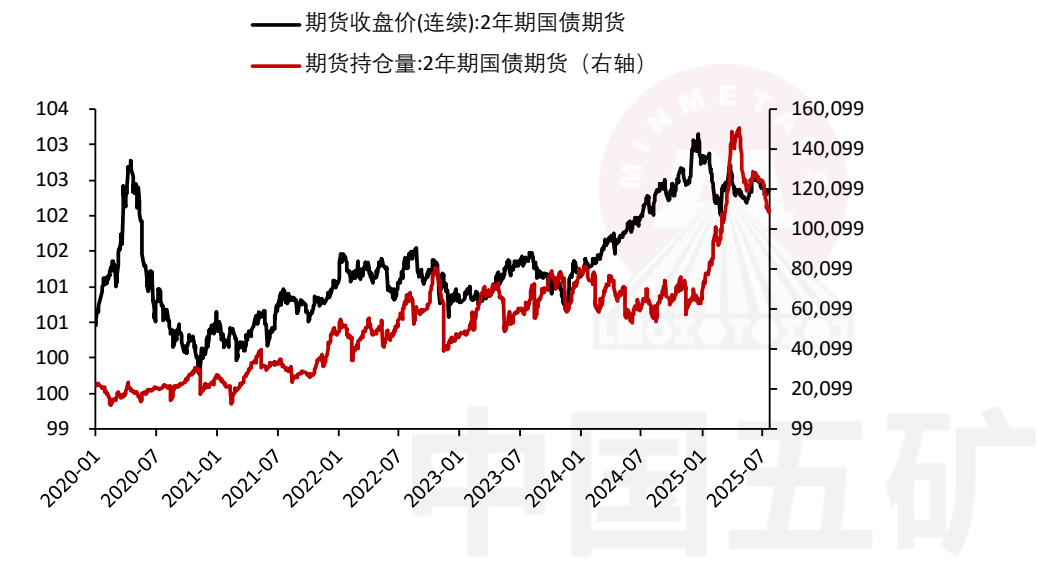
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：TS主力合约结算价及净基差走势



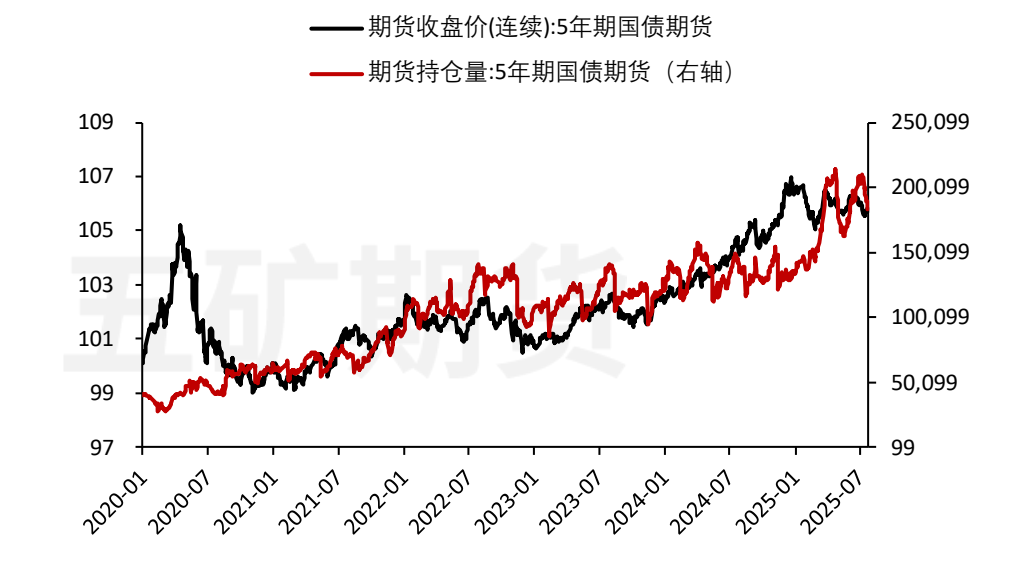
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）

