



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD



宽货币政策预期放缓，短期承压

国债周报

2025/02/22

MINMETALS
FUTURES

蒋文斌（宏观金融组）

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

📄 从业资格号：F3048844

👤 交易咨询号：Z0017196

目录

CONTENTS



01 周度评估及策略推荐

04 流动性

02 期现市场

05 利率及汇率

03 主要经济数据

01

周度评估及策略推荐

◆ 经济及政策：国内主要经济数据的改善主要集中在政策发力的领域，其他方面自发修复仍需时间验证。海外方面，美国经济数据仍有韧性，欧元区经济数据偏弱。

1. 习近平：民营经济发展前景广阔大有可为，民营企业和民营企业家大显身手正当其时；
2. 潘功胜：中国政府将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策 强化宏观经济政策的逆周期调节；
3. 国家金融监管总局：要保持对民营企业稳定有效的增量信贷供给 加大民营小微企业的首贷、续贷、信用贷支持力度；
4. 国家统计局数据显示，1月份70个大中城市中，一线城市商品住宅销售价格环比继续上涨，二三线城市环比总体略降；一二三线城市同比降幅均持续收窄；
5. 中国汽车工业协会今天发布的数据显示，1月份，乘用车产销分别完成215.1万辆和213.3万辆，同比分别增长3.3%和0.8%；
6. 2月LPR报价出炉：5年期和1年期利率均维持不变；
7. 央行：要实施好适度宽松的货币政策 落实落细金融支持民营经济25条各项举措；
8. 证监会副主席李明：在依法行政前提下更多站在保护投资者角度；
9. 俄美决定成立消除刺激两国关系因素咨询机制 未来将在多领域合作；
10. 德国2月ZEW经济景气指数26，预期20，前值10.3；
11. 日本1月份出口同比增长7.2%，预估为7.7%。日本1月份进口同比增长16.7%，预估为9.3%；
12. 美国总统特朗普表示，我们将迅速补充战略石油储备；将大幅减税，将降低对国内油气生产商的征税；
13. 美国总统特朗普表示，将于下个月或更早宣布对汽车、半导体、芯片、制药、可能还有木材的关税；
14. 美国至2月15日当周初请失业金人数 21.9万人，预期21.5万人，前值由21.3万人修正为21.4万人；
15. 欧元区2月制造业PMI初值为47.3，预期47；2月服务业PMI初值为50.7，预期51.5。

- ◆ 流动性：本周央行逆回购投放15261亿，到期10443亿，MLF到期5000亿，净投放-182亿，DR007利率收于2.22%，银行间流动性持续处于偏紧状态。
- ◆ 利率：1、最新10Y国债收益率收于1.70%，周环比反弹4.59BP；30Y国债收益率收于1.89%，周环比反弹7.45BP；2、最新10Y美债收益率4.42%，周环比回落5BP。
- ◆ 小结：国内主要经济数据改善的领域仍主要集中在政策发力的方向，经济能否复苏仍需时间确认。近期股市行情好转，宽货币政策预期放缓及市场流动性持续处于偏紧的状态，长短期债分化明显。中长期看，宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。

基本面评估

股指基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济	政策	流动性	贴水
多空评分	-1	0	0	0	-2	-1
简评	净基差偏低	价格适中	基本面改善仍需观察	政策空档期	流动性持续偏紧	贴水偏低
小结	国内主要经济数据改善的领域仍主要集中在政策发力的方向，经济能否复苏仍需时间确认。近期股市行情好转，宽货币政策预期放缓及市场流动性持续处于偏紧的状态，长短期债分化明显。中长期看，宽货币政策的方向及资金密集型行业的调整趋势仍难改变，债市中长期仍以逢低做多的思路为主。					

交易策略建议

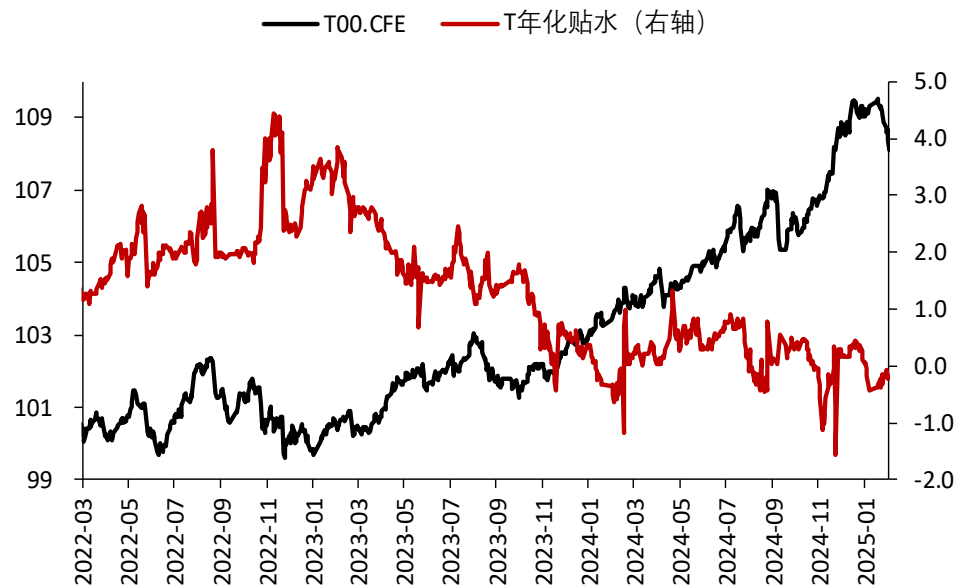
策略类型	操作建议	盈亏比	推荐周期	核心驱动逻辑	推荐等级	首次提出时间
单边	逢低做多	3:1	6个月	宽货币+信用难以改善		2024. 12. 3

02

期现市场

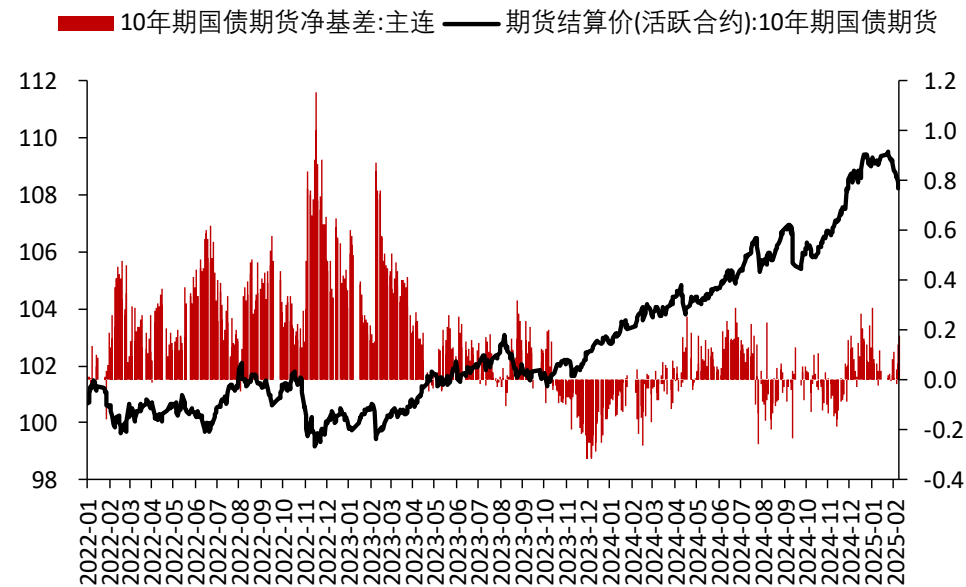
T合约行情表现

图1：T当季合约收盘价及年化贴水走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

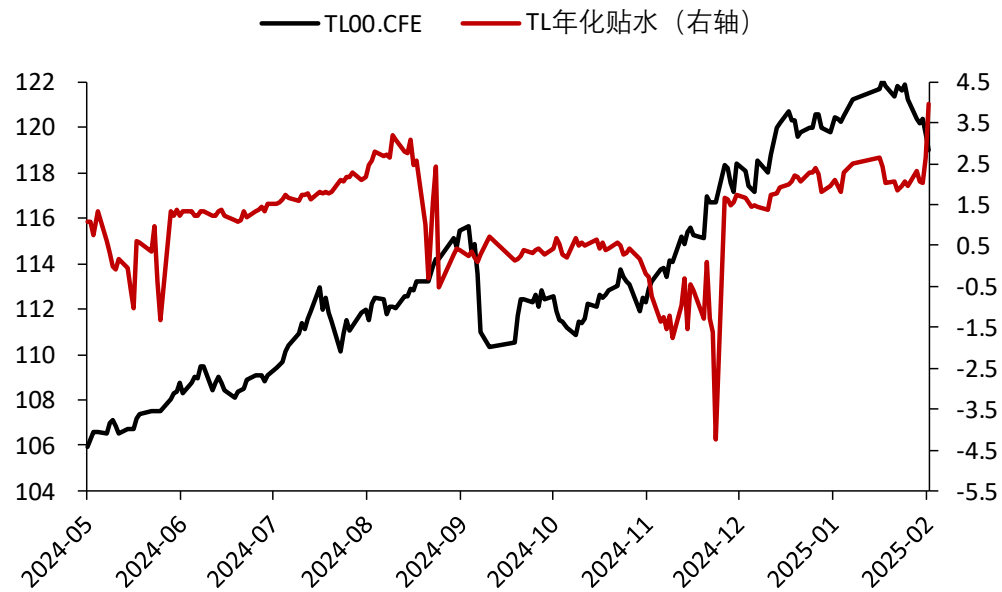
图2：T主力合约结算价及净基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

