

国债期货周报

税期资金面平稳偏松期债延续走强，关注
月末公布央行国债买卖情况

作者：熊睿健

联系方式：020-88818020

从业资格：F03088018

投资咨询资格：Z0019608

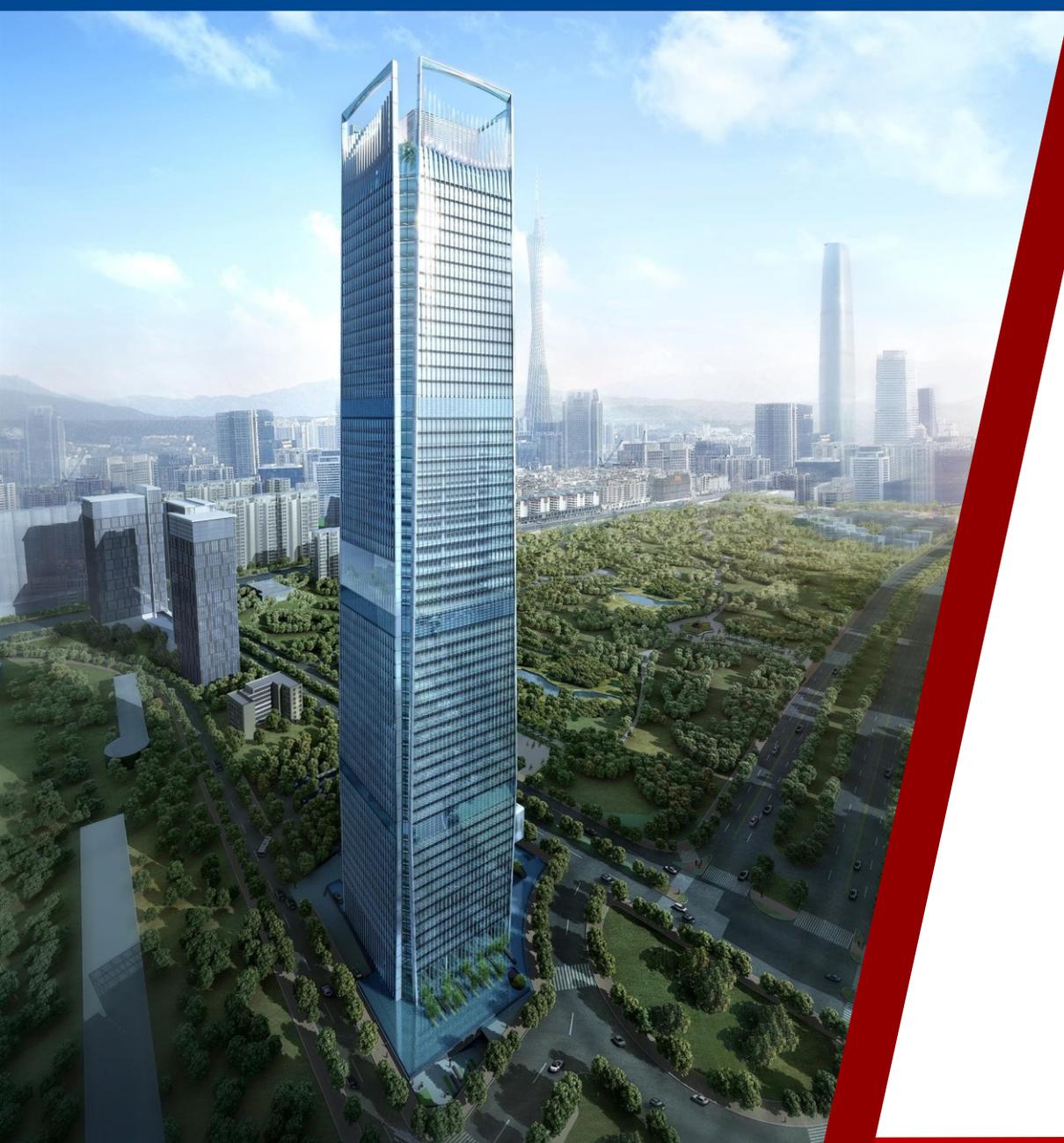


广发期货APP



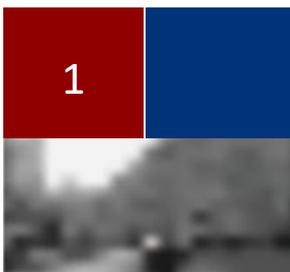
微信公众号

品种	主要观点	本周策略	上周策略
国债	<ul style="list-style-type: none"> ● 6月高频数据来看：出口高频数据继续回落，港口吞吐量等数据同比增速较5月放缓，但较历史同期仍保持正增长；生产端涨跌互现，其中钢铁、焦化等内需产业链开工率增速较5月下滑，化工产业链相关开工率环比修复；消费端结构性突出，地产销售同比再度转弱，“两新”政策红利下的汽车和家电仍是主要亮点领域；投资端传统基建投资边际有初步回升迹象，地产数据维持弱势，伴随5-6月地方债发行使用提速，传统基建有初步抬升迹象，但幅度有限，随着地方政府债发行放量基建资金到位有望持续改善，投资端是未来扩内需的主要抓手之一；价格端仍有压力，工业品价格环比小幅回升，后续需要跟踪中东地缘政治风险上升后油价上行对物价带来的输入性影响，食品价格涨跌互现，猪肉价格环比回落。总体上而言，5-6月出口和生产韧性中回落，而受到两新两重政策支撑，消费结构性亮点突出，基建有一定抬升迹象，通胀低位徘徊，内需还有较大提振空间。 ● 资金面。当前进入6月逐步临近跨季，叠加大量同业存单到期，银行间资金面临挑战。但央行对资金面呈现呵护态度，6月6日开展1万亿元3个月买断式逆回购操作，6月6日开展4000亿元6个月买断式逆回购操作，当月1.2万亿买断式逆回购到期，净投放2000亿元，且本月还可能进行MLF增量续作，流动性层面上释放暖意，市场对资金面预期走向乐观。近期进入6月税期但资金面体感宽松，DR001维持在OMO利率以下，稳定在1.37%附近，DR007维持在1.5%附近，同时存单集中发行但发行利率持稳略回落，3个月同业存单加权发行利率至1.69%附近，银行负债压力有所缓解，总体资金面宽裕利好债市。 ● 国债期货行情展望：6月高频数据来看出口分项有一定走弱迹象，临近半年末央行释放呵护信号、资金利率中枢下移利好债市，或为近期国债期货走强的主导因素。往后看下周将面临跨季压力，资金利率可能边际抬升，但预计央行会进行资金投放对冲以熨平波动，资金面大局预计维持稳定，债市可能继续抢跑交易央行重启购债、7月初资金面宽松和博弈基本面预期，总体债券利率可能维持震荡下行，不过目前短债仍受到资金面约束，曲线暂未明显走陡，长债空间受到约束，1.6%仍为10年国债利率下行阻力位置，突破前低需要增量驱动。关注月末央行公布国债买卖情况，如果重启买债可能带动利率顺畅下行，10年期国债利率有概率突破1.6%，反之如果预期落空那么债市可能有阶段性回调压力。国债期货策略：单边策略上短期建议逢调整适当配置多单，关注高频经济数据与资金面动向。期现策略上关注TS2509合约正套。曲线策略上可适当关注做陡。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 关注月末央行公布国债买卖情况，如果重启买债可能带动利率顺畅下行，10年期国债利率有概率突破1.6%，反之如果预期落空那么债市可能有阶段性回调压力。 ● 国债期货策略：单边策略上短期建议逢调整适当配置多单，关注高频经济数据与资金面动向。期现策略上关注TS2509合约正套。曲线策略上可适当关注做陡。。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 债市暂未脱离区间波动目前1.6%仍为10年期国债利率下行阻力位置，突破前低或需要央行重启买债或内需走弱信号驱动，不过期债走强驱动能有所抬升。 ● 国债期货策略：单边策略上短期建议逢调整适当配置多单，关注高频经济数据与资金面动向。



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

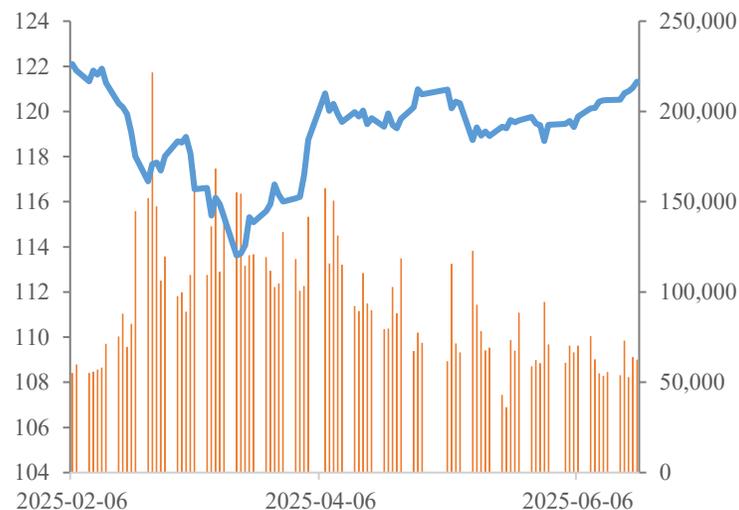


国债期货行情

国债期货主力合约走势

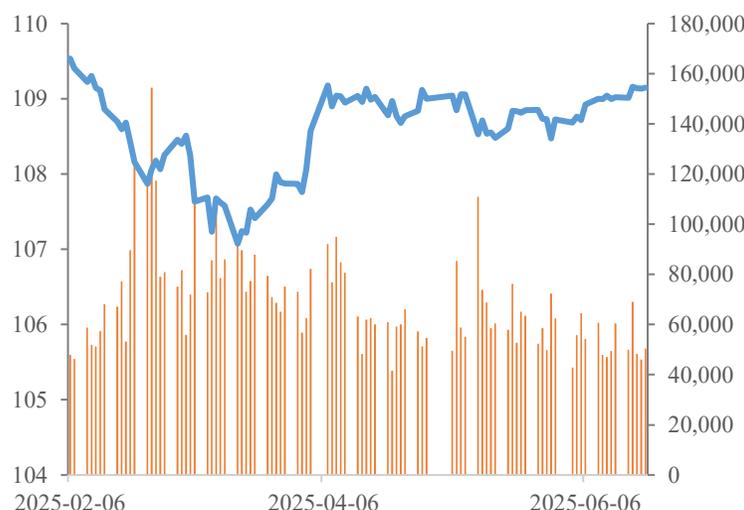
TL主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:30年期



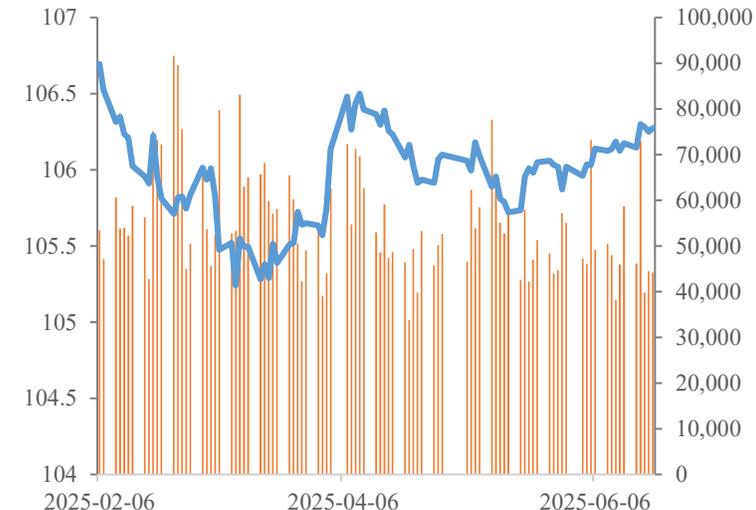
T主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:10年期



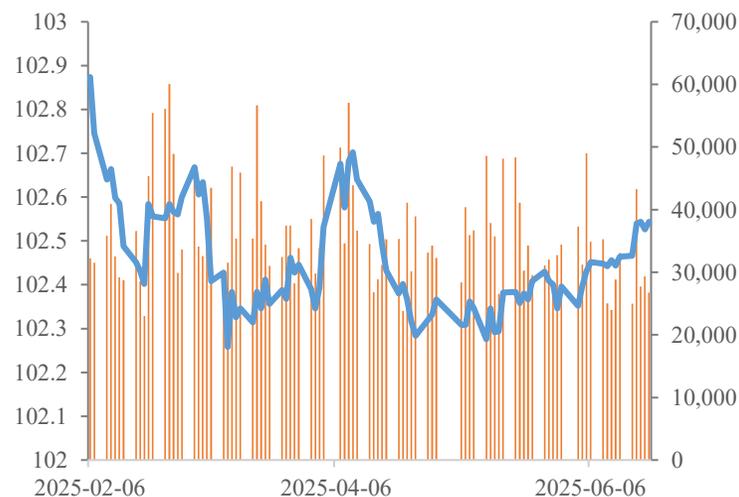
TF主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:5年期



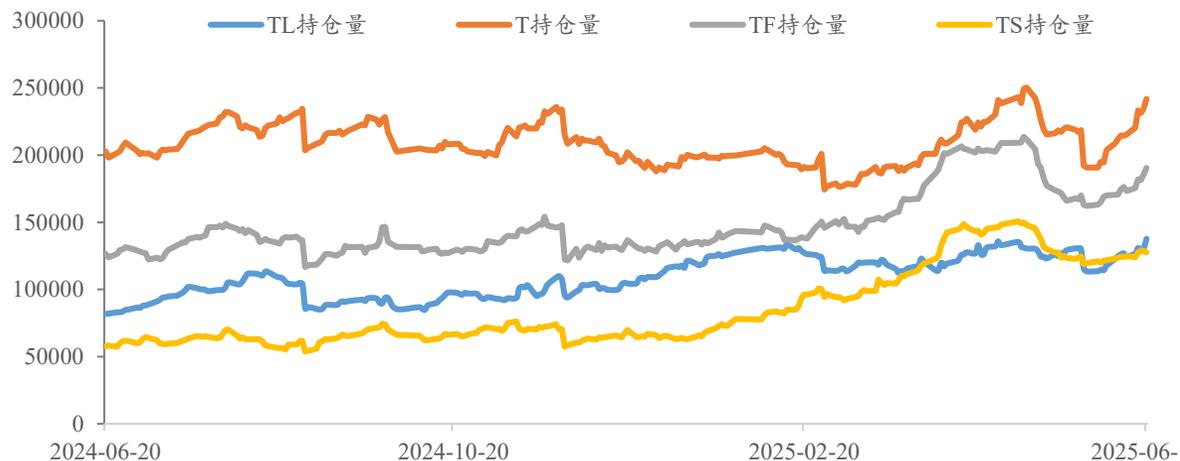
TS主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:2年期

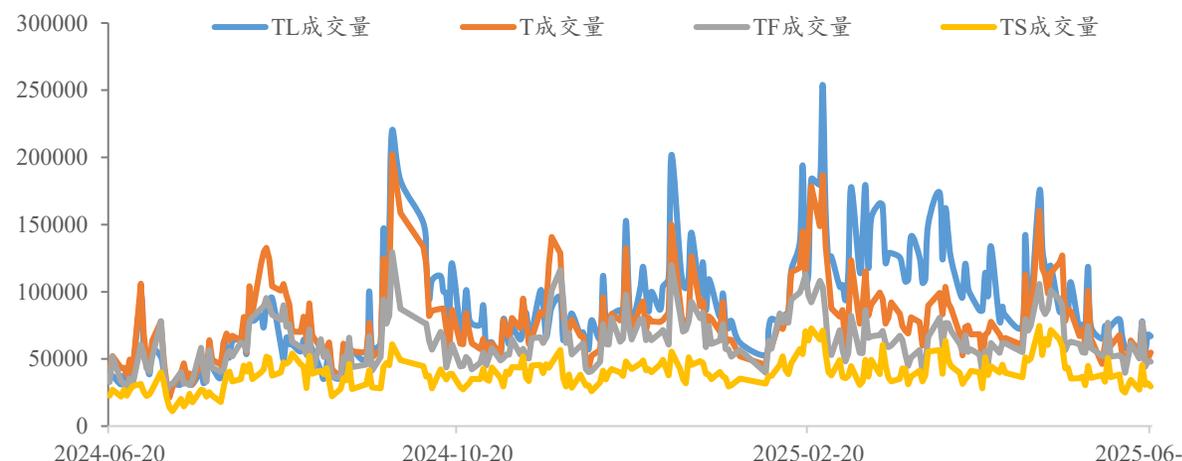


□ 上周，30年期国债期货主力合约2509上涨0.66%至121.32，10年期国债期货主力合约2509上涨0.12%至109.15，5年期国债期货2509上涨0.12%至106.28，2年期国债期货2509价格上涨0.08%至102.54。

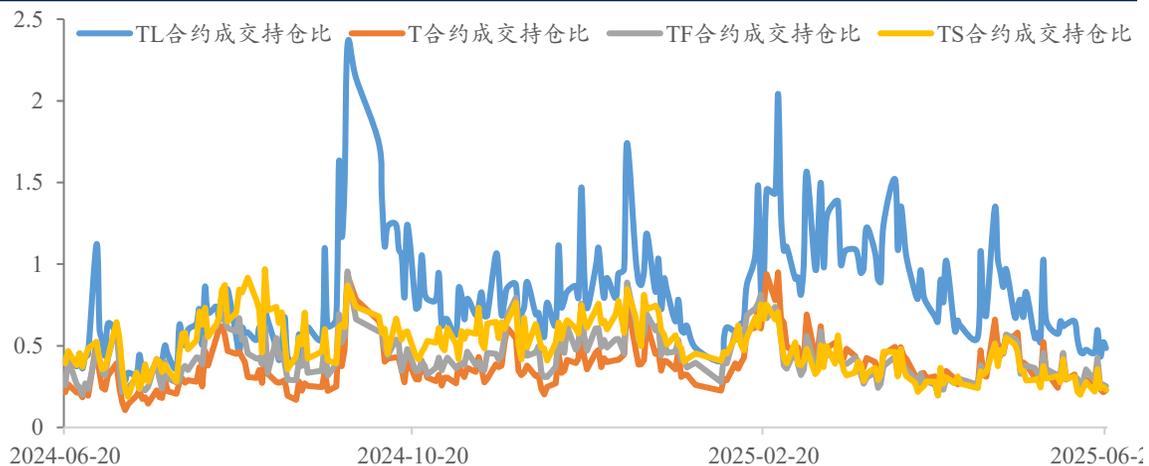
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交量

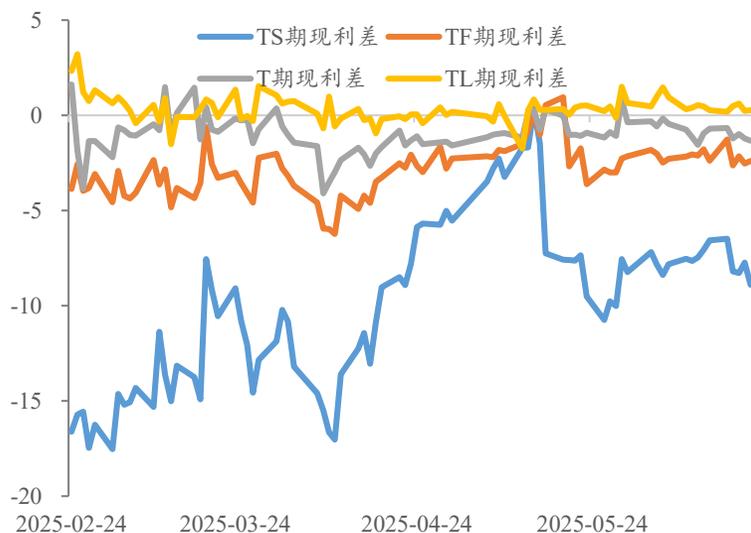


国债期货各品种成交持仓比

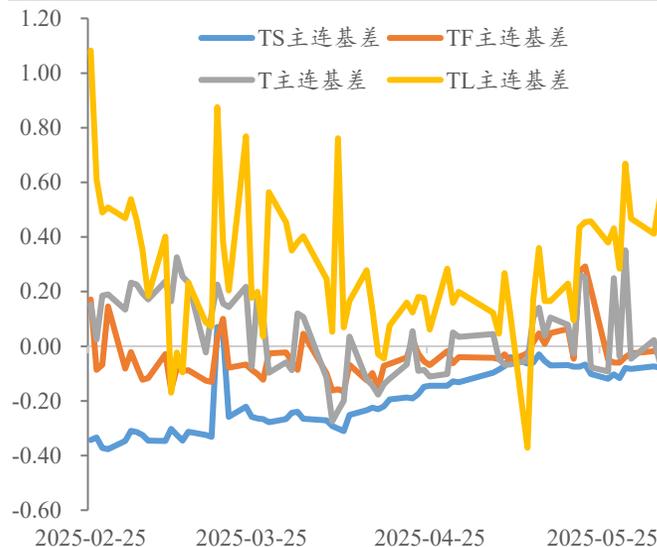


- 成交量方面，上周，30年期国债期货日均成交65,458手，较上周回升1117手，10年期国债期货日均成交58,000手，较上周回升272手，5年期国债期货日均成交53,684手，较上周回升2552手，2年期国债期货日均成交32,988手，较上周回升2015手。本周国债期货成交量总体回升。
- 持仓量方面，6月20日，30年国债期货持仓量137,655手持仓，较上周回升13009手。10年期国债期货共有241,698手持仓，较上周回升26397手。5年期国债期货共有持190,595手，较上周回升17372手。2年期国债期货共有持127,623手，较上周回升2804手。上周国债期货各品种持仓量回升。

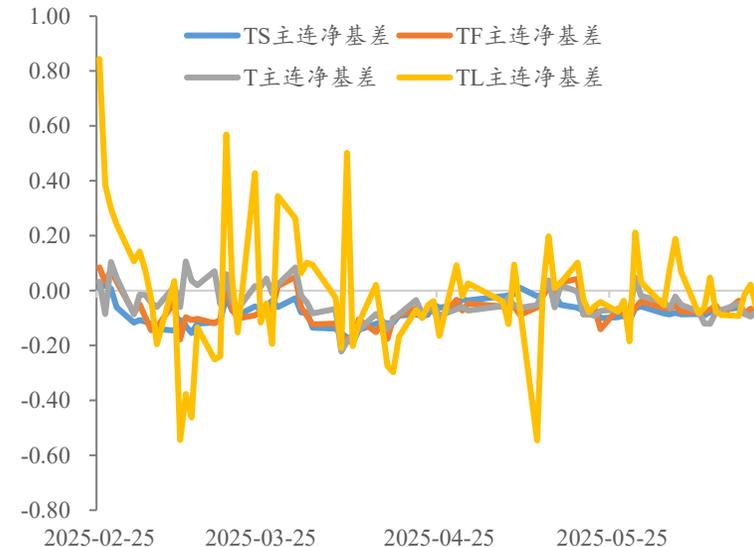
国债期货各品种期现利差



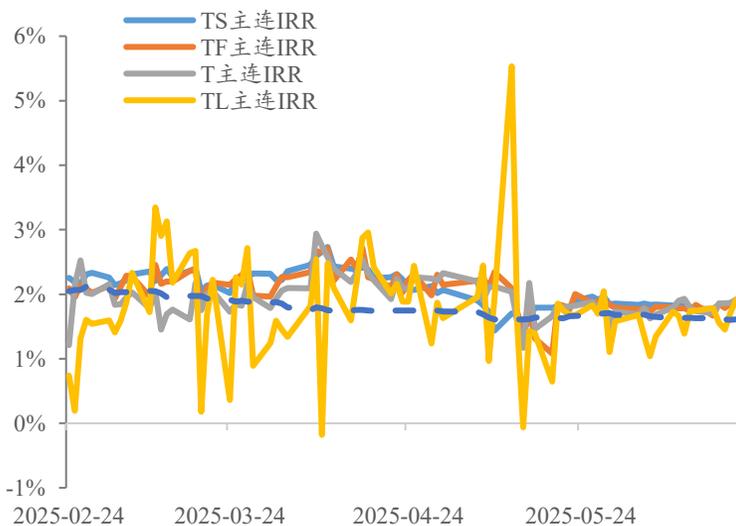
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



