



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

风险偏好回落，债市震荡为主

国债周报

2025/11/22

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：10月经济数据显示，供需两端均有所回落，受外需走弱、“反内卷”政策影响生产结构调整，以及工作日减少的共同作用，10月工业增加值增速下滑。新型政策性金融工具未能完全对冲地产下行的冲击，当前需求恢复的动力不足，经济内生修复态势仍待巩固。出口方面，10月出口数据低于预期，对美出口回落而非美地区出口增速维持韧性。四中全会强调坚决实现全年经济社会发展目标，考虑到今年前三季度经济增速较高，因此今年实现目标的压力不大，政策面可能更多关注与明年的衔接性政策，四季度加码的必要性不强。海外方面，11美元流动性偏紧，后续观察通胀以及就业数据对12月降息的指示。

- 1、11月LPR报价持稳：1年期LPR报3%，上次为3%；5年期以上品种报3.5%，上次为3.5%。
- 2、住房城乡建设部建筑节能与科技司副司长张雁表示，要把城市更新摆在更加突出的位置，系统推进好房子、好小区、好社区、好城区“四好”建设，为人民群众高品质生活、新业态新产业发展提供空间载体，为城市高质量发展提供有力支撑。
- 3、日本10年期国债收益率周三盘中攀升2个基点至1.765%，创2008年6月全球金融危机以来的最高水平。因投资者押注日本高市早苗政府将推出远超预期的财政支出计划，进一步激发了市场上抛售日债的“高市交易”。
- 4、财政部披露，1-10月，全国一般公共预算收入186490亿元，同比增长0.8%。其中，全国税收收入153364亿元，同比增长1.7%；非税收入33126亿元，同比下降3.1%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入81856亿元，同比下降0.8%；地方一般公共预算本级收入104634亿元，同比增长2.1%。
- 5、美国11月标普全球制造业PMI初值为51.9，创4个月新低，预期52，前值52.5。美国11月标普全球服务业PMI初值为55，创4个月新高，预期54.6，前值54.8。美国11月标普全球综合PMI初值为54.8，创4个月新高，预期54.5，前值54.6。
- 6、欧元区11月制造业PMI初值为49.7，预期50.2，10月终值50；服务业PMI初值为53.1，预期52.8，10月终值53；综合PMI初值为52.4，预期52.5，10月终值52.5。
- 7、美国劳工统计局（BLS）发布声明称，由于拨款中断，BLS无法收集10月的调查数据，因此将不会发布10月份的CPI报告，11月CPI报告将于12月18日发布，且不会包括那些缺失了10月数据项目的环比百分比变化。

- ◆ 流动性：本周央行进行16760亿元逆回购操作、8000亿元买断式逆回购操作，有11220亿元逆回购到期，本周净投放13540亿元，DR007利率收于1.44%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.82%，周环比+0.81BP；30Y国债收益率收于2.16%，周环比+1.20BP；2、最新10Y美债收益率4.06%，周环比-8.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，10月经济数据供需两端偏弱，整体较三季度有所回落，需求端动能仍有待加强，后续关注新型政策性金融工具以及债务结存限额增量对于四季度增速的带动作用。社融增速10月份下行，在四季度高基数、地产承压及政府债增速下行的影响下，年底社融增速可能偏弱状态仍将延续。资金情况而言，后续缴税期将近且同业存单到期量大，但央行加量续作买断式逆回购，资金呵护态度维持。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维持震荡，节奏上需关注股债跷跷板作用以及配置力量逐渐增加的影响，债市有望震荡修复。

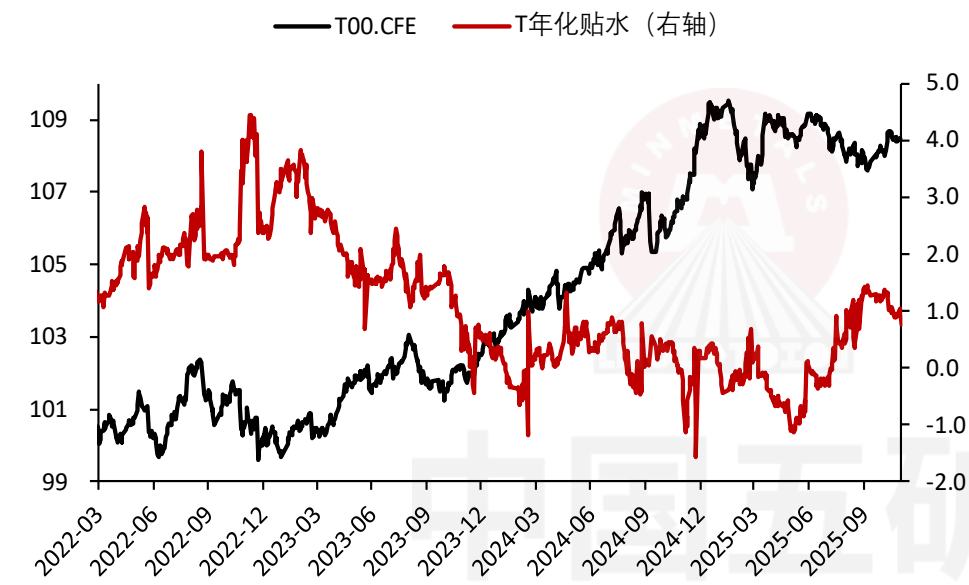
国债基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	1	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性压力有望缓解	贴水偏低
小结	近期经济数据显示内需仍有待修复，外需在关税扰动下有所承压。当前债市向下调整空间有限，往后看资金面有望延续宽松，随着关税扰动及外需的不确定性增强，后续经济稳增长压力仍存。宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

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

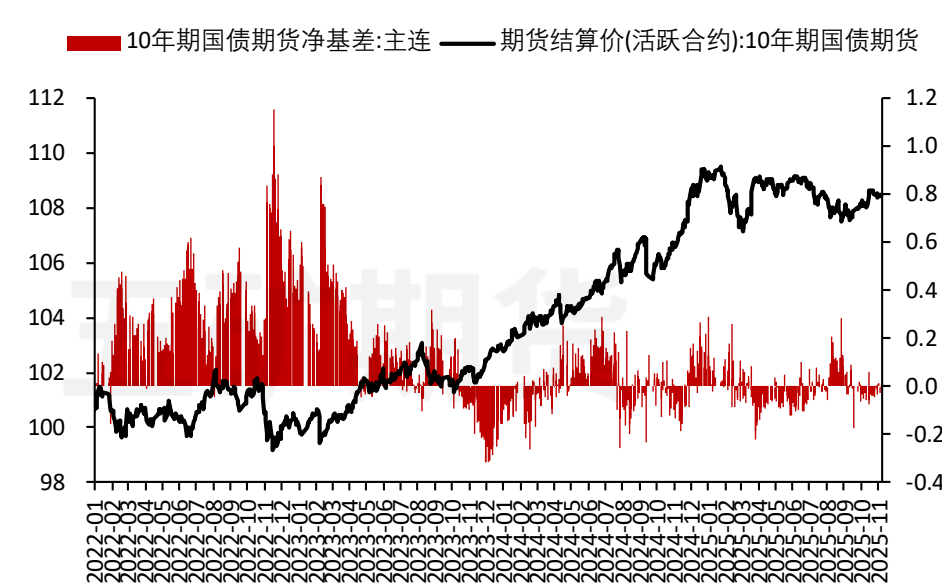
期现市场

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



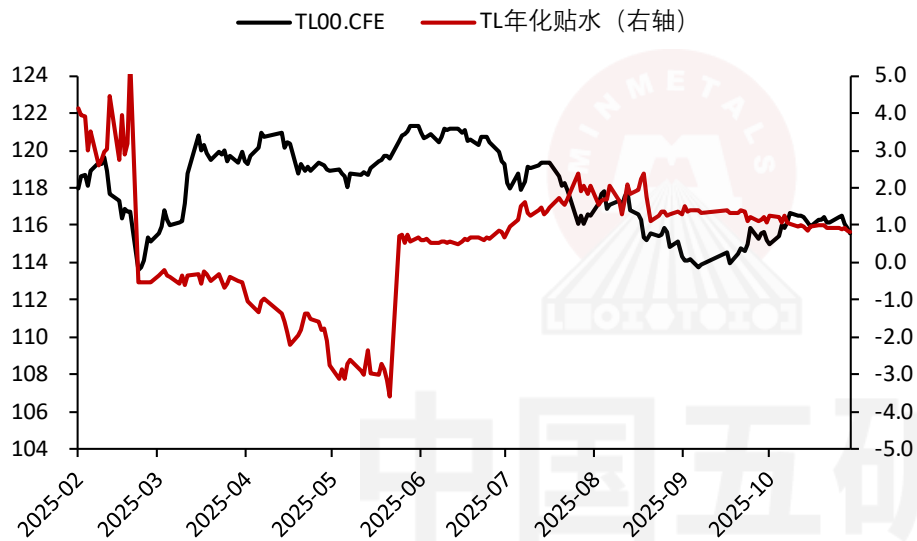
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：T主力合约结算价及净基差走势



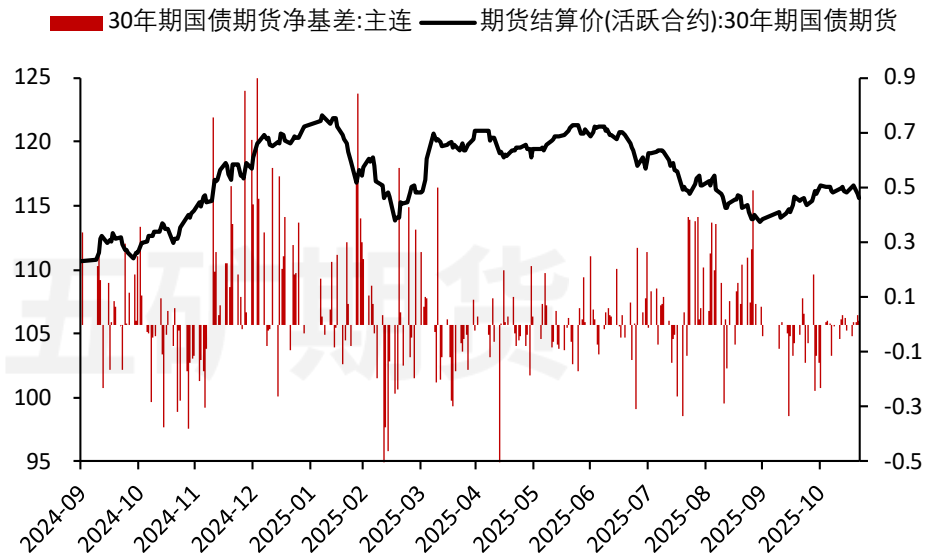
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