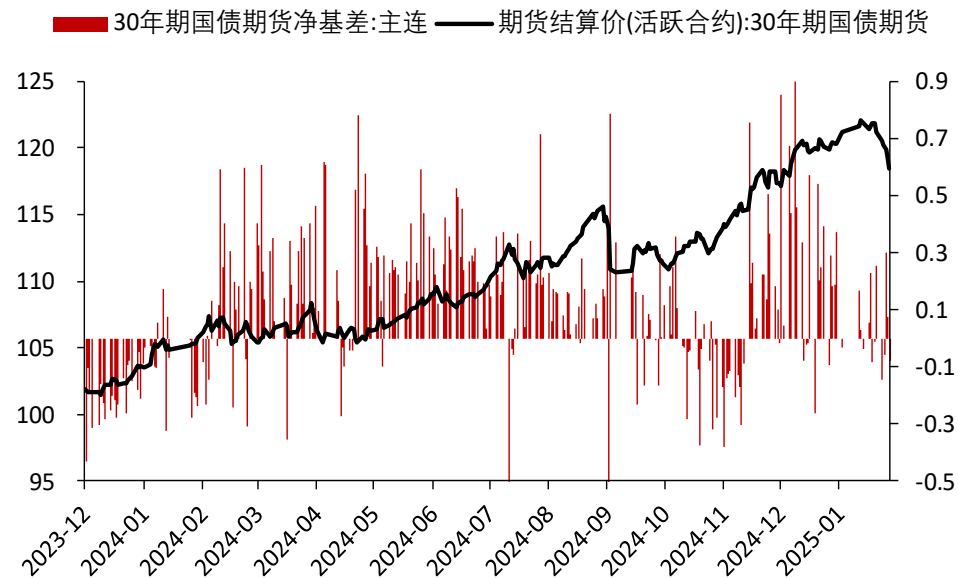
TL合约行情表现

图3：TL当季合约收盘价及年化贴水走势



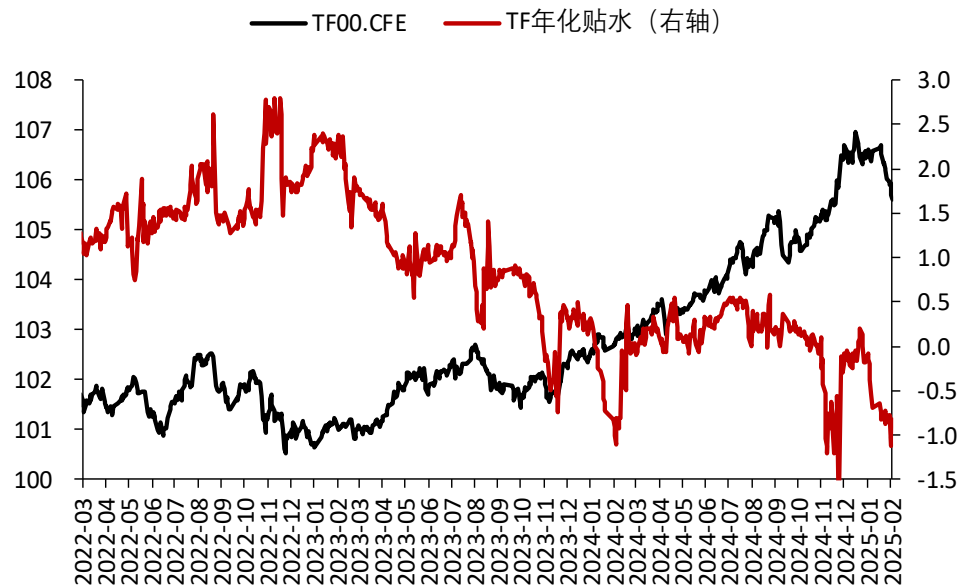
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：TL主力合约结算价及净基差走势



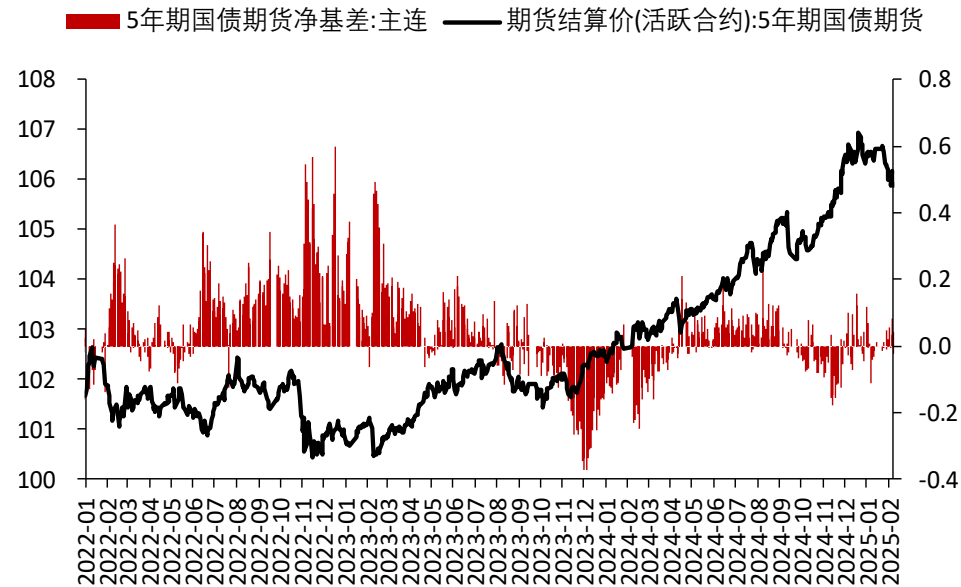
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF当季合约收盘价及年化贴水走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：TF主力合约结算价及净基差走势



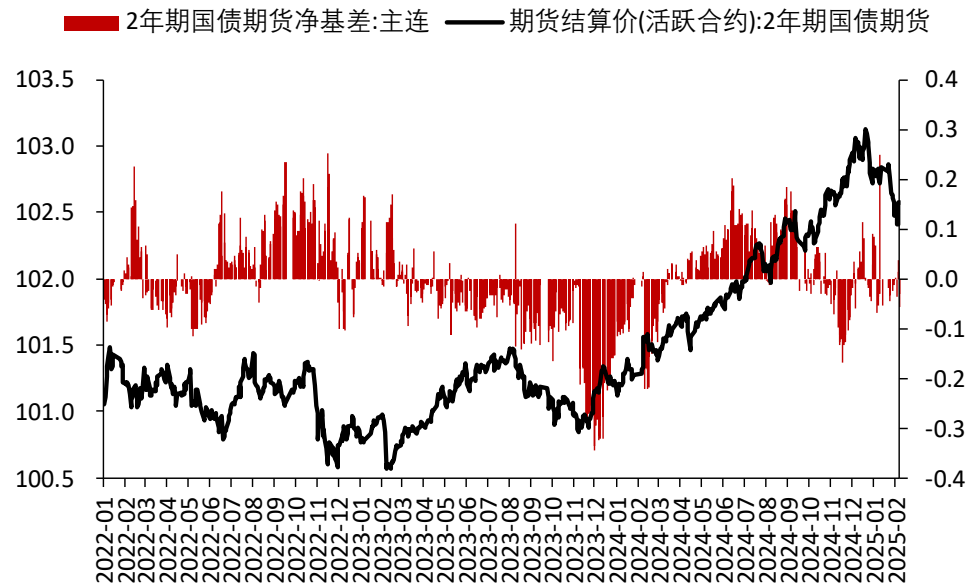
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：TS当季合约收盘价及年化贴水走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：TS主力合约结算价及净基差走势



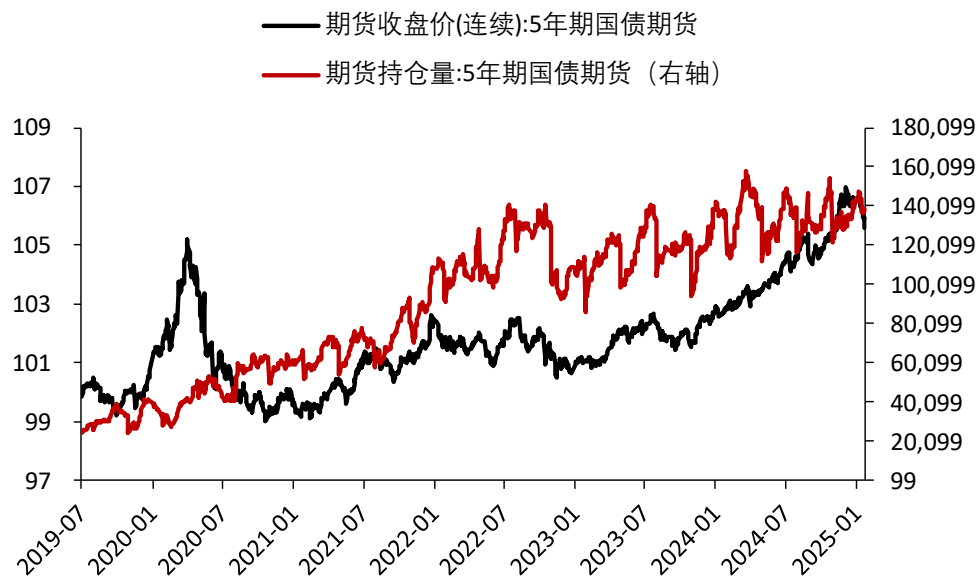
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：TS收盘价及持仓量（手）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：TF收盘价及持仓量（手）



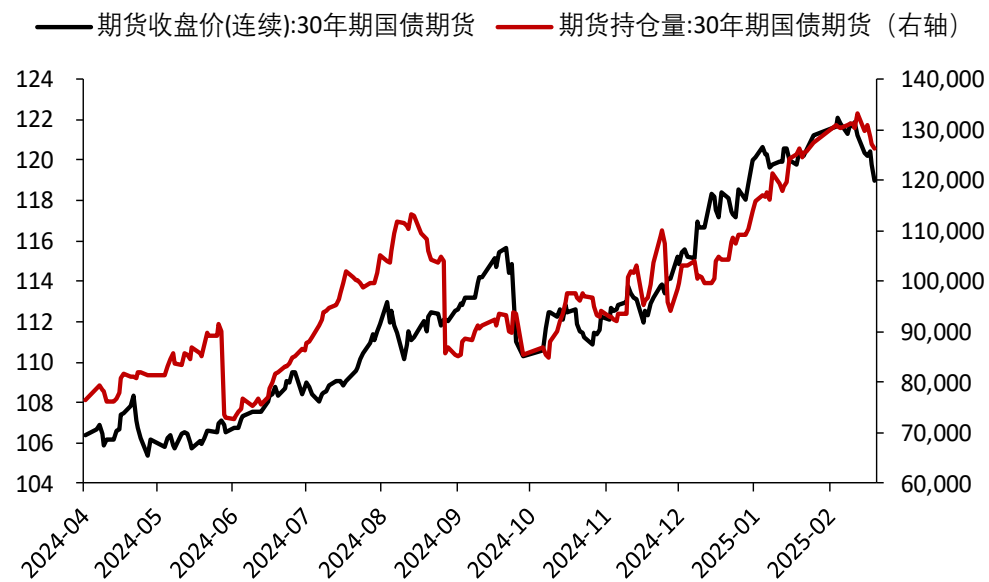
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11: T收盘价及持仓量 (手)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图12: TL收盘价及持仓量 (手)

