

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门执行总监 冯琳

时间

2025 年 7 月 28 日

核心观点

- 上周债市明显调整，收益率曲线陡峭化上移。上周一至周四债市明显调整，主要受两方面因素驱动：一是“反内卷”以及雅鲁藏布江项目推升风险偏好，市场对工业品涨价的预期升温，带动股市和商品价格大幅上涨，压制债市情绪；二是央行连续大额净回笼，资金面明显收紧，引发市场对货币政策转向的担忧。同时，债市连续调整背景下，基金赎回压力亦有所加大。周五，央行放量净投放，资金面明显改善，叠加保险宣布备案产品利率下调，债市有所修复。整体上看，上周长端收益率先上后下，整体大幅上行，短端因周五资金面转松，上行幅度不及长端，收益率曲线陡峭化上移。

本周（7月28日当周）债市将有所修复。从基本面来看，7月PMI数据将公布，我国对美国及东盟、欧盟等非美市场“抢出口”势头降温，出口增速或进一步下行，外需拉动减弱，7月制造业PMI下行风险较大，基本面对债市支撑仍存。从资金面来看，为避免赎回踩踏，叠加跨月因素，央行将延续大规模资金净投放以稳定预期，预计在央行呵护下，本周资金面将保持均衡。此外，商品的强势表现在上周五有所降温，债市情绪或在本周初有所修复。不过，本周上半周中美将在瑞典进行第三轮经贸磋商，如果谈判结果较好，或导致风险偏好波动，对债市形成一定利空。总体来看，在基本面仍偏弱，资金面重回均衡，以及市场风险偏好波动等因素交织下，本周债市大概率将呈现震荡修复态势。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、本周关注：中央政治局会议对债市的潜在影响

中央政治局会议通常在7月底召开，主要分析研究当前经济形势，并部署下半年经济工作。对于即将召开的政治局会议，市场重点关注下半年经济工作会有什么新的看点。在上半年经济增长动能偏强背景下，下半年经济工作重心或将主要围绕两大方向开展：一是宏观政策延续稳增长取向，保持“更为积极的财政政策和适度宽松的货币政策”基调，强化政策储备，确保实现“5.0%左右”的全年经济增长目标，但短期内可能不会部署新的大规模增量政策；二是深化经济结构调整，在需求端加码稳投资、促消费以扩大有效需求的同时，供给端强化行业自律以遏制“内卷式”恶性竞争，推动重点行业提质升级以推动物价回升。此外，作为“十四五”收官与“十五五”谋划衔接节点，会议或披露“十五五”规划相关内容。

具体来看，在宏观政策层面，当前处于政策观察期，货币政策以“适度宽松”为主，并强化政策储备，财政政策下半年仍有加力空间。不过，考虑到中美贸易当前处于“休战期”，未来过程仍曲折，在各类“抢出口”效应消退后，外部环境波动对我国出口的影响将集中显现，预计接下来出口将转向同比负增长，下半年外需对经济增长的拉动力可能“由正转负”。同时，部分出口转内销将加重供给压力，叠加物价低位运行推升实际利率抑制需求、拖累税收，以及地产调整持续，下半年货币和财政政策加力的必要性将加强。

在结构调整方面，会议料持续强调行业“反内卷”。在7月1日中央财经委会议正式提出依法依规治理企业低价无序竞争“反内卷”后，国务院、市场监管总局、工信部等多部门密集部署，多次提及新能源汽车行业，工信部也明确表示将实施新一轮钢铁等十大重点行业稳增长工作方案，“推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能”。本次会议或进一步聚焦于新能源汽车、锂电池、光伏产品为代表的三样产业，加速落后产能出清，有望带动通胀预期筑底，但工业品价格能否持续回升还要看需求侧配合情况。

从对债市的影响来看，考虑到政策将维持现有基调，政治局会议推出大规模增量政策的可能性不大，因而从政策面来看，预计不会对债市造成明显的短期扰动。但会议将再度强调“反内卷”，可能会强化工业品价格上涨预期，加剧债市波动。长期来看，房地产调整与有效需求不足未改基本面趋势，货币政策宽松基调仍将对债市形成支撑。

二、上周市场回顾

2.1 二级市场

上周债市明显调整，长债收益率大幅上行。全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.58%；上周五10年期国债收益率较前周五大幅上行6.72bp，1年期国债收益率较前周五上行3.45bp，期限利差大幅走阔。

- **7月21日**：周一，前一周末1.2万亿雅鲁藏布江项目官宣开工，引发市场对基建扩张的担忧，债市明显走弱。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率上行1.22bp；国债期货各期限主力合约收盘全线下跌，10年期主力合约跌0.05%。
- **7月22日**：周二，“反内卷”行情延续，市场风险偏好继续升温，带动股市和商品价格上涨，债市延续弱势。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率上行1.33bp；国债期货各期限主力合约收盘全线下跌，10年期主力合约跌0.09%。
- **7月23日**：周三，股市上涨及商品强势令通胀触底预期有所强化，叠加资金面明显收敛，债市延续走弱。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率上行1.34bp；国债期货各期限主力合约收盘全线，10年期主力合约跌0.11%。
- **7月24日**：周四，受工业品涨价预期升温、股市上涨，以及资金面延续收敛影响，债市进一步走弱。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年

