五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

需求偏弱，宽货币延续

国债周报

2025/08/16

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

02 期现市场

03 主要经济数据

04 流动性

05 利率及汇率

01

周度评估及策略推荐

周度评估及策略推荐

◆ 经济及政策：7月经济数据整体略有放缓，外需好于内需， “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；出口方面，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，市场对美国9月份降息预期较强，利好金融市场流动性。

1、国家统计局数据显示，7月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.7%；7月社会消费品零售总额38780亿元，同比增长3.7%；1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）288229亿元，同比增长1.6%。1—7月份，全国房地产开发投资53580亿元，同比下降12.0%；新建商品房销售面积51560万平方米，同比下降4.0%；房地产开发企业到位资金57287亿元，同比下降7.5%。

2、国务院关税税则委员会公布公告，自2025年8月12日12时01分起，调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》（税委会公告2025年第4号）规定的加征关税措施，在90天内继续暂停实施24%的对美加征关税税率，保留10%的对美加征关税税率。

3、九部门：对于经办银行向服务业经营主体发放的贷款，按照贷款本金对经营主体进行贴息。

4、央行发布2025年第二季度中国货币政策执行报告。报告提出，下一阶段，落实落细适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，持续营造适宜的金融环境。

5、7月末，广义货币（M2）余额329.94万亿元，同比增长8.8%。狭义货币（M1）余额111.06万亿元，同比增长5.6%。2025年前七个月社会融资规模增量累计为23.99万亿元，比上年同期多5.12万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加12.31万亿元，同比少增694亿元。

6、美国财长贝森特表示，对美联储9月会议感到乐观，有50个基点降息的可能；可能会连续进行一系列降息操作；目前美联储的利率应该再下调150至175个基点。

7、英国第二季度GDP初值同比增1.2%，预期增1%，一季度终值增1.3%；环比初值增0.3%，预期增0.1%，一季度终值增0.7%。英国6月三个月GDP环比增0.3%，预期增0.1%，前值由增0.5%修正为增0.6%。

8、美国7月未季调CPI同比升2.7%，预期升2.8%，前值升2.7%。美国7月季调后CPI环比升0.2%，预期升0.2%，前值升0.3%。美国7月PPI同比升3.3%，预期升2.5%，前值从升2.3%修正为升2.4%；环比升0.9%，预期升0.2%，前值持平。

周度评估及策略推荐

- 流动性：本周央行进行11267亿元逆回购操作，有7118亿元逆回购到期，本周净回笼4149亿元，DR007利率收于1.48%。

- 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.74%，周环比+5.02BP；30Y国债收益率收于2.04%，周环比+7.70BP；2、最新10Y美债收益率4.33%，周环比+6.00BP。

- 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月经济和金融数据整体低于预期，内需仍有待提振，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。

中国五矿 五矿期货

基本面评估

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。					

交易策略推荐

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

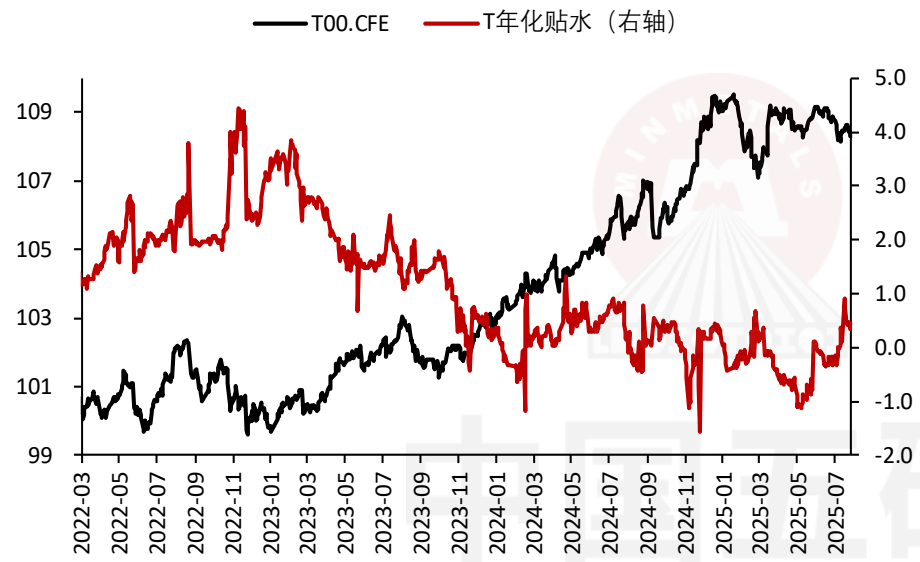
中国五矿 五矿期货

02

期现市场

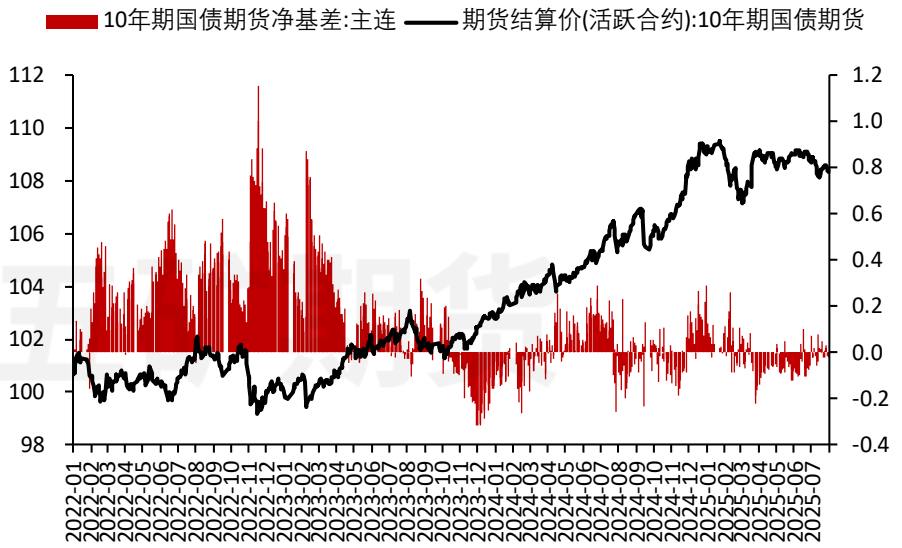
T合约行情表现

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

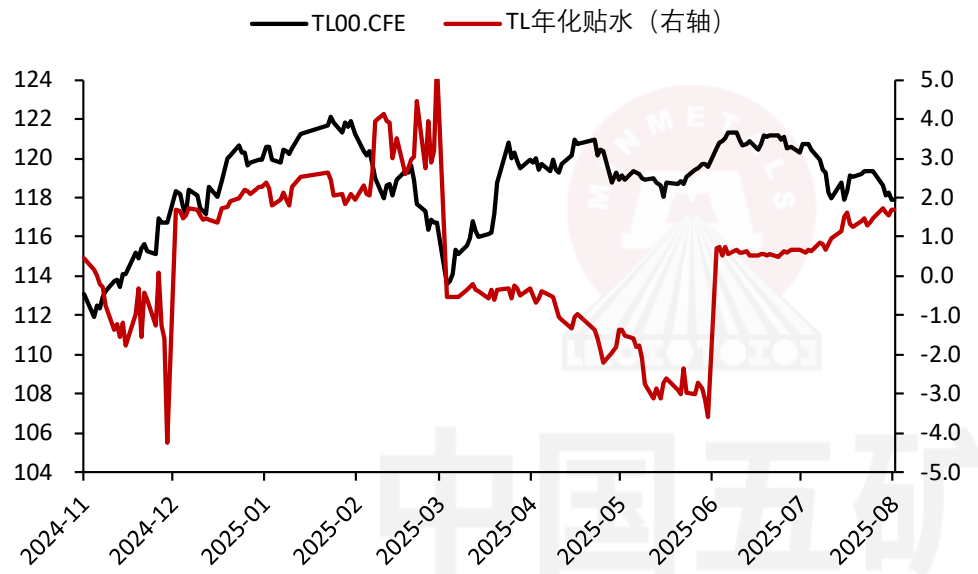
图2：T主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

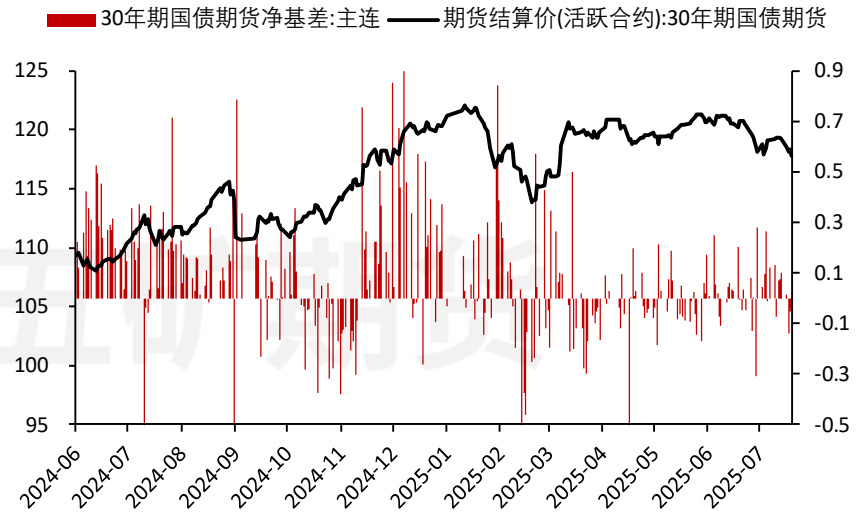
TL合约行情表现

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

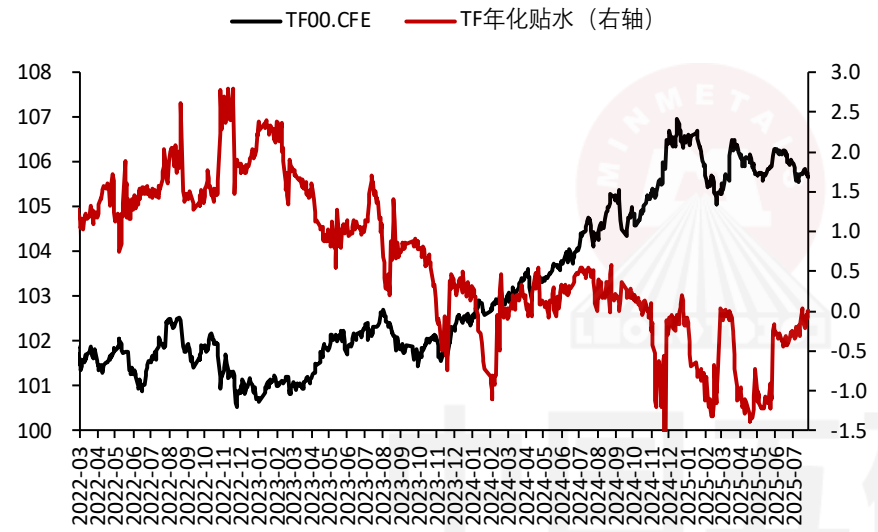
图4：TL主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

