



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

资金边际收敛，整体维持宽松

国债周报

2026/05/23

程靖茹（联系人）

✉ chengjr@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03133937

王俊（宏观金融组）

✉ wangja@wkqh.cn

👤 从业资格号：F0273729

👤 交易咨询号：Z0002942

MINMETALS
FUTURES

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：基本面而言，4月经济数据总体回落且呈现结构分化格局。结构上，供需两端均有所走弱，分项上看，外需好转下出口订单连续3个月保持增长，对制造业形成明显支撑，而消费整体弱于预期。价格方面，原材料购进价格和出厂价格倒挂，需关注后续输入性通胀因素对企业利润的传导。整体而言，信贷偏弱背景下内生需求仍需要政策扶持，经济回升动能的持续性仍有待观察。海外方面，美伊冲突边际缓和但不确定性仍强，油价偏高位运行也进一步压制美联储的货币宽松预期。

- 1、国家发改委：近期正在谋划出台加快人工智能落地的配套文件，进一步加大要素保障；同时，还将持续推动央国企开放高价值的应用场景，面向各个行业和领域、各个地方打造人工智能标杆应用，加快引导人工智能融入经营管理等各方面、各环节。
- 2、中国人民银行5月27日将在香港招标发行2026年第四期和第五期中央银行票据，总额300亿元。
- 3、美联储于北京时间2026年5月21日凌晨发布4月28-29日FOMC会议纪要。本次会议出现1992年以来最多的四张反对票，鹰派官员主张移除“宽松偏向”措辞，显示美联储内部对通胀压力的担忧显著上升，政策重心向鹰派倾斜。4月CPI同比升至3.8%、能源价格高企与关税压力交织，令降息窗口持续收窄。
- 4、国家发改委消息，根据国际市场油价变化情况，自5月21日24时起，国内汽、柴油（标准品）价格每吨分别上调75元、70元。
- 5、中国4月规模以上工业增加值同比增4.1%，预期增5.6%，前值5.7%。4月社会消费品零售总额同比增0.2%，预期增2%，前值增1.7%。1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）141293亿元，同比下降1.6%，预期增1.7%，1-3月增1.7%。
- 6、中国1-4月全国房地产开发投资23969亿元，同比下降13.7%，其中，住宅投资18464亿元，下降13.1%；新建商品房销售面积25258万平方米，同比下降10.2%，降幅比1-3月份收窄0.2个百分点。

- ◆ 流动性：本周央行进行3045亿元7天期逆回购、1000亿元国库现金定存操作，有30亿元7天期逆回购、8000亿元买断式逆回购到期，净回笼3985亿元，DR007利率收于1.33%。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.76%，周环比-0.39BP；30Y国债收益率收于2.24%，周环比-1.90BP；2、最新10Y美债收益率4.47%，周环比-12.00BP。
- ◆ 小结：基本面看，4月经济数据较3月整体有所回落，供给和需求两端均偏弱，结构上出口和高技术行业是主要支撑。当前信贷需求偏弱，经济修复持续性有待观察，内需仍待居民收入企稳和政策支持。4月通胀数据超预期，但主要由能源价格上涨的输入性因素带动，后续需警惕上游价格抬升对利润端的挤压。资金面而言，近期逆回购投放量偏低，但资金利率下台阶，流动性整体依然宽松，配置需求入场推动利率下行由短端向长端传导。短期债市节奏上需主要关注资金面和通胀预期的影响，考虑到5月政府债发行压力边际上升以及资金面有望延续偏松态势，预计行情短期震荡偏强。

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

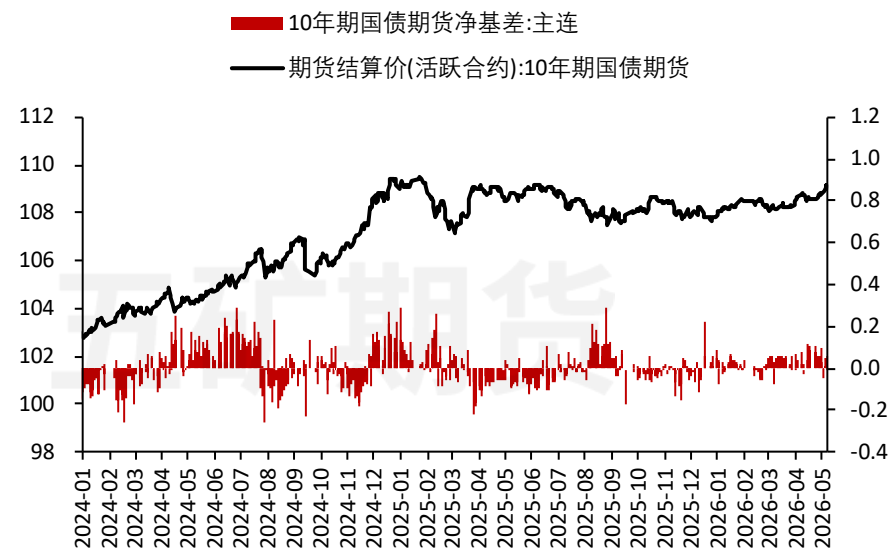
期现市场

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

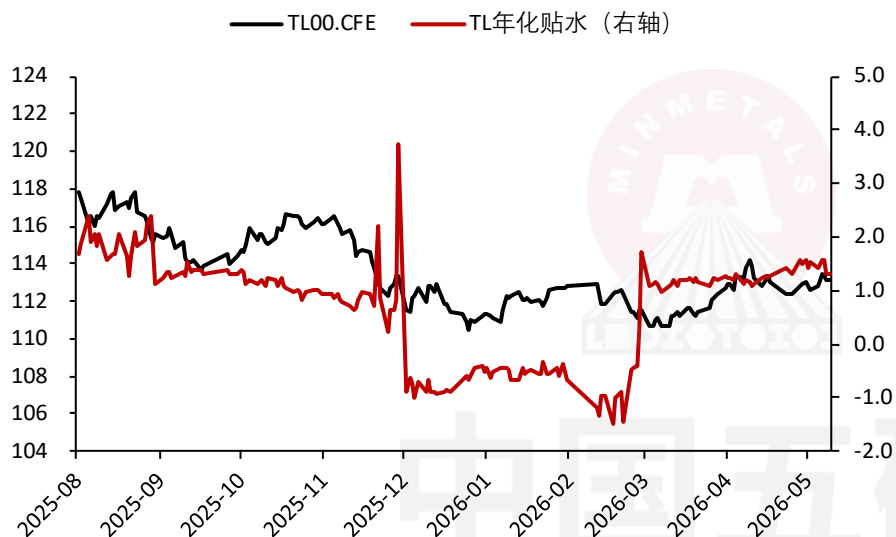
图2：T主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

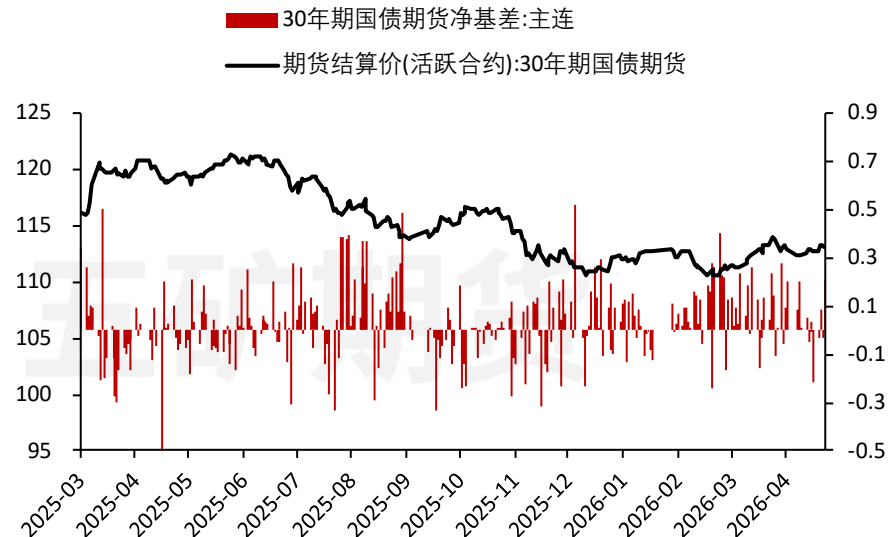
TL合约行情表现

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



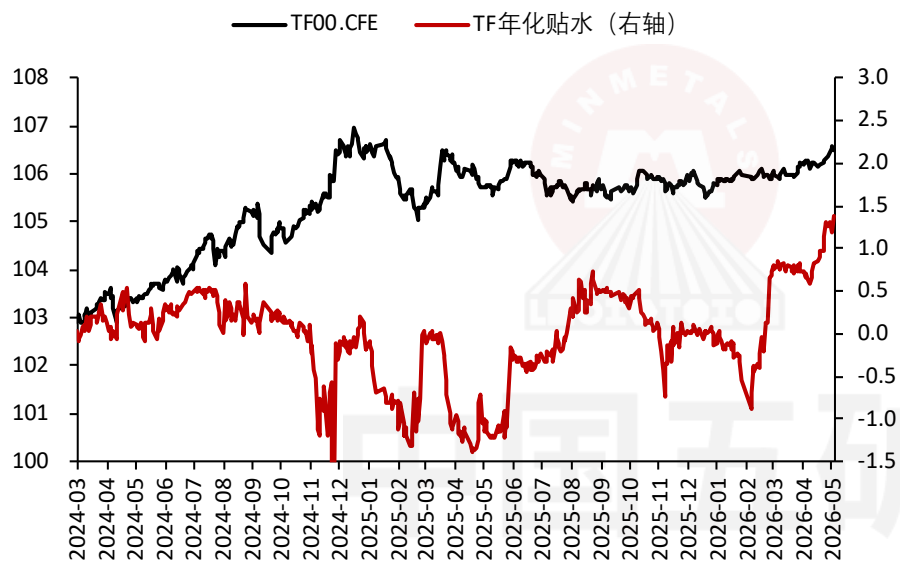
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



