



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

债市或延续震荡

国债周报

2025/08/30



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：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、国家统计局公布数据显示，1—7月份，全国规模以上工业企业实现利润总额40203.5亿元，同比下降1.7%。
- 2、商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢率团于24日至27日访问加拿大，与加方共同主持召开中加经贸联委会，之后李成钢一行将赴美国华盛顿会见美方相关官员。
- 3、财政部发布2025年7月地方政府债券发行和债务余额情况。2025年7月，全国发行新增债券7032亿元，其中一般债券863亿元、专项债券6169亿元。全国发行再融资债券5103亿元，其中一般债券2586亿元、专项债券2517亿元。合计，全国发行地方政府债券12135亿元，其中一般债券3449亿元、专项债券8686亿元。
- 4、商务部副部长盛秋平在国新办新闻发布会上表示，商务部近期将会同有关部门出台系列促进服务出口的政策措施，从财税、金融便利化等方面进一步加大促进服务出口，不断优化政策环境。
- 5、上海6部门联合印发《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》。为更好满足居民改善性需求，促进宜居安居、职住平衡，《通知》明确进一步调减住房限购政策。
- 6、央行在香港成功发行450亿元人民币央票，其中，3个月期央票中标利率1.6%，发行额300亿元；1年期央票中标利率1.62%，发行额150亿元。
- 7、美国8月谘商会消费者信心指数为97.4，预期96.2，前值从97.2修正为98.7；现况指数为131.2，前值131.5；预期指数为74.8，前值74.4。
- 8、特朗普试图解雇美联储理事丽莎·库克（Lisa Cook），理由是她在房贷申请中做出了虚假陈述。8月28日晚间，库克起诉总统唐纳德·特朗普，试图阻止其免职企图。

- ◆ 流动性：本周央行进行22731亿元逆回购操作和6000亿元1年期MLF操作，有有20770亿元逆回购和3000亿元1年期MLF到期，本周净投放4961亿元，DR007利率收于1.52%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.84%，周环比+6.06BP；30Y国债收益率收于2.13%，周环比+6.25BP；2、最新10Y美债收益率4.23%，周环比-3.00BP。
- ◆ 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月社融信贷数据弱于市场预期，前期7月PMI数据显示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依然有向下空间，但节奏上需关注股债跷跷板作用，债市短期或以震荡格局为主。

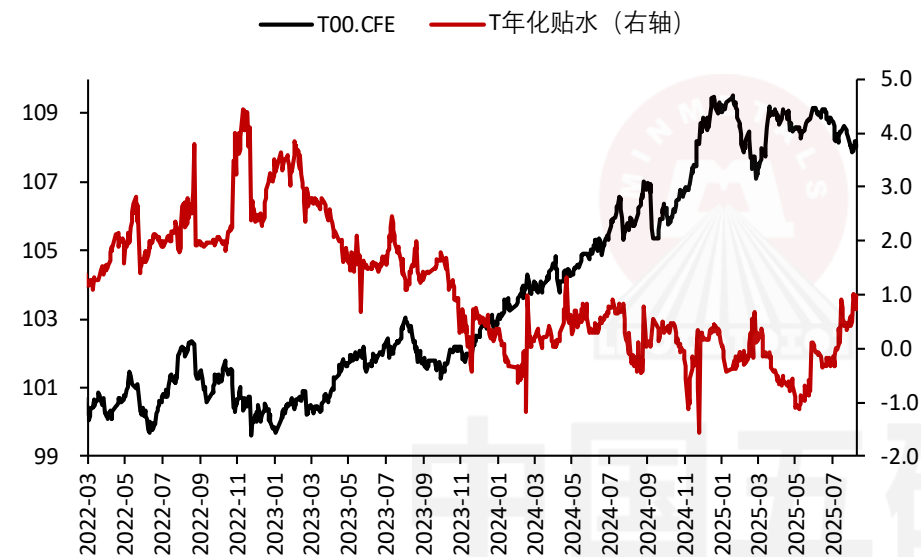
国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，随着关税扰动及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

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

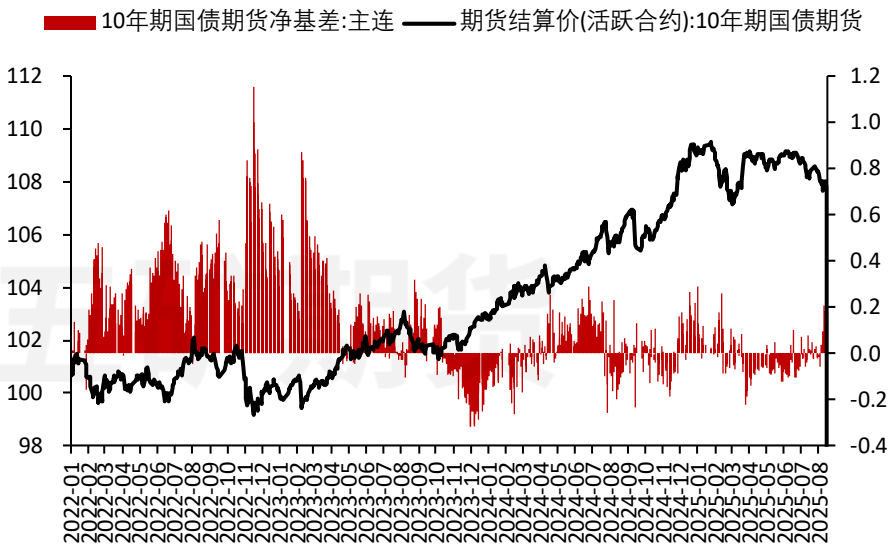
期现市场

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



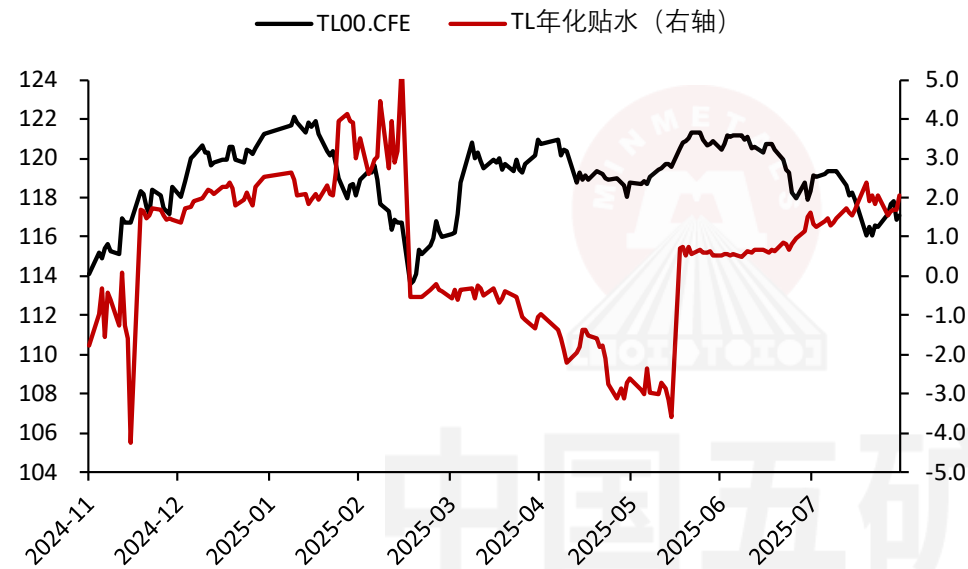
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



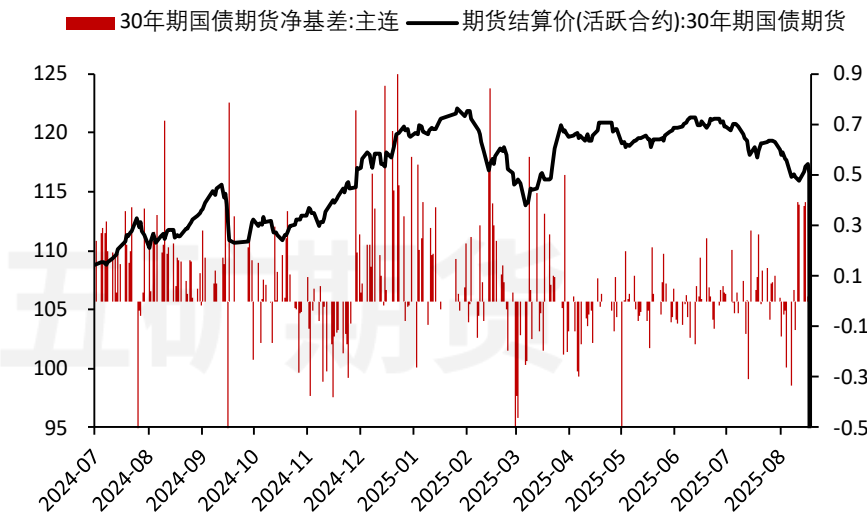
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