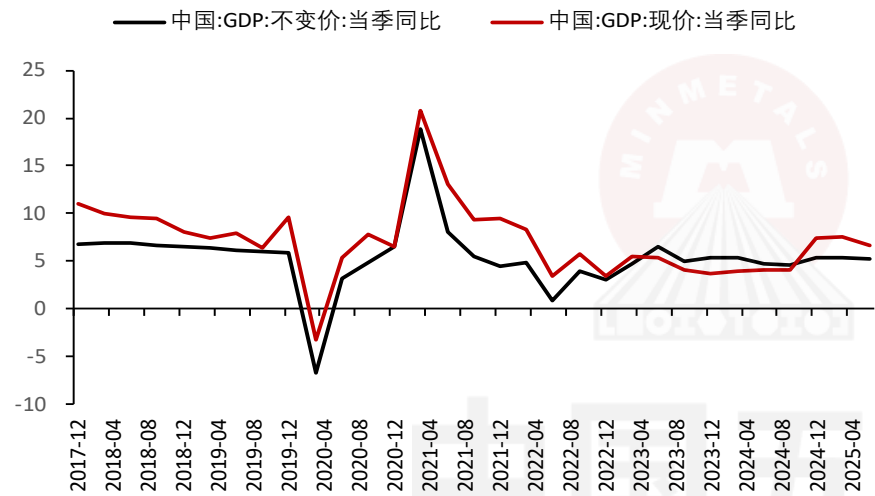


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

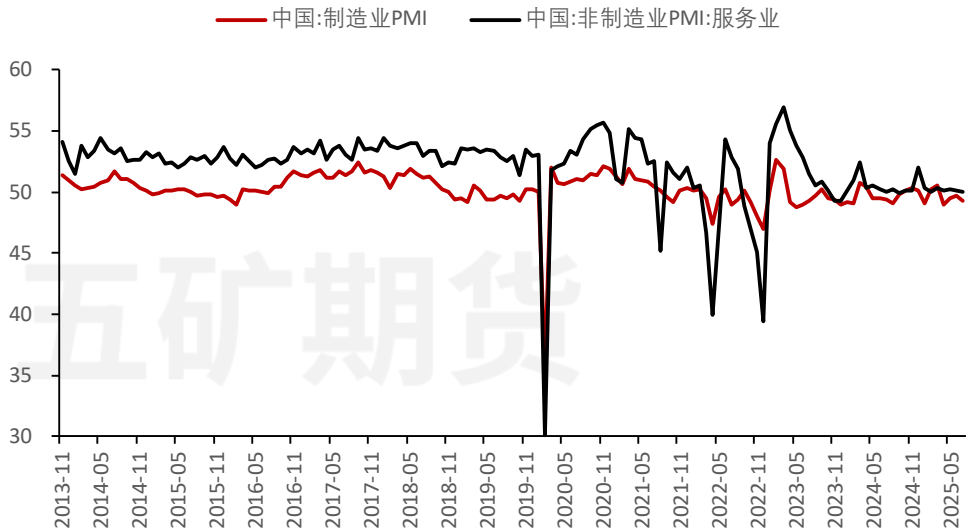
主要经济数据

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

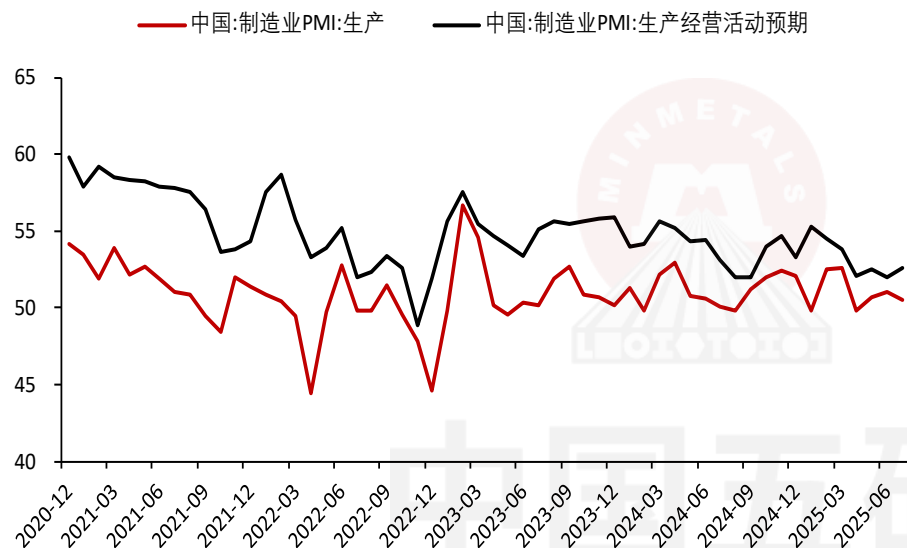
- 1、2025年2季度GDP实际增速5.4%，超市场预期，今年上半年经济增长维持韧性。
- 2、7月制造业PMI录得49.3%，较前值下降0.4个百分点；非制造业PMI较前值下降0.4个点，录得50.1%，整体低于预期。

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

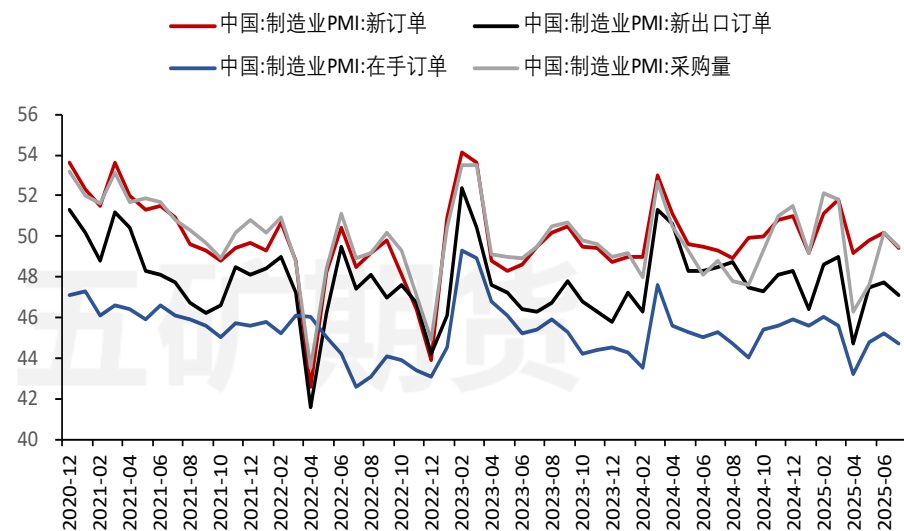
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

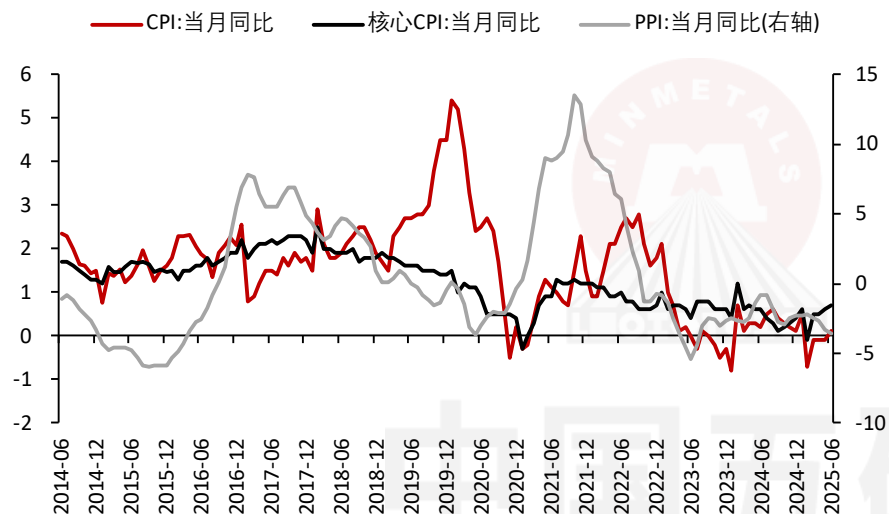
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

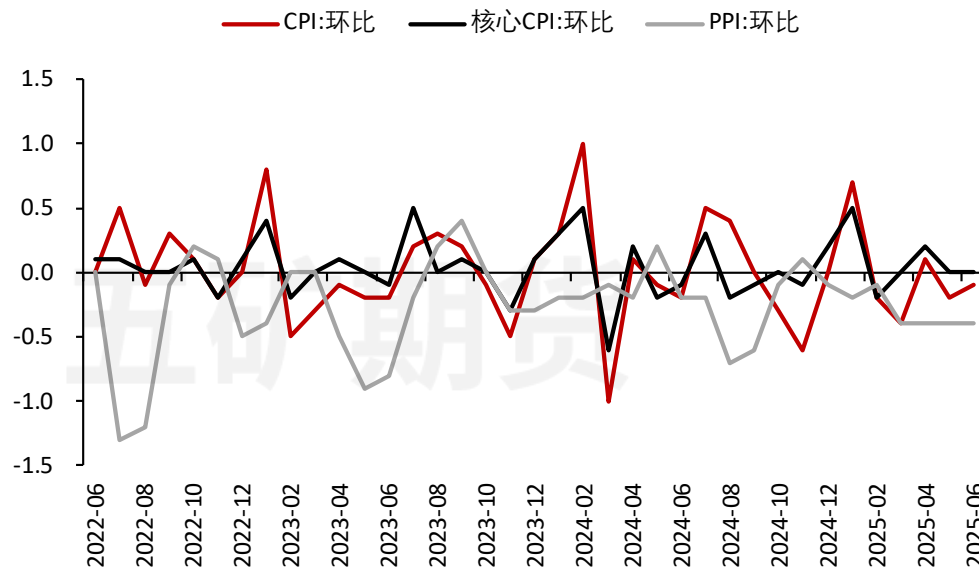
在7月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所下降。在高温、台风暴雨等极端天气与自然灾害的影响下，生产指数季节性回落，仍处于荣枯线上。新订单则重回收缩区间，新订单、新出口订单分别录得49.4%和47.1%，较前值下降0.8、0.6个点，此前抢出口效应有一定透支，出口可能边际承压。“反内卷”对于价格预期有改善，但需求端的配合仍有待观察。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

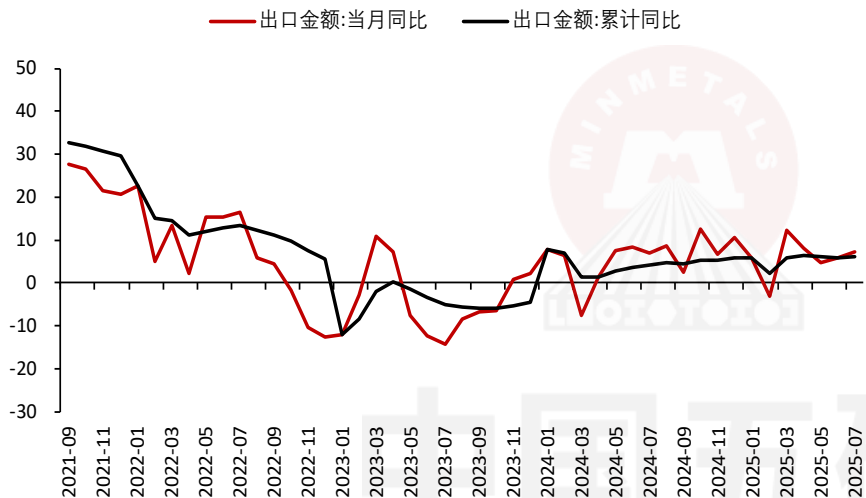
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