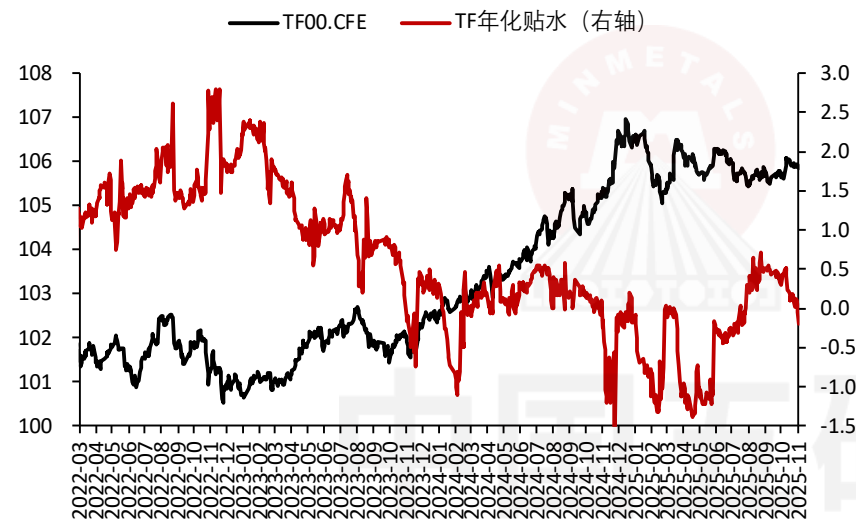
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



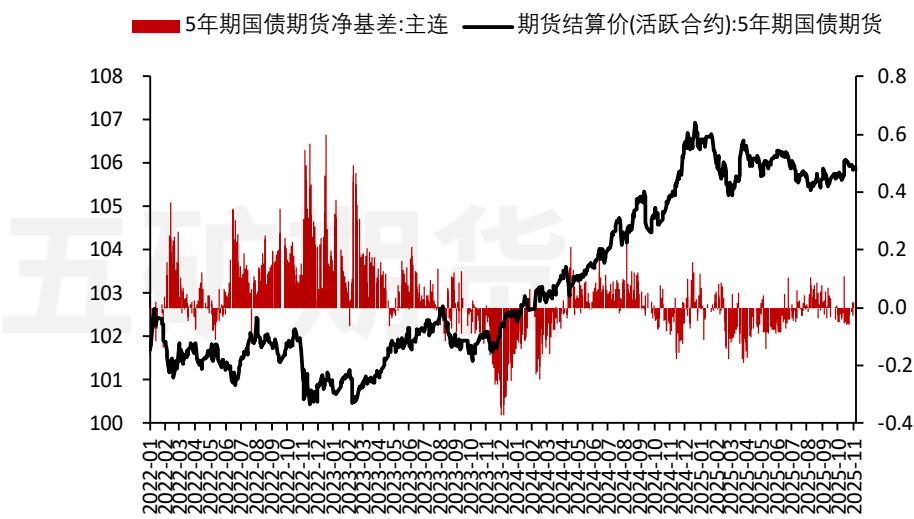
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



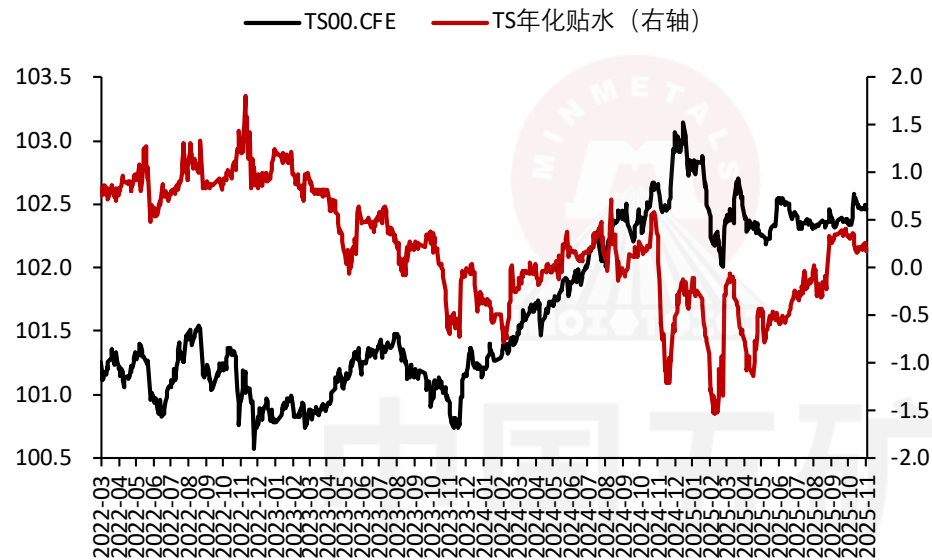
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



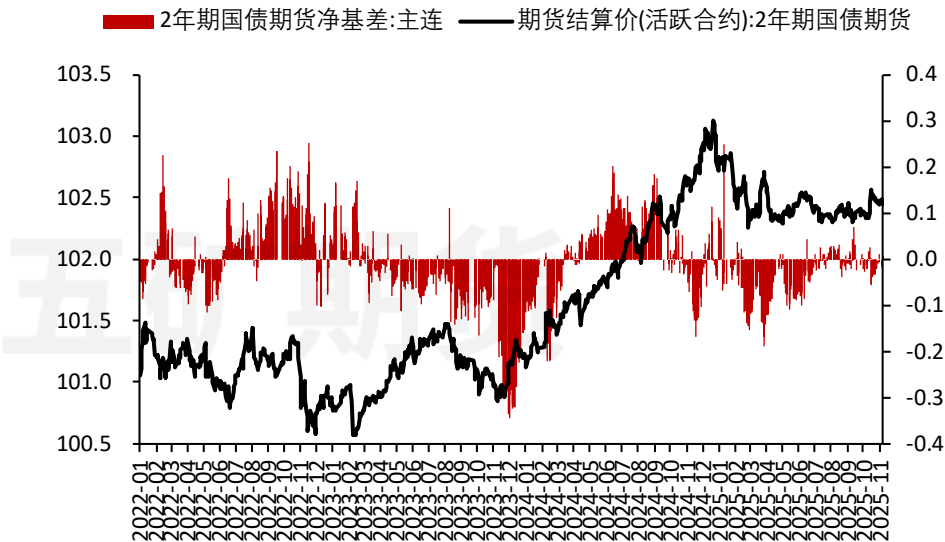
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：TS当季合约收盘价及年化贴水走势



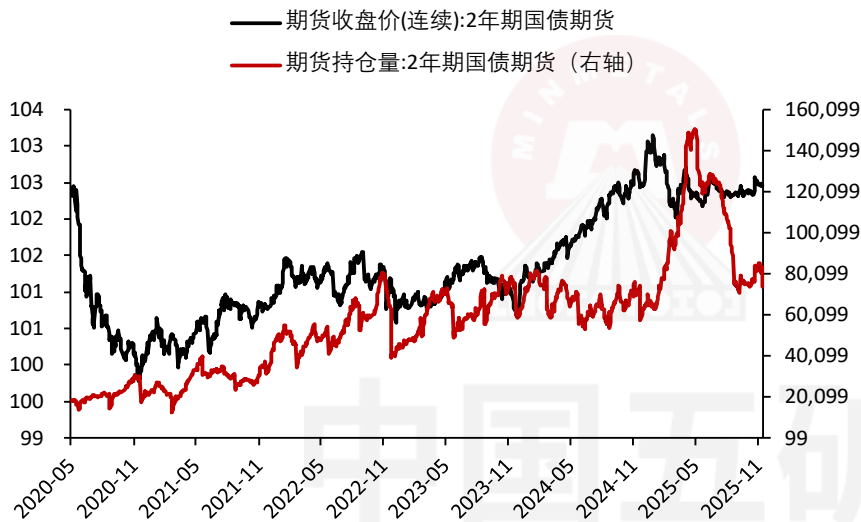
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：TS主力合约结算价及净基差走势



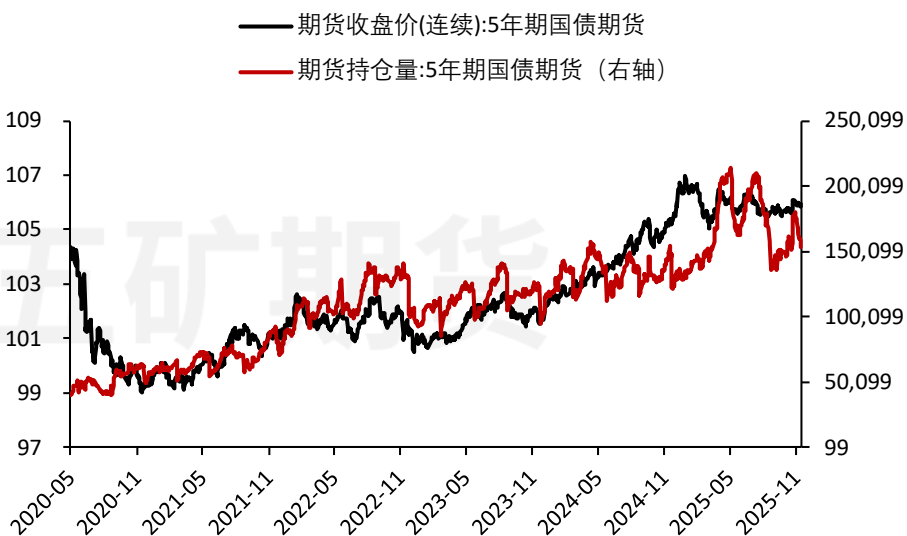
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：TS收盘价及持仓量（手）



