



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

基本面偏弱，债市维持震荡

国债周报

2025/09/20

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：8月经济数据整体略低于预期，供需两端均有所回落，“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；出口方面，8月出口数据有所放缓，对美出口回落而非美地区出口增速维持韧性。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，美国9月份降息落地，后续宽松程度需关注关税引起的通胀变动。

1、8月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.2%，环比增长0.37%。8月份，全国服务业生产指数同比增长5.6%；社会消费品零售总额39668亿元，同比增长3.4%；环比增长0.17%；1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）326111亿元，同比增长0.5%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长4.2%。

2、9月18日，央行公告称，为丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线，根据中国人民银行与香港金融管理局签署的《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，2025年9月22日（周一）中国人民银行将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2025年第七期中央银行票据。

3、财政部：1-8月，全国一般公共预算收入148198亿元，同比增长0.3%。其中，印花税2844亿元，同比增长27.4%，证券交易印花税1187亿元，同比增长81.7%。

4、9月19日，中国人民银行官网发布公告称，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，即日起，公开市场14天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，操作时间和规模将根据流动性管理需要确定。

5、央行行长潘功胜《求是》发文指出，国际货币基金组织是以份额为基础的国际金融组织，份额占比决定了成员国在基金组织的投票权和获取融资的规模。当前，国际货币基金组织的份额占比没有能够反映成员国在全球经济中的相对地位。按照已达成的共识，尽快推动份额占比调整，是国际货币基金组织完善治理、提升自身合法性和代表性的关键。

6、特朗普提名的美联储理事候选人斯蒂芬·米兰在美国参议院获得确认任命的足够票数，美国参议院确认米兰将参加美联储利率会议。

7、9月17日，美联储如期降息25个基点，将联邦基金利率下调至4.00%-4.25%，为年内首次降息，也是时隔9个月后重启降息。同时，美联储下调超额准备金利率25个基点至4.15%，下调储备金利率25个基点至4%。

- ◆ 流动性：本周央行进行18268亿元7天期逆回购、6000亿元6个月买断式逆回购与1500亿元国库现金定存操作，有12645亿元逆回购和1200亿元国库现金定存到期，本周净投放11923亿元，DR007利率收于1.51%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.88%，周环比+1.38BP；30Y国债收益率收于2.20%，周环比+1.75BP；2、最新10Y美债收益率4.14%，周环比+8.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，8月经济数据延续放缓态势，整体低于预期。“反内卷”政策下价格水平回升，但后续抢出口效应可能边际弱化，往后出口或有所承压，对经济数据的拉动作用减弱。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利率可能有向下空间，但节奏上需关注股债跷跷板作用，债市短期震荡格局为主。

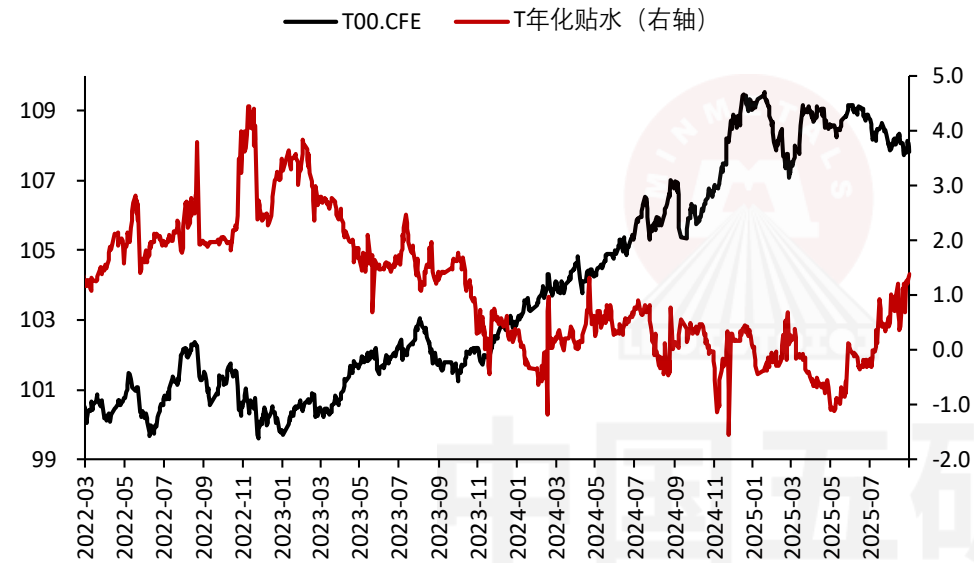
国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，随着关税扰动及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

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

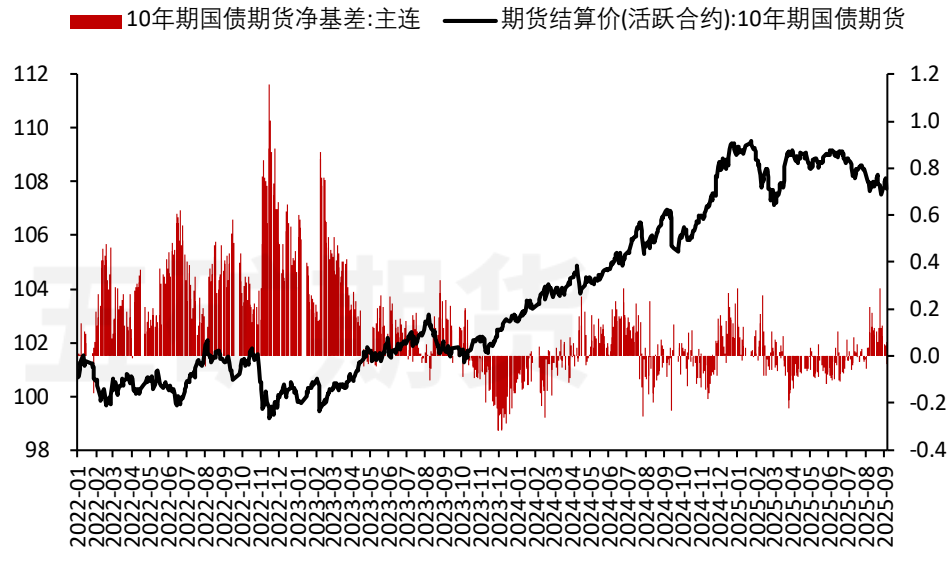
期现市场

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



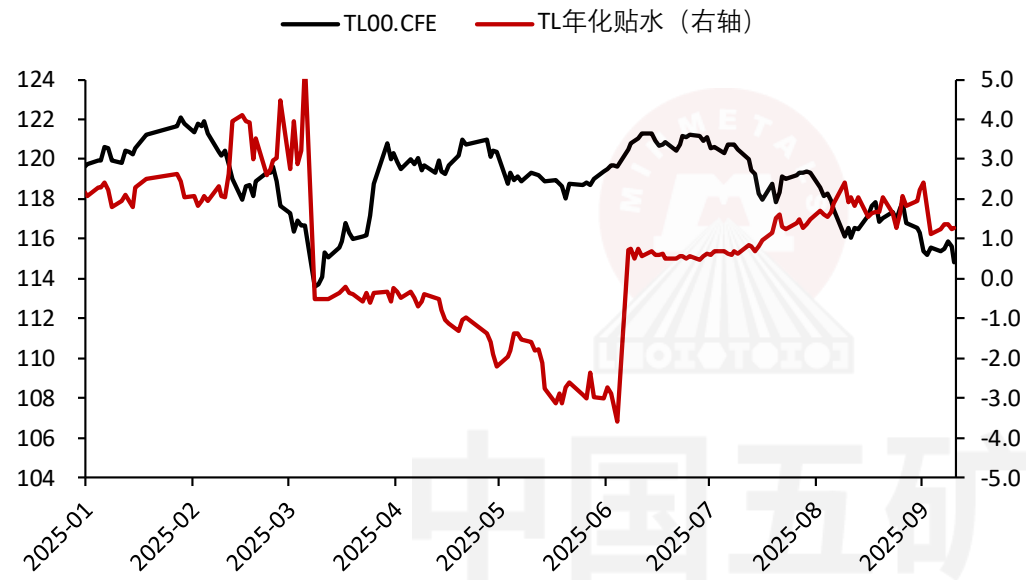
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



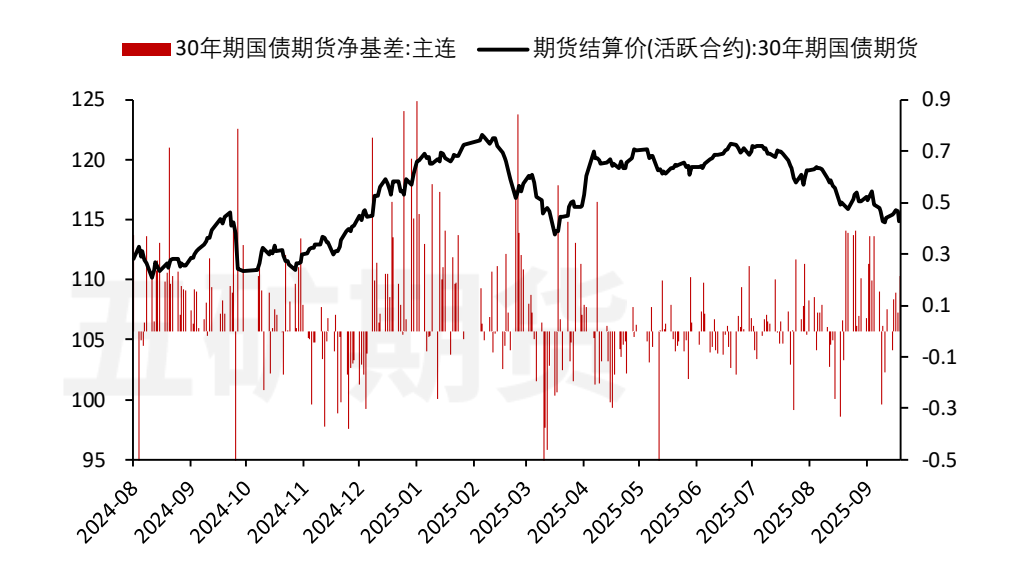
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



