

国债期货周报：关注市场风偏与资金面变化

研究员：沈忱 CFA
期货从业证号：F3053225
投资咨询证号：Z0015885



银河期货暖❤️服务 | 未来可期
与您一起迎接未来
Futures - Future

第一部分 周度核心要点分析及策略推荐

2

第二部分 相关数据追踪

13

■【综合分析】

逻辑梳理：数据方面，本周公布的7月外贸进出口增速双双保持高增，商品贸易顺差也续创历史同期新高，这与此前港口高频数据与海外领先指标相互印证。周五晚间，市场较为关注的美国新增非农就业偏弱，一定程度上降低了短期内美联储收紧货币政策的概率。叠加非农结构上，工业生产相关就业分项保持韧性，这一组合在有利于外需延续偏强的同时，也有助于市场风险偏好的回稳。不过，周末公布的7月国内通胀指标整体不及预期，核心CPI同比继续回落，工业品价格阶段性的拐点也得以确认，这对债市而言则相对偏友好。

流动性方面，月初市场资金面季节性转松，但隔夜资金价格仍在1.35%上方。下周税期未至，政府债券净缴款规模同样不高，资金面面临的扰动不多，市场关注点或集中在央行6个月期买断式逆回购续作量上。而从价格角度看，1.35%附近或仍是隔夜资金价格偏底部的位置，有效下破前，市场资金价格对短端收益率的下行可能仍有约束。

综合来看，月度基本面数据多空并存，但在内需弹性有限，价格触顶回落的情况下，预计债市对偏强的外需不会过度定价，反倒是海外风偏企稳向内传导给债市带来的潜在不利扰动可能更大一些。另外，短期内建议投资者继续关注市场资金面变化，若隔夜资金价格未明显下破1.35%关口，则债市做多赔率仍将受限。

操作上，单边建议前期TL多单止盈后，暂观望为主；套利方面，考虑到30Y-7Y期限利差仍维持在近10年较高分位数水平，且短期内市场资金价格进一步下行空间或已不大，建议做平曲线头寸（TL-3T）继续适量持有；与此同时，考虑到当前下季合约估值并不算低，移仓进度相对偏慢，且前十席位净空头占比偏高等因素，建议投资者关注移仓换月期间阶段性做多T合约跨期价差的交易机会。

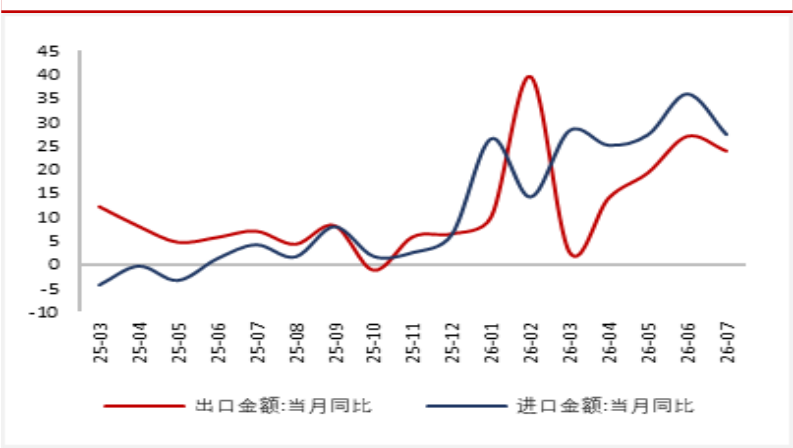
■【策略推荐】

1.单边：暂观望

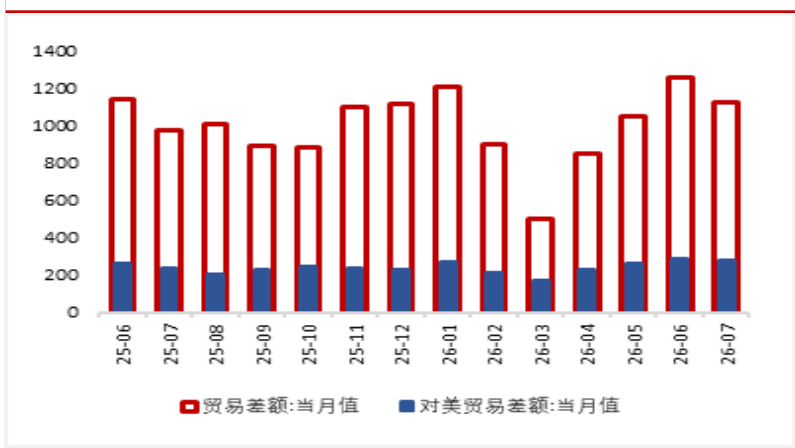
2.套利：做平曲线头寸（TL-3T）适量持有；关注潜在的做多T合约跨期价差机会

- 海关口径下，以美元计，7月我国货物进、出口同比分别录得+27.5%、+23.9%，虽较上月分别回落8.5、3.1个百分点，但仍保持较高绝对增速。7月贸易顺差1125亿美元，环比下降131.2亿元，不过同比也续创历史新高。
- 出口商品结构上，7月延续此前特征，除汽车、船舶等中高端制造业保持较高竞争力外，AI行业高景气度及中东地缘因素仍是我国出口高增的最主要驱动。而玩具、箱包等部分劳动密集型商品出口则延续低迷。

出口与进口金额增速



贸易差额变化



不同商品出口同比 (累计)

	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12
机电产品	26.0	24.5	22.4	21.1	21.4	27.1	15.7	8.4
手机	11.6	9.2	6.0	-1.3	-4.7	-8.3	-2.5	-9.4
集成电路	99.5	96.1	90.0	83.7	77.5	72.6	78.4	26.8
汽车包括底盘	54.9	53.9	50.4	54.1	58.5	67.1	56.3	21.4
汽车零部件	8.5	7.6	5.2	5.2	4.7	14.4	2.1	2.5
船舶	37.9	29.4	26.5	25.6	48.7	52.8	18.2	26.7
高新技术产品	40.7	38.5	35.4	31.4	28.6	26.9	24.1	7.5
家用电器	6.2	6.1	4.3	3.0	1.5	11.4	0.0	-3.9
家具及其零件	3.7	2.6	1.3	1.2	3.0	24.7	5.0	-6.1
玩具	-9.7	-11.3	-12.6	-14.1	-14.8	1.5	-12.8	-12.7
塑料制品	11.2	10.3	8.7	7.7	7.5	25.7	6.2	-1.3
钢材	-3.8	-5.4	-8.4	-10.1	-10.8	-9.0	-20.4	-1.3
未锻轧铝及铝材	35.0	33.2	24.6	20.7	16.5	20.8	17.0	-3.3
纺织品		4.4	3.0	2.5	2.3	19.0	-2.4	-1.1
服装		-1.2	-1.9	-0.9	-0.2	15.3	-7.2	-5.0
箱包	-1.7	-3.1	-4.2	-4.0	-1.1	18.4	-4.2	-13.5

对不同国家或地区出口同比 (单月)

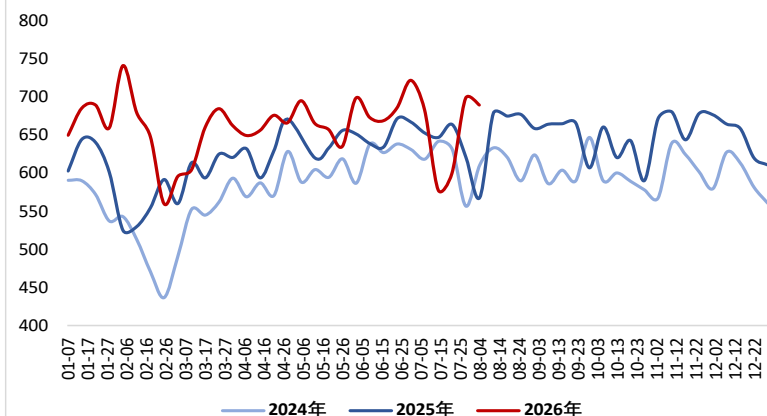
	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12
美国	17.0	13.9	35.4	11.3	-26.5	9.7	-23.0	-30.0
欧盟	16.0	18.5	7.6	13.4	8.6	54.9	10.8	11.6
东盟	38.4	34.5	24.3	15.2	6.9	38.7	22.4	11.1
日本	14.0	6.9	10.9	4.0	3.3	22.5	-0.3	5.3
韩国	46.6	42.6	42.1	24.6	19.6	40.7	15.8	-0.6
澳大利亚	13.9	29.8	23.6	8.6	11.9	64.9	9.6	12.9
俄罗斯	34.9	38.0	35.8	25.7	20.6	59.0	-0.9	3.6
印度	14.4	39.4	18.6	18.6	12.7	37.9	7.3	22.1
英国	17.2	16.6	1.7	9.6	3.4	49.6	12.3	13.1
拉丁美洲	13.9	28.4	6.1	13.7	-3.7	44.1	-0.6	9.8
巴西	15.8	28.9	13.6	37.0	11.4	50.8	6.6	10.9
非洲	18.2	28.0	18.6	17.3	3.1	97.5	23.4	21.8
南非	35.0	29.9	25.6	36.6	13.8	77.1	18.4	9.4
加拿大	11.3	19.5	-2.7	9.4	-7.3	50.2	0.0	-1.4
墨西哥		27.5	-0.8	6.3	-12.0	24.7	-8.7	2.0

