

国债期货周报

短期资金面延续宽松，推动期债市场情绪
偏强

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



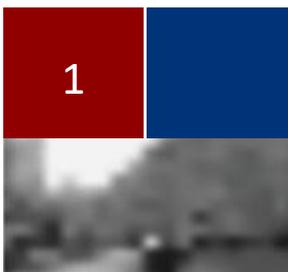
微信公众号

品种	主要观点	本周策略	上周策略
国债	<ul style="list-style-type: none"> ● 基本面。6月PMI环比略回升，但绝对景气度不高，或与油价短期反弹带动石油化工行业短期景气度上行有关。PMI出口订单边际回升与EPMI方向不一致，有待后续验证。从就业指标和企业预期指标边际下行来看，整体经济内生动能还需加力提振。积极信号是此外建筑业景气度有所好转，可能与两重项目加快落地有关，三季度预计地方专项债将加快发行使用，对应基建投资增速有望抬升，后续重点关注基建实物工作量相关指标。 ● 政府债供给与流动性。截至6月底，今年6.66万亿国债额度（4.86亿一般国债+1.8万亿特别国债）已发行51%；新增地方政府专项债额度4.4万亿，上半年已经发行48%；新增地方政府一般债额度8000亿元，上半年已经发行55%。今年财政预留额度较为充裕，国债与新增地方债额度合计11.8万亿，较去年增长2.9万亿，上半年已经发行5.9万亿元左右，下半年将发行5.8万亿元。从发行结构上来看，上半年国债发行进度快于往年同期，特别国债二季度开始发行逐步支持“两重”、“两新”项目，中央政府主导投资项目在上半年增速较高，一季度地方专项债发行进度偏慢，6月开始发行进度加快，预计三季度可能迎来地方政府专项债发行高峰，基建实务工作量或逐步抬升。7月预计地方债净融资额在8000亿元左右，截至前两周尚未放量，上半月资金面或维持季节性宽松，DR007可能在1.4%-1.5%区间波动，不过7月是缴税大月，中下旬资金面扰动或有所增加。 ● 国债期货行情展望：基本面数据来看，整体经济弱修复，预计分项表现分化，6月外需在贸易冲突缓和的背景下可能有边际修复带动制造业景气度略有回升，不过从就业指标和企业预期指标边际下行来看，整体经济内生动能还需加力提振，目前经济基本面或仍难给予债市方向指引，需继续观察7月变化。政府债供给方面，三季度有望看到地方政府专项债发行提速，支持地方主导基建项目，同时货币政策例会提及货币政策工具支持两重两新项目相关融资，预计三季度基建实务工作量有望增长，目前仍需观察高频数据变化。资金面方面，7月中上旬资金面或延续宽松，对债市偏利好，整体期债市场情绪或偏强，但暂时缺乏突破前高动力。此外，TL合约由于CTD券为30年国债老券，近期老券表现强于新券可能带动TL合约走势相对活跃券偏强。 ● 国债期货策略：单边策略上建议适当逢调整多配，接近前高注意止盈，关注资金利率走向。曲线策略上继续推荐关注做陡。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 资金面方面，7月中上旬资金面或延续宽松，对债市偏利好，整体期债市场情绪或偏强，但暂时缺乏突破前高动力。此外，TL合约由于CTD券为30年国债老券，近期老券表现强于新券可能带动TL合约走势相对活跃券偏强。 ● 国债期货策略：单边策略上建议适当逢调整多配，接近前高注意止盈，关注资金利率走向。曲线策略上继续推荐关注做陡。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 6月高频数据来看出口分项有一定韧性中回落迹象，临近半年末央行释放呵护信号、维稳资金面。往后看下周资金利率或先上后下，且将要公布PMI数据，行情关注点有二：一是经济数据，鉴于6月EPMI回落，如果6月PMI走弱，可能促使债市情绪走强；二是央行是否重启购债，如果重启可能助推债市顺畅上涨。反之如果上述预期落空，那么债市短期仍维持震荡等方向。 ● 国债期货策略：单边策略上建议适当逢调整多配，关注PMI数据和央行国债买卖情况。期现策略上关注TS2509合约正套。曲线策略上可适当博弈做陡。。



目录

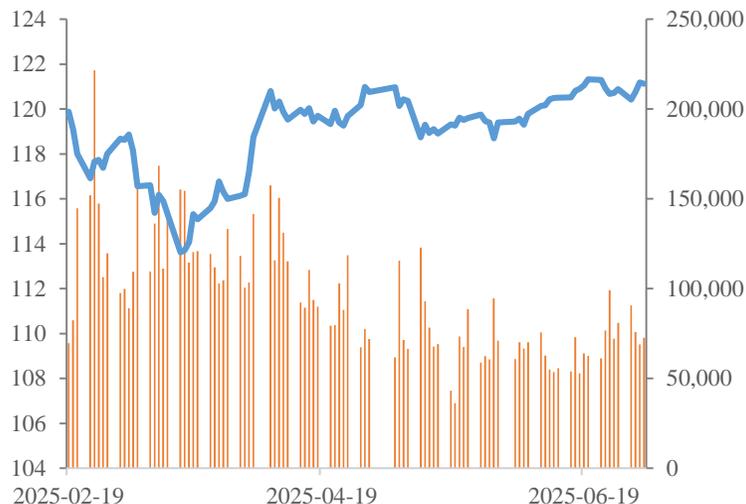
- 01 国债期货行情
- 02 宏观基本面跟踪
- 03 政策面跟踪
- 04 资金面跟踪



国债期货行情

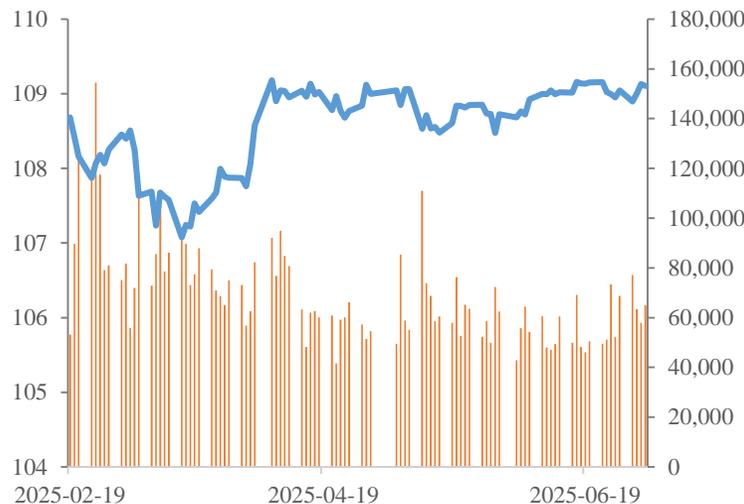
TL主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:30年期



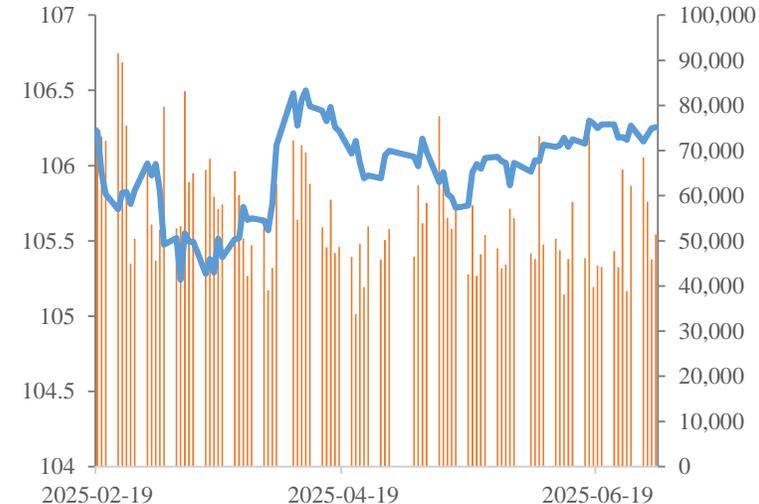
T主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:10年期



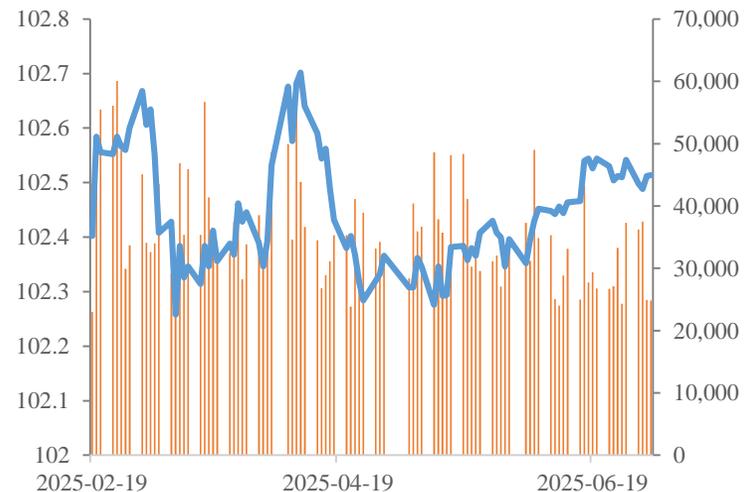
TF主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:5年期



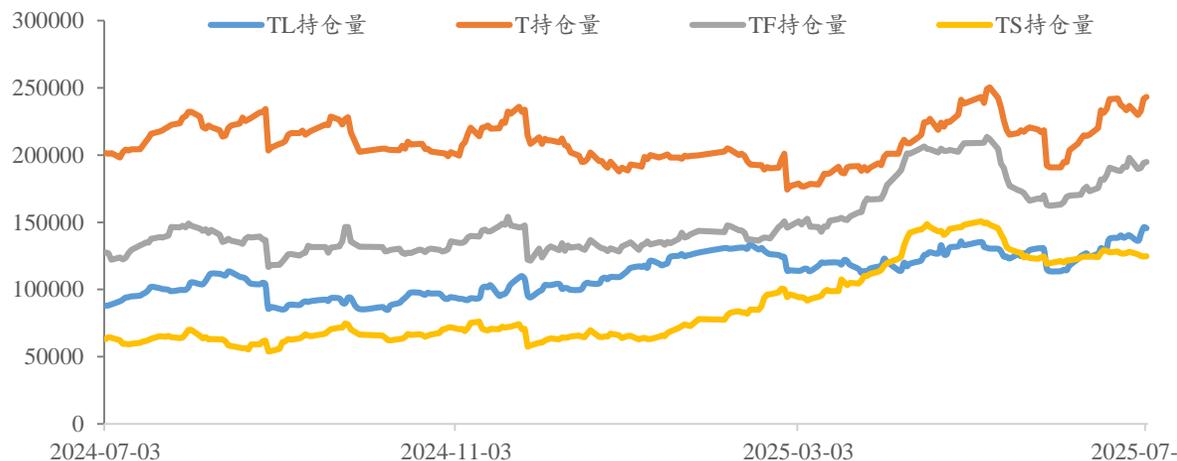
TS主力合约成交量价

期货成交量(活跃合约):国债期货:2年期

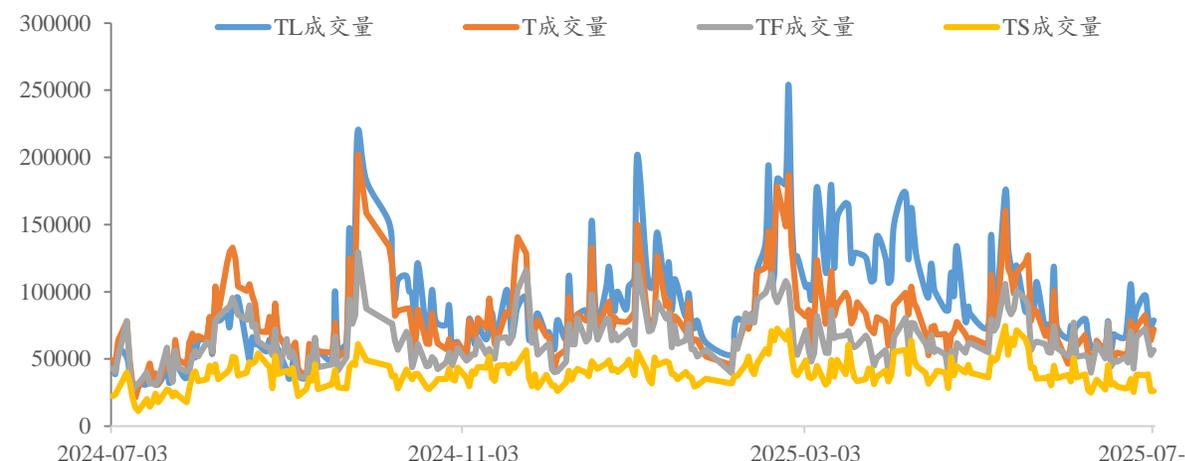


□ 上周，30年期国债期货主力合约2509变化0.21%至121.2，10年期国债期货主力合约2509变化0.03%至109.1，5年期国债期货2509变化-0.01%至106.255，2年期国债期货2509价格变化-0.04%至102.508。

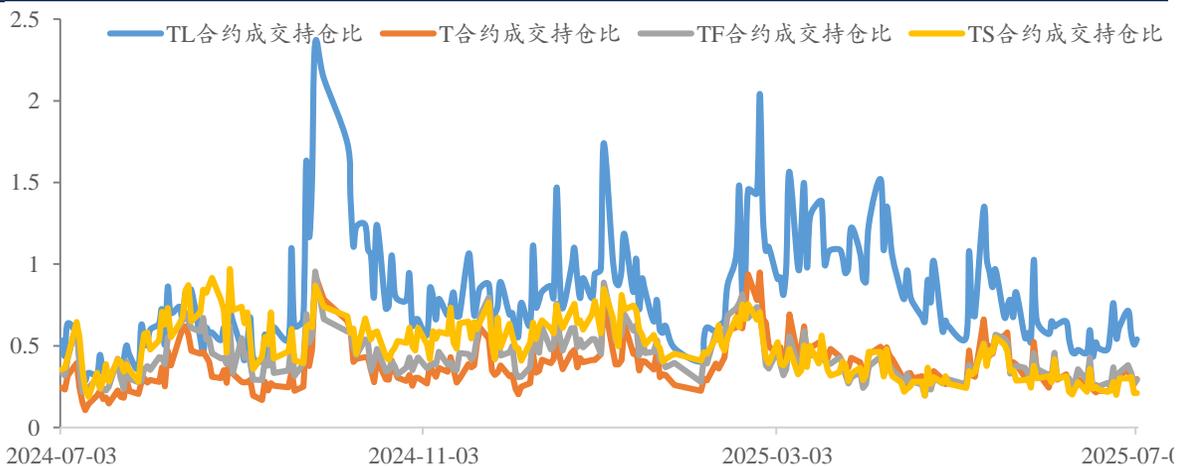
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交量



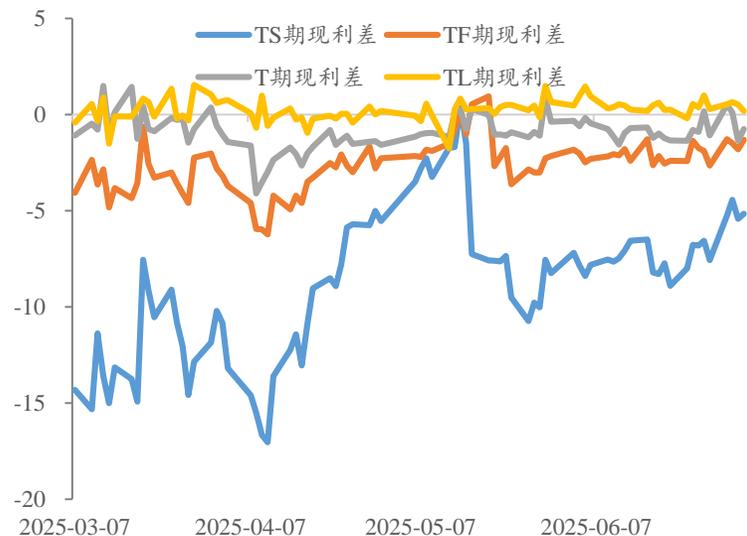
国债期货各品种成交持仓比



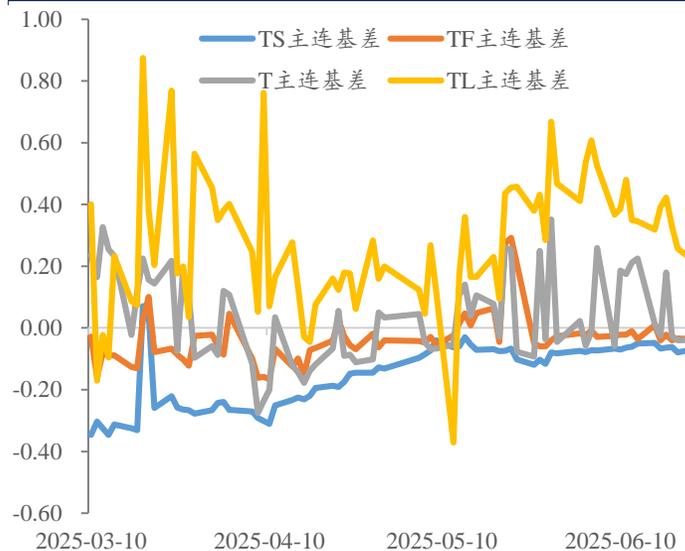
成交量方面，上周截至7月3日，30年期国债期货日均成交83,004手，较上周变化-389手，10年期国债期货日均成交71,845手，较上周变化8724手，5年期国债期货日均成交61,407手，较上周变化5730手，2年期国债期货日均成交32,219手，较上周变化1158手。本周国债期货成交量除TL合约外总体回升。

持仓量方面，7月3日，30年期国债期货持仓量145,598手持仓，较上周变化5333手。10年期国债期货共有243,215手持仓，较上周变化6639手。5年期国债期货共有持194,961手，较上周变化-2875手。2年期国债期货共有持124,622手，较上周变化-3406手。上周长端品种持仓上升，短端品种持仓下降。

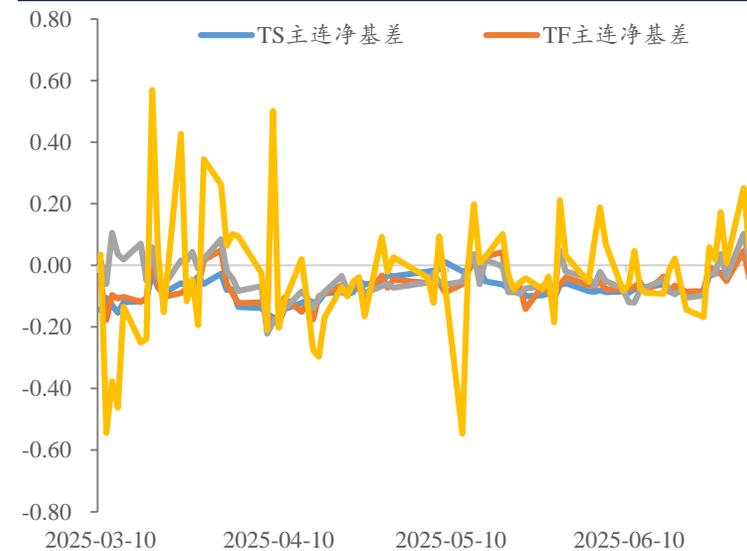
国债期货各品种期现利差



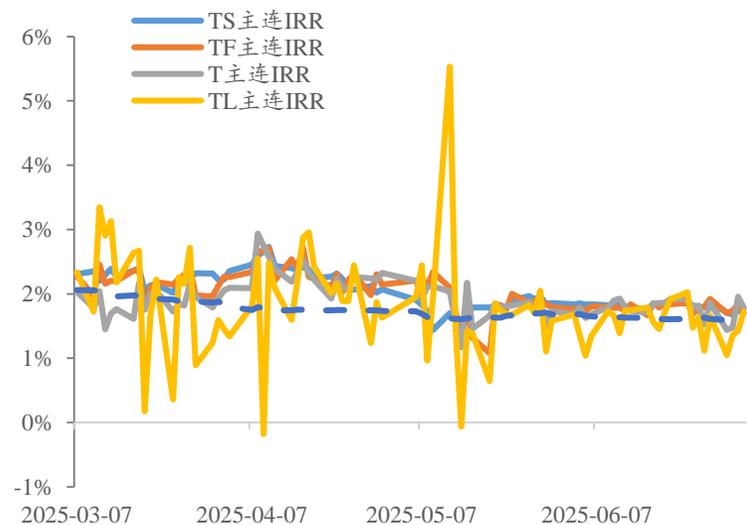
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



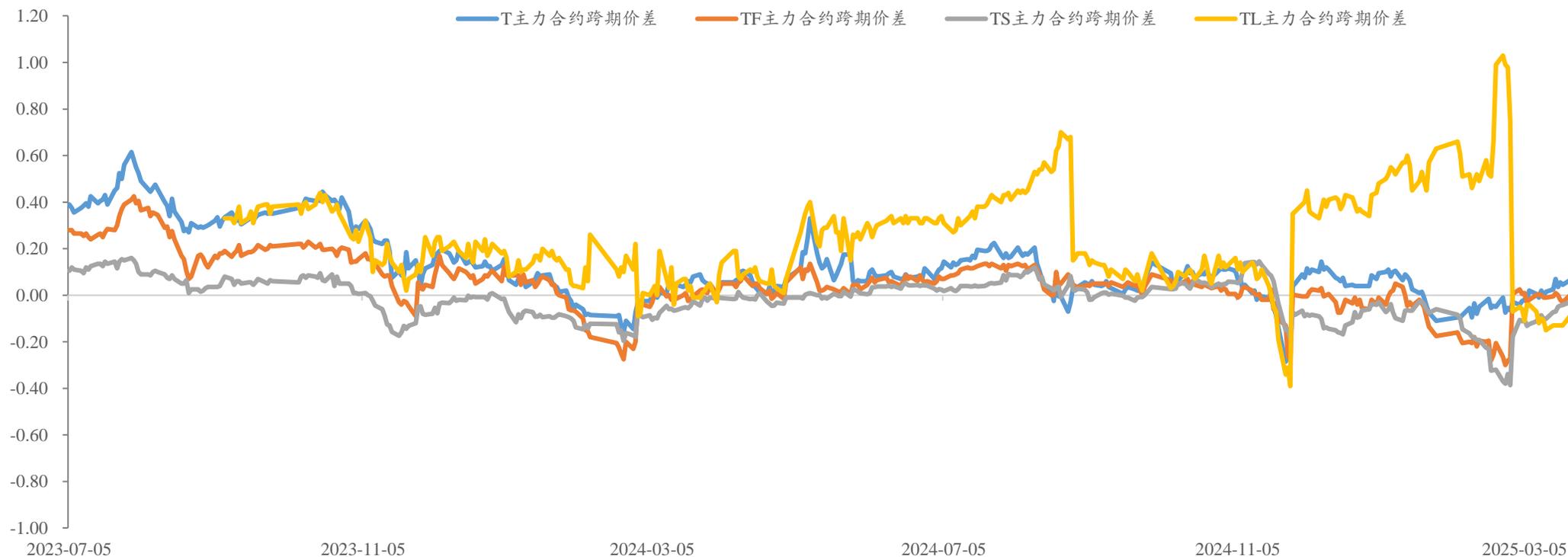
国债期货各品种主连IRR



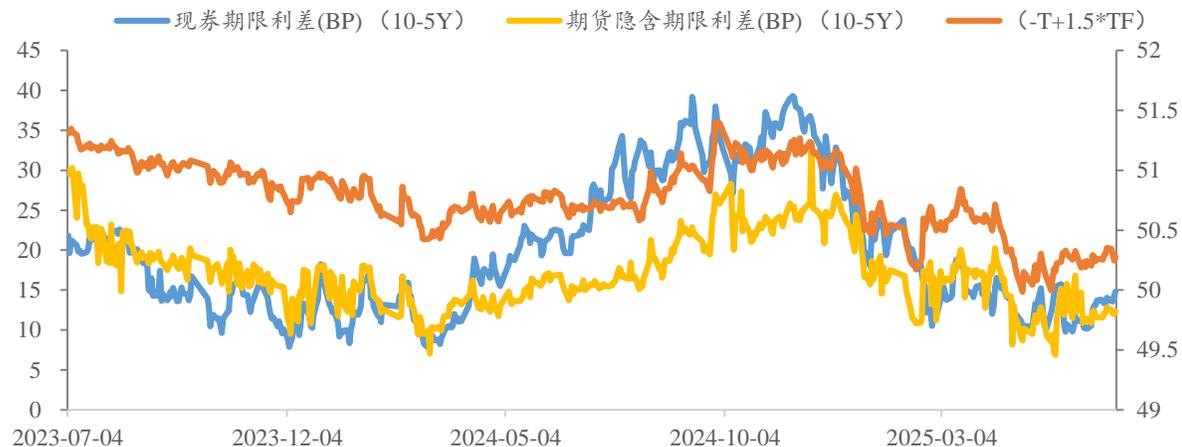
- ▣ 上周截至7月3日，TL2509、T2509、TF2509、TS2509基差分别为0.27、0.17、0、-0.03，分别较上周变化-0.04、0.19、0.05和0.03；隐含利差分别为0.2BP、-0.75BP、-1.31BP、-5.16BP，分别较上周变化-0.1BP、0.57BP、1.34BP、2.41BP。
- ▣ IRR分别为1.72%、1.78%、1.70%、1.72%，期债正套性价比暂不凸显。

- 本轮TL、T、TF、TS合约2509-2512跨期价差当前值分别为0.13、-0.08、-0.11、-0.13，分别较上周变化0，-0.06，-0.04，0。边际上各品种跨期价差基本持平。