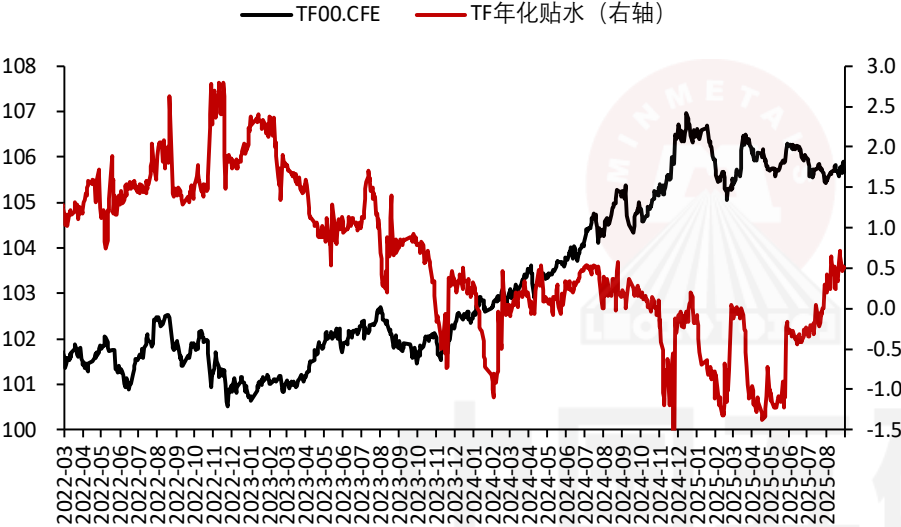
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



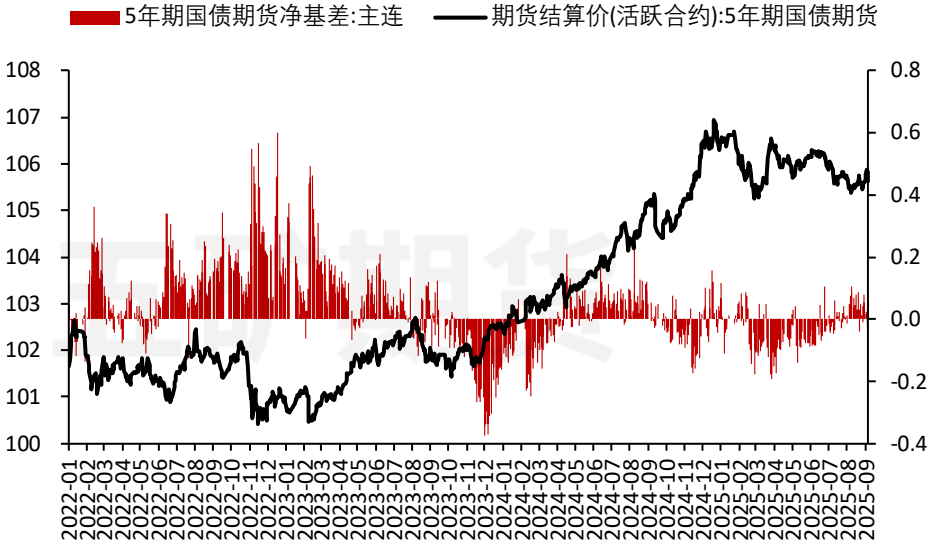
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



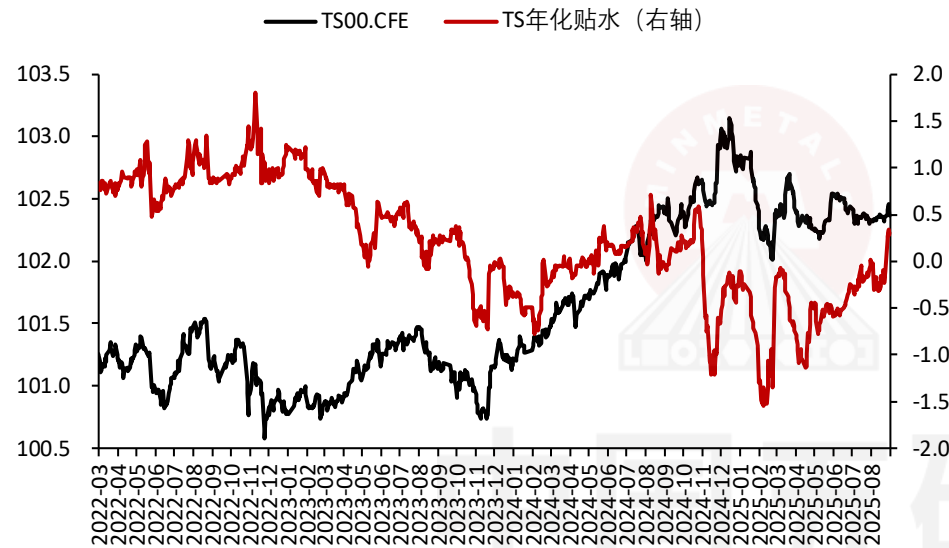
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



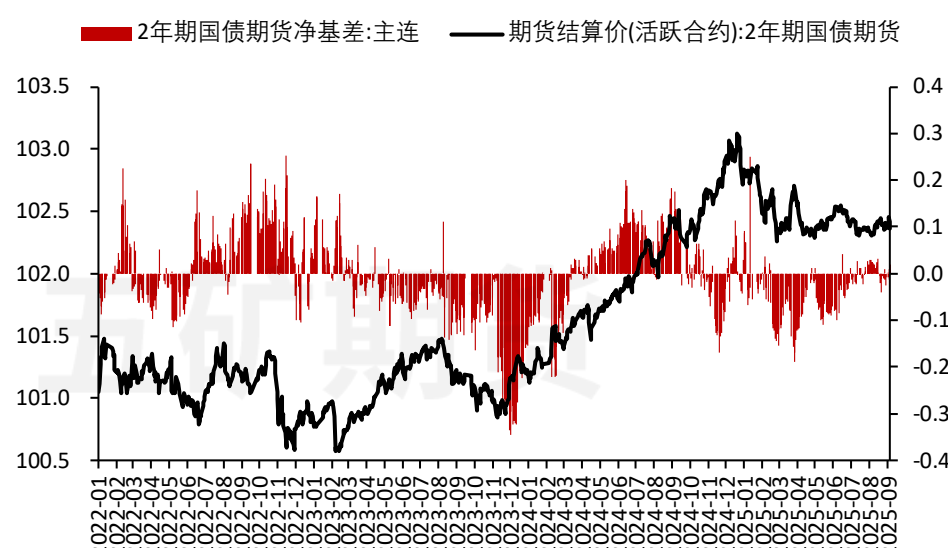
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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



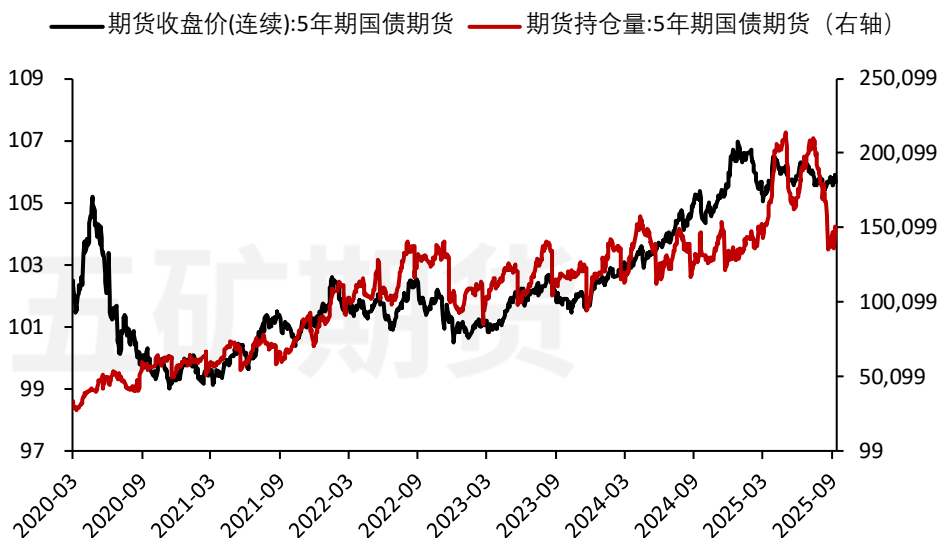
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：TS收盘价及持仓量（手）



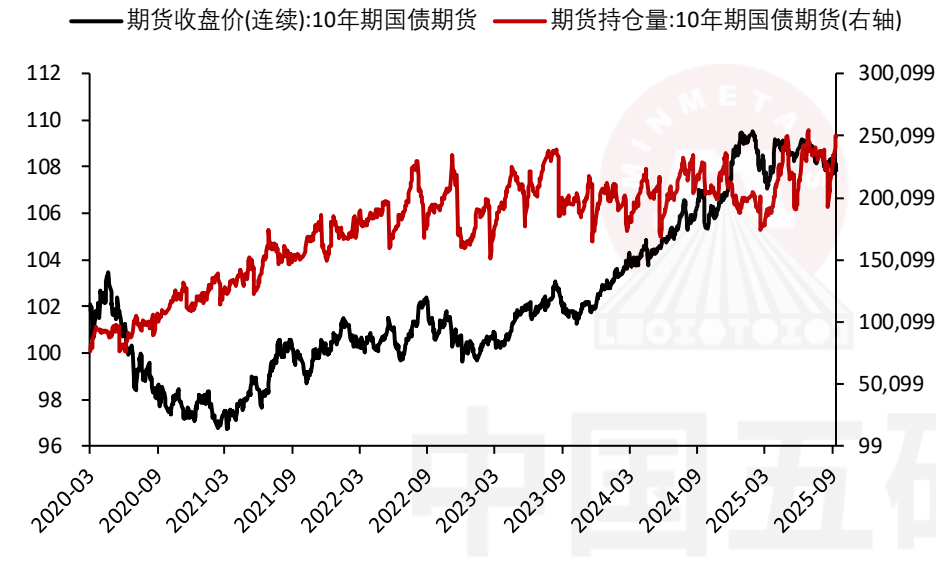
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：TF收盘价及持仓量（手）