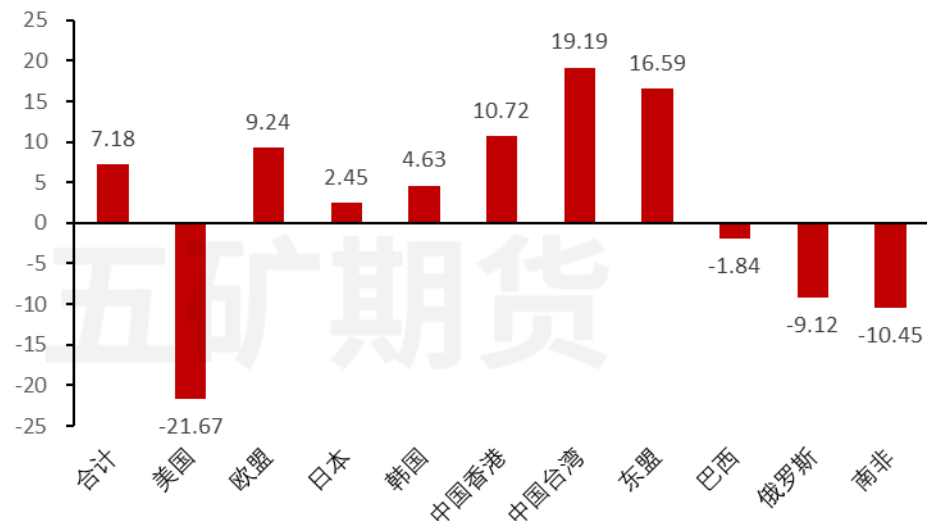
- 1、6月份CPI同比上升0.1%，前值-0.1%；核心CPI同比上升0.7%，前值0.6%；PPI同比下降3.6%，前值-3.3%；
- 2、从环比数据看，CPI环比-0.1%，前值-0.2%；核心CPI环比0.0%，前值0.0%；PPI环比-0.4%，前值-0.4%。CPI的环比上升主要由家用电器、金饰等消费品价格上升带动，食品价格降幅收窄；而PPI同比降幅走扩，环比下降0.4%降幅持平于前值，主因黑色系价格受供需关系偏弱影响延续弱势，以及部分出口导向行业价格有所承压。

图19：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

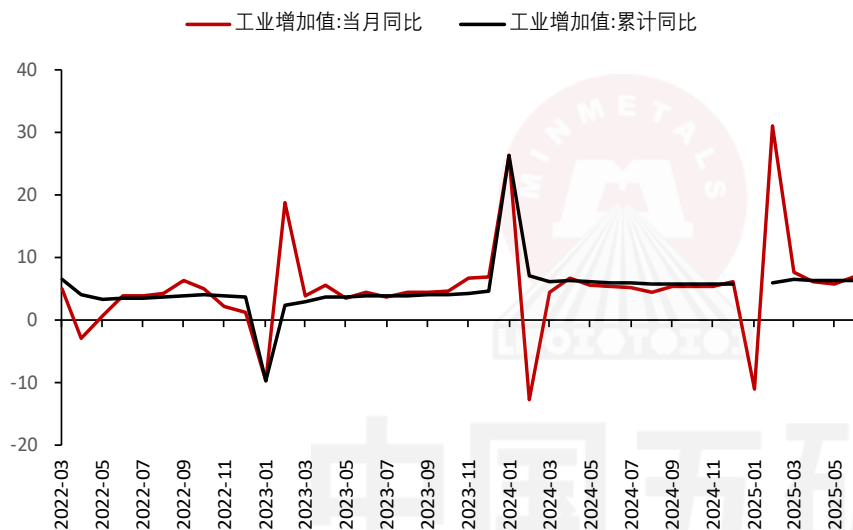
图20：对部分经济体出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

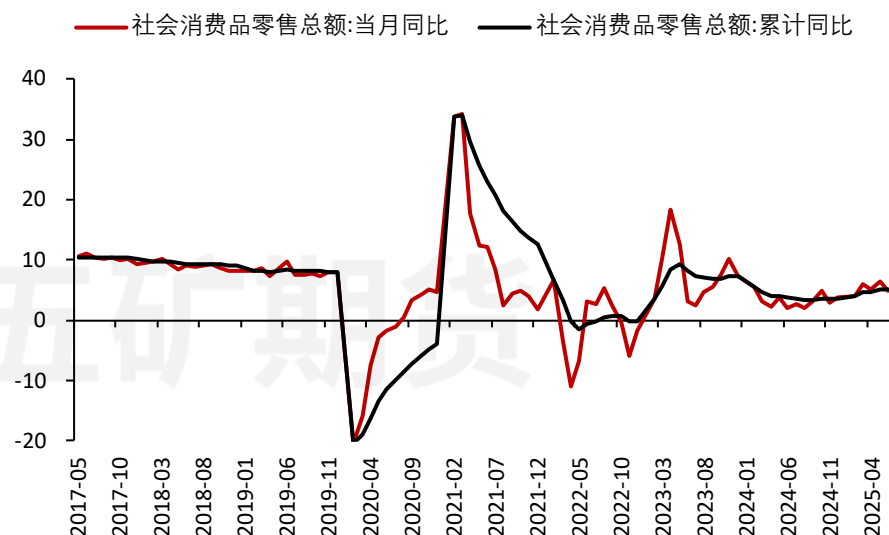
2025年7月我国进出口数据在抢出口背景下有所回升，整体好于预期。7月出口(美元计价)同比增长7.2%，前值5.9%，较前值上升1.3个百分点。7月进口同比增长4.1%，前值1.1%，其中铜矿、铜材、电子从业进口增速靠前。分国别看，7月我国对美出口同比下降21.67%，相较而言，7月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速16.59%，反映转口效应延续。

图21：工业增加值（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

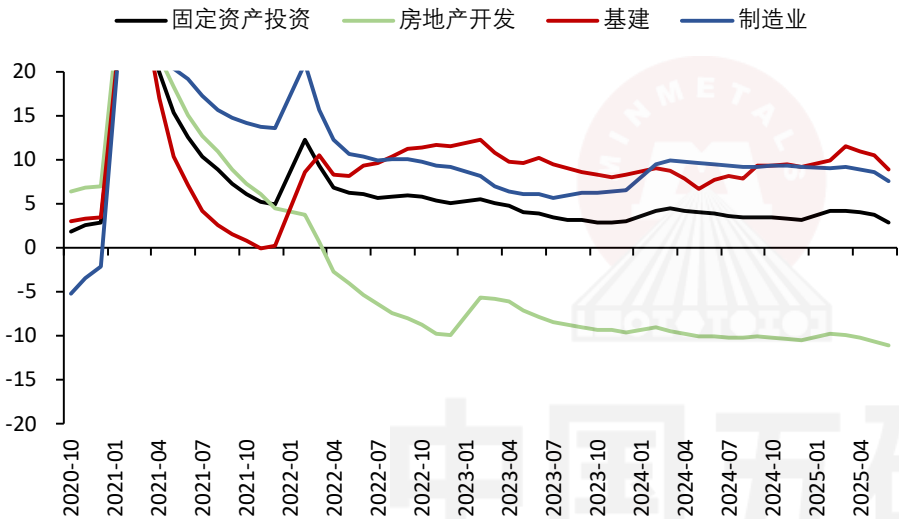
图22：社会消费品零售总额（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