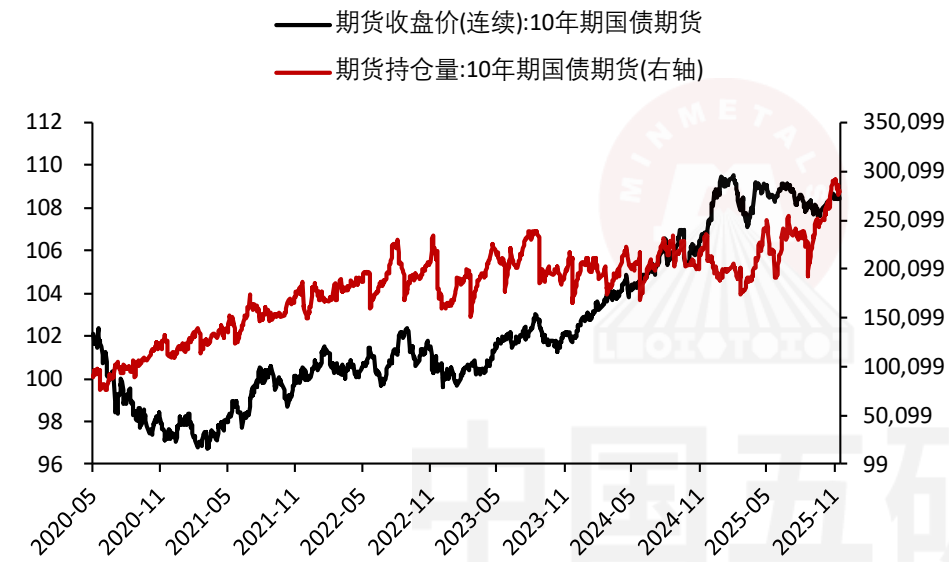
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：TF收盘价及持仓量（手）



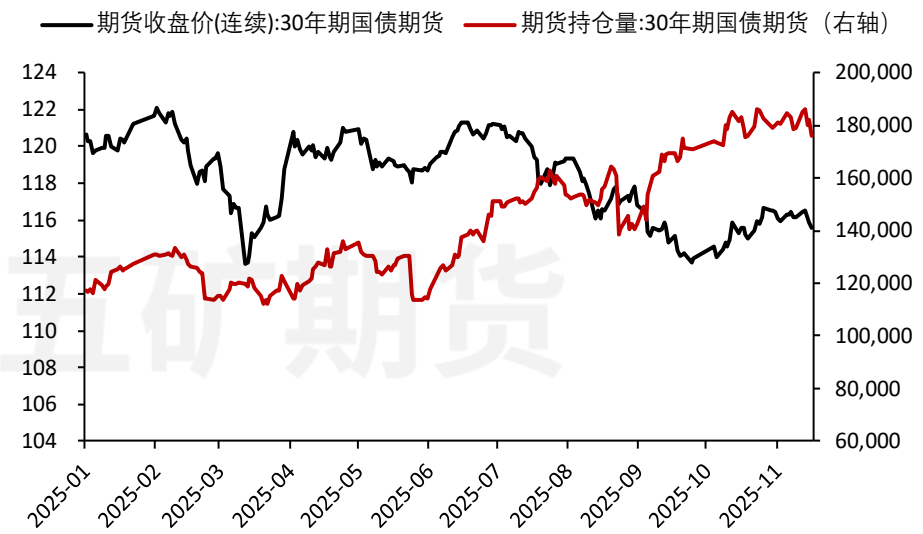
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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）

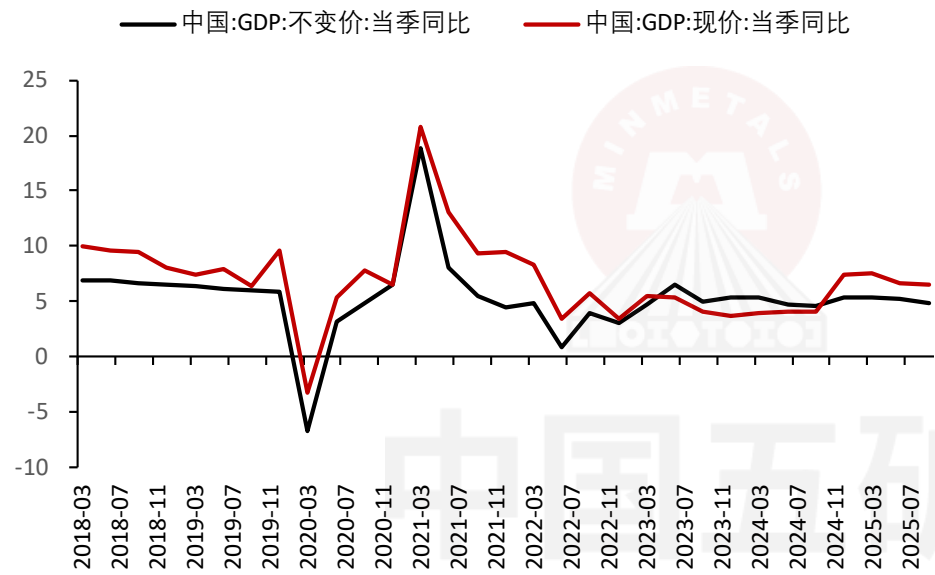


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

03

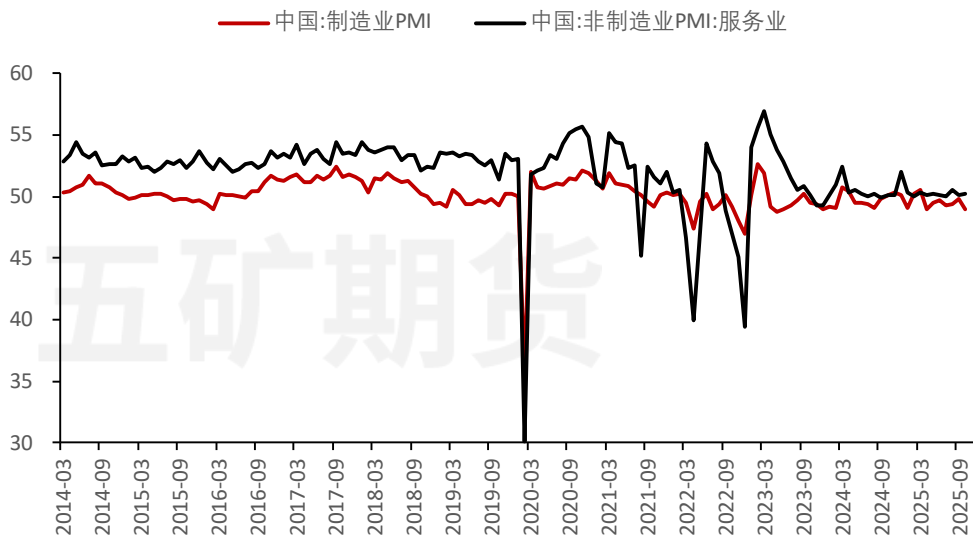
主要经济数据

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

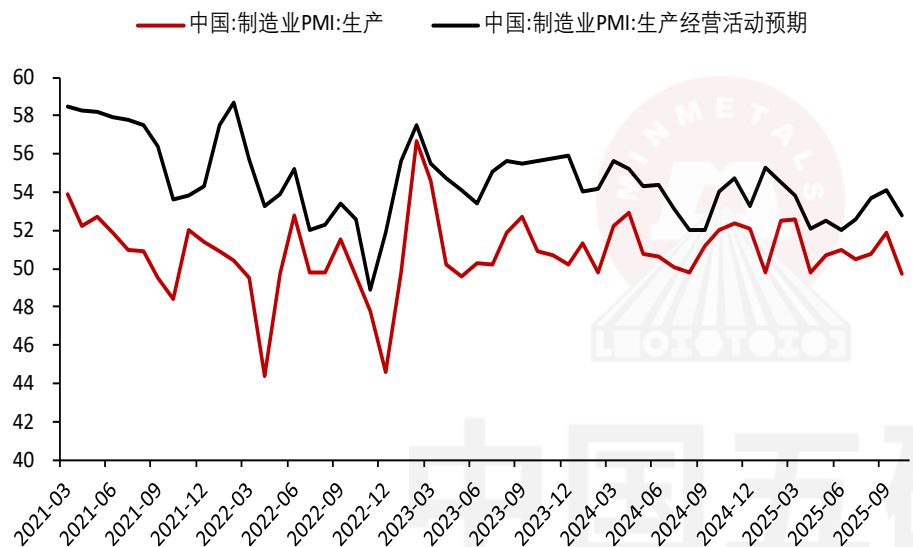
- 1、2025年3季度GDP实际增速4.8%，超市场预期，今年前三季度经济增长维持韧性。
- 2、10月制造业PMI录得49.0%，较前值下降0.8个百分点；服务业PMI较前值上升0.1个点，录得50.2%，整体制造业和服务业有所分化。

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
2025-10	49.70	48.80	45.90	44.50	48.10	49.00	46.80	47.50	52.50	47.30	48.30	50.00	52.80
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
过去五年平均	50.96	49.84	47.86	45.14	46.92	50.08	48.14	52.12	58.04	47.82	48.56	48.84	55.02
上月过去五年平均	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
本月环比变化	-2.20	-0.90	-1.90	-0.70	-0.10	-2.60	-1.30	-0.70	-0.70	-1.20	-0.20	-0.80	-1.30
过去五年平均环比变化	-0.82	-0.62	0.00	0.12	-0.68	-0.28	0.34	1.42	2.48	-0.28	-0.22	-0.72	-0.18

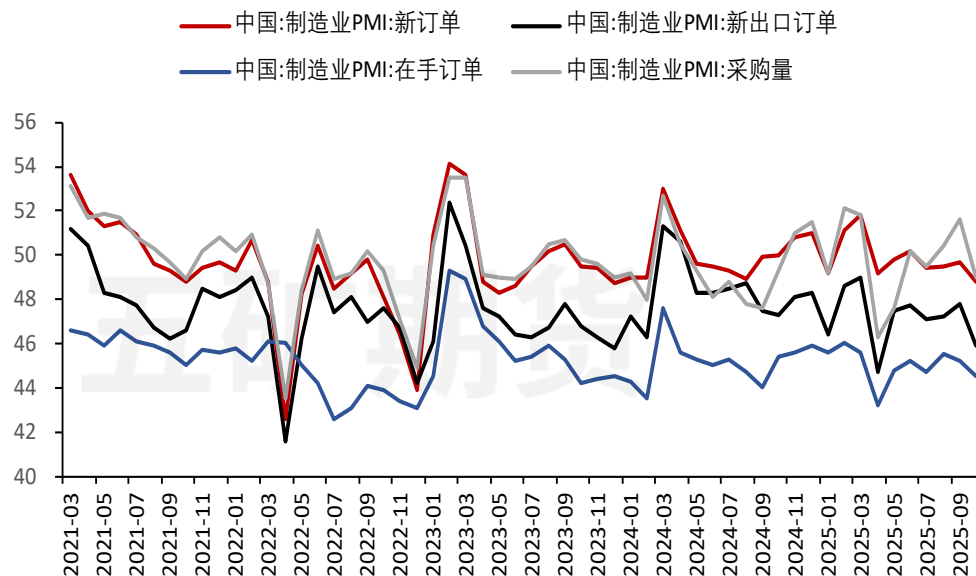
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15：制造业PMI细分项-生产



