

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 21 日

核心观点

- 上周债市偏暖震荡，收益率曲线陡峭化下移。上周（7 月 14 日当周）公布的 6 月贸易、金融及宏观经济数据整体表现较好，但需求侧地产和投资、消费等指标仍显疲弱，因而对债市的利空影响有限。从资金面来看，面对税期扰动，上周央行加大呵护力度，连续开展大额净投放并开展买断式逆回购，资金面由紧转松，加之周五央行就取消对债券回购的质押券进行冻结的规定征求意见，被视为优化流动性管理的信号，对债市短端更为有利，上周债市短端利率转为下行。整体上看，上周债市以震荡为主，短端利率走低传导至长端，长端利率微幅下行，收益率曲线陡峭化下移。

**本周（7 月 21 日当周）债市或延续偏暖震荡。**本周进入经济数据真空期，加之市场对基本面和股市反应渐趋钝化，或聚焦资金面和货币政策信号进行交易。近期央行呵护资金面态度明确，预计税期过后资金面将维持宽松状态，资金价格有望重返低位，这将带动短端利率进一步下行并向长端传导。由此，预计本周债市将延续偏暖震荡。



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

## 一、上周市场回顾

### 1.1 二级市场

上周债市窄幅震荡，长债收益率微幅下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.02%，上周五10年期国债收益率较前周五微幅下行0.01bp，1年期国债收益率较前周五下行2.12bp，期限利差明显走阔。

- **7月14日**：周一，资金面继续收敛叠加股市上涨，早盘债市延续弱势，但午后受股市下跌、央行买断式逆回购续作提振，债市小幅回暖。全天看，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0.73bp；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0.08%。
- **7月15日**：周二公布的6月经济数据显示地产和投资、消费等需求侧指标依然疲弱，加之央行超额续作买断式逆回购，股市下跌，债市随之走强。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行1.69bp；国债期货各期限主力合约收盘全线上涨，10年期主力合约涨0.18%。
- **7月16日**：周三，债市全天窄幅震荡，银行间主要利率债收益率走势有所分化，短端因资金面压力缓和下行，中长端则因政府债券持续供给而有所上行。全天看，银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10年期国债收益率上行0.60bp；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0.05%。
- **7月17日**：周四，债市全天偏强震荡，银行间主要利率债收益率涨跌不一，幅度微弱，10年期国债收益率上行0.13bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，其中，10年期主力合约涨0.02%。
- **7月18日**：周五，债市依旧以震荡为主，受央行就取消对债券回购的质押券进行冻结的规定征求意见影响，短端表现偏强，长端则较弱，10年期国债收益率上行0.22bp；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0.08%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