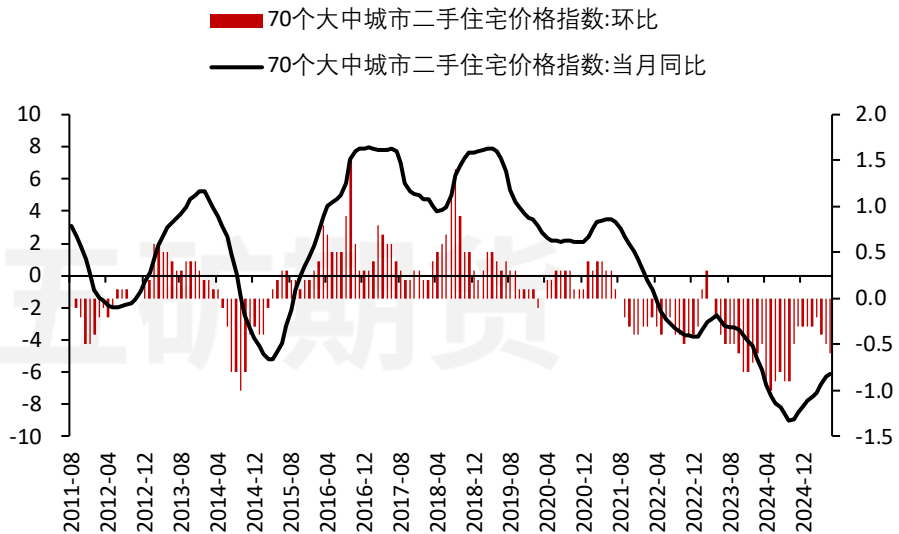
- 1、6月份工业增加值同比增速为6.4%，前值5.8%。其中，6月份制造业同比增长7.4%，为三个月来最快增速；高技术产业同比增长9.7%，抢出口以及制造业维持韧性带动工业生产整体好转；
- 2、6月份社会消费品零售总额当月同比增速4.8%，较前值6.4%下降1.6个点；社零增速显示以旧换新政策作用依然持续，但饮料、香烟、酒类以及餐饮服务的销售额同比均有所下降，对社零增速有所拖累。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

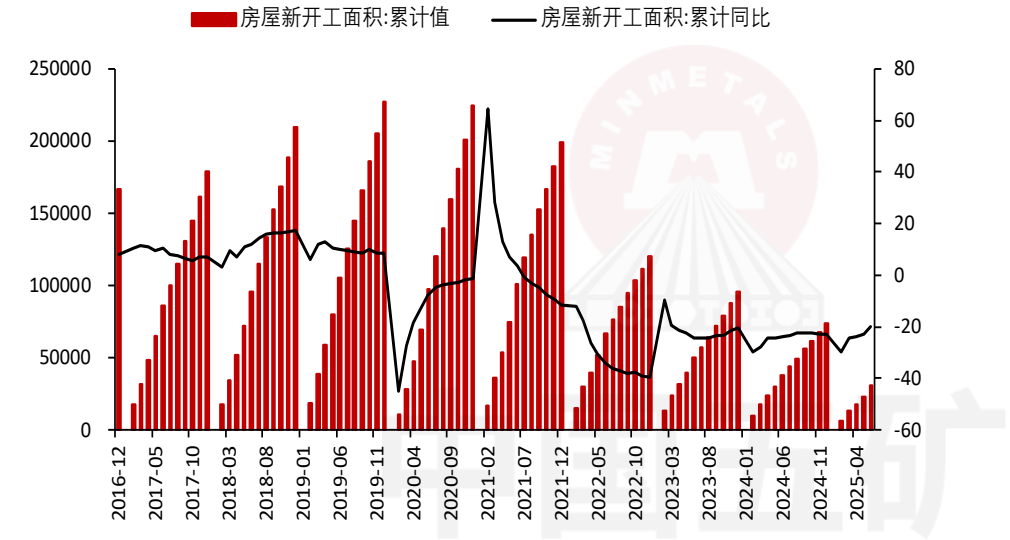
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

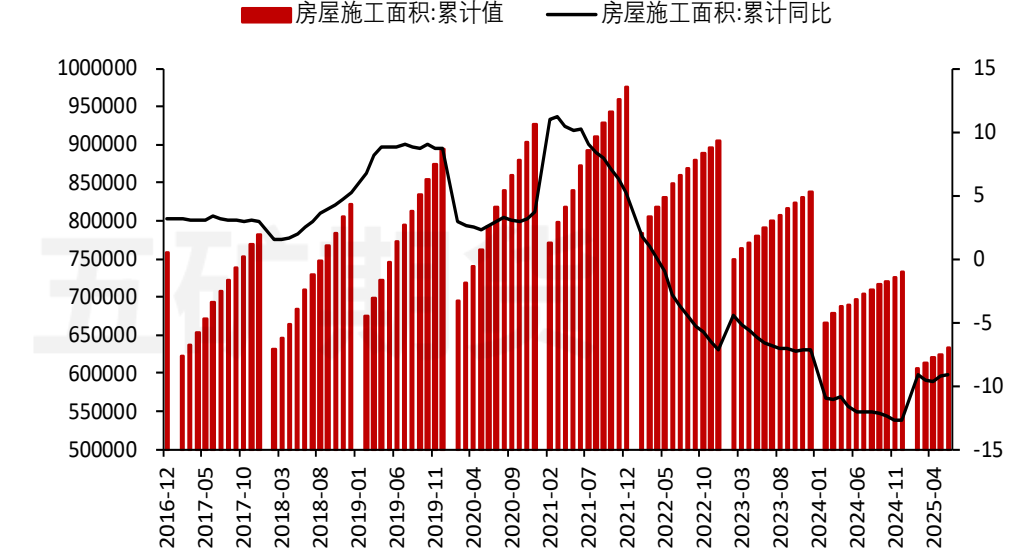
- 1、6月固定资产投资累计增速同比为2.8%，前值3.7%；房地产投资增速累计同比为-11.2%，前值-10.7%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比4.6%，前值5.6%，增速有小幅放缓；制造业投资累计同比为7.5%，前值为8.5%，维持较高增速；
- 2、6月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.6%，前值-0.5%；同比-6.1%，前值-6.3%。

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

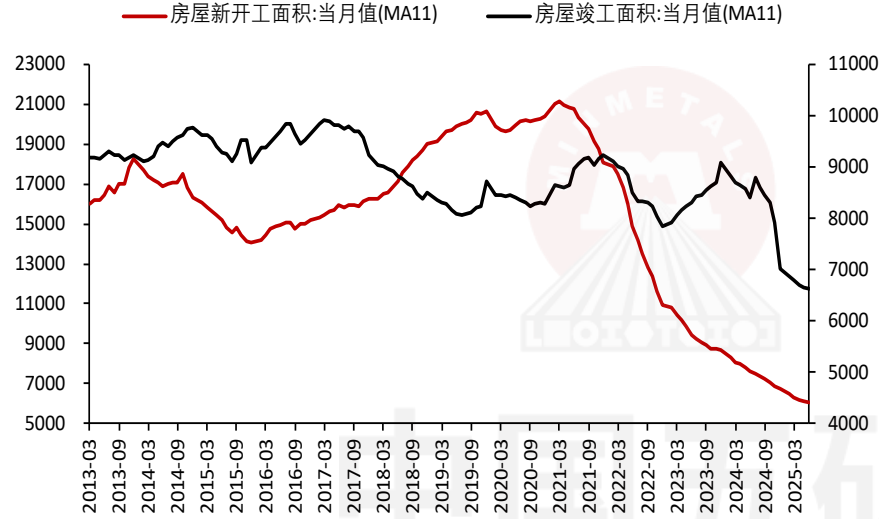
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