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

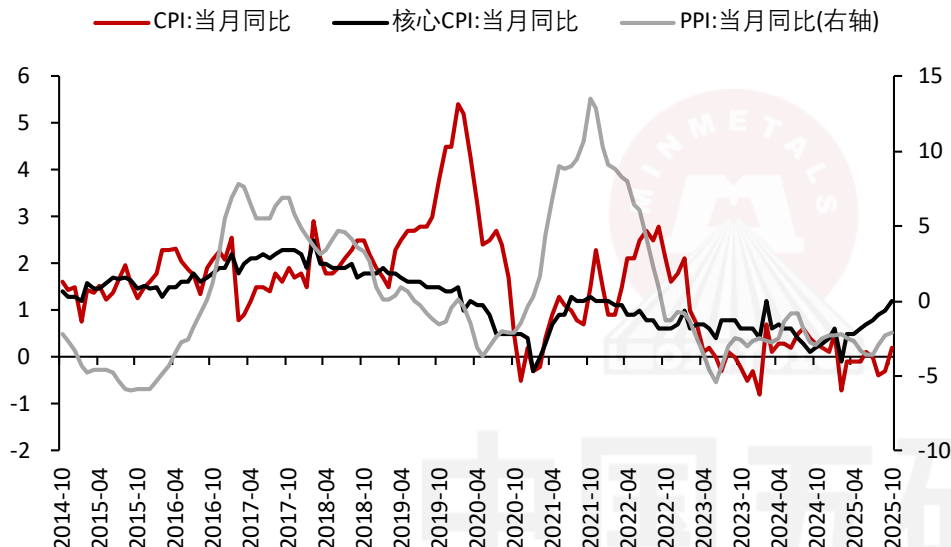
图16：制造业PMI细分项-需求



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

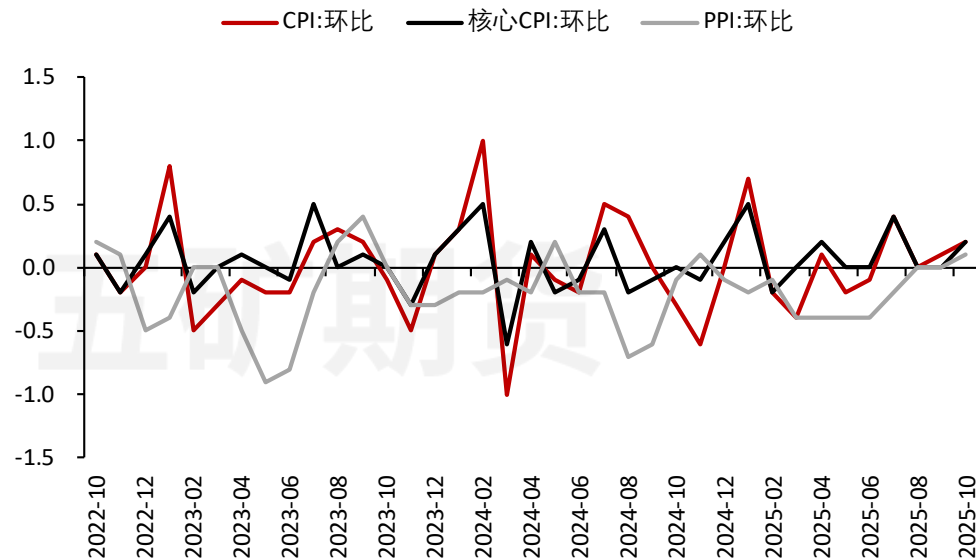
在10月份制造业PMI的细分项中，制造业供需两端均有所承压。生产指数环比下降2.2个百分点至49.5%，降幅高于新订单指数的-0.9个百分点，显示供给端对PMI拖累更为突出。10月工作日偏少节假日效应导致生产活动阶段性放缓，而外部不确定性上升、企业预期转弱使得扩产意愿下降。需求层面，内需恢复仍显不足。新订单指数持续低于荣枯线，进口指数降至46.8%，显示国内终端消费与投资需求尚未形成有效接力。

图17：价格指数同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

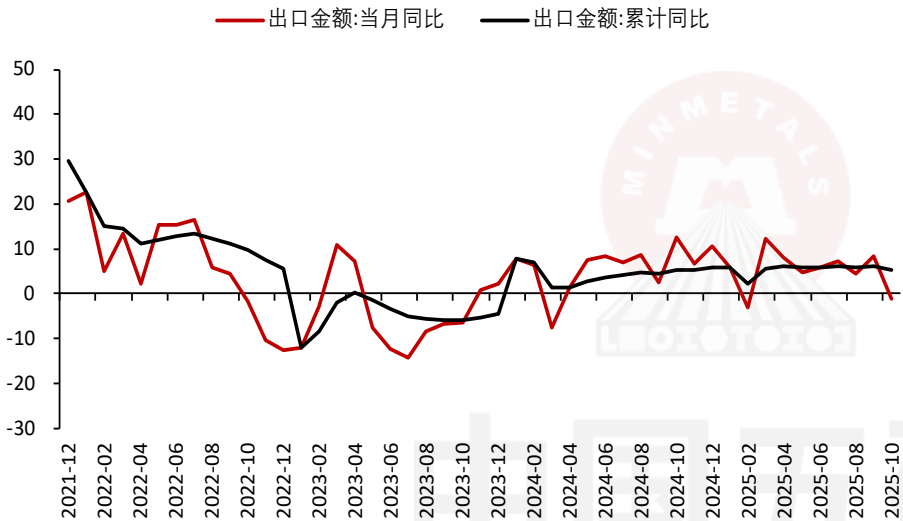
图18：价格指数环比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

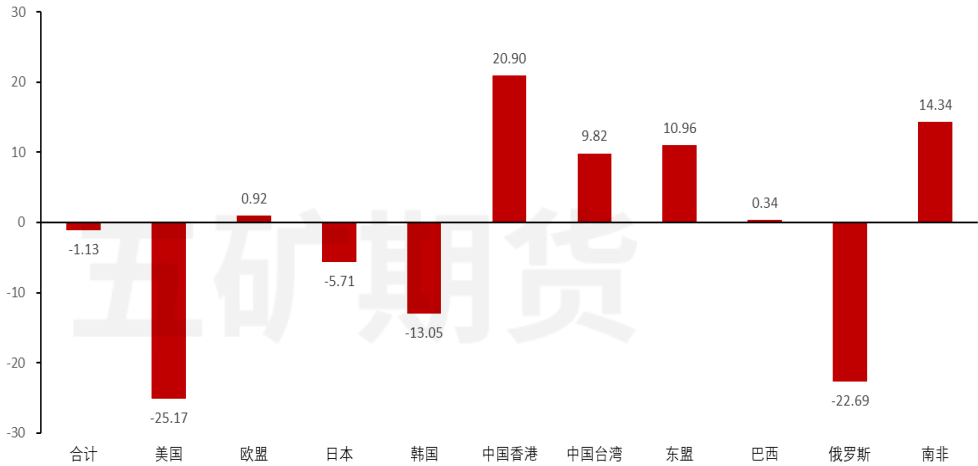
- 1、10月份CPI同比增长0.2%，前值-0.3%；核心CPI同比上升1.2%，前值1.0%；PPI同比下降2.1%，前值-2.3%；
- 2、从环比数据看，CPI环比0.2%，前值0.2%；核心CPI环比0.2%，前值0.0%；PPI环比0.1%，前值0.0%。猪肉因供应充足而价格偏弱，但双节需求推动蔬菜、水果价格上涨。PPI方面，同比降幅收窄。生产资料价格延续修复，采掘工业表现较好。部分行业价格积极变化，产能治理成效显现带动价格降幅收窄。

图19：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

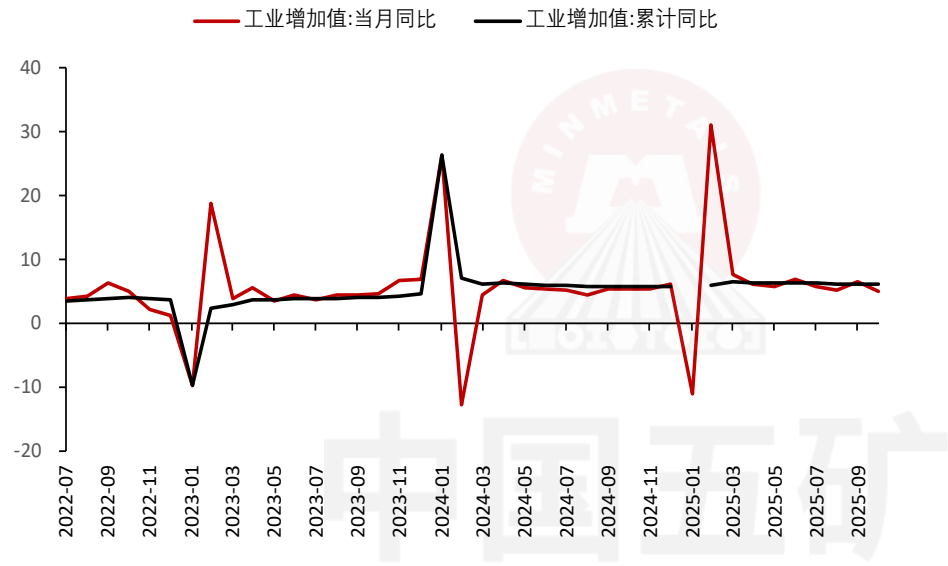
图20：对部分经济体出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