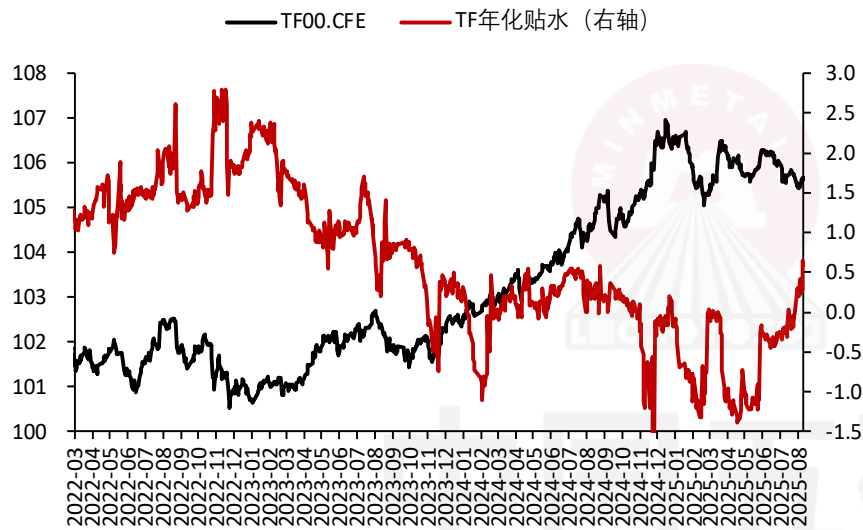
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



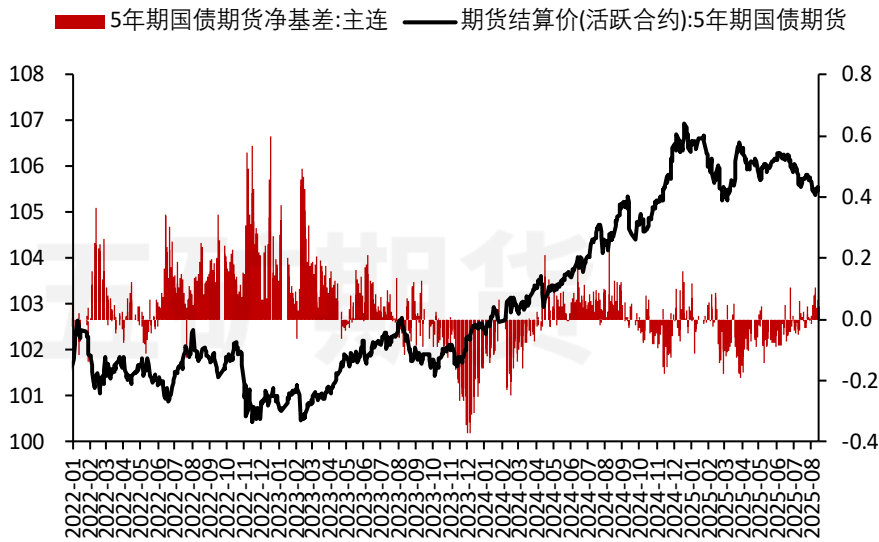
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



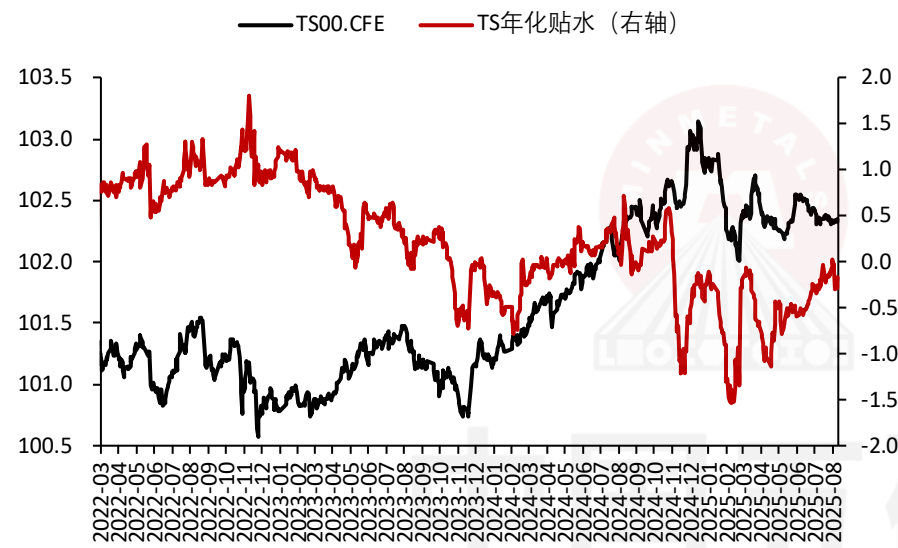
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



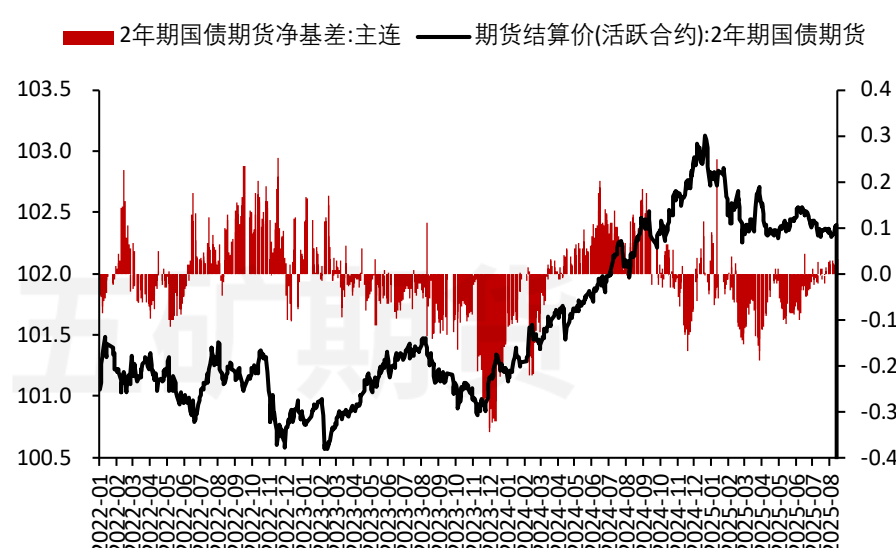
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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



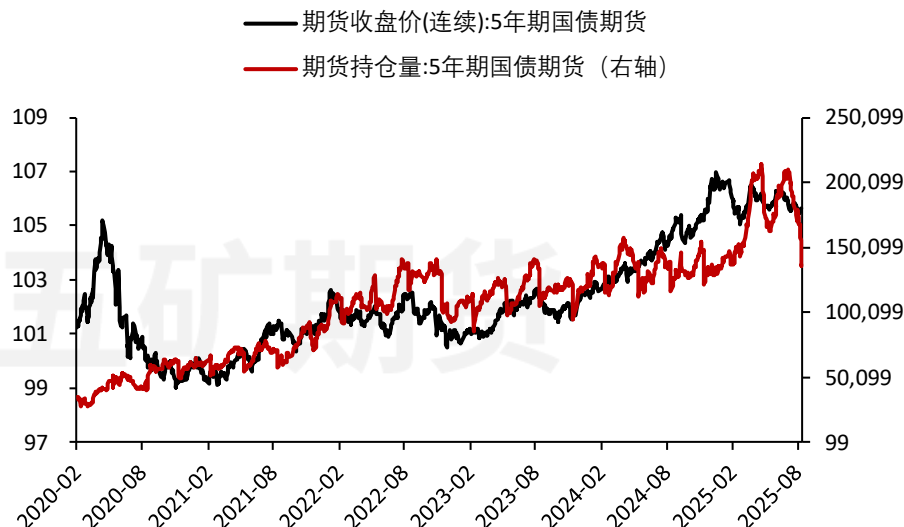
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：TS收盘价及持仓量（手）



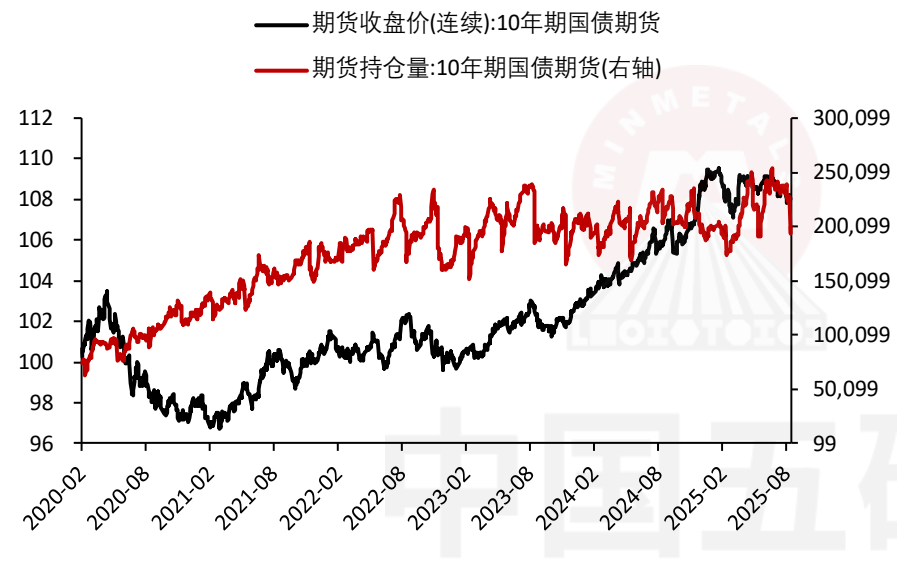
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）