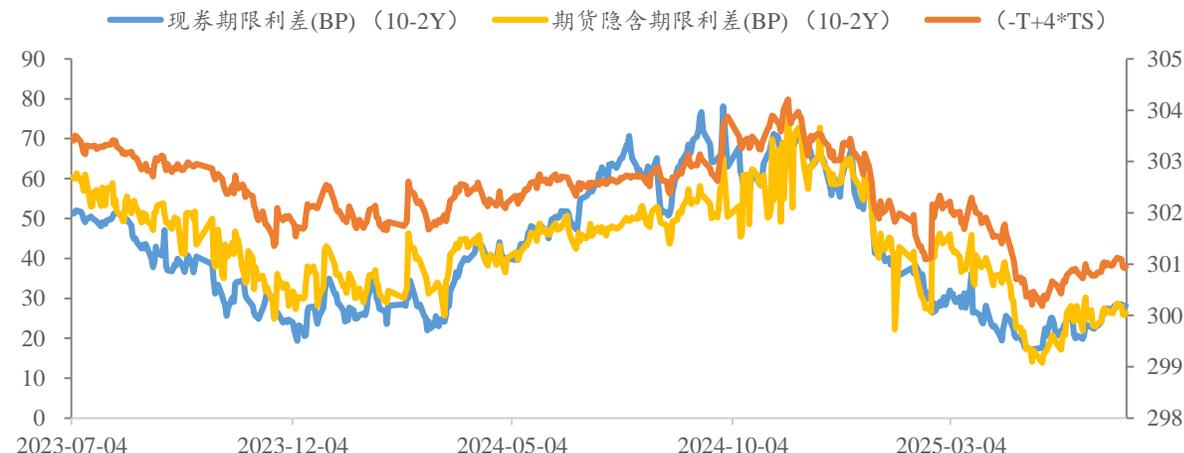
国债期货各品种跨期价差



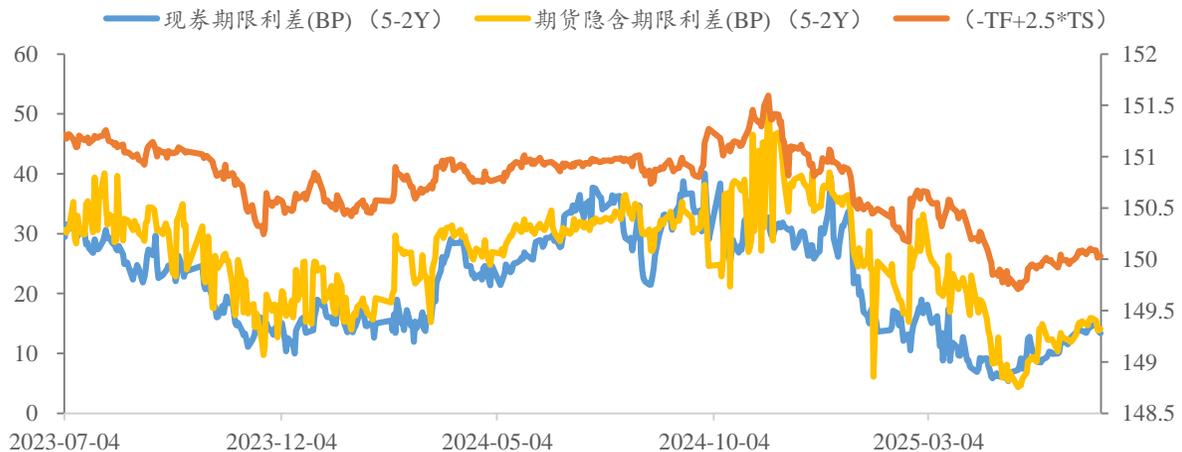
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (10-5Y)



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (10-2Y)

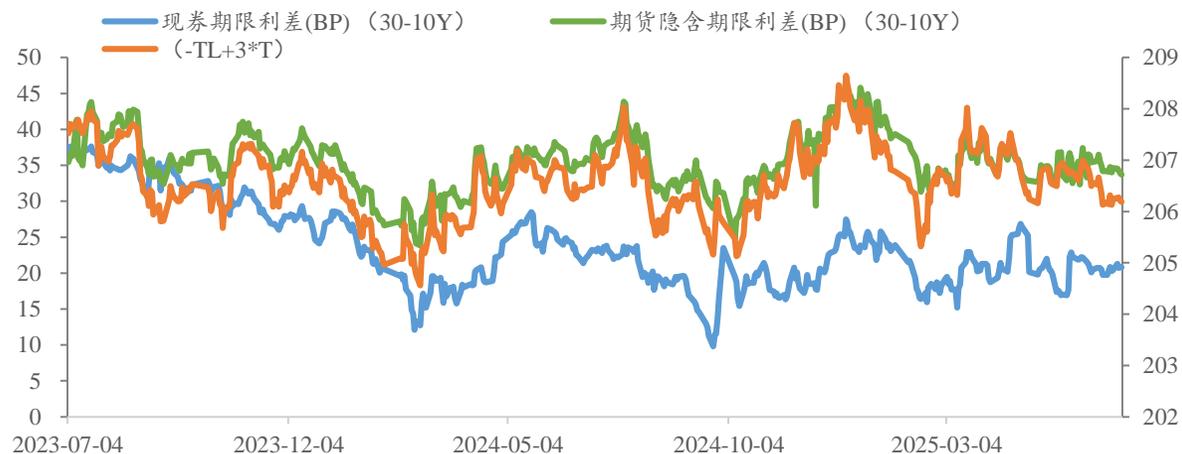


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (5-2Y)

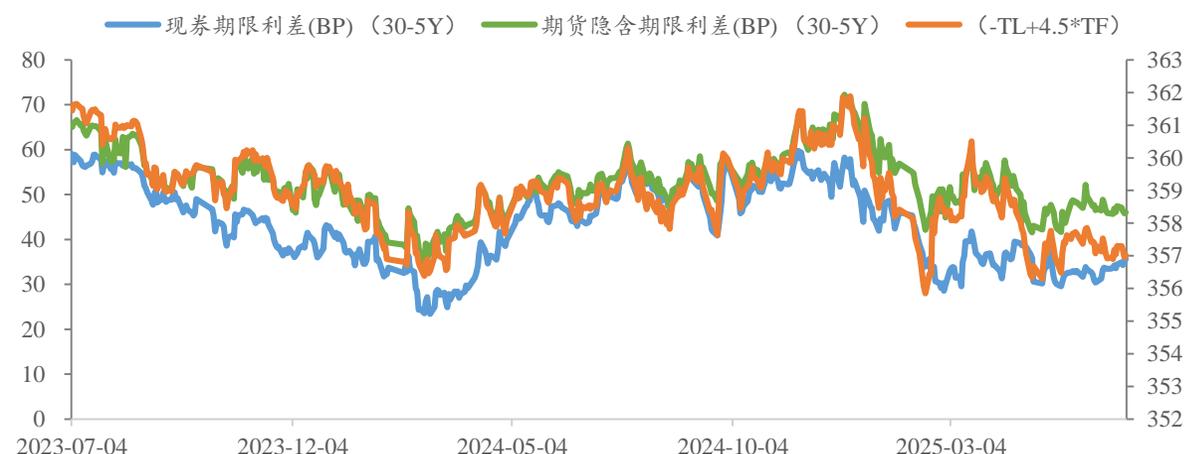


■ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到26.41BP，较上周变化-1.62BP，10-5Y利差达到12.31BP，较上周变化0.2BP，5-2Y利差达到14.10BP，较上周变化-1.82BP。

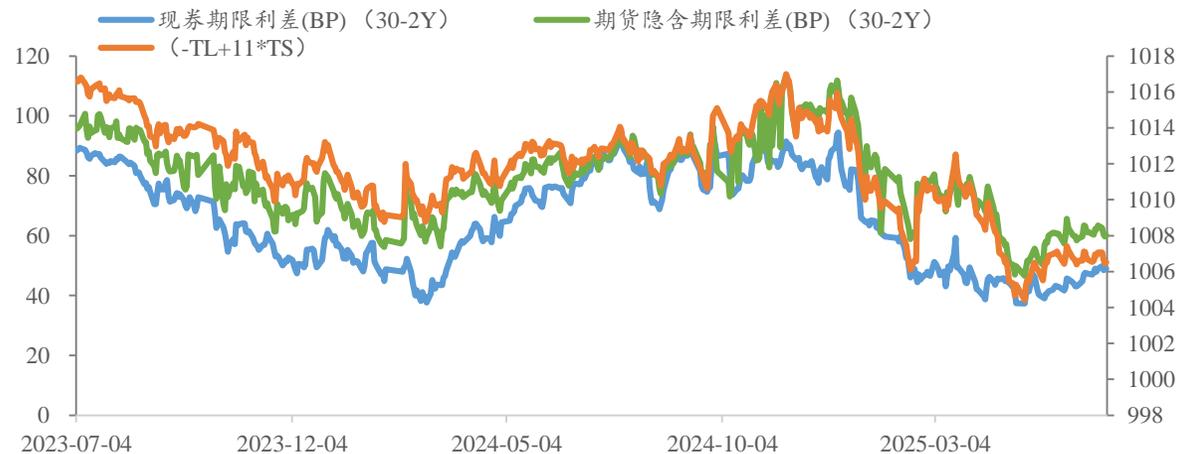
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-10Y)



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-5Y)



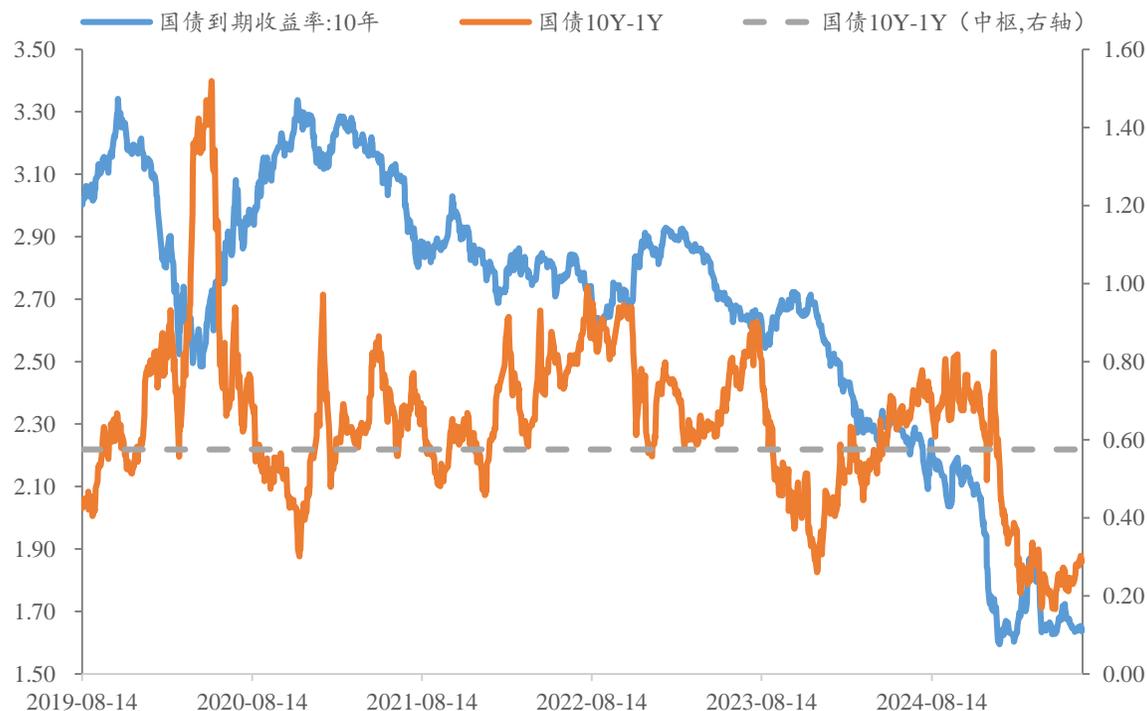
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差 (30-2Y)



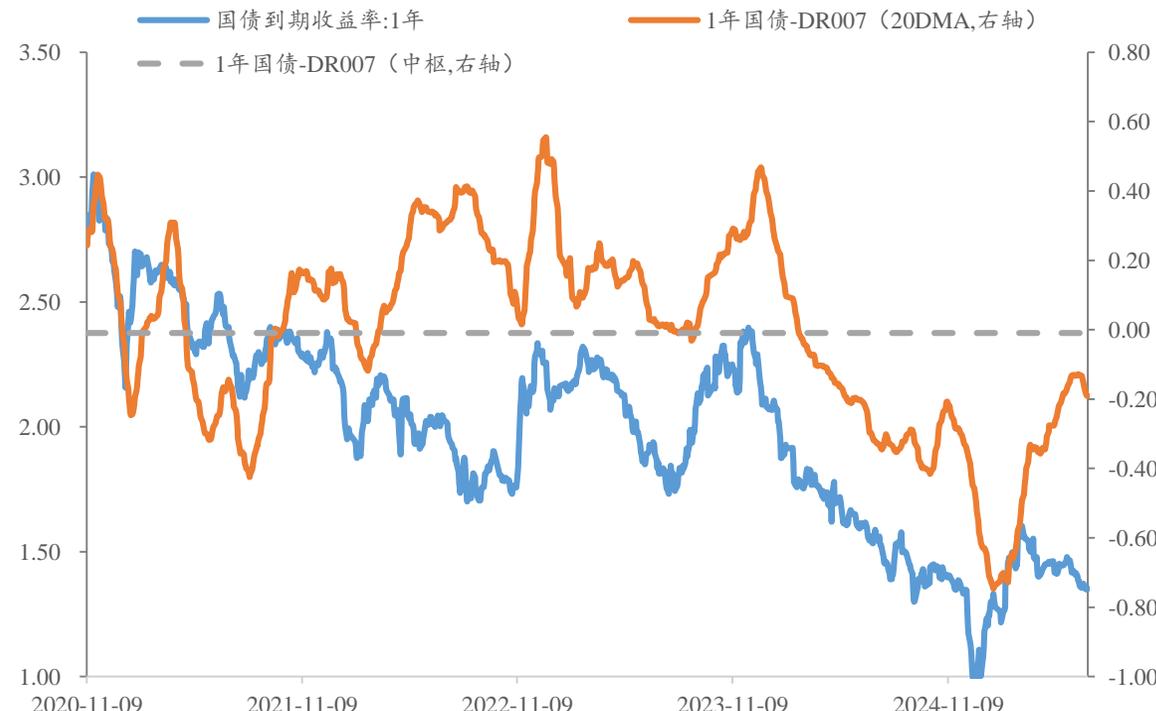
□ 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到33.70BP，较上周变化-0.32BP，30-5Y利差达到46.01BP，较上周变化-0.12BP，30-2Y利差达到60.11BP，较上周变化-1.94BP。上周个品种利差微有收窄，不过6月以来整体收益率有所走陡。

- 截至7月3日，1Y国债-DR007利差为-11BP，较上周变化22.73BP。上周跨月后资金利率大幅下行，因此利差随之大幅下行。
- 截至7月3日，10Y国债-1Y国债利差为28BP，较上周变化-0.22BP，利差变化不大。上周短债和长债利率均变化不大，利差也变化很小。目前曲线仍平坦，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或者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

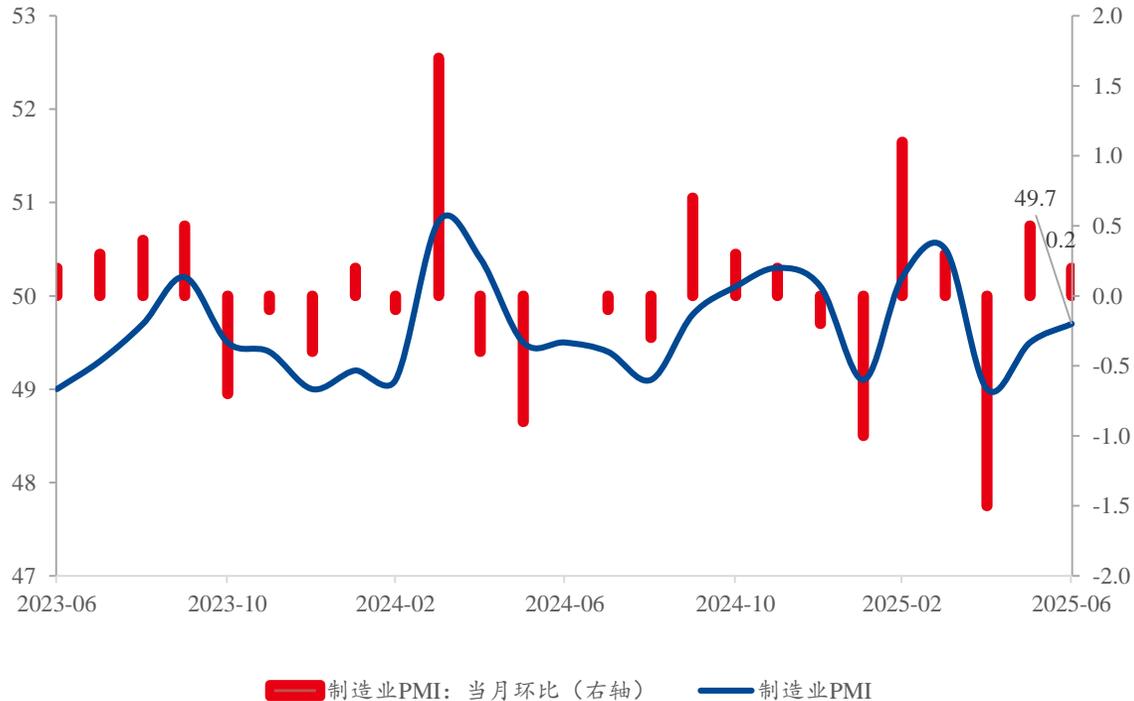


宏观基本面跟踪

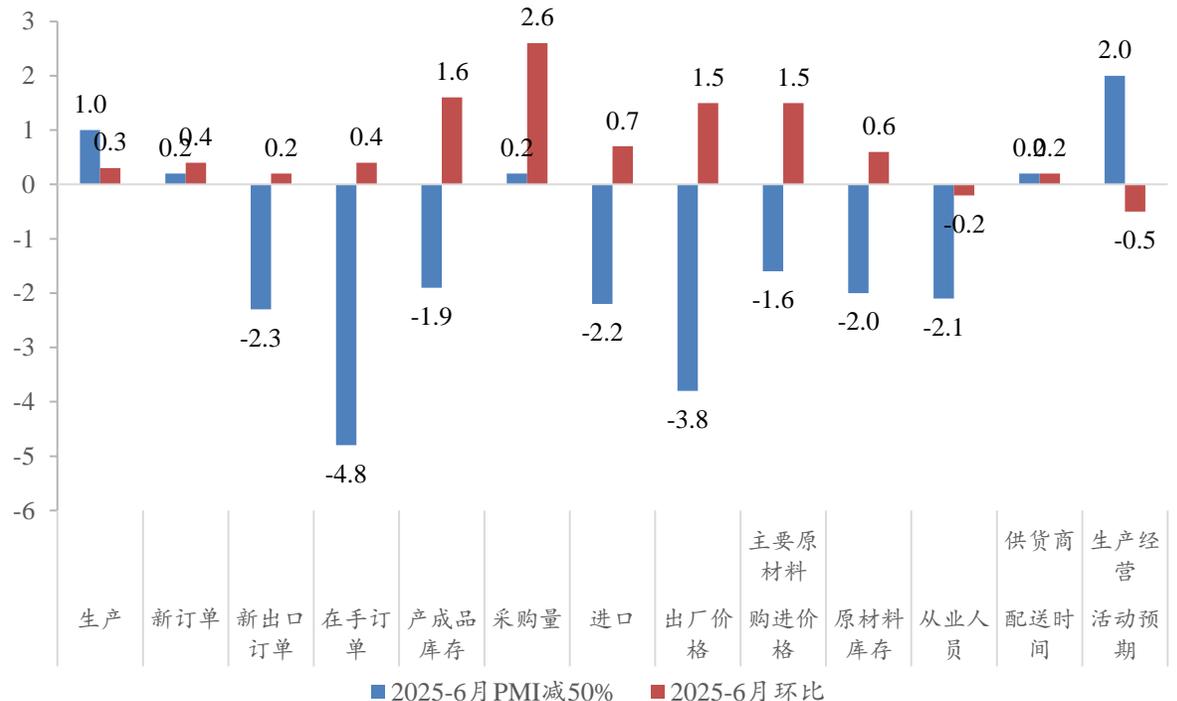
6月PMI环比略回升

6月PMI方面，制造业PMI为49.7，前值为49.5。制造业PMI呈现供需改善。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%，出口订单有所回升。产成品库存指数环比回升1.6%至48.1%，处于荣枯线下，原材料库存环比小幅回升0.6%至48%，处荣枯线下，出厂价格和购进价格指数环比回升1.5%至46.2%、48.4%，均处于荣枯线下，主要或受到原油价格异动影响，石油煤炭及其他燃料加工业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数明显回升。分企业类型来看，大中型企业景气度向上，小企业景气度向下。

制造业PMI及当月环比变化(%)

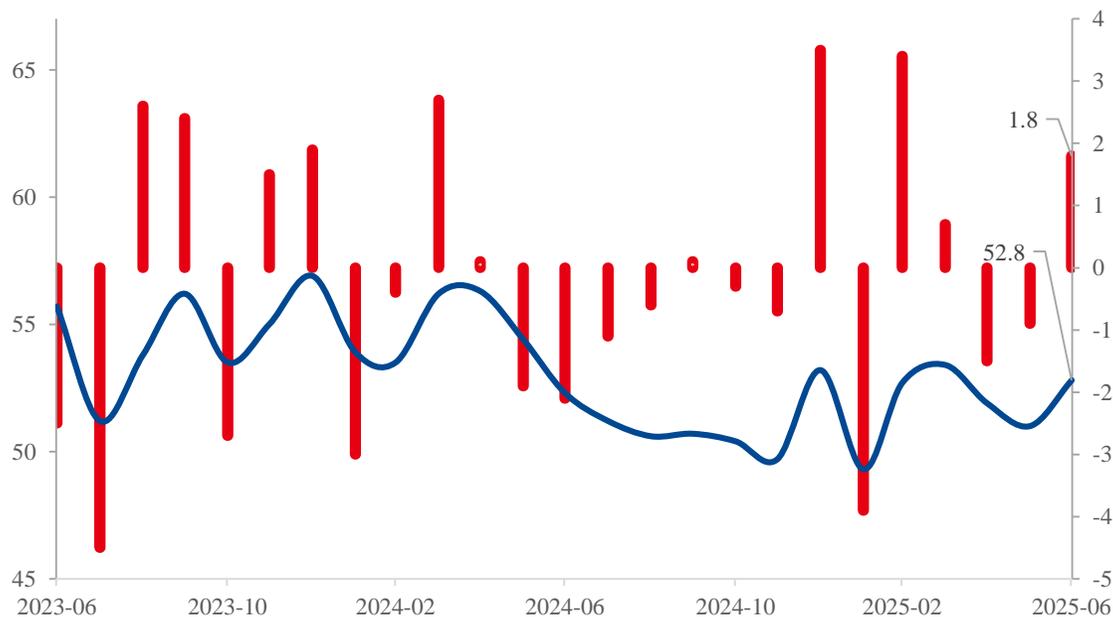


制造业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)



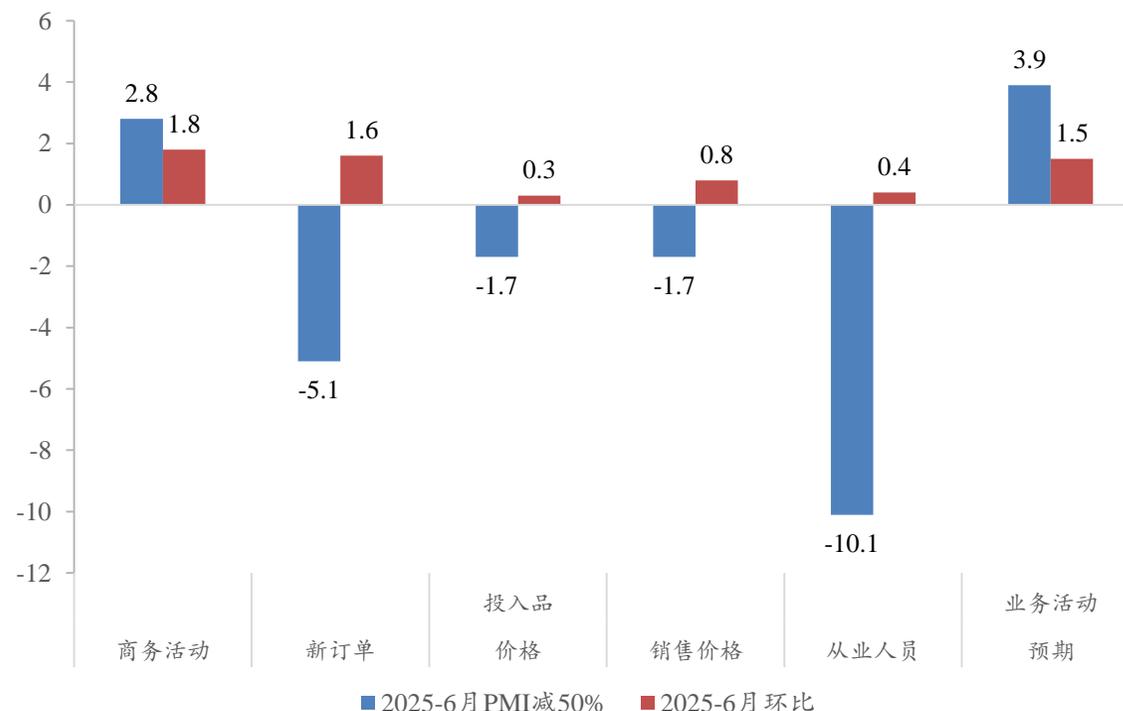
- 5月非制造业PMI为50.5，前值50.3，回升0.2。
- 建筑业方面PMI指数回升1.8%至52.8%，分项中新订单环比回升1.6%至44.9%，业务活动预期环比有一定回升。建筑业PMI边际回升保持扩张，可能与财政资金和两重项目加快落地、更大力度推动房地产止跌回稳等政策相关。