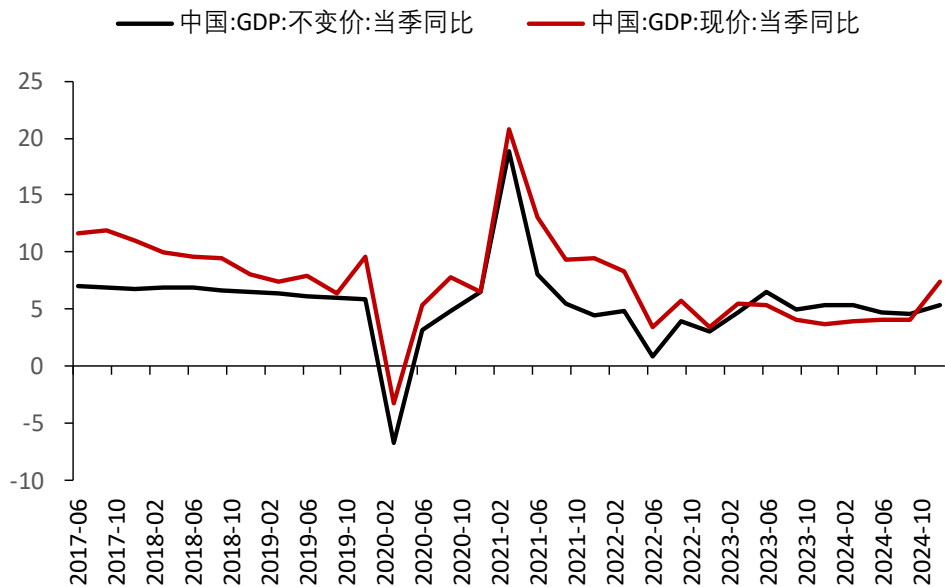


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

03

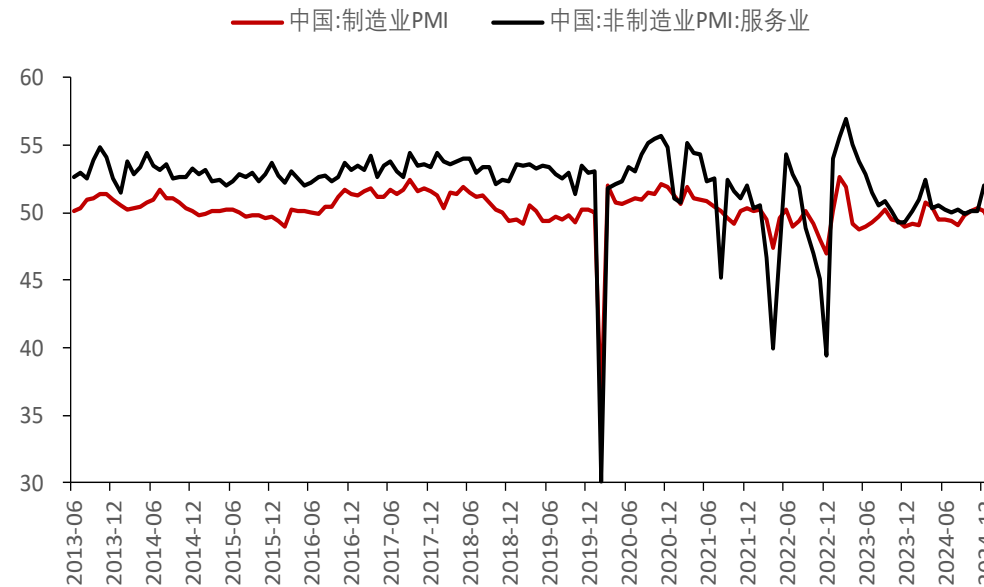
主要经济数据

图13: GDP增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图14: PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

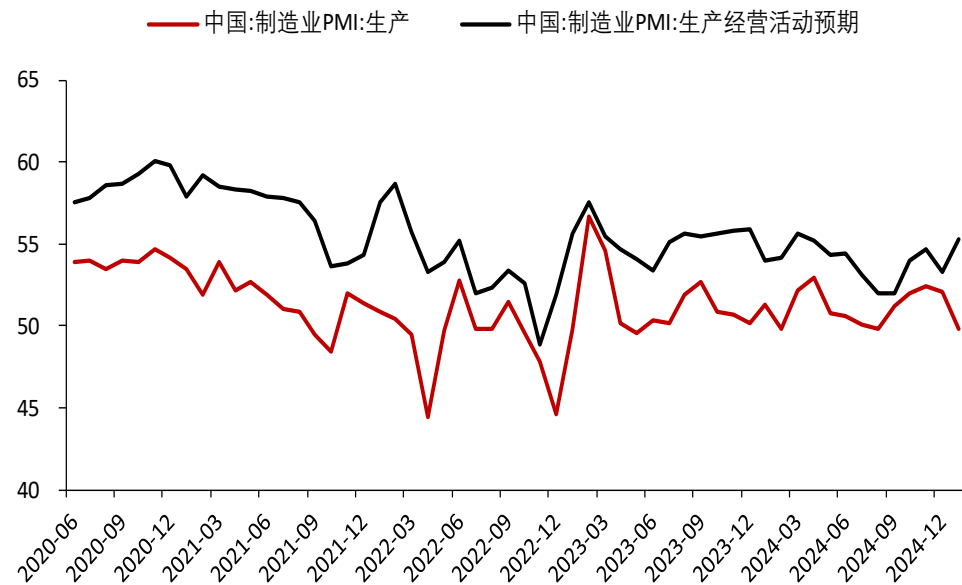
- 1、2024年4季度GDP实际增速5.4%，名义增速7.43%(预计基数受五普经济调查影响)，超市场预期。
- 2、1月官方制造业PMI为49.1，前值50.1；服务业PMI为50.3，前值为52.0。

表1：制造业PMI细分项

制造业PMI细分													
指标名称	中国:制造业PMI:生产	中国:制造业PMI:新订单	中国:制造业PMI:新出口订单	中国:制造业PMI:在手订单	中国:制造业PMI:产成品库存	中国:制造业PMI:采购量	中国:制造业PMI:进口	中国:制造业PMI:出厂价格	中国:制造业PMI:主要原材料购进价格	中国:制造业PMI:原材料库存	中国:制造业PMI:从业人员	中国:制造业PMI:供货商配送时间	中国:制造业PMI:生产经营活动预期
2025-02	49.80	49.20	46.40	45.60	46.50	49.20	48.10	47.40	49.50	47.70	48.10	50.30	55.30
2025-01	52.10	51.00	48.30	45.90	47.90	51.50	49.30	46.70	48.20	48.30	48.10	50.90	53.30
过去五年平均	51.36	50.58	48.12	45.64	47.92	50.68	47.88	50.56	55.98	48.48	48.02	48.94	56.58
上月过去五年平均	50.72	49.42	47.94	45.06	46.94	49.84	47.72	50.06	54.20	47.96	47.74	47.94	55.26
本月环比变化	-2.30	-1.80	-1.90	-0.30	-1.40	-2.30	-1.20	0.70	1.30	-0.60	0.00	-0.60	2.00
过去五年平均环比变化	0.64	1.16	0.18	0.58	0.98	0.84	0.16	0.50	1.78	0.52	0.28	1.00	1.32

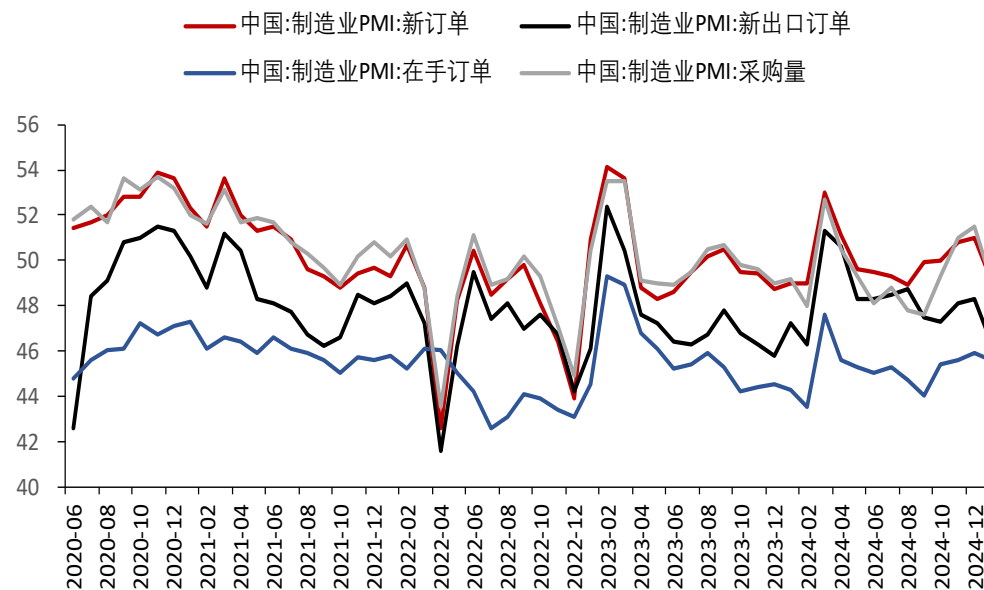
资料来源：WIND、五矿期货研究中心；注：红色部分为制造业PMI指数合成项

图15: 制造业PMI细分项-生产



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

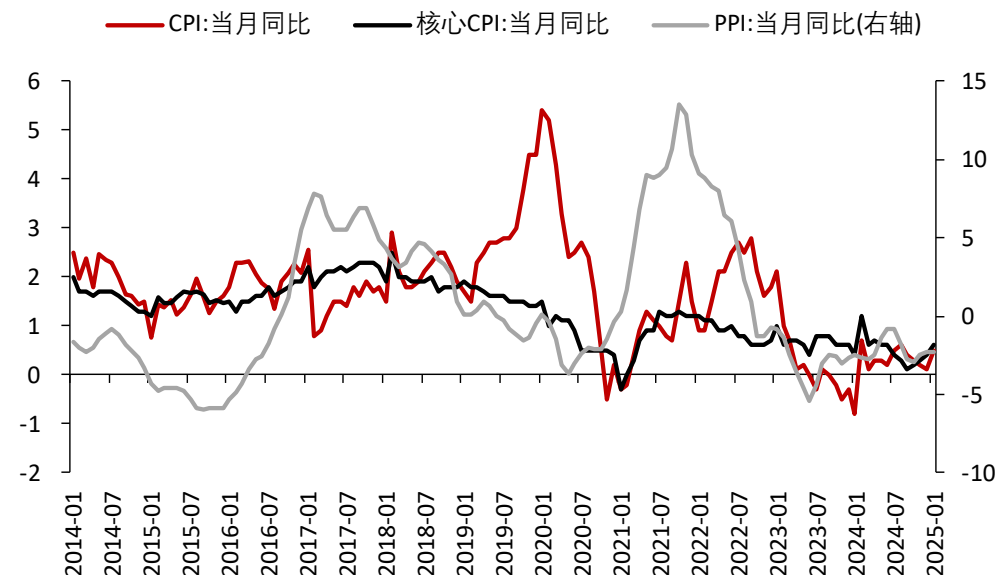
图16: 制造业PMI细分项-需求



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

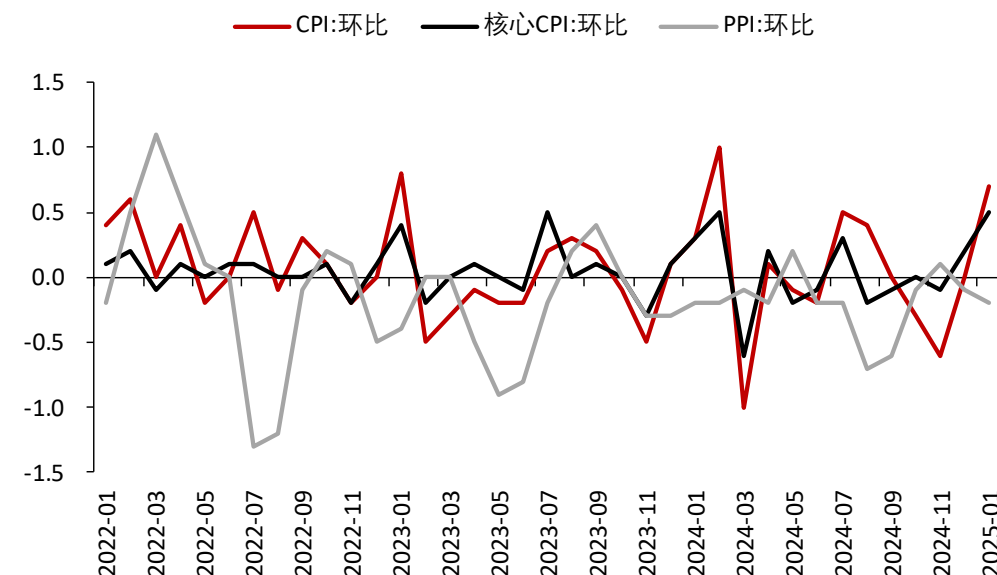
在1月份制造业PMI的细分项中，新订单数据49.2，前值51.0；生产49.8，前值52.1，主要受春节假期影响。