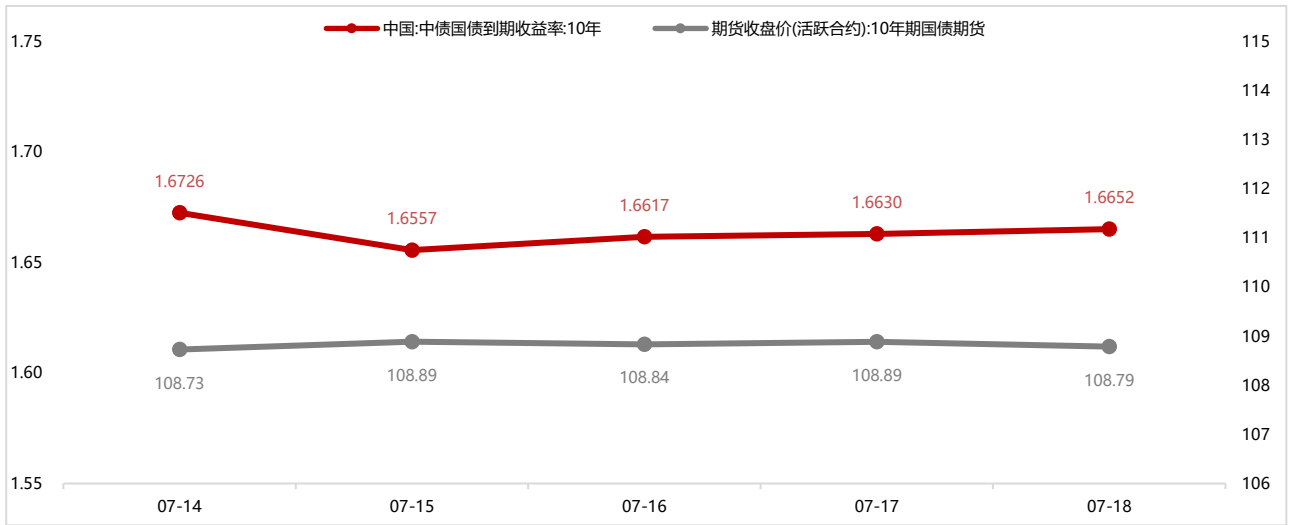


图 2 上周各期限国债利率均下行

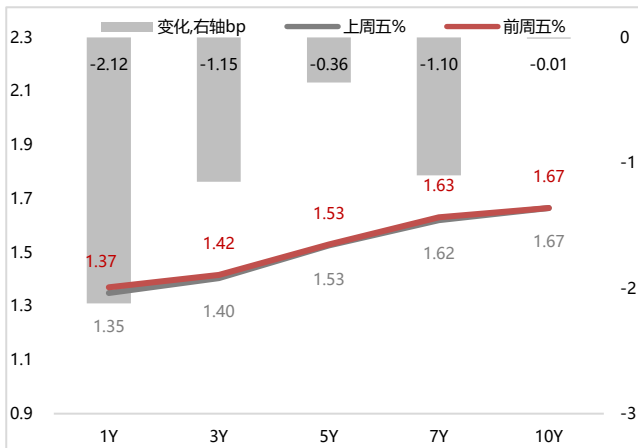


图 3 上周国开债长端和短端利率均下行

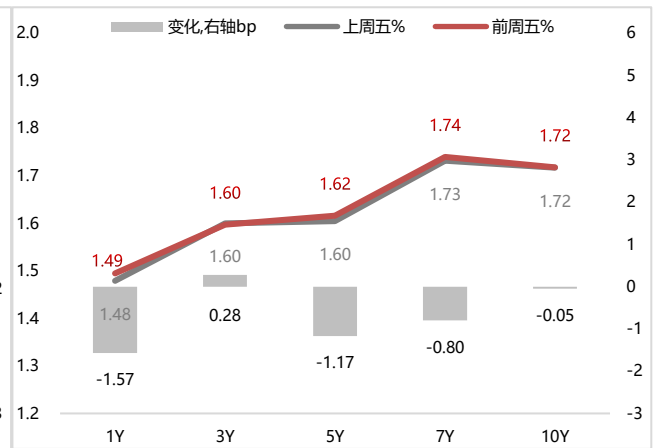


图 4 上周 10 年期国债期货继续下跌

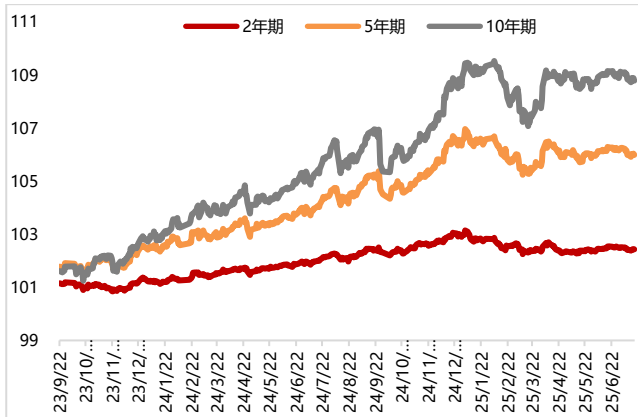


图 5 上周各期限国开债隐含税率均上行(%)

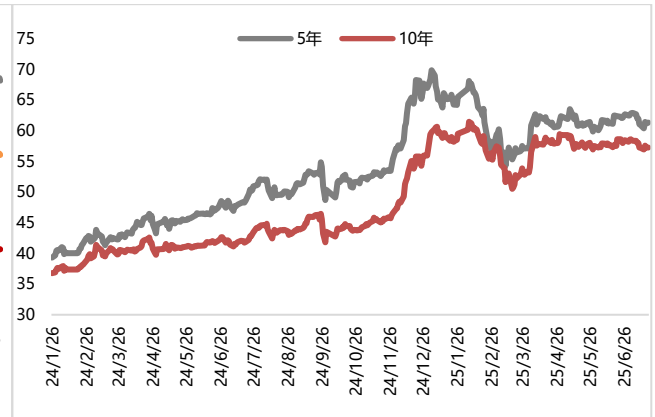


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差再度走阔

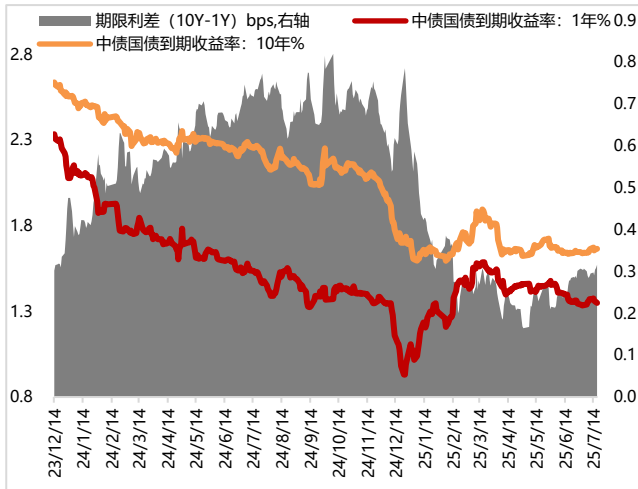
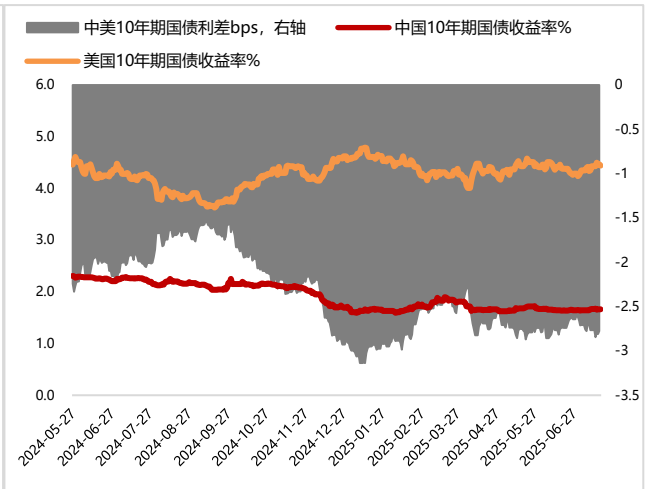


