

国债期货周报

期债短期或延续区间震荡



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

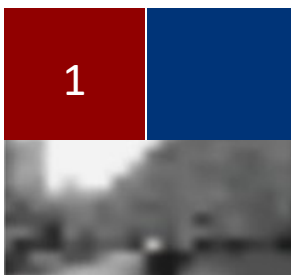
投资咨询资格：Z0019608

品种	主要观点	本周策略	上周策略
国债	<ul style="list-style-type: none">● 基本面情况。8月经济数据同比多数放缓，工业增加值同比5.2%，低于前值的5.7%。出口交货值增速也有所放缓，8月出口交货值同比为-0.4%，出口商品生产偏谨慎。社零同比3.4%，低于前值的3.7%。其中相对高增速的品类包括体育娱乐、金银珠宝、家电、家具等，背后因素主要对应金价上行和“两新”政策红利。不过对比上个月，家电手机销售增速较前值明显下降，可能和“两新”补贴较此前降低有关。8月固定资产投资累计同比从前值的1.6%下降至0.5%，地产、制造业、基建有不同程度下滑。制造业投资同比下滑可能和设备更新拉动有所放缓有关；基建增速下滑和建筑业PMI偏低的情况可以互相印证。其中水利投资受到基数影响，增速下行较快；地方主导的道路、公共设施管理投资均明显偏弱，可能和项目不足有关。经济数据延续下行，增量政策出台的概率提升。● 资金面来看。资金面受到税期影响整体收敛，下周面临跨季跨节，资金面波动性预计会季节性提高，不过政府债缴款规模明显降低。央行也很可能会通过MLF增量投放缓解资金压力，19日尾盘公告将重启14天期逆回购操作，操作方式看齐MLF与买断式回购，采用报价反馈，多重利率招标模式。总体来看央行态度仍呵护，因此预计资金面收敛有限度，隔夜资金利率可能仍主要在1.5%以内波动，7天期资金利率中枢可能在1.5%-1.6%。● 国债期货行情展望：上周债市先反弹后下跌，全周来看TL合约相对偏弱，市场整体仍偏谨慎。展望后市，债市仍多空交织，一是市场风险偏好、增量扩内需政策和季末机构行为仍有不确定性，二是央行是否重启国债买卖尚未有定论，三是季末资金面波动预计放大。观察盘面，没有增量利空的话1.8%或为10年期国债利率运行的高点，但在尚未出现强利多的情形下，短期利率下行也有限度，1.75%附近或有阻力，对应T2512合约预计在107.5-108.35区间波动。单边策略上建议投资者以区间操作为主，回调至低位如果市场情绪有企稳迹象可以轻仓试多，但需注意及时止盈。期现策略上，TL合约基差高位震荡，可适当参与基差收窄策略。	<ul style="list-style-type: none">● 没有增量利空的话1.8%或为10年期国债利率运行的高点，但在尚未出现强利多的情形下，短期利率下行也有限度，1.75%附近或有阻力对应T2512合约预计在107.5-108.35区间波动。单边策略上建议投资者以区间操作为主，回调至低位如果市场情绪有企稳迹象可以轻仓试多，但需注意及时止盈。期现策略上，TL合约基差高位震荡，可适当参与基差收窄策略	<ul style="list-style-type: none">● 短期观察盘面10年期国债利率在上周中突破上行1.8%，其后又回落至1.79%左右，利率1.8%附近博弈力量较强，仍需增量信息决定方向，如果基本面和资金面继续向利好方向演绎，债市可能开启小幅修复。单边策略上建议投资者可以暂观望，关注资金面和基本面变化。期现策略方面，TL合约基差高位震荡，建议关注反套或基差收敛策略。



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

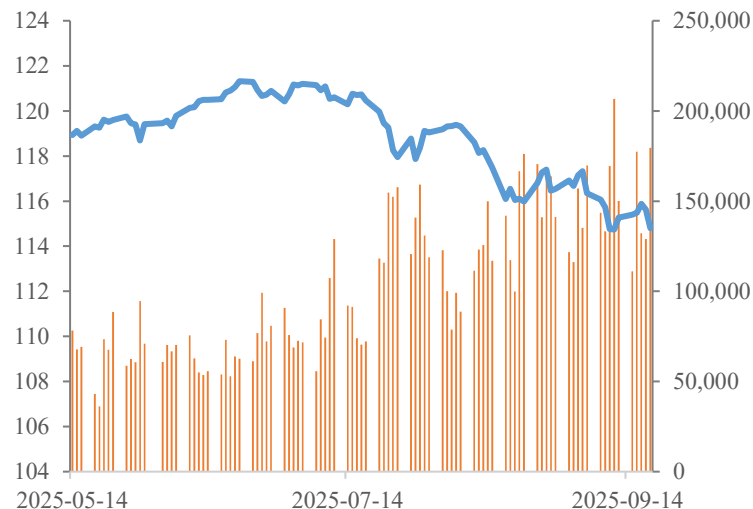


国债期货行情

国债期货主力合约走势

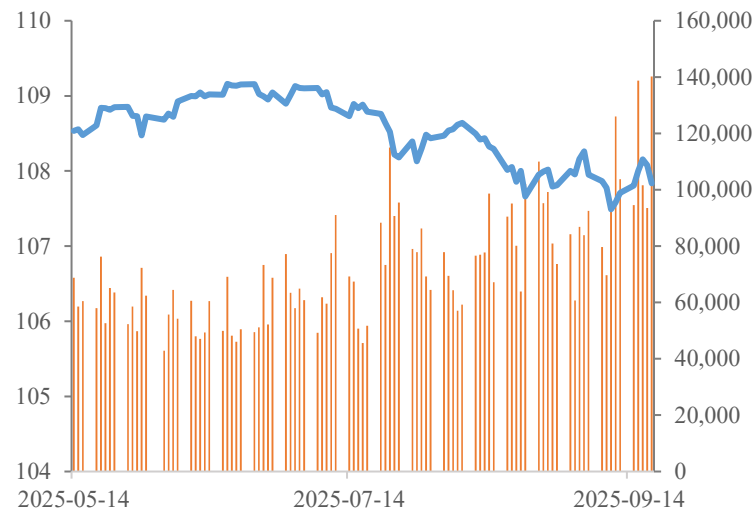
TL主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:30年期



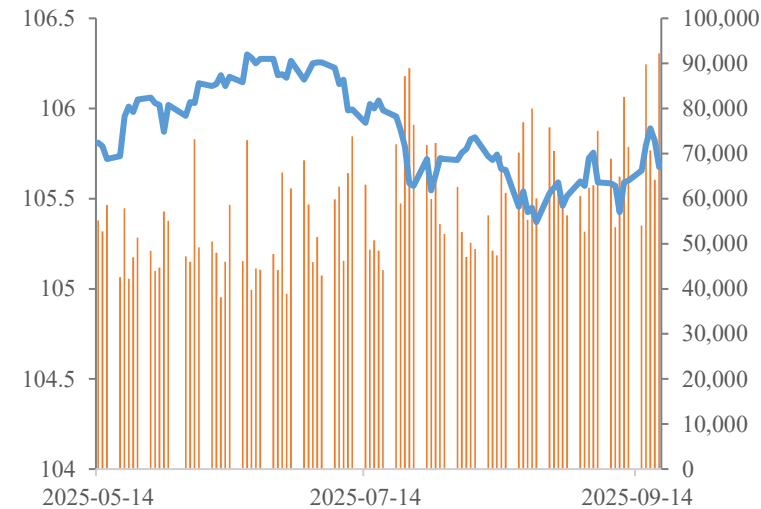
T主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:10年期



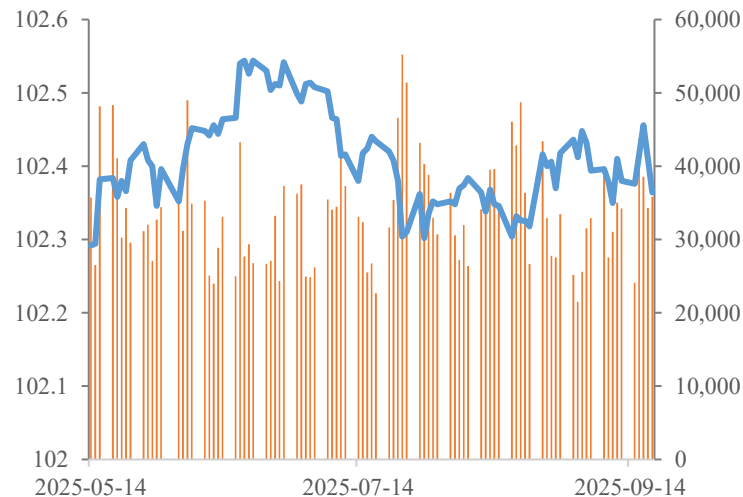
TF主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:5年期



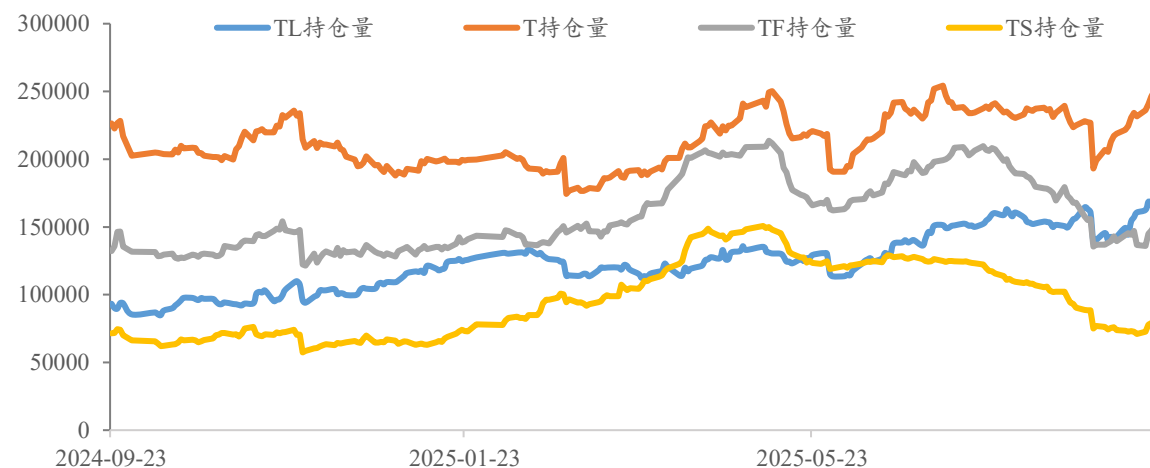
TS主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:2年期

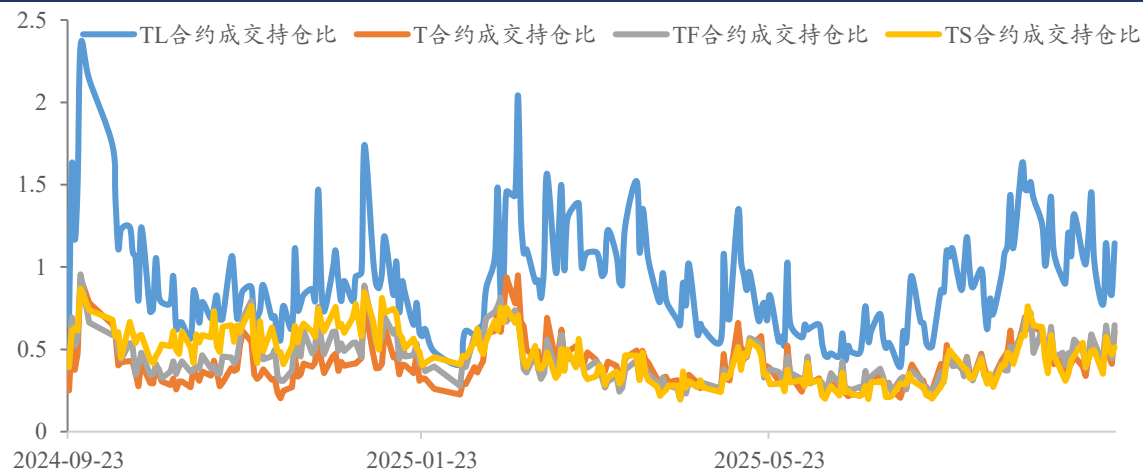


- 上周，30年期国债期货主力合约2512合约变化-0.41%至114.8，10年期国债期货主力合约2512变化0.12%至107.84，5年期国债期货2512变化0.07%至105.68，2年期国债期货2512价格变化-0.02%至102.36。

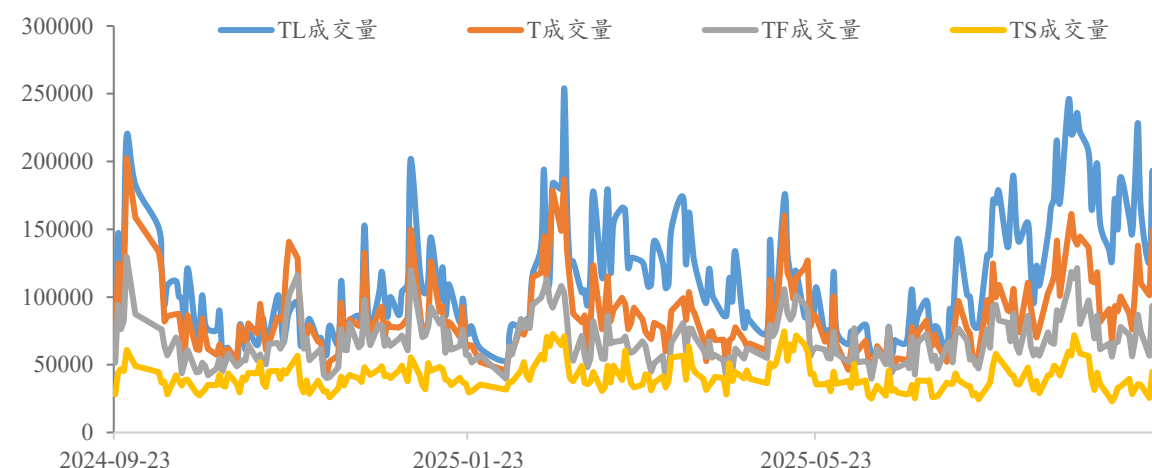
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交持仓比



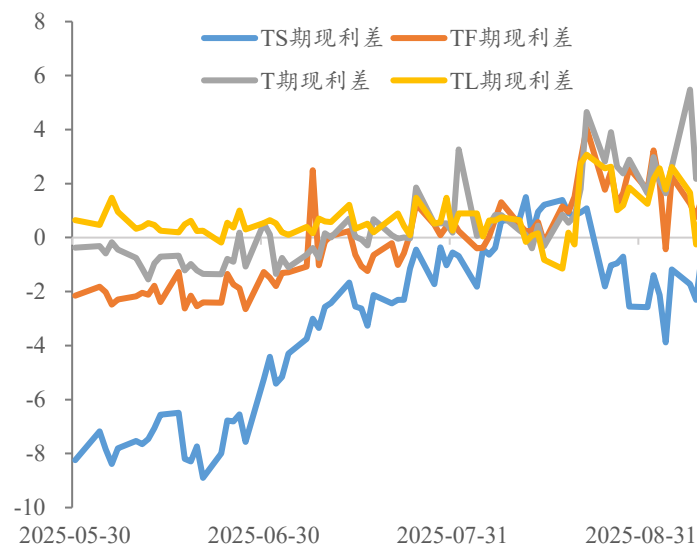
国债期货各品种成交量



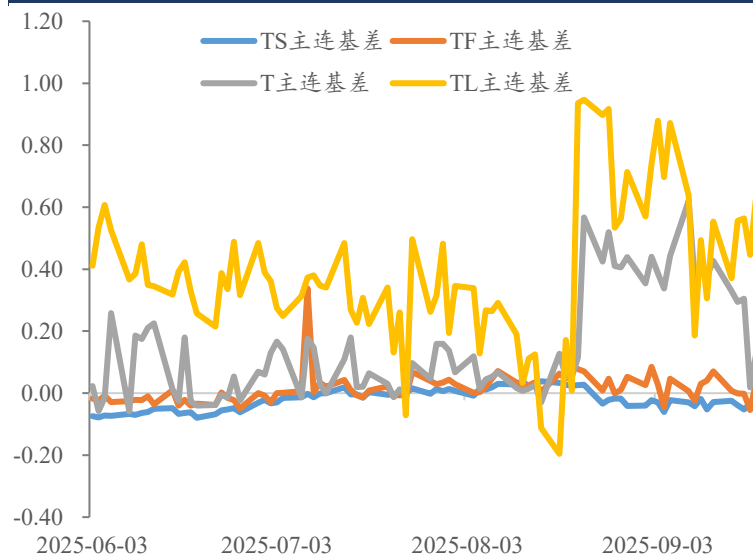
- 成交量方面，上周截至9月19日，30年期国债期货日均成交159,719手，较上周变化-16964手，10年期国债期货日均成交123,679手，较上变化20560手，5年期国债期货日均成交77,933手，较上周变化6401手，2年期国债期货日均成交37,145手，较上周变化2940手。本周国债期货成交量TL合约回落，其他品种均回升，投资者在超长端博弈的力量减弱。
- 持仓量方面，30年国债期货持仓量169,501手持仓，较上周变化8853手。10年期国债期货共有249,865手持仓，较上周变化18319年期国债期货共有持148,476手，较上周变化11713手。2年期国债期货共有持75,499手，较上周变化4583手。上周各品种持仓均回升，尤其T/TF持仓上行最快，多头力量可能对5/10年品种加仓的意愿上升。

国债期货期现指标

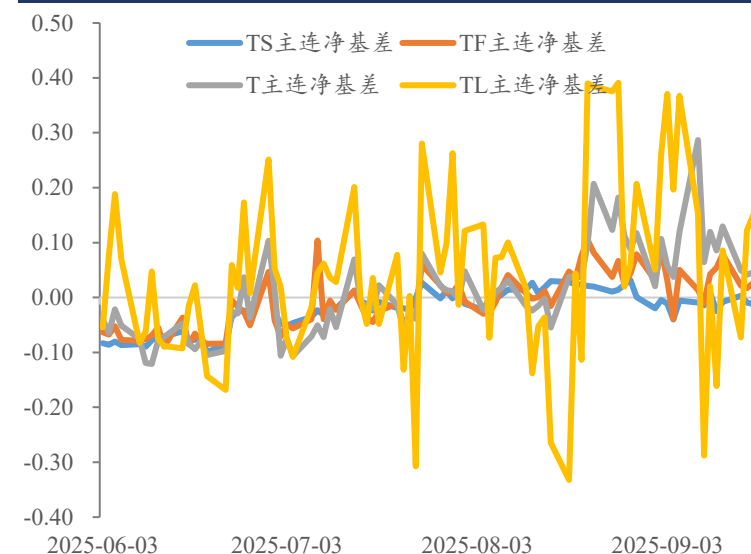
国债期货各品种期现利差



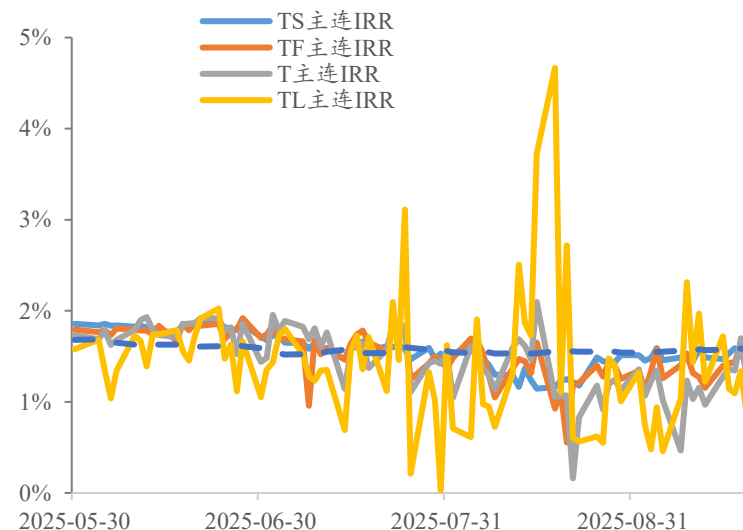
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