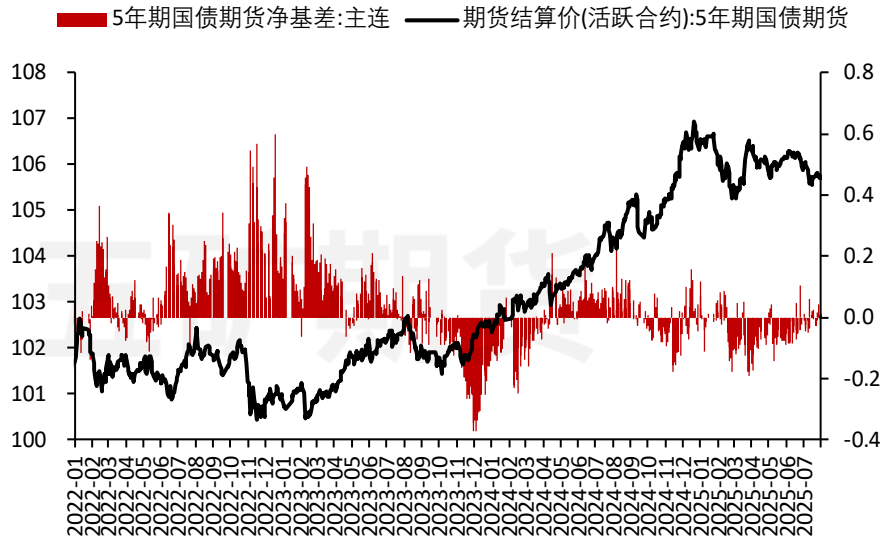
TF合约行情表现

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

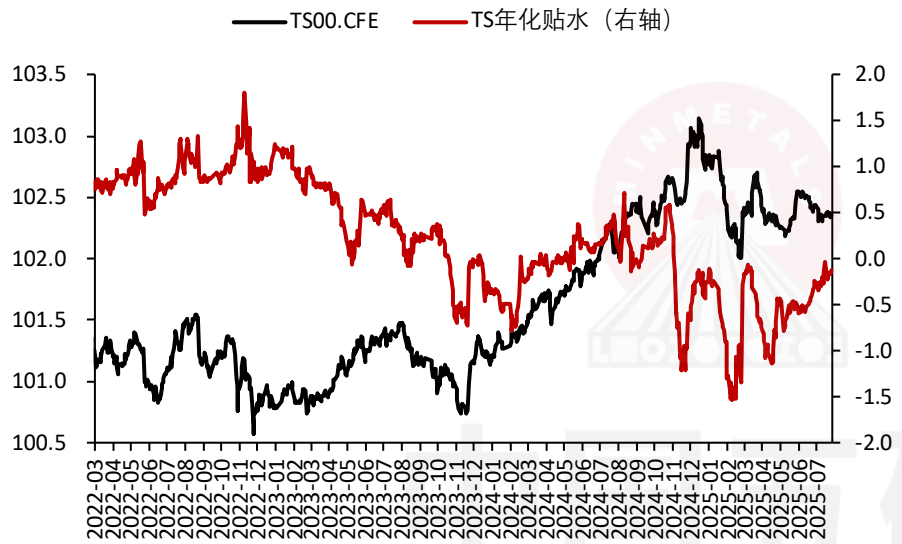
图6：TF主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

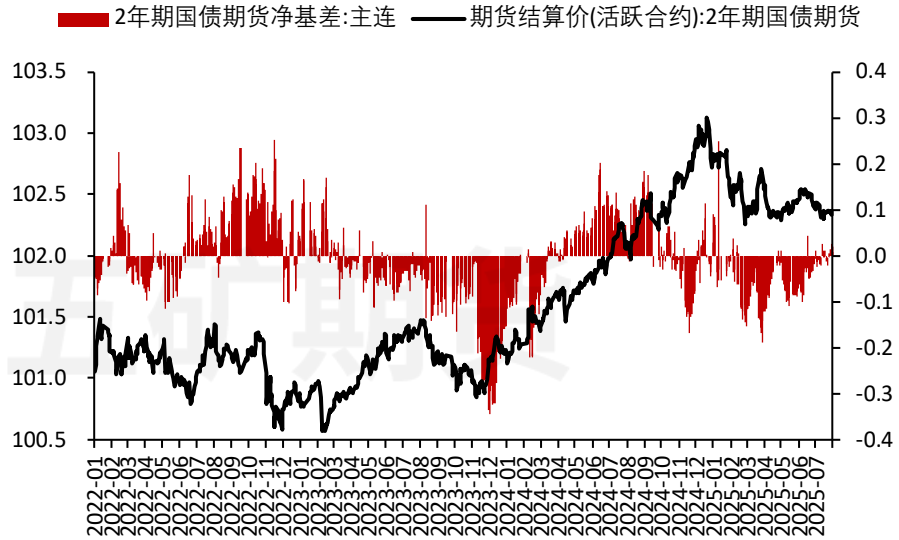
TS合约行情表现

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

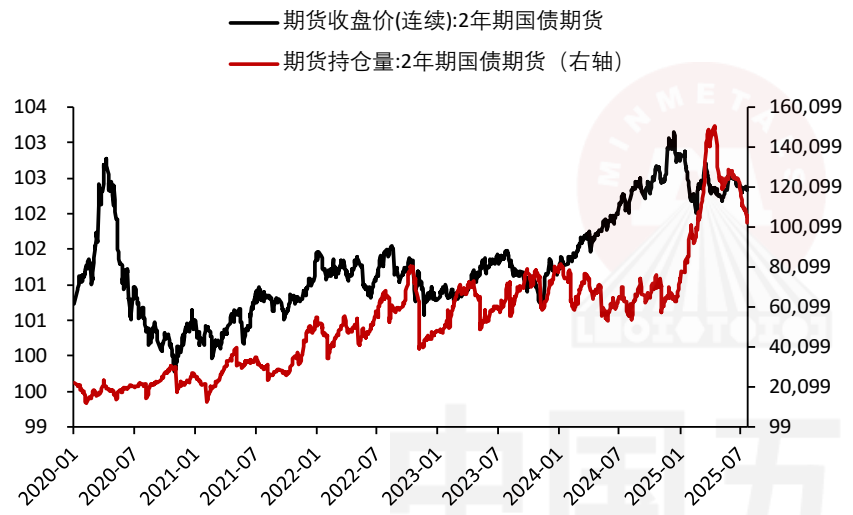
图8：TS主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

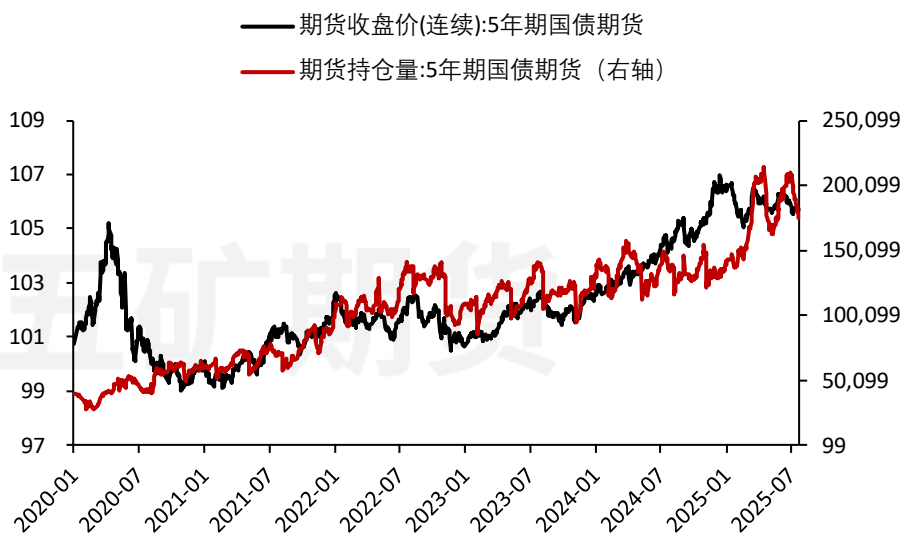
TS及TF持仓量

图9：TS收盘价及持仓量（手）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

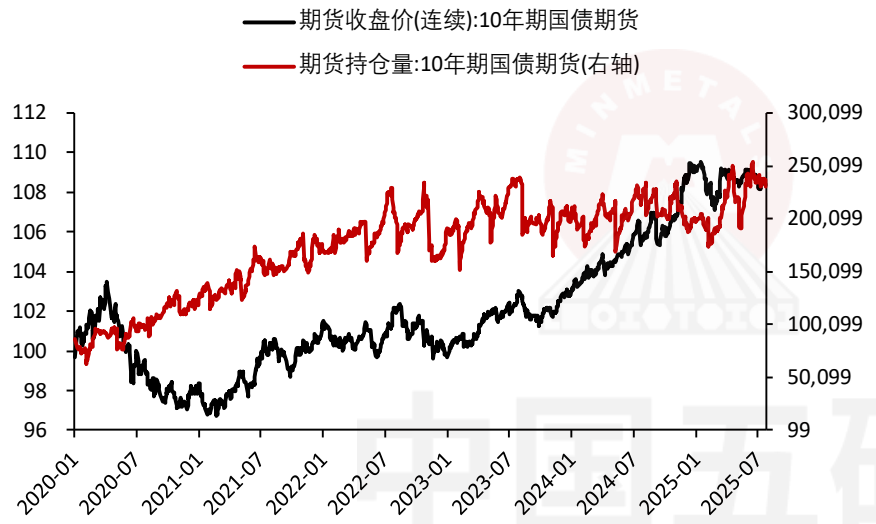
图10：TF收盘价及持仓量（手）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