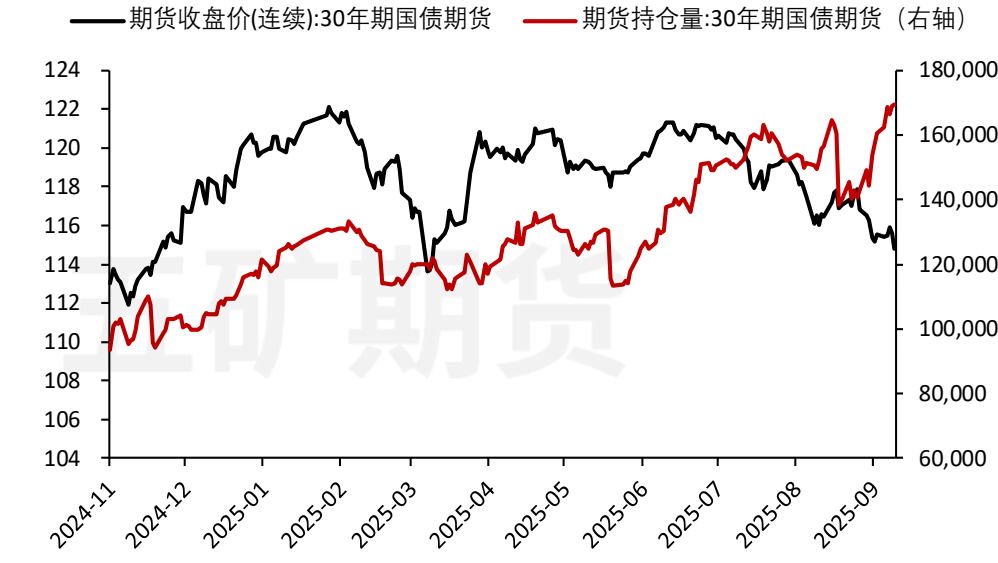
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）

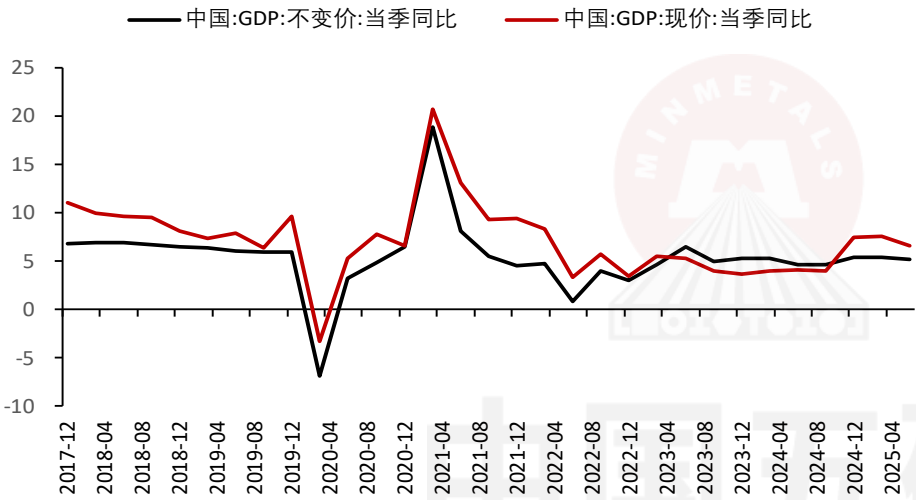


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

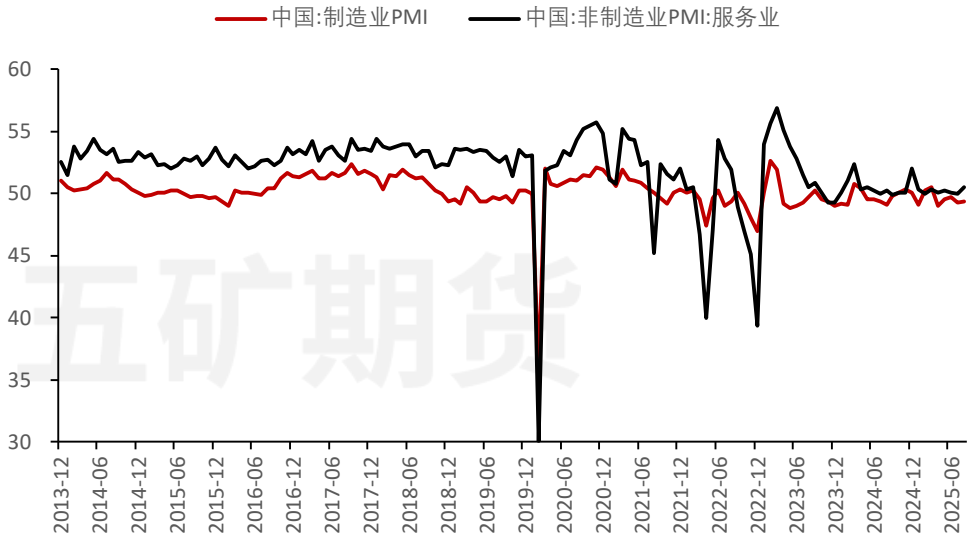
主要经济数据

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

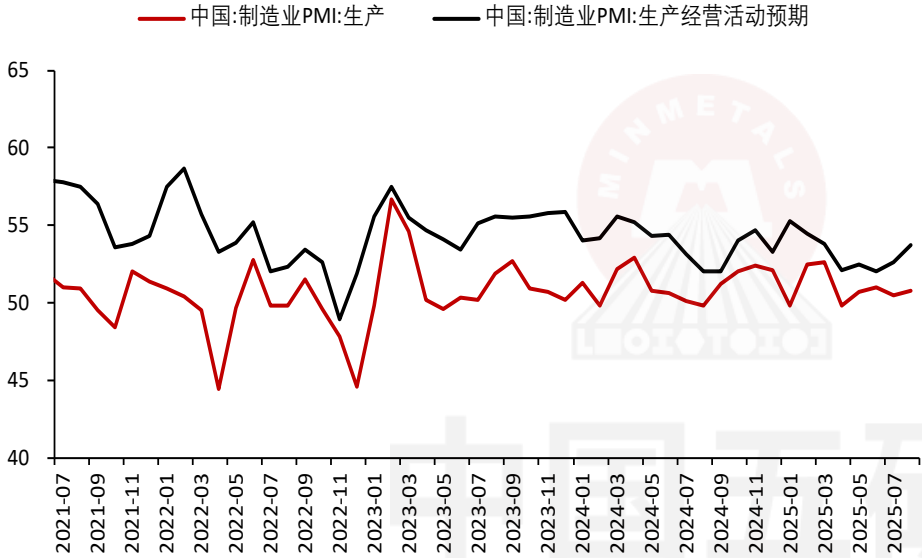
- 1、2025年2季度GDP实际增速5.4%，超市场预期，今年上半年经济增长维持韧性。
- 2、8月制造业PMI录得49.4%，较前值上升0.1个百分点；服务业PMI较前值上升0.5个点，录得50.5%，整体有所回升。

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
2025-08	50.80	49.50	47.20	45.50	46.80	50.40	48.00	49.10	53.30	48.00	47.90	50.50	53.70
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
过去五年平均	51.18	49.98	47.86	45.12	47.14	49.90	48.16	49.02	52.72	47.80	48.80	49.82	55.20
上月过去五年平均	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
本月环比变化	0.30	0.10	0.10	0.80	-0.60	0.90	0.20	0.80	1.80	0.30	-0.10	0.20	1.10
过去五年平均环比变化	0.16	0.00	0.20	0.12	-0.32	-0.18	0.32	0.82	-0.02	-0.10	0.02	-0.02	0.04

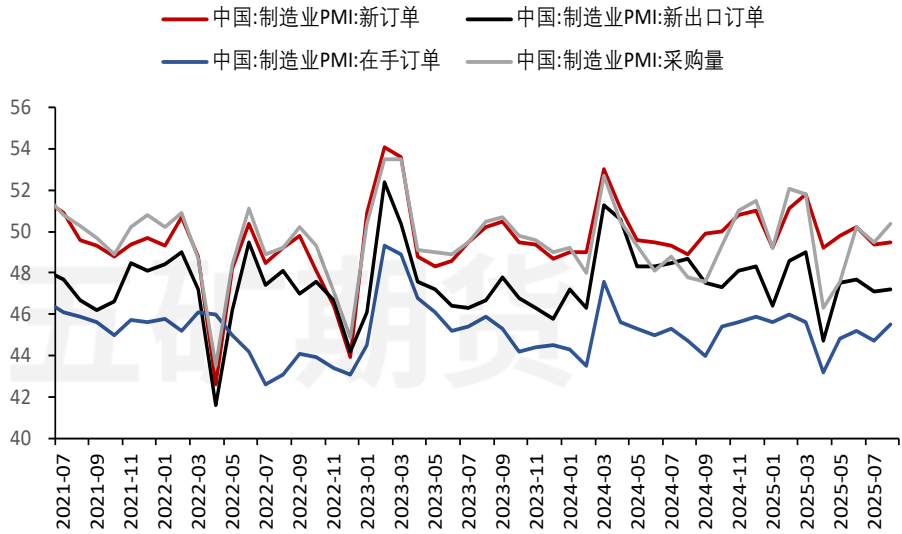
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

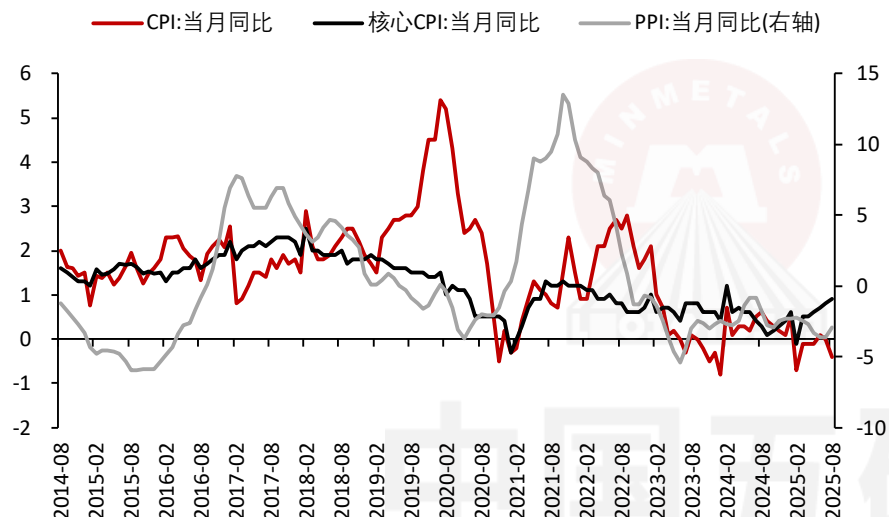
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