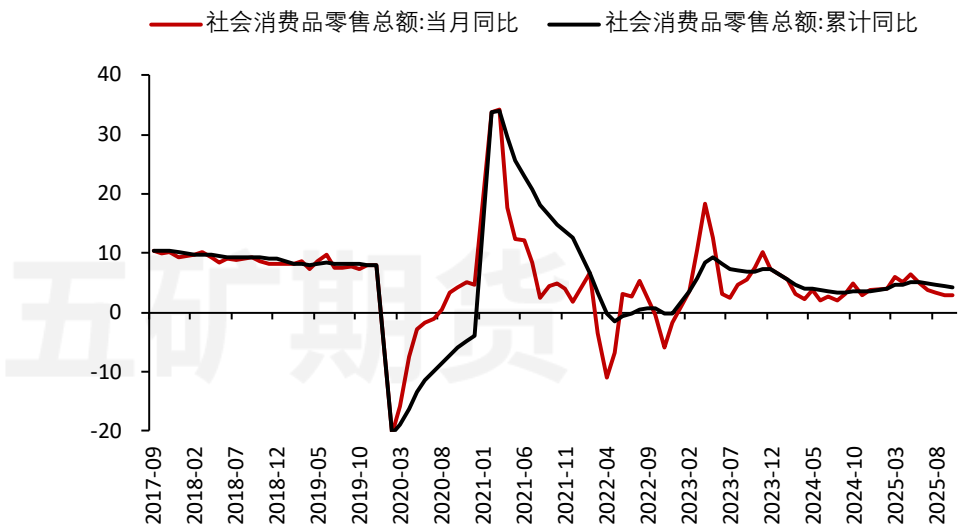
2025年10月我国进出口数据整体略低于预期。10月出口(美元计价)同比下滑1.1%，前值+8.3%。10月进口同比增长1.0%，前值7.4%。分国别看，10月我国对美出口同比下降25.1%，相较而言，10月我国对东盟出口仍维持较高增速，同比增速10.9%，对非美地区出口增速有所下降。

图21：工业增加值（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

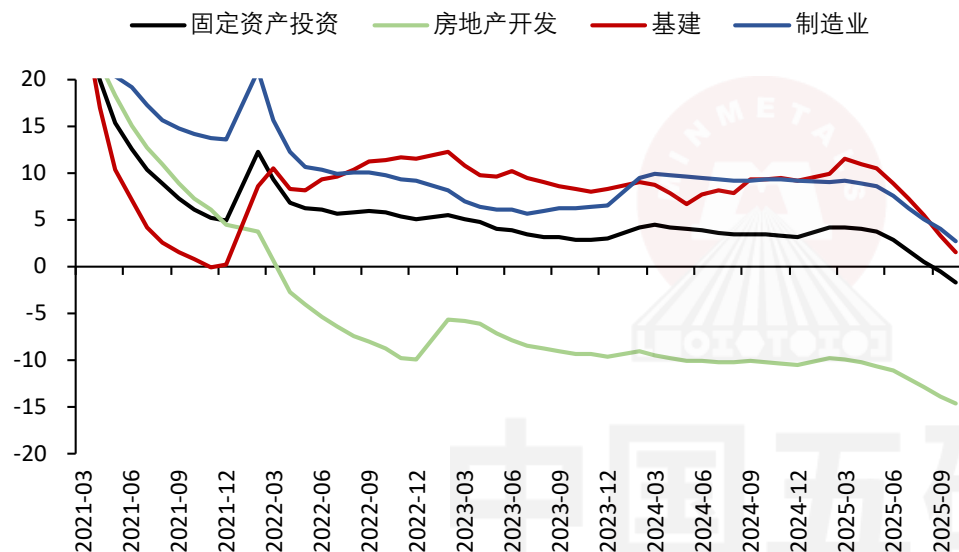
图22：社会消费品零售总额（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

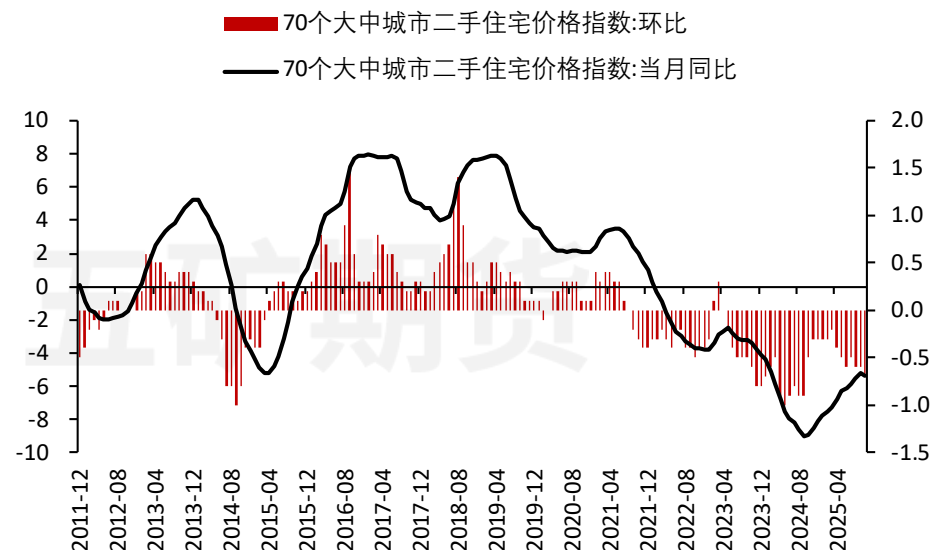
- 1、10月份工业增加值同比增速为4.9%，前值6.5%，工业生产增速有所回落。受外需走弱、“反内卷”政策影响以及工作日减少的共同作用，10月工业增加值增速承压。
- 2、10月份社会消费品零售总额当月同比增速2.9%，较前值3.0%下降0.1个点；社零增速因汽车与家电等耐用品高基数回落而走低，但除汽车外的消费项增速则改善，餐饮、日用品、化妆品等多数门类保持稳中有升，“双十一”促销前置有一定促进。

图23：固定资产投资（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

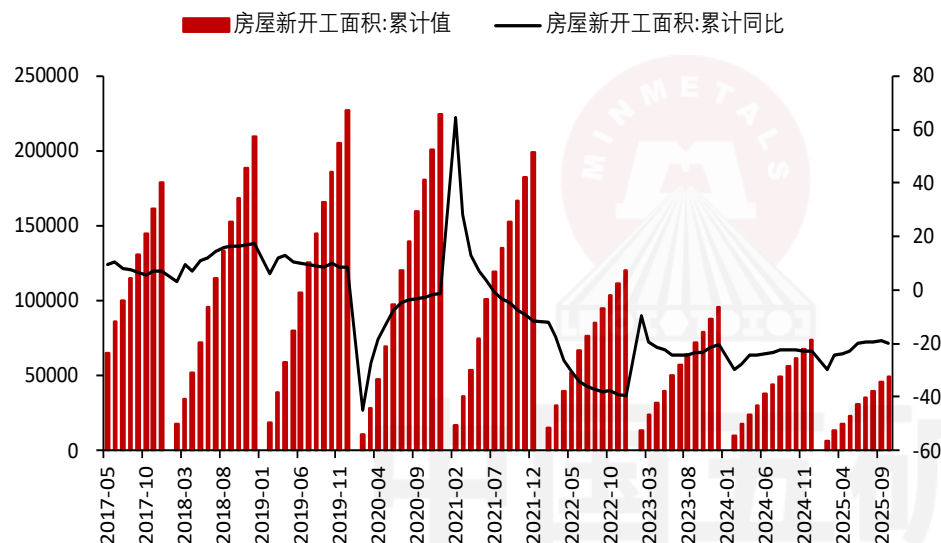
图24：二手房价格同比及环比（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

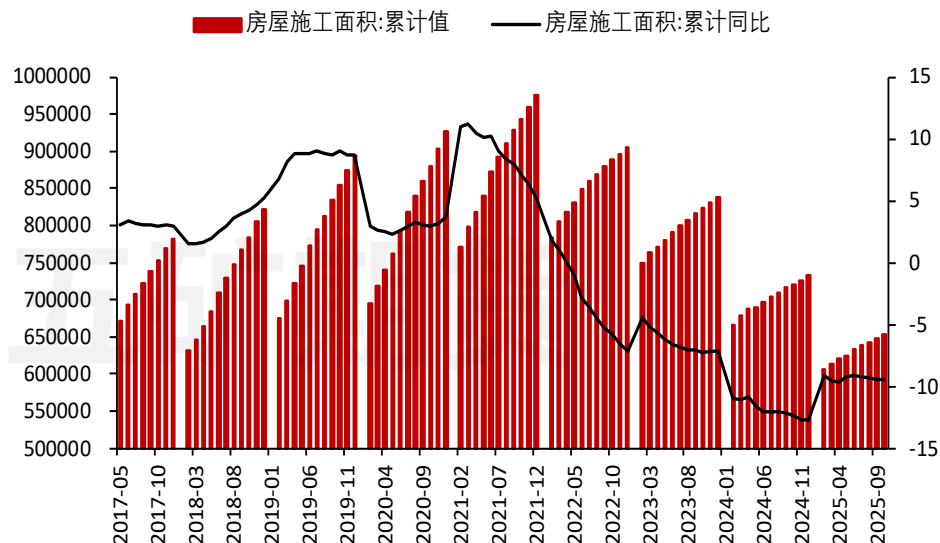
- 1、1-10月固定资产投资累计同比增速为-1.7%，前值-0.5%；房地产投资增速累计同比为-14.7%，前值-13.9%，房地产市场延续调整；不含电力的基建投资增速累计同比-0.1%，前值1.1%；制造业投资累计同比为2.7%，前值为4.0%，增速有所放缓；
- 2、10月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.7%，前值-0.6%；同比-5.4%，前值-5.2%。

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

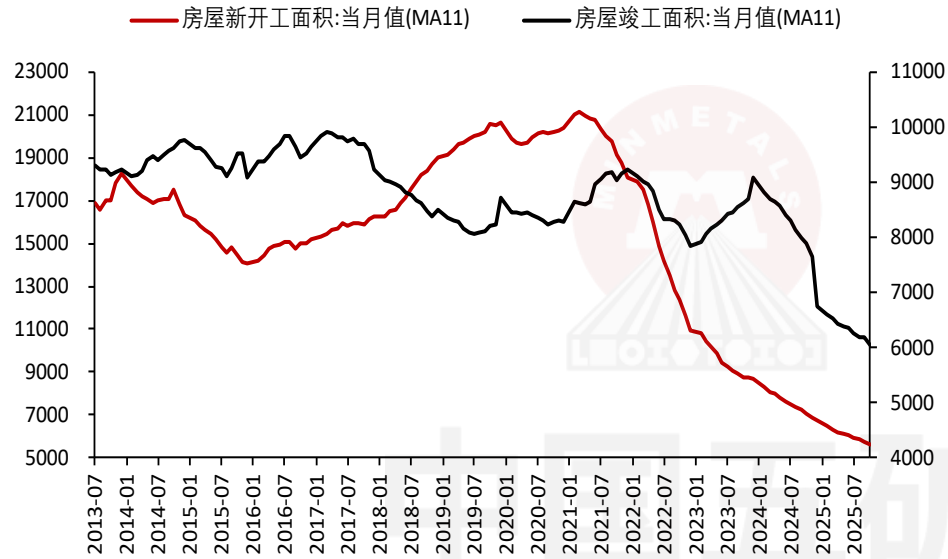
图26：房屋施工面积及同比（万平，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