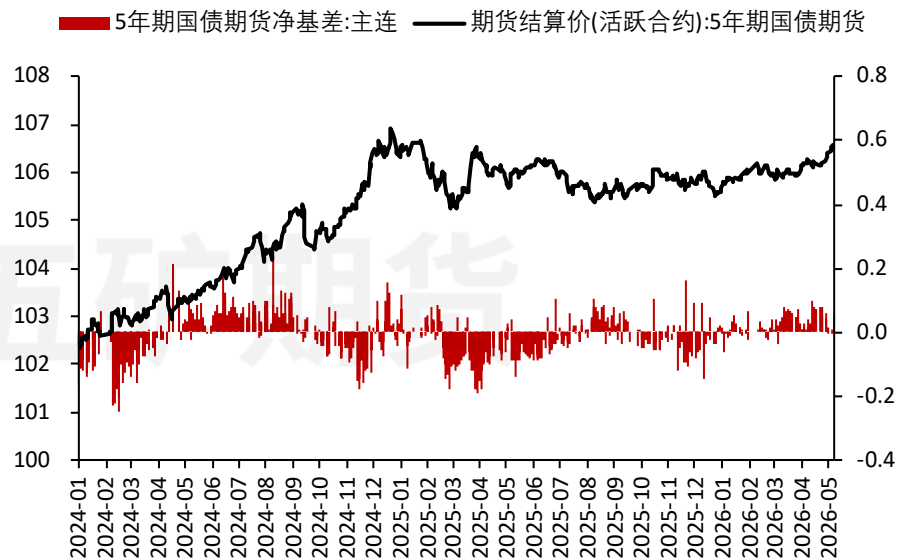
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5: TF当季合约收盘价及年化贴水走势



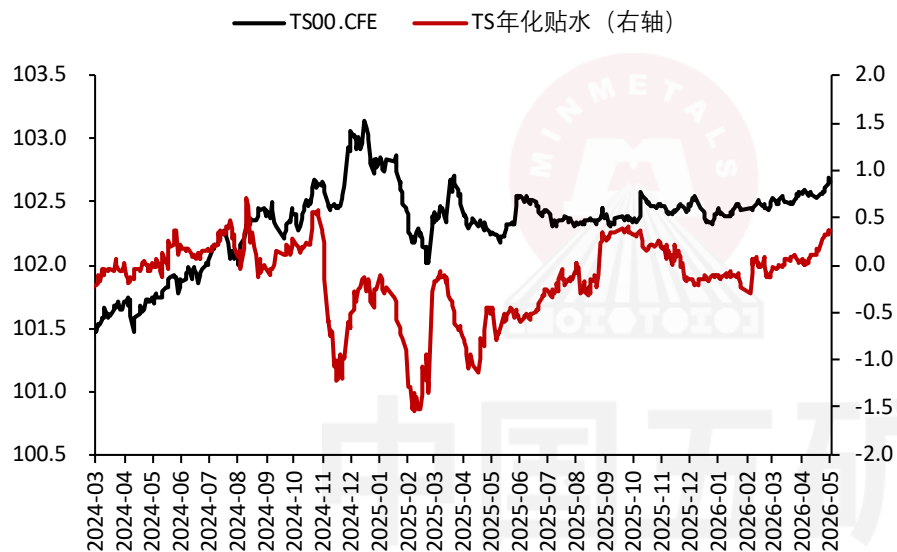
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图6: TF主力合约结算价及净基差走势



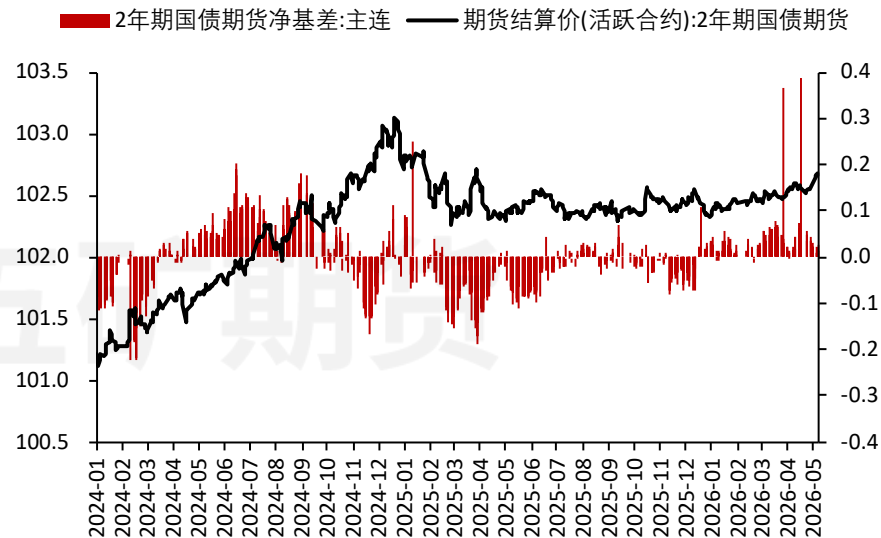
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

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）



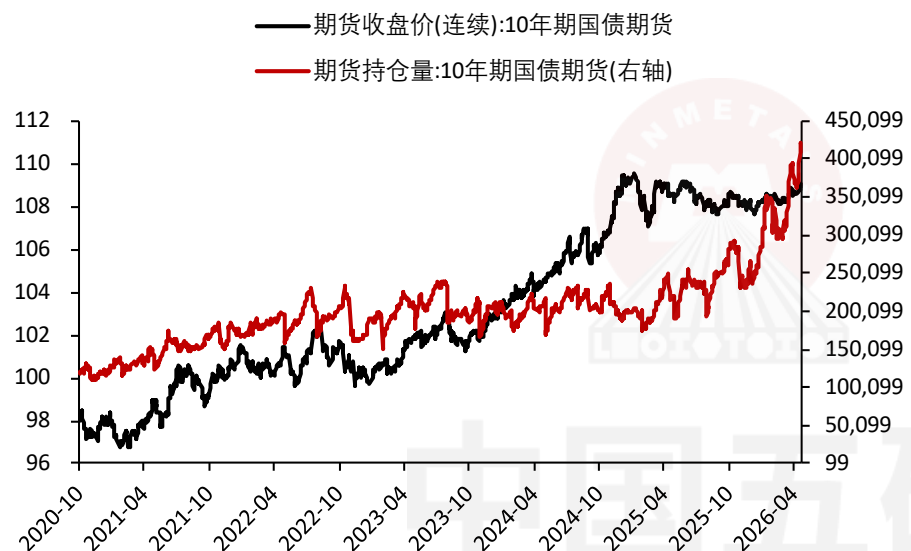
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：TF收盘价及持仓量（手）



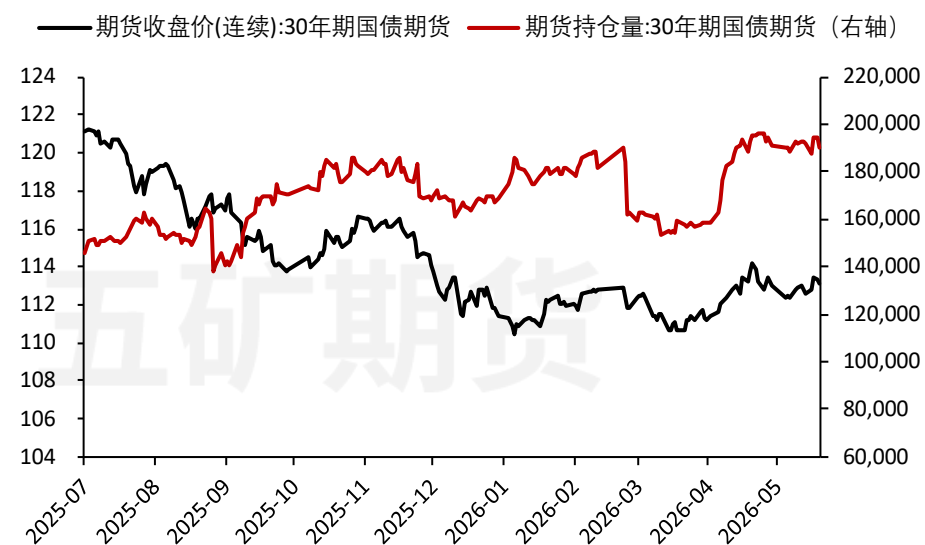
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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)