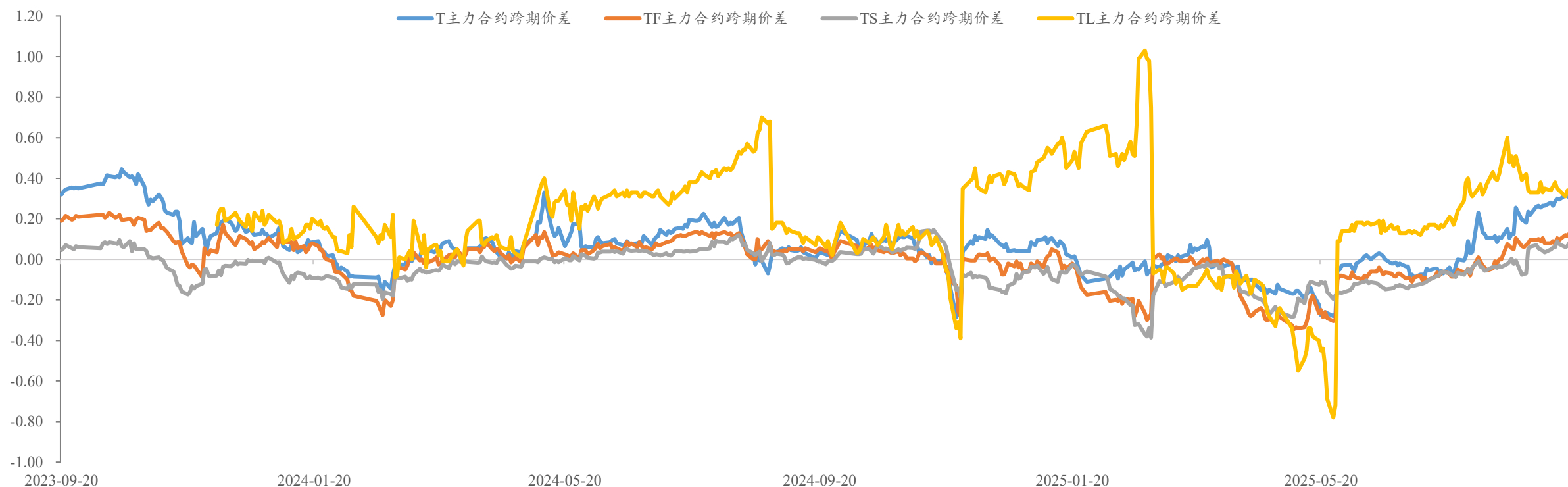
国债期货各品种主连IRR



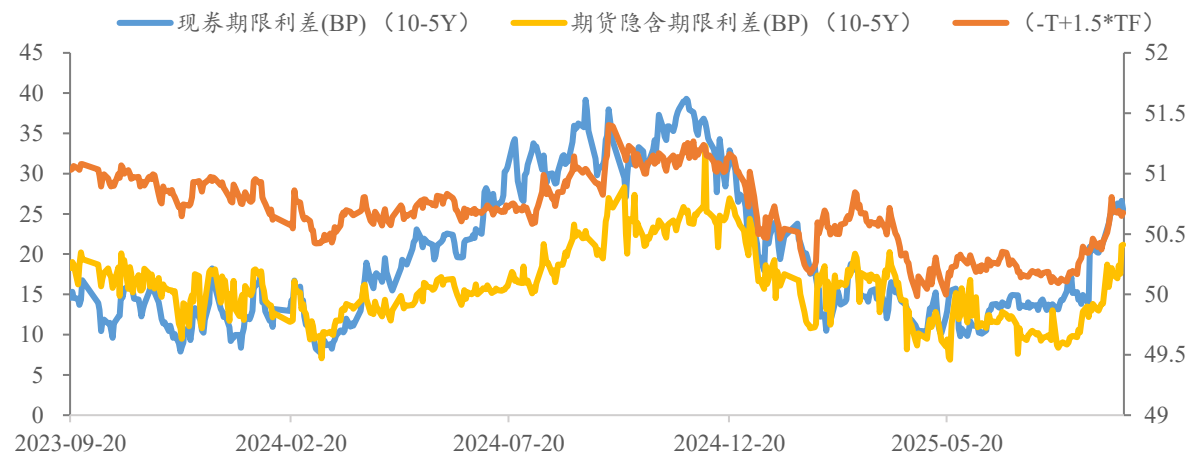
- 上周截至9月19日，TL2512、T2512、TF2512、TS2512基差分别为0.63、0.13、0.04、-0.01，分别较上周变化0.08、-0.3、-0.03和0.02；隐含利差分别为1.84BP、1.49BP、1.56BP、-0.04BP，分别较上周变化0.44BP、-1BP、-0.95BP、0.9BP。
- 各品种IRR分别为0.84%、1.25%、1.27%、1.43%，TS、TF合约正套收益率相对更高，但性价比不高。TL合约基差高位震荡，可以关注反套与基差收敛策略。

- 9月初跨期价差跟踪标的切换为2512-2603，上周T\TF合约跨期价差小幅上行，近月多头情绪有一定回温，TL/TS合约跨期价差则小幅下行。

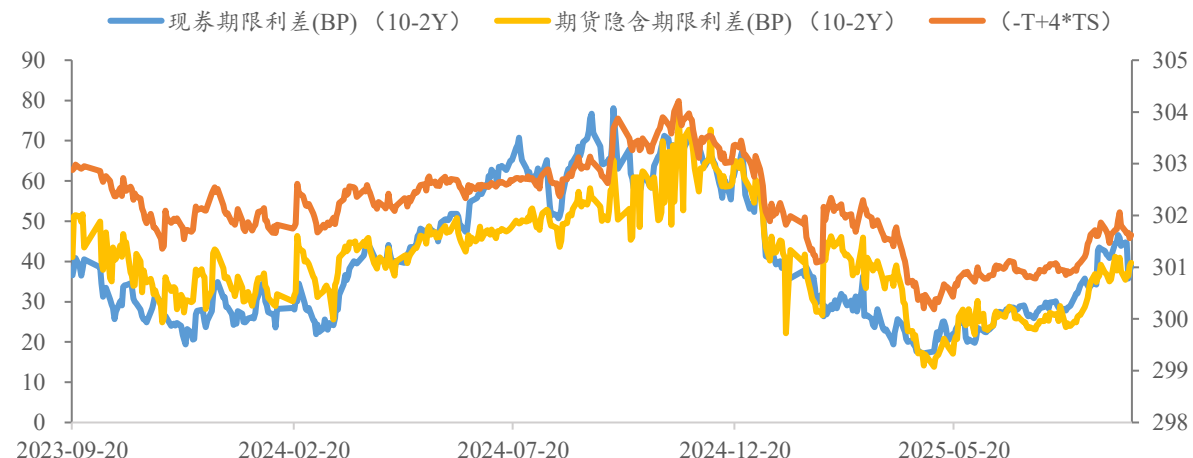
国债期货各品种跨期价差



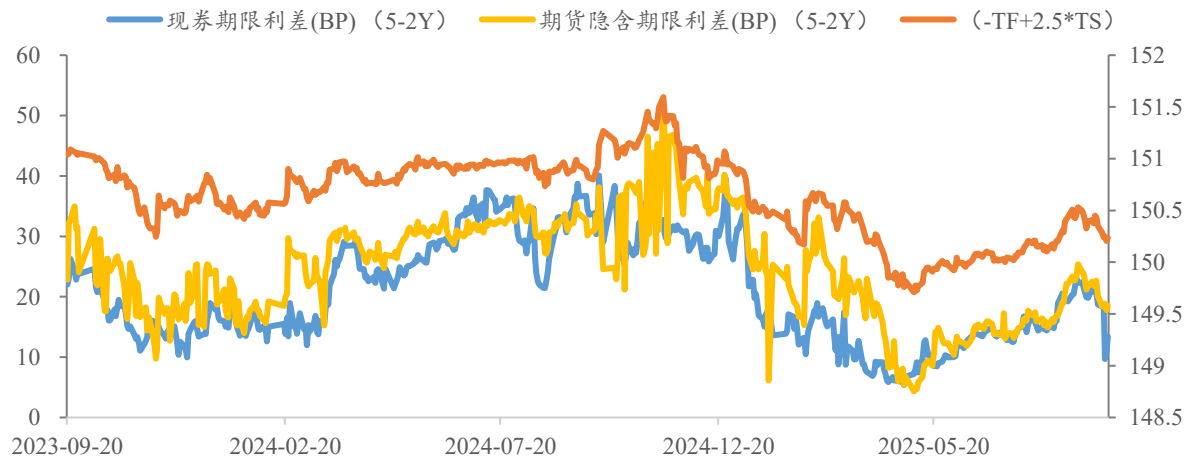
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-2Y）

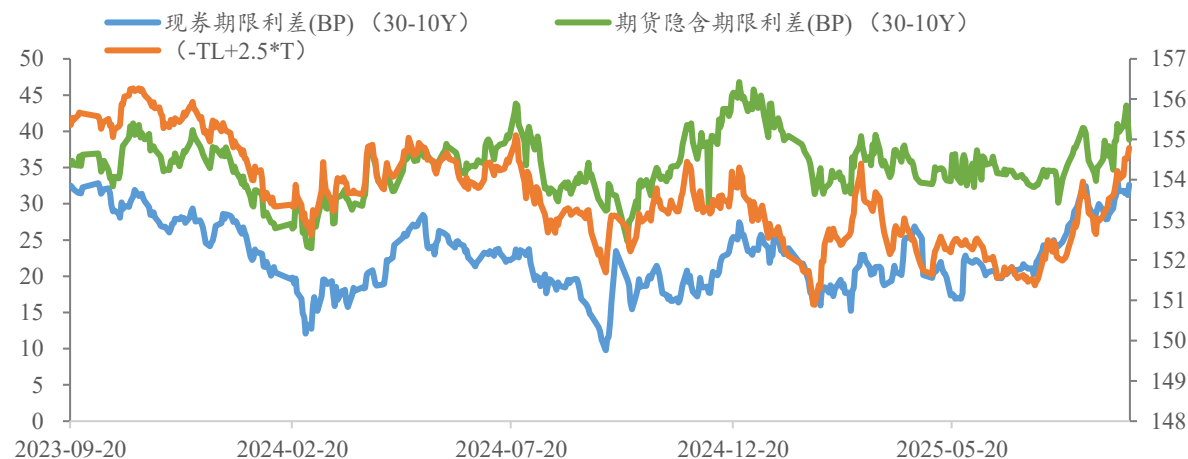


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（5-2Y）

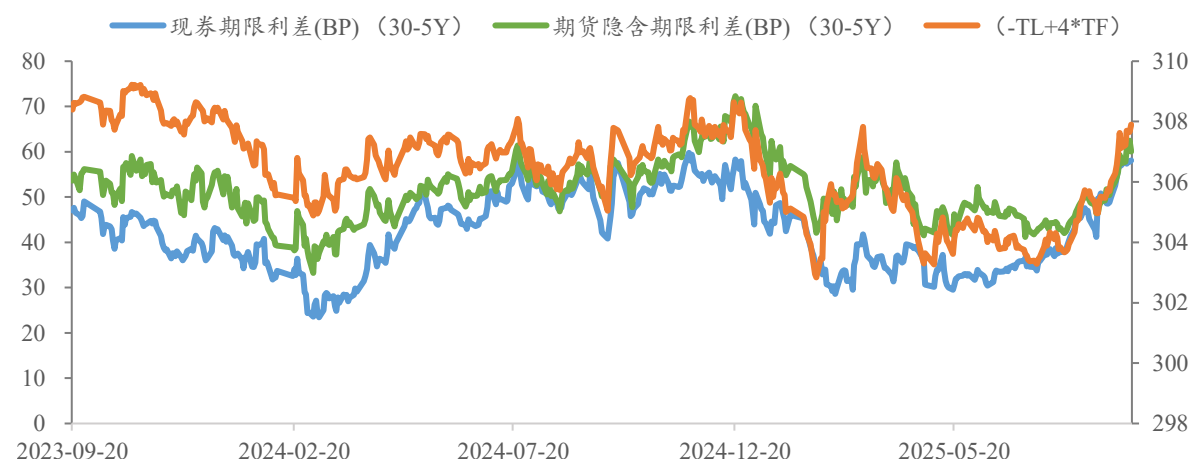


■ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到39.68BP，较上周变化2.07BP，10-5Y利差达到21.18BP，较上周变化3.67BP，5-2Y利差达到18.50BP，较上周变化-1.6BP。

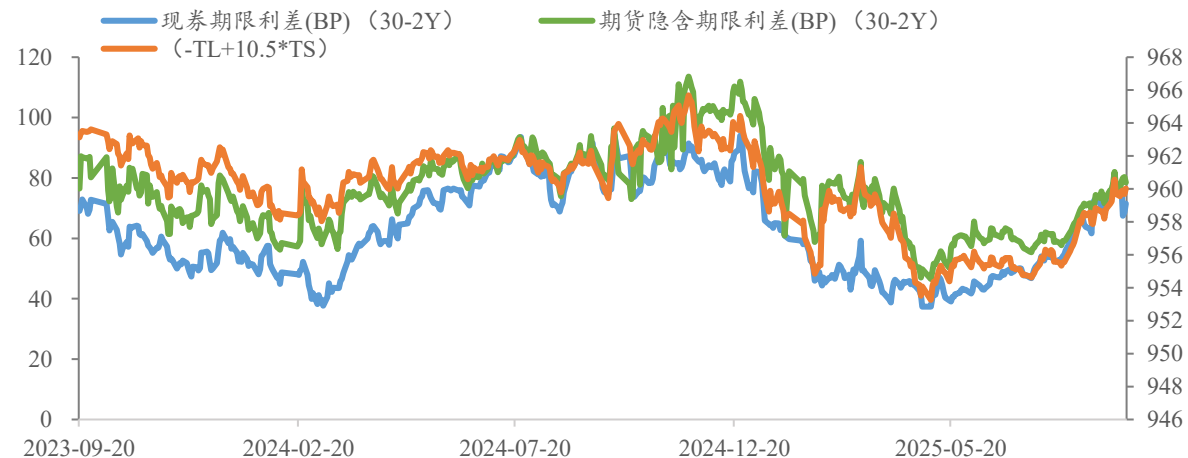
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-10Y）



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38.85BP，较上周变化1.08BP，30-5Y利差达到60.03BP，较上周变化2.59BP，30-2Y利差达到78.53BP，较上周变化0.99BP。上周超长端和其他品种利差多数走阔。

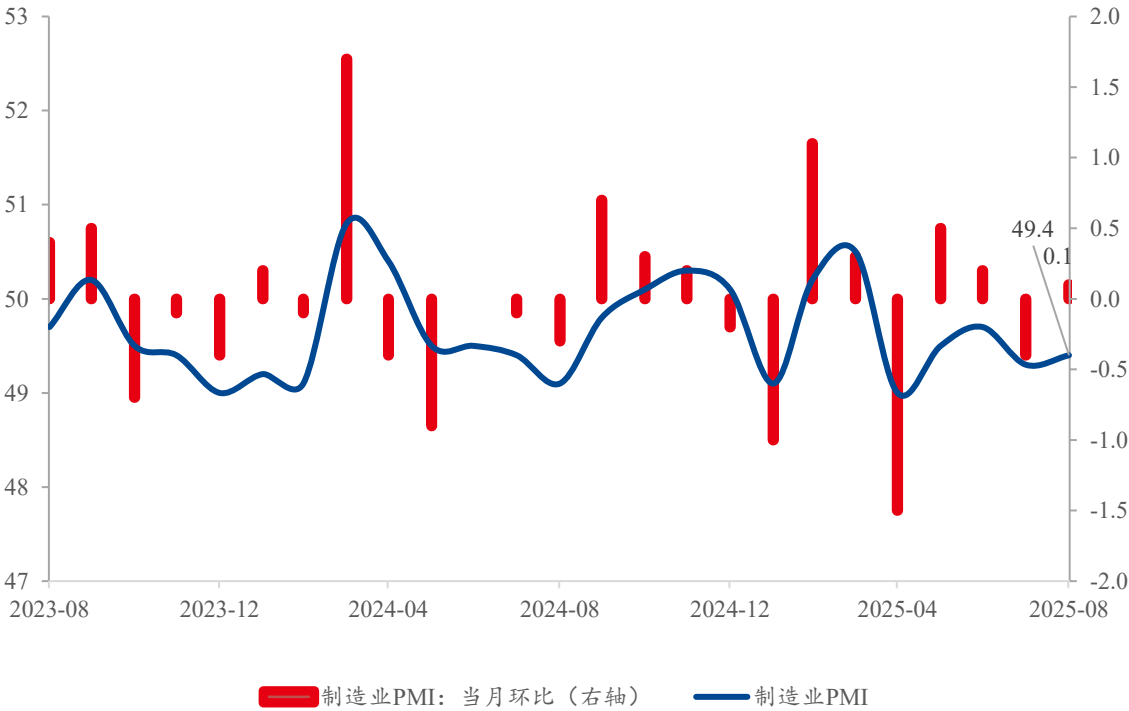
2



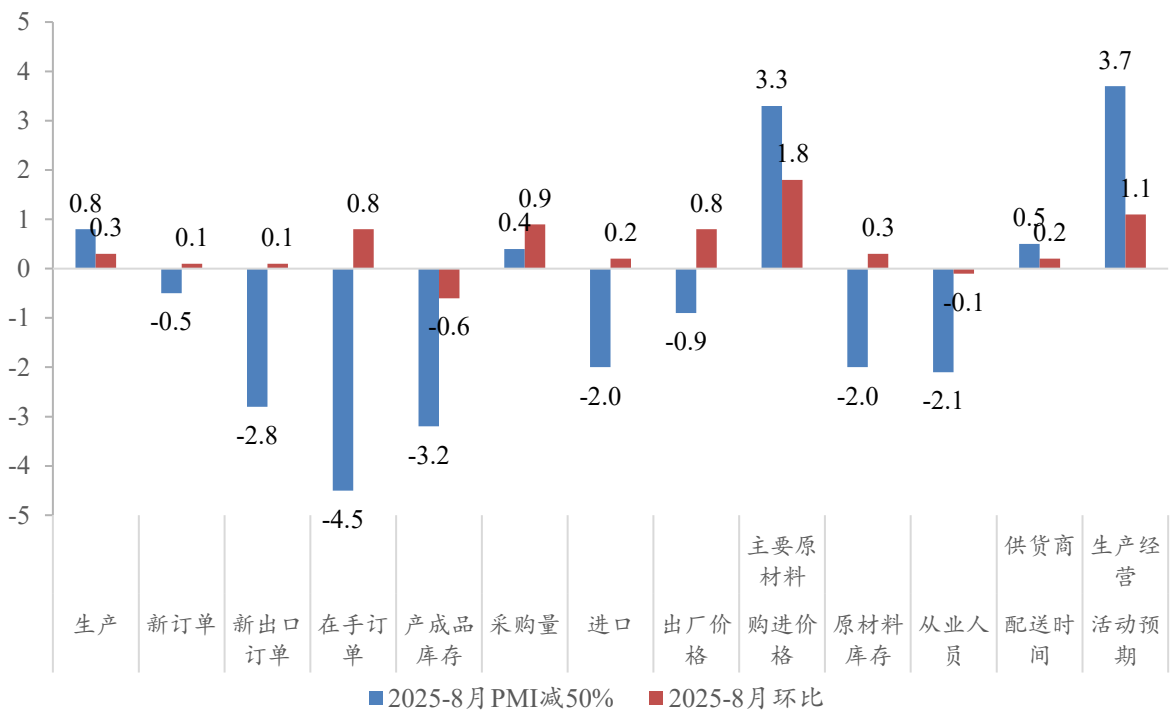
宏观基本面跟踪

8月制造业PMI环比小幅上行0.1%至49.4。从分项来看，生产指数环比回升0.3%至50.8，新订单指数环回升0.1%至49.5%，生产分项回升是8月制造业PMI回升的主要拉动。新出口订单环比回升0.1%至47.2%，8月外需仍有韧性。原材料购进价格指数反弹1.8%至53.3%，出厂价反弹0.8%至49.1%，制造业价格延续上涨，不过较7月份涨幅收窄，不过原材料价格涨幅仍大于出厂价格，利润可能转移至上游。产成品库存指数环比回落0.6%至46.8%，处于荣枯线下，原材料库存环比回升0.3%至48%，处荣枯线下，同时8月企业采购量有所恢复，反弹0.9%至50.4%，指向部分企业可能接受上游涨价增加了原材料的采购备货，但是下游在继续进行库存去化。

制造业PMI及当月环比变化(%)

