



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

基本面弱修复，债市延续震荡

国债月报

2025/10/10

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：9月PMI数据显示，制造业景气度有所回升，但仍处于荣枯线下，供需两端环比均回暖，非制造业有小幅回落。“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，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，美联储降息落地，后续宽松程度需关注关税引起的通胀变动。

1、国家税务总局最新增值税发票数据显示，国庆中秋假期全国消费相关行业日均销售收入同比增长4.5%。其中，商品消费和服务消费同比分别增长3.9%和7.6%。数码产品、汽车消费增长较快，旅游、文化艺术体育服务需求强劲，食品及保健品消费平稳增长。

2、商务部、海关总署公告，为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，经国务院批准，对部分中重稀土相关物项实施出口管制。

3、9月30日，国家统计局公布数据显示，9月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，环比上升0.4个百分点，制造业景气水平继续改善；非制造业商务活动指数为50.0%，下降0.3个百分点，位于临界点，非制造业业务总量总体稳定；综合PMI产出指数为50.6%，上升0.1个百分点，持续高于临界点

4、中共中央政治局9月29日召开会议，研究制定国民经济和社会发展第十五个五年规划重大问题。中共中央总书记习近平主持会议。会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于10月20日至23日在北京召开。

5、9月29日，国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超表示，为促进金融更好地服务实体经济，推动扩大有效投资，会同有关方面积极推进新型政策性金融工具相关工作，新型政策性金融工具规模共5000亿元，全部用于补充项目资本金。国家发展改革委正在会同有关方面，抓紧把新型政策性金融工具资金投入到具体项目上，后续将督促各个地方推动项目加快开工建设，促进经济平稳健康发展。

6、10月4日下午，日本执政党自民党举行总裁选举计票。在第二轮投票中，前经济安全保障担当大臣高市早苗获得多数选票，当选自民党新任总裁，大概率将成为新一任日本首相。

7、由于9月30日财年结束时政府资金告罄，联邦政府部分部门已经关闭。目前，这场僵局对外界的实际影响相对有限，但仍在发酵：数十万联邦雇员被迫休假或无薪工作，美国劳工统计局未能如期发布月度就业报告。不过，社会保障福利金等关键职能仍在继续。

8、美国9月ISM制造业PMI为49.1，创2025年2月以来新高，预期49，前值48.7。

- ◆ 流动性：本周央行进行10210亿元逆回购操作，有26633亿元逆回购到期，本周净回笼16423亿元，DR007利率收于1.51%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.84%，周环比-1.77BP；30Y国债收益率收于2.26%，周环比+3.05BP；2、最新10Y美债收益率4.14%，周环比+1.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，9月PMI数据显示，制造业景气度有所回升，但仍处于荣枯线下，供需两端环比均回暖，非制造业有小幅回落。“反内卷”政策下价格水平回升，但受政府债发行节奏和基数影响，后续社融和货币增速可能边际承压。资金情况而言，央行资金呵护态度维持，货币宽松及央行重启购债预期仍存。总体四季度债市供需格局或有所改善，当前市场在内需弱修复而通胀预期转好的多空交织背景下总体或维持震荡，节奏上需关注股债跷跷板作用，若股市降温叠加配置力量逐渐增加，则债市有望震荡修复。

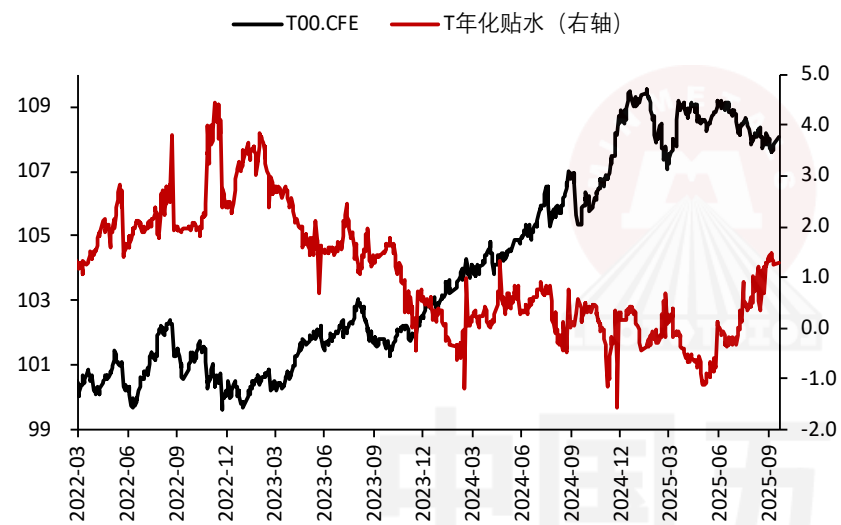
国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，随着关税扰动及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

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

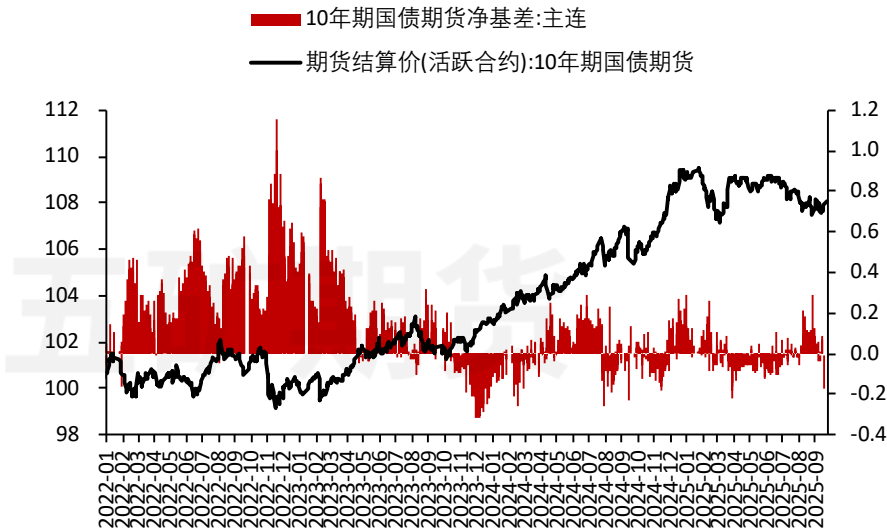
期现市场

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



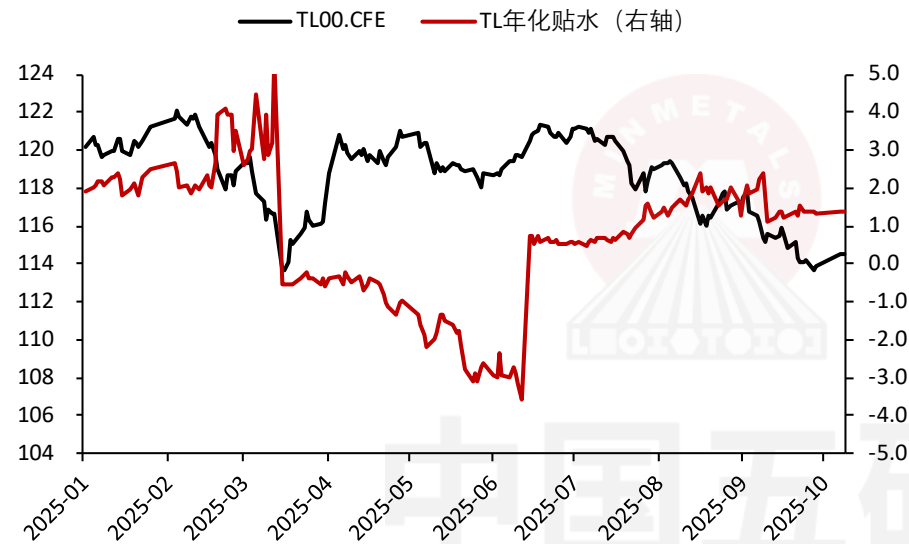
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



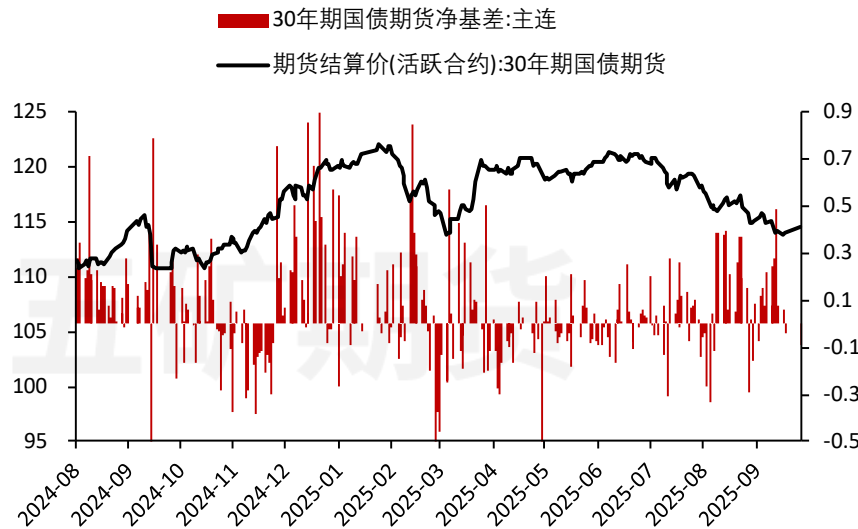
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