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

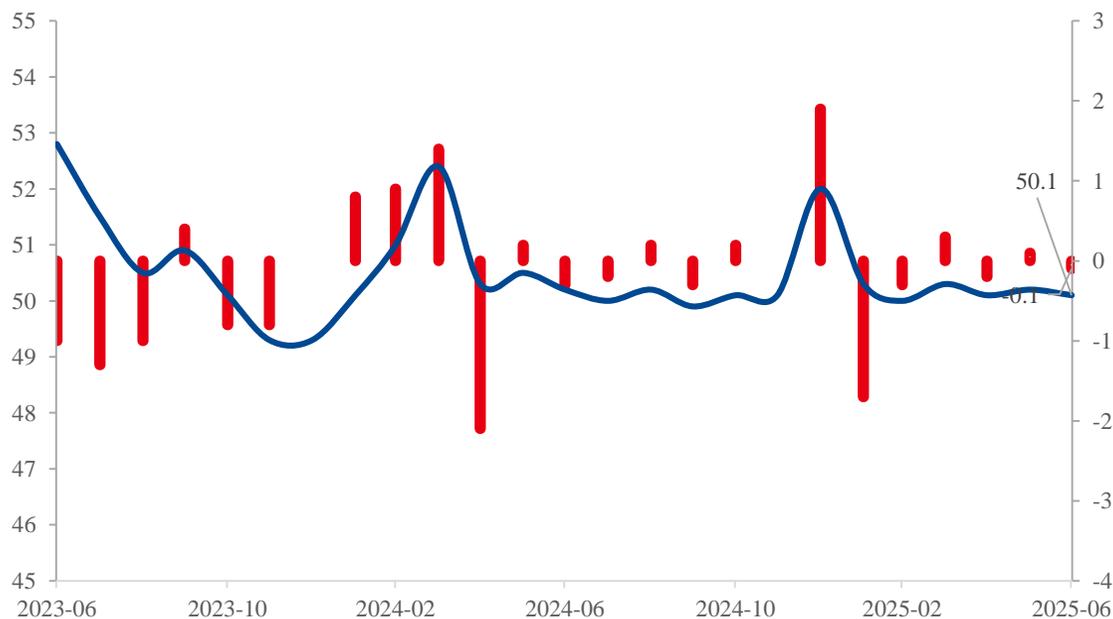
建筑业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)



■ 2025-6月PMI减50% ■ 2025-6月环比

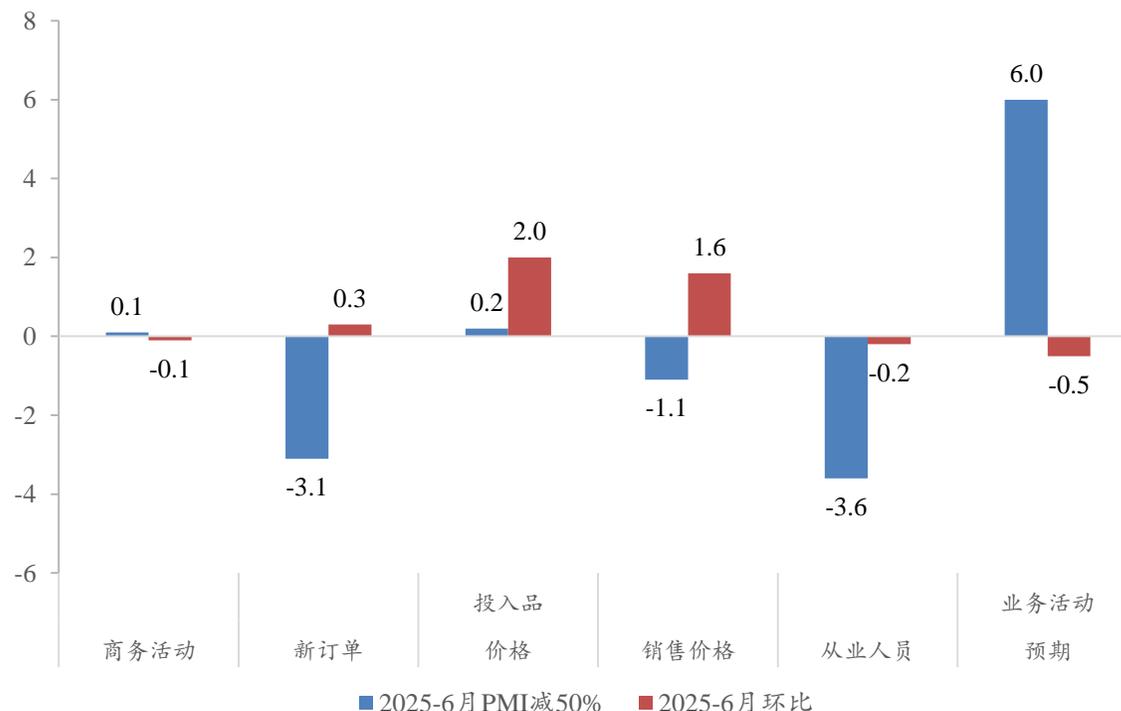
□ 服务业方面，整体PMI指数环比回落0.1%至50.1%。新订单环比回升0.3%至46.9%，销售价格回升1.6%。可能与线下出行热度下行有关，随着五一、端午节假日影响退去，住宿餐饮、道路运输等行业景气度有所回落。不过6月线上消费景气度高新机技术等服务行业景气度回升或起到一定对冲作用，此外货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数均处于高景气区间，综合来看服务业整体变化不大。

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

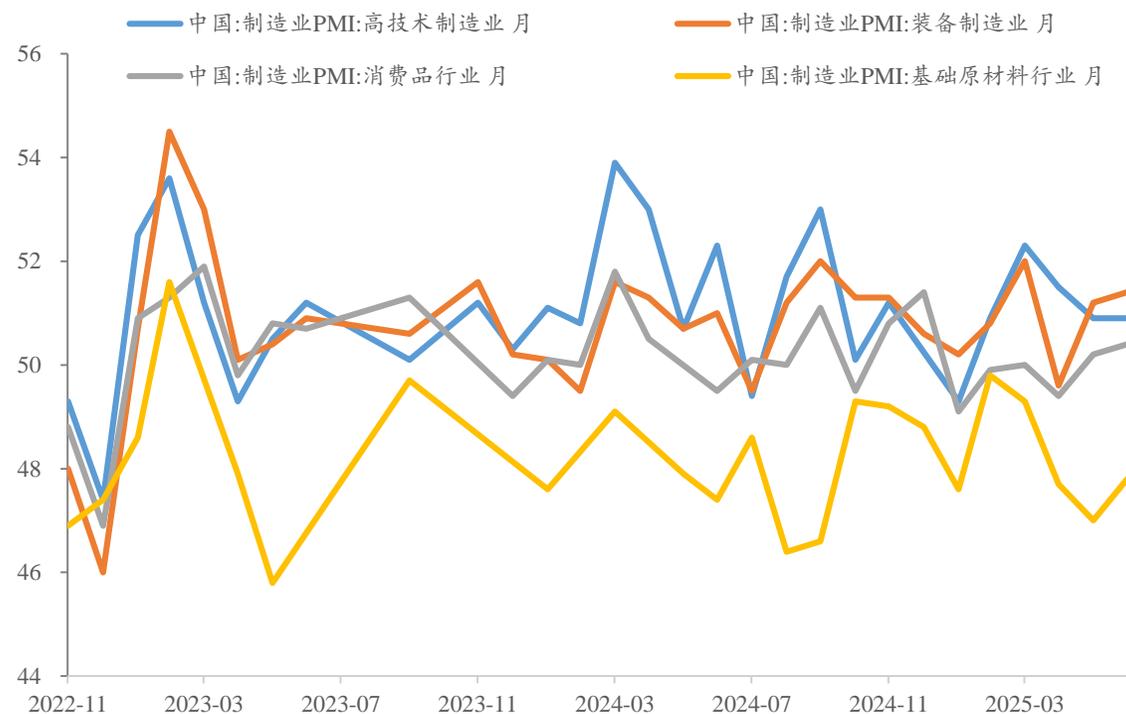
服务业PMI各分类指数当月值(-50%)与当月环比(%)



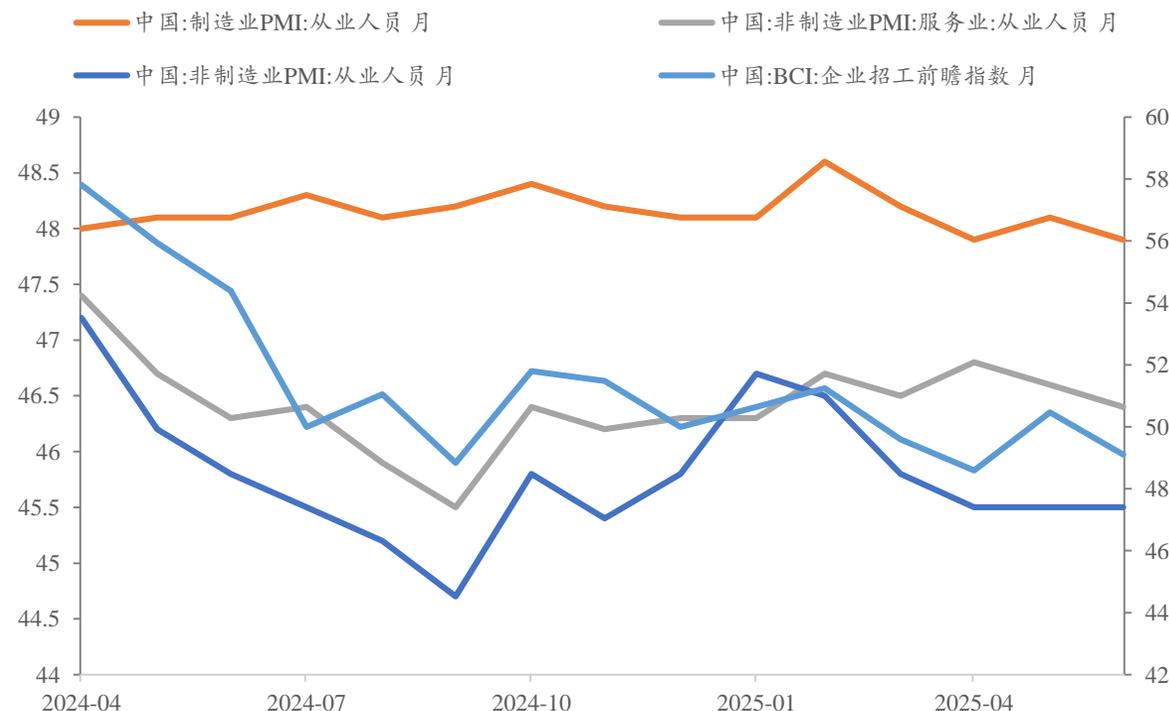
■ 2025-6月PMI减50% ■ 2025-6月环比

- 从制造业行业看，装备制造和消费品行业修复，高技术制造业单月有所下行，新能源车行业出现压缩生产、改善供求比的特征。
- 6月PMI环比略回升，但绝对景气度不高，或与油价短期反弹带动石油化工行业短期景气度上行有关。PMI出口订单边际回升与EPMI方向不一致，有待后续验证。从就业指标和企业预期指标边际下行来看，整体经济内生动能还需加力提振。积极信号是此外建筑业景气度有所好转，可能与两重项目加快落地有关。
- 6月总体制造业就业指标边际回落，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



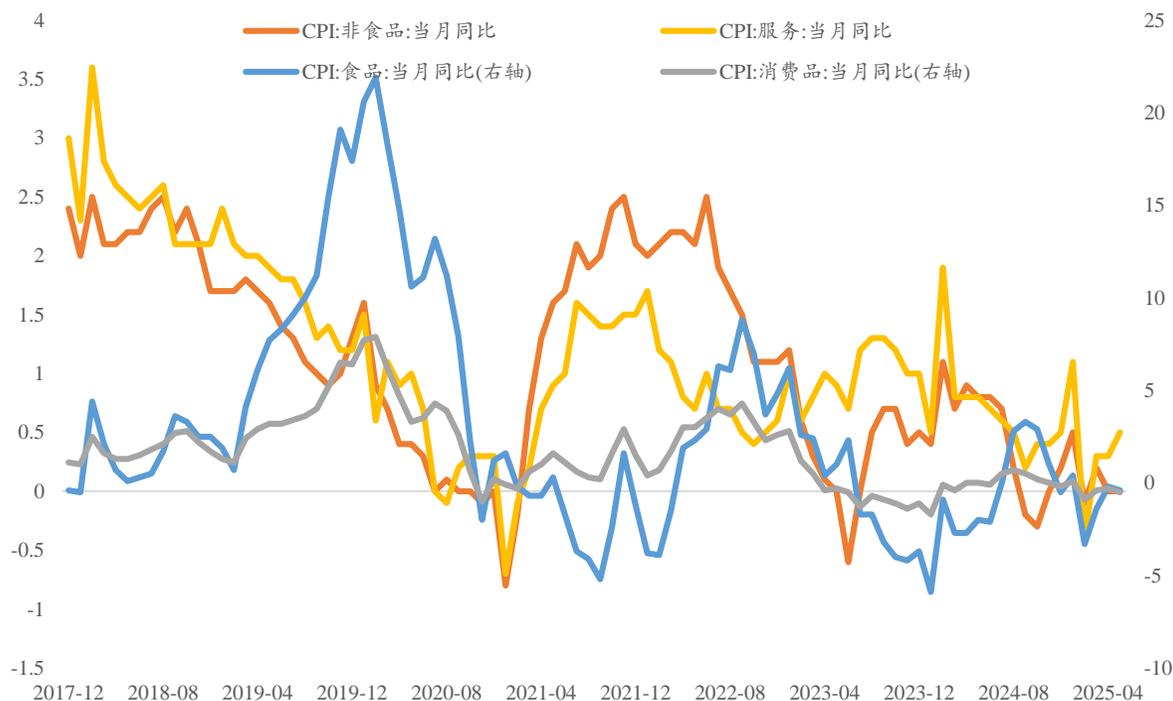
就业指标



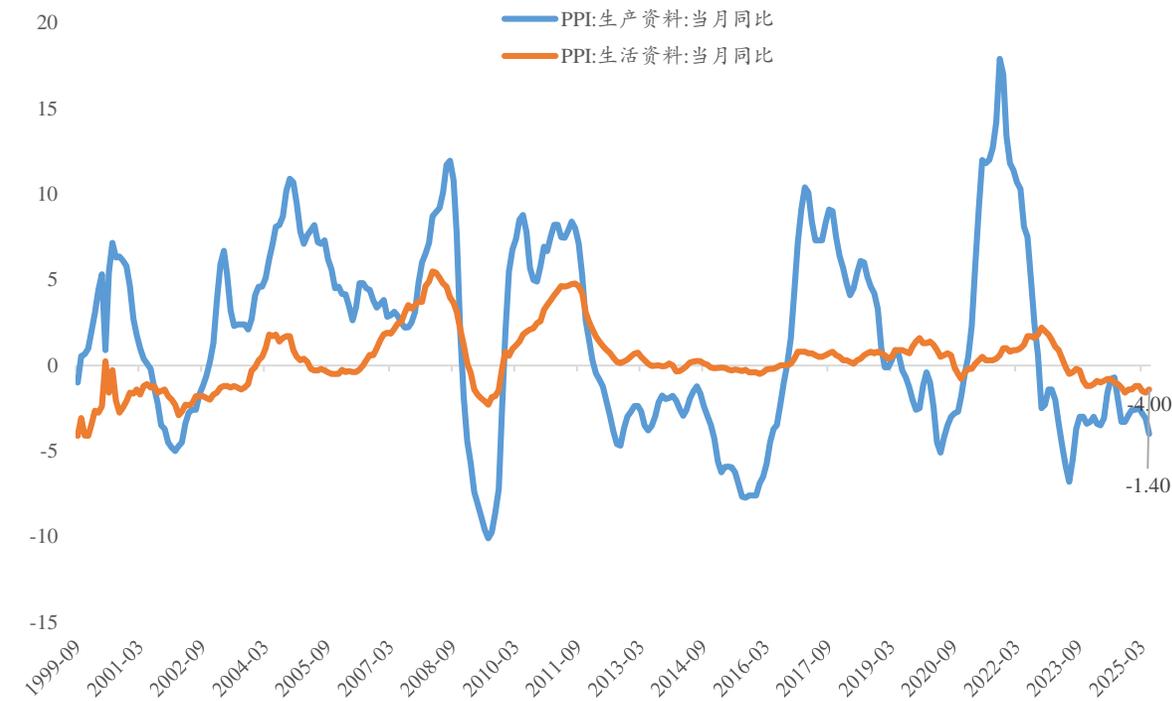
5月通胀整体低位徘徊

5月CPI同比-0.1%，预期-0.17%，前值-0.1%；核心CPI同比0.6%，前值0.5%；PPI同比-3.3%，预期-3.2%，前值-2.7%。CPI分项来看，国际油价大跌，导致国内能源价格大跌，拖累CPI同比约0.47%。其他品类价格涨跌互现，食品价格环比-0.2%，强于季节规律，鲜果、水产等价格是支撑；核心CPI环比持平、同比回升0.1%至0.6%；由于假期出行增加，5月住宿、旅游价格分别环比增4.6%、0.8%，强于季节规律。PPI分项来看，一方面油价下跌带动国内原油-化工产业链价格回落，油气开采、精炼石油、化工价格分别环比-5.6%、-3.5%、-1.2%；另一方面是国内定价的大宗商品价格续跌，5月煤炭采选、煤炭加工价格分别环比-3.0%、-1.1%，黑色冶炼、非金属矿物制品价格环比均-1.0%，反应国内需求不足、国内建筑业开工依然偏弱。往后看，原油价格环比前期低点有所反弹，铜价也整体上行，6月PPI降幅可能会小幅收窄。但要真正改变通胀低位的状况，需要内需加力，加快城市更新，推动地方基建投资、促进供给端反内卷。

CPI分项同比变化

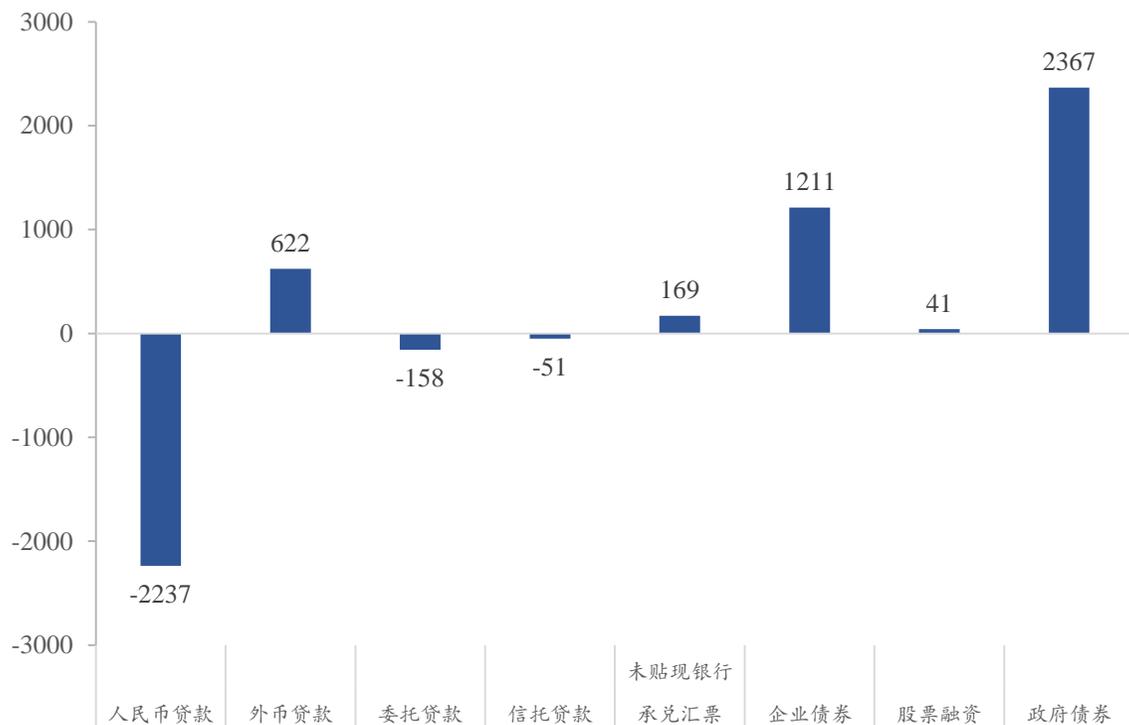


PPI分项同比变化

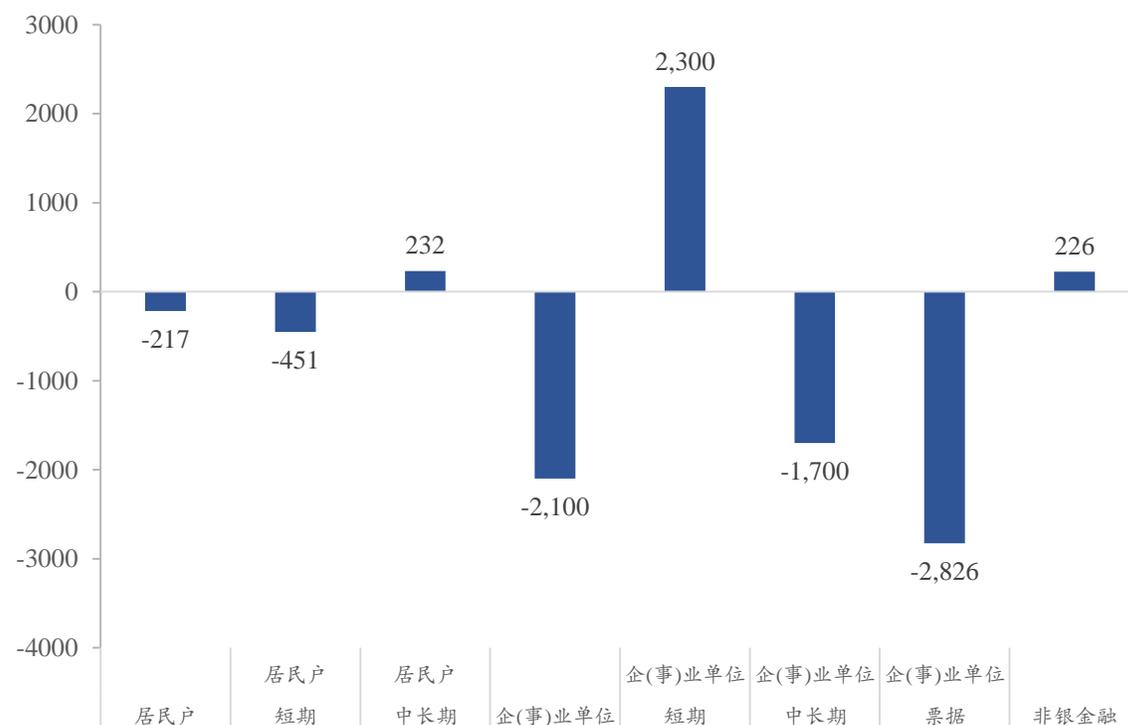


5月新增社融2.29万亿，同比多增2271亿，好于预期。分项来看5月社融口径的人民币贷款新增5960亿，同比少增2237亿，是社融的主要拖累项；政府债券融资1.46万亿，同比多增2367亿，是社融的主要支撑项；企业债券融资1496亿，同比多增1211亿，侧面反应企业融资有所修复。5月新增信贷6200亿，同比少增3300亿。其中，居民短期贷款同比少增451亿，指向居民消费可能延续偏弱；居民中长期贷款同比多增232亿，与本月地产销售数据企稳表现一致；企业短期融资同比明显多增，票据融资同比回落，中长期贷款同比延续少增，可能与关税扰动下企业投资意愿偏弱、特殊再融资债偿还推进有关。5月信贷供给端较4月或有所改善，反映月初一揽子金融政策的积极影响；但由于需求端预期尚待改善，叠加化债影响仍在，金融数据整体仍未明显会审，其中社融总量受政府债支撑表现尚可、信贷总量偏低。需求端线索关注建筑业开工能否好转。

