



格林大华期货
Gelin Dahua Futures

格林大华期货国债期货半年报

债市波幅降低

2025年6月26日



更多精彩内容
请关注
格林大华期货
官方微信

研究员：刘洋

联系方式：liuyang18036@greendh.com

期货从业资格证号：F3063825

期货交易咨询号：Z0016580

目 录

01. 盘面回顾

02. 本期分析

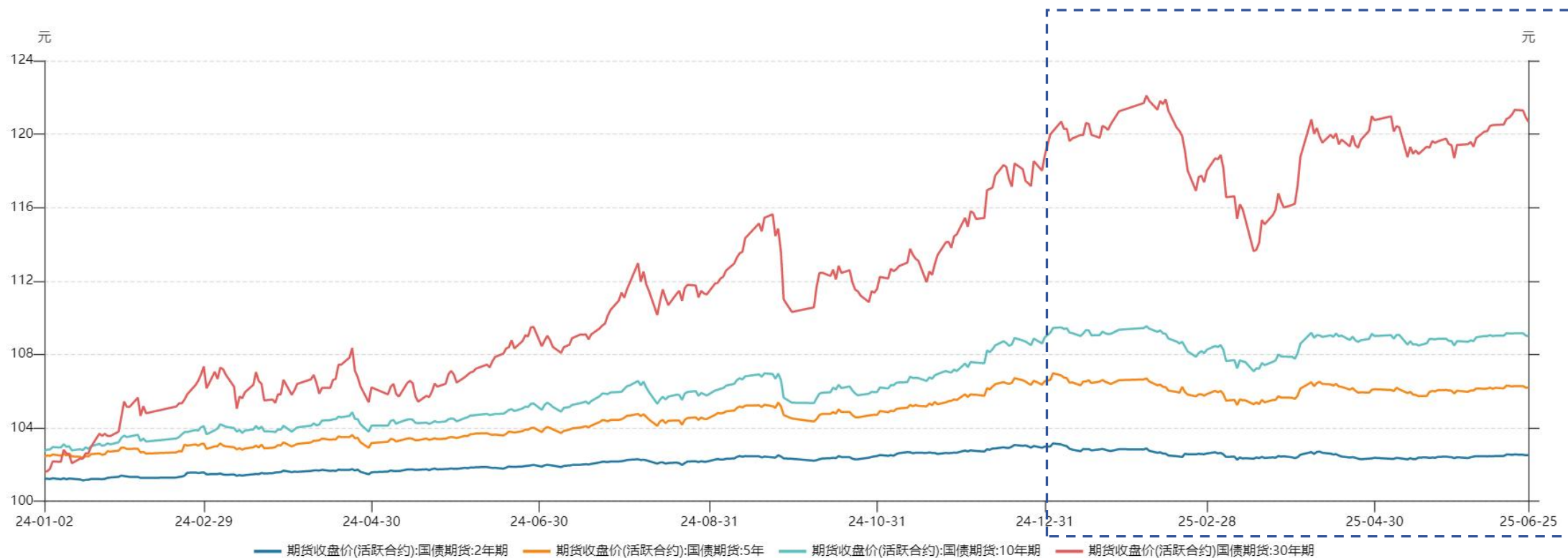
03. 策略建议



PART 01

盘面回顾

2024年11月起国债期货市场即抢跑，连续大幅上涨至今年1月，1月10日人民银行宣布1月起暂停开展公开市场国债买入操作，30年期品种在2月初创出高点，然后连续下跌至3月中旬止跌反弹。4月上旬，因美方宣布加征对等关税消息国债期货上涨，随后横向盘整，5月12日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，国债期货价格略有回落，随后横盘窄幅波动。进入6月，随着资金利率下行，国债期货小幅盘升。

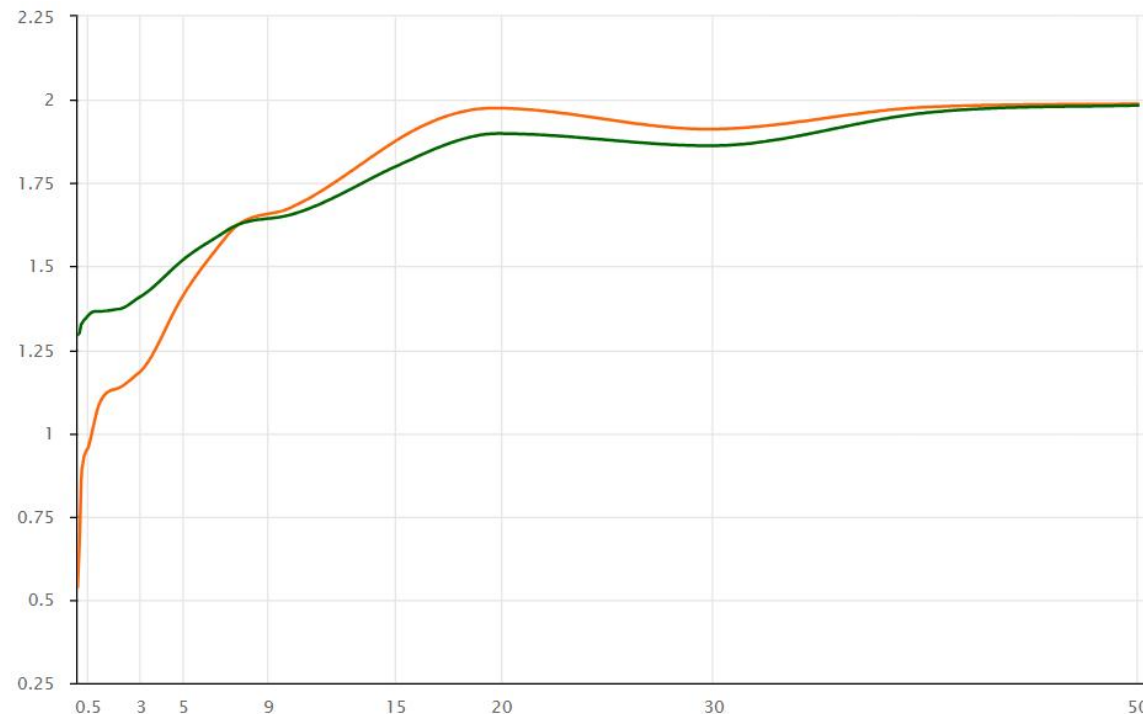


数据来源: wind, 格林大华

国债现券收益率多数在1月初创出低点，透支了全年的降息预期。2年期国债到期收益率最低接近1%，市场对“适度宽松的货币政策”过度反应。1月10日人民银行宣布1月起暂停开展公开市场国债买入操作。随后收益率反弹。春节回来，资金利率连续走高，股市走强，推动债券收益率上行。短期利率快速回升，升幅较长期利率更多。3月中旬10年期国债收益率摸高到1.90%，4月上旬对等关税影响国债收益率有一个快速下行，随后企稳，横向波动，最新10年期国债收益率1.65%附近。



6月25日收盘国债现券到期收益率曲线与去年末相比表现扭曲走平。2年期国债到期收益率从去年12月31日的1.14%上行23个BP至6月25日的1.37%；5年期国债到期收益率从去年12月31日的1.42%上行10个BP至6月25日的1.52%；10年期国债到期收益率从去年12月31日的1.68%下行3个BP至6月25日的1.65%；30年期国债到期收益率从去年12月31日的1.91%下行5个BP至6月25日的1.86%。