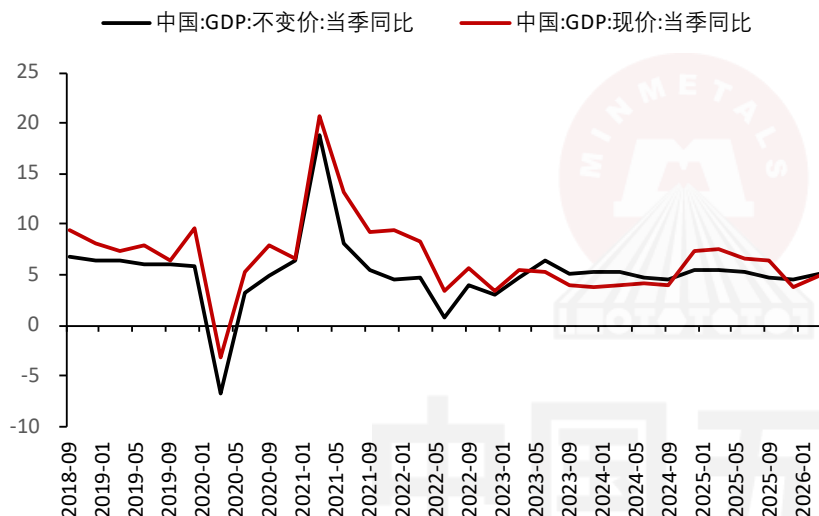


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

03

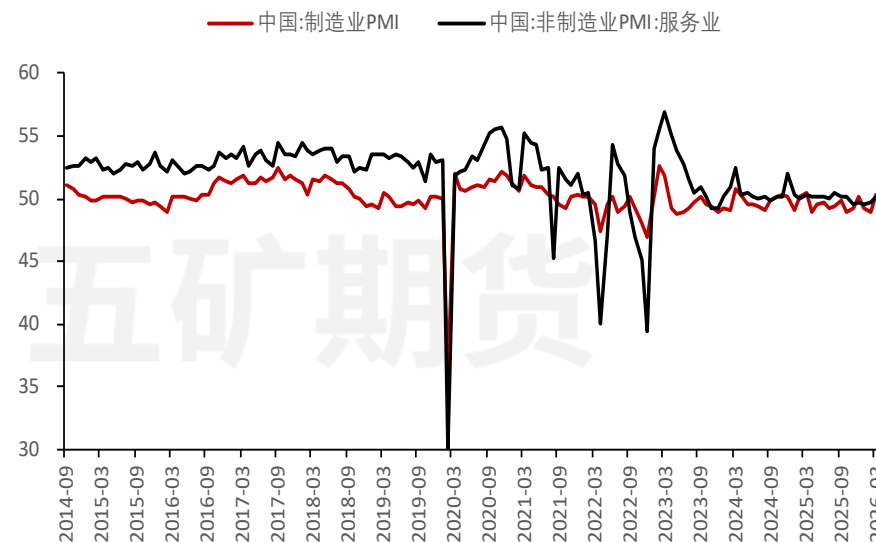
主要经济数据

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

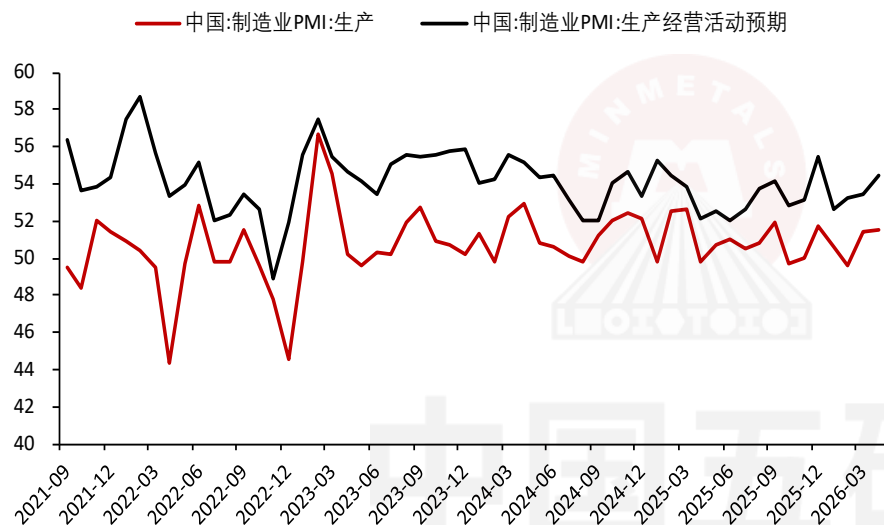
- 1、2026年一季度GDP实际增速5.0%，一季度经济增长维持韧性。
- 2、4月制造业PMI录得50.3%，较前值下降0.1个百分点；服务业PMI较前值下降0.6个点，录得49.6%，整体制造业和服务业表现均回落。

表1：制造业PMI细分项

指标名称	制造业PMI细分												
	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
2026-04	51.50	50.60	50.30	46.20	47.50	51.10	50.10	55.10	63.70	49.30	48.80	49.50	54.50
2026-03	51.40	51.60	49.10	47.10	46.70	50.90	49.80	55.40	63.90	47.70	48.60	49.50	53.40
过去五年平均	49.90	48.74	46.98	45.60	48.22	48.22	46.78	50.10	55.70	47.56	48.30	47.36	54.72
上月过去五年平均	52.56	52.16	49.82	46.96	48.40	51.96	49.36	52.08	57.34	47.86	48.94	49.64	55.82
本月环比变化	0.10	-1.00	1.20	-0.90	0.80	0.20	0.30	-0.30	-0.20	1.60	0.20	0.00	1.10
过去五年平均环比变化	-2.66	-3.42	-2.84	-1.36	-0.18	-3.74	-2.58	-1.98	-1.64	-0.30	-0.64	-2.28	-1.10

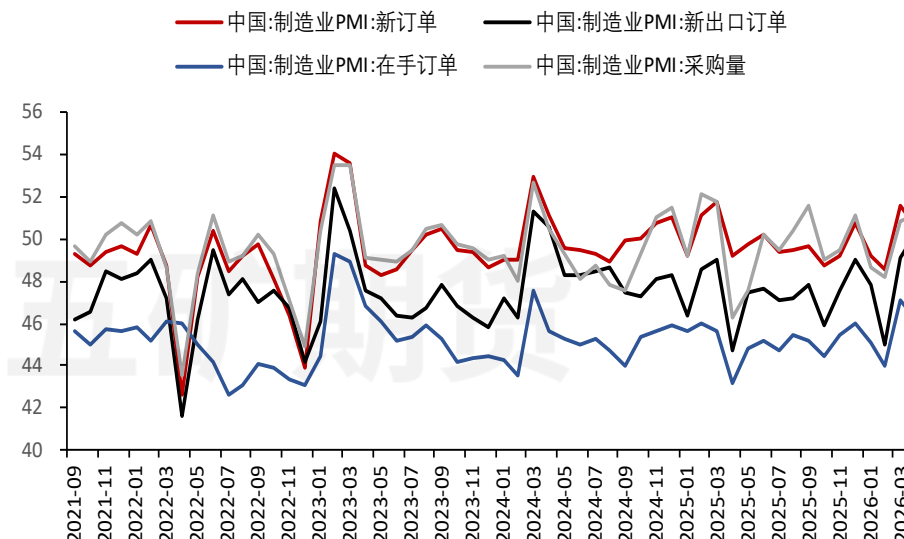
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15: 制造业PMI细分项-生产



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

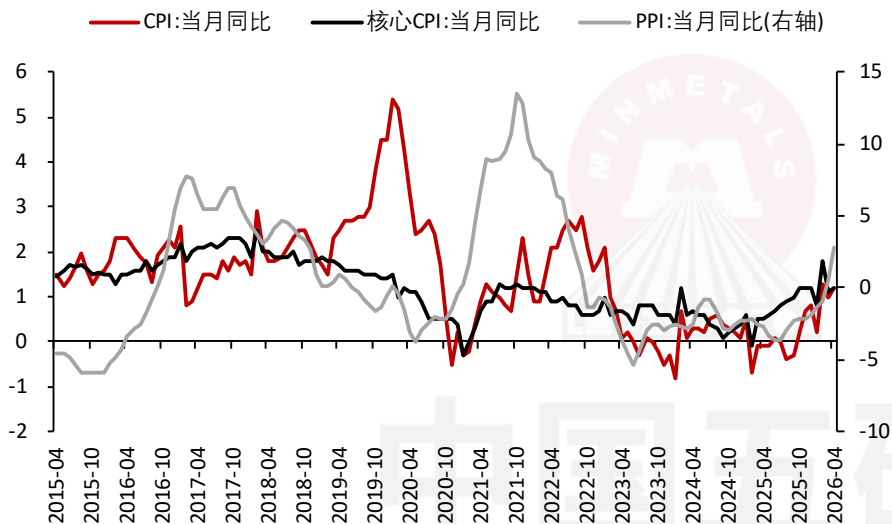
图16: 制造业PMI细分项-需求



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

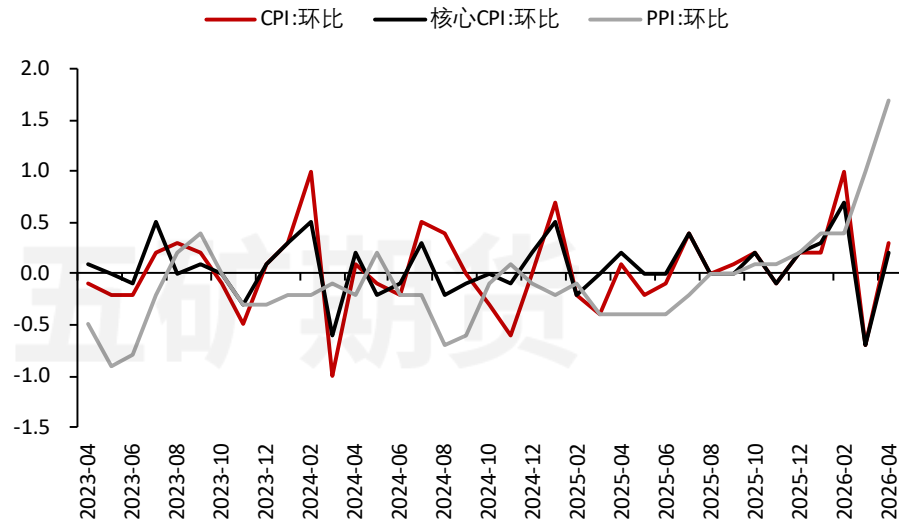
在2026年4月制造业PMI的细分项中，生产指数环比上升0.1个百分点至51.5%，新订单环比下降1.0个点至50.6。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