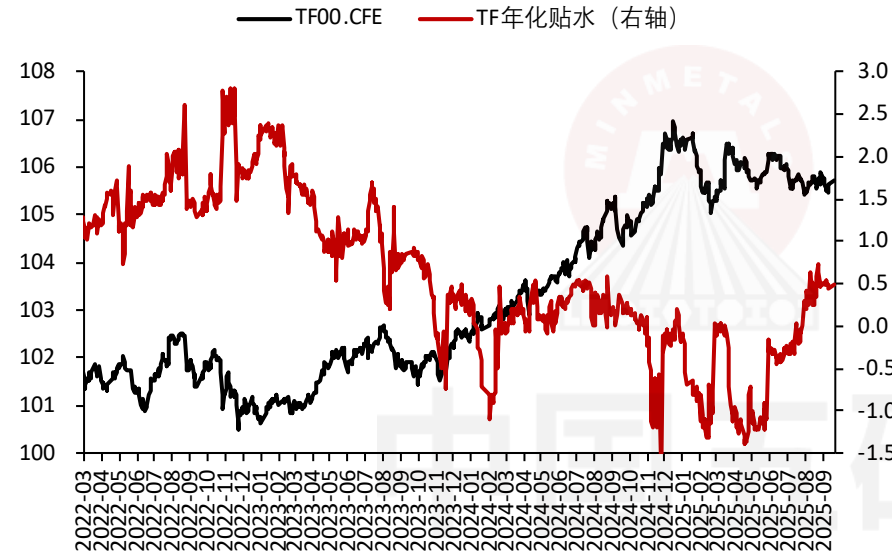
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



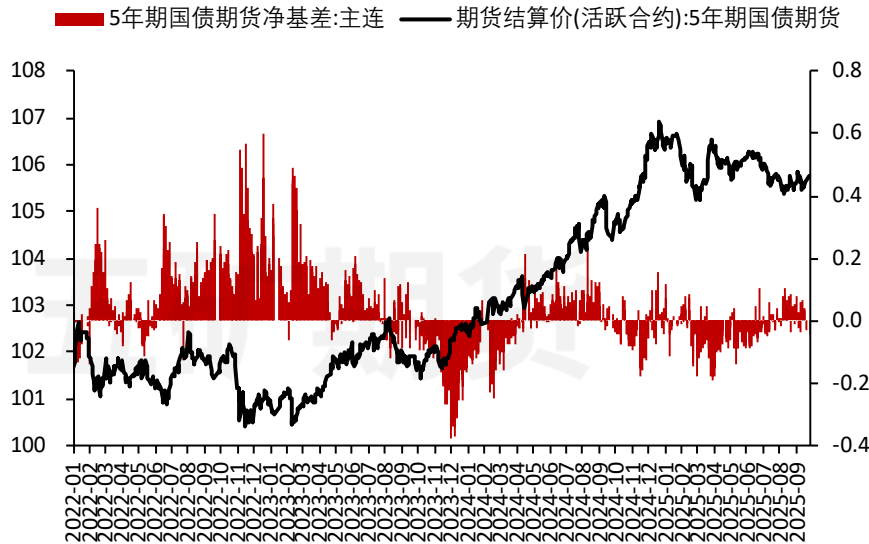
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



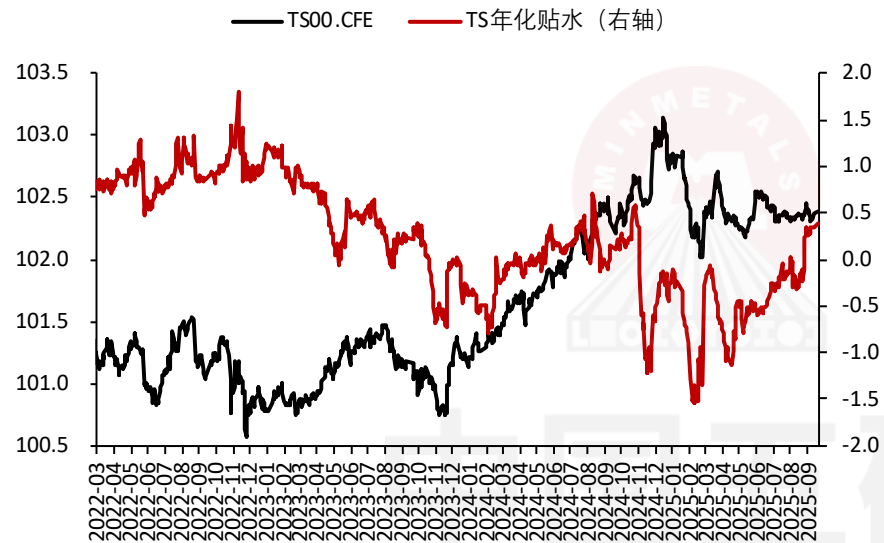
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



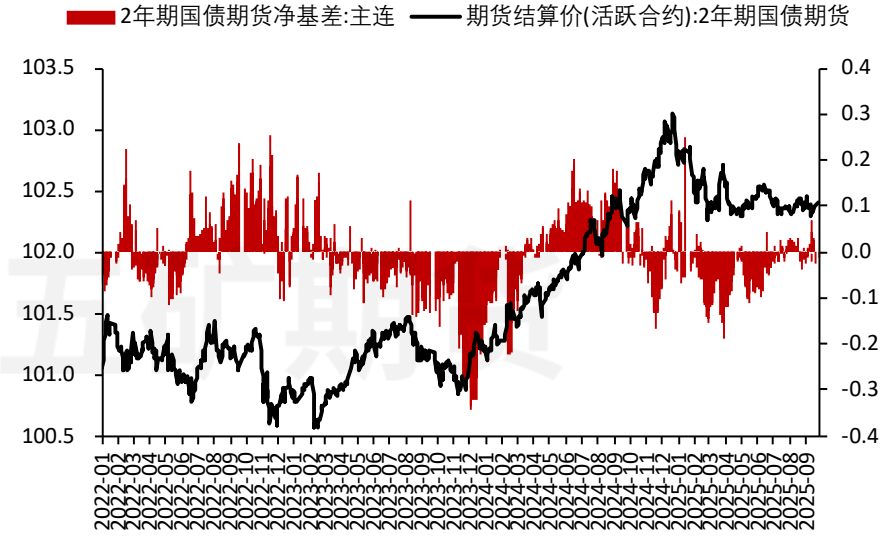
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）



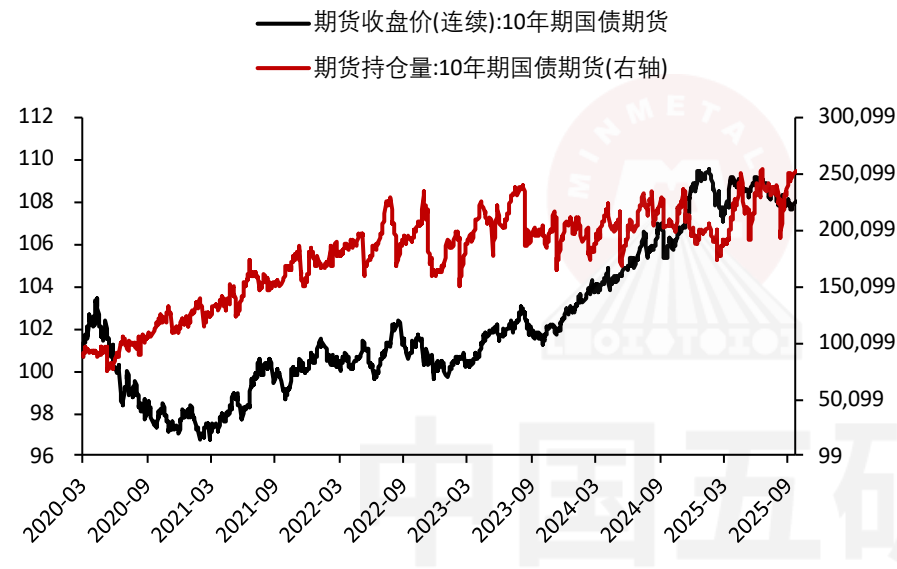
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：TF收盘价及持仓量（手）



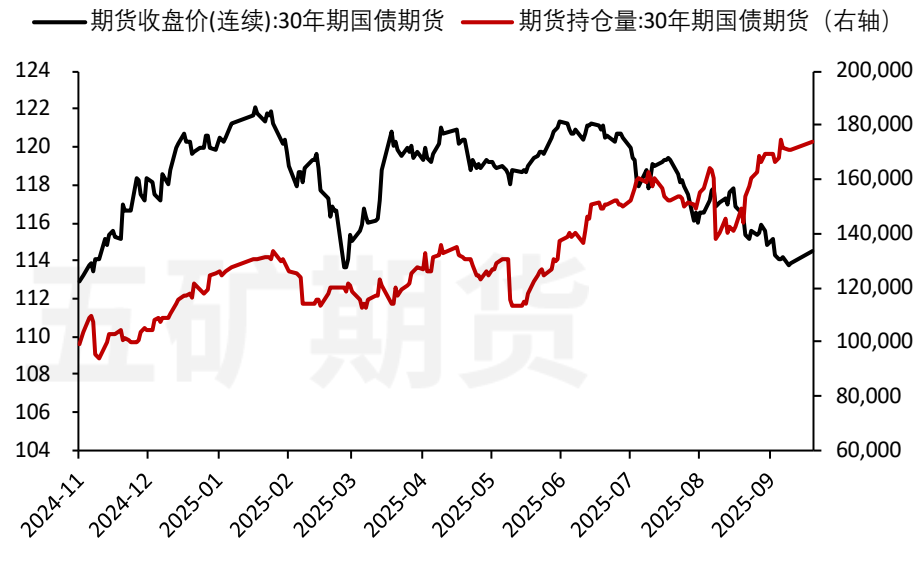
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）