颜色	日期	待偿期(年)	收益率(%)
■	2024-12-31	0.0	0.5374
■	2025-06-25	0.0	1.2946

数据来源：中国债券信息网，格林大华

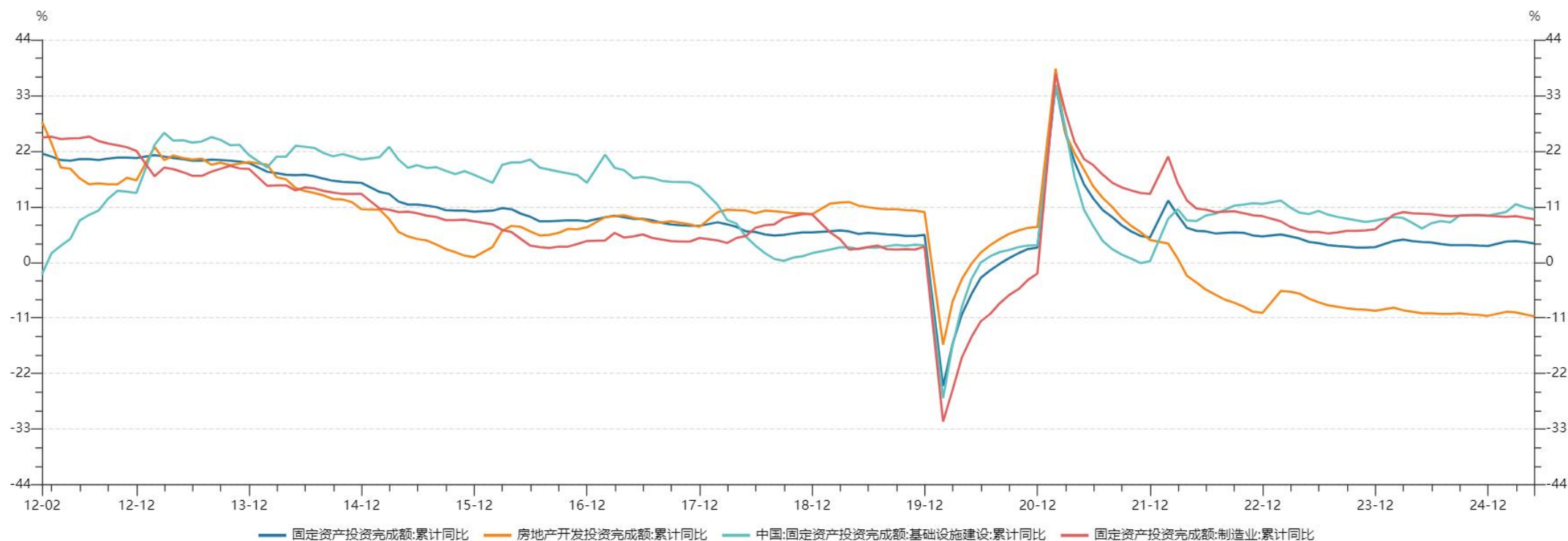


PART 02

本期分析

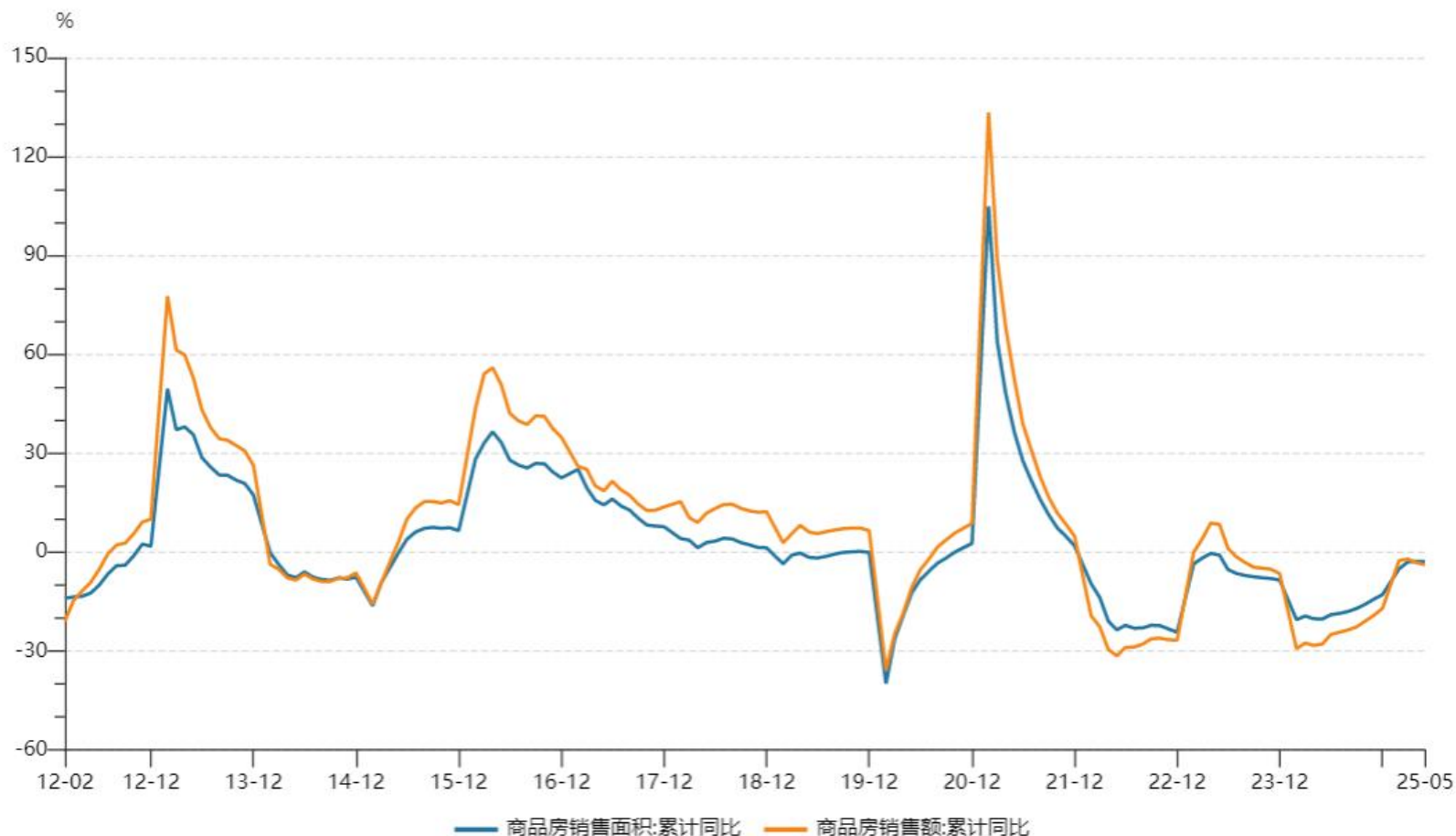
1-5月份，全国固定资产投资同比增长3.7%，市场预期4.0%，1-4月份为4.0%

1-5月份，全国固定资产投资同比增长3.7%，市场预期4.0%，1-4月份为4.0%。分类来看，1-5月广义基建投资（含电力）同比增长10.42%，1-4月增长10.85%，2024年同比增长9.19%。1-5月狭义基建投资（不含电力）同比增长5.6%，1-4月增长5.8%，2024年全年同比增长4.4%。1-5月制造业投资同比增长8.5%，市场预期增长8.5%，1-4月增长8.8%，2024年全年同比增长9.2%。1-5月份，全国房地产开发投资同比下降10.7%，1-4月下降10.3%，2024年同比下降10.6%。6月底之前“两重”项目要全部下达，新型政策性金融工具出台渐近。



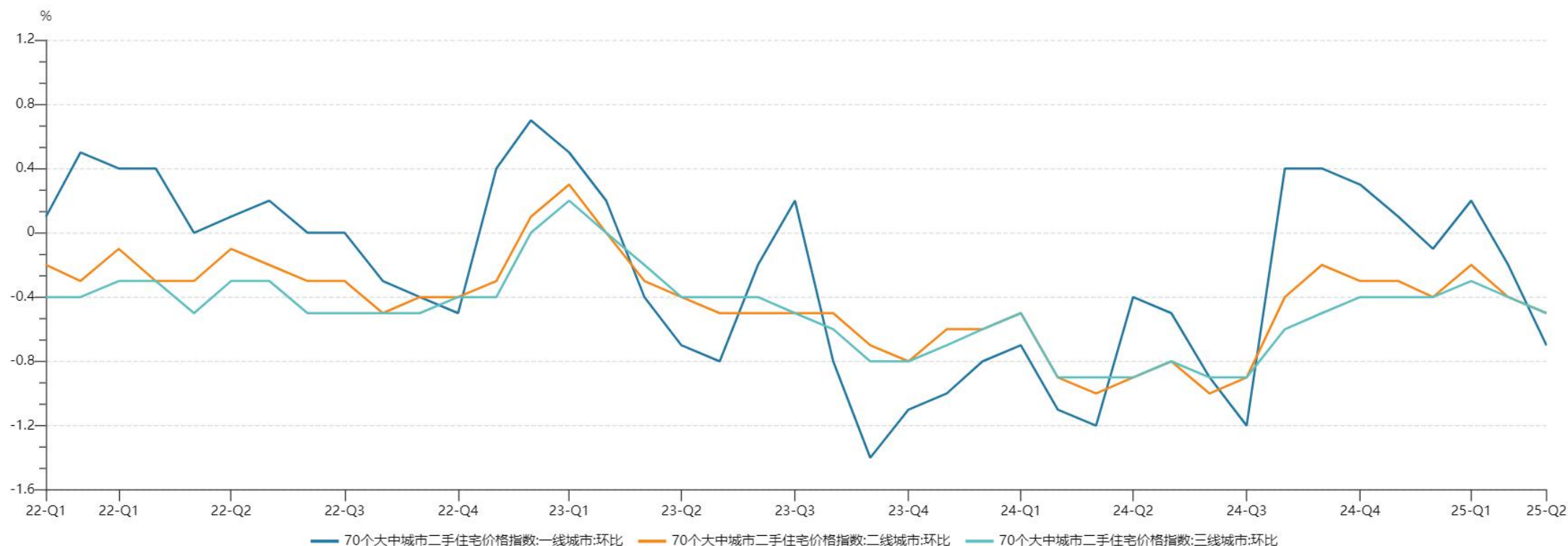
1-5月份，全国新建商品房销售面积同比下降2.9%，1-4月同比下降2.8%

1-5月份，全国新建商品房销售面积35315万平方米，同比下降2.9%，1-4月同比下降2.8%，2024年全年同比下降12.9%。1-5月份，全国新建商品房销售额34091亿元，下降3.8%，1-4月下降3.2%，2024年全年同比下降17.1%。



5月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降0.7%，降幅比上月扩大0.5个百分点

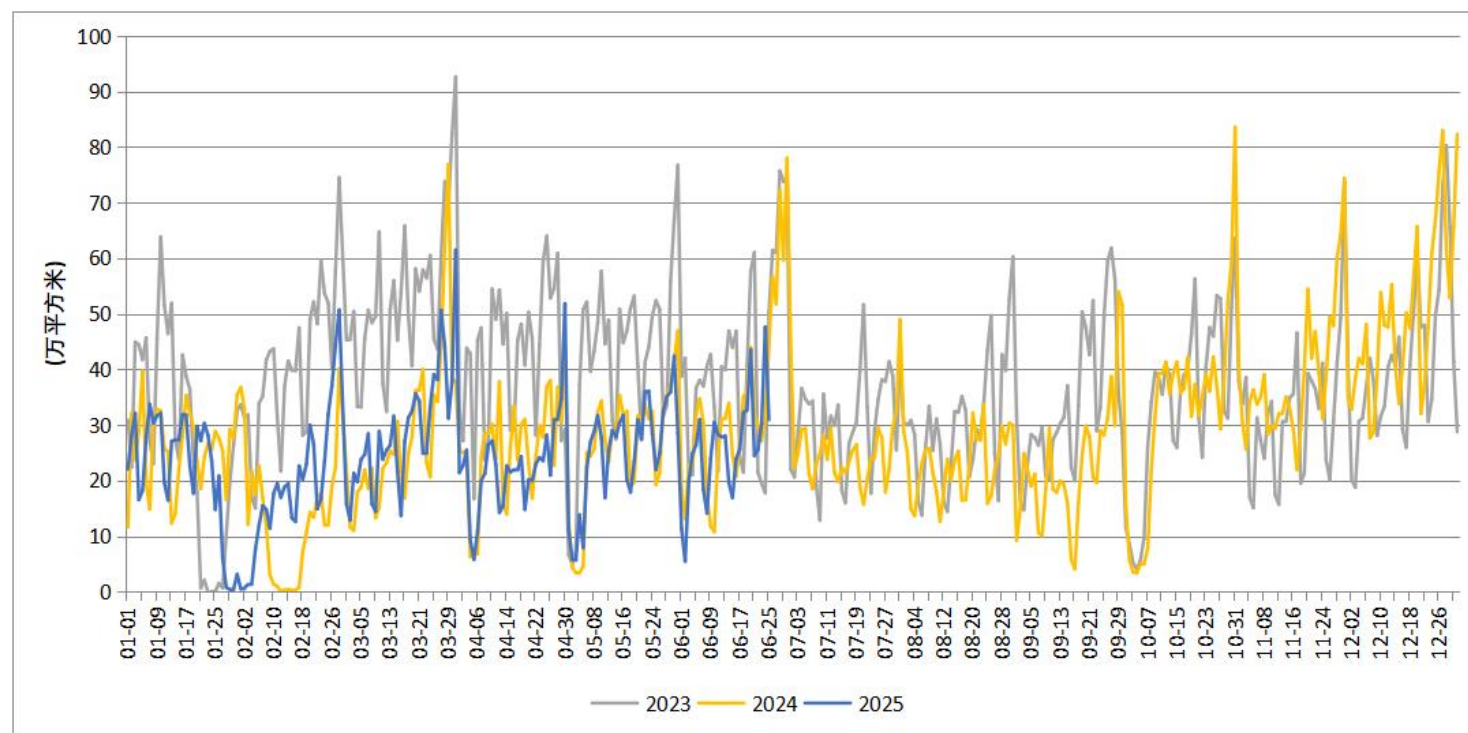
5月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降0.7%，降幅比上月扩大0.5个百分点。二、三线城市二手住宅销售价格环比均下降0.5%，降幅均扩大0.1个百分点。



