



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 宽货币延续，逢低介入

## 国债半年报

2025/06/06

程靖茹（联系人）

✉ chengjr@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03133937

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 半年度评估及策略推荐

04 利率及汇率

02 基本面

05 总结

03 流动性

01

---

# 半年度评估及策略推荐

- ◆ 经济及政策：上半年主要经济数据在政策发力和抢出口效应下表现维持韧性。出口方面，上半年抢出口效应支撑短期数据，但持续性仍待观察。美国对华加征关税的90天豁免期结束后，叠加外需走弱风险，出口增速或有所承压。内需方面，上半年消费和投资数据展现韧性。消费政策持续发力，以旧换新、促进服务消费等政策推动社零增速保持正增长；投资端，基建投资在政府债发行加速支撑下保持较高增速，制造业投资受设备更新和高技术产业拉动维持高位，但房地产投资仍处负增长，拖累整体投资增速。
- ◆ 流动性：上半年流动性整体呈现前紧后松的节奏。一季度在政府债净供给冲击、经济数据表现不弱以及央行流动性投放态度谨慎背景下，市场流动性处于偏紧状态，市场对“适度宽松”预期修正，债市有所承压。随着降准降息落地，资金利率显著回落，央行对稳增长重视力度增强，货币投放态度转暖，流动性整体维持宽松。展望后续，在关税不确定仍存以及稳增长支撑背景下流动性有望延续宽松态势。
- ◆ 利率：上半年国债收益率走势先上后下，整体以震荡为主。截止到6月3日，2、5、10、30年期的国债收益率分别为1.48%、1.56%、1.68%、1.90%，较去年末分别反弹36.12BP、16.11BP、5.94BP、4.60BP，短端利率反弹幅度更大。3月下旬开始，政策转向边际宽松，股市行情有所承压，债市分流缓解。4月“对等关税”超预期，基本面预期走弱叠加避险情绪升温，长端利率加速下行，曲线牛平。进入五月份之后，降准降息落地，但关税政策反复加之降息后存款搬家可能引发银行负债端压力，长短端利率基本以震荡为主。
- ◆ 策略：基本面看，上半年经济数据受加征关税影响存在扰动，结构分化特征，抢出口效应提供支撑，但往后可能边际弱化，内外需是否维持韧性仍有待观察。关税放缓叠加资金面能否继续下行的疑虑，短期债市走势以震荡为主。后续市场主要关注出口数据及资金面能否维持宽松，在内需弱修复和资金有望延续宽松背景下预计利率大方向依然向下，等待回调后的机会，逢低介入为主。

02

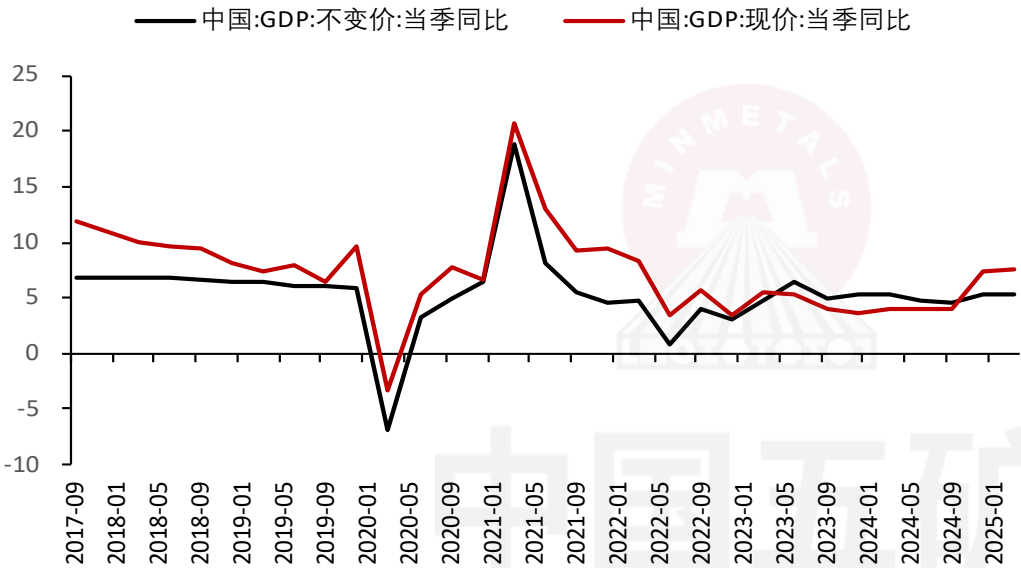
---

# 基本面



# 上半年基本面：内外压力下的增长韧性与结构分化

图1：GDP增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

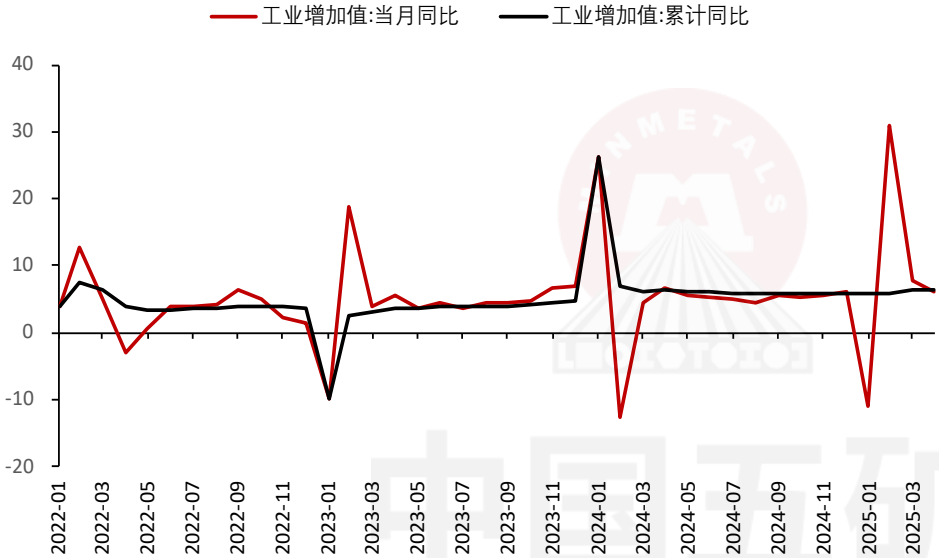
图2：GDP分项增速（%）

GDP数据	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06
实际GDP								
同比	5.4	5.4	4.6	4.7	5.3	5.3	5.0	6.5
第一产业	3.5	3.7	3.2	3.6	3.3	4.2	4.2	3.7
第二产业	5.9	5.2	4.6	5.6	6.0	5.1	4.3	4.9
第三产业	5.3	5.8	4.8	4.2	5.0	5.7	5.6	7.9
名义GDP								
当季值（万亿）	31.9	37.4	34.2	32.9	30.5	35.7	32.8	31.6
同比	7.6	7.4	4.0	4.1	4.0	3.7	4.0	5.3
GDP平减指数	2.1	1.9	-0.5	-0.6	-1.3	-1.4	-0.8	-0.9

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

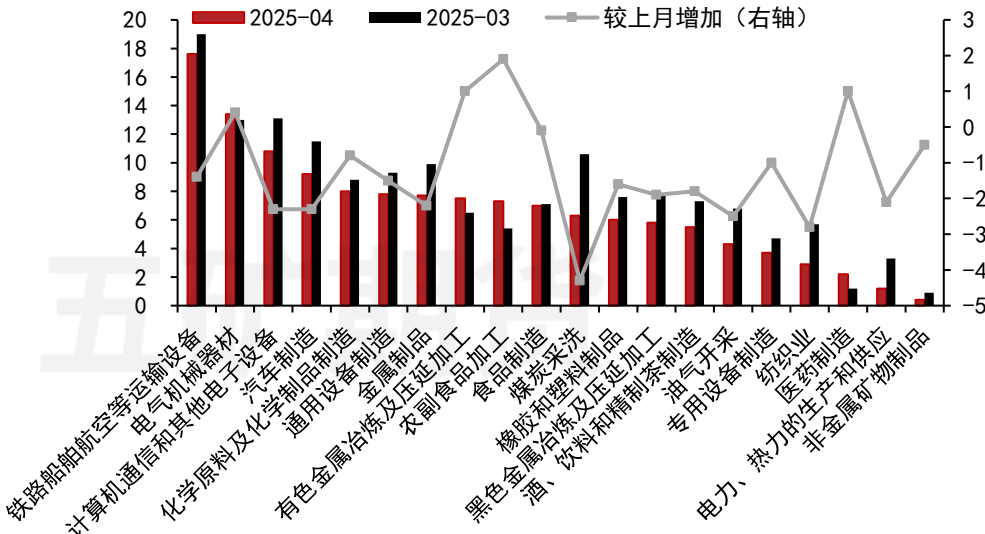
2025年上半年中国经济呈现出政策驱动增长和内需弱修复的特征。一季度我国GDP同比增长5.4%，二季度受出口拖累可能有一定放缓。结构上经济增长受财政发力与抢出口支撑，三大产业中第二产业维持较高增速，一季度达5.9%，第一、三产业增速分别录得3.5%和5.3%。总体看，预计上半年GDP增速有望维持5%以上。

图3：工业增加值同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：工业增加值细分项同比增速（%）

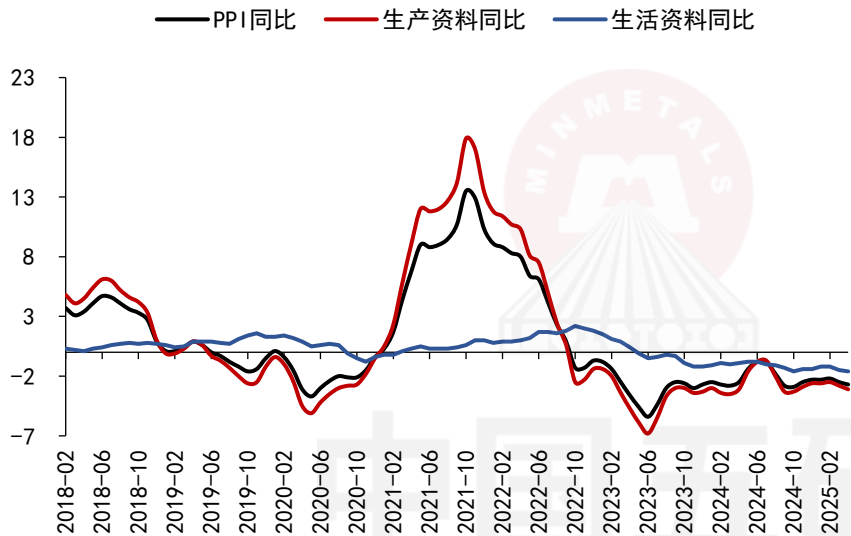


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

自“924”新政以来宏观政策支持力度加大，25年初至今生产端呈现总体稳健、结构分化特征。1-4月规模以上工业增加值同比增长6.4%，结构上新动能表现突出，新能源汽车、集成电路产量分别增长32%和18%，是生产端的重要支撑。传统行业受需求疲软和价格低迷影响，钢铁、建材行业产能利用率偏低，工业品供强需弱矛盾突出。