新增社融分项同比变化值（亿元）

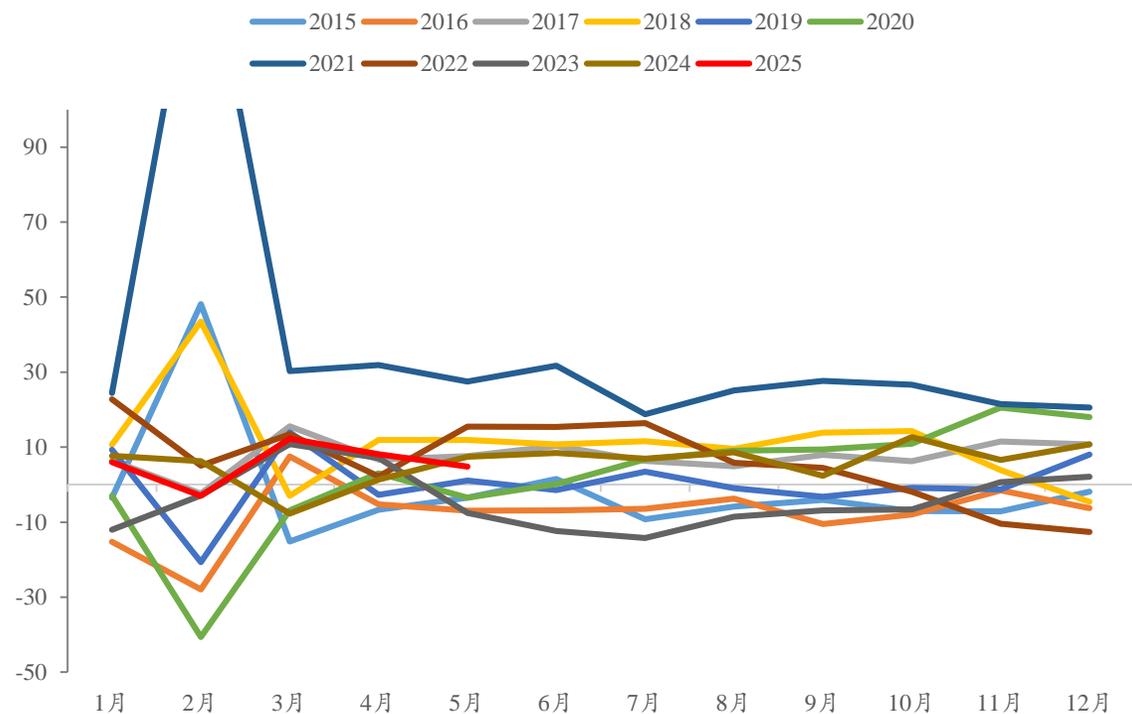


新增人民币贷款分项同比变化值（亿元）

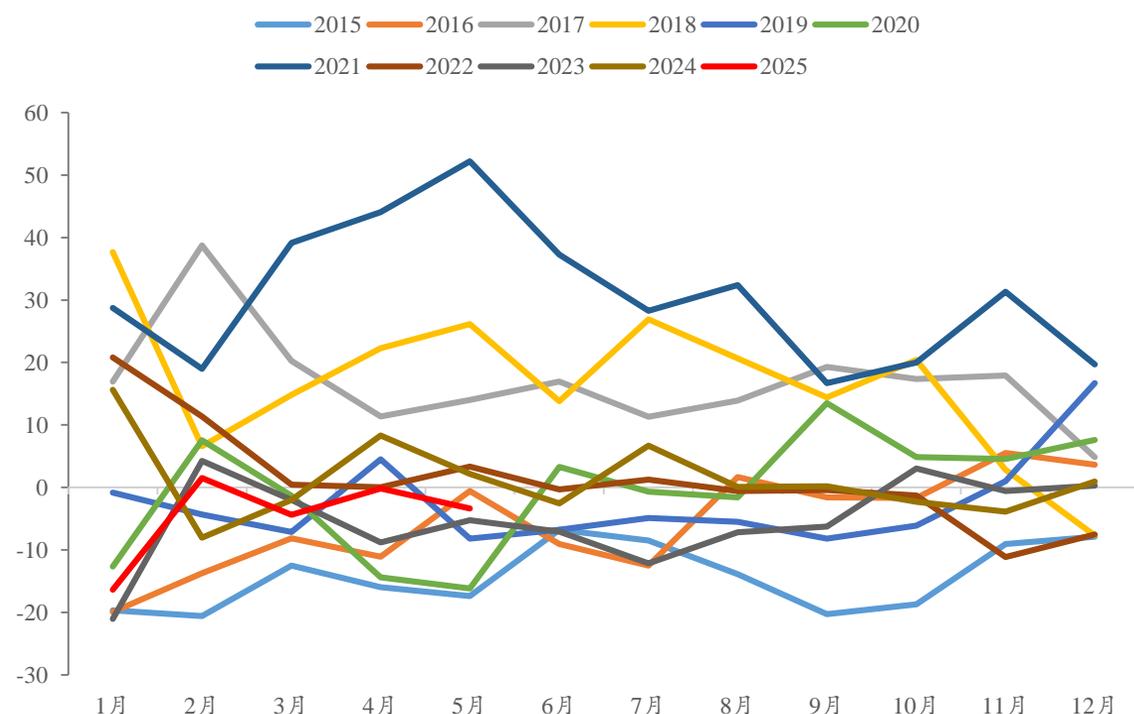


2025年5月出口同比4.8%，保持正增长，但略低于一季度的5.7%和4月的8.1%，环比也低于历史同期的季节性水平。与国内集装箱吞吐量数据也较为吻合，5月集装箱吞吐量同比5.0%，略低于4月同比的7.3%。

出口同比季节性



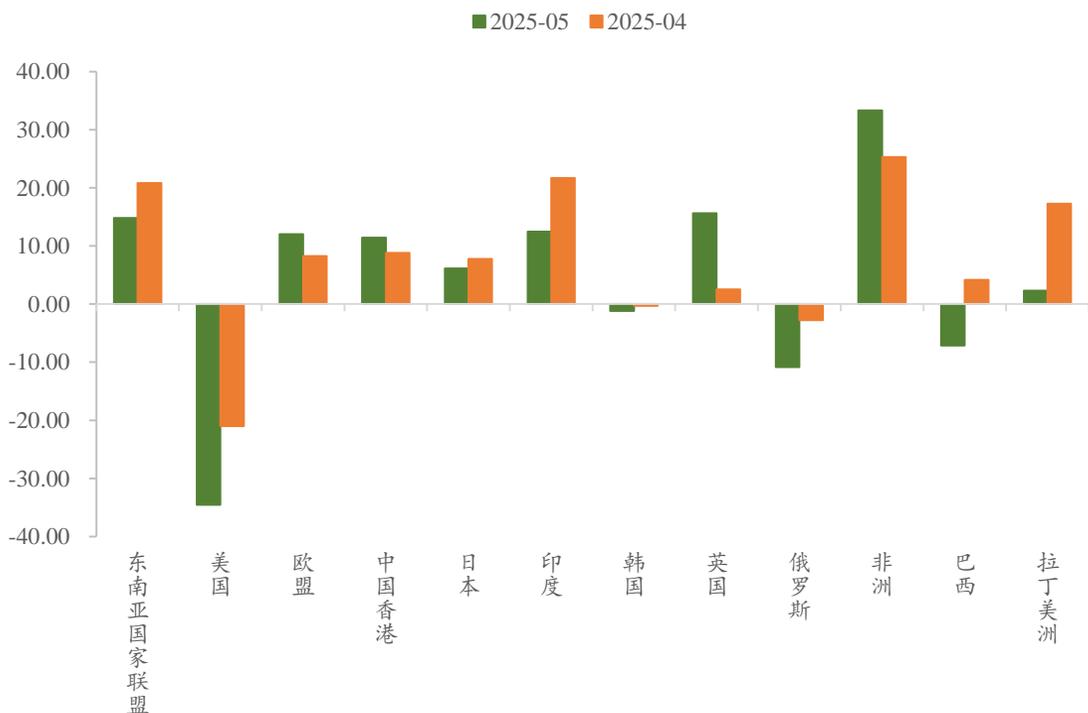
进口同比季节性



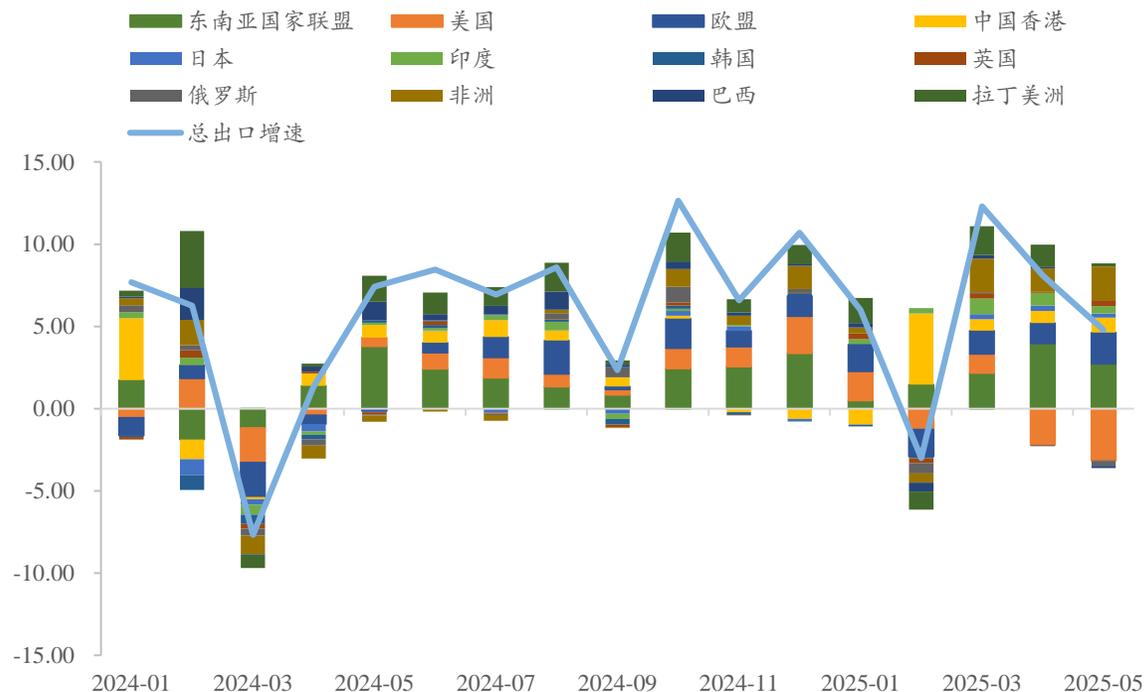
5月出口回落，仍具有一定韧性

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



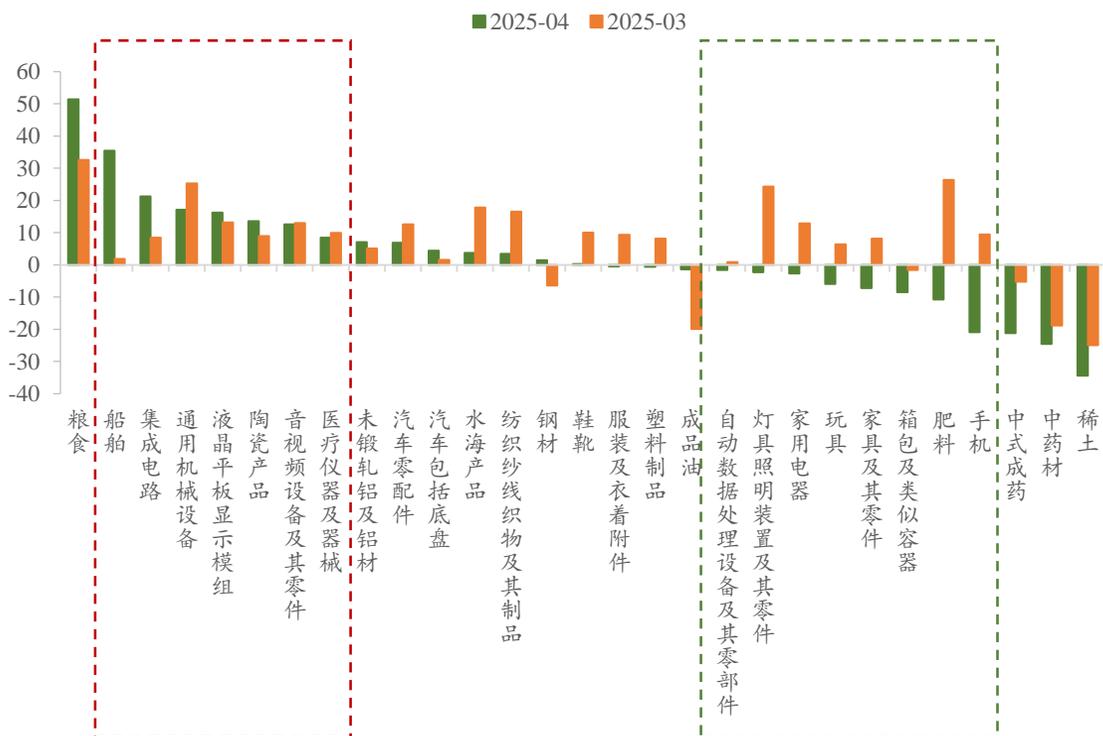
对各国/地区出口对总出口同比拉动



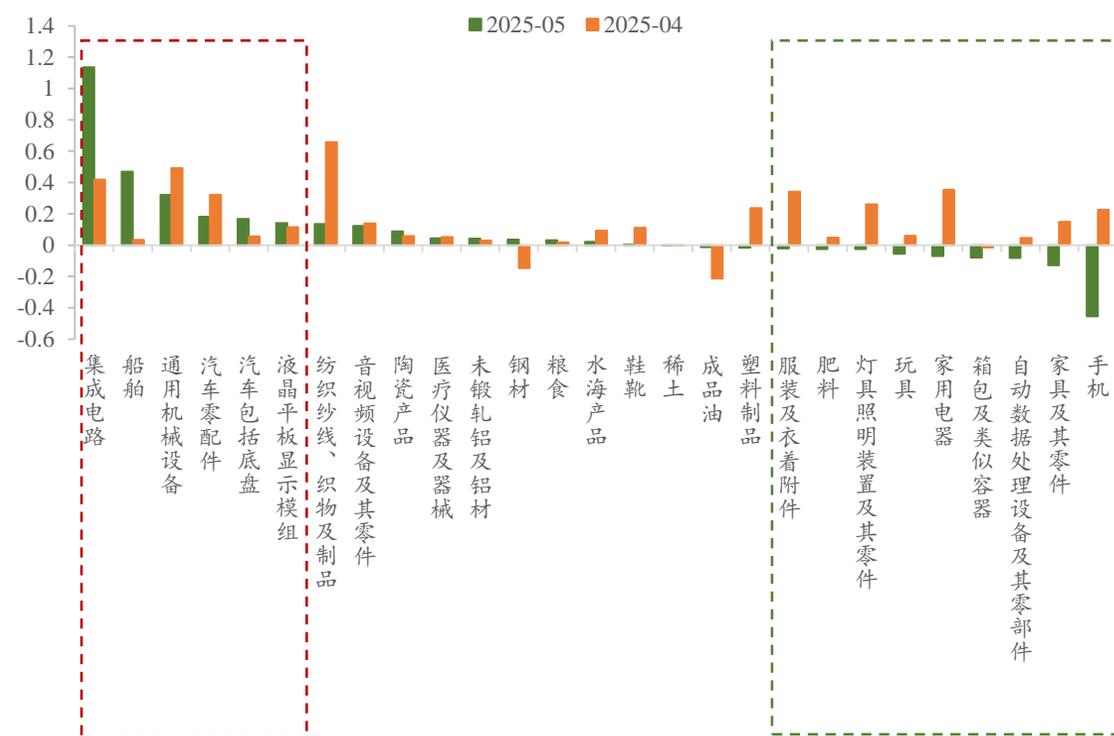
5月出口回落，仍具有一定韧性

- 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 (%)

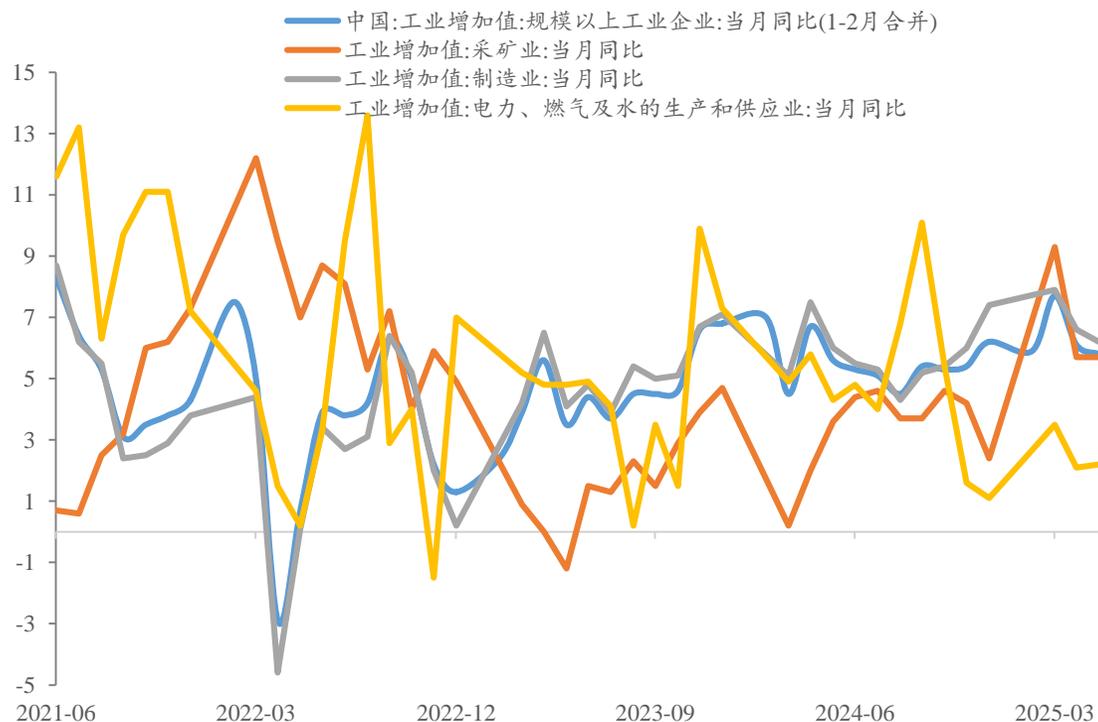


分行业出口同比对总出口增速拉动

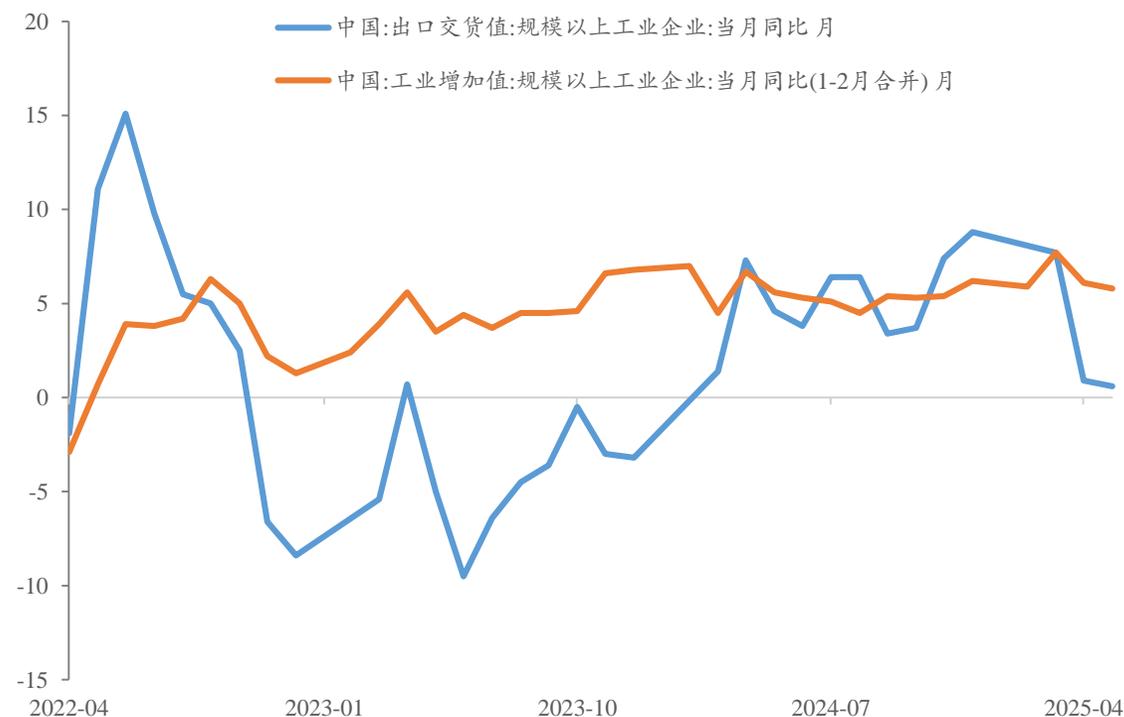


■ 工业增加值韧性中放缓。5月同比5.8%，较上月回落0.3%，幅度可控。从出口交货值同步小幅放缓来看，出口放缓所带来从需求向供给的传递可能是工业增加值韧性中回落的原因之一。

工业增加值、采矿业、制造业、电力热力生产业增速 (%)

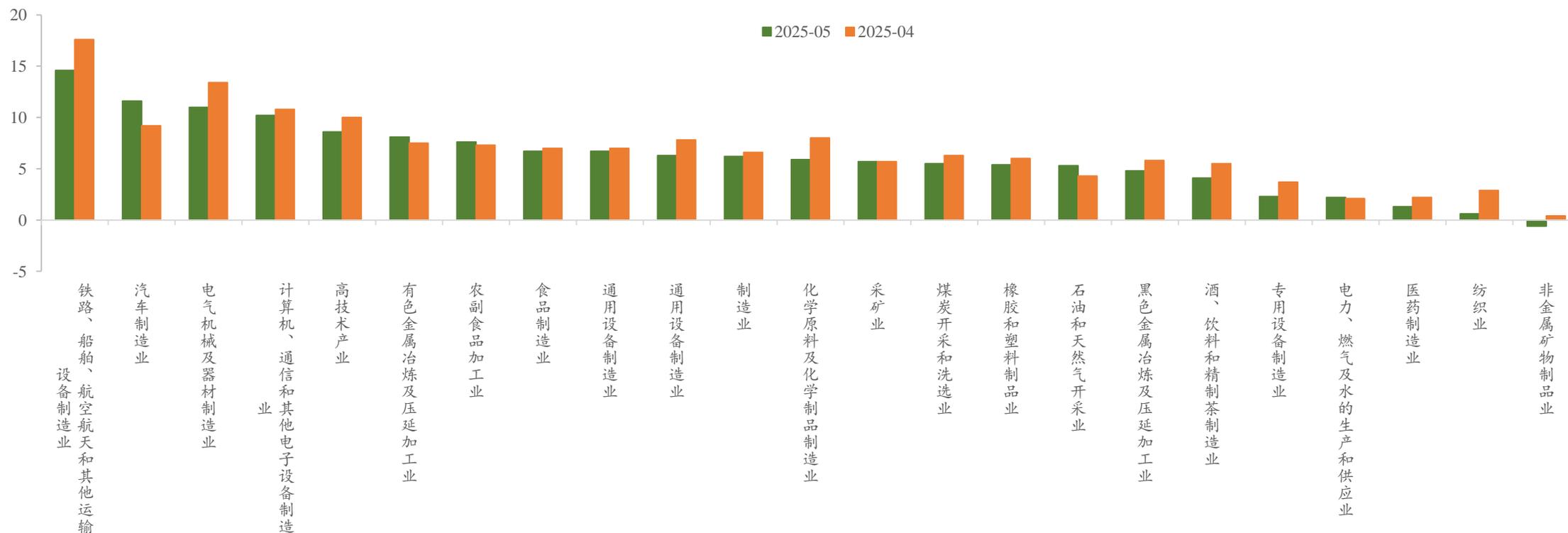


工业部增加值和出口交货值增速 (%)



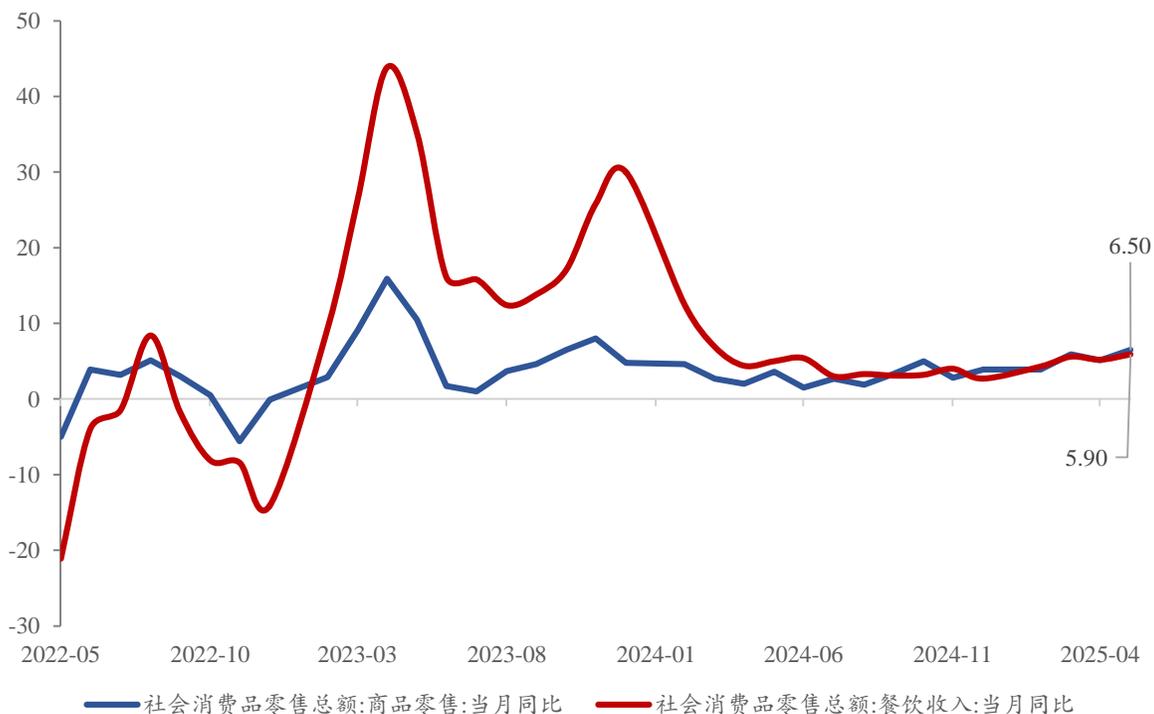
- 分行业来看，制造业中还是船舶航空等运输设备、汽车、电气机械、计算机通信等产业工业增加值增速绝对值较高。边际变化上来看，运输设备、电气机械、纺织生产较上月回落最多，应与出口下行有关。
- 从主要产品来看，产量增速较高的仍主要是工业机器人、集成电路、太阳能电池、汽车等领域；新兴产业产品中，增速较低的主要是智能手机，月度和年累计均在同比负增区间。手机内销增速较高，但出口增速较低。水泥产量同比降幅扩大，反映建筑业投资处于偏弱状态。

分行业规模以上工业增加值同比增速 (%)