数据来源: wind, 格林大华

6月前25日，30大中城市的商品房日均成交面积26万平米，同比下降6%

今年一季度30大中城市的商品房日均成交面积23.6万平米，同比增长2.5%。4月份30大中城市的商品房日均成交面积23万平米，同比下降12%。5月份30大中城市的商品房日均成交面积26万平米，同比下降3%。6月前25日，30大中城市的商品房日均成交面积26万平米，同比下降6%。6月13日召开的国常会指出，“多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳”。

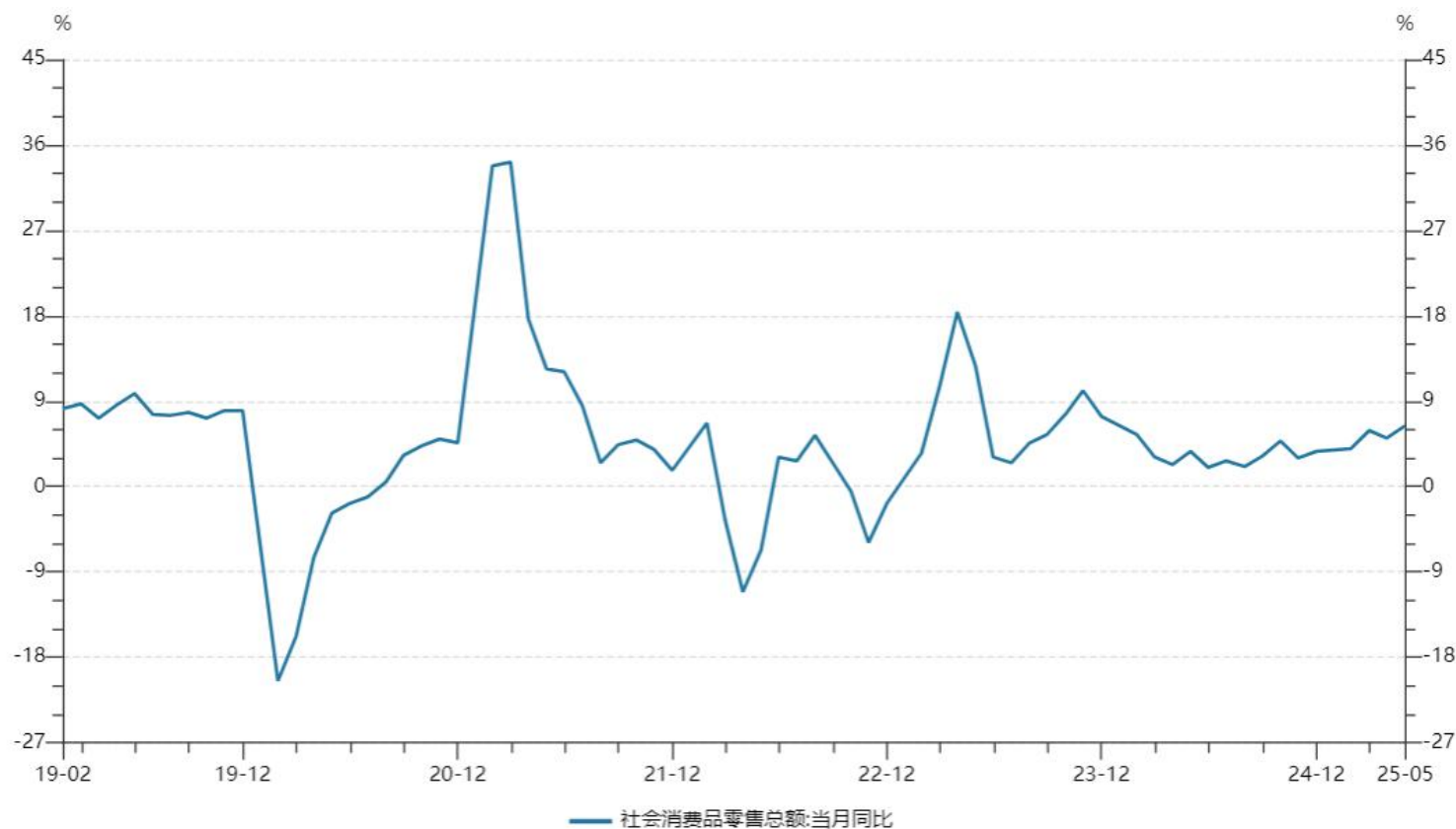


数据来源：wind，格林大华



5月份，社会消费品零售总额同比增长6.4%，市场预期4.9%，4月同比增长5.1%

5月份，社会消费品零售总额41326亿元，同比增长6.4%，市场预期4.9%，4月同比增长5.1%。1-5月份，社会消费品零售总额同比增长**5.0%**（上年全年3.5%）；其中，除汽车以外的消费品零售额184324亿元，增长5.6%（上年全年3.8%）。



数据来源：wind，格林大华

5月份家用电器和音像器材类、通讯器材类等同比涨幅较大

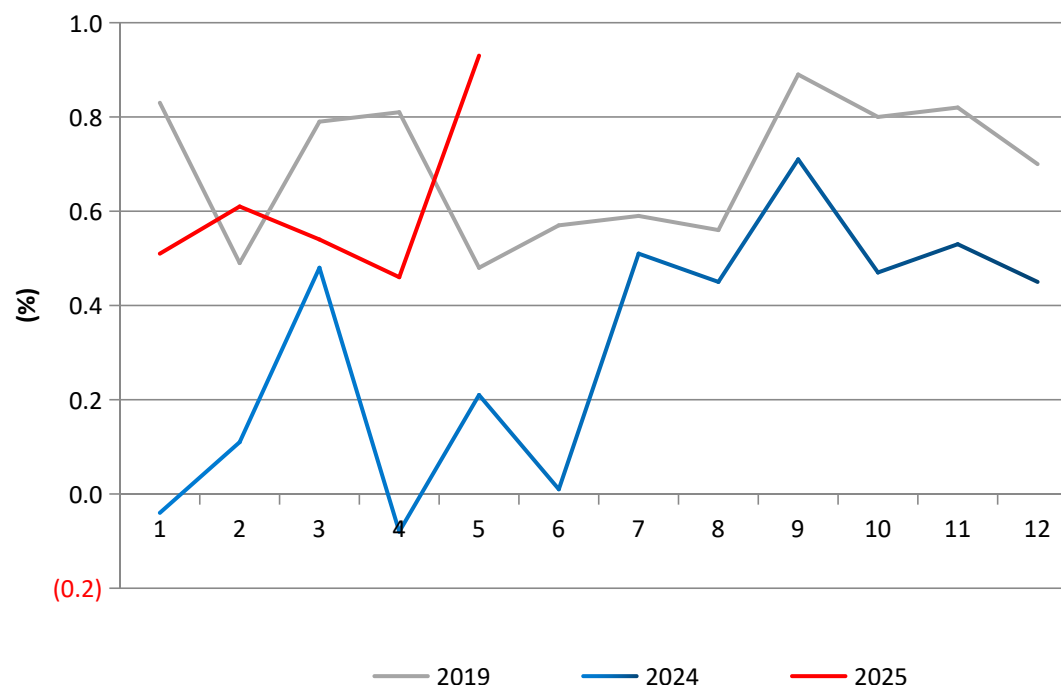
以旧换新政策推动下，5月限额以上单位家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类、家具类商品零售额分别增长53.0%、33.0%、30.5%、25.6%，4月分别增长38.8%、19.9%、33.5%、26.9%。基本生活类和部分升级类商品销售增势较好，限额以上单位粮油食品类、金银珠宝类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长14.6%、21.8%、28.3%，4月分别增长14.0%、25.3%、23.3%。5月份限额以上单位汽车类消费品零售总额同比增长1.1%，4月同比增长0.7%，去年全年同比下降0.5%。