期国债收益率上行 3.35bp；国债期货各期限主力合约大幅收跌，10 年期主力合约跌 0.29%。

- **7月25日**：周五，央行放量净投放，资金面明显改善，叠加保险宣布备案产品利率下调，市场情绪缓和，债市有所修复。当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10 年期国债收益率下行 0.52bp；当日国债期货各期限主力合约收盘多数下跌，其中，10 年期主力合约跌 0.07%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

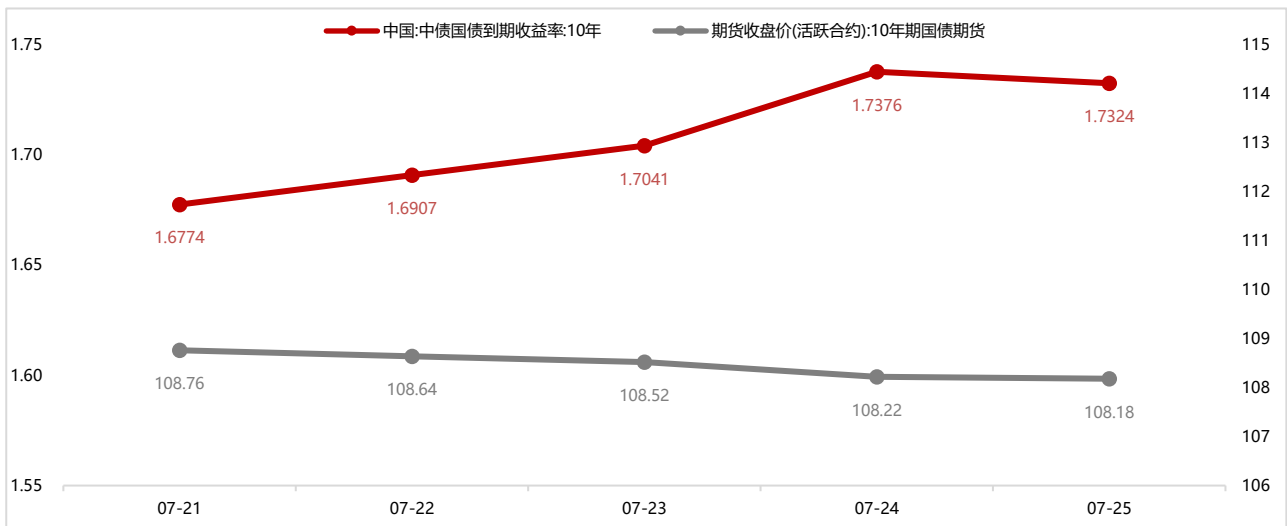


图 2 上周各期限国债利率均上行

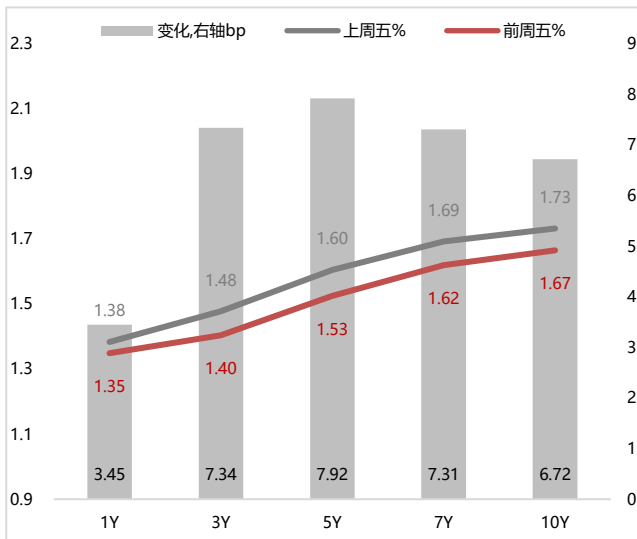


图 3 上周国开债长端和短端利率均下行

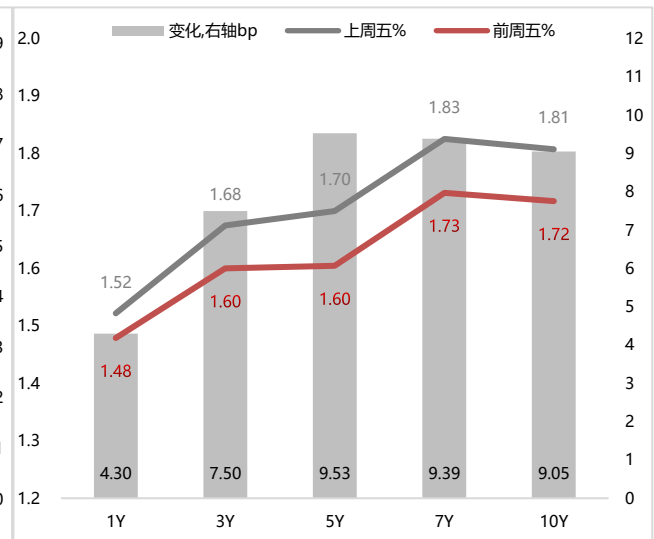


图 4 上周 10 年期国债期货继续下跌

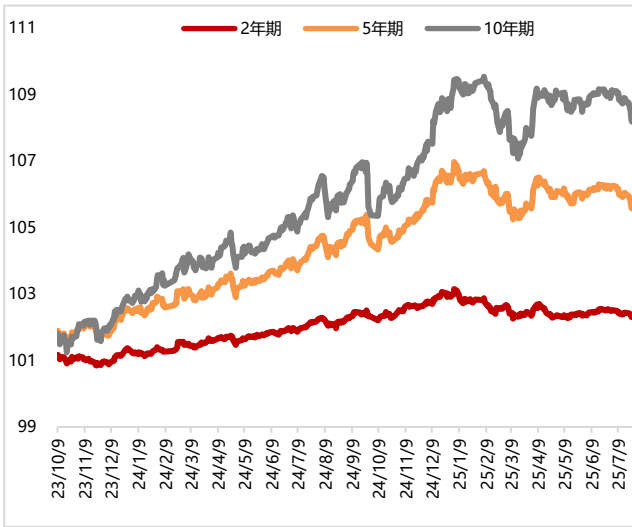


图 5 上周各期限国开债隐含税率均下行(%)

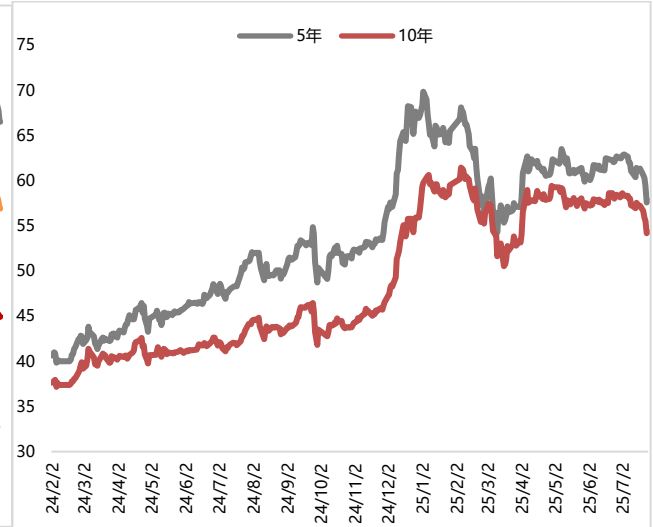


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续走阔

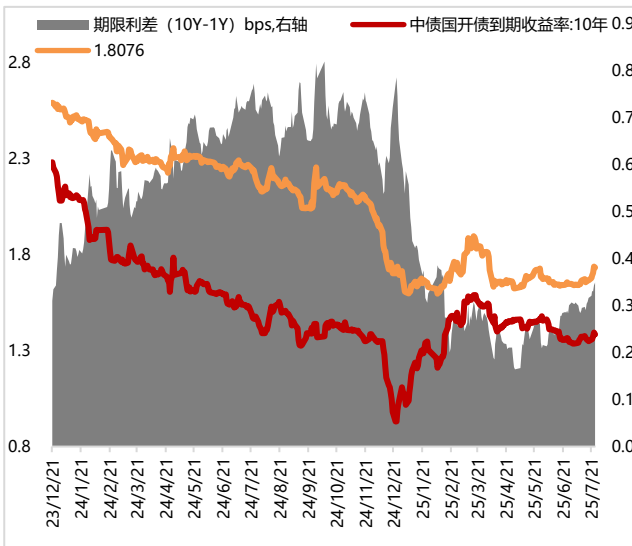