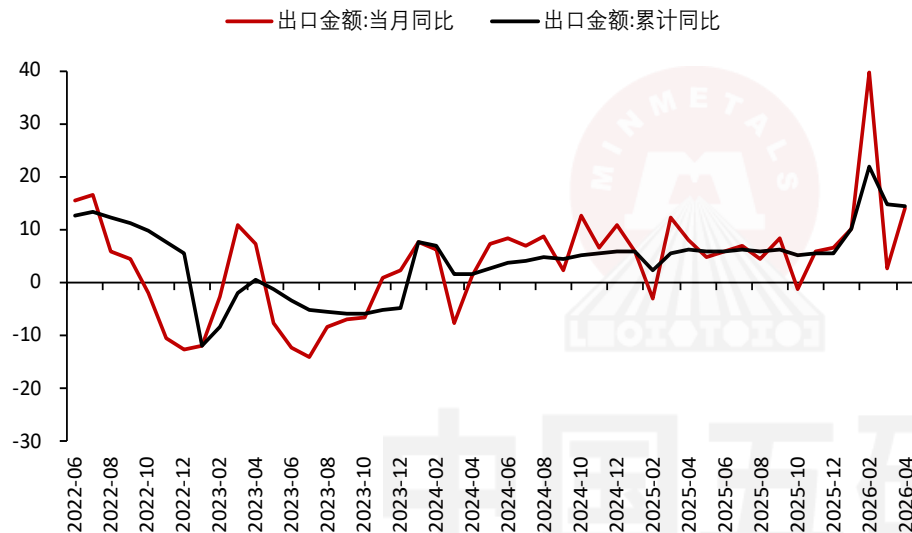
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

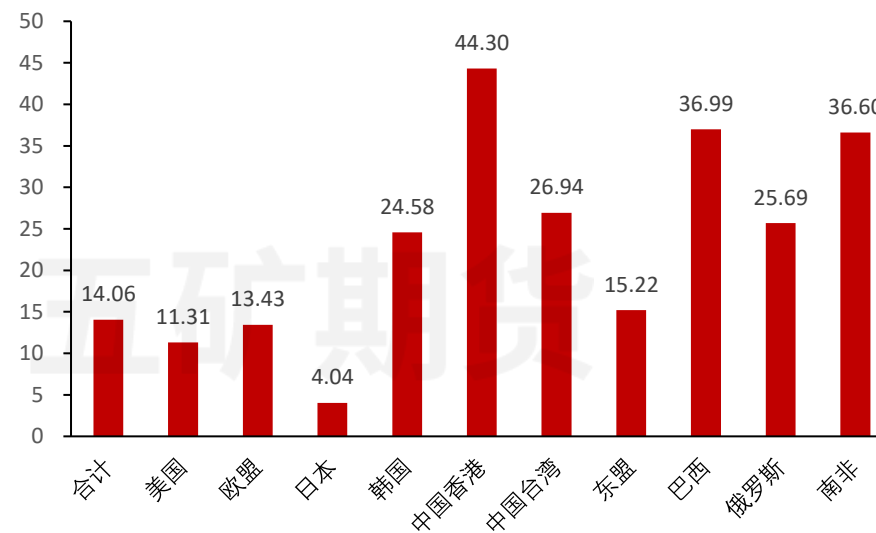
- 1、4月份CPI同比增长1.2%，前值1.0%；核心CPI同比上升1.2%，前值1.1%；PPI同比0.5%，前值-0.9%；
- 2、从环比数据看，2月CPI环比-0.7%，前值1.0%；核心CPI环比-0.7%，前值0.7%；PPI环比2.8%，前值0.5%。CPI方面，同比下行因素主要来自季节性和鲜菜猪肉价格下行影响。PPI方面，同比转正，生产资料价格延续修复，地缘冲突下能源商品涨价带动PPI环比明显上行。

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 (%)

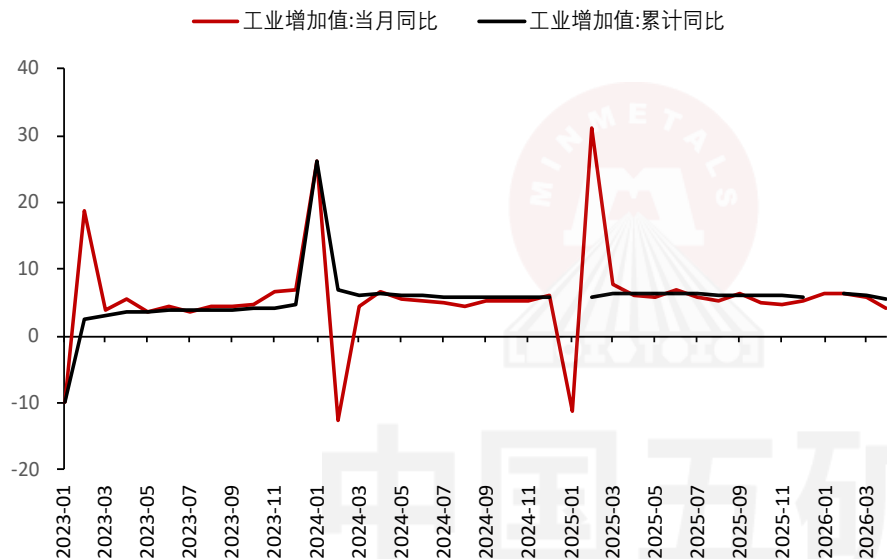


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

4月我国进出口数据分化, 出口增速回暖而进口回落。3月出口(美元计价)同比增长14.1%, 前值2.5%。4月进口同比增长25.3%, 前值28.1%。

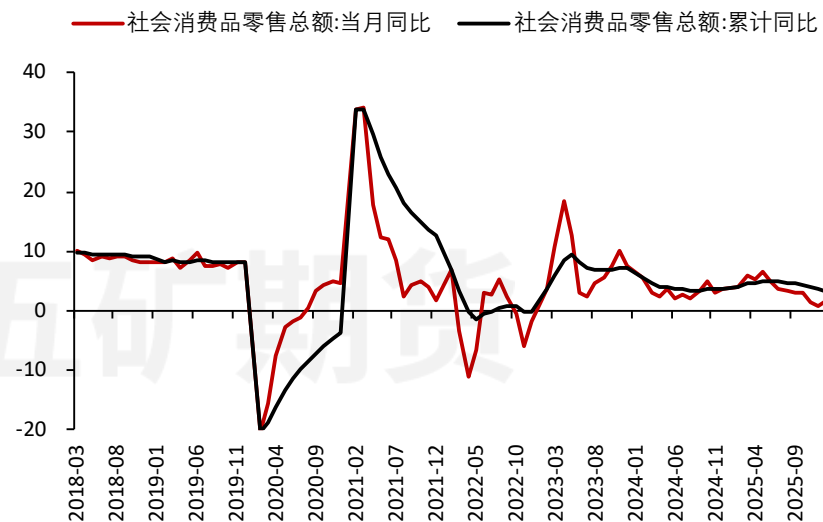
分国别看, 4月我国对美出口同比增速依然偏弱, 相较而言, 4月我国对非美地区出口增速维持韧性。