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续加深



数据来源: Wind 东方金诚

### 1.2 一级市场

上周共发行利率债 85 只, 环比增加 15 只, 发行量 6565 亿, 环比减少 335 亿, 净融资额 1433 亿, 环比减少 3191 亿。分券种看, 上周国债、政金债发行量和净融资额均环比增加, 而地方债发行量、净融资额均环比减少。

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	2433.1	2932.1	1851.6	1000.7	581.5	1931.4
政金债	1620	1650	2273.8	60	-653.8	1590
地方政府债	2511.83	2317.9	1006.85	1215.61	1504.99	1102.29
合计	6564.93	6900	5132.25	2276.31	1432.69	4623.69

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 3.24 倍; 共发行 20 只政金债, 平均认购倍数为 4.00 倍; 共发行 60 只地方债, 平均认购倍数为 26.47 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

## 二、上周重要事件

- **6月出口增速超预期回升。**7月14日，根据海关总署公布的数据，以美元计价，2025年6月出口额同比增长5.8%，增速比5月高1个百分点；其中，6月对美出口同比下降16.1%，降幅比上月收窄18.4个百分点；6月进口额同比增长1.1%，增速比5月加快4.5个百分点；其中，6月自美进口同比为-15.5%，降幅比5月收窄2.6个百分点。

6月出口额同比增速回升，好于市场预期，主要源于5月中美日内瓦会谈后，美国对华超高关税下调，6月我国对美出口同比降幅显著收窄；同时，6月处于美国全球对等关税“暂缓期”，我国企业对美国之外市场仍存在一定的“转出口”和“抢出口”效应。进口方面，6月进口额同比增速反弹，主要源于上年同期基数走低，实际进口增长动能依然偏弱。同时，6月出口增速有所回升，“大进大出”模式下，也对出口环节进口需求有一定正向拉动。

- **6月金融数据偏强。**7月14日，央行公布的数据显示，2025年6月新增人民币贷款2.24万亿，同比多增1100亿；6月新增社会融资规模为41993亿，同比多增9008亿；6月末，M2同比增长8.3%，增速比上月末高0.4个百分点；M1同比增长4.6%，增速较上月末高2.3个百分点。

6月人民币贷款恢复同比多增，主要源于去年同期基数偏低，5月出台实施的一揽子金融支持举措效果逐步显现，以及隐债置换因素对新增企业贷款的下拉作用趋弱。受政府债券融资拉动，6月社融同比延续多增。6月末M2增速加快，一方面是当月新增贷款同比多增，存款派生加快，另一方面源于上年同期金融“挤水分”影响下，M2基数偏低。同时，6月末M1增速加快，或与当月企业短期贷款大幅同比多增，推动企业短期存款高增有关，但当前M1增速仍偏低，显示宏观经济动能有待进一步提振。

- **上半年宏观经济增长动能偏强。**据国家统计局7月15日公布的数据，2025年二季度GDP同比增长5.2%，上半年GDP同比增长5.3%，上半年GDP增速较2024年全年加快0.3个百分点；2025年6月规模以上工业增加值同比实际增长6.8%，前值为5.8%；上半年规模以上工业增加值累计同比实际增长6.4%，2024年全年累计同比为5.8%；6月社会消费品零售总额同比增长4.8%，前值为6.4%；上半年社会消费品零售总额累计同比增长5.0%，2024年全年累计同比为3.5%；2025年1-6月全国固定资产投资累计同比增长2.8%，前值为3.7%，2024年全年累计同比增长3.2%。

上半年面临外部经贸环境剧烈波动带来的重大冲击，宏观经济延续去年四季度以来的偏强增长态势，代表新质生产力发展的高技术制造业等领域保持较快增长，宏观经济呈现稳中偏强、稳中向好势头。工业生产方面，受益于“两新”等扩内需政策继续提振相关行业生产，“关税战”暂缓推动工业企业出口增速回升以及高技术产业发展向好，6月工业增加值增速超预期反弹。6月社零增速放缓，或主要与多地因资金拨付进度暂停“国补”，导致消费品以旧换新政策效果边际减弱有关。1-6月固定资产投资增速较前值大幅回落，主要是受天气等短期因素影响，剔除这一影响，上半年投资走势保持稳定。其中，上半年基建投资稳增长作用突出，外部环境波动加剧背景下，制造业投资稳中有降，受楼市持续调整影响，上半年房地产投资延续较快下滑状态。