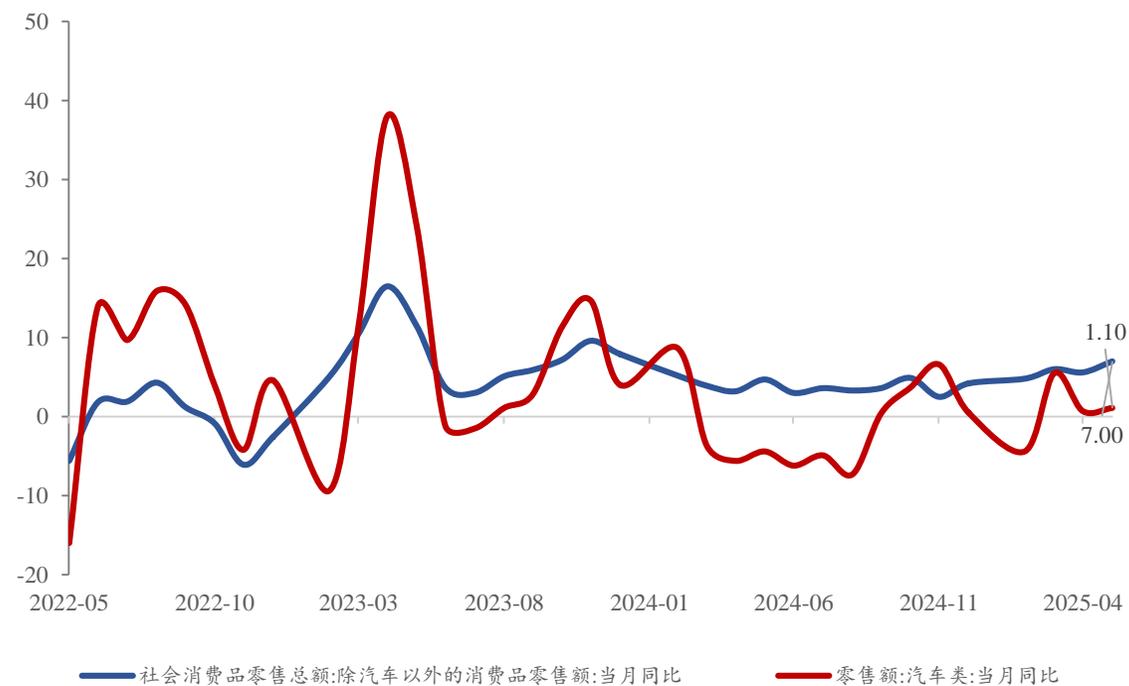


▣ 社零增速出现跃升。5月社零同比6.4%，较前值回升1.3%，明显高于市场预期的4.9%。5月社零季调环比0.93%，较4月的0.46%回升。

餐饮收入与商品零售额同比增速 (%)

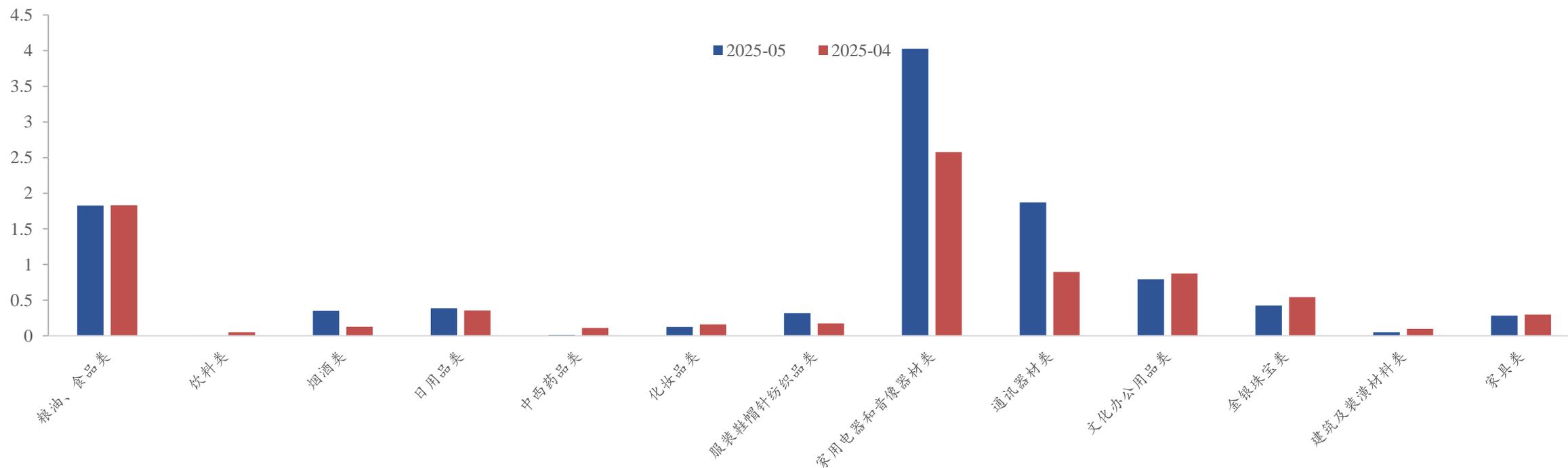


汽车类和除汽车外零售额同比增速 (%)



- 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(%)



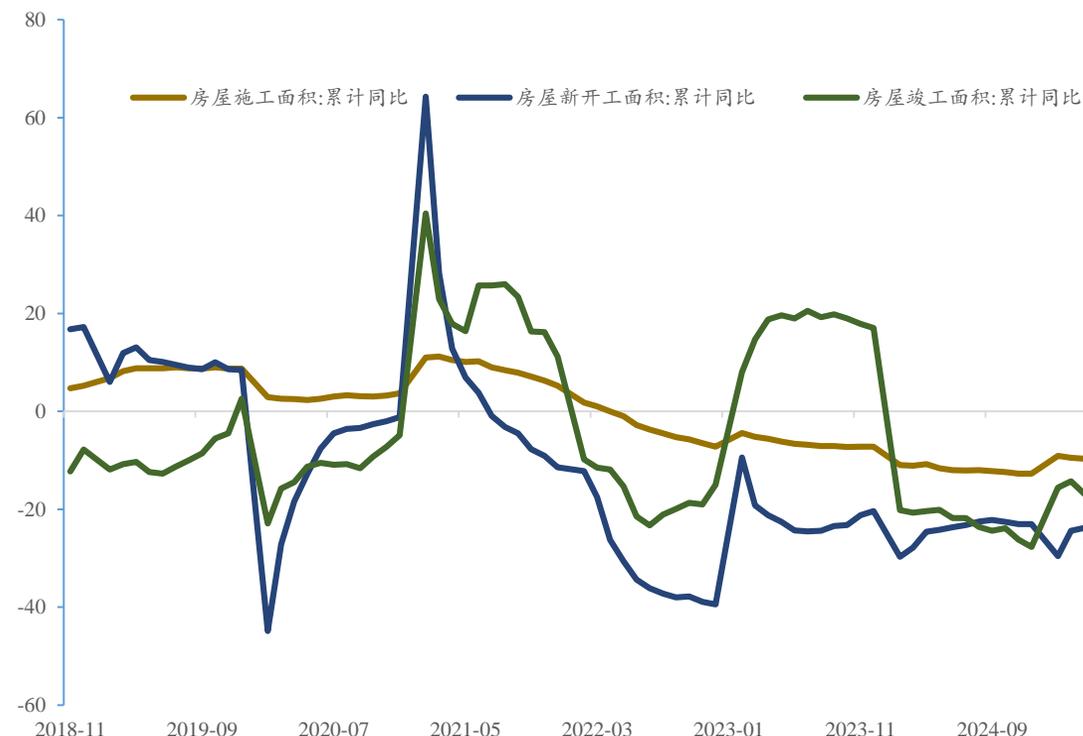
5月固定资产投资增速走低

- 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 (%)

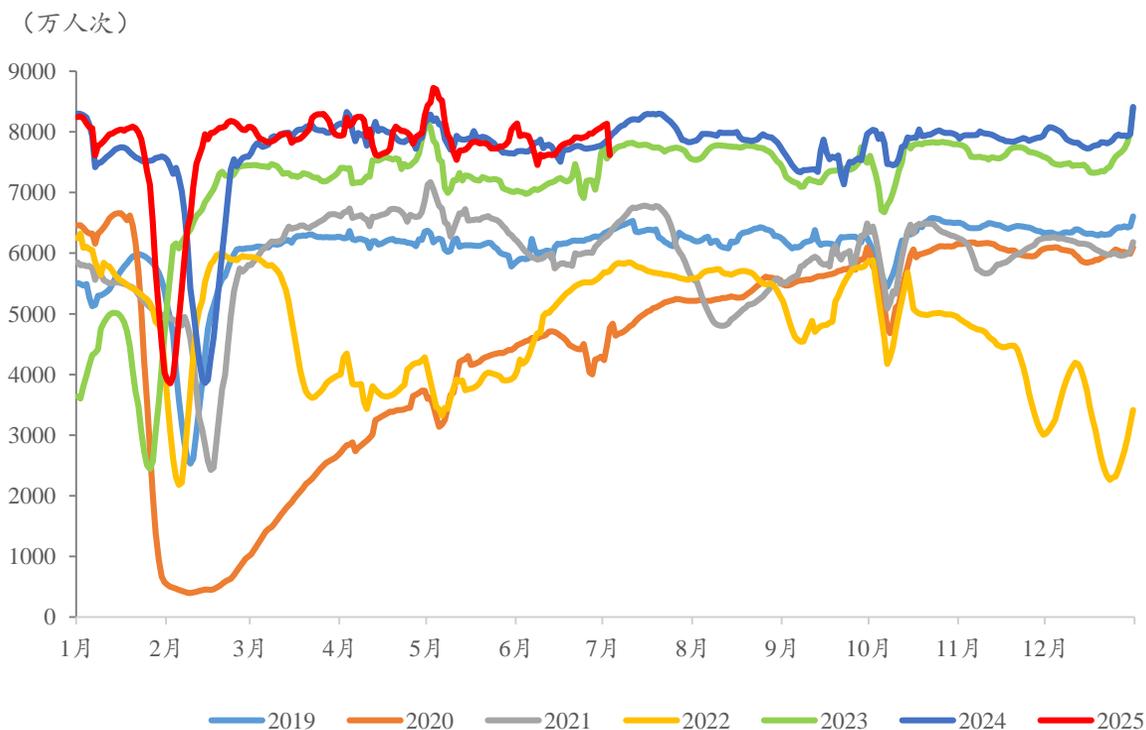


房地产开工、竣工同比增速 (%)

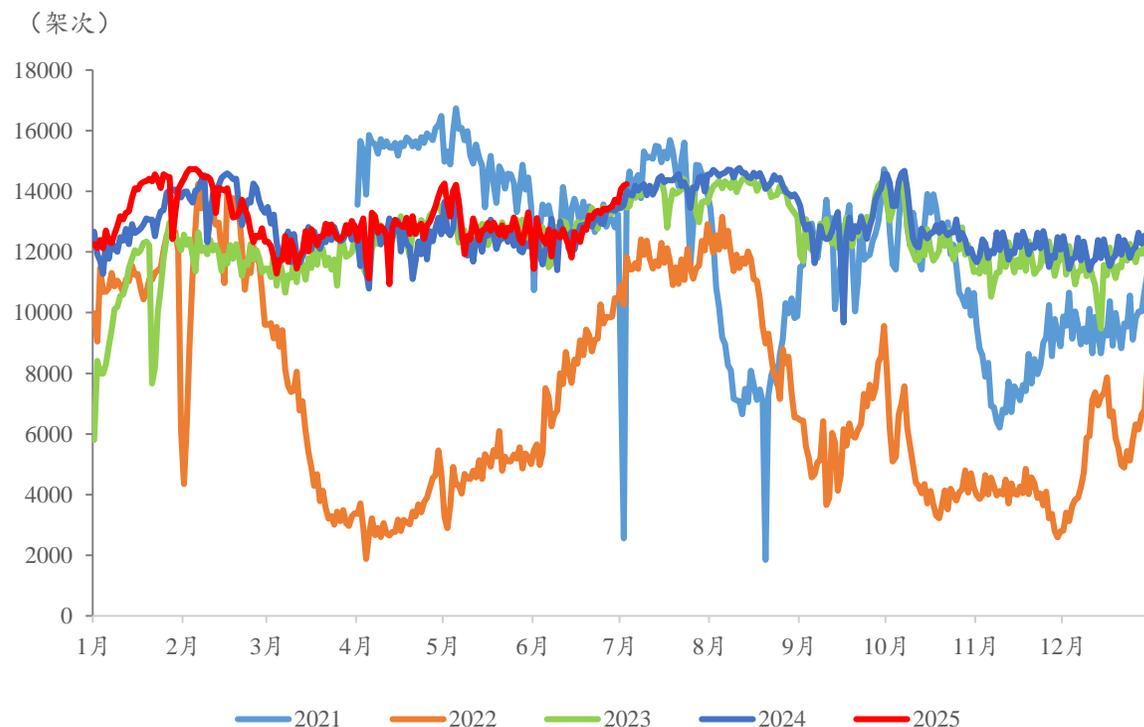


- 地铁客运和执行航班数据为居民生活半径和出行指标，与消费和服务业活动存在关联，目前地铁客运量同比增速有所回落，航班数同比小幅正增，居民出行处于历史高位。
- 截至目前，7月主要城市地铁客运量日均环比增速-12.37%，同比增速-5.12%，当前绝对值处在历史高位。
- 截至目前，7月国内执行航班数日均14168架次，环比增速10.74%，同比增速0.16%，较上月环比增速明显回升，同比保持小幅正增，当前绝对值处在历史高位。

主要城市地铁客运量（7日移动平均）

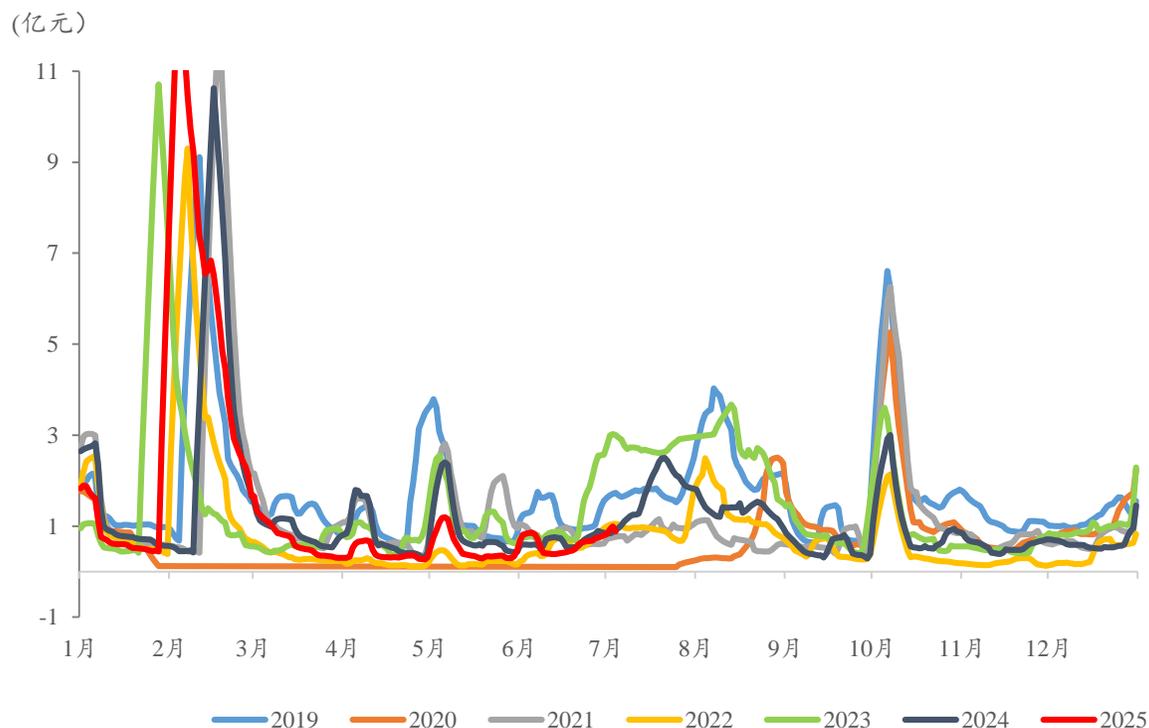


国内执行航班数

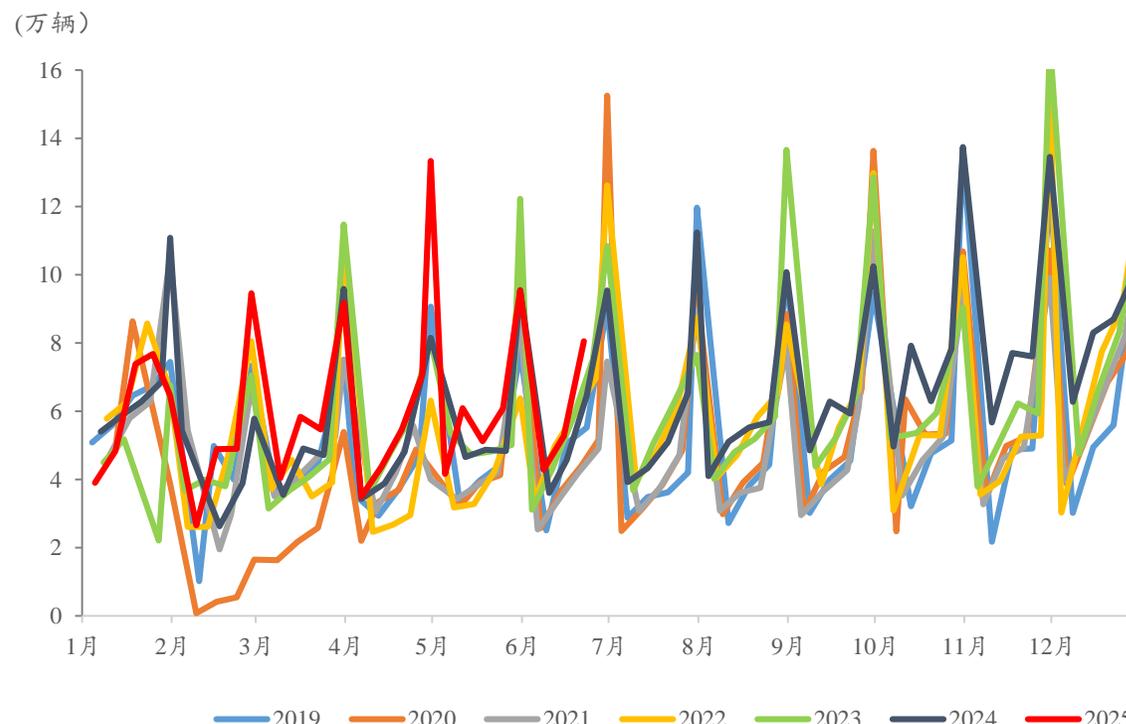


- 截至目前，7月电影票房均值6775.61万元，环比增速6.65%，同比去年同期增速-2.27%，同比负增幅度明显收窄，目前绝对值处在历史偏高位区间。
- 6月乘用车销量均值6.78万辆，环比增速9.48%，同比去年同期增速12.28%，同环比增速均回升，绝对值处在历史高位，汽车销售在以旧换新政策支持下具有韧性。

全国电影票房（7日移动平均）

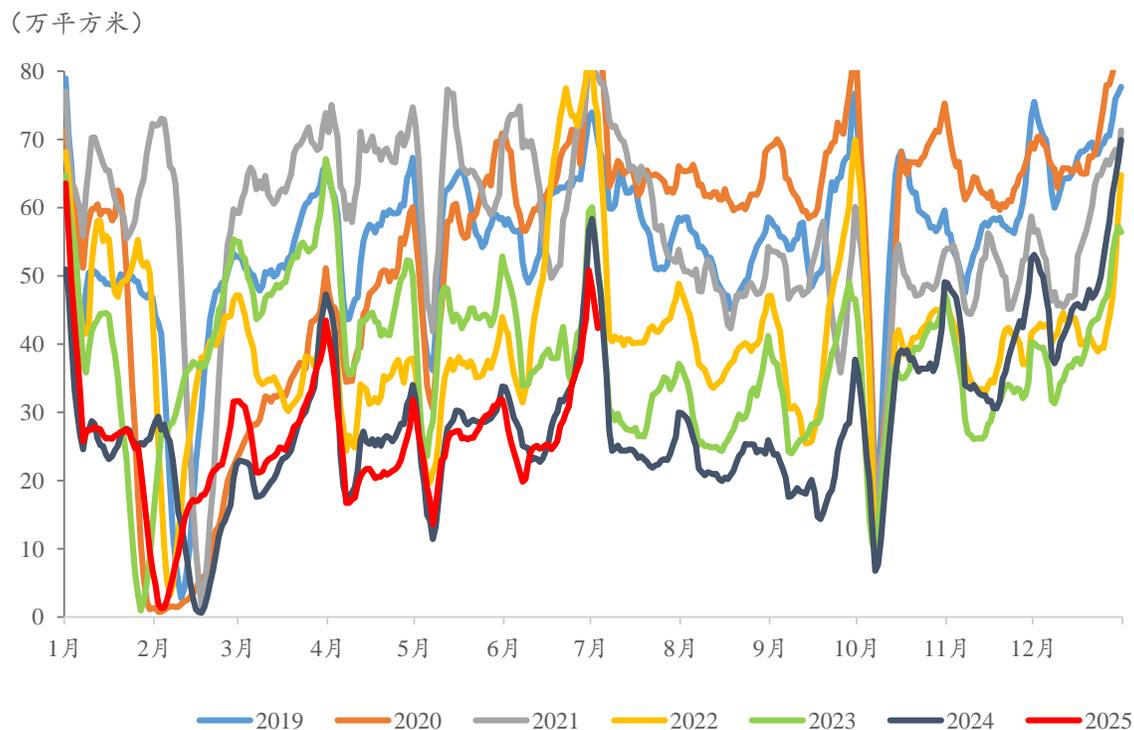


乘用车销量：厂家零售

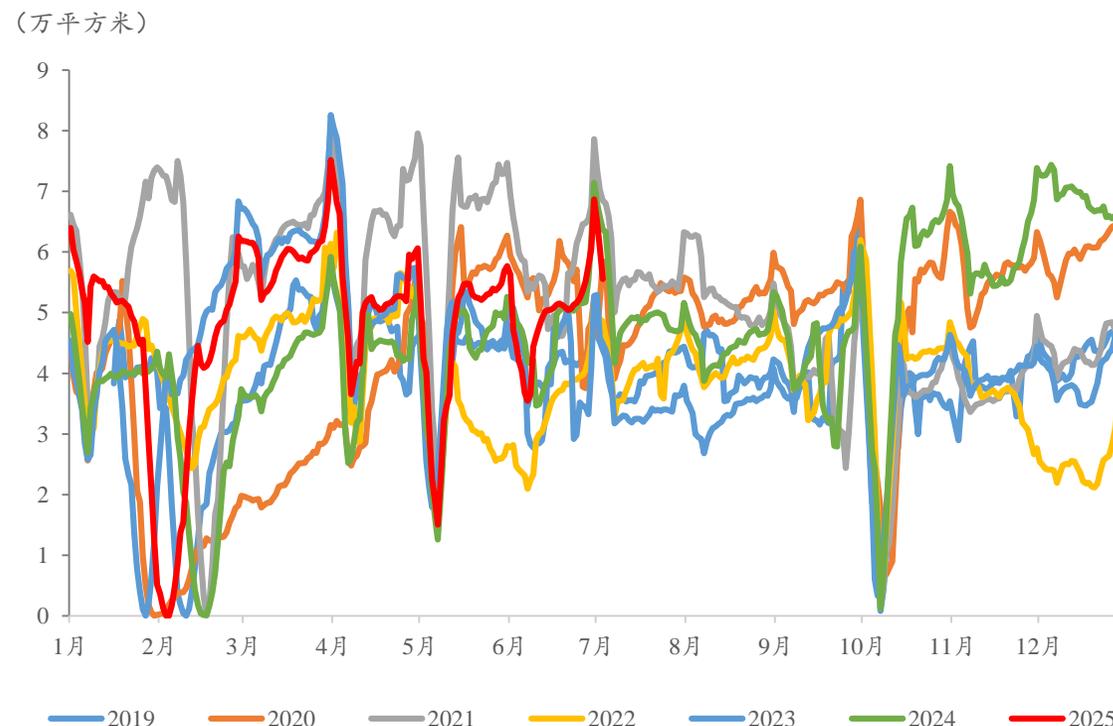


- 目前来看7月新房成交同比回落幅度有所加大，一线二手房销售量处于季节性偏高位。
- 截至目前，7月30大中商品房成交面积日均值23.8万平方米，环比增速-22.92%，同比去年同期增速-22.12%，同比降幅扩大，整体新房销售增速绝对值处于季节性低位。
- 截至目前，7月北京二手房销售面积日均3.87万平方，环比增速-23.18%，同比去年同期增速-19.09%，同比转降，观察后续变化。