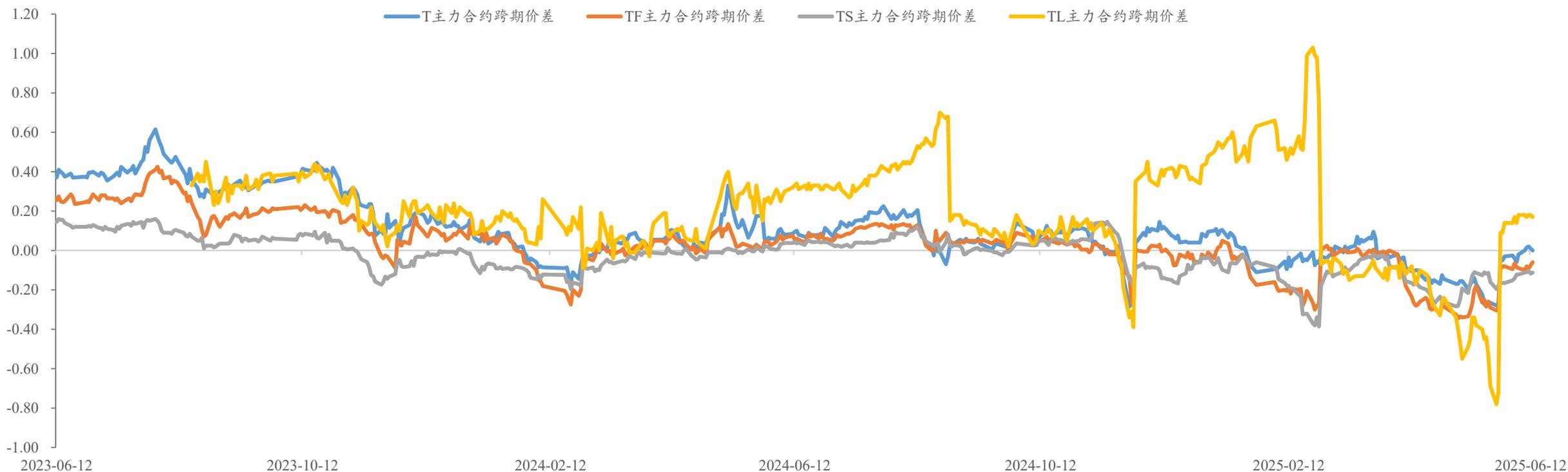
国债期货各品种主连IRR



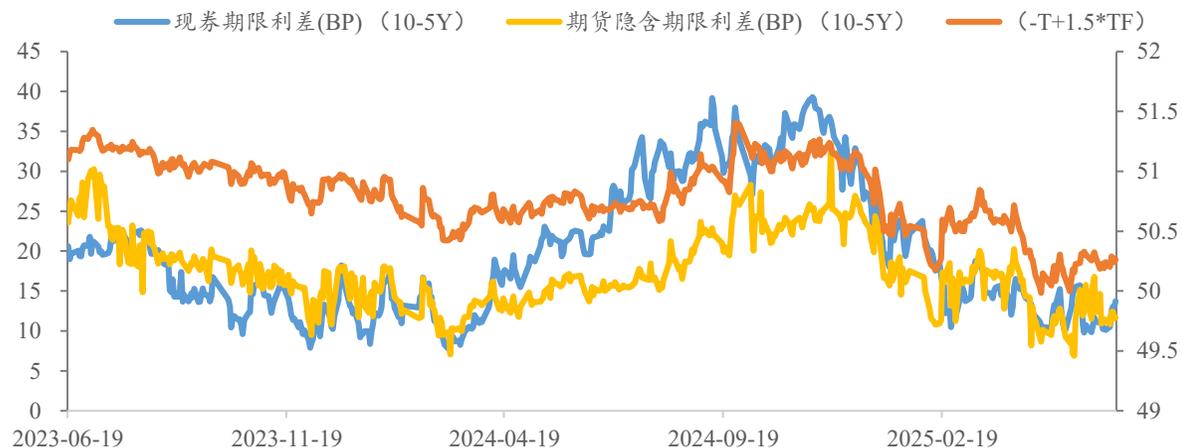
- 上周截至6月20日，TL2509、T2509、TF2509、TS2509基差分别为0.26、-0.04、-0.03、-0.08，分别较上周变化-0.06、-0.05、-0.04和-0.03；隐含利差分别为0.26BP、-1.34BP、-2.40BP、-8.9BP，分别较上周变化0.07BP、-0.67BP、-1.13BP、-2.41BP。随着期债上涨，基差总体下行。
- IRR分别为1.92%、1.92%、1.84%、1.90%，相较3个月同业存单利率（1.61%）来说，国债期货正套策略仍有一定性价比，可适当参与正套。

□ 本轮TL、T、TF、TS合约2509-2512跨期价差当前值分别为0.14、0、-0.06、-0.15，分别较上周变化-0.03，0，0，-0.04。实际上TL和TS合约跨期价差略有下行。

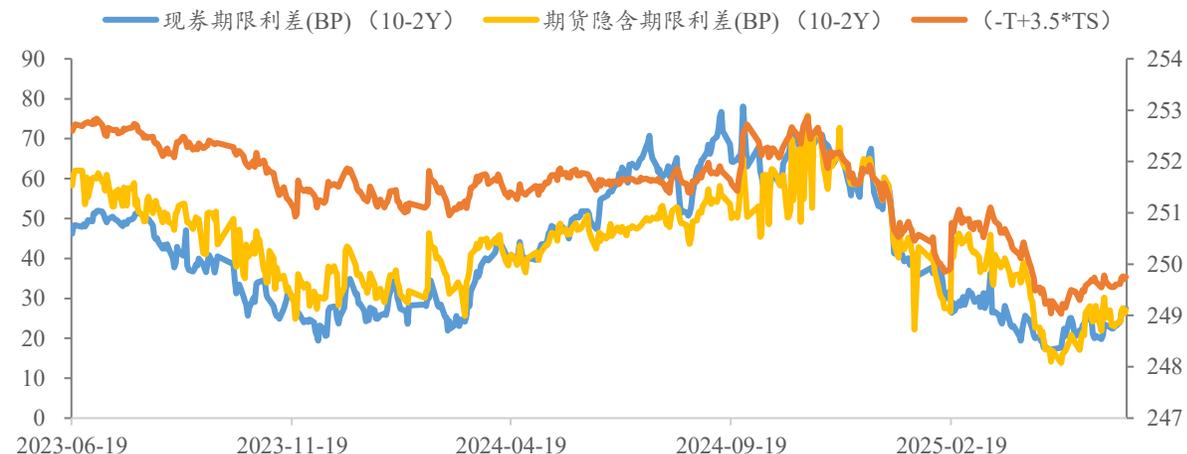
国债期货各品种跨期价差



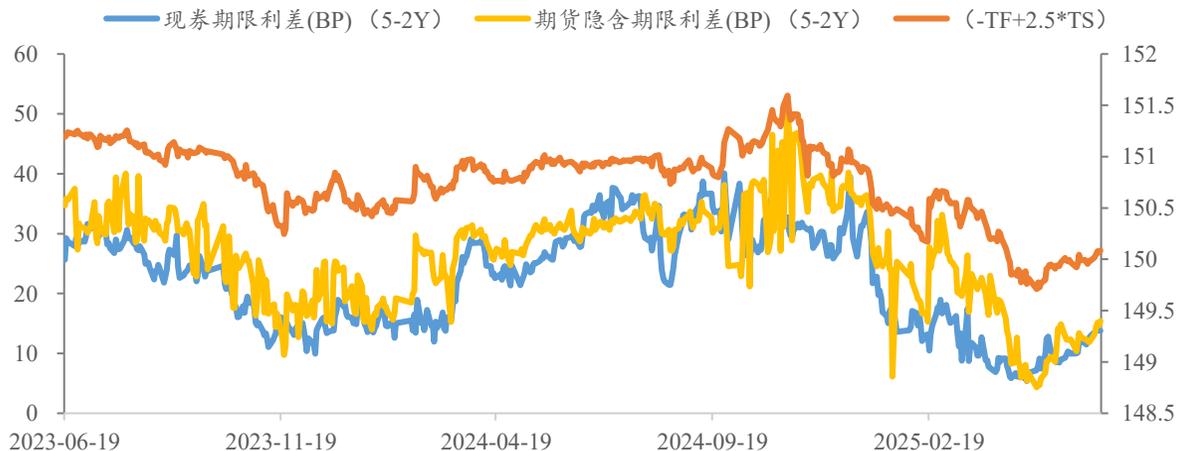
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (10-5Y)



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (10-2Y)

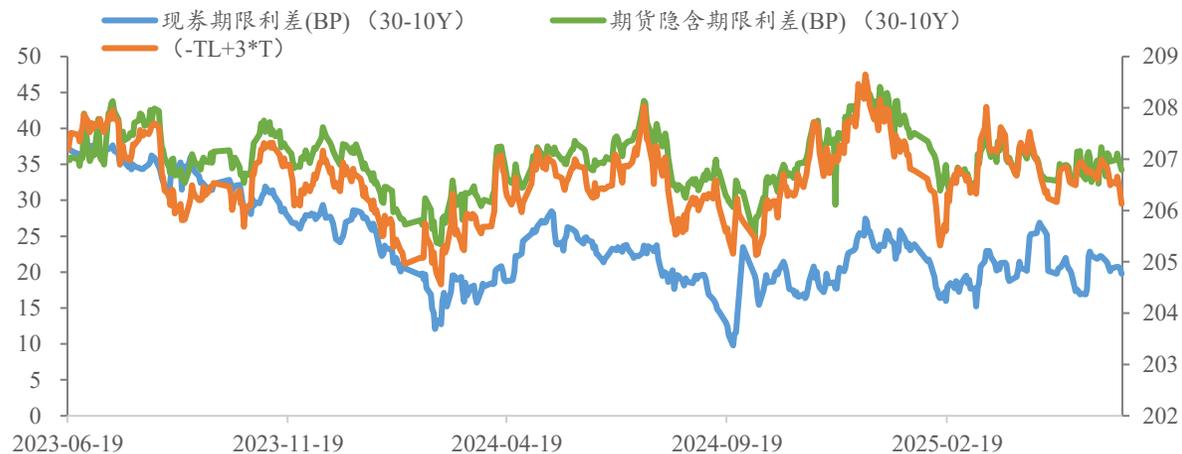


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (5-2Y)

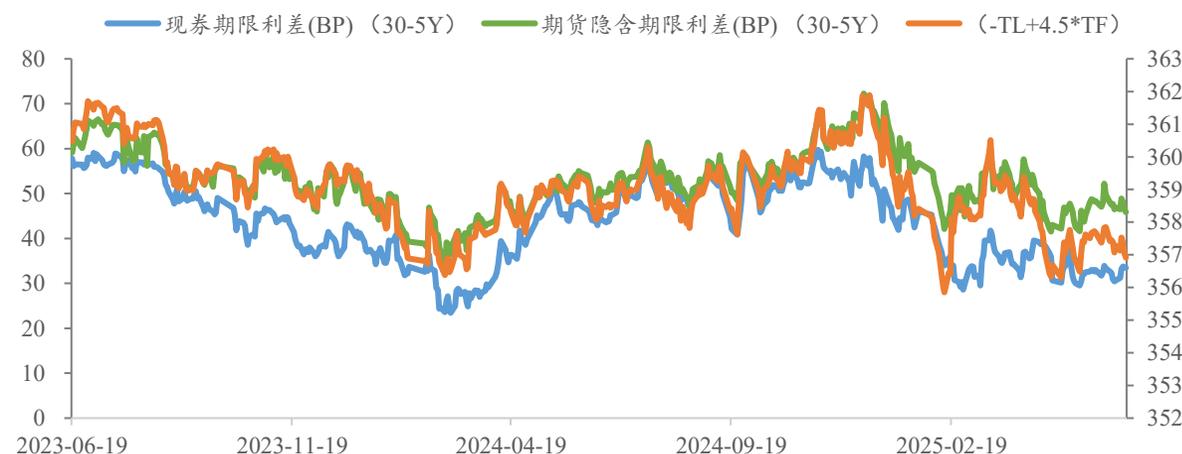


□ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到27.06BP，较上周变化3.45BP，10-5Y利差达到11.66BP，较上周变化0.22BP，5-2Y利差达到15.4BP，较上周变化3.23BP。

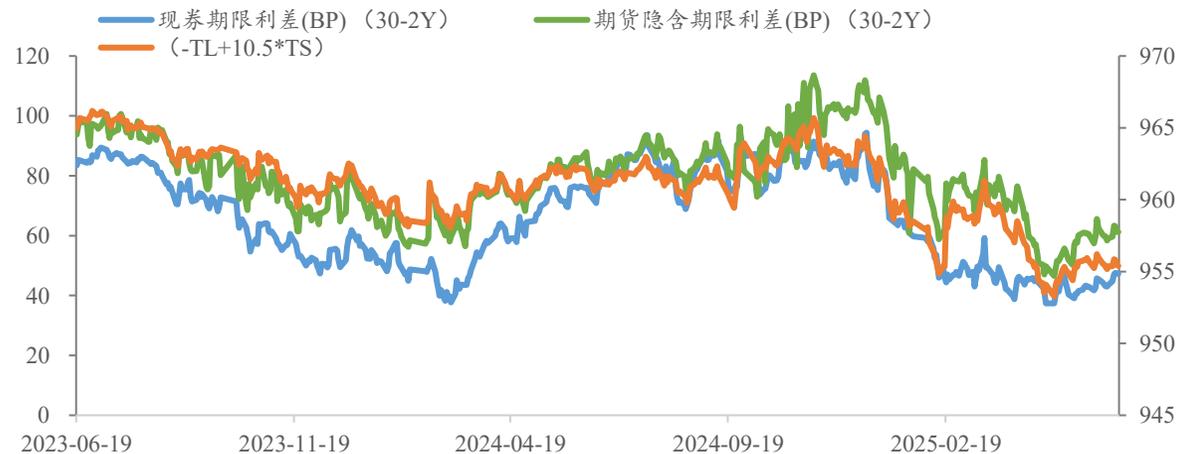
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-10Y)



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-5Y)



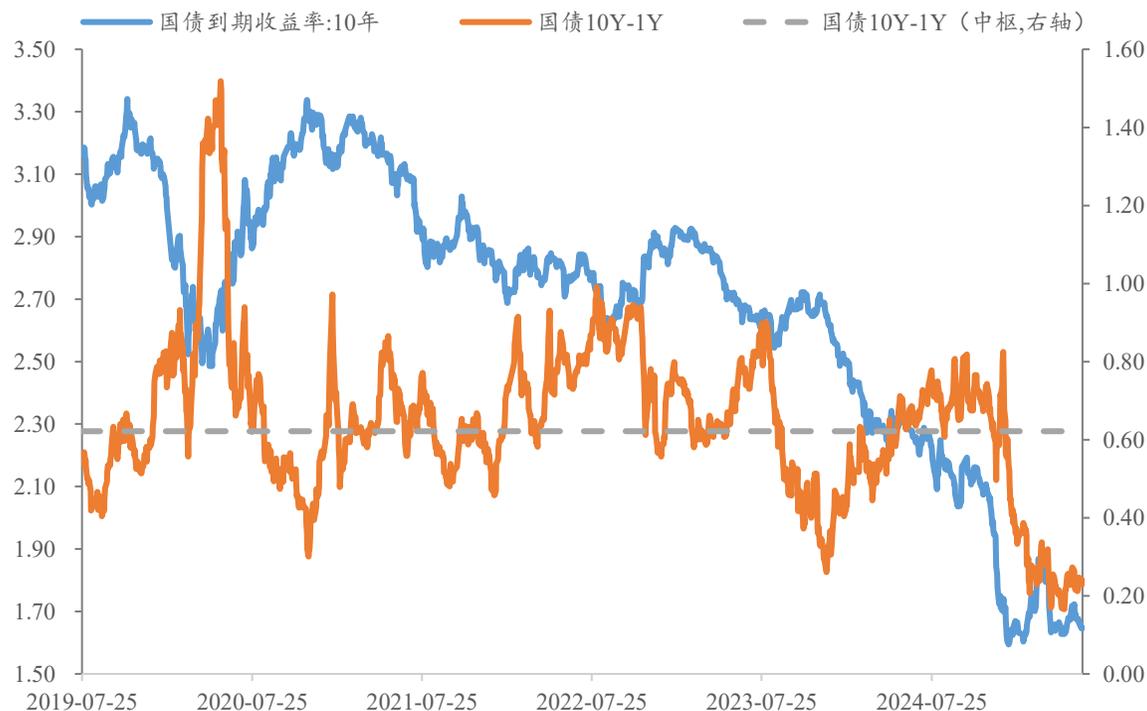
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-2Y)



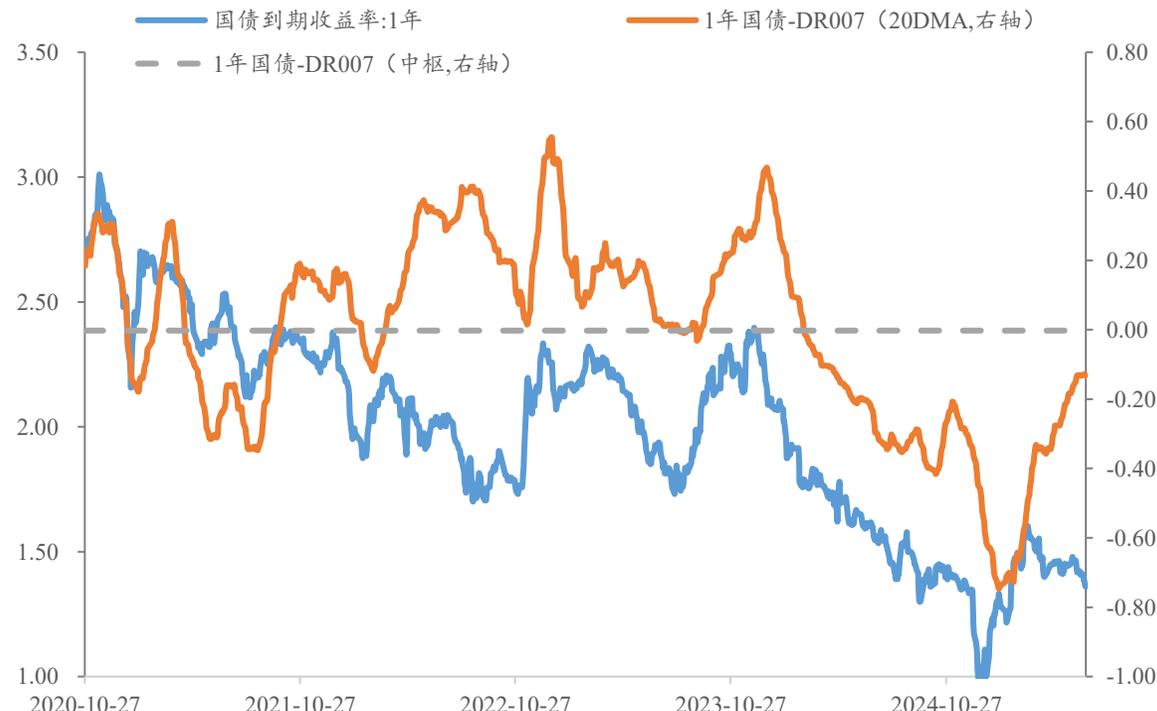
□ 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到34.2BP，较上周变化-1.26BP，30-5Y利差达到45.68BP，较上周变化-1.04BP，30-2Y利差达到61.26BP，较上周变化2.19BP。30年/10年国债期货与2年期期债期限利差有所走阔。

- 截至6月20日，1Y国债-DR007利差为-13BP，较上周下行4.7BP。上周资金面继续转松，资金利率下行，短端国债利率与资金利率倒挂现象继续改善，国债利率估值逐渐进入合理水平。
- 截至6月20日，10Y国债-1Y国债利差为28BP，较上周上行5.05BP，曲线有小幅走陡。上周短债利率突破前期震荡区间略下行，带动10Y-1Y利差走阔。目前区间仍极致平坦，继续做平赔率太低，中期来看走陡空间更大但驱动仍需等待，未来曲线走陡可能需要看到央行重启购债落地。