### 三、实体经济观察

上周生产端高频数据多数上涨，其中，高炉开工率、石油沥青装置开工率、半胎钢开工率以及日均铁水产量均有所上涨。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继续下降；上周30大中城市商品房销售面积继续下降。物价方面，上周猪肉价格波动小幅上涨，而大宗商品价格多数下跌，其中，原油和铜价格均有所下滑，而螺纹钢价格小幅下跌。

图 8 上周高炉开工率小幅回升 (%)

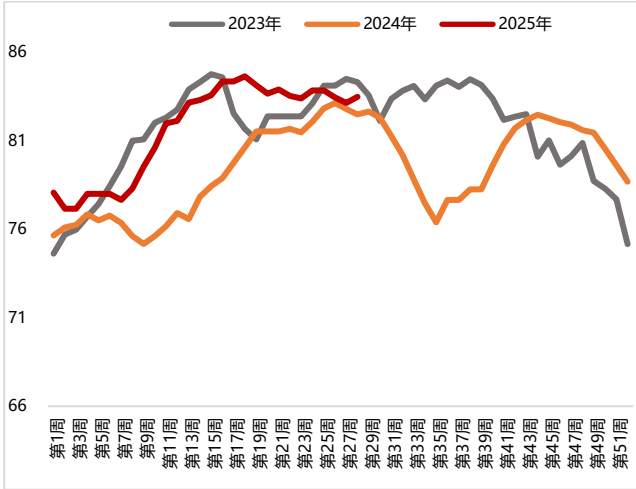


图 9 上周石油沥青装置开工率继续小幅上涨 (%)

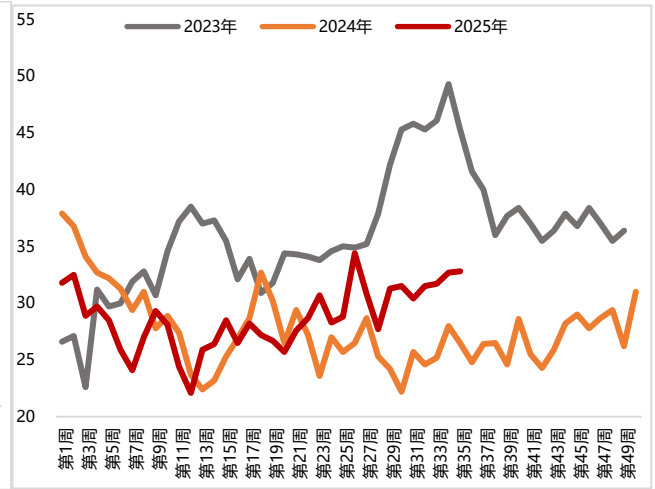


图 10 上周半钢胎开工率继续上升 (%)

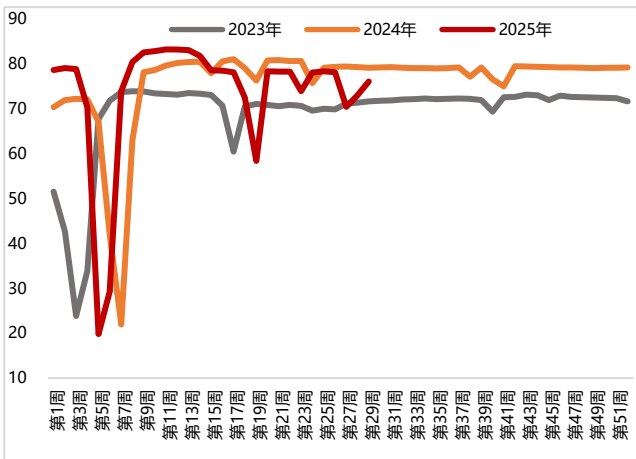


图 11 上周日均铁水产量 (247 家) 小幅回升 (万吨)

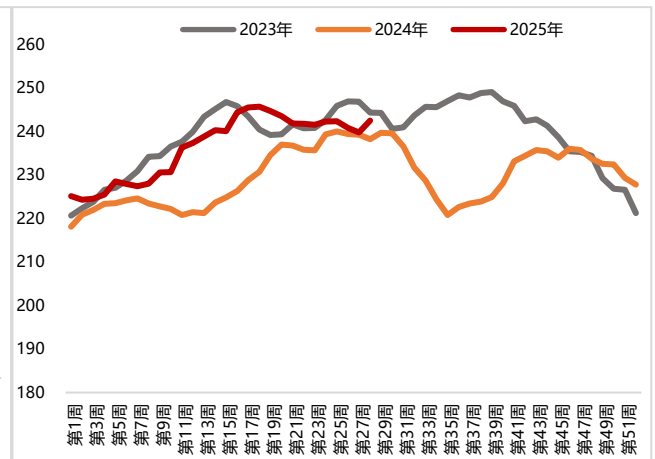


图 12 上周 30 城商品房成交面积继续下降 (万 m²)