T及TL持仓量

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）

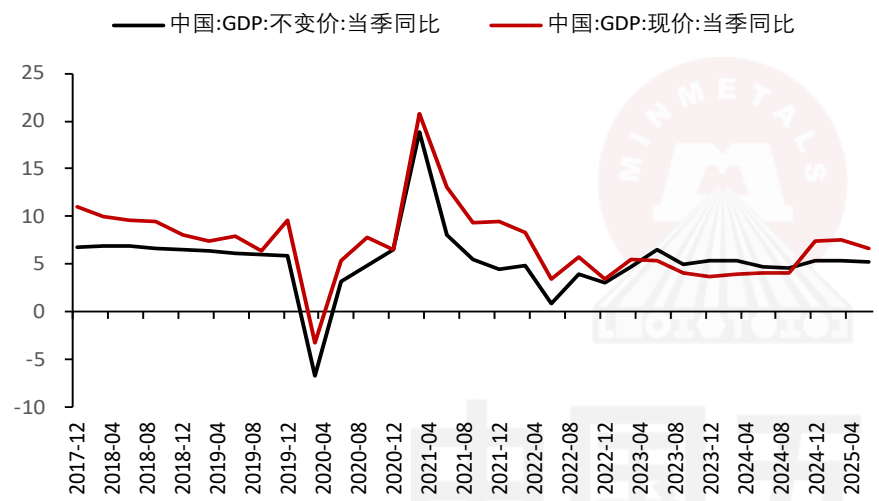
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

主要经济数据

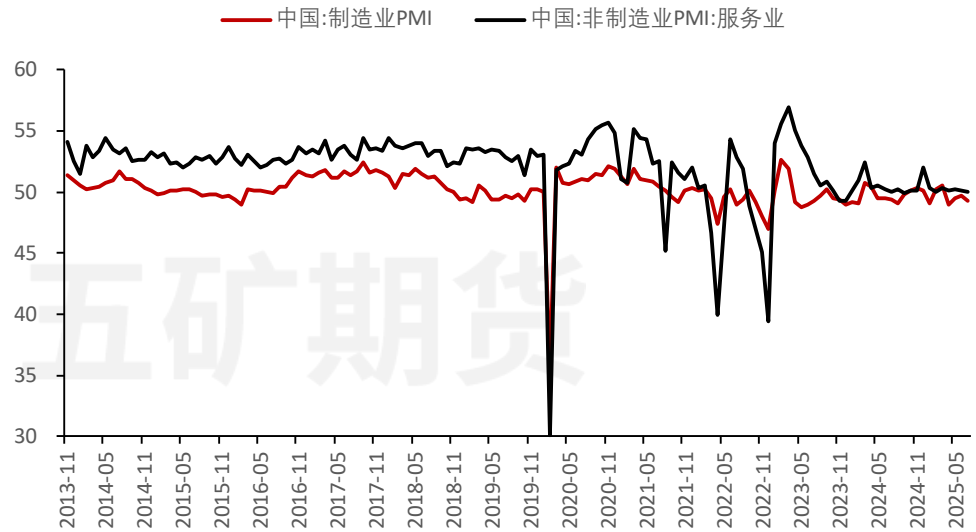
国内经济

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

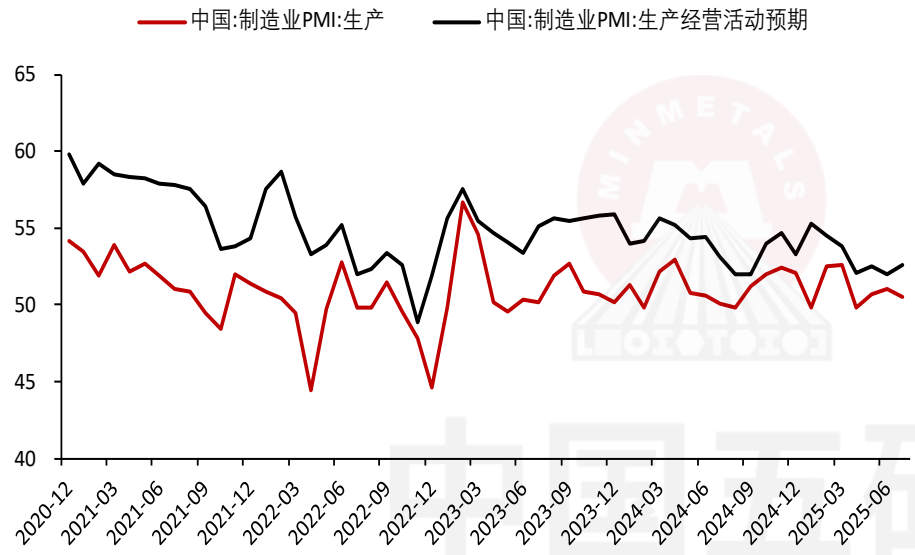
1、2025年2季度GDP实际增速5.4%，超市场预期，今年上半年经济增长维持韧性。
2、7月制造业PMI录得49.3%，较前值下降0.4个百分点；非制造业PMI较前值下降0.4个点，录得50.1%，整体低于预期。

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

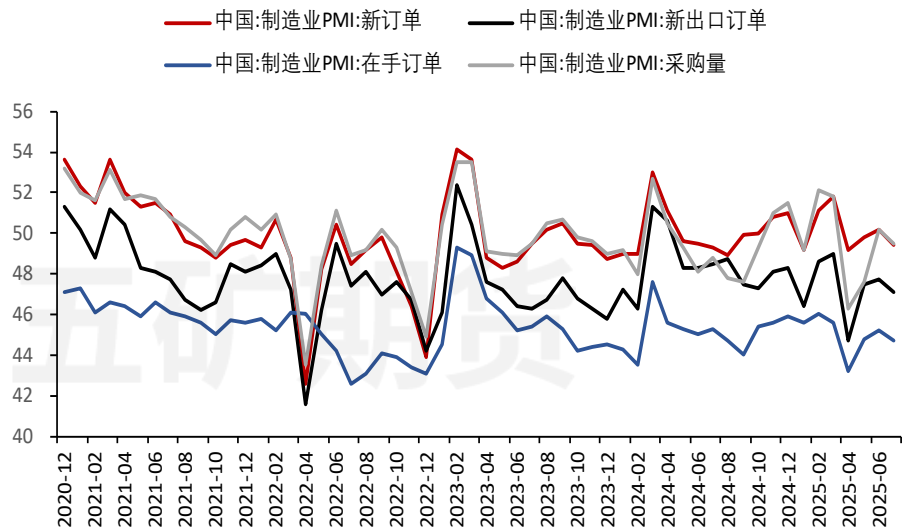
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

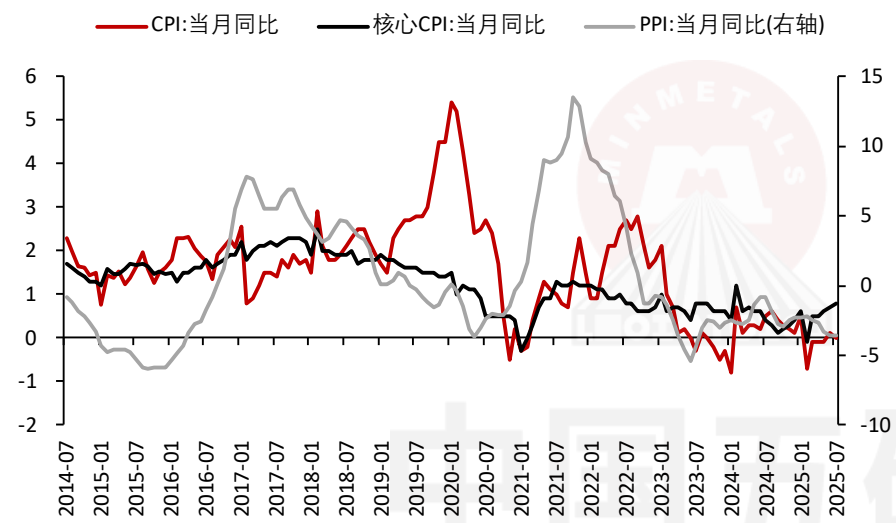
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