10Y-1Y国债利差



1Y国债利率-DR007利差



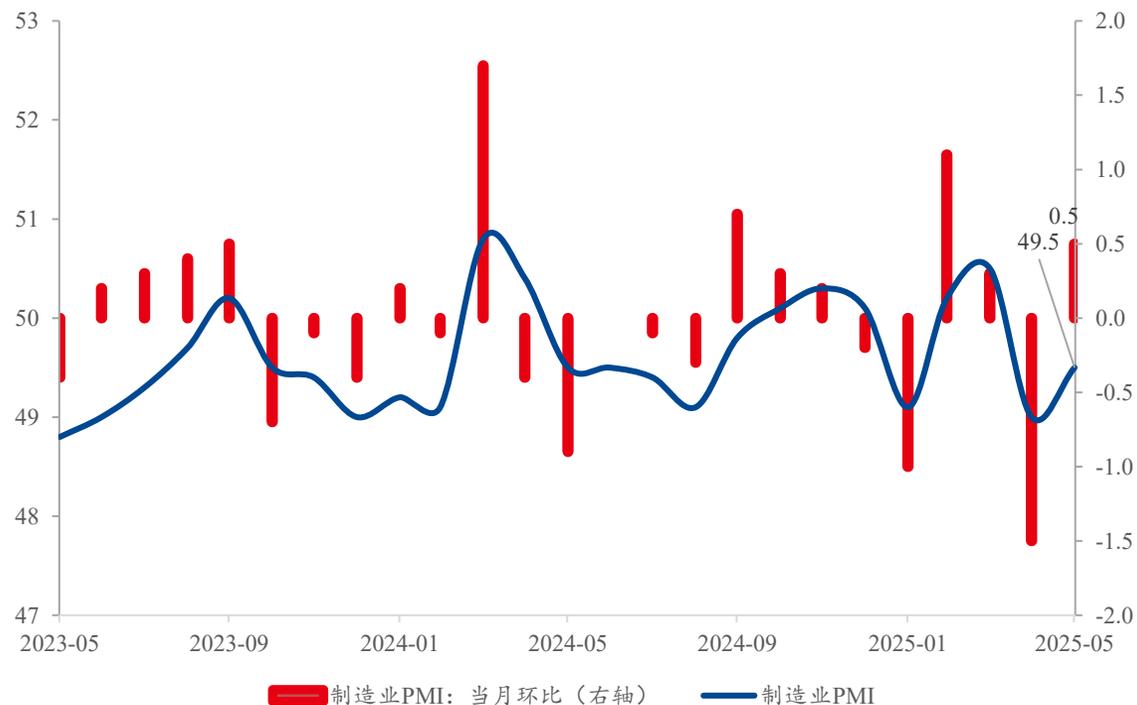
2



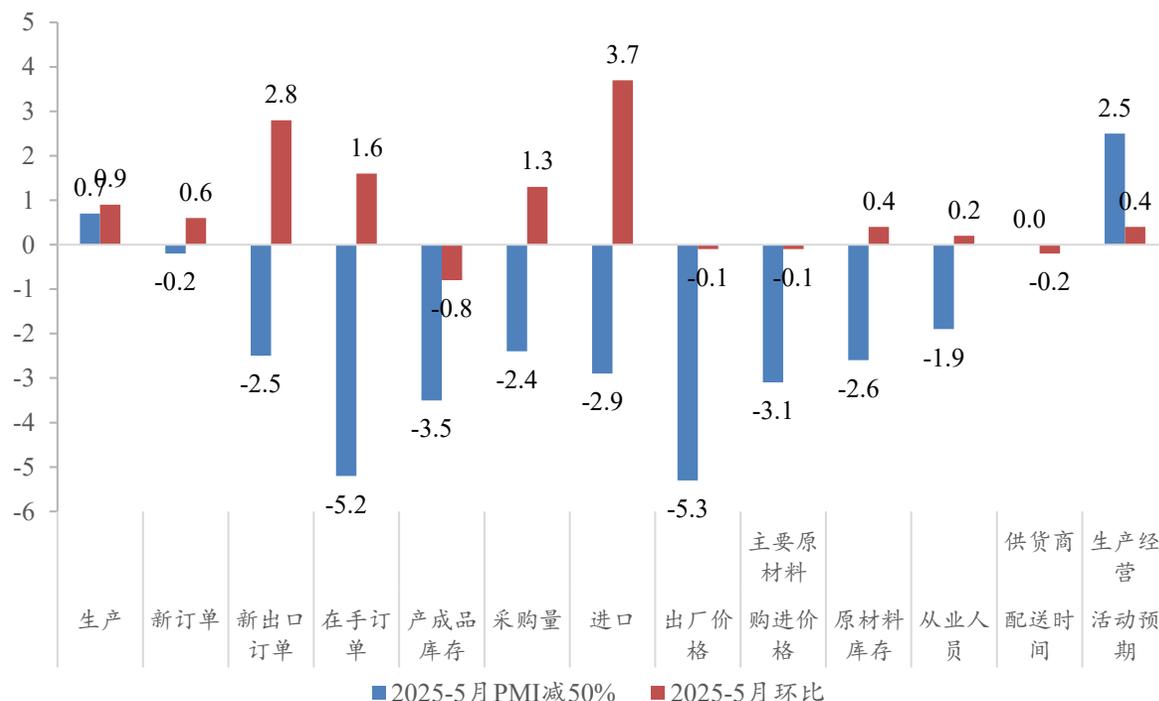
宏观基本面跟踪

5月PMI方面，制造业PMI为49.5，前值为49。5月非制造业PMI为50.3，前值50.8。制造业PMI呈现供需改善。从分项来看，生产指数环比回升0.9%至50.7%，新订单指数环比回升0.6%至49.8%，新出口订单环比回升2.8%至47.5%，5月12日中美日内瓦联合声明后，抢出口效应下出口订单有所恢复，但还没回到一季度水平。产成品库存指数环比继续下滑0.8%至46.5%，处于荣枯线下，原材料库存环比小幅回升0.4%至47.4%，处荣枯线下，出厂价格和购进价格指数环比下滑0.1%，均处于荣枯线下，5月物价下行压力仍较大。整体来看，5月受到关税调降的影响抢出口效应下出口有所回温并带动生产，经济景气度有所恢复，不过企业采购仍谨慎，主要进行去库存，意味着当下的抢出口可能透支第三季度的订单，未来6月仍在抢出口的重要窗口期，可能更完整的反映短期出口成色。

制造业PMI及当月环比变化(%)

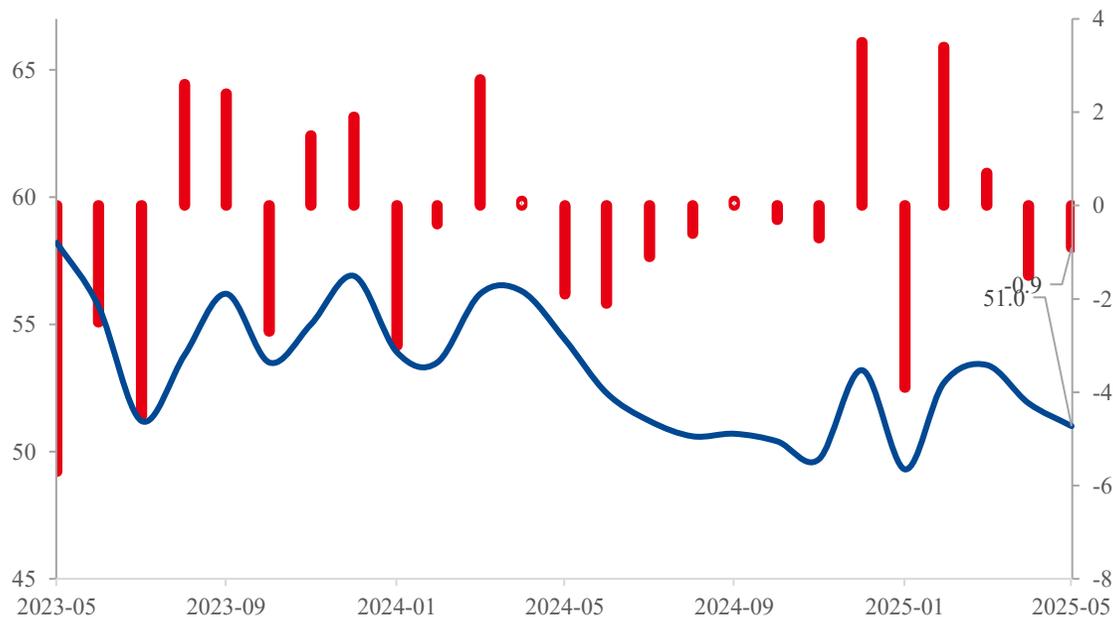


制造业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)



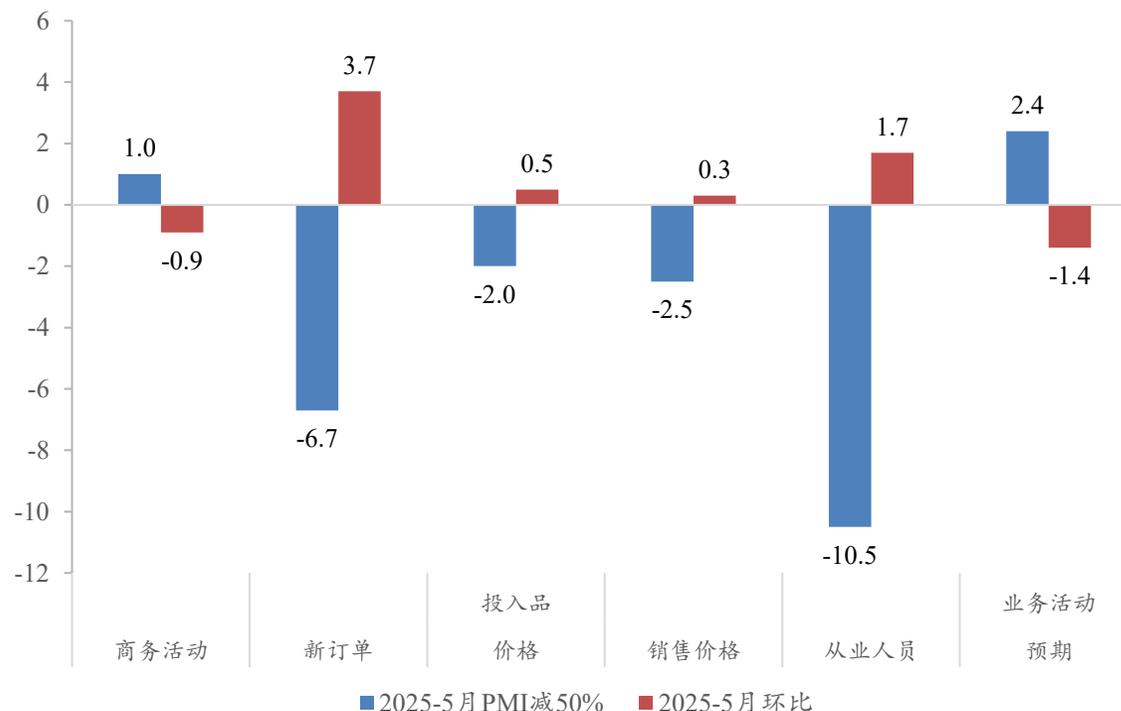
非制造业商务指数为50.3%，较上个月回落0.1%，建筑业方面PMI指数下滑0.9%至51%，分项中新订单环比回升3.7%至43.3%，整体需求较弱，业务活动预期环比有一定回落。建筑业PMI边际回落不过仍在荣枯线上，保持扩张，4-5月地方专项债发行预期加快可能带动后续的基建和建筑业投资。

建筑业PMI及当月环比变化(%)



■ 建筑业商务活动指数: 当月环比(右) ■ 建筑业商务活动指数

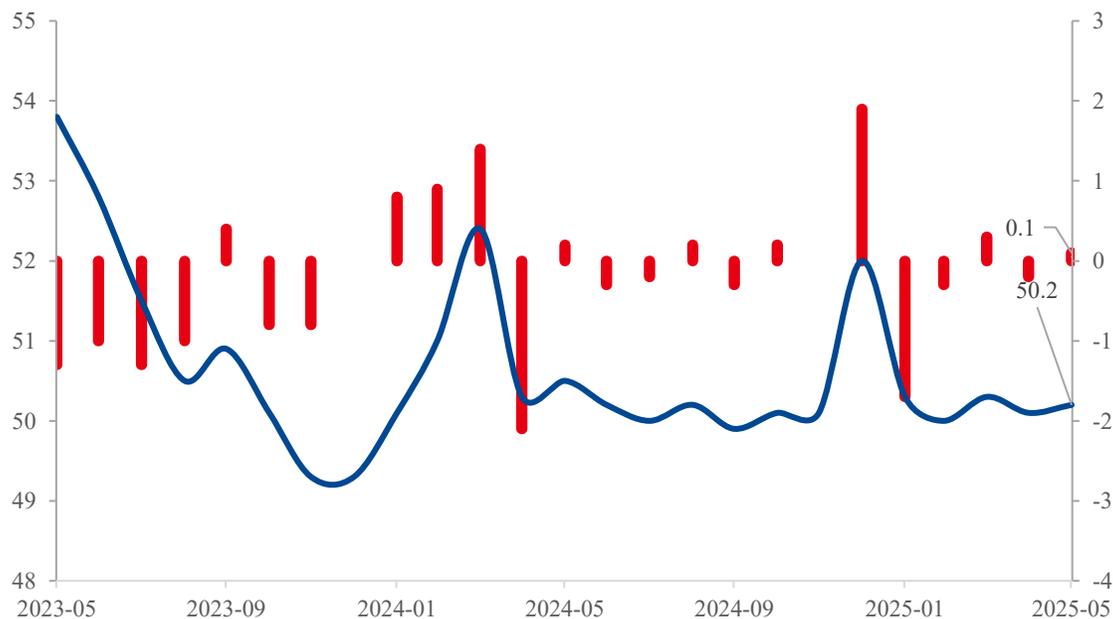
建筑业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)



■ 2025-5月PMI减50% ■ 2025-5月环比

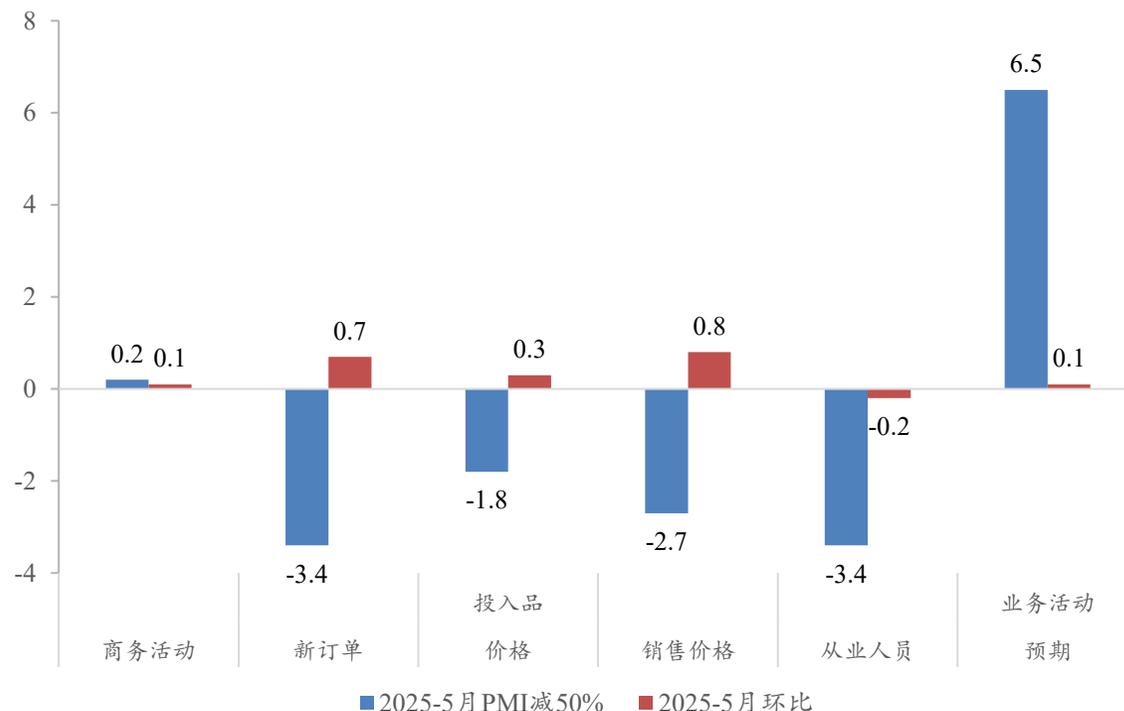
□ 服务业方面，整体PMI指数环比回升0.1%至50.2%。新订单环比回升0.7%至46.6%，销售价格回升0.8%。服务业需求回升，五一假期出行服务需求提升对服务业PMI有支撑作用，交通运输、景区服务业和住宿餐饮业相关活动有所回升。

服务业PMI及当月环比变化(%)



■ 服务业商务活动指数:当月环比(右) — 服务业商务活动指数

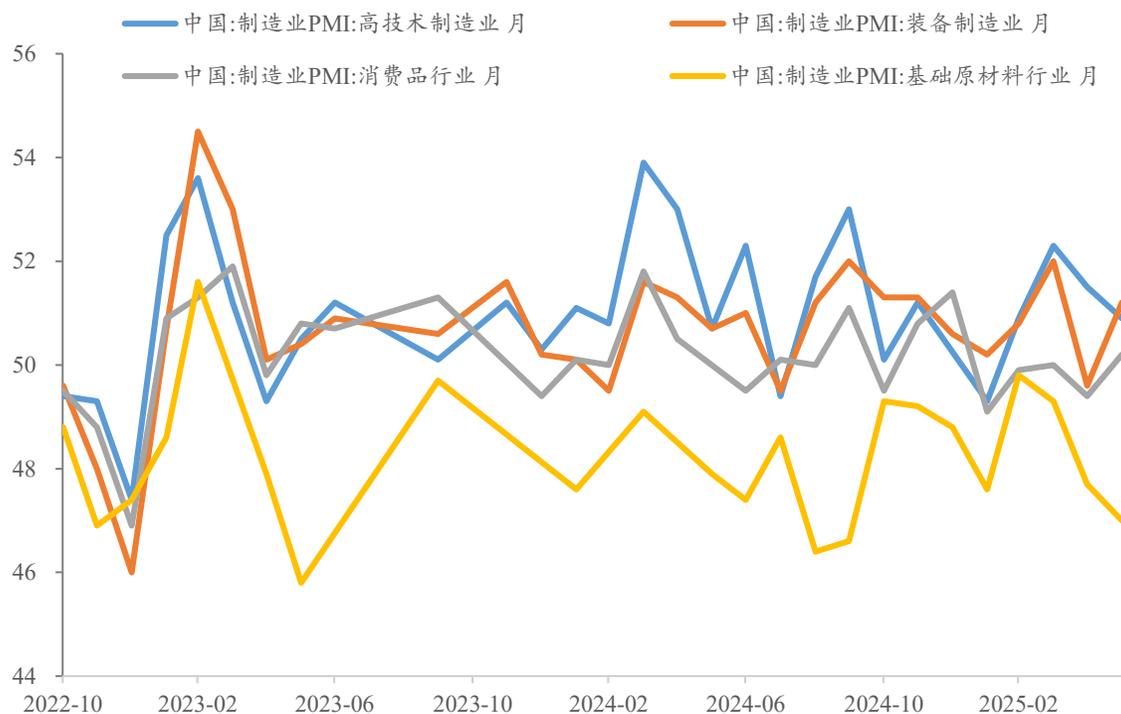
服务业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)



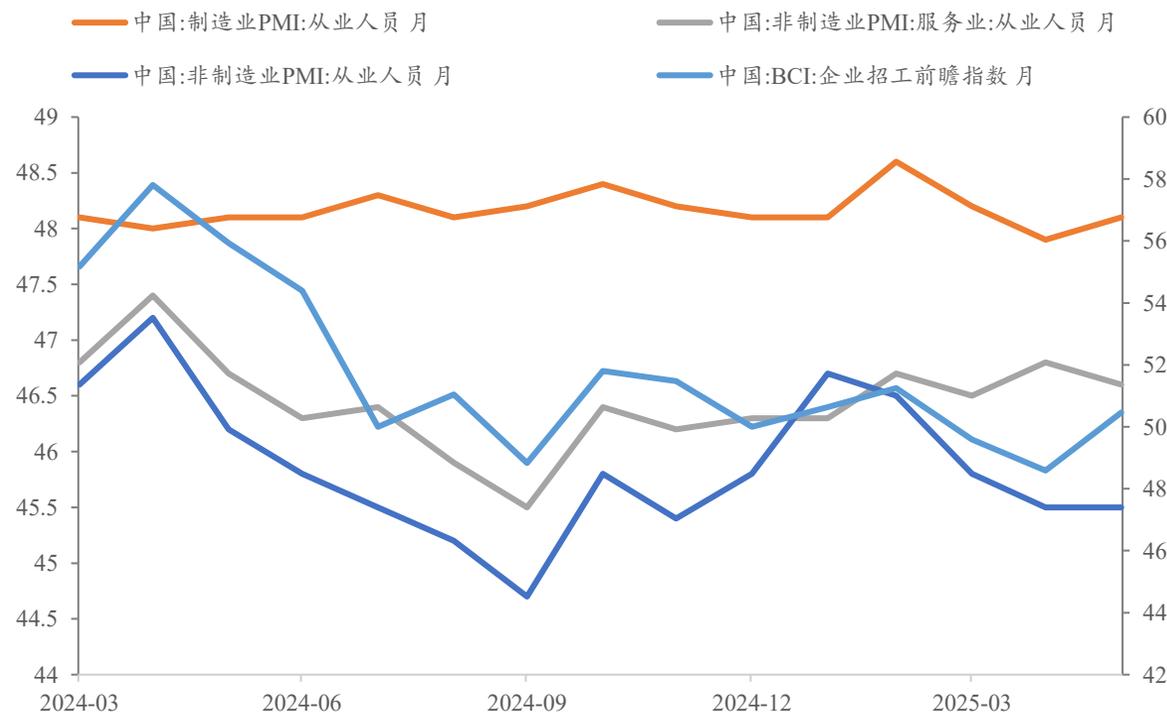
■ 2025-5月PMI减50% ■ 2025-5月环比

- 从制造业行业看，新动能和消费品行业修复。5月装备制造业PMI从4月的49.6%反弹至51.2%，高技术制造业小幅放缓至50.9%，两个行业新订单指数均在52%以上的较高位。消费品行业从反弹0.8个百分点至50.2%，新订单分项加快1.6个百分点至51%。基础原材料行业总体继续走弱，5月下行至47%。
- 5月总体制造业就业指标上有边际好转，与BCI企业招工指标走向吻合，非制造业持平上月，服务业就业小幅回落。

分行业PMI

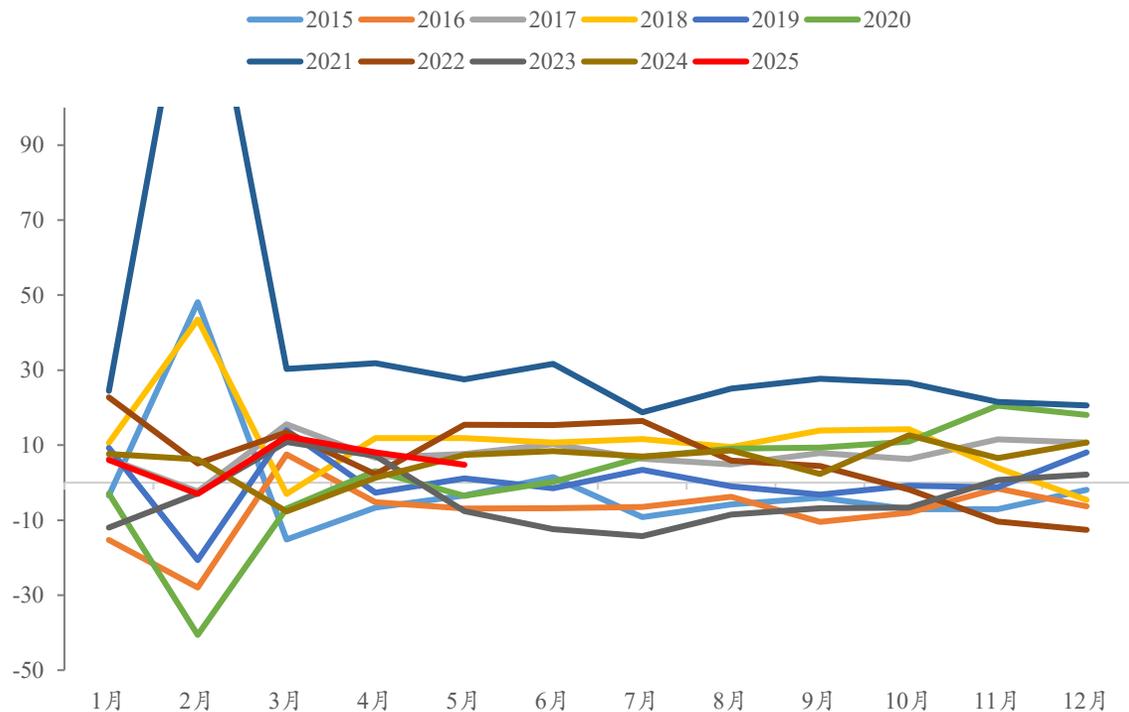


就业指标

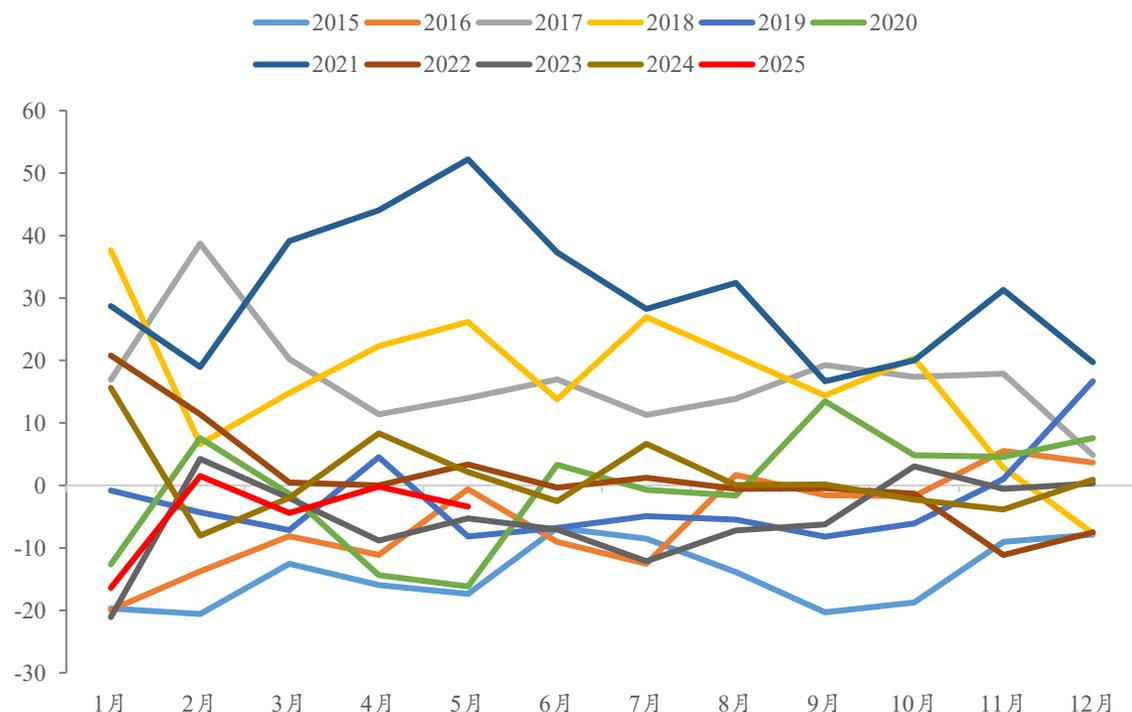


2025年5月出口同比4.8%，保持正增长，但略低于一季度的5.7%和4月的8.1%，环比也低于历史同期的季节性水平。与国内集装箱吞吐量数据也较为吻合，5月集装箱吞吐量同比5.0%，略低于4月同比的7.3%。