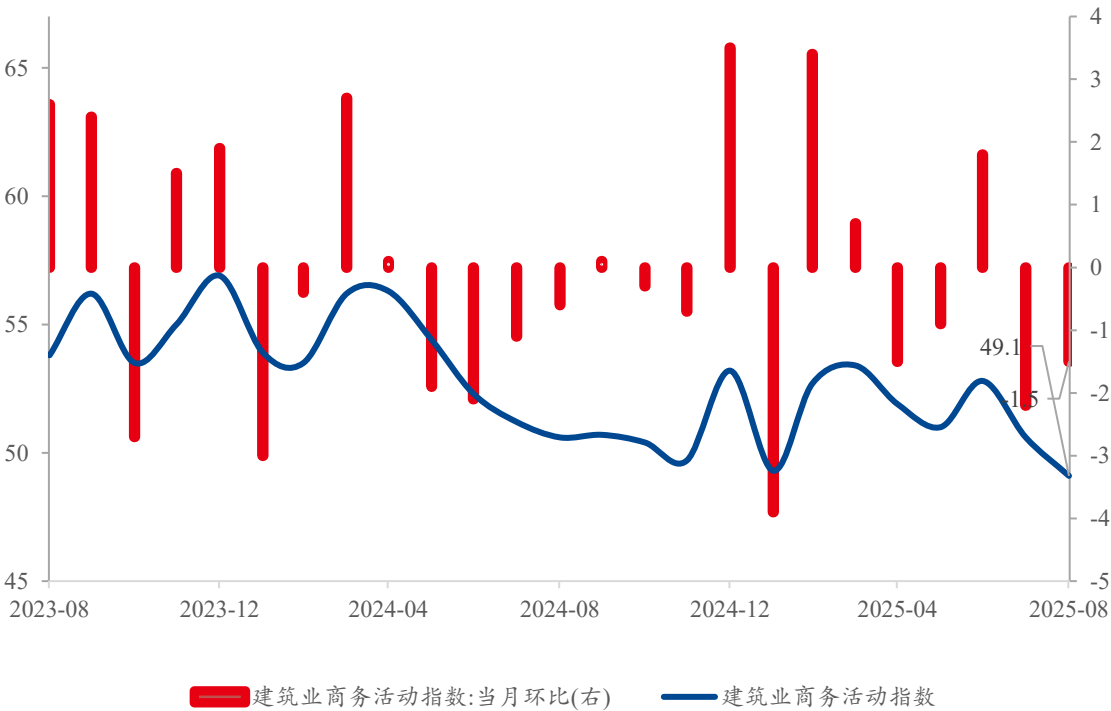


制造业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

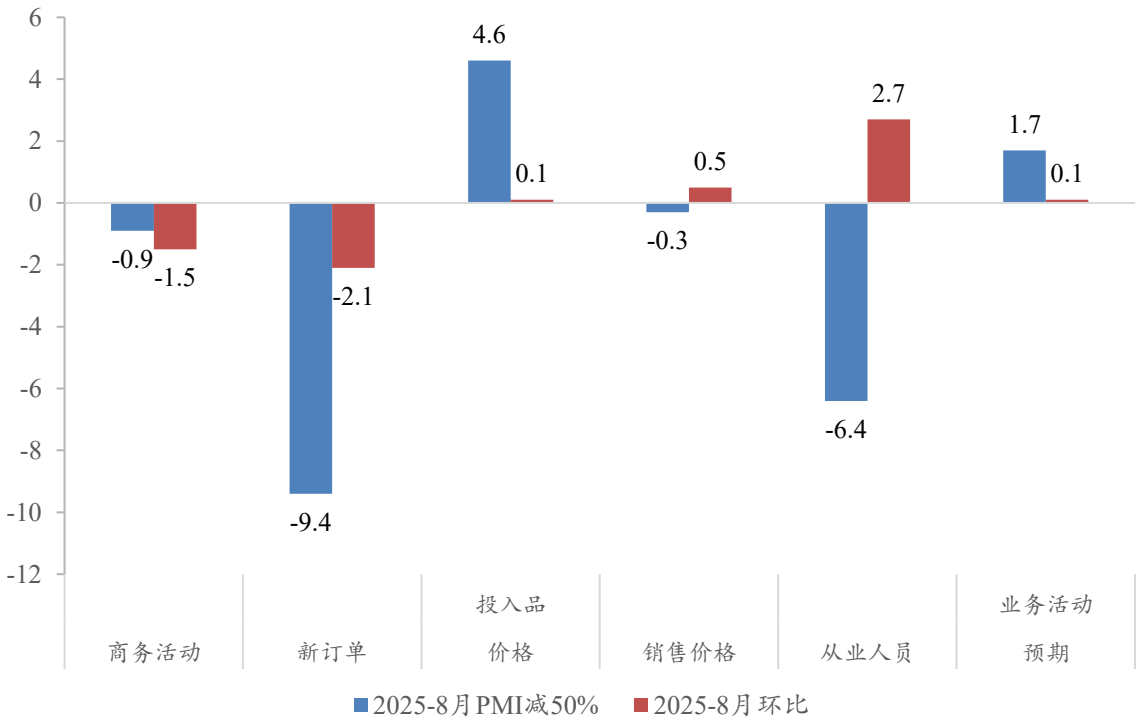


非制造业PMI 50.3%，前值50.1%，回升0.2%。建筑业方面PMI指数回落1.5%至49.1%，分项中新订单环比回落2.1%至40.6%。建筑业订单回落，可能仍受到天气的拖累，分项来看主要受到地产拖累，土木工程建筑行业商务活动指数仍在荣枯线上，而建筑业从业人员延续反弹2.7个百分点至43.6%，可能是为9月旺季做准备。往后看，发改委表明将落地5000亿元政策性金融工具，如果在三季度加速落地，可能将带动四季度基建相关投资。

建筑业PMI及当月环比变化(%)

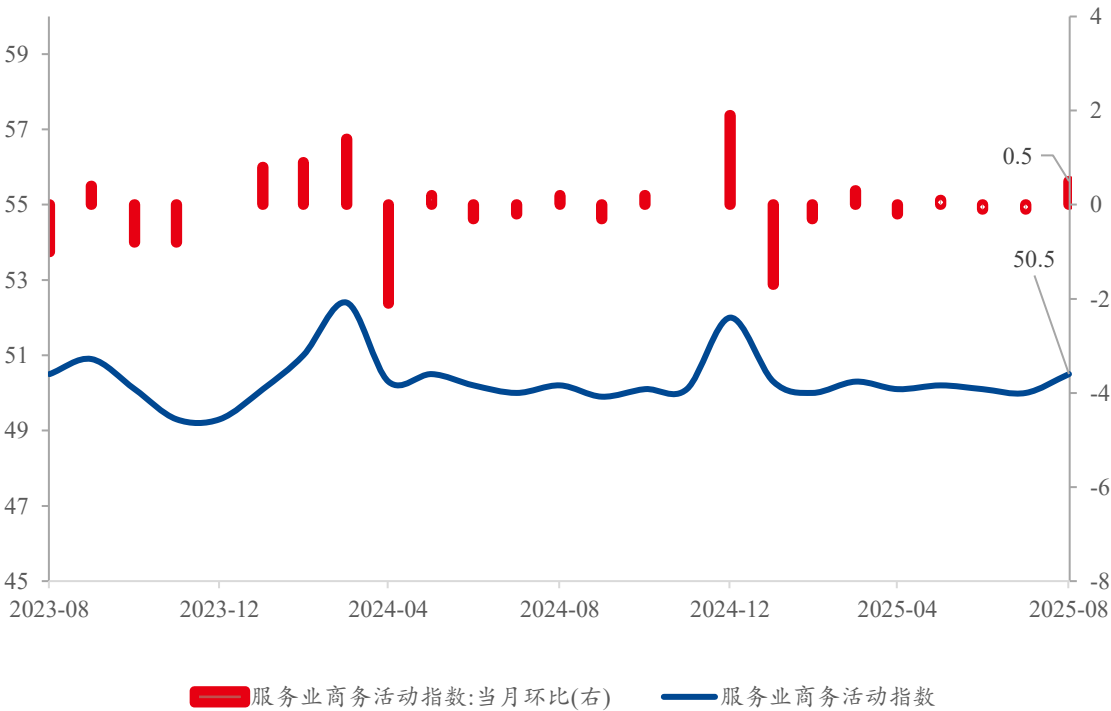


建筑业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)

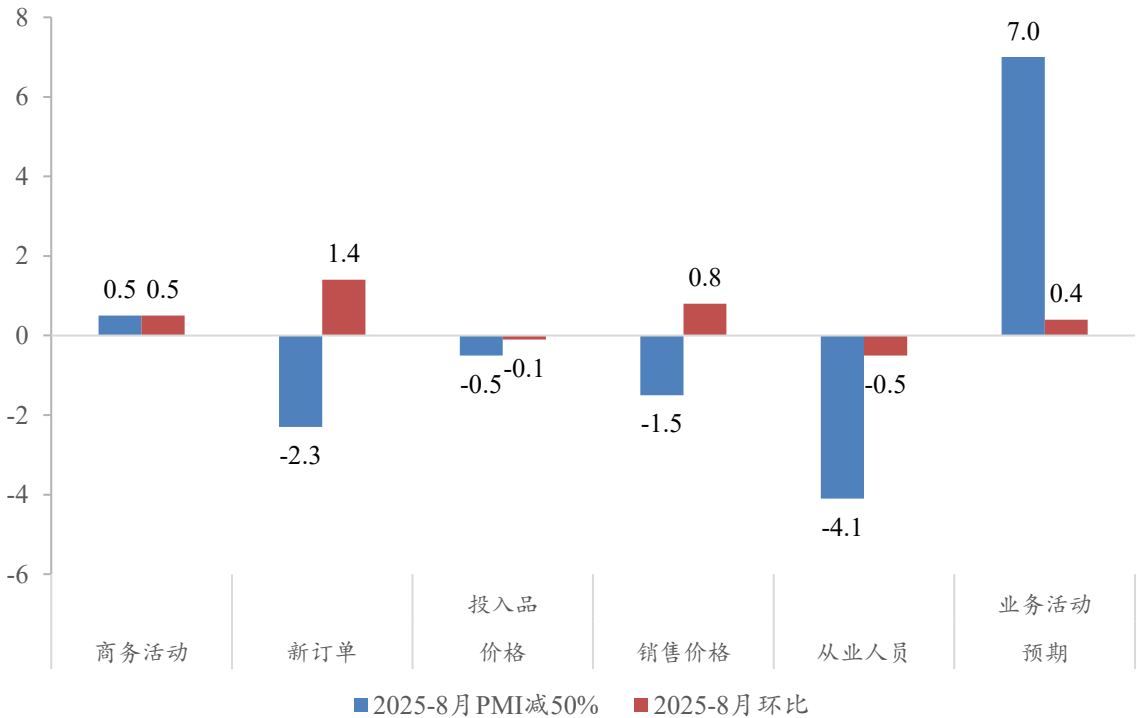


- 服务业方面，整体PMI指数环比回升0.5%至50%。新订单环比回升1.4%至47.7%，业务活动预期略有回升。8月的服务业指数回升活主要受到暑期消费拉动，8月暑期居民出行、住宿餐饮等表现良好。
- 整体来看，8月制造业和服务业整体改善，生产回升大于需求，制造业价格回升，不过涨幅收窄，PPI同比降幅可能出现收窄。服务业方面受益于暑期消费季节性回升，建筑业景气度回落，后续关注政策性金融工具的落地情况。

服务业PMI及当月环比变化(%)



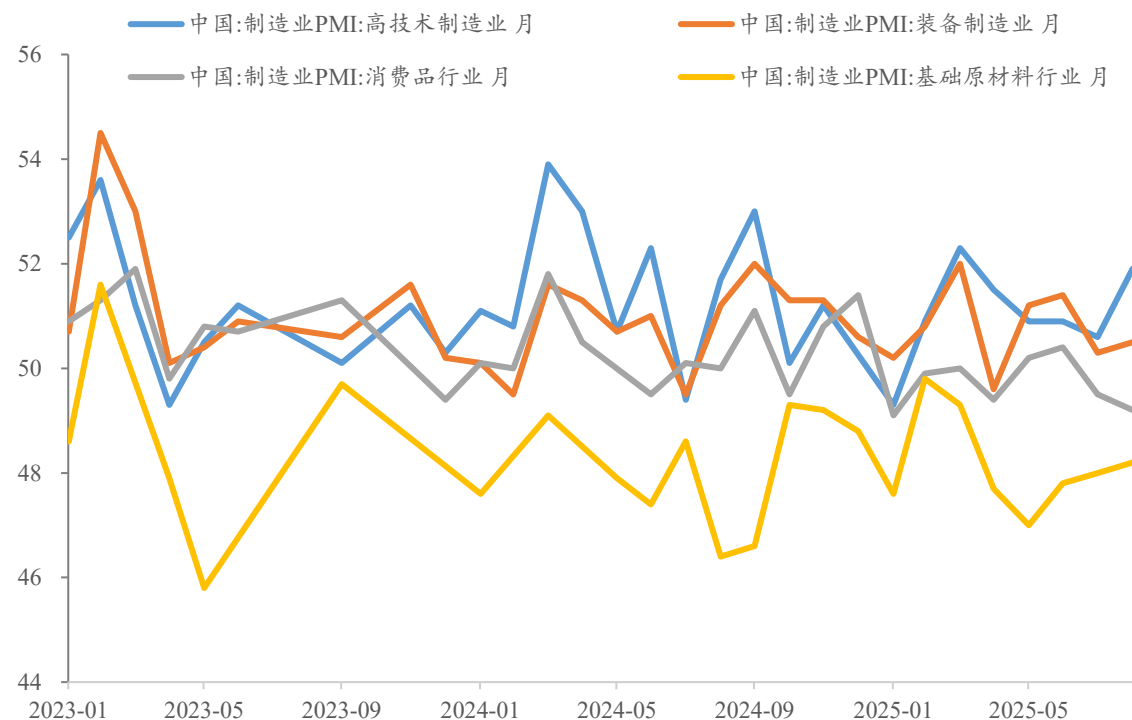
服务业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)



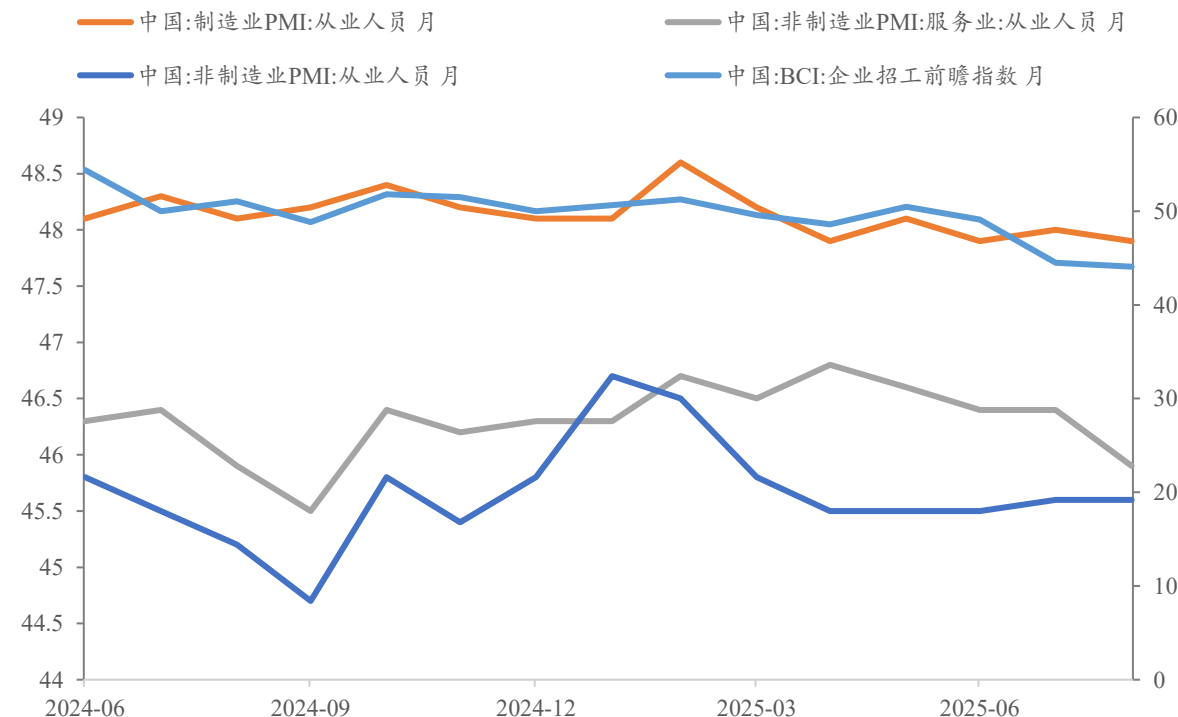
□ 消费品行业是制造业PMI的主要拖累，其余行业中高技术制造业较强；装备制造业、基础原材料行业均小幅改善。8月消费品可能存在高温天气的影响。

□ 8月就业指标环比多数下降持平，反映企业招工较为谨慎。

分行业PMI

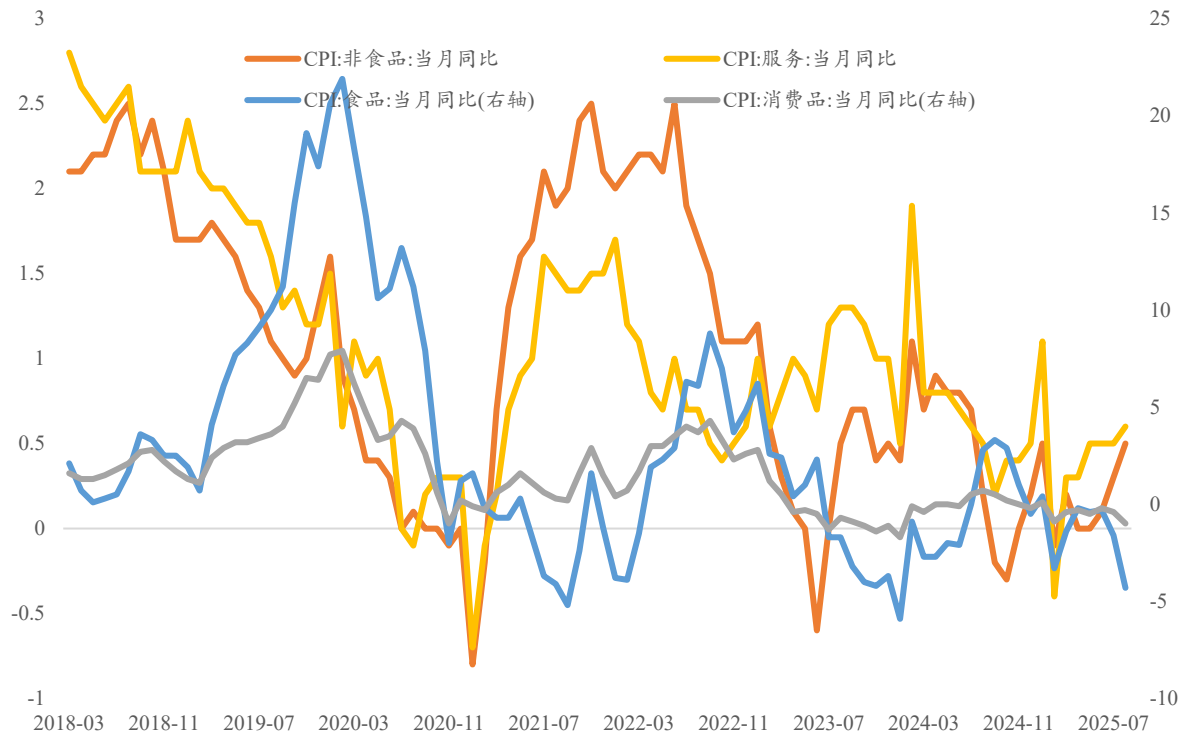


就业指标

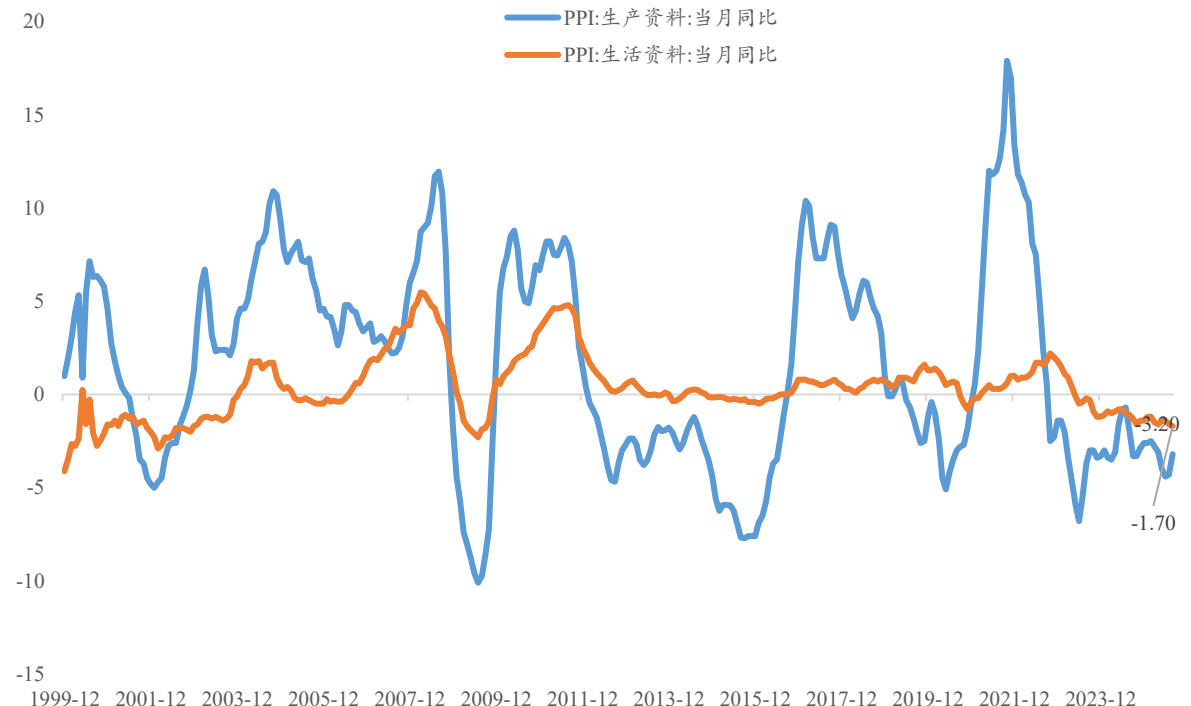


8月CPI同比-0.4%，低于预期的-0.2%，前月0%；CPI环比0%，前月0.4%。剔除食品和能源的核心CPI同比0.9%，前值0.8%；环比0%，前月0.4%。PPI同比-2.9%，持平预期，前月-3.6%；PPI环比0%，前月-0.2%。CPI分项中，食品价格仍是主要拖累，其中猪肉、蛋类、鲜果价格均明显弱于季节性。核心CPI同比连续四个月反弹，医疗服务、家用器具是主要贡献。PPI环比持平，结束了连续8个月的环比下行。分项来看，上游价格环比反弹幅度相对更大，采掘工业从前月-0.2%转为上涨1.3%，涨幅最大；原材料工业从-0.1%到0.2%，加工业从-0.3%到0%；生活资料也从-0.2%收窄至-0.1%，涨幅相对最小。“反内卷”相关行业拉动PPI同比约0.5个百分点。上游率先发力，中游部分原材料涨价，然而下游仍偏弱。