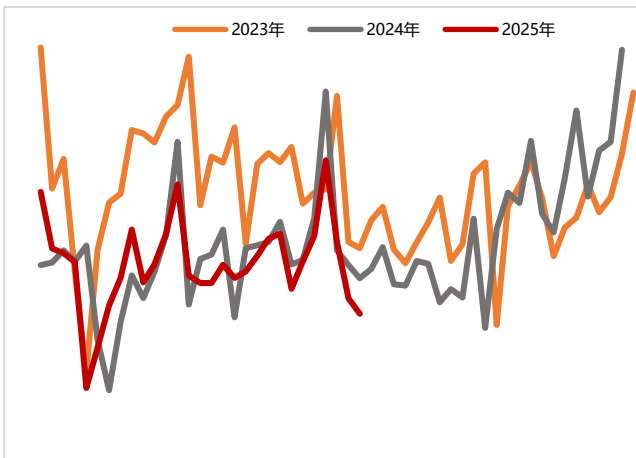


图 13 上周 BDI 指数继续上升

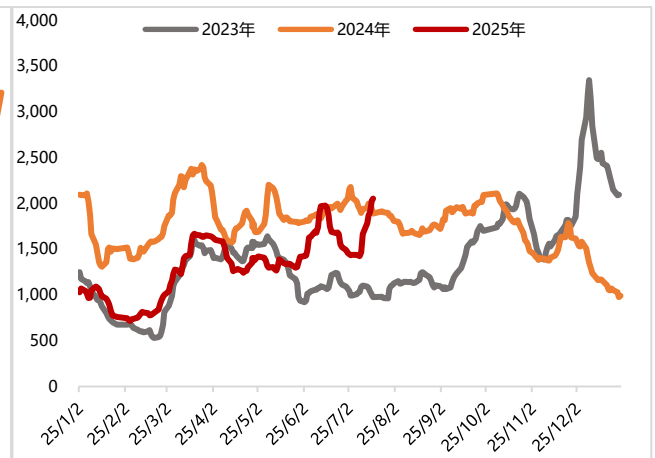


图 14 上周 CDFI 指数继续上升

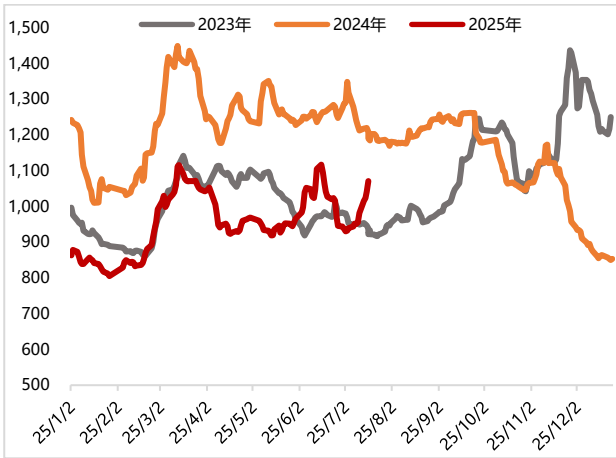


图 15 上周 CCFI 指数继续下降

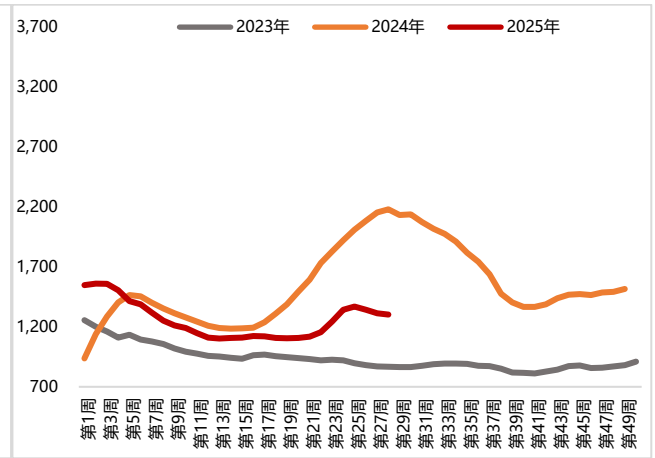


图 16 上周猪肉价格波动小幅上涨



图 17 上周国际油价继小幅下跌

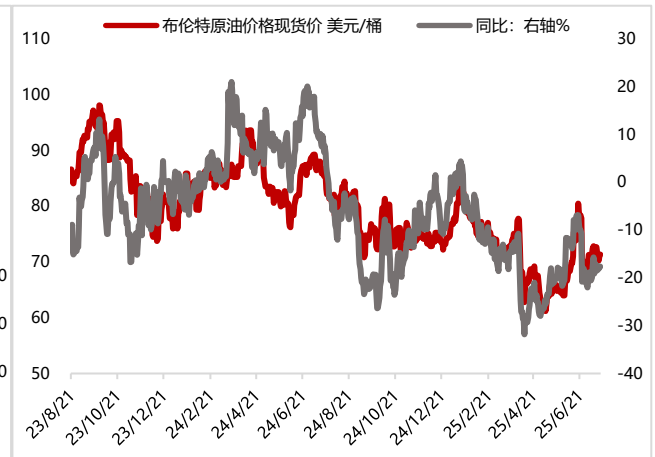


图 18 上周铜期货价格继续下跌

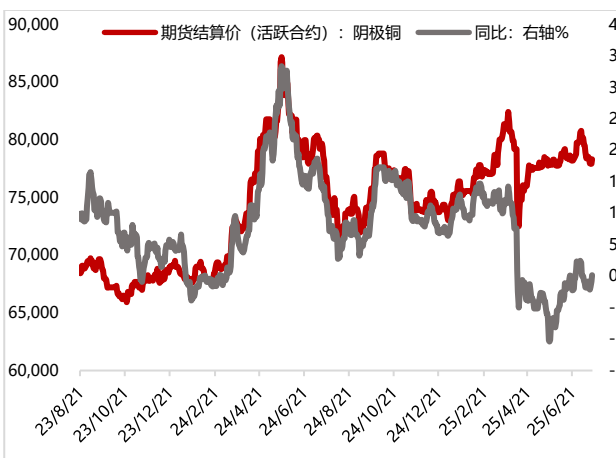
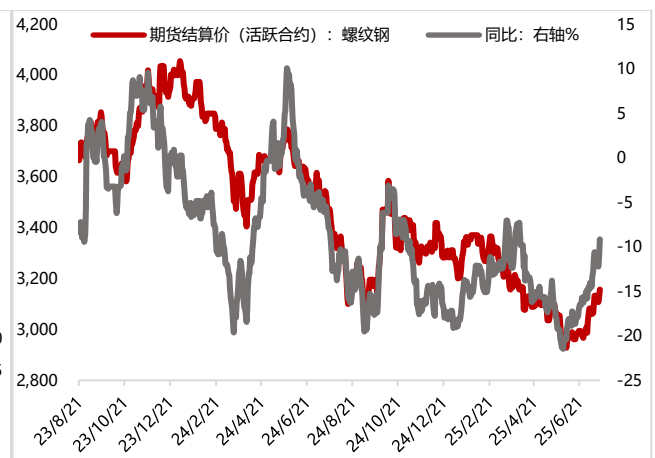


图 19 上周螺纹钢期货价格继续上涨



数据来源: Wind 东方金诚

#### 四、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净投放资金 12011 亿元

		发行		到期		