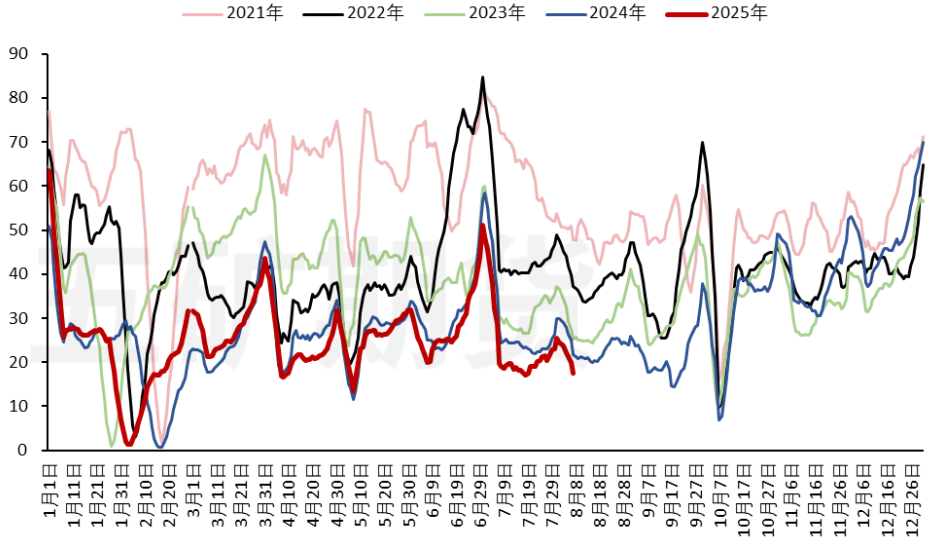
- 1、6月房屋新开工面积累计值30364万平，累计同比-20.0%，前值-22.8%；
- 2、6月房屋新施工面积累计值633321万平，累计同比-9.1%，前值-9.2%。

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

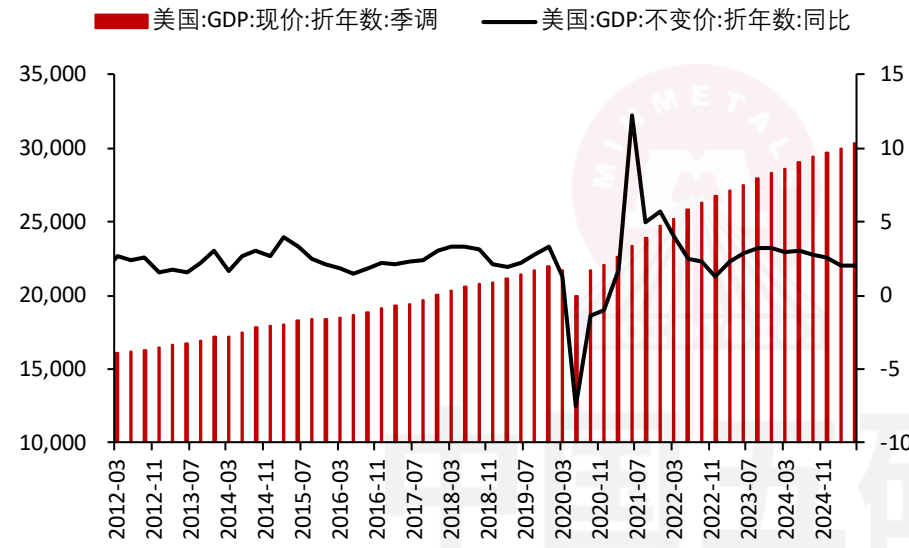
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

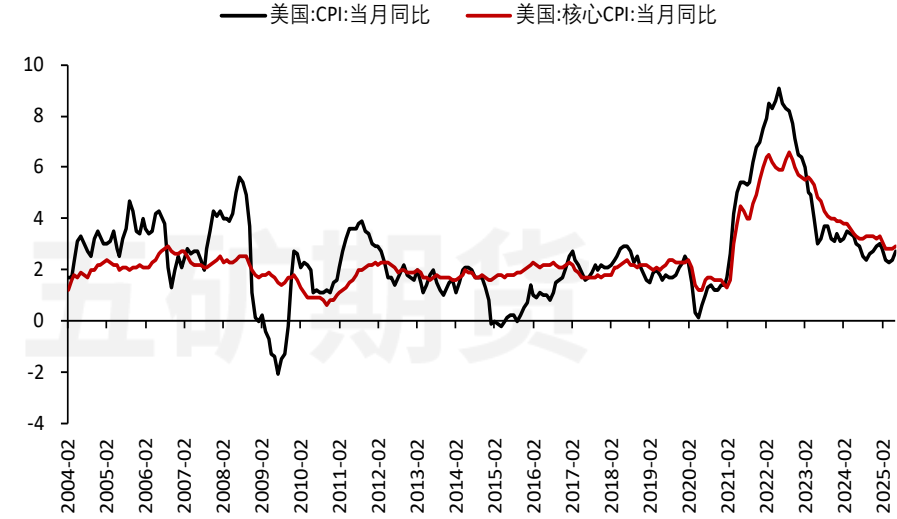
- 1、6月份竣工端数据同比回落2.16%，前值-19%，降幅有所收窄；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

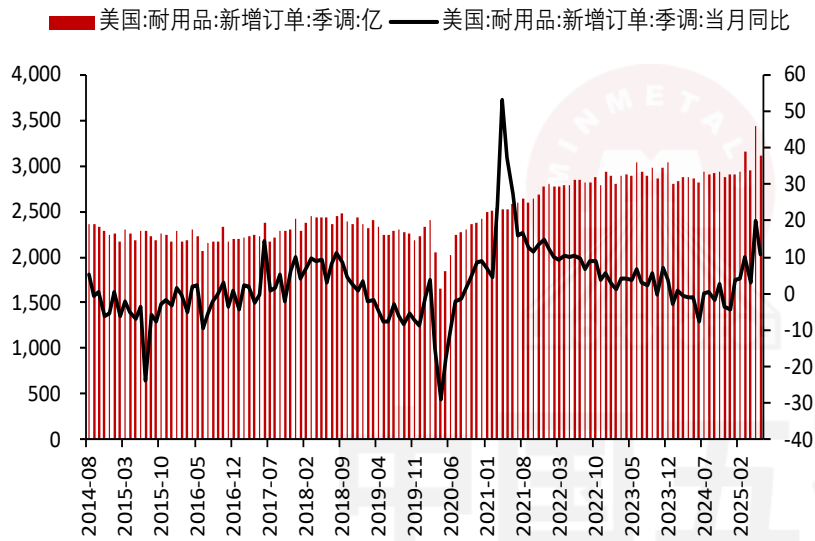
图30: 美国CPI (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

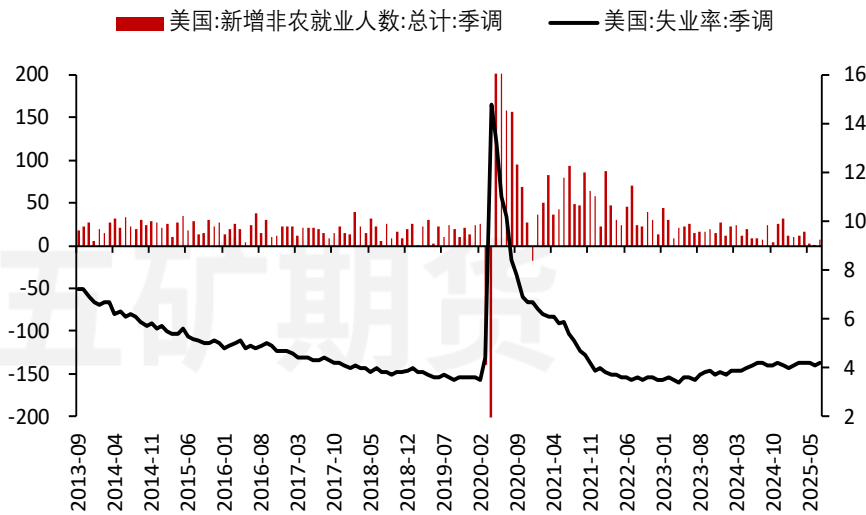
- 1、二季度单季美国GDP现价折年数30331亿美元，实际同比增速1.99%，环比增长3.0%；
- 2、美国6月CPI同比升2.7%，前值升2.4%；6月CPI环比升0.3%，前值升0.2%；核心CPI同比升2.9%，前值升2.8%。整体符合预期。