出口同比季节性



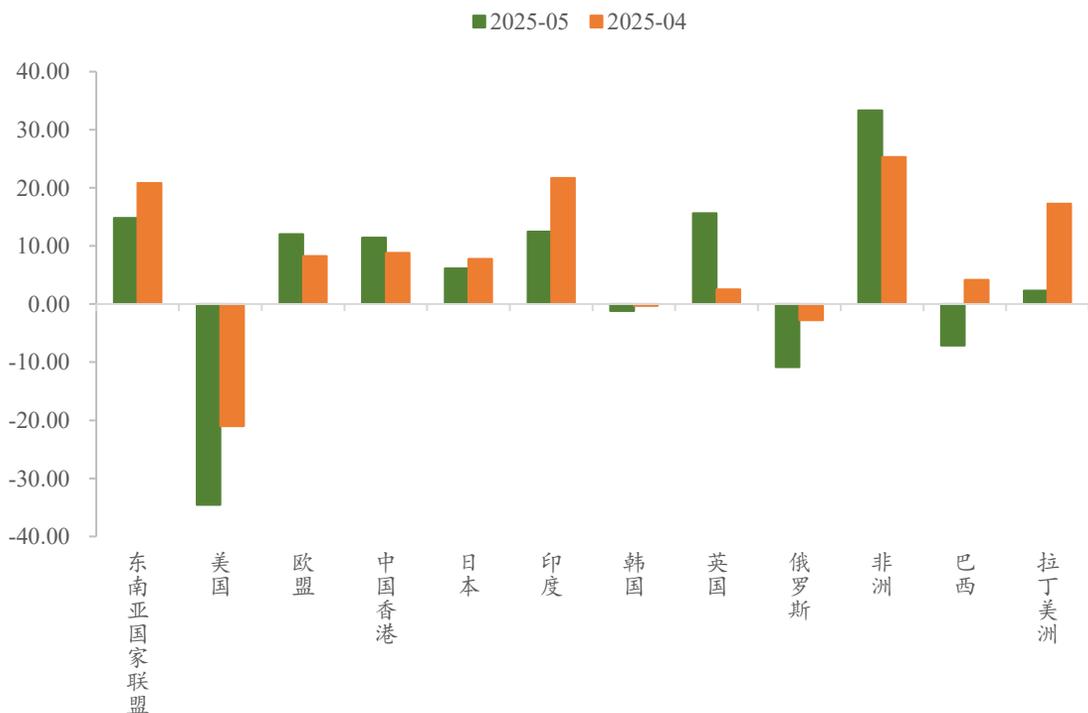
进口同比季节性



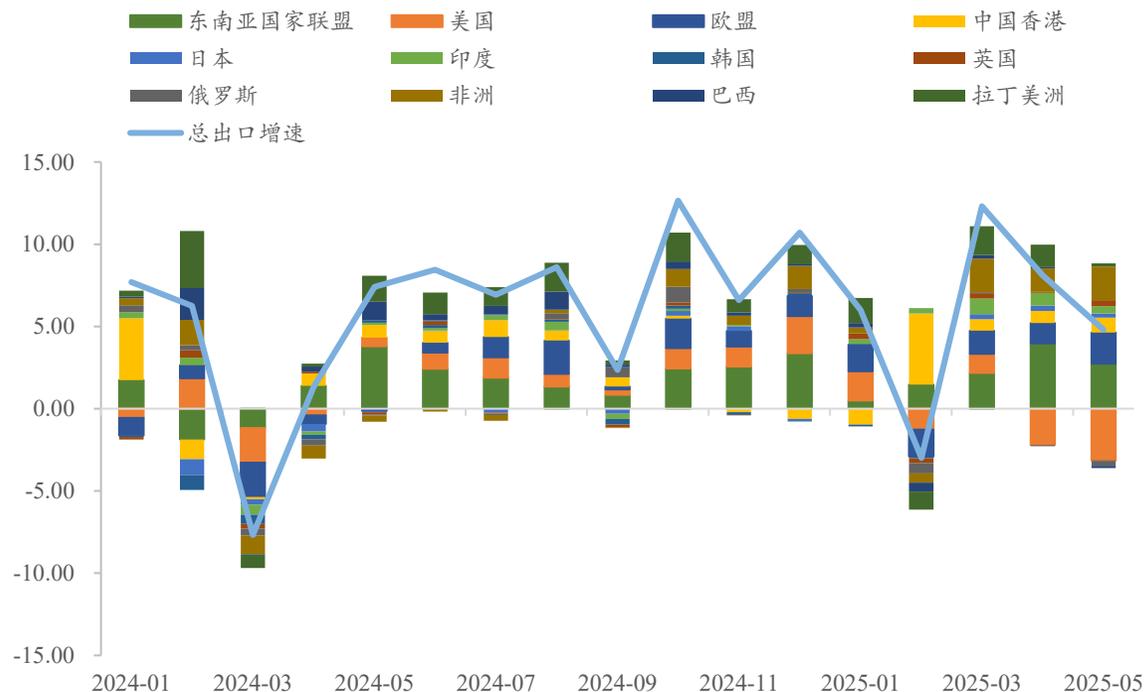
5月出口回落，仍具有一定韧性

分国别和地区来看，5月单月出口，对东盟出口占比为18.5%，是占比最高的市场；其次是欧盟的15.7%，是我国出口的第二大市场；对非洲和拉美合并占比已达14.4%；而对美出口占比已经回落至9.1%。对美出口下滑，对东盟和新兴国家出口回升形成对冲。

对各国家/地区出口同比



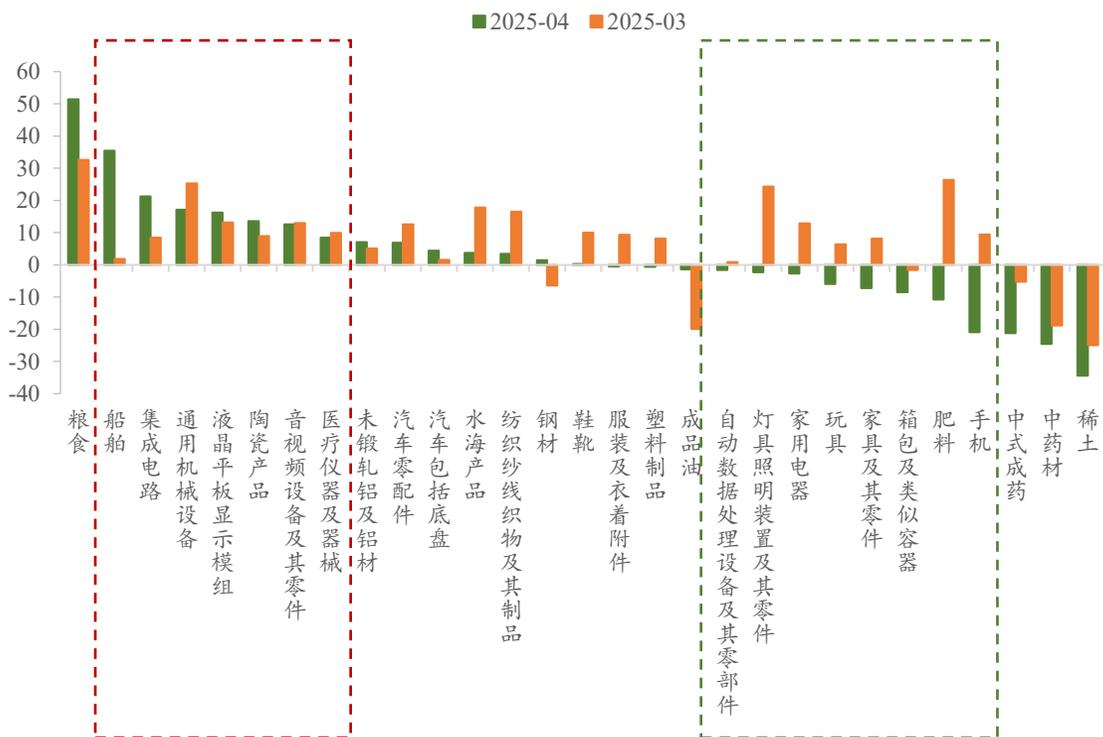
对各国/地区出口对总出口同比拉动



5月出口回落，仍具有一定韧性

- 分行业来看，劳动密集型产品（纺织纱线、箱包、服装、玩具）出口合并同比为-0.9%，仍然偏低；电子产品（手机、自动数据处理设备、集成电路）出口同比略有回升，其中手机增速延续低位（-23.2%），集成电路较高；装备类增速整体偏高，其中汽车、船舶增速均有所反弹，分别为13.7%、43.7%，通用设备增速放缓。稀土出口同比-48%，较前值更低。
- 预计6-7月我国出口仍能维持小幅正增，但随着8月12暂缓期结束，可能的关税提高叠加前期“抢出口、抢转口”的透支效应，指向8月开始我国出口压力会增大、转负的可能性也应会明显加大。

分行业出口同比增速 (%)

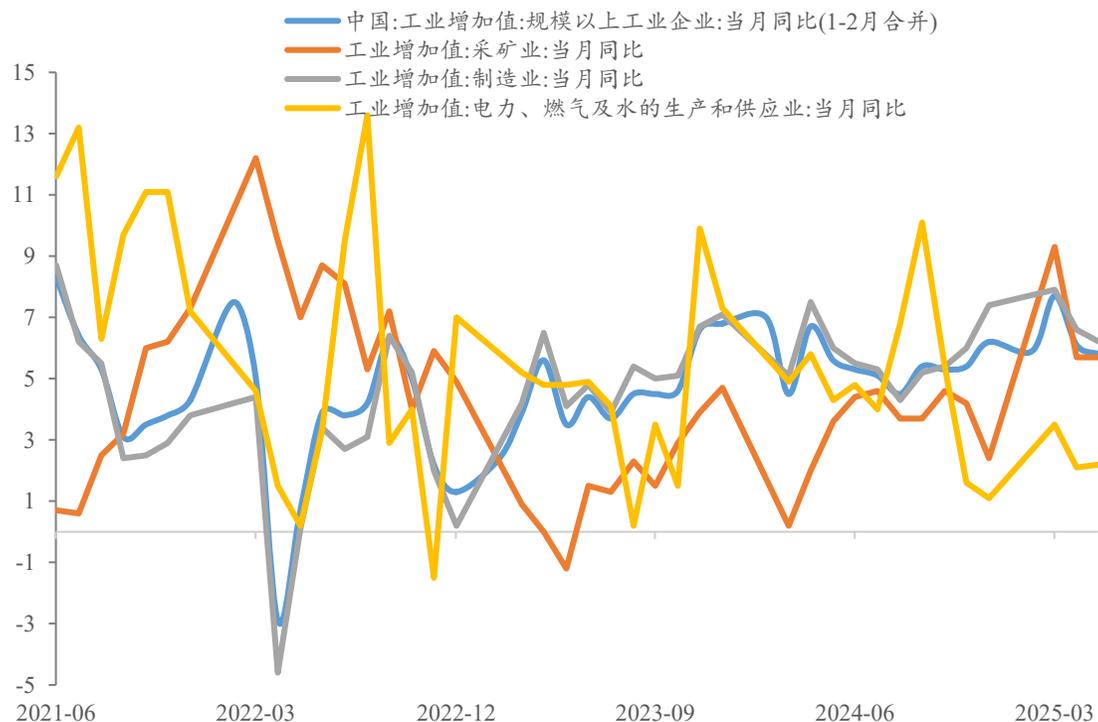


分行业出口同比对总出口增速拉动

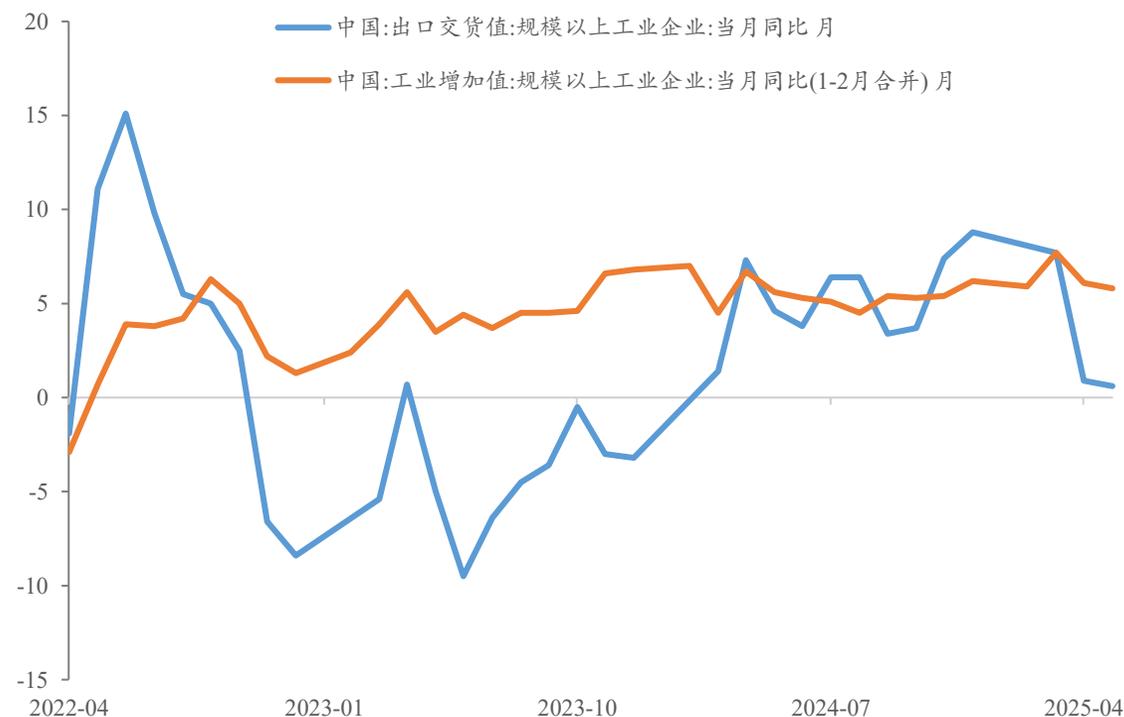


■ 工业增加值韧性中放缓。5月同比5.8%，较上月回落0.3%，幅度可控。从出口交货值同步小幅放缓来看，出口放缓所带来从需求向供给的传递可能是工业增加值韧性中回落的原因之一。

工业增加值、采矿业、制造业、电力热力生产产业增速 (%)

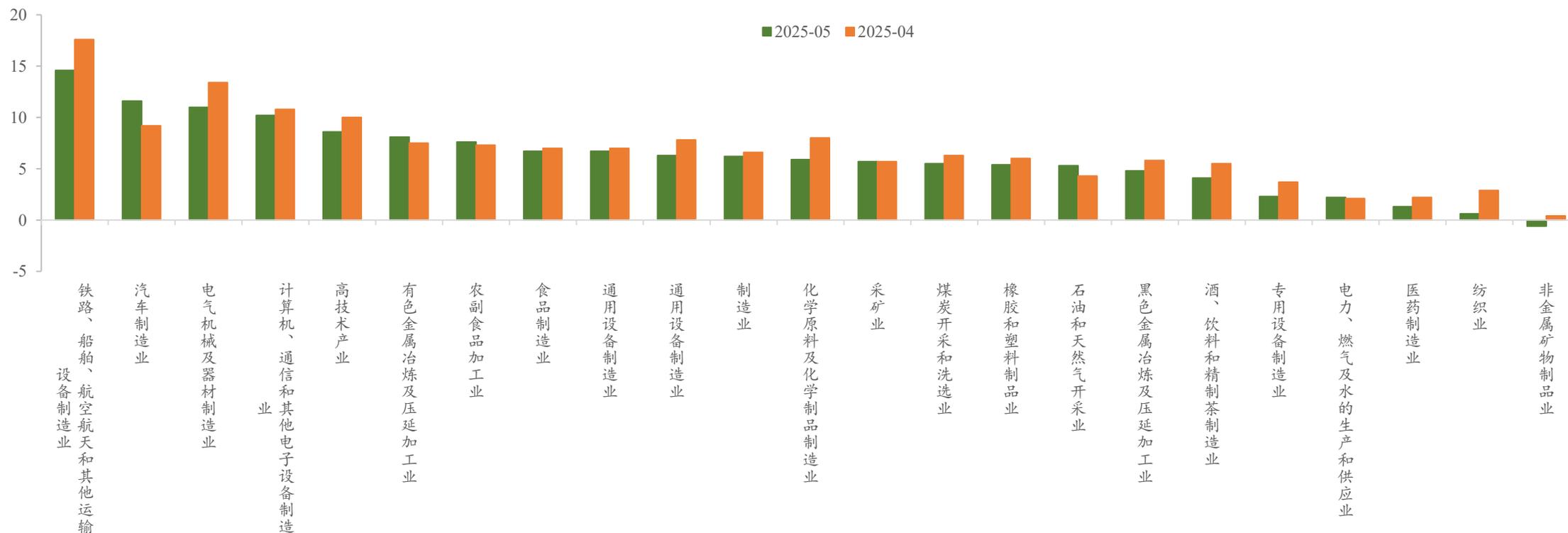


工业部增加值和出口交货值增速 (%)



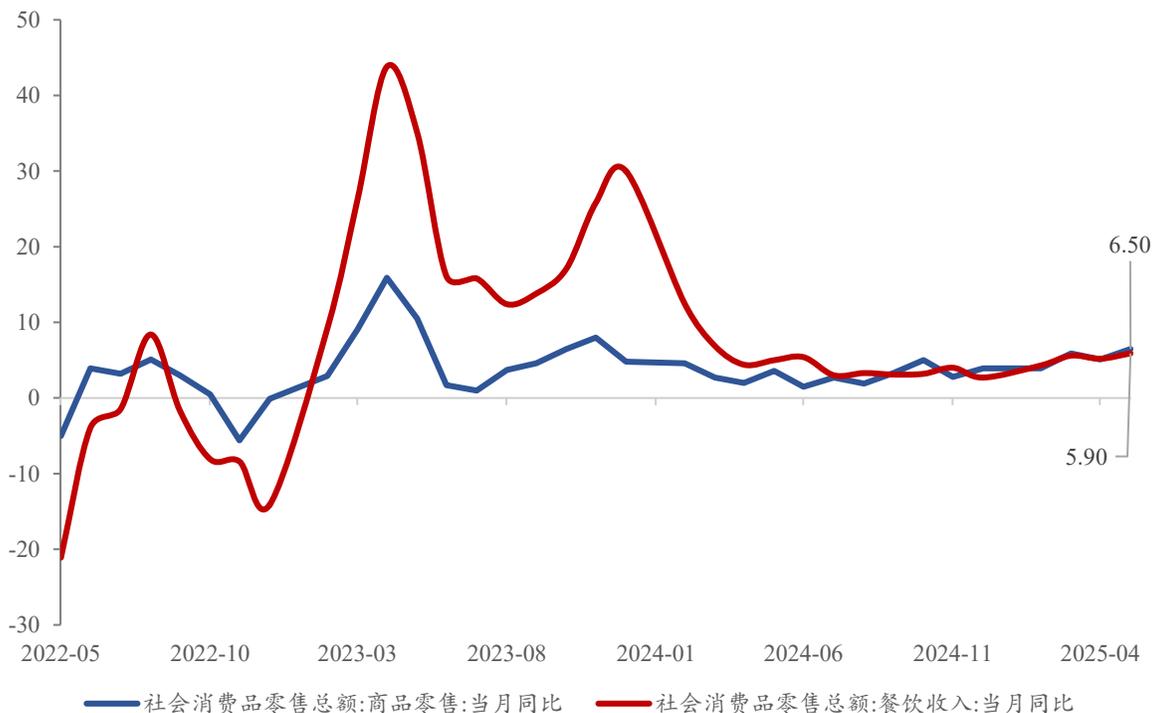
- 分行业来看，制造业中还是船舶航空等运输设备、汽车、电气机械、计算机通信等产业工业增加值增速绝对值较高。边际变化上来看，运输设备、电气机械、纺织生产较上月回落最多，应与出口下行有关。
- 从主要产品来看，产量增速较高的仍主要是工业机器人、集成电路、太阳能电池、汽车等领域；新兴产业产品中，增速较低的主要是智能手机，月度和年累计均在同比负增区间。手机内销增速较高，但出口增速较低。水泥产量同比降幅扩大，反映建筑业投资处于偏弱状态。

分行业规模以上工业增加值同比增速 (%)

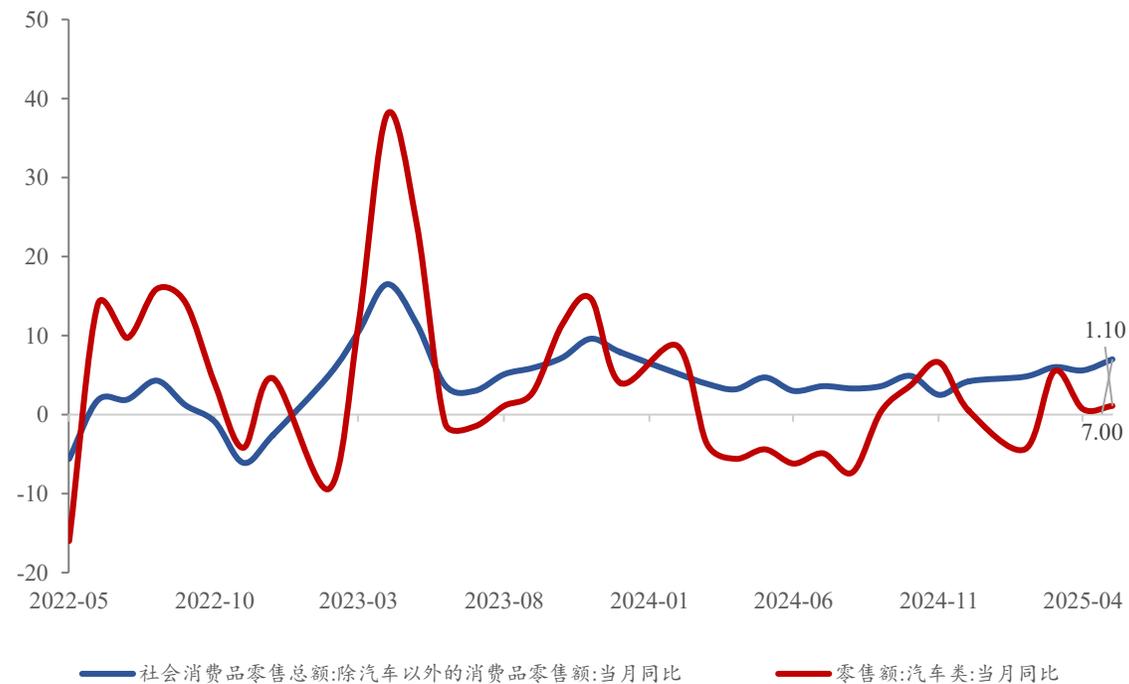


■ 社零增速出现跃升。5月社零同比6.4%，较前值回升1.3%，明显高于市场预期的4.9%。5月社零季调环比0.93%，较4月的0.46%回升。

餐饮收入与商品零售额同比增速 (%)