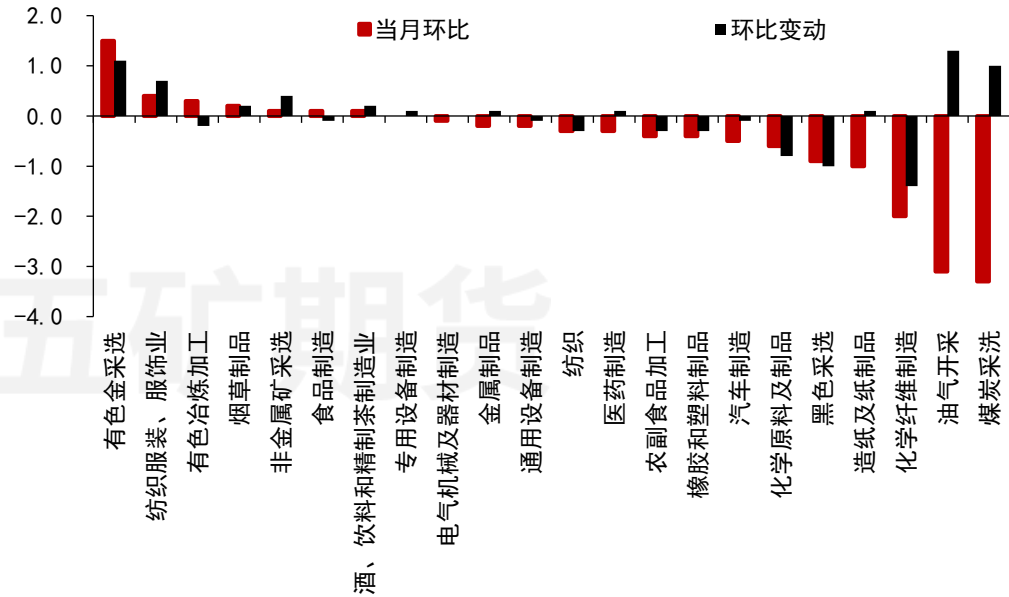
# 工业品价格延续低迷，促通胀有待继续发力

图5：工业品价格承压（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：PPI细分项表现（%）

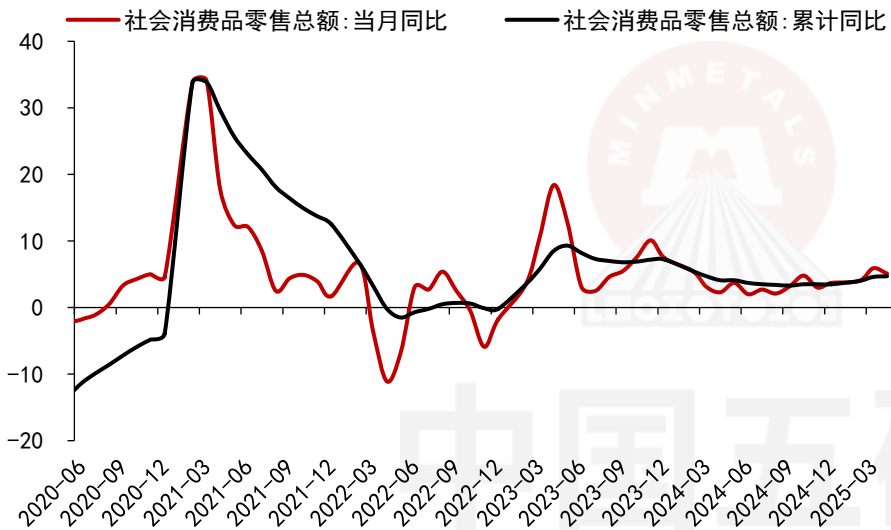


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

传统行业受需求疲软和价格低迷影响，PPI同比下降趋势延续，黑色系商品价格偏弱，工业品供强需弱矛盾突出。此外，1-4月工业企业产销率显著偏低，体现了关税扰动下企业面临的库存压力加剧。

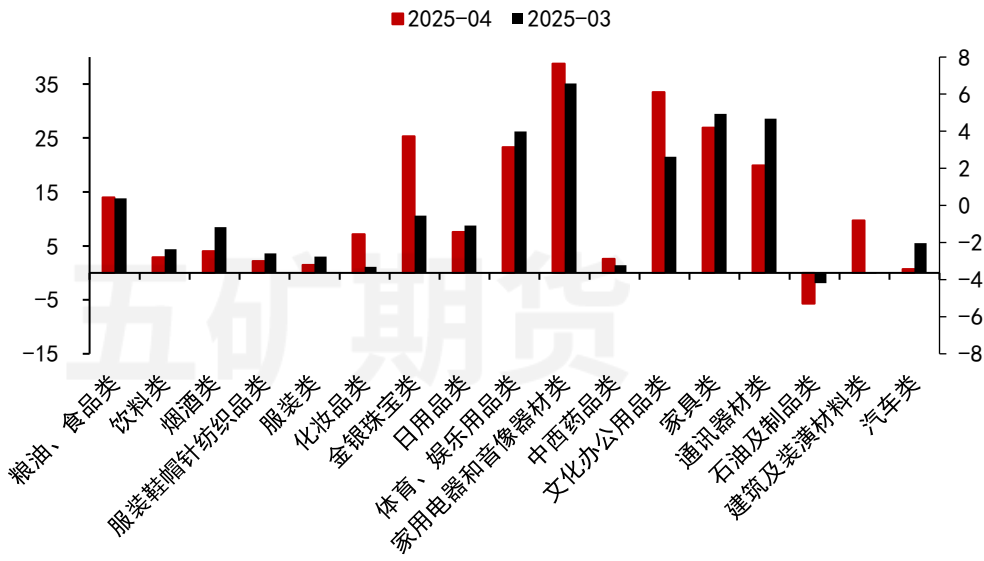


图7：以旧换新支撑消费增速维持韧性（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

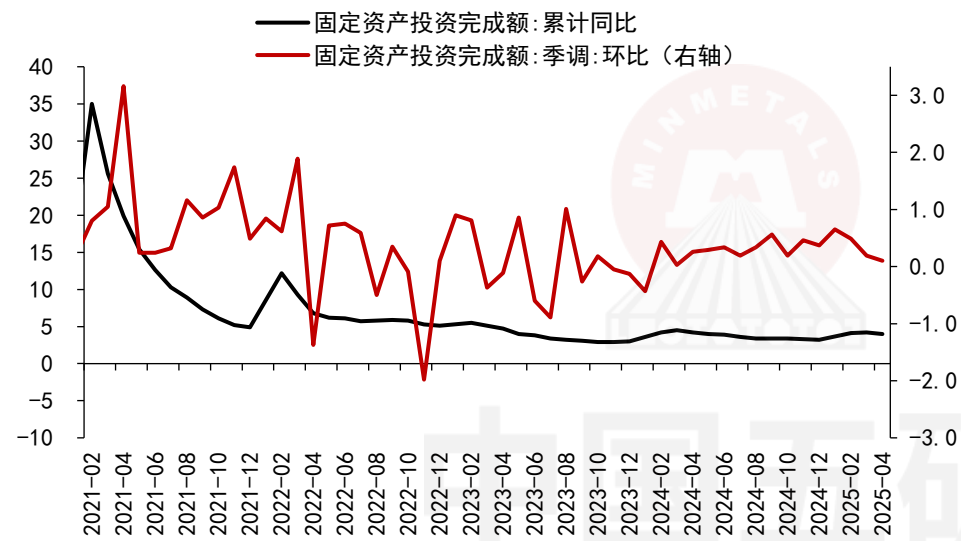
图8：分项上家具、家电增速靠前（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

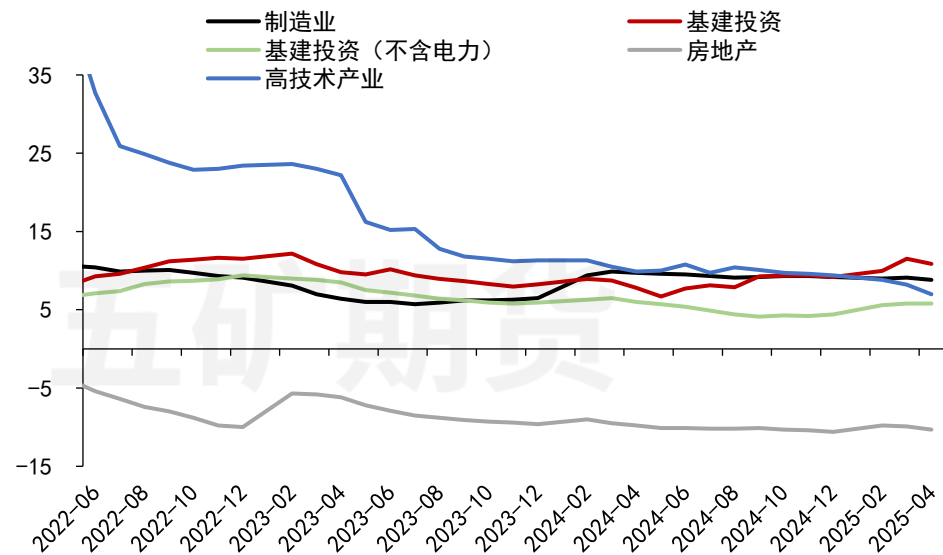
消费政策持续发力，以旧换新、促进服务消费等政策推动社零增速保持正增长。以旧换新政策拉动家电、家具等品类销售维持高增速，4月家电增速同比增长38.8%，家具类同比增长26.9%，政策刺激效果显著。服务消费恢复偏弱，1-4月服务零售额增速5.1%，低于社零增速 0.6 个百分点。