发生日期	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2025/7/14	逆回购 7D	2262	1.40	逆回购 7D	1065	1.40
2025/7/15				MLF1 年期	1000	2.50
2025/7/15	逆回购 7D	3425	1.40	逆回购 7D	690	1.40
2025/7/16	逆回购 7D	5201	1.40	逆回购 7D	755	1.40
2025/7/17	逆回购 7D	4505	1.40	逆回购 7D	900	1.40
2025/7/18	逆回购 7D	1875	1.40	逆回购 7D	847	1.40
<b>发行</b>			17268			
<b>到期</b>			5257			
<b>净投放</b>			12011			

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007 微幅下行, DR007 上行 (%)

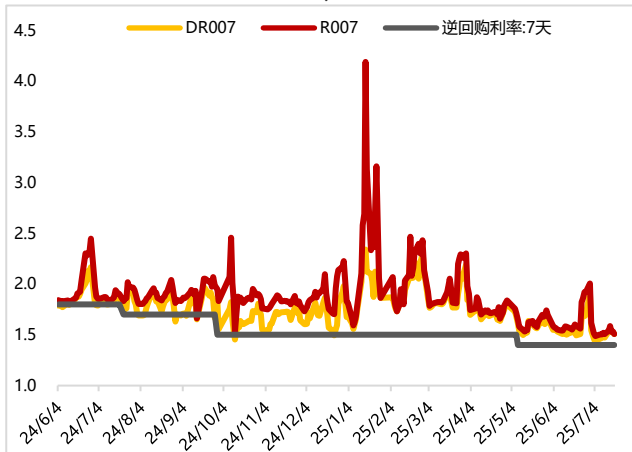


图 21 上周股份行同业存单发行利率波动上行 (%)

