

国债期货周报

风险偏好和通胀预期回升对长债形成压制，关注政治局会议政策指引



广发期货APP



微信公众号

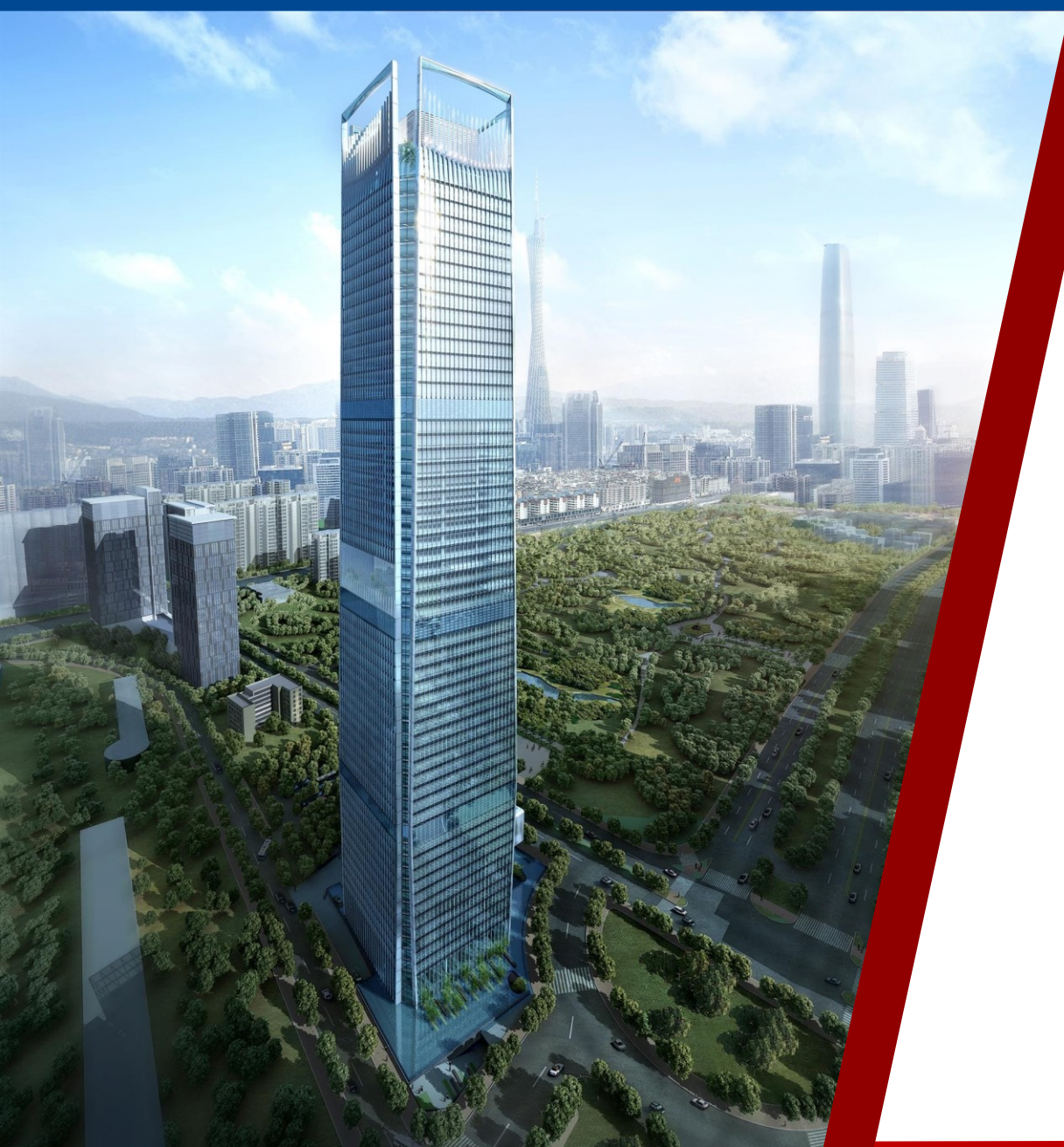
作者：熊睿健

联系方式：020-88818020

从业资格：F03088018

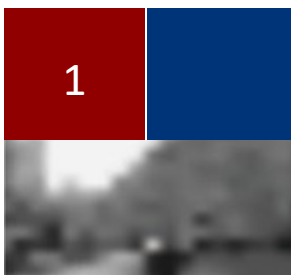
投资咨询资格：Z0019608

品种	主要观点	本周策略	上周策略
国债	● 基本面情况。7月EPMI环比下行1.1%至46.8%。7月为工业淡季，EPMI季节性以环比下行为主，本月环比回调幅度小于季节性。分项指标看，7月新兴产业的生产、产品订单、出口订单指标环比分别下降1.3、1.5和2.2%，出口订单连续2个月下滑，与7月高频指标相互印证；购进价格继续回落，但销售价格止降转升，环比上行1.7%，“反内卷”政策升温可能是主要影响变量，工信部指出十大重点行业稳增长工作方案即将出台，着力调结构、优供给、淘汰落后产能，后续重点关注下周政治局会议在增量政策上做出哪些部署。高频数据来看，出口具有韧性，商品房销售增速回落。 ● 资金面来看。中长期资金部分，7月有3000亿元1年期MLF到期（15号到期1000亿元，25号到期2000亿元），当月进行了4000亿元MLF投放，净投放1000亿元。5000亿元6个月期买断式逆回购到期，7000亿元3个月期买断式逆回购到期，当月进行了14000亿元买断式逆回购投放，净投放2000亿元。本月中长期资金共计投放3000亿元。上周前半周，税期过后央行净回笼资金，但资金利率下行，后半周资金到期压力增大资金面边际收紧但央行加大逆回购和MLF投放缓和，下周临近月底的和政治局会议资金面预计波动加大，但央行料将进行呵护维护资金面平稳跨月。 ● 国债期货行情展望：上周在反内卷叙事和增量政策预期下，整体股票商品强势上行，风险偏好和通胀预期回升持续对长债形成压制，叠加阶段性资金面收紧，放大期债空头情绪，上周10年期国债利率从1.66%上行7BP至1.73%附近。经过本轮调整债基赎回压力可能开始增大，情绪传导对债市仍有压制，市场尚难言企稳，后续重点关注一是风险资产行情何时稳定，二是7月底政治局会议出台增量政策情况以验证需求端变化，这一因素也一定程度决定了风险资产情绪能否延续。国债期货策略：单边策略上建议短期保持观望，关注资金面和增量政策情况。跨期价差方面，随着09合约各品种净基差回升至历史中性偏高位（滚动2年），近月合约上正套和做阔基差等空头力量可能相对减弱，2509-2512合约跨期价差可能会倾向于上行。	● 上周在反内卷叙事和增量政策预期下，整体股票商品强势上行，风险偏好和通胀预期回升持续对长债形成压制，叠加阶段性资金面收紧，放大期债空头情绪，上周10年期国债利率从1.66%上行7BP至1.73%附近。经过本轮调整债基赎回压力可能开始增大，情绪传导对债市仍有压制，市场尚难言企稳，后续重点关注一是风险资产行情何时稳定，二是7月底政治局会议出台增量政策情况以验证需求端变化，这一因素也一定程度决定了风险资产情绪能否延续。 ● 国债期货策略：单边策略上建议短期保持观望，关注资金面和增量政策情况。跨期价差方面，随着09合约各品种净基差回升至历史中性偏高位（滚动2年），近月合约上正套和做阔基差等空头力量可能相对减弱，2509-2512合约跨期价差可能会倾向于上行。	● 7-8月份或为新一轮稳地产政策发力、政府投资扩张和关税谈判启动的叠加态，宏观走向复杂多变且需边走边看，短期对债市趋势性指引仍不强。上周在税期，央行继续进行流动性削峰填谷，维持资金面保持稳定、波幅可控，预计下周税期过后资金可能会回归宽裕，短期债市在缺乏主线的情况下受股债跷跷板效应影响较为明显，整体仍处在箱体震荡阶段，T2509合约关注在108.6附近的支撑性。后续政策面重点需注意7月底政治局会议是否将出台增量政策。 ● 国债期货策略：单边策略上建议短期观望，关注资金面和增量政策情况。考虑到资金面或转松，曲线策略上可适当博弈做陡。



目录

- 01 国债期货行情
- 02 宏观基本面跟踪
- 03 政策面跟踪
- 04 资金面跟踪

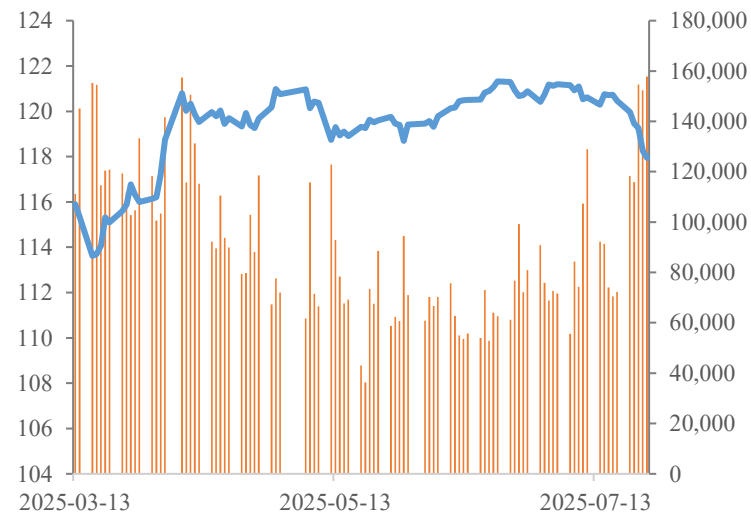


国债期货行情

国债期货主力合约走势

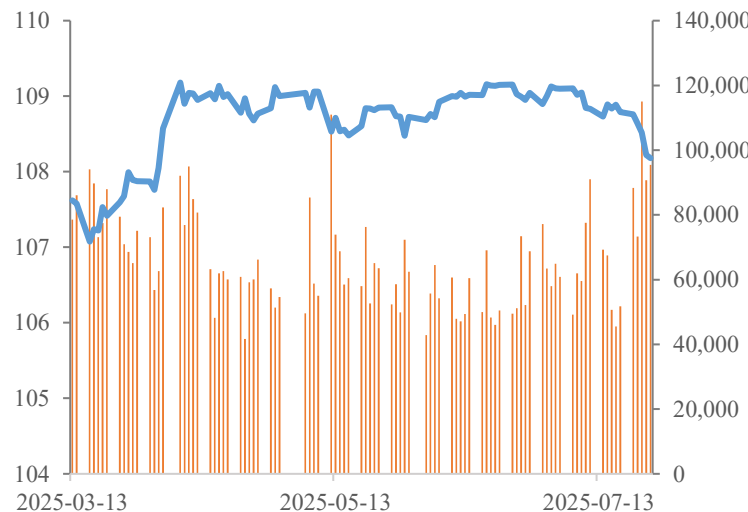
TL主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:30年期



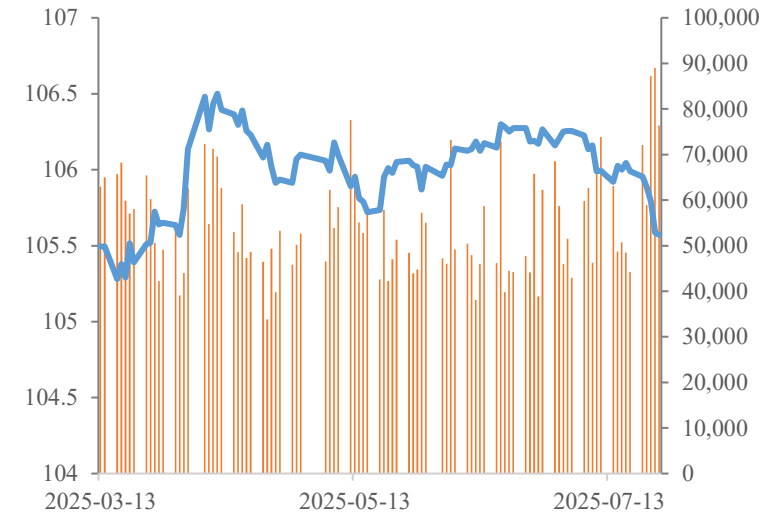
T主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:10年期



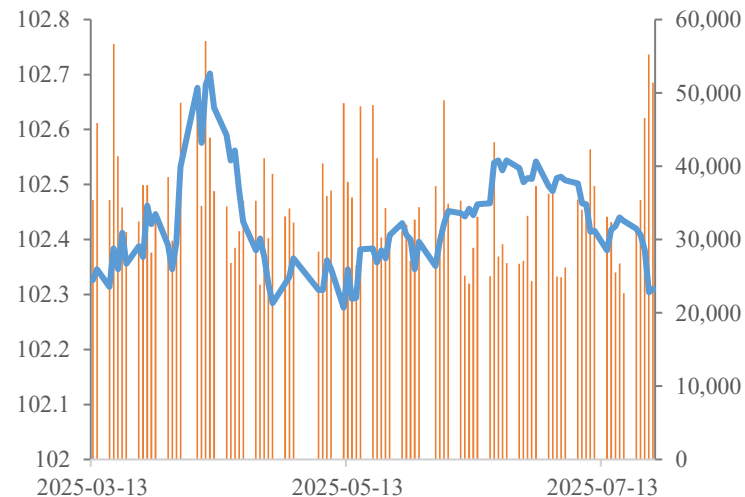
TF主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:5年期



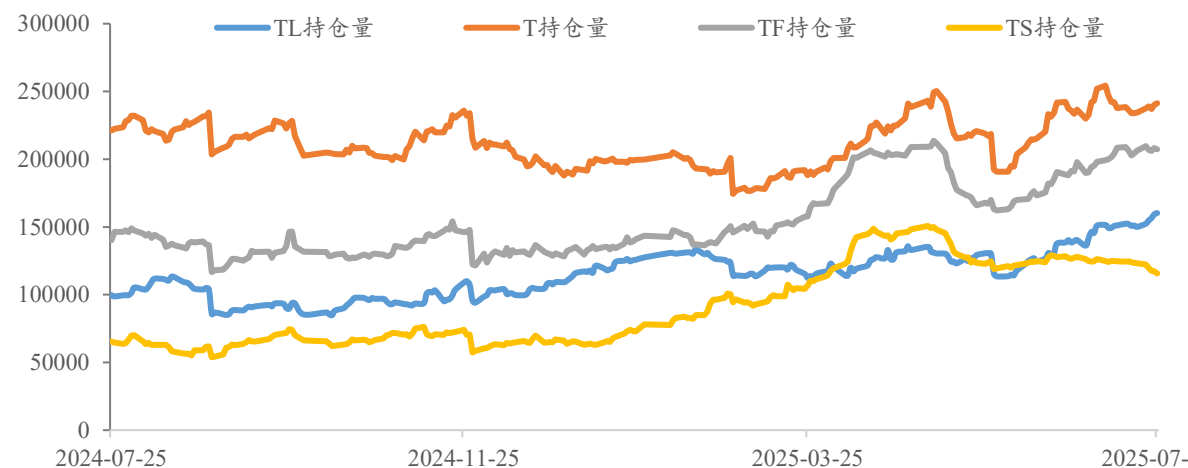
TS主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:2年期

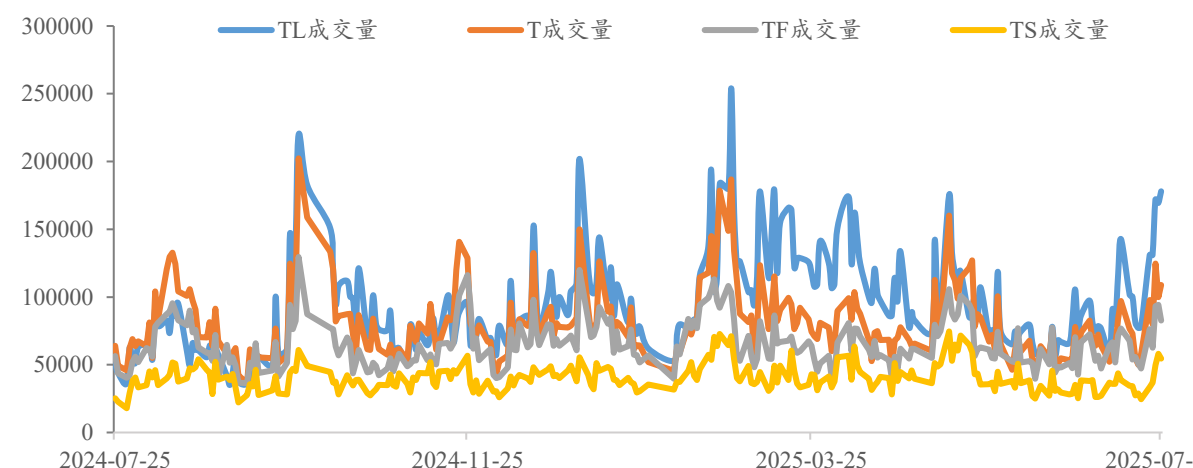


- 上周，30年期国债期货主力合约2509变化-2.08%至117.95，10年期国债期货主力合约2509变化-0.56%至108.18，5年期国债期货2509变化-0.4%至105.57，2年期国债期货2509价格变化0.12%至102.31。

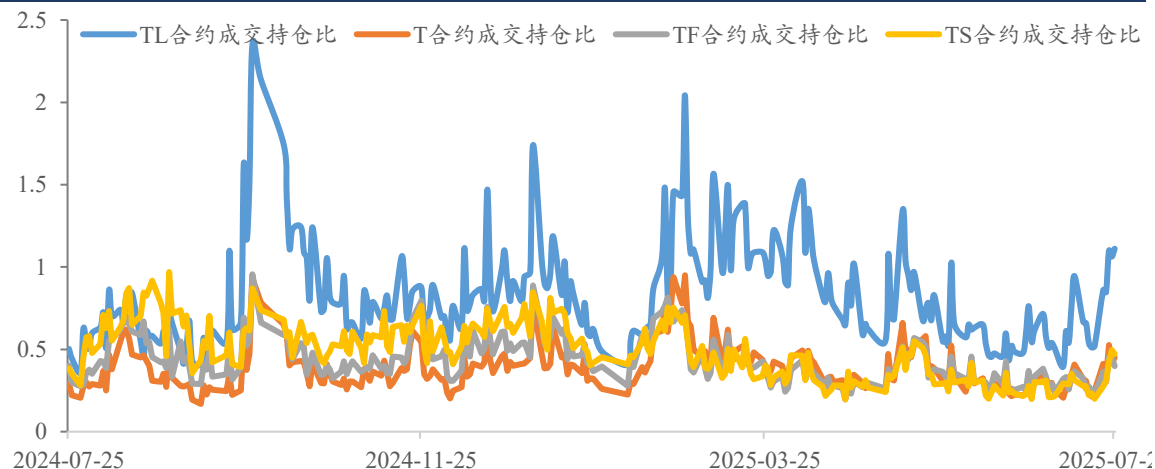
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交量



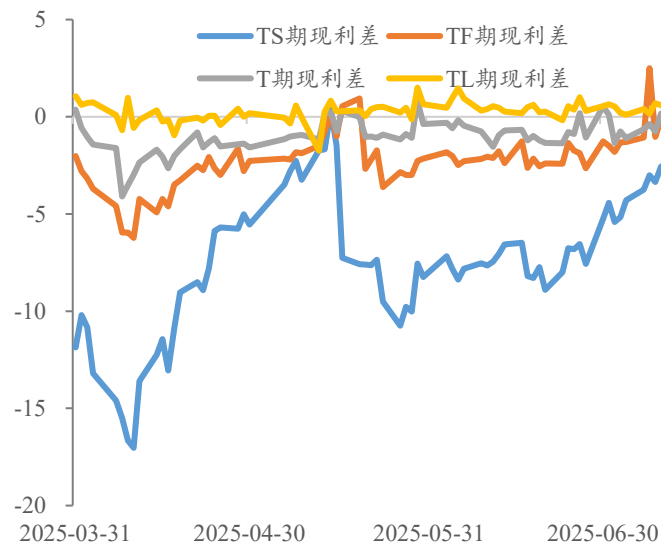
国债期货各品种成交持仓比



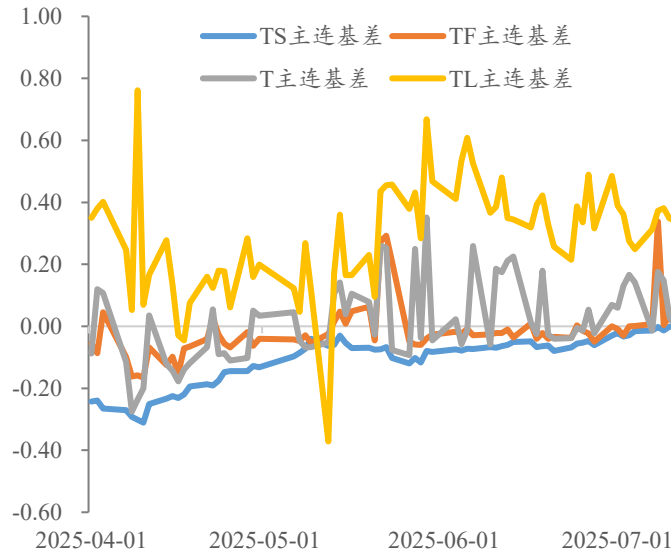
- 成交量方面，上周截至7月25日，30年期国债期货日均成交156,237手，较上周变化68578手，10年期国债期货日均成交102,215手，较上变化39641手，5年期国债期货日均成交手81,801手，较上周变化26748手，2年期国债期货日均成交46,621手，较上周变化16714手。本周国债期货成交量大幅回升。
- 持仓量方面，7月25日，30年国债期货持仓量160,216手持仓，较上周变化10208手。10年期国债期货共有241,210手持仓，较上周变化-3611手。5年期国债期货共有持207,372手，较上周变化1085手。2年期国债期货共有持115,719手，较上周变化-7528手。上周除TS外各品种持仓上升，尤其TL合约上升显著，可能与多空博弈增强、套保需求上升有关，TS合约持仓下行可能与基差收敛正套策略平仓有一定关联。

国债期货期现指标

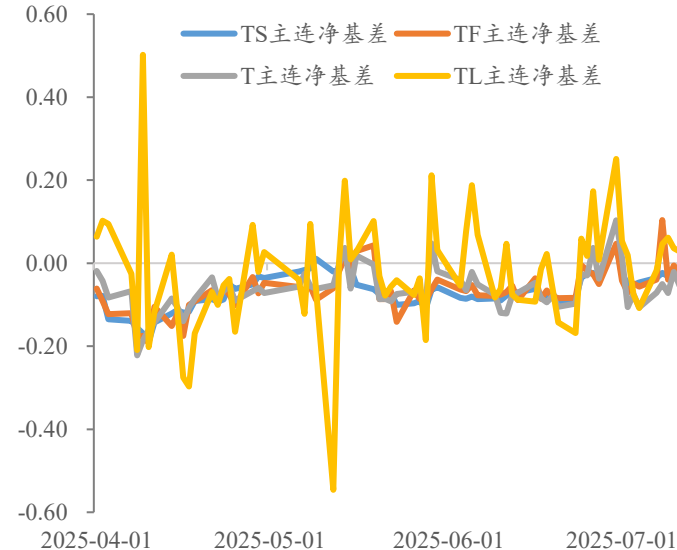
国债期货各品种期现利差



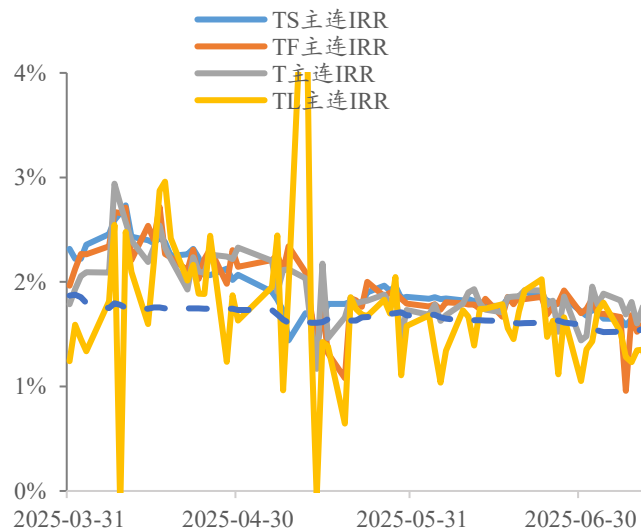
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