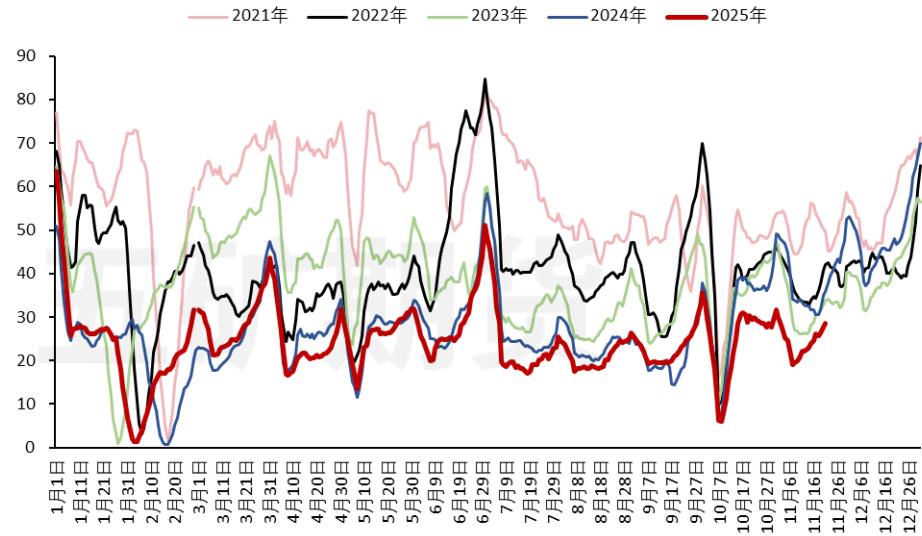
- 1、10月房屋新开工面积累计值49061万平，累计同比-19.8%，前值-18.9%；
- 2、10月房屋新施工面积累计值652939万平，累计同比-9.4%，前值-9.4%。

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

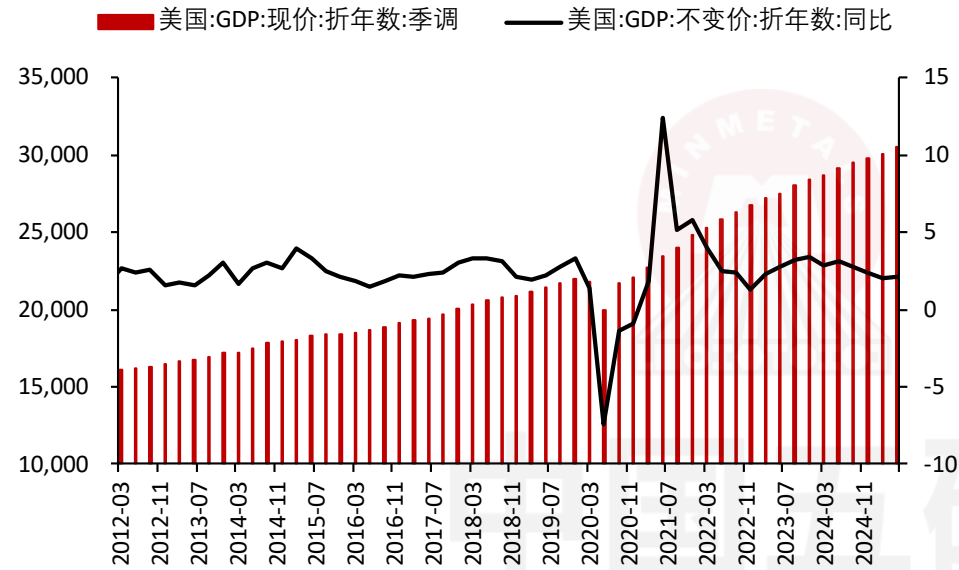
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

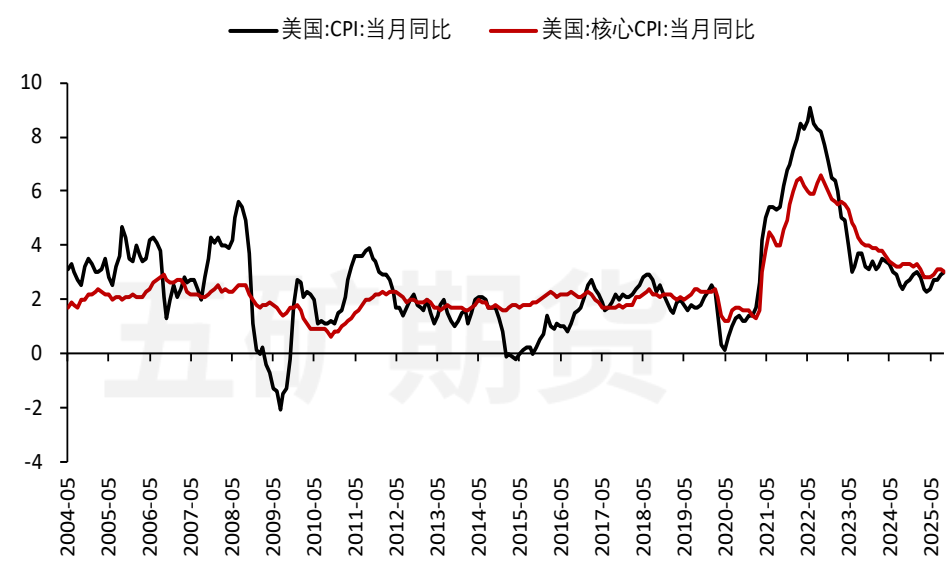
- 1、10月份竣工端数据累计同比回落16.99%，前值-15.45%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期有所走弱，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP（十亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

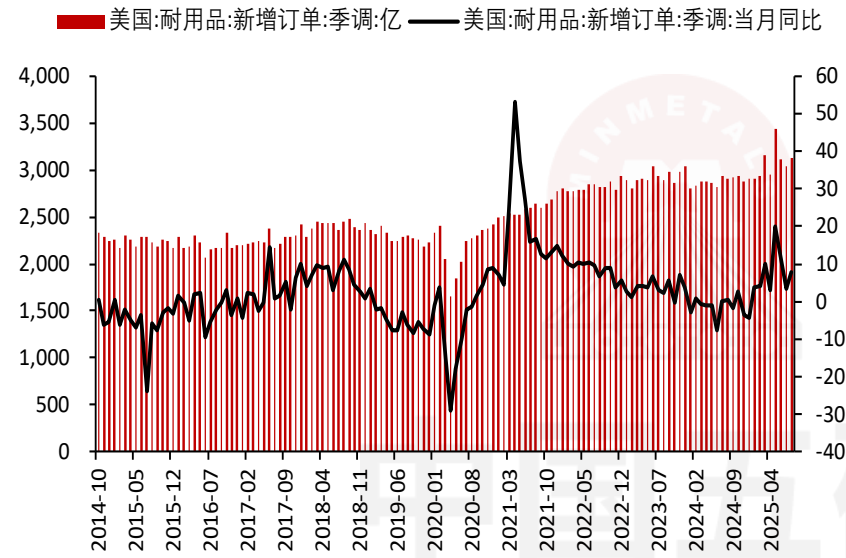
图30: 美国CPI (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

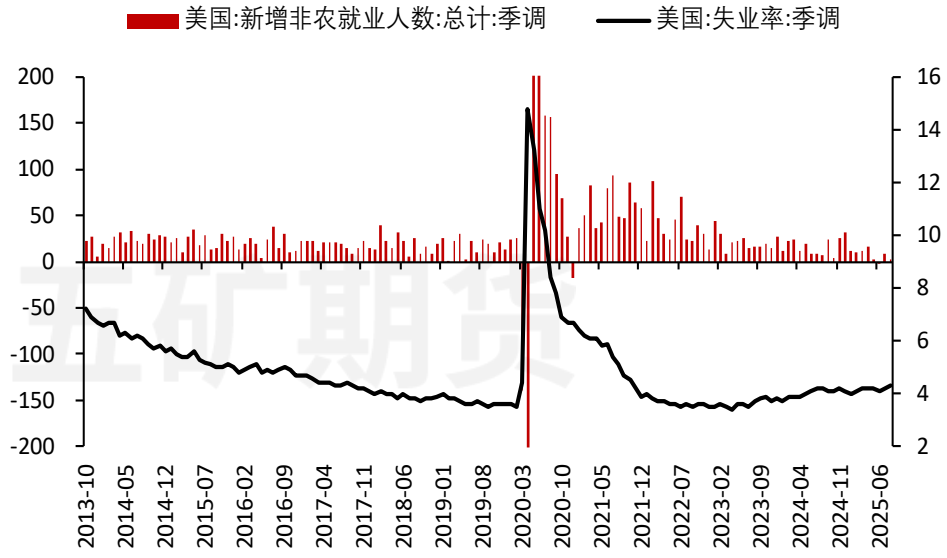
- 1、二季度单季美国GDP现价折年数30331亿美元，实际同比增速1.99%，环比增长3.0%；
- 2、美国9月未季调CPI同比升3%，预期升3.1%，前值升2.9%；环比升0.3%，预期升0.4%，前值升0.4%。美国9月季调后核心CPI同比升3%，预期升3.1%，前值升3.1%；环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.3%。

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

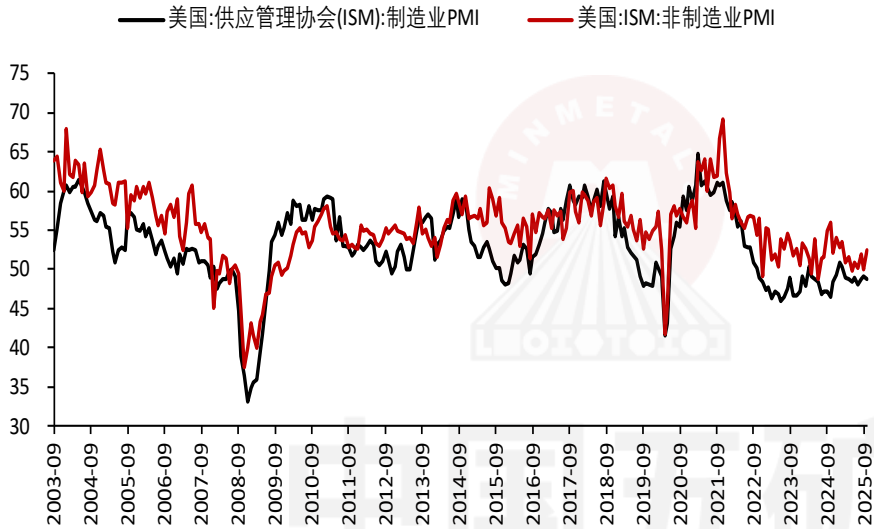
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