数据来源: Wind、银河期货

外需韧性有望延续

- 此前，港口高频数据与海外领先指标均指向当前外贸端仍有较强支撑，同比将保持高增态势。
- 周五晚间，市场较为关注的美国非农数据大幅不及预期，新增就业仅-2.3万。结构上看，主要拖累项为零售销售、休闲餐饮以及地方政府雇员等服务生产相关分项，而顺周期的商品生产新增2.5万人，表现依旧稳健。
- 大幅不及预期的非农数据一定程度上降低了短期内美联储收紧货币政策的概率。叠加结构上，工业生产相关就业保持韧性，我们认为这一组合在有利于当前外需延续偏强的同时，也有助于市场风险偏好的回稳。

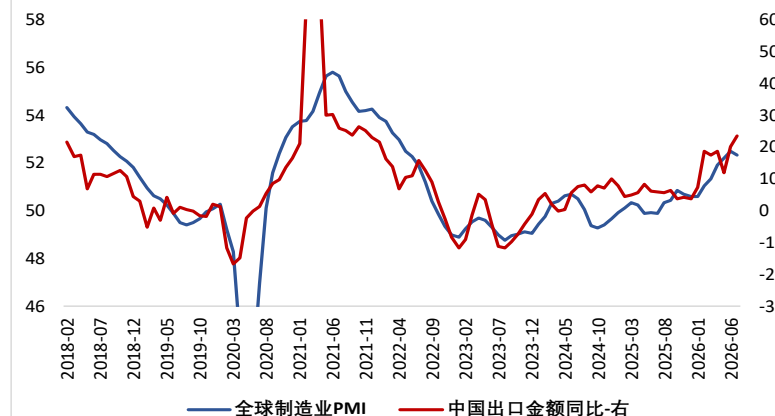
港口完成集装箱吞吐量(TEU)



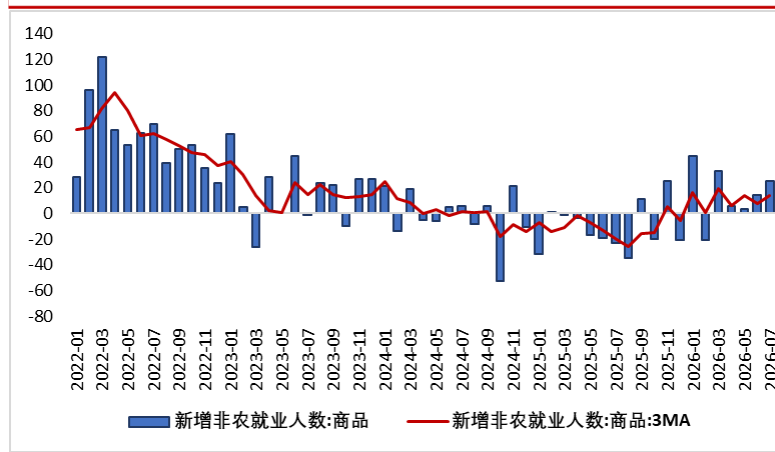
美国非农就业人口变动

	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02
新增非农就业人数:总计	-23	20	63	148	214	-156
私人:合计	30	30	61	150	202	-148
商品生产:总计	25	14	3	6	33	-21
采矿业	-2	-2	3	4	3	-1
建筑业	22	5	2	3	15	-21
制造业	5	11	-2	-1	15	1
耐用品	18	12	14	1	13	8
汽车及零部件	7.9	-0.4	3.3	-5.4	1.7	5.1
非耐用品	-13	-1	-16	-2	2	-7
服务生产:总计	5	16	58	144	169	-127
批发业	4.7	3.3	2.5	0.6	-1.7	8.4
运输仓储业	9.7	-11.4	0.8	39.4	25.1	-45.5
公用事业	0.7	-0.2	0.8	1	-0.5	1.6
信息业	11	-13	-5	-6	1	-23
金融活动	-14	-2	-20	-6	-17	2
零售业	-19.4	-3.7	5	23.5	9.6	-0.3
专业和商务服务	18	34	6	20	28	4
临时支持服务	3.4	11	0.2	10.5	8	1.7
教育和保健服务	25	54	24	67	95	-49
医疗和社会救助	22.6	41	34.8	57.1	92.7	-30.4
休闲和酒店业	-40	-43	42	-7	44	-31
其他服务业	9	-2	2	11	-14	6
政府:合计	-53	-10	2	-2	12	-8
联邦政府	-3	1	4	-1	-7	4
州政府	7	-3	-2	0	-4	-6
地方政府	-57	-8	0	-1	23	-6

全球制造业PMI (3MA)



商品生产新增就业变动

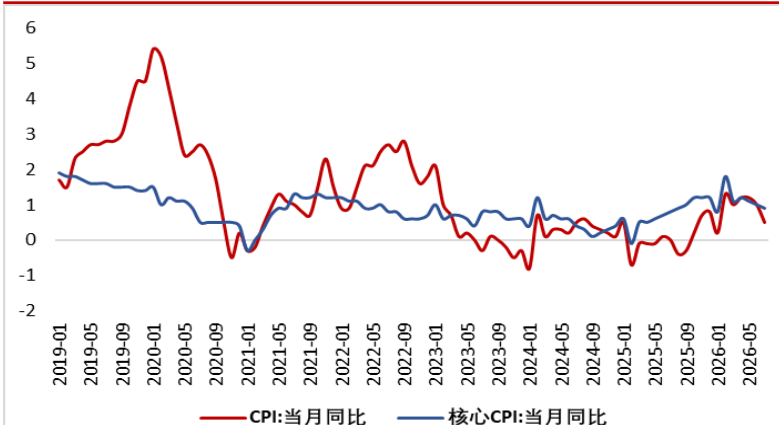


数据来源: Wind、银河期货

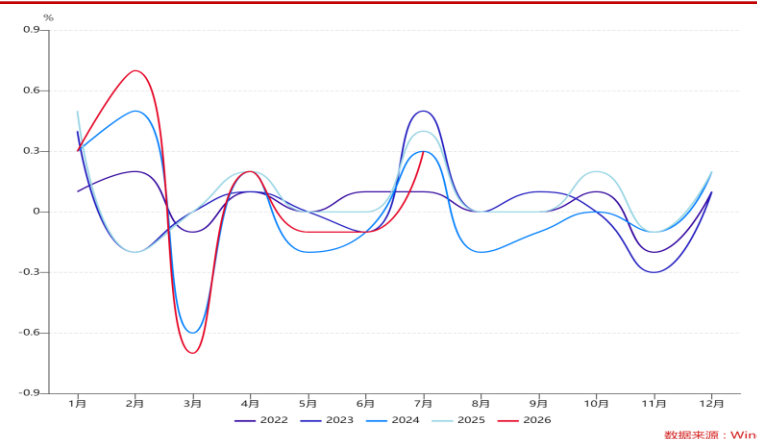
核心CPI同比继续回落

- 7月CPI、核心CPI同比分别+0.5%、+0.9%，分别较上月回落0.5、0.1个百分点；环比分别-0.1%、+0.3%，分别回升0.2、0.4个百分点。
- 分项上看，八大类价格同比四降三平一升，仅医疗保健价格受医疗服务拉动较上月上行0.6个百分点至+2.9%；而交通通信价格则在能源价格涨幅显著收窄的影响下，同比仅+0.4%，较上月回落3.7个百分点，降幅相对较大。
- 环比而言，除能源价格走弱的影响同样显著且暑期季节性推升教育文化和娱乐等分项指标走强外，7月医疗保健价格上行幅度相对较大，表现明显强于季节性。