30大中城市商品房成交面积（7日移动平均）

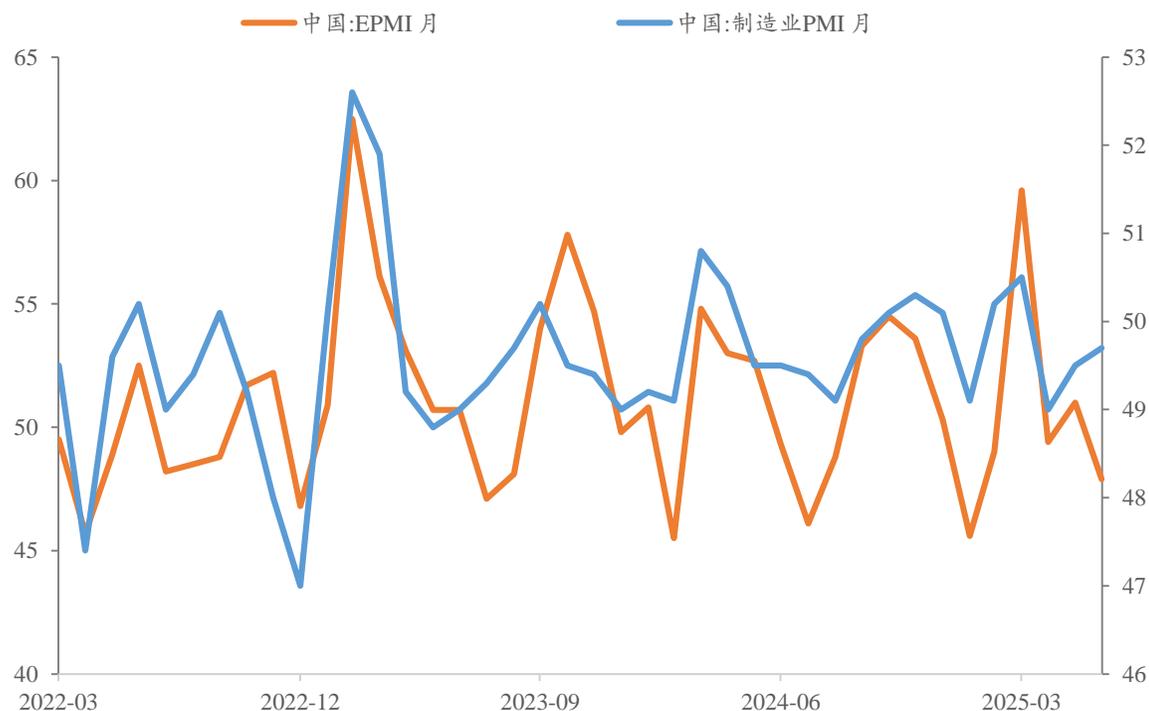


北京二手房成交面积（7日移动平均）

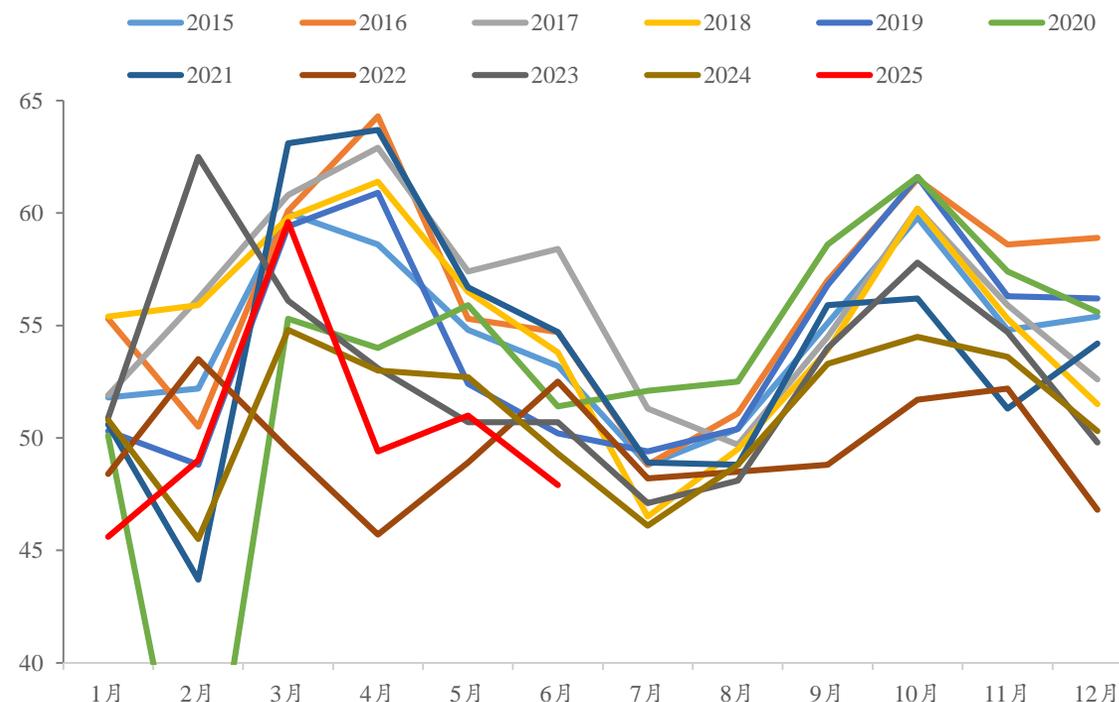


- 6月EPMI环比下行3.1%至47.9%。6月为传统制造业淡季，EPMI季节性以环比下行为主，本月环比回调幅度大于季节性。
- 分项指标看，新兴产业供需、量价均有不同程度放缓。生产量、产品订货指标6月环比分别下降5.5%、6.0%。出口订货指标环比下降6.6%，降幅大于整体订单；6月港口集装箱吞吐量增速也有所放缓，抢出口释放需求之后出口增速中枢可能继续下移。
- 6月PMI与EPMI走势背离，原因可能有两方面，一是6月PMI回升或受到石油化工行业拉动，二是统计企业类型差异，6月中小企业景气度下降大企业景气度上升。

PMI&EPMI 边际回落

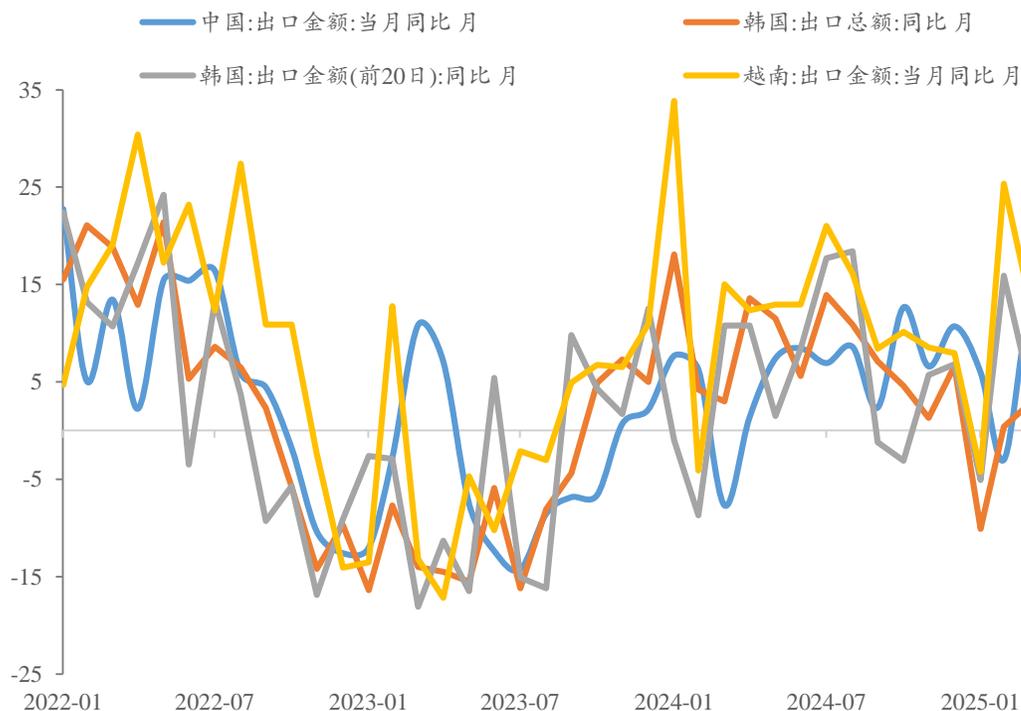


EPMI 季节性

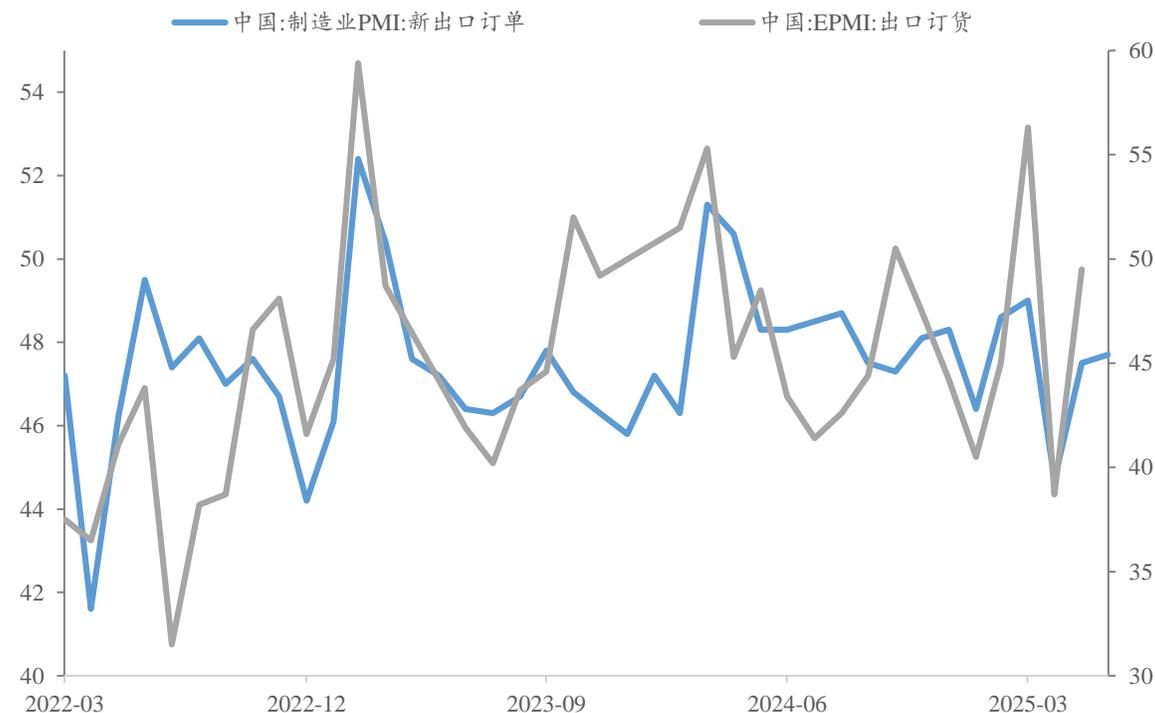


- 6月韩国前20日出口同比8.3%，较上月-2.5%回升。
- 6月韩国出口同比4.3%，较上月-1.3%回升；
- 5月越南出口同比20.68%，较上月21.03%回落。

韩国前20日、韩国、越南出口同比

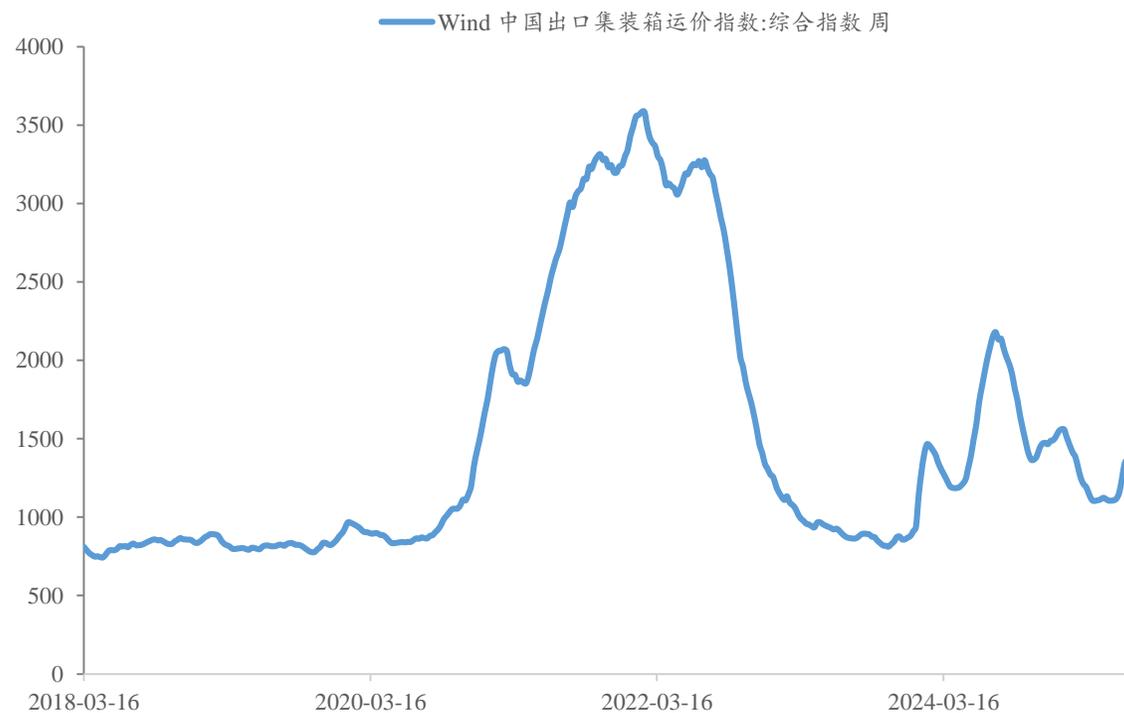


PMI、EPMI 出口订单指数



6月出口集装箱运价指数同比-27.8%。6月波罗的海干散货指数均值同比-12.28%。

中国出口集装箱运价指数

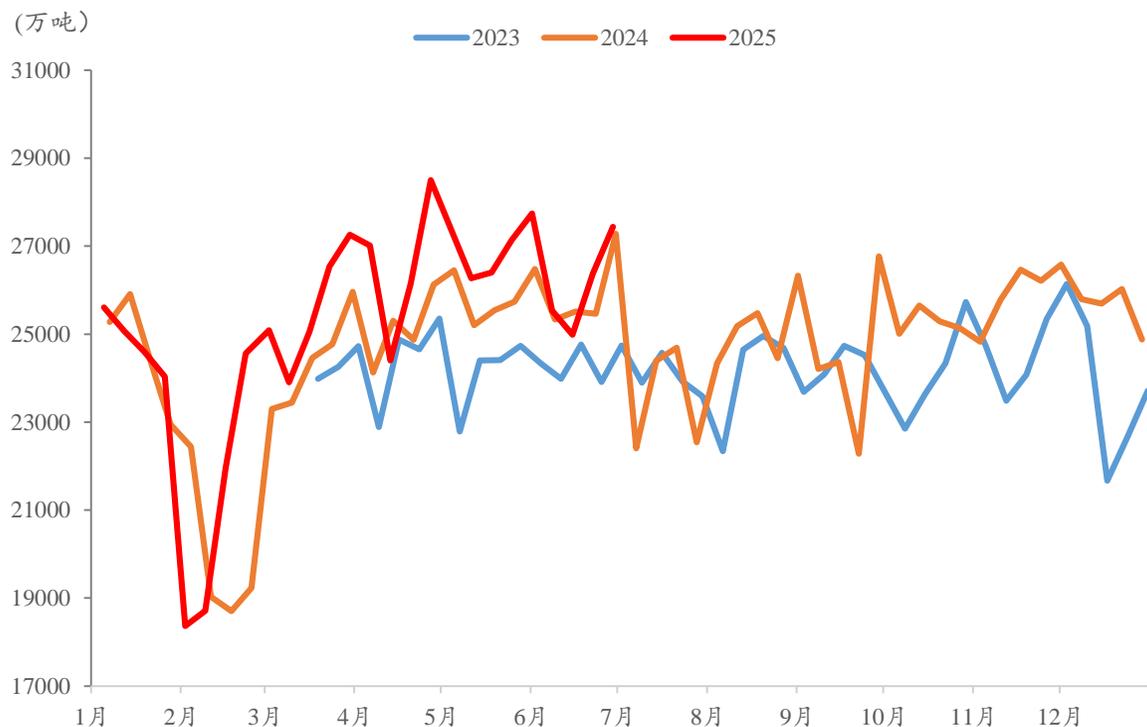


波罗的海干散货指数

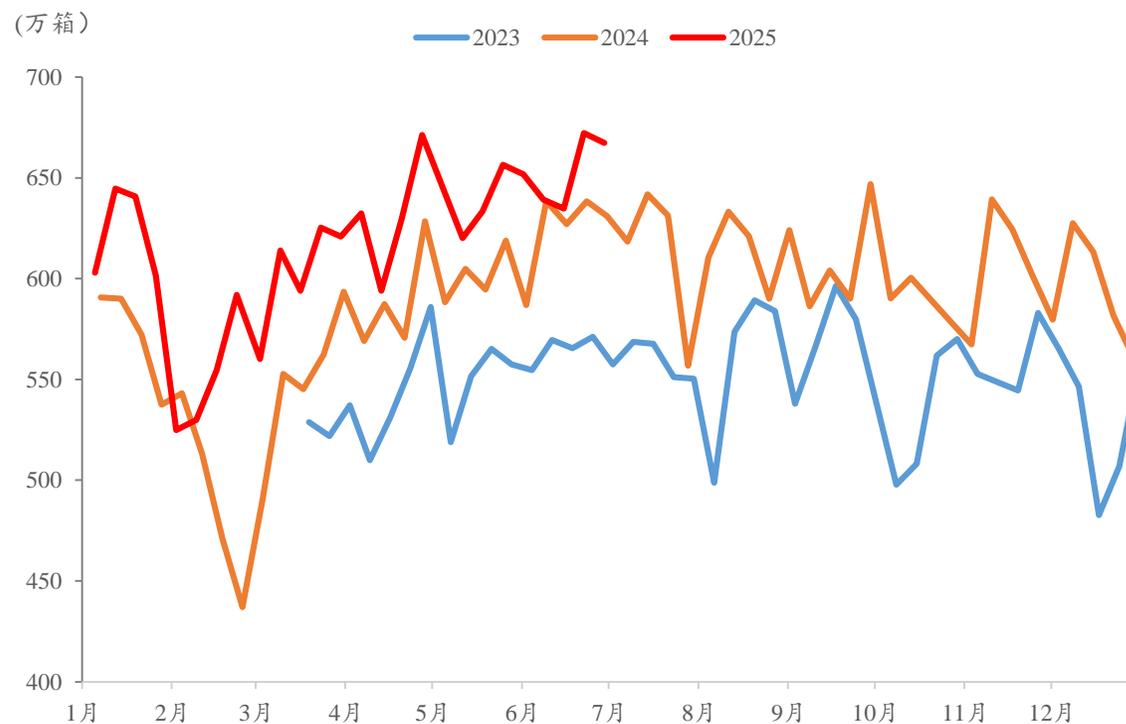


从港口吞吐量来看，6月货物吞吐量周度均值为26415万吨，同比增长1.54%，较5月增速3.37%下滑。6月集装箱吞吐量周度均值653万箱，同比增长4.6%，较5月增速5.81%下滑。目前港口吞吐数据6月边际下滑但仍保持正增长。

中国港口货物吞吐量（万吨）

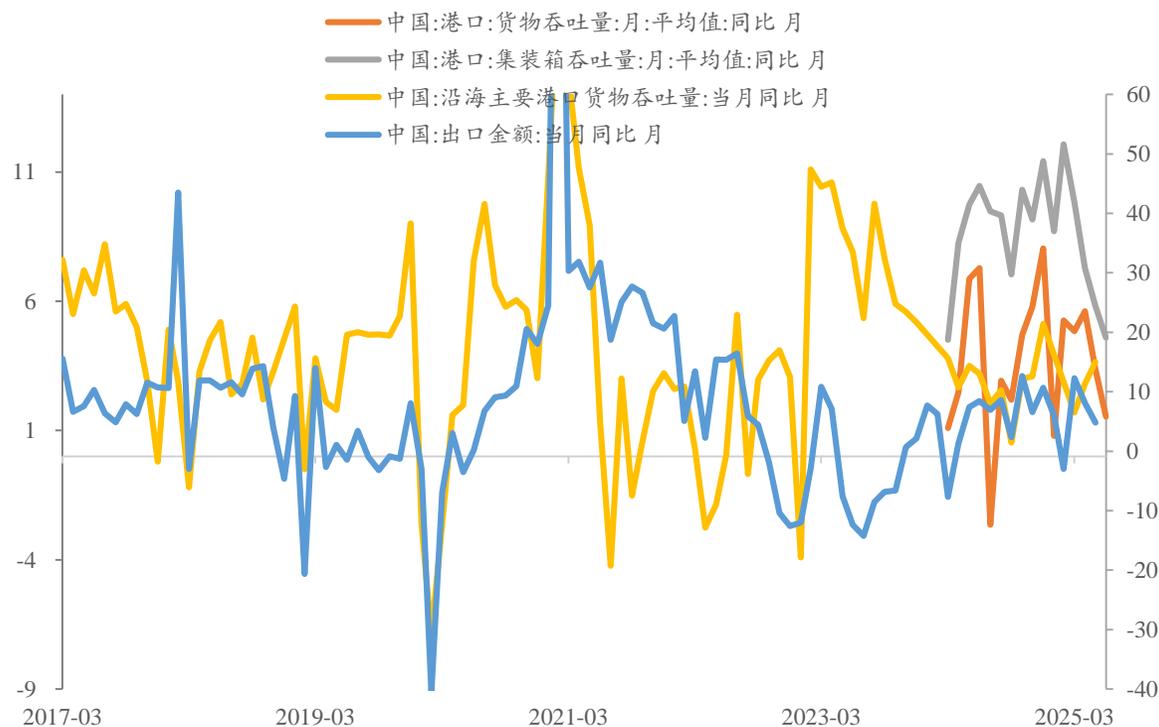


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

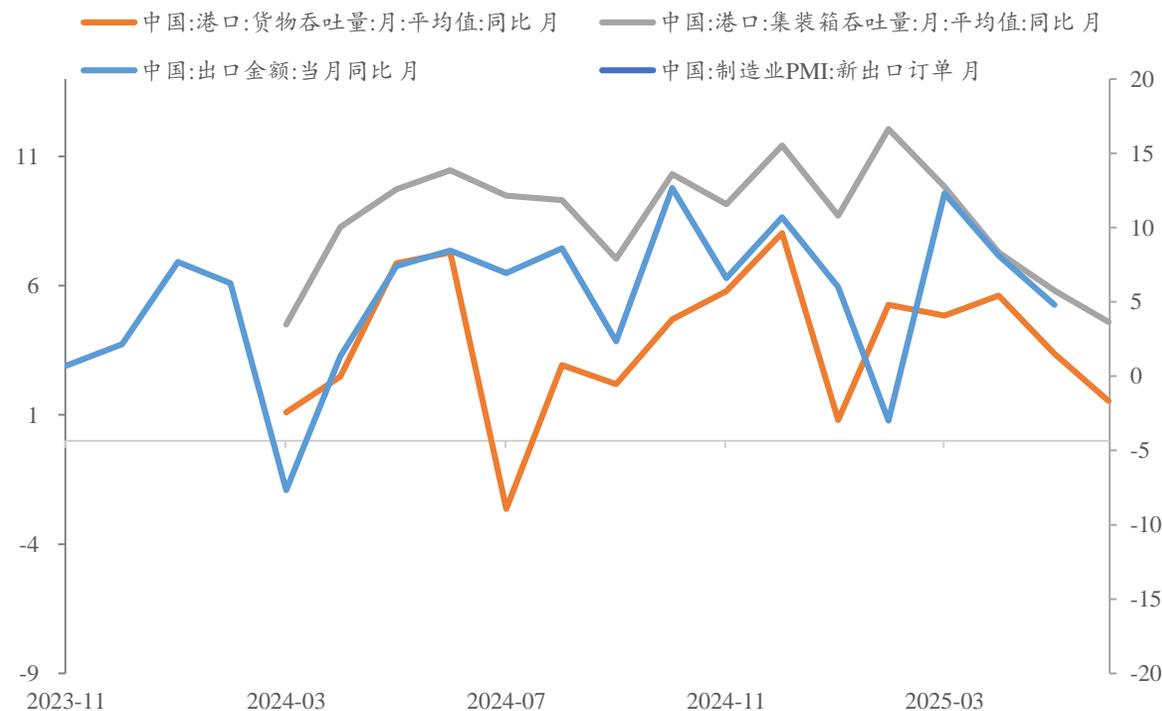


□ 长周期来看，沿海主要港口货1.54%、4.6%，分别较上月变化-1.82%和-1.22%。从港口货运同比看目前出口增速可能回落，但具有一定韧性；不过从PMI出口订单指数来看，指向边际回升，与港口高频数据指向并不一致，需要继续观察

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

二季度货币政策委员会例会

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。	
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。	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。
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， 保持经济稳定增长和物价处于合理水平 。	
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， 防范资金空转 。	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。	