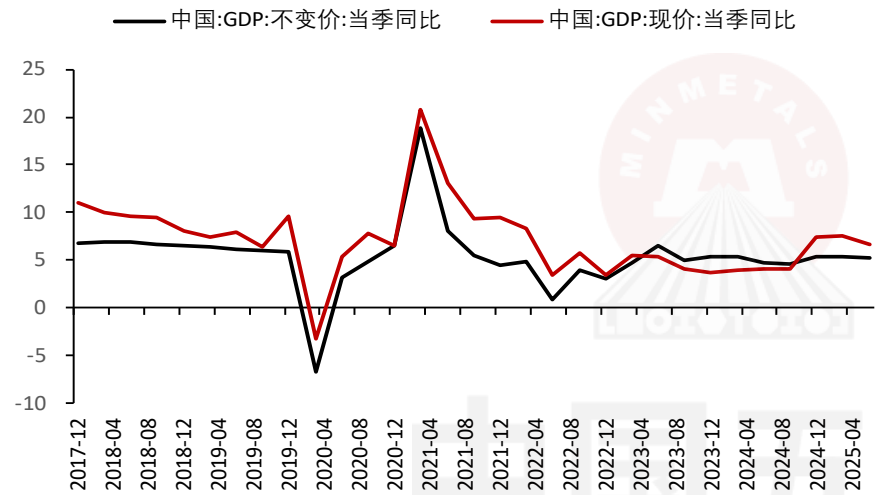


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

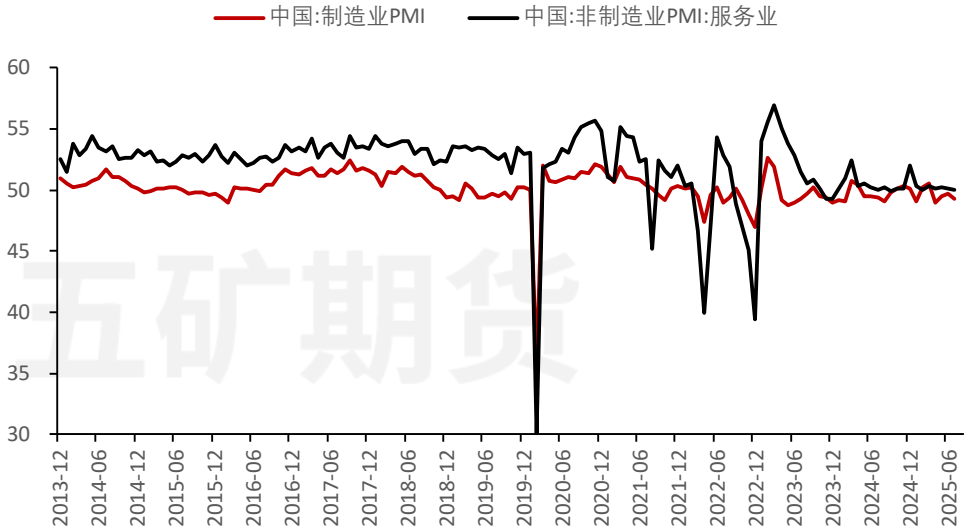
主要经济数据

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

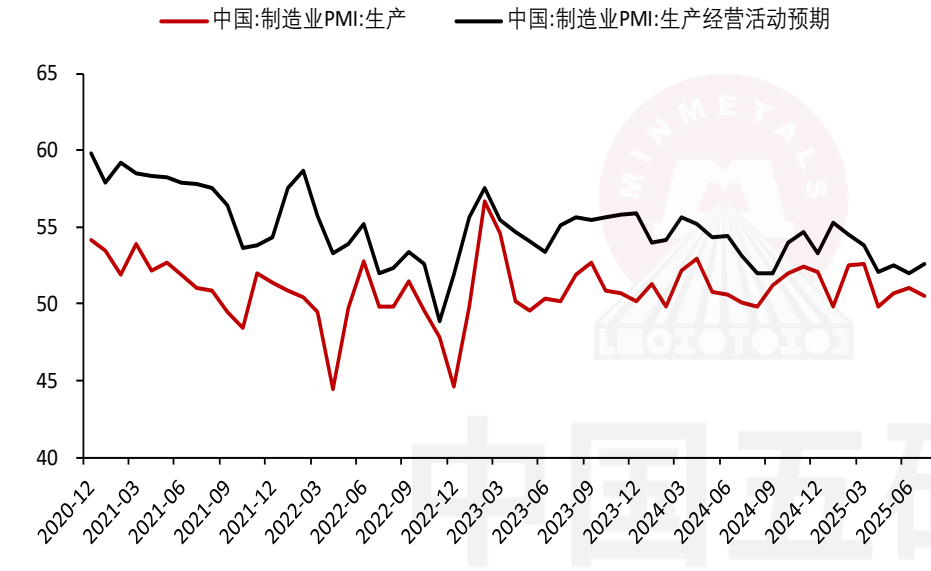
- 1、2025年2季度GDP实际增速5.4%，超市场预期，今年上半年经济增长维持韧性。
- 2、7月制造业PMI录得49.3%，较前值下降0.4个百分点；非制造业PMI较前值下降0.4个点，录得50.1%，整体低于预期。

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

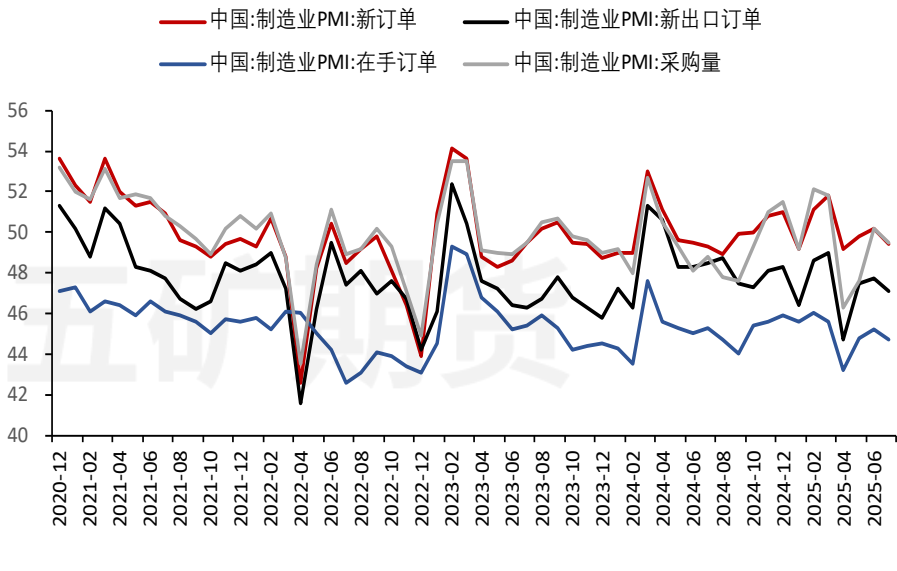
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

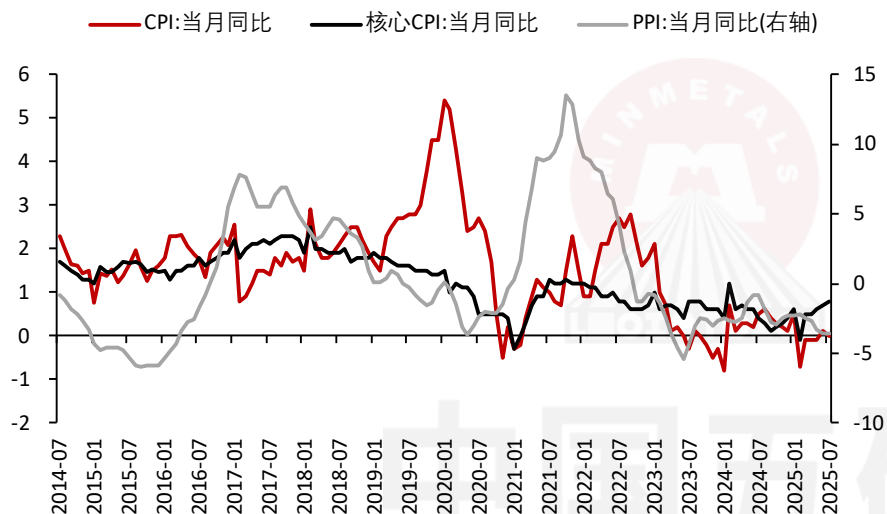
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

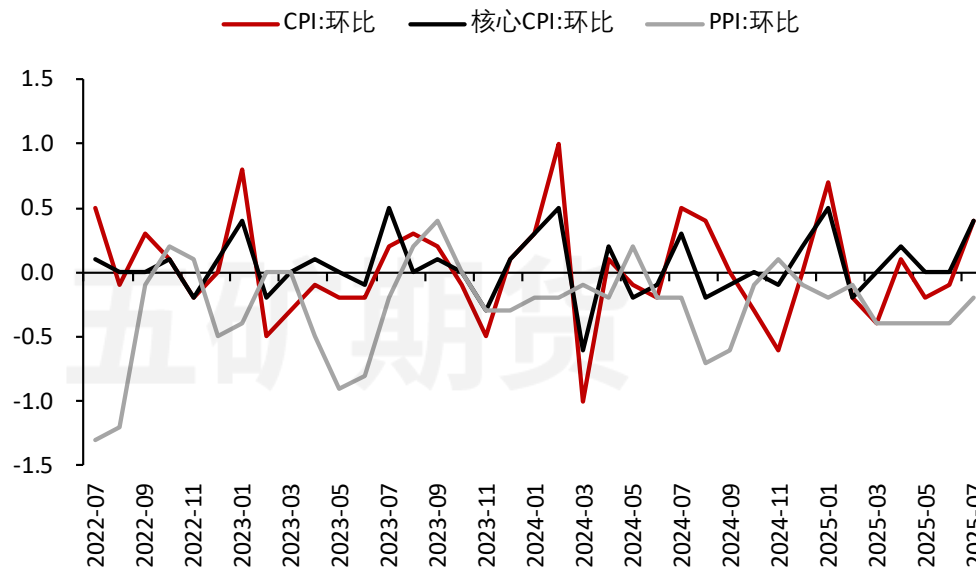
在7月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所下降。在高温、台风暴雨等极端天气与自然灾害的影响下，生产指数季节性回落，仍处于荣枯线上。新订单则重回收缩区间，新订单、新出口订单分别录得49.4%和47.1%，较前值下降0.8、0.6个点，此前抢出口效应有一定透支，出口可能边际承压。“反内卷”对于价格预期有改善，但需求端的配合仍有待观察。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