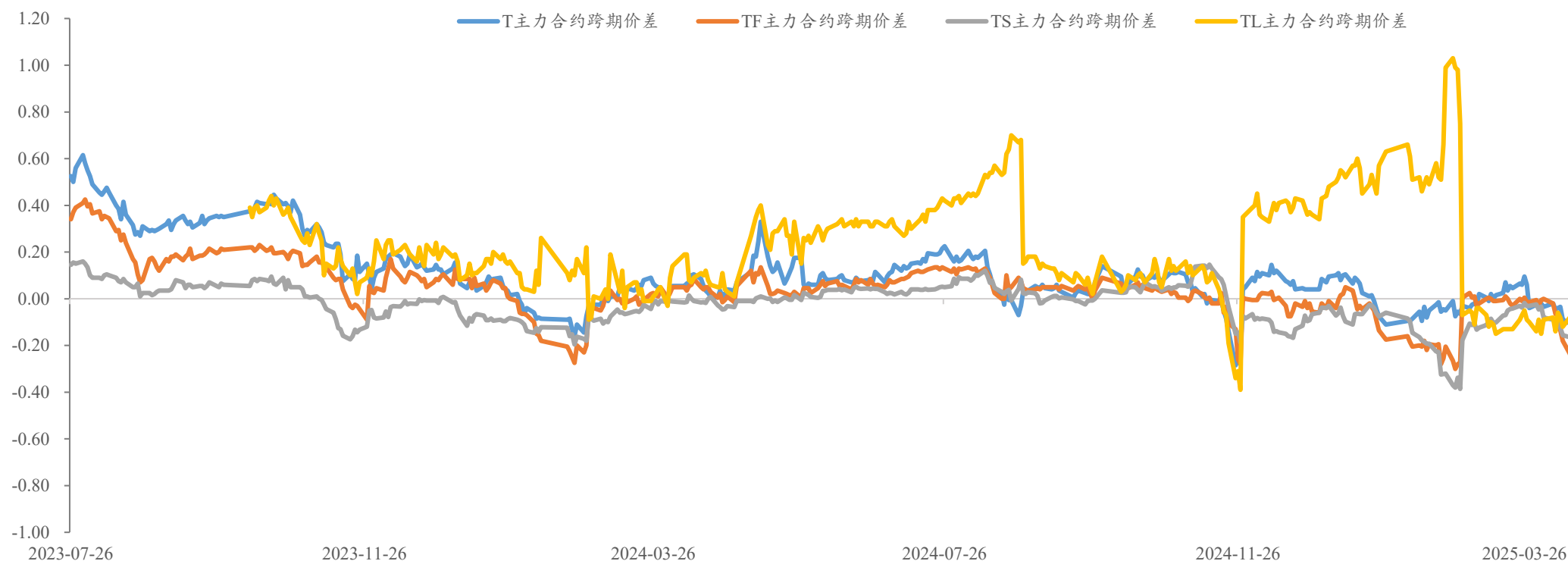
国债期货各品种主连IRR



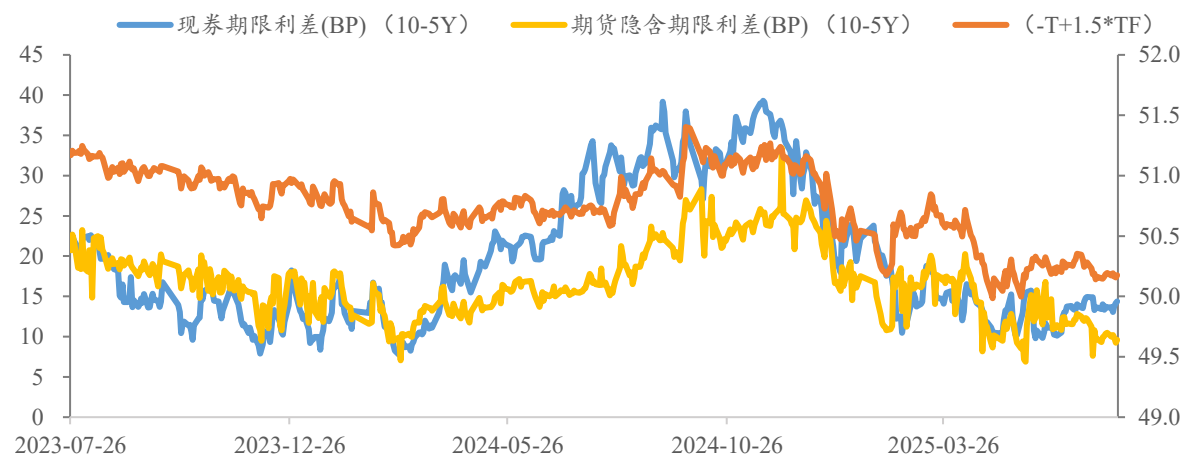
- 上周截至7月25日，TL2509、T2509、TF2509、TS2509基差分别为0.5、0.1、0.07、0.02，分别较上周变化0.27、0.03、0.06和0.01，基差2年滚动历史分位值回升到50%-70%；隐含利差分别为1.48BP、1.85BP、1.24BP、-0.45BP，分别较上周变化1.29BP、1.17BP、1.89BP、1.68BP。
- 各品种IRR分别为0.21%、1.11%、1.25%、1.47%，随着各品种基差回升到滚动2年历史中性偏高位，各品种IRR均较上周明显回落。其中TS合约基差和隐含利差上升明显，此前基于TS合约正套或基差收窄的投资者可能有一定离场。

- 本轮TL、T、TF、TS合约2509-2512跨期价差当前值分别为0.24、0、-0.05、-0.07，分别较上周变化0.08，0.07，0.01，0。实际上各品种跨期价差多数略上升。随着09合约各品种净基差回升至历史偏高位（滚动2年），近月合约上正套和做阔基差等空头力量可能相对减弱，跨期价差可能会倾向于上行。

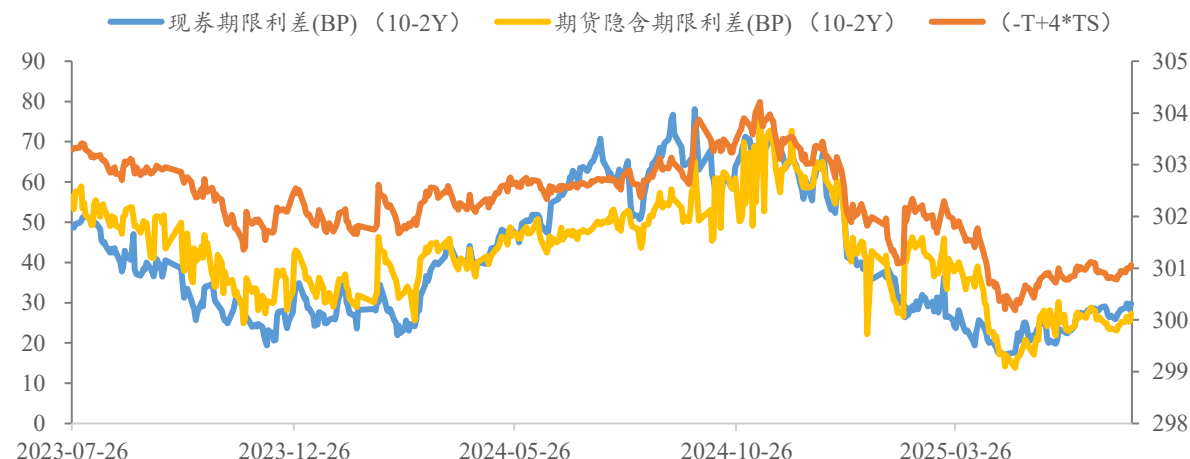
国债期货各品种跨期价差



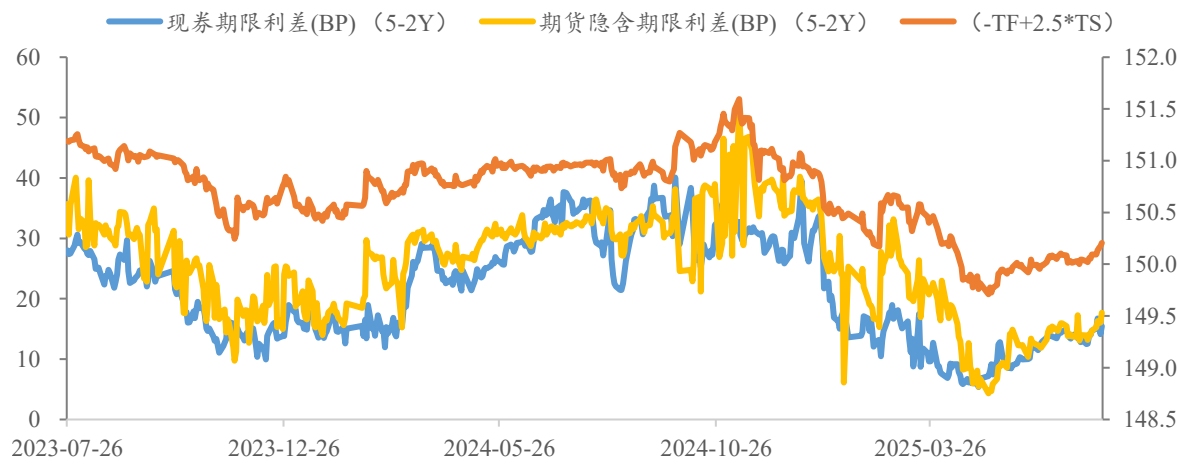
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-2Y）

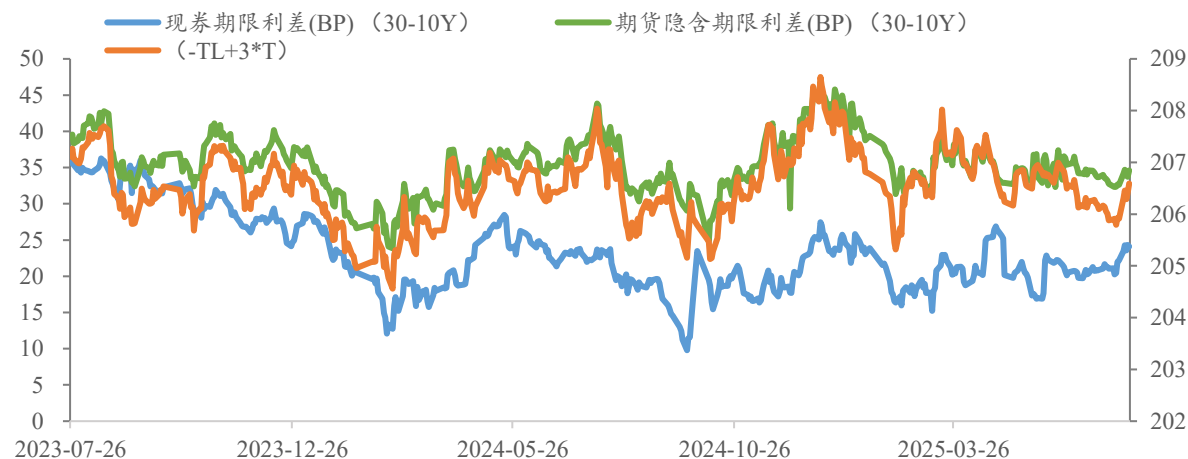


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（5-2Y）

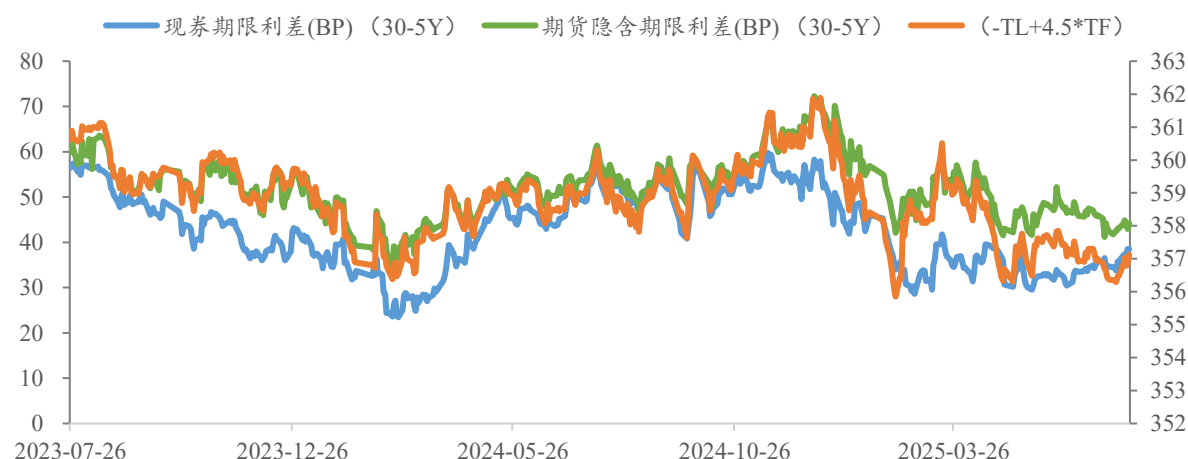


■ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到27.3BP，较上周变化2.09BP，10-5Y利差达到9.61BP，较上周变化-0.87BP，5-2Y利差达到17.69BP，较上周变化2.96BP。

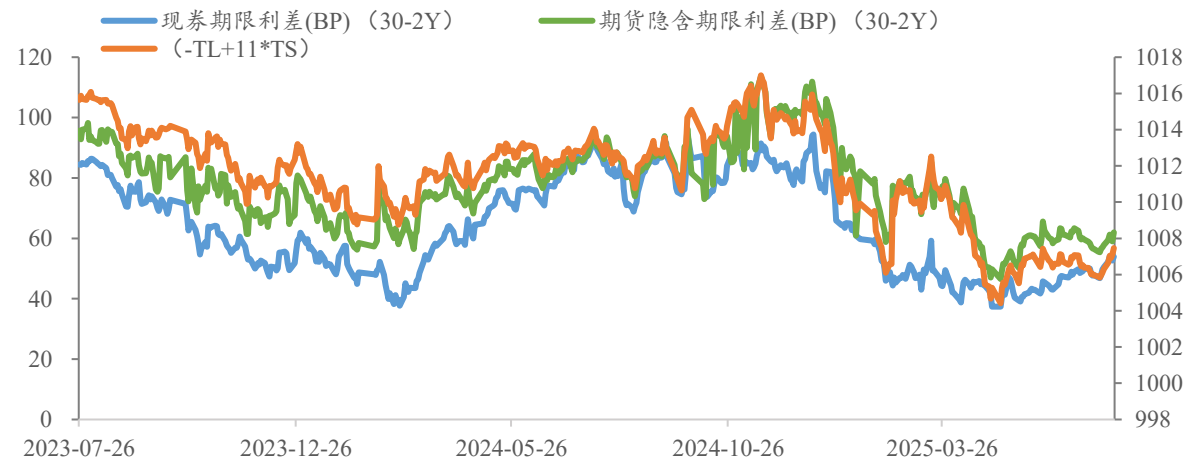
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-10Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-5Y）



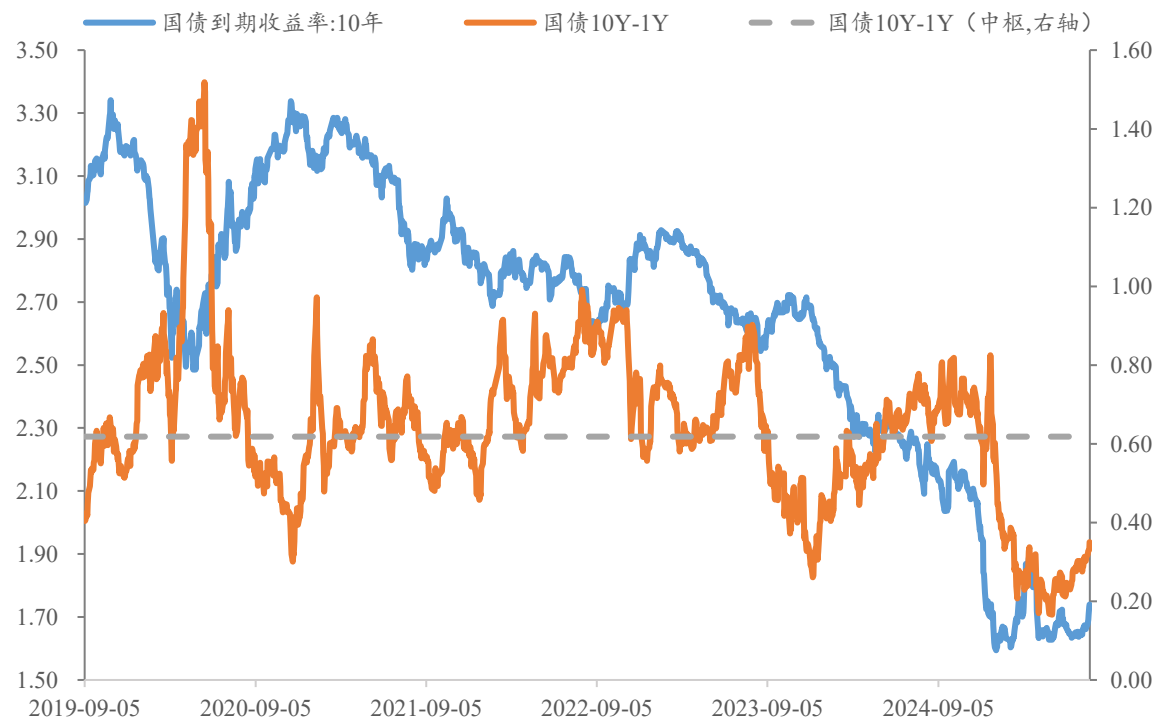
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-2Y）



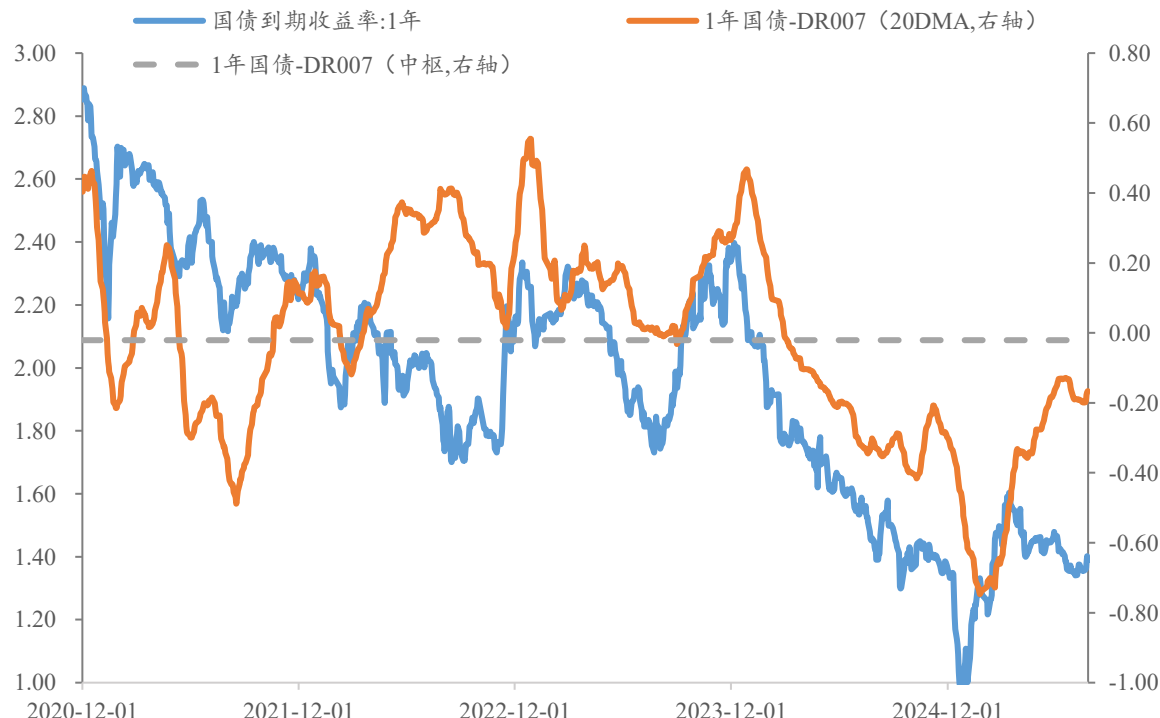
- 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到34.63BP，较上周变化-2.02BP，30-5Y利差达到44.24BP，较上周变化1.15BP，30-2Y利差达到61.93BP，较上周变化4.11BP。
- 上周由于长债受到股票商品上涨压制走弱较多，短端资金利率相对平稳支撑短债调整较少，导致各品种间利差多数走阔，整体收益率曲线略走陡峭。不过从历史分位值来看，目前各品种隐含利差仍处于中性偏低位。

- 截至7月25日，1Y国债-DR007利差为-26BP，较上周变化-11.18BP，主因是上周后半周资金利率上行，但短债波动相对更小，倒挂幅度增大。
- 截至7月25日，10Y国债-1Y国债利差为35BP，较上周变化3.69BP，利差有所走阔，曲线略有所走陡。上周由于长债受到股票商品上涨压制走弱较多，短端资金利率相对平稳支撑短债调整较少，导致各品种间利差多数走阔，整体收益率曲线略走陡峭。目前从历史分位值来看，曲线整体仍偏平坦，未来曲线进一步走陡可能需要看到资金利率进一步下台阶。

10Y-1Y国债利差



1Y国债利率-DR007利差



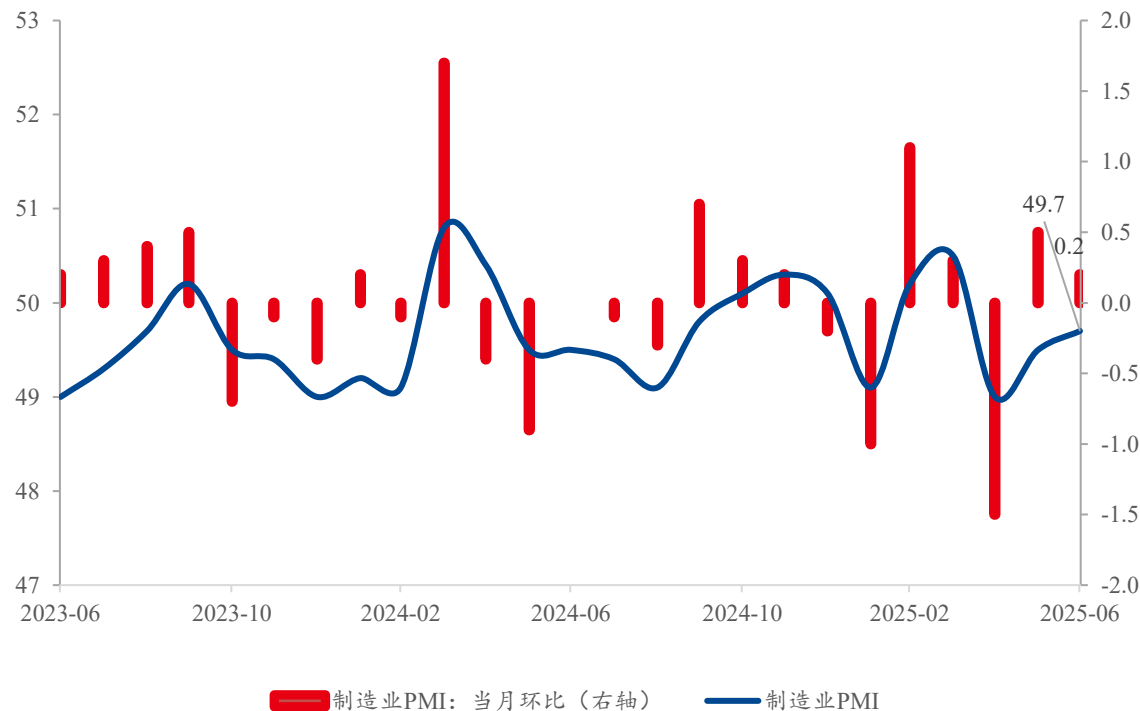
2



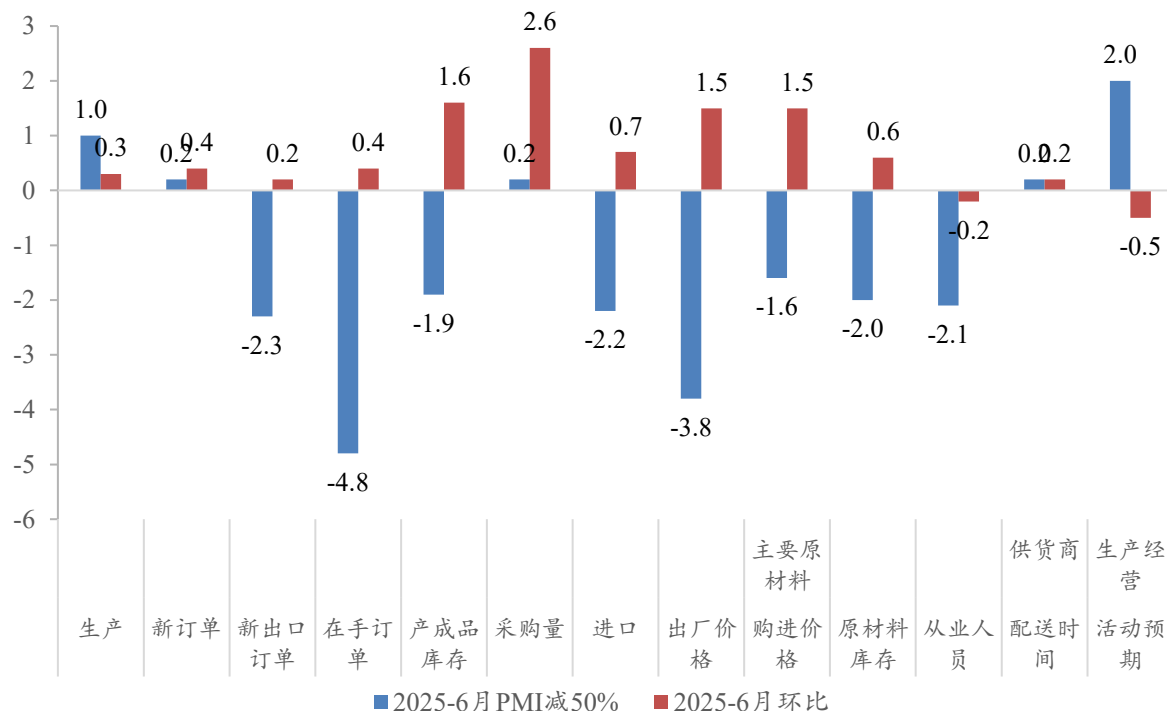
宏观基本面跟踪

6月制造业PMI环比小幅上行0.2个点至49.7。从分项来看，生产指数环比回升0.3%至51%，新订单指数环比回升0.4%至50.2%，新出口订单环比回升0.2%至47.7。产成品库存指数环比回升1.6%至48.1%，处于荣枯线下，原材料库存环比回升1.5%至48.4%，处荣枯线下，出厂价格和购进价格指数环比回升1.5%，分别至46.2%和48.4%，均处于荣枯线下。整体来看，6月大企业景气度往上，小企业景气度往下，在原有价格上行的背景下，物价指数边际回升，石油化工行业景气度回升带动了整体制造业PMI回升，不过目前绝对景气度并不高。

制造业PMI及当月环比变化(%)

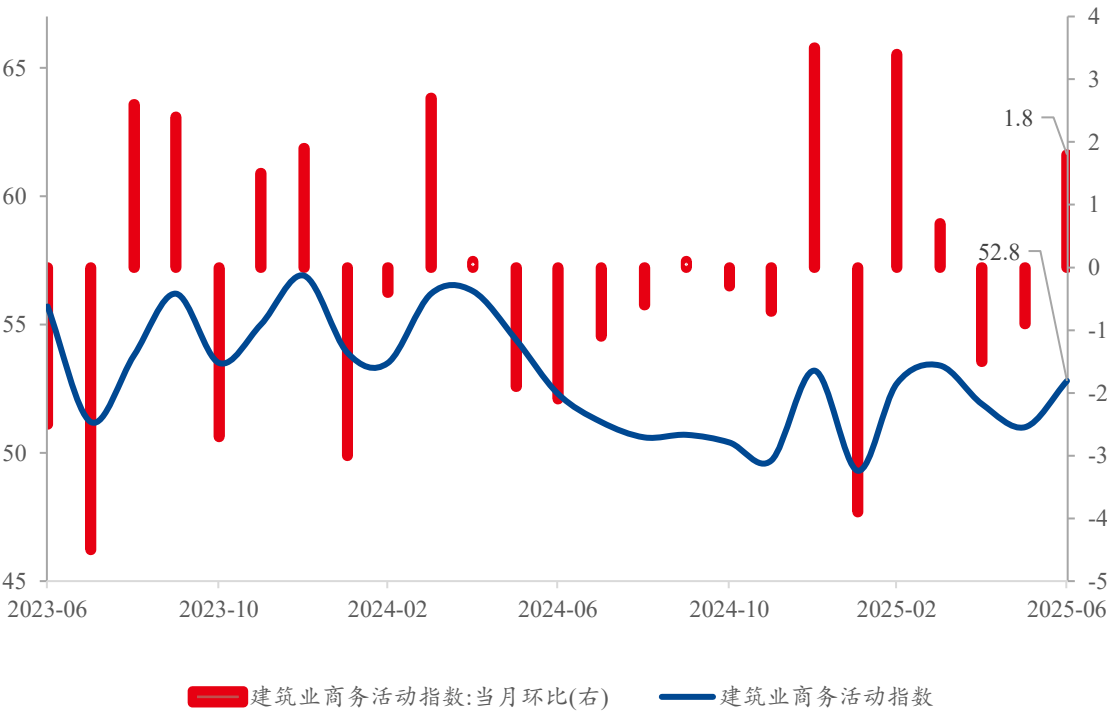


制造业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)