图17: 价格指数同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

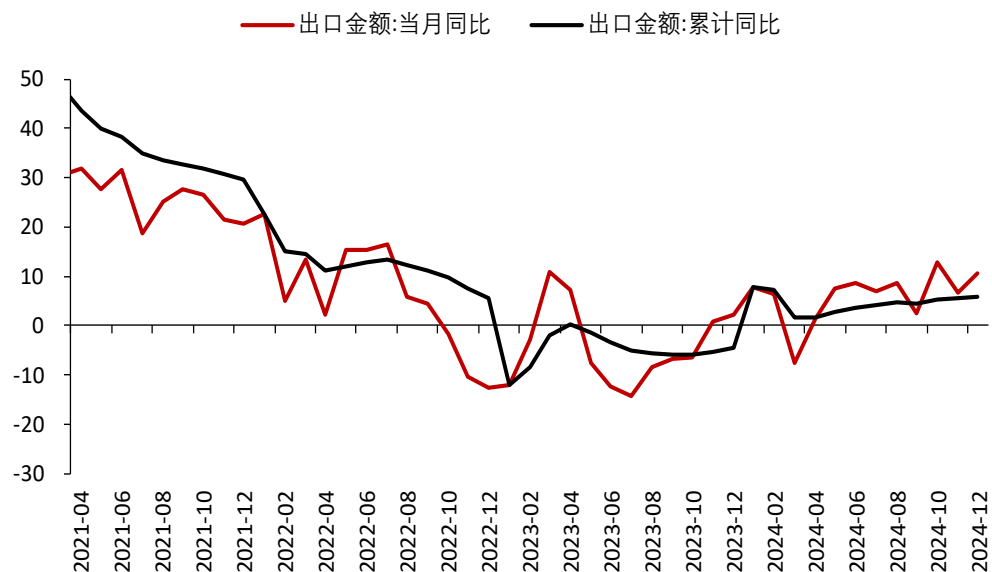
图18: 价格指数环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

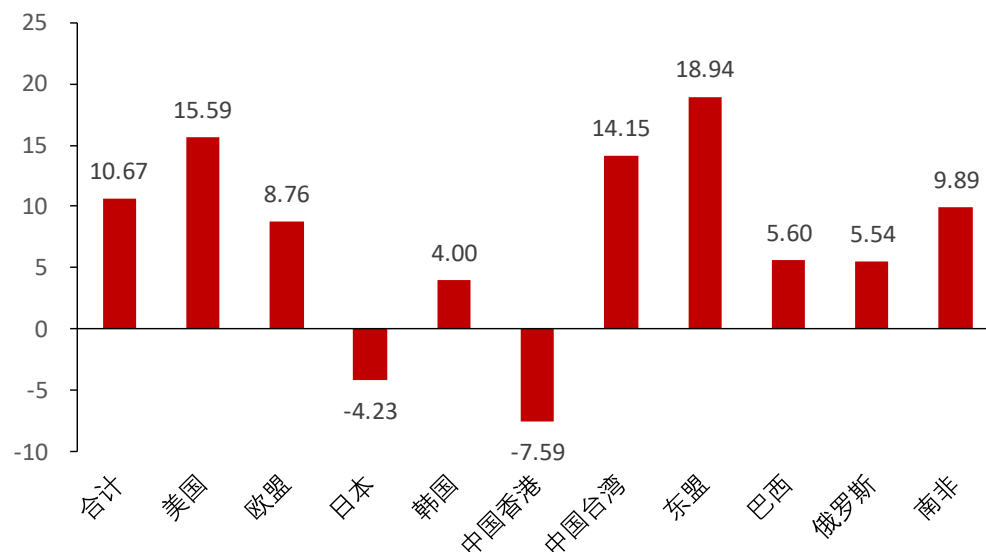
- 1、1月份CPI同比增长0.5%，前值0.1%；核心CPI同比增长0.6%，前值0.4%；PPI同比增长-2.3%，前值-2.3%；
- 2、从环比数据看，CPI环比0.7%，前值0%；核心CPI环比0.5%，前值0.2%；PPI环比-0.2%，前值-0.1%。CPI的反弹来自春节因素，而PPI的产成品价格仍以下跌为主，稳物价的压力仍较大。

图19: 出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

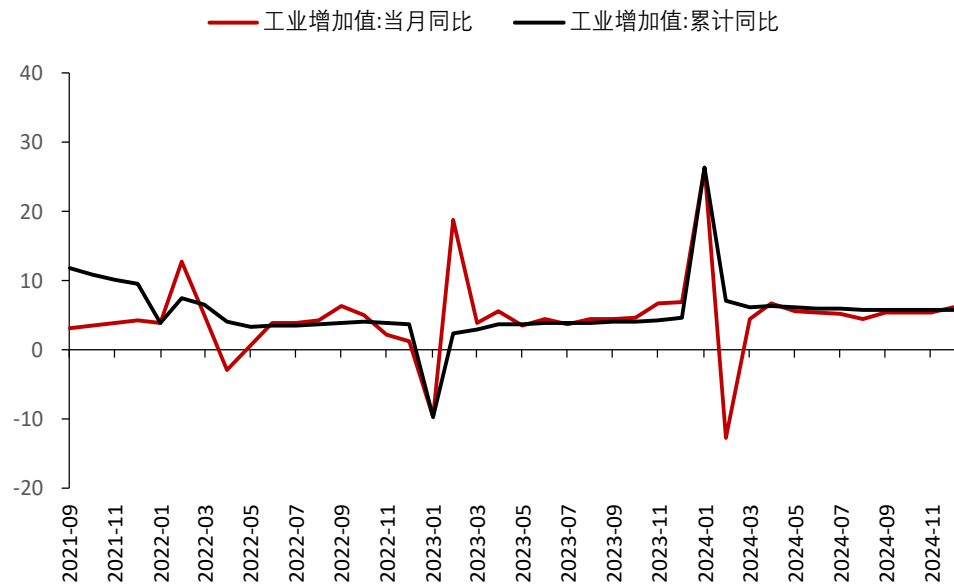
图20: 对部分经济体出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

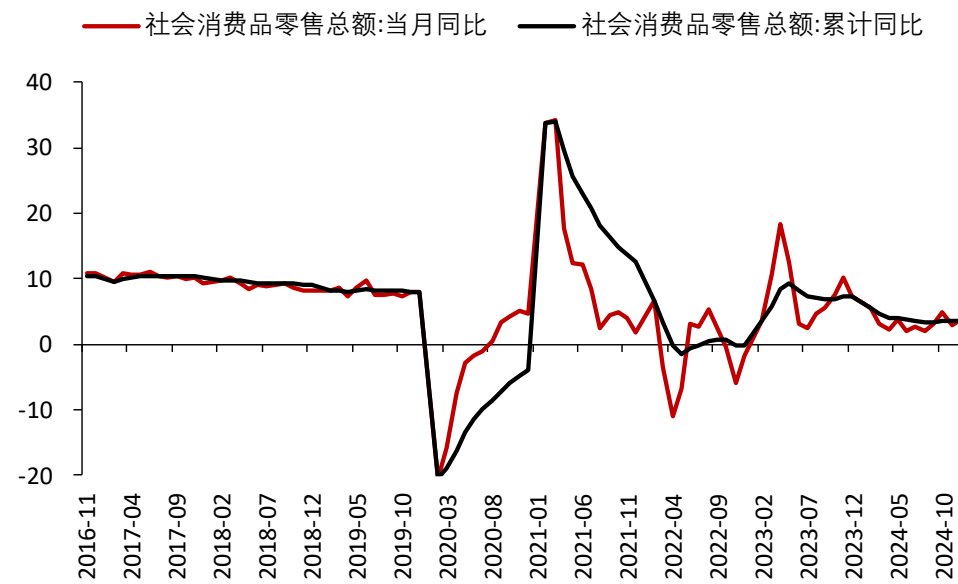
12月我国美元计价出口金额同比10.7%，前值6.7%，人民币计价出口金额同比10.9%，前值5.8%，受美国抢出口效应影响，增速高于预期。

图21: 工业增加值 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

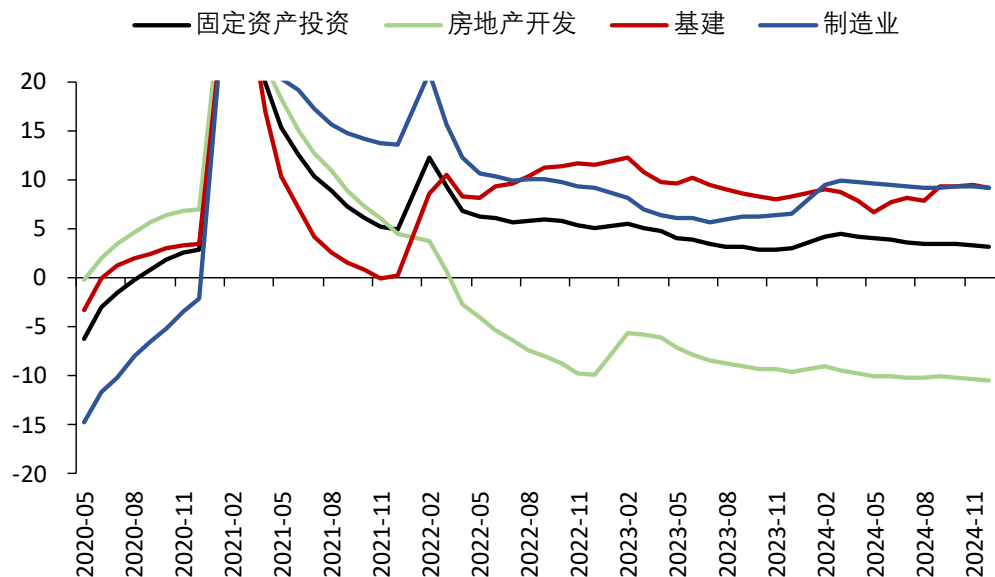
图22: 社会消费品零售总额 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

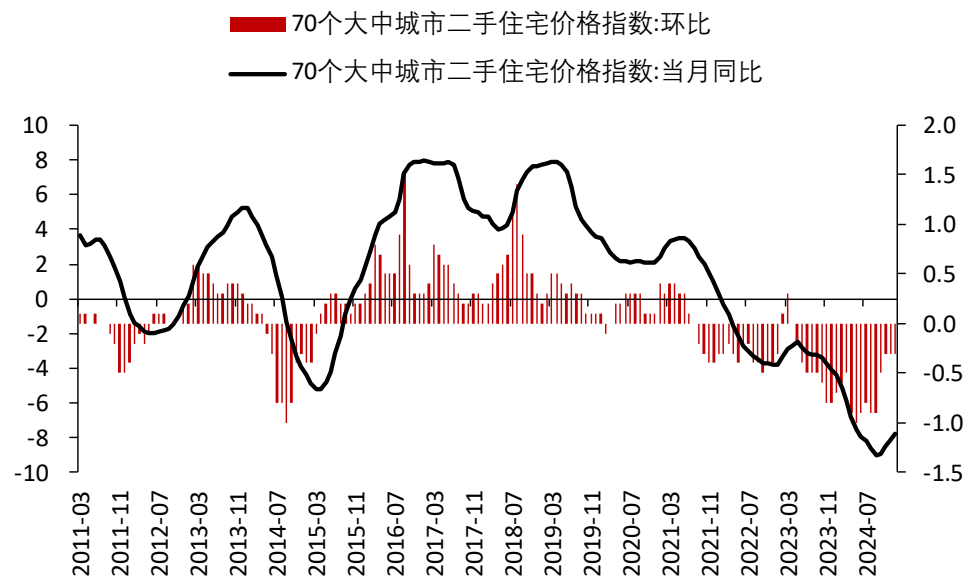
- 1、12月份工业增加值当月同比增速6.2%，前值5.4%；累计同比增速5.8%，前值5.8%，改善主要来自于以旧换新政策的实施及出口的反弹；
- 2、12月份社会消费品零售总额当月同比增速3.7%，前值3.0%；累计同比增速3.5%，前值3.5%，增速回落估计和双11购物时间前置有关。