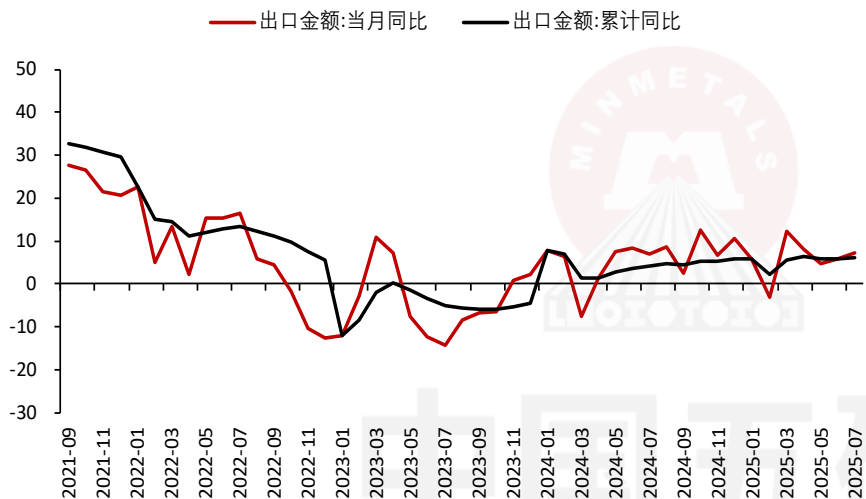
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

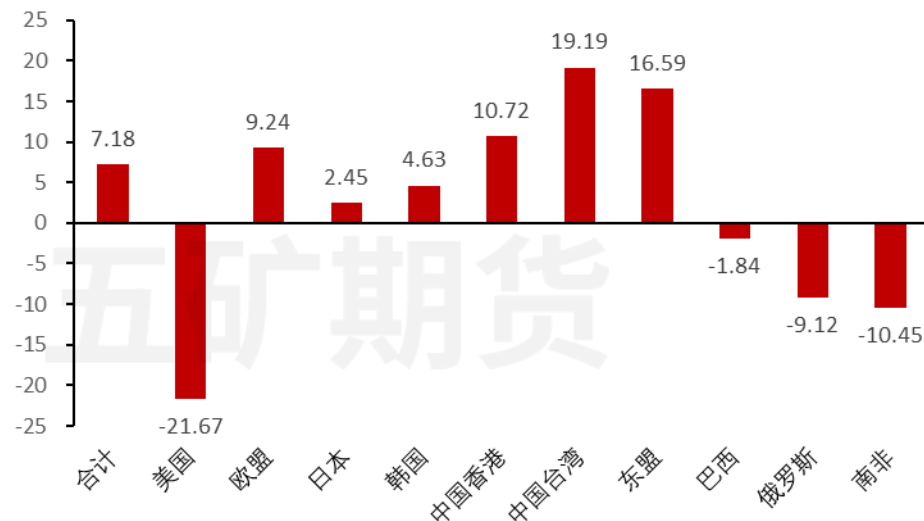
- 1、7月份CPI同比上升0.0%，前值0.1%；核心CPI同比上升0.8%，前值0.7%；PPI同比下降3.6%，前值-3.6%；
- 2、从环比数据看，CPI环比0.4%，前值-0.1%；核心CPI环比0.4%，前值0.0%；PPI环比-0.2%，前值-0.4%。CPI的环比上升主要由季节性和金饰、铂金饰品等消费品价格上升带动；而PPI同比降幅持平，环比降幅收窄，一方面受到统计因素影响，下旬涨价未完全体现在PPI中；另一方面“反内卷”带动上游价格回升，而中下游价格传导仍有待观察。

图19：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

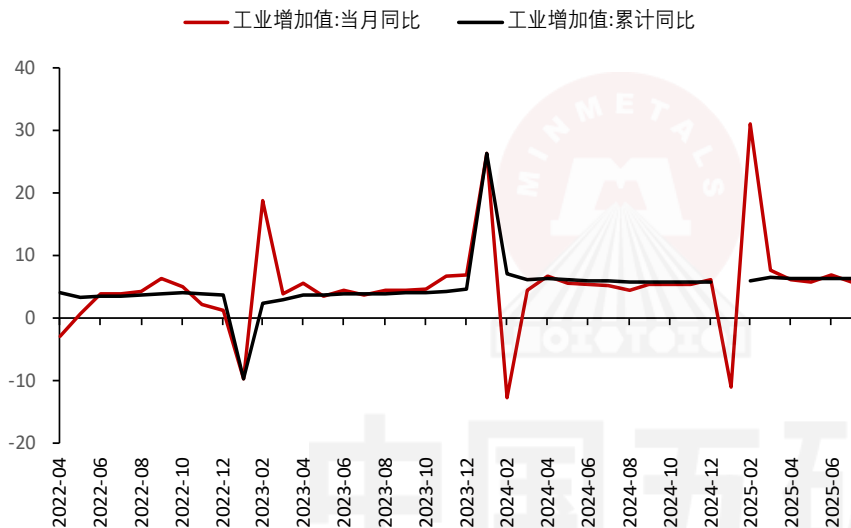
图20：对部分经济体出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

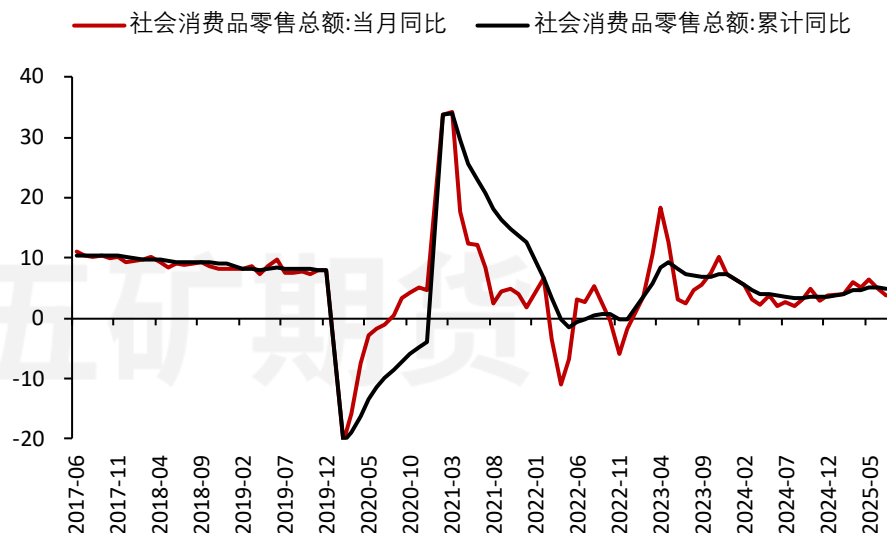
2025年7月我国进出口数据在抢出口背景下有所回升，整体好于预期。7月出口(美元计价)同比增长7.2%，前值5.9%，较前值上升1.3个百分点。7月进口同比增长4.1%，前值1.1%，其中铜矿、铜材、电子从业进口增速靠前。分国别看，7月我国对美出口同比下降21.67%，相较而言，7月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速16.59%，反映转口效应延续。

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（%）

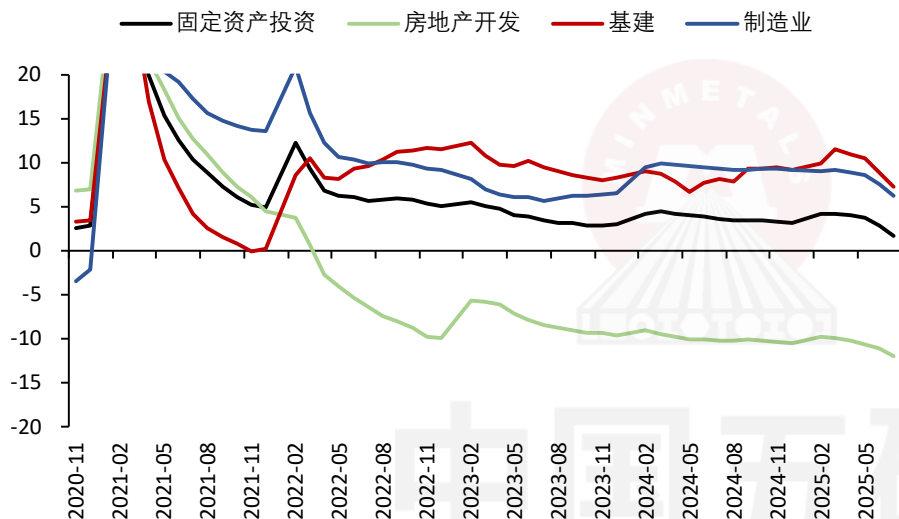


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、7月份工业增加值同比增速为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。