CPI分项同比变化

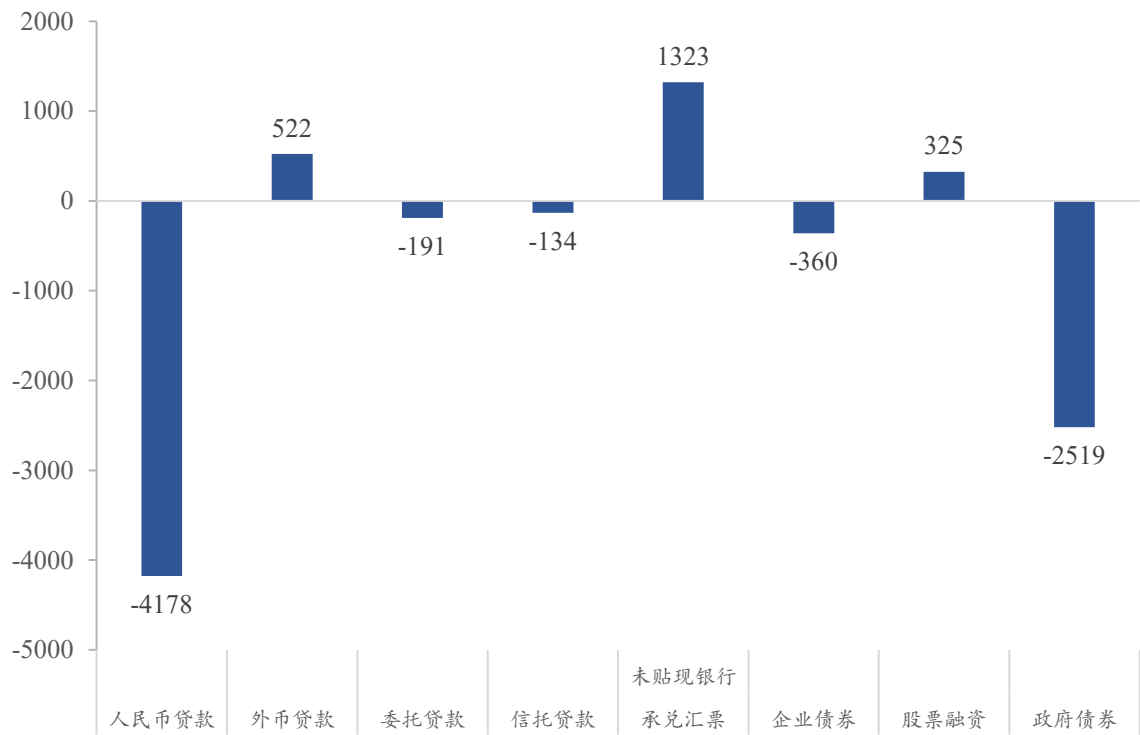


PPI分项同比变化

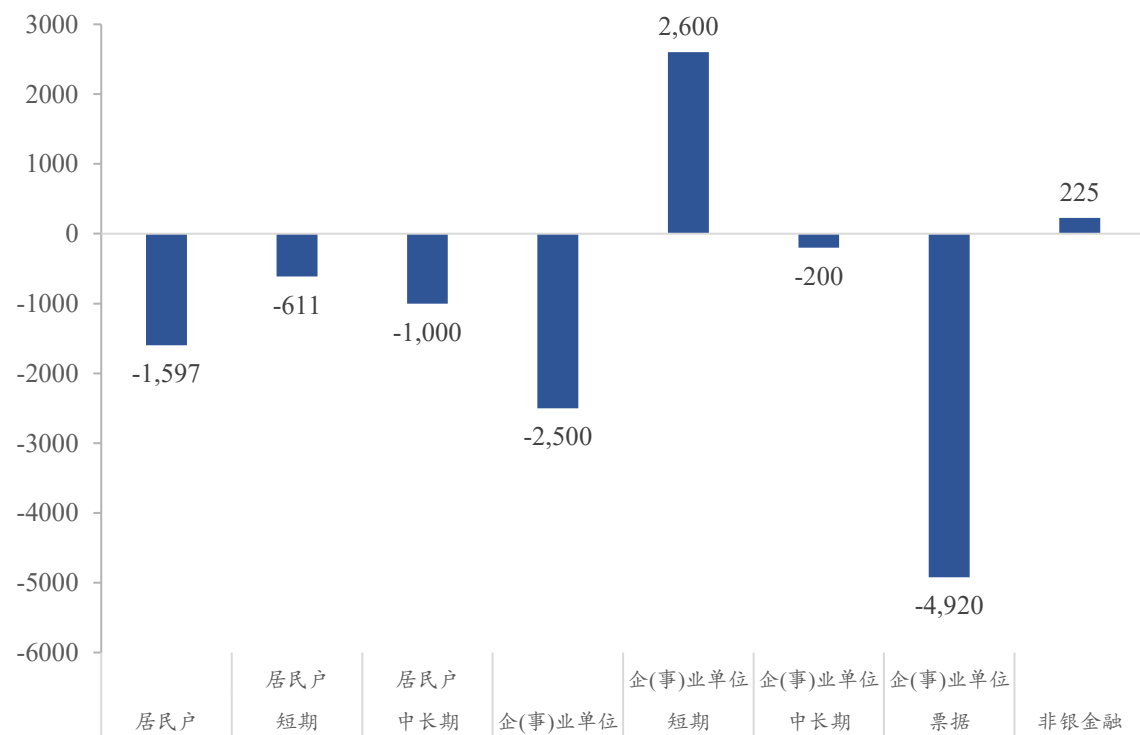


8月金融数据，新增社融规模为2.57万亿元，同比少增4630亿元，略高于市场预期值2.49万亿元；新增金融机构口径贷款5900亿元，同比少增3100亿元，大体持平市场预期值。新增社融分项中，政府债8月社融口径规模为1.37万亿元，同比少增2519亿元；实体信贷表现不佳，新增贷款同比再降4178亿元至6233亿元。其余分项中，新增表外票据1974亿元，同比+1323亿，是8月新增社融的主要拉动；新增企业债1343亿元，同比低360亿元。信贷分项来看，新增贷款同比少增3100亿元，一方面居民和企业中长期融资需求依旧不乐观，此外企业票据融资下滑是主因，同比少增4920亿元。合来看，8月金融数据反映当前实体需求依然偏弱，基数效应下后续政府净融资可能会变成拖累，居民和企业信贷需求能否触底反弹，或是决定后续新增社融与信贷表现的关键。

新增社融分项同比变化值（亿元）

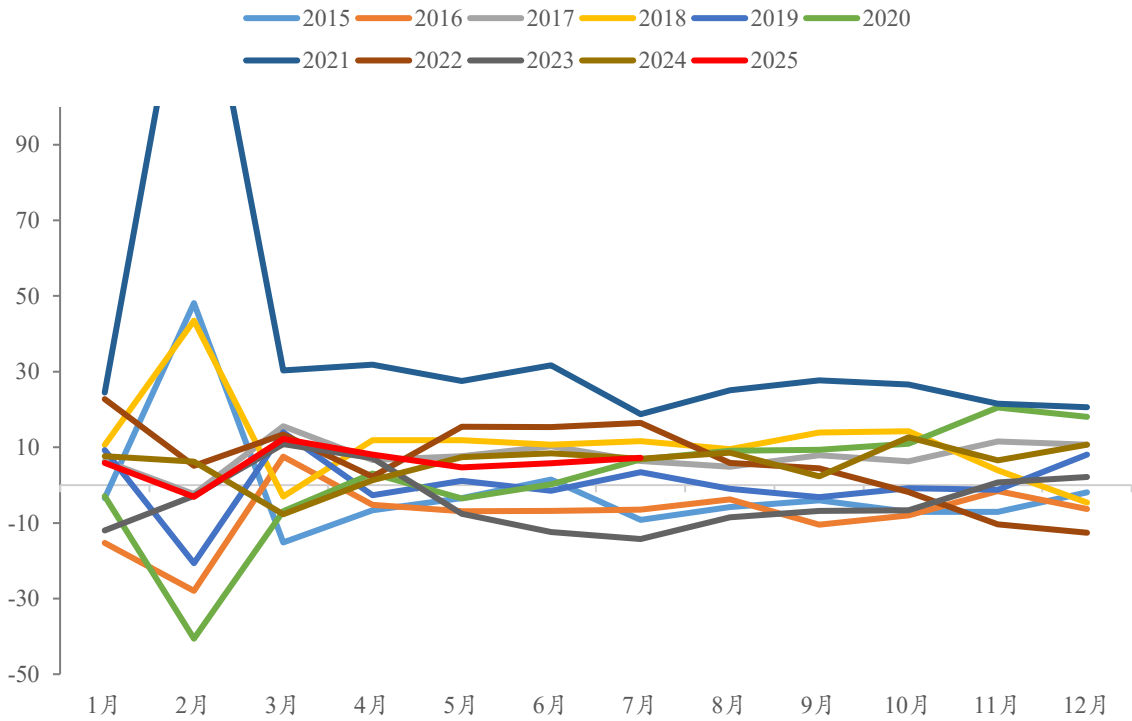


新增人民币贷款分项同比变化值（亿元）

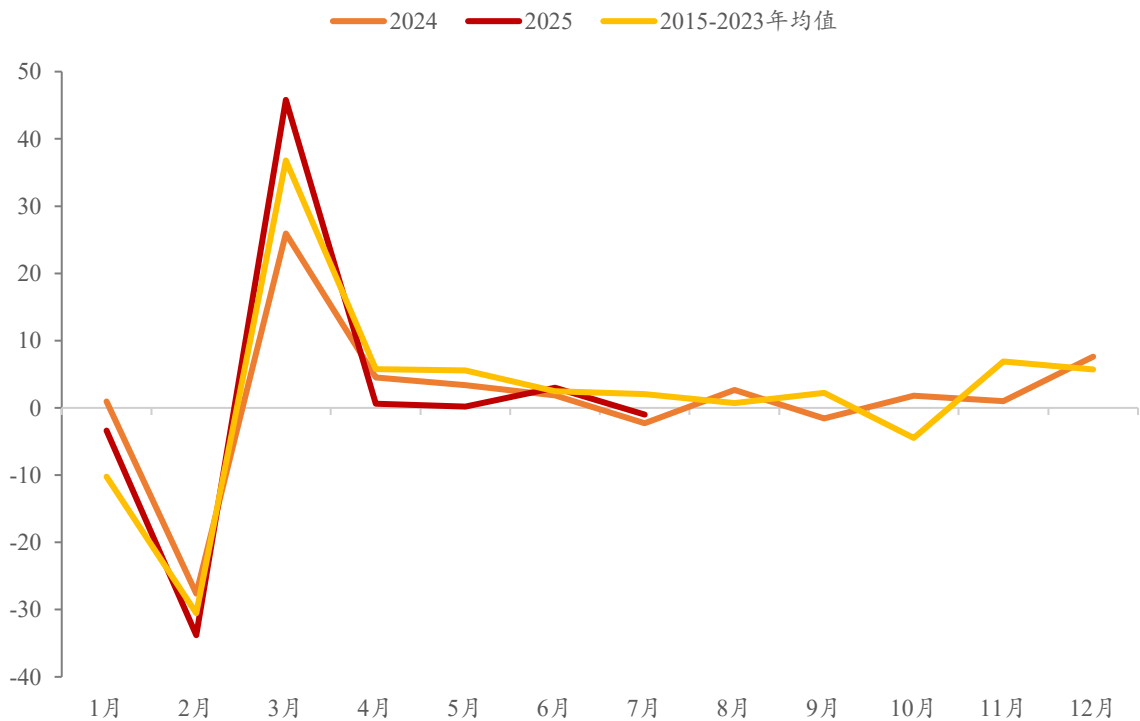


8月出口总值3218亿美元，同比增长4.4%，不及市场预期的5.6%和前月的7.2%；进口总值为2195亿美元，同比1.3%，同样低于预期的4.7%，前值4.1%。

出口同比季节性

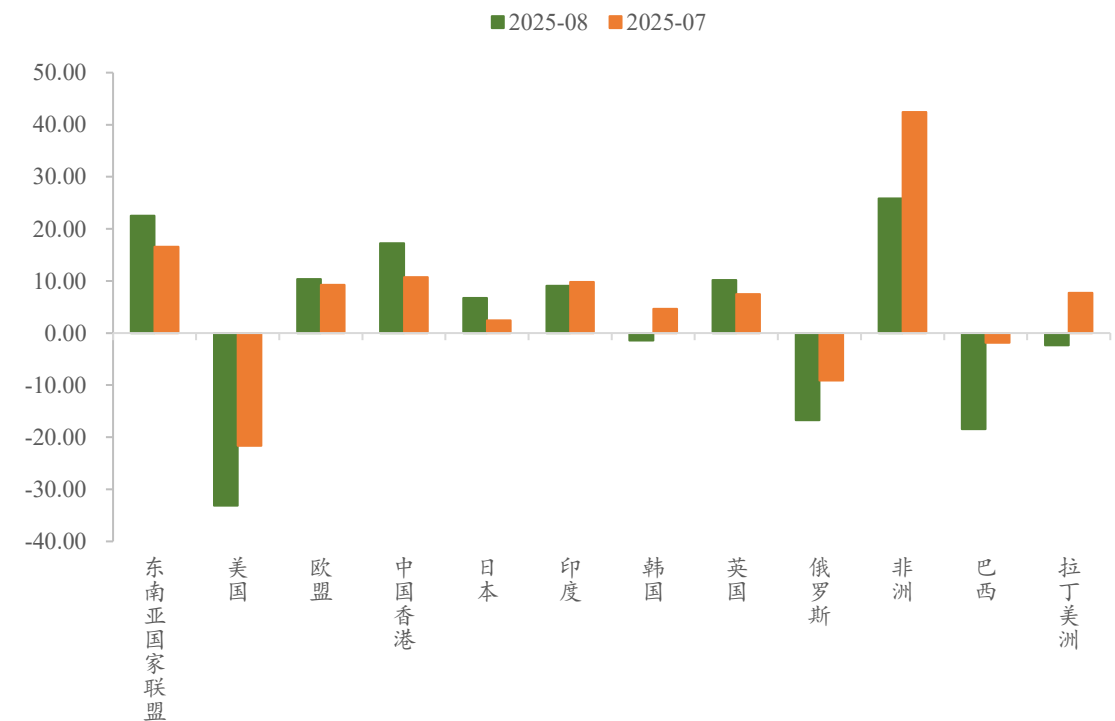


出口环比增速

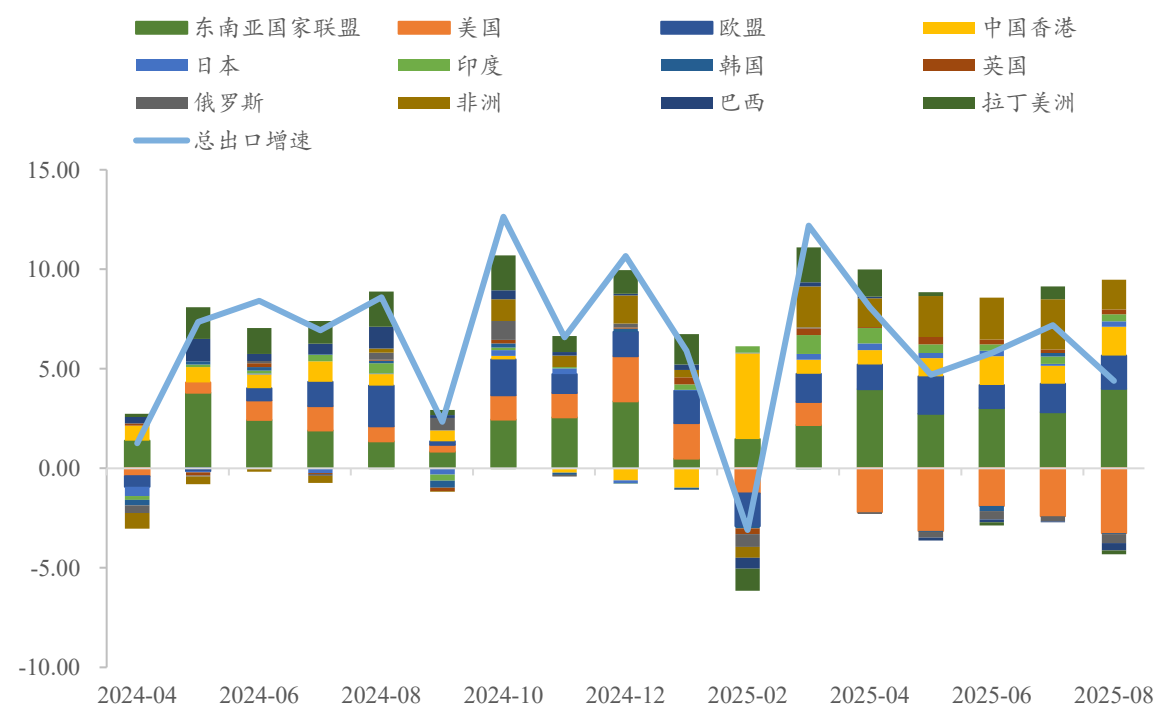


分国别和地区来看，对美国、拉美和非洲出口减速。8月对美出口同比-33.1%，已连续第5个月两位数负增长，并且较7月降幅扩大11.5%。8月对拉美出口同比-2.7%，较前月放缓10.6%，对非洲出口同比26.1%，较前月放缓16.8个百分点，自今年2月以来维持25%+的增速。两者分别拖累整体出口0.9%、0.7%。东盟、欧盟等经济体的出口增速提升。对东盟出口22.7%、欧盟10.8%、日本7.0%，对8月出口的拉动作用提升。这反映出中国商品的价格竞争力较强，给出口带来韧性。

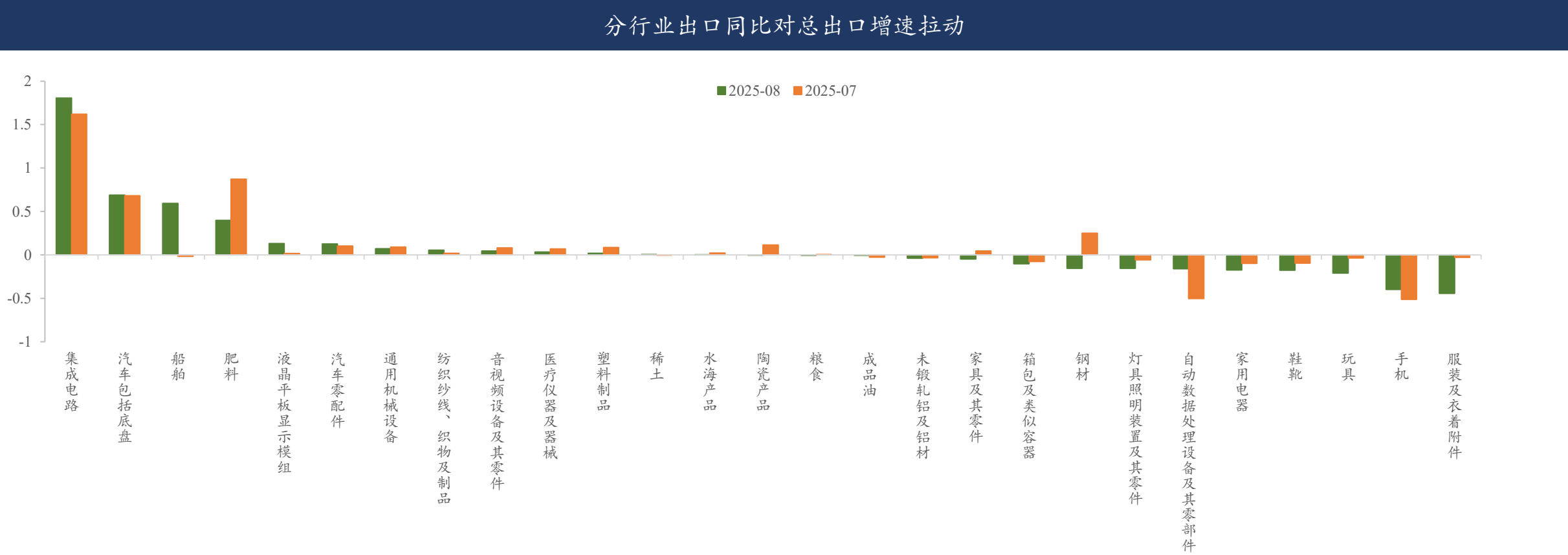
对各国家/地区出口同比



对各国/地区出口对总出口同比拉动

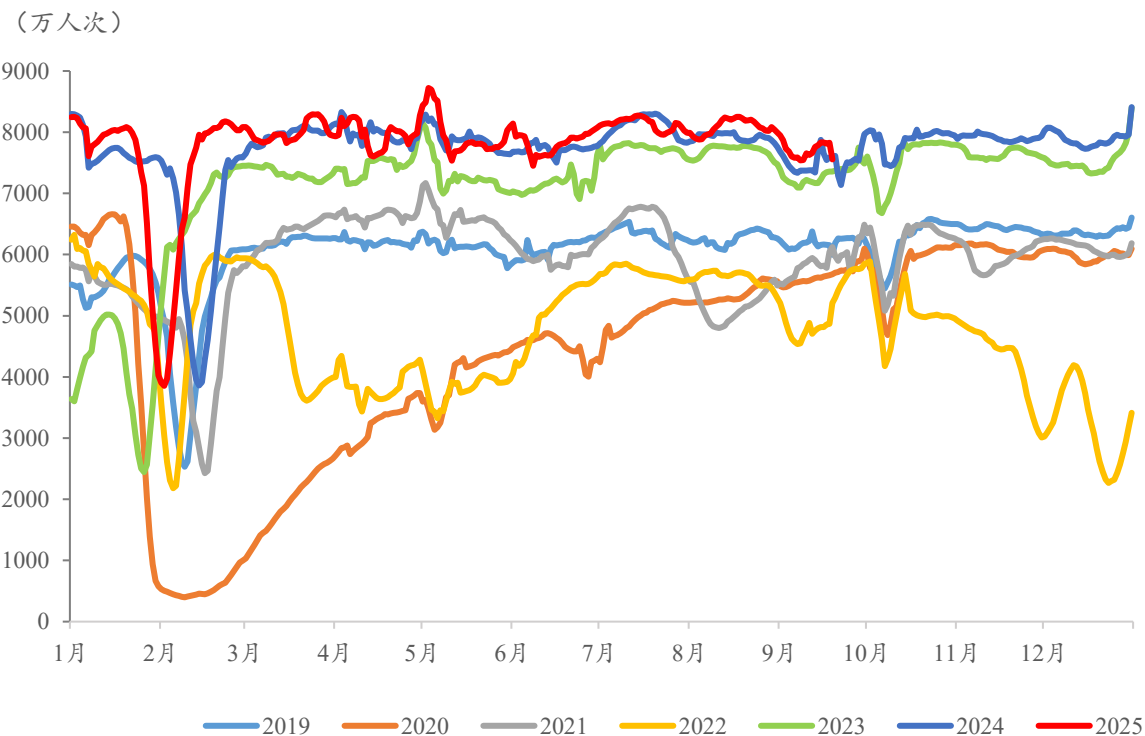


分产品来看，劳动密集型产品出口增速下降，人民币升值可能拖累了对价格敏感的劳动密集型产品出口增速。服装、玩具的拖累最大。集成电路、汽车底盘、船舶几项对出口拉动较高。