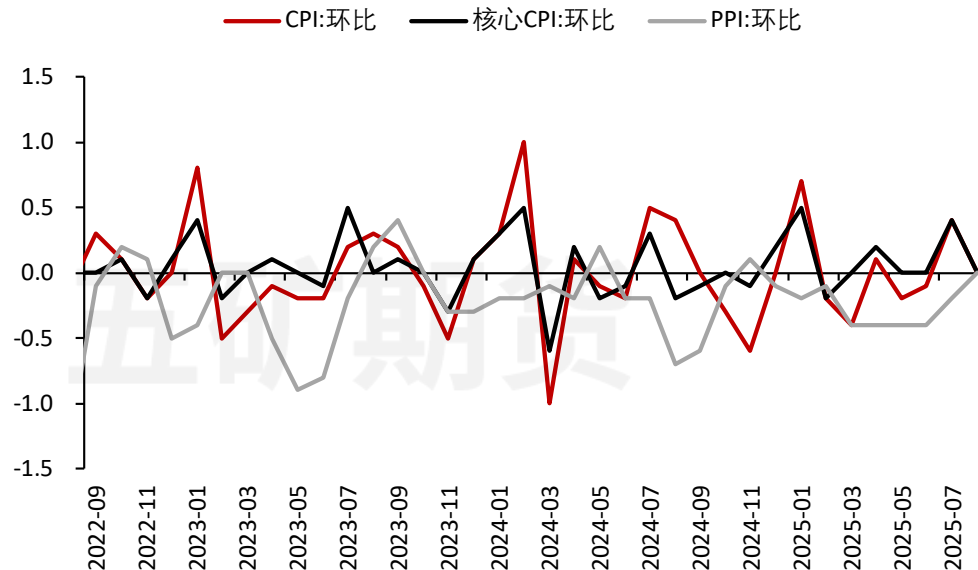
在8月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所回暖。从行业看，医药、计算机通信电子设备等行业生产和新订单指数高于制造业总体PMI，产需较快释放；纺织服装服饰、木材加工及家具、化学原料及化学制品等行业低于荣枯线。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

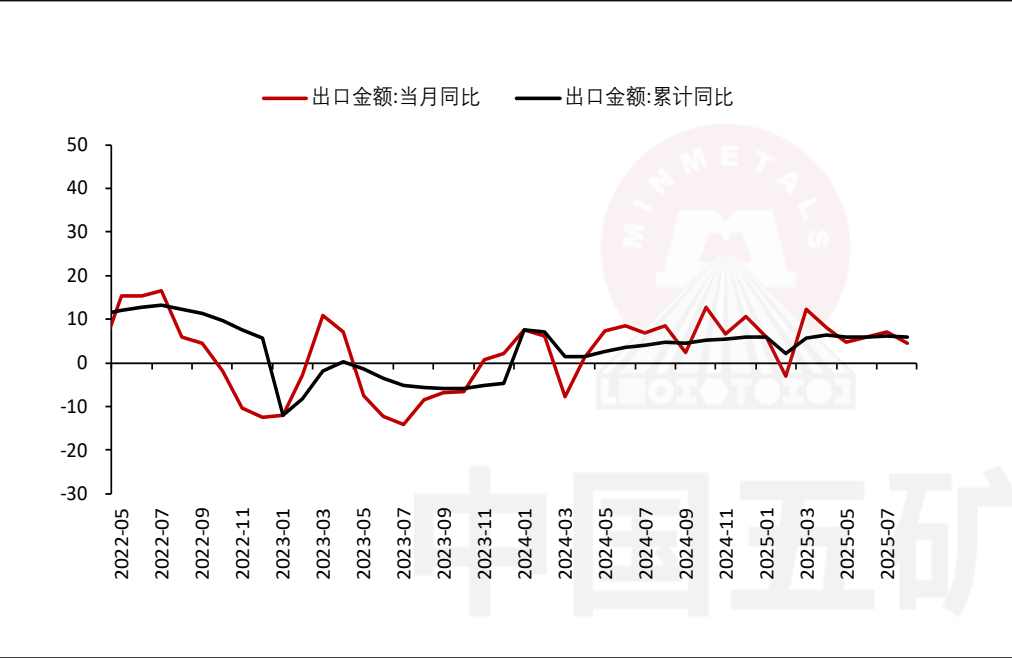
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

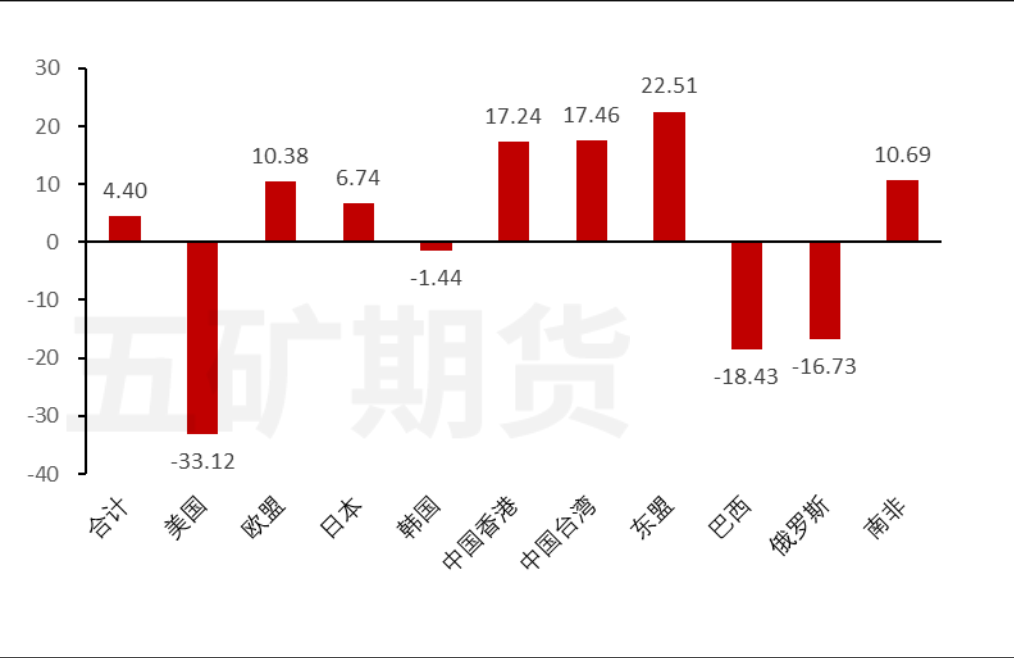
- 1、8月份CPI同比下降0.4%，前值0.0%；核心CPI同比上升0.9%，前值0.8%；PPI同比下降2.9%，前值-3.6%；
- 2、从环比数据看，CPI环比0.0%，前值0.4%；核心CPI环比0.0%，前值0.4%；PPI环比0.0%，前值-0.2%。CPI的环比下降主要由猪肉、蔬果等消费品价格下降带动；而PPI同比环比改善，“反内卷”带动价格回升，而后续价格的回升仍需供需两端的配合，持续性有待观察。

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（%）

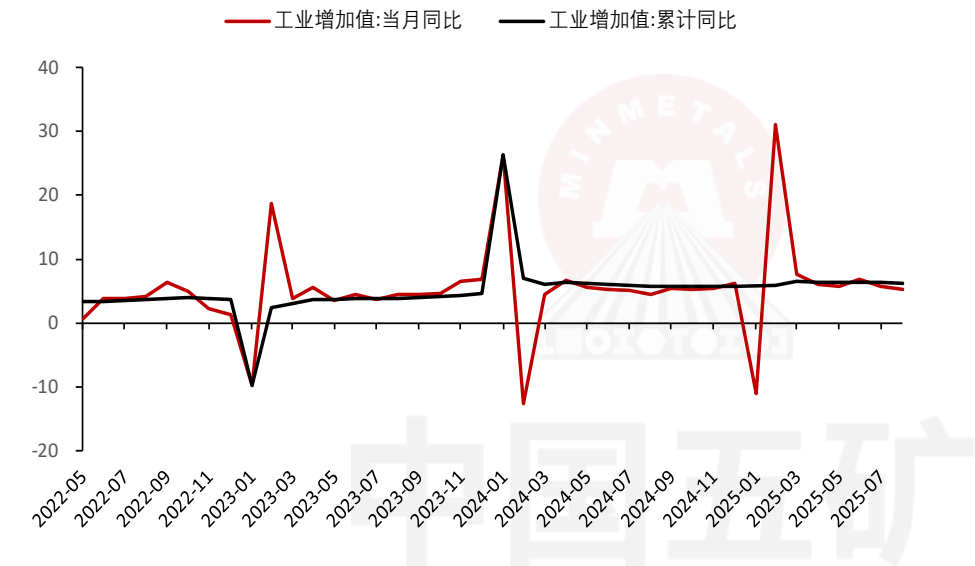


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2025年8月我国进出口数据在高基数背景下有所下降。8月出口(美元计价)同比增长4.4%，前值7.2%。8月进口同比增长1.3%，前值4.1%。

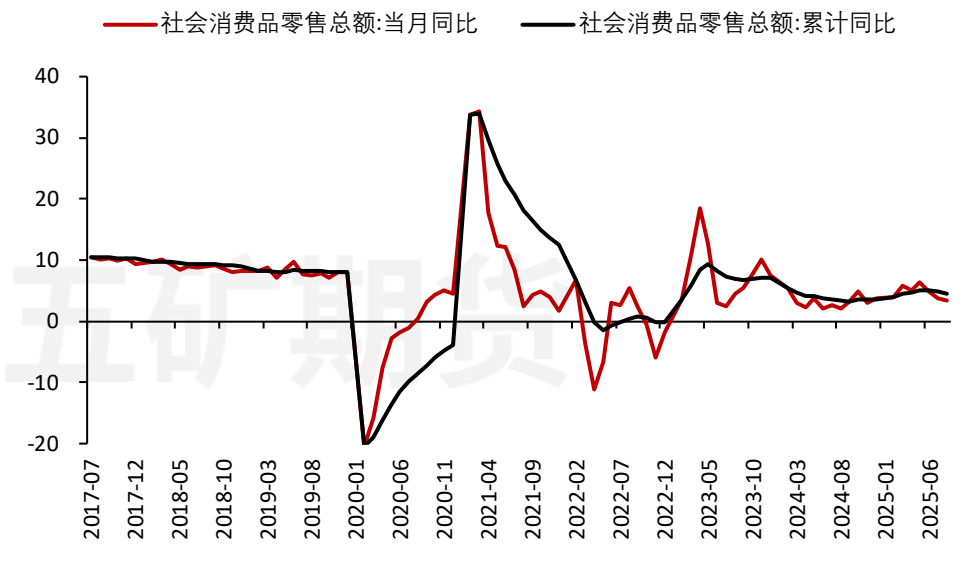
分国别看，8月我国对美出口同比下降33%，相较而言，8月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速23%，反映转口效应延续。