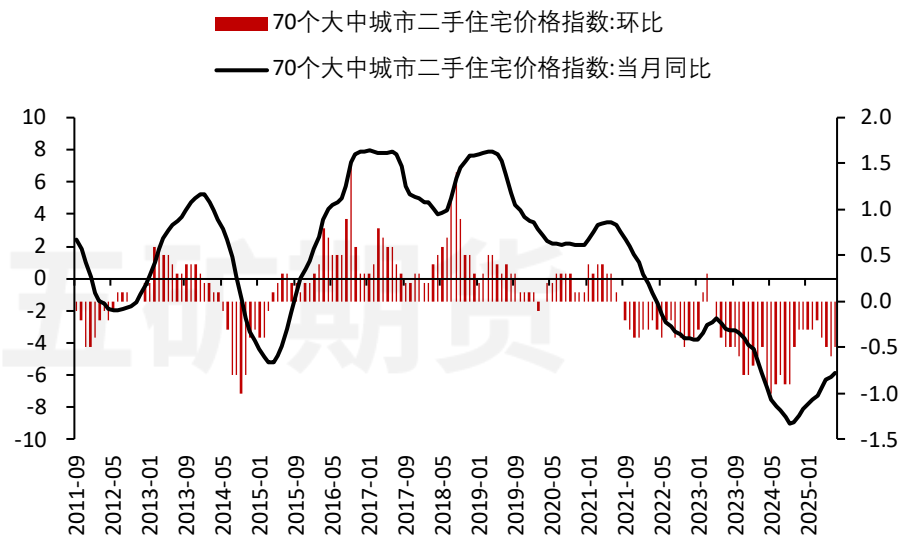
2、7月份社会消费品零售总额当月同比增速3.7%，较前值4.8%下降1.1个点；社零增速显示前期年中大促或有所透支，叠加部分补贴暂停，对社零增速有所拖累。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

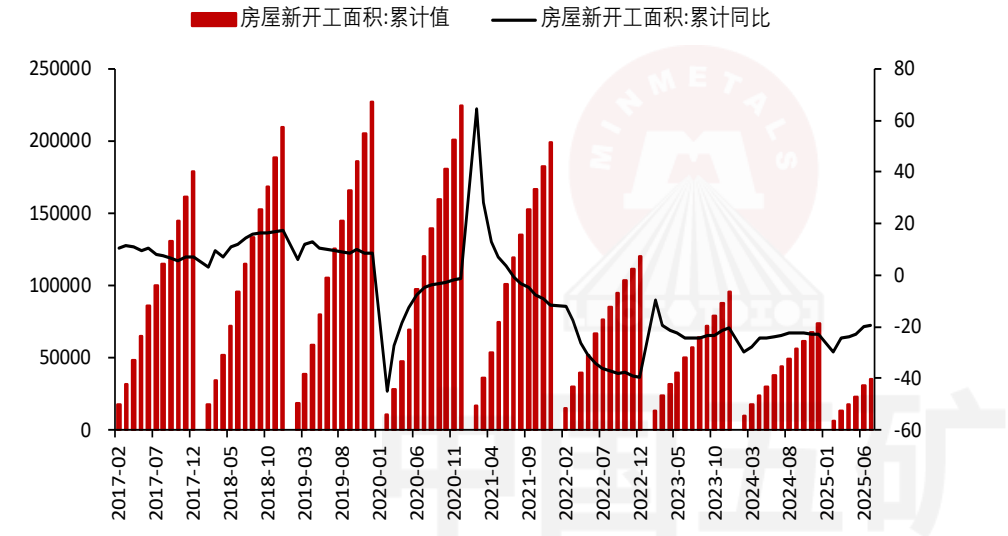
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

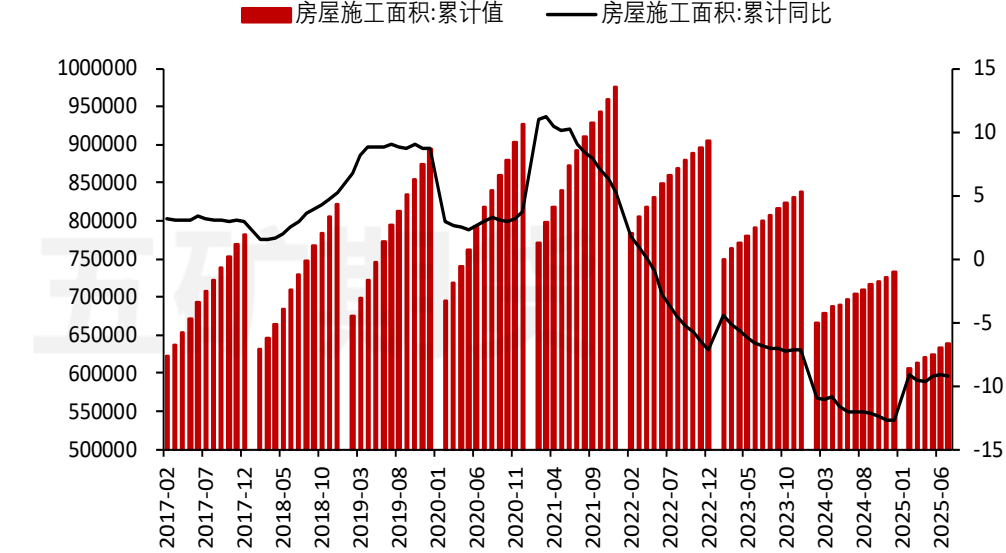
- 1、1-7月固定资产投资累计同比增速为1.6%，前值2.8%；房地产投资增速累计同比为-12.0%，前值-11.2%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比3.2%，前值4.6%，增速有小幅放缓；制造业投资累计同比为6.2%，前值为7.5%，增速有所放缓；
- 2、7月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.5%，前值-0.6%；同比-5.9%，前值-6.1%。

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

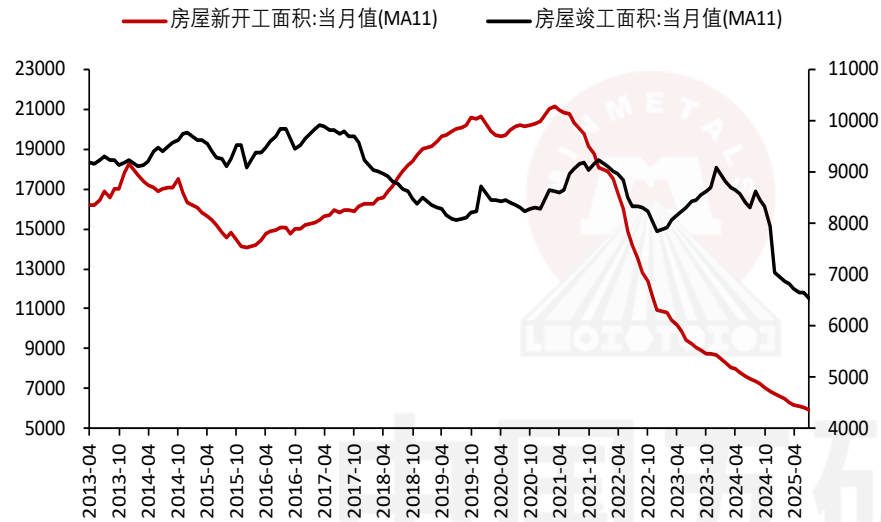
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

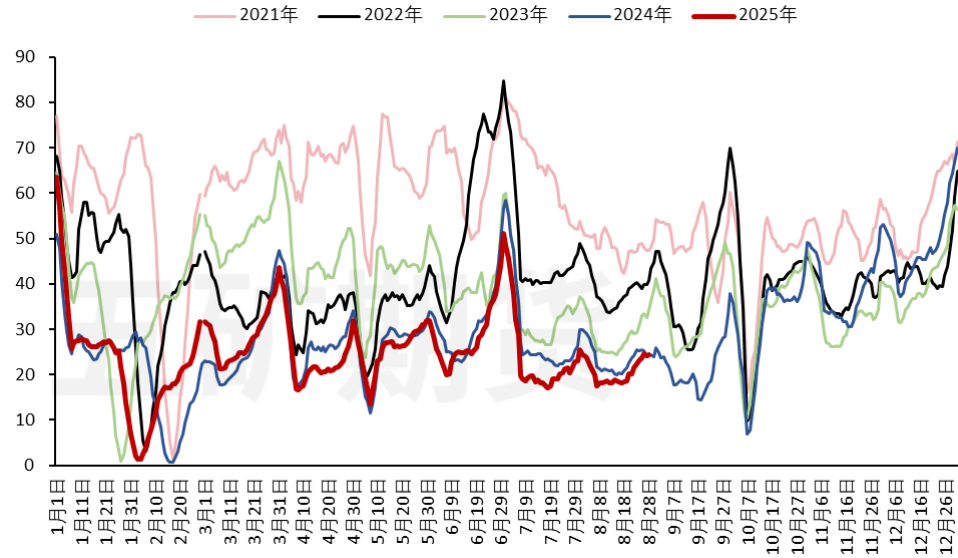
- 1、7月房屋新开工面积累计值35206万平，累计同比-19.4%，前值-20.0%；
- 2、7月房屋新施工面积累计值638731万平，累计同比-9.2%，前值-9.1%。