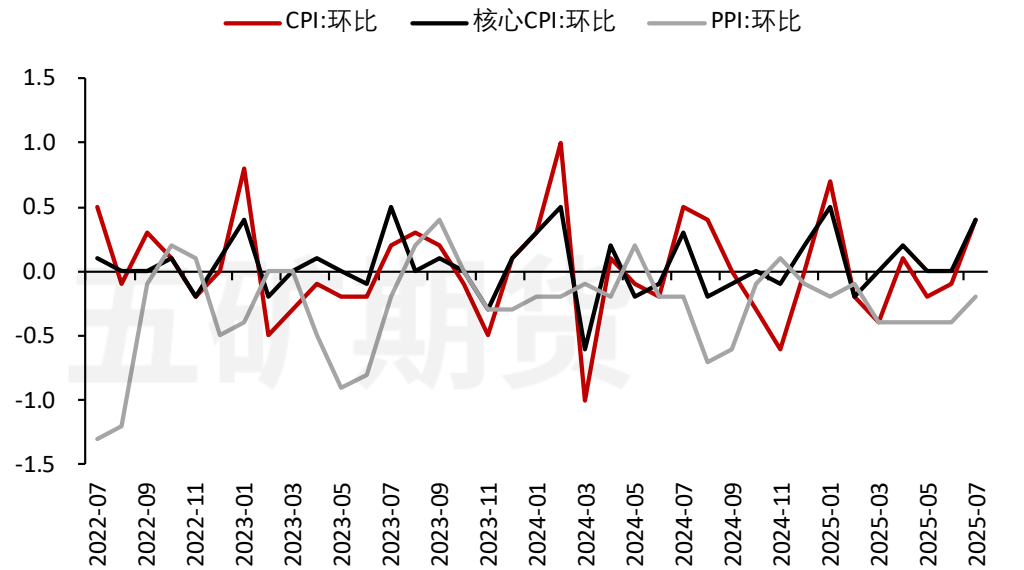
在7月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所下降。在高温、台风暴雨等极端天气与自然灾害的影响下，生产指数季节性回落，仍处于荣枯线上。新订单则重回收缩区间，新订单、新出口订单分别录得49.4%和47.1%，较前值下降0.8、0.6个点，此前抢出口效应有一定透支，出口可能边际承压。 “反内卷”对于价格预期有改善，但需求端的配合仍有待观察。

图17：价格指数同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

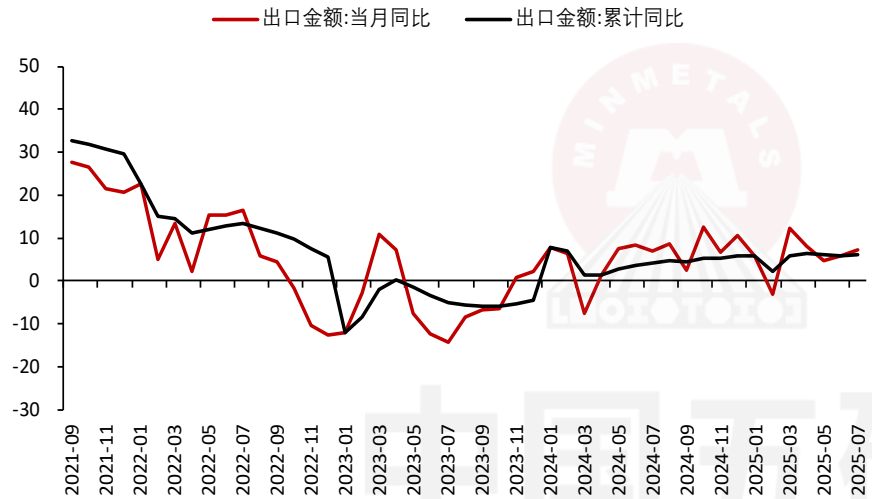
图18：价格指数环比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

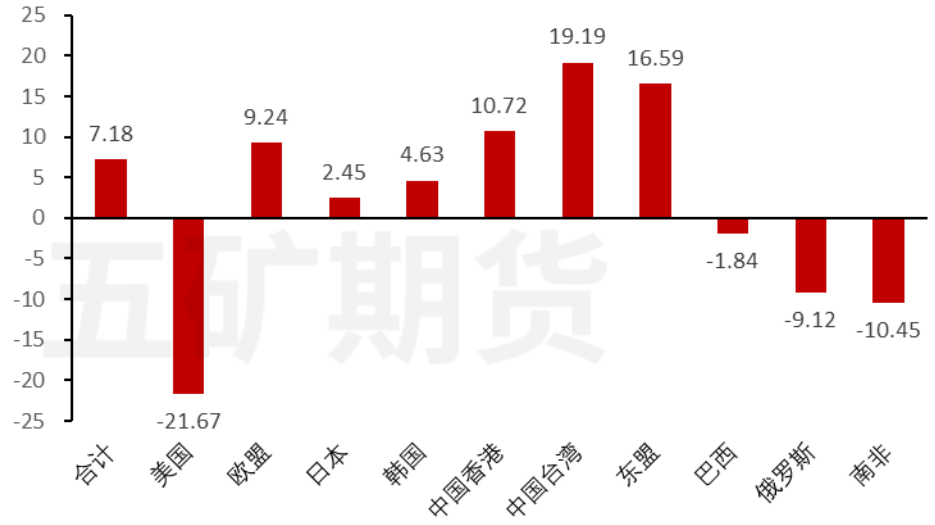
1、7月份CPI同比上升0.0%，前值0.1%;核心CPI同比上升0.8%，前值0.7%；PPI同比下降3.6%，前值-3.6%;
2、从环比数据看，CPI环比0.4%，前值-0.1%；核心CPI环比0.4%，前值0.0%；PPI环比-0.2%，前值-0.4%。CPI的环比上升主要由季节性和金饰、铂金饰品等消费品价格上升带动;而PPI同比降幅持平，环比降幅收窄，一方面受到统计因素影响，下旬涨价未完全体现在PPI中；另一方面“反内卷”带动上游价格回升，而中下游价格传导仍有待观察。

图19：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

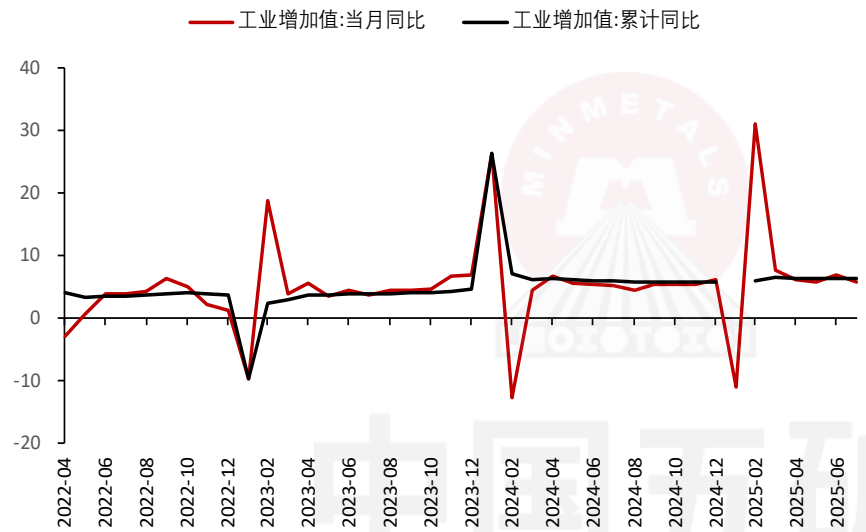
图20：对部分经济体出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

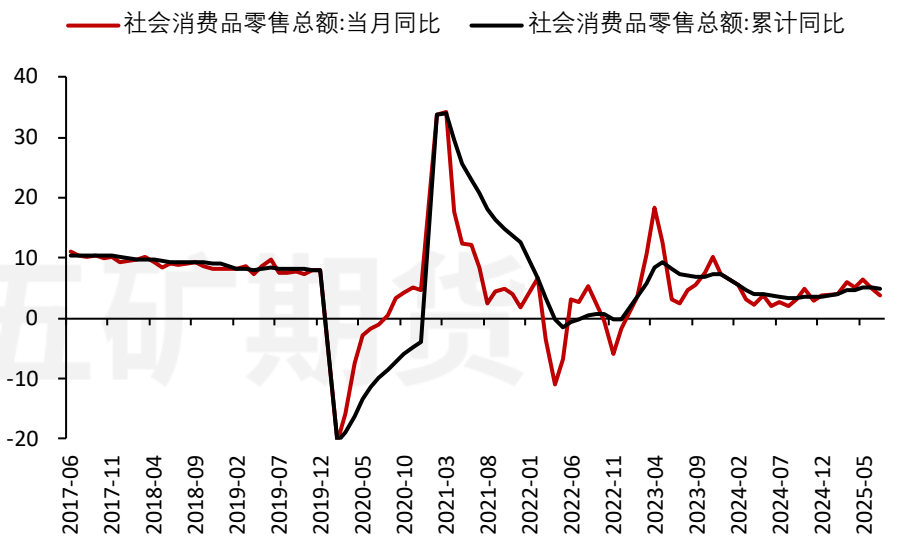
2025年7月我国进出口数据在抢出口背景下有所回升，整体好于预期。7月出口(美元计价)同比增长7.2%，前值5.9%，较前值上升1.3个百分点。7月进口同比增长4.1%，前值1.1%，其中铜矿、铜材、电子从业进口增速靠前。
分国别看，7月我国对美出口同比下降21.67%，相较而言，7月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速16.59%，反映转口效应延续。

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（%）

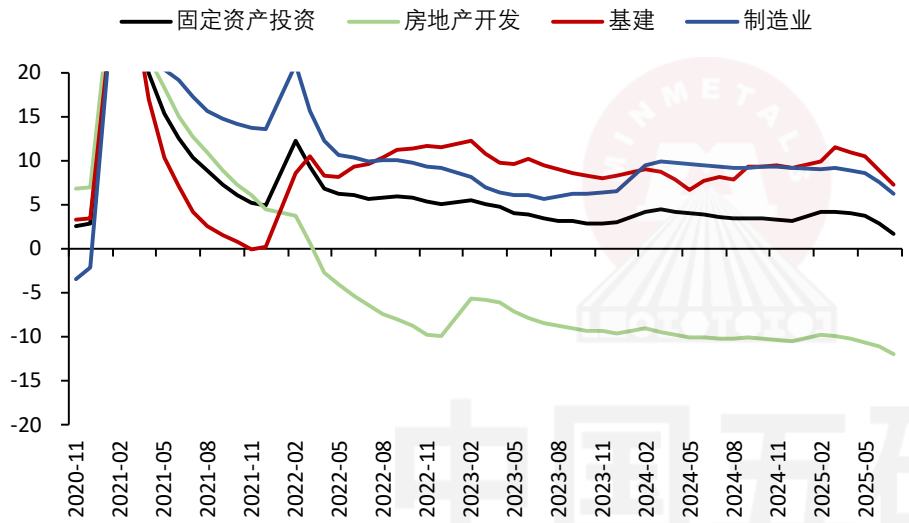


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、7月份工业增加同比增速为5.7%，前值6.8%。受部分极端天气和自然灾害影响，工业生产有所放缓，此外控制产能也对其有所抑制。其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.3%，较6月上升1.5个点，受益于夏季高温用电量增加；采矿业同比增长5%，制造业同比增长6.2%，较前值分别下降1.1、1.2个点。