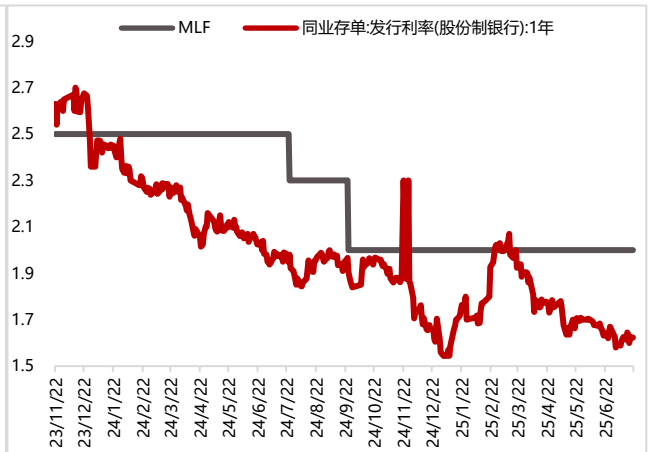


图 22 上周半年国股直贴利率继续下行

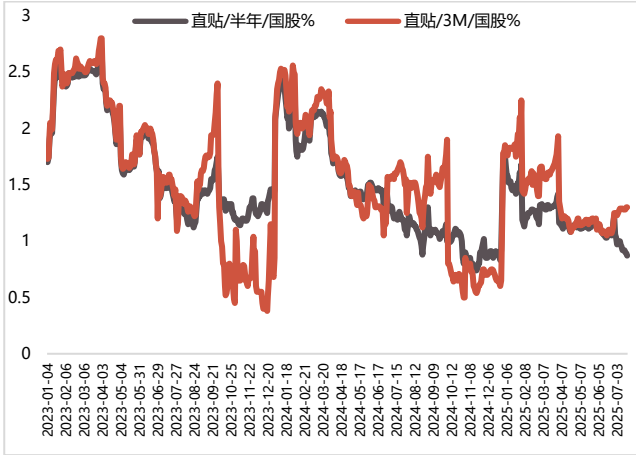


图 23 上周质押式回购成交量继续下降（亿元）

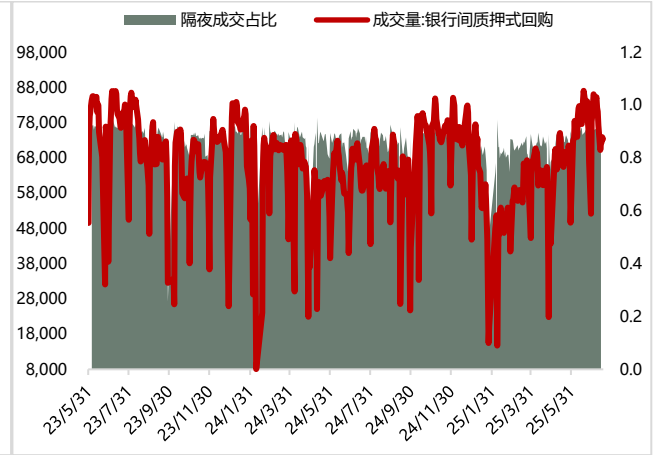
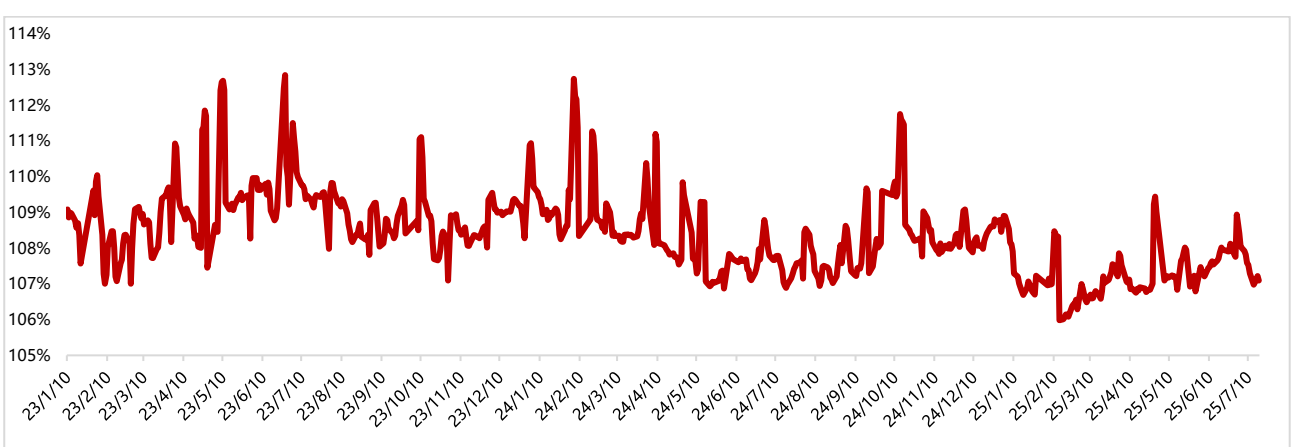


图 24 上周银行间市场杠杆率波动下行



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 贴现国债 43	300	0.2493	1.2069	3.44
25 贴现国债 42	602.1	0.4986	1.2654	2.29
25 贴现国债 41	301	0.2493	1.211	3.28
25 超长特别国债 04	400	20	1.92	4.03
25 超长特别国债 05	830	30	1.9	3.15