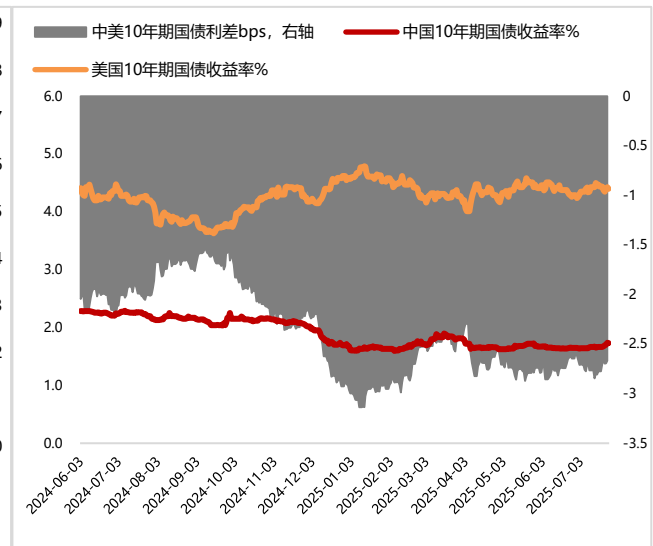


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续加深



数据来源：Wind 东方金诚

2.2 一级市场

上周共发行利率债 84 只，环比减少 1 只，发行量 9398 亿，环比大幅增加 2833 亿，净融资额 2092 亿，环比小幅增加 659 亿。分券种看，上周国债、地方债发行量环比增加，而政金债发行量环比小幅减少；地方债净融资额环比增加，国债和政金债净融资额则环比减少。

表 1 利率债发行和到期（亿元）

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	4060.5	2433.1	3953.1	1851.6	107.4	581.5
政金债	1580	1620	2524.8	2273.8	-944.8	-653.8
地方政府债	3757.55	2511.83	828.46	1006.85	2929.09	1504.99
合计	9398.05	6564.93	7306.36	5132.25	2091.69	1432.69

数据来源：Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可，共发行 5 只国债，平均认购倍数为 2.96 倍；共发行 18 只政金债，平均认购倍数为 3.35 倍；共发行 61 只地方债，平均认购倍数为 22.26 倍。（上周利率债发行情况详见附表 1-3）