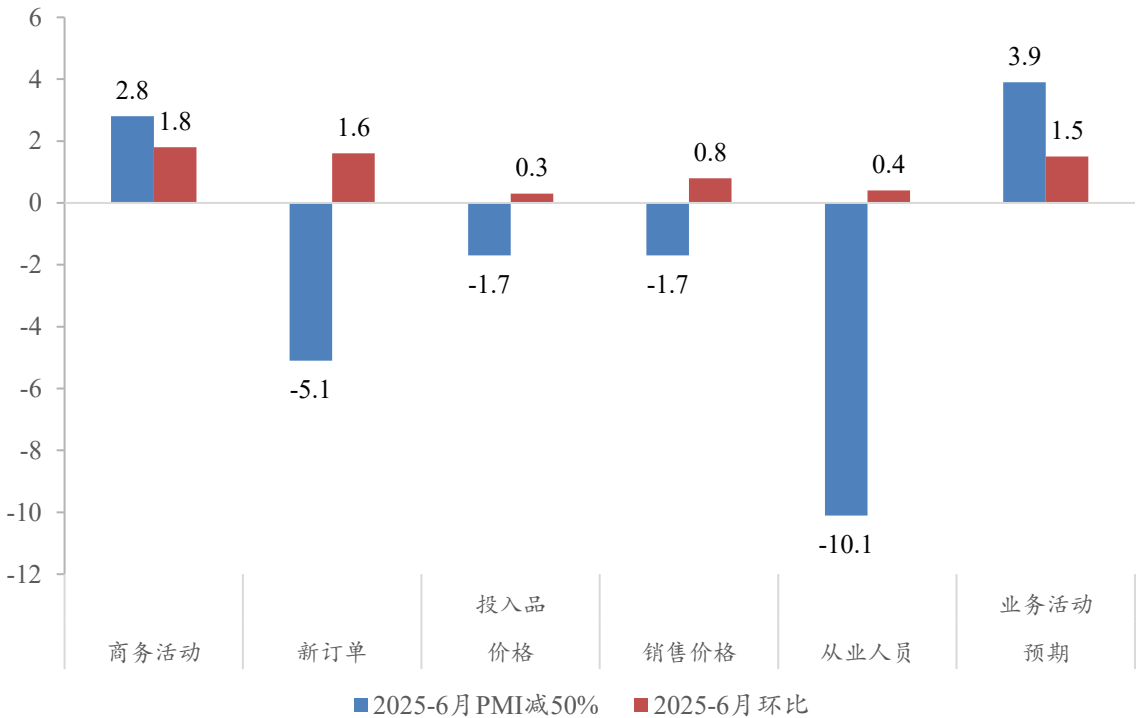


非制造业商务指数为50.5%，较上个月回升0.2%，建筑业方面PMI指数回升1.8%至52.8%，分项中新订单环比回升1.6%至44.9%。建筑业订单、业务活动预期有不同程度好转。这可能和近期政策更大力度推动房地产市场止跌回稳，以及两重项目落地加快有一定关系。

建筑业PMI及当月环比变化(%)

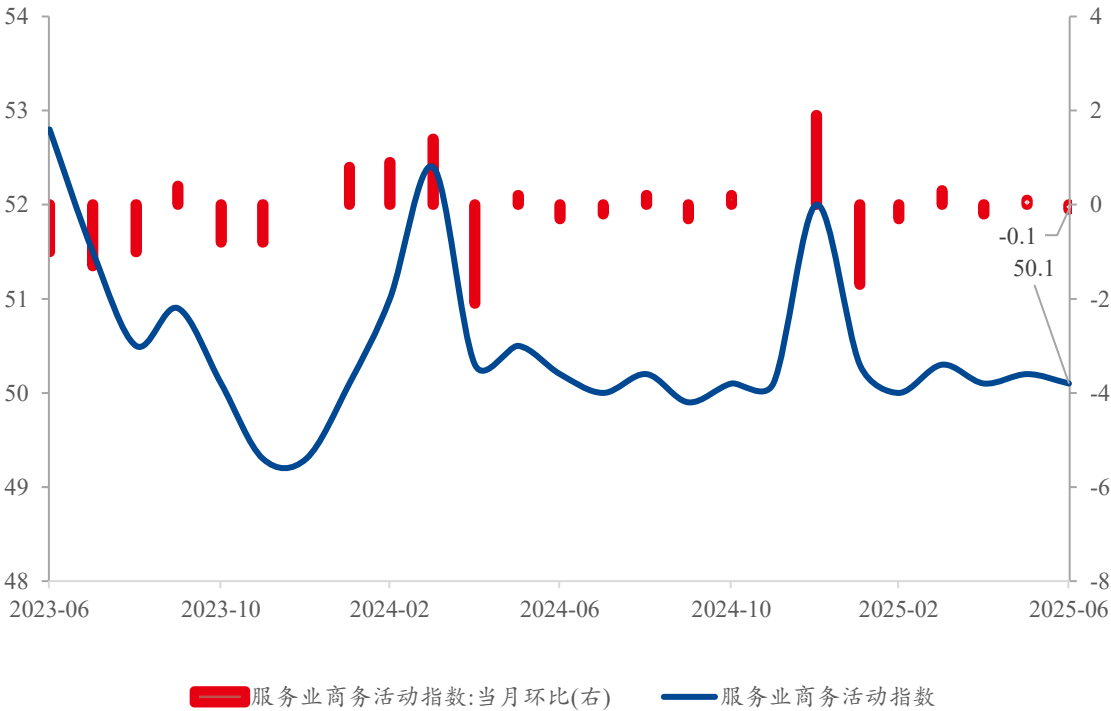


建筑业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)

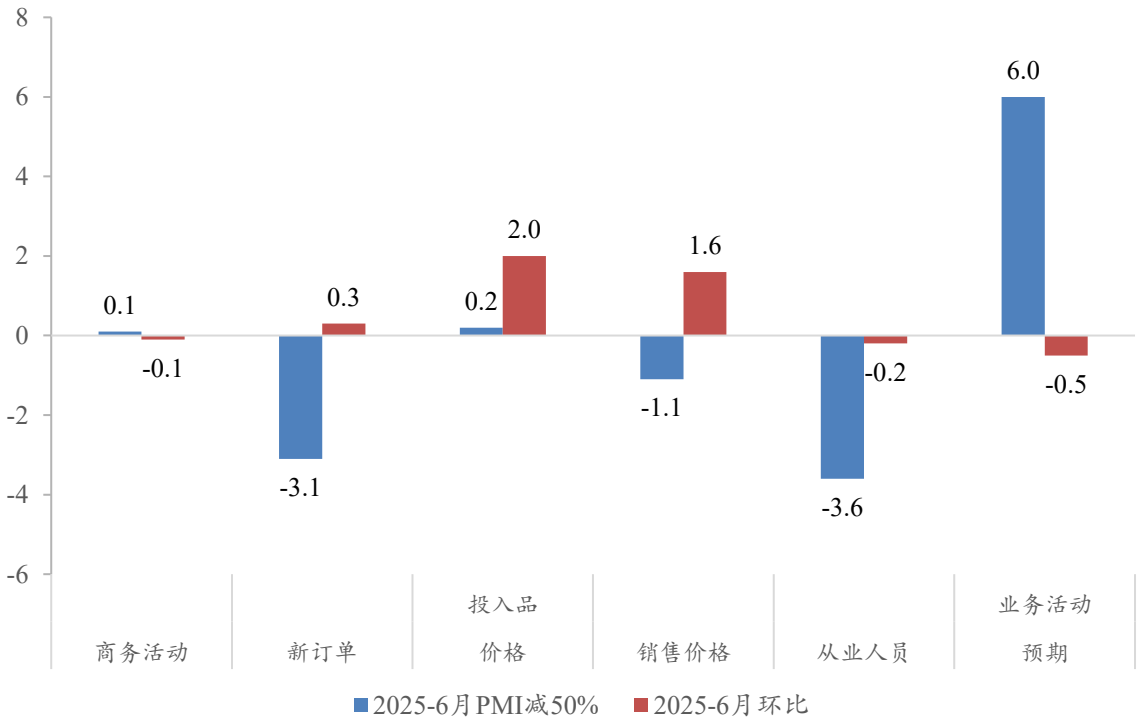


■ 服务业方面，整体PMI指数环比回落0.1%至50.1%。新订单环比回升0.3%至46.9%，销售价格回升1.6%。随着五一端午节日效应消退，6月住宿餐饮景气回。但618活动或带动线上消费服务景气回升，同时货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数均处于高景气区间，起到一定对冲作用，整体服务业景气度变化不大。

服务业PMI及当月环比变化(%)

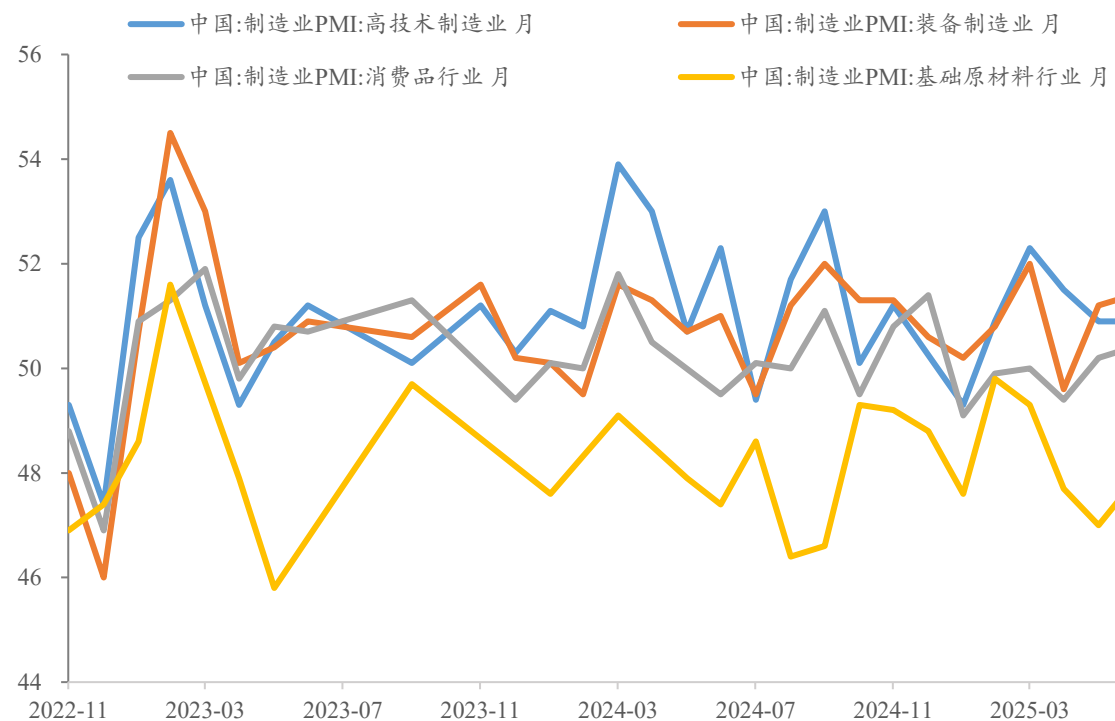


服务业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

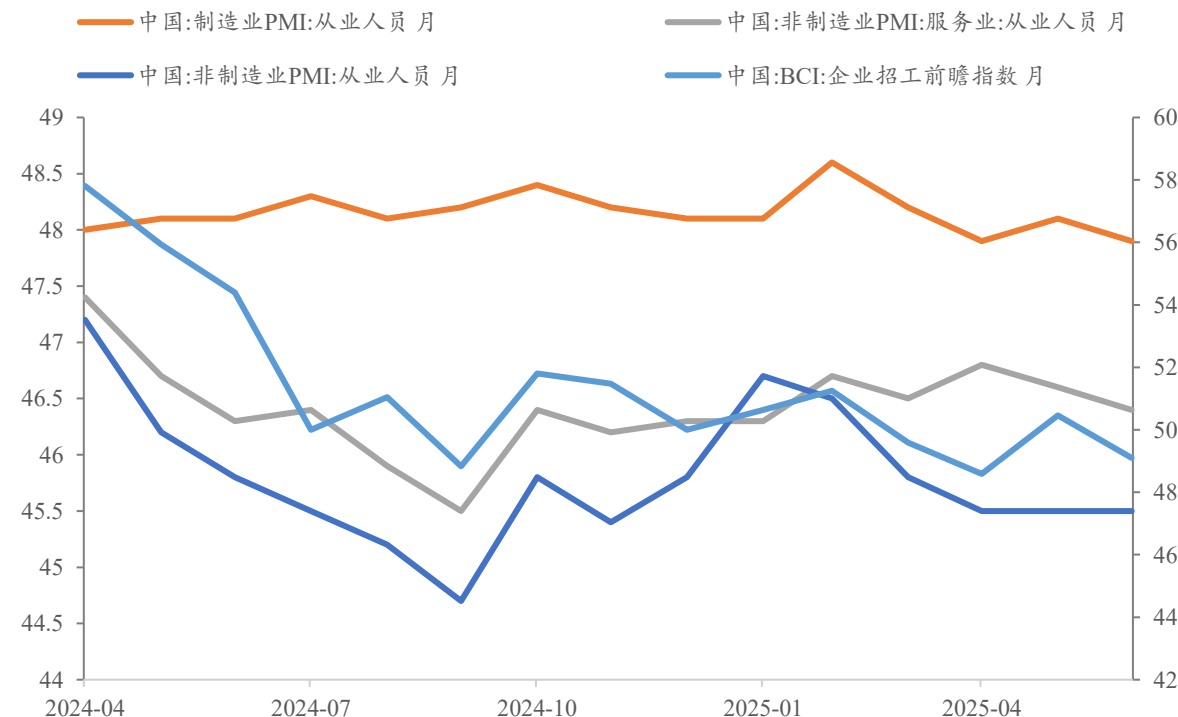


- 6月PMI绝对景气度并不高，从制造业行业看，高技术制造业可能受到一定反内卷影响，新能源车出现压缩生产、改善供求比的特征；油价短期反弹带动石油化工行业景气度回升；建筑业景气度有所改善。
- 6月就业、企业预期指标环比均有所下降，经济还是内生动能偏弱的态势仍不容忽视。

分行业PMI

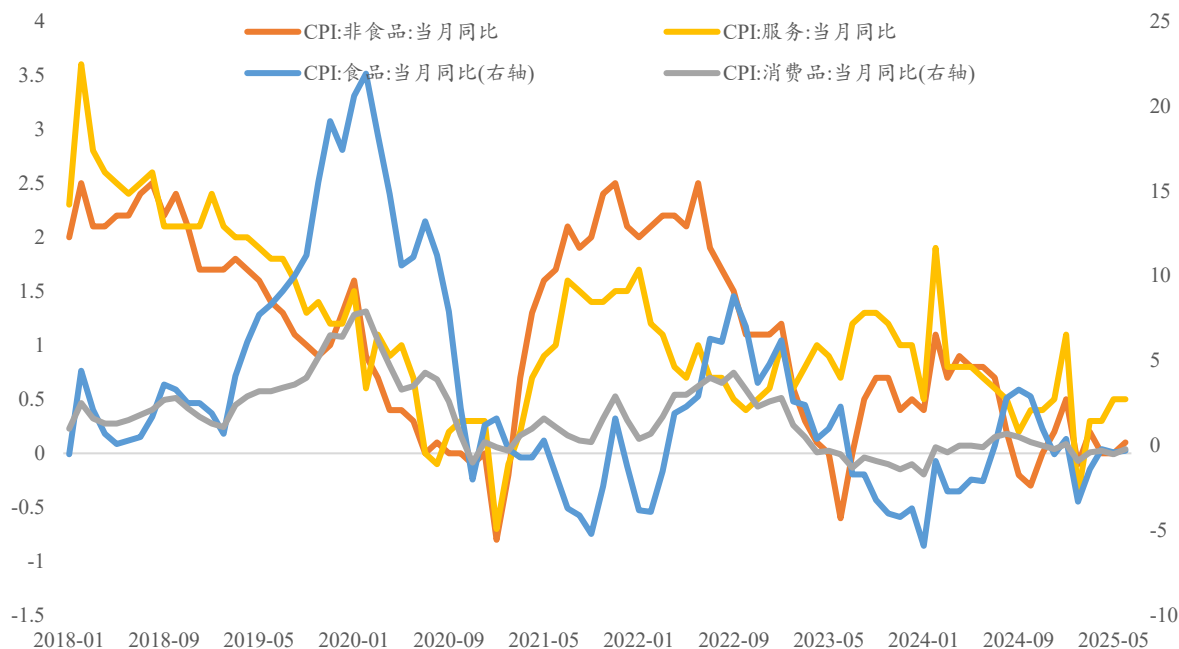


就业指标



- 6月CPI同比上涨0.1%，预期持平，前值降0.1%。中国6月PPI同比下降3.6%，预期降3.2%，前值降3.3%。6月份，CPI由降转涨主要受工业消费品价格有所回升影响，工业消费品价格同比降幅由上月的1.0%收窄至0.5%，对CPI同比的下拉影响比上月减少约0.18个百分点。6月PPI环比下降0.4%，降幅与上月相同，影响PPI环比下降的主要原因，一是国内部分原材料制造业价格季节性下行，二是绿电增加带动能源价格下降，三是一些出口占比较高的行业价格承压；受环比下降及对比基数变动影响，PPI同比降幅比上月扩大0.3个百分点。
- 目前稳物价任务仍重，且影响价格的因素较多，包括出口情况、大宗价格波动、消费刺激等。积极信号是，黑色商品价格和猪肉价格7月以来好转，供给端政策下新能源汽车制造业行业价格出现了初步的好转信号。后续跟踪两条政策线索，一是地方债发行加速下，地方项目开工情况能否好转，以及对建筑业相关产品价格的传导；二是反内卷政策效果及扩散效应。

CPI分项同比变化

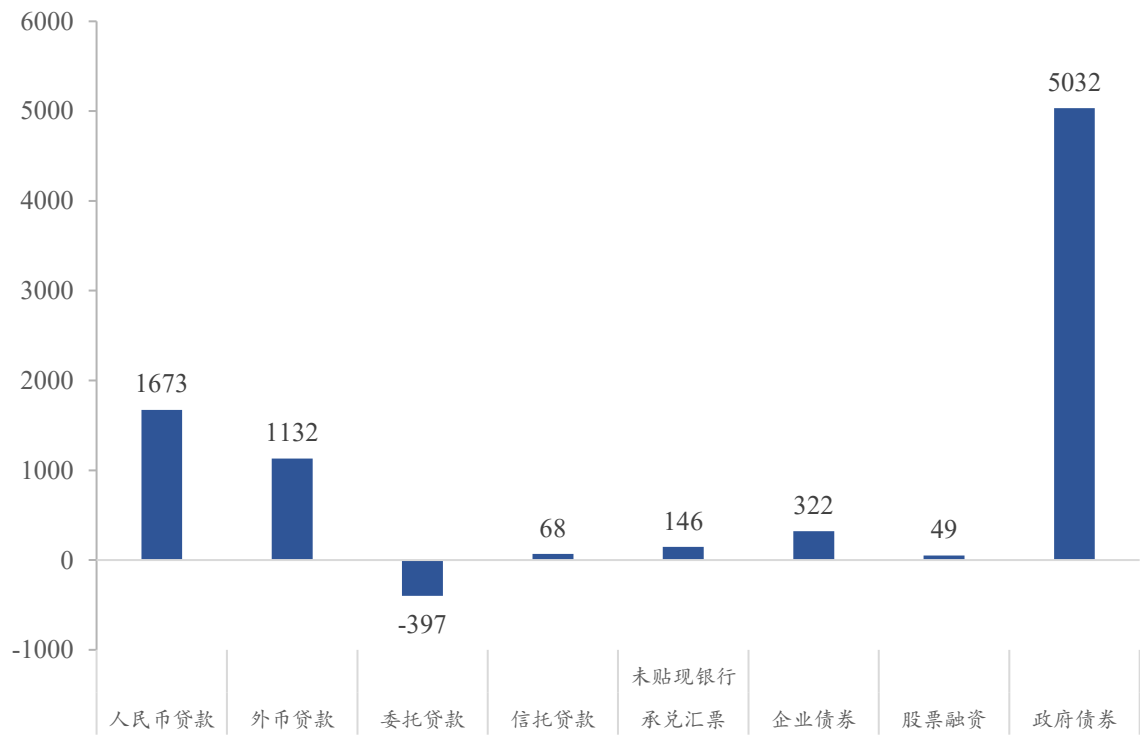


PPI分项同比变化

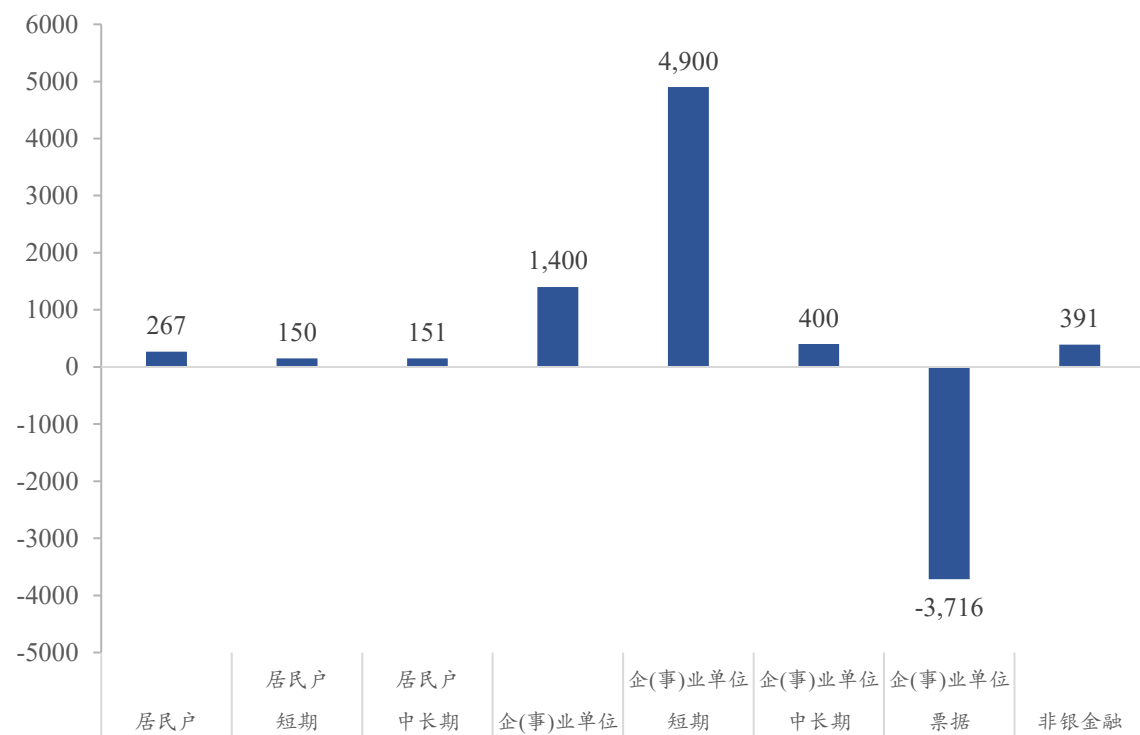


6月新增社融4.1万亿，同比多增9008亿，好于预期。分项来看社融口径的人民币贷款同比多增1673亿，是社融的主要支撑项之一；政府债券融资同比多增5032亿，是社融的主要支撑项之二，6月地方债供给明显提速带动政府债融资规模提高。信贷分项中，居民贷款同比多增267亿，与偏弱修复的购房情况相互印证；企业贷款中短贷表现最好，同比多增4900亿元，中长期贷款表现一般，票据分项同比减少3716亿元，总体企业贷款同比多增1400亿元，企业短贷和票据一增一减，可能背后是银行资产在两者之间的腾挪，而中长贷表现一般或指向实体融资需求偏谨慎，当前企业盈利空间受限需求修复偏慢。新增存款同比增速回升，存在去年手工补息取消带来的基数效应影响，不过存款结构中货期存款占比提高，企业存款活期化带动M1同比反弹至4.6%。总体上来说，政府仍然是加杠杆的主力，目前企业居民融资需求扩张仍不明显。