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 进出清发 007(增发 6)	20	3	1.563	4.28
25 国开清发 02(增发 20)	80	3	1.5368	3.55
25 国开清发 04(增发 20)	20	7	1.6699	10.18
25 国开 06(增 22)	60	1	1.3787	4.17
25 国开 08(增 9)	110	5	1.5542	3.2
25 国开 15(增 8)	210	10	1.6825	3.01
25 农发 21(增 9)	150	1.074	1.3684	2.72
25 农发 09(增 10)	20	3	1.6534	5.41
25 农发 20(增 9)	160	10	1.7526	3.18
25 国开 02(增 5)	50	2	1.4996	3.72
25 国开 08(增 8)	110	5	1.5524	3.96
25 国开 15(增 7)	200	10	1.6815	2.87
25 农发清发 12(增发 12)	30	2	1.5426	4.43
25 农发清发 09(增发 10)	20	2	1.6396	4.44
25 农发清发 07(增发 15)	20	7	1.7036	6.19
25 农发贴现 06(增发)	30	0.2493	1.3621	2.38
25 农发 13(增 11)	120	3	1.6024	2.4
25 农发 15(增 8)	100	5	1.6514	3.5
25 国开 06(增 21)	60	1	1.391	3.4
25 国开 14(增 18)	50	3	1.6025	3.04

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 辽宁债 21	122.73	10	1.71	5	29.27	25 宁夏债 14	20.00	20	2.04	14	21.76
25 辽宁债 22	3.26	10	1.71	5	29.97	25 宁夏债 15	1.73	10	1.71	5	21.83
25 辽宁债 23	5.06	15	1.96	15	31.54	25 宁夏债 16	10.05	20	2.05	15	21.98
25 辽宁债 24	11.48	20	2.05	15	31.49	25 宁夏债 17	2.30	20	2.05	15	21.02
25 辽宁债 25	3.31	30	2.06	19	30.63	25 宁夏债 18	27.00	20	2.05	15	20.77
25 辽宁债 26	20.30	20	2.05	15	30.96	25 宁夏债 19	10.00	30	2.05	18	24.37
25 辽宁债 27	20.00	30	2.05	18	31.17	25 新疆债 27	122.14	10	1.74	8	17.63

25 辽宁债 28	62.32	20	2.05	15	30.12	25 新疆债 28	24.93	10	1.78	12	18.46
25 辽宁债 29	100.00	30	2.05	18	29.57	25 新疆债 29	33.40	15	1.95	15	18.48
25 西藏债 07	53.07	10	1.75	9	28.15	25 新疆债 30	16.86	20	2.05	15	19.40
25 西藏债 08	1.74	15	1.94	13	27.78	25 新疆债 31	86.00	30	2.05	18	18.97
25 西藏债 09	4.69	20	2.05	15	28.74	25 大连债 23	59.14	10	1.71	5	24.96
25 西藏债 10	0.12	10	1.81	15	19.83	25 大连债 24	7.23	20	2.04	14	25.27
25 西藏债 11	0.50	15	1.94	13	31.80	25 福建债 26	64.58	7	1.67	5	25.53
25 西藏债 12	6.36	20	2.04	14	29.09	25 福建债 27	12.80	15	1.94	14	28.60
25 西藏债 13	7.00	30	1.97	10	29.71	25 福建债 28	67.60	5	1.57	5	25.74
25 广西债 20	87.73	20	2.05	15	24.55	25 福建债 29	12.39	10	1.75	9	28.14
25 广西债 21	163.92	10	1.71	5	23.41	25 福建债 30	55.64	15	1.94	14	27.24
25 广西债 22	33.85	20	2.05	15	26.51	25 福建债 31	112.93	20	2.04	14	26.65
25 河北债 40	19.79	10	1.71	5	24.55	25 福建债 32	11.37	30	2.03	16	29.96
25 河北债 41	4.70	10	1.74	8	25.26	25 福建债 33	151.27	10	1.74	8	25.23
25 山东债 58	12.03	7	1.68	6	22.50	25 福建债 34	111.00	10	1.74	8	25.79
25 山东债 59	70.86	30	2.03	16	27.43	25 云南债 21	89.88	7	1.66	5	30.22
25 山东债 60	40.34	15	1.94	13	24.52	25 云南债 22	100.00	10	1.75	10	30.93
25 山东债 61	10.19	10	1.74	8	24.84	25 云南债 23	69.27	30	2.05	19	32.92
25 山东债 62	18.93	10	1.75	9	23.88	25 云南债 24	44.15	7	1.66	5	31.45
25 山东债 63	36.03	15	1.94	13	24.63	25 云南债 25	4.97	10	1.77	12	30.70
25 山东债 64	42.88	7	1.68	6	22.69	25 陕西债 28	85.65	10	1.73	8	34.08
25 山东债 65	47.29	10	1.74	8	23.60	25 陕西债 29	52.58	5	1.6	9	34.26
25 宁夏债 13	10.00	10	1.74	8	21.95	25 陕西债 30	24.50	15(10.51)	1.9	10	35.60

数据来源: Wind 东方金诚

**权利及免责声明：**

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究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、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

**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