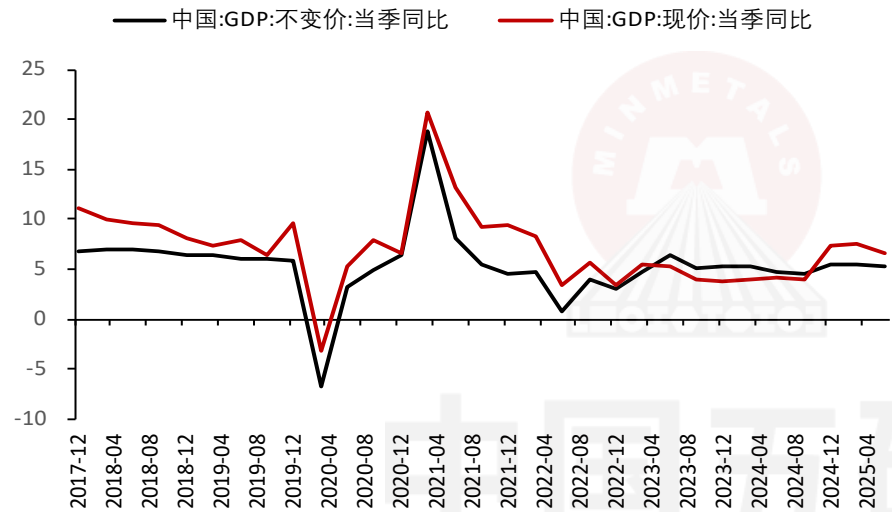


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

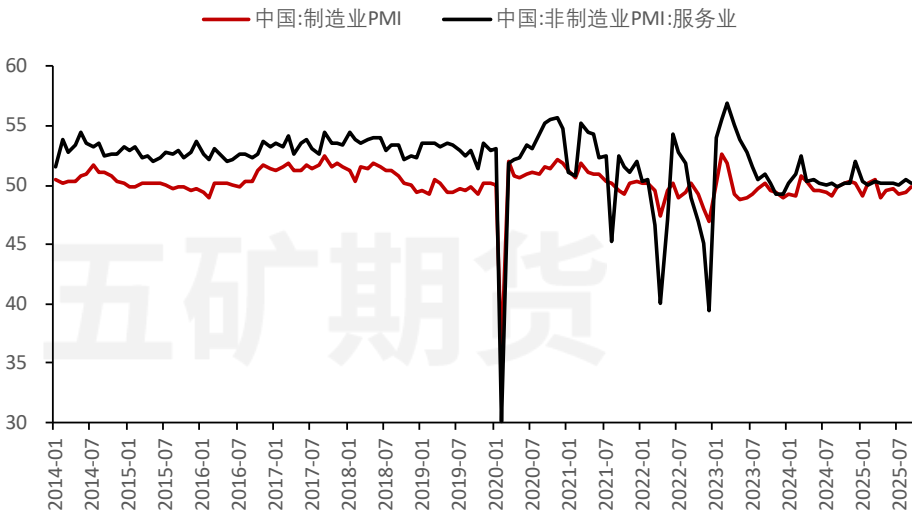
主要经济数据

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

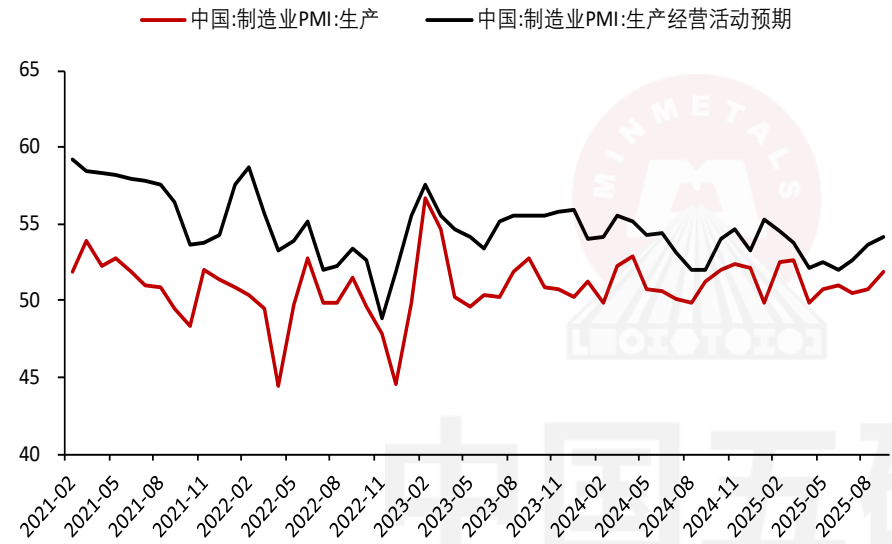
- 1、2025年2季度GDP实际增速5.4%，超市场预期，今年上半年经济增长维持韧性。
- 2、9月制造业PMI录得49.8%，较前值上升0.4个百分点；服务业PMI较前值下降0.4个点，录得50.1%，整体制造业和服务业有所分化。

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
2025-09	51.90	49.70	47.80	45.20	48.20	51.60	48.10	48.20	53.20	48.50	48.50	50.80	54.10
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
过去五年平均	51.78	50.46	47.86	45.02	47.60	50.36	47.80	50.70	55.56	48.10	48.78	49.56	55.20
上月过去五年平均	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
本月环比变化	1.10	0.20	0.60	-0.30	1.40	1.20	0.10	-0.90	-0.10	0.50	0.60	0.30	0.40
过去五年平均环比变化	0.60	0.48	0.00	-0.10	0.46	0.46	-0.36	1.68	2.84	0.30	-0.02	-0.26	0.00

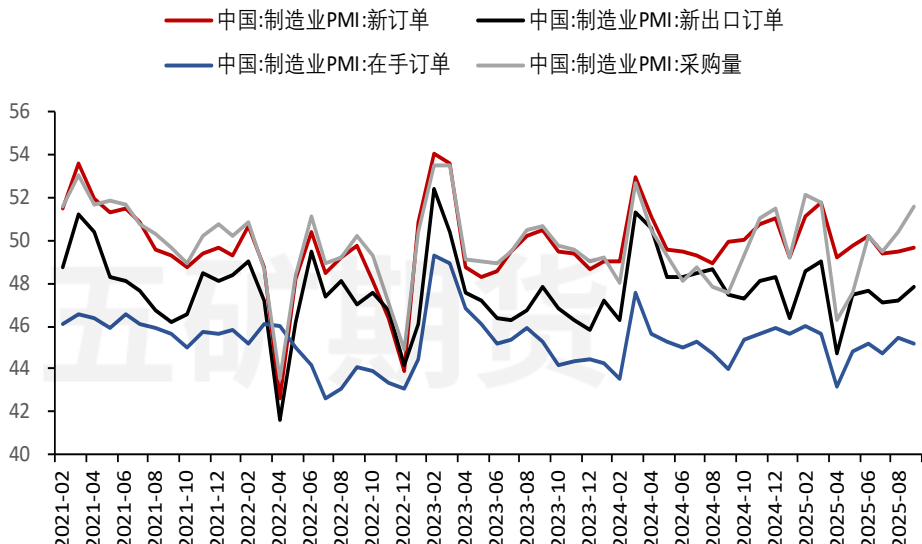
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

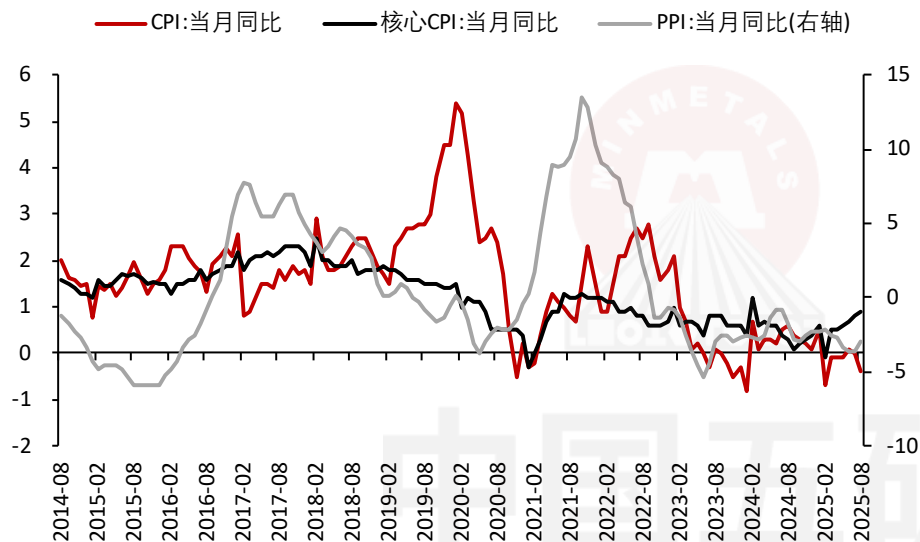
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