新增社融分项同比变化值（亿元）

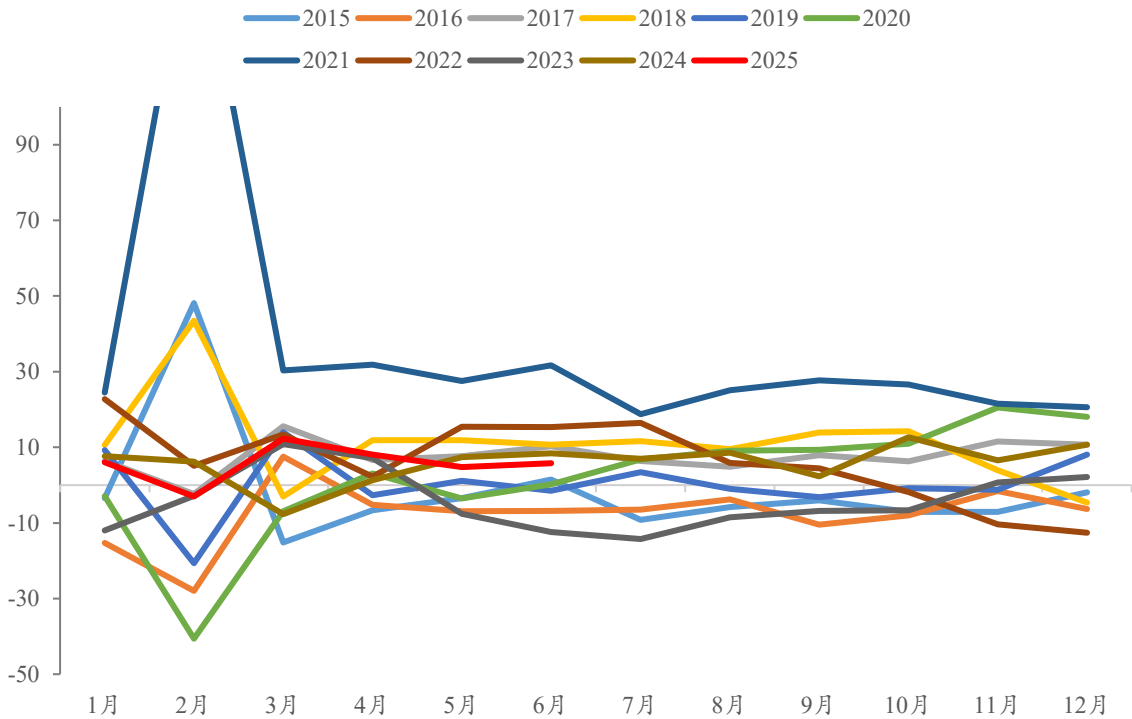


新增人民币贷款分项同比变化值（亿元）

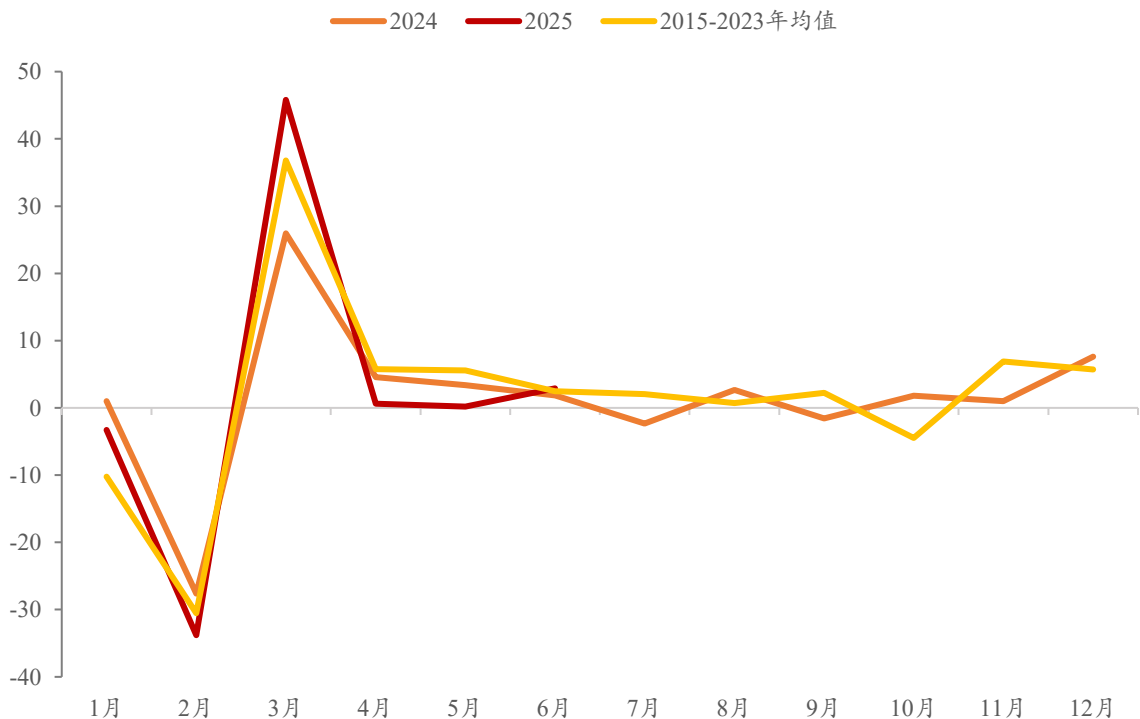


2025年5月出口同比5.8%，较上月4.8%回升，与一季度的5.7%基本持平，环比回升至2.9%，略超出季节性水平。

出口同比季节性

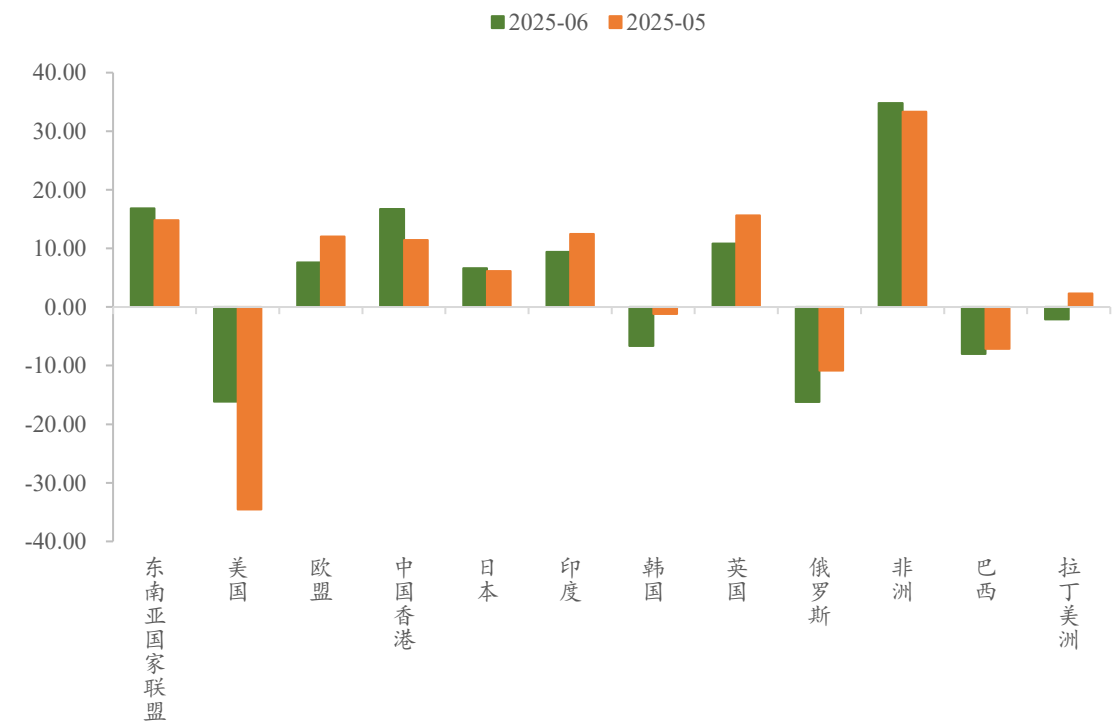


出口环比增速

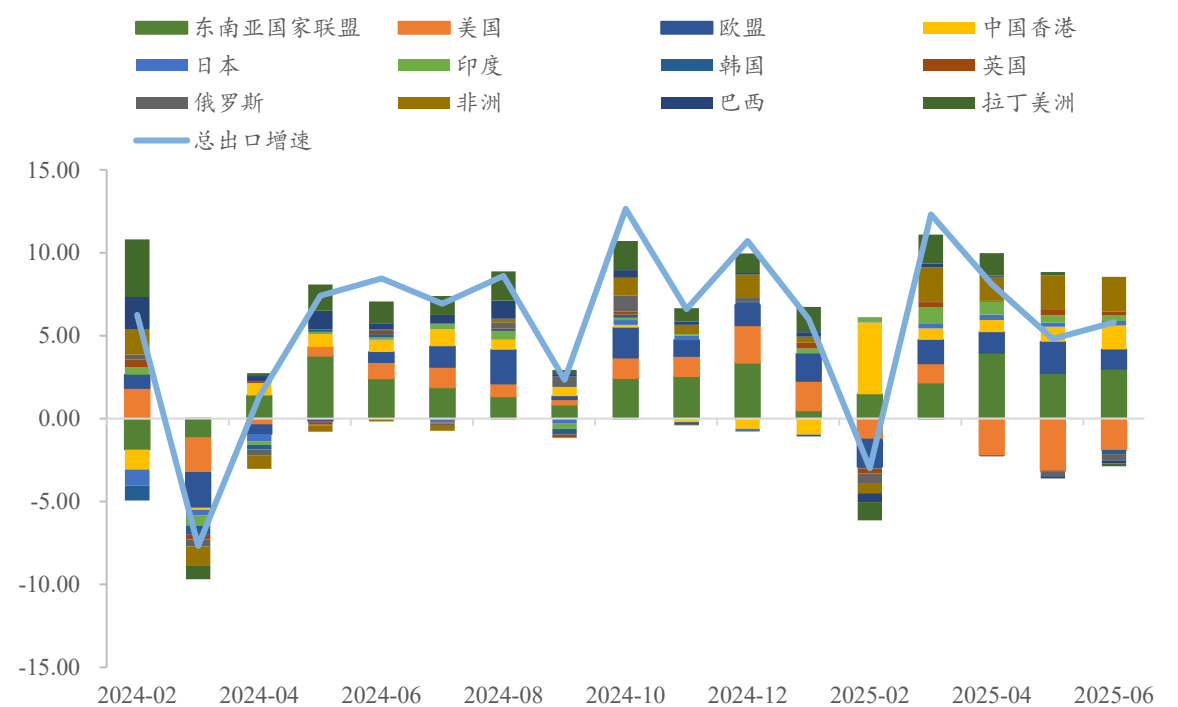


- 分国别和地区来看，6月单月出口，对美出口增速-16%，较5月降幅收窄18.6%，对整体出口拖累减小，不过从7月高频数据来看对美出口有一定放缓迹象；对东盟国家出口增速回升至16.82%，较上个月边际抬升2%左右，对整体出口的同比拉动效应提升至3.01%，为贡献度最高的国家；对非洲出口增速回升至34.8%，较上个月边际抬升1.5%左右，对整体出口的同比拉动效应提升至2.1%。
- 6月出口的抬升可能主要受到对等关税暂停影响，周边经济体出口增速也有所回升，韩国、越南6月出口增速同比均维持高水平，但是8月1日以后美国对越南等地转运商品加收关税如果落地仍将带来很大的影响。

对各国家/地区出口同比

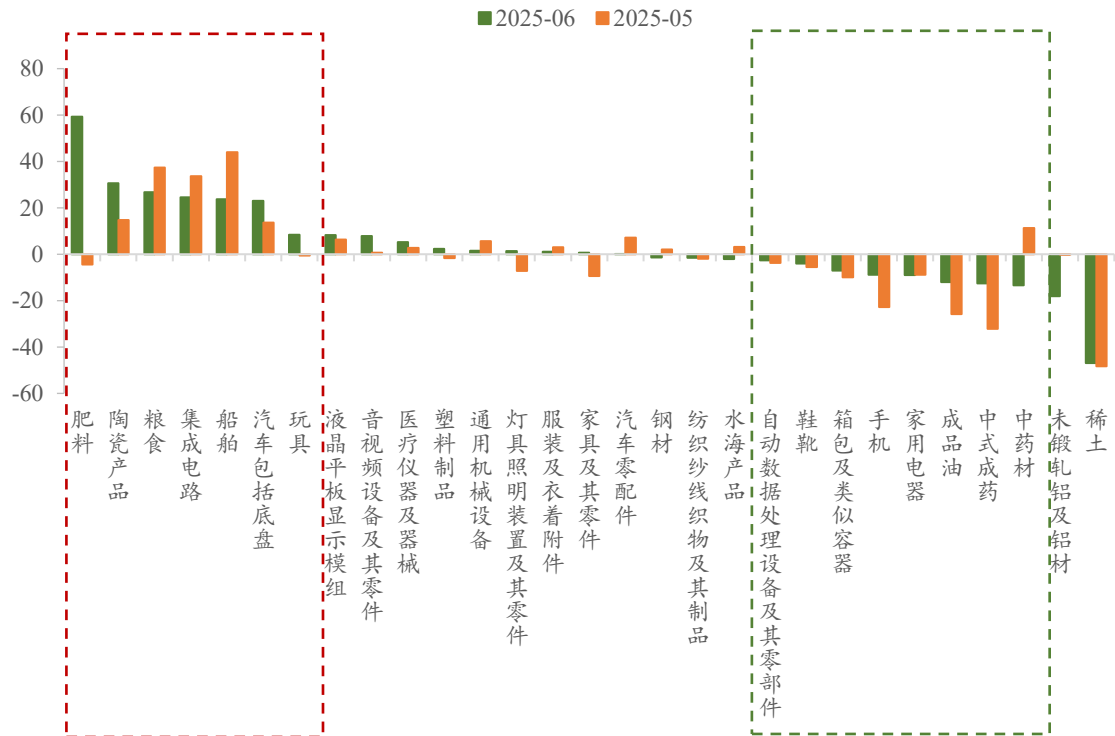


对各国/地区出口对总出口同比拉动

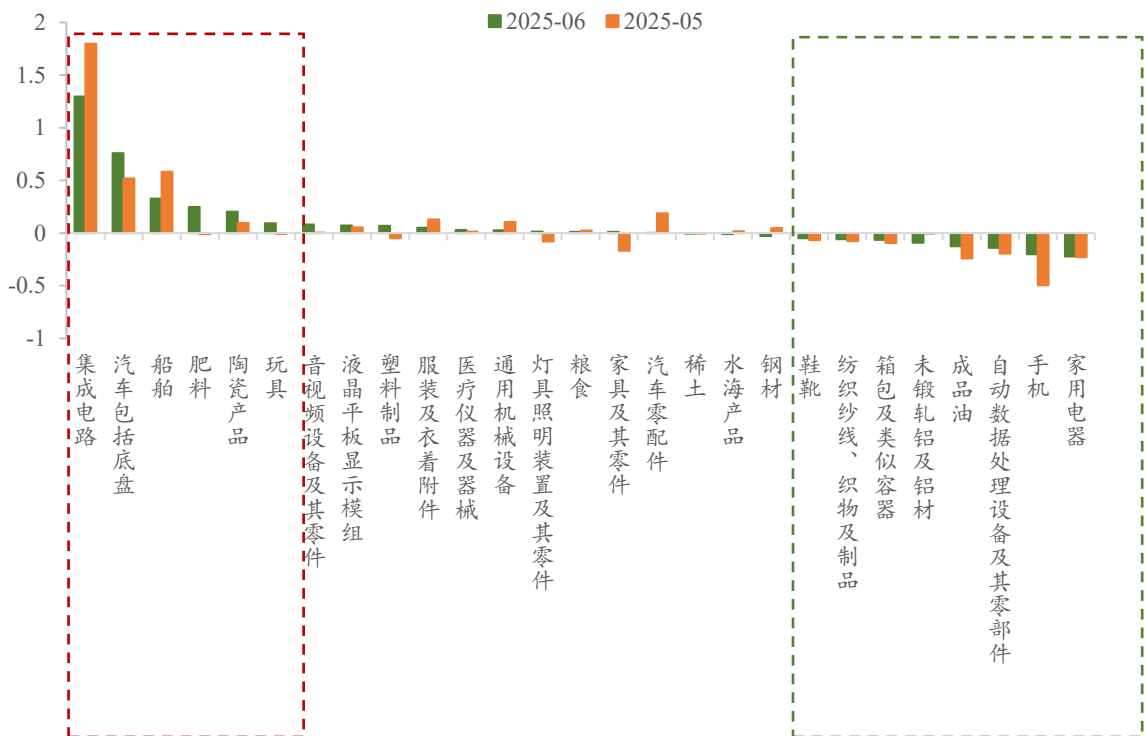


- 分产品来看，6月出口的最大拉动项为机电产品拉动出口同比增长5.1%，其中出口改善较为明显的是手机和汽车，同比增速分别提升14.0、9.3%；而集成电路、汽车零配件和船舶出口同比则有所下降，同比增速分别降8.7%、7.0%、20.3%（对出口同比拉动减少0.3%、0.2%、0.1%）。6月劳动密集型产品出口修复，同比增2.4%至0.2%，对出口的同比拉动相应增加0.4%，其中家具、玩具和塑料制品的贡献较高，不过绝对增速不高。
- 往后看出口面临不确定性，预计韧性中回落。6月出口数据受到7月对等关税暂停截止日前夕抢出口和抢转口影响增速回升，接下来出口面临的压力可能增大。近期美国对部分国家发送新的关税函，税率多介于15-30%区间，于8月1日生效。8月中美可能开启新一轮经贸谈判，在8月12日截止日前进行协商，政策不确定性也可能扰动出口。关税对我国出口的直接影响是对美出口下滑（已验证），间接影响是对全球贸易的拖累。

分行业出口同比增速（%）

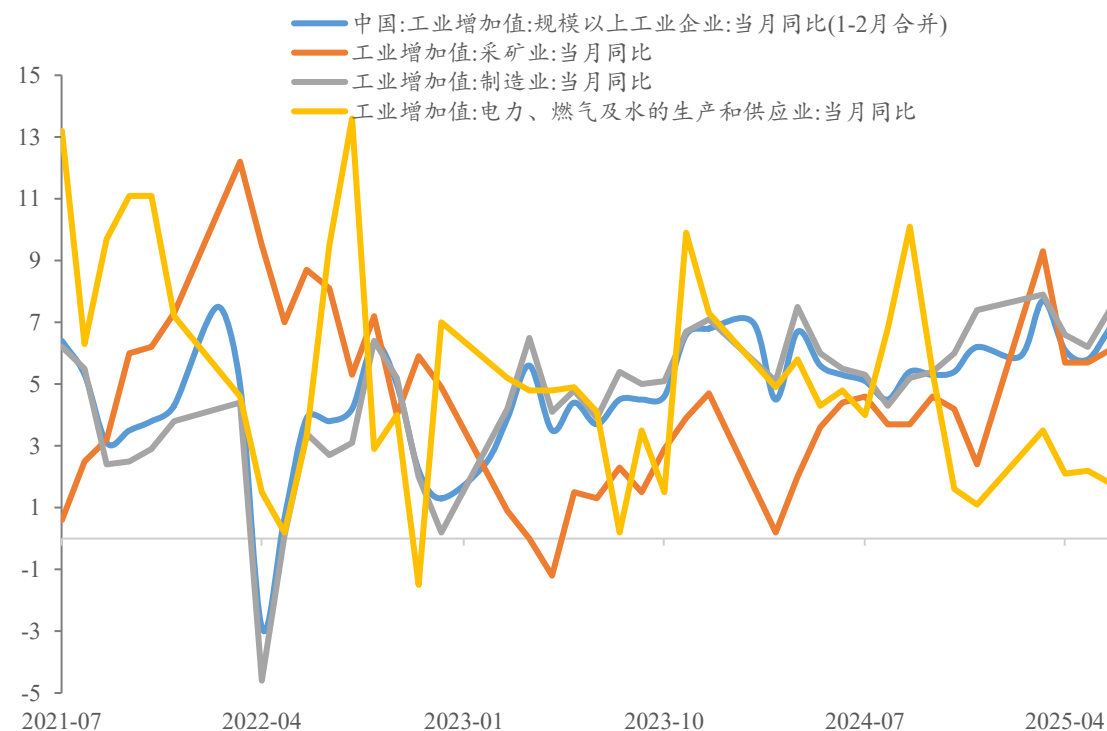


分行业出口同比对总出口增速拉动

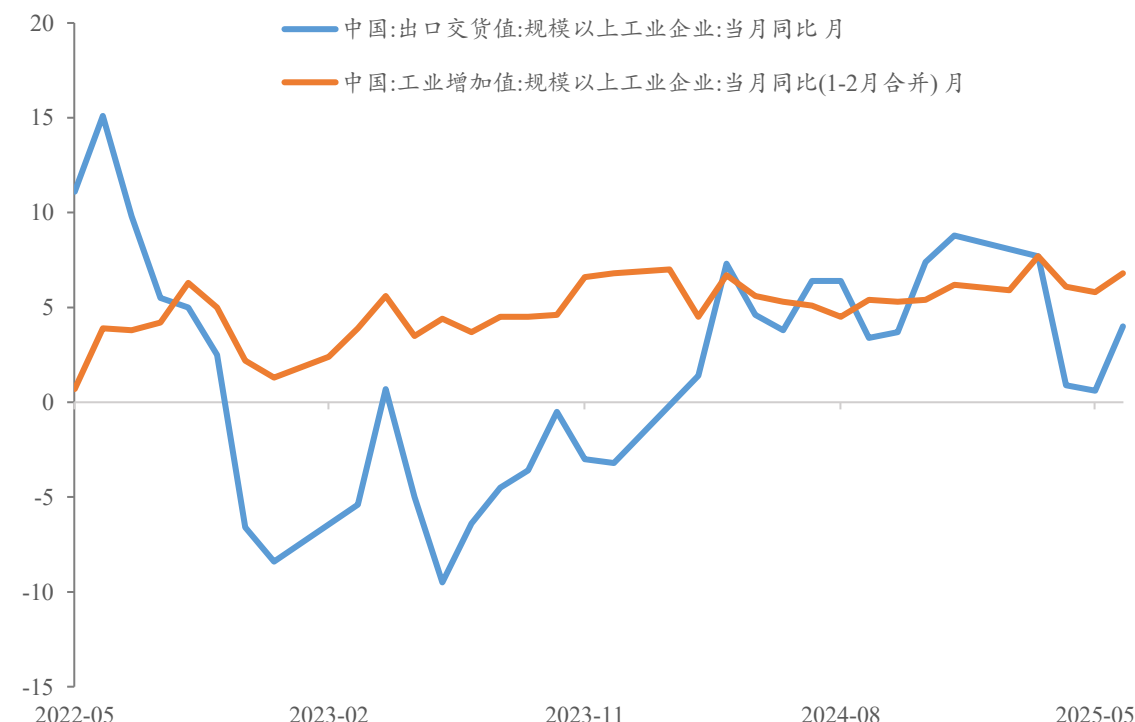


6月工业增加值同比6.8%，较前月加快1.0%，处于过去三个月以来的最高，环比也达0.5%。出口交货值同比增长4.0%，较前月的0.6%明显加快，或带动工业增加值增速回升。

工业增加值、采矿业、制造业、电力热力生产产业增速（%）

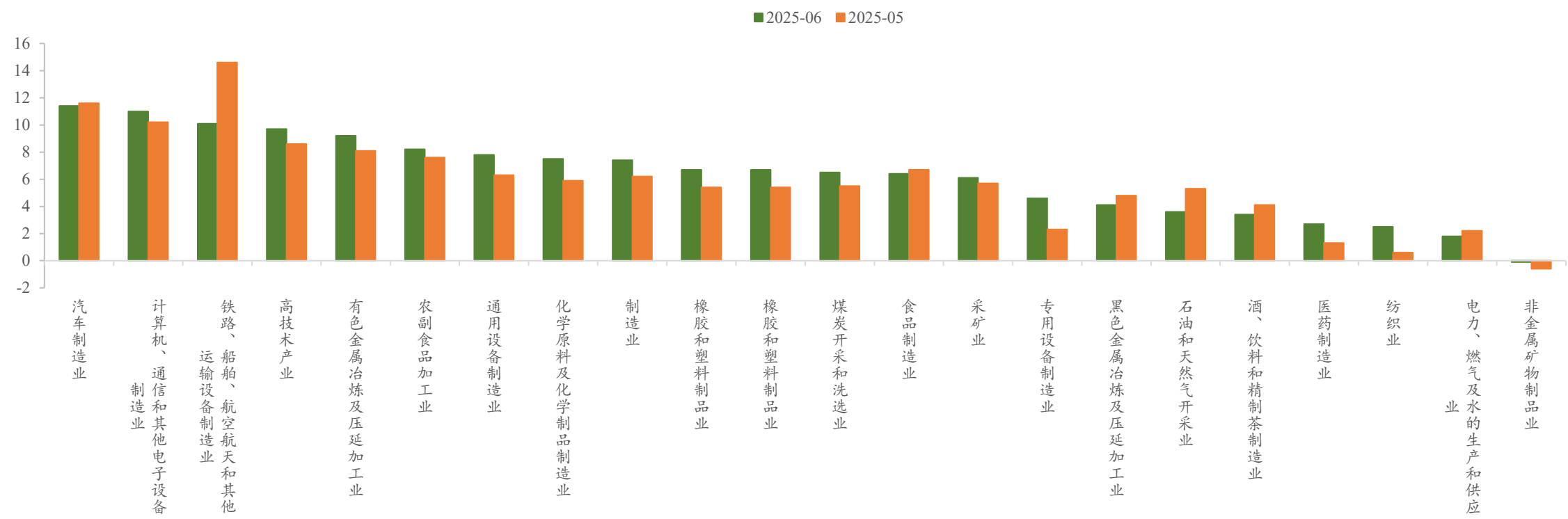


工业部增加值和出口交货值增速（%）



分行业来看，制造业中还是汽车、船舶航空等运输设备、计算机通信等产业工业增加值增速绝对值较高。边际变化上来看，专用设备、纺织业、化学制品等生产增速回升最多，可能与出口反弹有关；运输设备、石油开采、黑色金属等生产增速回落最多。