图21：工业增加值（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

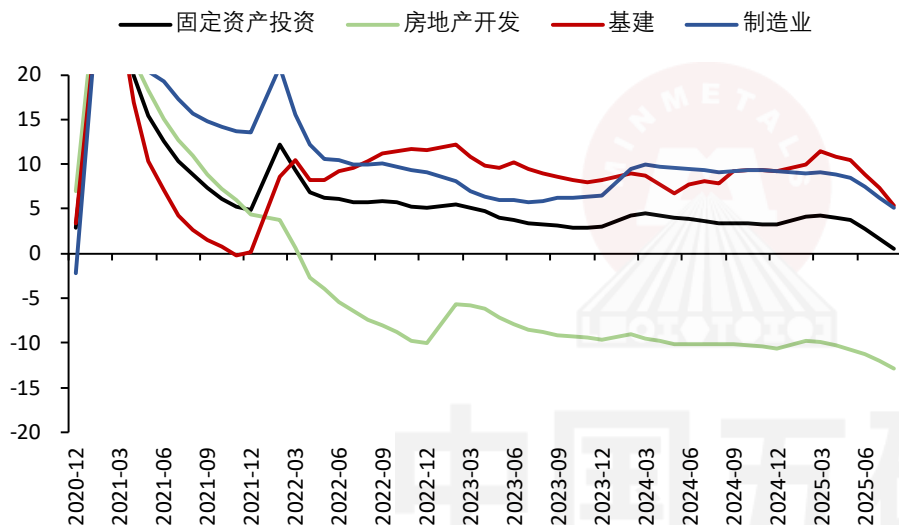
图22：社会消费品零售总额（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

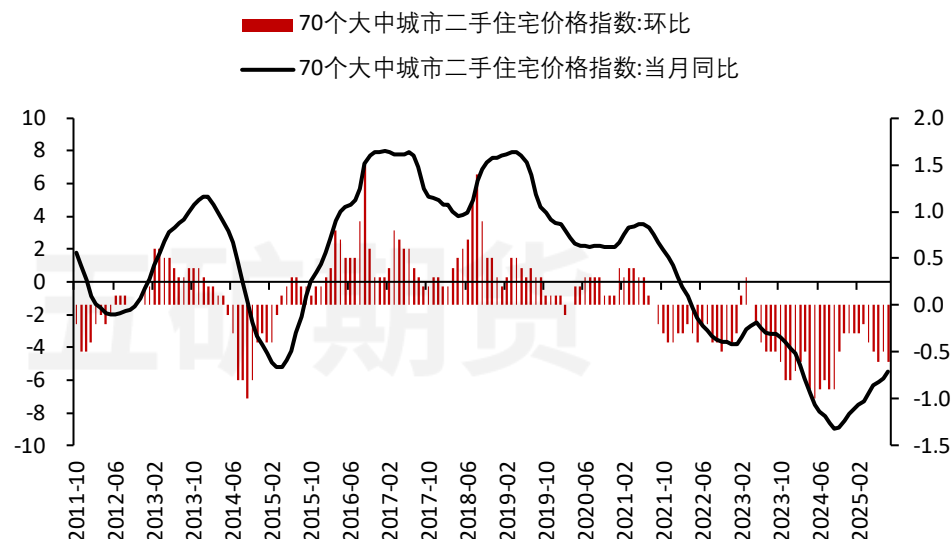
- 1、8月份工业增加值同比增速为5.2%，前值5.7%，工业生产有所放缓。其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.4%，较7月下滑0.9个点；采矿业同比增长5.1%，制造业同比增长5.7%，较前值分别上升0.1个点和下降0.5个点。
- 2、8月份社会消费品零售总额当月同比增速3.4%，较前值3.7%下降0.3个点；社零增速显示前期消费补贴和年中大促对需求或有所透支，叠加部分补贴暂停，对社零增速有所拖累。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

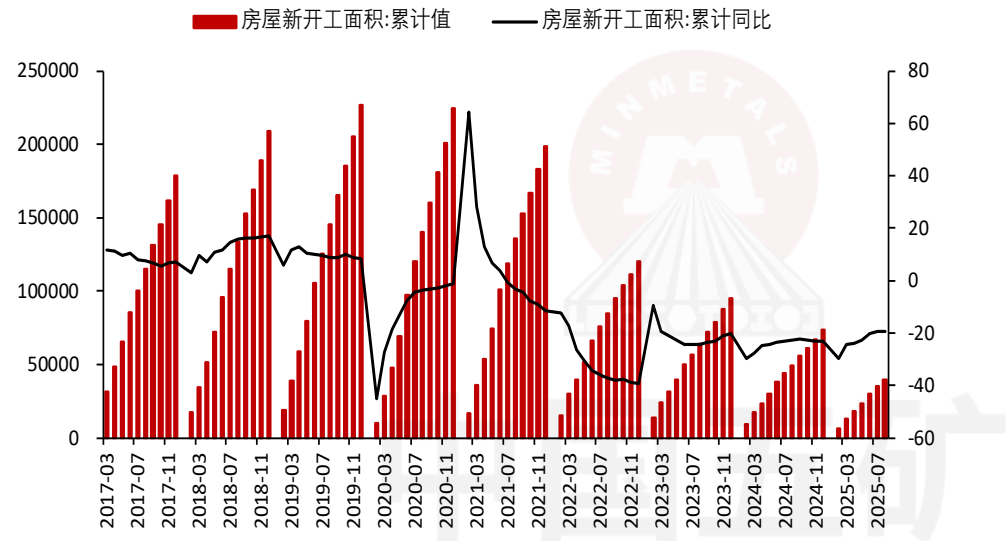
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

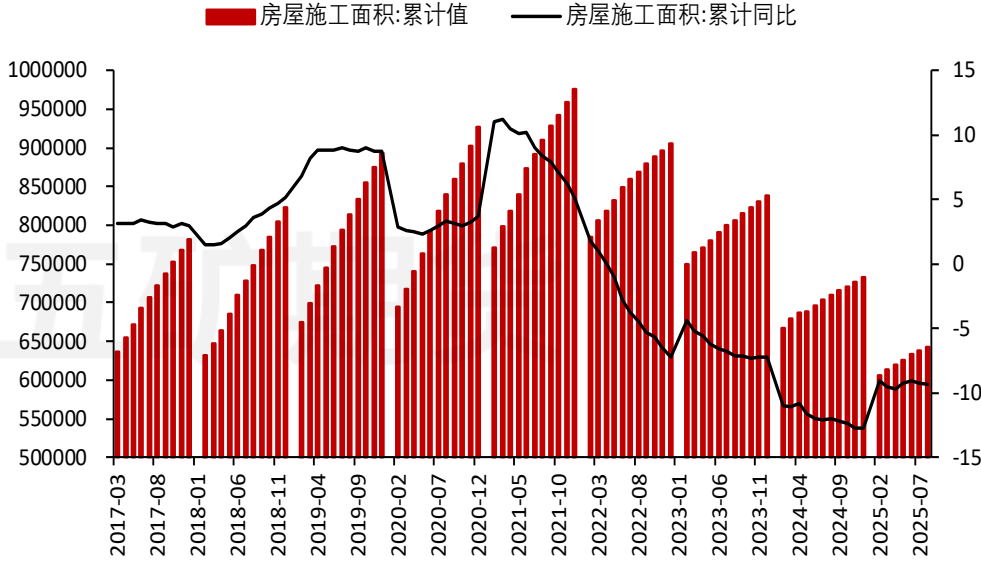
- 1、1-8月固定资产投资累计同比增速为0.5%，前值1.6%；房地产投资增速累计同比为-12.9%，前值-12.0%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比2.0%，前值3.2%，受天气影响增速有小幅放缓；制造业投资累计同比为5.1%，前值为6.2%，增速有所放缓；
- 2、8月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.6%，前值-0.5%；同比-5.5%，前值-5.9%。

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

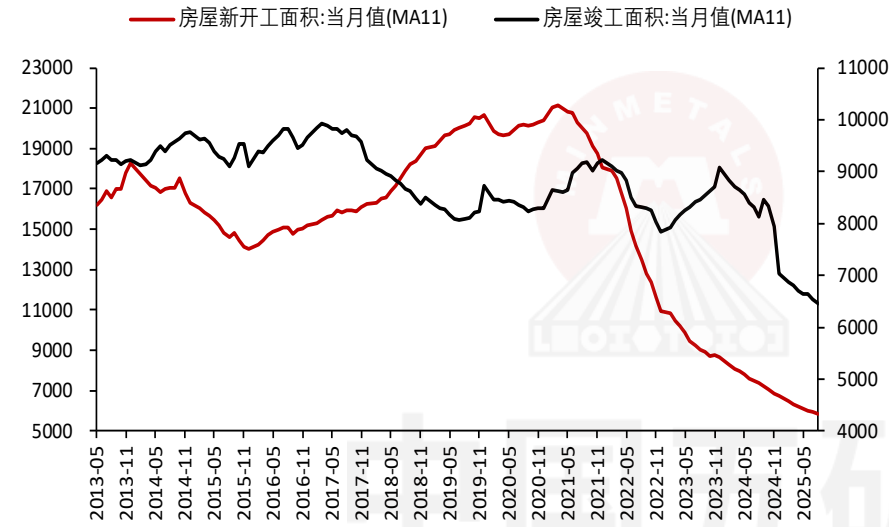
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