数据来源: wind, 格林大华

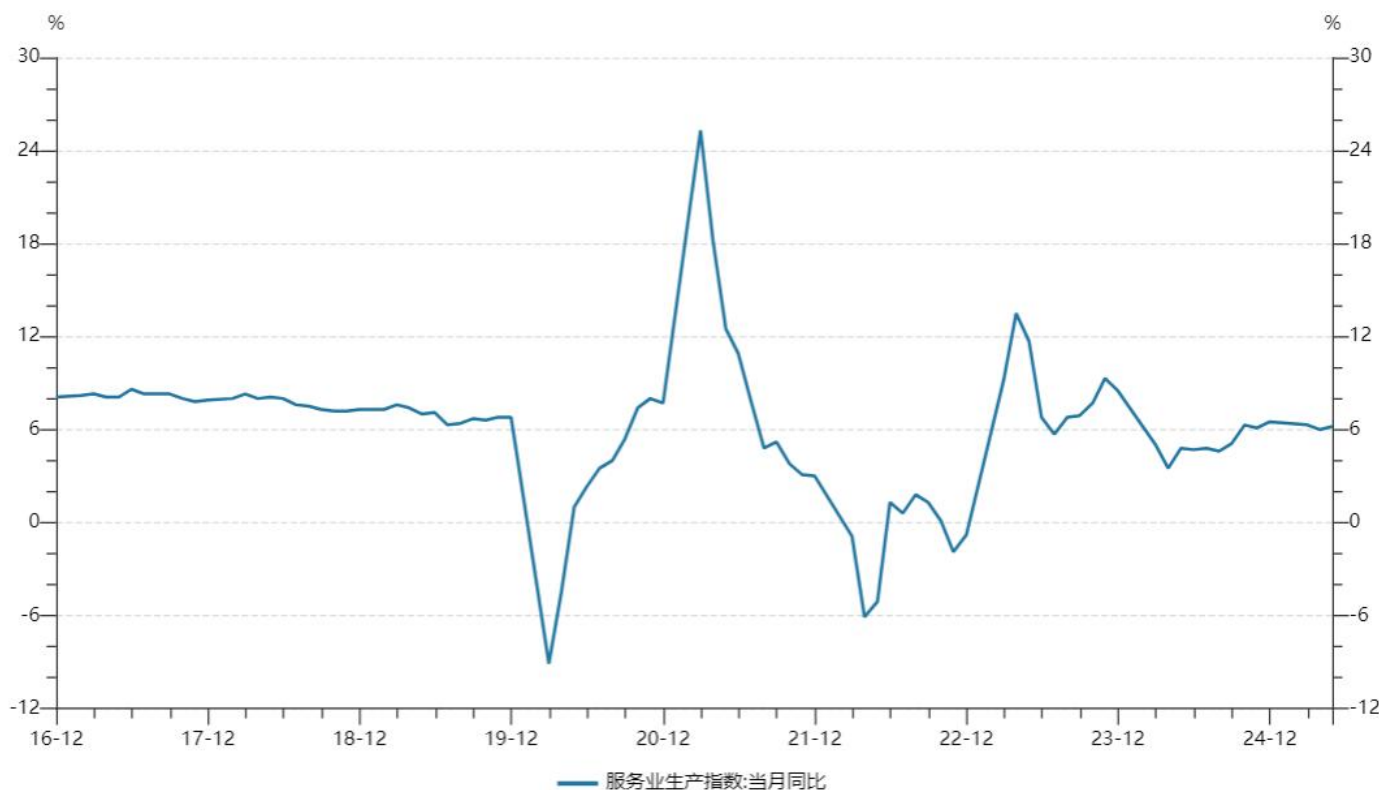
5月份，社会消费品零售总额环比增长0.94%

2025年5月社会消费品零售总额环比增长0.94%，4月是0.46%，2017-2019年5月的均值是0.47%。消费品以旧换新政策叠加“618”电商促销活动，消费需求加快释放。2024年向地方安排1500亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，带动了汽车、家电、家装、电动自行车等销售额超过1.3万亿元。今年直接向地方安排3000亿元国债资金加力扩围实施消费品以旧换新。今年1月和4月已分别下达两批共计1620亿元中央资金，支持地方做好一、二季度消费品以旧换新工作。后续还将有1380亿元中央资金在三、四季度分批有序下达。



5月份，全国服务业生产指数同比增长6.2%，4月份同比增长6.0%

5月份，全国服务业生产指数同比增长6.2%，4月份同比增长6.0%，3月份同比增长6.3%，1-2月份同比增长5.6%，2024年同比增长5.2%。分行业看增长较快的有，5月信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比增长11.2%（前值10.4%），租赁和商务服务业生产指数同比增长8.9%（前值8.9%），批发和零售业生产指数同比增长8.4%（前值6.8%）。



数据来源：wind，格林大华

以美元计中国5月出口同比增长4.8%，进口同比下降3.4%

以美元计价，5月中国出口同比增长4.8%，市场预期6.2%，前值8.1%；5月中国进口同比下降3.4%，预期同比增长0.3%，前值同比下降0.2%。贸易顺差1032.2亿美元，前值贸易顺差961.8亿美元。



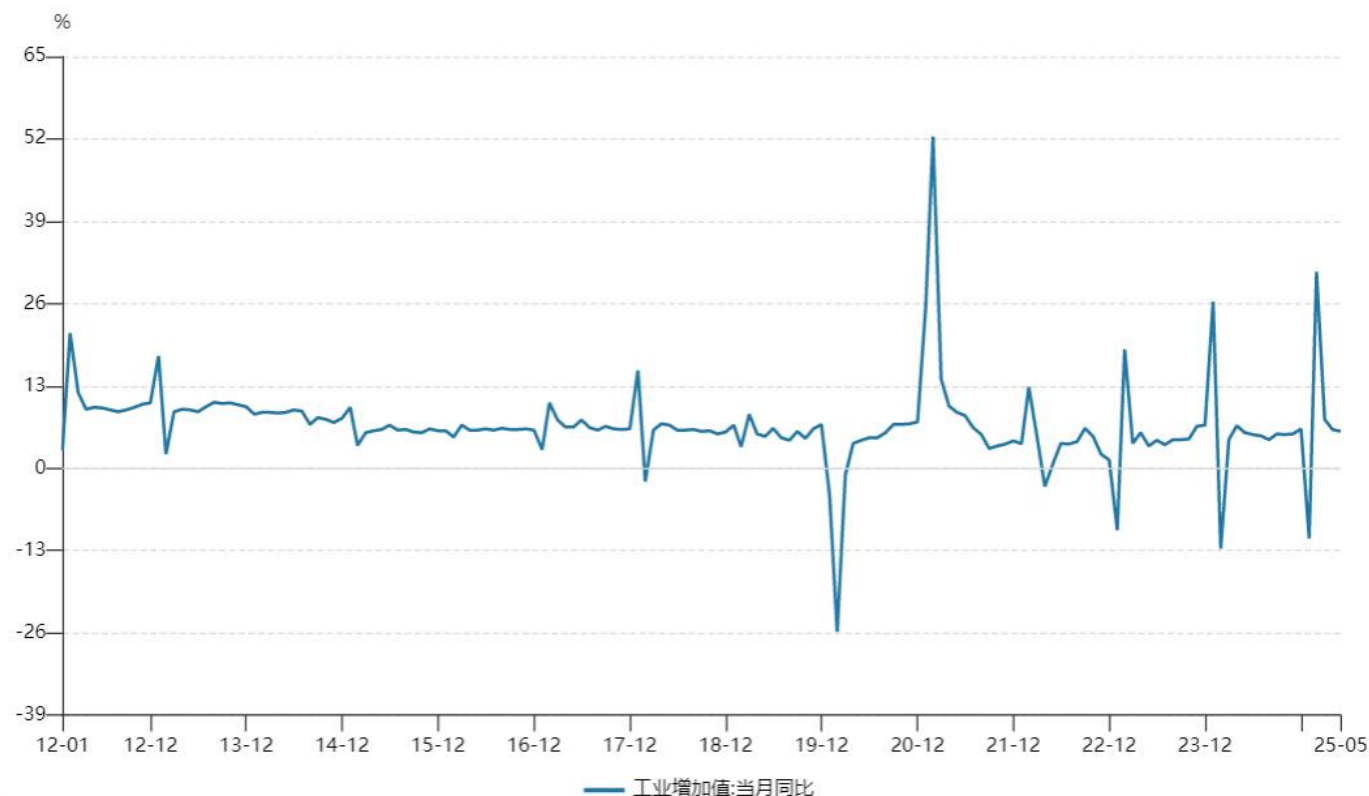
5月份出口东盟增长14.84%，出口欧盟增长12.02%，出口美国下降34.52%

5月份中国出口东盟同比增长14.84%，4月增长20.8%；（去年全年12%）。5月中国出口欧盟同比增长12.02%，4月增长8.27%；（去年全年3.0%）。5月中国出口美国同比下降34.52%，4月同比下降21.03%，（去年全年4.9%）。5月中国出口韩国同比下降1.17%，4月同比下降0.3%，（去年全年下降1.8%）。5月中国出口日本同比增长6.16%，4月同比增长7.77%，（去年全年下降3.5%）。



5月规模以上工业增加值同比增长5.8%，市场预期增长5.7%，4月增长6.1%

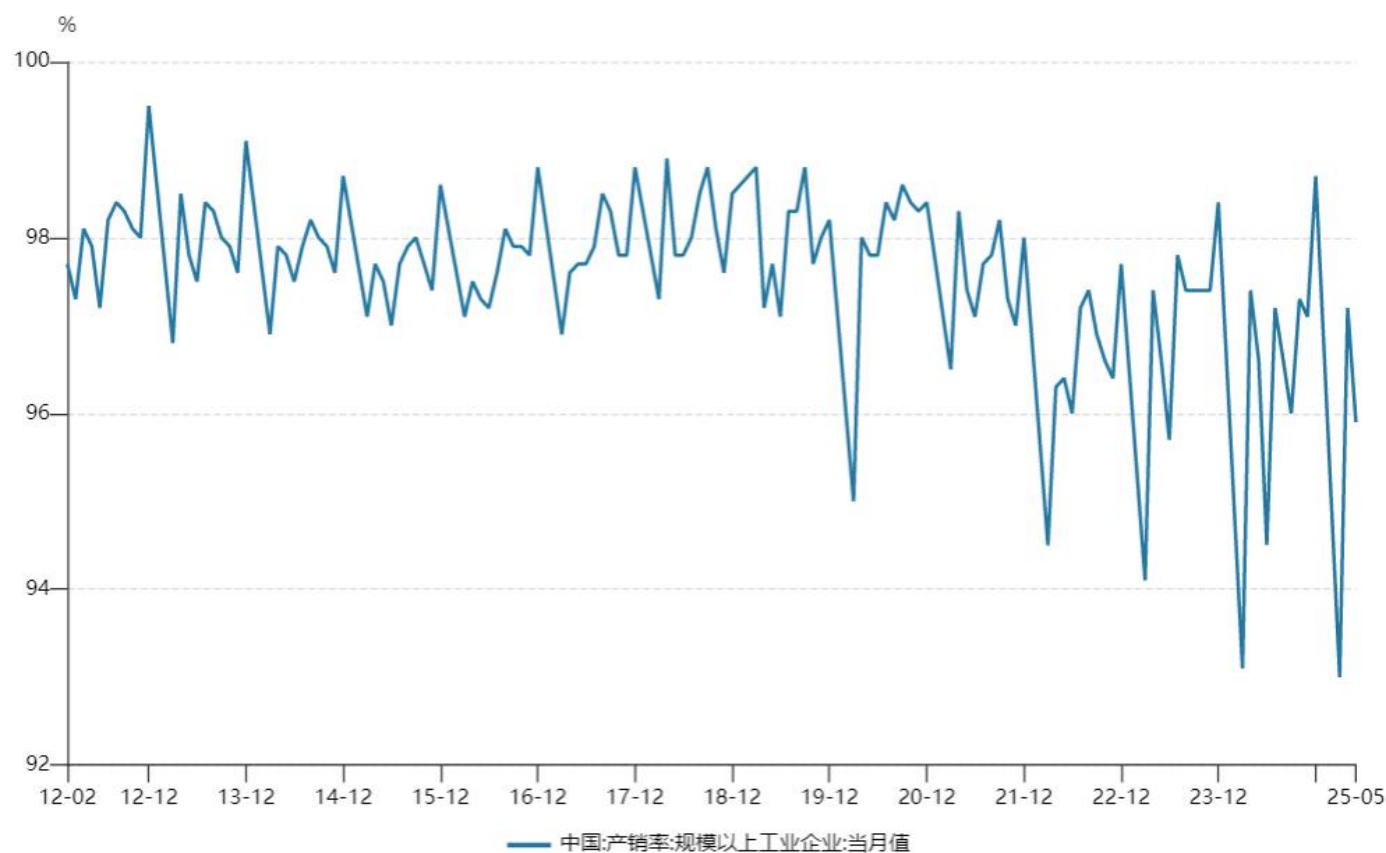
5月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.8%，市场预期增长5.7%，4月同比增长6.1%，一季度规模以上工业增加值同比增长6.5%，2024年全年同比增长5.8%。分三大门类看，5月采矿业增加值同比增长5.7%（4月份增长5.7%，去年全年同比增长3.1%），制造业增长6.2%（4月份增长6.6%，去年全年同比增长6.1%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.2%（4月份增长2.1%，去年全年同比增长5.3%）。