三、上周重要事件

- 央行加量续作 MLF。**7 月 25 日，央行以利率招标方式开展了 4000 亿元 MLF 操作。7 月 MLF 操作继续加量续作，净投放达到 1000 亿，一方面是政府债券持续处于发行高峰期，同时监管层也在引导金融机构加大货币信贷投放力度。央行持续注入中期流动性，能够有效保障市场流动性充裕，体现了货币政策与财政政策之间的协调配合，有助于推动宽信用进程，更好满足企业和居民的融资需求，是当前实施逆周期调节的一个重要发力点；另一方面是央行持续实施中期流动性净投放，也在释放数量型货币政策工具持续加力的政策信号。这意味着尽管上半年宏观经济运行稳中偏强，但货币政策仍在延续支持性立场。这有助于保持政策连续性，稳定市场预期。

四、实体经济观察

上周生产端高频数据多数下跌，其中，石油沥青装置开工率、半胎钢开工率以及日均铁水产量均小幅下跌，高炉开工率与前周持平。从需求端来看，上

周 BDI 指数继续上升，而出口集装箱运价指数 CCFI 延续下降；上周 30 大中城市商品房销售面积继续小幅上扬。物价方面，上周猪肉价格波动小幅下跌，大宗商品价格也多数下跌，其中，原油和铜价格均有所下滑，而螺纹钢价格小幅上涨。

图 8 上周高炉开工率持平 (%)

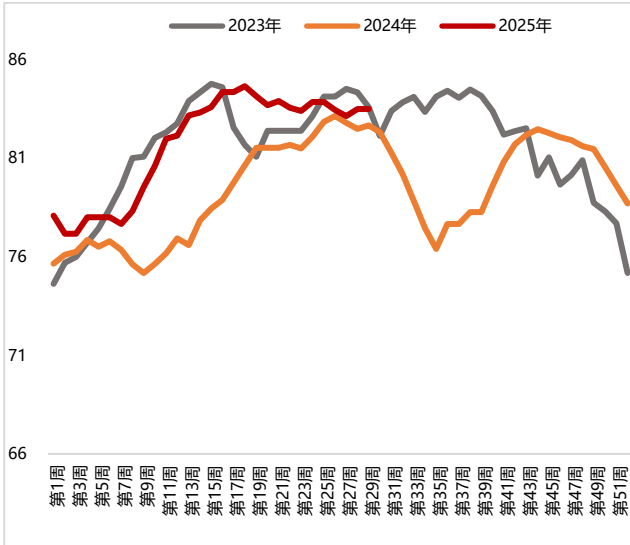


图 9 上周石油沥青装置开工率明显下跌 (%)

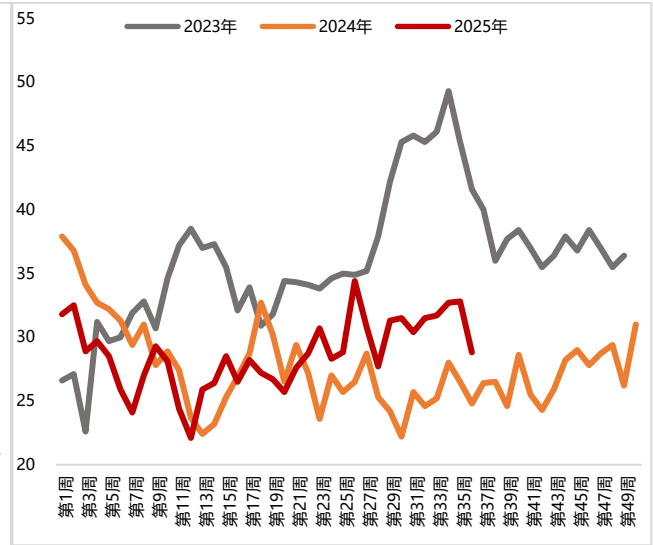


图 10 上周半钢胎开工率微幅回落 (%)

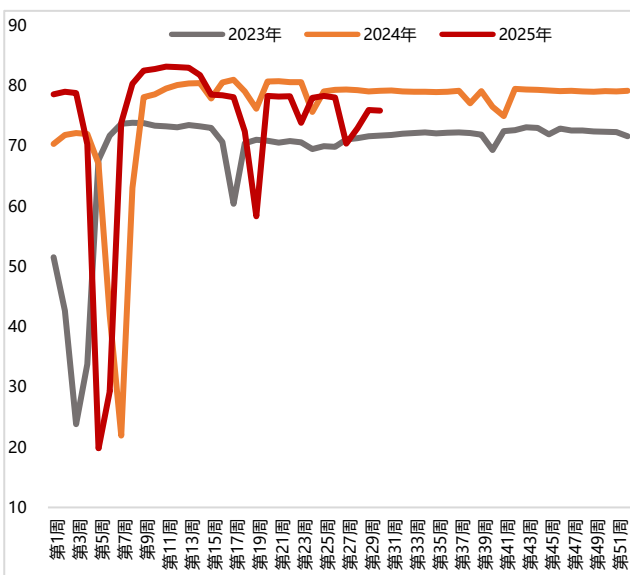


图 11 上周日均铁水产量 (247 家) 微幅回落 (万吨)