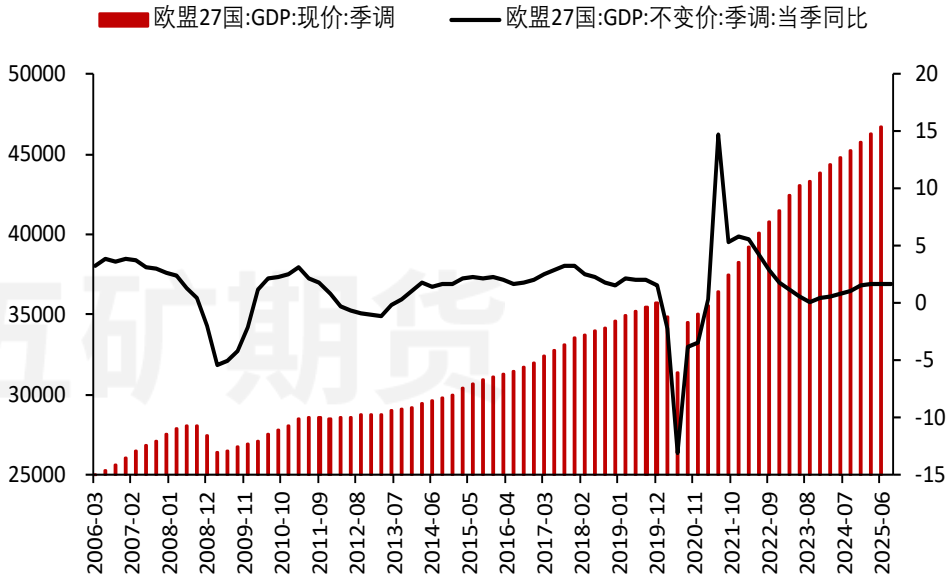
- 1、美国8月耐用品订单金额3124亿美元，同比增长7.63%，前值3.40%；
- 2、美国8月季调后非农就业人口增2.2万人，预期增7.5万人，前值自增7.3万人修正至增7.9万人；失业率4.3%，预期4.3%，前值4.2%。

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

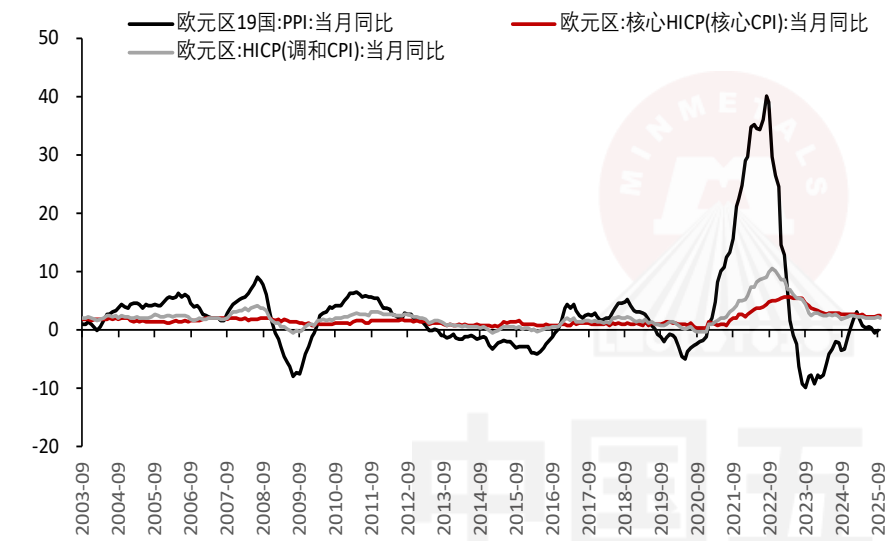
图34: 欧盟季度GDP（亿欧元，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国10月ISM制造业PMI为48.7，前值49.1；美国10月ISM非制造业PMI52.4，前值50.0；
- 2、三季度欧盟GDP同比增长1.5%，环比增长0.3%；

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



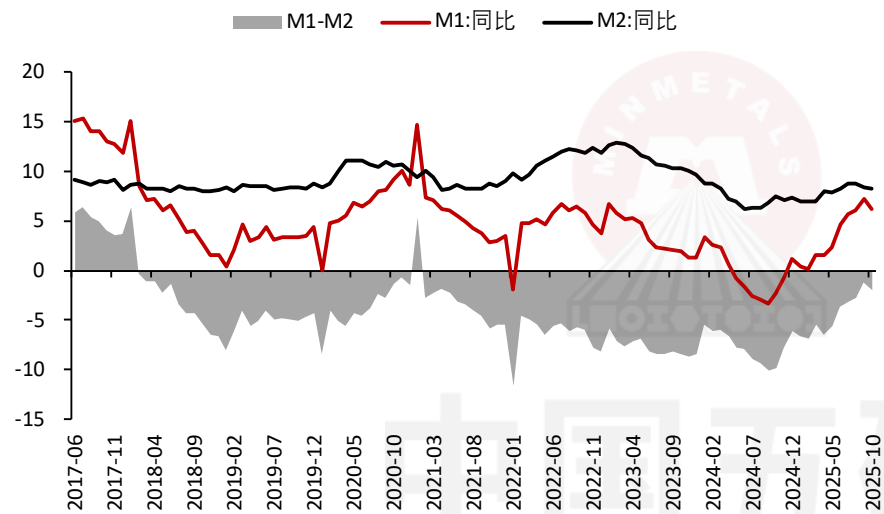
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、欧元区10月CPI同比上升2.1%，9月为同比上升2.2%。欧元区10月核心CPI同比增长2.4%，前值2.4%。
- 2、欧元区11月制造业PMI初值为49.7，预期50.2，10月终值50；服务业PMI初值为53.1，预期52.8，10月终值53。

04

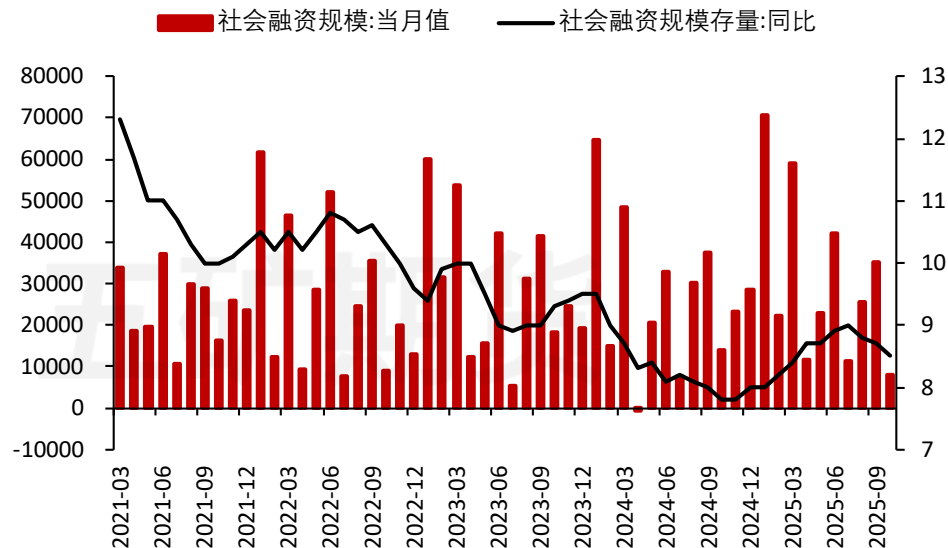
流动性

图37：货币供应量（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

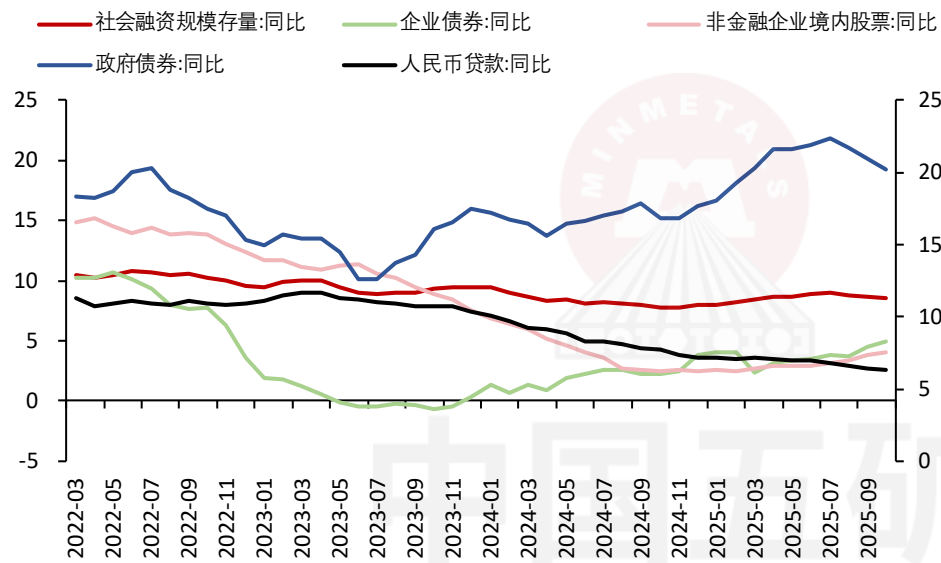
图38：社会融资规模（亿元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