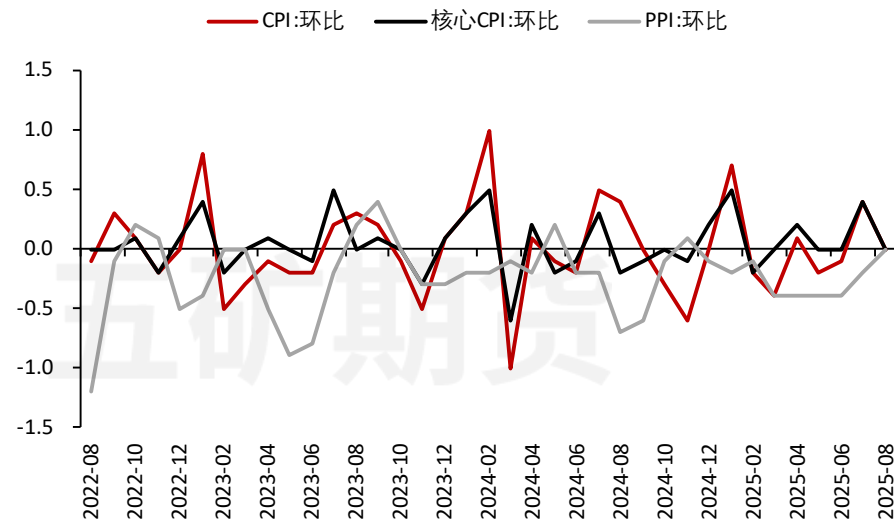
在9月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所回暖。随着高温多雨极端天气影响基本消退，叠加扩内需促增长政策继续发力，制造业市场需求端趋稳恢复。新订单指数、新出口订单指数均连续两个月上升。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

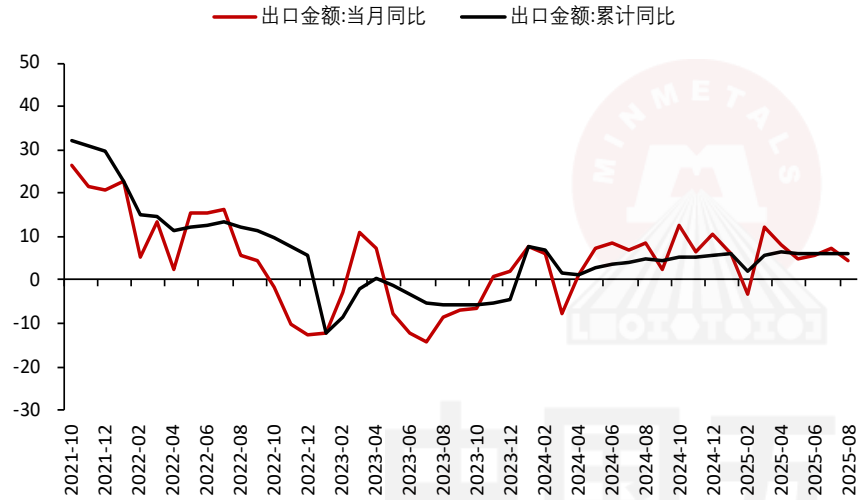
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

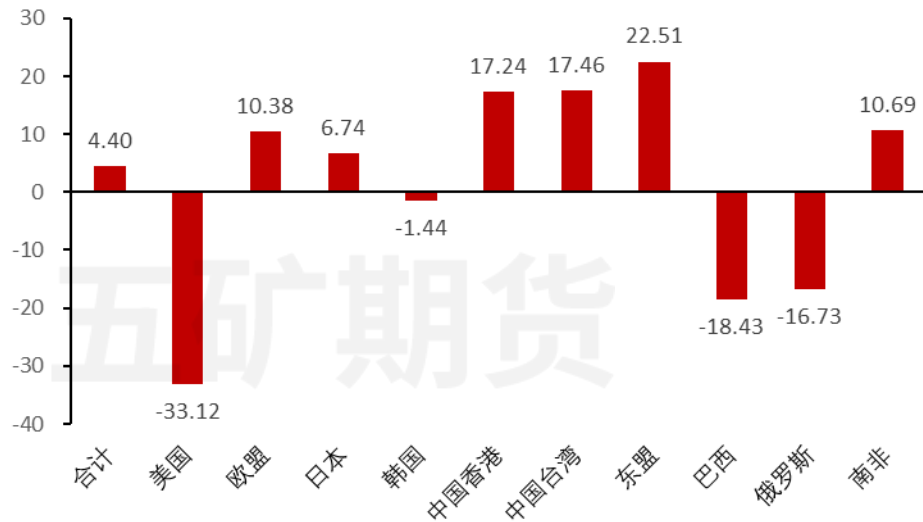
- 1、8月份CPI同比下降0.4%，前值0.0%；核心CPI同比上升0.9%，前值0.8%；PPI同比下降2.9%，前值-3.6%；
- 2、从环比数据看，CPI环比0.0%，前值0.4%；核心CPI环比0.0%，前值0.4%；PPI环比0.0%，前值-0.2%。CPI的环比下降主要由猪肉、蔬果等消费品价格下降带动；而PPI同比环比改善，“反内卷”带动价格回升，而后续价格的回升仍需供需两端的配合，持续性有待观察。

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（%）

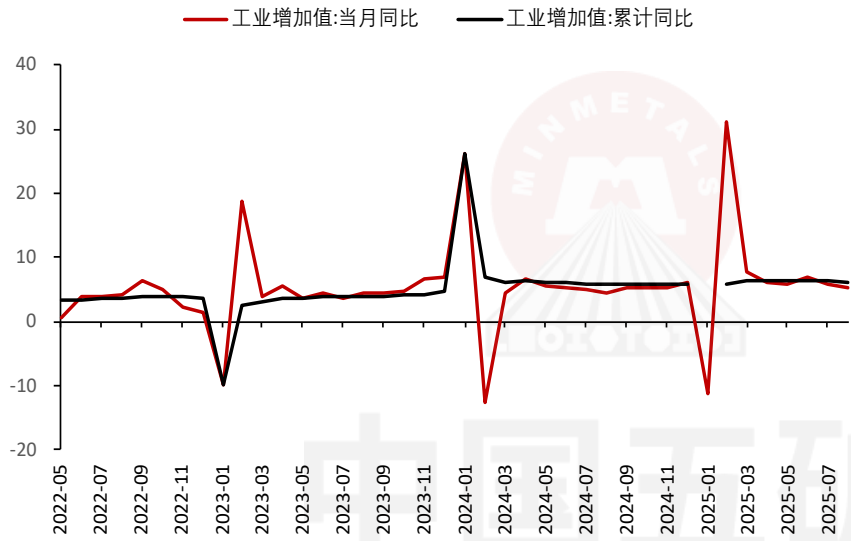


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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%。

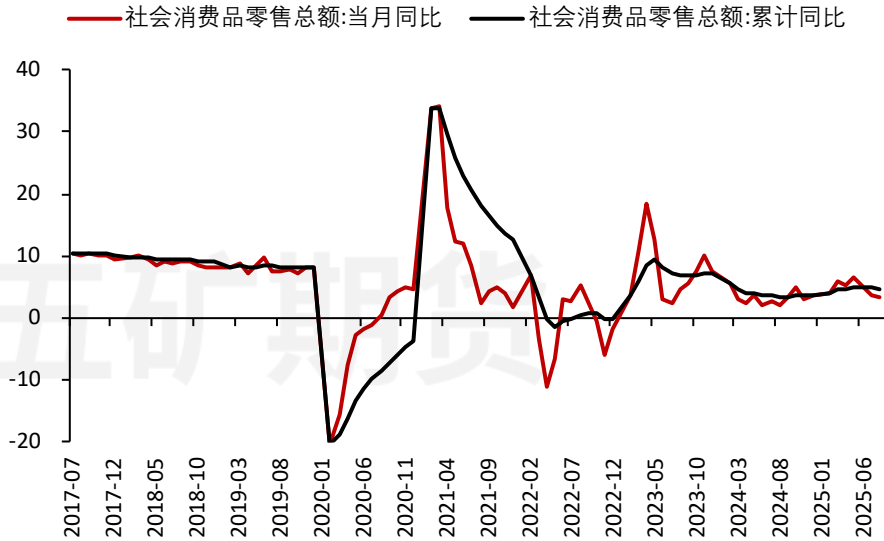
分国别看，8月我国对美出口同比下降33%，相较而言，8月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速23%，反映转口效应延续。

图21：工业增加值（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

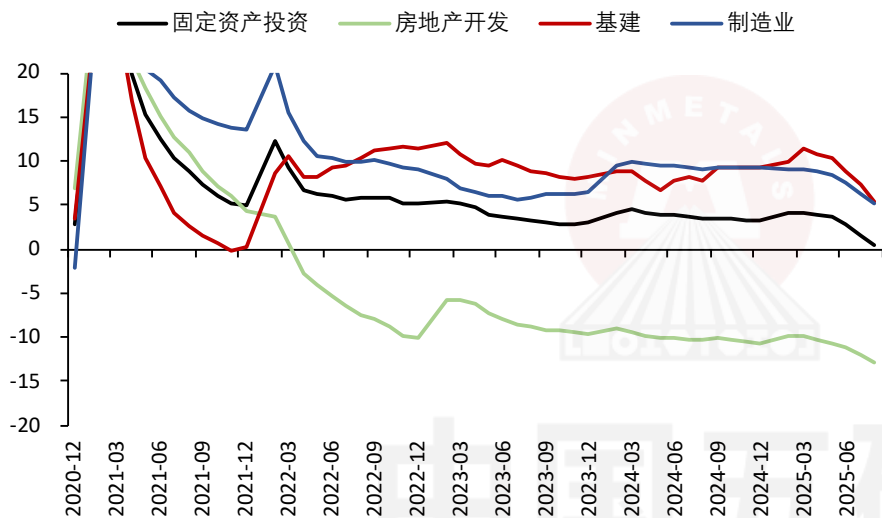
图22：社会消费品零售总额（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