数据来源：wind，格林大华

5月份，规模以上工业企业产品销售率为95.9%

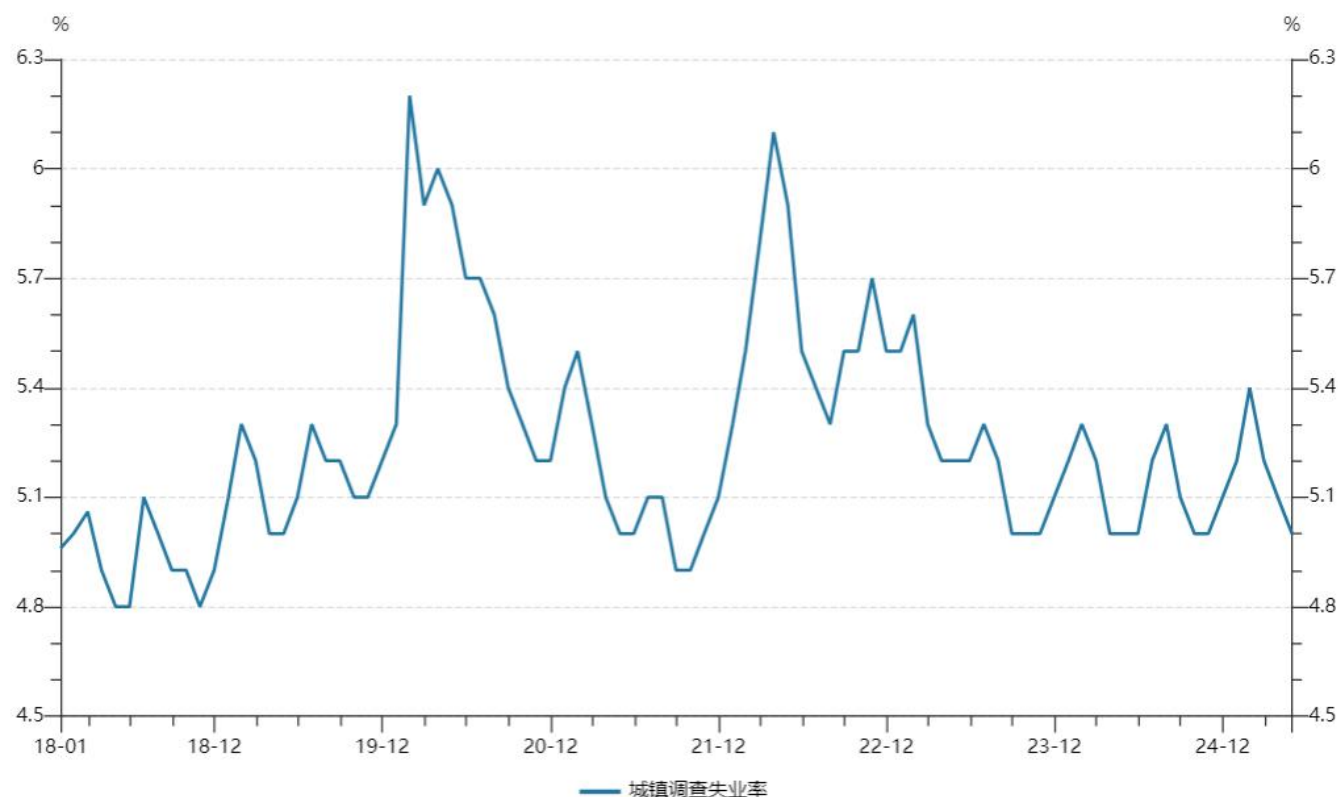
5月份，规模以上工业企业产品销售率为95.9%，同比下降0.7个百分点，4月份为97.2%（4月同比下降0.2%），去年全年产品销售率为96.7%。



数据来源: wind, 格林大华

5月份全国城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.1个百分点

5月份，全国城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.1个百分点，与上年同期持平。5月31个大城市城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.1个百分点，比上年同期上升0.1个百分点。5月外来户籍劳动力调查失业率为5.0%，比上月上升0.2个百分点，比上年同期上升0.3个百分点；外来农业户籍劳动力调查失业率为4.9%，比上月上升0.2个百分点，比上年同期上升0.4个百分点。



数据来源：wind，格林大华

5月份CPI同比下降0.1%

5月份全国居民消费价格（CPI）同比下降0.1%，市场预期下降0.1%，前值下降0.1%。1-5月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。5月份食品价格同比下降0.4%，4月食品价格同比下降0.2%；5月非食品价格同比持平，与4月相同。5月核心CPI同比上涨0.6%，4月核心CPI同比上涨0.5%。5月消费品价格同比下降0.5%，4月消费品价格同比下降0.3%。5月服务价格同比上涨0.5%，4月服务价格同比上涨0.3%。。



数据来源: wind, 格林大华

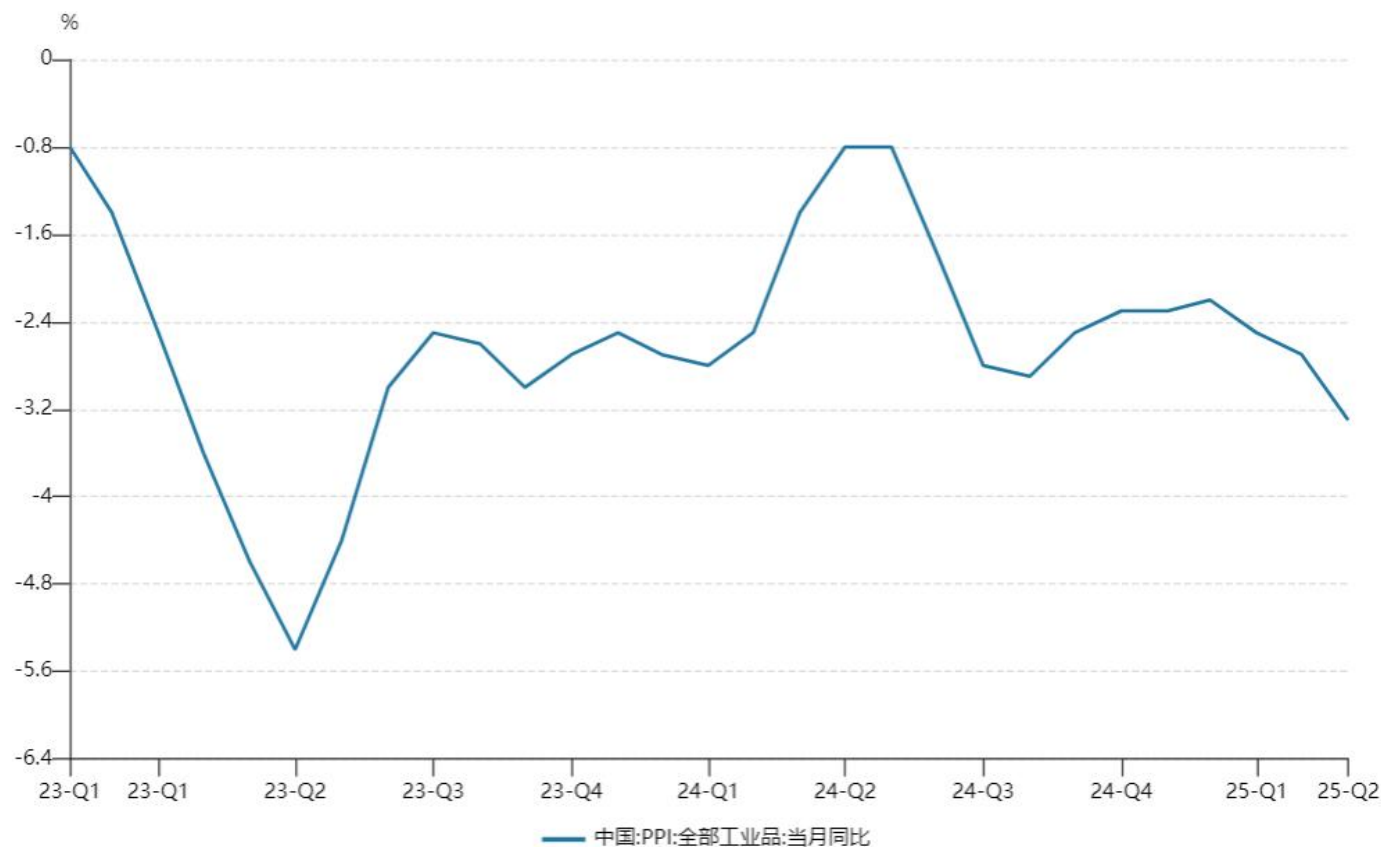
6月农产品批发价格200指数下行放缓

6月农产品批发价格200指数下行放缓，6月25日的农产品批发价格200指数是112.57，超过了上年同期的111.62，5月30日是114.15。6月4日汽油最高零售指导价从5月20日7845元/吨小幅上调至7910元/吨，6月18日再上调至8170元/吨。有利于推动消费物价环比回升。