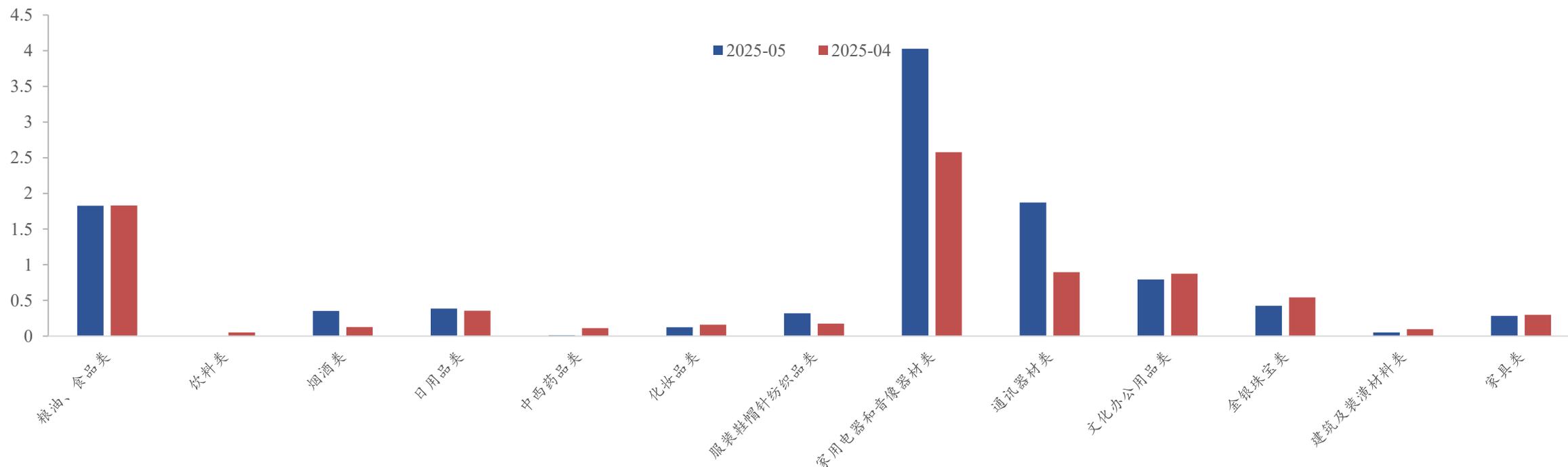


汽车类和除汽车外零售额同比增速 (%)



- 商品消费方面。以旧换新支持的家电、通讯器材消费增速分别大幅提升14.2、13.1%至53.0%、33.0%；文化办公用品类、家具类商品零售额同比也保持了30.5%、25.6%的高增速，合计拉动社会消费品零售总额增长1.9%。其余仍有多种商品消费增速回落，建材、金银珠宝、文化办公用品增速回落较多，指向消费内生动力仍弱。
- 服务消费方面，5月餐饮收入同比5.9%，较前值回升0.7%。可能与假日出行增加有关。

分类型商品零售额同比对限额以上商品零售增速的拉动(%)

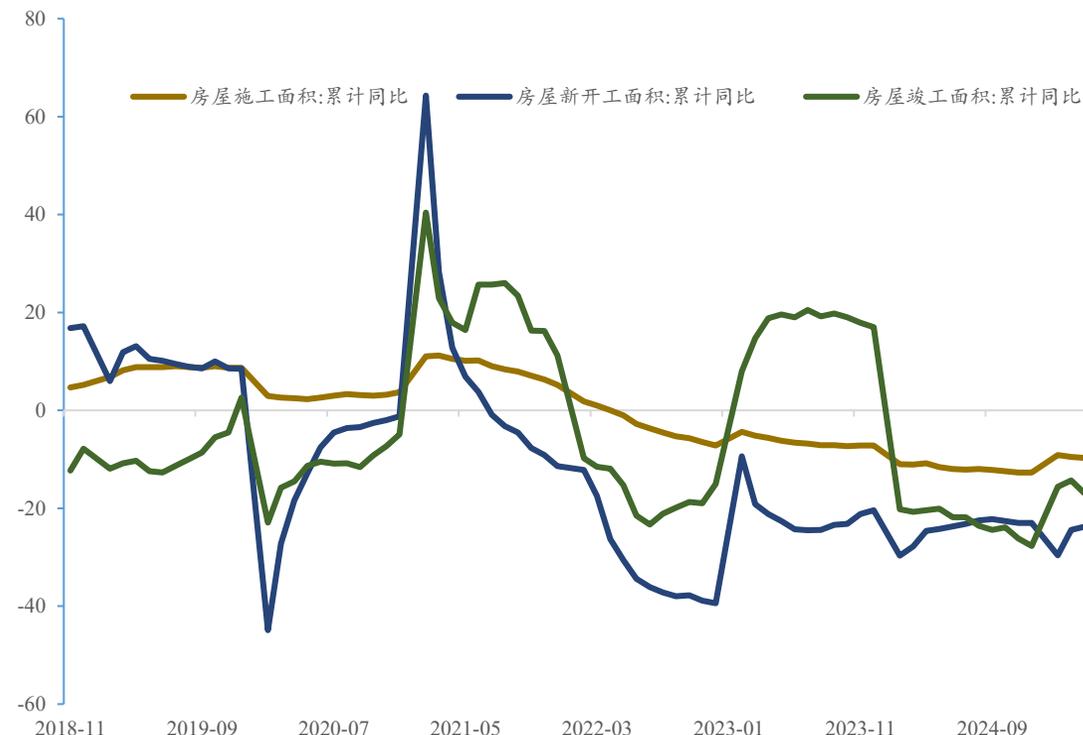


- 1-5月固定资产投资同比3.7%，较前值回落0.3个点，低于市场预期的4.0%。地产跌幅扩大，基建与制造业高位回落。地产销售、投资、房价环比的跌幅均扩大，地产小阳春结束后，量价均再度下行。制造业投资高位回落，应与出口回落拖累有关。基建投资高位回落。2025年1-5月广义、狭义基建投资同比分别为10.4%、5.6%，分别较前值回落0.4、0.2个百分点，高频看，沥青开工率，水泥发运率整体仍低。
- 5月经济数据显示，其中消费明显超预期，背后主要是以旧换新政策的支撑，出口回落但仍具韧性，并传导至生产和制造业投资中，地产跌幅扩大、基建高位回落，结合信贷低于预期、CPI和PPI延续负增、PMI仍在收缩区间，指向内需有待提振。

主要行业投资同比增速 (%)

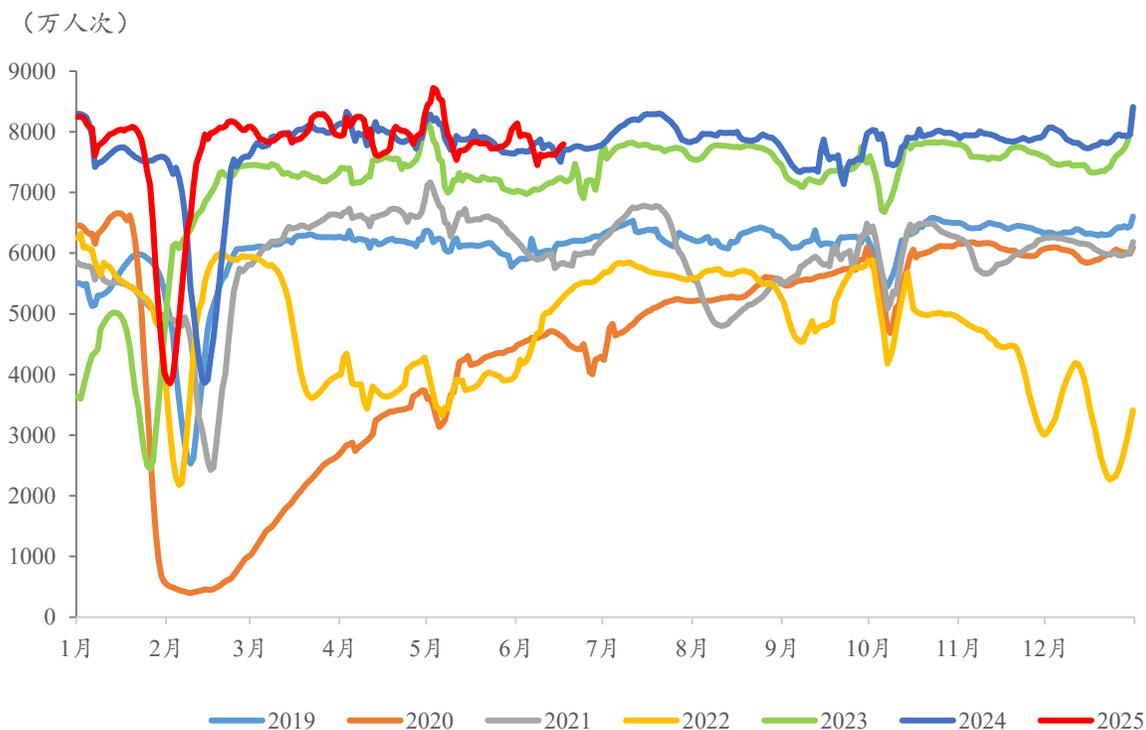


房地产开工、竣工同比增速 (%)

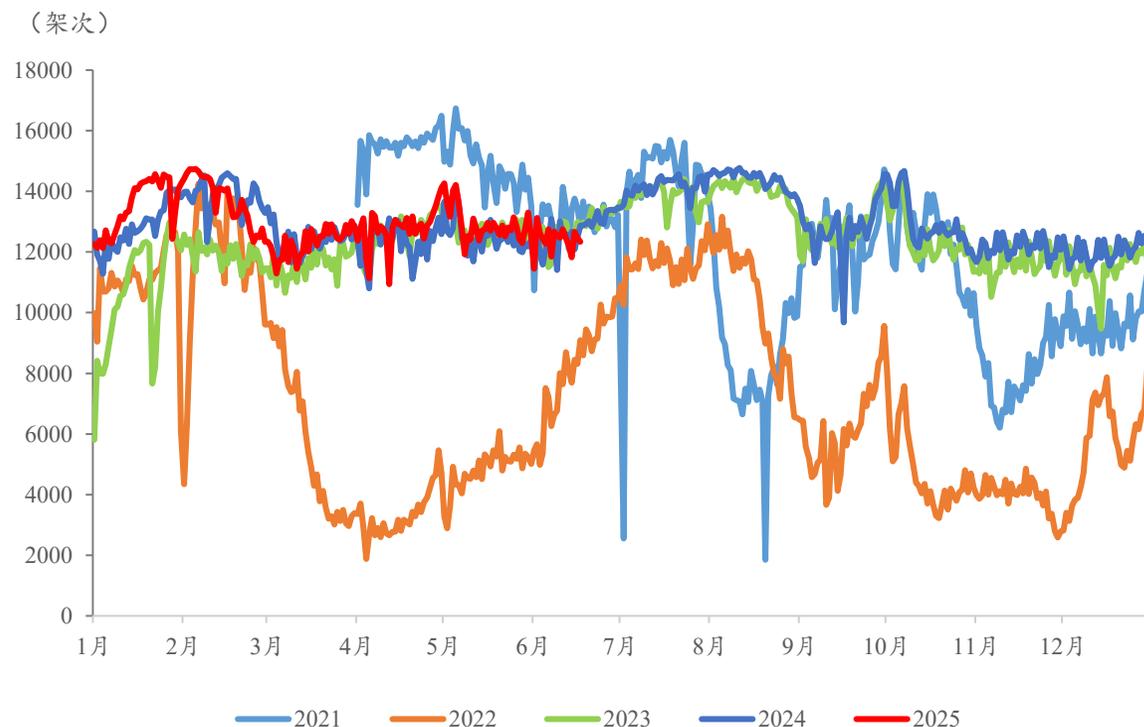


- 地铁客运和执行航班数据为居民生活半径和出行指标，与消费和服务业活动存在关联，目前地铁客运量有所回落，航班数同比小幅正增，居民出行处于历史偏高位。
- 截至目前，6月主要城市地铁客运量日均环比增速-3.88%，同比增速0.08%，当前绝对值处在历史高位。
- 截至目前，6月国内执行航班数日均12405架次，环比增速-3.95%，同比增速-2.23%，较上月同环比增速有所回落，当前绝对值处在历史高位。

主要城市地铁客运量（7日移动平均）

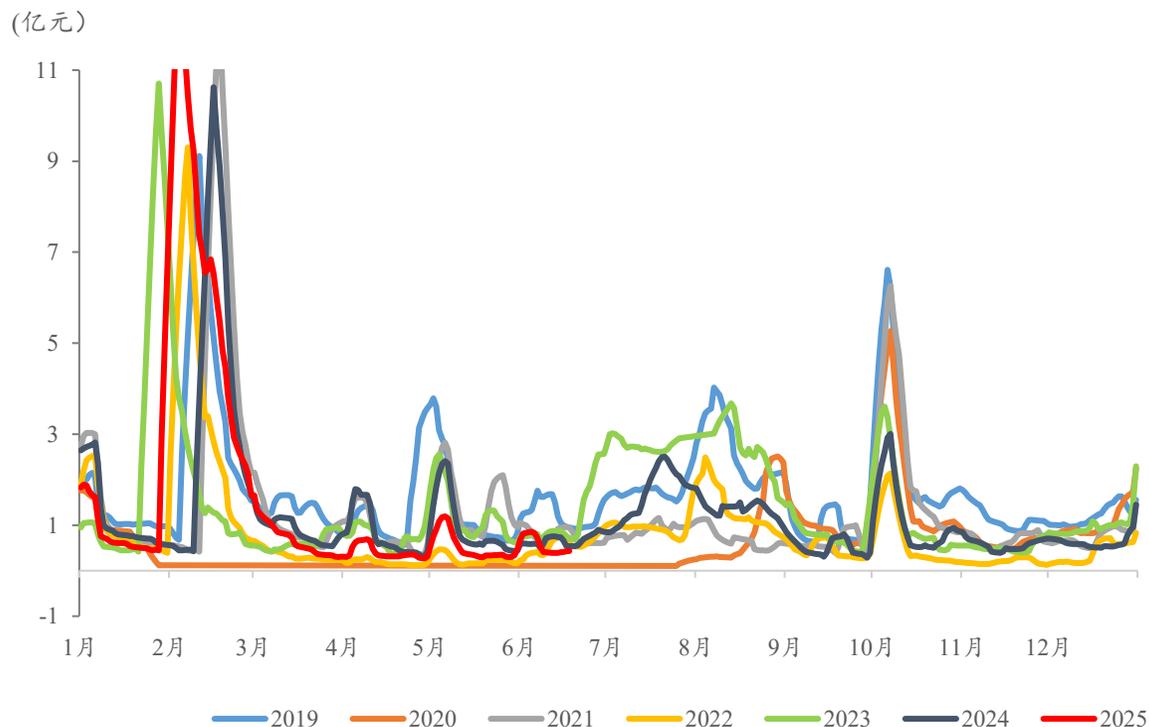


国内执行航班数

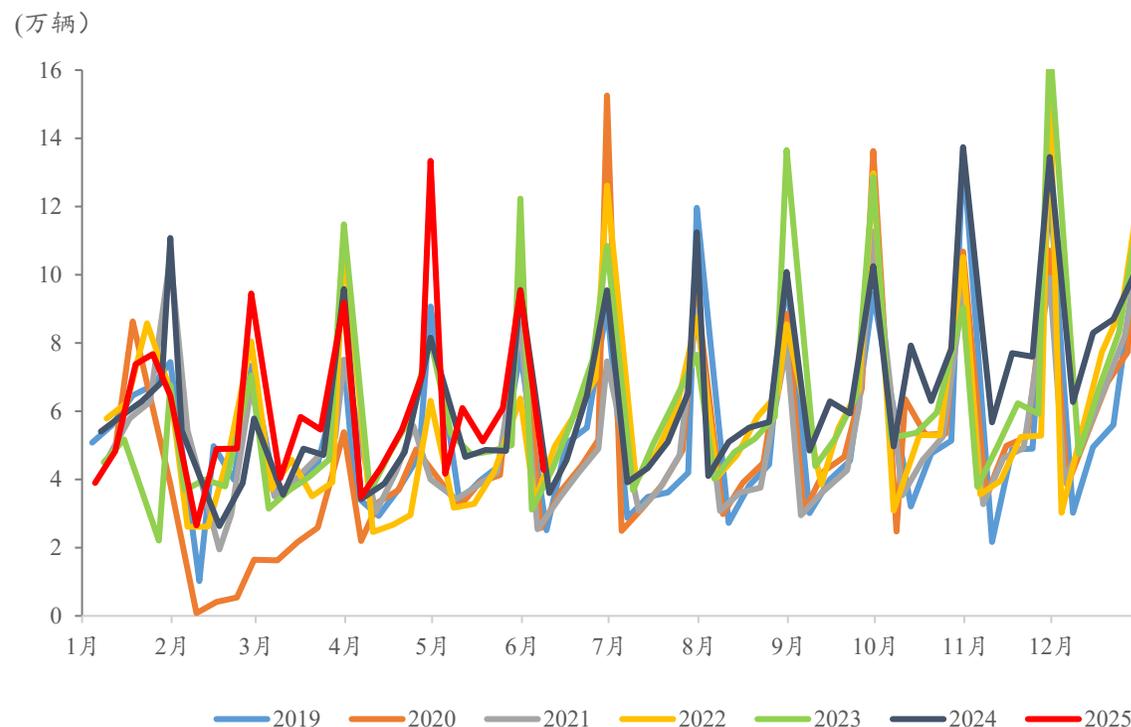


- 截至目前，6月电影票房均值5229万元，环比增速-6.77%，同比去年同期增速-22.14%，同比负增幅度明显收窄，目前绝对值处在历史中低位区间。
- 6月乘用车销量均值4.28万辆，环比增速-30.89%，同比去年同期增速18.95%，处在历史高位，汽车销售在以旧换新政策支持下具有韧性。

全国电影票房（7日移动平均）

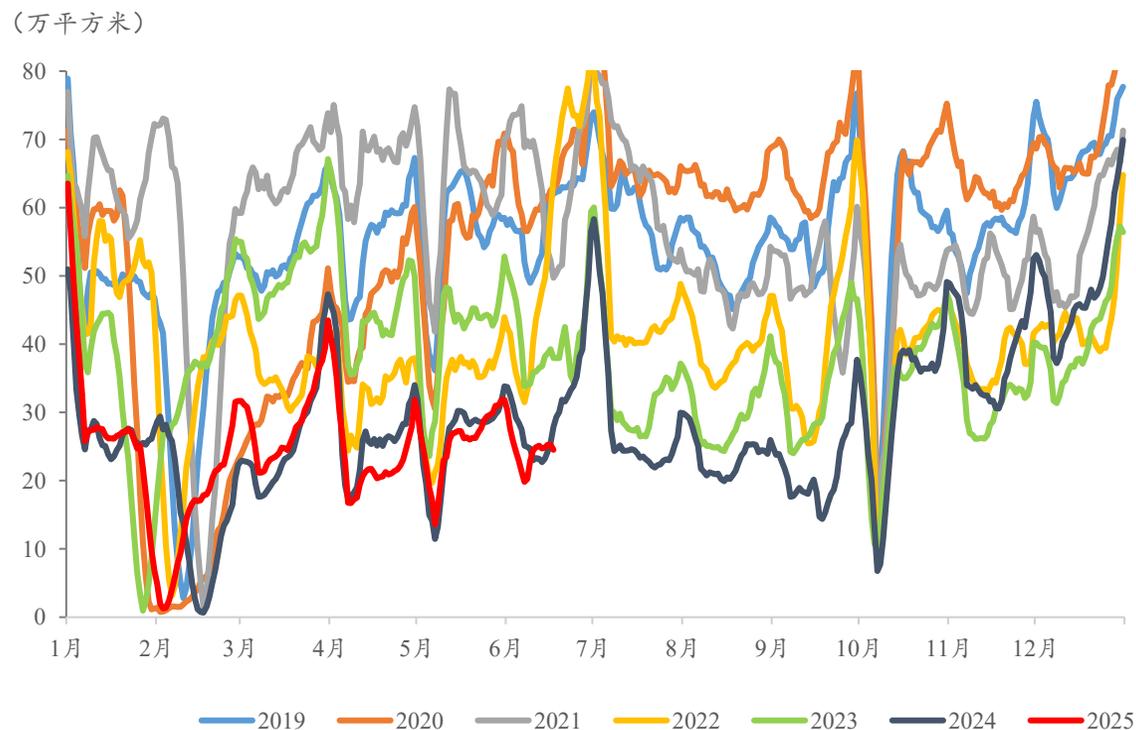


乘用车销量：厂家零售

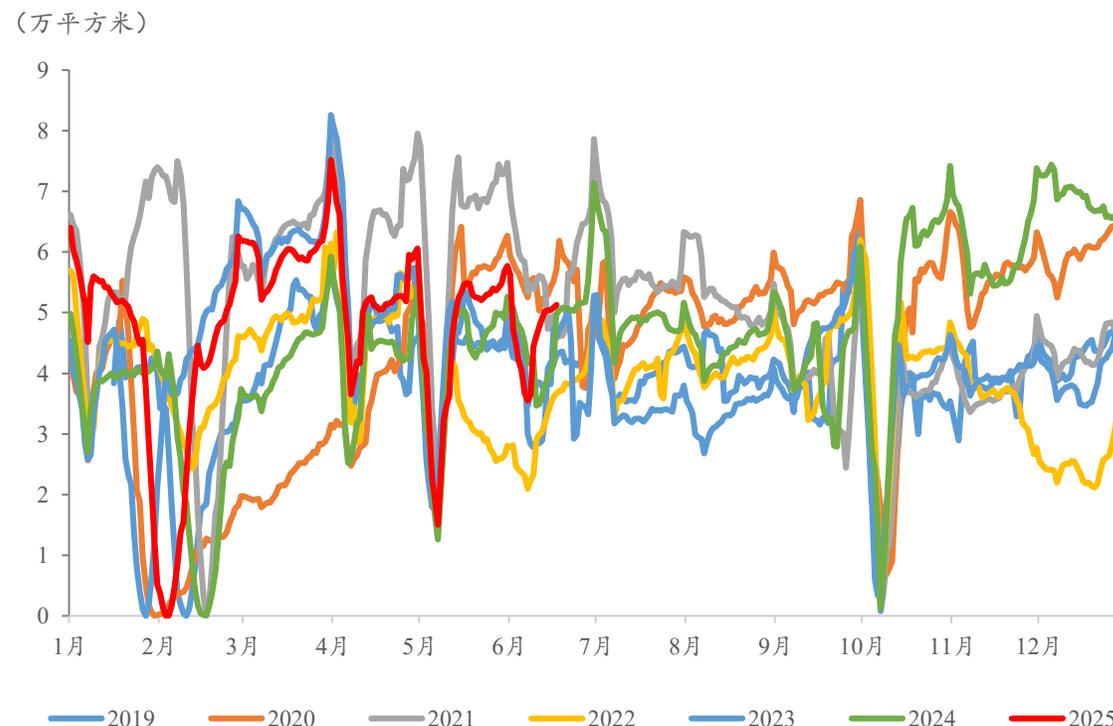


- 目前来看6月商品房成交有所回落。
- 截至目前，6月30大中商品房成交面积日均值22.35万平方米，环比增速-12.58%，同比去年同期增速-7.6%，同比降幅扩大，整体新房销售增速绝对值处于季节性低位。
- 截至目前，6月北京二手房销售面积日均4.31万平方，环比增速-5.15%，同比去年同期增速11.27%，同比增速回升。