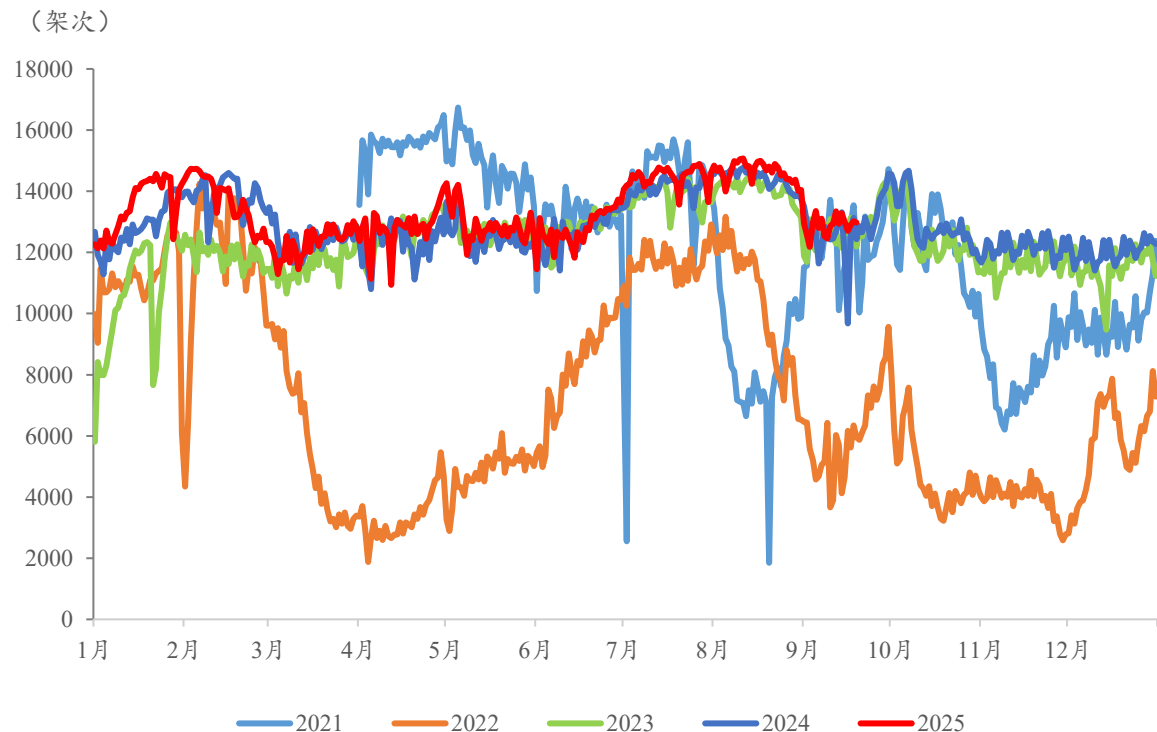


- 地铁客运和执行航班数据为居民生活半径和出行指标，与消费和服务业活动存在关联，目前地铁客运同比增速维持正增长，航班数环比小幅回落，反映暑期出行需求退坡，不过同比仍保持正增长。
- 截至目前，9月主要城市地铁客运量日均环比增速-4.03%，同比增速3.85%，当前绝对值处在历史高位。
- 截至目前，9月国内执行航班数日均12888架次，环比增速-11.96%，同比增速3.12%，较上月同比回升，当前绝对值处在历史高位。

主要城市地铁客运量（7日移动平均）



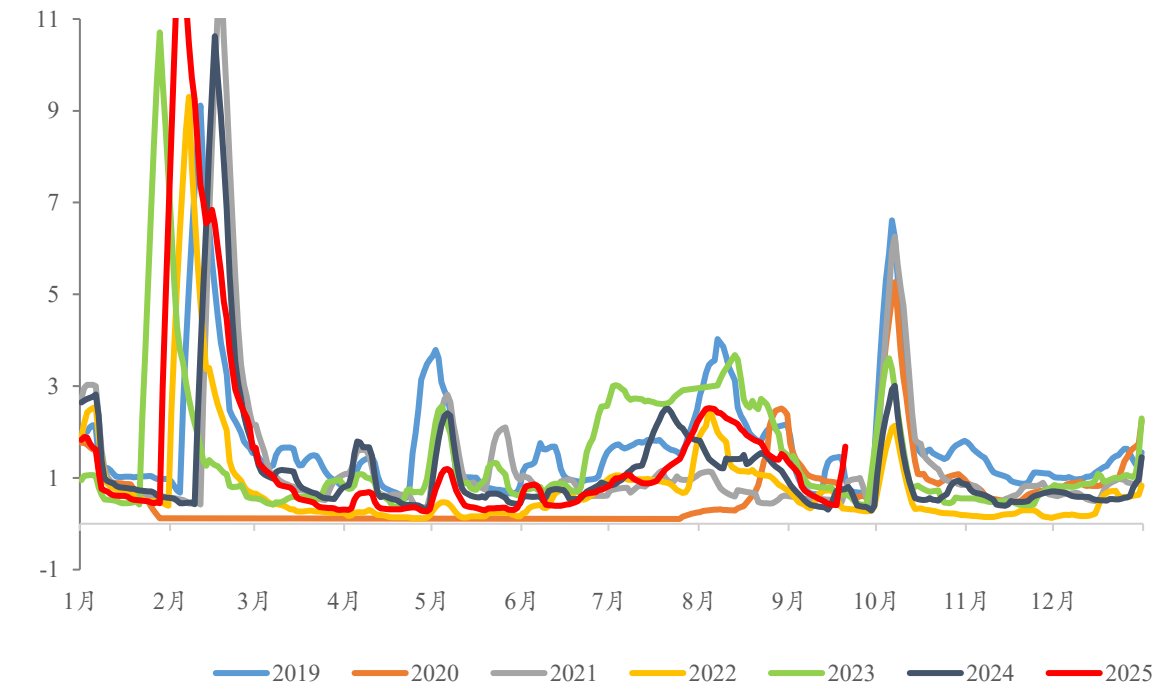
国内执行航班数



- 截至目前，9月电影票房均值9396万元，季节性降低，环比增速-51.37%，同比去年同期增速84%，同比回升。
- 截至目前，9月乘用车销量均值5.2万辆，环比增速-19.36%，同比去年同期增速-6.04%，同比增速回落。

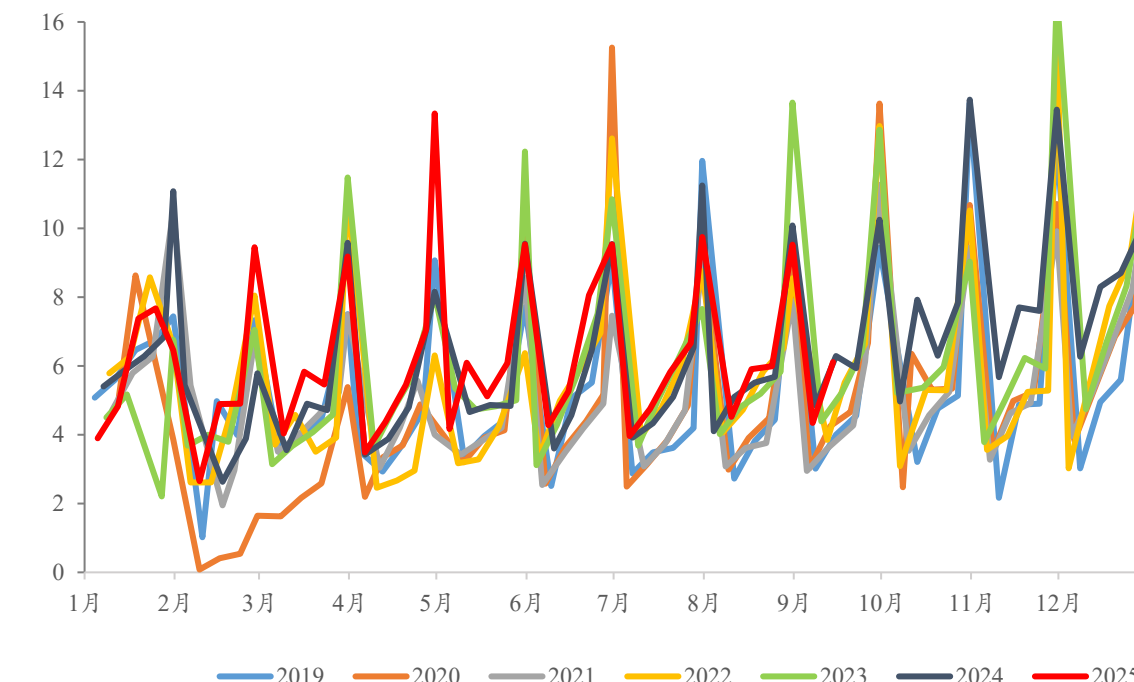
全国电影票房（7日移动平均）

(亿元)



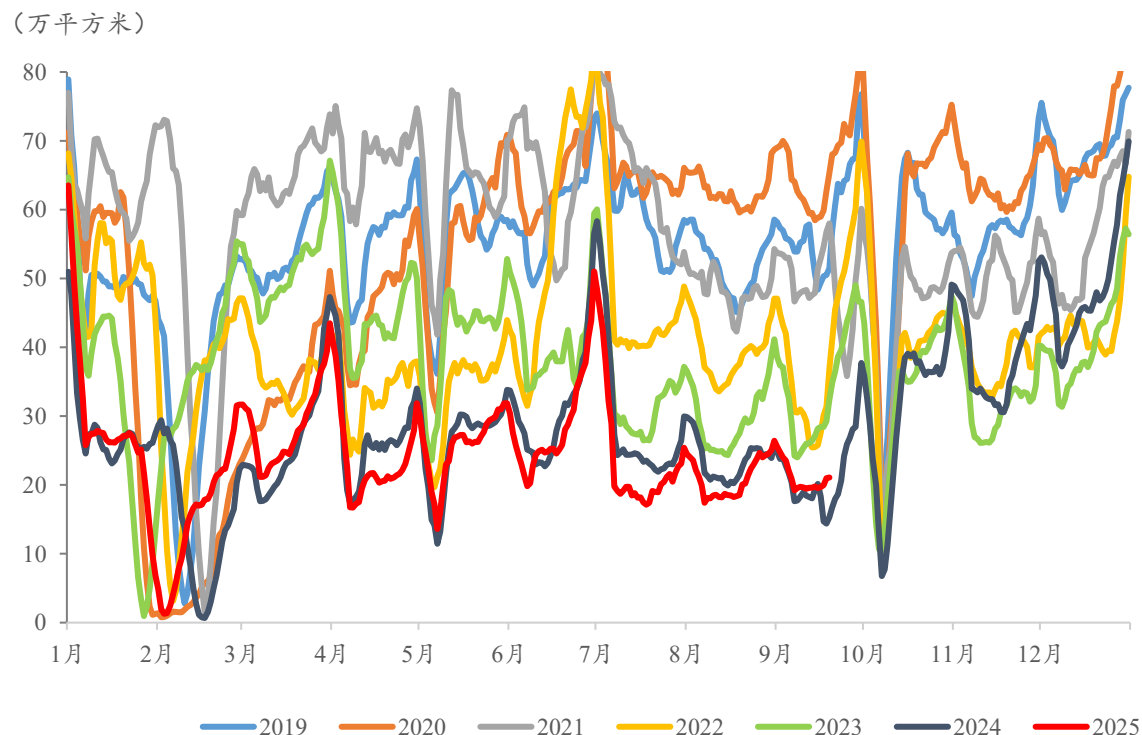
乘用车销量：厂家零售

(万辆)

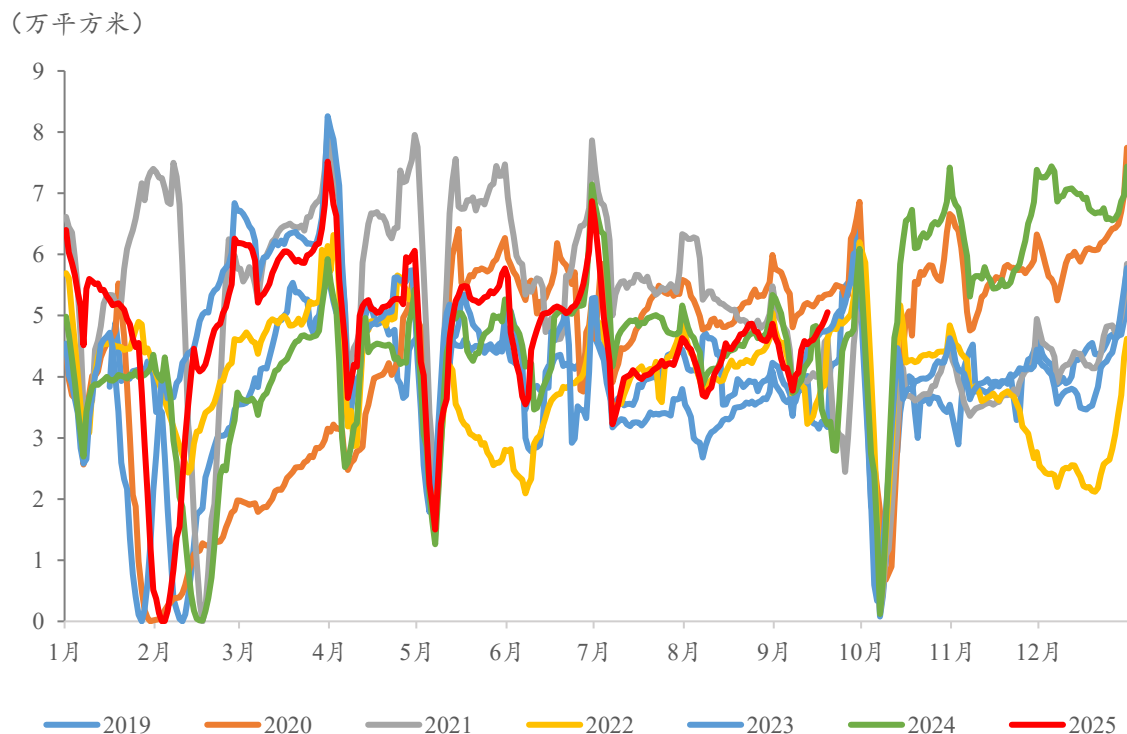


- 目前来看9月新房成交同比回落幅度有所加大，一线二手房销售量同比回落。
- 9月30大中商品房成交面积日均值20.43万平方米，环比增速-2.17%，同比去年同期增速18.94%，同比呈现企稳回升迹象，整体新房销售增速绝对值处于季节性低位。
- 9月北京二手房销售面积日均4.79万平方，环比增速11.81%，同比去年同期增速27.07%，同比增速出现回升。后续关注进一步巩固房地产市场稳定的增量政策。

30大中城市商品房成交面积（7日移动平均）

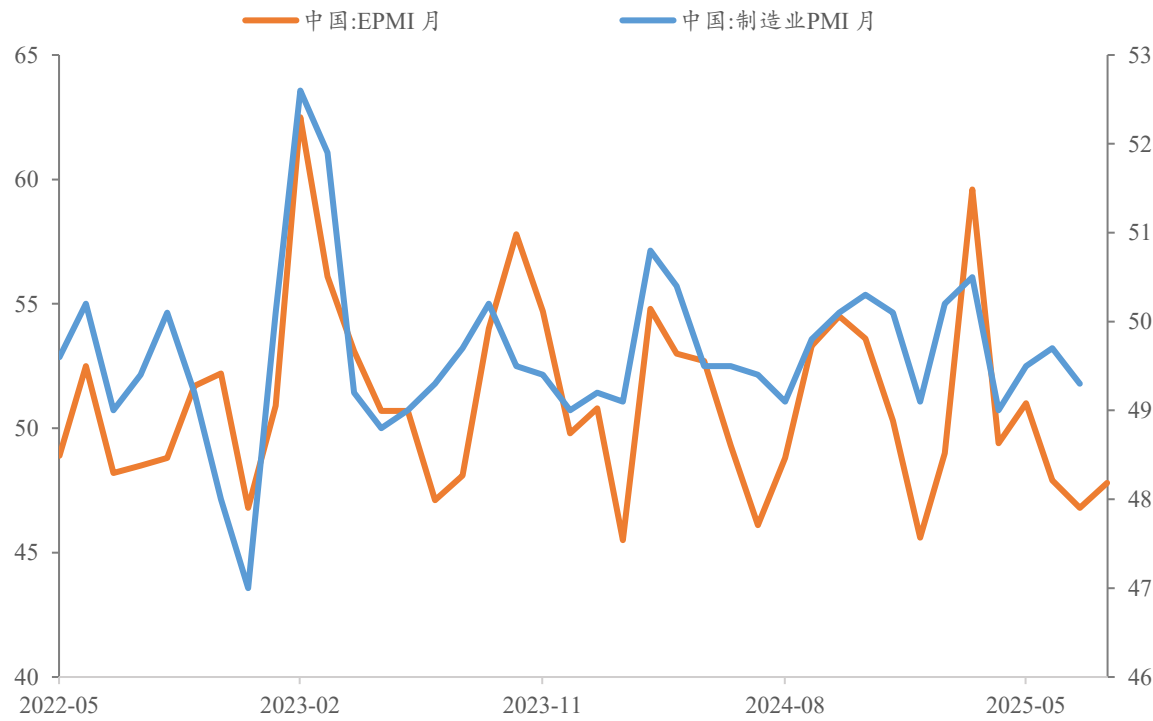


北京二手房成交面积（7日移动平均）

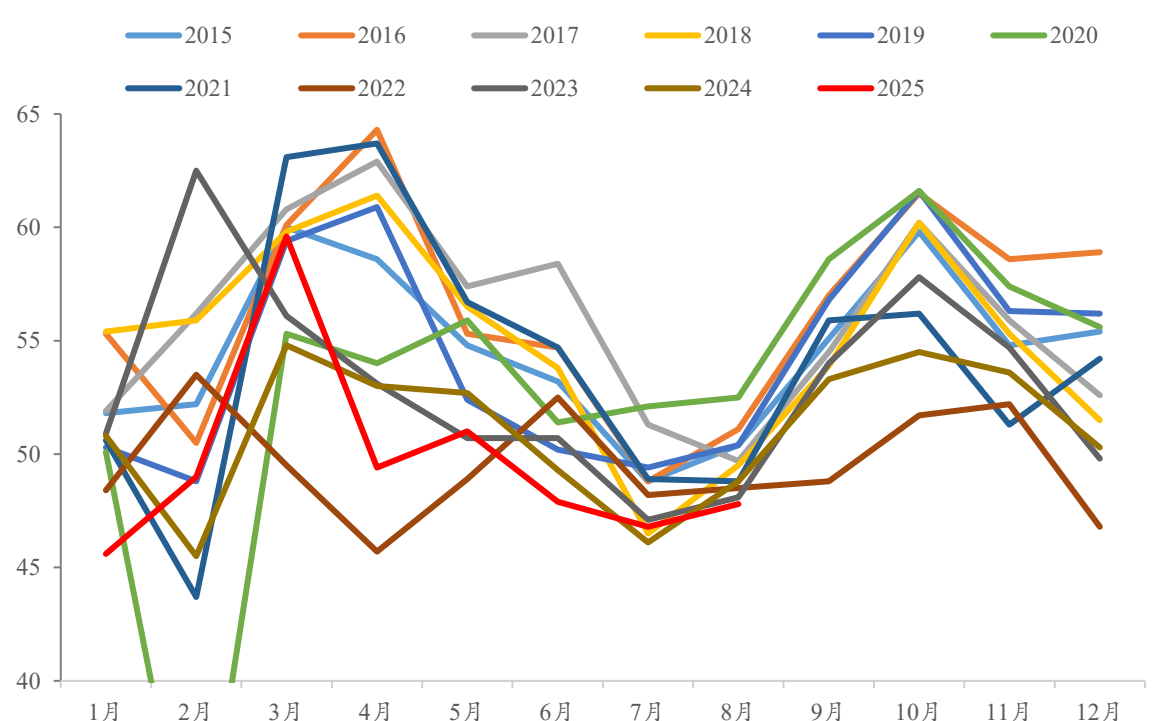


8月EPMI环比小幅上行1.0%。分项指标看，需求指标略有好转，“反内卷”背景下生产指标收敛，价格指标上行。8月产品订货、出口订货指标环比分别上行2.5%和2.8%，而生产指标环比-0.3%，“反内卷”下部分新兴产业生产收敛或是拖累生产和整体EPMI的主因；8月价格指标上行，8月新产业购进价格、销售价格环比分别上行5.3%和1.5%。