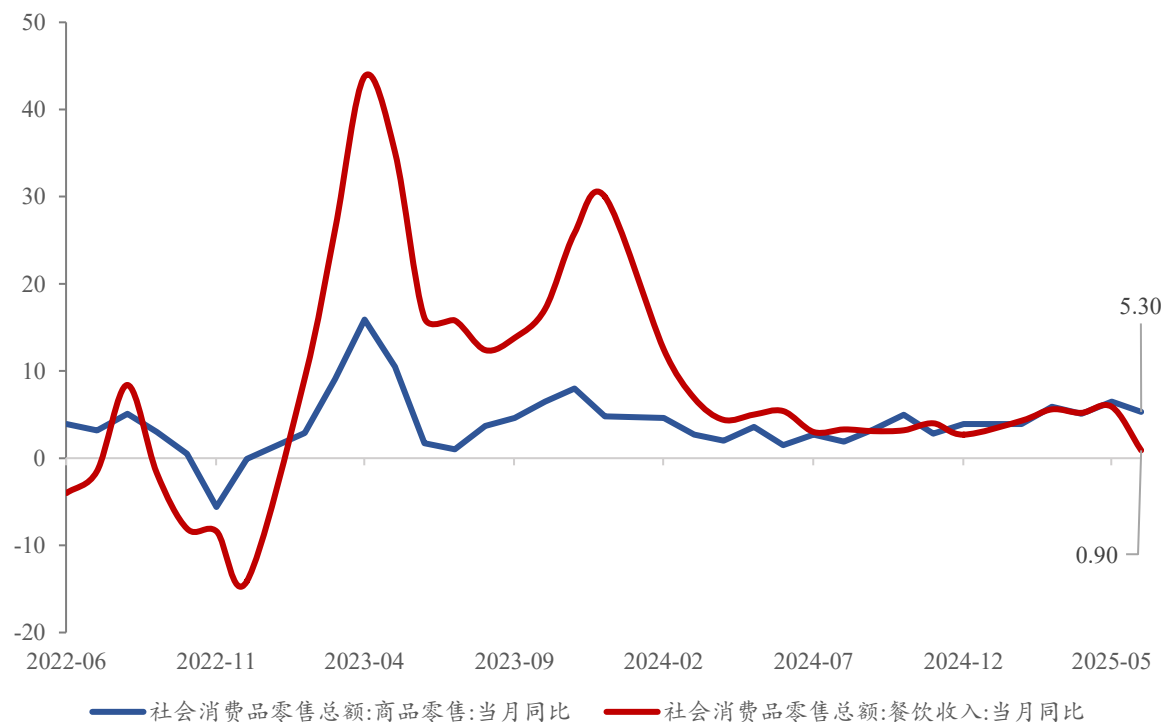
分行业规模以上工业增加值同比增速（%）



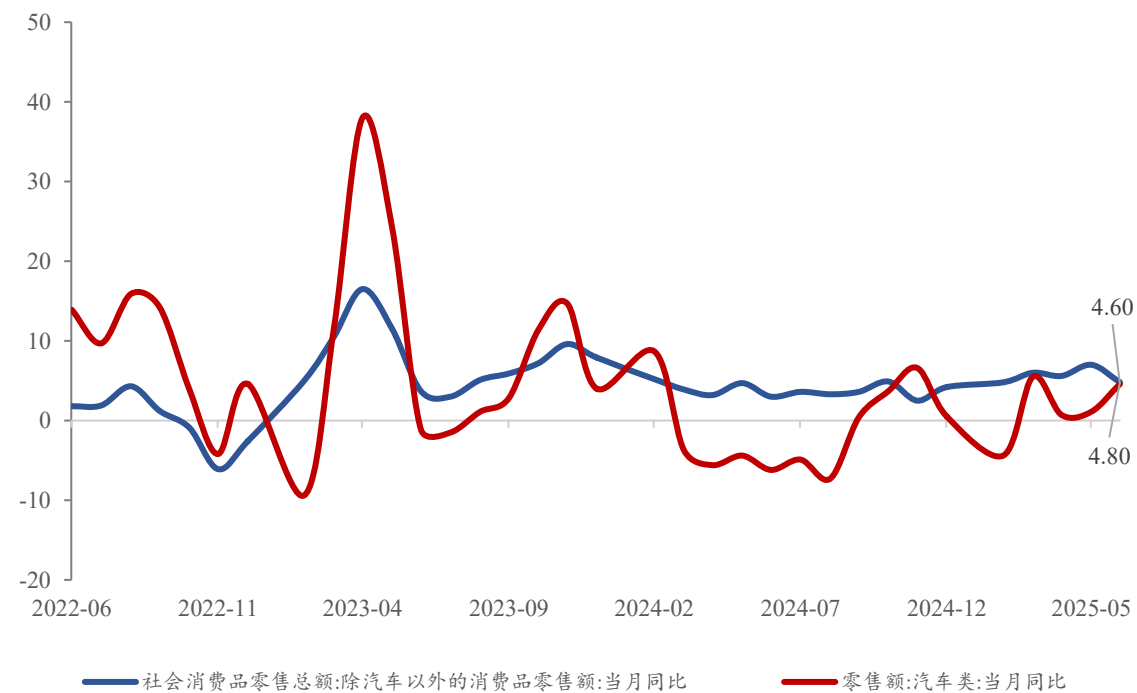
数据来源：Wind 广发期货研究所

- 6月社零同比4.8%，同比较上个月回落1.6%，环比为-0.16%。回落速度较快，主要是餐饮拖累、国补换挡等因素拖累。
- 餐饮收入增速下滑，拖累社零增速。6月餐饮收入同比增速0.9%，较5月放缓5%，对零售的拉动下降0.55%。可能部分与假期错位影响有关。

餐饮收入与商品零售额同比增速 (%)

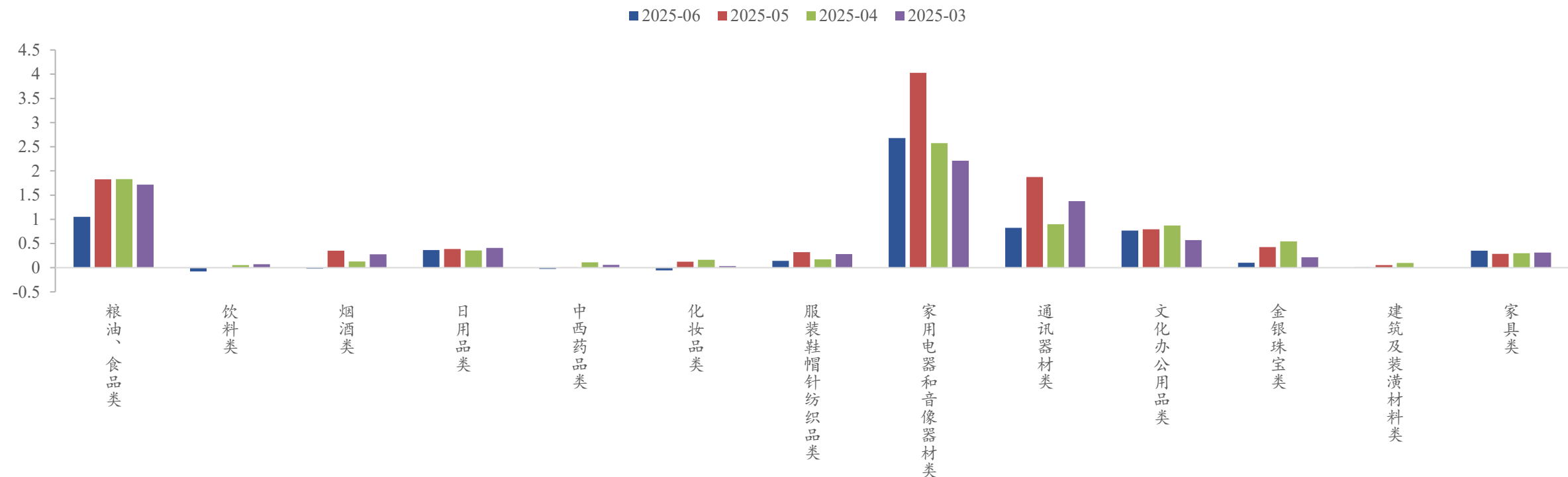


汽车类和除汽车外零售额同比增速 (%)



- 商品消费方面。烟酒、饮料、化妆品等社交属性的领域回落幅度较大，同比也转为负增长。以旧换新支持的家电、通讯器材虽依然处于较高增速，但增速低于前几个月，可能和国补换档、618促销价格下降有关。
- 亮点的是汽车，零售额同比增长4.6%，明显高于过去两个月，可能和反内卷背景下降价效应收敛有关。

分类型商品零售额同比对限额以上商品零售增速的拉动(%)

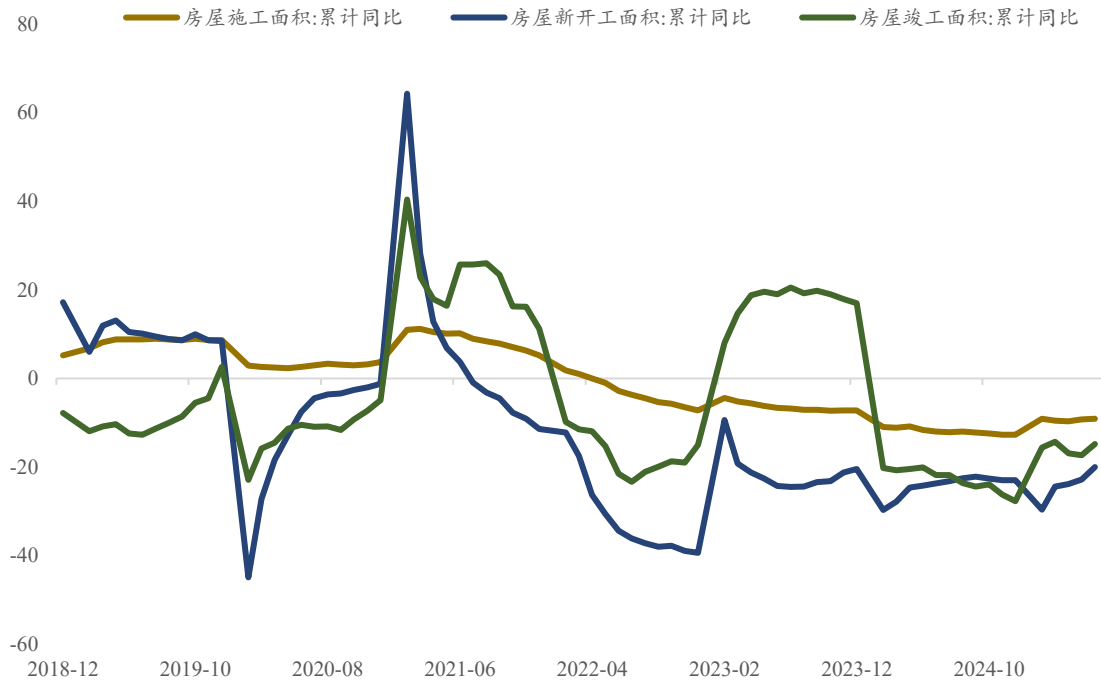


- 6月固定资产投资增速较低，累计同比从上月的3.7%回落至2.8%，对应单月同比0.5%。其中各部分增速均较前值有所回落，制造业投资较上个月放缓1%，可能受关税影响企业预期、反内卷政策和企业主动压降投资有关；基建投资较上个月放缓1.52%，天气因素可能是原因之一，此外缺项目和专项债使用范围扩大挤占基建资金可能也有影响；6月地产销售、投资均继续减速，存在一定高基数的影响，去年924以后销售有一波回升，今年4月起地产销售开始放缓，5-6月降幅逐步扩大，同时近期房价下跌出现以价换量的现象，这一背景下关注金九银十出台新政策稳定地产的可能性，重点为观察是否出现房贷利率下调和限购放松。
- 6月经济数据显示，供需明显失衡，生产持续走高，带动季度实际GDP表现较好，但一方面名义增速受到通胀偏低拖累，会影响企业利润和实体感受，二是6月份内需边际走弱其中消费和固定资产投资均走弱。未来重点关注政府投资能否加力提效、消费有没有接续刺激政策、进一步稳地产政策如何发力、反内卷对供给端和通胀的效用

主要行业投资同比增速 (%)

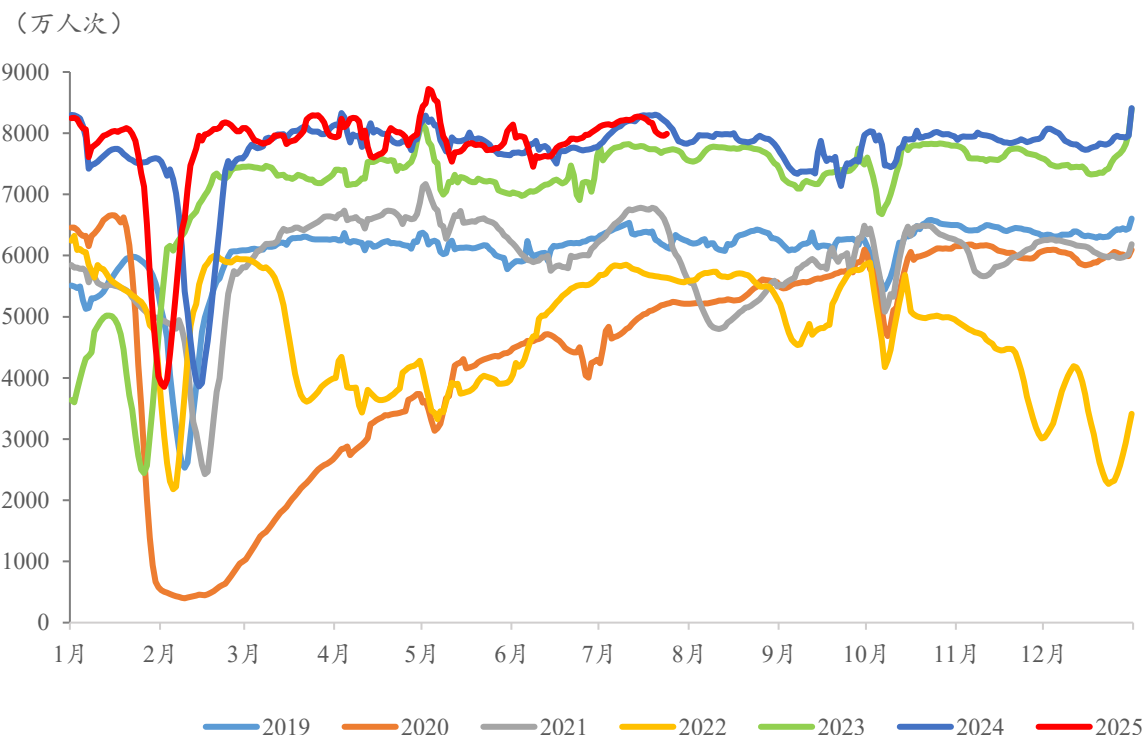


房地产开工、竣工同比增速 (%)

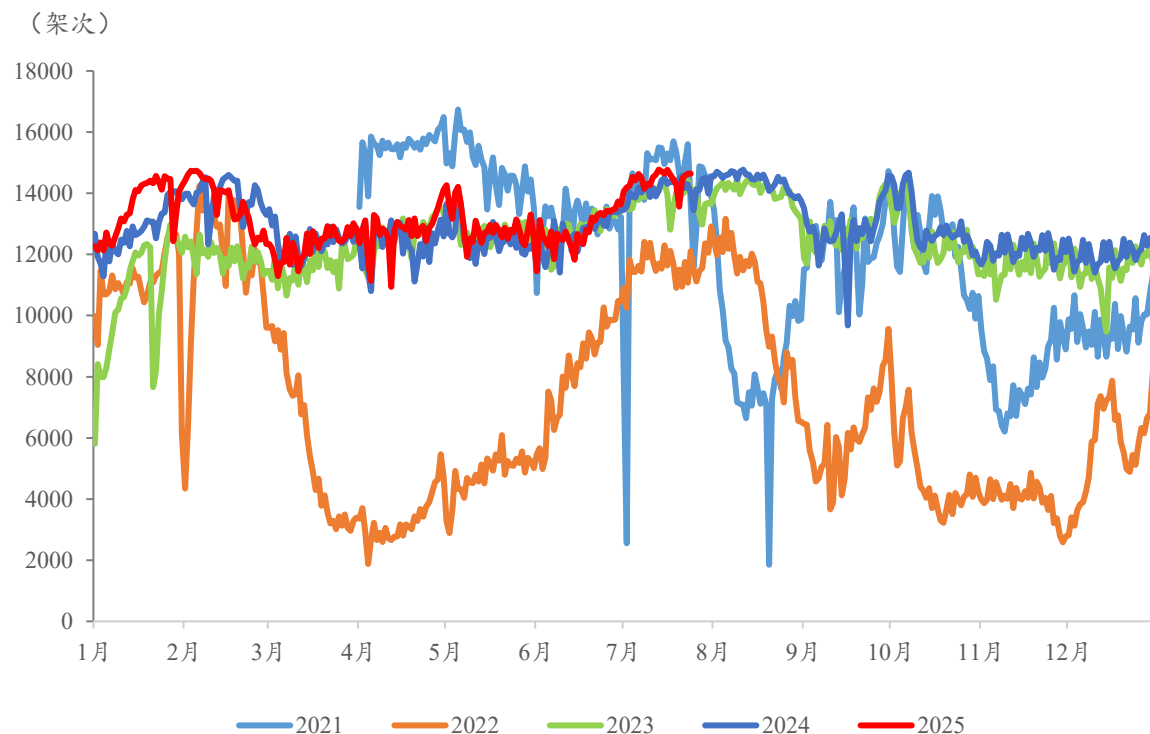


- 地铁客运和执行航班数据为居民生活半径和出行指标，与消费和服务业活动存在关联，目前地铁客运量同比增速略有回落，航班数同比小幅正增，居民出行处于历史偏高位。
- 截至目前，7月主要城市地铁客运量日均环比增速5.53%，同比增速-0.48%，当前绝对值处在历史高位。
- 截至目前，7月国内执行航班数日均14440架次，环比增速12.88%，同比增速2.14%，较上月同环比增速明显回升，可能与暑假出行需求提升有关，当前绝对值处在历史高位。

主要城市地铁客运量（7日移动平均）



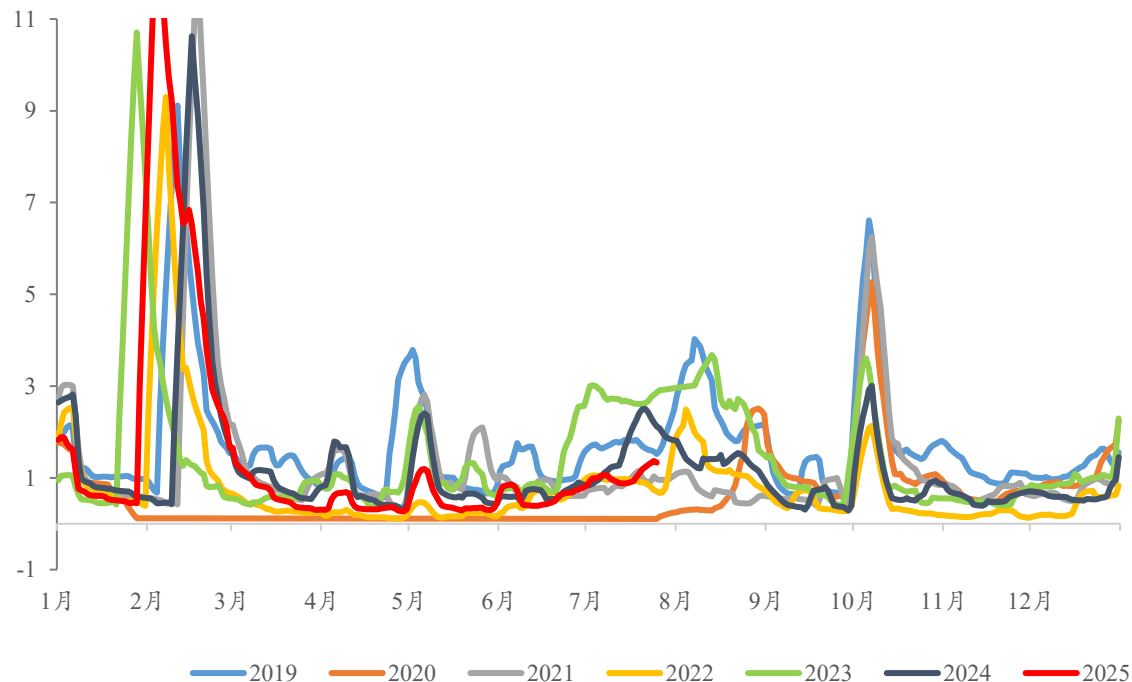
国内执行航班数



- 截至目前，7月电影票房均值10536万元，环比增速65.84%，同比去年同期增速-37.56%，同比负增幅度扩大，目前绝对值处在历史中性区间。
- 7月乘用车销量均值4.8万辆，环比增速-28.57%，同比去年同期增速8.96%，同比维持正增长，绝对值处在历史高位，汽车销售仍然具有韧性。

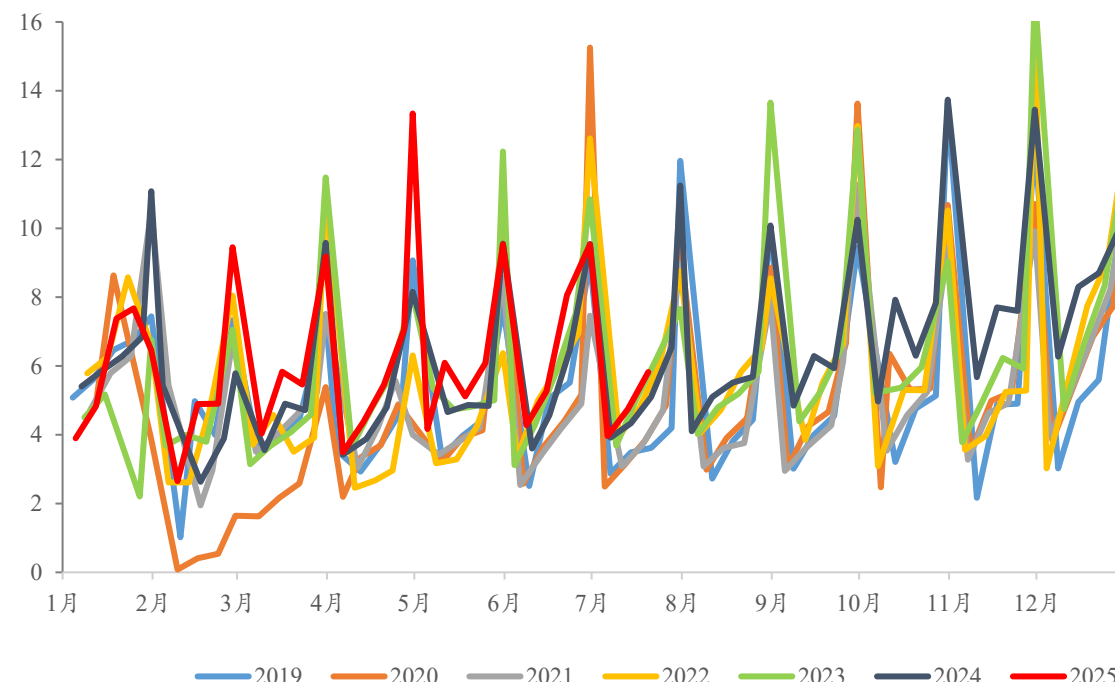
全国电影票房（7日移动平均）

(亿元)



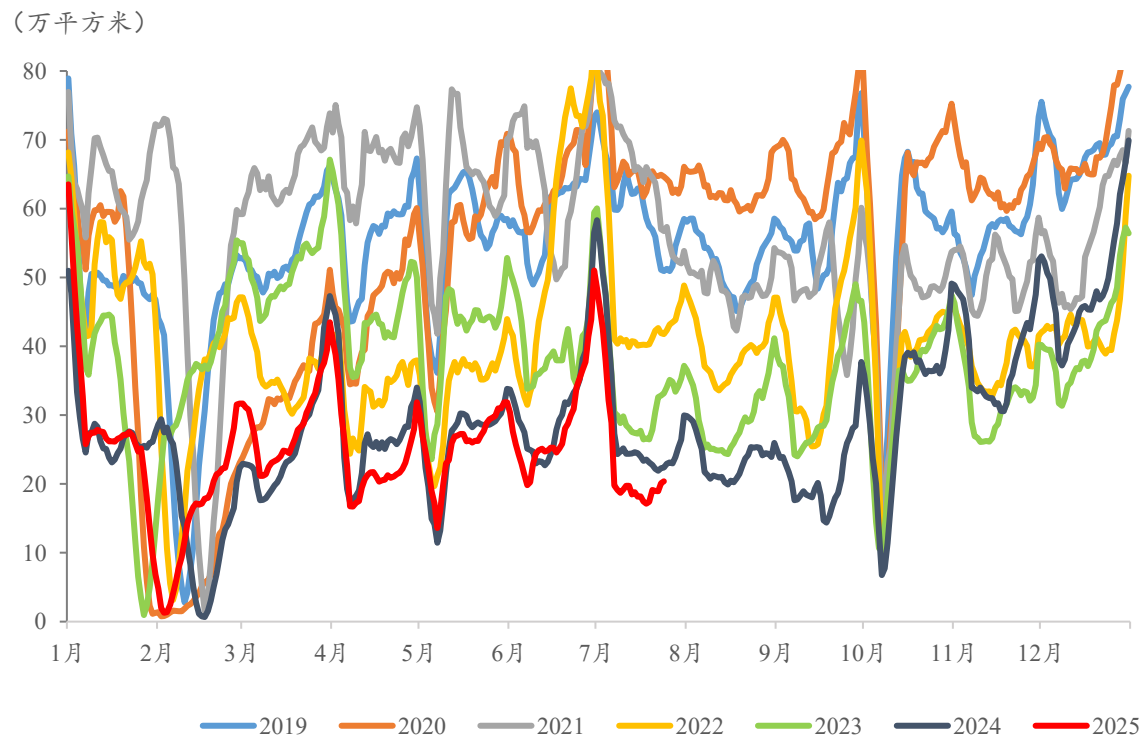
乘用车销量：厂家零售

(万辆)

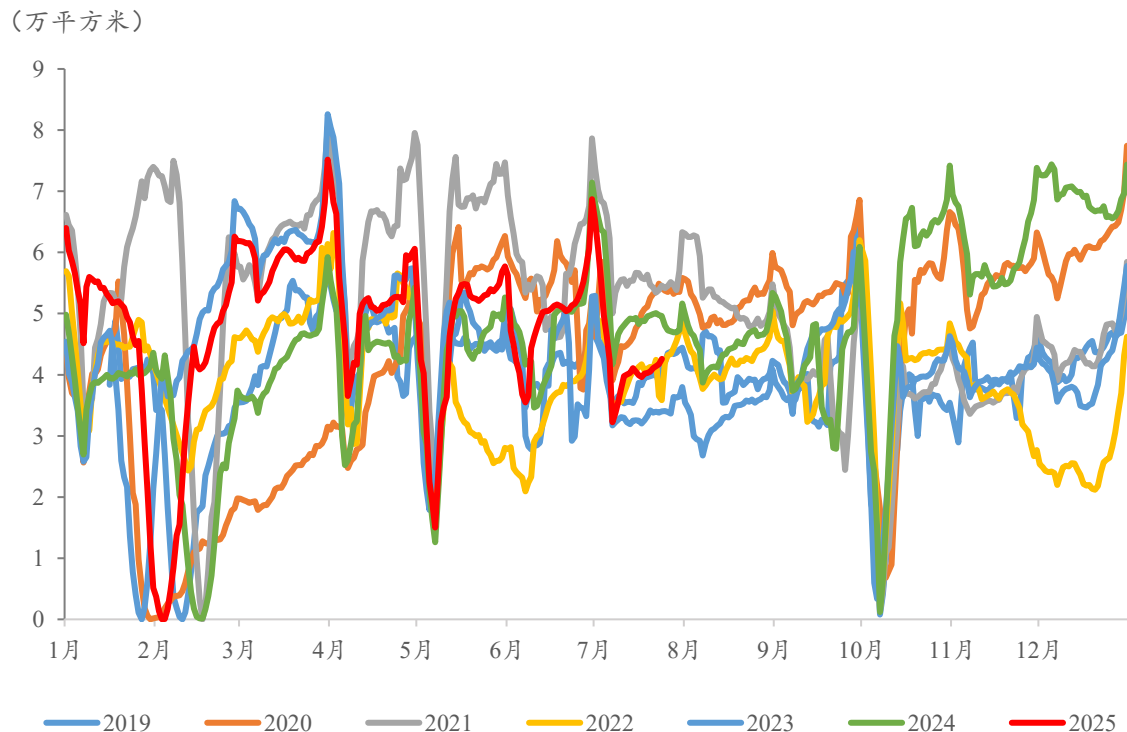


- 目前来看7月新房成交同比回落幅度有所加大，一线二手房销售量同比回落。
- 截至目前，7月30大中商品房成交面积日均值19.62万平方米，环比增速-36.56%，同比去年同期增速-19.86%，同比降幅扩大，整体新房销售增速绝对值处于季节性低位，且边际继续下滑。
- 截至目前，7月北京二手房销售面积日均3.98万平方，环比增速-21.03%，同比去年同期增速-17.98%，同比转降，前期需求脉冲式修复后近期有所转疲软。后续关注进一步巩固房地产市场稳定的增量政策。