图9：固定资产投资同比和环比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

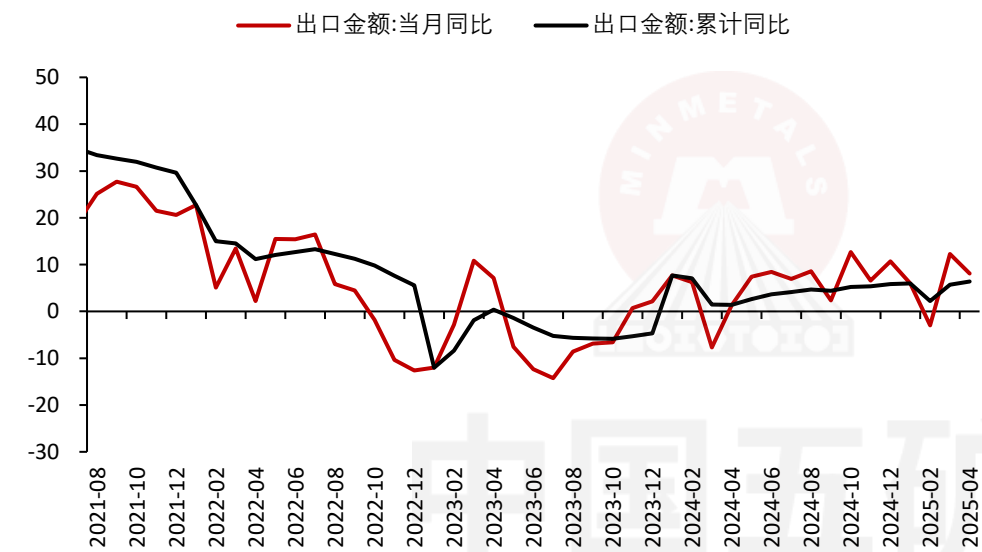
图10：投资细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

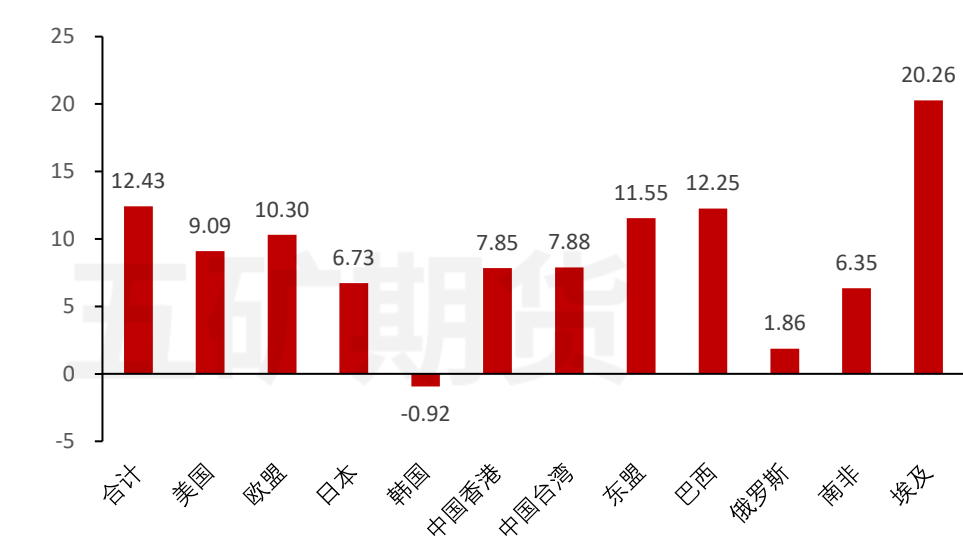
投资端在关税扰动下整体维持韧性。基建投资在专项债和超长期特别国债支撑下保持较高增速，制造业投资受设备更新和高技术产业拉动维持高位，但房地产投资仍处负增长，拖累整体投资增速。

图11：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

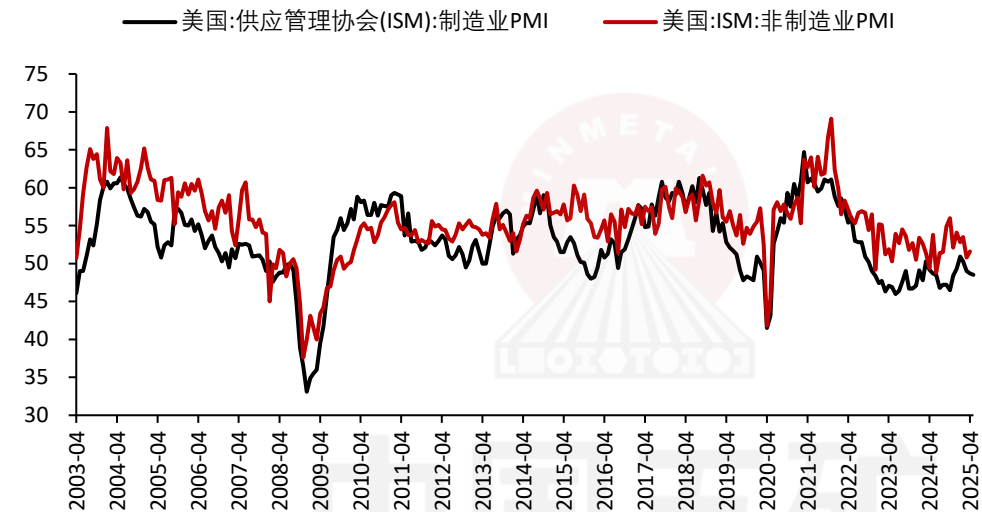
图12：4月我国对部分经济体出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

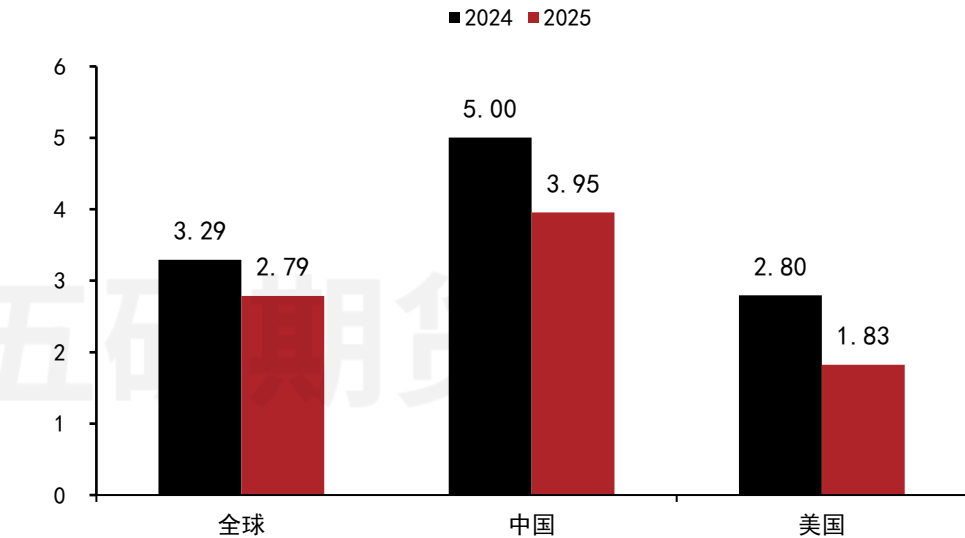
特朗普政府自今年年初起分阶段实施关税升级，包括“芬太尼税”（20%）、对钢铁和铝征税（50%）以及对各国发起对等关税（最高145%）。经过5月日内瓦会谈，中美双方达成阶段性共识，双方取消91%的关税，24%的关税获90天暂免，将对华综合关税从145%降至30%，但仍显著高于2024年水平。1-4月我国出口同比增长6.4%，“抢出口”效应支撑出口增速；分国别看，对美出口增速下降而对东盟等地出口增速进一步上升，反映转口贸易和提前出货贡献。

图13：美国制造业PMI存在走弱风险



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

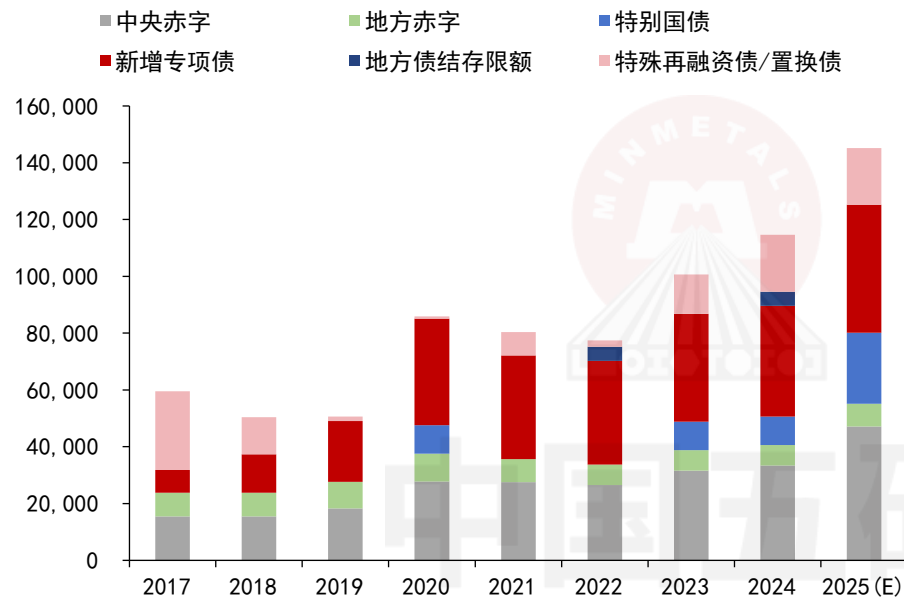
图14：IMF预测实际GDP增长率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

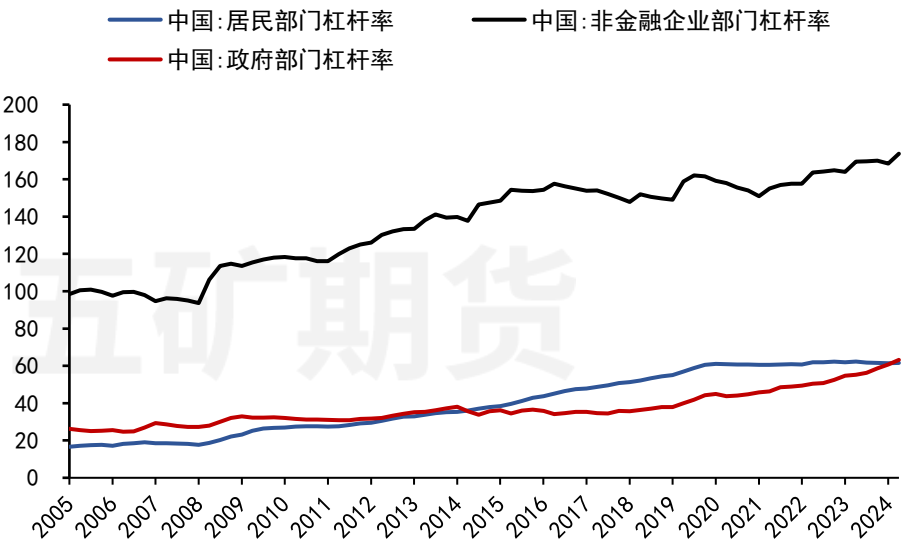
往后看，关税反复和外需放缓可能使出口面临阶段性压力。受关税变动影响，IMF将2025年全球经济增长预期下调至2.8%，美国、中国增速分别降至1.8%和4.0%。尽管中美达成阶段性关税下调，但90天豁免期后仍存在反复风险。美国制造业已有走弱迹象，美国5月ISM制造业进口指数录得39.9，为2009年以来最低水平，制造业PMI录得48.5，为2024年11月以来新低，外需存在放缓可能。若美国在7月恢复部分关税，可能导致中国对美出口再度面临压力。