5月份PPI同比下降3.3%

5月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降3.3%，市场预期下降3.2%，前值下降2.7%。生产资料价格下降4.0%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约2.98个百分点，前值下降3.1%。其中，采掘工业价格下降11.9%（4月下降9.4%），原材料工业价格下降5.4%（4月下降3.6%），加工工业价格下降2.8%（4月下降2.3%）。1-5月汽车制造业出厂价格同比下降3.2%，“反内卷”政策升温下，价格战大概率会有缓和。



数据来源：wind，格林大华

5月PPI环比下降0.4%，连续第三个月环比下降0.4%

5月PPI环比下降0.4%，连续第三个月环比下降0.4%。5月生产资料价格环比下降0.6%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.44个百分点，4月生产资料价格下降0.5%。其中，采掘工业价格下降2.5%（4月环比下降2.1%），原材料工业价格下降0.9%（4月环比下降1.0%），加工工业价格下降0.3%（4月环比下降0.2%）。5月份环比价格变动大的行业有，石油和天然气开采业环比下降5.6%，前值环比下降3.1%。



数据来源: wind, 格林大华

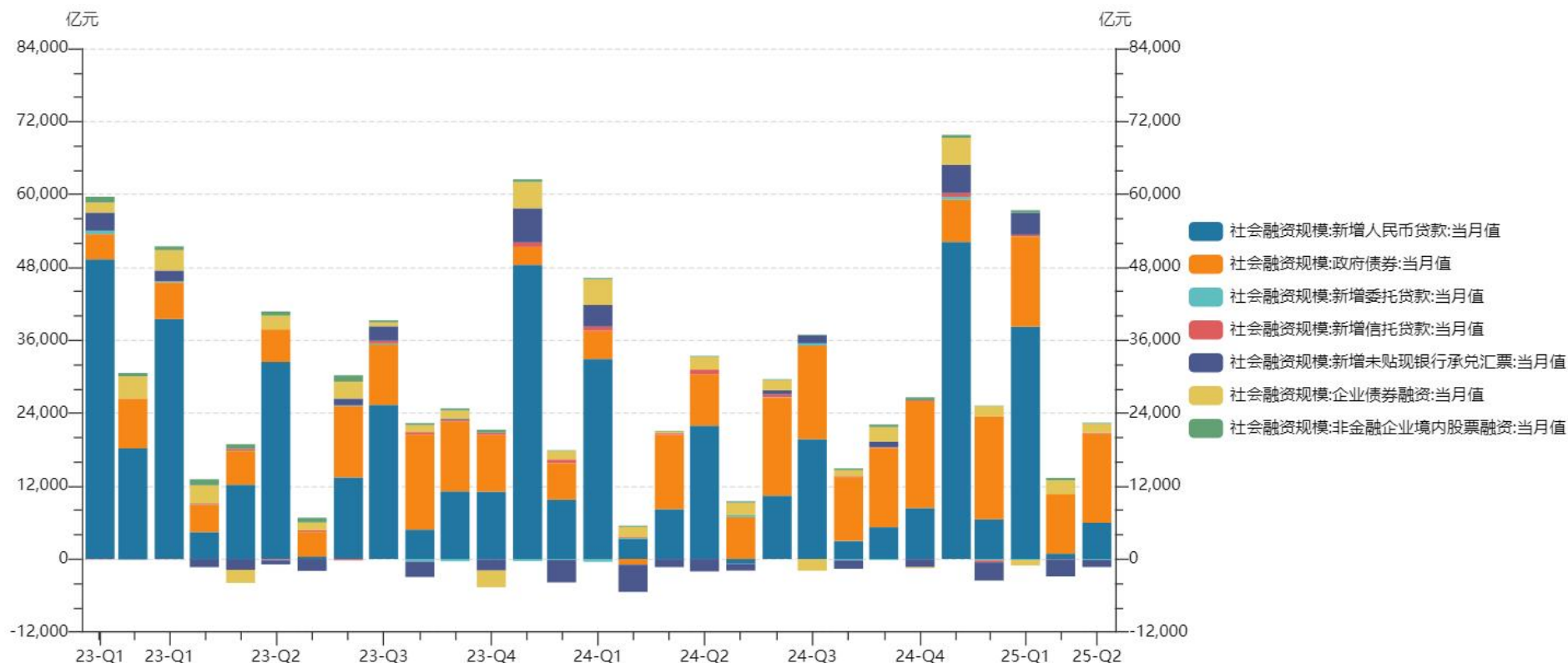
6月南华工业品指数较5月末小幅反弹

6月南华工业品指数较5月末小幅反弹，在目前环境下大宗商品和工业品价格或窄幅波动、难以较大幅度上涨，预期6月的PPI同比仍在偏低位置。未来3个月随着基数的下降，PPI同比降幅将缩减。



5月份社融规模增加2.29万亿元，市场预期增加2.05万亿元

5月份社融规模增加2.29万亿元，市场预期增加2.05万亿元，比上年同期多2271亿元，5月政府债券净融资新增14633亿元，同比多2367亿元；5月对实体经济发放的人民币贷款增加5960亿元，同比少增2237亿元；5月末贴现的银行承兑汇票减少1162亿元，同比少减169亿元；5月企业债券净融资1496亿元，同比多1211亿元。



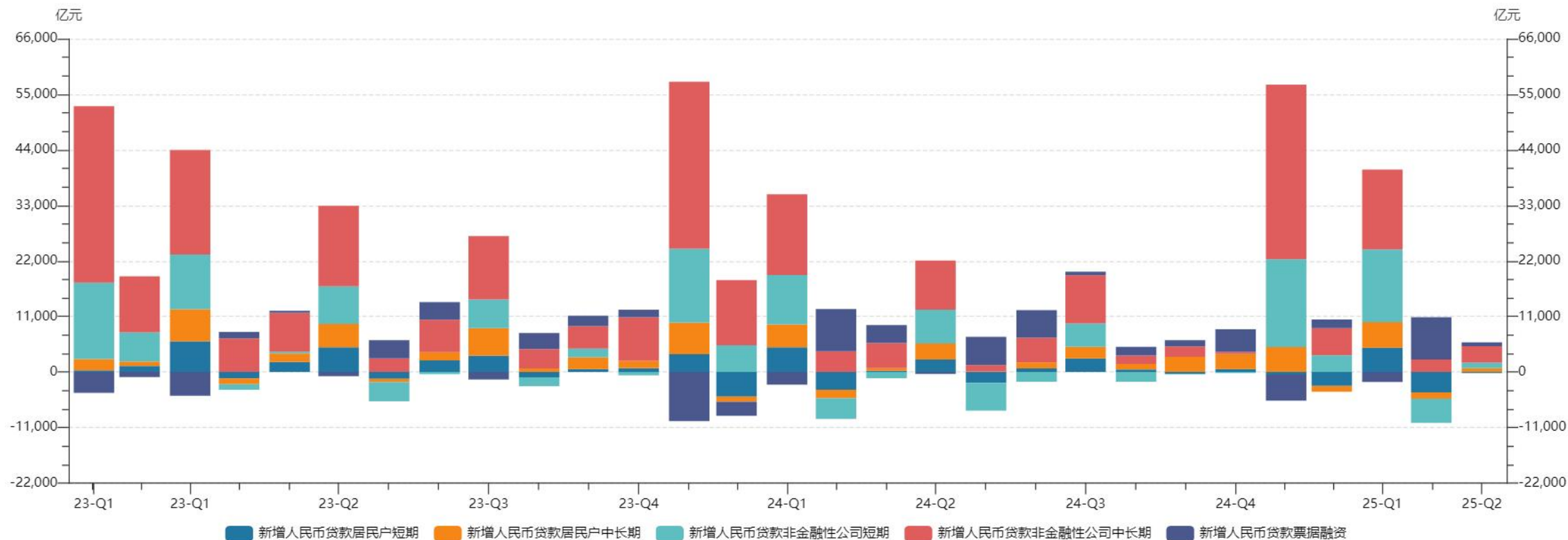
数据来源: wind, 格林大华

5月信贷口径人民币贷款增加6200亿元，市场预期8000亿元，同比少增3300亿元



格林大华期货
Gelin Dahua Futures

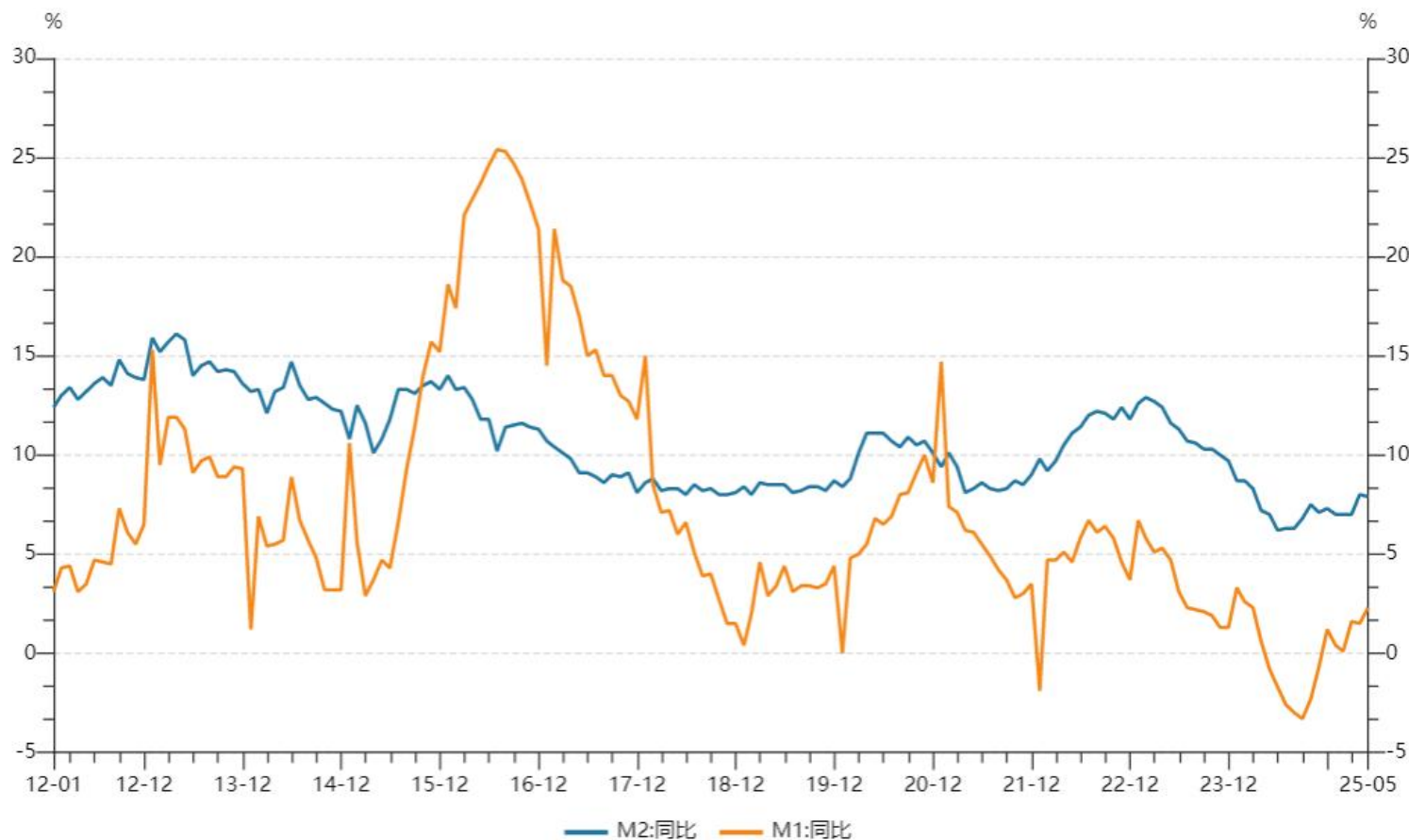
5月信贷口径人民币贷款增加6200亿元，市场预期8000亿元，同比少增3300亿元。其中企业中长期贷款新增3300亿元，比上年同期少1700亿元；企业短期贷款增加1100亿元，比上年同期多2300亿元；企业票据融资新增746亿元，比上年同期少增2826亿元。5月份居民短期贷款减少208亿元，比上年同期多减451亿元；居民中长期贷款增加746亿元，比上年同期多232亿元。