PMI&EPMI 边际回落

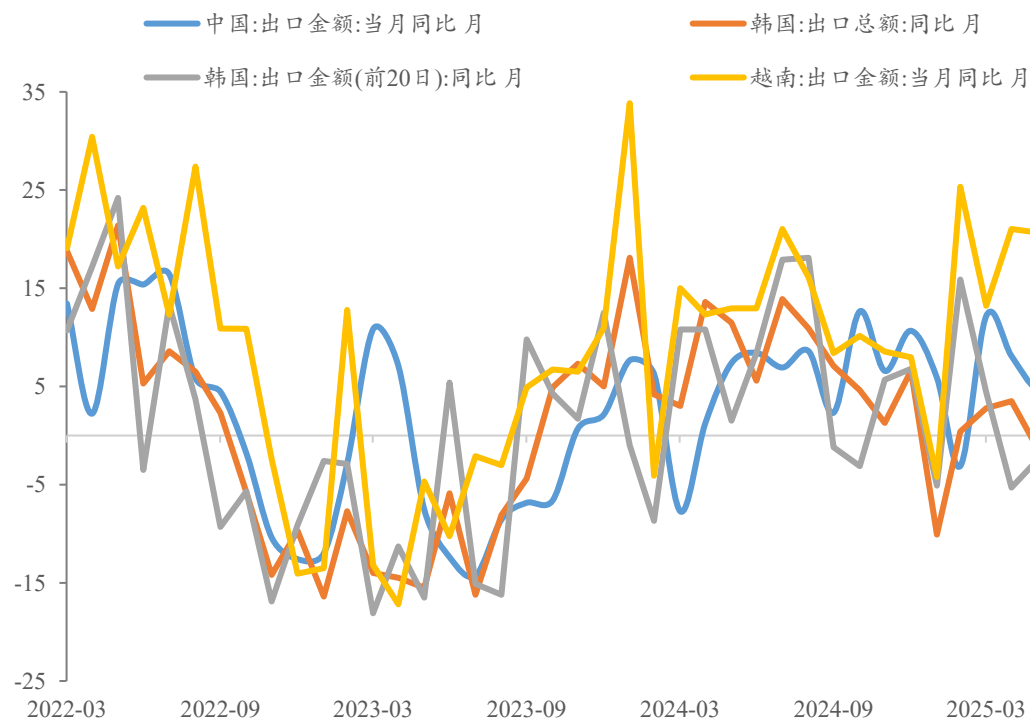


EPMI 季节性

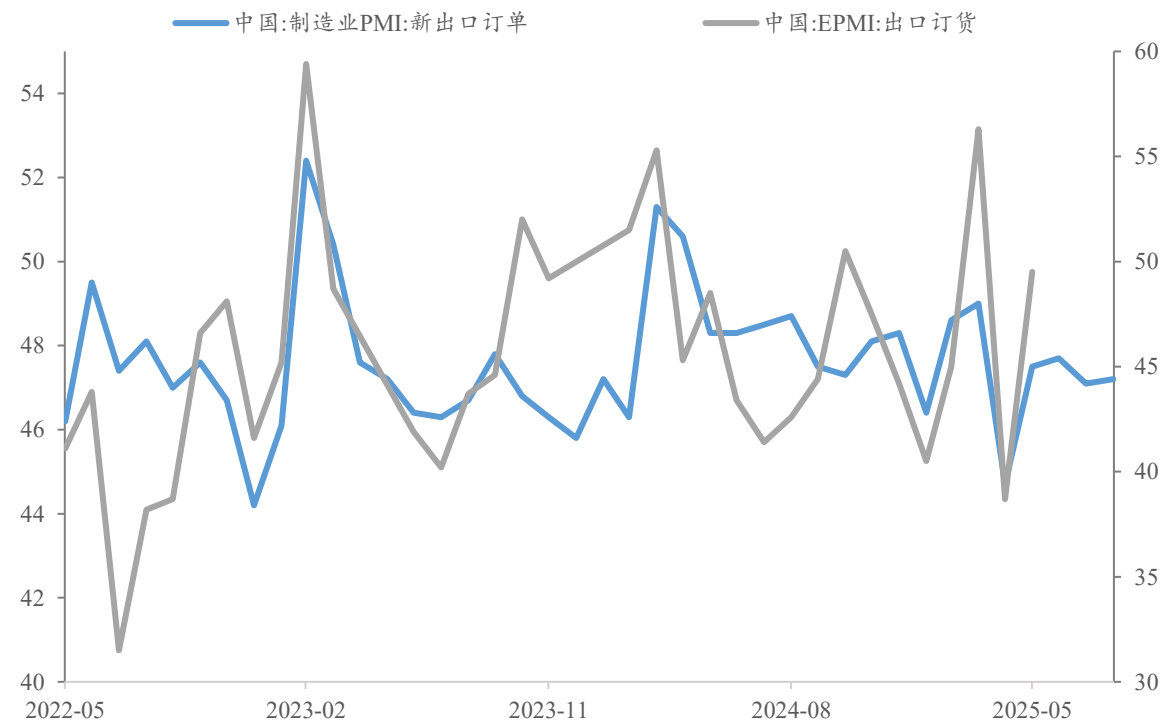


- 8月韩国前20日出口同比7.6%，较上月-2.3%回升。
- 8月韩国出口同比1.3%，较上月5.9%回落。
- 8月越南出口同比15.42%，较上个月的17.67%回落。

韩国前20日、韩国、越南出口同比

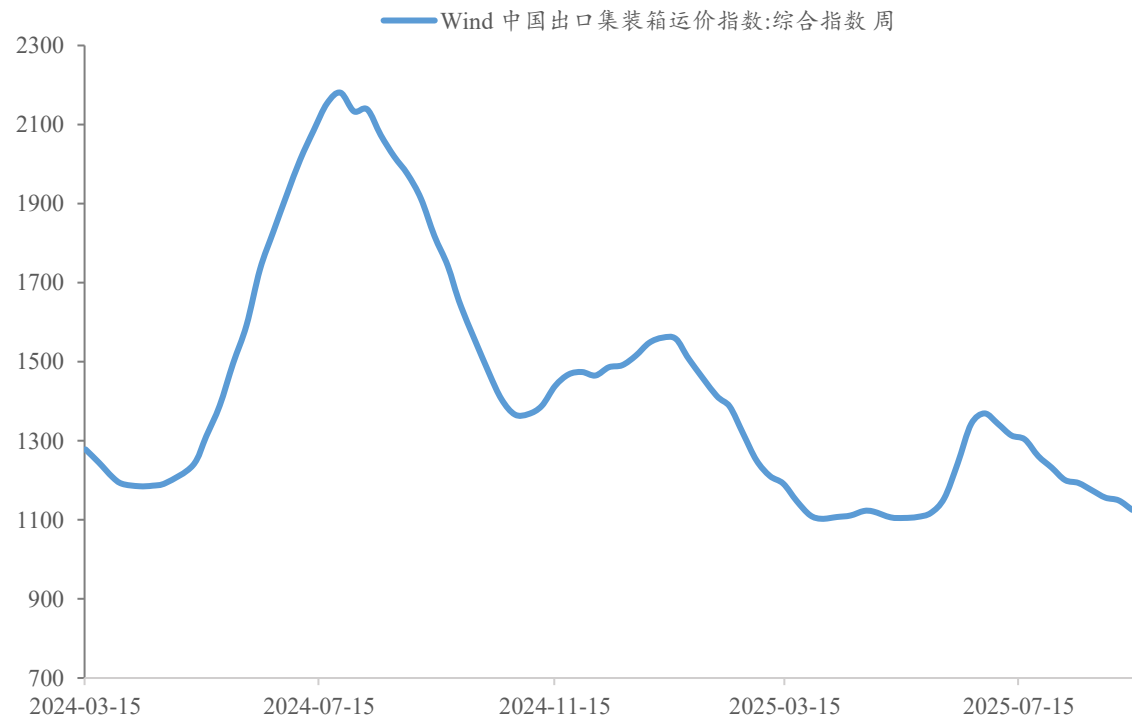


PMI、EPMI 出口订单指数

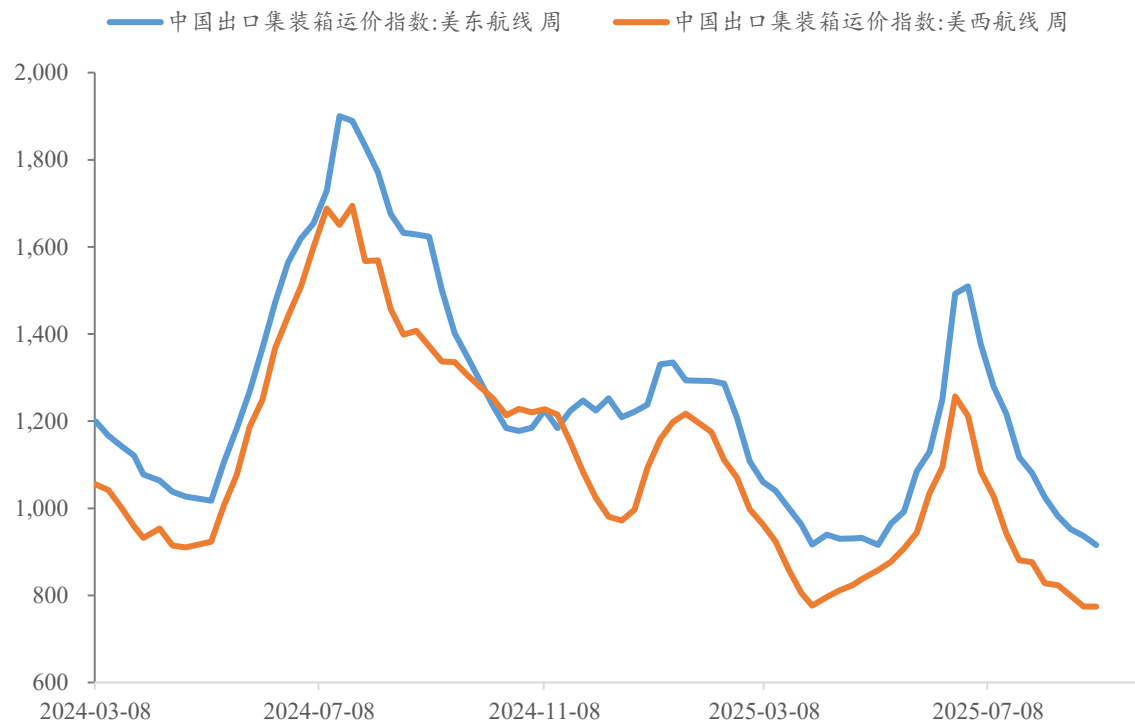


- 9月出口集装箱运价指数环比-4.56%较上月-8.72%回升，进入9月运价整体降幅收窄。
- 9月美西和美东航线集装箱运价指数均值环比-8.03%、-5.59%，整体运价维持负增但降幅收窄，印证近几个月对美出口持续负增。

中国出口集装箱运价指数

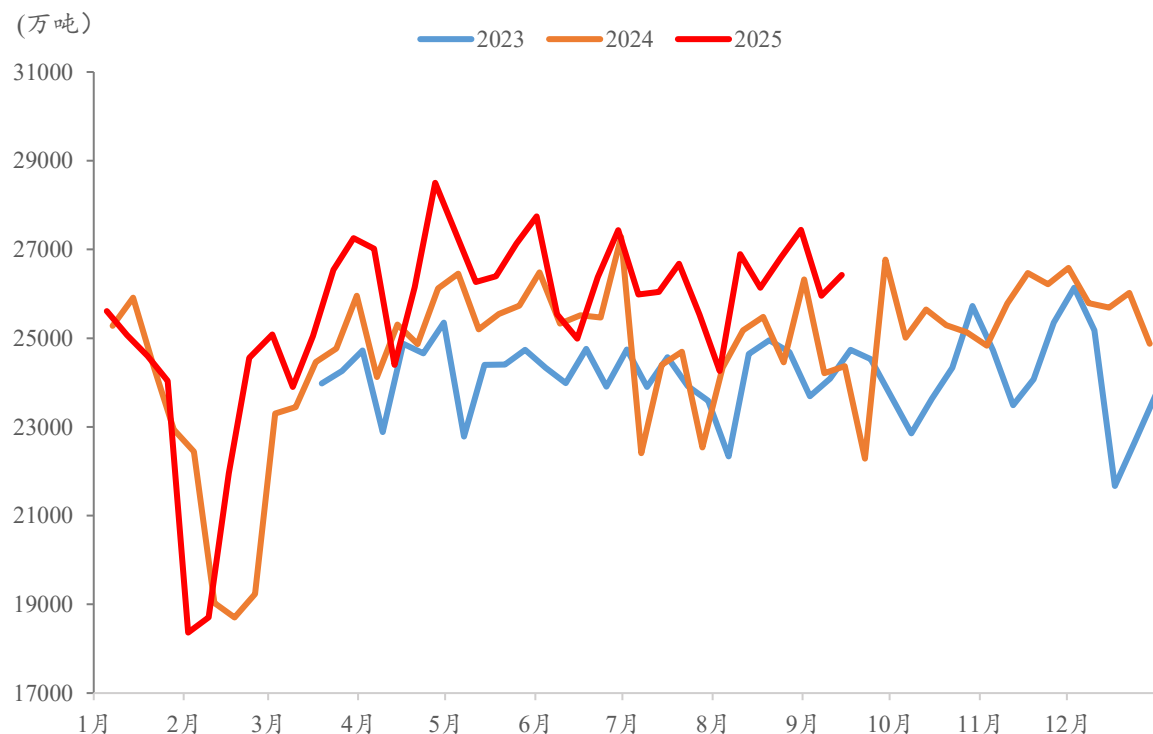


美西航线&美东航线集装箱运价指数

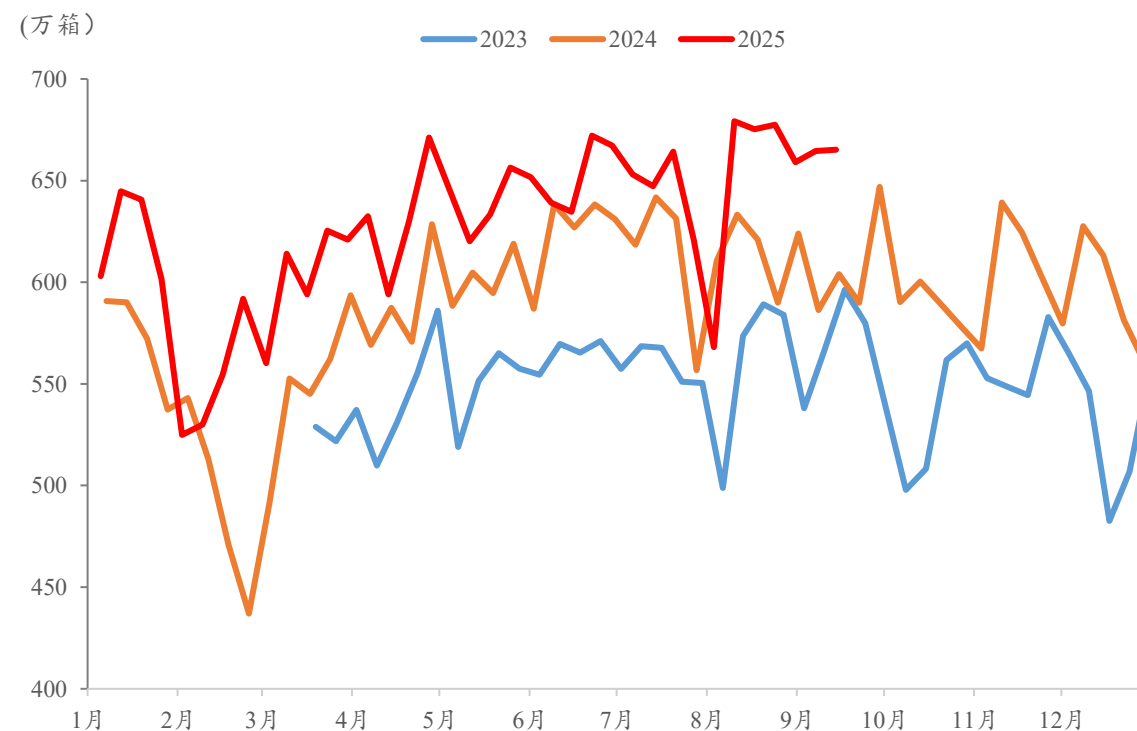


- 从港口吞吐量来看，9月同比升降不一。
- 9月货物吞吐量周度均值为26190万吨，同比增长5.65%，较8月增速5.82%回落。
- 8月集装箱吞吐量周度均值664万箱，同比增长8.96%，较8月增速6.21%回升。