图15：广义财政赤字扩张



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图16：政府部门加杠杆空间仍存

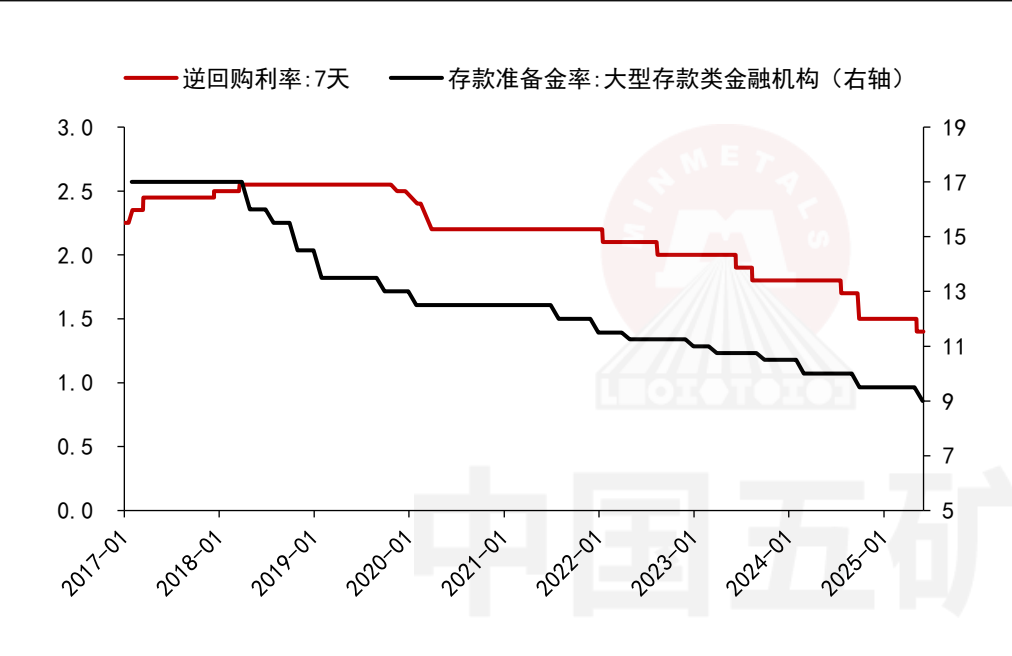


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

关税政策加剧了主要经济体的政策分化，美联储可能采取减税和降息以应对经济下行，而中国通过降准降息、提振消费等措施稳定内需。2025年我国广义财政加速扩张聚焦稳增长，政府债发行靠前发力，重点支持基建、化债及消费刺激，政府债务规模扩大以对冲经济下行压力。我国政府部门杠杆率总体维持健康水平，财政支持信号明确，面对内外部的多种不确定性，下半年政府部门具备进一步加杠杆的空间进行对冲。

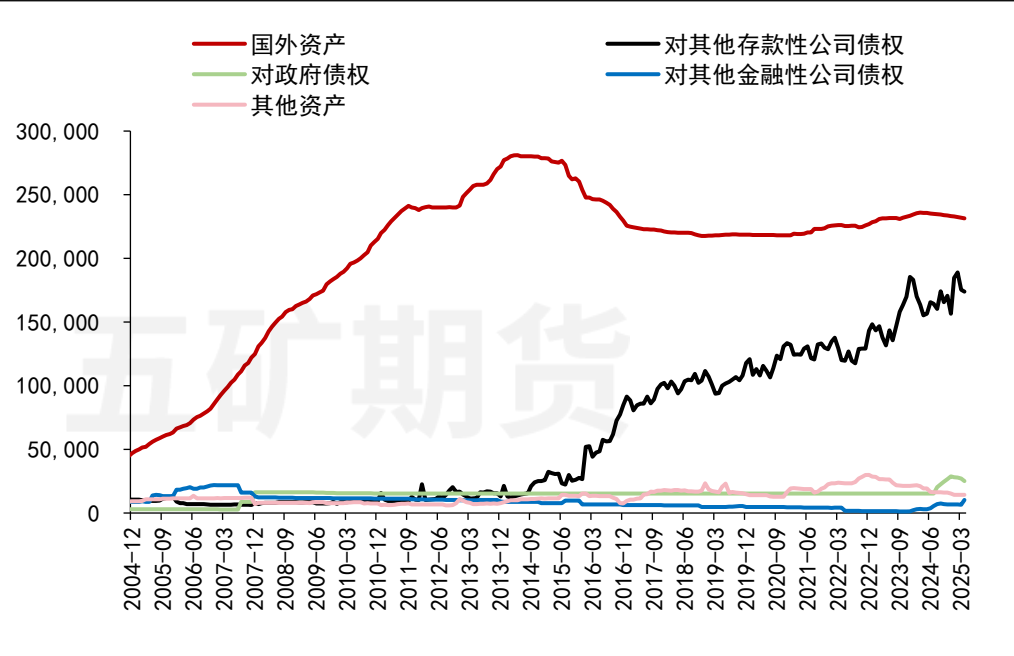
# 货币政策延续适度宽松基调，结构性工具助力稳定市场信心

图17：5月降准降息落地



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图18：央行资产负债表（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

货币政策延续适度宽松基调。5月7日，国新办新闻发布会介绍一揽子金融政策稳市场稳预期，宣布降准50BP、降息10BP，释放约1万亿流动性并引导市场利率下行。结构性工具如促进科技创新和服务消费与养老再贷款等持续扩容，助力重点领域，稳股市、稳楼市信号明确。细分行业看，高技术产业、绿色经济、服务消费可能成为增长新引擎。



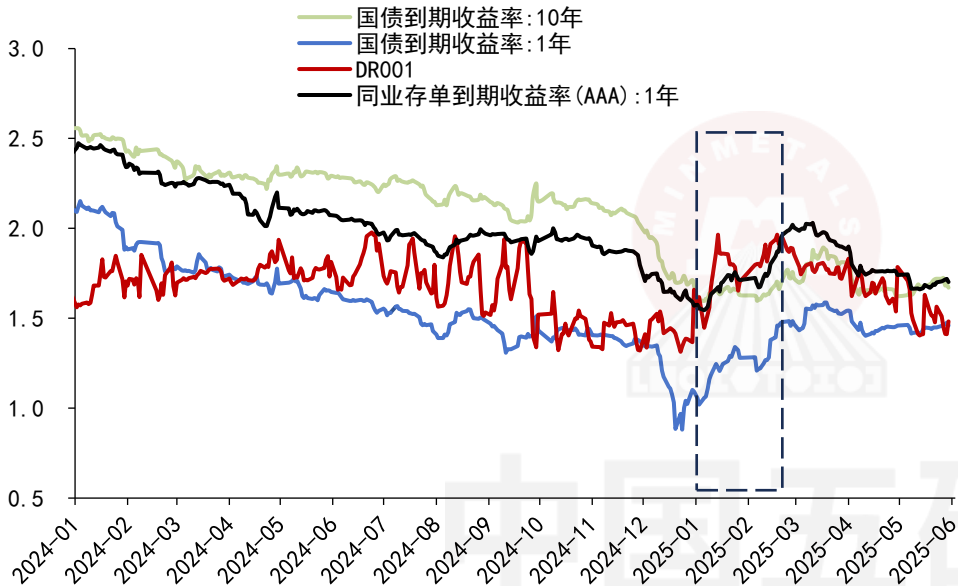
03

---

流动性

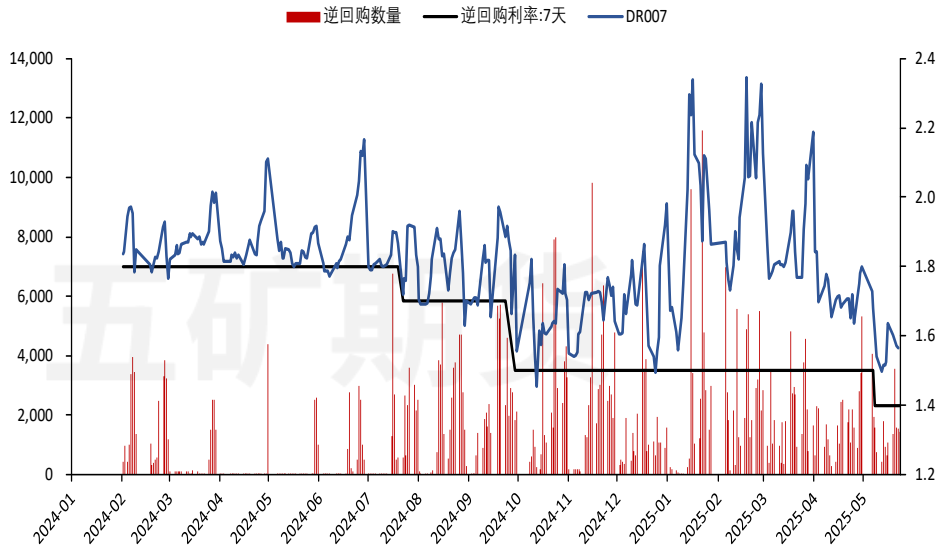
# 今年以来债市阶段性处于负Carry状态

图19：上半年债市负Carry现象持续（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图20：央行逆回购投放（亿元）及利率表现（%，右轴）