图21: 工业增加值 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

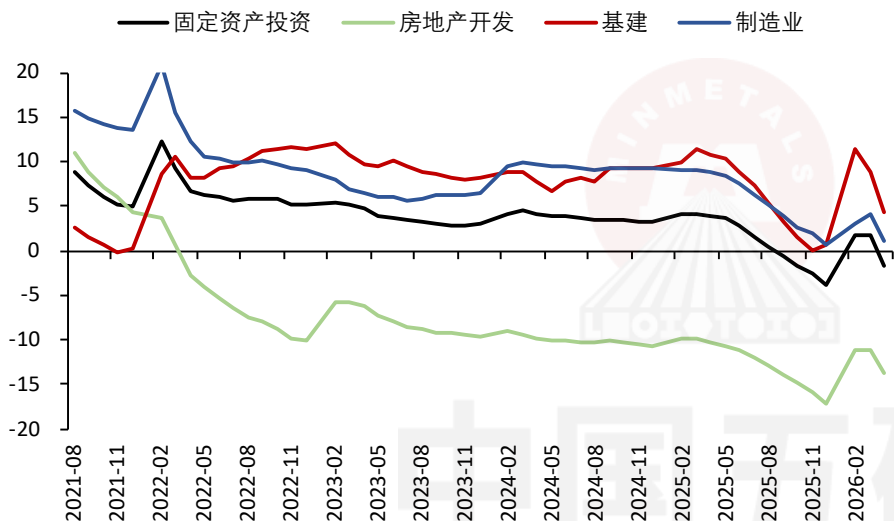
图22: 社会消费品零售总额 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

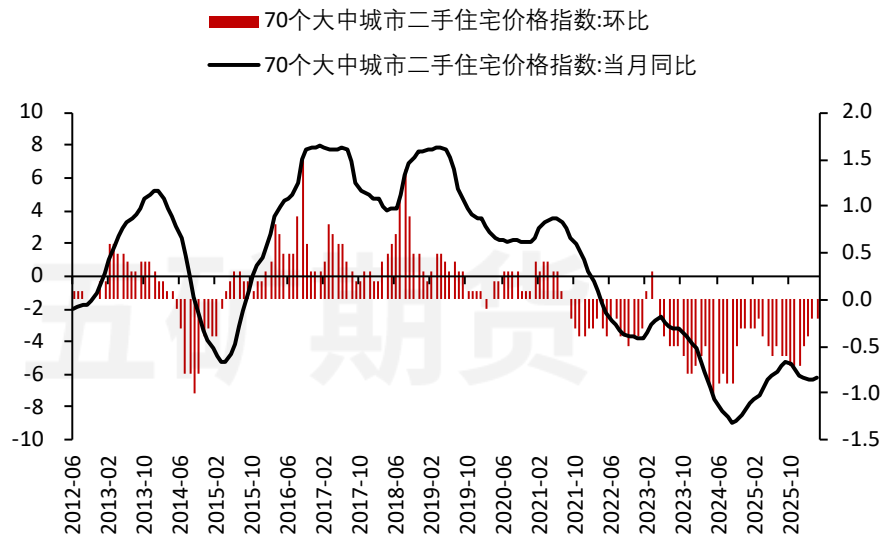
- 1、4月份工业增加值同比增速为4.1%，前值5.7%，工业生产增速有所回落。
- 2、4月份社会消费品零售总额当月同比增速0.2%，较前值1.7%下降1.5个点；社零增速因汽车与家电等耐用品因高基数和补贴边际效用递减而走低。

图23: 固定资产投资 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

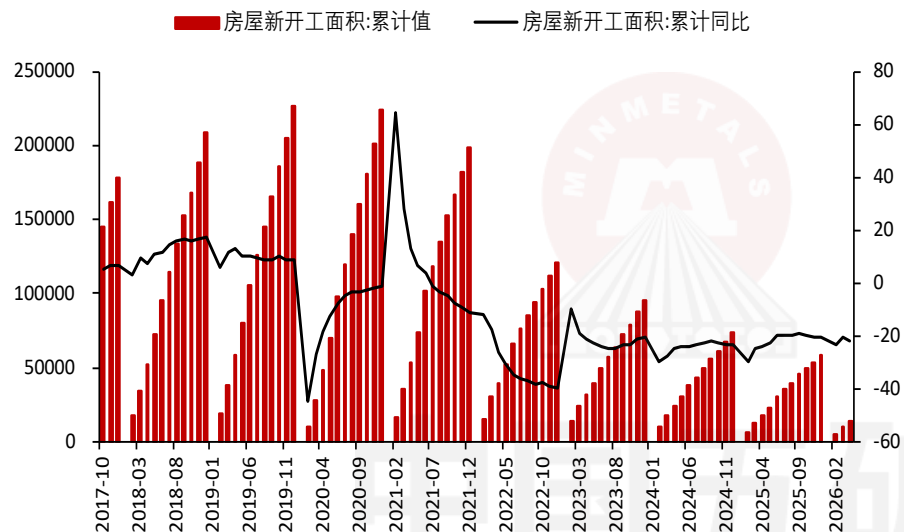
图24: 二手房价格同比及环比 (右轴) (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

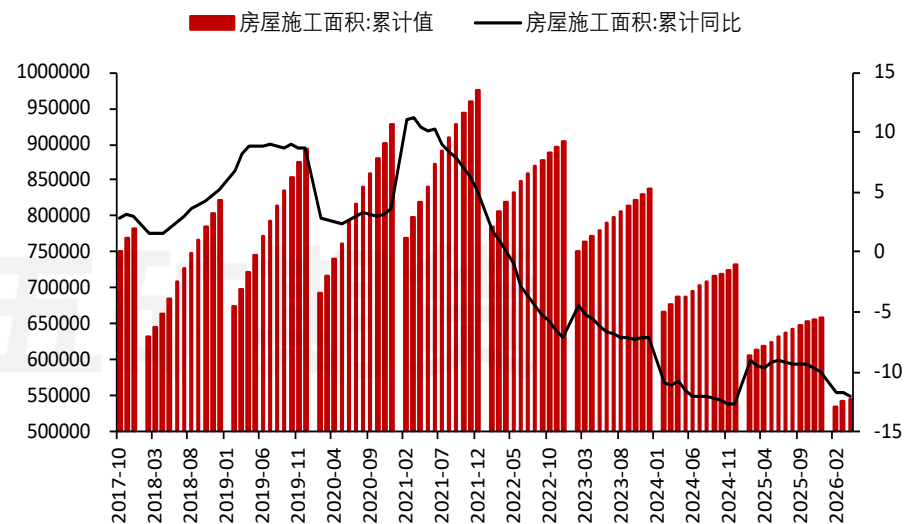
- 1、4月固定资产投资累计同比增速为-1.6%，前值1.7%；房地产投资增速累计同比为-13.7%，前值-11.2%，房地产市场延续调整；基建投资增速累计同比4.3%，前值8.9%；制造业投资累计同比为1.2%，前值为4.1%，增速有所回落；
- 2、4月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.2%，前值-0.2%；同比-6.2%，前值-6.3%。

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

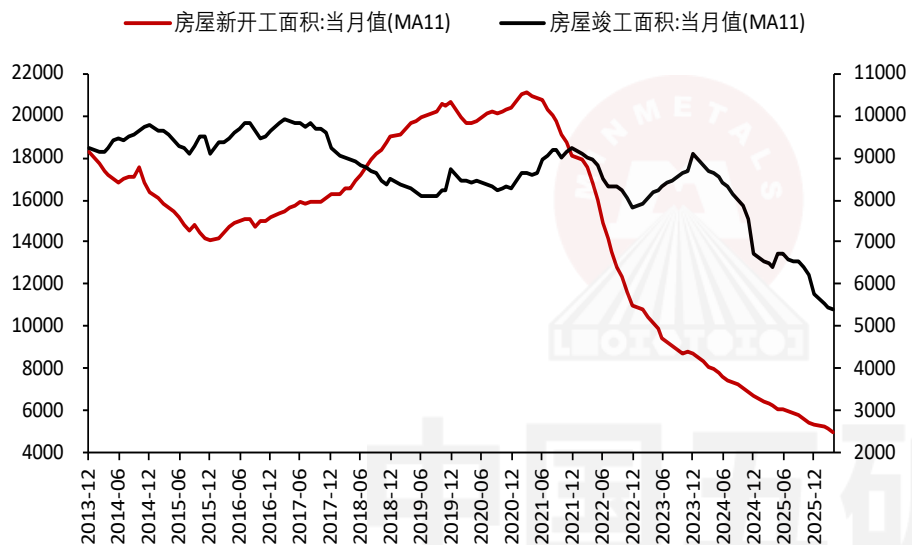
图26: 房屋施工面积及同比 (万平, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

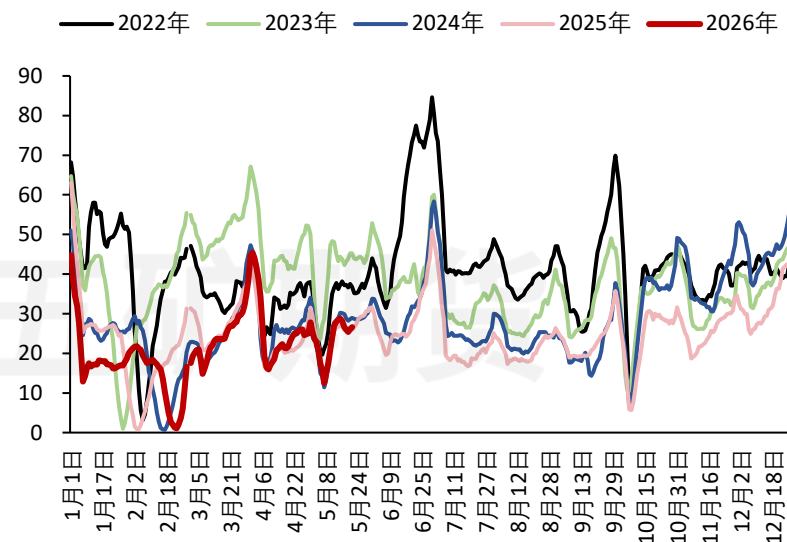
- 1、4月房屋新开工面积累计值13900万平, 累计同比-22.0%, 前值-20.3%;
- 2、4月房屋新施工面积累计值545116万平, 累计同比-12.1%, 前值-11.7%。