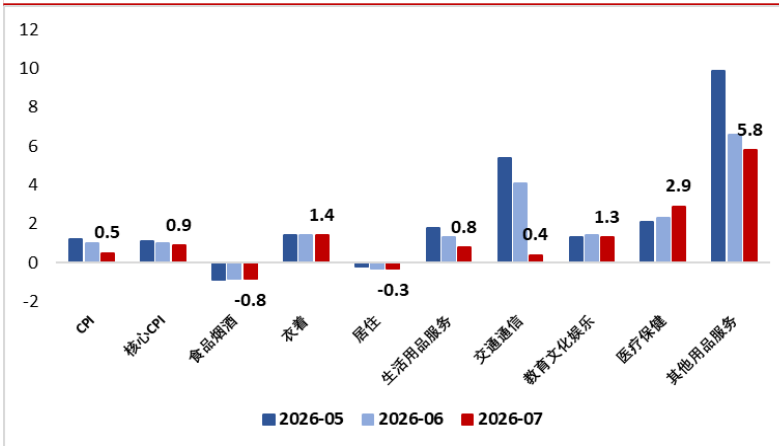
CPI与核心CPI同比



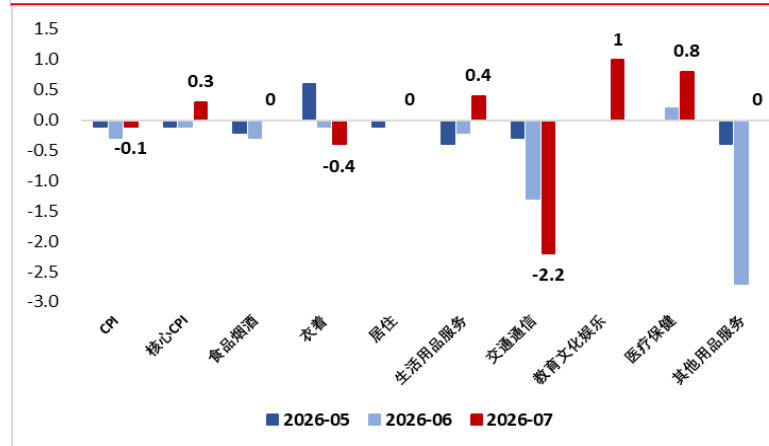
核心CPI环比季节图



八大类价格同比



八大类价格环比

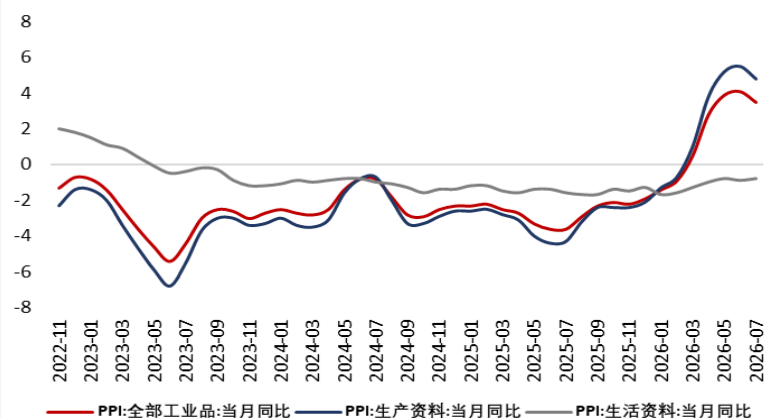


数据来源: Wind、银河期货

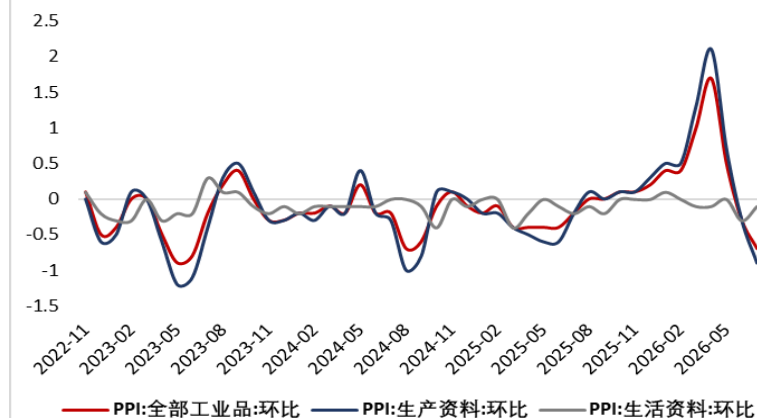
PPI表现不及预期

- 7月PPI同比+3.5%，较上月回落0.6个百分点，环比-0.7%，回落0.4个百分点，整体不及预期
- 7月中东地缘虽有反复，但并未推升能源价格重回前期高点。与此同时，市场对AI行业高资本开支也有所怀疑。叠加国内建筑业景气度想对偏低，在此情况下，除煤炭采选外，中上游资源、原料价格环比普遍走弱，而下游工业品整体波动则依旧不大。

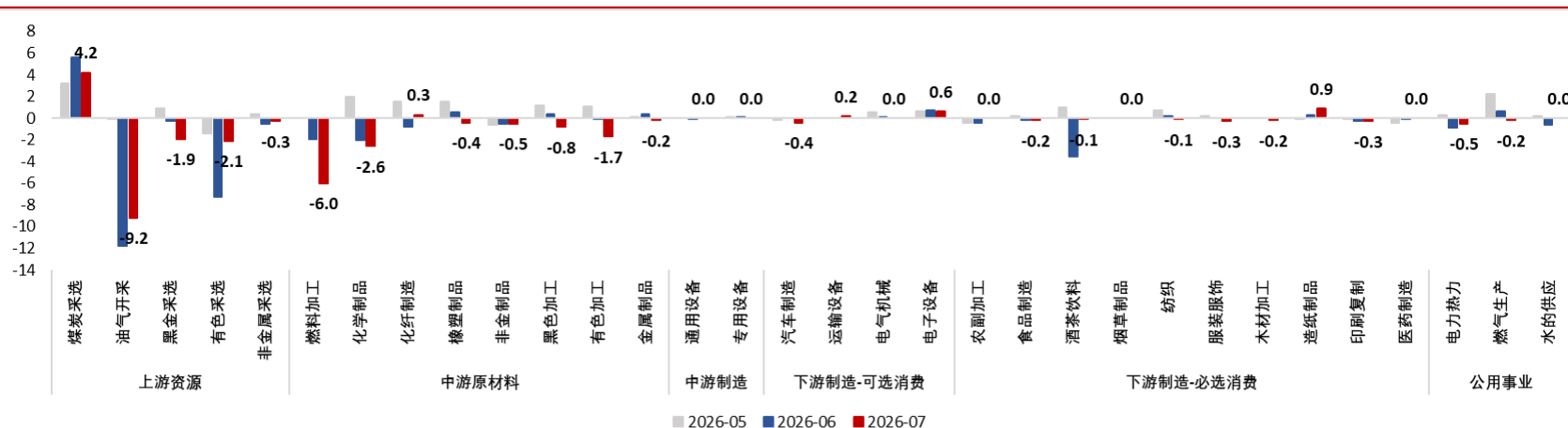
PPI同比



PPI环比



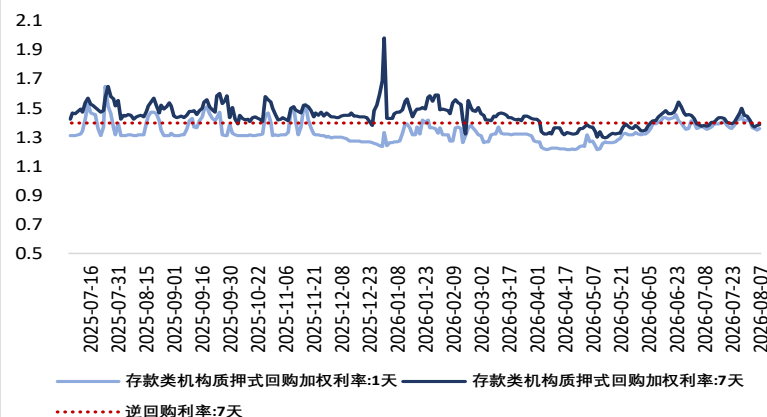
不同行业PPI环比



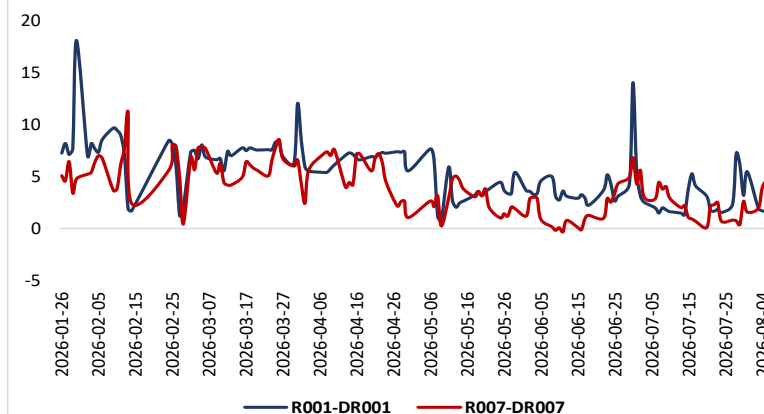
数据来源: Wind、银河期货

- 月初市场资金面季节性转松，截至周五，DR001、DR007 分别为 1.3618%，1.3881%，隔夜、7 天期非银资金利差分别为 1.88bp、2.11bp。长期资金方面，股份制银行 1Y 同业存单发行利率仍在 1.47-1.48% 区间窄幅波动。
- 下周税期末至，政府债券净缴款规模同样不高，市场资金面面临的扰动不多，关注央行 6 个月期买断式逆回购操作量。
- 另外，从价格角度看，目前 1.35% 附近或仍是隔夜资金价格偏底部的位置，有效下破前，资金价格对中短端收益率的下行或仍有约束。