一季度货币政策执行报告

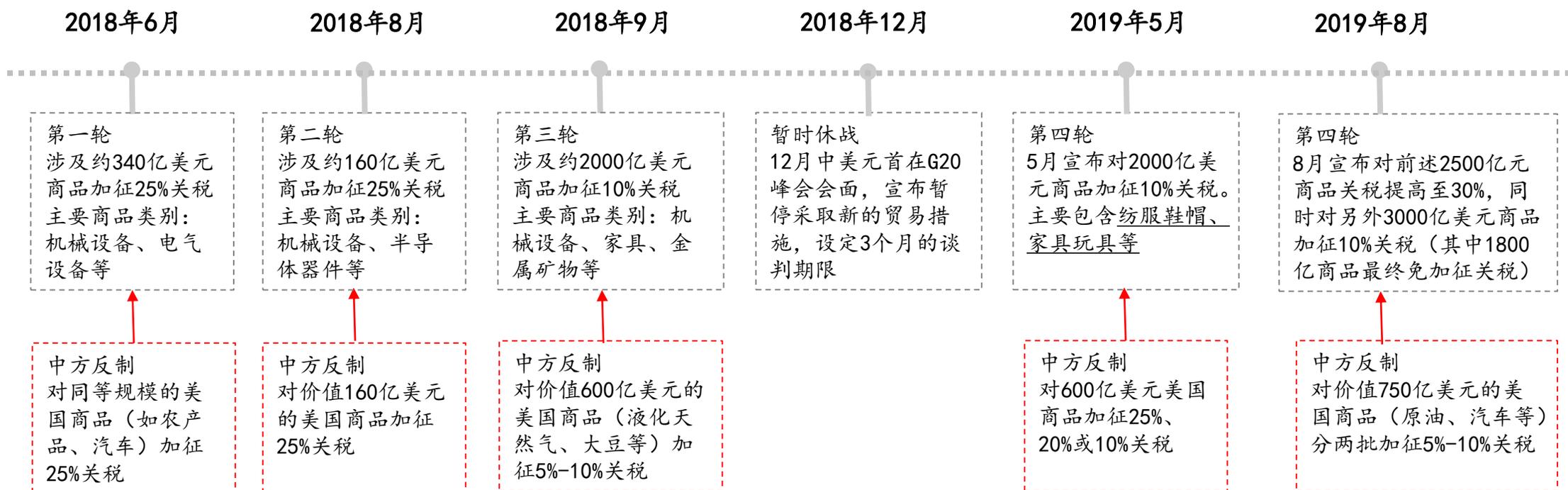
召开时间 主要内容	2025年5月9日 一季度货币政策执行报告	相关解读
经济形势	当前外部冲击影响加大，世界经济增长动能不足，贸易保护主义抬头，地缘冲突持续存在，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固。也要看到，我国有超大规模市场、完备产业体系、丰富人才资源等诸多优势条件，经济长期向好的基本趋势没有改变，要坚定发展信心，以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。	1、政策基调，一季度报告政策基调相比较四季度由“择机调整优化政策力度和节奏”，调整为“灵活把握政策实施的力度和节奏”，指向降准降息政策落地后重在实施。
国际形势	全球经济增长动能趋弱，国别分化日趋明显。地缘政治局势仍有较大不确定性，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， <u>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。</u>	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， <u>积极落地5月推出的一揽子金融政策</u> 。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。 <u>把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量</u> ，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， <u>降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。</u>	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	<u>强化逆周期调节</u> ，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， <u>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</u> ，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 <u>科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸</u> 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 <u>重点科技领域</u> 的金融服务保障……稳步发展 <u>绿色金融</u> 产品和市场……推进 <u>中小微企业金融服务能力提升工程</u> 。开展金融支持 <u>乡村全面振兴</u> 专项行动……支持 <u>重点群体创业就业和就学</u> 。加快建立完善 <u>养老金融</u> 体系……支持 <u>提振和扩大消费</u> 。	
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	<u>拓宽保障性住房再贷款使用范围</u> ，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	<p>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。</p> <p>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%。</p>	<p>为落实中央政治局会议部署，央行出台三类十项政策：</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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</p>
	价格型政策	<p>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。</p> <p>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%。</p> <p>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。</p>	
	结构型政策	<p>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。</p> <p>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。</p>	
	结构型政策	<p>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。</p> <p>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。</p>	
	结构型政策	<p>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。</p>	

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： (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。
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。	(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。
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。	(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。
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。	(4) 产业链：新质生产力，加快实施“人工智能+”行动。
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。

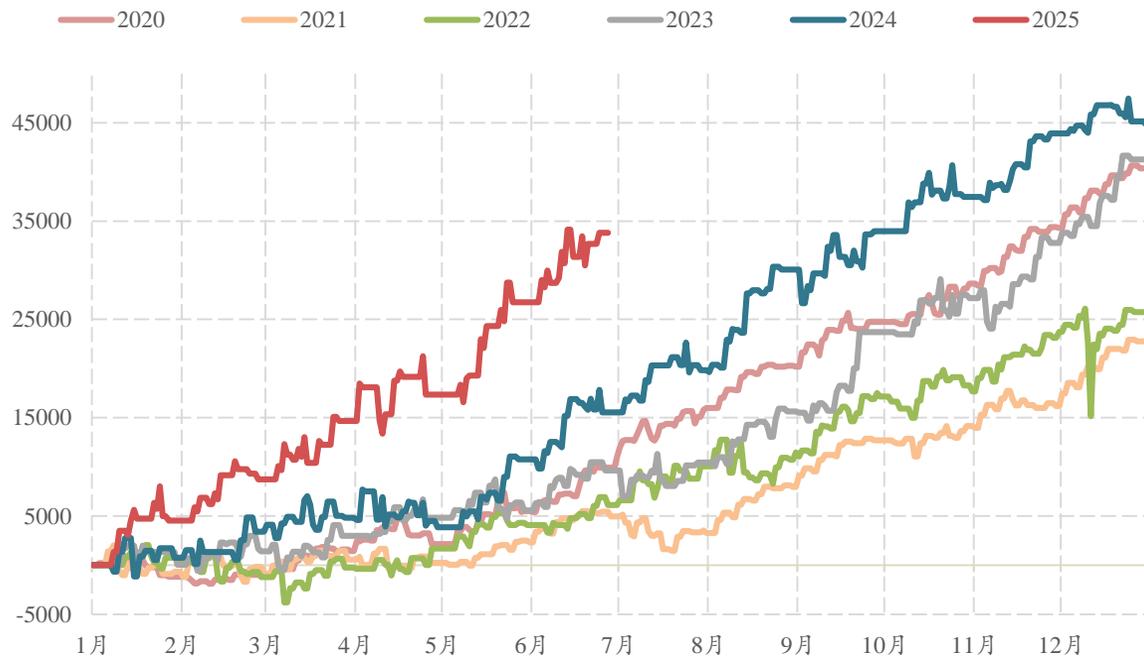


- 关税博弈再升级。**4月8日-9日贸易冲突再度出现波澜，美国继续对华加征50%关税，中国也迅速对美商品加征对等关税反制。当前关税政策面临多重不确定性，不排除美方反复改变立场，全球资产波动性加剧。本轮贸易冲突短期应无法结束，面对如此激进的关税政策，各国或将进入谈判进程，接下来或上演多轮磋商、公告和反制。
- 日内瓦联合声明。**5月12日，美国修改4月2日对中国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，仅保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税，取消4月8日和4月9日对这些商品的加征关税，中国相应修改对美关税。考虑到4月以前加征的关税，美对华加征关税仍有30%，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。

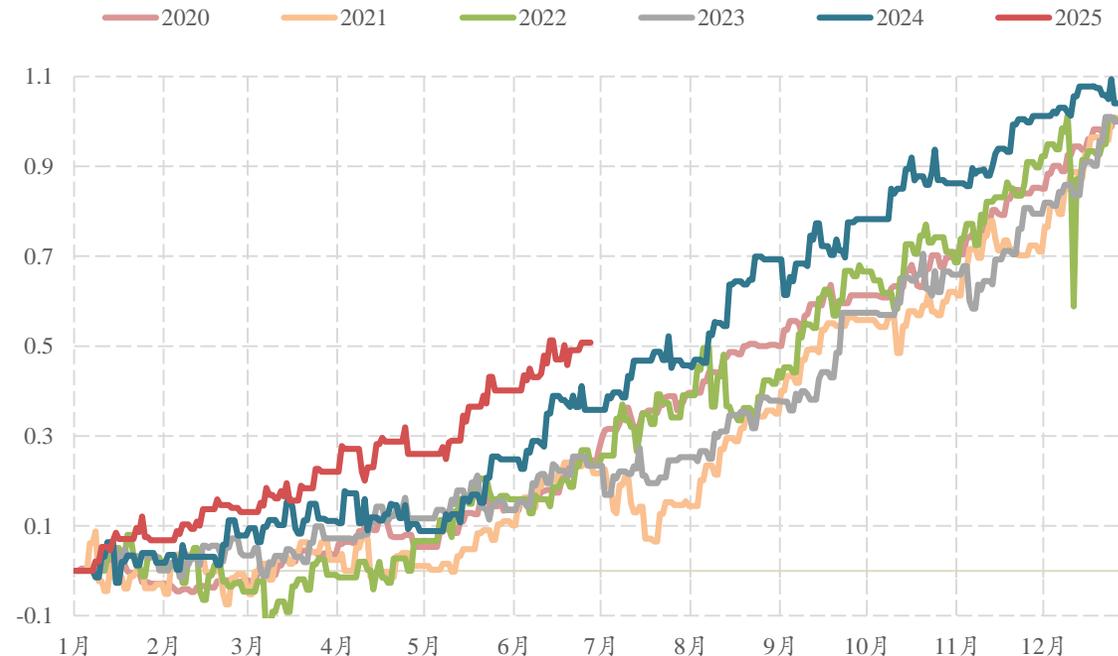


- 今年上半年财政供给力度不弱，尤其国债供给进度较快，地方债供给在6月明显提速。
- 截至6月底，今年6.66万亿国债额度（4.86亿一般国债+1.8万亿特别国债）已发行51%。

国债累计净融资额（亿元）

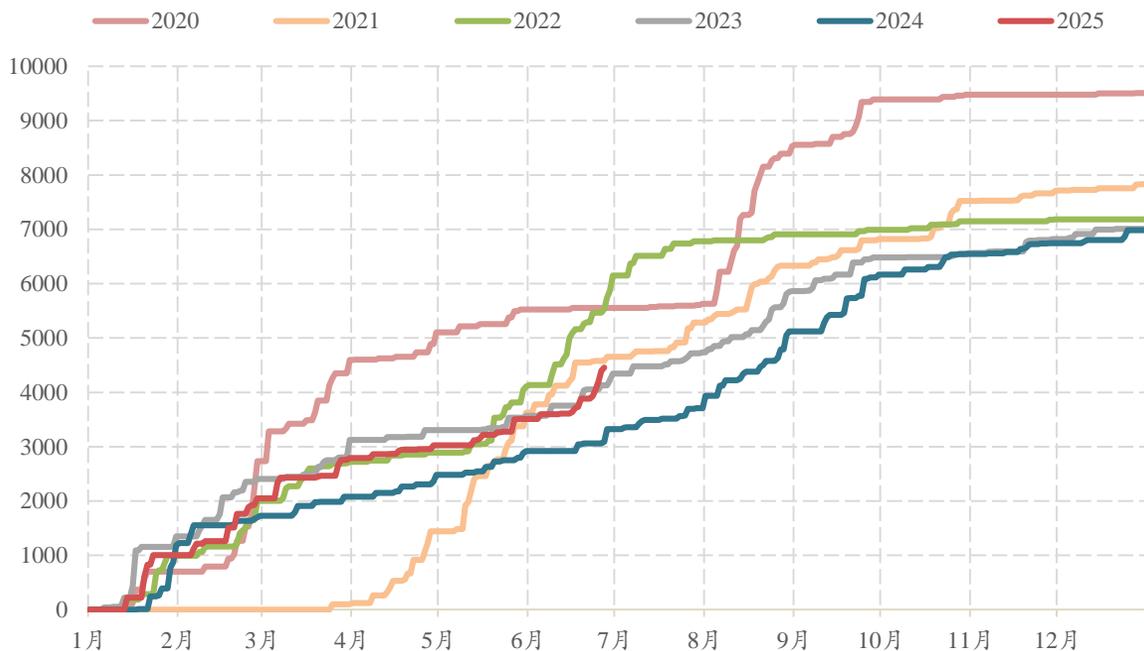


国债累计净融资进度（%）

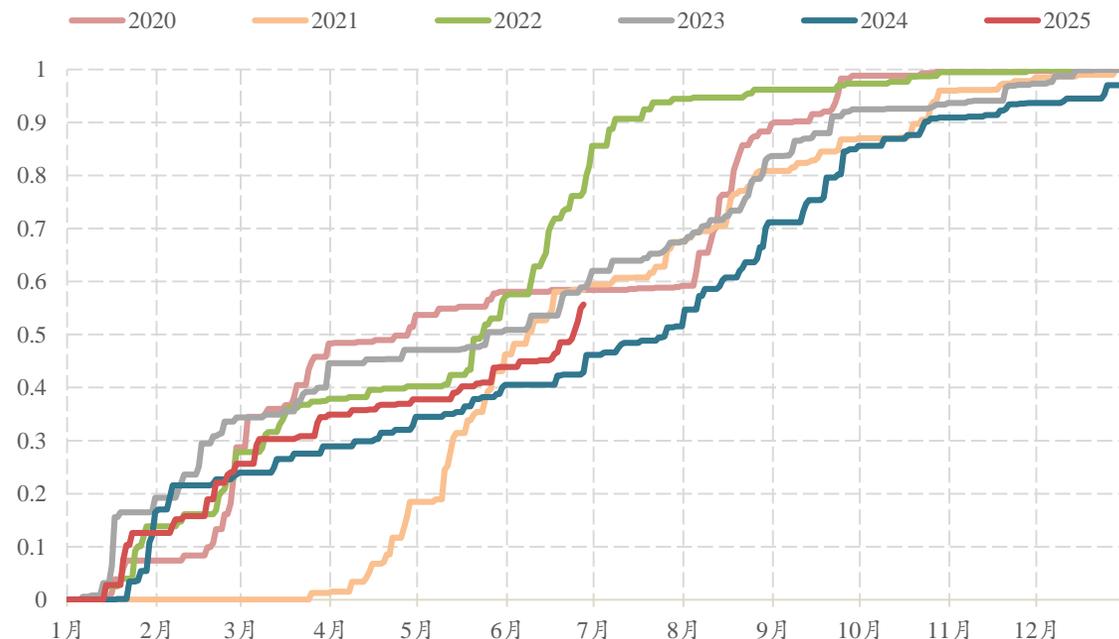


□ 新增地方政府一般债额度8000亿元，上半年已经发行55%。

地方新增一般债券累计发行量（亿元）

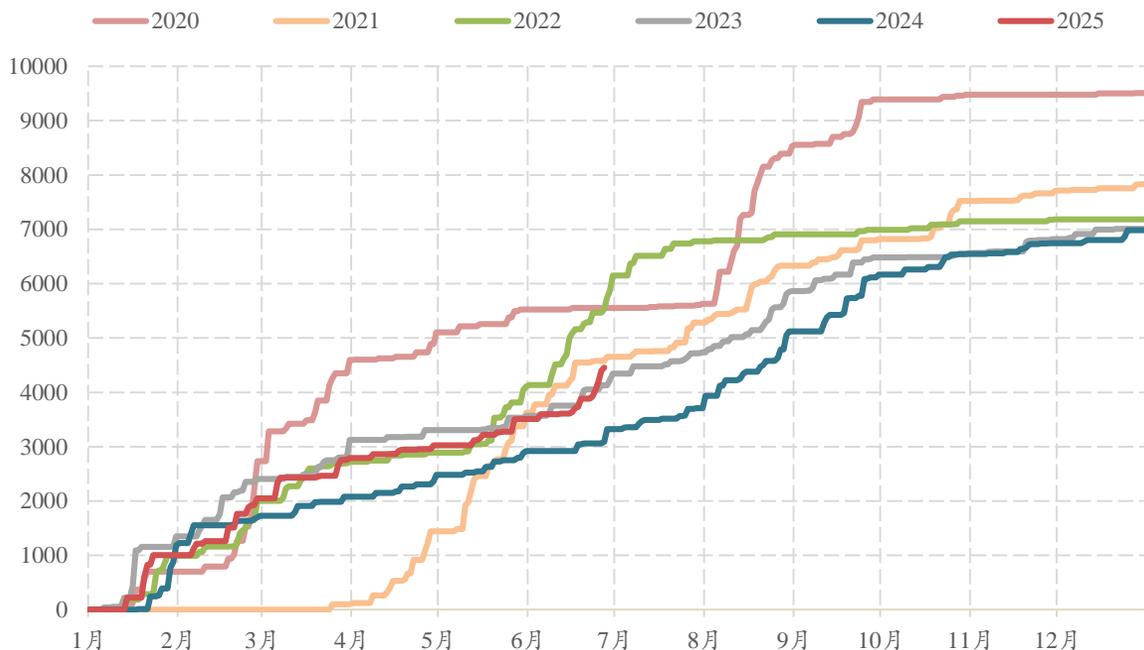


地方政府新增一般债券累计发行进度（%）

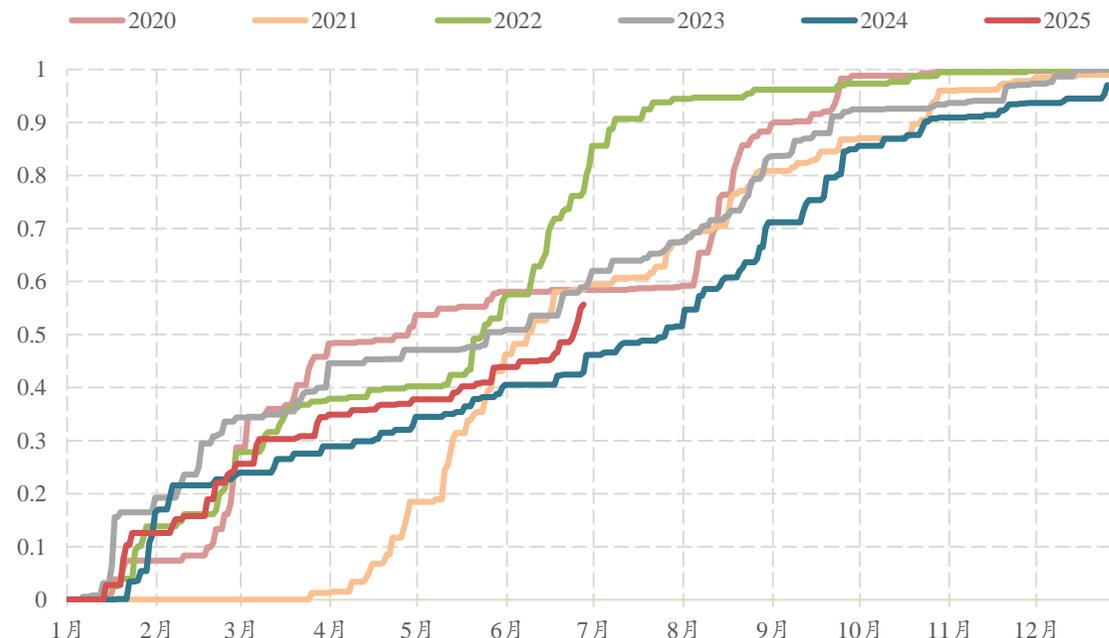


- 截至6月底，新增地方政府专项债额度4.4万亿，上半年已经发行48%。
- 从发行结构上来看，上半年国债发行进度快于往年同期，特别国债二季度开始发行逐步支持“两重”、“两新”项目，中央政府主导投资项目在上半年增速较高，一季度地方专项债发行进度偏慢，6月开始发行进度加快。

地方政府新增专项债券累计发行量（亿元）

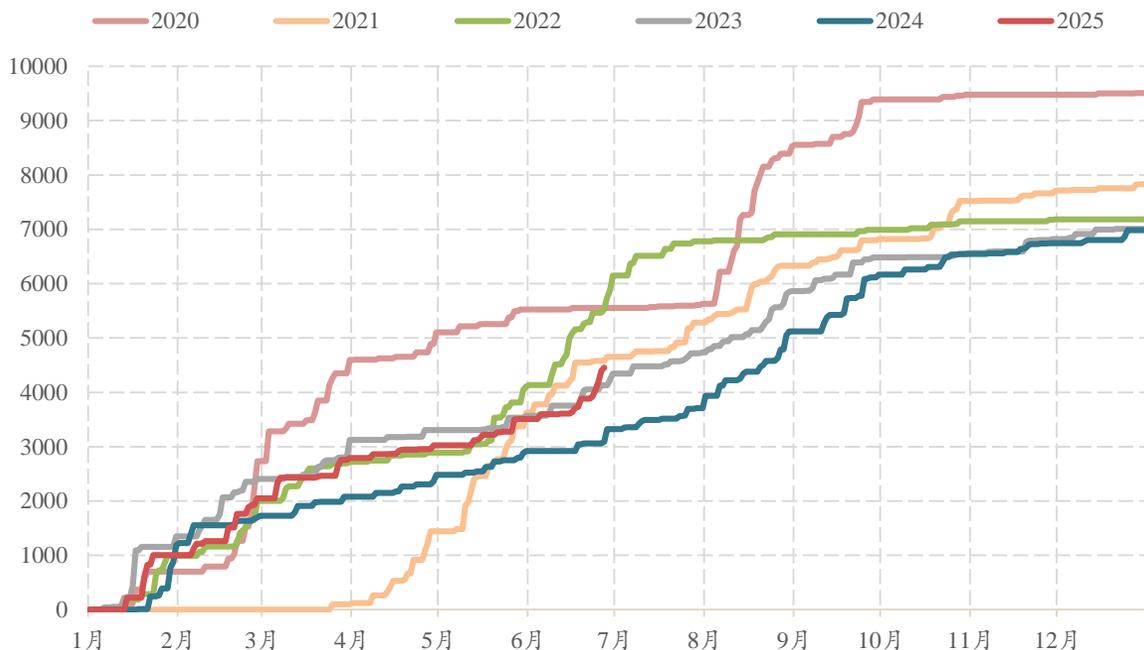


地方政府新增专项债券累计发行进度（%）

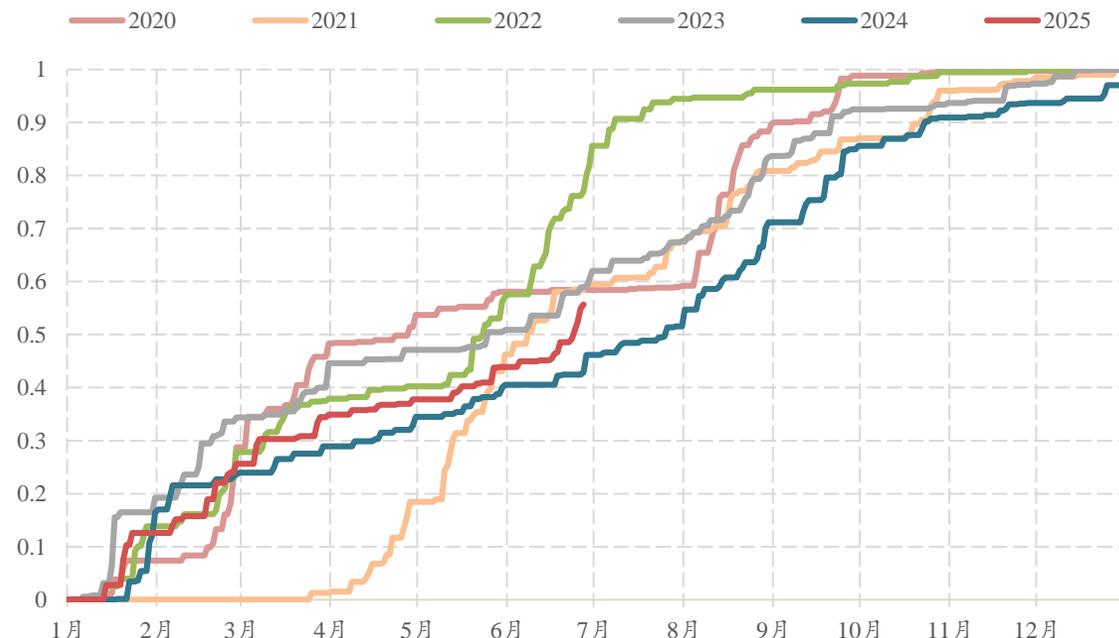


- 今年财政预留额度较为充裕，国债与新增地方债额度合计11.8万亿，较去年增长2.9万亿，上半年已经发行5.9万亿元左右，下半年将发行5.8万亿元，总体发行量较上半年未显著增长，预计带来的流动性压力可控。
- 节奏上，按照往年规律，预计三季度是发行高峰期，四季度发行量较少，预计央行可能适时重启购债，并综合运用MLF、买断式逆回购等工具调控流动性。
- 展望下半年，三季度开始，地方政府主导的项目资金到位率或提高。叠加上半年已经将今年的地方置换债额度基本发行完毕，地方化债压力有所缓解，有助于下半年政府投资强度抬升，拉动基建投资等内需板块，预计最快在三季度后期可能看到实务工作量抬升。此外，政策性金融工具可能出台，为基建、科创等重点领域提供资本金，于再贷款等工具协同发力，起到乘数效应撬动投资，这一部分可能构成增量的债券供给。