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

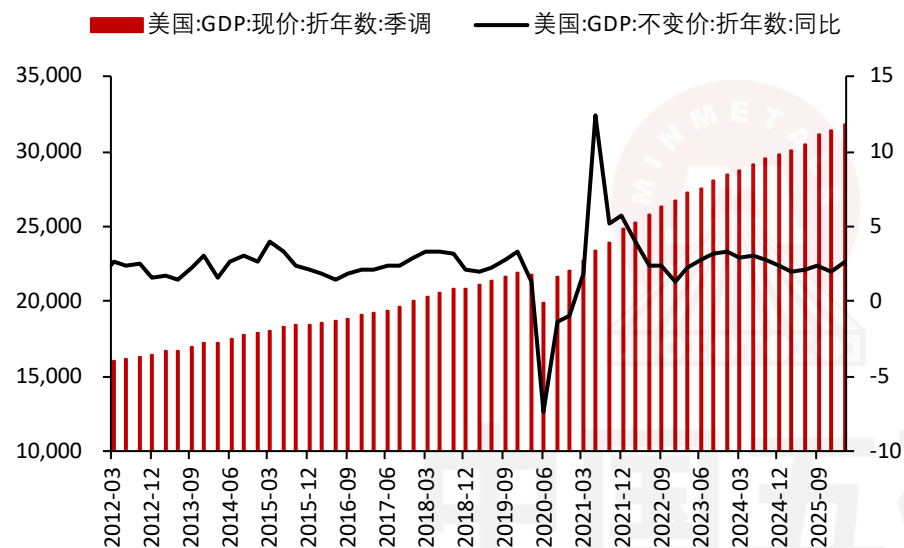
图28：30大中城市新房成交面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

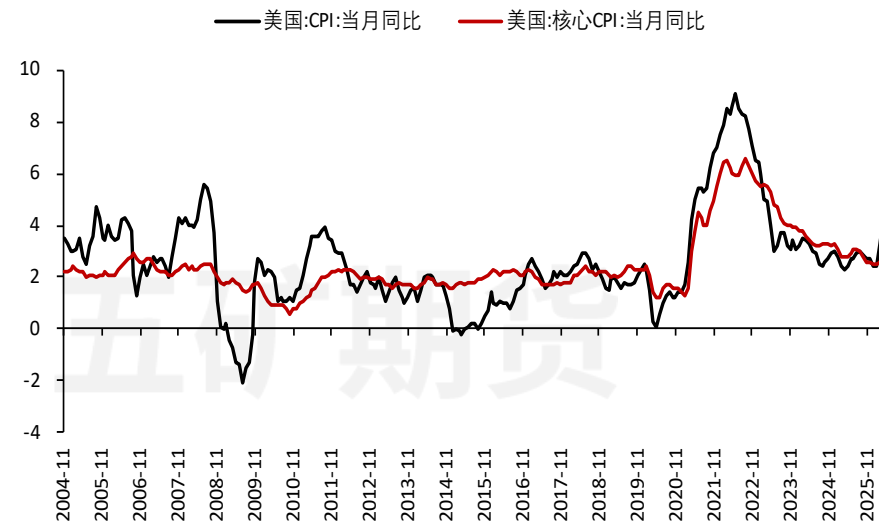
- 1、4月份竣工端数据累计同比回落18.98%，前值-24.04%；
- 2、30大中城市新房销售数据近期回暖，地产改善持续性有待观察。

图29:美国GDP (十亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

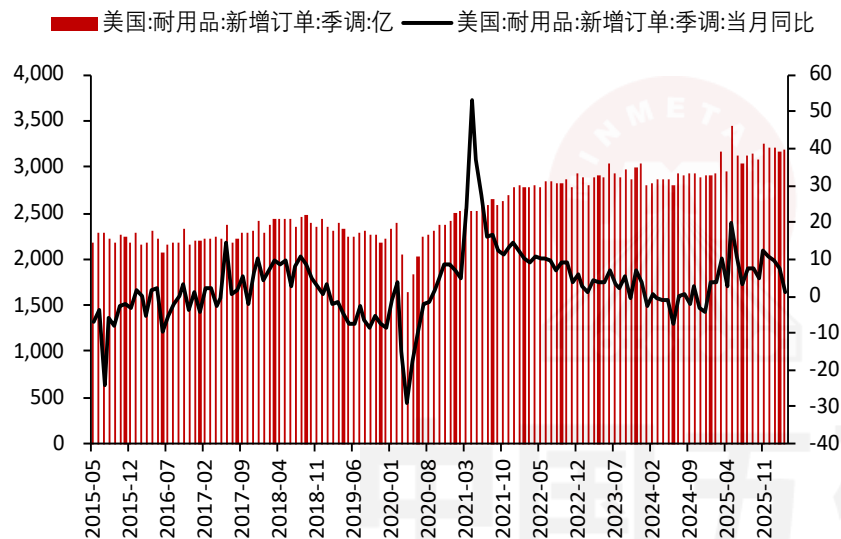
图30: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

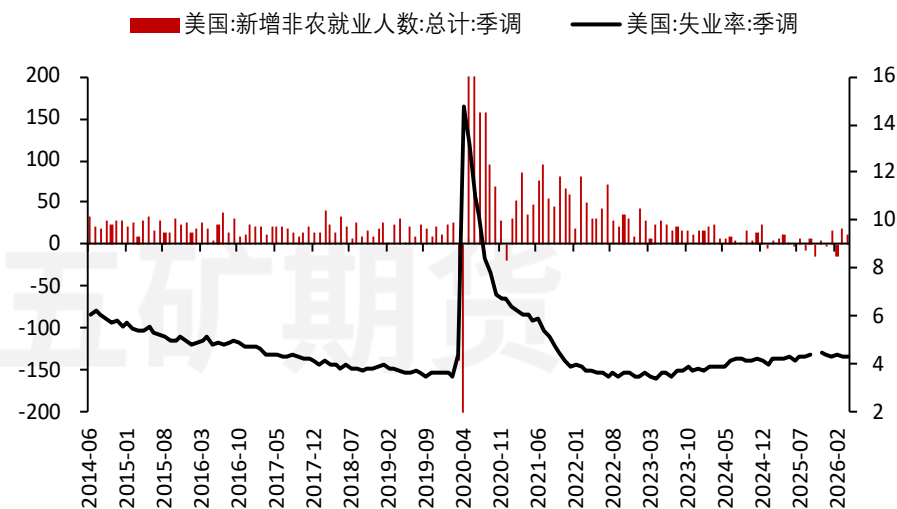
- 1、一季度单季美国GDP现价折年数31856亿美元，实际同比增速2.66%，环比增长2.00%；
- 2、美国4月CPI同比升3.8%，前值为3.3%。美国4月核心CPI同比升2.8%，前值升2.6%；环比升0.4%，前值升0.3%。

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

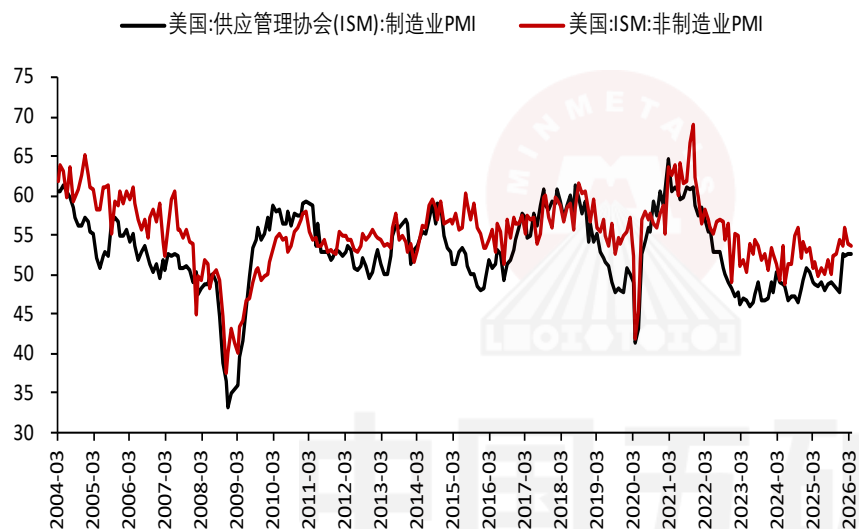
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