30大中城市商品房成交面积（7日移动平均）

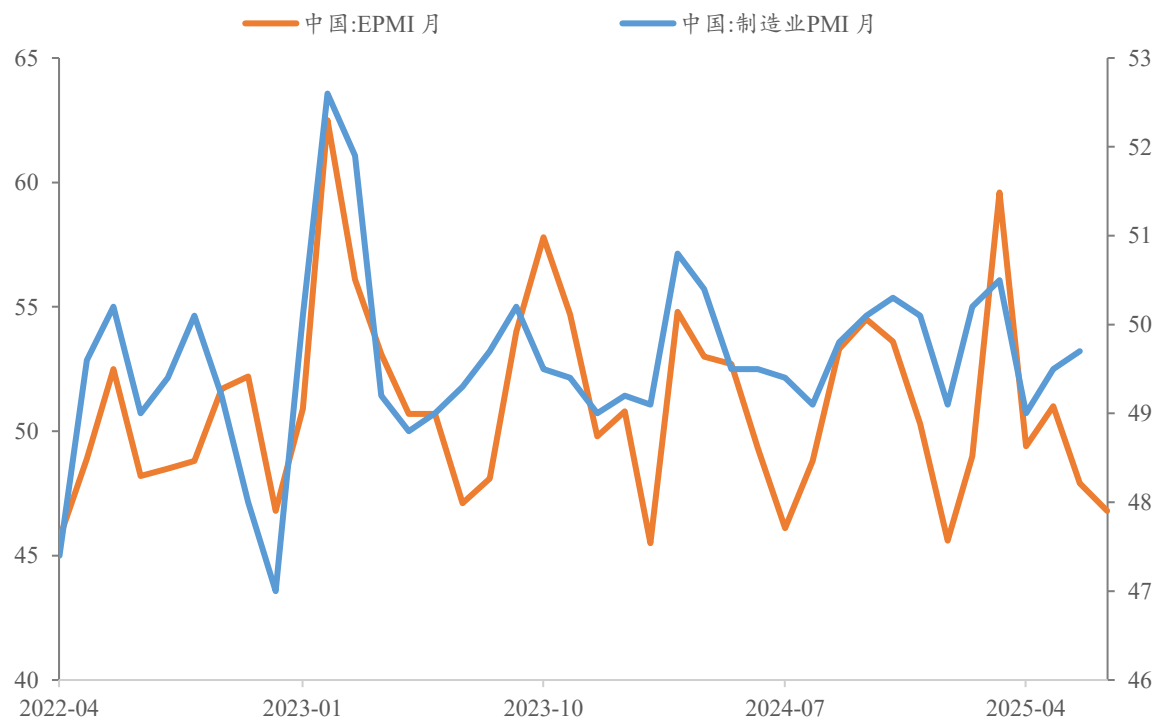


北京二手房成交面积（7日移动平均）

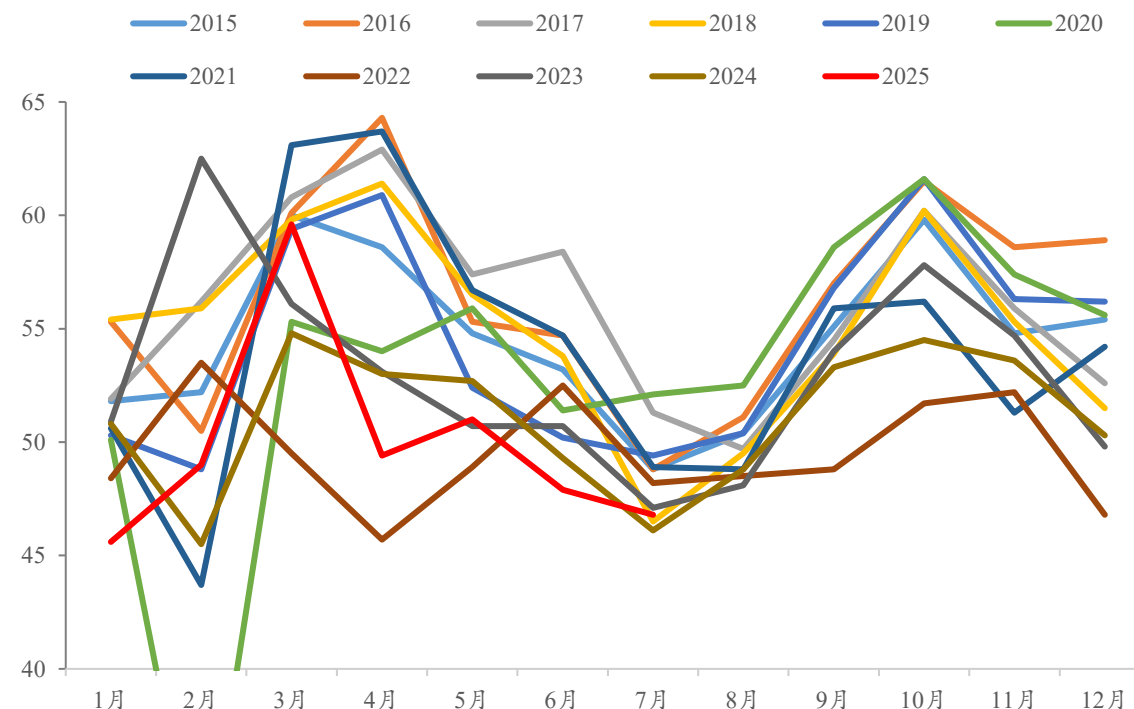


- 7月EPMI环比下行1.1%至46.8%。7月为工业淡季，EPMI季节性以环比下行为主，本月环比回调幅度小于季节性。
- 分项指标看，7月新兴产业的生产、产品订单、出口订单指标环比分别下降1.3、1.5和2.2%，出口订单连续2个月下滑，与7月高频指标相互印证；购进价格继续回落，但销售价格止降转升，环比上行1.7%，“反内卷”政策升温可能是主要影响变量。

PMI&EPMI 边际回落

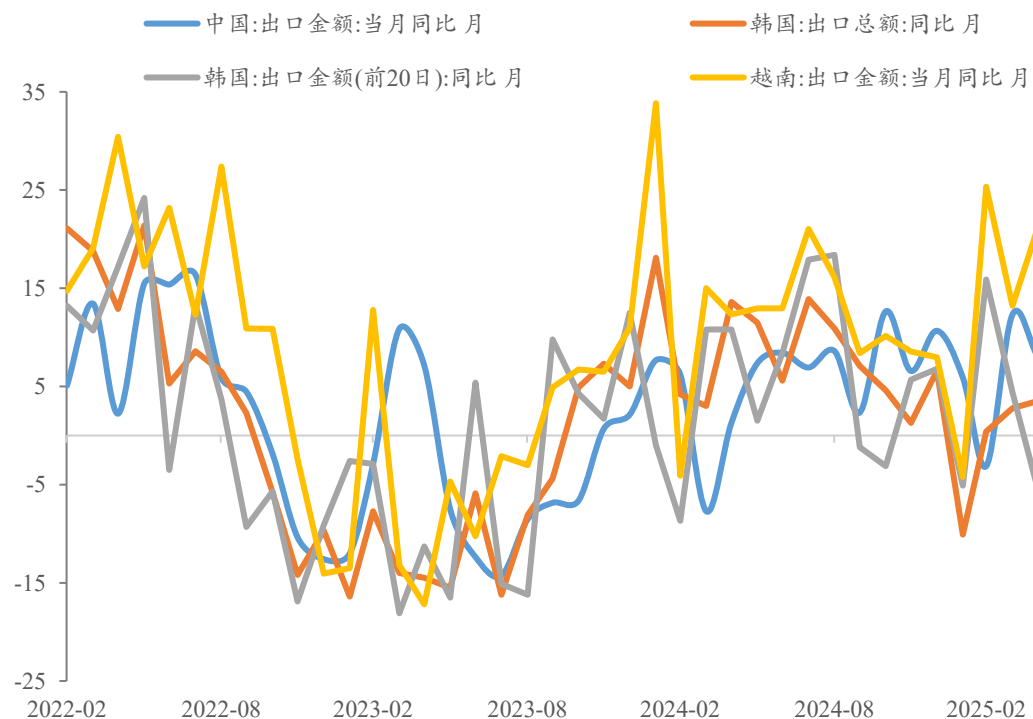


EPMI 季节性

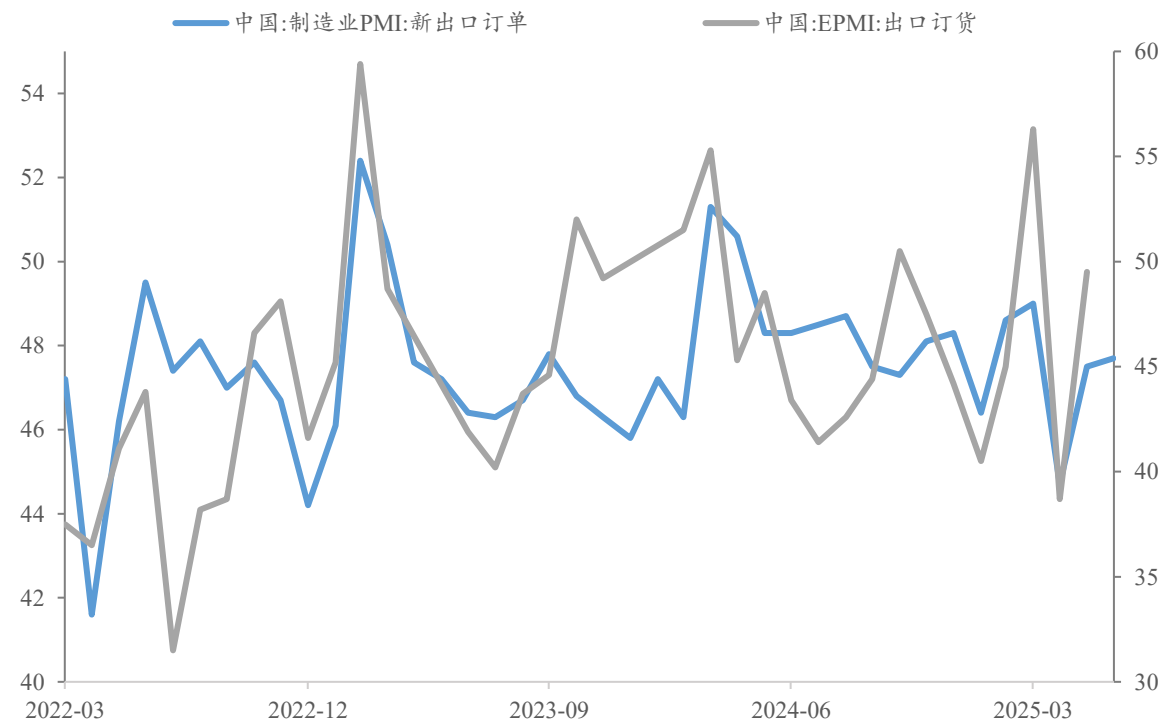


- 7月韩国前20日出口同比-2.2%，较上月8.3%回落。
- 6月韩国出口同比4.3%，较上月-1.3%回升；
- 6月越南出口同比19.34%，较上月20.68%回落。

韩国前20日、韩国、越南出口同比

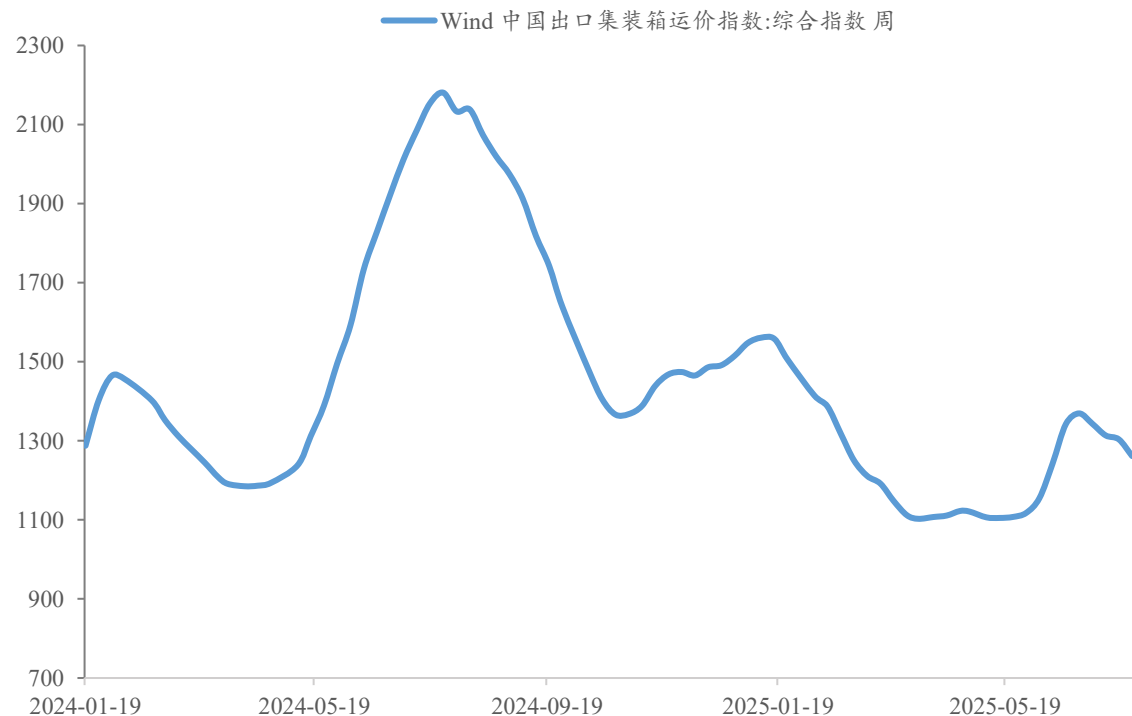


PMI、EPMI 出口订单指数

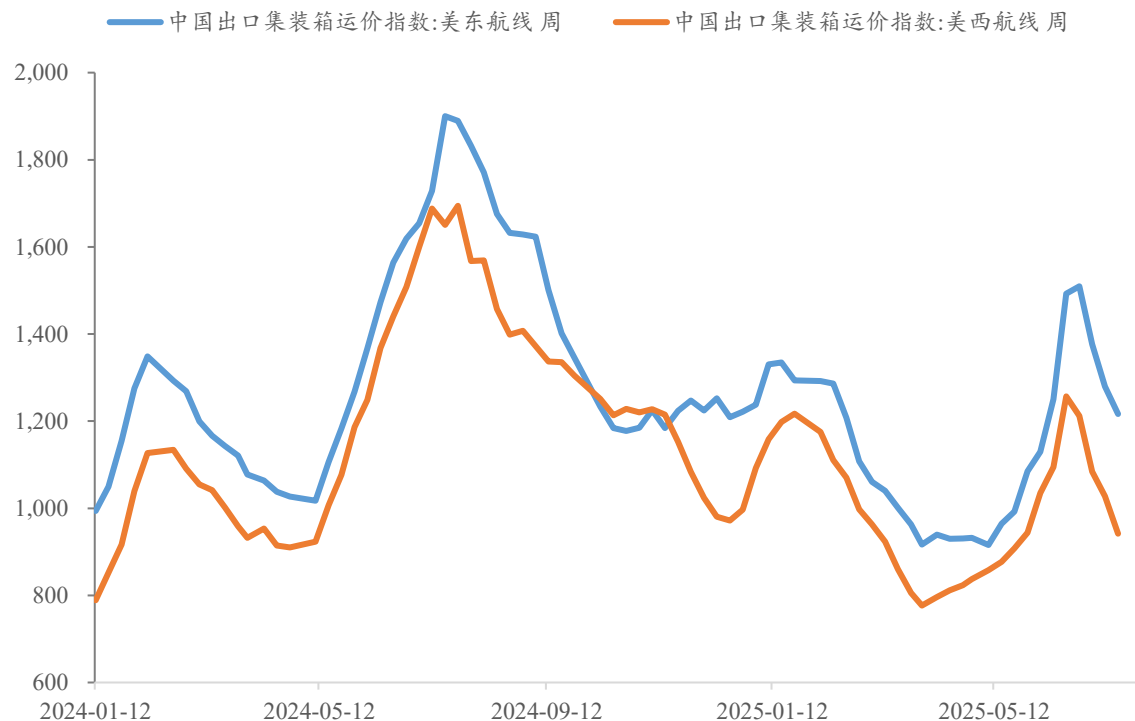


- 7月出口集装箱运价指数环比2.19%较上月15.18%下滑，进入7月运价整体有所下降。
- 7月美西和美东航线集装箱运价指数均值环比-4.09%、-11.47%，整体运价明显下降，4月以来对美运价的回升过程告一段落，可能是前期抢出口抢转口有所透支。

中国出口集装箱运价指数

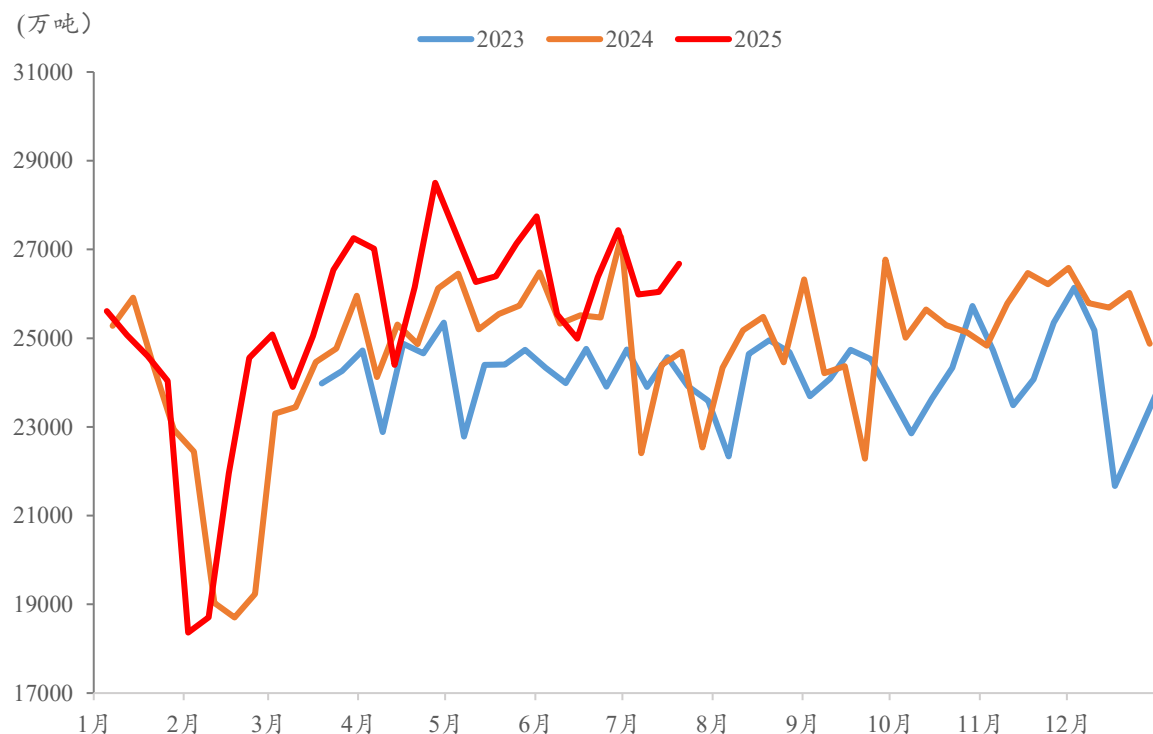


美西航线&美东航线集装箱运价指数

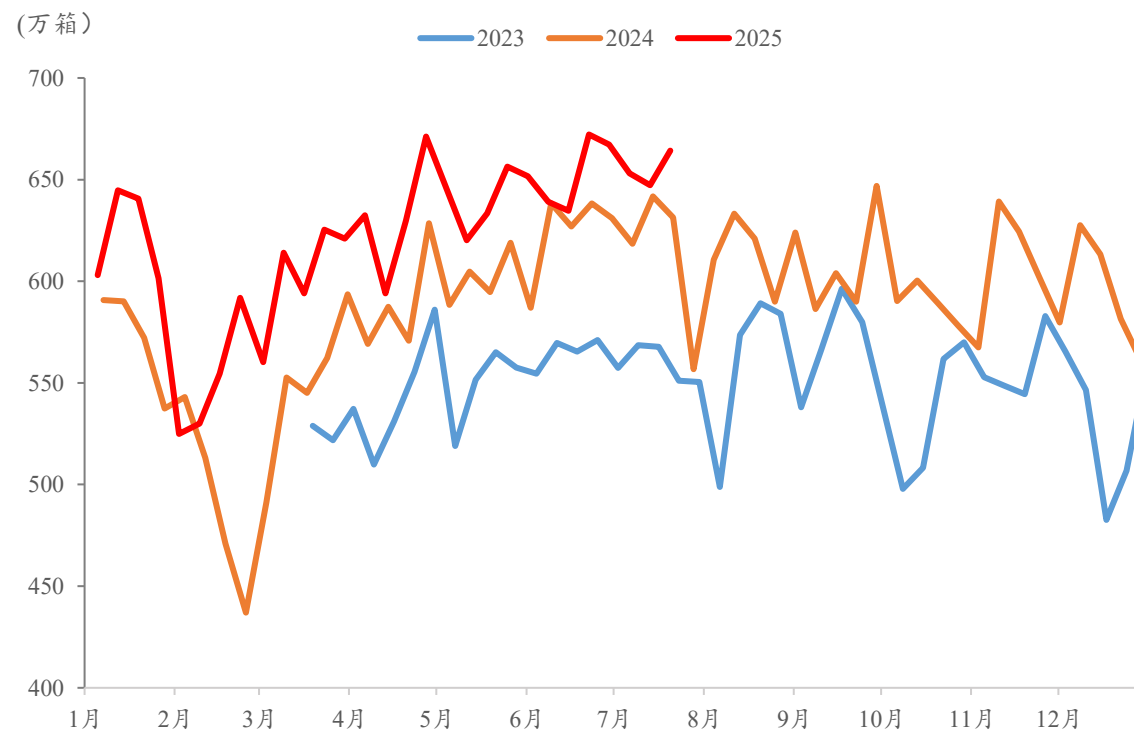


- 从港口吞吐量来看，目前7月同比回升。
- 7月货物吞吐量周度均值为26236万吨，同比增长11.6%，较6月增速1.54%回升。
- 7月集装箱吞吐量周度均值654万箱，同比增长6.99%，较6月增速4.6%回升。

中国港口货物吞吐量（万吨）

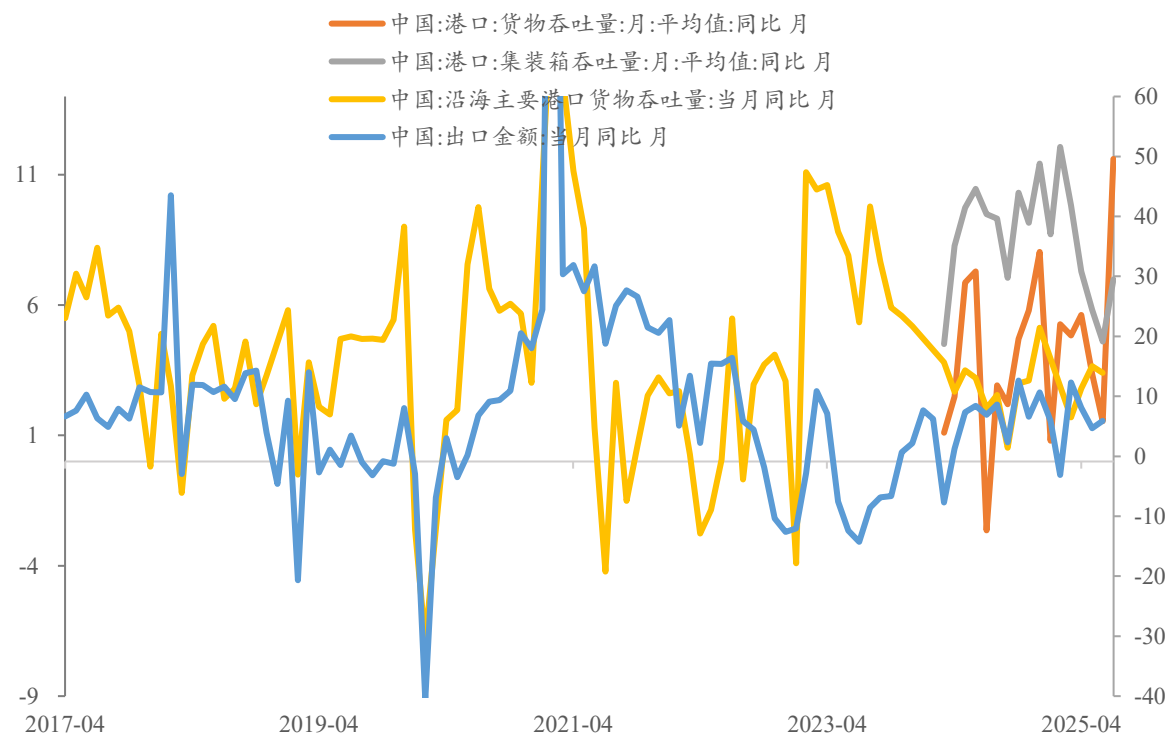


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

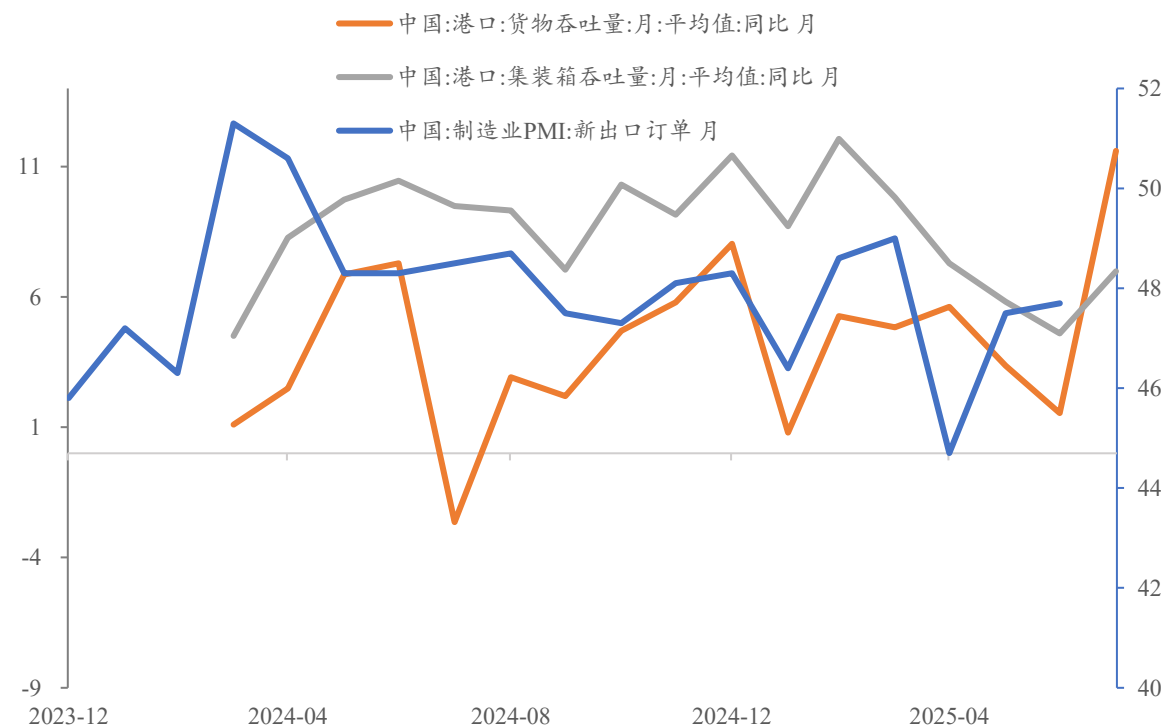


长周期来看，沿海主要港口货11.6%、6.99%，分别较上月变化10.06%和2.39%，从港口货运同比看目前出口增速具有一定韧性。

中国沿海货物吞吐量当月同比与出口同比具有一定同步性



港口货物吞吐量与集装箱吞吐量月均同比



3



政策面跟踪

召开时间 主要内容	2025年7月15日 城市工作会议	相关解读
指导思想	认真践行人民城市理念，坚持稳中求进工作总基调，坚持因地制宜、分类指导，以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标，以推动城市高质量发展为主题，以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手，大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效，牢牢守住城市安全底线，走出一条中国特色城市现代化新路子	
政策定调	我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。城市工作要深刻把握、主动适应形势变化，转变城市发展理念，更加注重以人为本；转变城市发展方式，更加注重集约高效；转变城市发展动力，更加注重特色发展；转变城市工作重心，更加注重治理投入；转变城市工作方法，更加注重统筹协调。	1、城市工作理念和目标与时俱进，更加践行“以人为本”的更高质量、更可持续的发展，为中长期定调。会议提出，以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标
重点任务	一是着力优化现代化城市体系。着眼于提高城市对人口和经济社会发展的综合承载能力，发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈，分类推进以县城为重要载体的城镇化建设，继续推进农业转移人口市民化，促进大中小城市和小城镇协调发展，促进城乡融合发展。 二是着力建设富有活力的创新城市。精心培育创新生态，在发展新质生产力上不断取得突破；高质量开展城市更新，充分发挥城市在国内国际双循环中的枢纽作用。 三是着力建设舒适便利的宜居城市。坚持人口、产业、城镇、交通一体规划，优化城市空间结构；加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造；大力发展生活性服务业，提高公共服务水平，牢牢兜住民生底线。 四是着力建设绿色低碳的美丽城市。巩固生态环境治理成效，采取更有效措施解决城市空气治理、饮用水源地保护、新污染物治理等方面的问题，推动减污降碳扩绿协同增效，提升城市生物多样性。 五是着力建设安全可靠的韧性城市。推进城市基础设施生命线安全工程建设，加快老旧管线改造升级；严格限制超高层建筑，全面提升房屋安全保障水平；强化城市自然灾害防治，统筹城市防洪体系和内涝治理；加强社会治安整体防控，切实维护城市公共安全。 六是着力建设崇德向善的文明城市。完善历史文化保护传承体系，完善城市风貌管理制度，保护城市独特的历史文脉、人文地理、自然景观；加强城市文化软实力建设，提高市民文明素质。 七是着力建设便捷高效的智慧城市。创新城市治理的理念、模式、手段，用好市民服务热线等机制，高效解决群众急难愁盼问题。	2、“推进城市更新”成为城市工作的重要抓手：大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效。提及包括稳步推进城中村和危旧房改造、加快老旧管线改造升级、统筹城市防洪体系和内涝治理等城市改造投资方向。 3、加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造。意味着房地产政策不太会作为逆周期调节的刺激工具，坚持新发展模式更多或继续着眼于保障房供给调控，增强住房的可负担性。