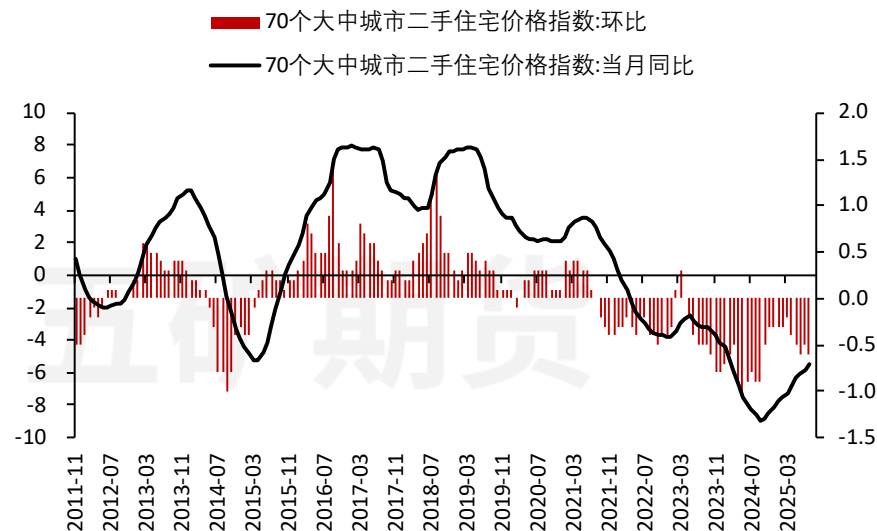
- 1、8月份工业增加值同比增速为5.2%，前值5.7%，工业生产有所放缓。其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.4%，较7月下滑0.9个点；采矿业同比增长5.1%，制造业同比增长5.7%，较前值分别上升0.1个点和下降0.5个点。
- 2、8月份社会消费品零售总额当月同比增速3.4%，较前值3.7%下降0.3个点；社零增速显示前期消费补贴和年中大促对需求或有所透支，叠加部分补贴暂停，对社零增速有所拖累。

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）（%）

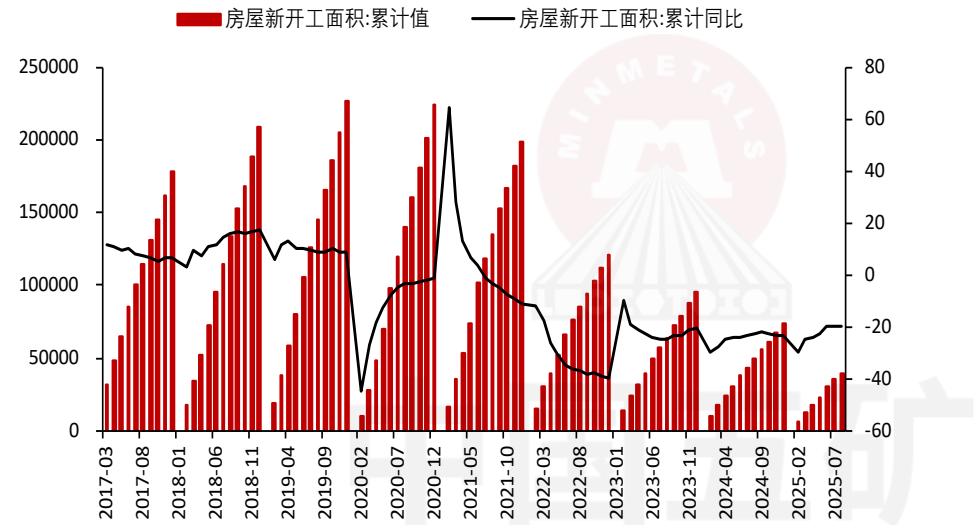


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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；

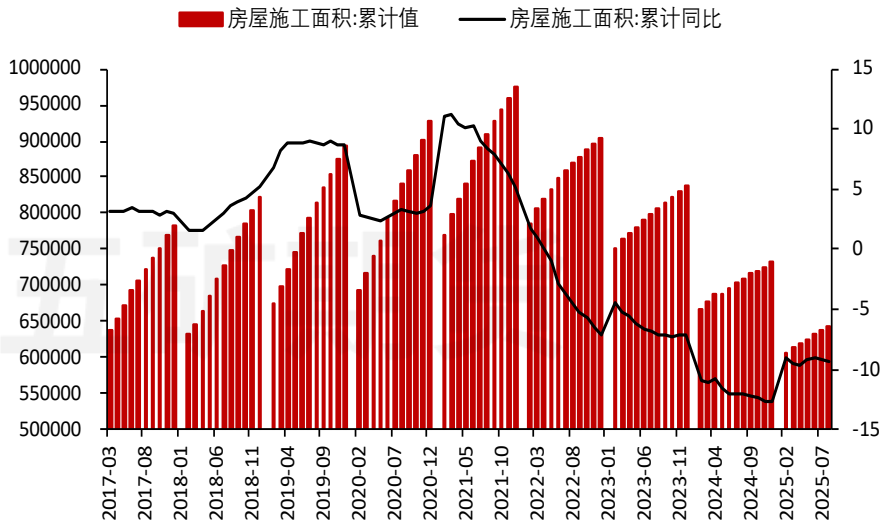
2、8月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.6%，前值-0.5%；同比-5.5%，前值-5.9%。

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

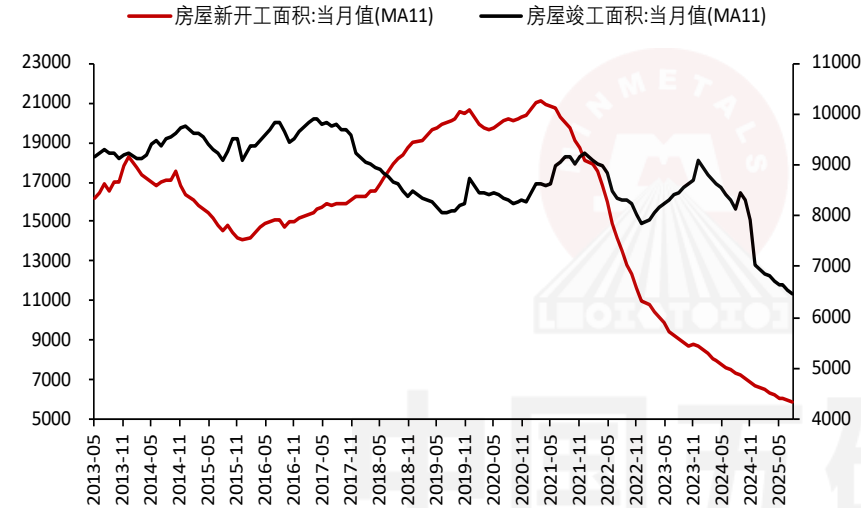
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

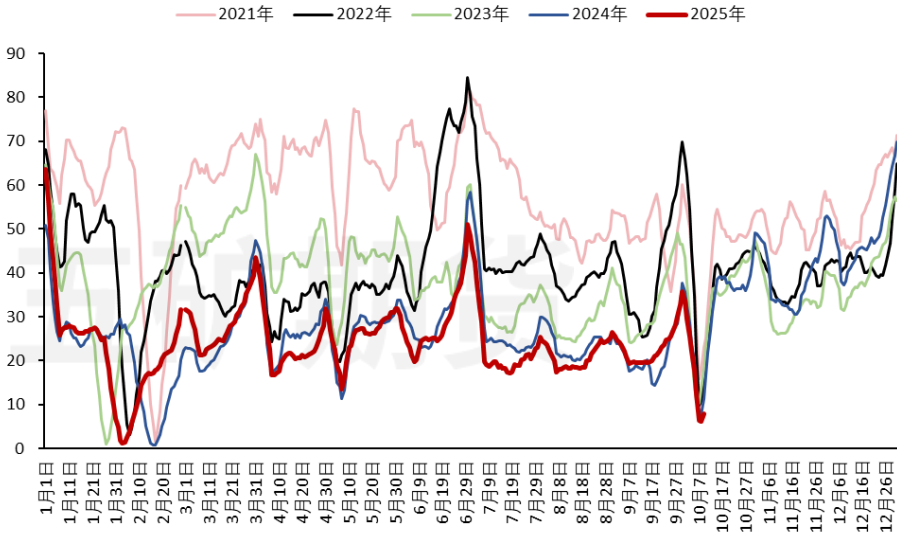
- 1、8月房屋新开工面积累计值39801万平，累计同比-19.5%，前值-19.4%；
- 2、8月房屋新施工面积累计值643109万平，累计同比-9.3%，前值-9.2%。

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

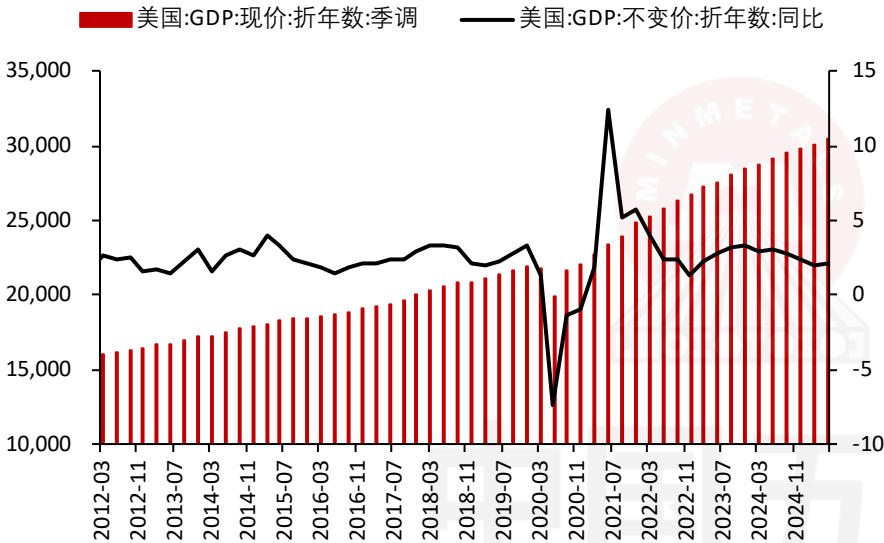
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