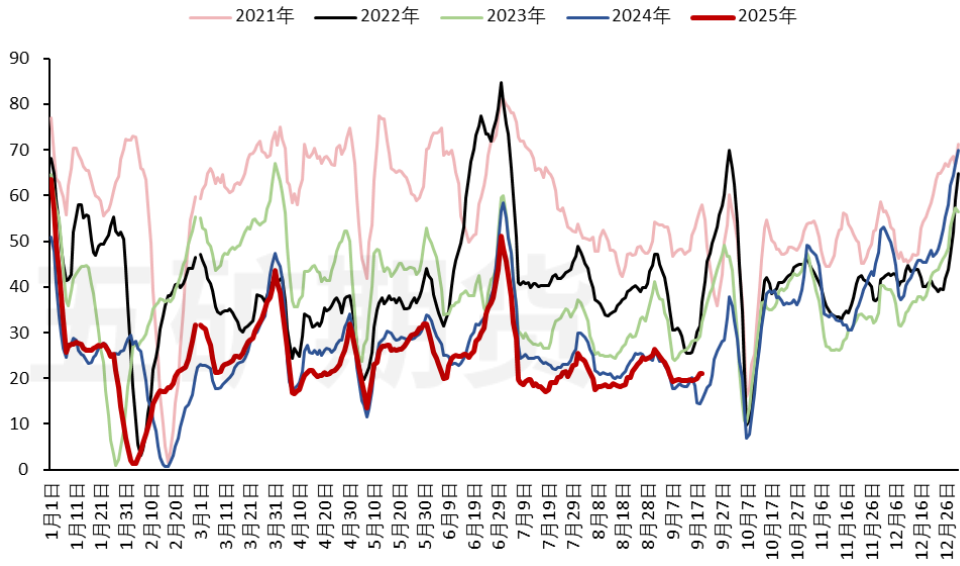
- 1、8月房屋新开工面积累计值39801万平，累计同比-19.5%，前值-19.4%；
- 2、8月房屋新施工面积累计值643109万平，累计同比-9.3%，前值-9.2%。

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

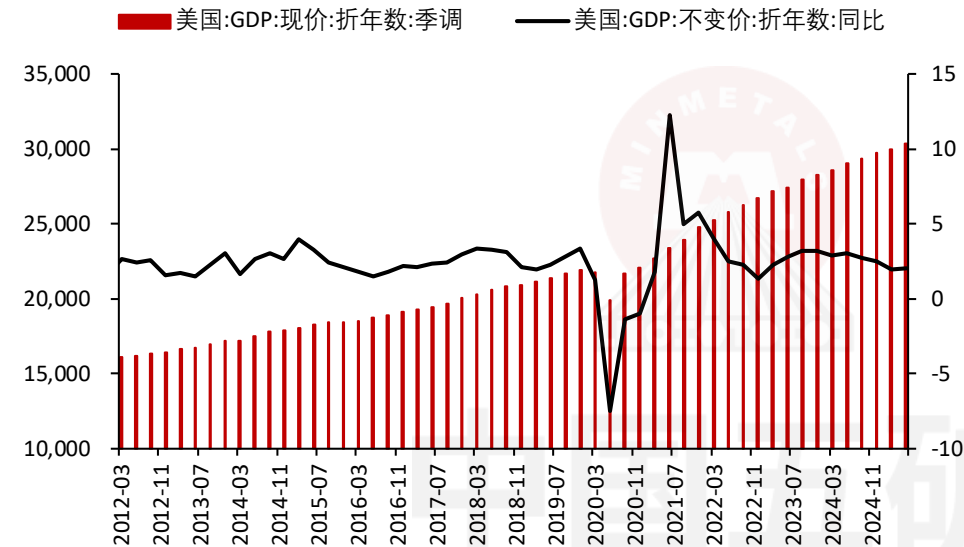
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

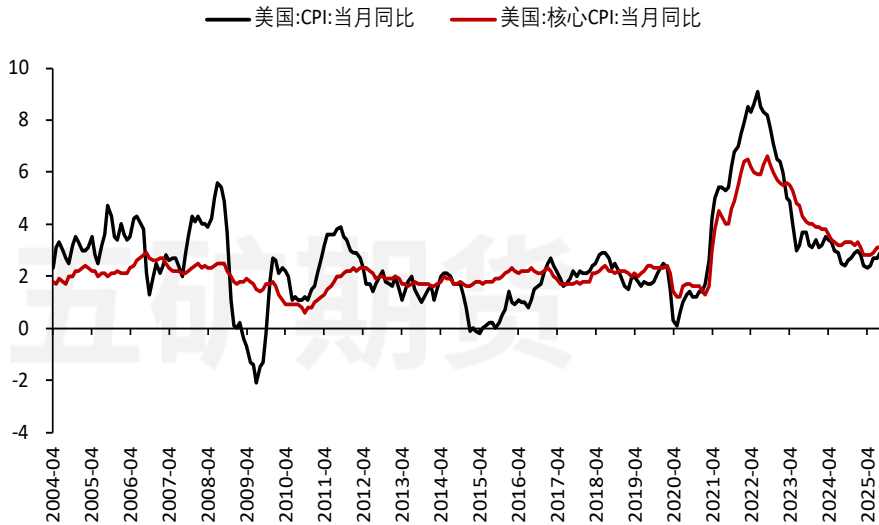
- 1、8月份竣工端数据同比回落21.26%，前值-29.44%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

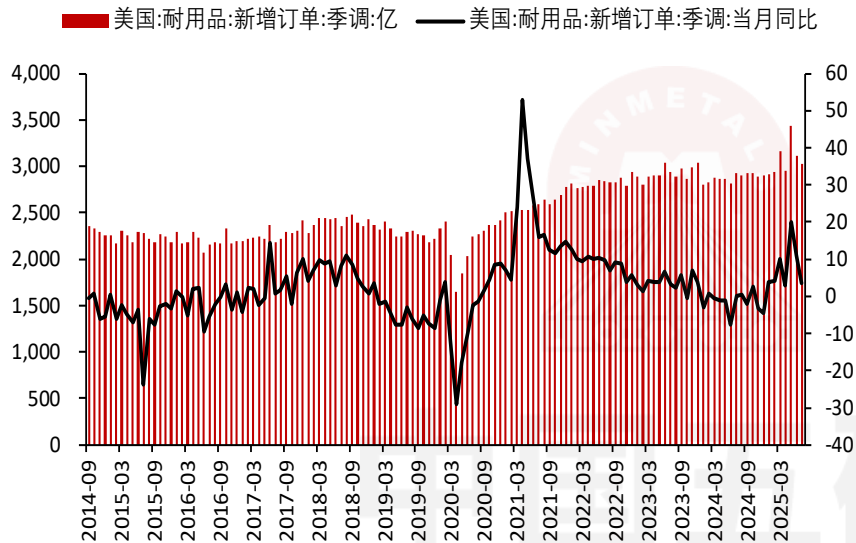
图30: 美国CPI (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

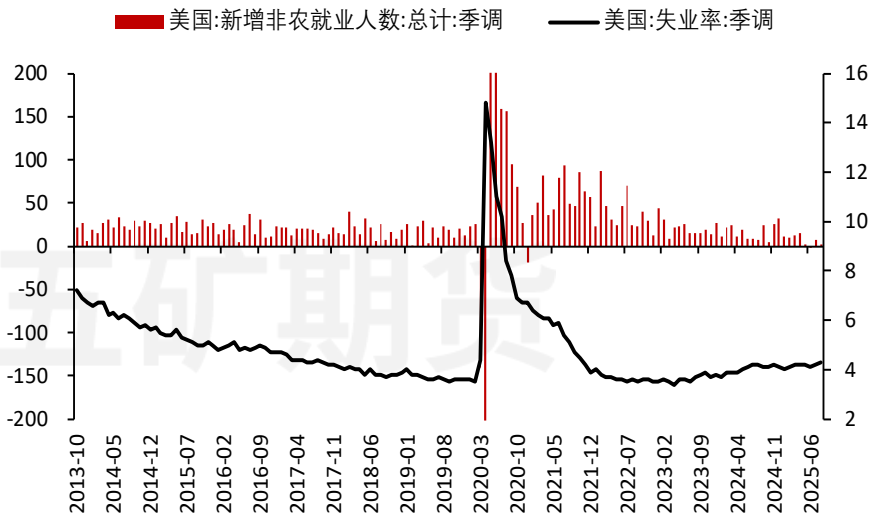
- 1、二季度单季美国GDP现价折年数30331亿美元，实际同比增速1.99%，环比增长3.0%；
- 2、美国8月末季调CPI同比升2.9%，预期升2.9%，前值升2.7%。美国8月季调后CPI环比0.4%，预期升0.3%，前值升0.2%。美国8月末季调核心CPI同比升3.1%，预期升3.1%，前值升3.1%。美国8月季调后核心CPI环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.3%。

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

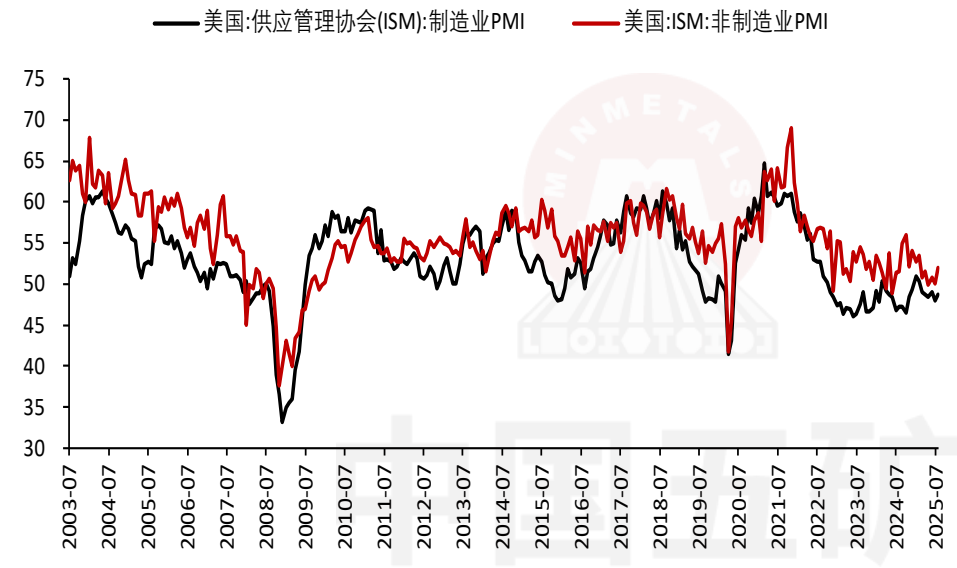
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