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

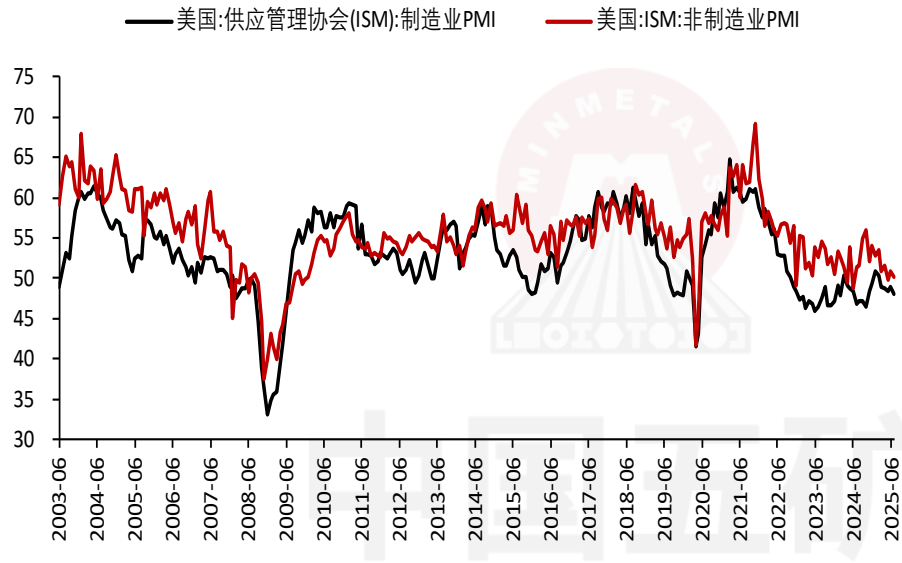
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

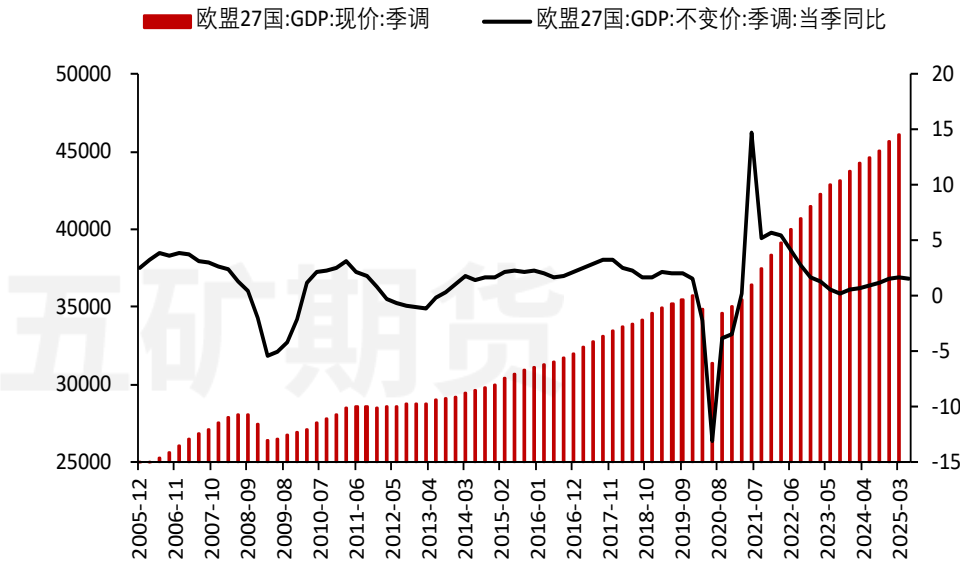
- 1、美国6月耐用品订单金额3118亿美元，同比增长10.93%，前值19.93%；
- 2、美国7月非农就业人数增加7.3万人，预估为增加11.0万人，下修5月、6月数据至1.9万和1.4万，两月累计下修25.8万人；失业率报4.2%。

图33：美国PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

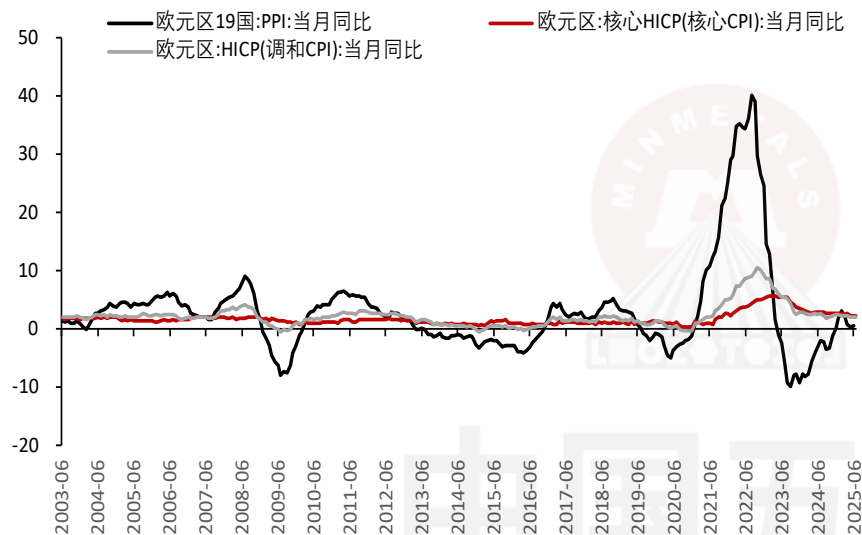
图34：欧盟季度GDP（亿欧元，%）



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、二季度欧盟GDP同比增长1.5%，环比增长0.2%；

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



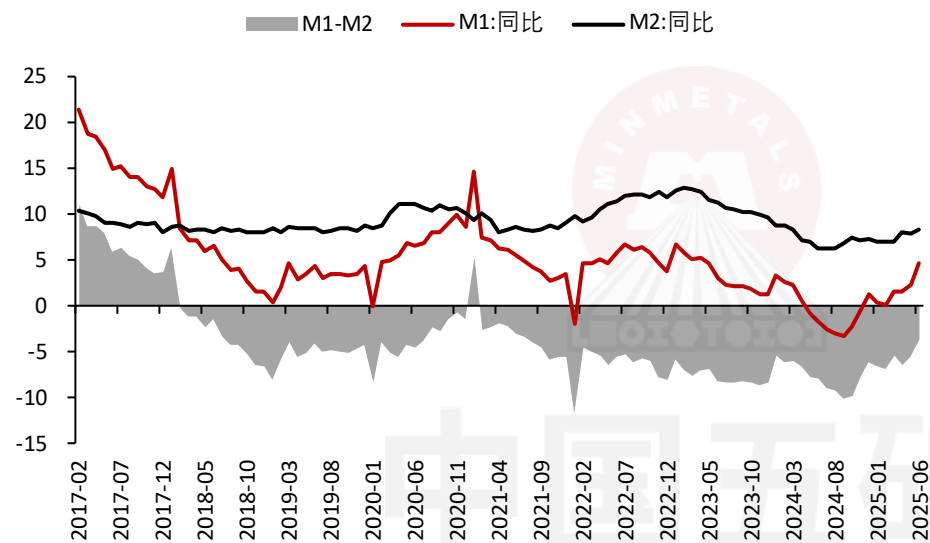
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 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