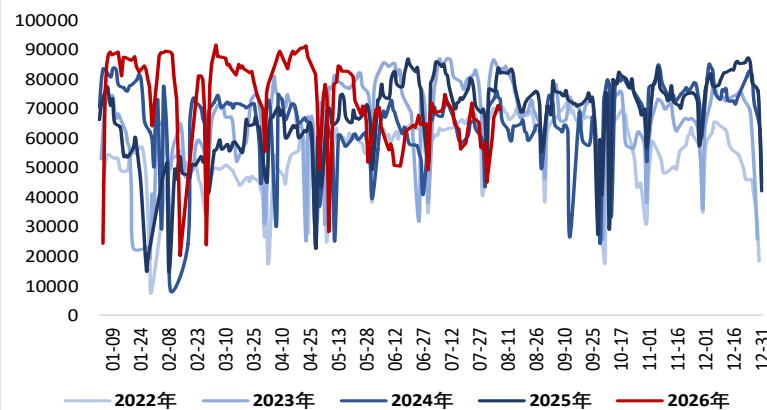
存款类机构质押式回购加权利率



非银机构资金利差



银行间质押式回购成交量



股份制银行同业存单发行利率



数据来源: Wind、银河期货

A股活跃度与估值

- 成交量和融资余额显示，经过一轮调整后，近期A股市场活跃度有所企稳。
- 截止8月7日收盘，万得全A滚动市盈率在22.71，除金融、石油石化板块以外的滚动市盈率在40.74，指向当前A股绝对估值处于近十年偏高水平。
- 但万得全A风险溢价率为2.69%，大约处于近十年53%分位数水平，相较于10Y国债收益率，A股相对估值处于中性。

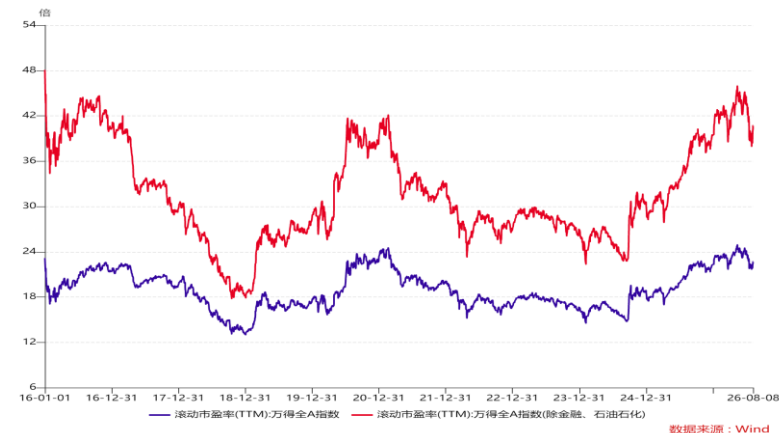
A股成交金额 (10MA)



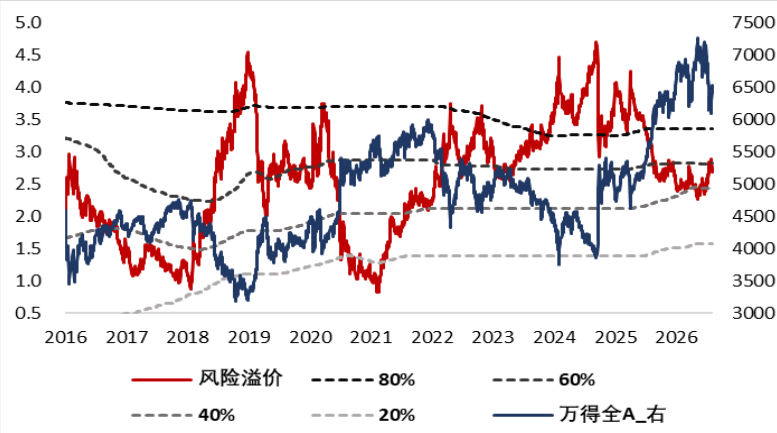
A股融资余额



A股滚动市盈率



权益市场风险溢价

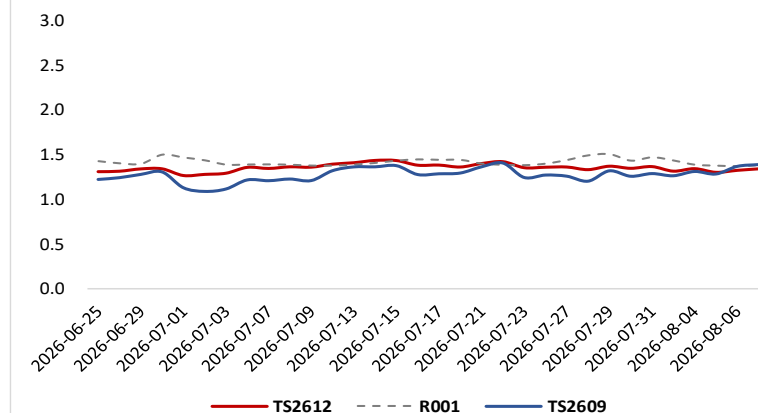


数据来源: Wind、银河期货

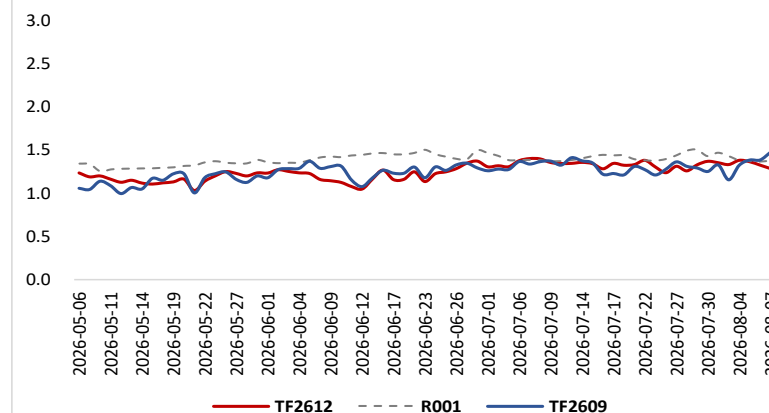
期债盘面估值

- 按中债估值与期货结算价计算，截至周五收盘，TS、TF、T、TL当季合约IRR分别为1.3917%、1.4812%、1.4614%、1.2092%。
- 下季合约IRR分别为1.3400%、1.2865%、1.3790%、1.5905%。