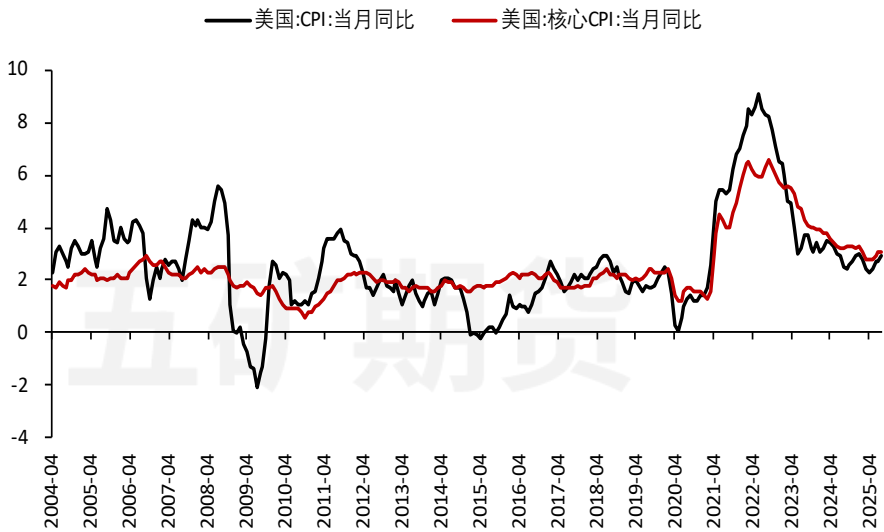
- 1、8月份竣工端数据同比回落21.26%，前值-29.44%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

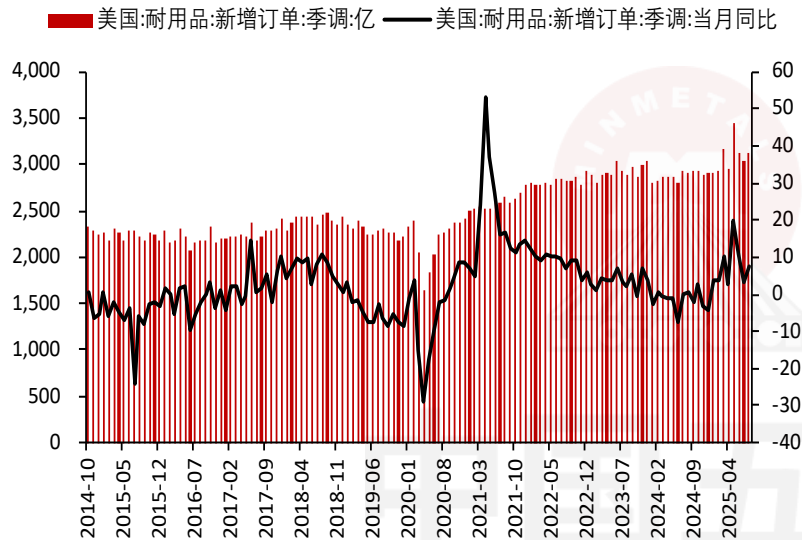
图30: 美国CPI (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

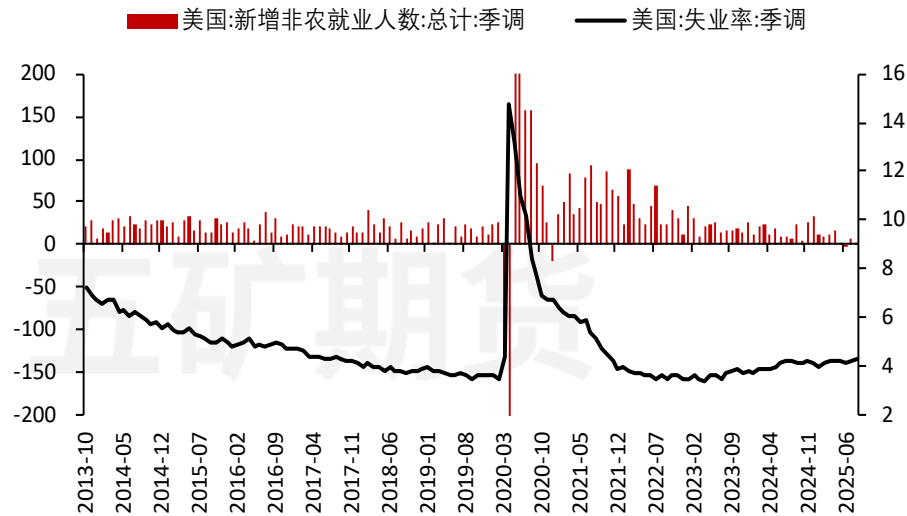
- 1、二季度单季美国GDP现价折年数30331亿美元，实际同比增速1.99%，环比增长3.0%；
- 2、美国8月末季调CPI同比升2.9%，预期升2.9%，前值升2.7%。美国8月季调后CPI环比0.4%，预期升0.3%，前值升0.2%。美国8月末季调核心CPI同比升3.1%，预期升3.1%，前值升3.1%。美国8月季调后核心CPI环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.3%。

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

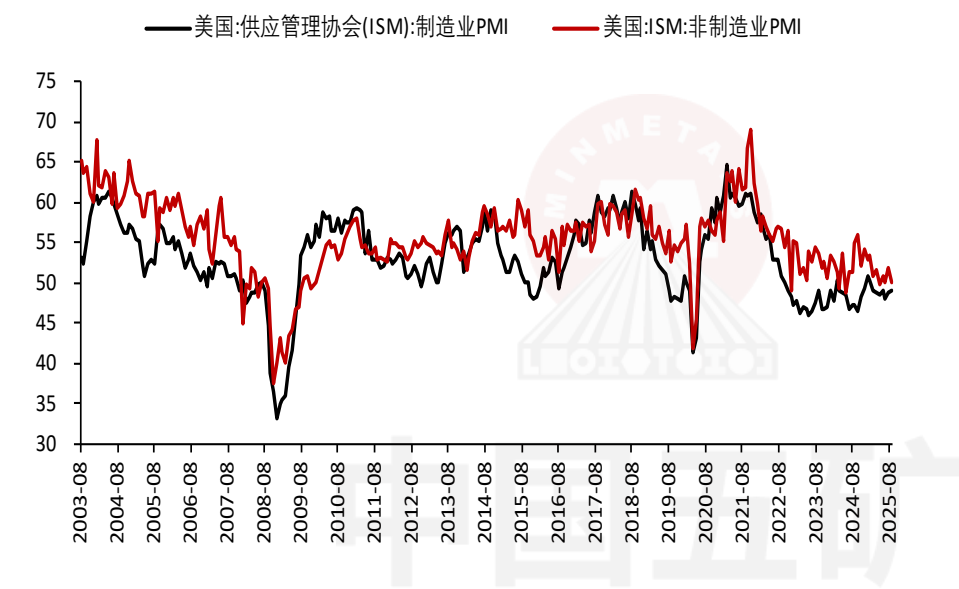
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

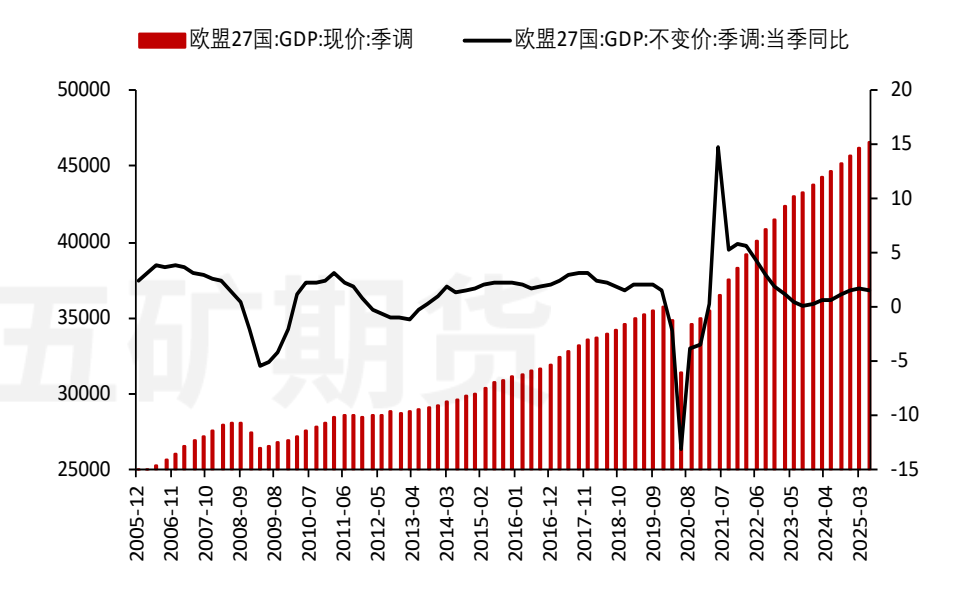
- 1、美国8月耐用品订单金额3124亿美元，同比增长7.63%，前值3.40%；
- 2、美国8月季调后非农就业人口增2.2万人，预期增7.5万人，前值自增7.3万人修正至增7.9万人；失业率4.3%，预期4.3%，前值4.2%。