30大中城市商品房成交面积（7日移动平均）

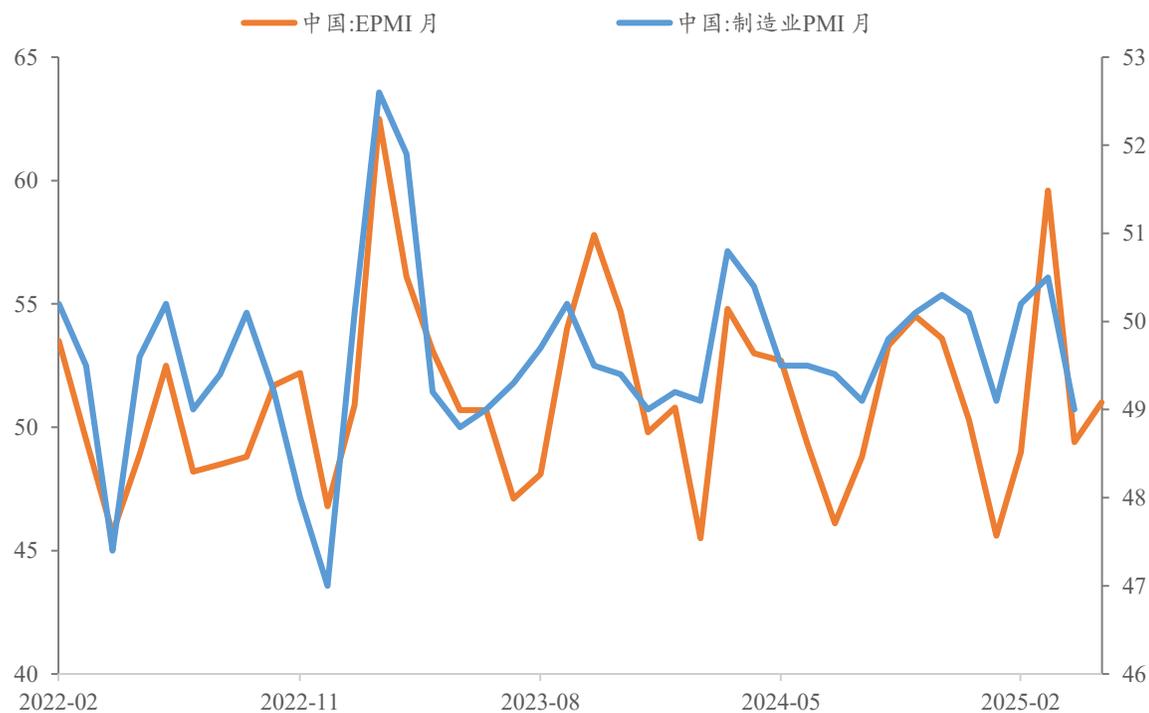


北京二手房成交面积（7日移动平均）

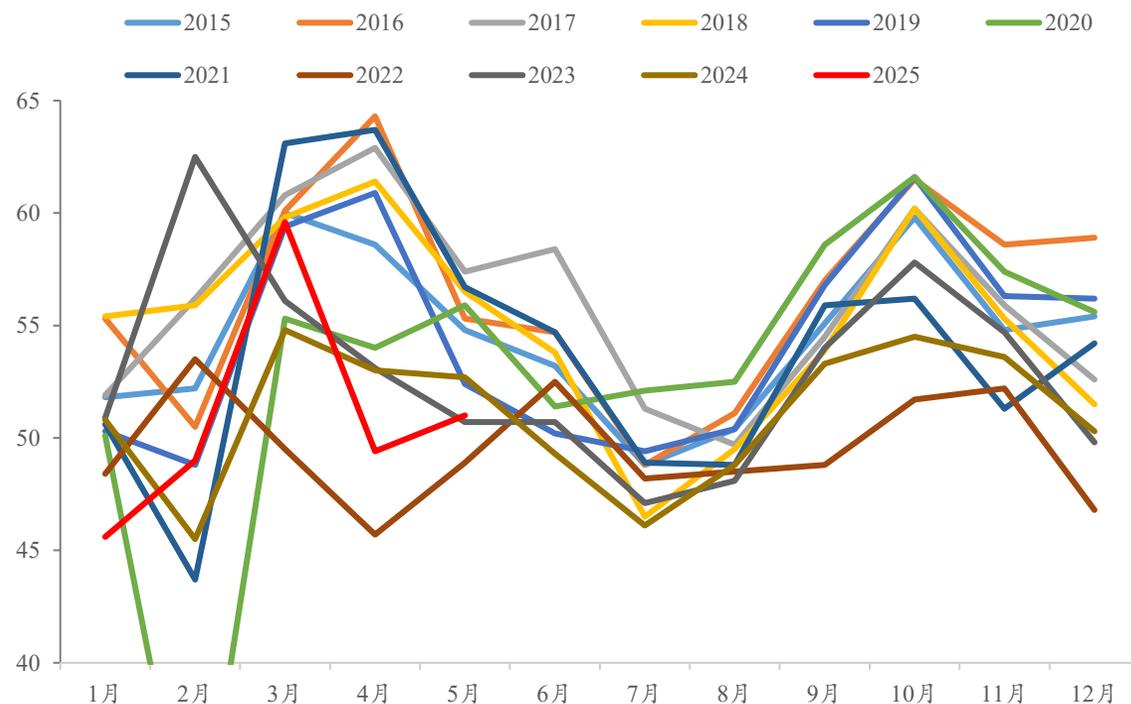


- 5月EPMI显示战略新兴行业景气度边际回升，总指数较上月回升1.6%至51%，回升至荣枯线上，2022年以来EPMI与PMI单月同向变动的概率较高，5月PMI也边际略有改善。
- 分项来看，出口订单好转带动产需均有好转，生产、产品订货、出口订货指数分别环比上行1.8%、2.9%、10.8%。生产修复弱于需求，企业生产或相对谨慎。但是价格指数继续下行，就业指标环比小幅上行1.1%。

PMI&EPMI 边际回落

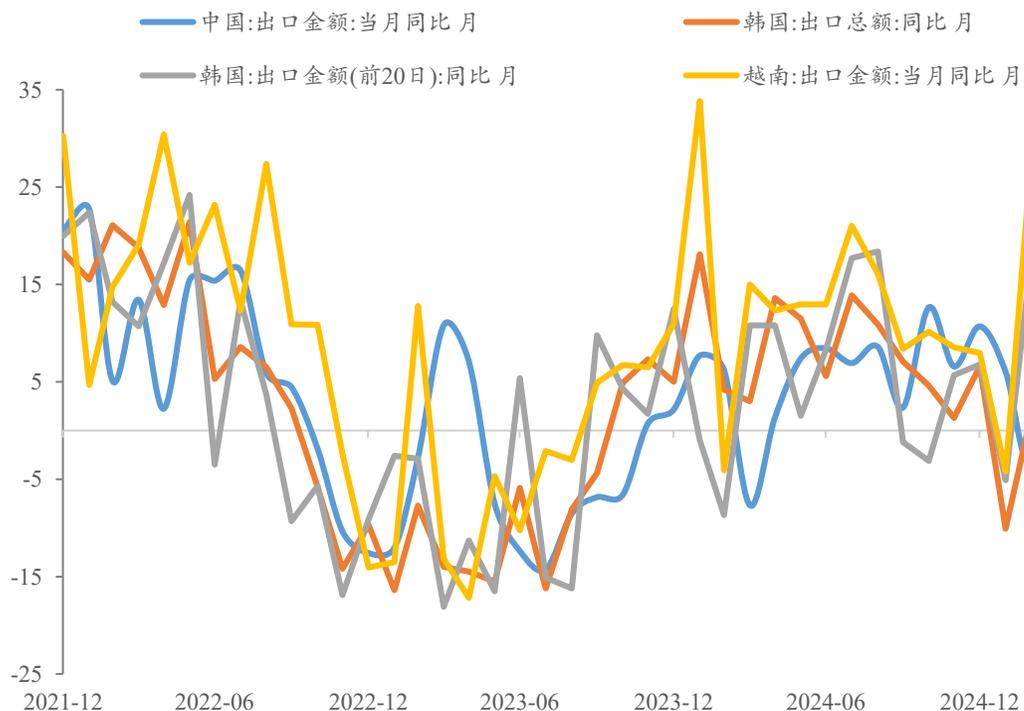


EPMI 季节性

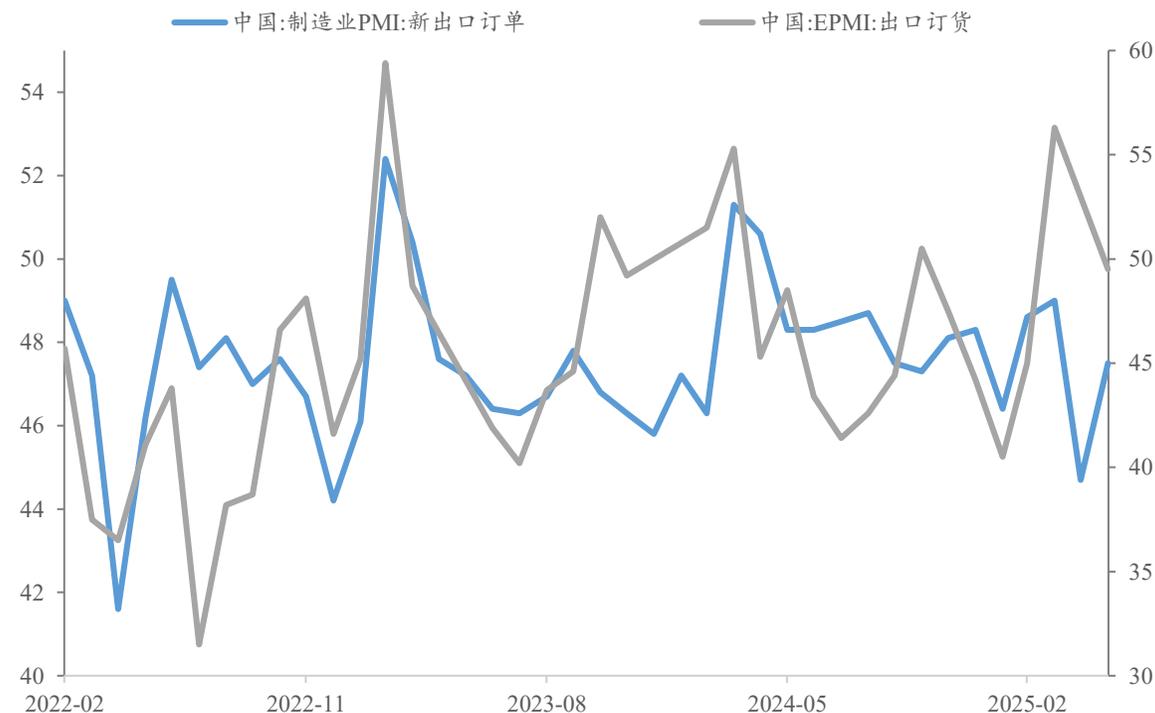


- 5月韩国前20日出口同比-2.4%，较上月-5.3%回升。
- 5月韩国出口同比-1.3%，较上月3.7%回落；5月越南出口同比20.68%，较上月21.03%回落。
- 5月EPMI出口订单指数49.5%，虽然仍在荣枯线以下，但较上月38.7%回升。
- 目前来看，受到关税政策动向影响，5月在抢出口和转出口效应下，出口增速有一定韧性，回落幅度可控。

韩国前20日、韩国、越南出口同比

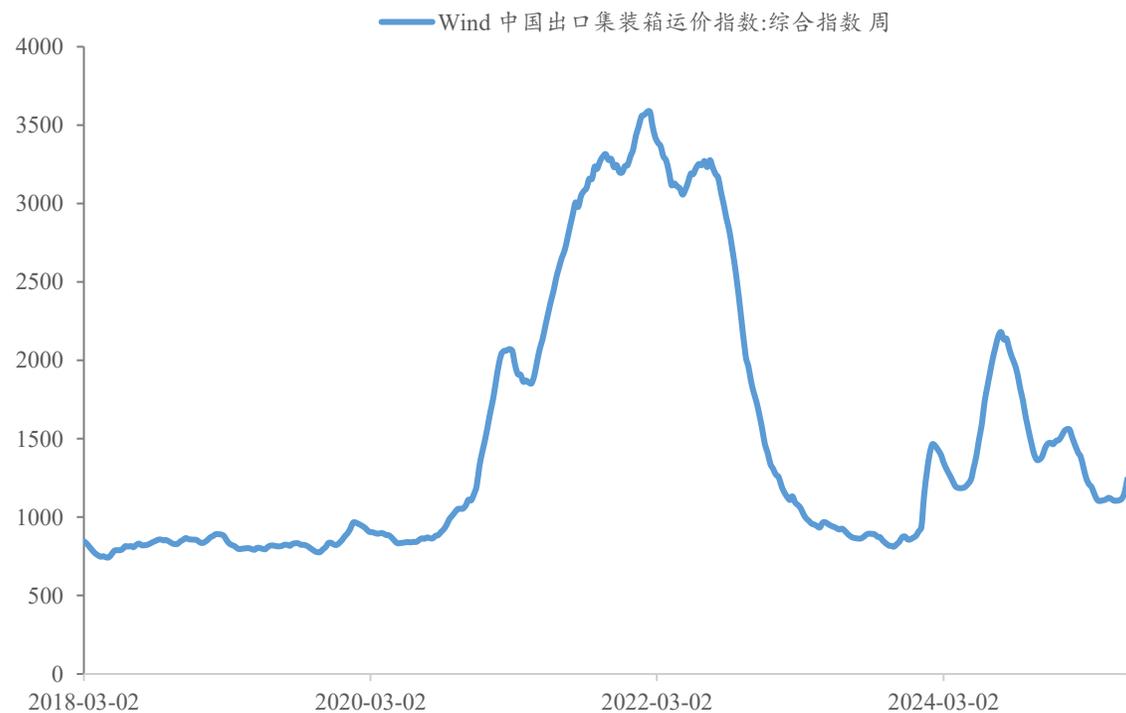


PMI、EPMI 出口订单指数



6月出口集装箱运价指数同比-32.24%。6月波罗的海干散货指数均值同比-11.08%。

中国出口集装箱运价指数

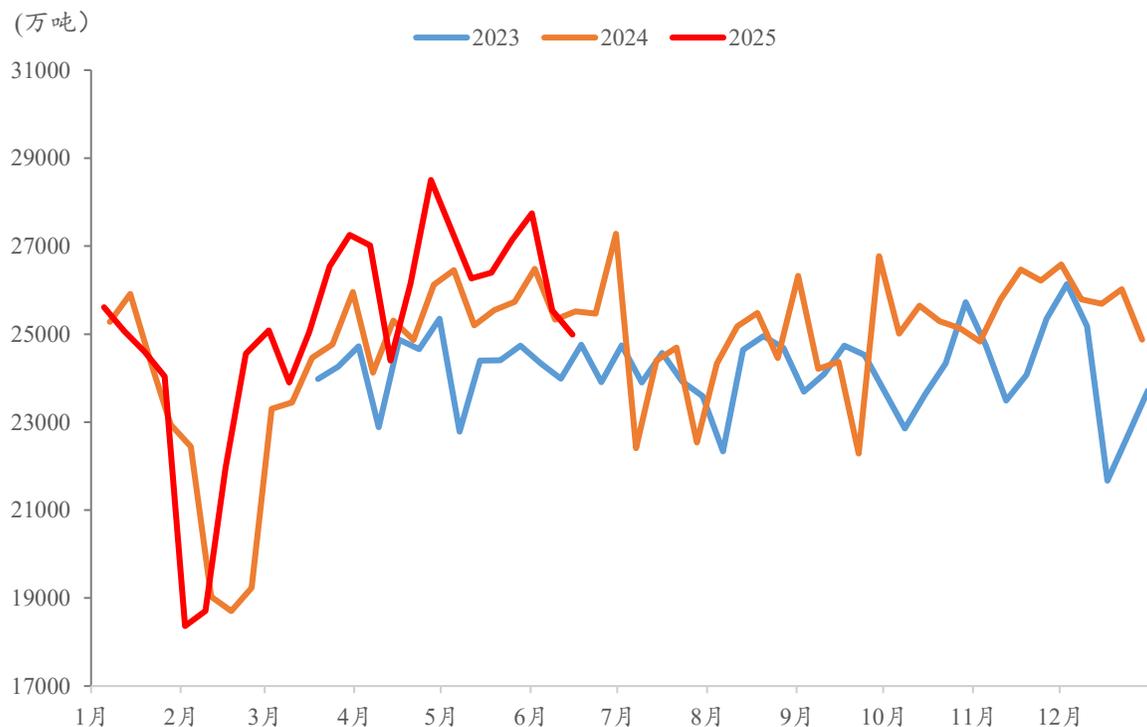


波罗的海干散货指数

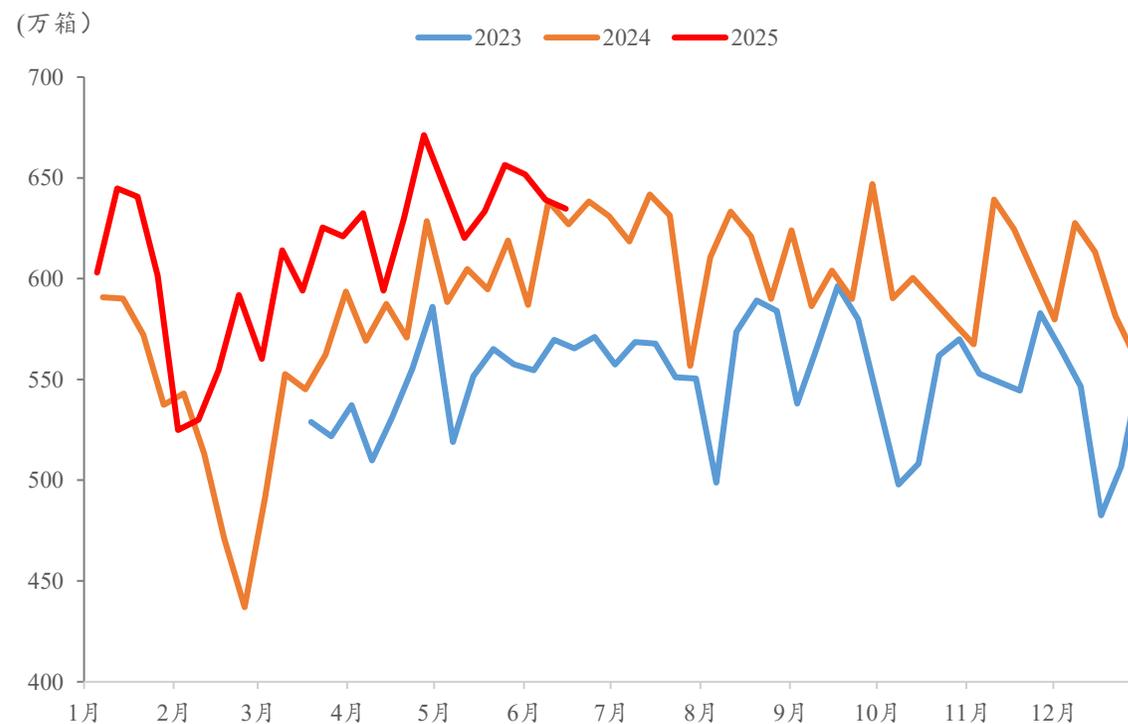


从港口吞吐量来看，6月货物吞吐量周度均值为26088万吨，同比增长0.29%，较5月增速3.37%下滑。6月集装箱吞吐量周度均值641.82万箱，同比增长2.81%，较5月增速5.81%下滑。目前港口吞吐数据6月边际下滑但仍保持正增长。

中国港口货物吞吐量（万吨）

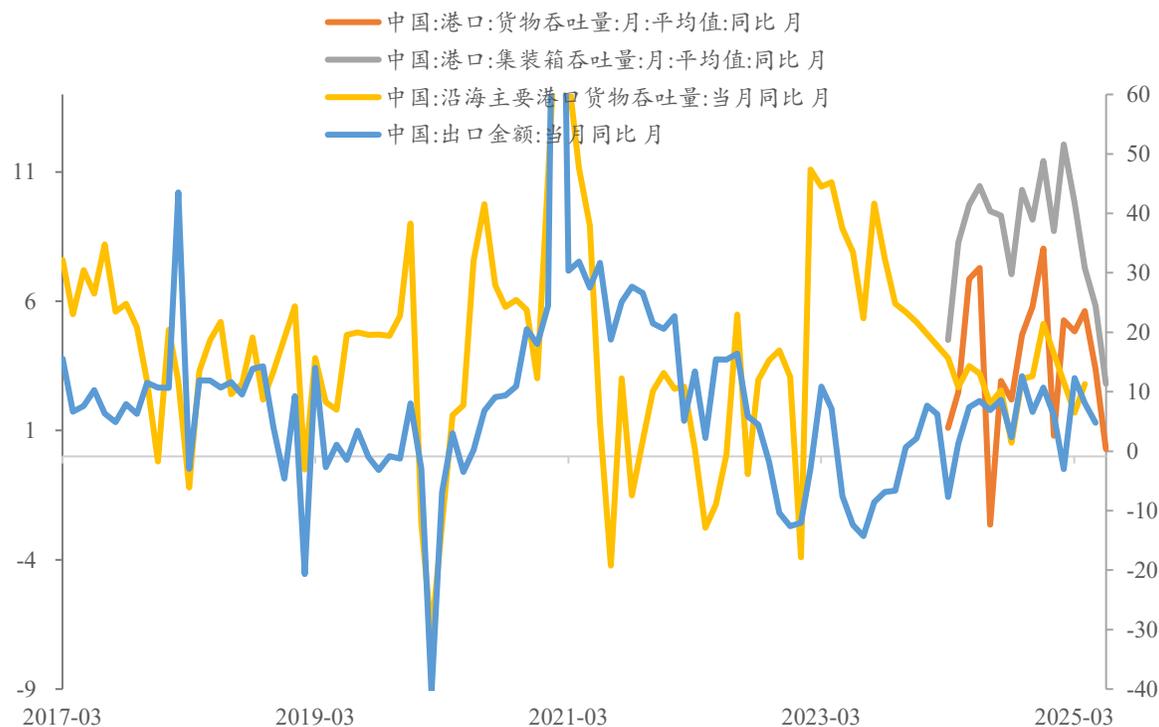


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）



□ 长周期来看，沿海主要港口货0.29%、2.817%，分别较上月回落3.08%和下滑3.01%。从港口货运同比看目前出口回落压力边际有所增大。

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

- **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。
- **货币政策：**1) **政策基调，**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，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面。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。3) **物价：支持物价合理回升，货币与物价之间的关系也受多重因素影响，当前提振物价的关键在于扩大有效需求，畅通供需循环，打通实体经济堵点。**4) **信贷：加大投放力度，支持扩内需。**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。
- **促进物价合理回升：**调控国内供求关系，包括扩大国内有效需求和控制过度供给。5月9日央行一季度《货币政策执行报告》指出“价格调控思路上，也要从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争”。5月20日发改委发布会上指出“一些企业陷入‘内卷式’竞争，有的以低价、超低价，甚至低于成本的价格进行销售”，要“加快淘汰炼油、钢铁等行业低效落后产能；科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目，防止盲目新建；加强行业自律，引导新能源汽车、光伏企业注重技术研发”。
- **政府投资扩张：**5月中旬中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出八项主要任务，包括加强既有建筑改造利用，推进城镇老旧小区整治改造，开展完整社区建设，推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造，完善城市功能，加强城市基础设施建设改造，修复城市生态系统，保护传承城市历史文化；5月20日发改委指出“加快推进‘两重’建设重点任务高质量落实……2025年已安排近5000亿元，支持一批重大项目建设”“力争6月底前下达完毕今年全部‘两重’建设项目清单”。目前内需短板之一是固定资产投资增速有走弱迹象，制造业面临外需压力，4月以来财政加快特别国债和地方专项债发行，未来6月至三季度城市更新和两重项目相关的政府投资扩张可能是未来内需扩张的抓手。