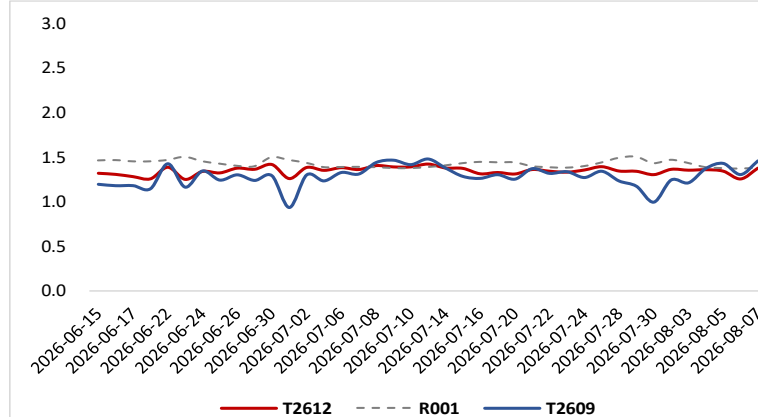
TS主力合约IRR



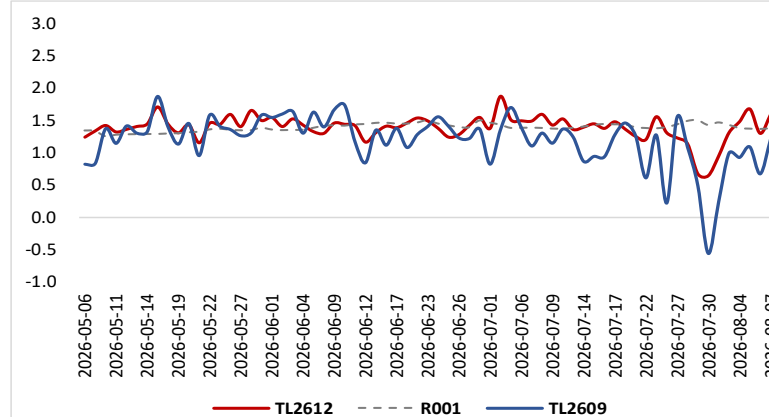
TF主力合约IRR



T主力合约IRR



TL主力合约IRR

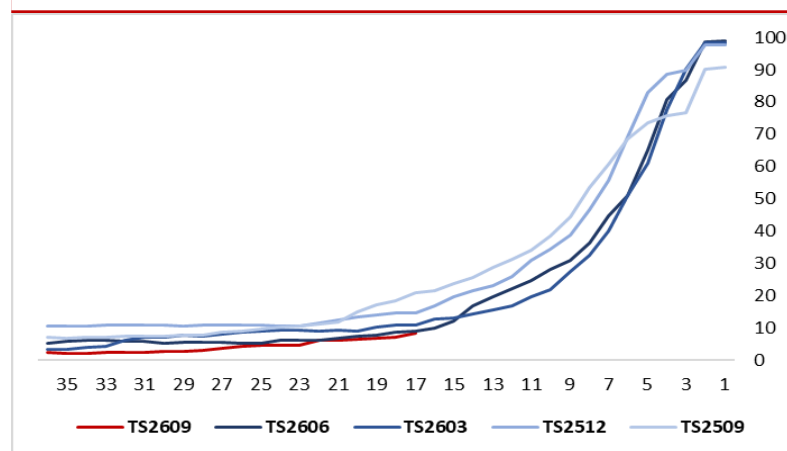


数据来源：iFinD、银河期货

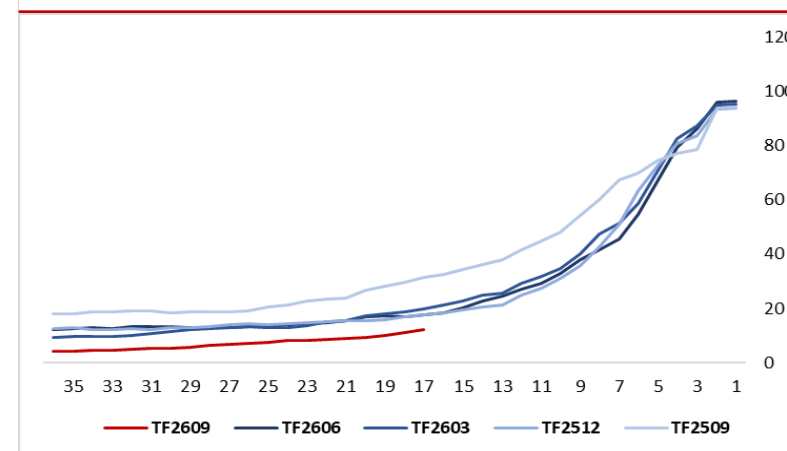
主力合约移仓进度

- 当前期债移仓换月进度整体偏慢。截至周五收盘，TS、TF、T、TL合约移仓进度分别为8.3%、12.3%、13.9%、19.6%。

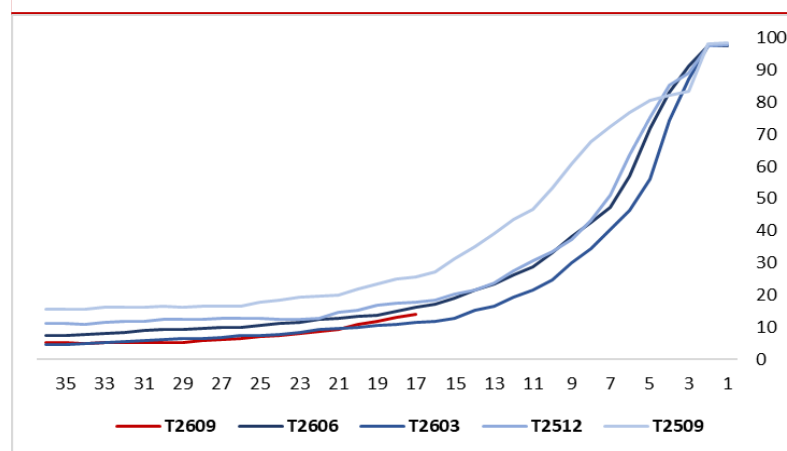
TS合约移仓进度



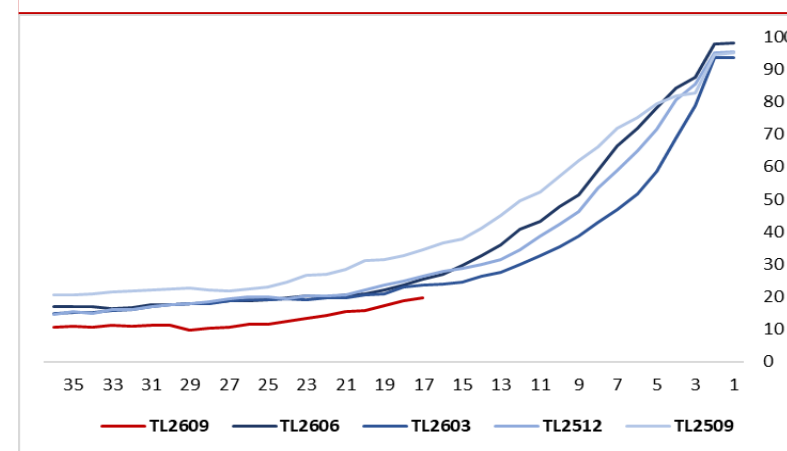
TF合约移仓进度



T合约移仓进度



TL合约移仓进度

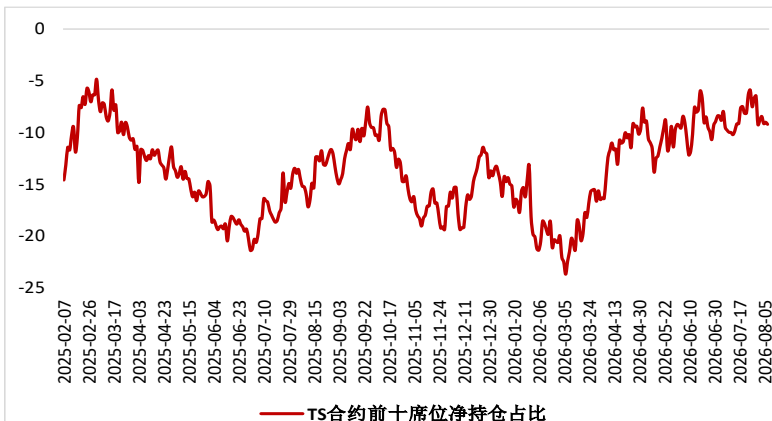


数据来源: Wind、银河期货

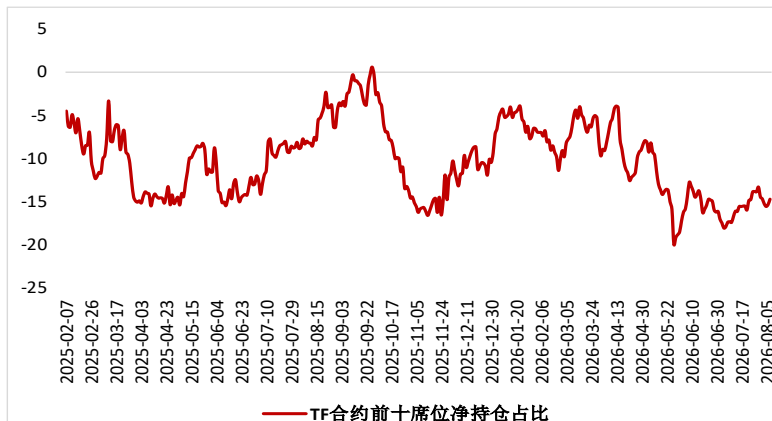
期货前十席位净持仓

- 截至周五收盘，TS、TF、T、TL前十席位净多头持仓占比分别为-9.2%、-14.8%、-12.5%、-5.7%，分别较上周五+0.01、-0.27、+0.01、+0.95个百分点。