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

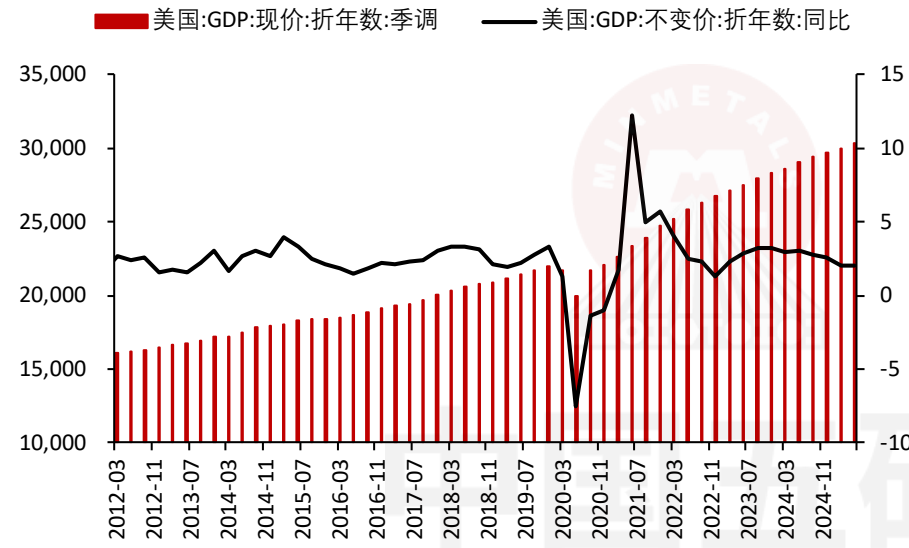
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

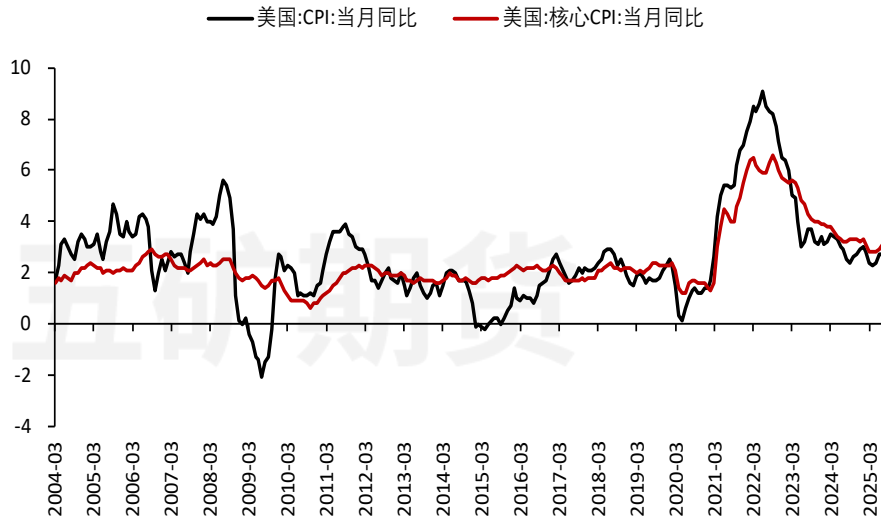
- 1、7月份竣工端数据同比回落29.46%，前值-2.16%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

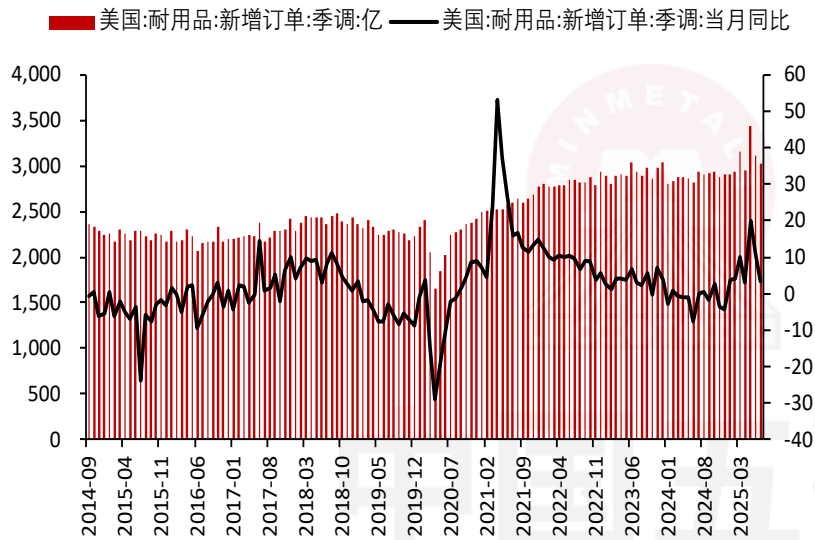
图30: 美国CPI (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

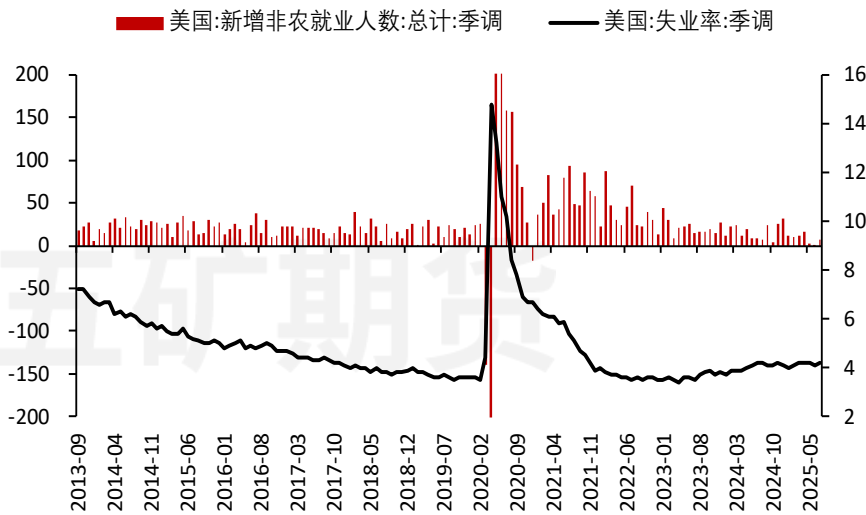
- 1、二季度单季美国GDP现价折年数29854亿美元，实际同比增速2.07%，环比增长3.3%；
- 2、美国7月未季调CPI同比升2.7%，预期升2.8%，前值升2.7%。美国7月季调后CPI环比升0.2%，预期升0.2%，前值升0.3%。美国7月PPI同比升3.3%，为今年2月以来最高水平，预期升2.5%，前值从升2.3%修正为升2.4%。

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

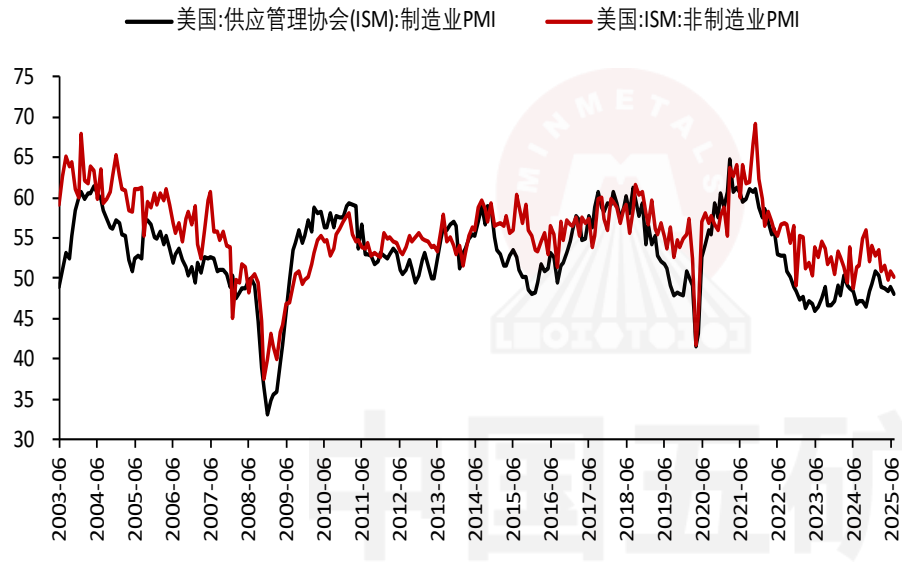
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

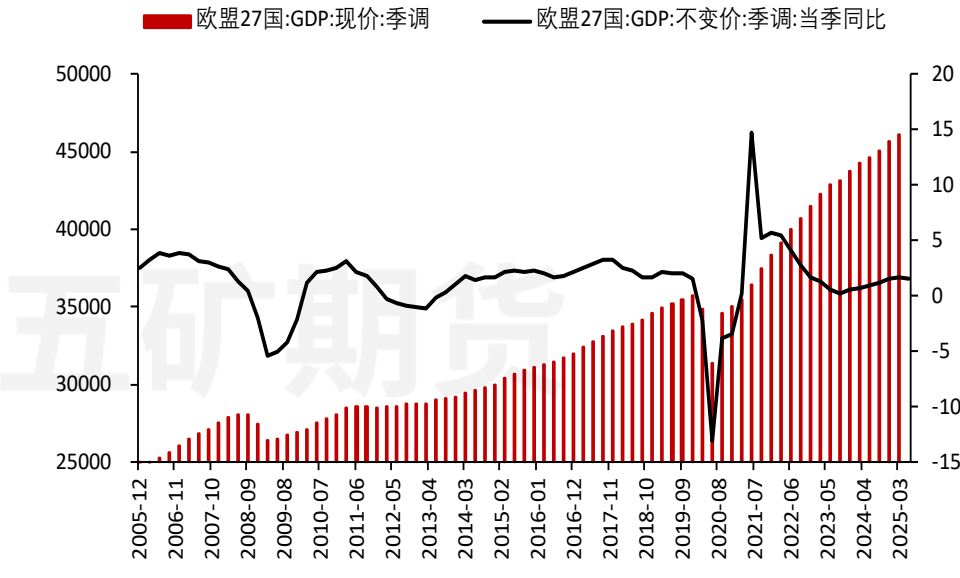
- 1、美国7月耐用品订单金额3028亿美元，同比增长3.26%，前值10.83%；
- 2、美国7月非农就业人数增加7.3万人，预估为增加11.0万人，下修5月、6月数据至1.9万和1.4万，两月累计下修25.8万人；失业率报4.2%。