一季度货币政策执行报告

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较四季度由“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面。	3、 物价：促进合理回升 。本次报告专门分析了价格指数低位运行的原因，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	

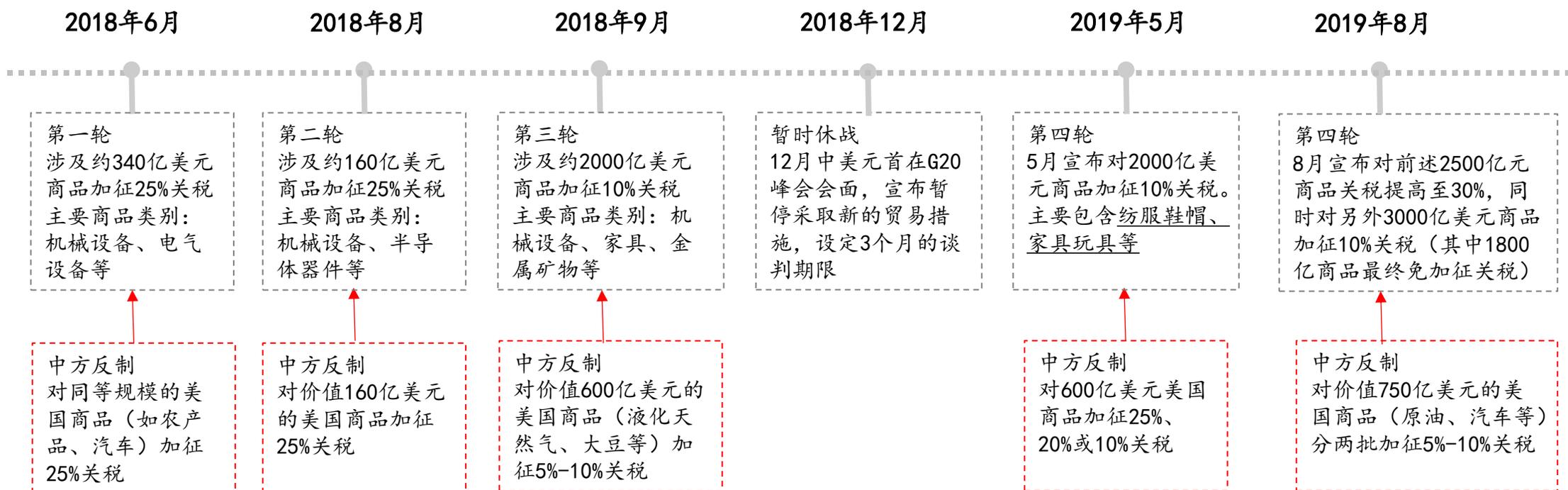
部委	类别	具体举措	相关解读
央行：三类十项政策	数量型政策	降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。	为落实中央政治局会议部署，央行出台三类十项政策： 1、数量型政策，包括降低存款准备近率50BP和将汽车金融、金融租赁公司存款准备金率调整为0%。此举有助于为金融机构提供低成本中长期流动性，同时也为应对后续政府债发行放量。 2、价格型政策，包括下调政策利率10BP、下调结构性政策工具利率25BP，和降低个人住房公积金贷款利率25BP。各类政策利率的调降指向引导贷款利率下行，促进实体经济和个人住房公积金贷款需求提升。 3、结构型政策，包括增加科创、技术改造、支小支农再贷款额度、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%。	
	结构型政策	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。	
		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。	

部委	类别	具体举措	相关解读
金融监管总局：8项增量政策	稳地产	加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势。	为落实中央政治局会议部署，金融监管总局公布了8项增量政策：主要涉及稳地产、稳资本市场、稳外贸、支持小微民营企业融资、促进产业转型和支持科创领域几大方面，与政治局会议定调吻合。
	稳资本市场	进一步扩大保险资金长期投资试点范围，为市场引入更多增量资金。 调整优化监管规则，进一步调降保险公司股票投资风险因子，支持稳定和活跃资本市场。	
	小微企业、民营企业融资	尽快推出支持小微企业、民营企业融资一揽子政策，做深做实融资协调工作机制，助力稳企业稳经济。	
	稳外贸	制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施，对受关税影响较大的市场主体提供精准服务，全力帮扶稳定经营、拓展市场。	
	产业	修订出台并购贷款管理办法，促进产业加快转型升级。	
	科创	将发起设立金融资产投资公司的主体扩展至符合条件的全国性商业银行，加大对科创企业的投资力度。 制定科技保险高质量发展意见，更好发挥风险分担和补偿作用，切实为科技创新提供有力保障。	
	巩固市场回稳向好势头	全力巩固市场回稳向好势头。强化市场监测和风险综合研判，动态完善应对各类外部风险冲击的工作预案，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。 近期将出台深化科创板、创业板改革政策措施，择机会发布，在市场层次、审核机制、投资者保护等方面进一步增强制度包容性、适应性，同时尽快推动典型案例落地。	
	证监会	服务新质生产力发展	
推动中长期资金入市		引导上市公司完善治理、改善绩效，持续提升投资者回报的同时，更大力度“引长钱”，协同各方继续提升各类中长期资金入市规模和占比，抓紧印发和落实《推动公募基金高质量发展行动方案》。	

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。 (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。
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。	(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。
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。	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。
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。	3、宏观支持实体经济发力方向： (1) 促消费：大力发展服务消费，金融支持设立里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。
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。	(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。
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。	(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。
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。	(4) 产业链：新质生产力，加快实施“人工智能+”行动。
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。	
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。	

- 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。

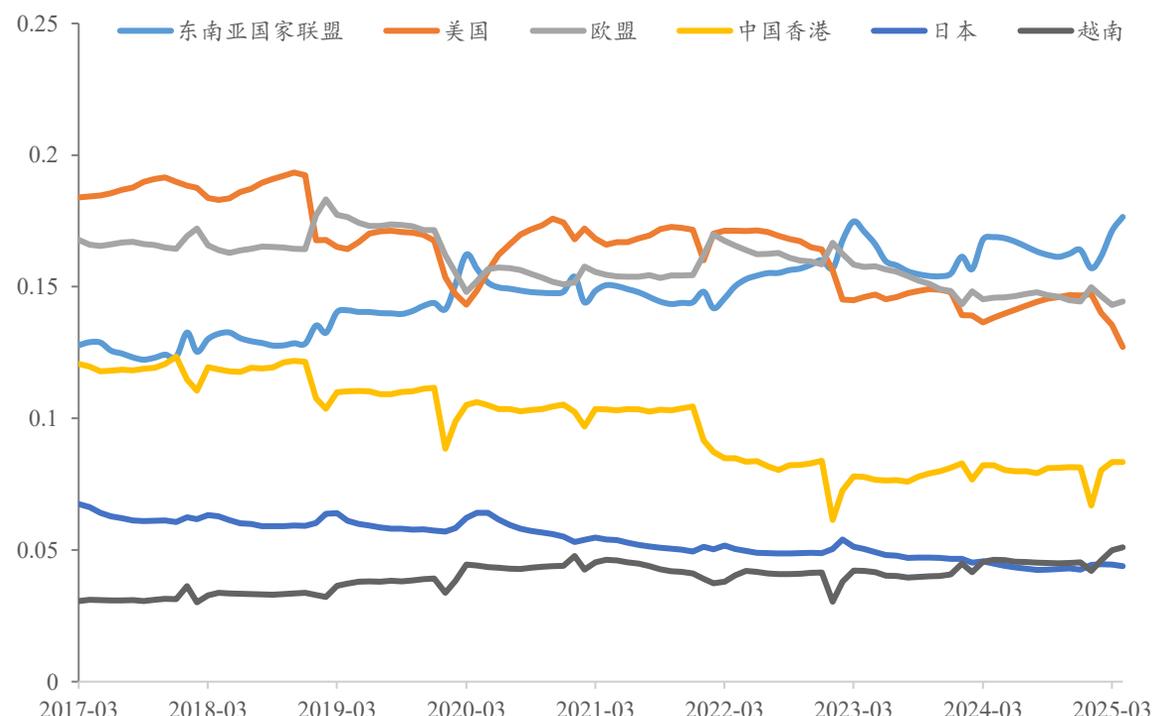


- 外需下行可能拖累中国出口增速，进一步出口下滑或将对我国全年GDP形成负面影响。
- 情形一：按照美国对中国加征20%芬太尼关税+34%对等关税的极端情形，对我国出口年增速拖累可能达到5%。如果对出口增速影响-5%，参照2020年投入产出表20%左右的出口对GDP影响系数，则对名义GDP的影响大约在-1%左右。
- 情形二：5月12日下调关税后，假设不考虑24%暂缓执行关税，美国加权平均进口关税或降至15%左右，那么对GDP影响可能下修至-0.5%~-0.7%左右。
- 目前特朗普关税政策遭遇国内阻力，不过考虑到与各国外贸谈判尚在进行中，特朗普政府较大概率会采取其他措施继续实施加关税，未来发展具有较大不确定性。外需风险持续存在的状况下稳定内需重要性强。

中国对美出口增速、中国整体出口增速、净出口对GDP拉动 (%)

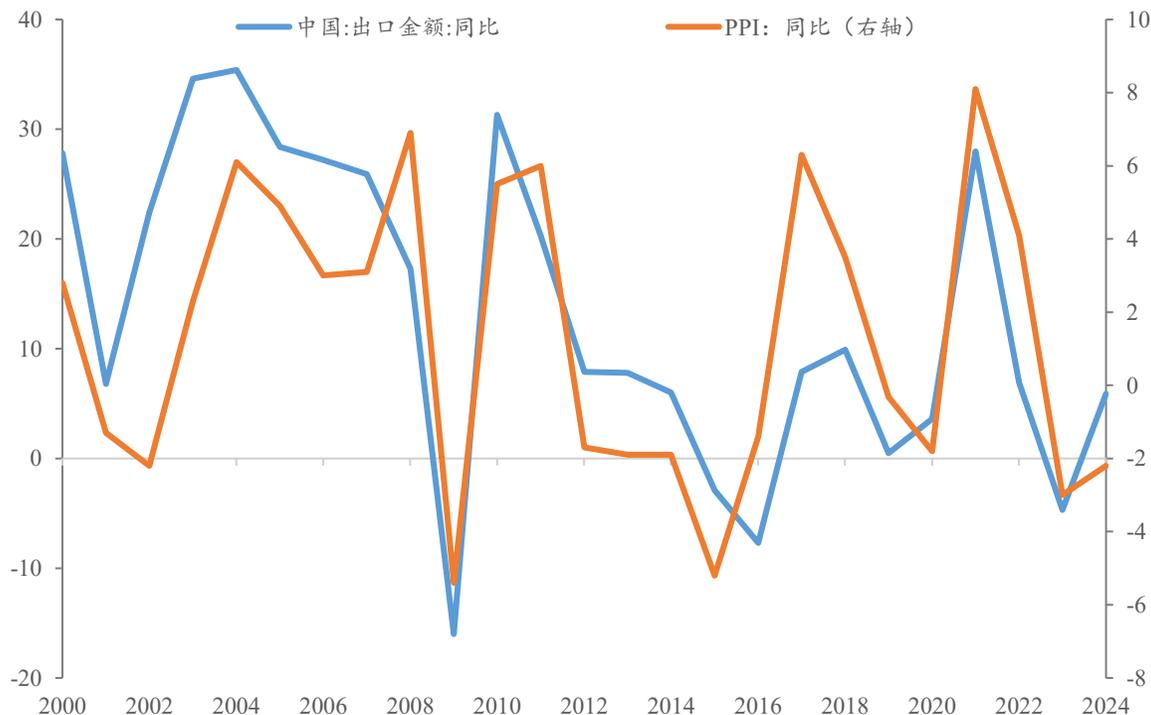


主要出口国占我国出口份额

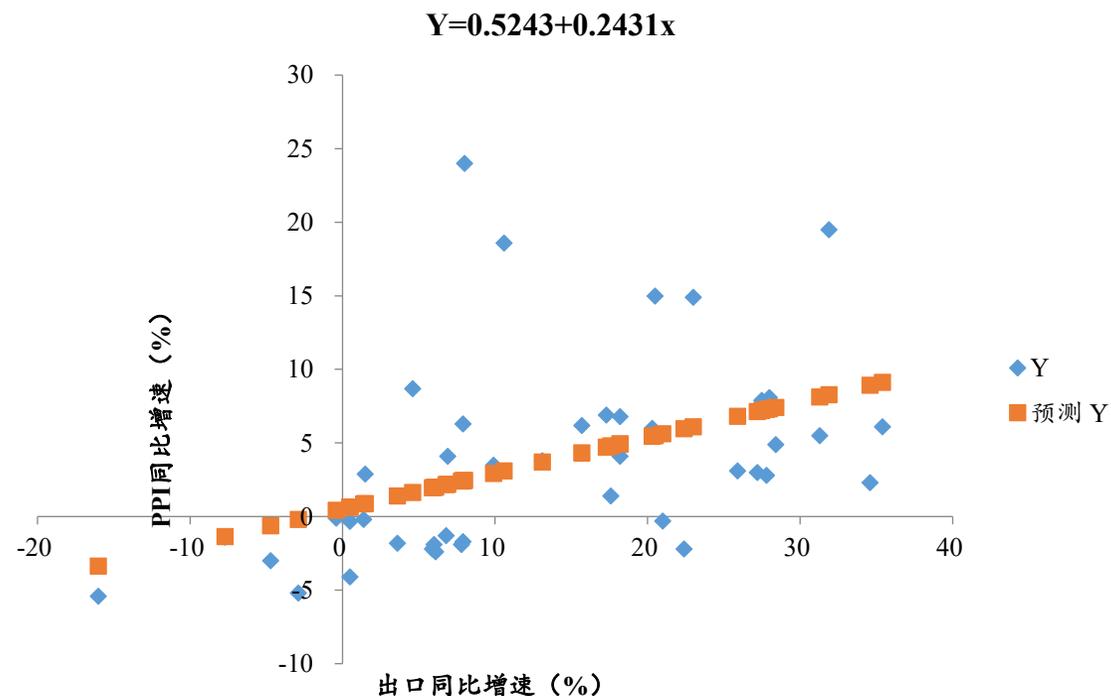


- **出口下行或对PPI增速造成负面影响。**对于国内通胀方面，贸易冲突带来全球贸易景气度走弱，使得外需下行容易对工业品价格施加下行压力，其中也包括国际大宗商品价格下跌的带来的输入性影响。根据历史经验来看，我国的年度出口金额增速与PPI年度增速呈现较高水平的正相关，通过历史数据进行回归分析粗略估测，我国出口增速下行1%，对PPI拖累约为0.24%。
- **我国通胀偏低持续受到外需压力影响，国内政策应对方式是从调控国内供求关系的角度促进通胀合理回升。**包括扩大国内有效需求和控制过度供给。5月9日央行一季度《货币政策执行报告》指出“价格调控思路上，也要从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争”。5月20日发布会上，发改委指出“一些企业陷入‘内卷式’竞争，有的以低价、超低价，甚至低于成本的价格进行销售”，要“加快淘汰炼油、钢铁等行业低效落后产能；科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目，防止盲目新建；加强行业自律，引导新能源汽车、光伏企业注重技术研发”。整治内卷式竞争调控供求关系为政策主线之一。

出口金额增速与PPI同比正相关



出口增速对PPI同比回归

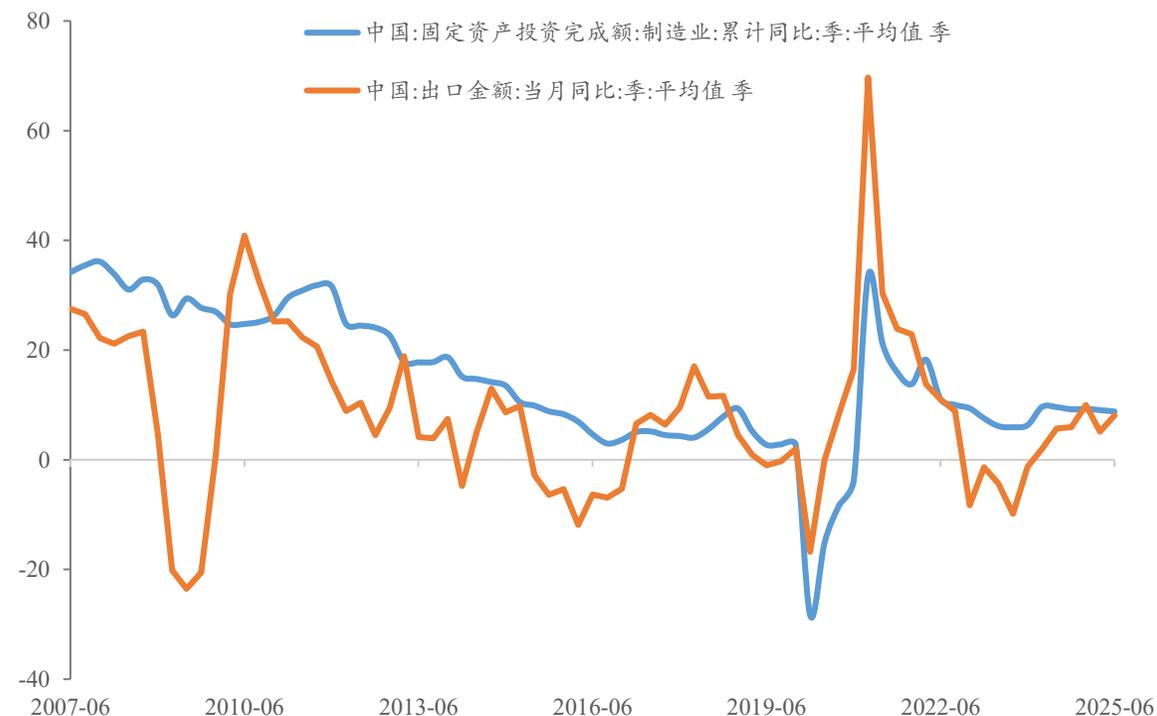


- 除此以外，出口增速主要与中游制造业利润、投资增速关联度较高，如果趋势下行应会逐步传导至制造业投资和相关工业生产数据中。除了抬升通胀中枢以抬升企业利润刺激微观活力以外，还需从投资端发力扩大有效需求。
- **政策主线之二是政府投资扩张**，5月中旬中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出八项主要任务，包括加强既有建筑改造利用，推进城镇老旧小区整治改造，开展完整社区建设，推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造，完善城市功能，加强城市基础设施建设改造，修复城市生态系统，保护传承城市历史文化；5月20日发改委指出“加快推进‘两重’建设重点任务高质量落实……2025年已安排近5000亿元，支持一批重大项目建设”“力争6月底前下达完毕今年全部‘两重’建设项目清单”。目前内需短板之一是固定资产投资增速有走弱迹象，制造业面临外需压力，4月以来财政加快特别国债和地方专项债发行，未来6月至三季度城市更新和两重项目相关的政府投资扩张可能是未来内需扩张的抓手。

出口与中游制造业、相关企业利润



出口领先制造业投资约3季度



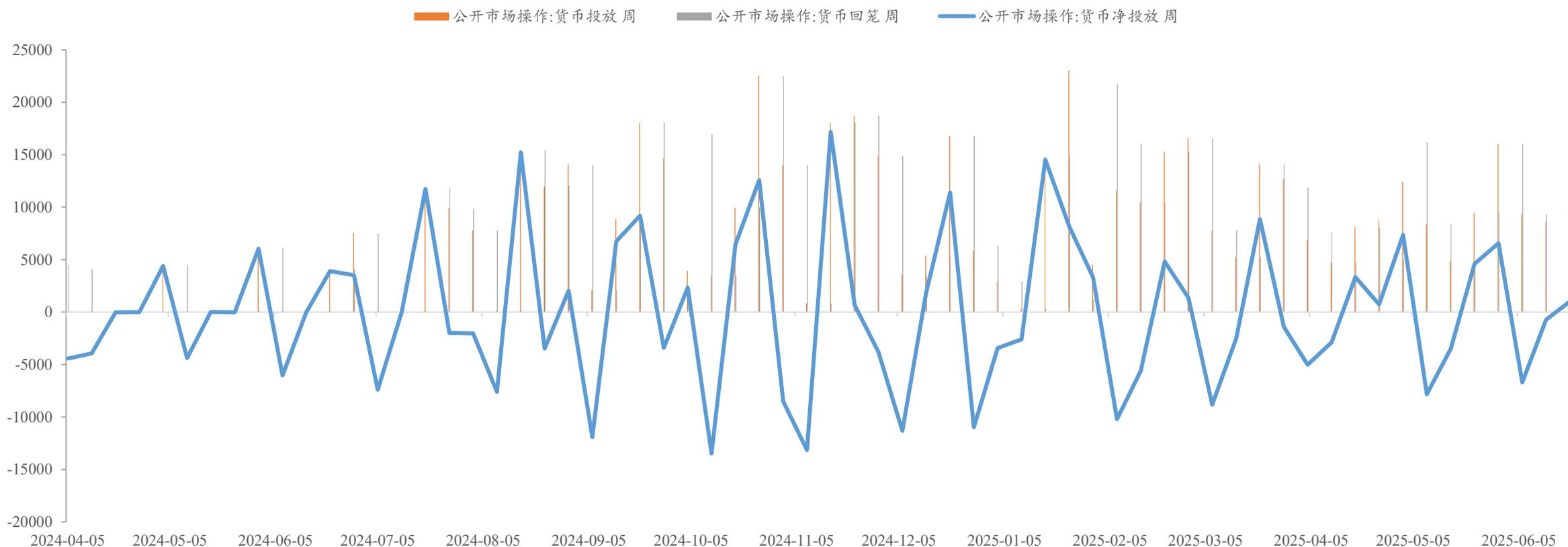
3



资金面跟踪

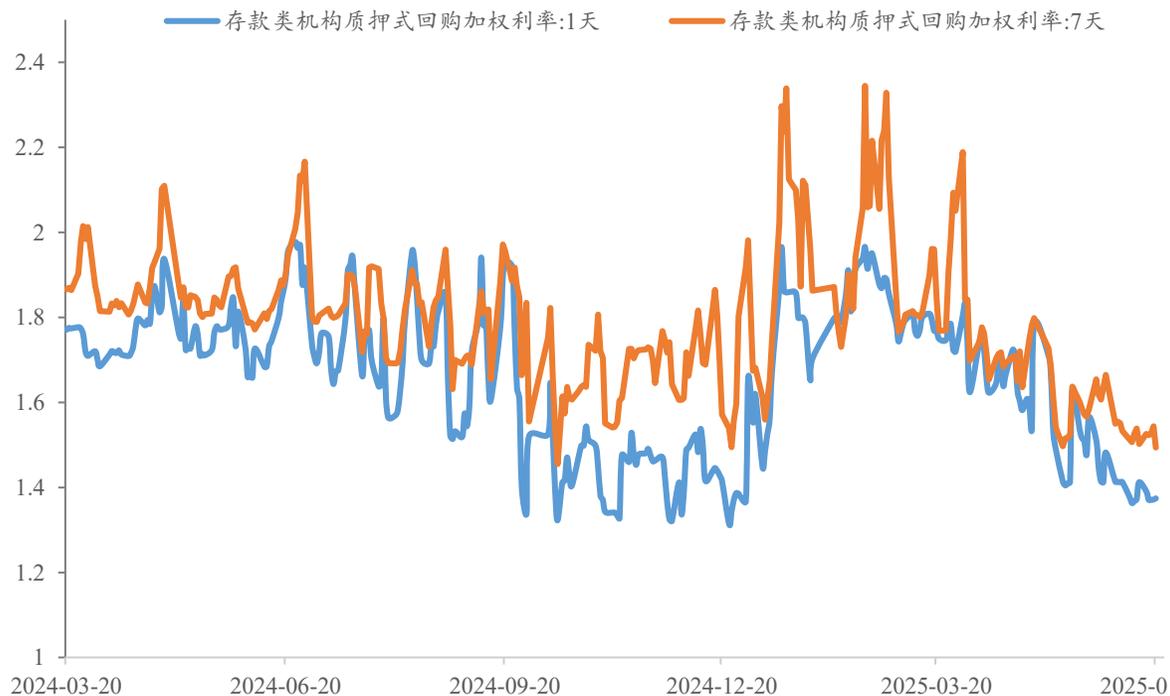
- 本周央行公开市场有8582亿元逆回购和1820亿元MLF到期，进行了9603亿元逆回购投放，净回笼799亿元，月初流动性回笼克制。
- 下周将有9603亿元逆回购到期，同时预计会进行逆回购投放。