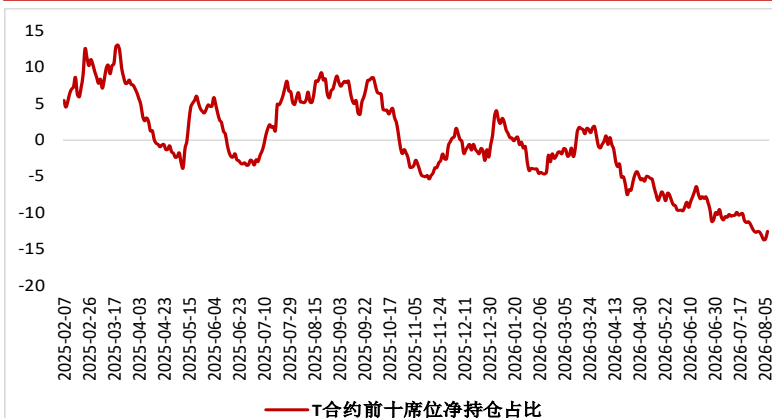
TS前十席位净持仓占比



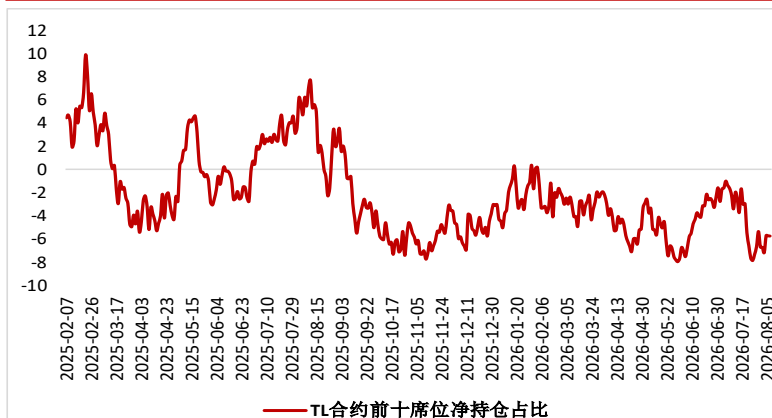
TF前十席位净持仓占比



T前十席位净持仓占比



TL前十席位净持仓占比



数据来源: Wind、银河期货

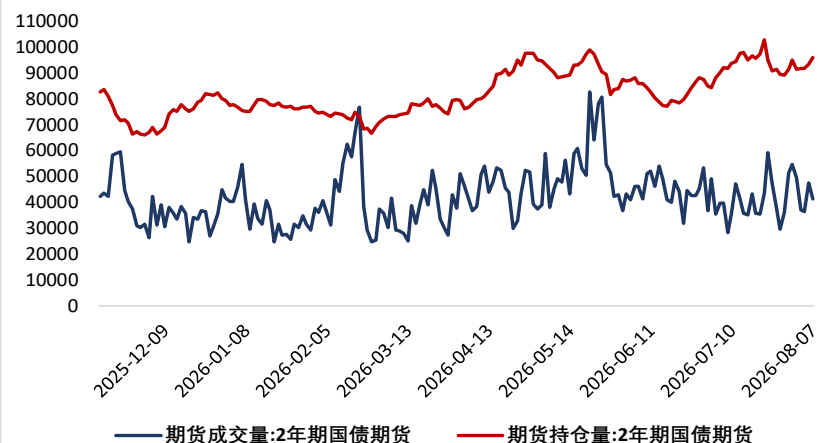
第一部分 周度核心要点分析及策略推荐

2

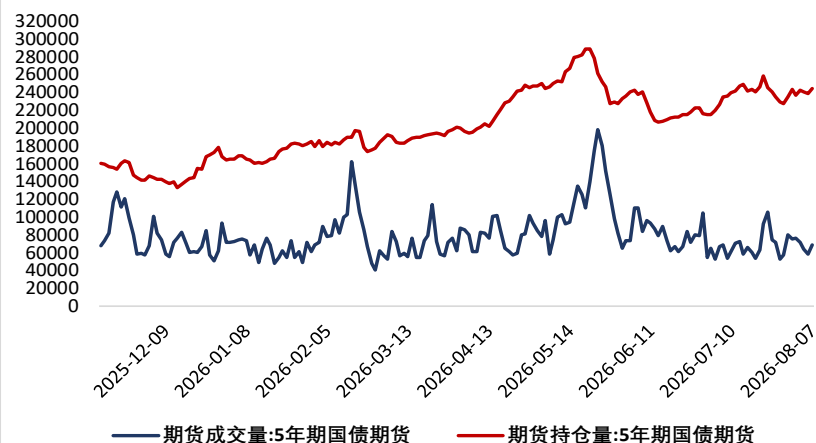
第二部分 相关数据追踪

13

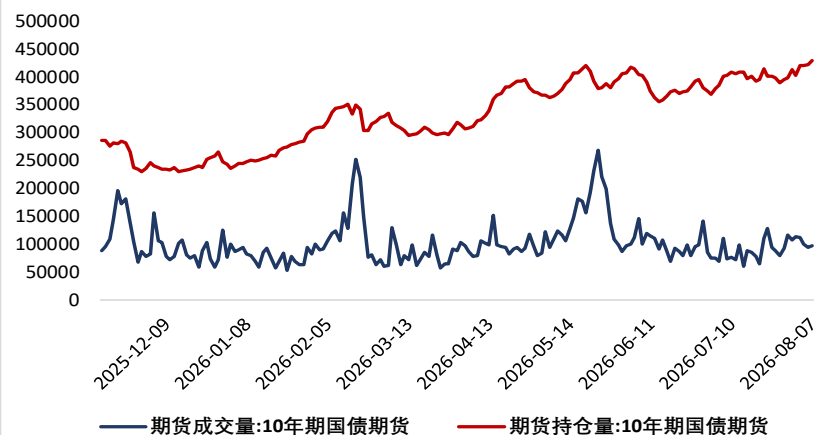
TS合约成交与持仓量



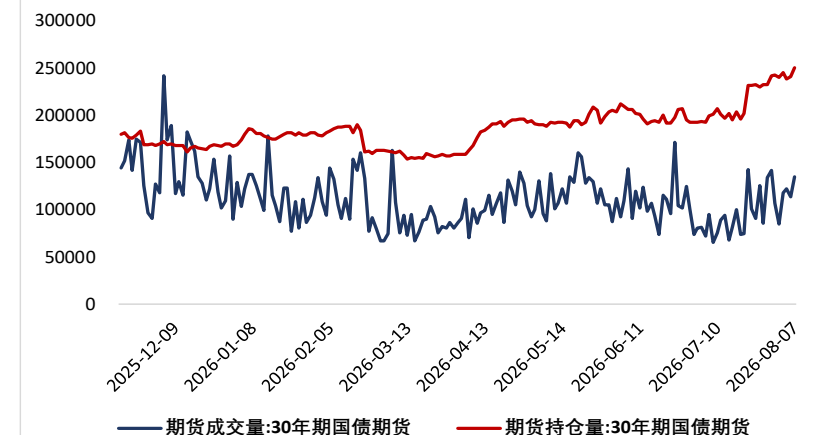
TF合约成交与持仓量



T合约成交与持仓量

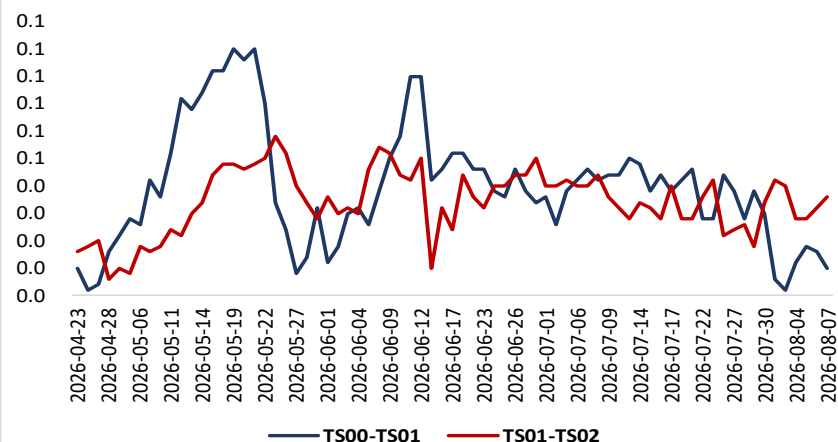


TL合约成交与持仓量

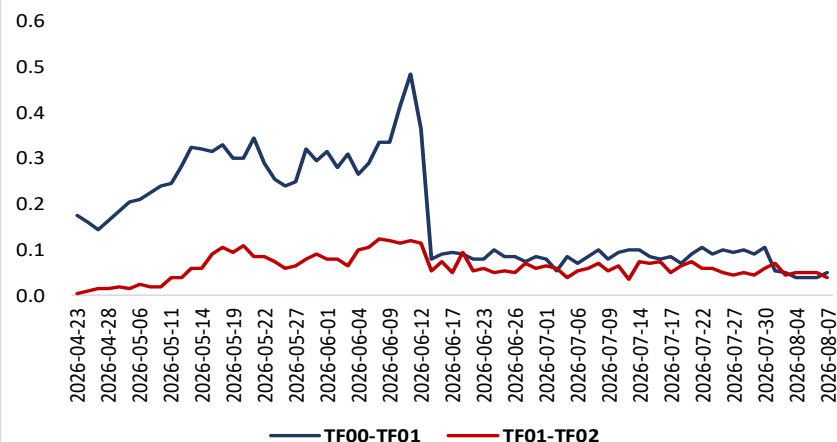


数据来源: Wind, 银河期货

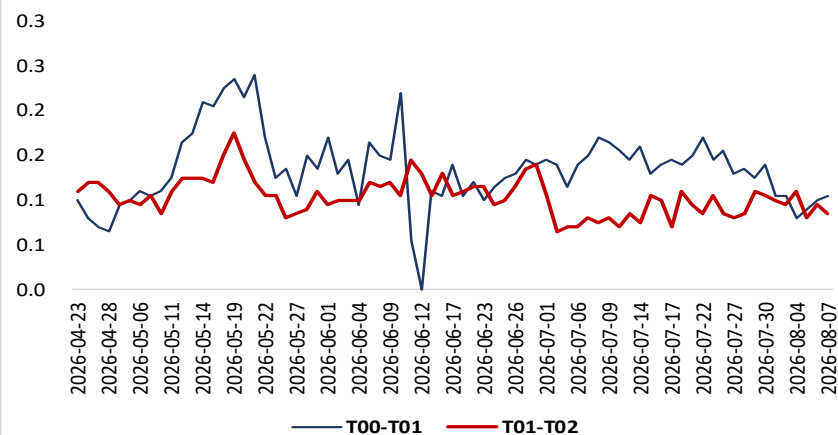
TS合约间价差



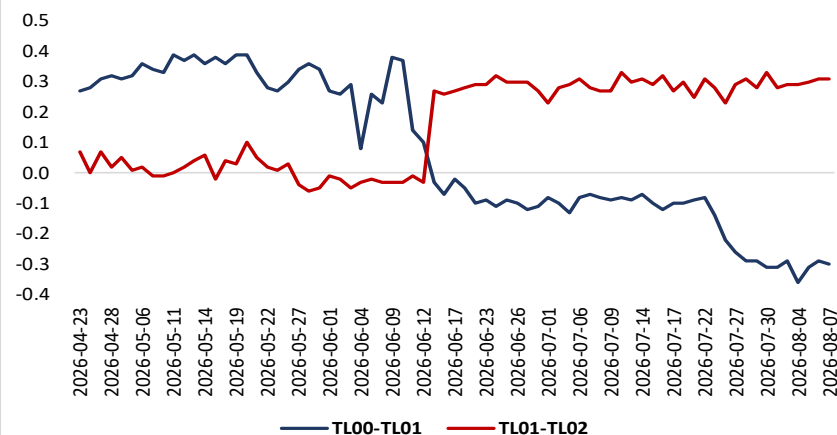
TF合约间价差



T合约间价差



TL合约间价差

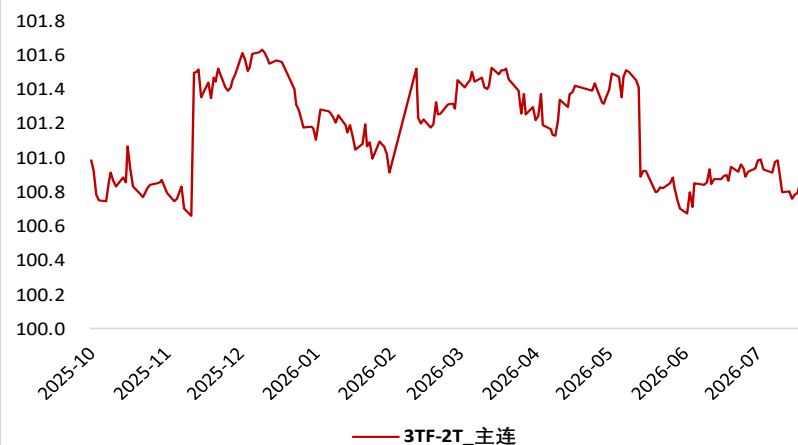