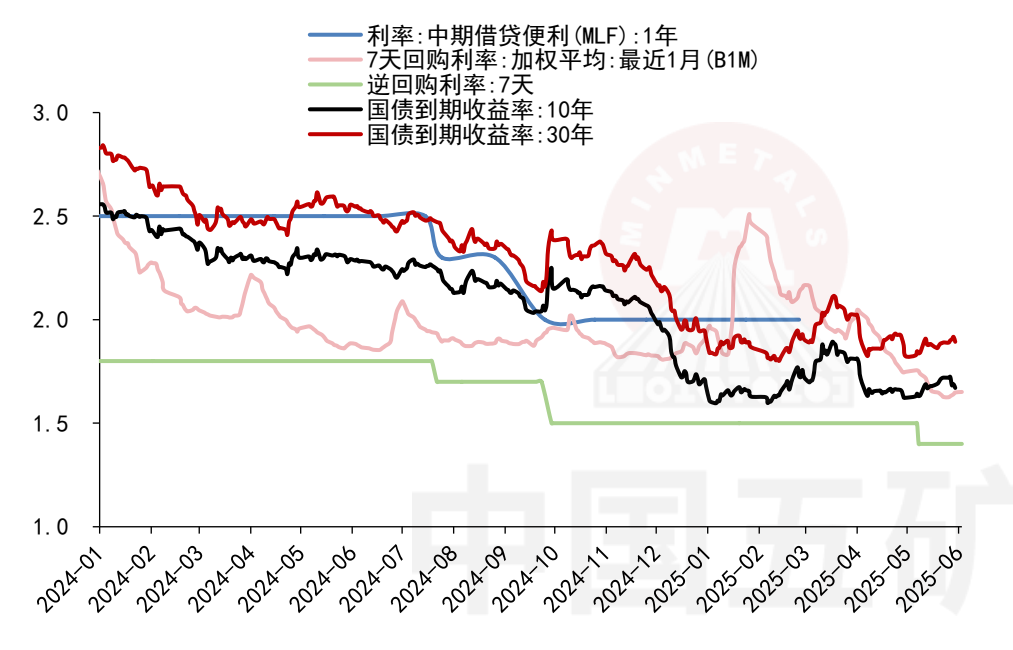
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

今年债市持续的负carry现象是市场核心关注点之一。自24年底在基本面偏弱及降准降息预期下债市提前抢跑，市场利率迎来一波顺畅下行，债市开始初步出现负carry现象。今年一季度，央行投放整体维持资金紧平衡，市场对于“适时降准降息”预期阶段性降温叠加央行买入短债，负carry现象延续。

在此背景下，机构行为值得关注，若资金持续偏紧则买盘力量或有所减弱，但当前逆回购投放态度温和，往后看资金有望维持宽松，利率倒挂现象有望得以缓解。

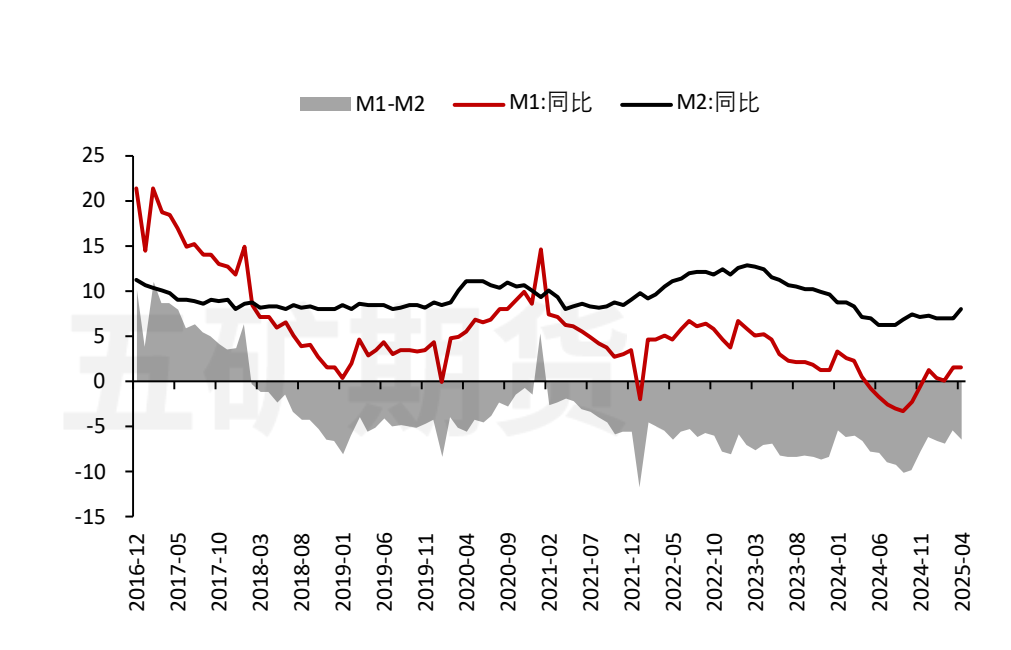
# 降准降息落地，多空交织下市场维持震荡

图21：5月上旬降准降息落地（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图22：降息或引发存款“搬家”现象（%）

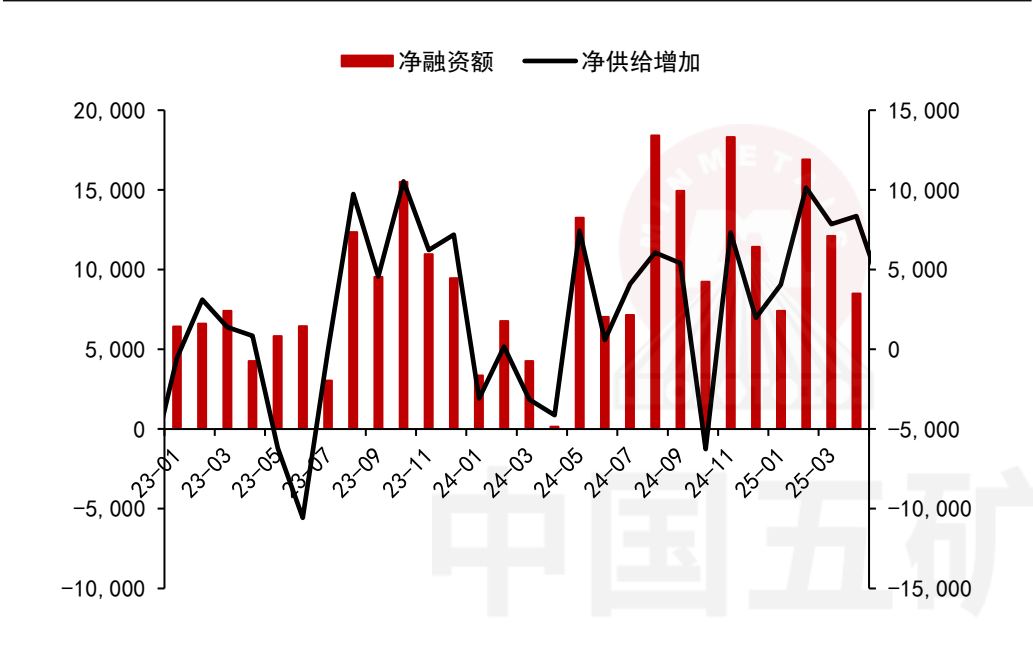


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

5月上旬，降准降息落地，大行存款利率同步调降，幅度超预期。降准降息总体利好债市，资金利率跟随下移，但“双降”落地后长债收益率反而出现上行，一方面源自长端利率此前已充分定价降息预期，短期倾向于走利好兑现，另一方面存款利率调降引发市场对存款搬家导致短期存单利率上行担忧。从中长期看，“双降”落地后存款流向理财利好配置力量，在基本面和资金宽松背景下，整体利率中枢有望进一步下移。

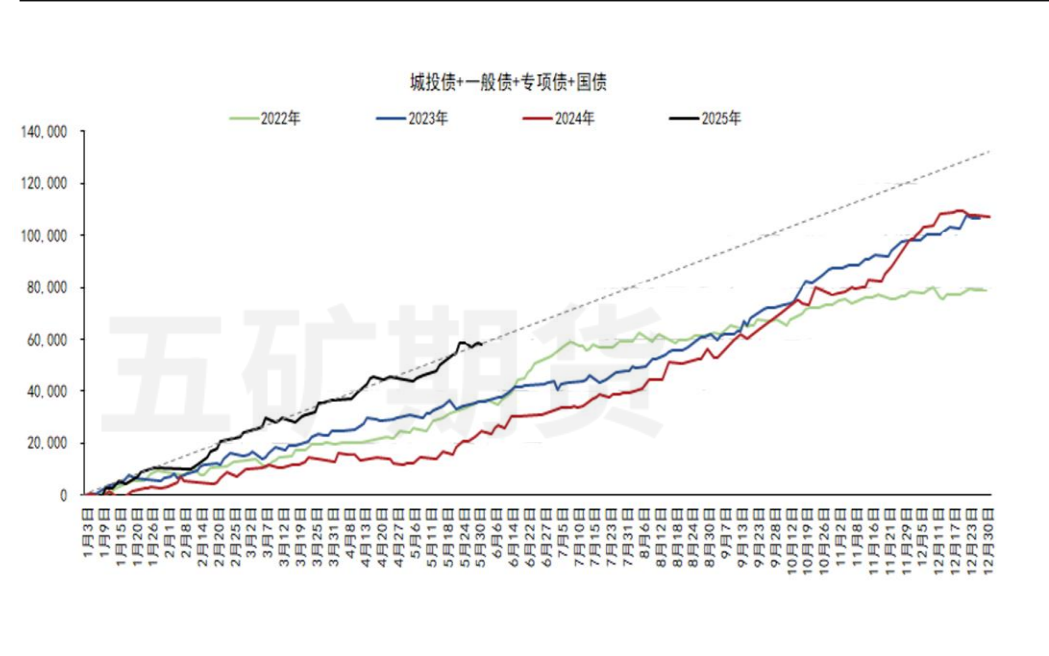
# 政府债净供给冲击加大上半年资金压力，后续或有所缓和

图23：上半年政府债净供给偏高（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

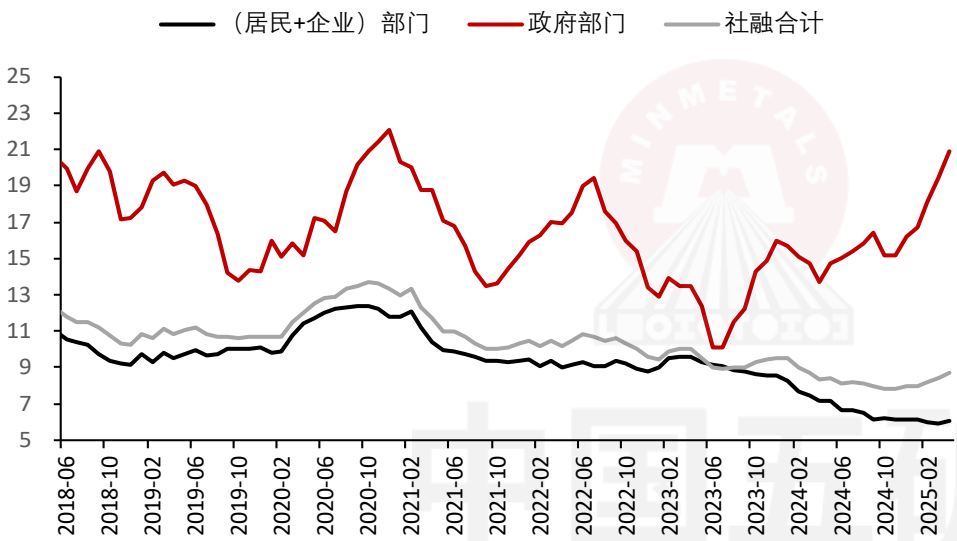
图24：今年上半年政府债发行节奏偏快（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