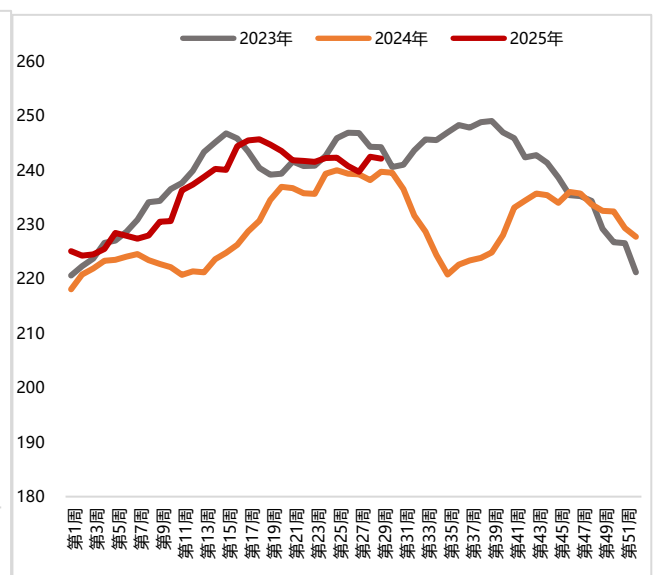


图 12 上周 30 城商品房成交面积继续回升 (万 m²)