图23: 固定资产投资 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

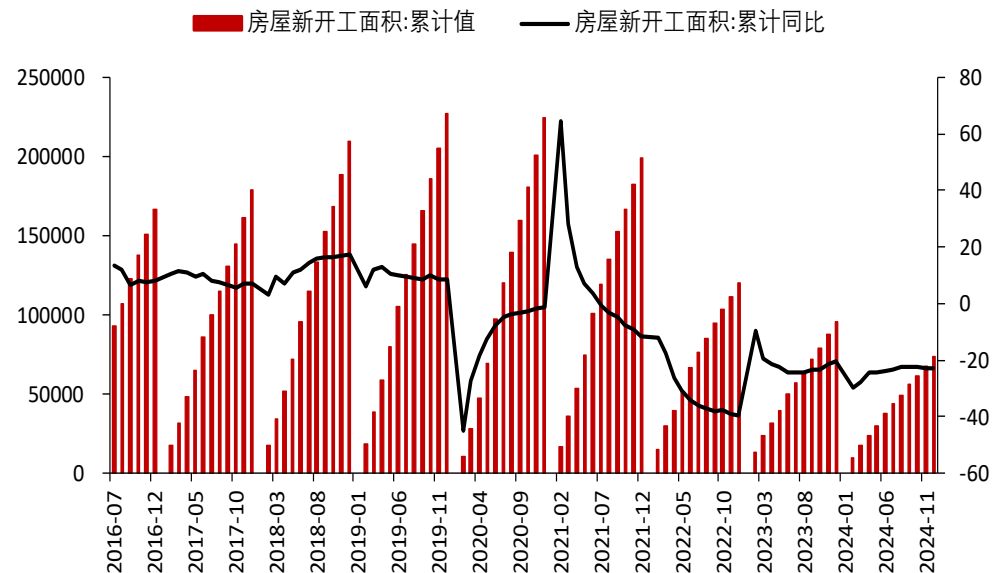
图24: 二手房价格同比及环比 (右轴) (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

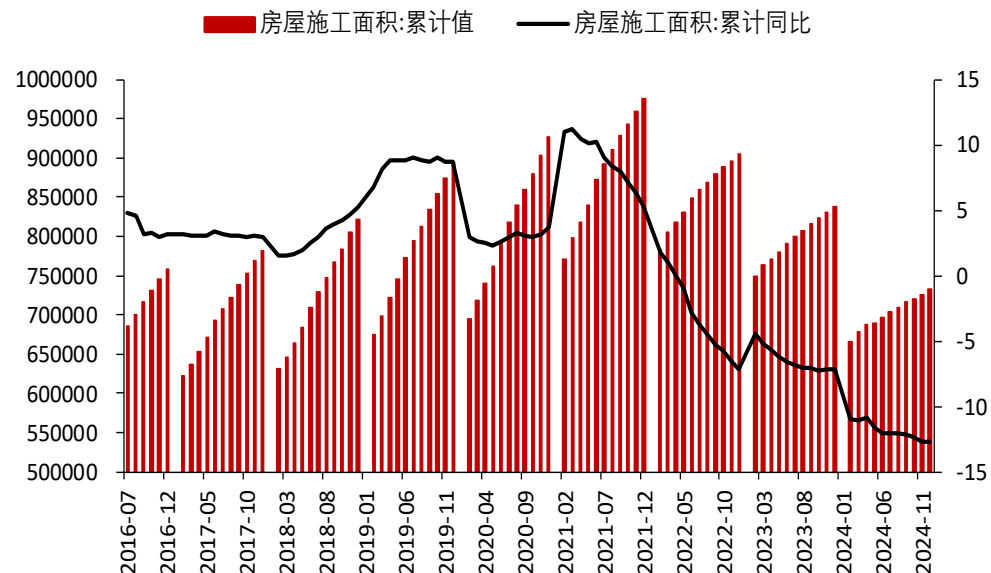
- 1、12月固定资产投资累计增速同比为3.2%，前值3.3%；房地产投资增速累计同比为-10.6%，前值-10.4%，不含电力的基建投资增速累计同比4.4%，前值4.2%；制造业投资累计同比为9.2%，前值为9.3%；
- 2、1月70个大中城市二手房住宅价格环比-0.3%，前值-0.3%；同比-7.8%，前值-8.1%。

图25: 房屋新开工面积及同比 (万平, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

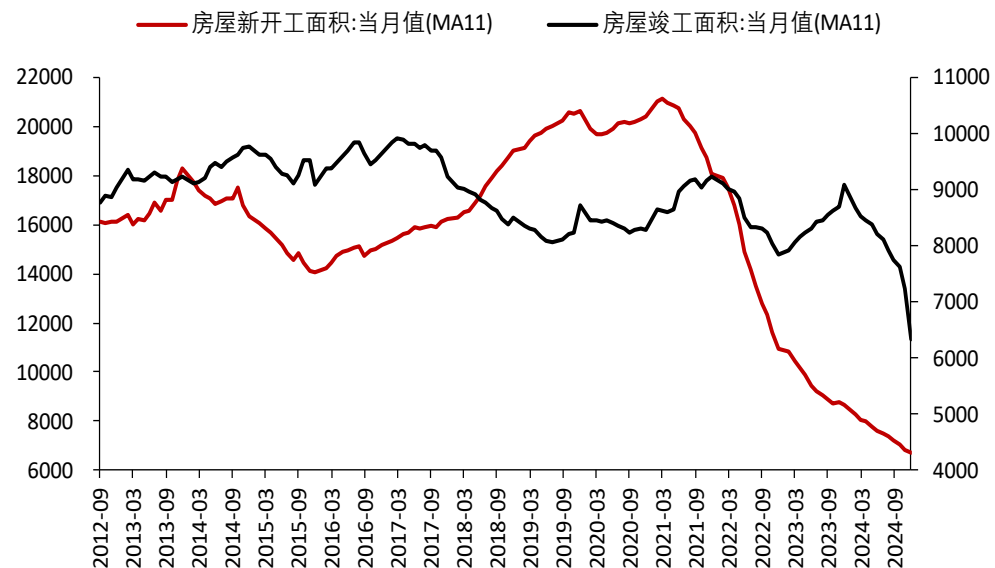
图26: 房屋施工面积及同比 (万平, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

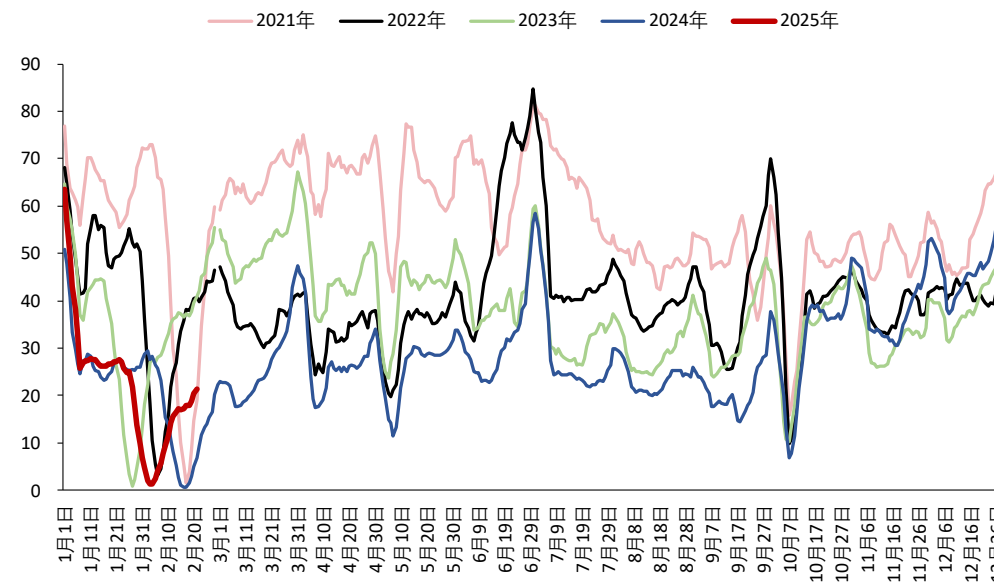
- 1、12月房屋新开工面积累计值73893万平，累计同比-23.0%，前值-23%；
- 2、12月房屋新施工面积累计值733247万平，累计同比-12.7%，前值-12.7%。

图27: 房地产新开工及竣工面积 (万平)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

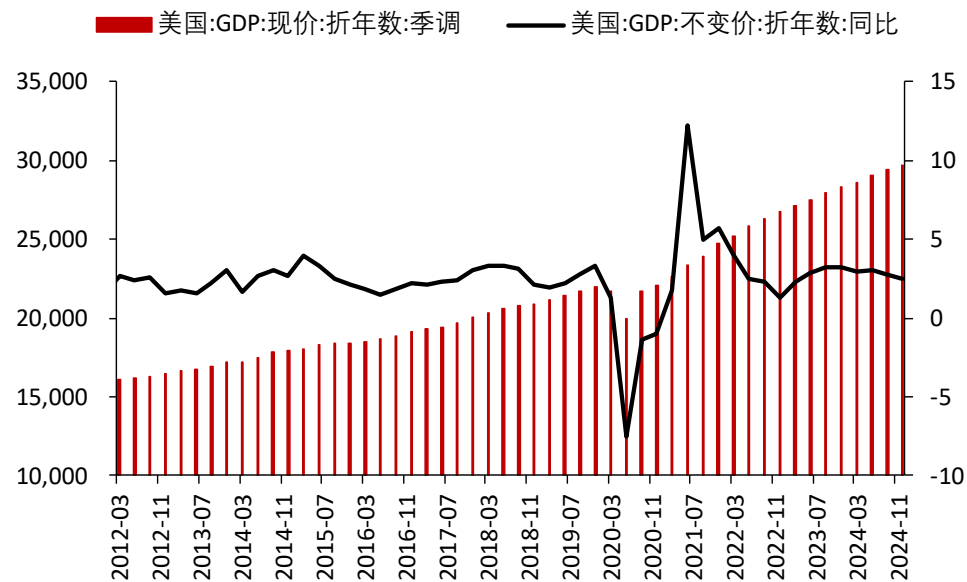
图28: 30大中城市新房成交面积 (万平)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