地方政府新增专项债券累计发行量（亿元）



地方政府新增专项债券累计发行进度（%）



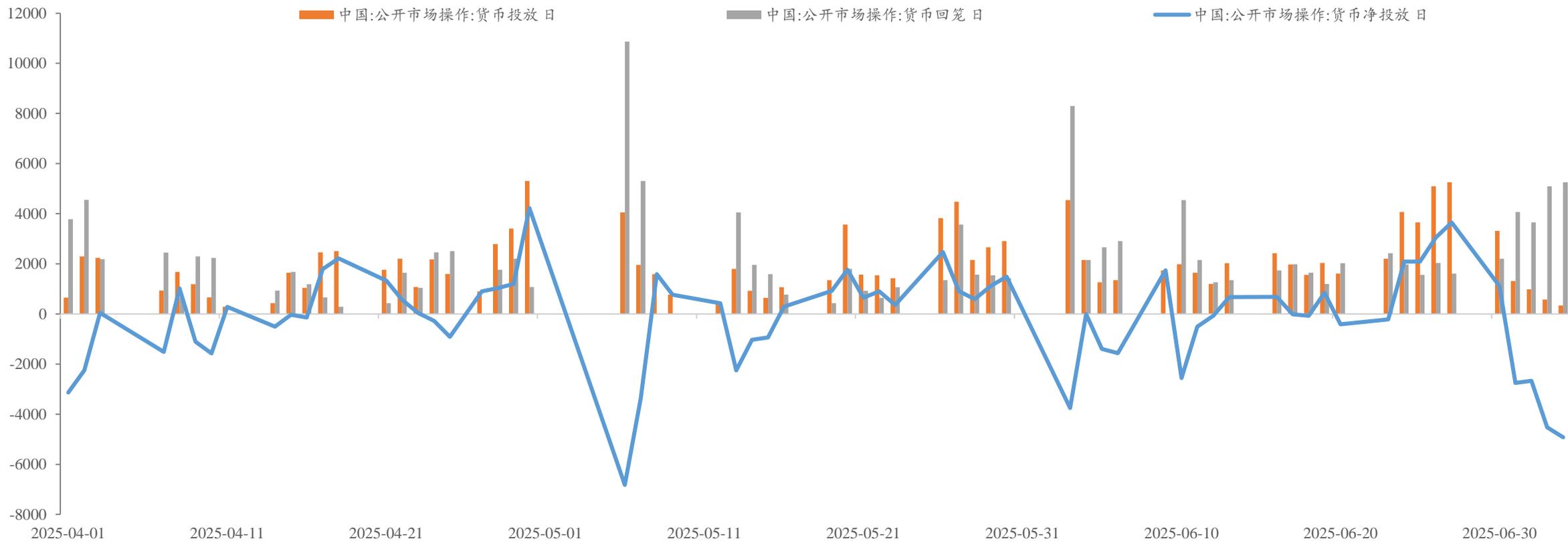
3



资金面跟踪

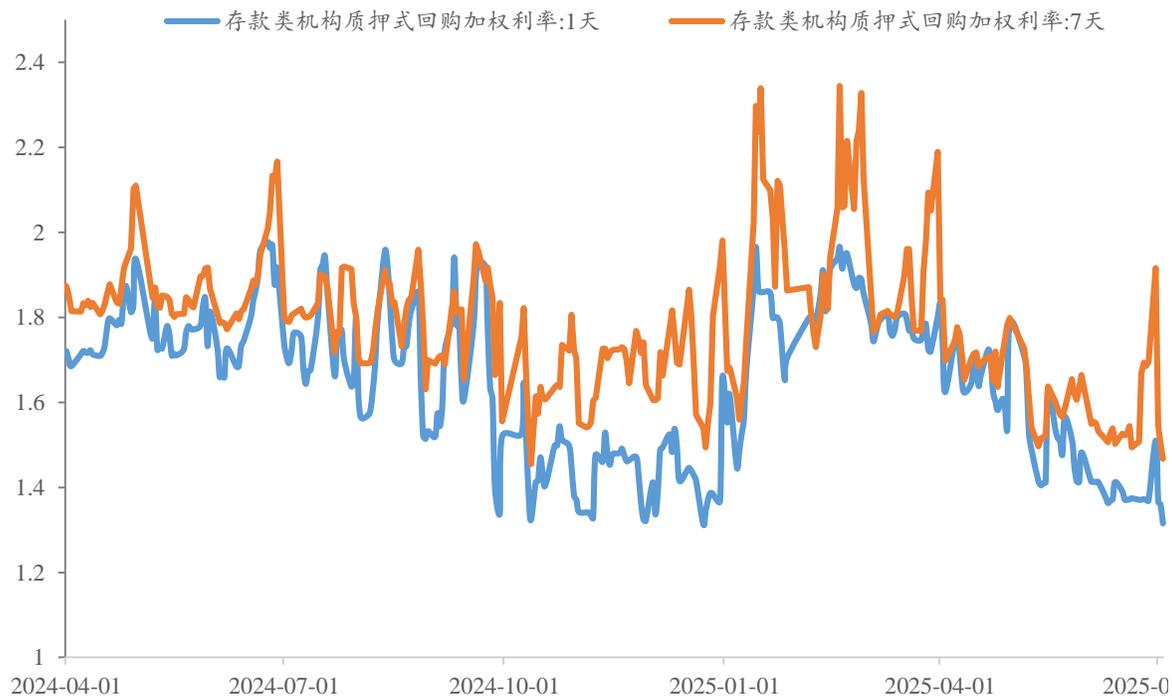
- 本周央行公开市场有20275亿元逆回购到期，进行了6522亿元逆回购投放，净回笼13753亿元。
- 下周将有6522亿元逆回购到期。

公开市场操作（亿元）

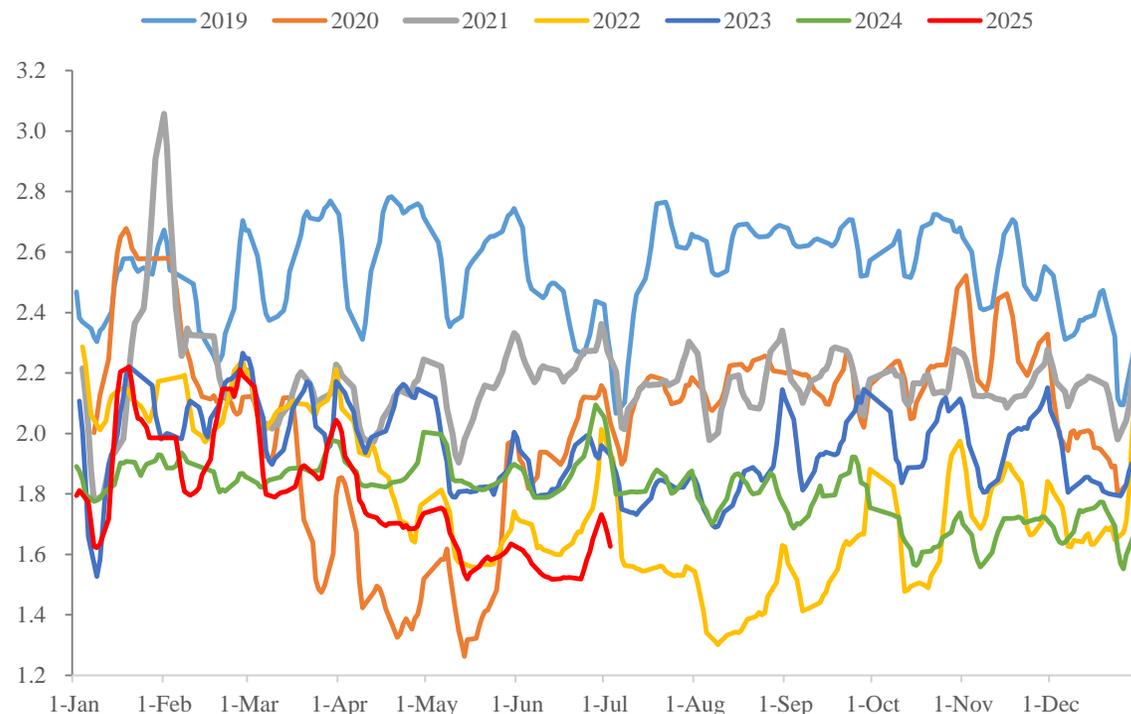


截至7月3日，本周存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.3881%，较上周均值变化1.77BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.6086%，较上周收盘变化-4.16BP。7月3日当日，存款类机构质押式回购利率1天期和7天期利率已经及至1.31%和1.46%。跨季后资金利率快速下行，央行月初例行净回笼操作无碍资金宽裕。

银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

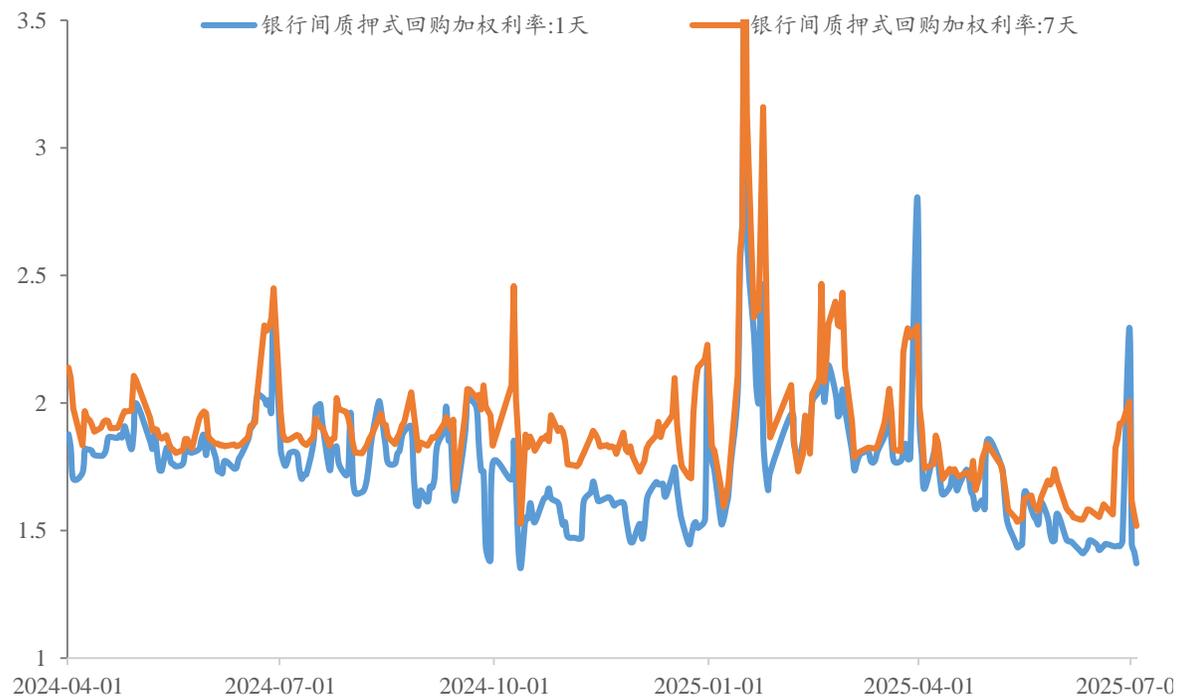


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性 (%)

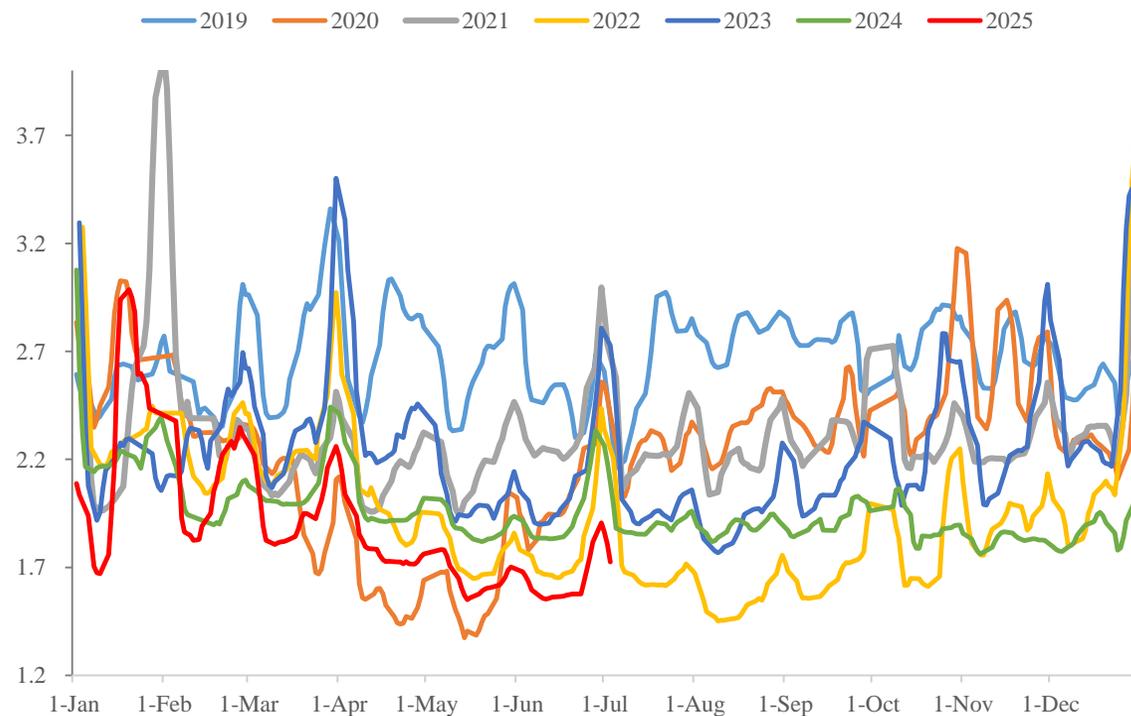


截至7月3日，本周银行间质押式回购利率1天期均值为1.6338%，较上周均值变化19BP，银行间质押式回购利率7天期均值为1.6773%，较上周均值变化-13.9BP。7月3日当日，银行间质押式回购利率1天期和7天期利率已经及至1.37%和1.51%。

银行间市场质押式回购利率 (%)

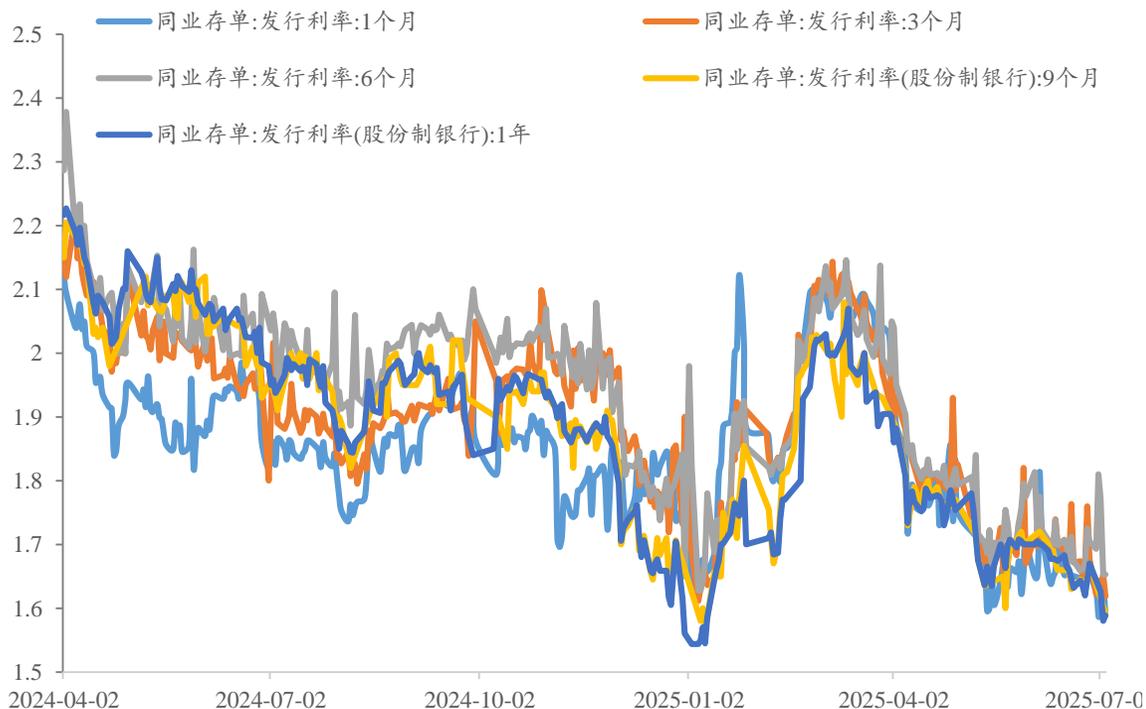


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)



□ 本周同业存单发行利率整体下行，1M同业存单均值及至1.60%，较上周变化-4.7BP，3M同业存单发行利率均值及至1.63%，较上周变化-4.89BP。6M同业存单利率均值1.73%，较上周均值变化4.78BP。本月同业存单到期量大，但月初发行利率仍趋于下行。

同业存单利率 (%)

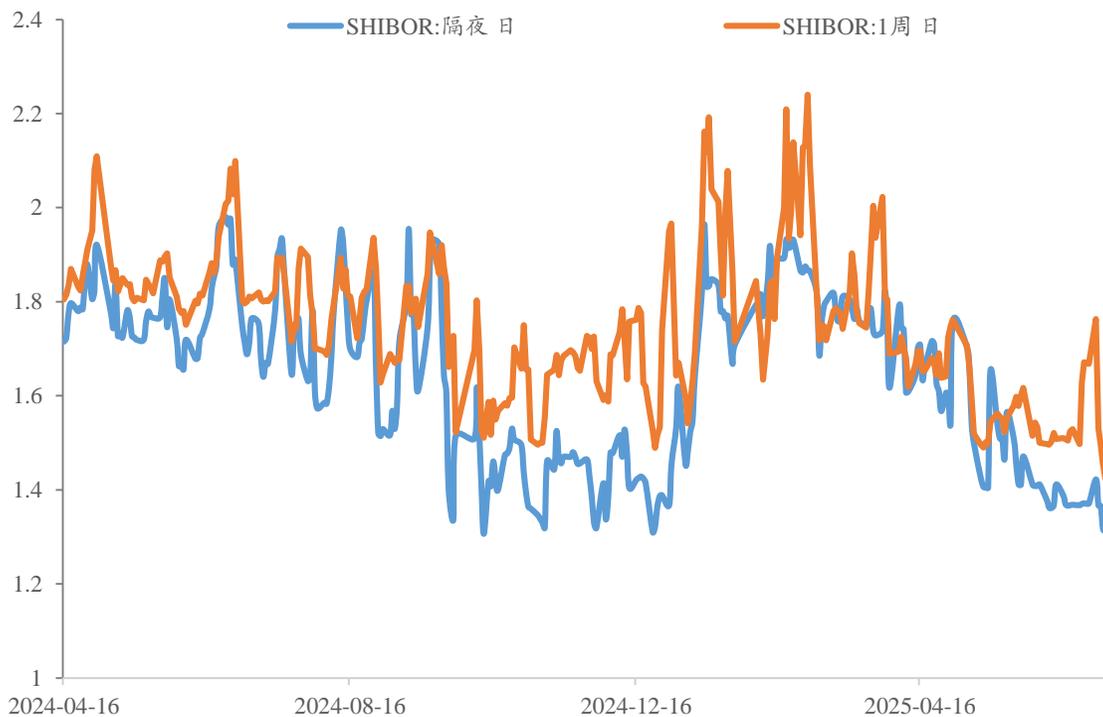


6M同业存单季节性 (5DMA)

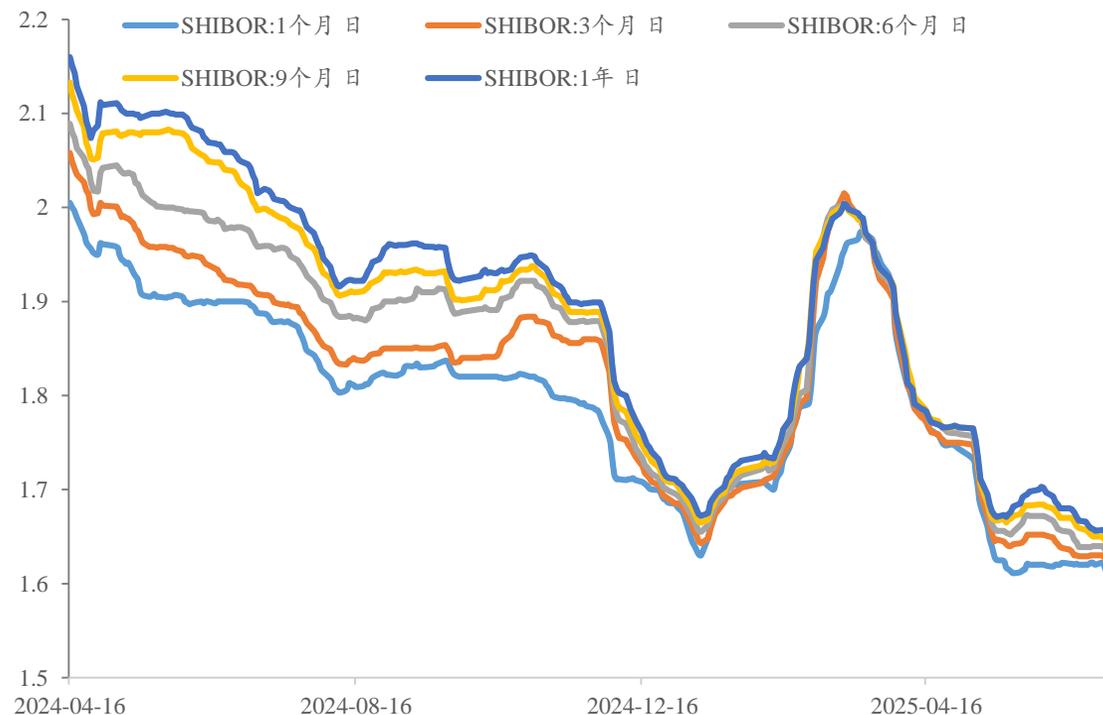


▣ shibor利率，截至7月3日，上周隔夜和7天期利率均值分别变化-1.34BP和-9.32BP至1.35%和1.53%。3M利率均值及至1.61%，较上周变化-1.35BP，6M利率均值及至1.62%，较上周变化-1.17BP。跨季后资金利率进一步下行。

Shibor隔夜、7天期资金利率 (%)

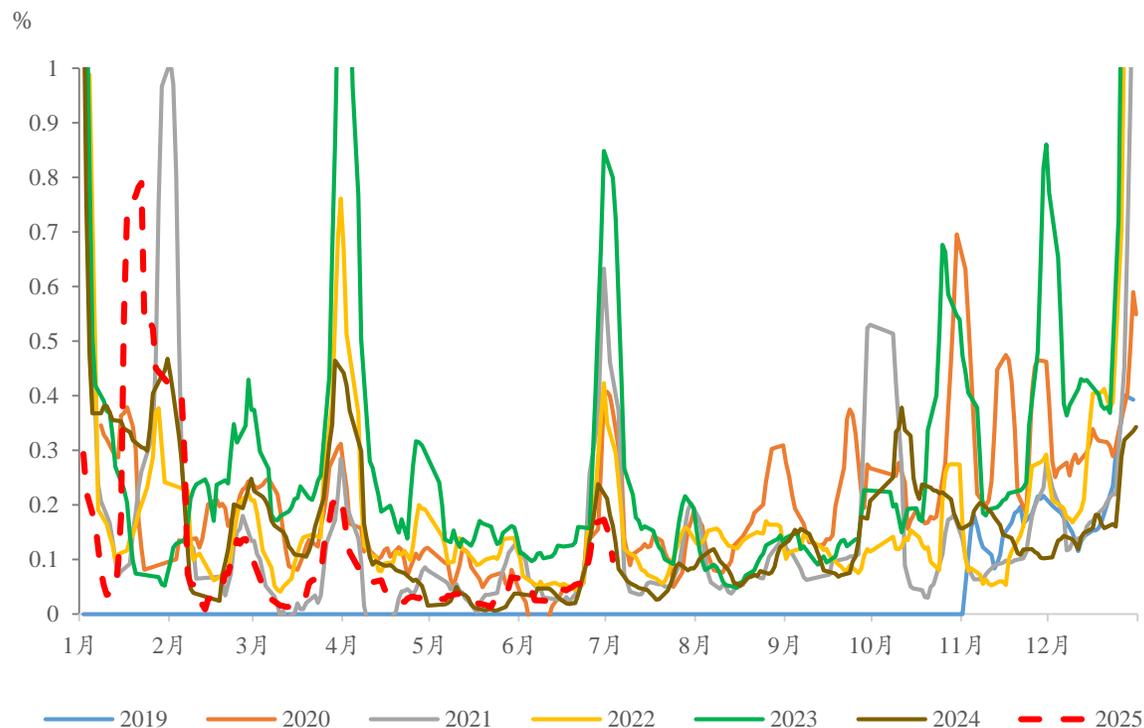


Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率 (%)

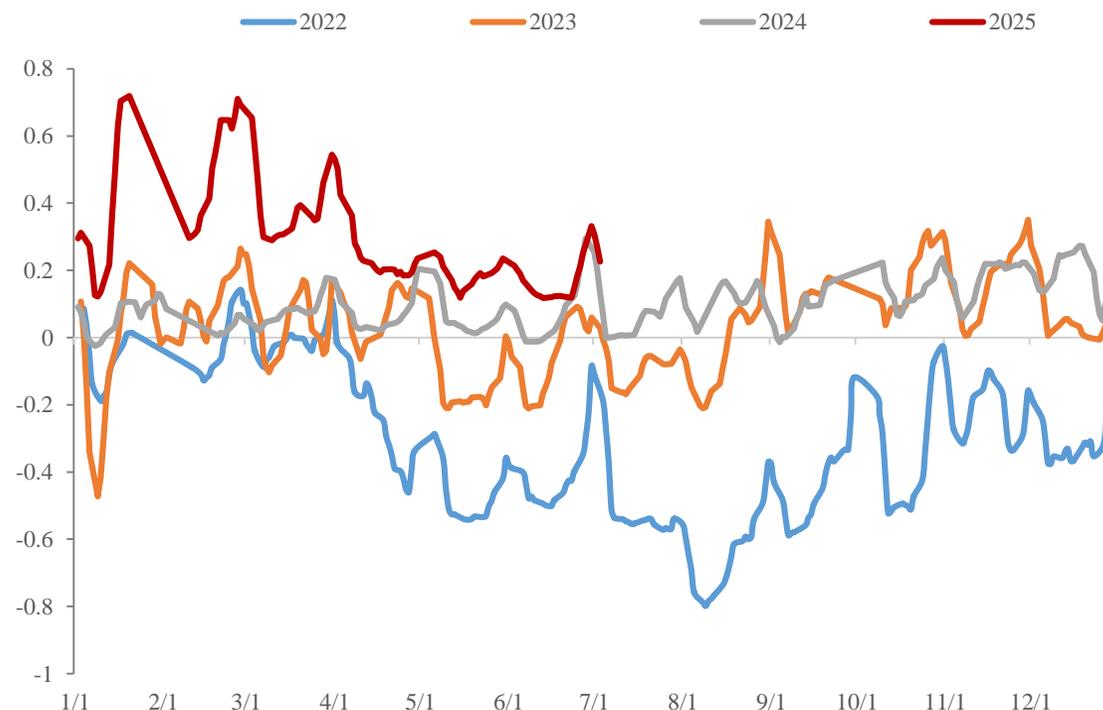


- 二季度央行较为呵护资金面，DR007-OMO利差逐步回落到+20BP以内区间，2024年以来多数时间DR007被引导在政策利率上方运行，预计下半年DR007或更多在OMO+(0, 20BP)的范围内波动。如果下半年OMO利率出现加关系，资金利率将会跟随下调。
- 短期内7月中上旬DR007可能在OMO利率附近波动。

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