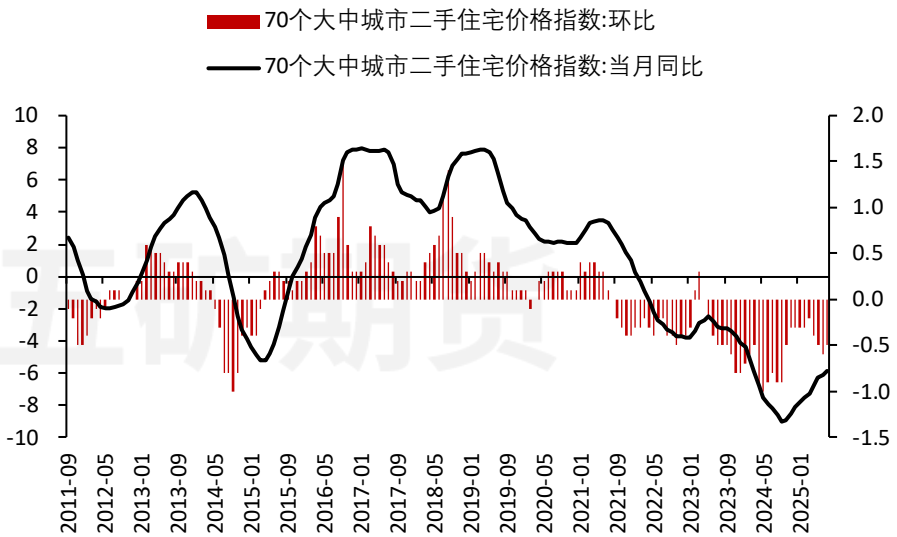
2、7月份社会消费品零售总额当月同比增速3.7%，较前值4.8%下降1.1个点；社零增速显示前期年中大促或有所透支，叠加部分补贴暂停，对社零增速有所拖累。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

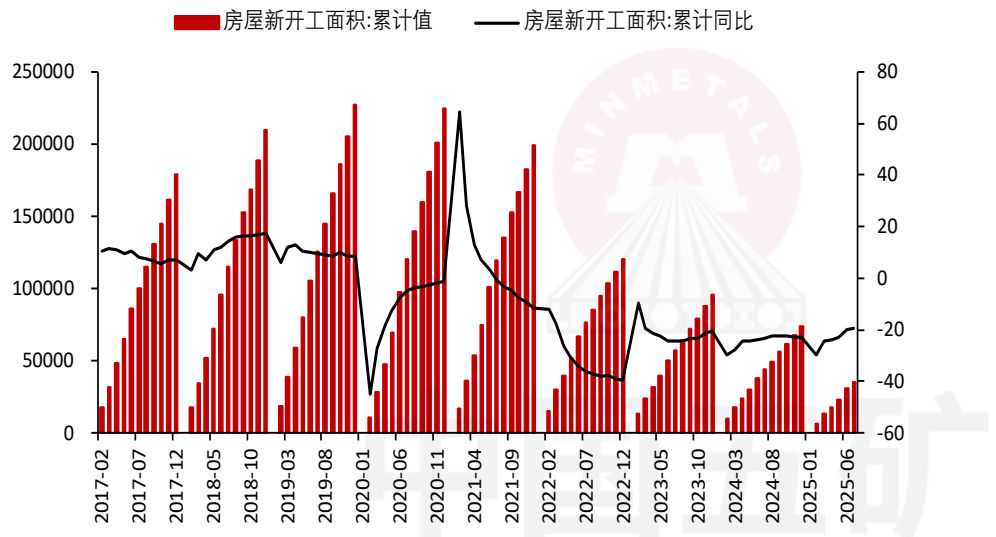
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

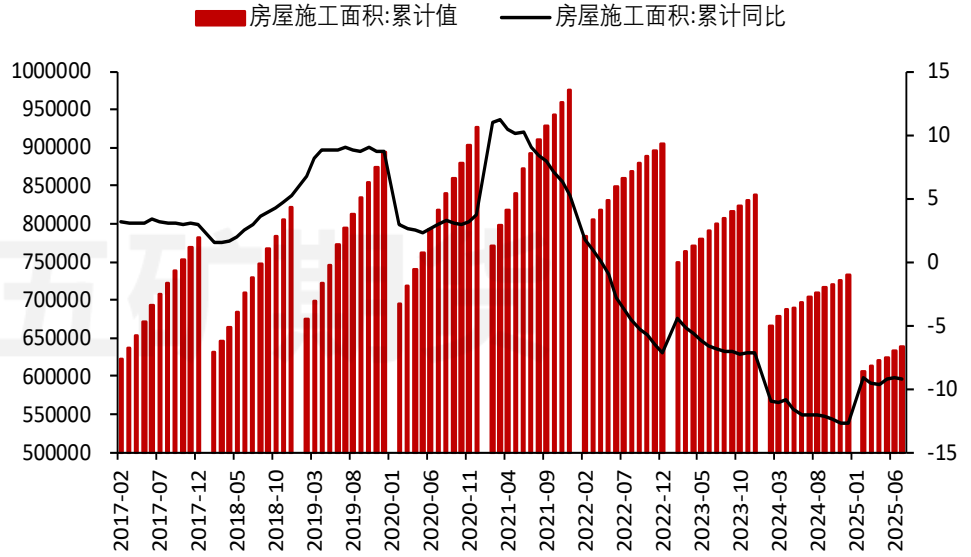
1、1-7月固定资产投资累计同比增速为1.6%，前值2.8%；房地产投资增速累计同比为-12.0%，前值-11.2%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比3.2%，前值4.6%，增速有小幅放缓；制造业投资累计同比为6.2%，前值为7.5%,增速有所放缓；
2、7月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.5%，前值-0.6%；同比-5.9%，前值-6.1%。

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，%）

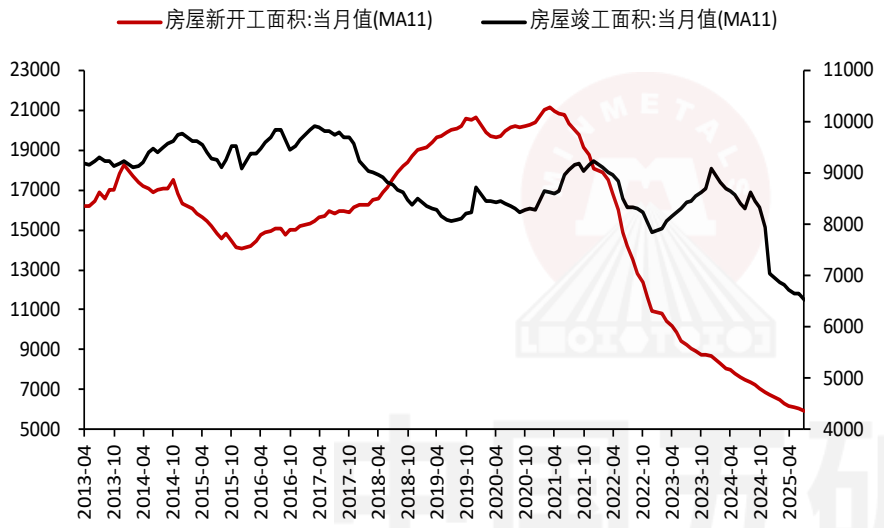


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、7月房屋新开工面积累计值35206万平，累计同比-19.4%，前值-20.0%；
2、7月房屋新施工面积累计值638731万平，累计同比-9.2%，前值-9.1%。

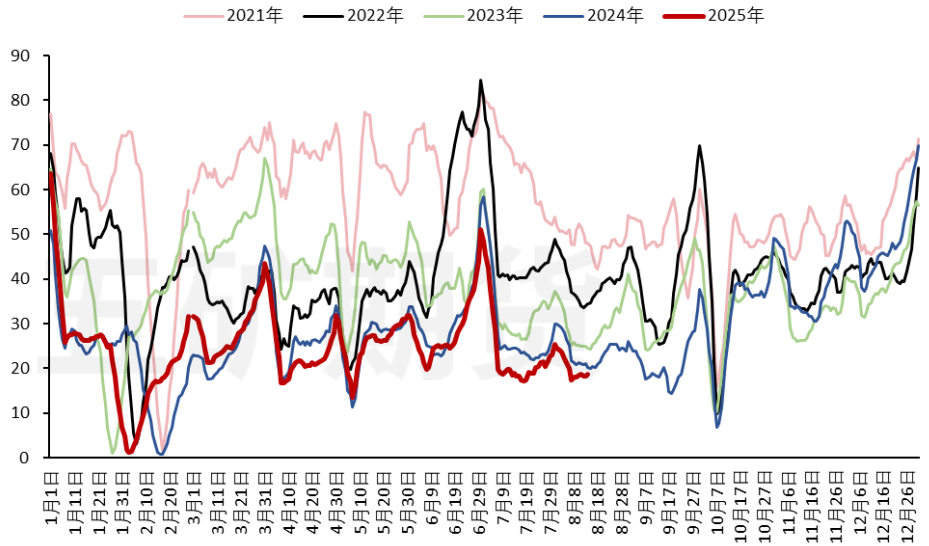
国内经济

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）

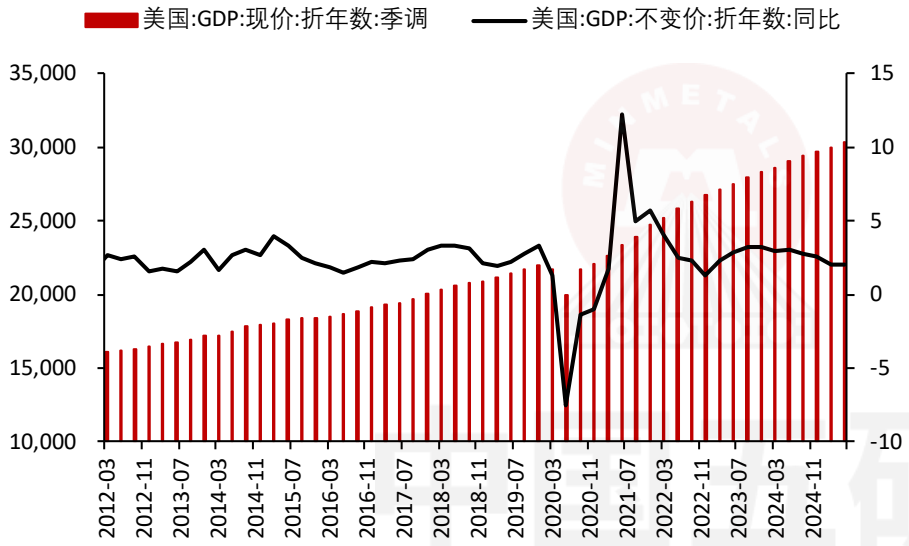


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、7月份竣工端数据同比回落29.46%，前值-2.16%；
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。