公开市场操作（亿元）

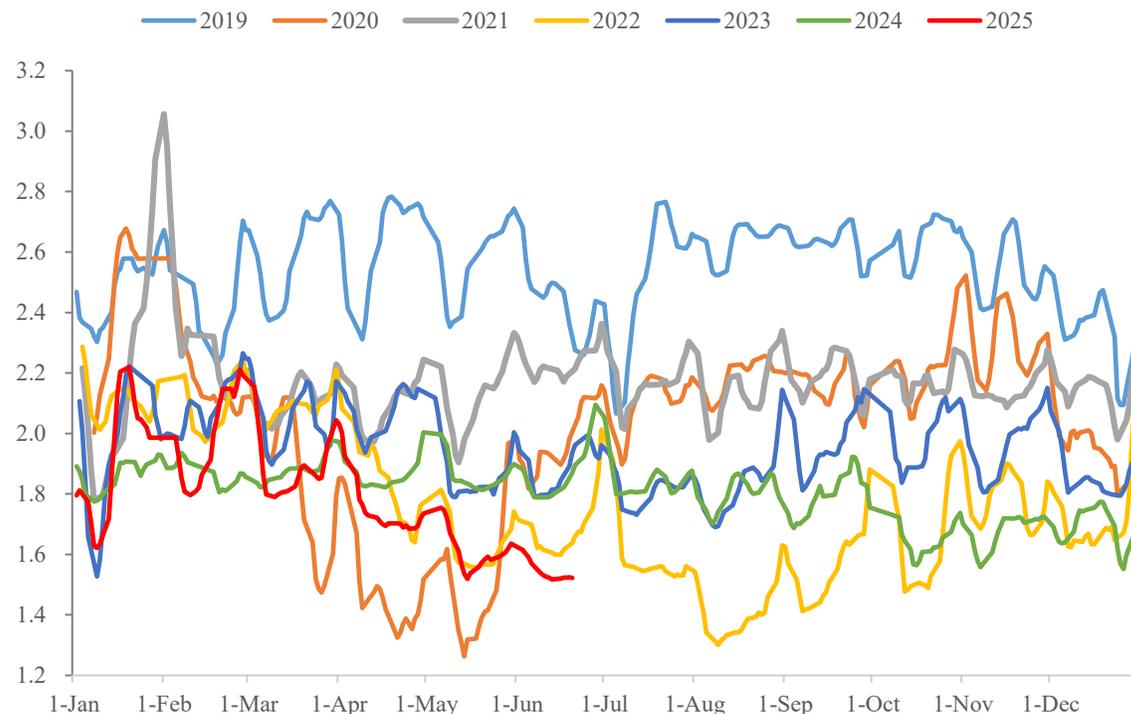


截至6月20日，本周存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.3755%，较上周均值下行0.3BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.52%，较上周收盘上行0.5BP。进入税期央行净回笼克制，无碍资金面宽松局面，DR001保持在OMO利率下方。

银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

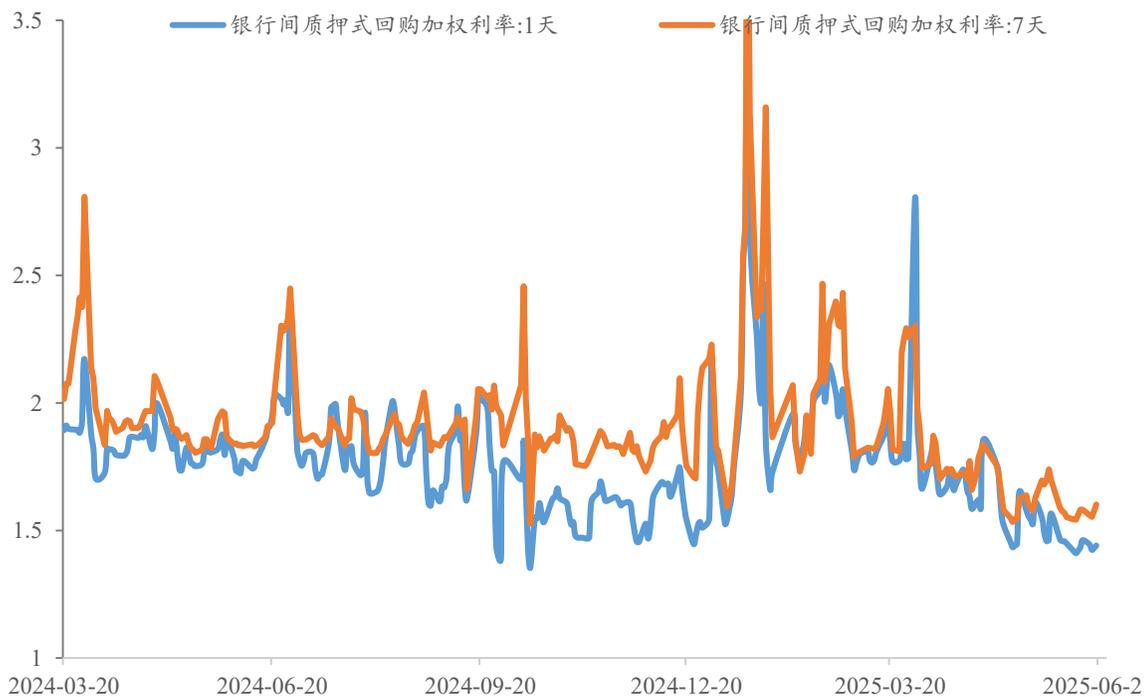


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性 (%)

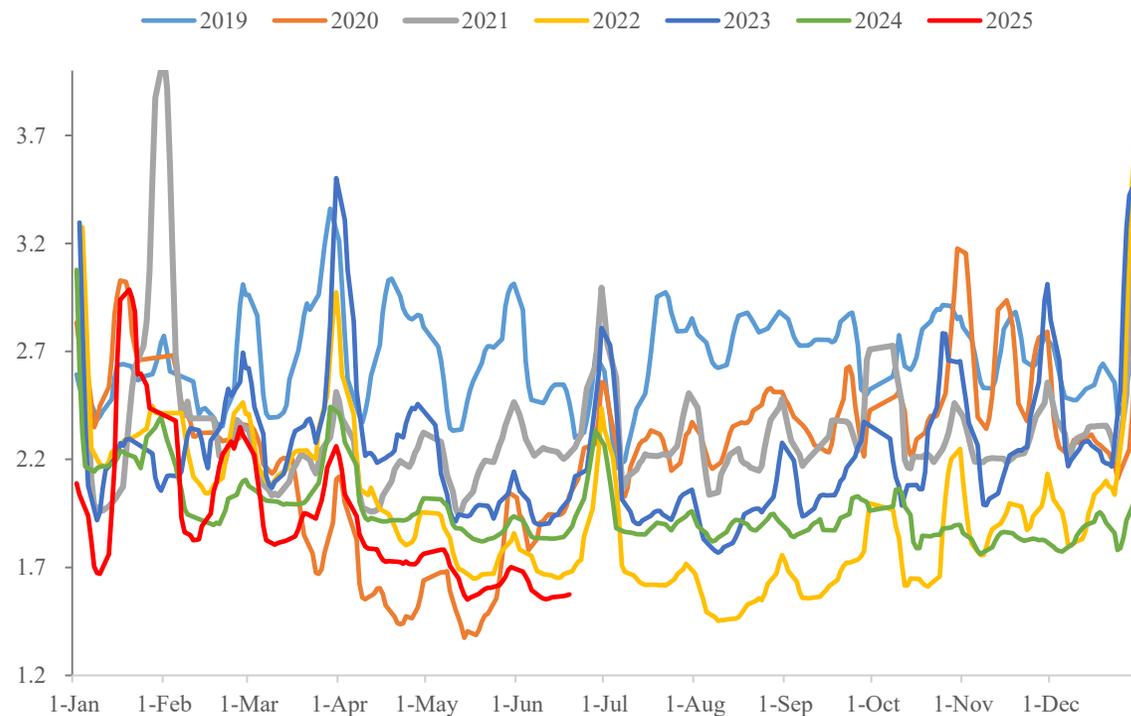


截至6月20日，本周银行间质押式回购利率1天期均值为1.4377%，较上周均值上行0.8BP，银行间质押式回购利率7天期均值为1.5765%，较上周均值上行1.458BP。

银行间市场质押式回购利率 (%)

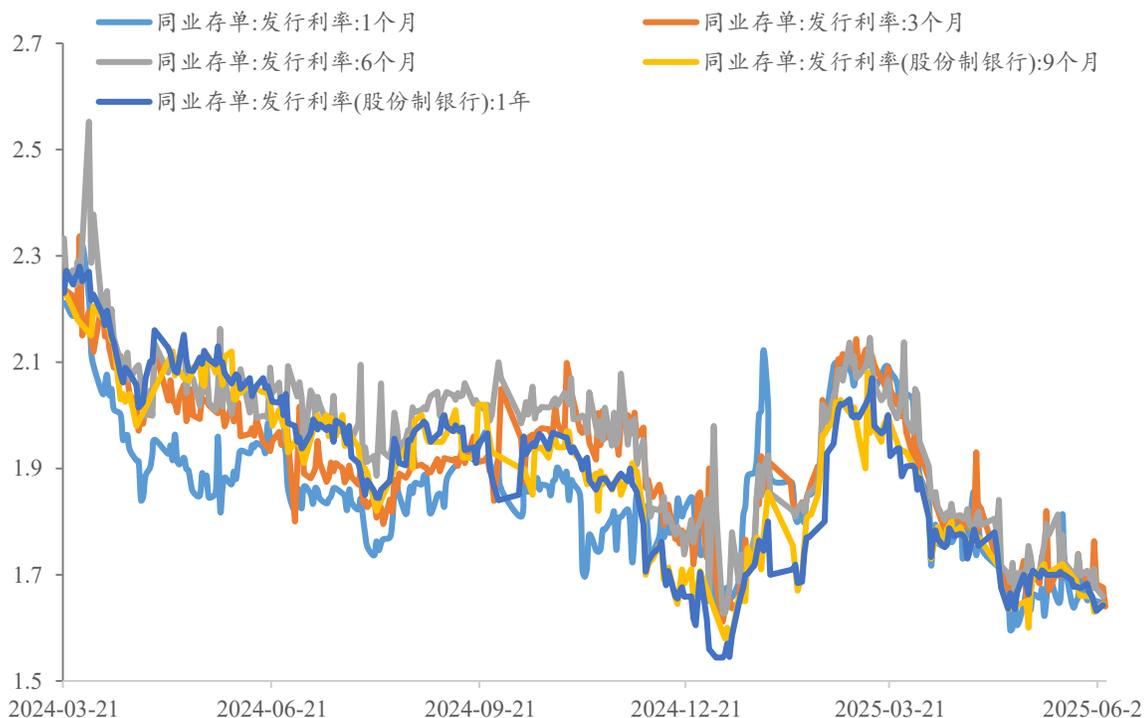


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)



□ 本周同业存单利率整体下行，1M同业存单均值及至1.6561%，较上周下行0.1BP，3M同业存单发行利率均值及至1.69%，较上周下行0.85BP。6M同业存单利率均值1.6932%，较上周均值下行1.55BP。本月同业存单到期量大，但同业存单发行利率下行，可能与央行进行买断式逆回购操作有关，银行负债压力或有所缓解。

同业存单利率 (%)

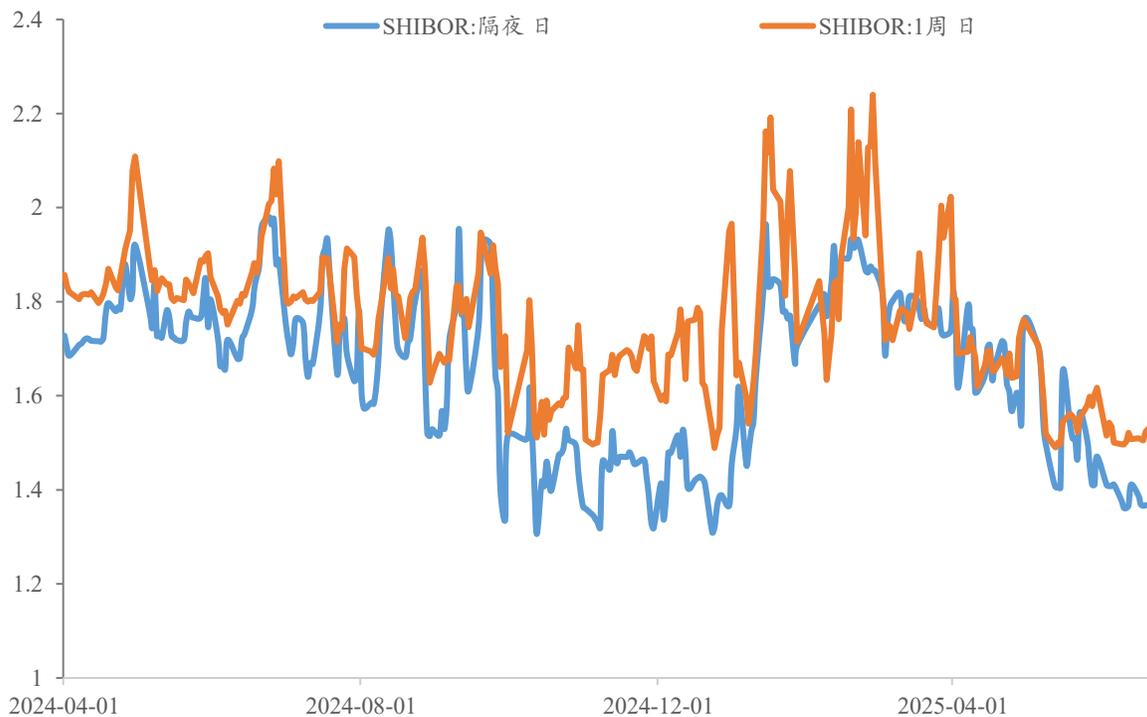


6M同业存单季节性 (5DMA)

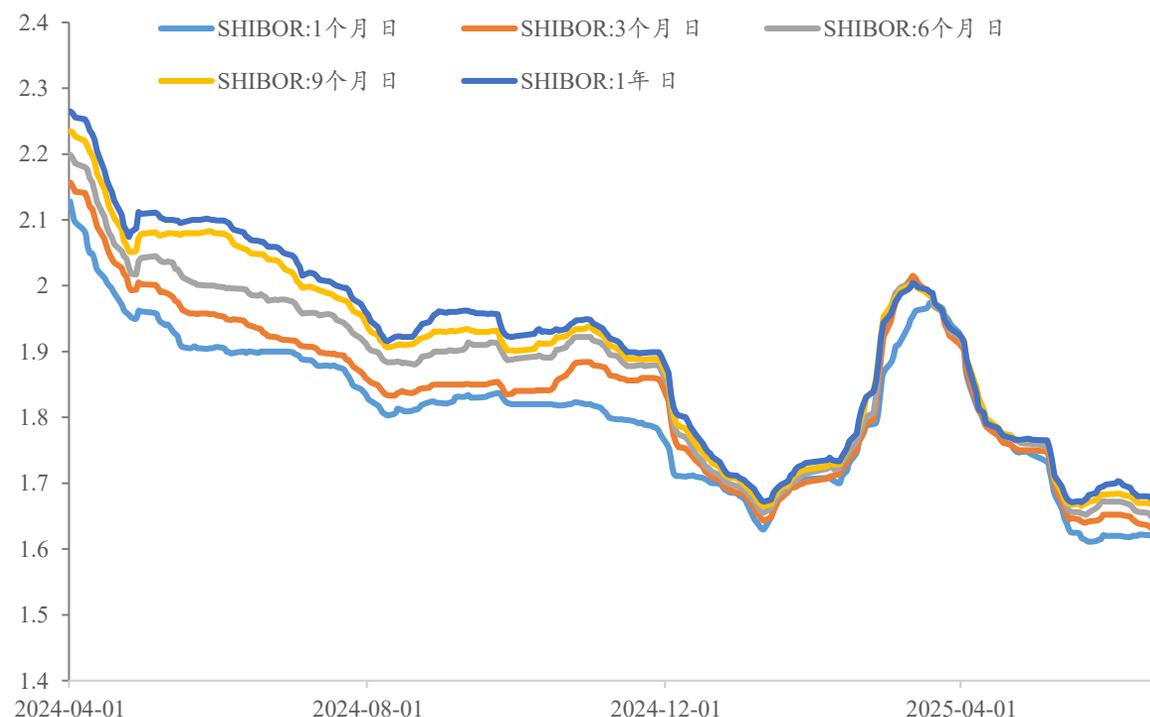


shibor利率，截至6月20日，上周隔夜和7天期利率均值分别下行0.42BP和回升1.04BP至1.37%和1.51%。3M利率均值及至1.63%，较上周下行1.08BP，6M利率均值及至1.64%，较上周下行1.26BP。上周资金利率总体持稳略下行。

Shibor隔夜、7天期资金利率 (%)

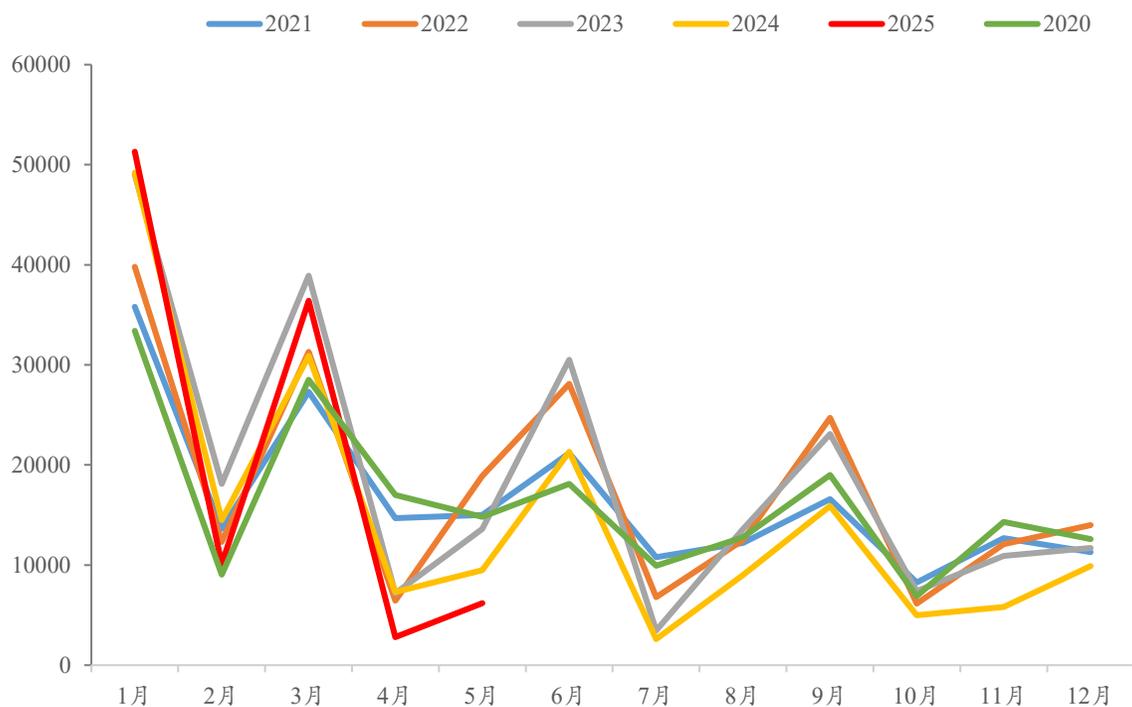


Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率 (%)

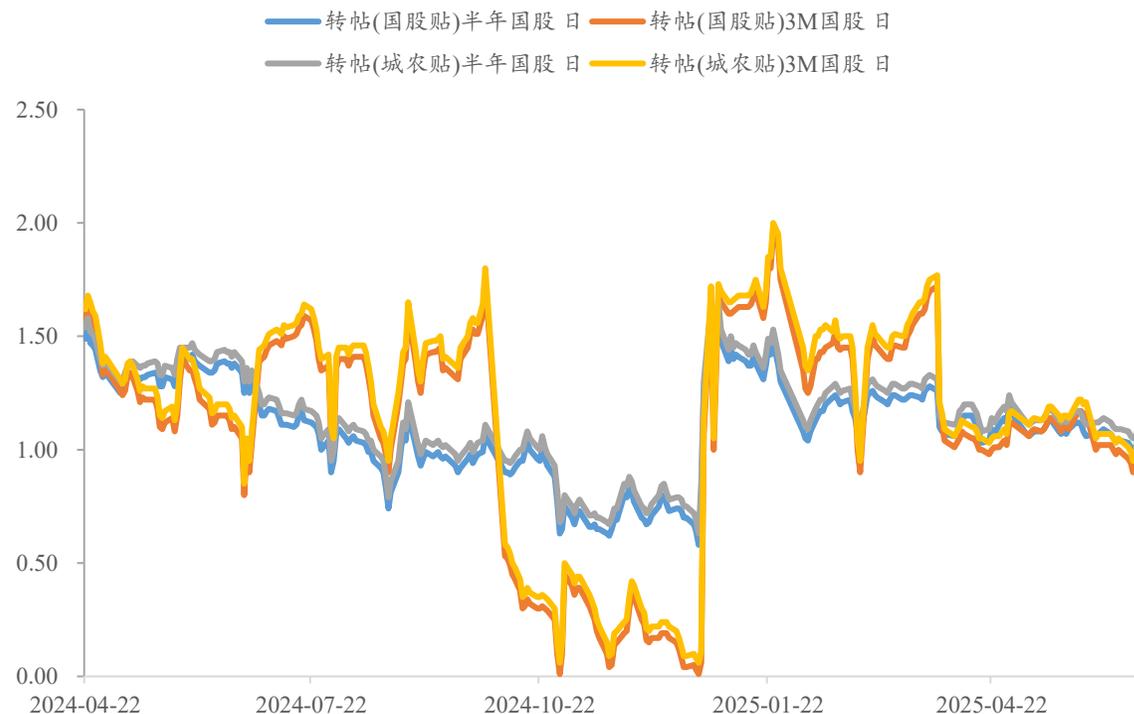


5月信贷数据偏弱，但票据同比也走弱，与5月末大行抛票的现象吻合，说明用票据冲量现象缓解。从票据利率来看，6月整体票据利率处于低位震荡，继续关注中下旬票据走势。

新增信贷规模季节性（亿元）



票据利率（%）



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