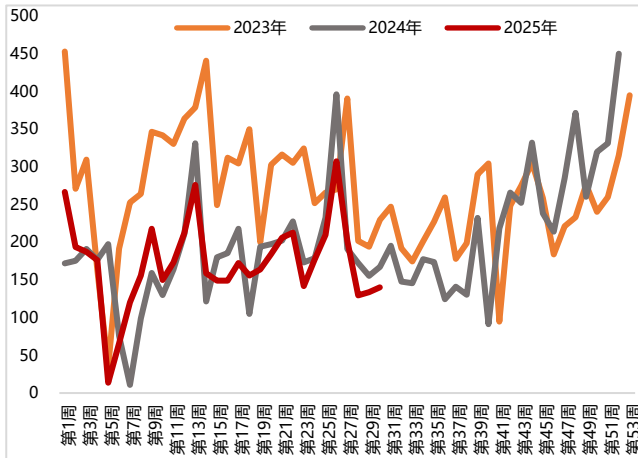


图 13 上周 BDI 指数继续上升

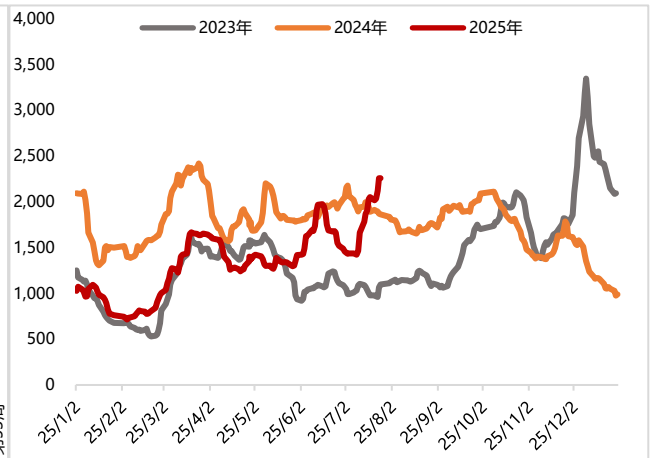


图 14 上周 CDFI 指数继续上升

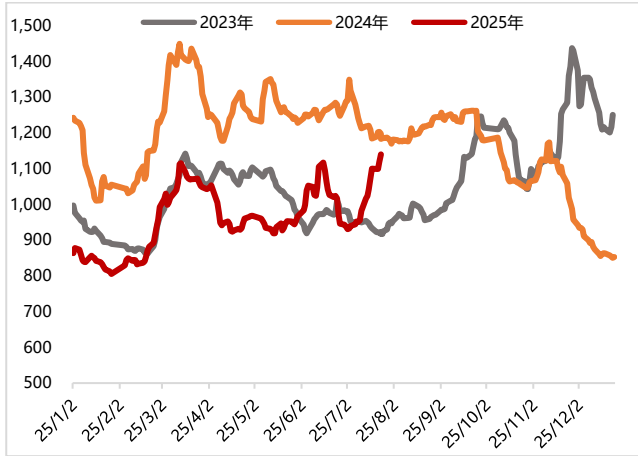


图 15 上周 CCFI 指数继续下降

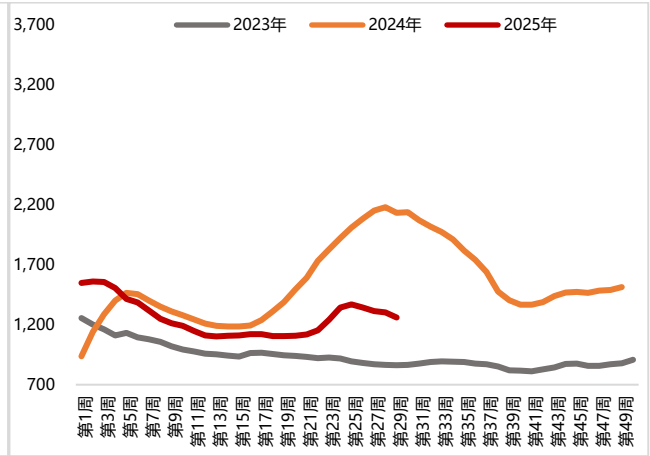


图 16 上周猪肉价格波动小幅下跌

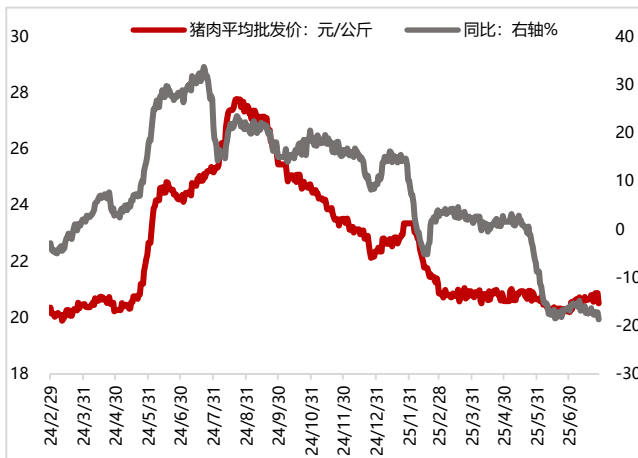


图 17 上周国际油价继续小幅下跌

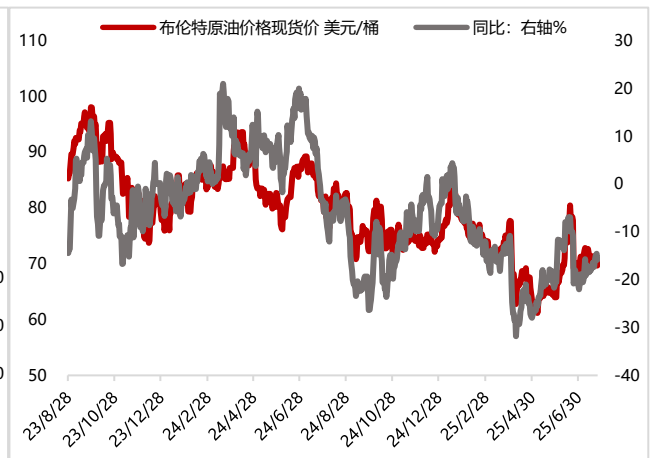
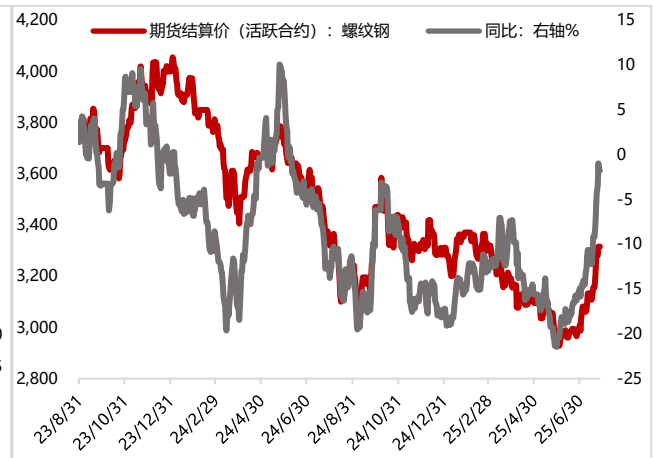


图 18 上周铜期货价格继续下跌



图 19 上周螺纹钢期货价格继续上涨



数据来源: Wind 东方金诚

五、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净投放资金 1095 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2025/7/21	逆回购 7D	1707	1.40	逆回购 7D	2262	1.40
2025/7/22				国库定存 2 个月	1200	1.81
2025/7/22	逆回购 7D	2148	1.40	逆回购 7D	3425	1.40
2025/7/23	国库定存 1 个月	1000	1.78			
2025/7/23	逆回购 7D	1505	1.40	逆回购 7D	5201	1.40
2025/7/24	逆回购 7D	3310	1.40	逆回购 7D	4505	1.40
2025/7/25	逆回购 7D	7893	1.40	逆回购 7D	1875	1.40
2025/7/25	MLF365D	4000		MLF365D	2000	2.30
发行	21563					
到期				20468		
净投放	1095					

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均显著上行 (%)

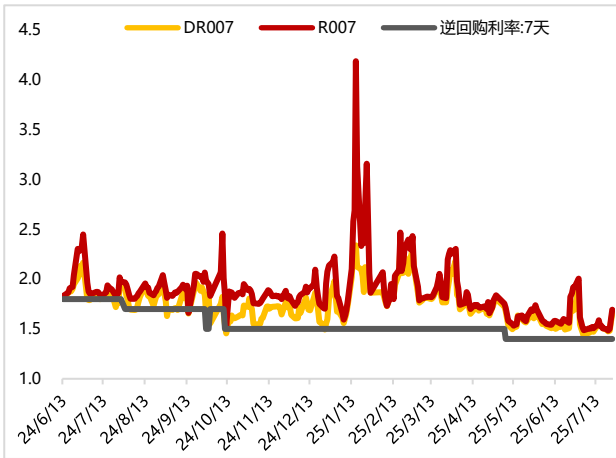


图 21 上周股份行同业存单发行利率继续上行 (%)