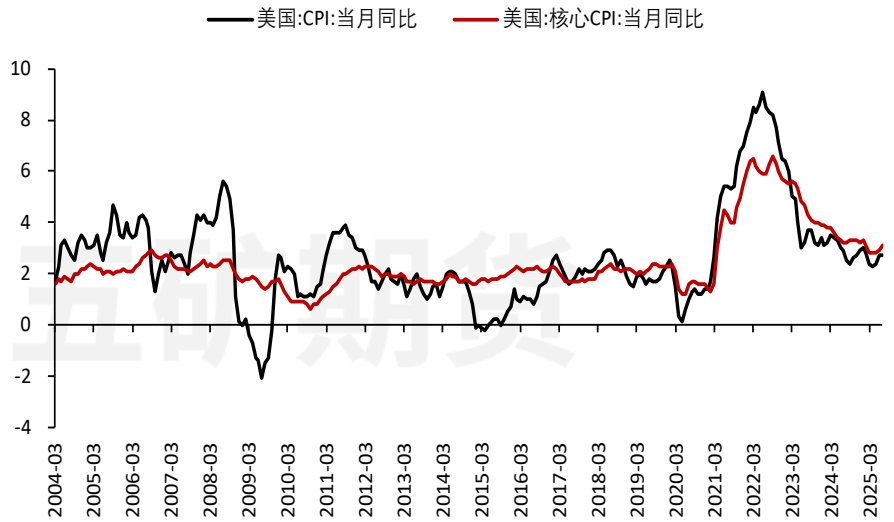
国外经济

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

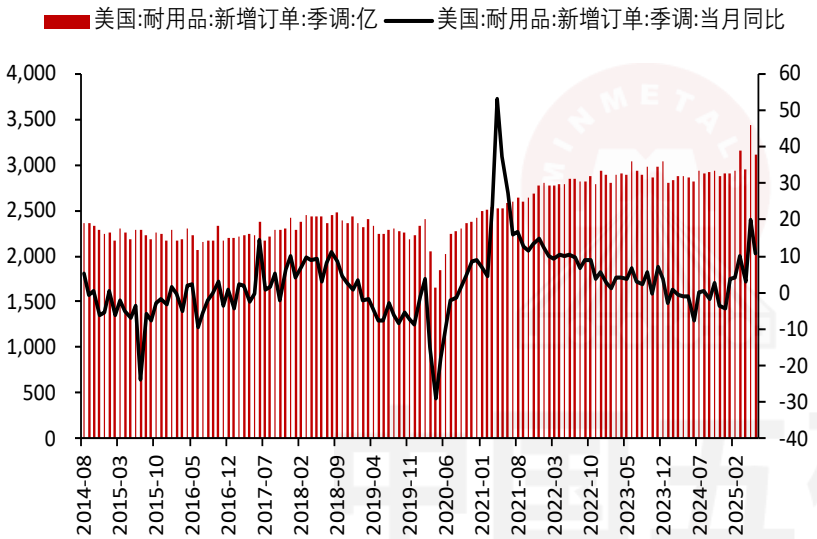
图30：美国CPI(%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

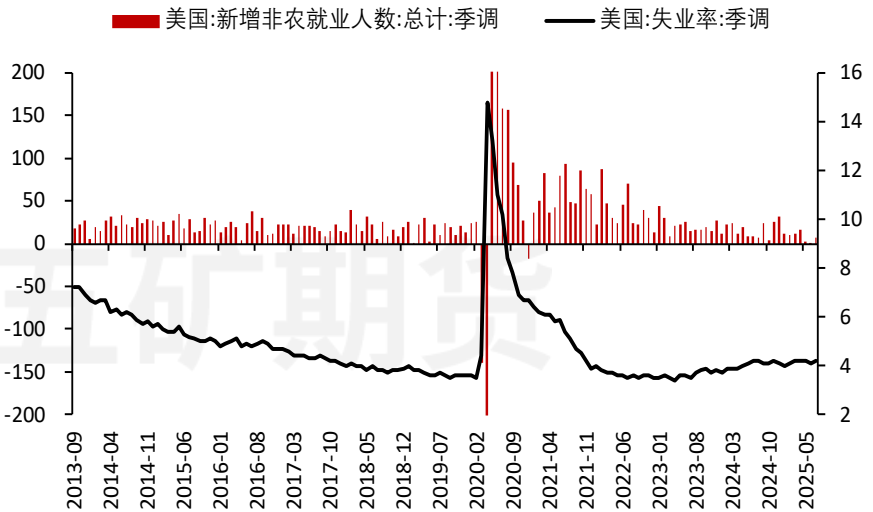
1、二季度单季美国GDP现价折年数30331亿美元，实际同比增速1.99%，环比增长3.0%；
2、美国7月未季调CPI同比升2.7%，预期升2.8%，前值升2.7%。美国7月季调后CPI环比升0.2%，预期升0.2%，前值升0.3%。美国7月PPI同比升3.3%，为今年2月以来最高水平，预期升2.5%，前值从升2.3%修正为升2.4%。

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，%）

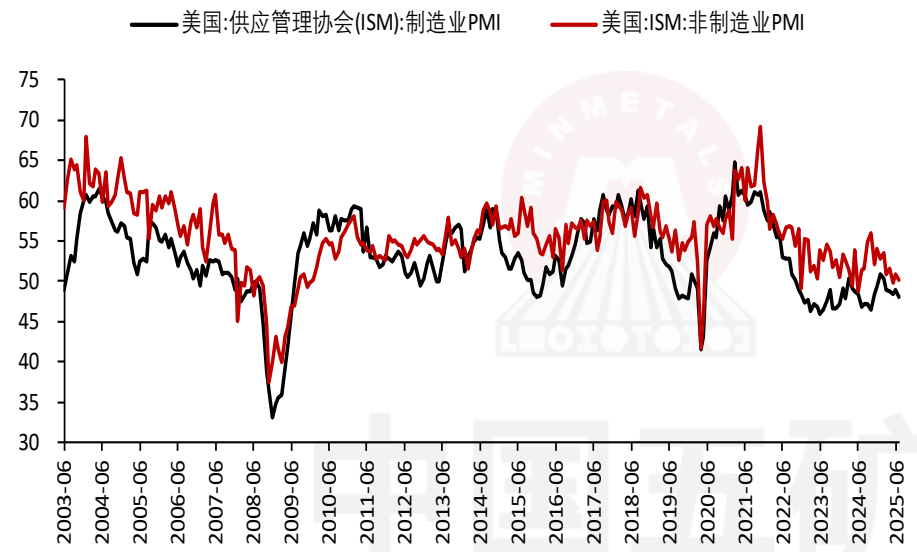


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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%。

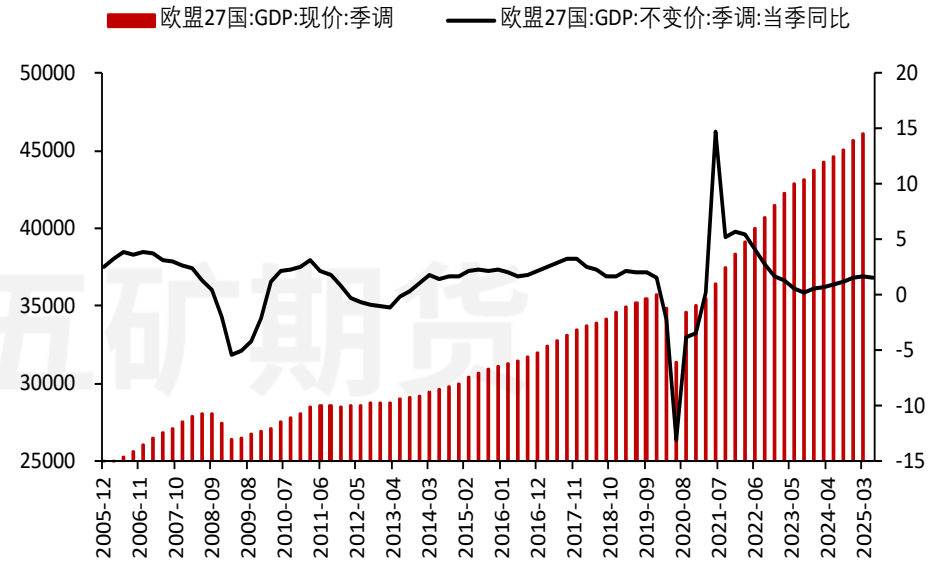
国外经济

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，%）

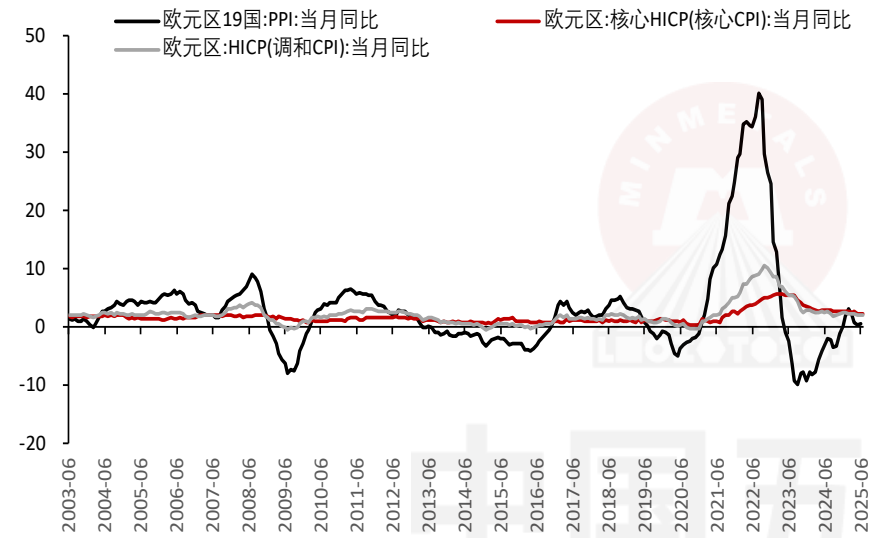


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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%；