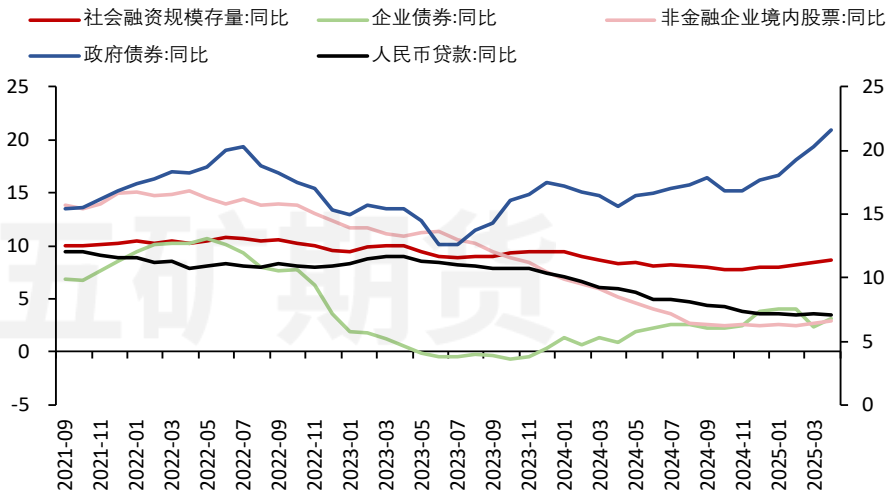
受财政发力、年内政府债发行节奏前置影响，今年上半年政府债净供给规模总体较大，叠加央行一季度在防风险、稳息差及稳汇率诉求下流动性投放采取谨慎态度，导致资金面承压。当前央行投放态度和政府债净供给规模仍是观察资金面的重要变量，展望后续，下半年政府债净供给冲击有望边际放缓，且二季度央行逆回购投放态度转暖，资金面压力有望整体缓和。

图25：社融总体和分部门增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图26：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

今年1-4月份，社融增速整体维持韧性，结构上政府债是主要支撑，实体部门融资需求仍有待提振。随着下半年关税不确定性仍存，出口增速或有所承压，叠加美元走弱，汇率对货币政策压制缓解，后续货币调控可能转向稳增长。从一季度货政报告来看，央行对于稳增长重视力度增强，反映货币当局对内外不确定性的主动应对。报告表明“引导银行加大信贷投放”，今年1-4月份金融数据来看，信贷供给端明显发力，往后看有望趋势延续，稳增长诉求同样有助于货币维持宽松水平。



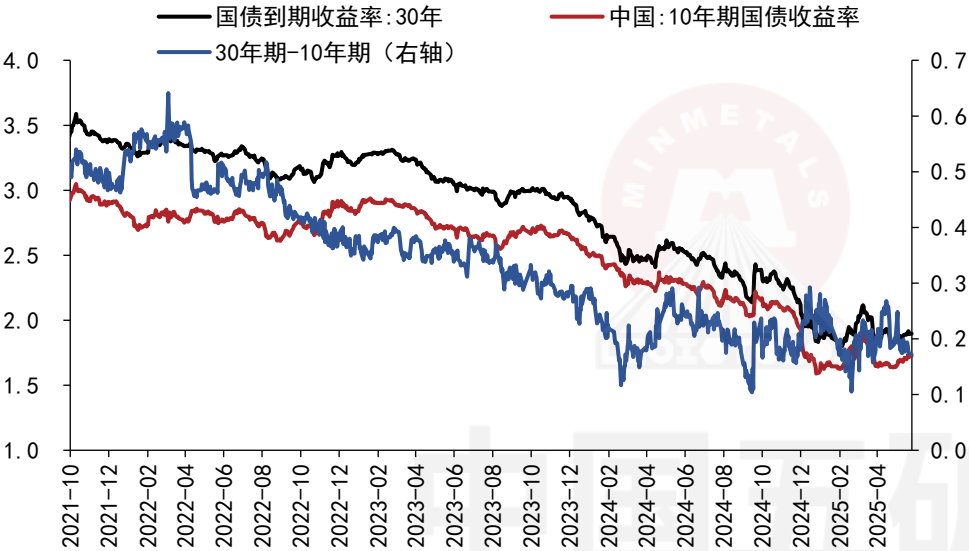
04

---

# 利率及汇率

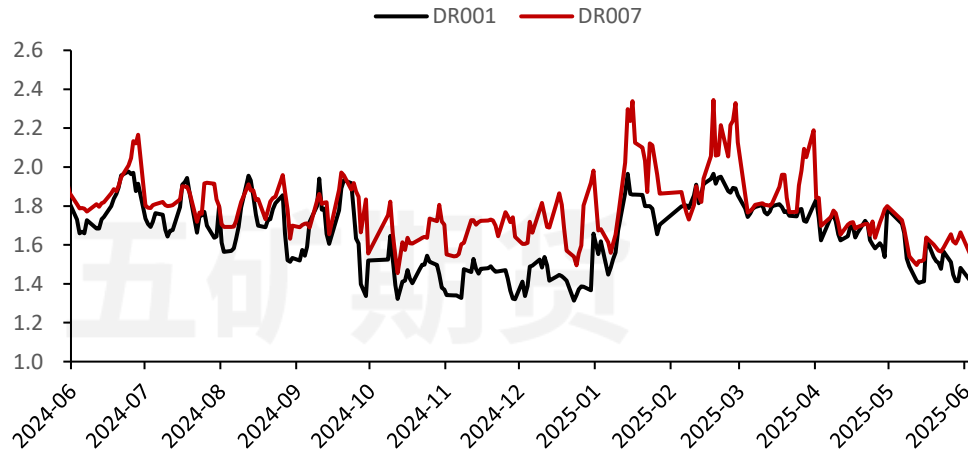


图27：10Y及30Y债收益率和利差（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图28：降准降息后银行间资金利率下行（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

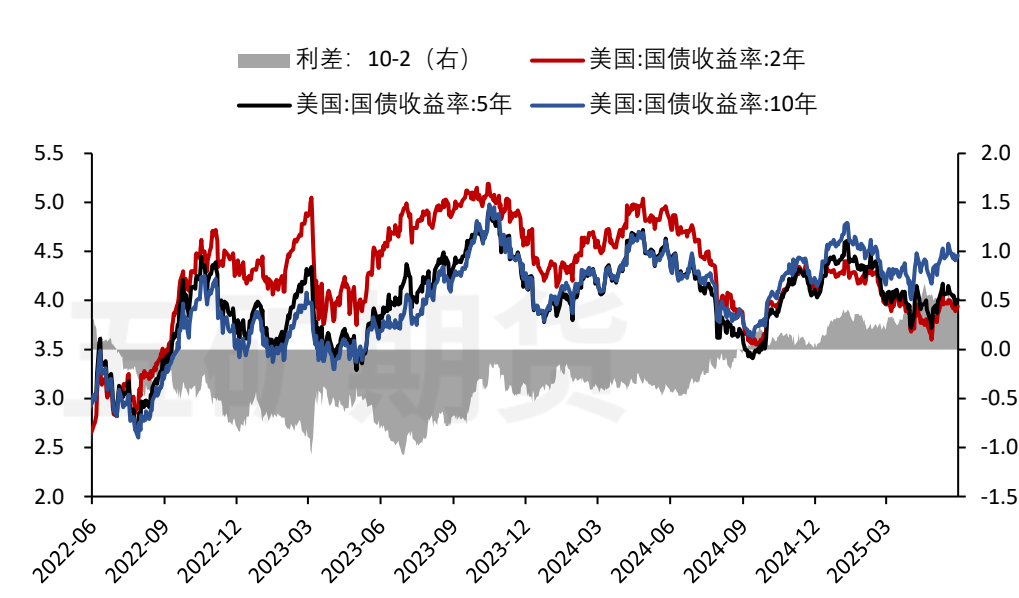
今年一季度经济数据表现不弱，实现“开门红”，同期政府债供给高且流动性投放偏紧，市场利率震荡上行。4月对等关税超预期，引发避险情绪升温，利率快速下行。5月降准降息落地，关税政策冲击和内外需承压下央行投放呈现呵护态度，资金利率中枢下移，利率呈现震荡格局。

图29：美国利率观测器

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	98.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	25.4%	74.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	16.0%	55.9%	27.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.9%	38.2%	40.4%	12.4%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.0%	28.3%	39.6%	21.9%	4.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	14.9%	32.8%	32.6%	14.8%	2.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.3%	24.7%	32.7%	22.8%	8.1%	1.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.6%	13.7%	27.0%	29.8%	18.5%	6.1%	0.8%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.2%	1.8%	7.9%	19.4%	28.2%	25.0%	13.2%	3.8%	0.5%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	3.2%	10.5%	21.4%	27.5%	22.4%	11.1%	3.1%	0.4%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.2%	5.1%	13.4%	23.0%	26.1%	19.4%	9.0%	2.4%	0.3%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.5%	5.7%	14.1%	23.2%	25.6%	18.6%	8.5%	2.2%	0.2%
2026/12/9	0.1%	0.8%	3.4%	9.4%	18.1%	24.3%	22.6%	14.2%	5.7%	1.3%	0.1%