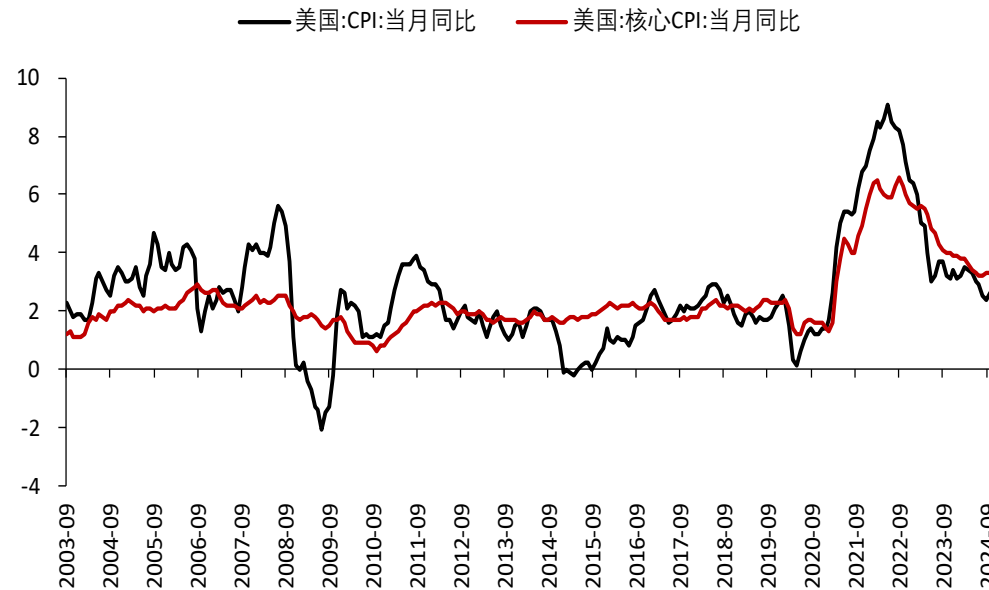
- 1、12月份竣工端数据同比大幅回落26%;
- 2、30大中城市新房销售数据春节后季节性反弹, 但反弹幅度偏缓。

图29:美国GDP (十亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

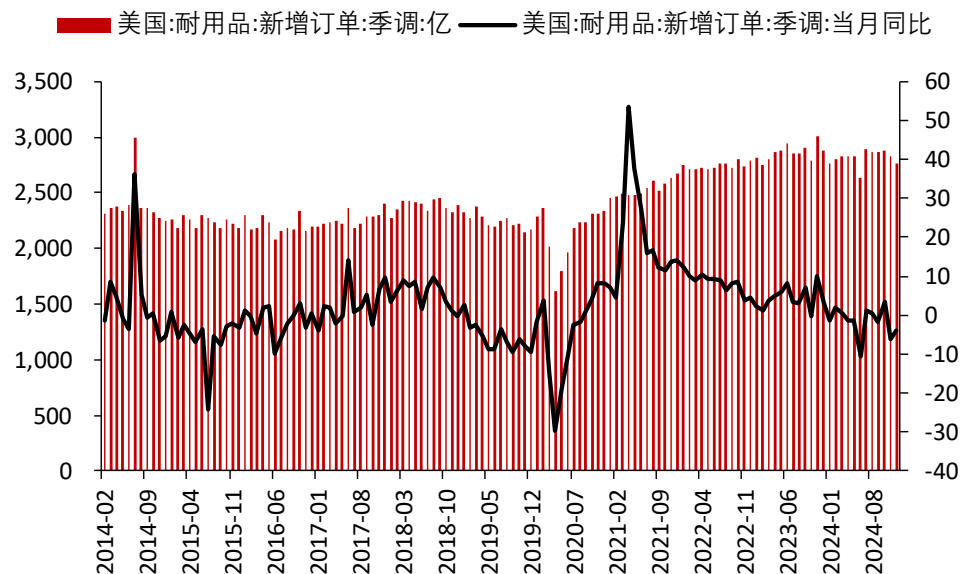
图30: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

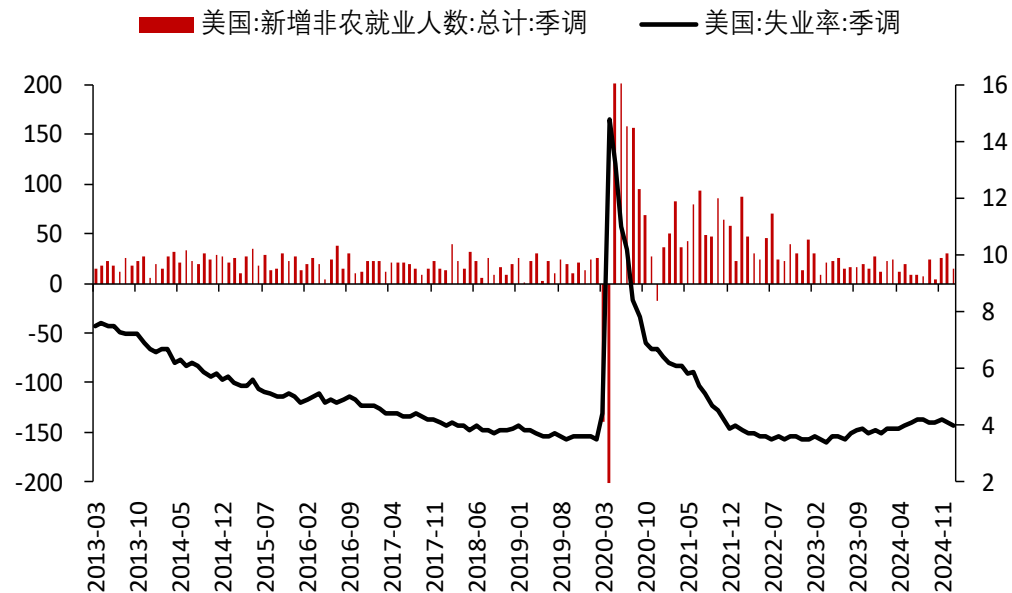
- 1、四季度单季美国GDP现价折年数297006亿美元，实际同比增速2.48%，环比增长2.3%；
- 2、美国1月未季调CPI年率 3.0%，预期2.9%，前值2.9%；未季调核心CPI年率 3.3%，预期3.1%，前值3.2%。

图31:美国耐用品订单（亿美元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

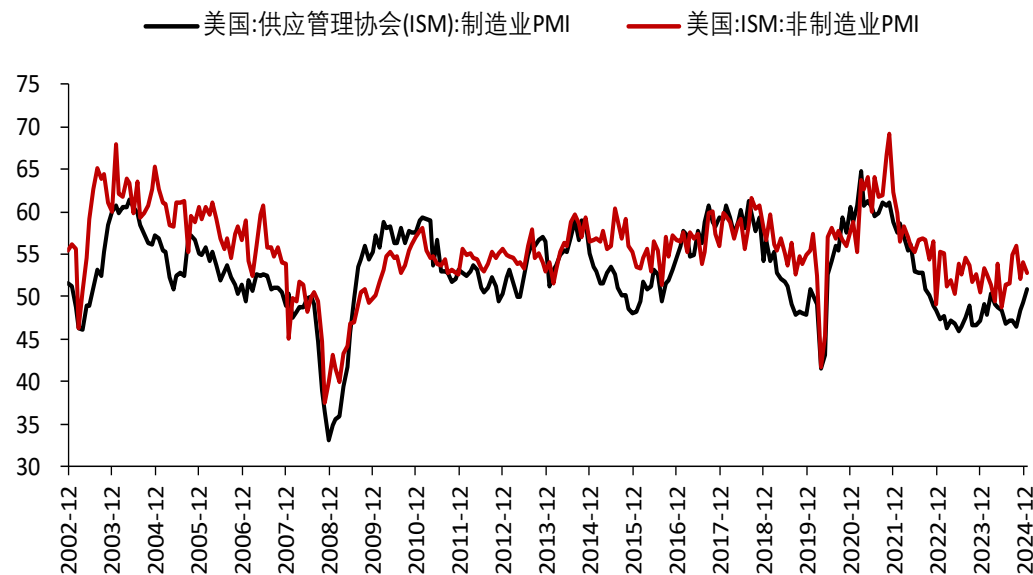
图32: 美国非农就业人数（万人）及失业率（右轴，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

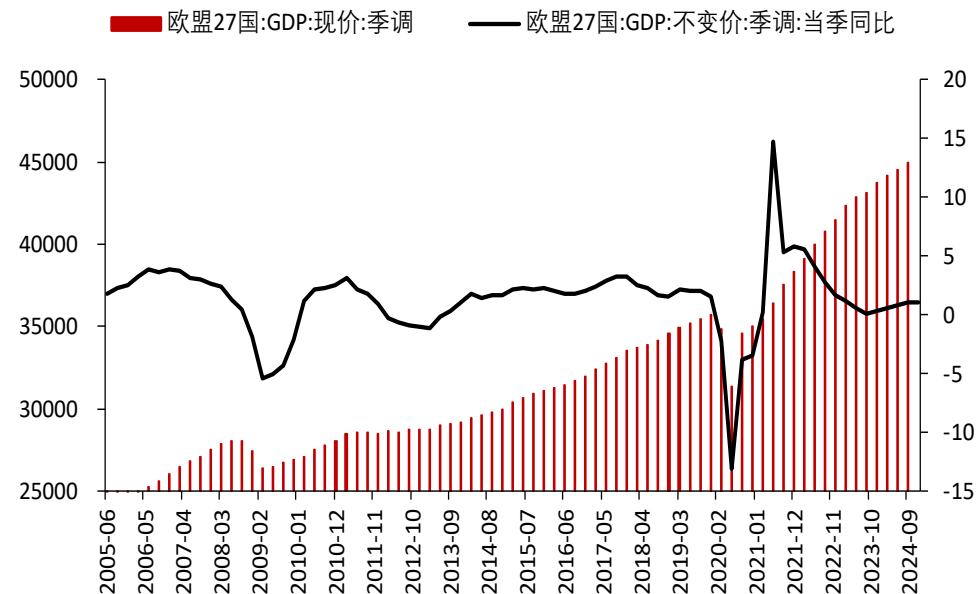
- 1、美国12月耐用品订单金额2761.03亿美元，同比增长-3.93%，前值-6.09%；
- 2、美国1月非农就业人数增加14.3万人，预估为增加17.5万人，前值为增加25.6万人；美国1月失业率为4.0%，为去年5月以来新低，预估为4.1%，前值为4.1%。

图33: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

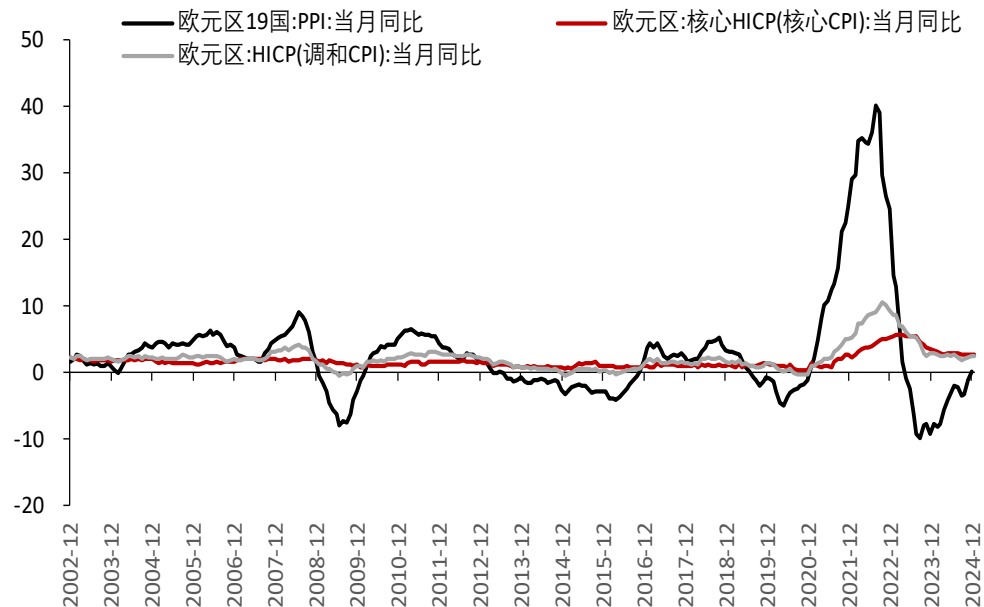
图34: 欧盟季度GDP (亿欧元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