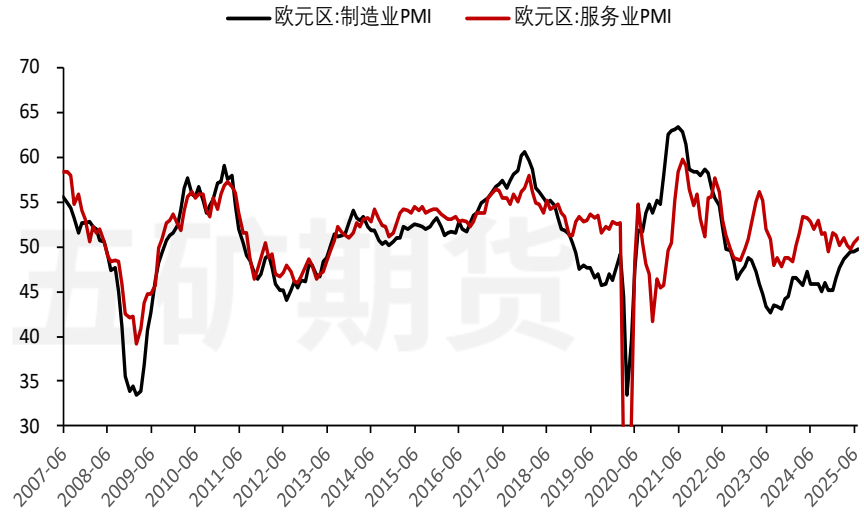
国外经济

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%。

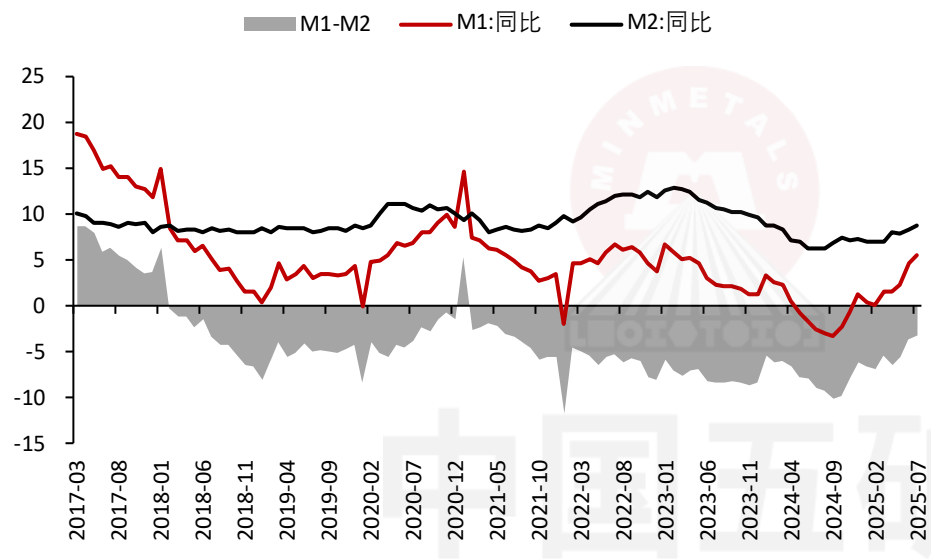
2、欧元区7月制造业PMI初值为49.8，预期49.7，前值49.5；服务业PMI初值为51.2，预期50.7，前值50.5。

04

流动性

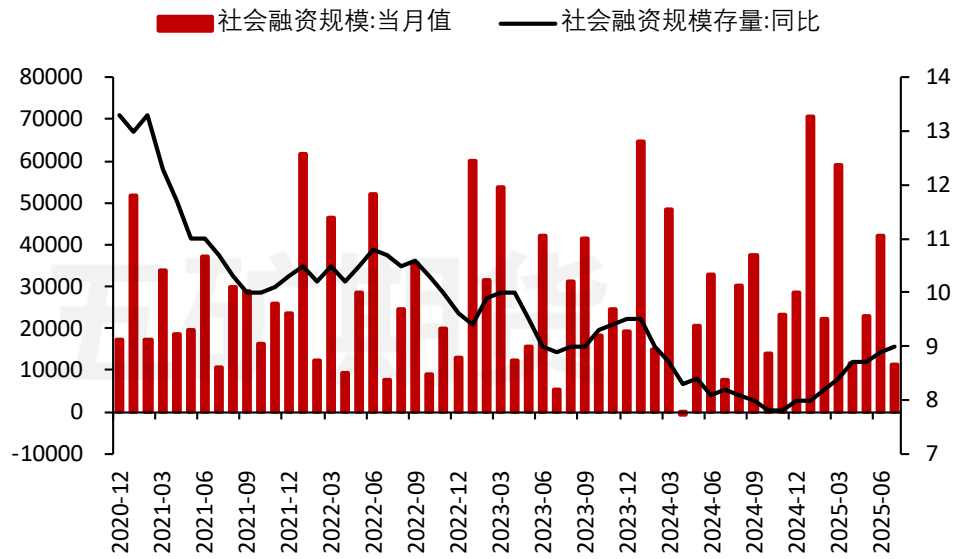
流动性

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，%）

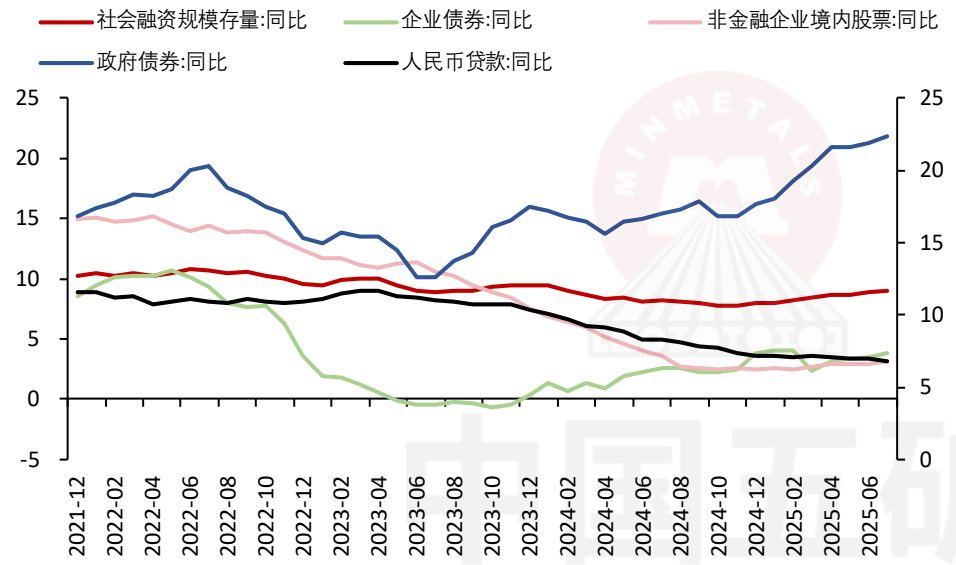


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、7月M1增速5.6%，前值4.6%；M2增速8.8%，前值8.3%；广义货币同比增速有所回升；
2、7月当月，社融增量1.16万亿元，同比多增3893亿元；新增人民币贷款近-500亿元，社融主要来自于政府债的增长，7月是信贷投放小月，居民企业信贷均有所走弱。企业方面，短贷、中长贷均同比少增，可能反映了关税扰动以及反内卷预期使得企业信贷需求偏弱，实体经济需求有待提振。居民信贷方面，受地产成交承压影响，居民中长贷负增。