数据来源: Wind, 银河期货

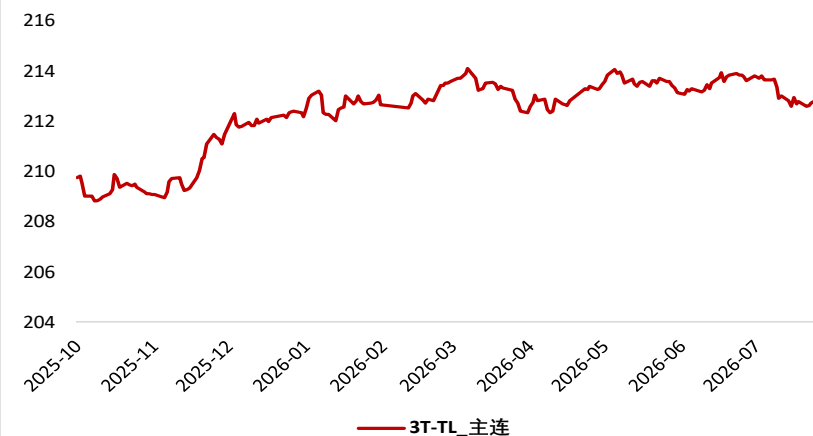
2TS-TF



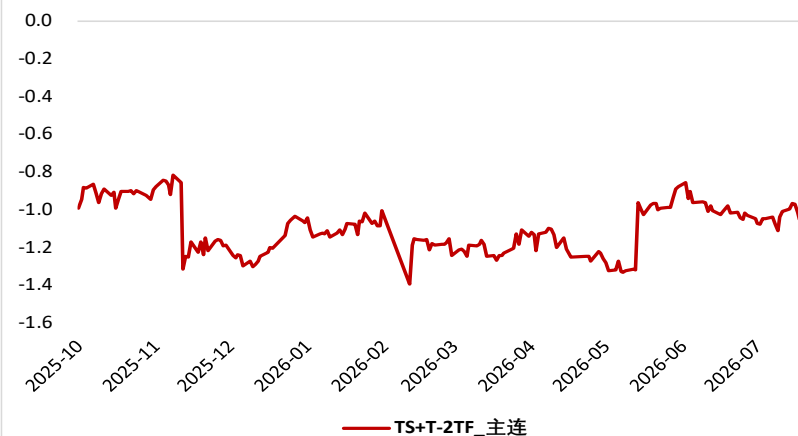
3TF-2T



3T-TL

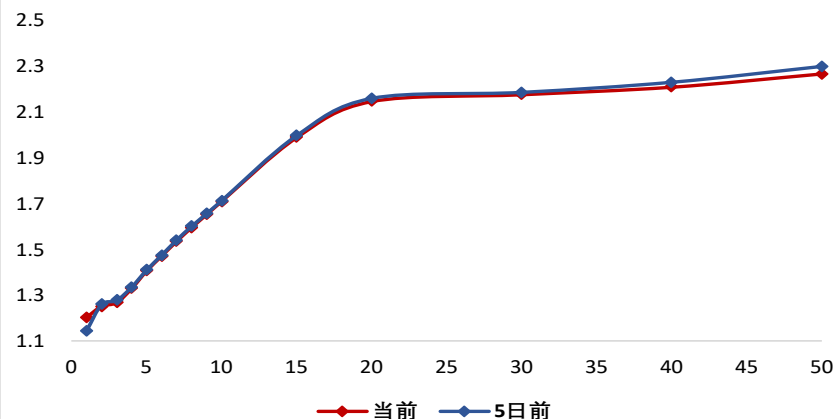


TS+T-2TF

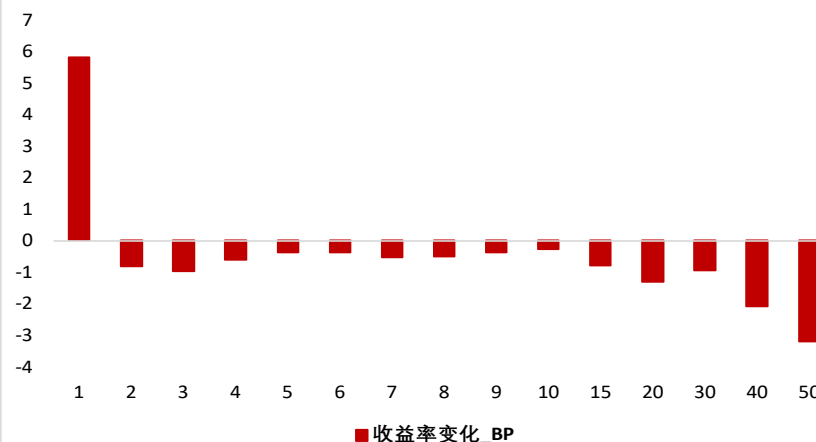


数据来源: Wind, 银河期货

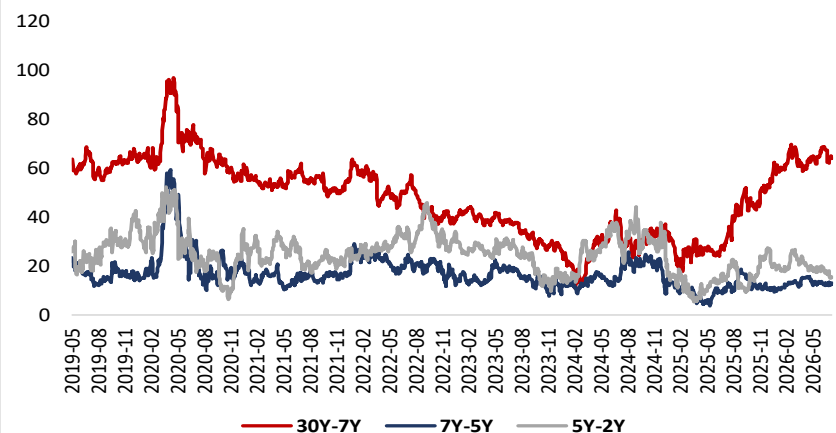
国债现券收益率曲线



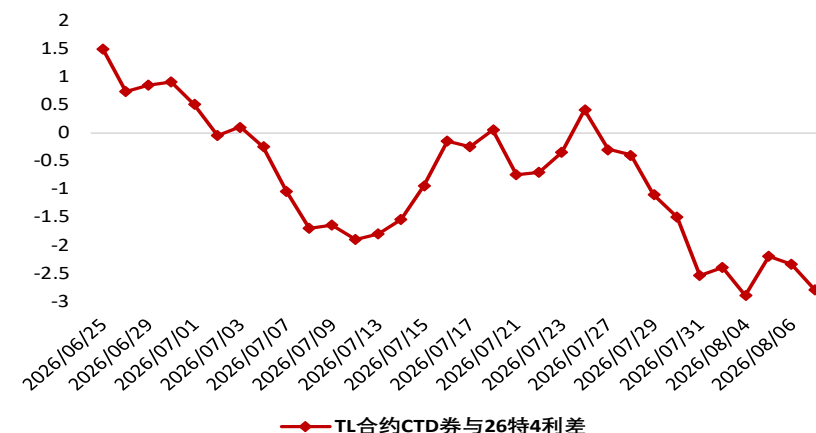
周度收益率变化



关键期限期限利差



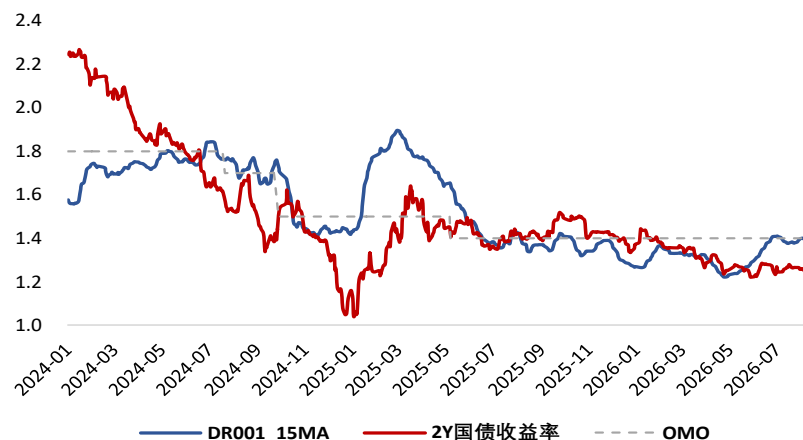
超长债新老券利差



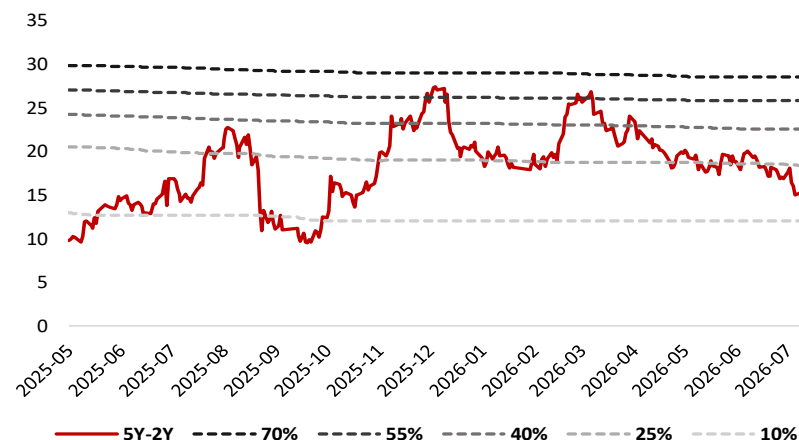
数据来源: iFinD, 银河期货

期限利差历史分位数

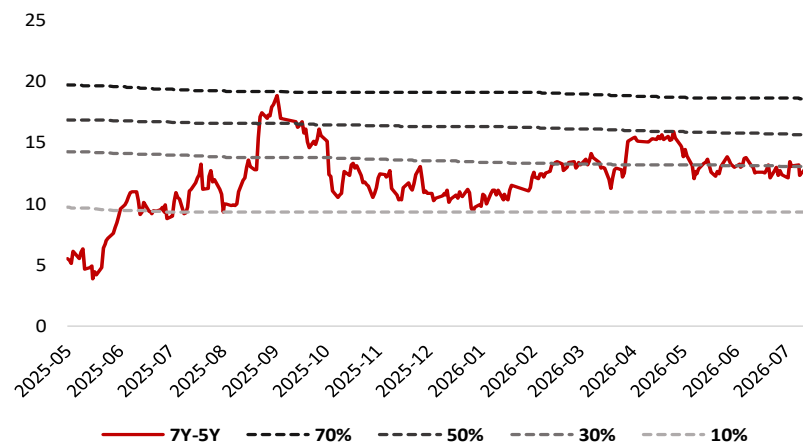
短端资金价格与2Y国债收益率



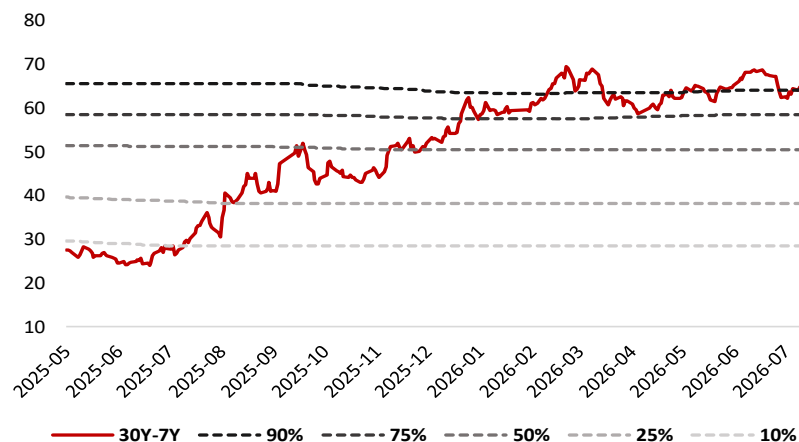
5Y-2Y期限利差



7Y-5Y期限利差



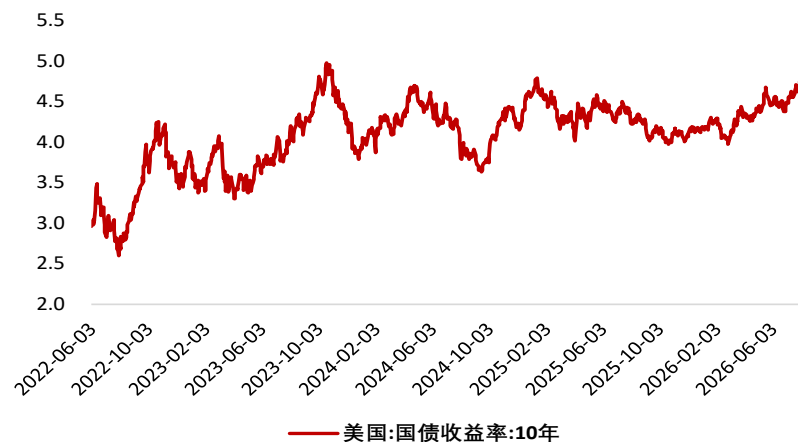
30Y-7Y期限利差