召开时间 主要内容	2025年6月27日 二季度货币政策委员会例会	相关解读
未来总基调	把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策协调配合， 用好用足存量政策，加力实施增量政策，充分释放政策效应 ，扩大内需、稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。	
经济形势	我国经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、 物价持续低位运行 、风险隐患较多等困难和挑战。	1、 政策基调 ，提出“把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系”供给端反内卷将继续推进，提振内需为第一要务。此外政策方面更加强调落实存量政策，短期出台大规模刺激政策的概率下降。
国际形势	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱， 贸易壁垒增多 ，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。	
工作基调	要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合， <u>保持经济稳定增长和物价处于合理水平</u> 。	
货币政策定调	加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况， 灵活把握政策实施的力度和节奏 。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。	2、 货币政策：“灵活把握政策实施的力度和节奏” 短期降准降息的必要性或不强，将根据经济状况灵活调控。
存贷款利率	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。 <u>从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化</u> 。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率， <u>防范资金空转</u> 。	3、 物价：促进合理回升 。延续此前提法。或从扩大需求、整治内供给端内卷式竞争等角度发力施为。
金融供给侧结构性改革	引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业， 支持银行补充资本 ，共同维护金融市场的稳定发展。	4、 结构性工具：除了支持科创和消费外，本次新增体积做好两重两新项目的融资支持 。或指向三季度政府投资有望发力，做好基建项目配套资金支持，或带动实物工作量提升。
结构性工具	有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”， 加力支持科技创新、提振消费，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持 。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。	5、 房地产：持续巩固房地产市场稳定态势 。未提及增量政策，重点可能在保持此前工作成果，巩固当前的稳定态势。后续继续推进点或在于收储和城市更新投资。
支持实体	持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。	
外汇	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	
房地产	着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度， 持续巩固房地产市场稳定态势 ，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	

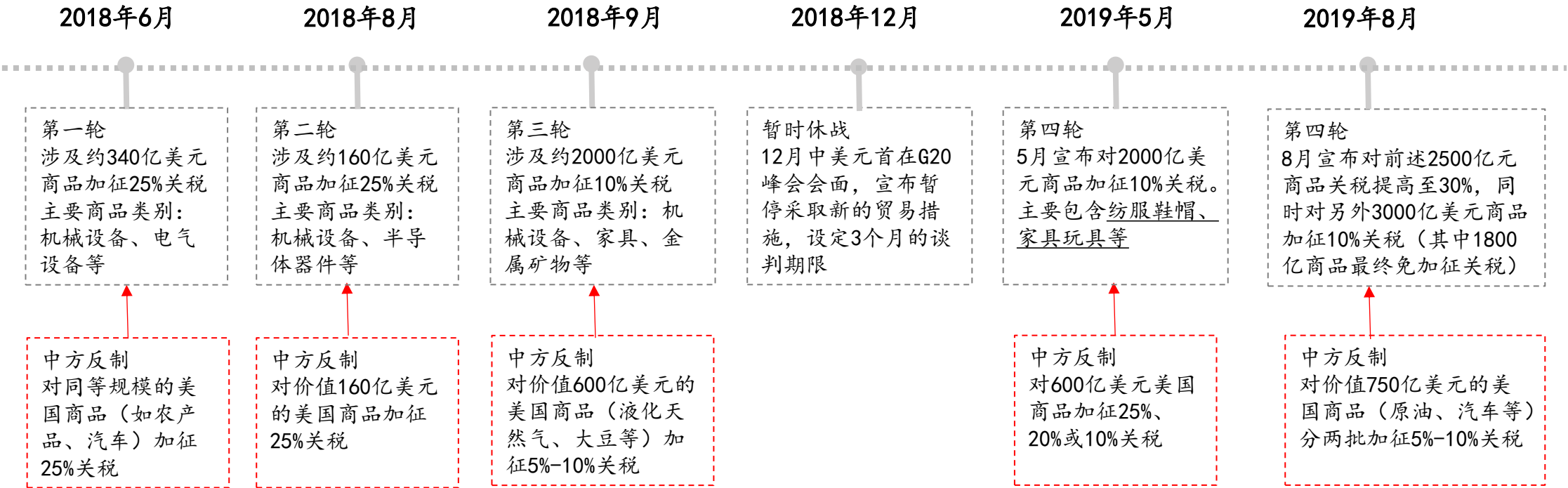
召开时间 主要内容	2025年5月9日 一季度货币政策执行报告	相关解读
经济形势	当前外部冲击影响加大，世界经济增长动能不足，贸易保护主义抬头，地缘冲突持续存在，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固。也要看到，我国有超大规模市场、完备产业体系、丰富人才资源等诸多优势条件，经济长期向好的基本趋势没有改变，要坚定发展信心，以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。	1、政策基调，一季度报告政策基调相比四季度由“择机调整优化政策力度和节奏”，调整为“灵活把握政策实施的力度和节奏”，指向降准降息政策落地后重在实施。
国际形势	全球经济增长动能趋弱，国别分化日趋明显。地缘政治局势仍有较大不确定性，美关税政策推升全球衰退风险，发达经济体物价涨幅回落，但未来上涨压力依然存在。多国面临财政与债务风险，全球贸易和投资增长存在制约，金融市场波动加剧	2、利率：降低银行负债成本。指向银行将开启新一轮存款利率下调。同时在降低实体融资利率和银行净息差之间会进行兼顾。此外再度在专栏中提及长债，监管对长债利率风险保持关注。
工作基调	坚持稳中求进工作总基调……进一步深化金融改革和高水平对外开放……加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和社会稳定的基本	3、物价：促进合理回升。本次报告专门分析了价格指标低位运行的原因，提及了供求失衡，原因包括外需压力、经济转型期传统增长动能收缩、居民消费有待提振，以及供给端部分行业存在过度竞争的问题。同时在供过于求的环境下货币政策而扩张难以对通胀起效。或从扩大需求、整治内供给端内卷式竞争等角度发力施为。
货币政策定调	实施好适度宽松的货币政策。落实好中央政治局会议精神，积极落地5月推出的一揽子金融政策。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	4、信贷：加大投放力度，支持扩内需。本次报告提及“引导银行加大信贷投放力度”，相比较此前的重结构，或再度转向也重视投放总量。
存贷款利率	畅通货币政策传导机制，进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。	5、流动性：保持充裕。央行流动性工具箱储备充足，期限分布更趋合理，长期有降准、国债买卖，中期有MLF、买断式逆回购操作以及各类结构性工具，短期有公开市场7天期逆回购、临时隔夜正、逆回购。
流动性	强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等货币政策工具，保持流动性充裕。引导银行加大信贷投放力度，保持信贷总量合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配	
结构性工具	坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动新设的政策工具尽快落地显效，引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸等。	
支持实体	着力提升重大战略、重点领域和薄弱环节的金融产品服务供需适配度。引导金融机构加强对重点科技领域的金融服务保障……稳步发展绿色金融产品和服务市场……推进中小微企业金融服务能力提升工程。开展金融支持乡村全面振兴专项行动……支持重点群体创业就业和就学。加快建立完善养老金融体系……支持提振和扩大消费。	
外汇	坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，维护金融市场稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	
房地产	拓宽保障性住房再贷款使用范围，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式	

部委	类别	具体举措	相关解读
央行：三类十项政策	数量型政策	降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。	为落实中央政治局会议部署，央行出台三类十项政策： 1、数量型政策，包括降低存款准备近率50BP和将汽车金融、金融租赁公司存款准备金率调整为0%。此举有助于为金融机构提供低成本中长期流动性，同时也为应对后续政府债发行放量。 2、价格型政策，包括下调政策利率10BP、下调结构性政策工具利率25BP，和降低个人住房公积金贷款利率25BP。各类政策利率的调降指向引导贷款利率下行，促进实体企业和个人住房公积金贷款需求提升。 3、结构型政策，包括增加科创、技术改造、支小支农再贷款额度、程设服务消费与养老再贷款等共计1.1万亿额度，旨在支持服务消费，以及促进“两新”扩围实施和支持经济薄弱领域
		完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率，从目前的5%调降至0%。	
	价格型政策	下调政策利率0.1个百分点，即公开市场7天期逆回购操作利率从目前的1.5%调降至1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点。	
		下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的1.75%降至1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的2.25%降至2%。	
		降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整。	
		增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元，持续支持“两新”政策实施。	
	结构型政策	设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。	
		增加支农支小再贷款额度3000亿元，与调降相关工具利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。	
		优化两项支持资本市场的货币政策工具，将证券、基金、保险公司互换便利5000亿元和股票回购增持再贷款3000亿元额度合并使用，总额度8000亿元。	
		创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限科创债券融资提供支持。	

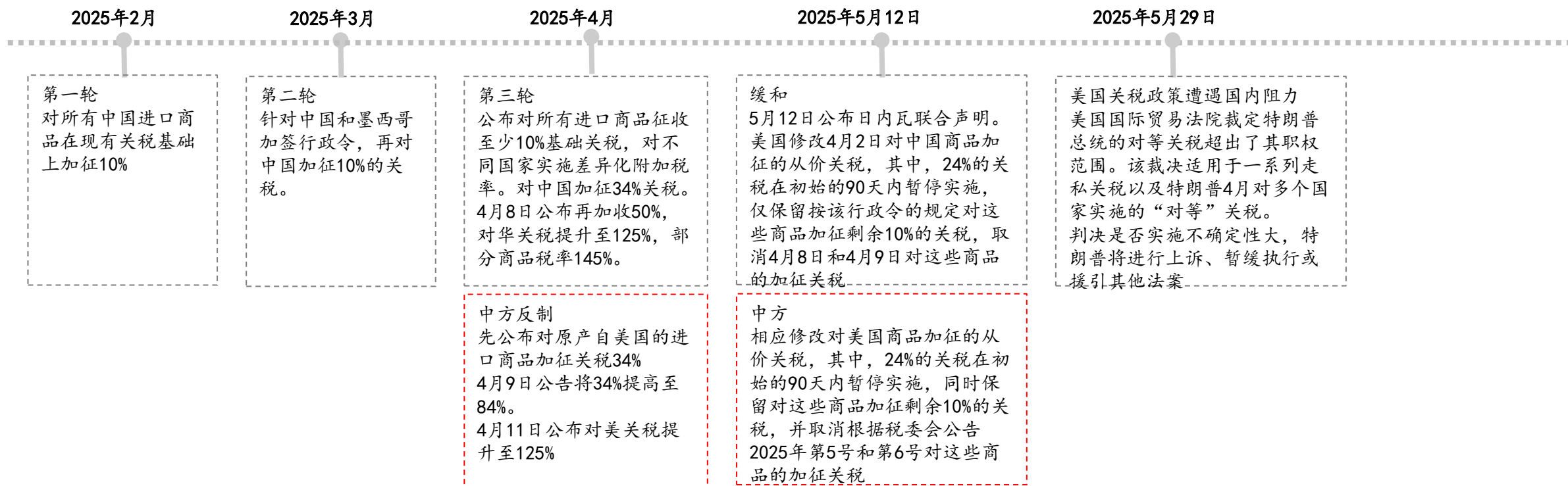
4月政治局会议：聚焦稳就业、稳企业、稳市场、稳预期

召开时间 主要内容	2025年4月25日 中央政治局会议	相关解读
当前经济形势	各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。 同时，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大。要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作。	1、经济形势：外部影响加大，内部政策加快出台，聚焦稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。
工作基调	加快构建新发展格局， 统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。	2、存量政策工具加快发行使用。
宏观政策思路	要加紧实施更加积极有为的宏观政策， 用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策……强化政策取向一致性…… 要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策， 加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。	(1) 财政政策方面：加快地方专项债、超长期特别国债的发行使用。
财政政策	加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。	(2) 货币政策方面：一是增强政策配合，预计在5-6月份政府债发行加快阶段应有宽货币投放支持，流动性工具包括OMO、MLF、买断式逆回购、国债买卖、降准等涵盖短中长各期限资金管理。
货币政策	适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。 创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。	二是工具创新，预计会创设支持科技创新、扩大消费、稳定外贸几个层次的再贷款等结构性工具，定向提供流动性。
扩内需	要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费， 增强消费对经济增长的拉动作用。尽快清理消费领域限制性措施， 设立服务消费与养老再贷款。加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。	3、宏观支持实体经济发力方向：
房地产&资本市场	加力实施 城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。 加快构建房地产发展新模式， 加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。	(1) 促消费：大力发展服务消费，金融支持 设立服务消费与养老消费再贷款，扩围实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。 超长期特别国债资金发行后将投入到这些领域。 其中可能快速落地对服务消费的直接补贴，尤其针对餐饮、门票、交通等领域。“五一”期间就是第一个政策效果观察窗口。
民生	要着力保民生。 对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。 健全分层分类的社会救助体系。	(2) 稳市场：一是资本市场稳定活跃；二是房地产市场，需求端收储后续要关注能否有统一的政策安排和明确的资金额度，投资端关注城中村和危旧房改造项目。
防风险	要持续用力防范化解重点领域风险。 继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。	(3) 稳就业：一是提高外贸影响大的企业受到事业保险基金保障；二是推动企业“走出去”反对单边霸凌。
产业链	要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。加快推动内外贸一体化。培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”， 加快实施“人工智能+”行动。 大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序……加大服务业开放试点政策力度， 加强对企业“走出去”的服务。同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。	(4) 产业链：新质生产力，加快实施“人工智能+”行动。

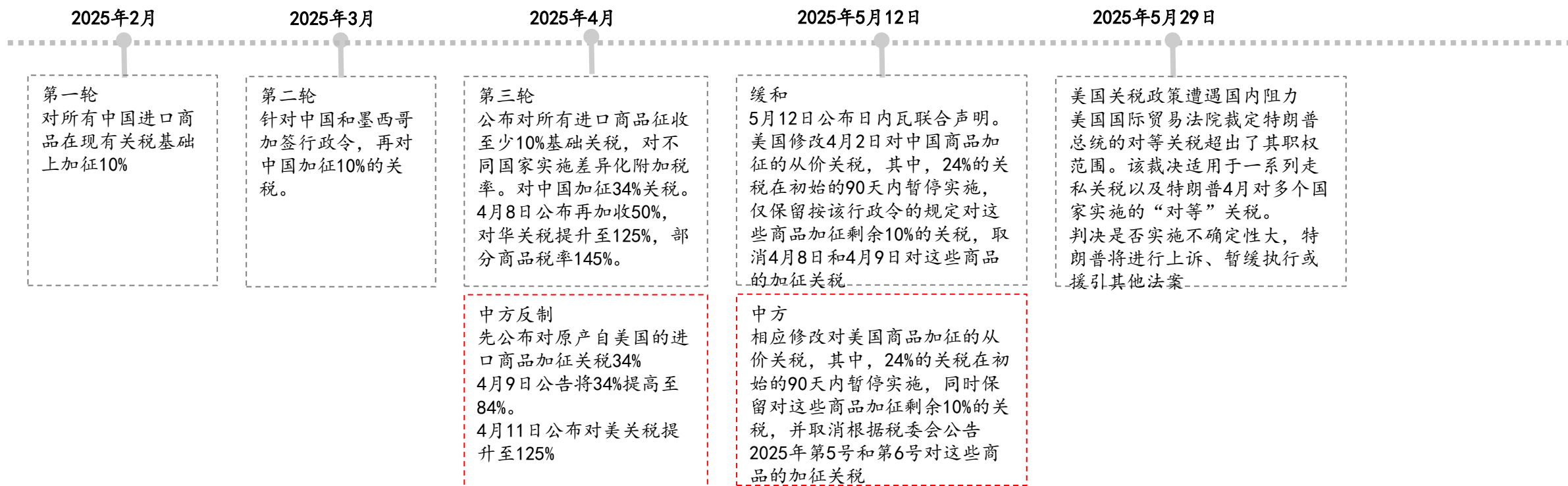
- 回顾上一轮贸易战，始于2018年终于2020年，历经四轮加征关税、反制、休战、磋商、达成协议，历时近两年。
- 涉及美对华进口的3700亿美元商品，约占当年中国出口美国商品的67%。对其中2500亿美元商品加征30%关税，对1200亿美元商品加征10%关税。
- 整体上这轮贸易战呈现逐步升级的特点，涉及的商品类别和金额逐轮扩张，前两轮加征关税涉及的商品重点为机电设备和各类零部件，后两轮关税逐渐过渡到终端消费品，包括家具、纺织鞋帽等。



- **2025年开启至今。**本轮贸易战与关税博弈自2025年2月揭开序幕，本轮从2月开始加征关税以来加征幅度、涉及商品广度、推进速度都显著超出上一轮。
- **针对所有进口品统一上调关税，且幅度显著超预期。**不同于上一轮，2025年贸易政策不再针对部分重点商品加征关税，而是针对所有对华进口商品加征，幅度和速度也远超上一轮，公布“对等关税”后，美对华有效关税水平=10.7%（2024年）+10%（2月新加）+10%（3月新加）+34%（互惠对等新加）=64.7%。与美国估算的所谓中国对美税率约为67%。而所谓贸易伙伴对美国的“对等关税”，大致等于美国对该国贸易逆差/美国从该国进口额*1/2，也可以理解为某国对美国出口商品“利润率”的一半，即美国通过加征关税收取贸易伙伴利润的一半。



- **关税博弈再升级。**4月8日-9日贸易冲突再度出现波澜，美国继续对华加征50%关税，中国也迅速对美商品加征对等关税反制。当前关税政策面临多重不确定性，不排除美方反复改变立场，全球资产波动性加剧。本轮贸易冲突短期应无法结束，面对如此激进的关税政策，各国或将进入谈判进程，接下来或上演多轮磋商、公告和反制。
- **日内瓦联合声明。**5月12日，美国修改4月2日对中国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，仅保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税，取消4月8日和4月9日对这些商品的加征关税，中国相应修改对美关税。考虑到4月以前加征的关税，美对华加征关税仍有30%，因此目前对华综合税率在40%左右，此外还有24%暂缓90天执行。
- **特朗普关税遭遇国内阻力。**5月29日，美国国际贸易法院裁决特朗普总统的对等关税超出了其职权范围。特朗普用来为关税辩护的《国际紧急经济权力法案》（IEEPA），实际上并未赋予总统单方面实施这些广泛关税的权力。该裁决适用于一系列走私关税以及特朗普4月对多个国家实施的“对等”关税。不过**裁决实施结果具有较大不确定性**，特朗普政府也可通过向最高法院上诉、申请暂缓执行、援引其他法案（包含贸易法122条款、301调查等名目）对贸易伙伴国继续加征关税。



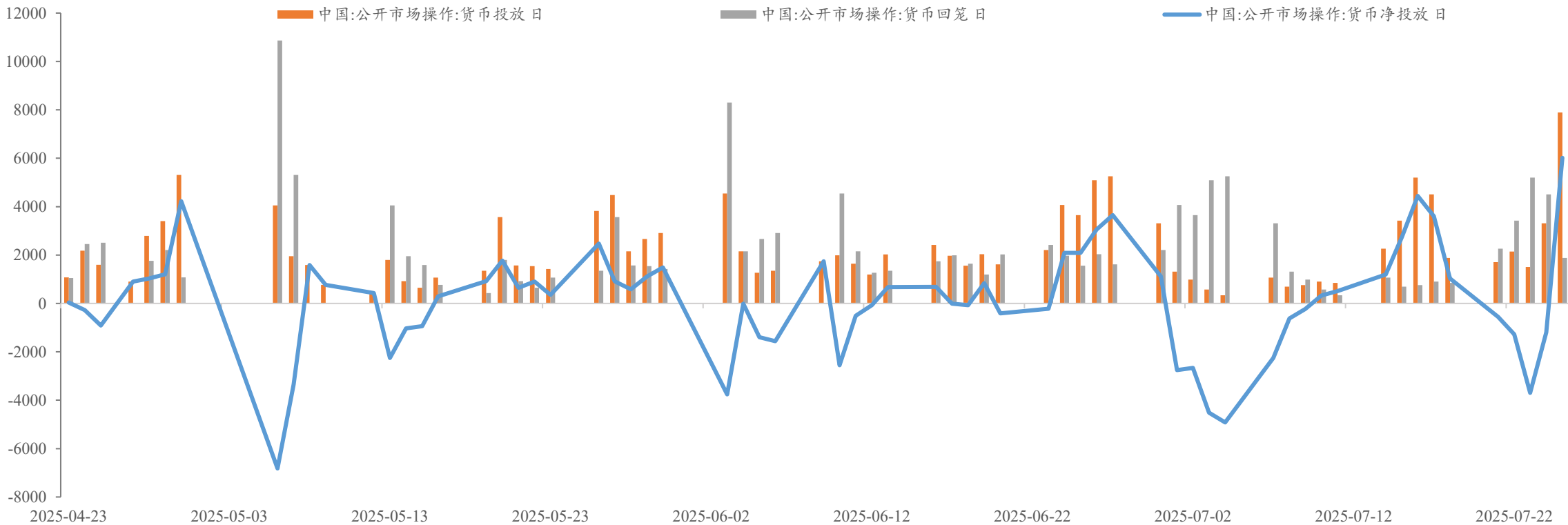
3



资金面跟踪

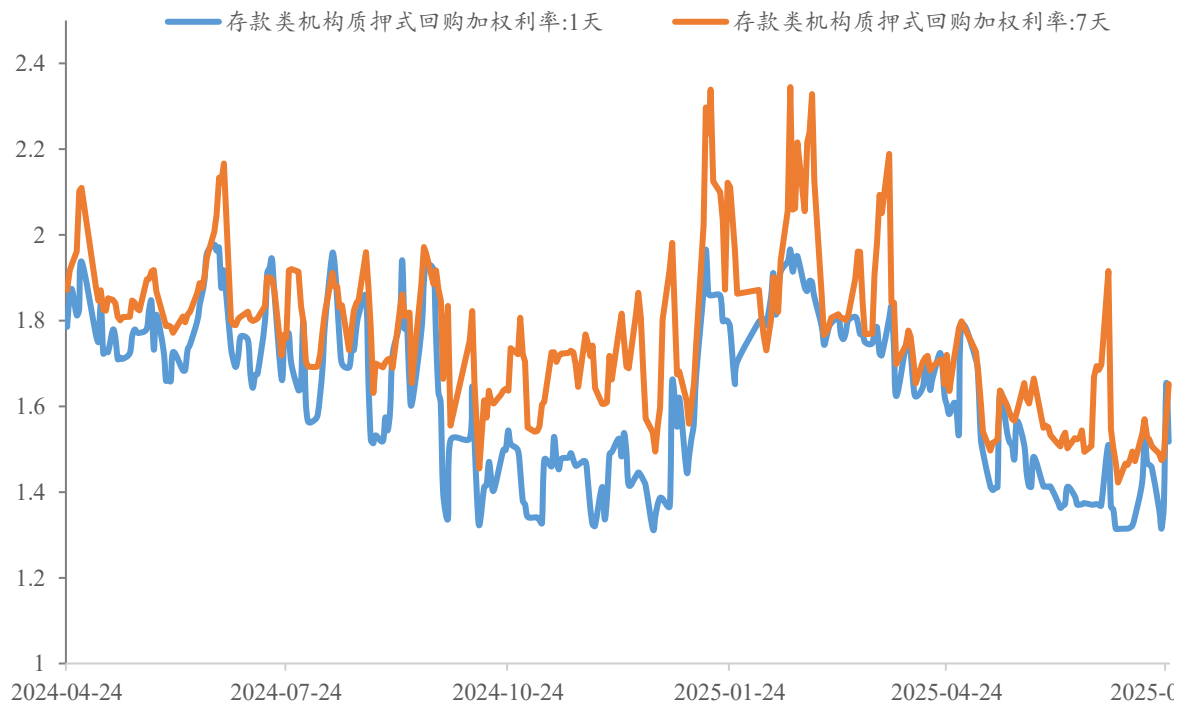
- 本周央行公开市场有17268亿元逆回购和2000亿元MLF到期，进行了16563亿元逆回购和4000亿元MLF投放，净投放1095亿元。本周前半周央行进行逆回购净回笼，后半周随着MLF到期和跨月压力增大央行转为增加逆回购投放。
- 下周将有16563亿元逆回购到期。
- 中长期资金部分，7月有3000亿元1年期MLF到期（15号到期1000亿元，25号到期2000亿元），当月进行了4000亿元MLF投放，净投放1000亿元。5000亿元6个月期买断式逆回购到期，7000亿元3个月期买断式逆回购到期，当月进行了14000亿元买断式逆回购投放，净投放2000亿元。本月中长期资金共计投放3000亿元。