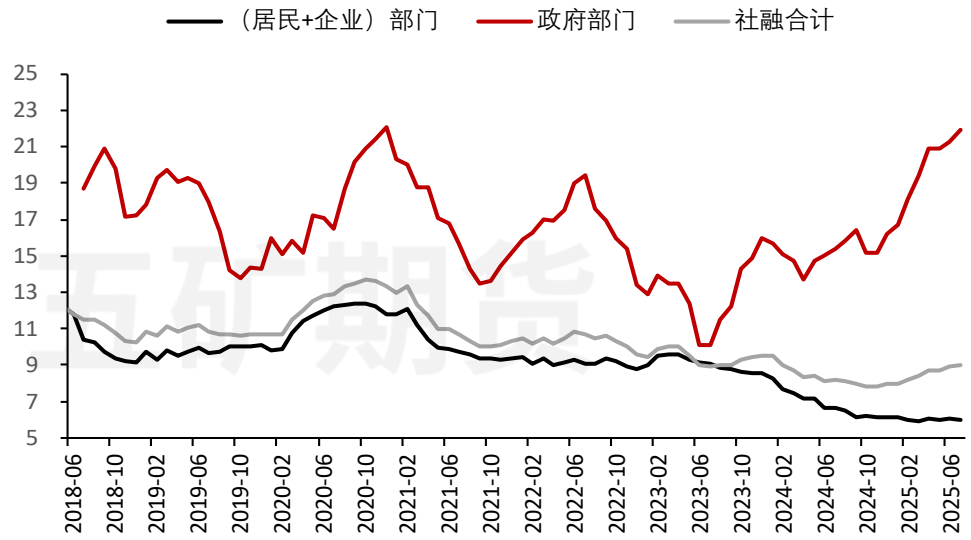
流动性

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（%）

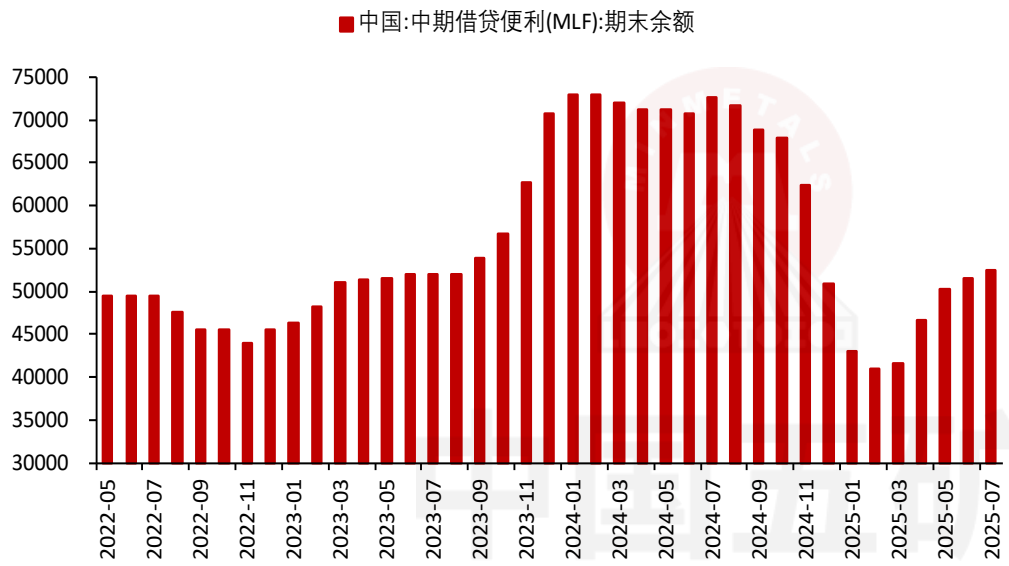


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、7月社融细分项中，政府债增速持续反弹，实体部门融资放缓；
2、7月居民及企业部门的社融增速6.02%，前值6.07%，政府债增速21.90%，前值21.30%。

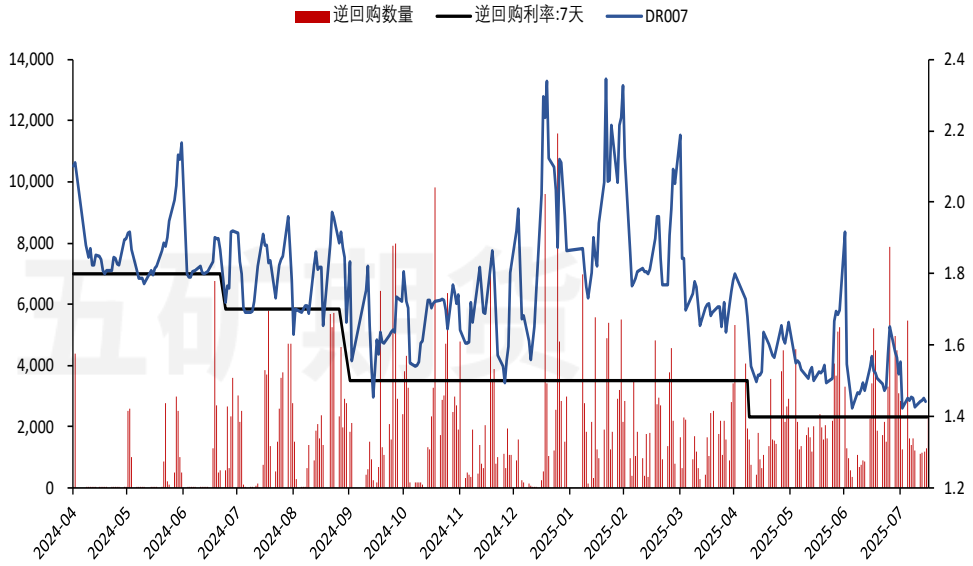
流动性

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7118亿元逆回购到期，本周净回笼4149亿元，DR007利率收于1.48%。

05

利率及汇率

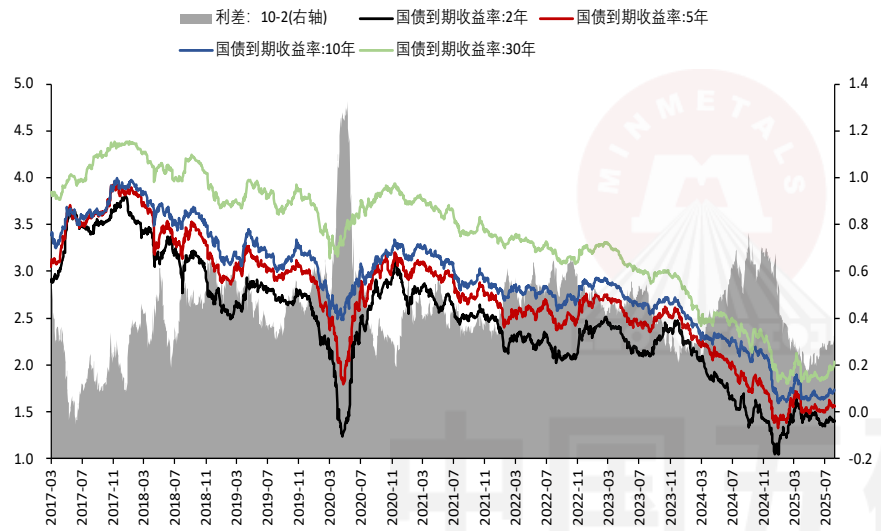
重要资金利率

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	1.44	8.73	9.78	-12.43
回购	R007	1.49	1.25	3.20	-9.48
回购	DR001	1.40	8.46	9.03	0.62
回购	DR007	1.48	3.74	5.47	-7.44
国债到期收益率	2年	1.40	-0.28	0.22	-1.89
国债到期收益率	5年	1.58	1.27	3.14	0.59
国债到期收益率	10年	1.74	0.73	5.02	3.86
国债到期收益率	30年	2.04	0.40	7.70	9.35
美国国债收益率	10年	4.33	4.00	6.00	-4.00

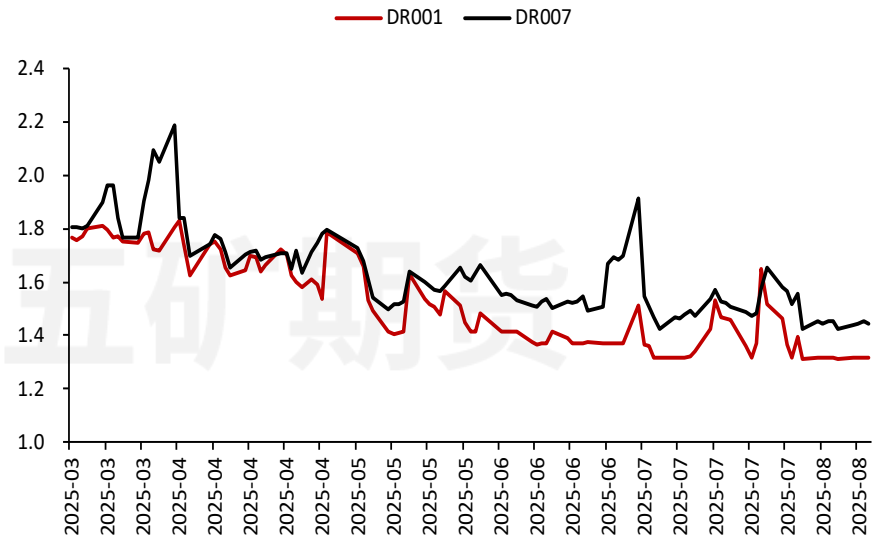
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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（%）

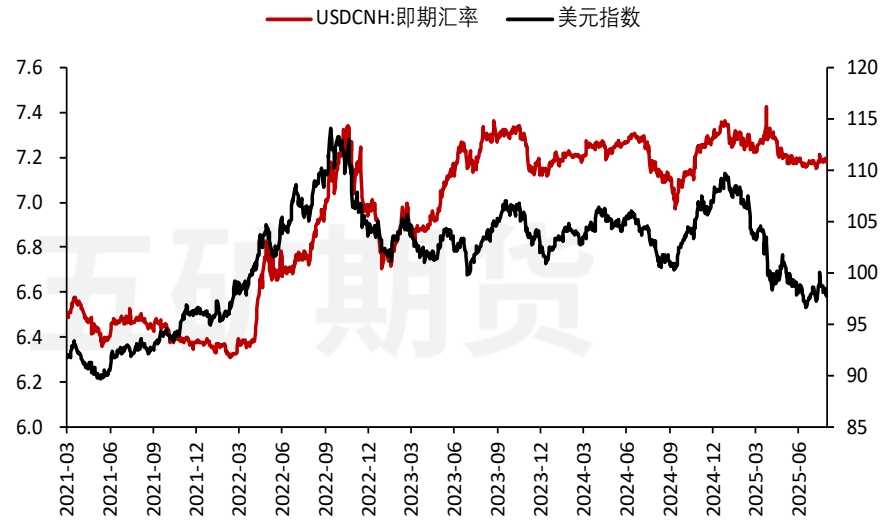
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

利率

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

免责声明

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。不经许可，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