数据来源：wind，格林大华

5月末，M2余额同比增长7.9%，M1同比增长2.3%

5月末，广义货币(M2)余额325.78万亿元，同比增长7.9%，市场预期8.1%，4月末为8.0%。5月末狭义货币(M1)余额108.91万亿元，同比增长2.3%，市场预期1.8%，4月为同比增长1.5%。

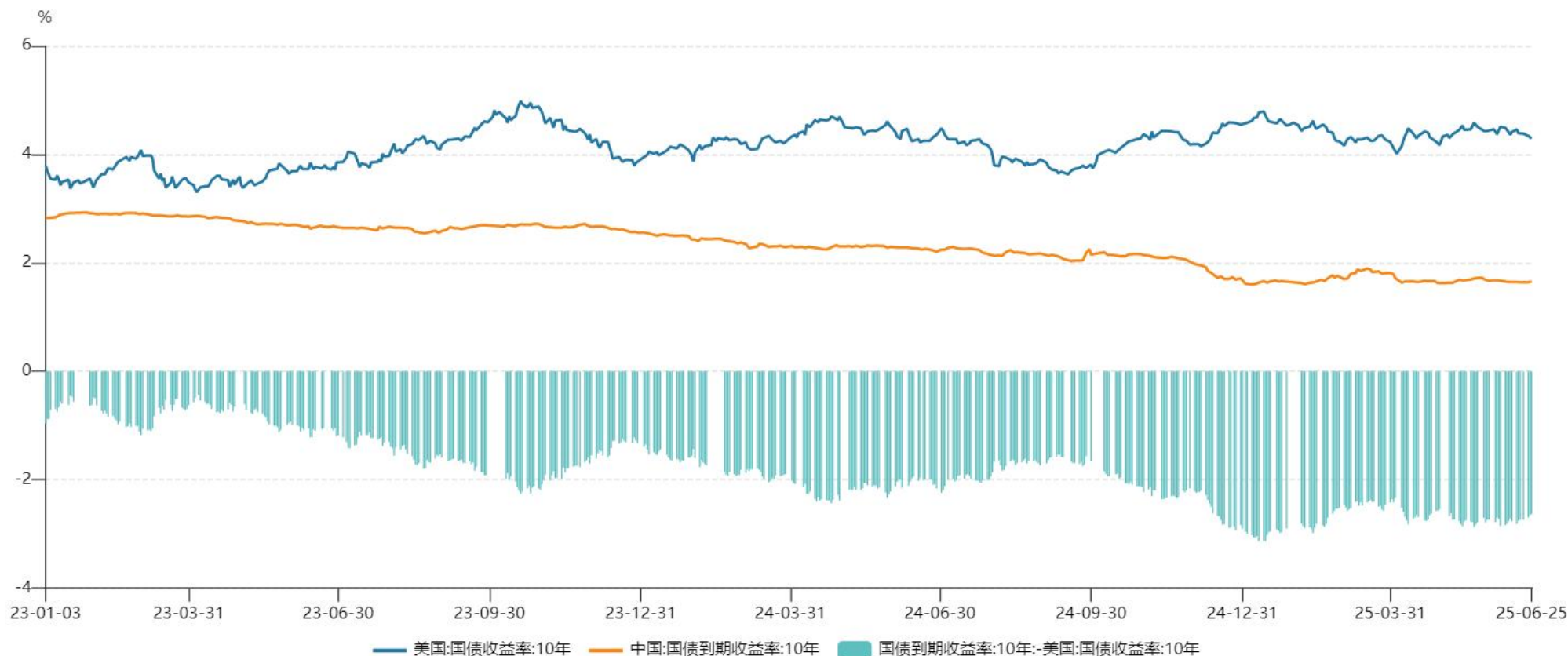


1月美元指数创出年内高点110点之后连续震荡下行，4月因对等关税影响美元指数再快速下行一波，最低下探至4月21日的低点97.9，然后反弹一波后再度回落。美元兑人民币在4月上旬一度上冲至接近7.35，但随着美元指数快速下行，6月25日美元兑人民币回落至7.17附近。美元指数的快速下行，减轻了人民币兑美元贬值的压力。CFETS人民币汇率指数上半年总体呈下降趋势。

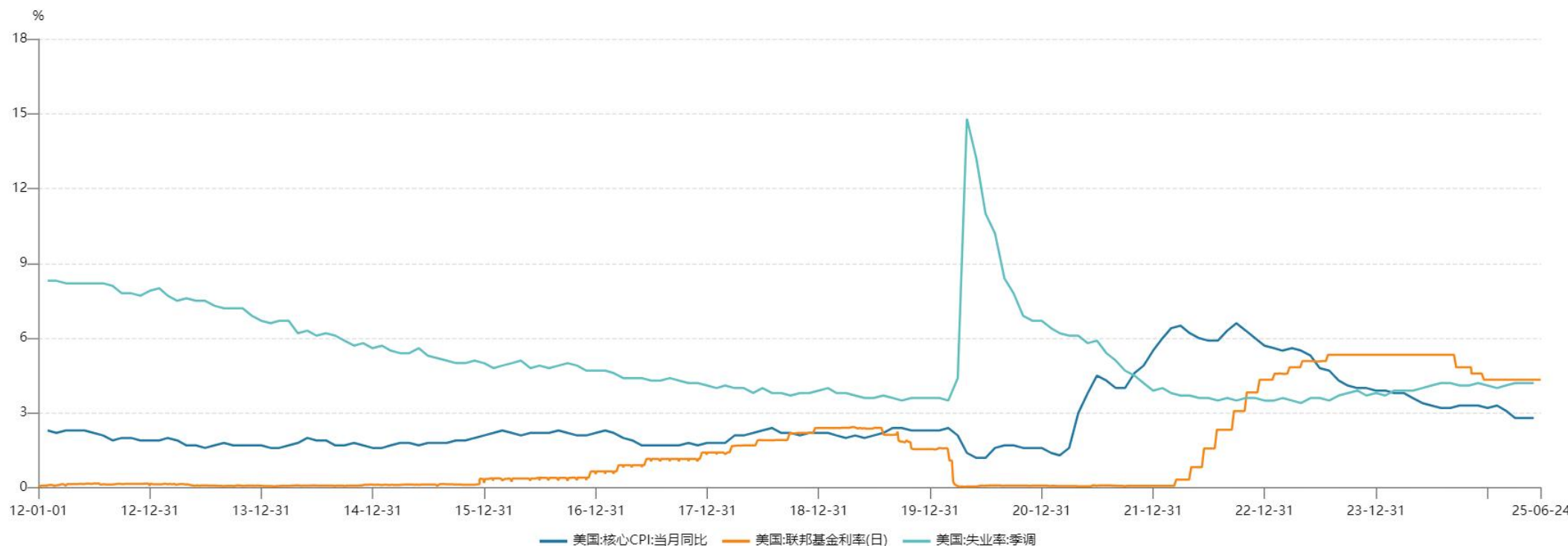


中美10年期国债利差多数时间维持2.5%以上

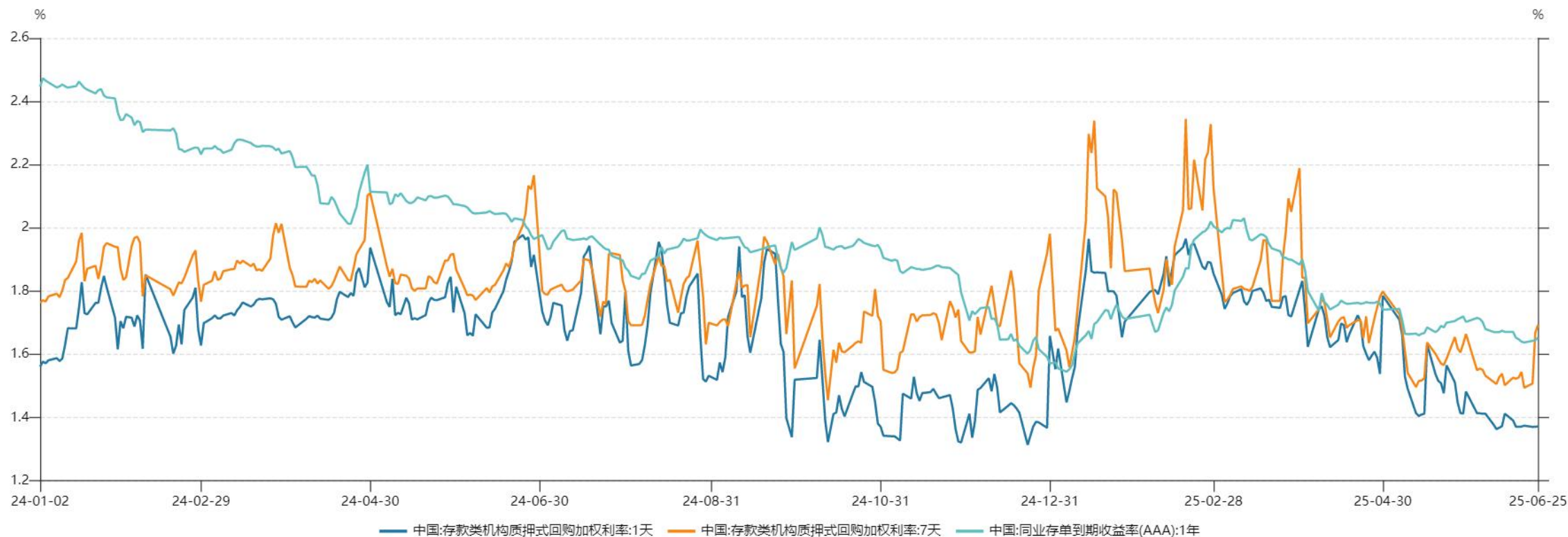
今年以来，10年期美国国债收益率从年初的高点4.896%，最低到4月初的低点3.858%，多数时间运行在4.2%-4.5%之间，中国10年期国债运行在1.60%-1.90%之间，中美10年期国债利差多数在2.5%-2.8%之间，6月25日是2.64%。中美国债高利差某种程度制约了国内降息的灵活性。