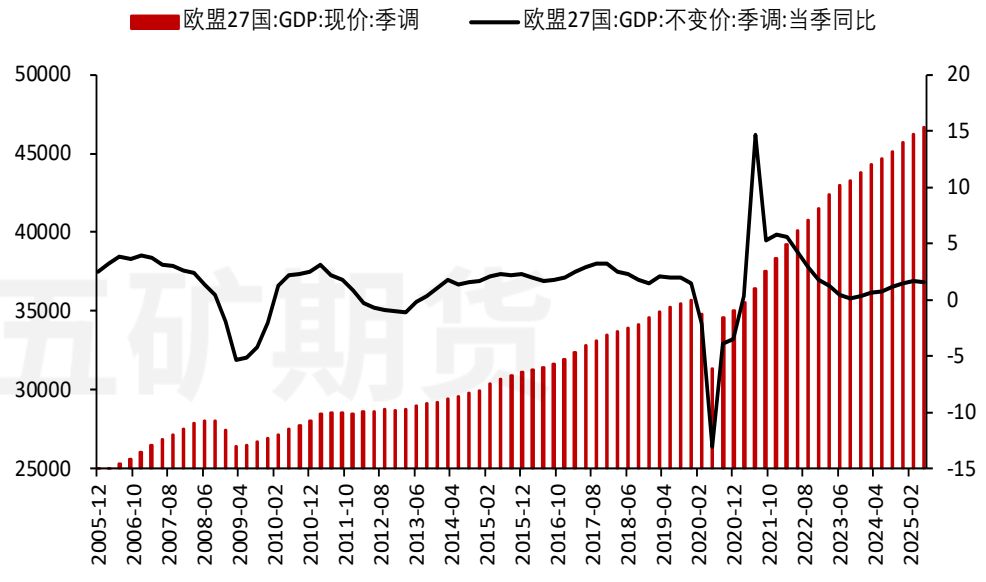
- 1、美国7月耐用品订单金额3028亿美元，同比增长3.26%，前值10.83%；
- 2、美国8月季调后非农就业人口增2.2万人，预期增7.5万人，前值自增7.3万人修正至增7.9万人；失业率4.3%，预期4.3%，前值4.2%。

图33：美国PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

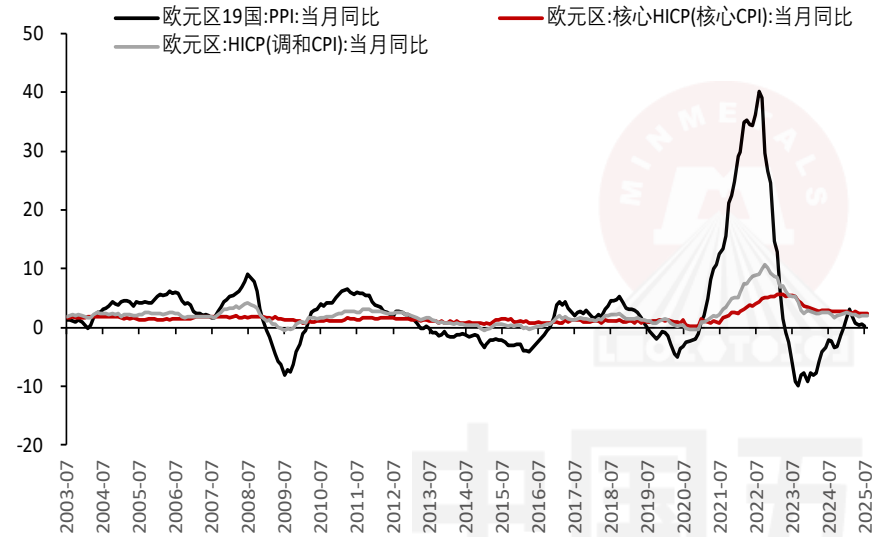
图34：欧盟季度GDP（亿欧元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国8月ISM制造业PMI 48.7，预期49，前值48；美国8月ISM非制造业PMI 52，预期50.1，前值50.1；
- 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



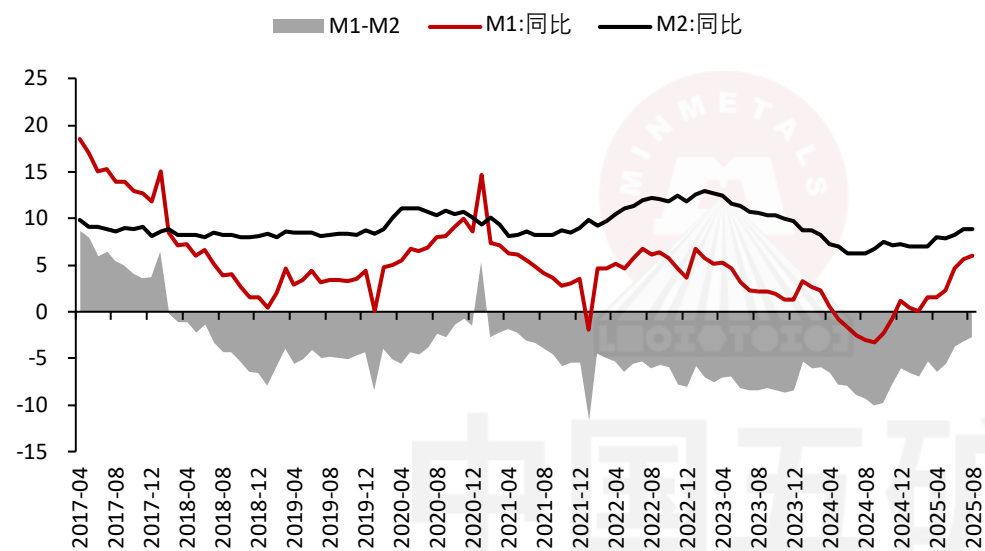
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、欧元区8月CPI初值同比升2.1%，预期升2%，7月终值升2%；环比升0.2%，7月终值持平。欧元区8月核心CPI初值同比升2.3%，预期升2.3%，7月终值升2.4%；环比升0.3%，7月终值降0.1%。
- 2、欧元区8月制造业PMI为50.7，前值49.8；服务业PMI为50.5前值51.0。

04

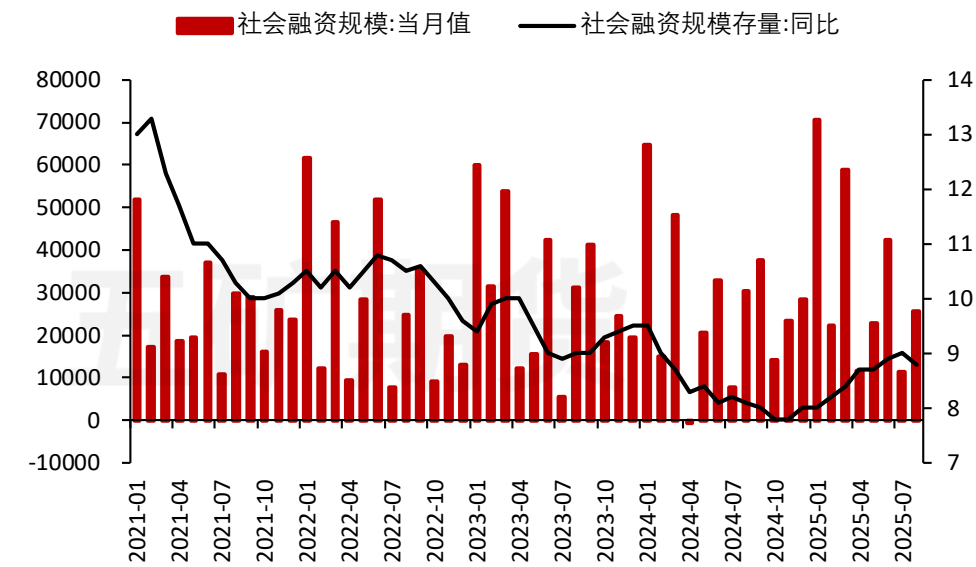
流动性

图37：货币供应量（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

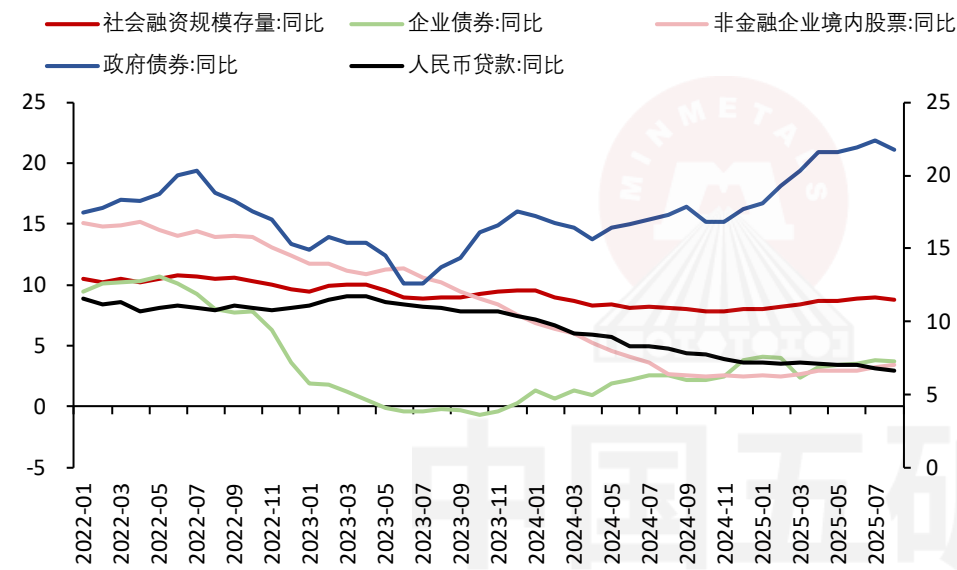
图38：社会融资规模（亿元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