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

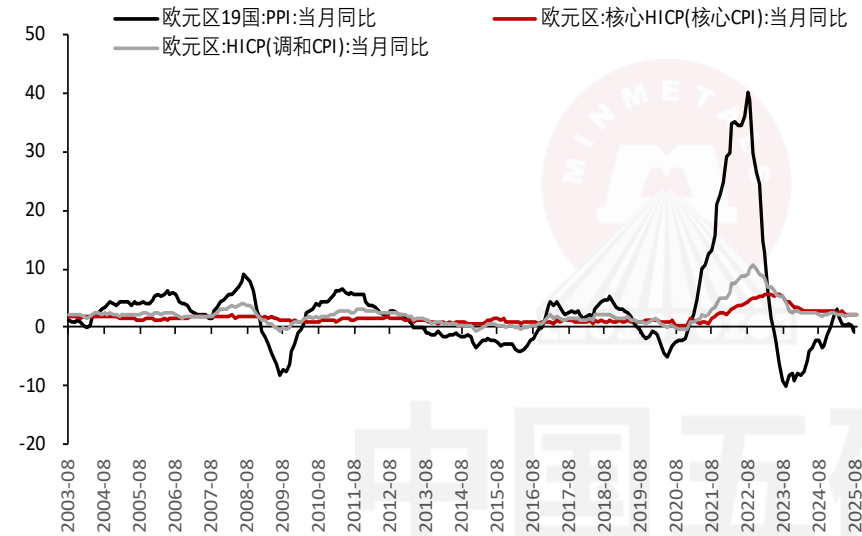
图34: 欧盟季度GDP（亿欧元，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国9月ISM制造业PMI为49.1，预期49，前值48.7；美国9月ISM非制造业PMI50，前值52；
- 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



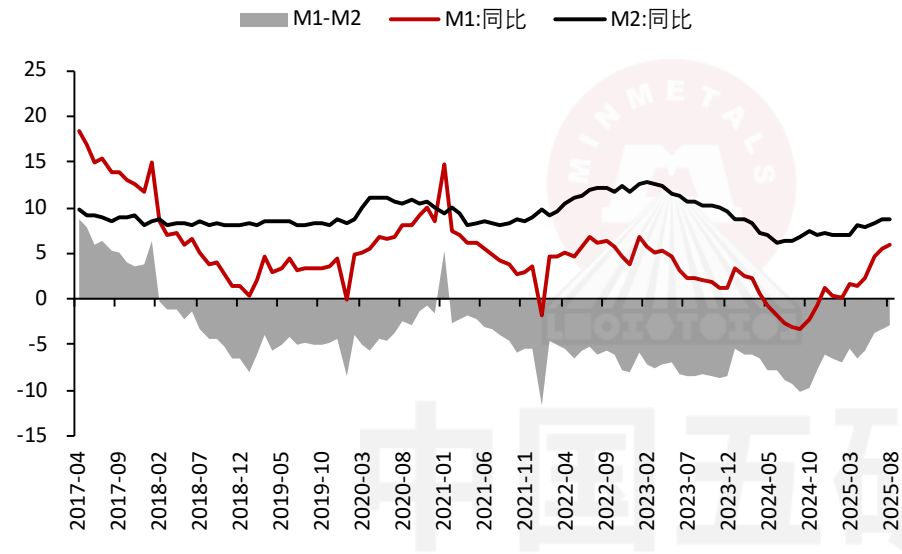
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 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9月制造业PMI为49.8，前值40.7；服务业PMI为51.3，前值50.5。

04

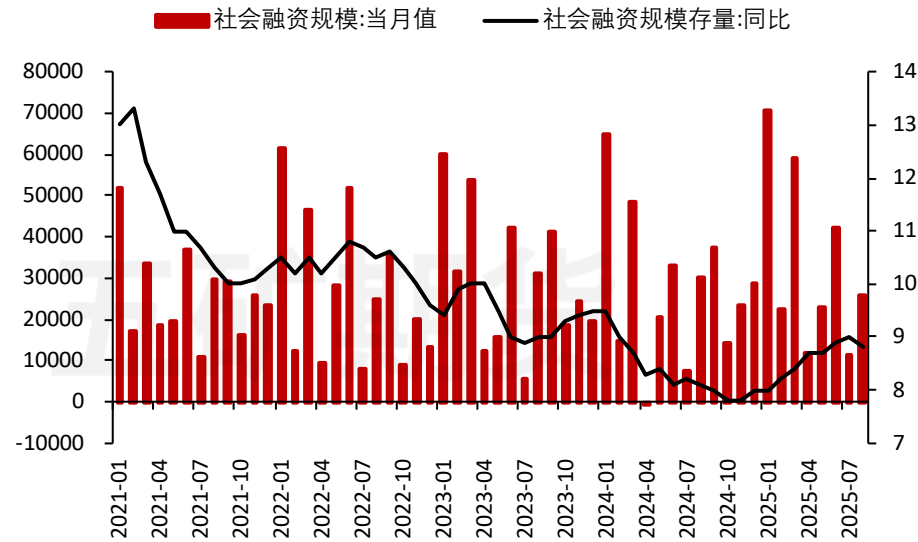
流动性

图37：货币供应量（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

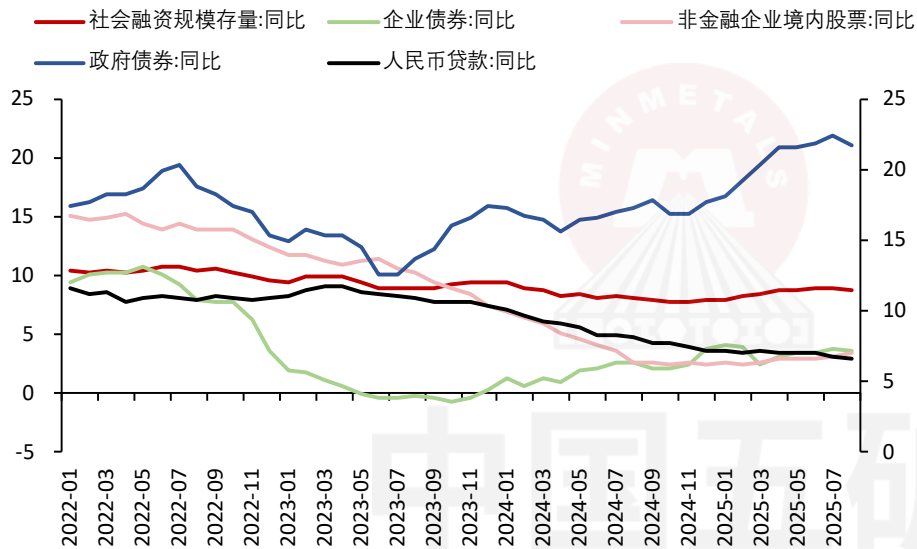
图38：社会融资规模（亿元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

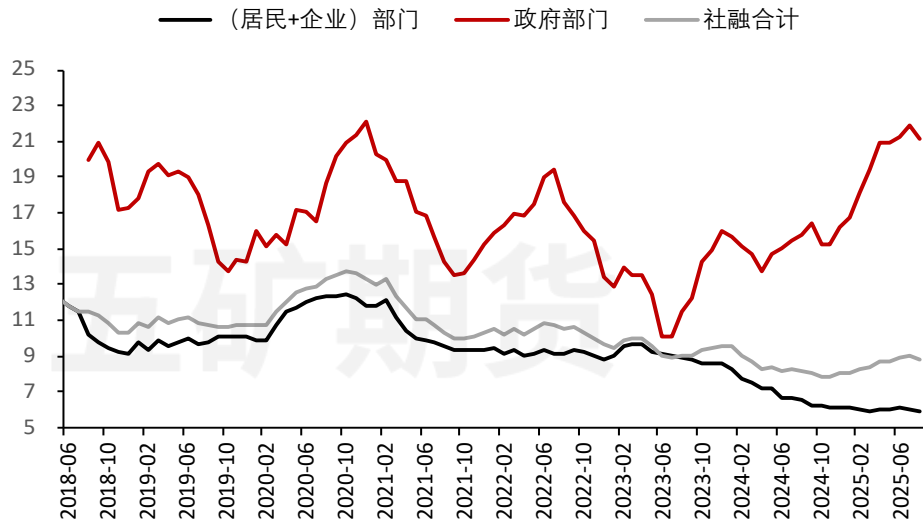
- 1、8月M1增速5.6%，前值4.6%；M2增速8.8%，前值8.3%；广义货币同比增速有所回升；
- 2、8月当月，社融增量2.57万亿元，同比少增4600亿元；新增人民币贷款2.06万亿元，社融主要来自于政府债的增长，受政府债基数抬高影响，往后政府债对社融同比的支撑作用可能有所减弱。实体部门融资需求依然偏弱，但企业短债同比多增2600亿，有一定改善。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

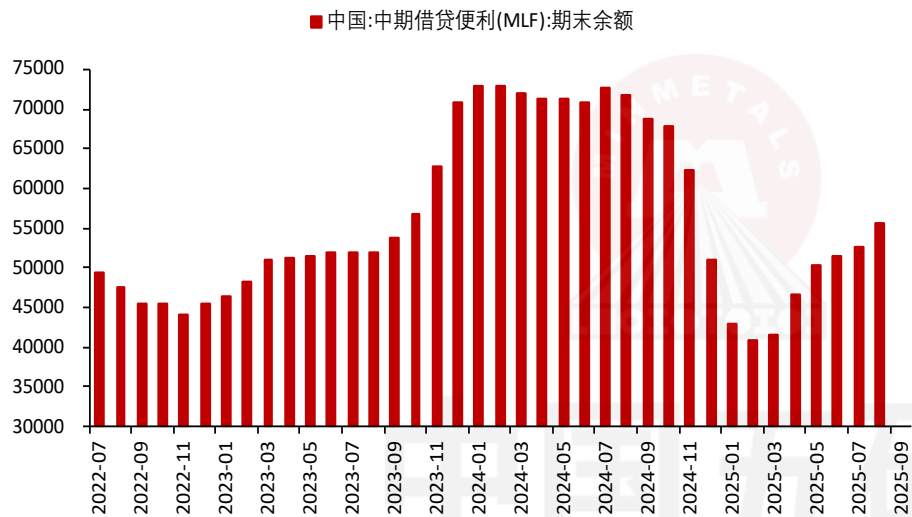
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