中国港口货物吞吐量（万吨）

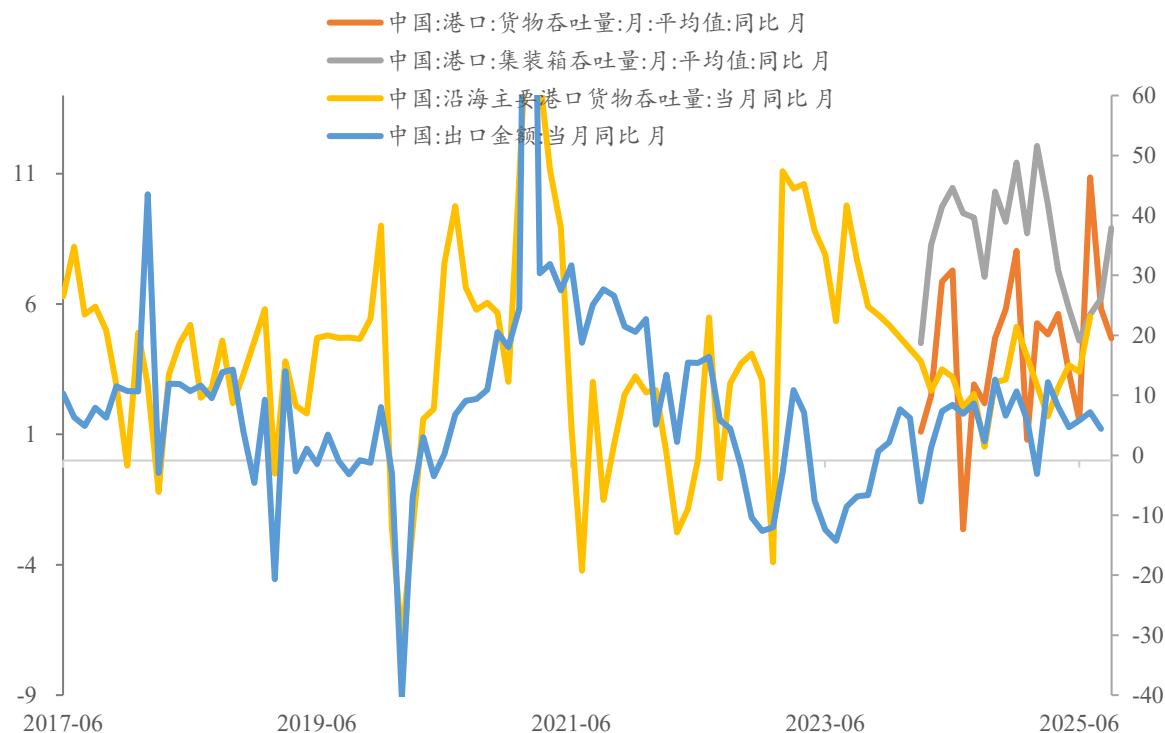


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

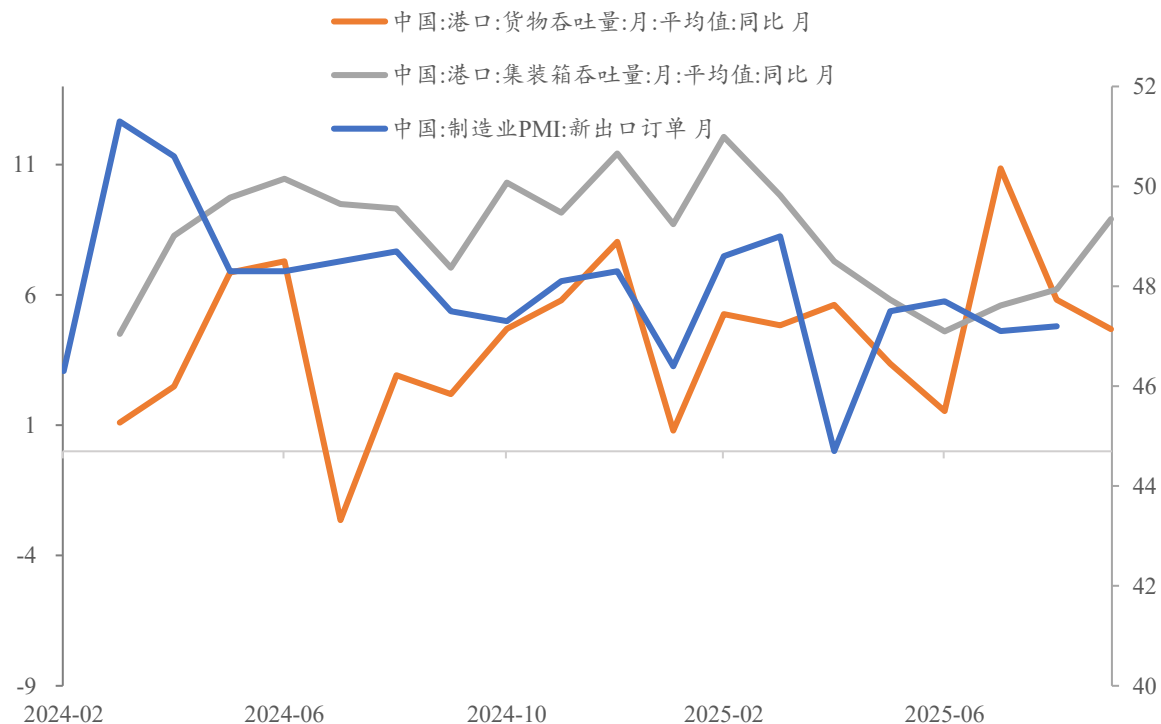


- 长周期来看，沿海主要港口货5.65%、8.96%，从港口货运同比看目前出口增速维持正增长，中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期3个月，预计三季度出口增速失速风险较低。

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

主要观点

- 边际上6月以来，国内固定资产投资和消费呈现边际放缓的特征，国内经济延续外需强内需修复慢的格局，背后可能一是地产销售放缓对终端需求和相关链条的传递，二是资金待接续背景下基建投资放缓，三是设备更新与以旧换新资金换档、反内卷背景约束部分产业投资，带来制造业投资下行和两新商品消费增速边际放缓。
- 一、货币政策：
 - 1) 政策基调，二季度报告强调“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”，接下来的货币政策重点在“落实落细”，并持续营造适宜的金融环境。2) 稳固信贷支持力度。一季度报告中提及“加大信贷投放力度”，二季度报告则转变为“稳固信贷支持力度”或指向信贷总量重视程度减弱，可能结合流动性工具偏重结构调控。3) 提及“防范资金空转”。相比一季度报告，二季度货币政策报告重提“防范资金空转”，或指向当前经济增长压力相对缓和，流动性总量进一步宽松的必要性不强，更多可能转向提高资金使用效率。不过出于降成本和扩内需目的，叠加利率中枢平稳、稳外汇压力不强，当前资金中枢也不太可能出现类似一季度的提升。
- 二、内需政策
 - 1、国务院第九次全体会议召开：会议提及，服务消费和两重投资是当前阶段宏观总量政策的两大抓手，同事提出继续巩固房地产市场止跌回稳态势。其后北京、上海和天津等地均加大房地产政策支持，包括放松限购和加大公积金购房支持。
 - 2、国务院常务会议：两新政策，加强统筹协调，完善实施机制，更好发挥对扩大内需的推动作用。今年第三批消费品以旧换新资金690亿元已下达，第四批同等规模资金将于10月接续发力；今年超长期特别国债支持设备更新的1880亿元投资补助资金也已下达完毕。
 - 3、国务院关于推动城市高质量发展的意见：强调建立可持续的城市建设运营投融资体系，包括对涉及重大安全 and 基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度、创新财政金融政策工具、强化中长期信贷供给等。

会议/行业	召开时间	2025年8月 主要内容	相关解读
中国人民银行与 财政部联合工作 组召开首次正式 会议	2024/10/9	<p>为贯彻党的二十届三中全会精神，落实中央金融工作会议“丰富货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”的要求，中国人民银行、财政部建立联合工作组，并于近日召开工作组首次正式会议；</p> <p>会议充分肯定了前期双方在央行国债买卖方面的紧密合作，确立了工作组运行机制，并就债券市场运行情况等议题互换了意见。双方一致认为央行国债买卖是丰富货币政策工具箱、加强流动性管理的重要手段；下一步，要统筹发展和安全，继续加强政策协同，不断优化相关制度安排，在规范中维护债券市场平稳发展，为央行国债买卖操作提供适宜的市场环境。</p>	
财政部与中国人民 银行联合工作 组召开第二次组 长会议	2025/9/3	<p>为推动实施更加积极有为的宏观政策，加强财政政策与货币政策协调配合，近日，财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议；</p> <p>会议充分肯定了去年联合工作组成立以来部、行协同配合取得的成效，并就金融市场运行、政府债券发行管理、央行国债买卖作和完善离岸人民币国债发行机制等议题进行了深入研讨；双方一致认为财政政策与货币政策的协同发力，为应对当前复杂多变的市场环境、推动经济持续回升向好提供了有力保障；下一步，要继续积极发挥部、行联合工作组机制作用，深化合作加强协同，持续推动我国债券市场平稳健康发展，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效。</p>	<p>1、货币政策配合财政政策发力，保持流动性合力充裕，维护支持性金融环境和政府债发行。</p> <p>2、国债买卖在年内可能适时重启，财政货币协同性可能进一步增强，配合政府债发行节奏央行流动性投放和政策工具使用可能更加精准。对债市影响偏利多。</p>

会议/行业	召开时间	2025年8月 主要内容	相关解读
国务院第九次全体会议	2025/8/19	1、要进一步提升宏观政策实施效能，深入评估政策实施情况，增强政策针对性有效性，及时回应市场关切，稳定市场预期。 2、持续激发消费潜力，系统清理消费领域限制性措施， 加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。 3、 加力扩大有效投资 ，发挥重大工程引领带动作用，适应需求变化更多投资于人、服务于民生，积极促进民间投资。 4、 纵深推进全国统一大市场建设 ，不断释放超大规模市场红利。 5、 采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势 ，结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求	1、国务院第九次全体会议召开。从会议对政策的阐述来看，政策对进一步稳定短期经济走势仍非常重视。服务消费和两重投资是当前阶段宏观总量政策的两大抓手，同事提出继续巩固房地产市场止跌回稳态势。
一线城市地产政策放松	2024/8	近期地方继续松地产，聚焦取消限购限售+优化公积金支持。 北京取消五环外限购、同步加大公积金贷款支持。 天津支持公积金付首付、合肥第三次放宽“商转公”业务办理年限、苏州公积金贷款首付款比降至15%。 上海取消外环外限购、苏州取消限售，两地均配套优化公积金支持 此外，广州、上海部署加快推进城中村改造、城市更新 ，且上海明确要求“将群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村优先纳入改造范围”	2、北京、上海和天津等地均加大房地产政策支持，包括放松限购和加大公积金购房支持。
国务院常务会议	2025/8/22	实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策情况汇报，围绕更好发挥“两新”政策对扩大内需的推动作用作出系列部署； 大规模设备更新和消费品以旧换新政策，在稳投资、扩消费、促转型、惠民生等方面取得明显成效。 要在对政策实施情况进行认真总结评估的基础上，加强统筹协调，完善实施机制，更好发挥对扩大内需的推动作用； 今年第三批消费品以旧换新资金690亿元已下达，第四批同等规模资金将于10月接续发力；今年超长期特别国债支持设备更新的1880亿元投资补助资金也已下达完毕。	3、两新政策，要在对政策实施情况进行认真总结评估的基础上，加强统筹协调，完善实施机制，更好发挥对扩大内需的推动作用。
国务院关于推动城市高质量发展的意见	2025/8/28	1、建立可持续的城市建设运营投融资体系。落实地方政府主体责任，统筹财政资金、社会资本和金融等资金渠道。 2、对涉及重大安全和基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度，中央预算内投资予以适当补助。 3、创新财政金融政策工具，吸引和规范社会资金参与，稳慎推进公用事业价格改革。 （据21世纪经济报道，发改委、财政部、央行将联合推出5000亿政策性金融工具，重点投向数字经济、人工智能、低空经济、消费领域、绿色低碳、农业农村、交通物流，城市基础设施等新兴产业和基础设施领） 4、强化中长期信贷供给，发挥债券市场、股票市场融资功能，鼓励保险、信托等机构提供金融服务。加快融资平台改革转型，坚决遏制新增地方政府隐性债务。	4、城市高质量发展建议方面，强调建立可持续的城市建设运营投融资体系，包括对涉及重大安全和基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度、创新财政金融政策工具、强化中长期信贷供给等。

二季度货币政策执行报告



召开时间 主要内容	2025年8月15日 二季度货币政策执行报告	相关解读
经济形势	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，我国经济运行依然面临不少风险挑战。同时，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，要保持战略定力，集中力量办好自己的事，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。	1、政策基调，二季度报告强调“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”，接下来的货币政策重点在“落实落细”，并持续营造适宜的金融环境。
工作基调	坚持稳中求进工作总基调……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，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，强化宏观政策取向一致性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官	2、稳固信贷支持力度。一季度报告中提及“加大信贷投放力度”，二季度报告则转变为“稳固信贷支持力度”或指向信贷总量重视程度减弱，可能结合流动性工具偏重结构调控。
货币政策定调	落实落细适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，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，持续营造适宜的金融环境。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。	3、提及“防范资金空转”。相比一季度报告，二季度货币政策报告重提“防范资金空转”，或指向当前经济增长压力相对缓和，流动性总量进一步宽松的必要性不强，更多可能转向提高资金使用效率。不过出于降成本和扩内需目的，叠加利率中枢平稳、稳外汇压力不强，当前资金中枢也不太可能出现类似一季度的提升。
存贷款利率	进一步完善利率调控框架，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，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……强化利率政策执行和监督，适时开展对金融机构利率政策和自律约定执行情况的现场评估，提升金融机构利率定价能力……畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。	4、通胀方面，二季度报告提及“一些行业领域存在低价过度竞争，外需也在收缩，加大了经济供需平衡压力”，指明整治低价竞争、促进消费提升等需求端政策的落地，是未来促进物价合理回升的主要政策思路。
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，把握好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，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长，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，持续营造适宜的金融环境。	
结构性工具	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸	
支持实体	着力提升重大战略、重点领域和薄弱环节的融资可得性和金融产品服务供需适配度……发挥科技创新和技术改造再贷款工具牵引带动作用，做好债券市场“科技板”工作……规范和丰富环境权益抵质押等绿色金融产品……持续跟踪金融支持民营和小微企业政策落实效果……开展好金融支持乡村全面振兴专项行动……实施好创业担保贷款、国家助学贷款政策，支持重点群体创业就业和就学……强化养老产业融资支持，丰富养老金融产品体系，推动金融支持消费政策落实落地	
外汇	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，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，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	
房地产	着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，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。	

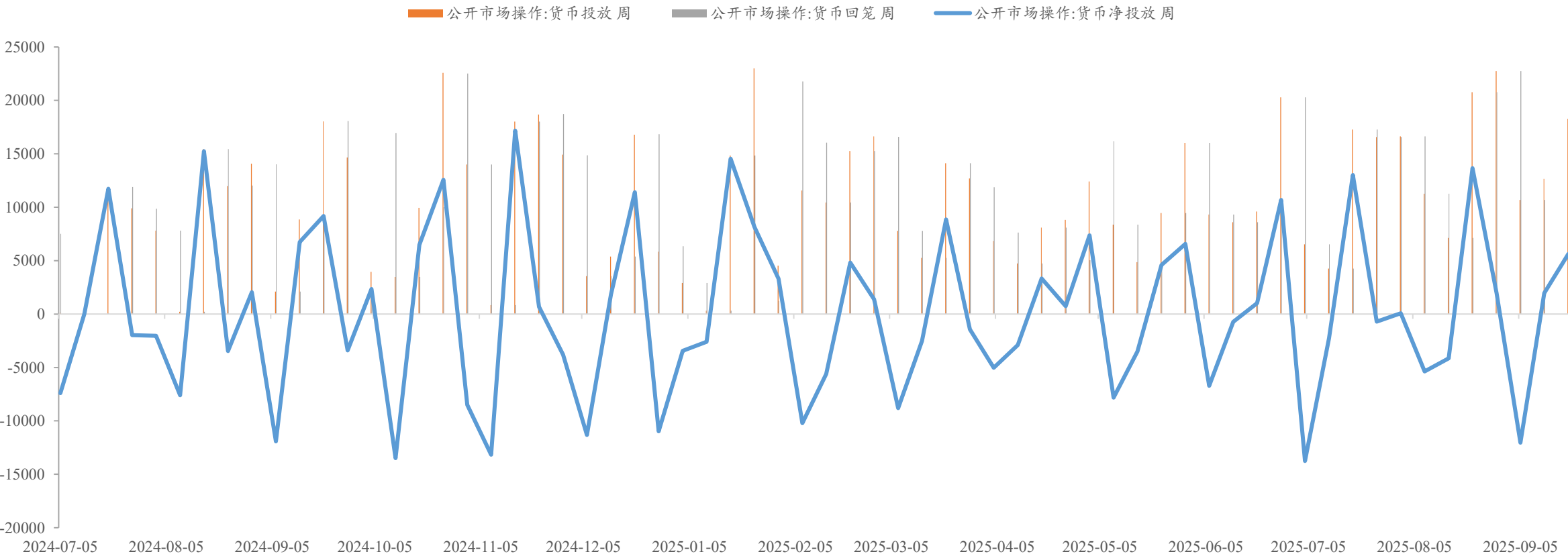
3



资金面跟踪

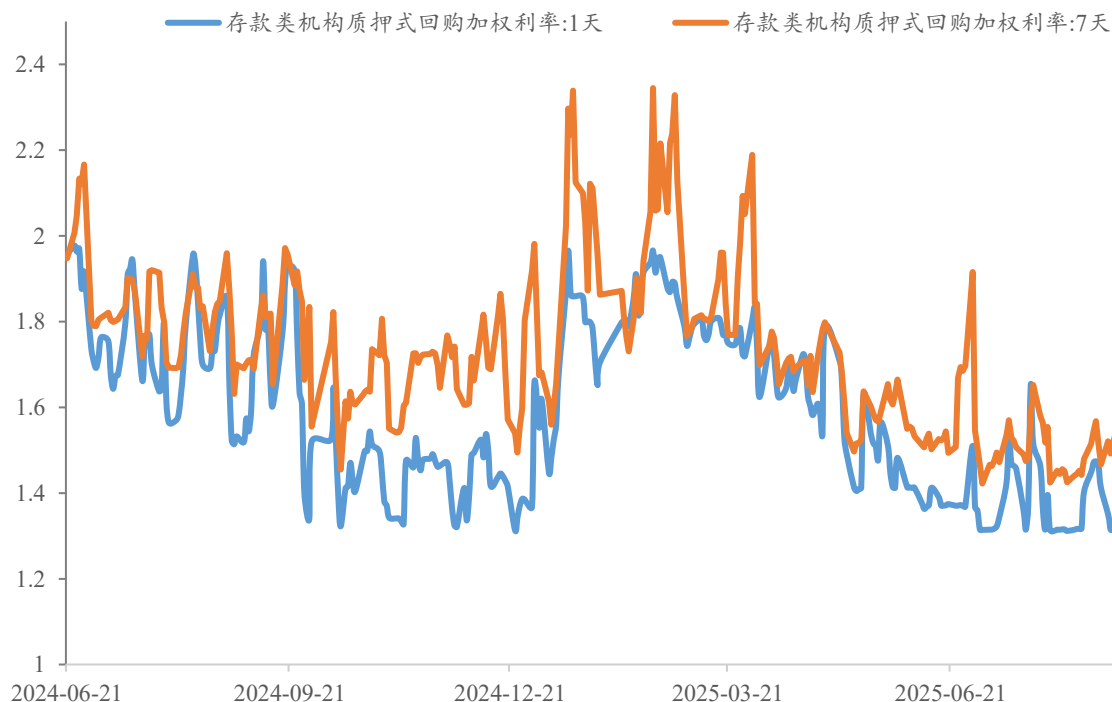
- 本周央行公开市场有12645亿元逆回购到期，进行了18268亿元逆回购投放，净投放5923亿元。央行转为呵护流动性。
- 下周将有18268亿元逆回购到期。
- 中长期资金部分，9月分别有10000亿元3个月期和3000亿元6个月期买断式逆回购到期，央行公布进行10000亿元3个月买断式逆回购，月初等额续作。上周五公布进行6000亿元6个月买断式逆回购，净投放3000亿元。

公开市场操作（亿元）

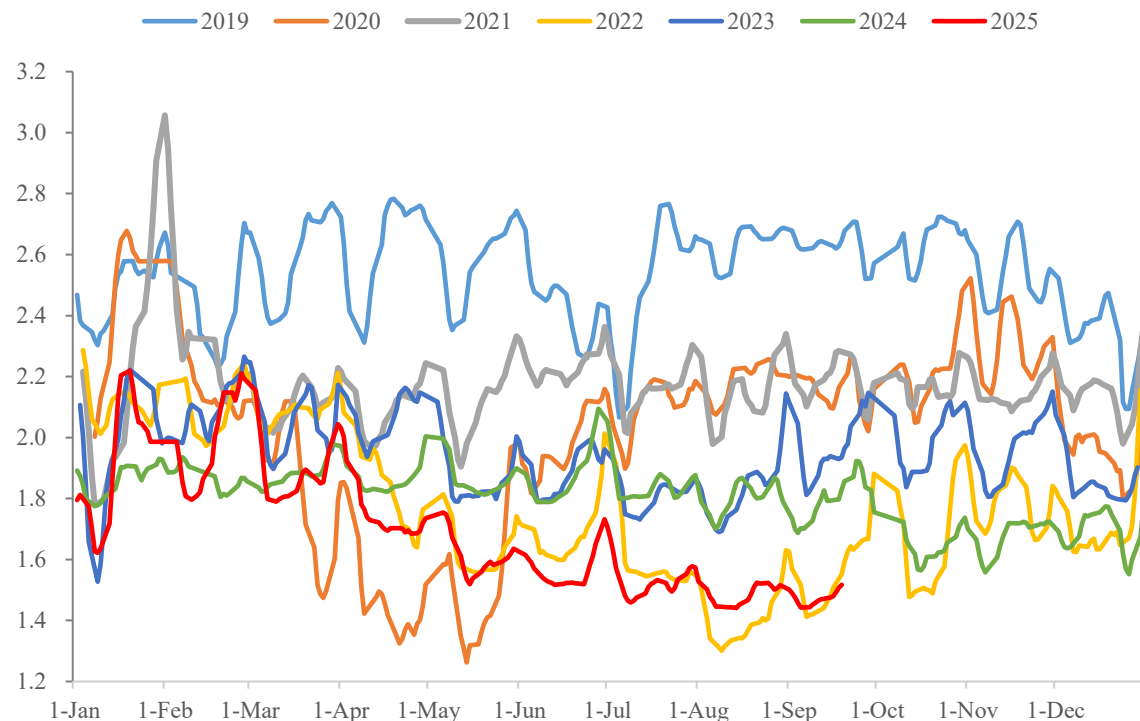


- 截至9月19日，本周存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.46%，较上周均值变化7.68BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.51%，较上周收盘变化4.8BP。资金面受到税期影响整体收敛，下周面临跨季跨节，资金面波动性预计会季节性提高，不过央行也很可能会通过MLF增量投放和重启14天逆回购等方式稳定资金面，因此预计资金面收敛有限度，隔夜资金利率可能仍主要在1.5%以内波动。