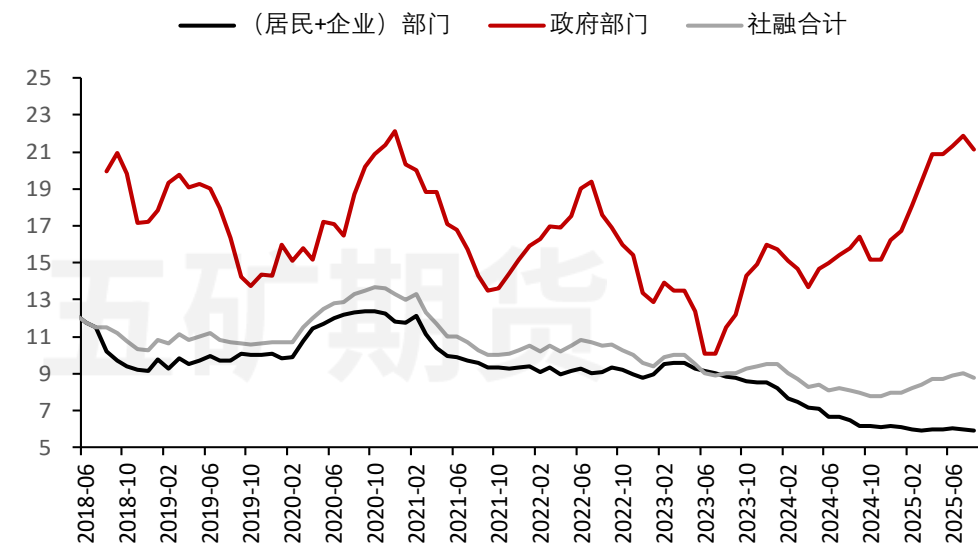
- 1、8月M1增速5.6%，前值4.6%；M2增速8.8%，前值8.3%；广义货币同比增速有所回升；
- 2、8月当月，社融增量2.57万亿元，同比少增4600亿元；新增人民币贷款2.06万亿元，社融主要来自于政府债的增长，受政府债基数抬高影响，往后政府债对社融同比的支撑作用可能有所减弱。实体部门融资需求依然偏弱，但企业短债同比多增2600亿，有一定改善。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

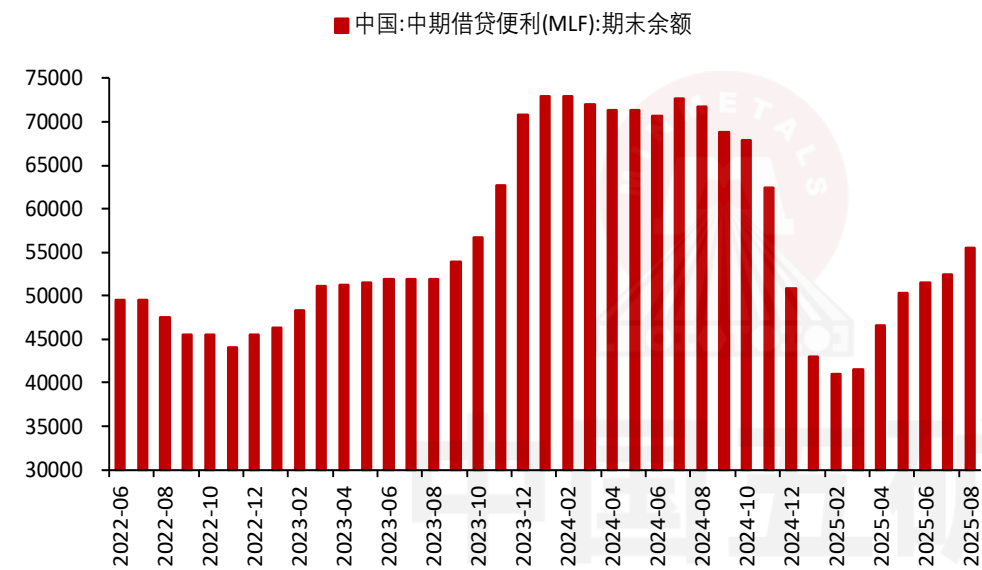
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

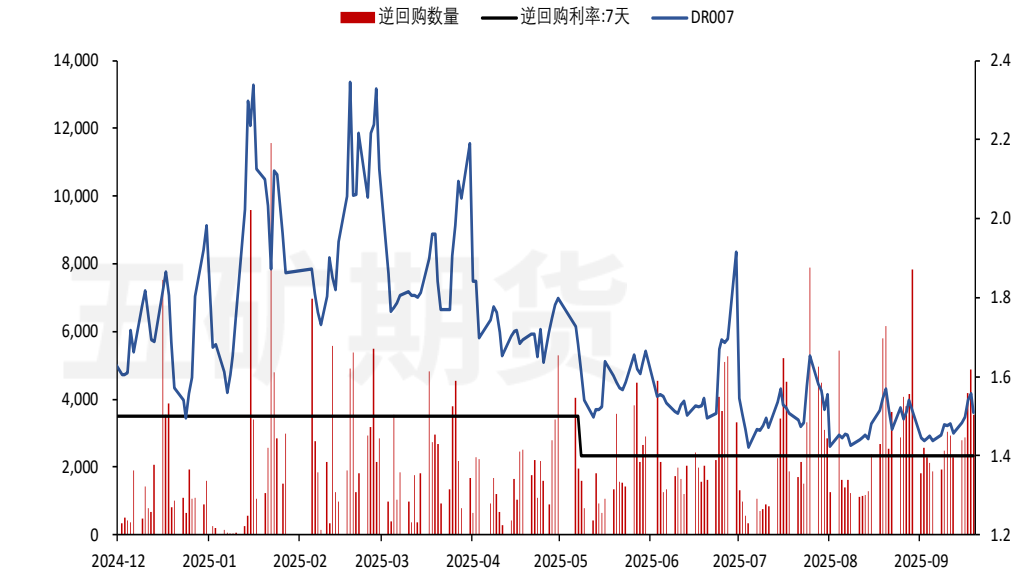
- 1、8月社融细分项中，政府债同比增速放缓，实体部门融资仍偏弱；
- 2、8月居民及企业部门的社融增速5.94%，前值6.02%，政府债增速21.10%，前值21.90%。

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、8月份MLF余额55500亿，MLF净投放3000亿元；
- 2、本周央行进行18268亿元7天期逆回购、6000亿元6个月买断式逆回购与1500亿元国库现金定存操作，有12645亿元逆回购和1200亿元国库现金定存到期，本周净投放11923亿元，DR007利率收于1.51%。

05

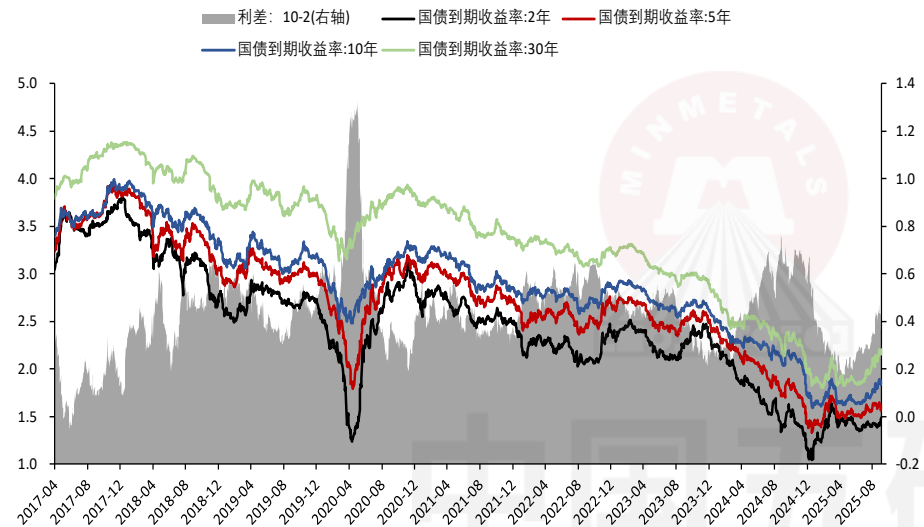
利率及汇率

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	1.50	-8.39	10.14	8.09
回购	R007	1.52	-4.53	5.09	-0.11
回购	DR001	1.46	-4.83	9.98	13.49
回购	DR007	1.51	-4.70	5.21	-0.62
国债到期收益率	2年	1.49	0.53	5.41	8.11
国债到期收益率	5年	1.62	2.97	0.39	-1.98
国债到期收益率	10年	1.88	2.54	1.38	3.42
国债到期收益率	30年	2.20	3.50	1.75	5.75
美国国债收益率	10年	4.14	3.00	8.00	-9.00

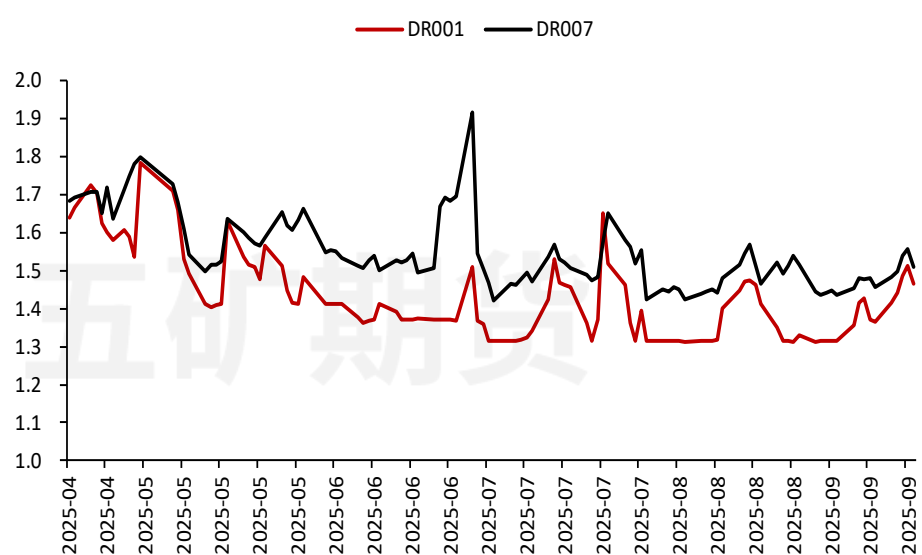
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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