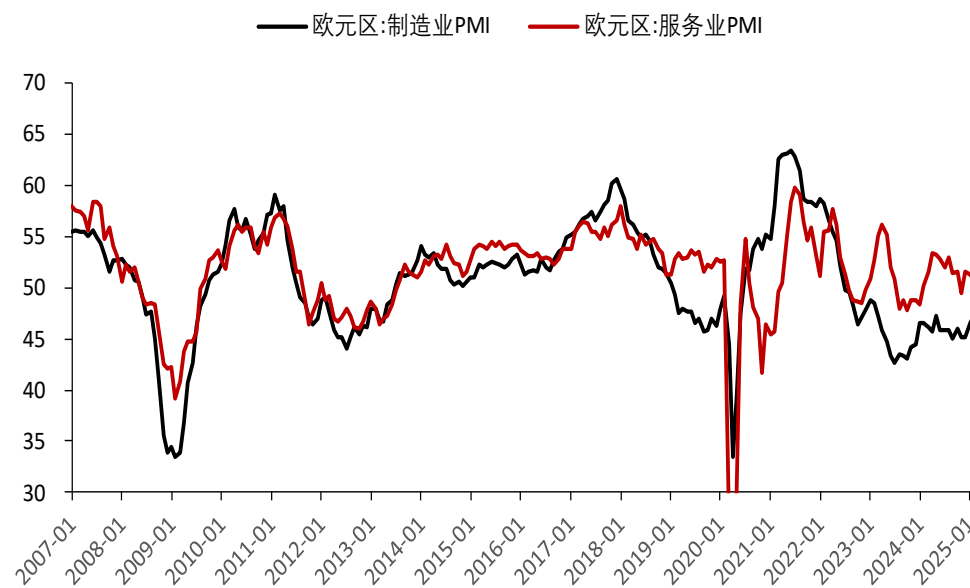
- 1、美国1月ISM制造业PMI为50.9, 前值49.3; ISM非制造业PMI为52.8, 前值54.1;
- 2、四季度欧盟GDP同比增长1.1%, 环比增长0.1%;

图35: 欧元区通胀



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图36: 欧元区PMI



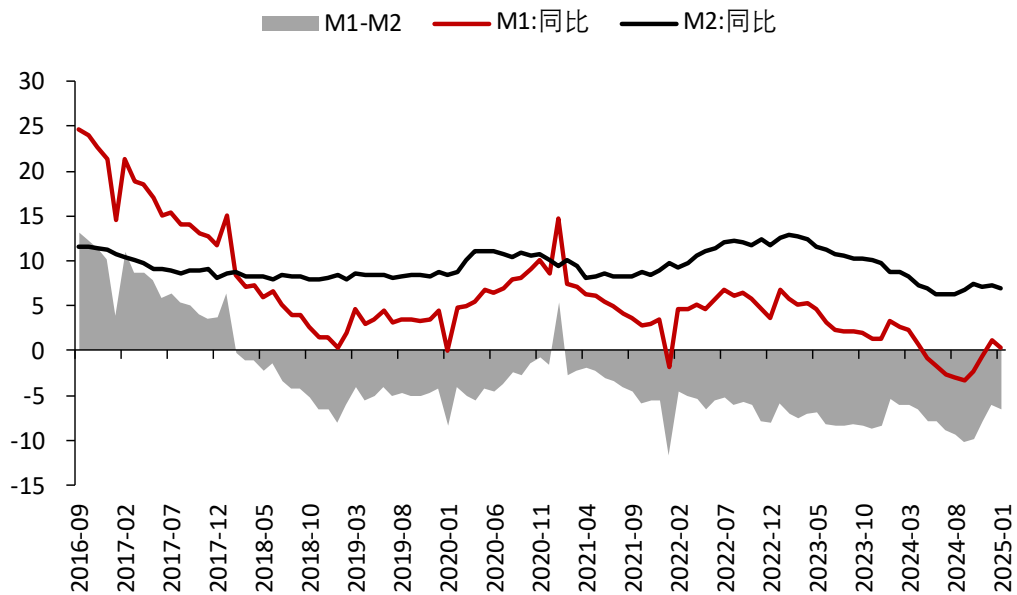
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、欧元区1月CPI为2.5%，前值2.4%，核心CPI为2.7%，前值2.7%；12月PPI为0.0%，前值-1.2%；
- 2、欧元区1月制造业PMI初值为47.3，前值46.6；服务业PMI终值为50.7，前值51.3。

04

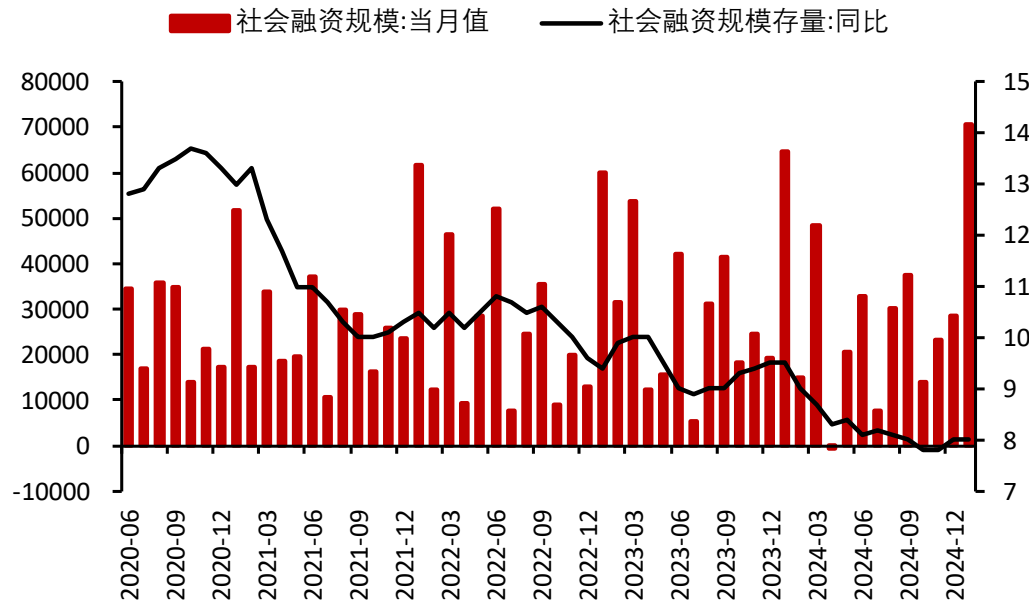
流动性

图37: 货币供应量 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

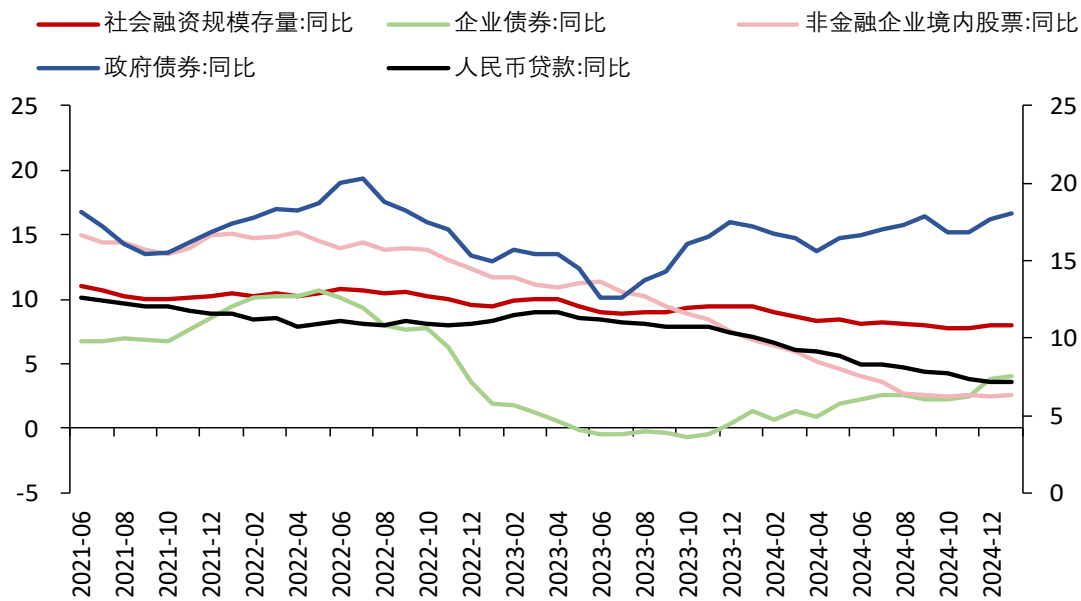
图38: 社会融资规模 (亿元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

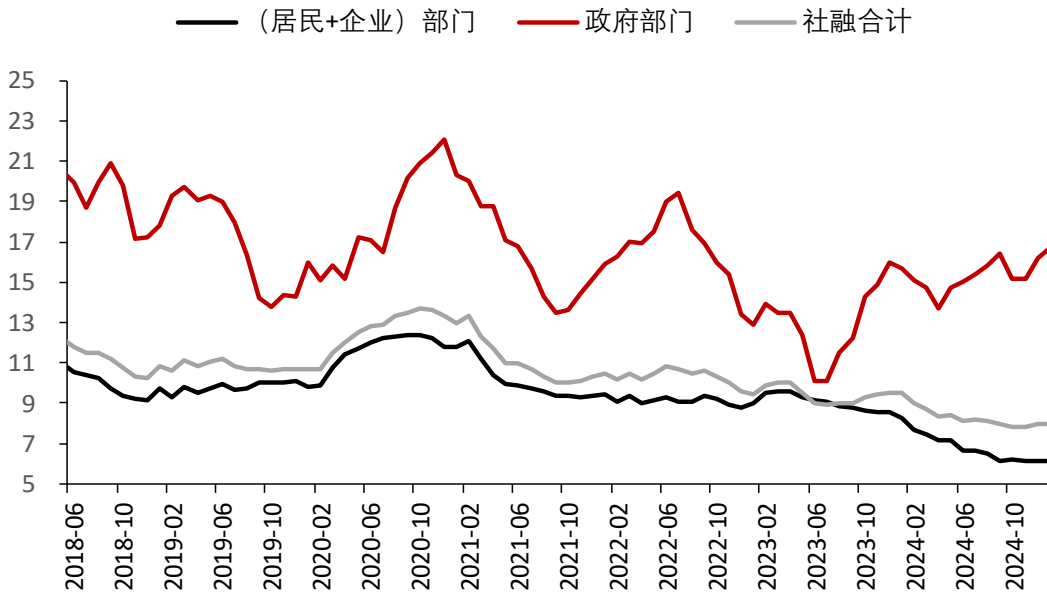
- 1、1月M1增速0.4%，前值1.2%；M2增速7.0%，前值7.3%；M1首次采用央行新口径统计；
- 2、1月社融新增7.06万亿，存量增速同比8.0%，前值8.0%，社融主要来自于政府债及企业信贷的增长，居民部门信贷同比减少。