美国3-5月份连续3个月核心CPI同比维持在2.8%，失业率持续在4.2%。美联储6月保持联邦基金目标利率4.25%-4.50%不变。最新的6月点阵图显示2025年降息两次，美联储预期2025年美国核心PCE从上次预期的2.8%调升至3.1%，预计美国2025年GDP增长从上次预期的1.7%下调至1.4%，2025年失业率预期从4.4%微升至4.5%。6月25日鲍威尔国会听证：重申不急行动，关税史无前例，难预测对通胀影响。目前市场预期美联储9月降息概率超85%，年内有两次25基点降息。

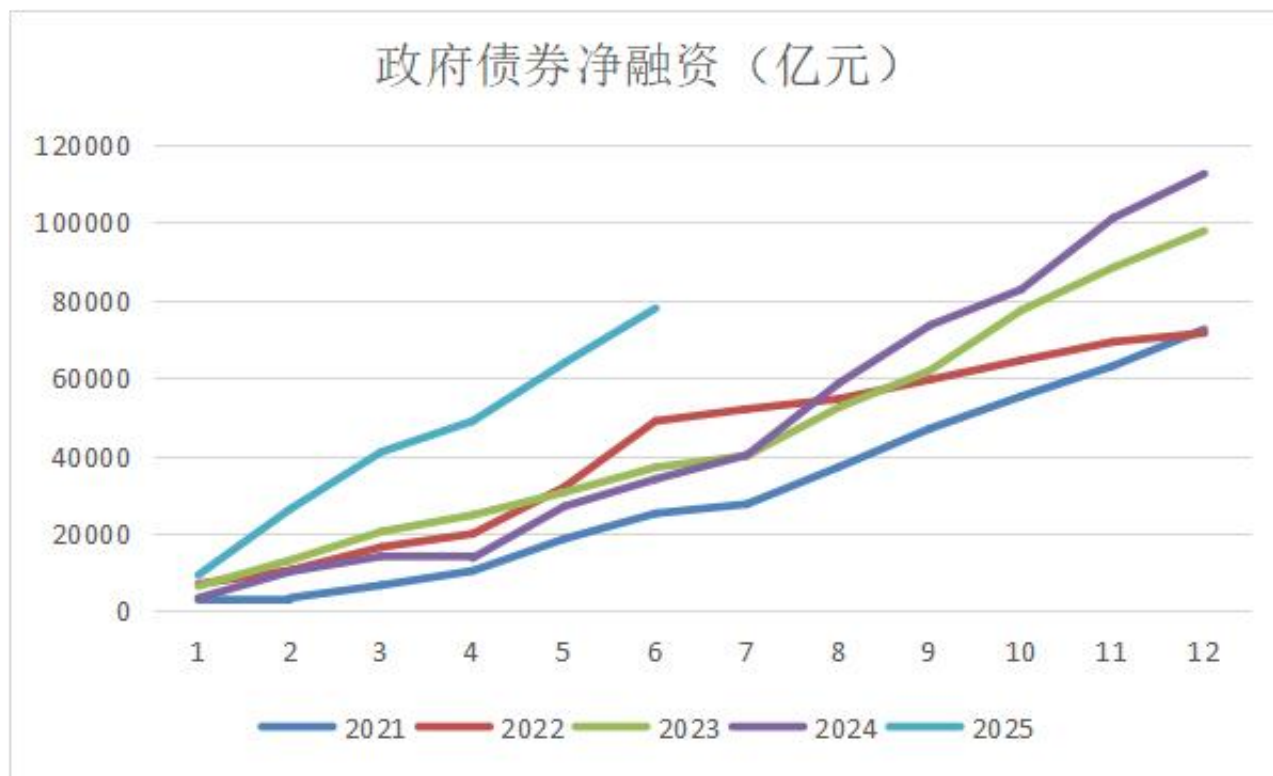


元旦过后资金利率上行，也是推动国债收益上行的重要因素。随后资金利率在高位运行，AAA1年期同业存单到期收益率在2月下旬和3月上旬一度在2%附近。5月8日央行降息后，市场资金利率下行，AAA1年期同业存单到期收益率从4月末的1.74%降至最新的1.65%附近。5月8日降息后，DR007从降息前的1.70%附近降至近期的6月中旬的1.50%附近，DR001最低至1.40%附近，最近几天在1.37%。

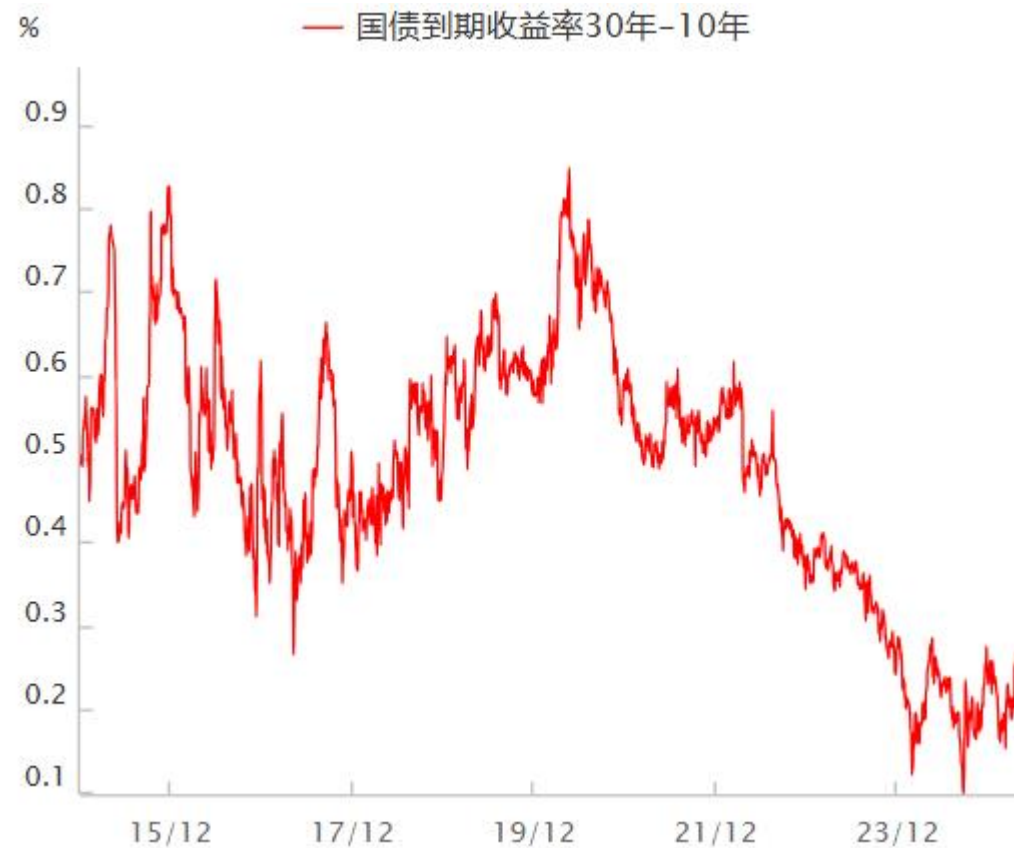


6月政府债券净融资继续保持较快节奏

6月份，截至6月25日，政府债券净融资14088亿元，继续保持较快节奏，前6个月合计净融资7.8万亿元，远远高于2024年前6个月的3.4万亿元。



1-4月，10年期和1年期国债利差从上年末的0.58%持续收窄，4月末低点在0.16%，之后略有反弹，6月25日为0.29%。30年期和10年期国债利差今年以来基本上围绕0.2%上下5个基点波动，6月25日为0.21%。





PART 03

策略建议

5月中国固定资产投资增速不及市场预期，基建投资、制造业投资、房地产投资增速均低于4月。5月消费增长显著好于市场预期，5月社会消费品零售总额环比增长0.93%，超过2017-2019年的同期环比均值0.47%，或难持续。5月工业生产保持了平稳较快增长，环比增长0.61%，超过2017-2019年的同期环比均值0.51%。5月中美日内瓦经贸会谈达成协议，5月中国出口同比增长4.8%，保持了韧性。预期中国经济二季度平稳运行。对于中美6月在伦敦经贸会谈达成了框架之后的细节的落实，我们认为之后可能还需要多轮耐心的谈判。美国和其他主要国家的贸易谈判目前也没有明确的进展，全球经贸关系的演化对下半年经济增长带来了不确定性。三季度中国经济增长可能因为外部环境变化而面临一定挑战。美联储大概率9月份降息25个基点，下半年可能累计降息50个基点，提供了国内降息的空间。在国内外总体环境下，预期央行将继续适度宽松的货币政策，政策利率下半年存在再度下调的可能，下调的幅度需要视经济形势的变化而择机选择。二季度以来国债期货价格波动幅度明显收敛，在未来大方向仍是降息的预期下，逢低做多、波段操作可以考虑作为一种对应的操作策略。

演示完毕

谢谢观看

THANK YOU

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。

格林大华期货有限公司研究院

- 🏠 办公地址：北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心B座29层
- ☎ 办公电话：010-56711700
- 👤 客服电话：400-653-7777
- 🌐 公司官网：www.gldhqh.com.cn