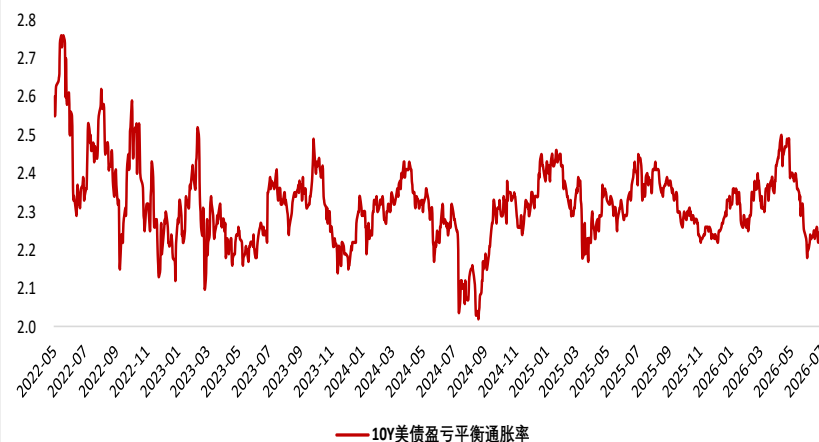
数据来源: iFinD, 银河期货

美国国债收益率与汇率

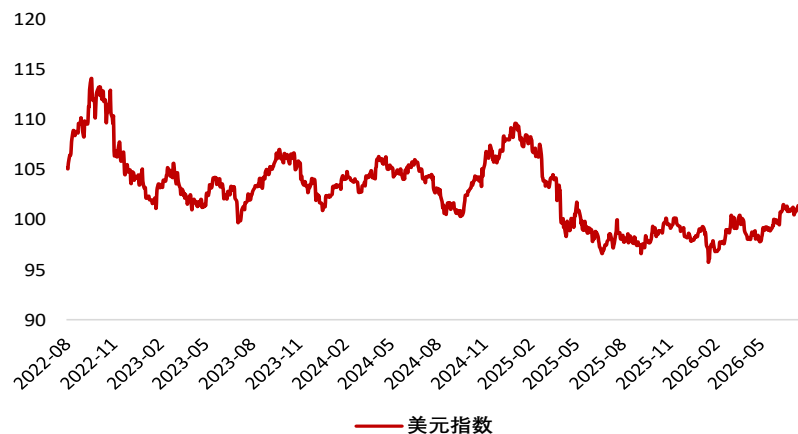
美国10年期国债收益率



10Y美债盈亏平衡通胀率



美元指数



美元兑人民币离岸价



数据来源: Wind, 银河期货

■ 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

■ 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容以及数据的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。



北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

Floor 31/33 ,IFC Tower, 8 Jianguomenwai Street, Beijing, P.R.China

上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

28th Floor, No.501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China

全国统一客服热线: 400-886-7799

公司网址: www.yhqh.com.cn

致謝



银河期货微信公众号



下载银河期货APP