图33：美国PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

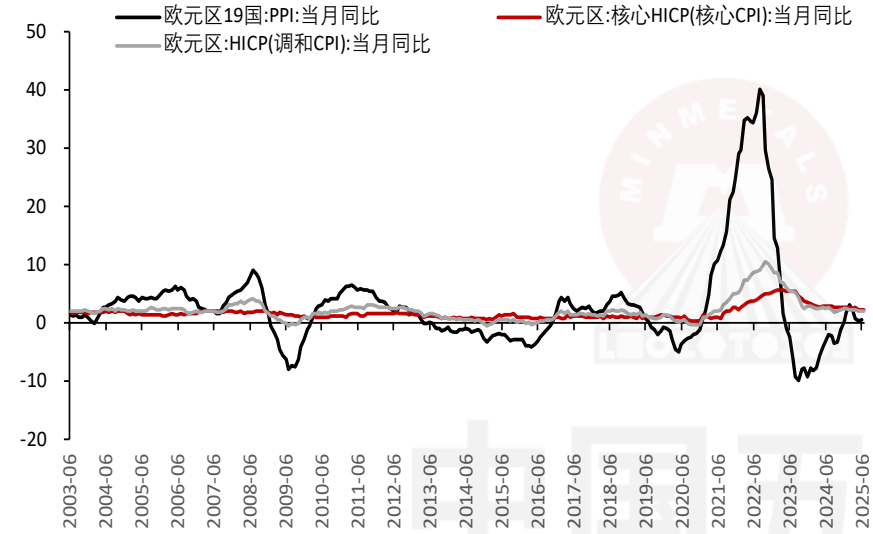
图34：欧盟季度GDP（亿欧元，%）



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



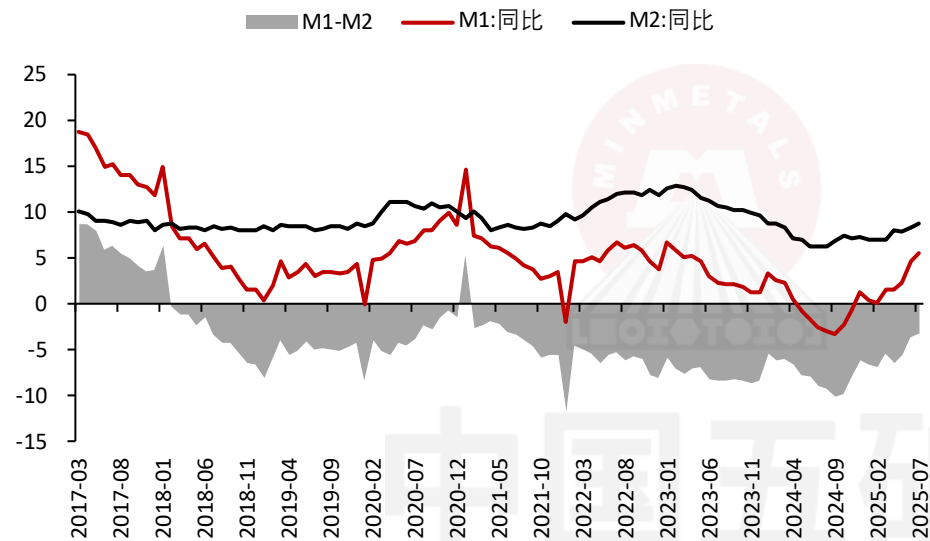
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 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

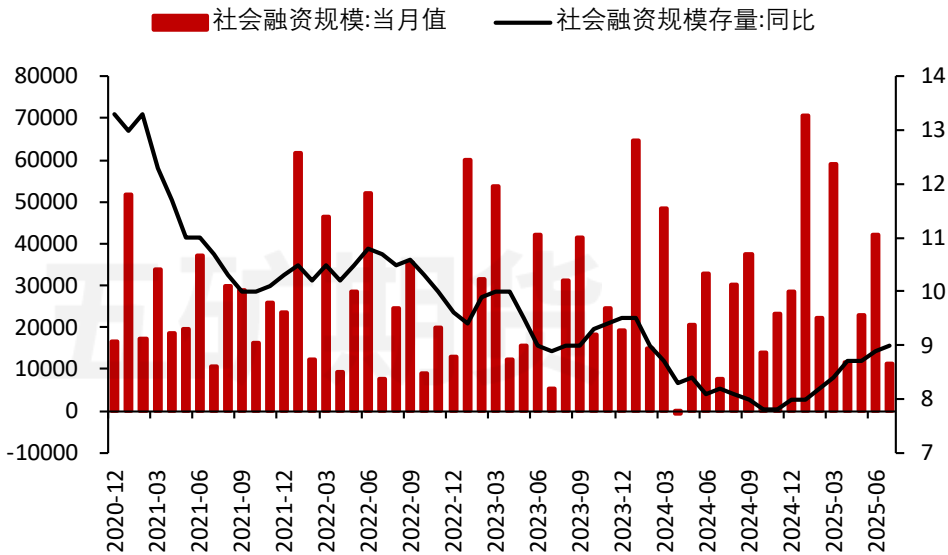
流动性

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

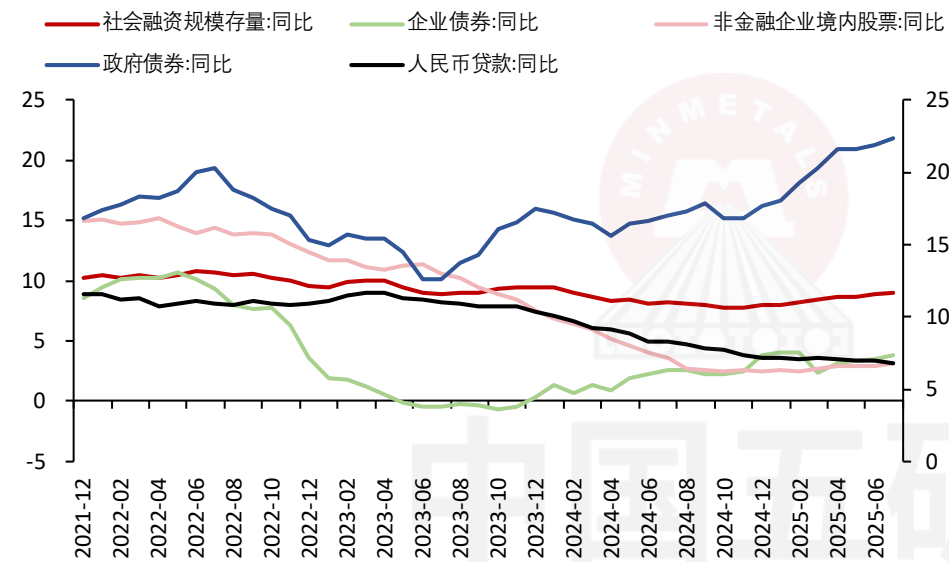
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

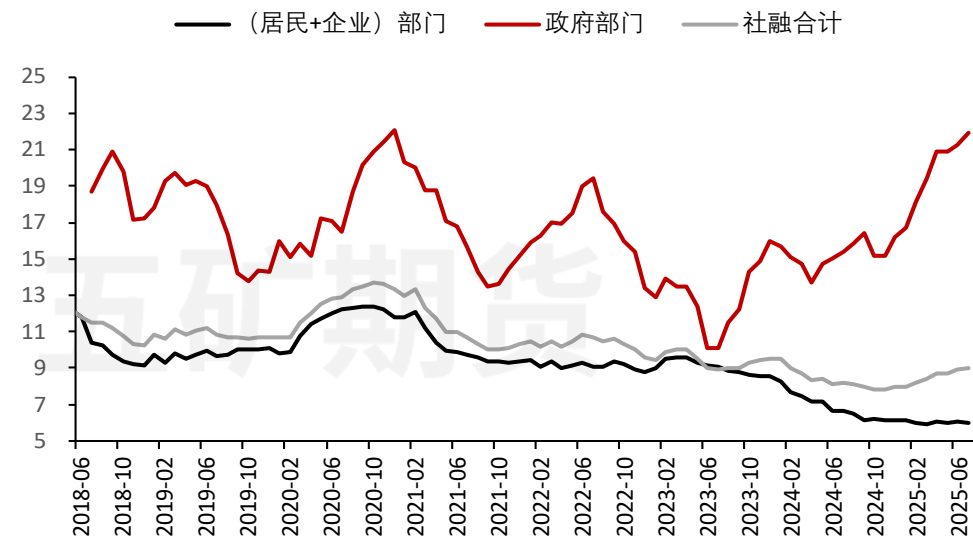
- 1、7月M1增速5.6%，前值4.6%；M2增速8.8%，前值8.3%；广义货币同比增速有所回升；
- 2、7月当月，社融增量1.16万亿元，同比多增3893亿元；新增人民币贷款近-500亿元，社融主要来自于政府债的增长，7月是信贷投放小月，居民企业信贷均有所走弱。企业方面，短贷、中长贷均同比少增，可能反映了关税扰动以及反内卷预期使得企业信贷需求偏弱，实体经济需求有待提振。居民信贷方面，受地产成交承压影响，居民中长贷负增。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