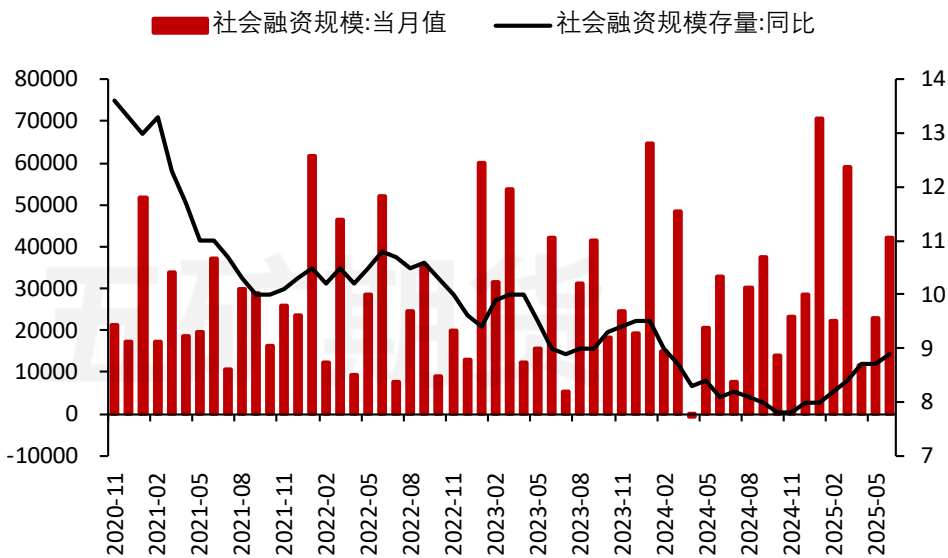
流动性

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

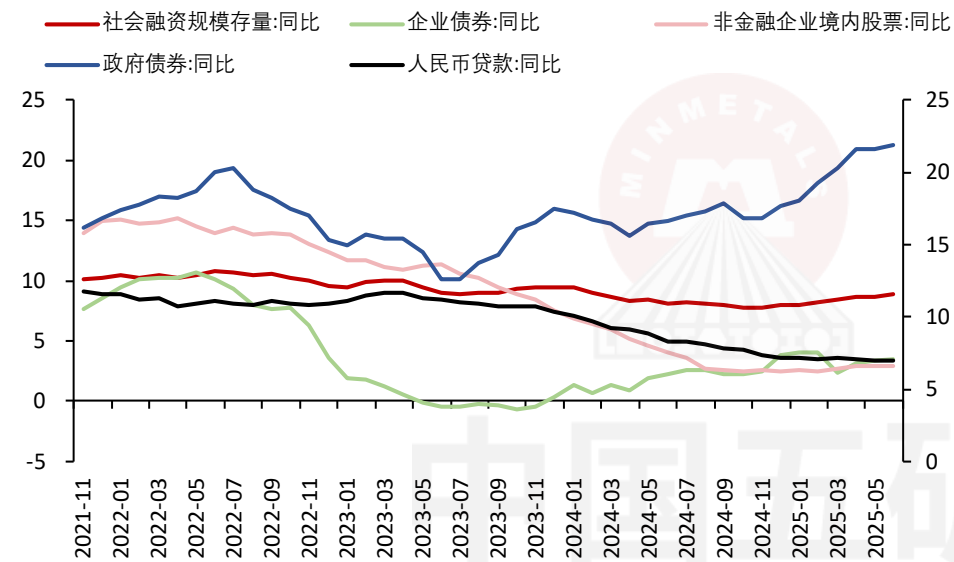
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

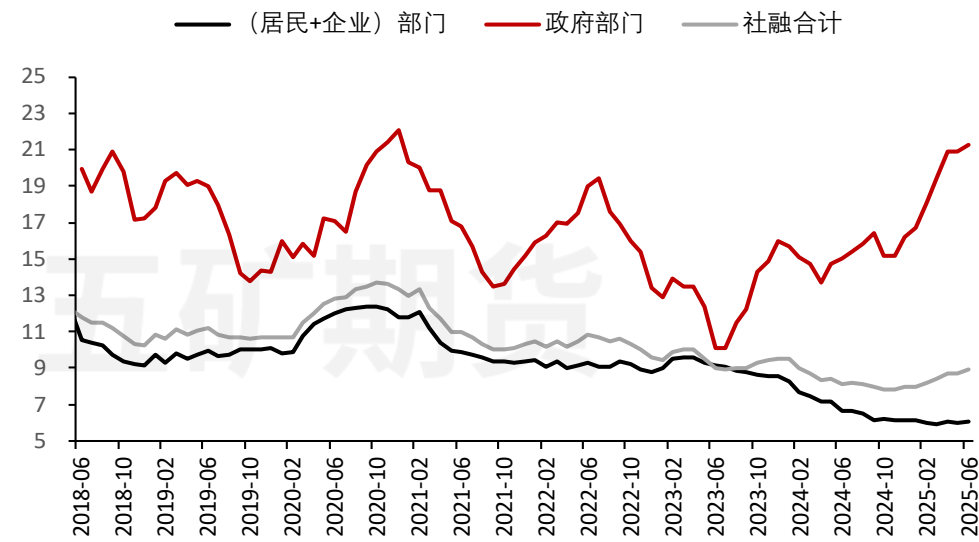
- 1、6月M1增速4.6%，前值2.3%；M2增速8.3%，前值7.9%；广义货币同比增速有所回升；
- 2、6月当月，社融增量4.20万亿元，同比多增9008亿元；新增人民币贷款近22400亿元，社融主要来自于政府债的增长，6月是信贷投放放大月，居民企业信贷均有所改善。企业方面，短贷回升明显，一方面可能是关税缓和以及专项债支出带动企业信贷需求好转，另一方面则是化债背景下，部分政府有关企业偿还欠款所致。居民信贷方面，地产成交承压，但居民中长贷有所改善，可能与提前偿还贷款放缓有关。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

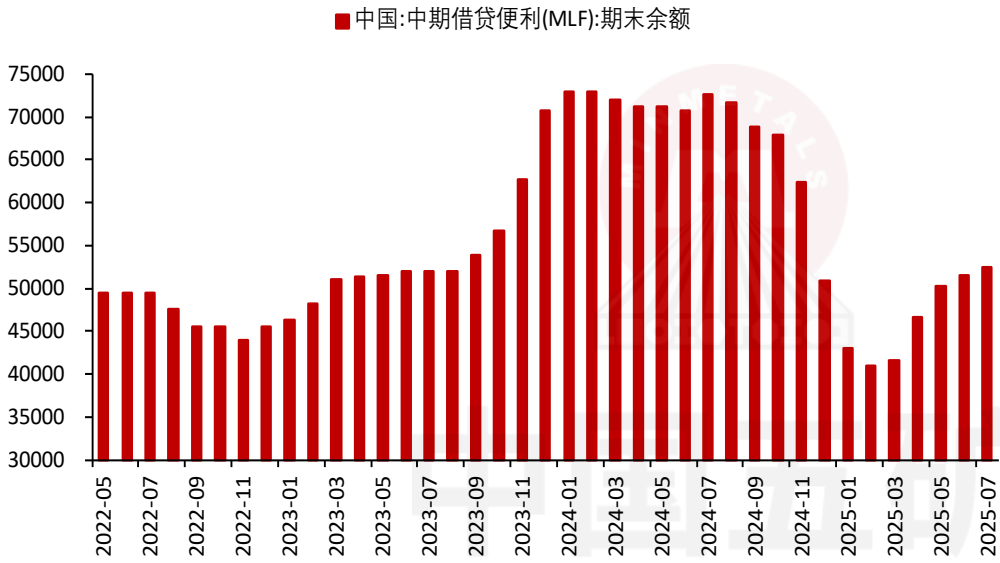
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