资料来源：CME、五矿期货研究中心

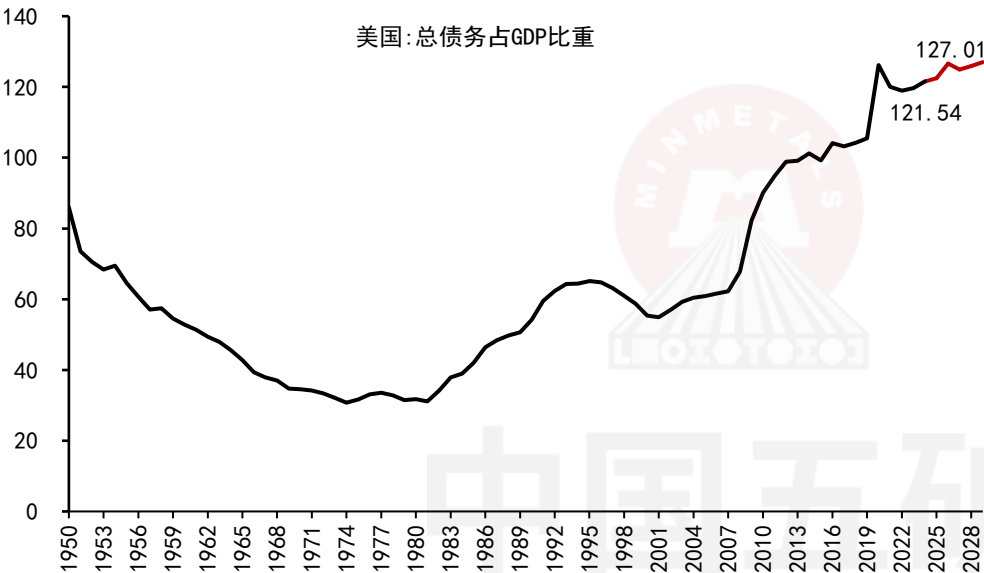
图30：美债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

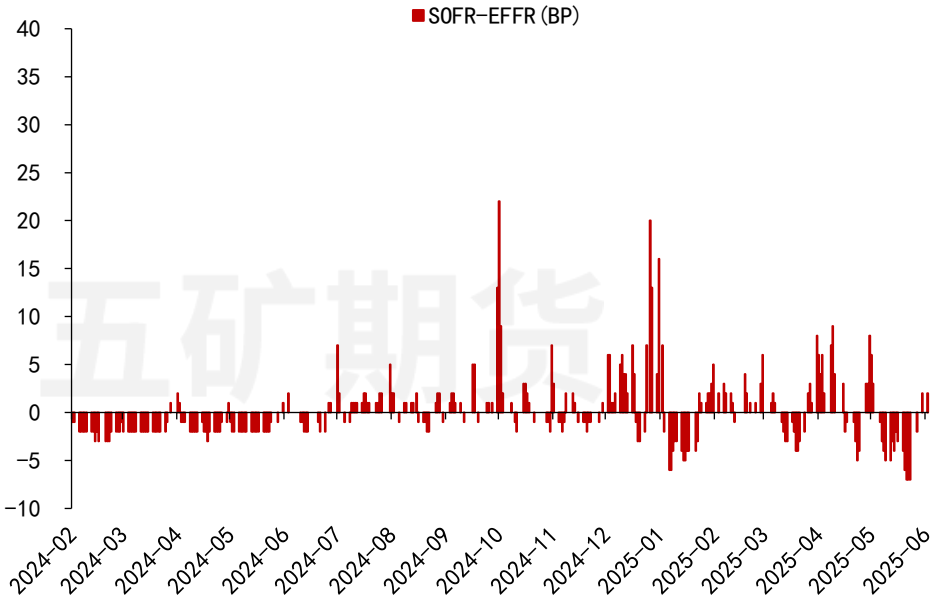
上半年美国通胀仍高于目标水平，若过早降息可能反而推升通胀预期，叠加关税带来的滞胀隐忧，上半年料联储维持限制性利率水平不变。美国对华关税政策不确定性仍高，对等关税豁免到期后整体税率可能抬升，叠加全球经济增速放缓，外需收缩压力加剧。美联储下半年预计存在降息可能，时间上可能延至9月，适时将为国内货币宽松打开空间。

图31：美国债务占GDP比重高企



资料来源：IMF、五矿期货研究中心

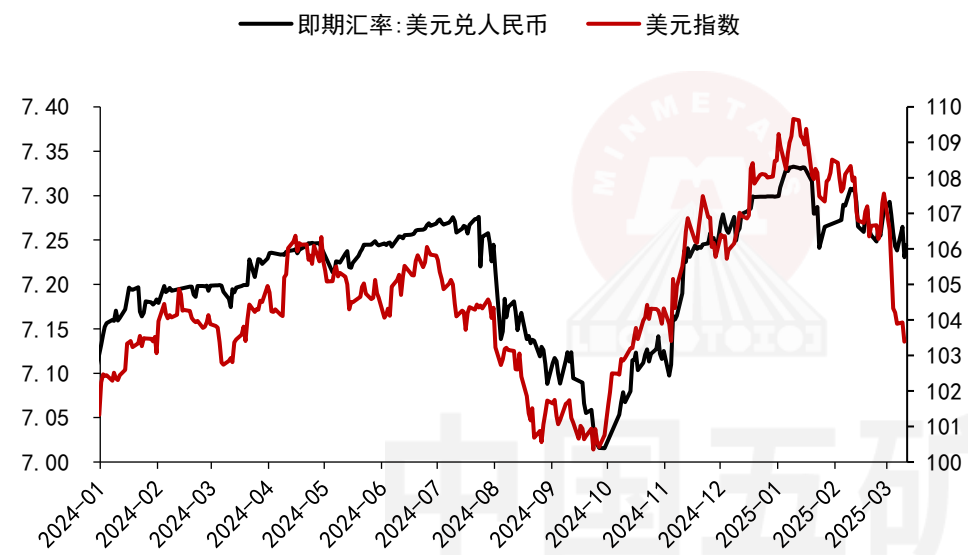
图32：Sofr利率波动频繁，暗示美债回购市场流动性不稳



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

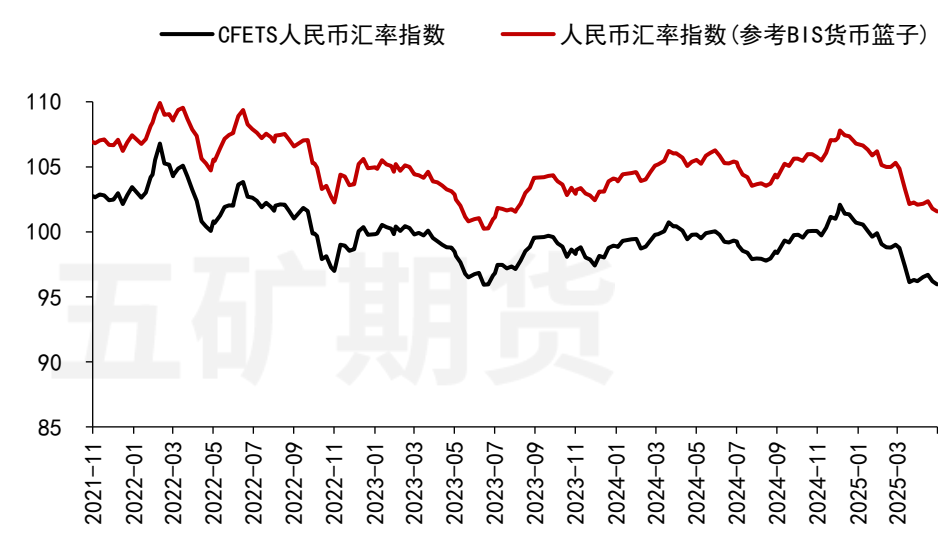
当前美国财政赤字压力大，美债供应量偏高而需求弱化，美债利率波动、美元信用下降等因素可能引发资本流动波动，需警惕其对国内债市的潜在冲击。当前美国债务占GDP的比率为121.54%，根据IMF估计，到2029年，这一比率可能达到127.01%。债务偏高可能动摇投资者对美元的信心，还可能增加交易商的资产负债表压力，增加美债市场流动性的脆弱性。

图33：美元走弱，人民币汇率阶段性获得支撑



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图34：人民币汇率指数总体保持稳定



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

在美国财政赤字持续性存疑、美元信用风险凸显背景下，上半年美元指数走势偏弱，人民币小幅升值，总体维持对一篮子货币稳定。此外，美国政策极具不确定性和逆全球化倾向，将影响市场对美国政策稳定性的信心，影响美元的货币地位，对美元造成贬值压力。这一趋势长期看可能对国际货币体系稳定性产生深远影响，其他国家寻求对以美元为基础的金融体系的替代，数字货币包括数字人民币、数字欧元的影响力有望进一步扩充。美元走弱是带动人民币升值的主要因素，在此背景下稳汇率压力边际减小，宽松货币空间打开。

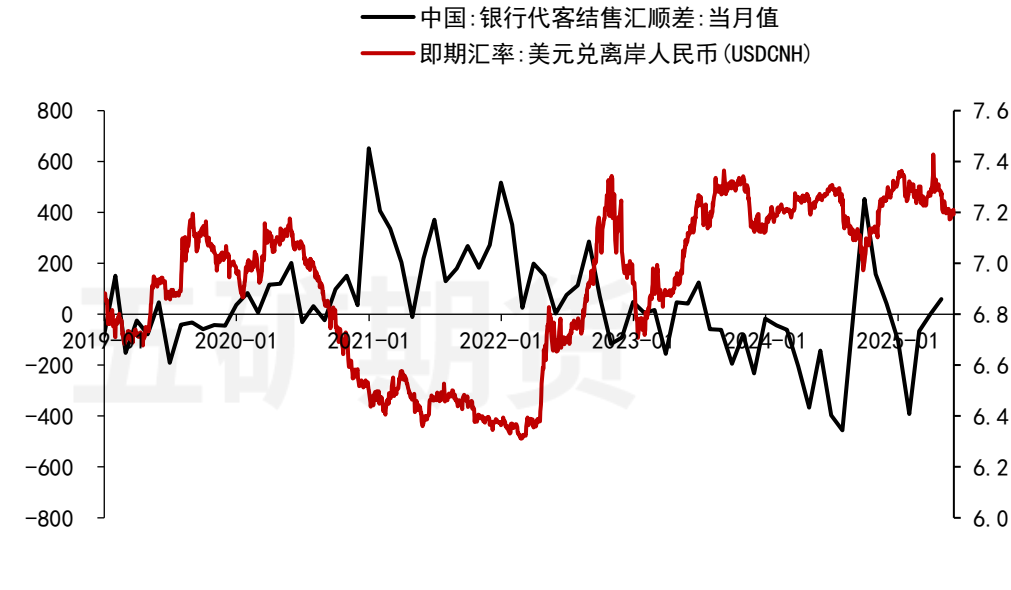
# 美元走弱预期为人民币汇率升值提供支撑

图35：美中利差与美元兑人民币汇率高度相关



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

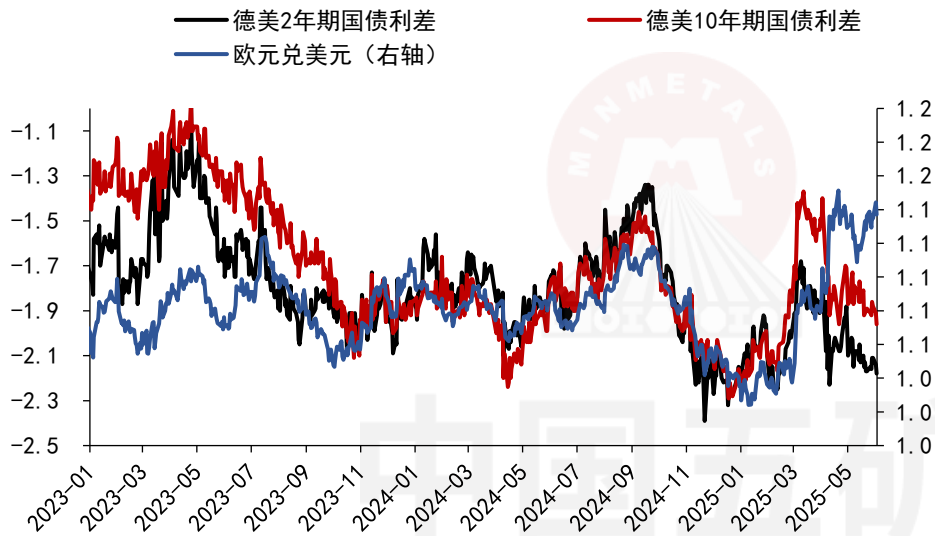
图36：银行代客结售汇顺差与汇率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