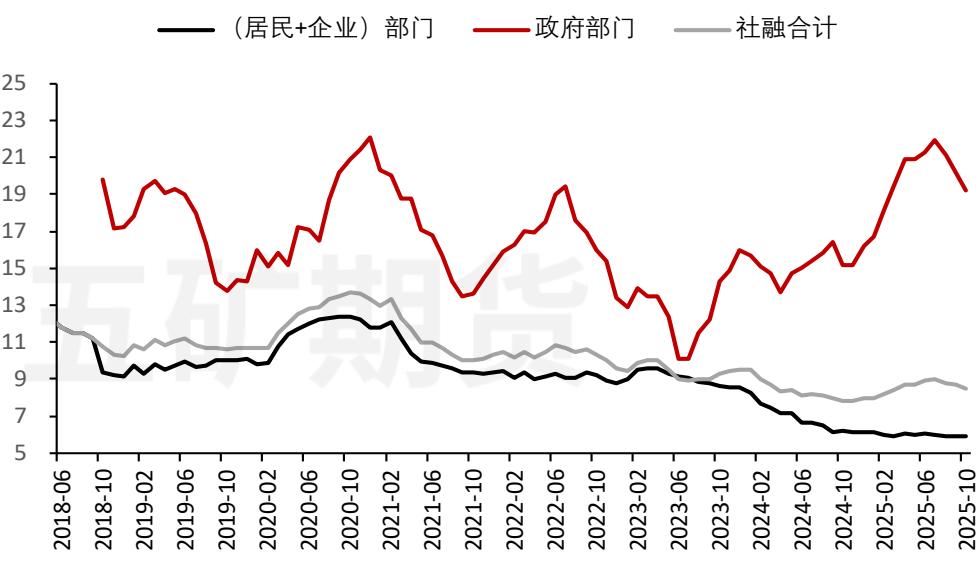
- 1、10月M1增速6.2%，前值7.2%；M2增速8.2%，前值8.4%；10月M1增速有所回落，基数叠加股市行情震荡，部分非银存款转化为活期存款，M1-M2剪刀差扩大；
- 2、10月社融增量8150亿元，同比少增5970亿元；新增人民币贷款2200万亿元，社融主要来自于政府债的增长，受政府债基数抬高影响，往后政府债对社融同比的支撑作用可能有所减弱。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

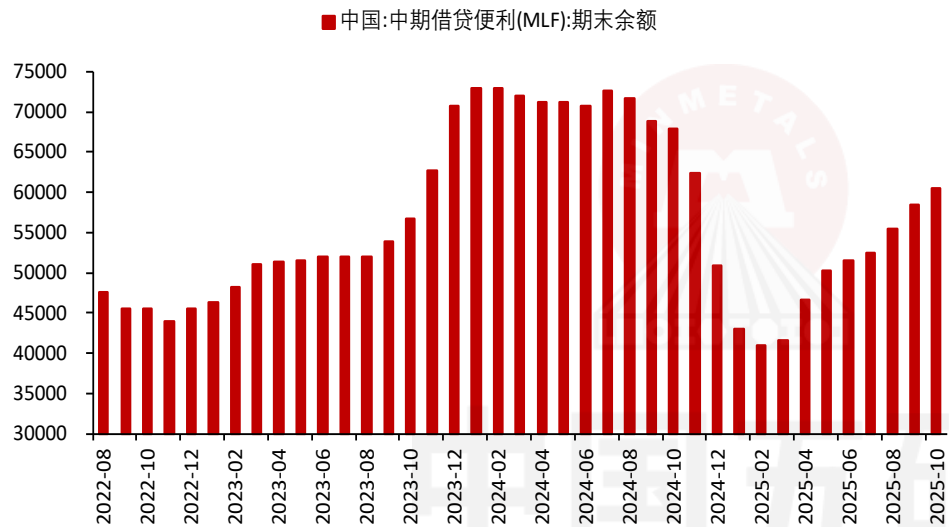
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

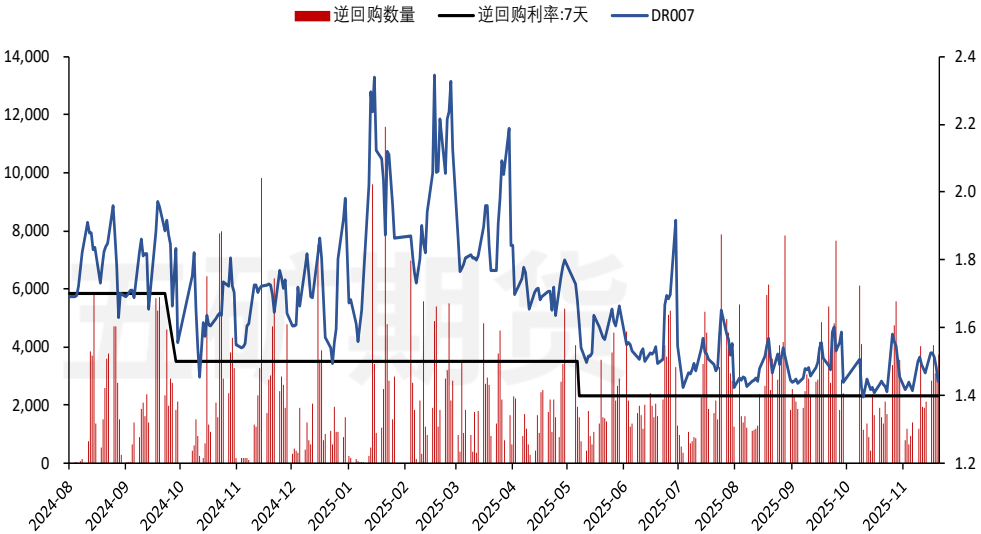
- 1、10月社融细分项中，政府债同比增速放缓，实体部门融资偏弱；
- 2、10月居民及企业部门的社融增速5.92%，前值5.94%，政府债增速19.20%，前值20.20%。

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、10月份MLF余额60500亿，MLF净投放2000亿元；
- 2、本周央行进行16760亿元逆回购操作、8000亿元买断式逆回购操作，有11220亿元逆回购到期，本周净投放13540亿元，DR007利率收于1.44%。

05

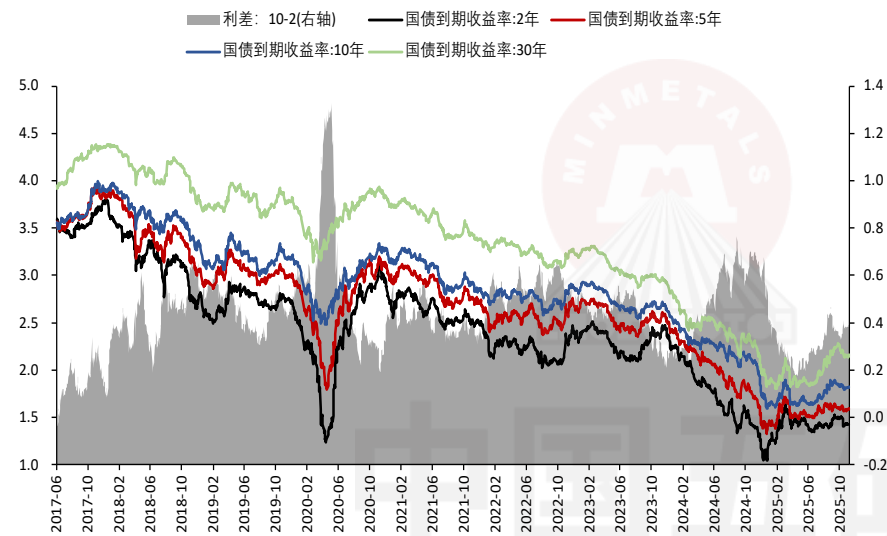
利率及汇率

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	1.43	4.09	3.80	2.27
回购	R007	1.49	-0.60	2.68	0.22
回购	DR001	1.37	5.30	4.08	5.45
回购	DR007	1.47	-1.09	5.43	1.22
国债到期收益率	2年	1.43	-0.08	-0.16	2.88
国债到期收益率	5年	1.58	0.32	-0.57	1.81
国债到期收益率	10年	1.81	-0.16	-0.09	1.82
国债到期收益率	30年	2.15	-0.45	-1.20	0.15
美国国债收益率	10年	4.14	3.00	3.00	3.00

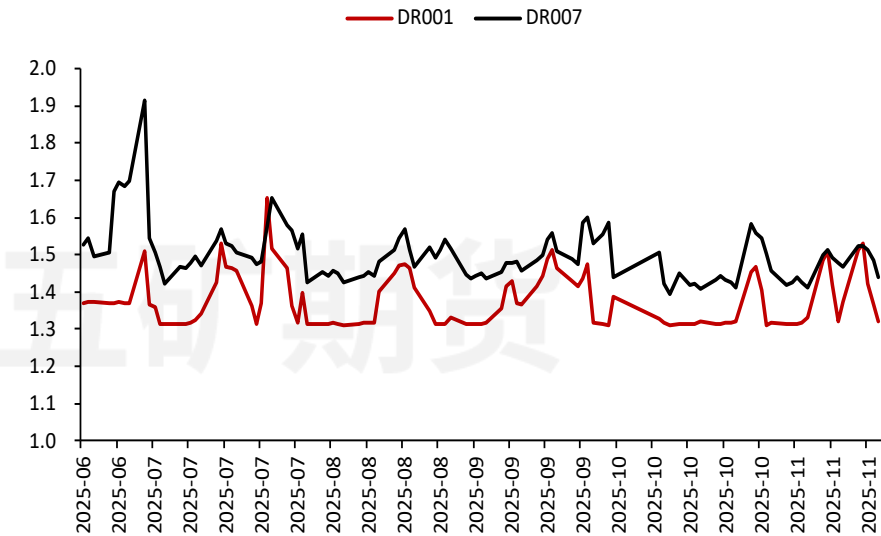
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



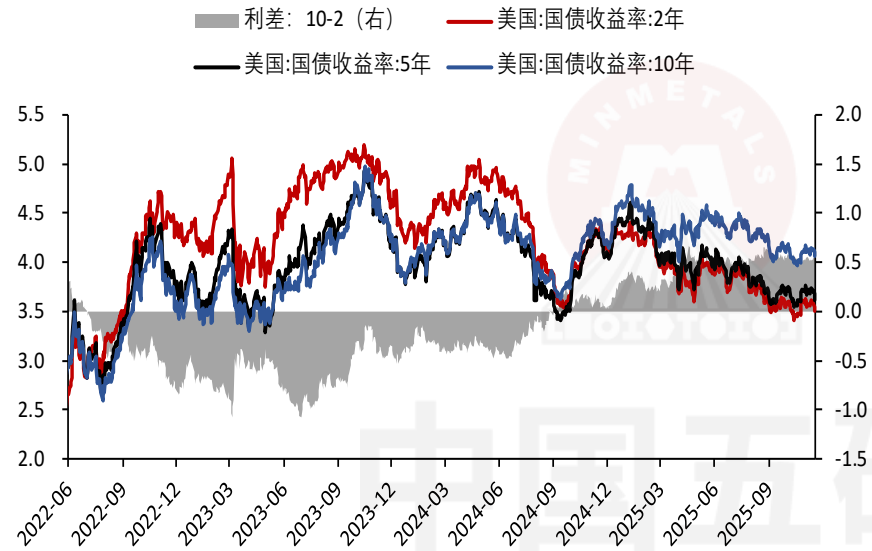
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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层



五矿期货微服务公众号



五矿期货扫码一键开户