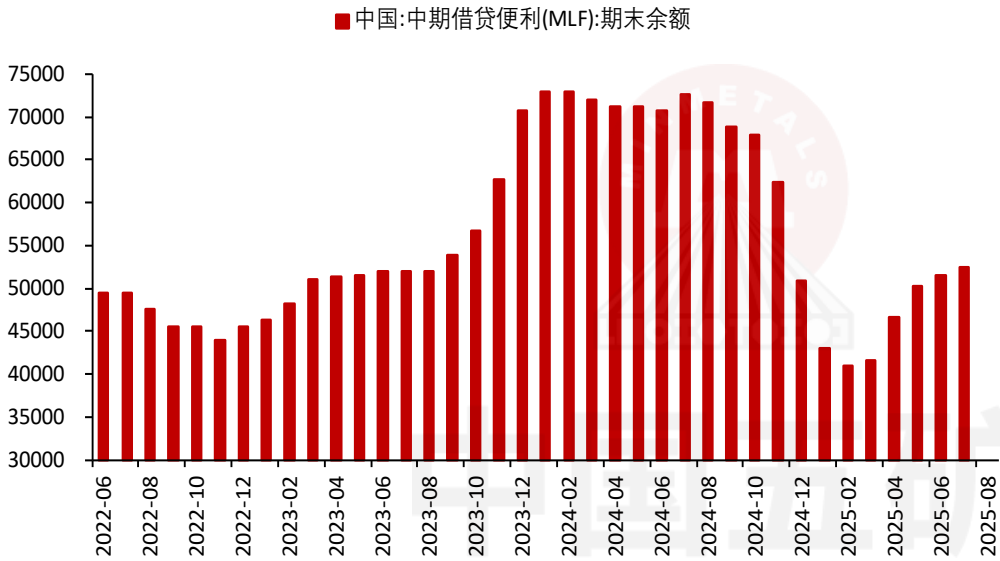
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

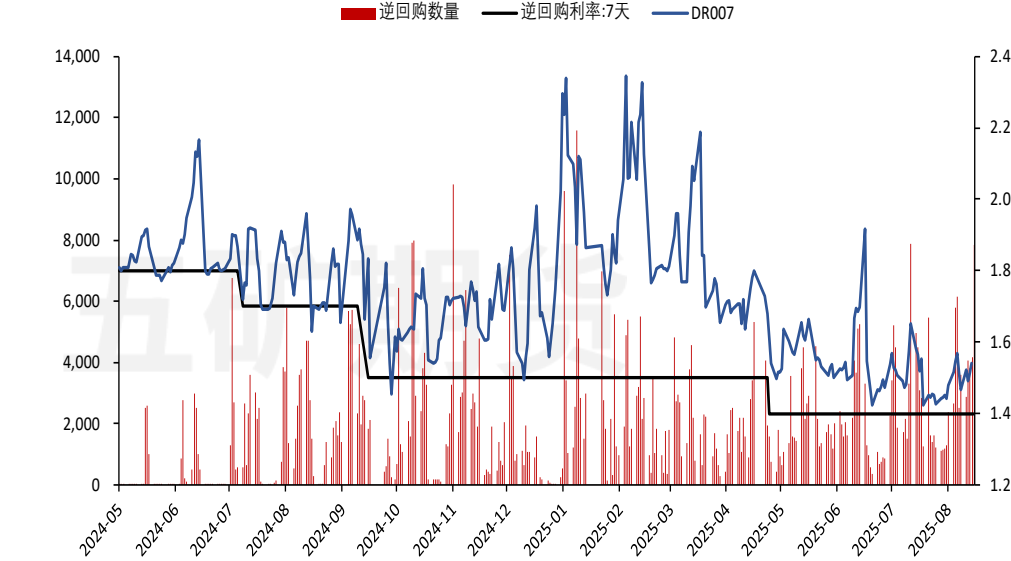
- 1、7月社融细分项中，政府债增速持续反弹，实体部门融资放缓；
- 2、7月居民及企业部门的社融增速6.02%，前值6.07%，政府债增速21.90%，前值21.30%。

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22731亿元逆回购操作和6000亿元1年期MLF操作，有有20770亿元逆回购和3000亿元1年期MLF到期，本周净投放4961亿元，DR007利率收于1.52%。

05

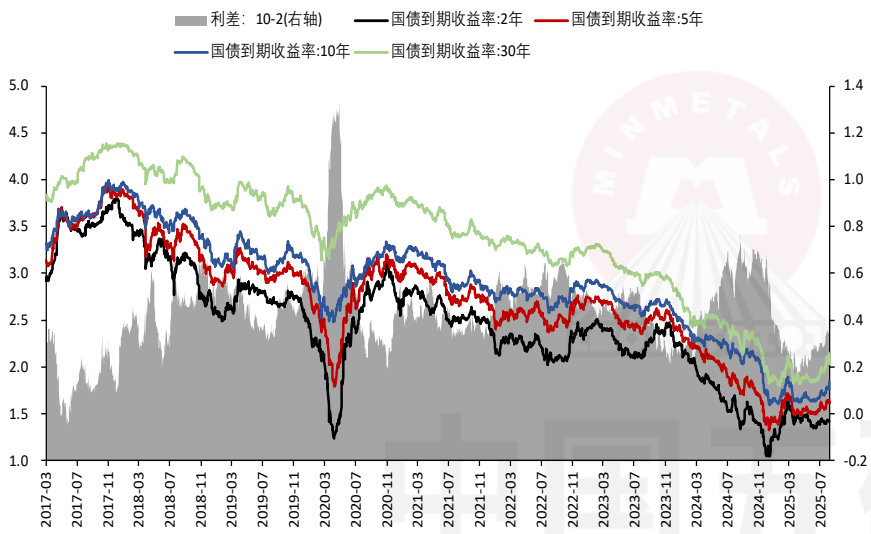
利率及汇率

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	1.42	5.41	-2.82	-14.50
回购	R007	1.52	-4.65	3.32	-6.35
回购	DR001	1.33	1.61	-8.27	-6.62
回购	DR007	1.52	-2.37	4.89	-3.84
国债到期收益率	2年	1.40	-1.55	-3.04	-1.40
国债到期收益率	5年	1.64	-0.46	0.39	6.56
国债到期收益率	10年	1.84	-0.44	6.06	14.18
国债到期收益率	30年	2.14	0.00	6.25	20.10
美国国债收益率	10年	4.23	1.00	-3.00	-14.00

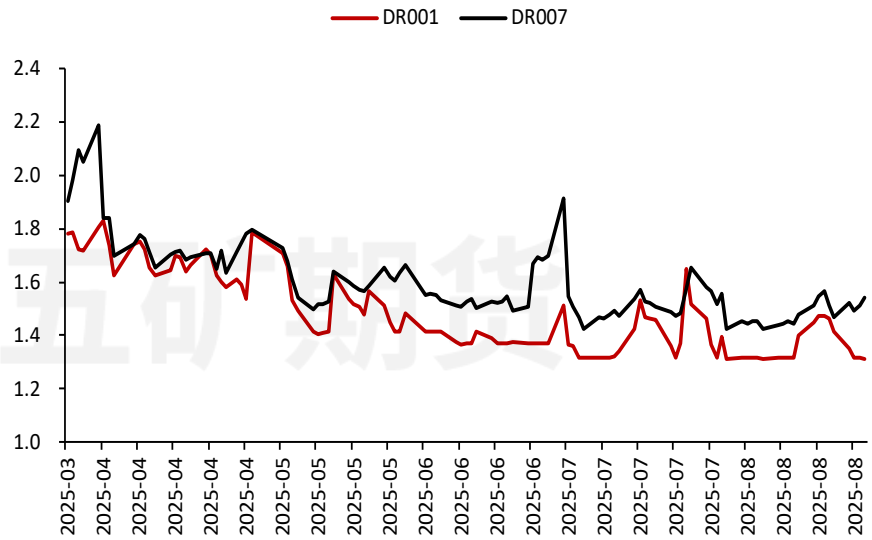
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



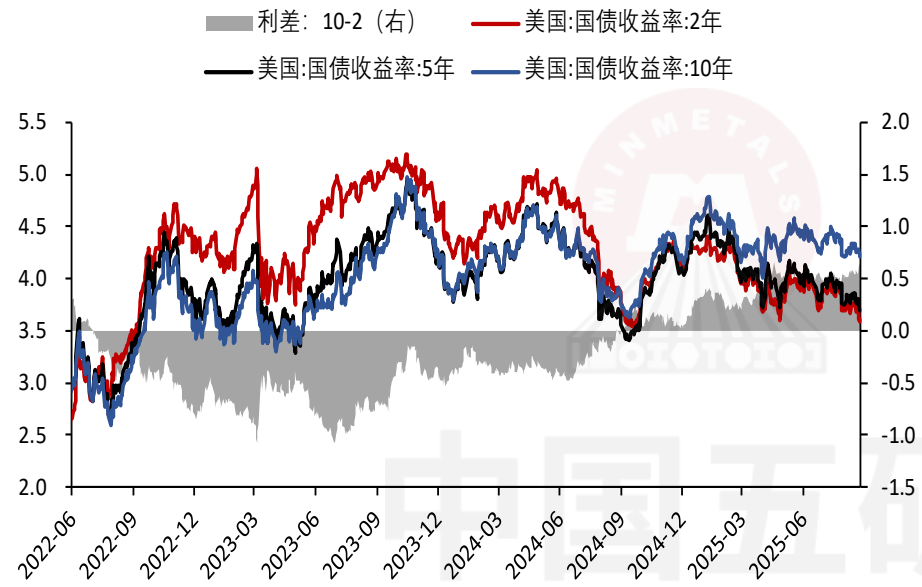
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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