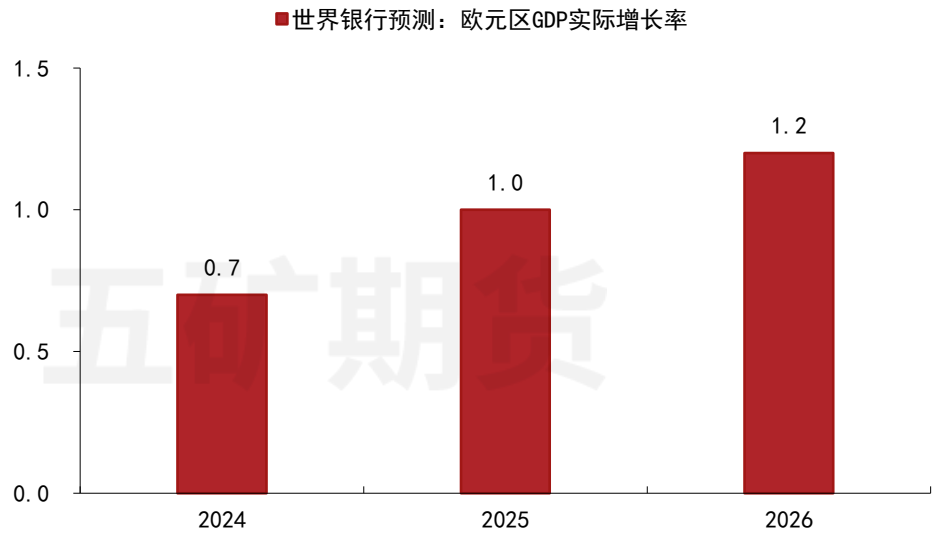
美中利差与美元兑人民币汇率相关性高，当前美中货币政策分化，中国走向货币宽松，而美国在关税及通胀隐忧下维持限制性利率不变。美国长期高息背景下内生动能有所走弱，预计下半年有望开启降息进程，叠加美元走弱资本回流，为人民币汇率提供支撑。

图37：德美利差与欧元兑美元汇率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图38：对欧元区经济增长预测（%）



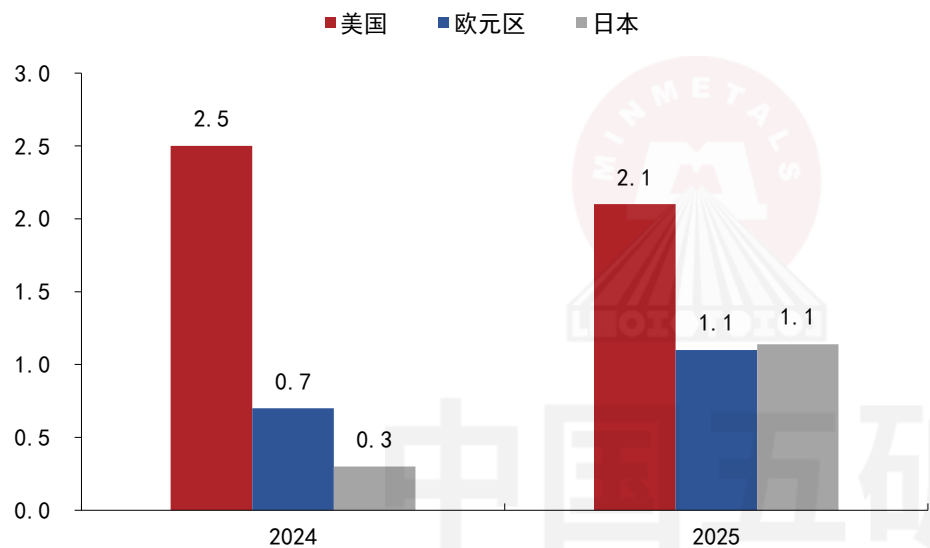
资料来源：世界银行、五矿期货研究中心

根据世界银行预测，2025年欧元区实际GDP增速有望回升，欧元区经济与美国经济的差距程度有望缩窄。欧央行维持降息路径，但市场已计价明确，德国有望走向宽财政，美欧经济差距修复进一步支撑欧元，美元边际走弱。



# 日欧元升值动能走强或进一步推动美元走弱

图39：美欧日央行实际GDP增速预测（%）



资料来源：各国央行、五矿期货研究中心

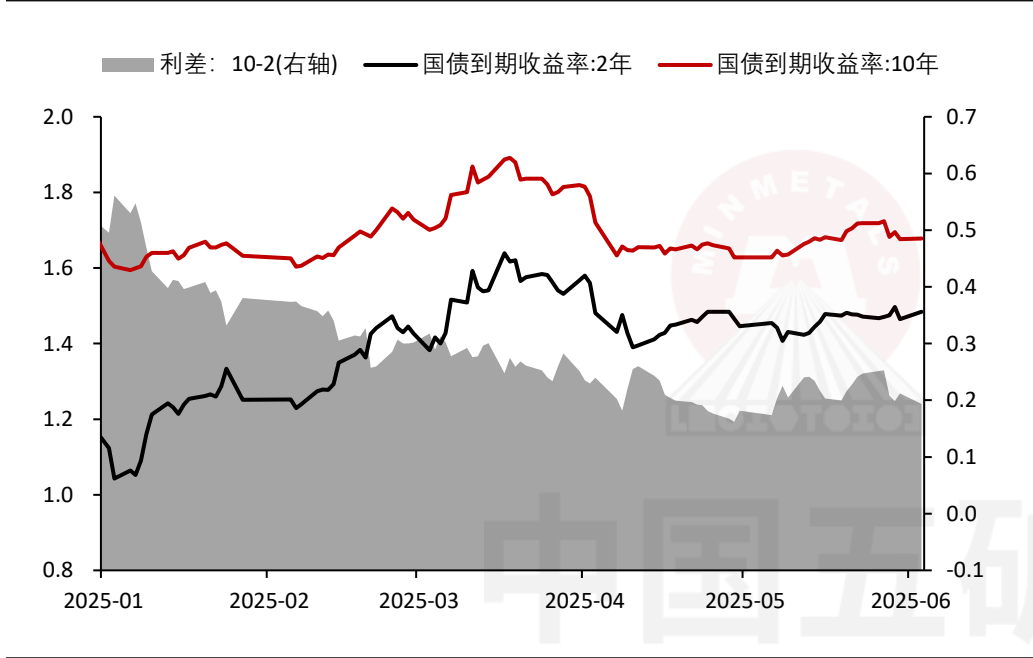
图40：日本国债收益率趋势上行（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

根据美、欧、日三国央行对于2025年的GDP预测，欧元区和日本与美国经济差距2025年有望缩窄；日本在内部通胀压制下逐步退出YCC，进入加息进程，今年以来日本10年期国债收益率趋势性上行，从美日利差角度日元升值动能进一步增强，从比价视角看下半年美元延续弱势可能性大，从汇率角度看我国利率下行空间仍存。

图41：2Y及10Y国债收益率2025H1走势（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

上半年国债收益率走势先上后下，整体以震荡为主。截止到6月3日，2、5、10、30年期的国债收益率分别为1.48%、1.56%、1.68%、1.90%，较去年末分别反弹36.12BP、16.11BP、5.94BP、4.60BP，短端利率反弹幅度更大。

年初至3月中旬，债市受“适度宽松”预期修正、央行流动性边际收紧及负carry影响，呈现熊平特征。10年期国债收益率从1.61%震荡上行至1.89%，30年期国债同步调整，短端利率上行幅度大于长端，2年期国债到期收益率由年初的1.12%上行至1.63%，期限利差压缩。这一阶段，央行暂停国债购买，逆回购投放等操作释放收紧信号，叠加股市行情好转，债市面临调整压力。

3月下旬开始，政策转向边际宽松。央行通过逆回购连续净投放，超量续作MLF释放流动性宽松信号。股市行情有所承压，债市分流缓解。4月“对等关税”超预期，基本面预期走弱叠加避险情绪升温，长端利率加速下行，10年期国债收益率回落至1.62%，30年期国债收益率下行至1.82%。5月关税暂缓风险偏好有所回升，降准降息落地，多空交织下债市维持震荡，利率曲线呈现牛平特征。

展望后续，关税放缓叠加资金面能否继续下行的疑虑，短期债市走势以震荡为主。在内需弱修复和资金有望延续宽松背景下预计利率大方向依然向下，等待回调后的机会，逢低介入为主。

05

---

# 总结

- ◆ 2025年上半年债市在基本面和政策博弈中整体呈现熊平向牛平转换走势。下半年宏观经济在关税变动下基本面或有承压，货币宽松有望延续，同时观察财政逆周期调节力度，关注长债的逢低配置机会，同时警惕政策与外部风险。
- ◆ 预计下半年货币政策继续向稳增长倾斜，降准降息仍有空间，推动资金利率中枢下行，进而打开长短端收益率下行空间。10年期国债到期收益率区间看到1.5%-1.7%，30年期国债配置价值凸显。尽管政府债发行上量可能阶段性推升长端供给，但基本面承压和机构配置逻辑仍将支撑长债需求。
- ◆ 结构上利率曲线或将维持平坦化，牛平格局可能延续。短端受资金宽松驱动下行，但幅度可能不及长端，主因银行负债成本影响及政策利率调整节奏可能相对谨慎。

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，并鼓励交易者寻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](http://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