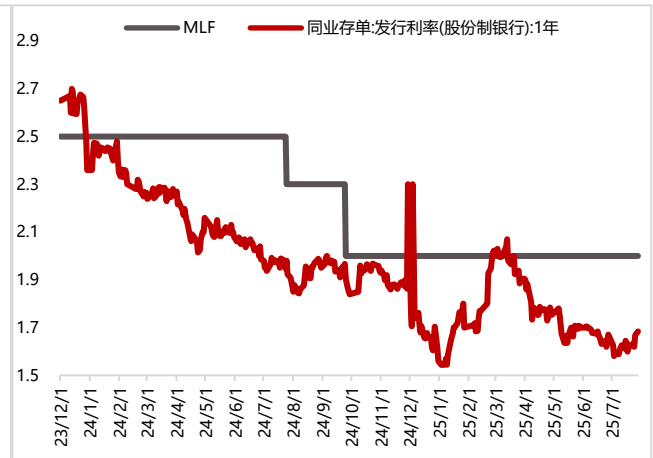


图 22 上周各期限国股直贴利率均下行

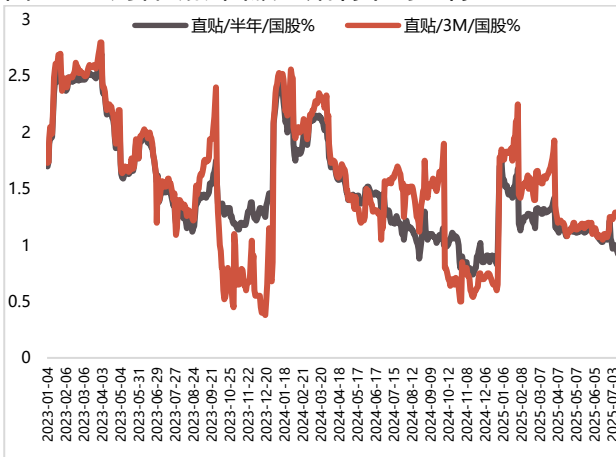


图 23 上周质押式回购成交量继续下降 (亿元)

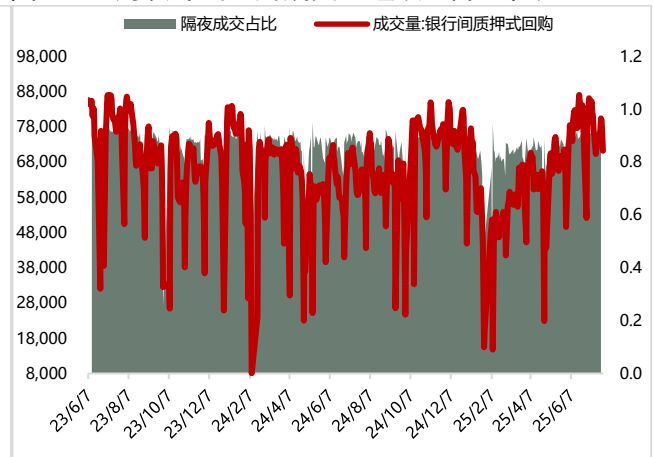
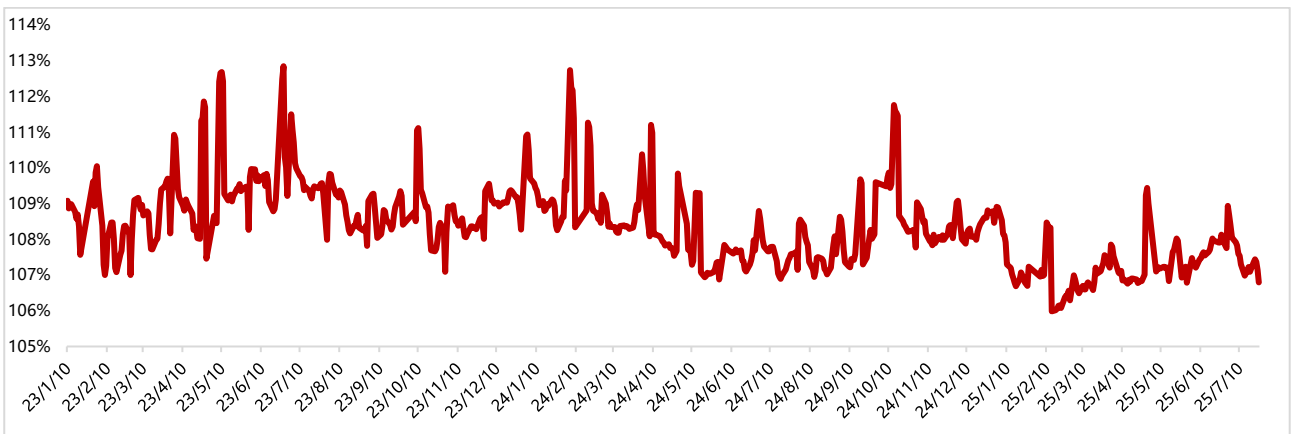


图 24 上周银行间市场杠杆率波动明显下行



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额/（银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额），其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计
数据来源：Wind 东方金诚

附表:

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率 (%)	全场倍数
25 附息国债 13	1240	1	1.33	2.53
25 附息国债 14	1088.4	5	1.55	3.44
25 超长特别国债 05(续发)	830	30	1.9	3.26
25 贴现国债 45	302.1	0.2493	1.2231	3.28
25 贴现国债 44	600	0.4986	1.3243	2.3