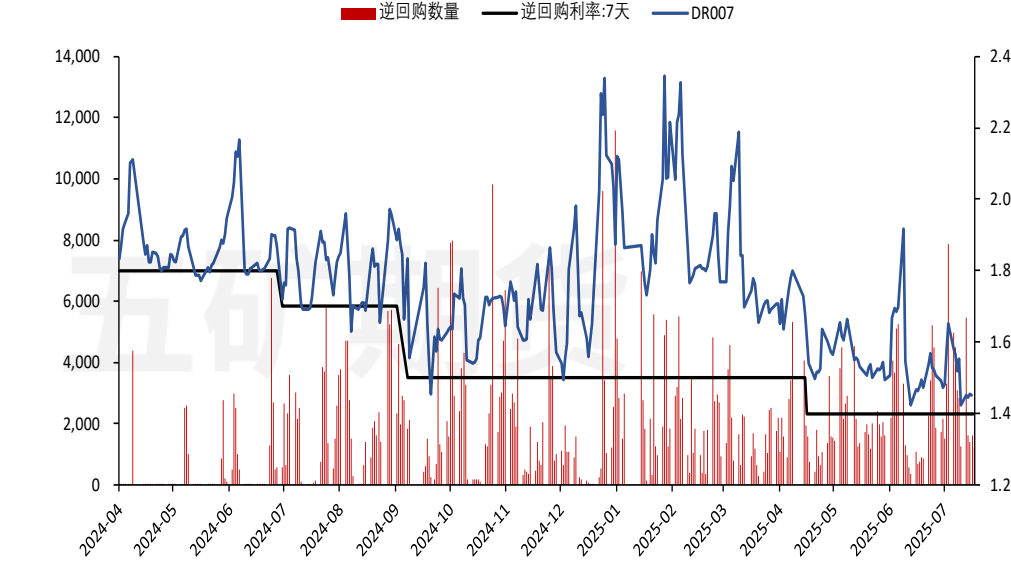
- 1、6月社融细分项中，政府债增速持续反弹，实体部门融资改善；
- 2、6月居民及企业部门的社融增速6.06%，前值5.98%，政府债增速21.30%，前值20.9%。

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52500亿，MLF净投放1000亿元；
- 2、本周央行进行11267亿元逆回购操作，有16632亿元逆回购到期，本周净回笼5365亿元，DR007利率收于1.45%。

05

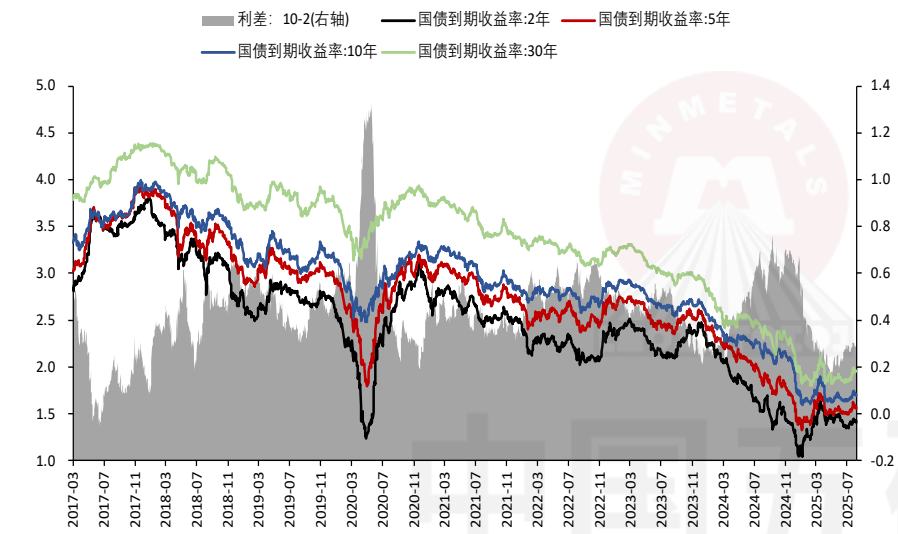
利率及汇率

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	1.40	1.68	4.32	-89.15
回购	R007	1.51	-1.22	2.05	-49.70
回购	DR001	1.34	2.00	2.87	-16.75
回购	DR007	1.47	-2.27	4.96	-44.41
国债到期收益率	2年	1.40	0.06	4.28	3.30
国债到期收益率	5年	1.53	0.01	3.41	1.06
国债到期收益率	10年	1.66	0.47	2.05	1.01
国债到期收益率	30年	1.87	0.00	1.95	0.70
美国国债收益率	10年	4.43	8.00	8.00	19.00

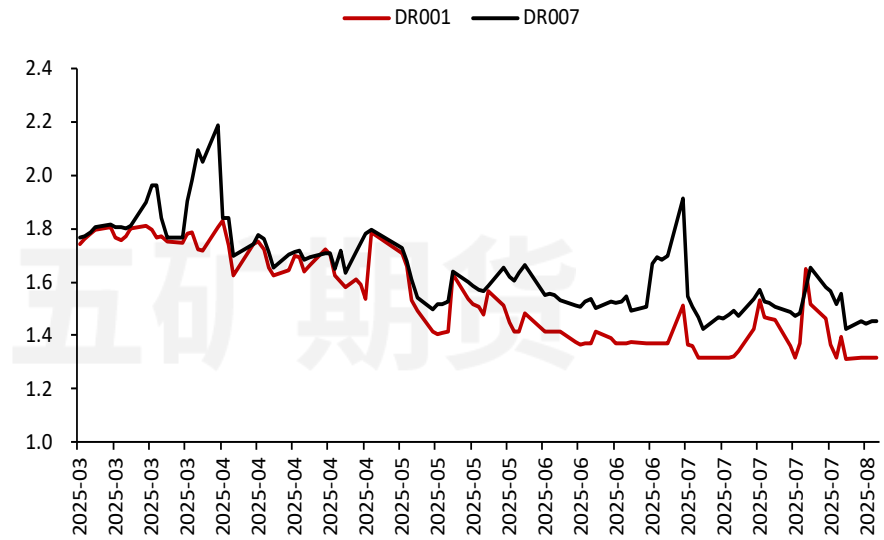
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



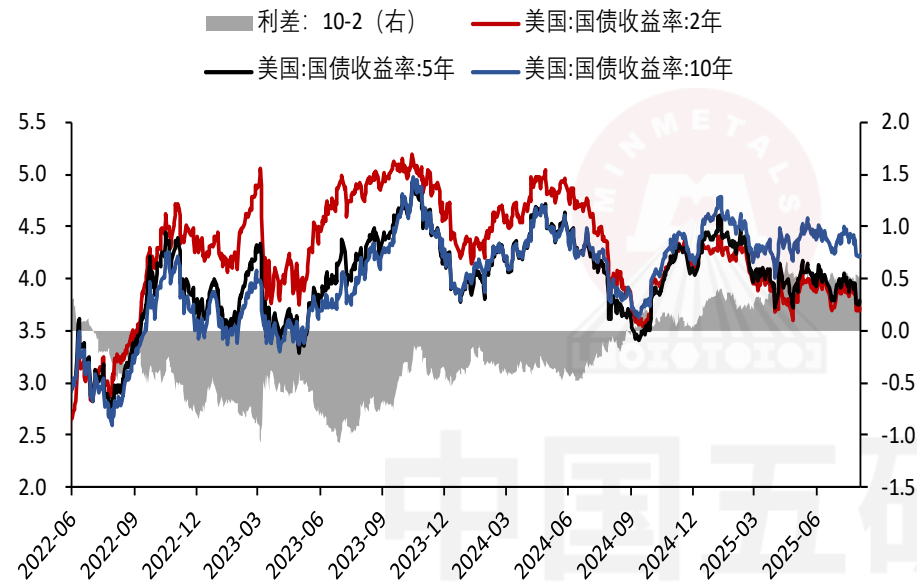
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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