图39：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

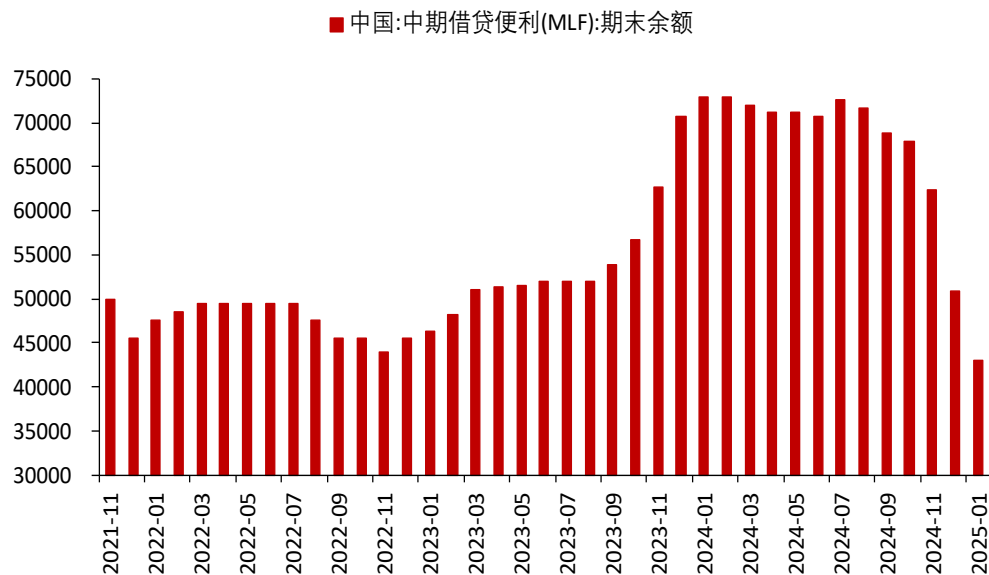
图40：社融分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

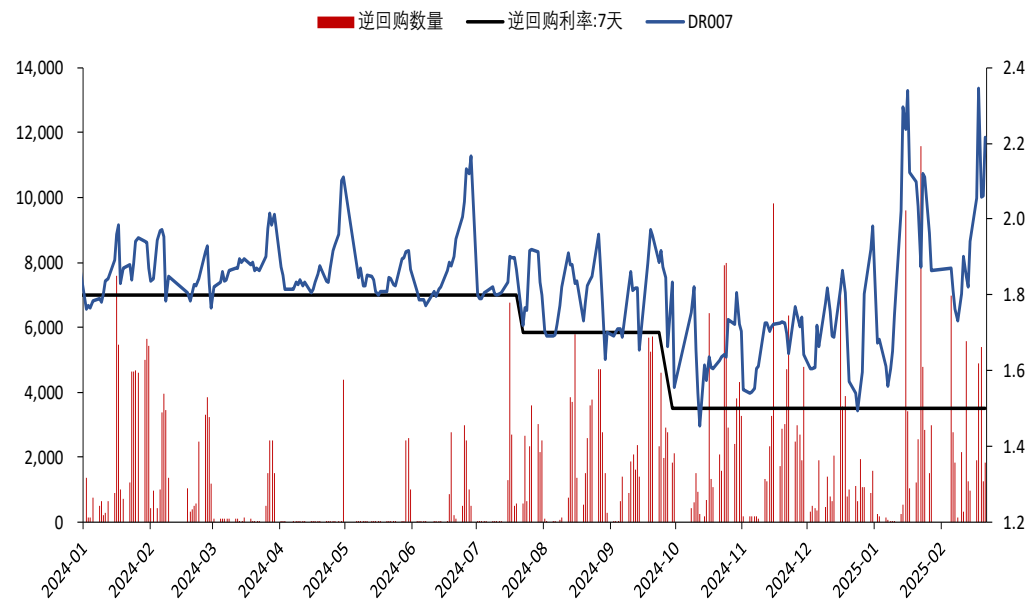
- 1、1月社融细分项中，政府及企业债增速持续反弹，其他项变化不大；
- 2、1月居民及企业部门的社融增速6.11%，前值6.15%，政府债增速16.7%，前值16.2%。

图41: MLF余额 (亿)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图42: 央行逆回购投放 (亿元) 及利率表现 (% , 右轴)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、1月份MLF余额42940亿, 当月MLF净投放-7950亿元;
- 2、本周央行逆回购投放15261亿, 到期10443亿, MLF到期5000亿, 净投放-182亿, DR007利率收于2.22%。

05

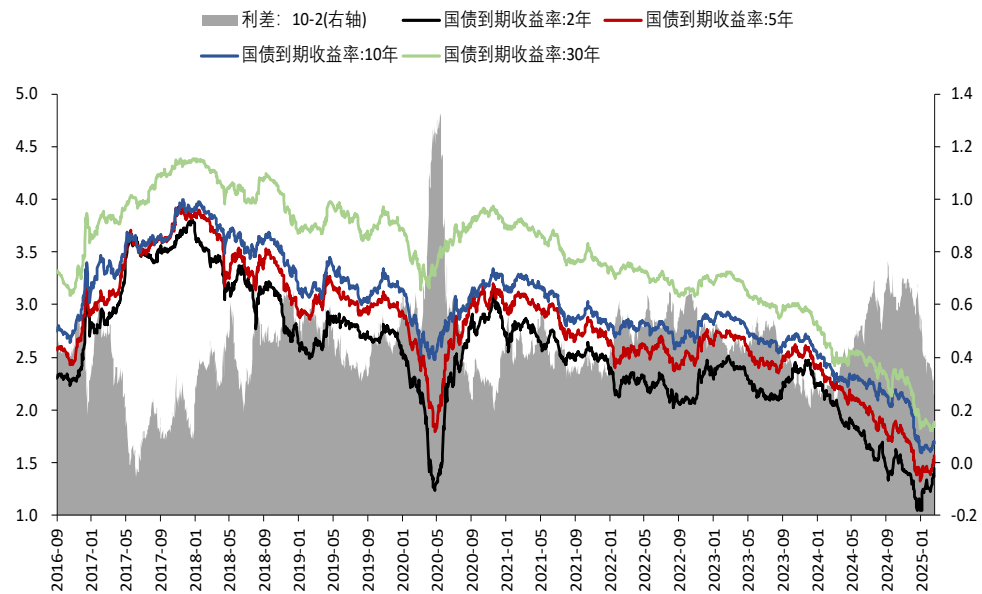
利率及汇率

表2：市场利率变化

利率类型	指标名称	最新 (%)	日变动 (BP)	周变动 (BP)	月变动 (BP)
回购	R001	1.64	4.88	-9.56	-51.28
回购	R007	1.68	5.43	-12.95	-54.52
回购	DR001	1.56	3.58	-5.81	-9.82
回购	DR007	1.65	4.77	-2.89	-32.86
国债到期收益率	2年	1.21	5.12	16.90	5.06
国债到期收益率	5年	1.43	-0.32	9.59	1.24
国债到期收益率	10年	1.64	1.01	3.61	-3.35
国债到期收益率	30年	1.88	-0.50	5.50	-4.00
美国国债收益率	10年	4.77	9.00	17.00	19.00

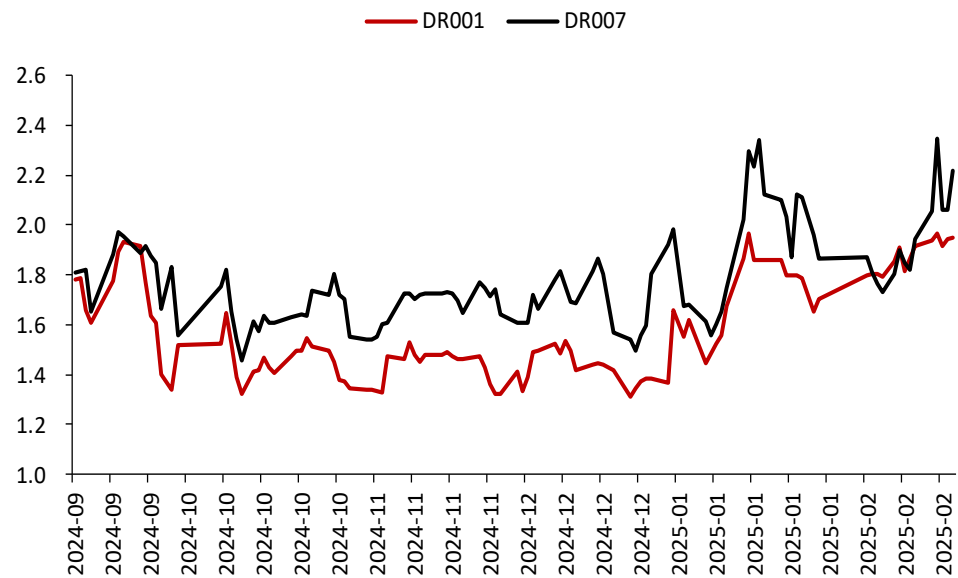
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图43：国债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图44：银行间质押回购利率（%）



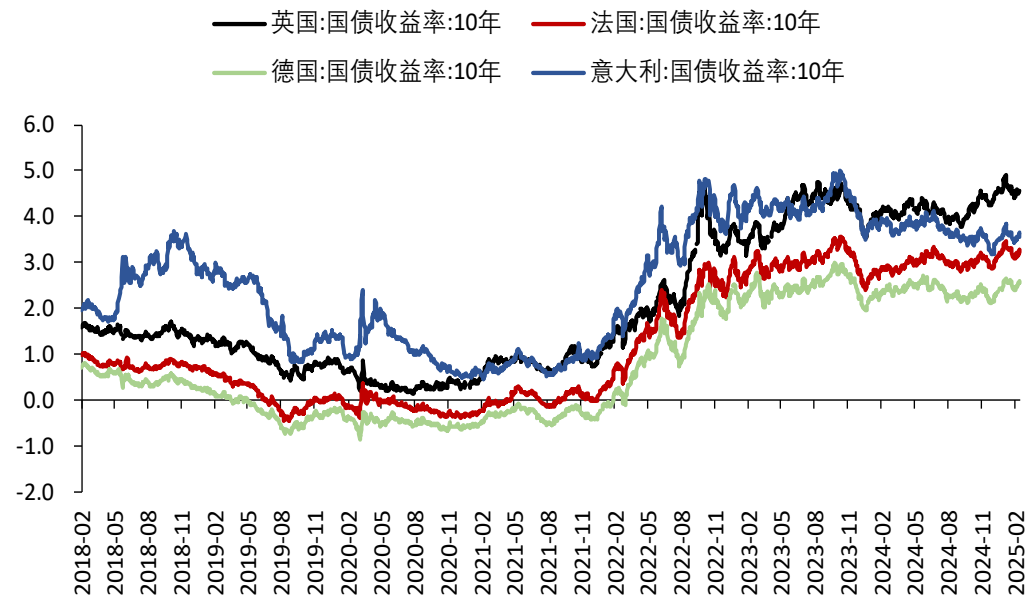
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图45: 美债收益率 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图46: 英法德意国债收益率 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图47: 美联储目标利率 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图48: 汇率 (美元/RMB)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博