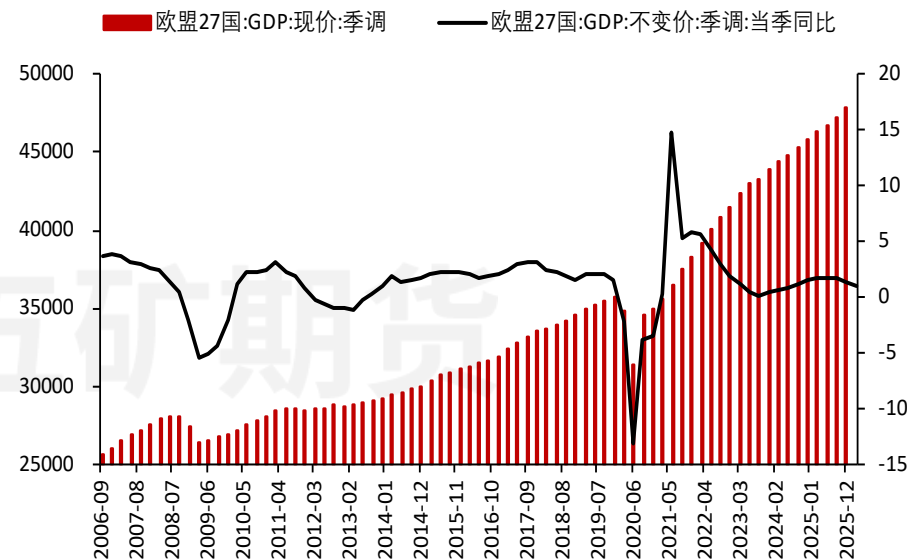
- 1、美国3月耐用品订单金额3189亿美元，同比增长0.85%，前值7.57%；
- 2、美国4月新增非农就业人数11.5万人；失业率4.3%，前值4.3%

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

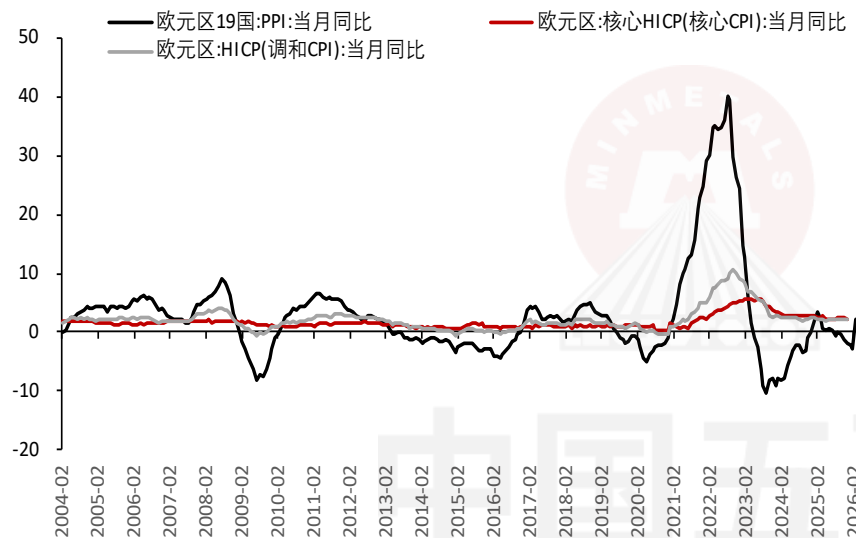
图34: 欧盟季度GDP (亿欧元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国4月ISM制造业PMI为52.7，前值52.7；美国4月ISM非制造业PMI为53.6，前值54.0；
- 2、一季度欧盟GDP同比增长1.0%，环比增长0.1%。

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

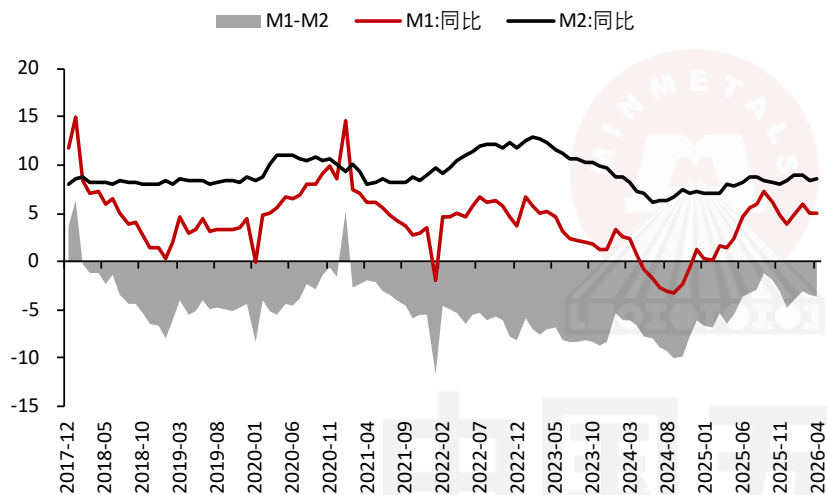
- 1、欧元区4月CPI初值同比升3%，预期升2.9%，3月终值升2.6%；环比升1%，预期升1%，3月终值升1.3%。
- 2、欧元区4月制造业PMI为52.2，前值51.6；4月服务业PMI为47.6，前值50.2。

04

流动性

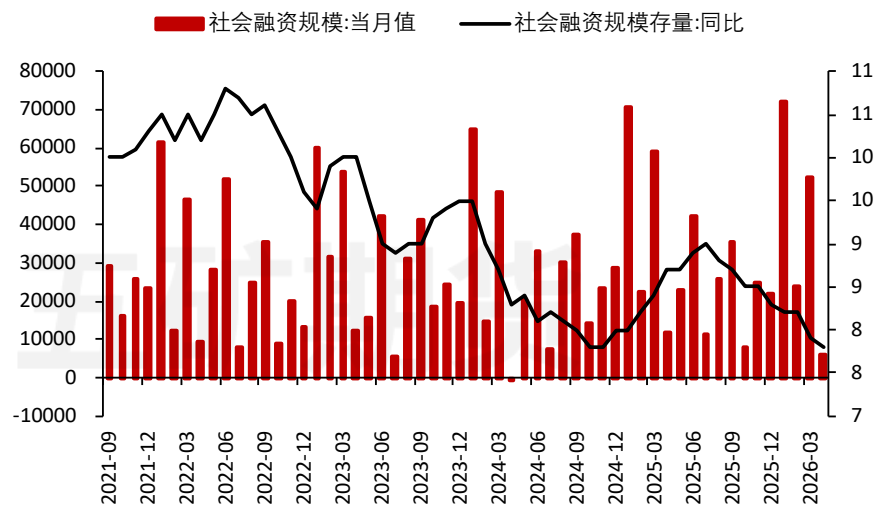
The bottom half of the slide features a decorative background of numerous thin, parallel, wavy lines in a light beige or gold color, creating a sense of movement and depth.

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

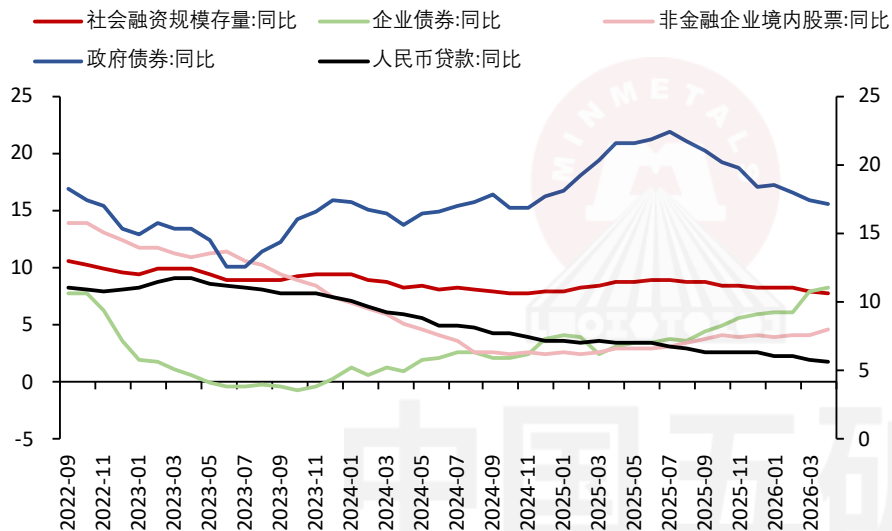
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

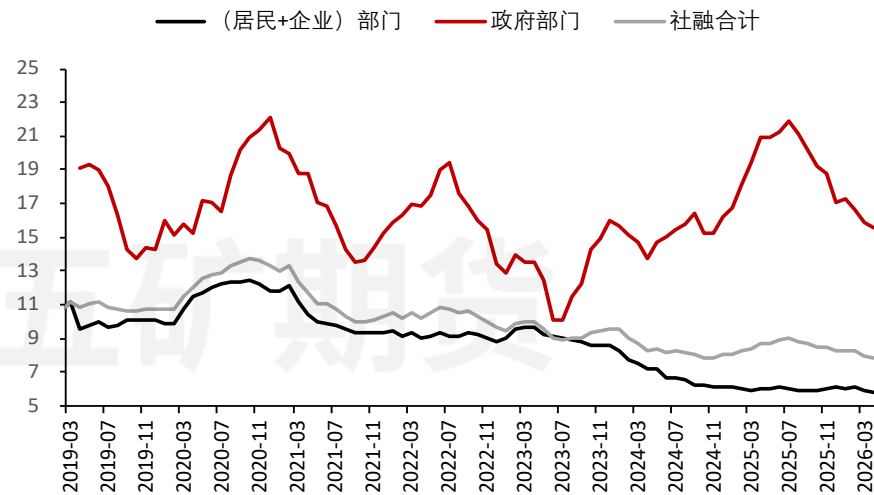
- 1、4月M1增速5.0%，前值5.1%；M2增速8.6%，前值8.5%，4月M1增速有所回落；
- 2、4月社融增量6245亿元，去年同期11599亿元；新增人民币贷款减少100亿元，同比少增2900亿元。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