公开市场操作（亿元）

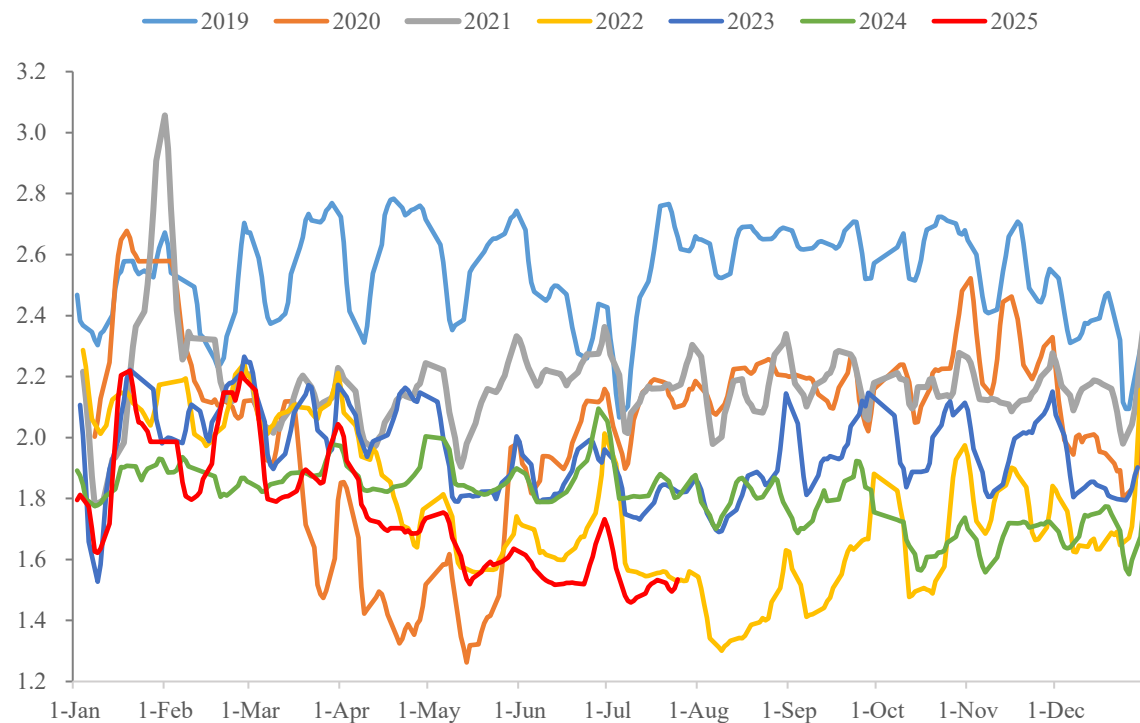


- 截至7月25日，本周存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.4636%，较上周均值变化-2.55BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.54%，较上周收盘变化0.22BP。税期过后隔夜资金利率中枢略有下行，不过并未回复到月初最宽松状态。

银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

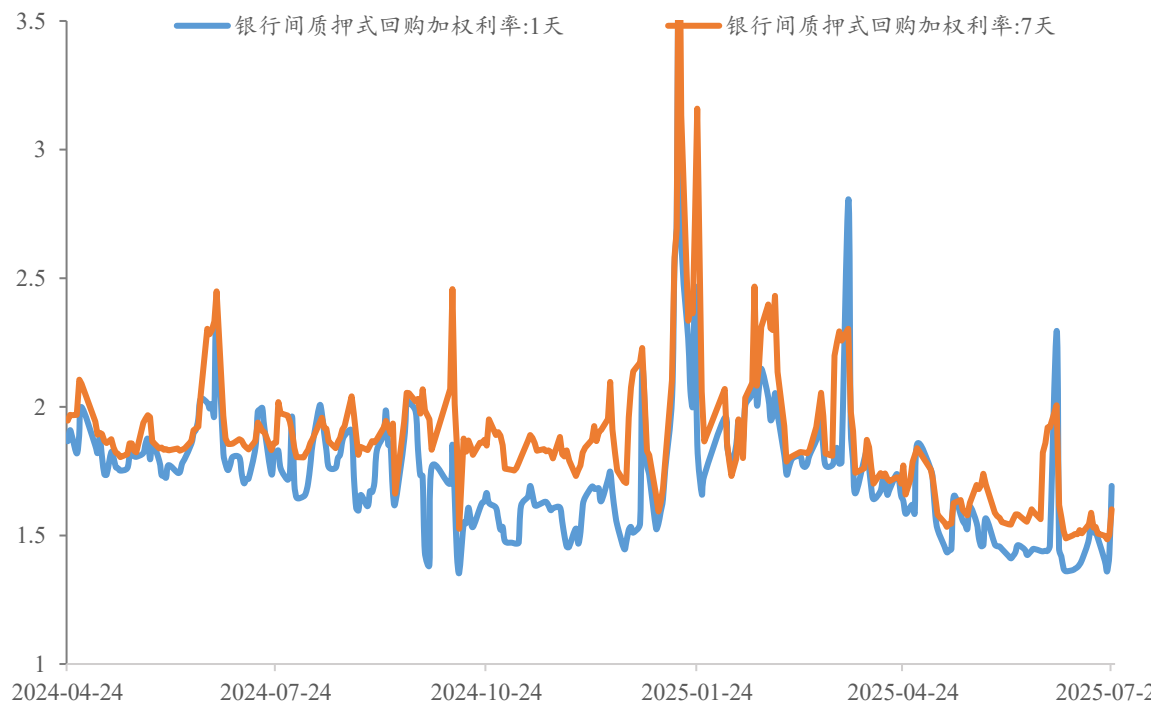


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性 (%)

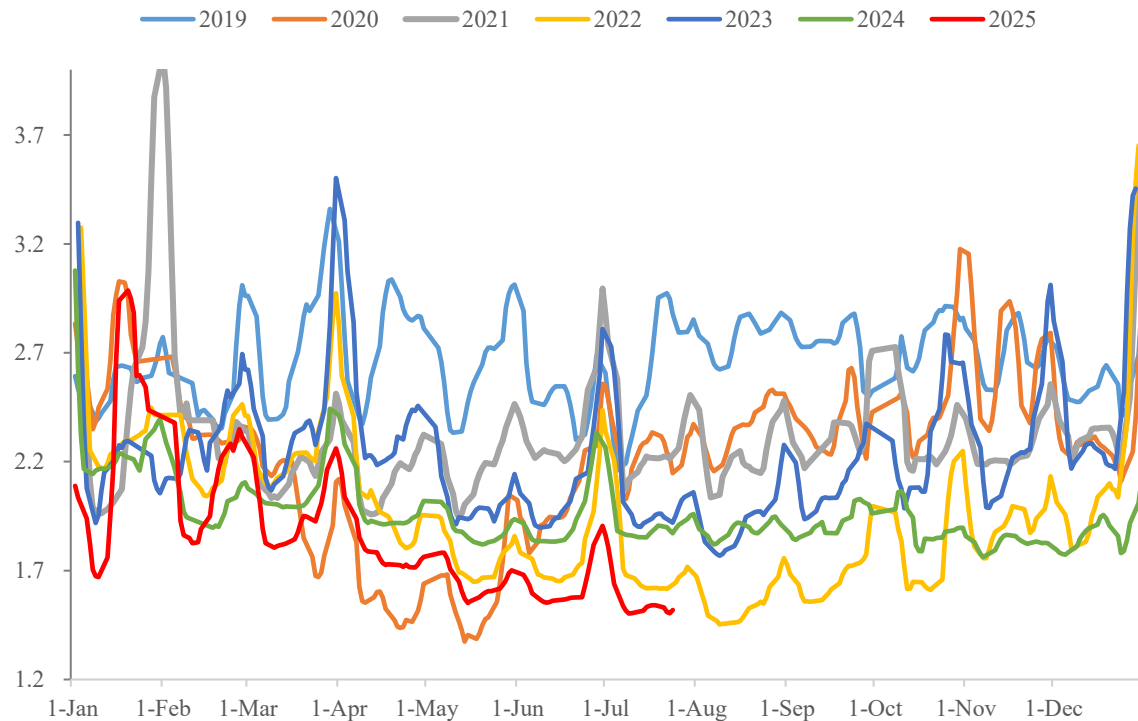


- 截至7月24日，本周银行间质押式回购利率1天期均值为1.47%，较上周均值变化-4.4BP，银行间质押式回购利率7天期均值为1.52%，较上周均值变化-1.9BP。

银行间市场质押式回购利率 (%)

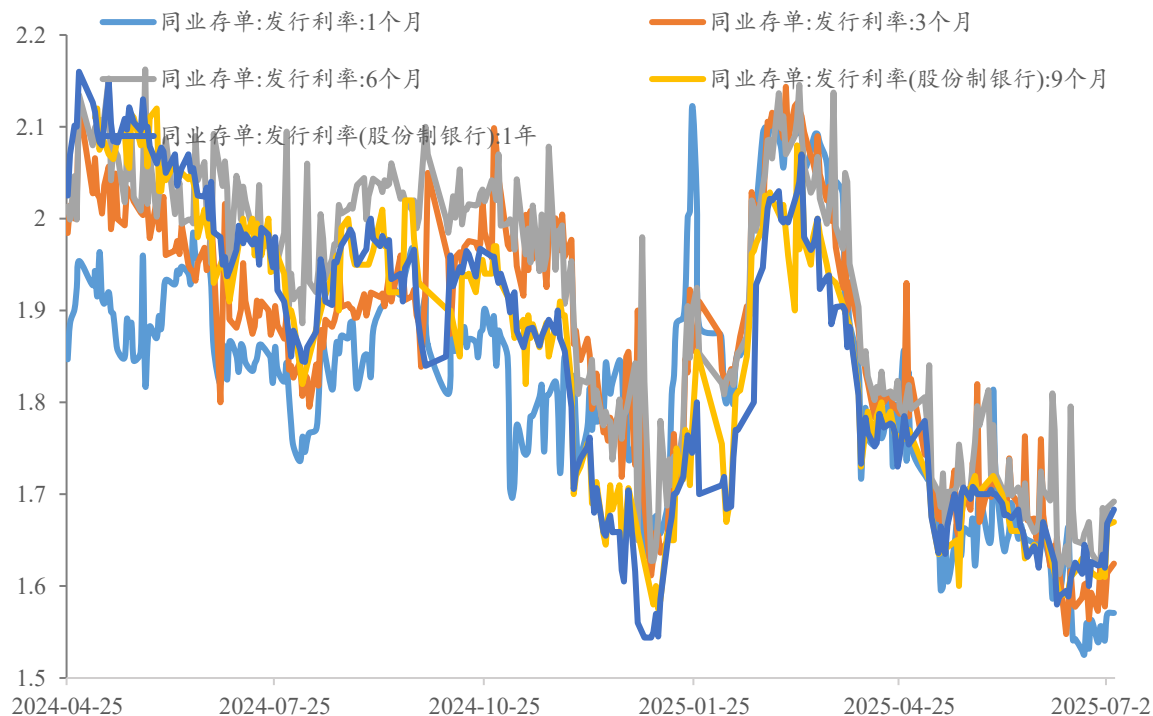


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)

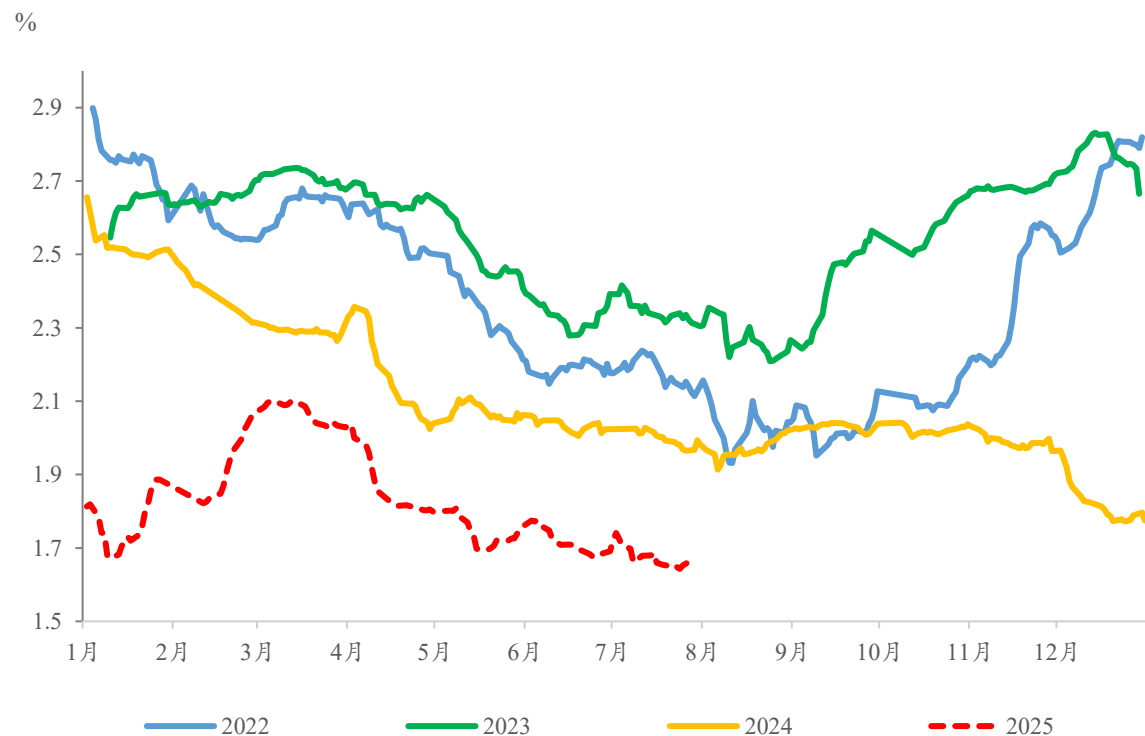


- 本周同业存单发行利率多数上行，1M同业存单周均值及至1.55%，较上周变化0.98BP，3M同业存单发行利率均值及至1.59%，较上周变化0.51BP。6M同业存单利率均值1.65%，较上周均值变化-0.19BP。本月同业存单到期量大，但整体利率相对稳定，本周同业存单利率中枢波动比较小。

同业存单利率 (%)

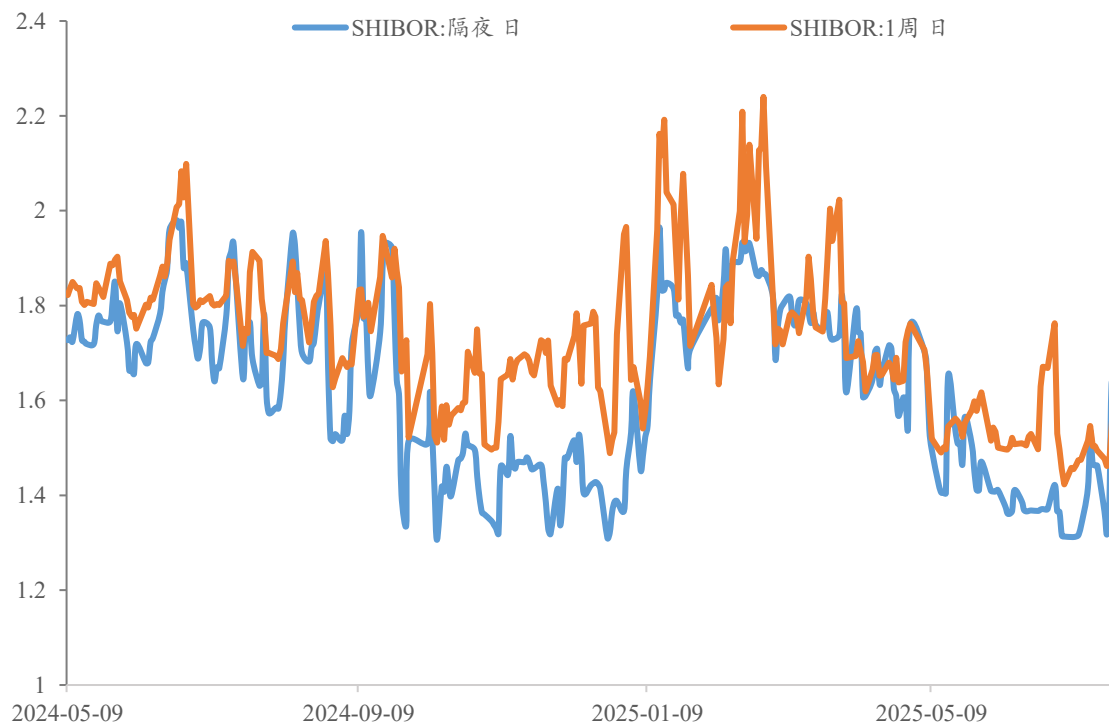


6M同业存单季节性 (5DMA)

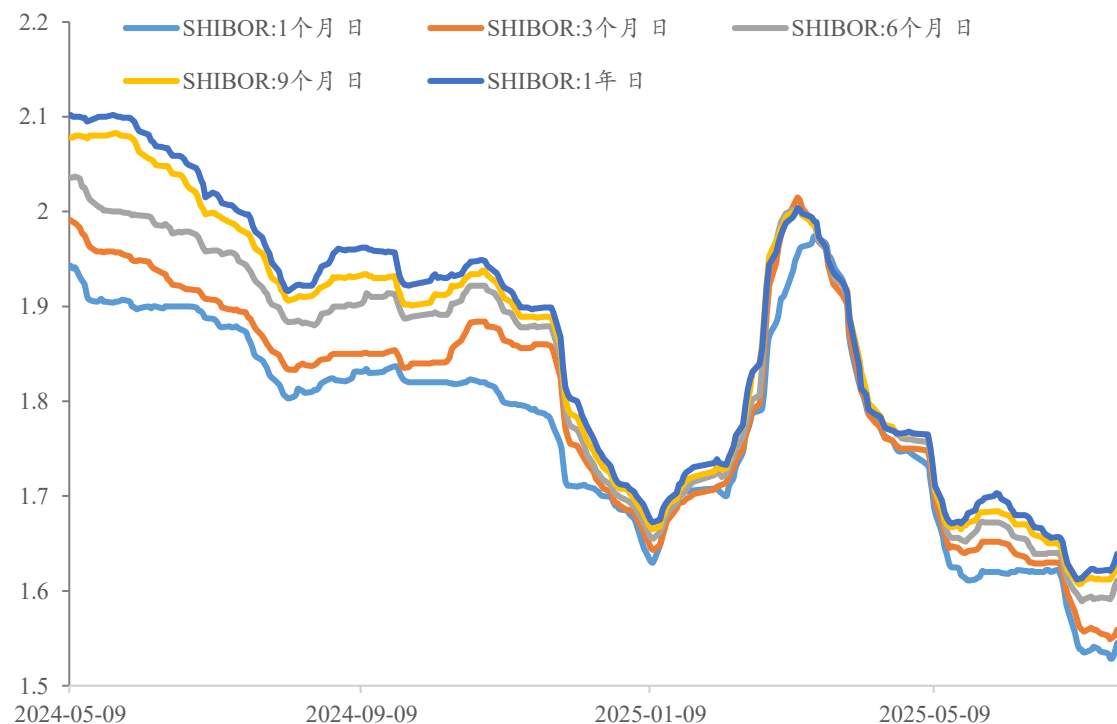


▣ shibor利率，截至7月25日，上周隔夜和7天期利率均值分别变化-2.72BP和0.08BP至1.44%和1.51%。3M利率均值及至1.55%，较上周变化-0.52BP，6M利率均值及至1.59%，较上周变化0.66BP。上周利率先下后上，整体波动可控。

Shibor隔夜、7天期资金利率（%）

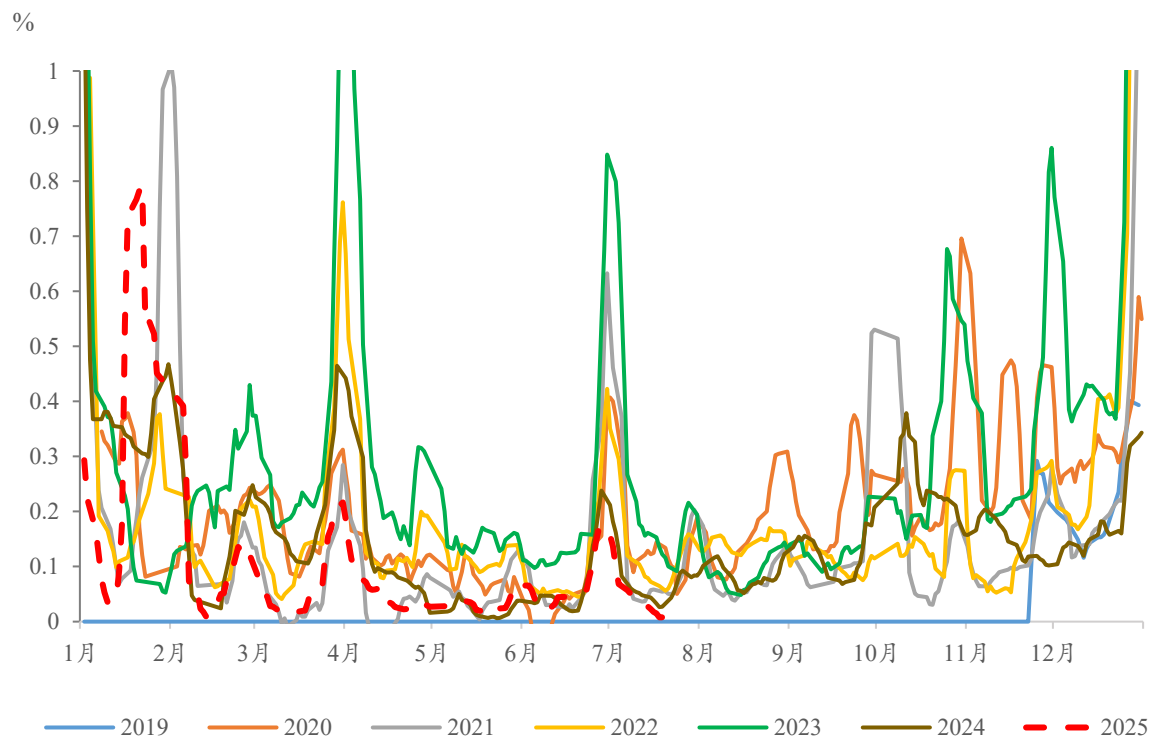


Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率（%）

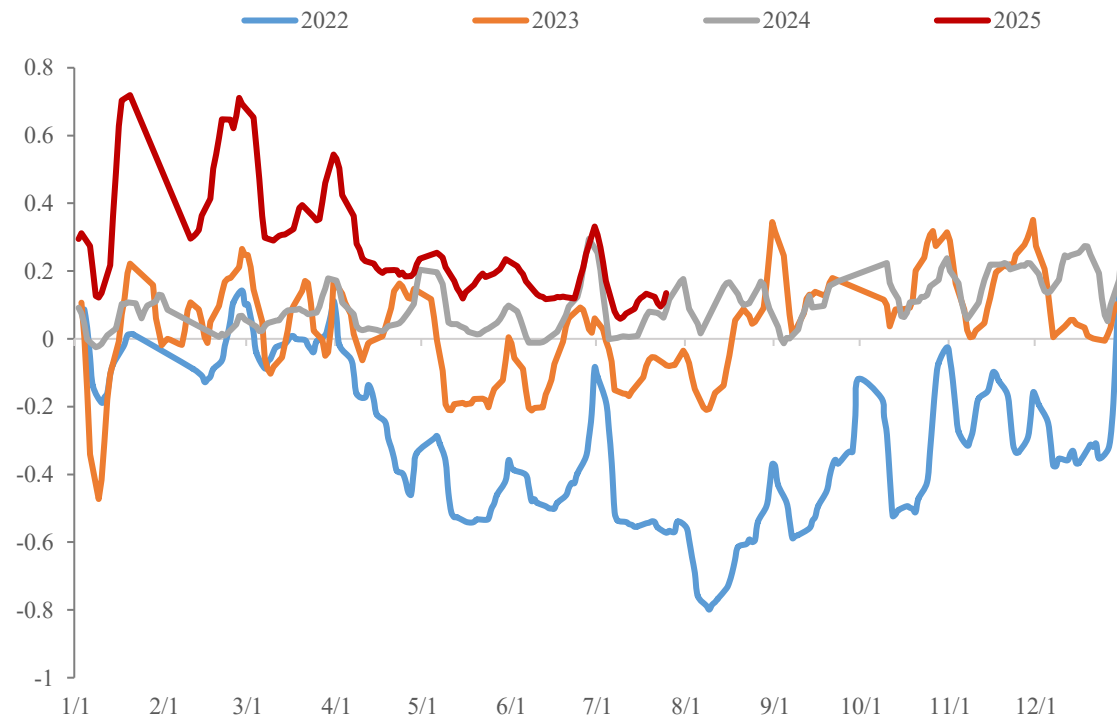


- 7月央行相对呵护资金面，税期过后资金利率本周先下后上，DR007-OMO利差维持在+20BP以内，R007-DR007利差也处于历史低位，资金分层进一步减弱。下周临近月底资金波动可能放大。
- 2024年以来多数时间DR007被引导在政策利率上方运行，预计DR007或更多在OMO+(0, 20BP)的范围内波动。如果下半年OMO利率出现加关系，资金利率将会跟随下调。

R007-DR007利差季节性 (%)



DR007-OMO利差 (%)



报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

数据来源：Wind、Mysteel、SMM、彭博、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢倾听
Thanks