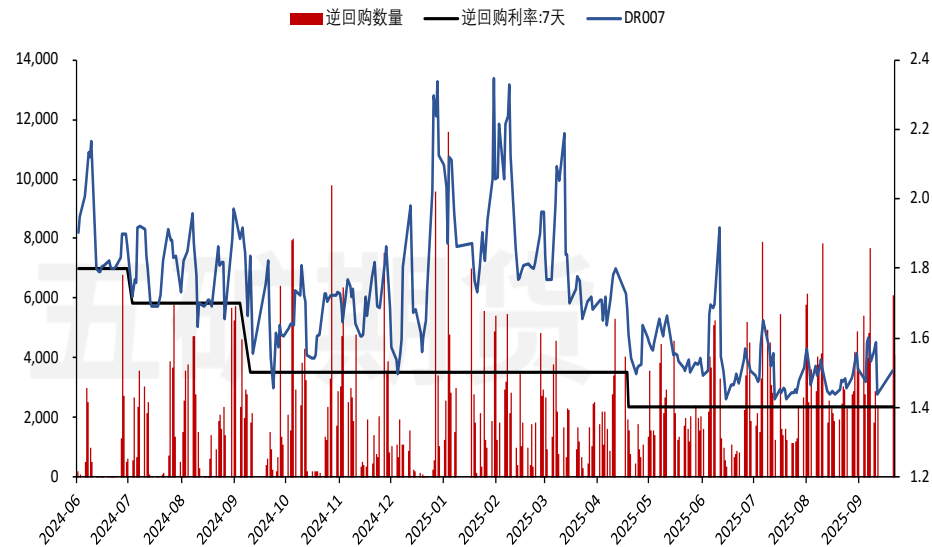
- 1、8月社融细分项中，政府债同比增速放缓，实体部门融资仍偏弱；
- 2、8月居民及企业部门的社融增速5.94%，前值6.02%，政府债增速21.10%，前值21.90%。

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10210亿元逆回购操作，有26633亿元逆回购到期，本周净回笼16423亿元，DR007利率收于1.51%。

05

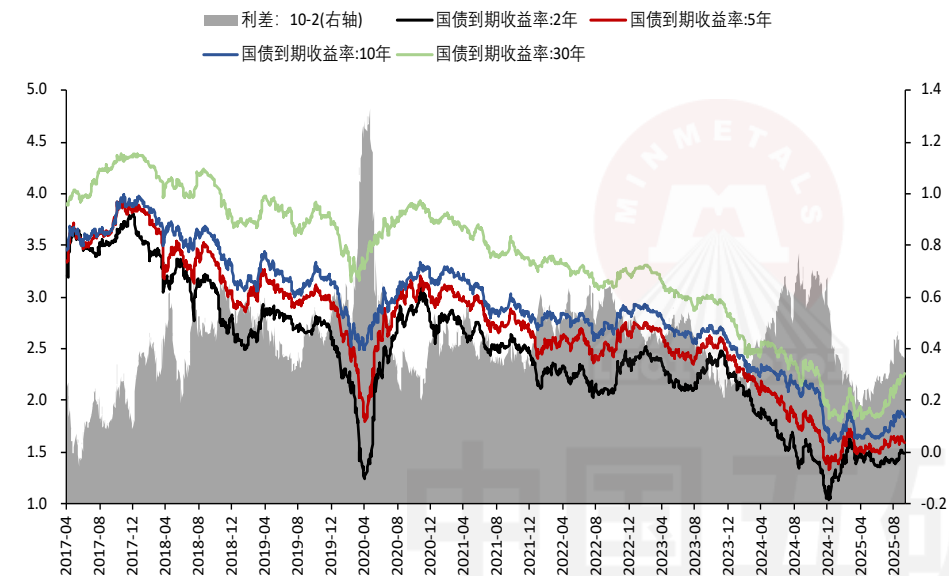
利率及汇率

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	1.41	-12.62	-12.62	-12.62
回购	R007	1.54	-7.51	-7.51	-7.51
回购	DR001	1.33	-5.84	-5.84	-5.84
回购	DR007	1.51	6.97	6.97	6.97
国债到期收益率	2年	1.48	-1.11	-1.11	-1.11
国债到期收益率	5年	1.60	-1.56	-1.56	-1.56
国债到期收益率	10年	1.84	-1.77	-1.77	-1.77
国债到期收益率	30年	2.26	3.05	3.05	3.05
美国国债收益率	10年	4.14	1.00	1.00	-2.00

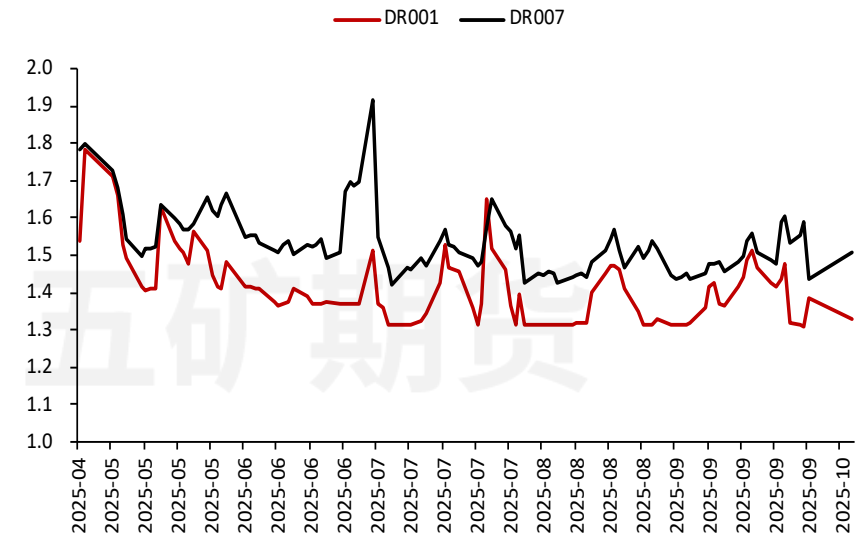
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



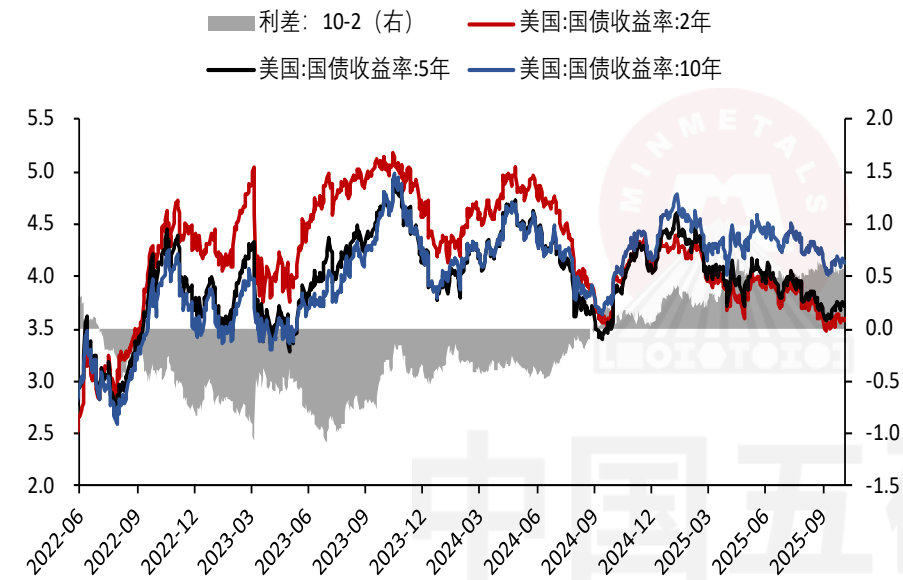
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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（%）



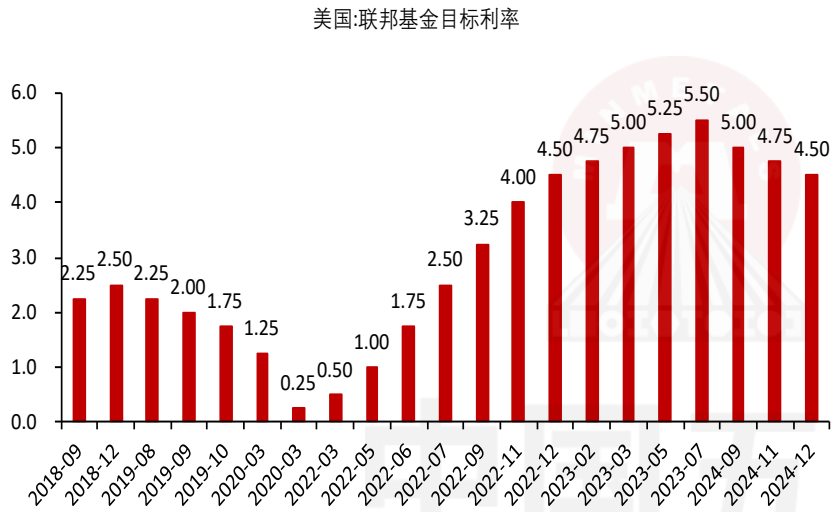
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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