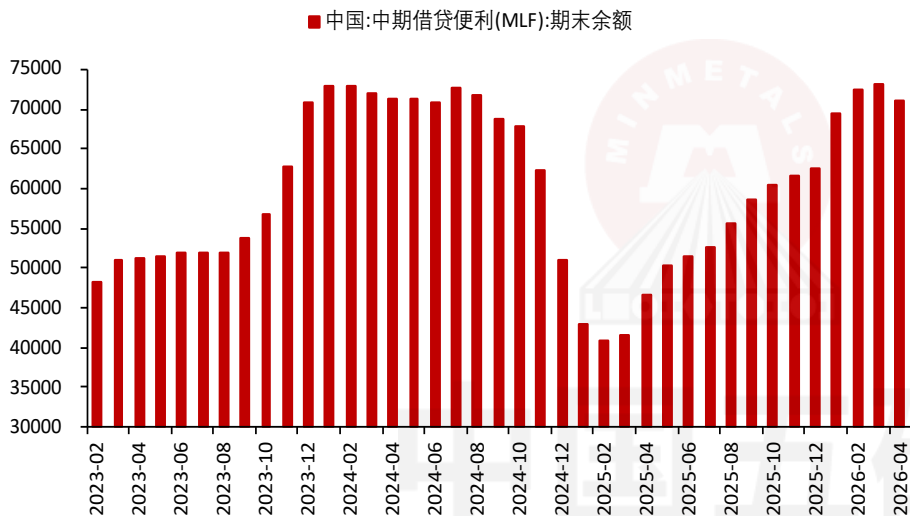
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

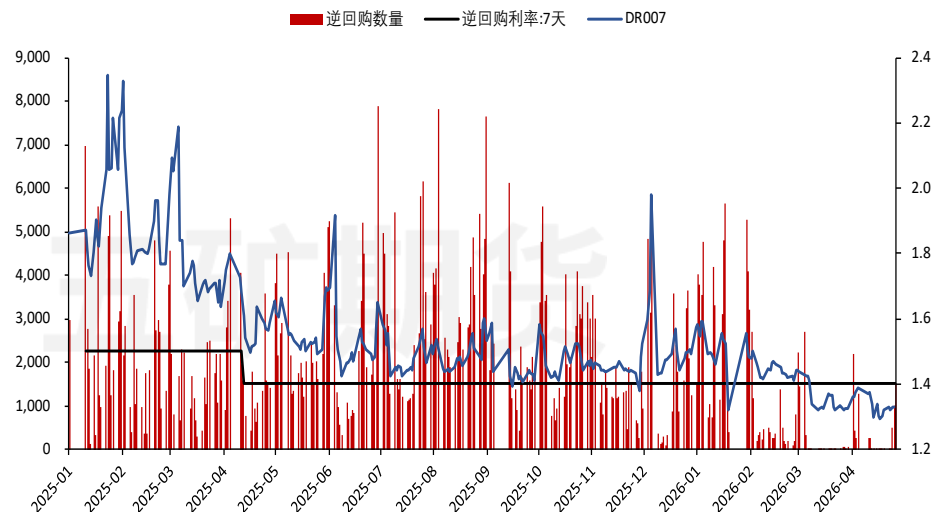
- 1、4月社融细分项中，政府债同比增速下降，实体部门融资偏弱；
- 2、4月居民及企业部门的社融增速5.75%，前值5.91%，政府债增速15.6%，前值15.9%。

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、4月份MLF余额71000亿, MLF净回笼2000亿元;
- 2、本周央行进行3045亿元7天期逆回购、1000亿元国库现金定存操作, 有30亿元7天期逆回购、8000亿元买断式逆回购到期, 净回笼3985亿元, DR007利率收于1.33%。

05

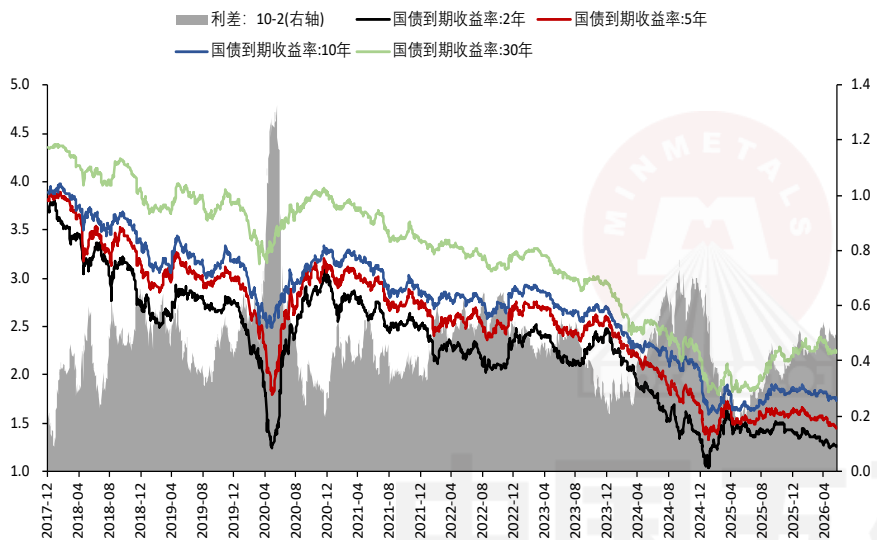
利率及汇率

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	1.32	0.62	3.39	-5.01
回购	R007	1.37	0.60	0.94	-3.39
回购	DR001	1.29	0.26	2.51	-2.99
回购	DR007	1.33	-0.07	0.94	-6.17
国债到期收益率	2年	1.27	-0.03	0.15	1.52
国债到期收益率	5年	1.47	0.02	0.88	-0.50
国债到期收益率	10年	1.76	0.82	-0.39	0.87
国债到期收益率	30年	2.24	0.85	-1.90	2.20
美国国债收益率	10年	4.47	1.00	-12.00	7.00

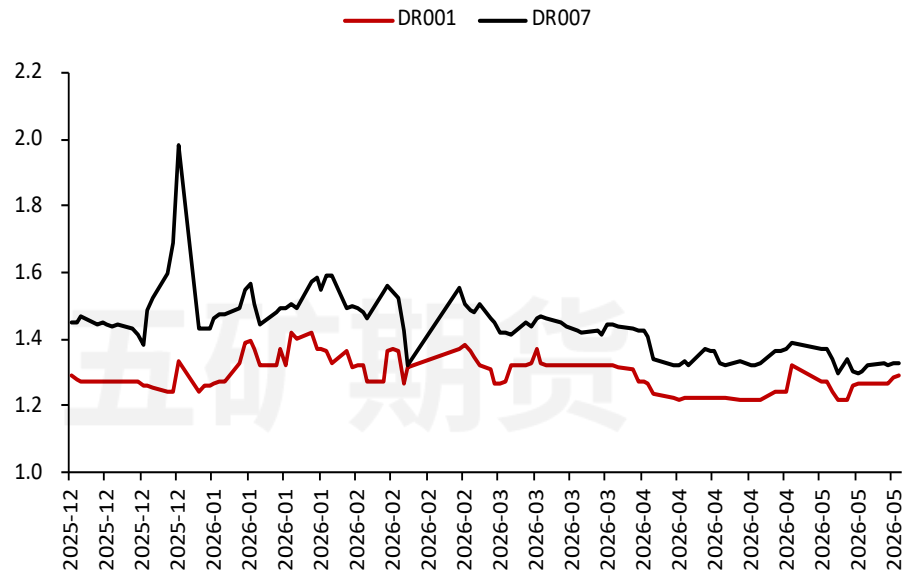
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



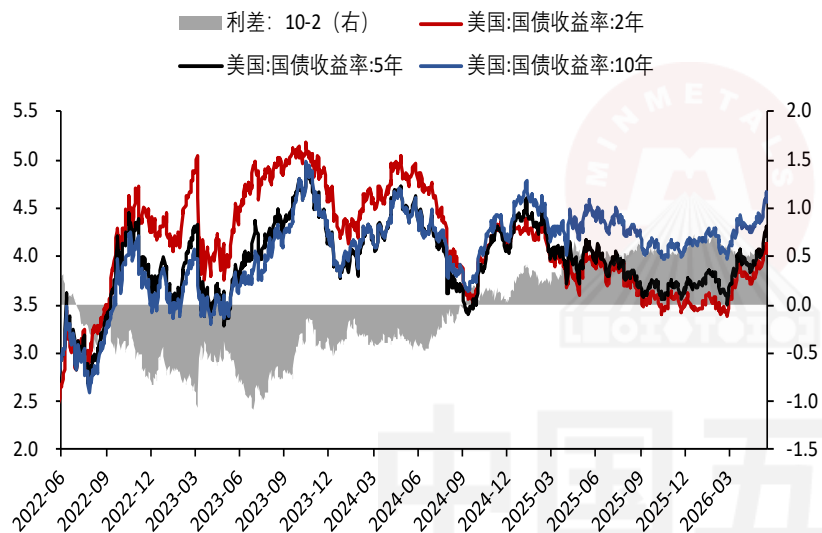
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

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。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