银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

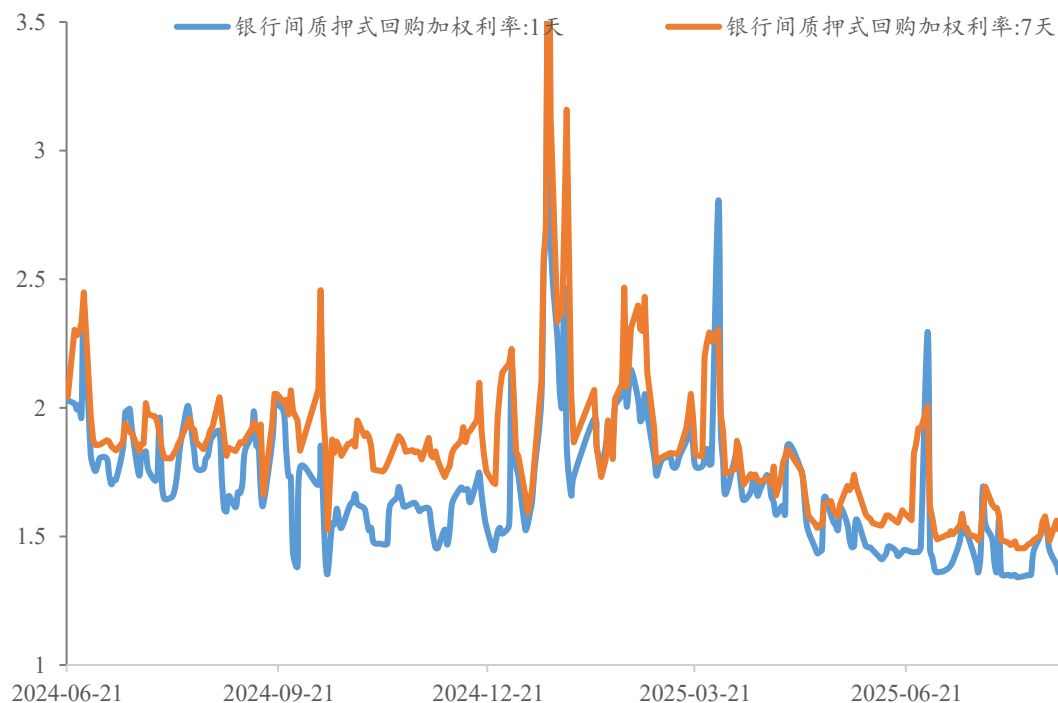


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性 (%)

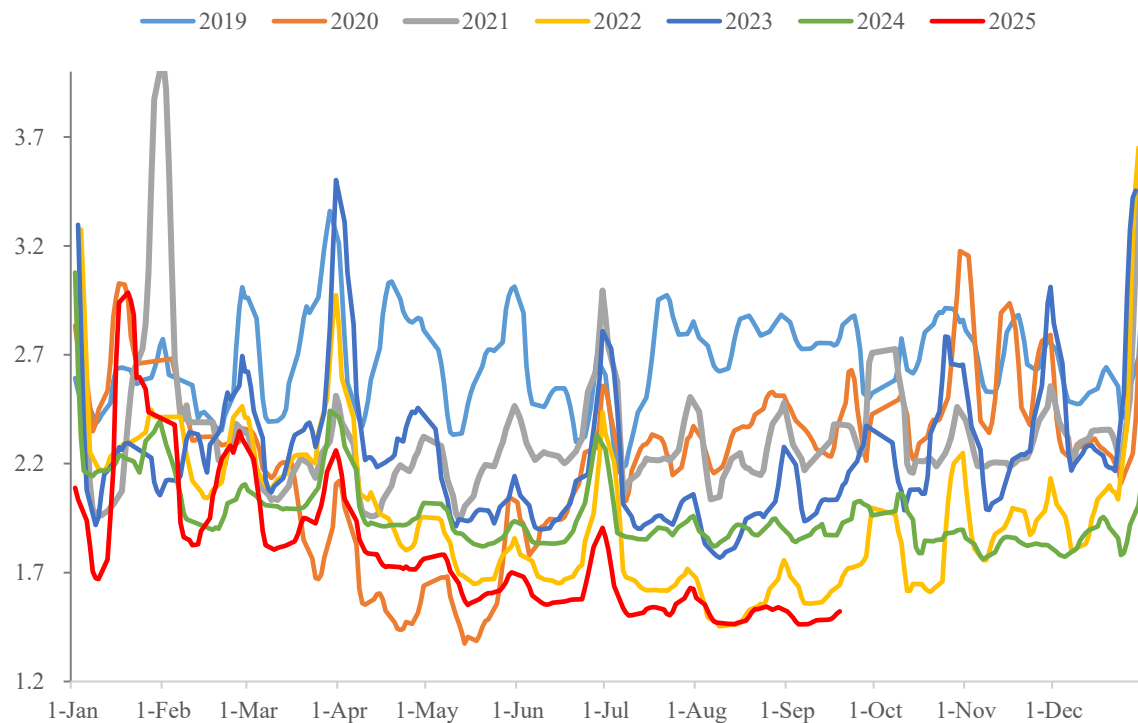


- 截至9月19日，本周银行间质押式回购利率1天期均值为1.51%，较上周均值变化8.6BP，银行间质押式回购利率7天期均值为1.52%，较上周均值变化4.01BP。

银行间市场质押式回购利率 (%)

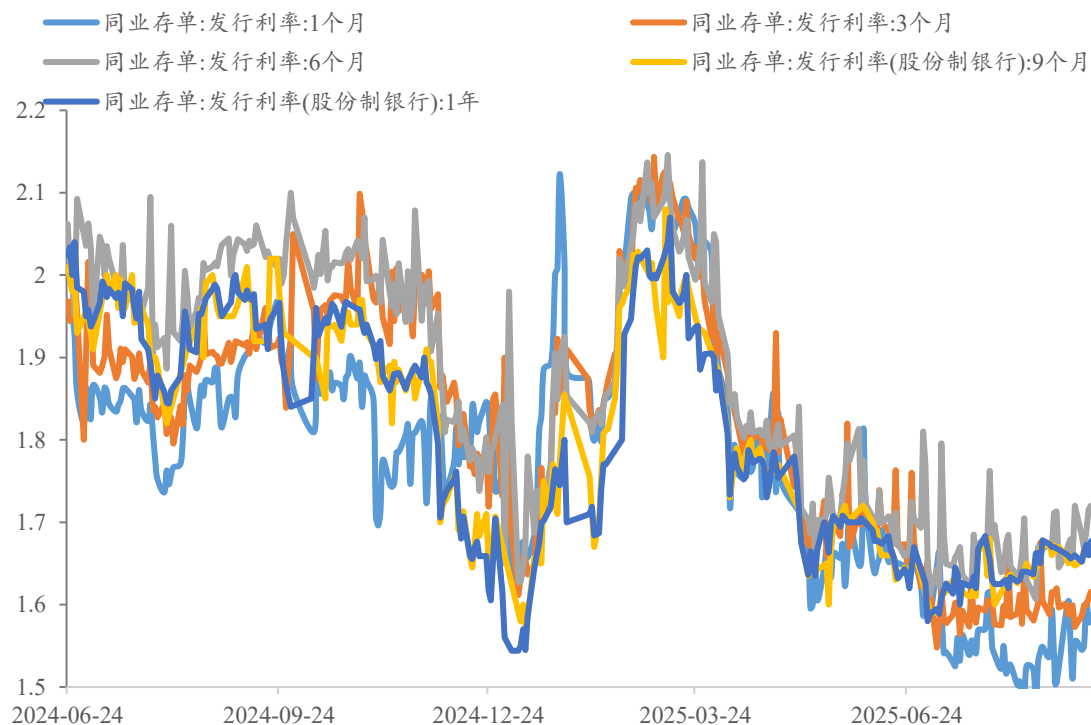


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)

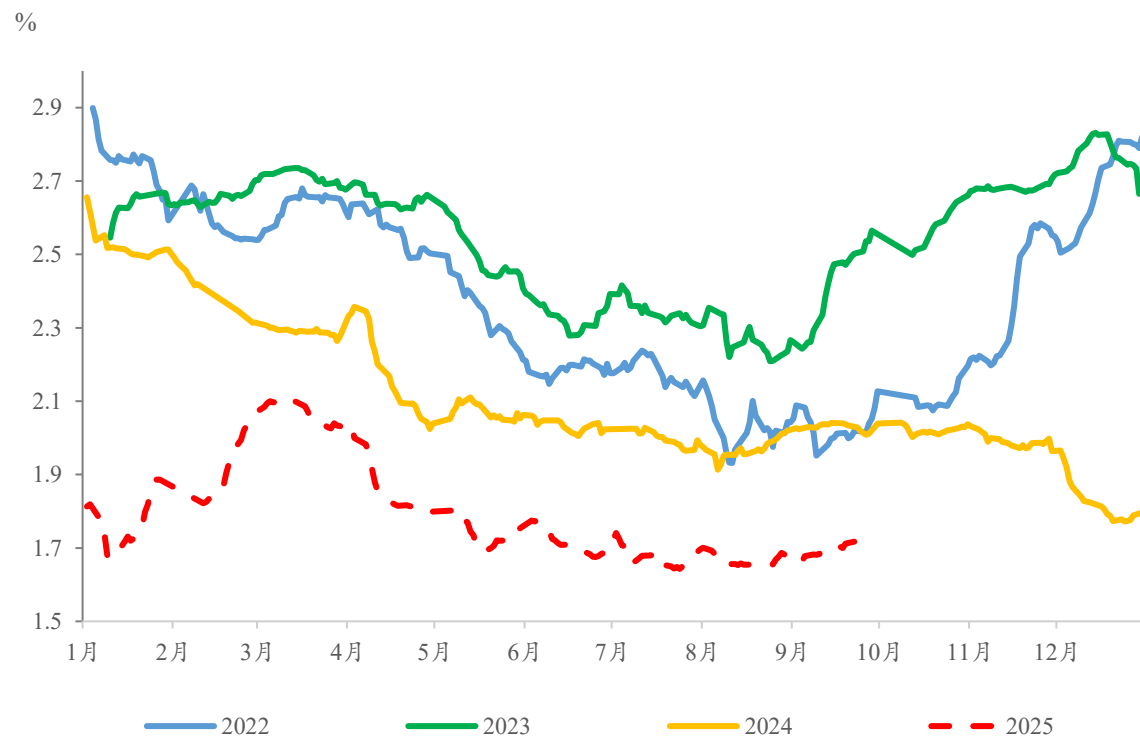


- 本周同业存单发行利率多数上行，1M同业存单周均值及至1.59%，较上周变化2.65BP，3M同业存单发行利率均值及至1.62%，较上周变化2.7BP。6M同业存单利率均值1.71%，较上周均值变化1.68BP。

同业存单利率 (%)

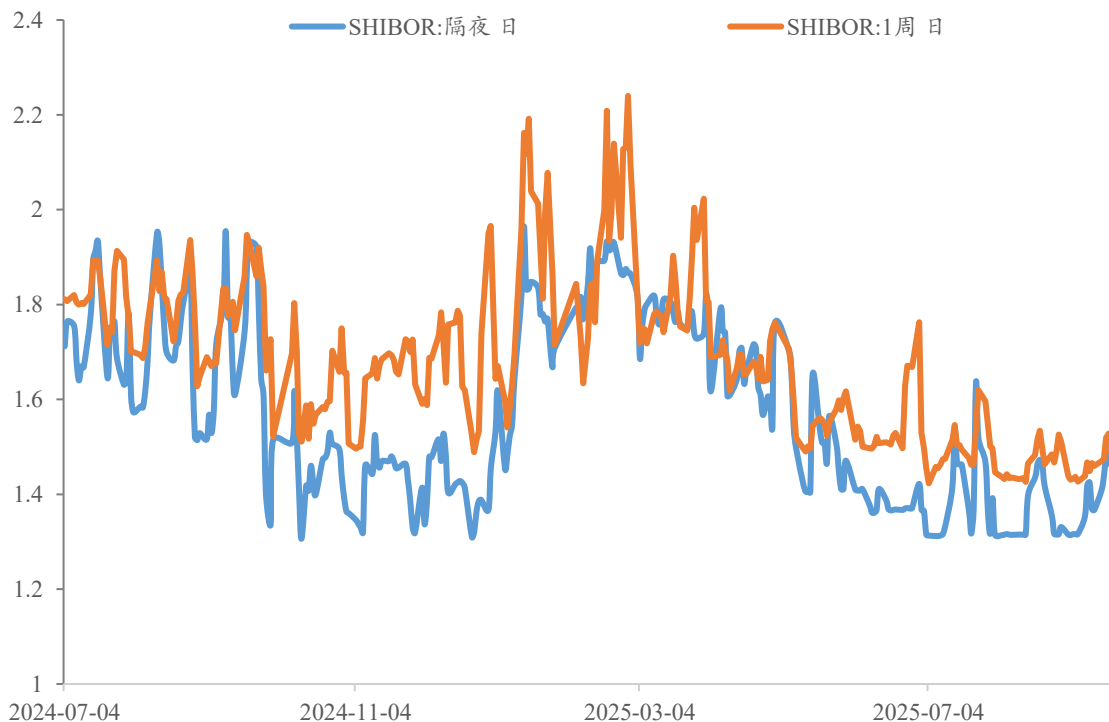


6M同业存单季节性 (5DMA)

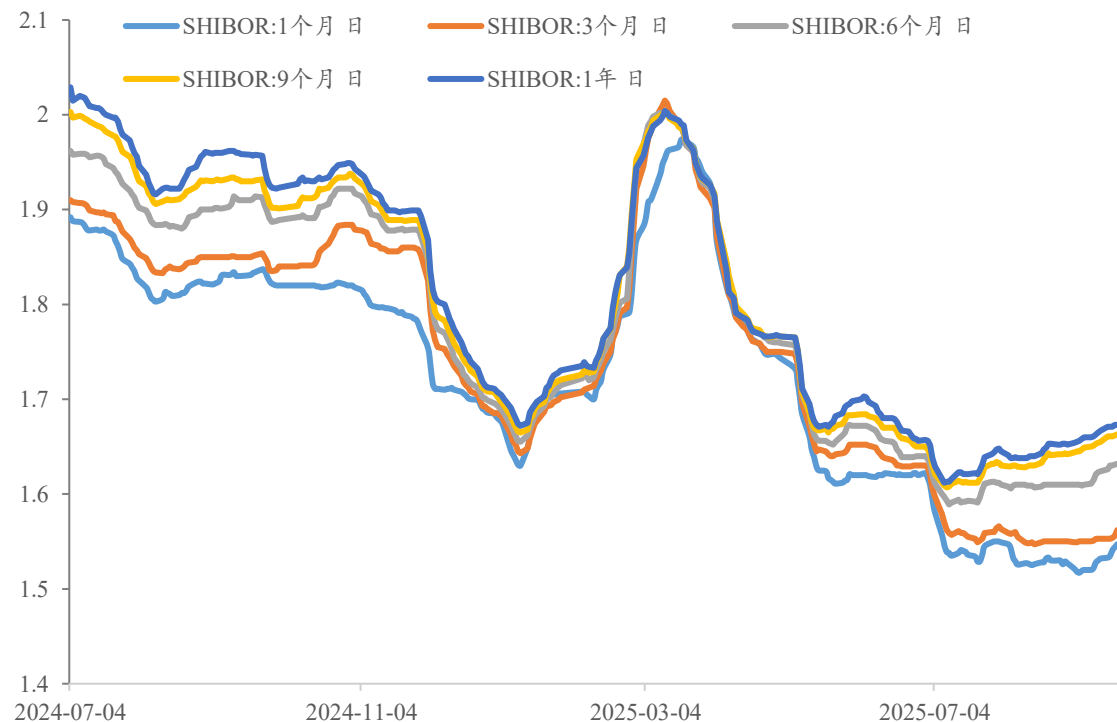


▣ shibor利率，截至9月19日，上周隔夜和7天期利率均值分别变化7.4BP和4BP至1.46%和1.48%。3M利率均值及至1.55%，较上周变化0.36BP，6M利率均值及至1.63%，较上周变化1.1BP。上周shibor资金利率也边际上行。

Shibor隔夜、7天期资金利率（%）

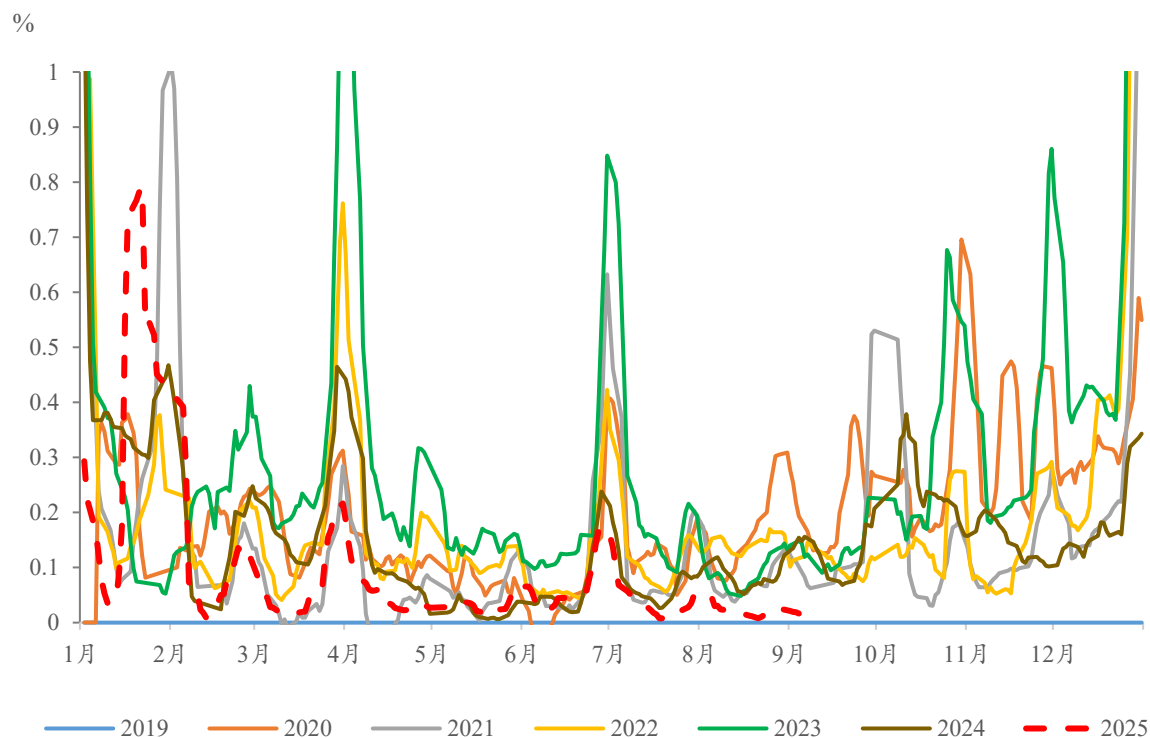


Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率（%）

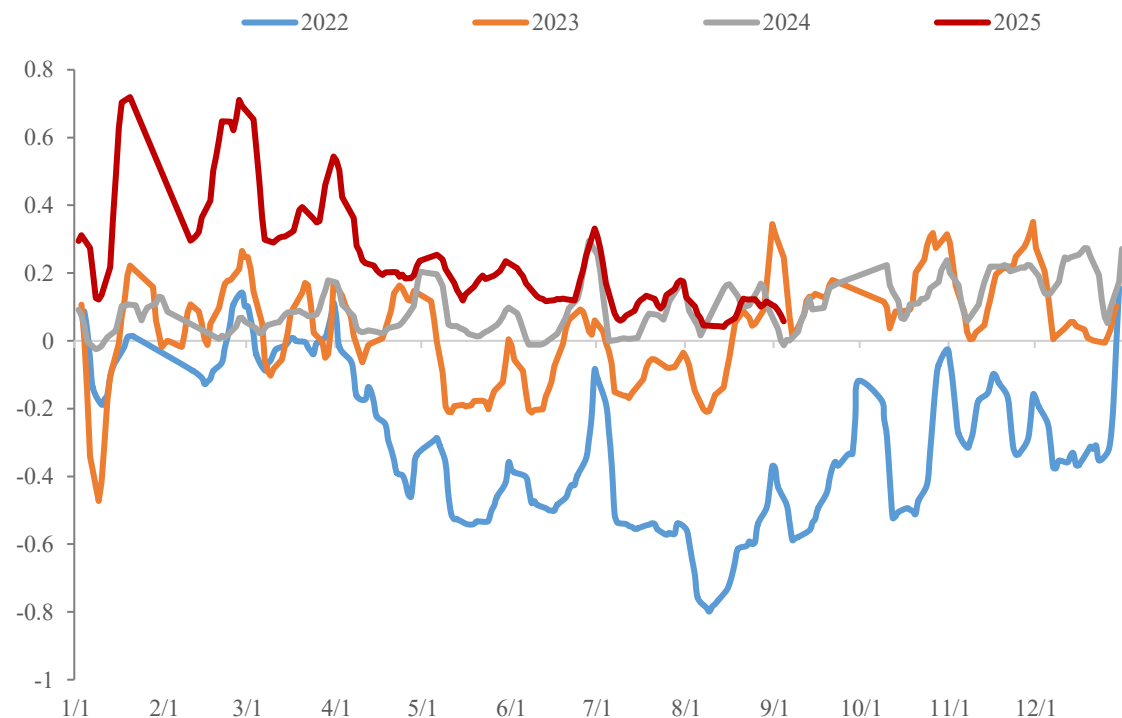


- 9月初资金利率季节性下行，DR007-OMO利差维持在（5BP，10BP）区间，R007-DR007利差也处于历史低位，资金分层很小。下周预计资金面继续保持宽松。

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