数据来源: Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率 (%)	全场倍数
25 国开清发 02(增发 21)	80	3	1.5968	2.43
25 国开清发 04(增发 21)	20	7	1.7044	5.23
25 国开 06(增 24)	60	1	1.4026	2.75
25 国开 08(增 11)	110	5	1.6551	2.34
25 国开 15(增 10)	210	10	1.775	2.27
25 农发 21(增 10)	150	1.074	1.3695	2.54
25 农发 09(增 11)	20	3	1.6649	3.26
25 农发 20(增 10)	160	10	1.7888	3.76
25 国开 02(增 6)	50	2	1.4933	3.32
25 国开 08(增 10)	110	5	1.5673	3.45
25 国开 15(增 9)	200	10	1.6939	3.25
25 农发清发 12(增发 13)	30	2	1.54	4.2
25 农发清发 09(增发 11)	20	2	1.6572	3.48
25 农发贴现 06(增 2)	30	0.2493	1.3882	2.83
25 农发 13(增 12)	120	3	1.5909	3.04
25 农发 15(增 9)	100	5	1.6399	4.45
25 国开 06(增 23)	60	1	1.3716	4.33
25 国开 14(增 19)	50	3	1.5977	3.42

数据来源: Wind 东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率(%)	较前5日国债收益率均值上浮幅度(bps)	全场倍数	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率(%)	较前5日国债收益率均值上浮幅度(bps)	全场倍数
25 厦门 30	9.00	10	1.75	5	18.34	25 重庆债 34	27.27	15	1.95	14	25.44
25 厦门 31	48.22	30	2.12	19	16.89	25 重庆债 35	25.34	20	2.05	15	27.15
25 厦门 32	6.23	10	1.75	5	17.63	25 重庆债 36	50.08	30	2.06	18	25.45
25 厦门 33	26.29	30	2.12	19	17.73	25 重庆债 37	146.45	30	2.06	18	24.79
25 湖南债 29	88.24	7	1.74	9	23.97	25 重庆债 38	28.00	15	1.95	14	25.13
25 湖南债 30	50.30	5	1.67	11	24.64	25 重庆债 39	175.55	7	1.69	7	22.91
25 湖南债 31	11.24	15	2	17	25.44	25 重庆债 40	22.77	15	1.95	14	26.22
25 湖南债 32	15.19	20	2.11	17	28.06	25 四川债 42	83.55	10	1.74	8	20.43
25 湖南债 33	11.93	30	2.11	18	29.72	25 四川债 43	10.93	10	1.75	9	23.11
25 江苏债 34	8.95	5	1.61	5	22.41	25 广东债 32	102.93	7	1.67	5	18.80
25 江苏债 35	76.12	7	1.7	5	19.78	25 广东债 35	10.00	10	1.72	6	21.15
25 江苏债 36	23.00	7	1.7	5	20.34	25 广东债 36	110.68	15	1.95	14	17.89
25 江苏债 37	289.32	20	2.04	10	15.74	25 广东债 37	57.80	30	2.06	18	18.51
25 江苏债 38	52.51	30	2.03	10	18.60	25 广东债 38	75.51	10	1.72	6	16.96
25 陕西债 31	69.58	10	1.78	10	30.80	25 广东债 39	41.75	20	2.06	16	19.64
25 陕西债 32	2.00	7	1.69	5	33.55	25 广东债 40	92.03	20	2.06	16	18.71
25 陕西债 33	29.74	20	2.11	19	32.19	25 浙江债 36	73.57	3	1.46	5	18.45

25 陕西债 34	7.58	20	2.12	20	32.8 9	25 浙江债 37	14.93	3	1.46	5	19.8 9
25 河南债 41	25.00	5	1.59	5	26.3 3	25 浙江债 38	153.9 3	5	1.58	5	19.1 8
25 河南债 42	23.45	20	2.07	16	25.4 1	25 浙江债 39	29.97	7	1.67	5	20.0 4
25 河南债 43	7.08	15(11.76)	1.94	13	25.8 3	25 浙江债 40	40.14	15	1.86	5	16.9 8
25 河南债 44	79.63	30(23.27)	2.09	19	23.0 1	25 浙江债 41	9.88	20	2	10	17.9 9
25 河南债 45	4.85	30(23.27)	2.1	20	23.5 6	25 浙江债 42	15.61	5	1.58	5	20.0 8
25 河南债 46	11.15	5	1.59	5	25.5 6	25 浙江债 43	152.0 0	10	1.71	5	17.0 9
25 河南债 47	4.30	7	1.68	5	25.8 6	25 浙江债 44	95.89	15	1.86	5	16.9 5
25 河南债 48	2.75	10	1.72	5	24.2 5	25 浙江债 45	179.5 2	20	2	10	16.4 5
25 河南债 49	118.65	30	2.08	18	24.3 9	25 浙江债 46	156.3 4	30	1.98	10	17.0 4
25 吉林债 19	260.00	10(8.00)	1.76	10	21.7 1	25 天津债 45	44.81	7	1.67	5	20.8 4
25 吉林债 20	56.77	7	1.7	8	23.2 5	25 天津债 46	75.40	5	1.58	5	18.6 2
25 吉林债 21	17.50	7	1.7	8	25.3 0	25 天津债 47	99.27	7	1.67	5	19.5 9
25 重庆债 33	119.07	10	1.75	9	22.9 7						

数据来源: Wind 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn