

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 7 日

核心观点

- 上周债市偏暖震荡，收益率曲线进一步陡峭化。上周（6 月 30 日当周），尽管货币政策委员会二季度例会公告删除择机降息降准表述、股债跷跷板效应等对债市造成一定利空扰动，但在跨季后资金面超预期宽松以及国债发行缩量支撑下，债市呈现偏暖震荡格局，长债收益率整体小幅下行。短端利率方面，月初资金面宽松推动机构“卷利差”交易，带动债市短端利率继续下行，收益率曲线进一步陡峭化。

本周（7 月 7 日当周）债市料延续震荡行情。从基本面来看，本周即将公布 6 月通胀数据，受中上旬国际原油价格冲高影响，预计 6 月通胀数据将边际改善，但仍将处于低位运行区间，对债市的利空影响料将有限。从资金面来看，尽管央行连续大额净回笼，但月初资金面超预期宽松，带动资金利率创下新低。若本周资金面延续宽松，短债利率有望进一步下行。整体上看，预计本周债市长端利率将延续震荡行情，且在市场交易依然拥挤背景下，波动或将加剧，短端利率确定性更高，收益率曲线料继续陡峭化。



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

上周债市偏暖震荡，长债收益率小幅下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计上涨0.03%，上周五10年期国债收益率较前周五下行0.29bp，1年期国债收益率较前周五下行0.90bp，期限利差继续走阔。

- **6月30日**：周一，受资金面边际收紧、6月PMI数据基本符合预期、股市上涨影响，债市整体走弱。但临近尾盘，市场对央行买债预期上升，带动债市小幅回暖。全天看，当日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0.07bp；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0.16%。
- **7月1日**：周二，受月初资金面转松，以及本周国债发行缩量提振，债市整体偏暖。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0.36bp；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0.10%。
- **7月2日**：周三，在月初资金面愈发宽松，以及机构开始“卷利差”影响下，债市延续强势。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0.37bp；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0.14%。
- **7月3日**：周四，受资金面宽松支撑，债市整体偏暖震荡。当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10年期国债收益率上行0.11bp；国债期货各期限主力合约收盘多数上涨，其中，10年期主力合约持平。
- **7月4日**：周五，中短债受资金面延续宽松提振延续强势，长债则因股债跷跷板效应而小幅走弱。当日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0.26bp；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0.03%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

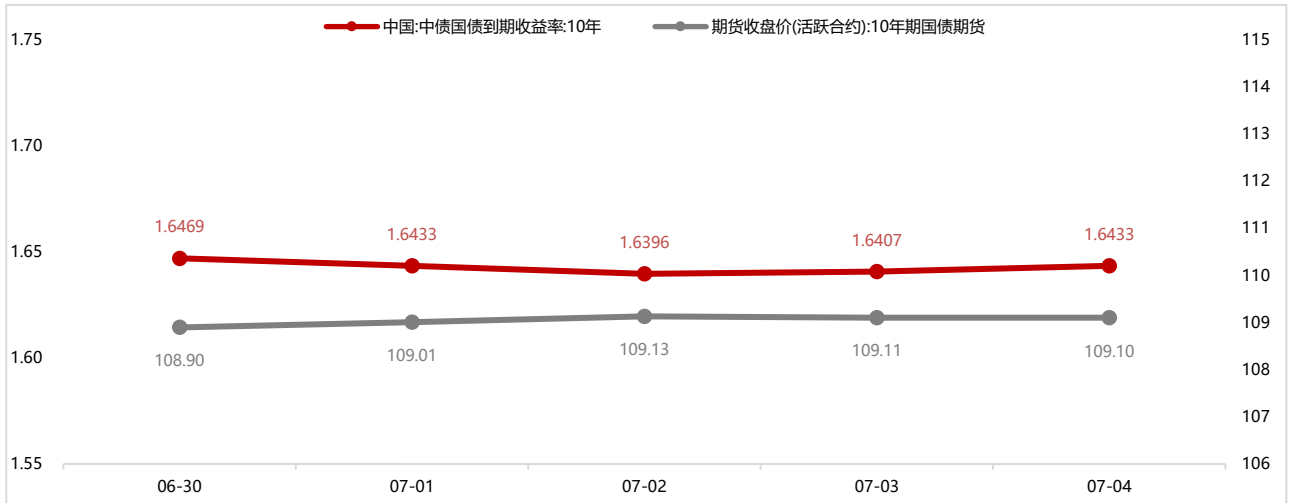


图 2 上周国债短端和长端利率均下行

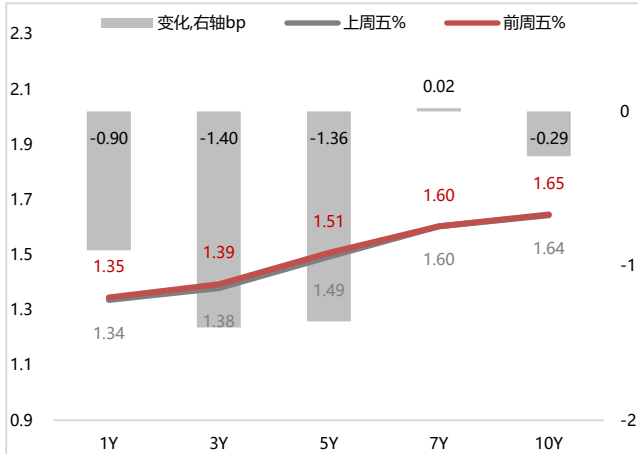


图 3 上周国债开债中短端利率下行, 长端上行

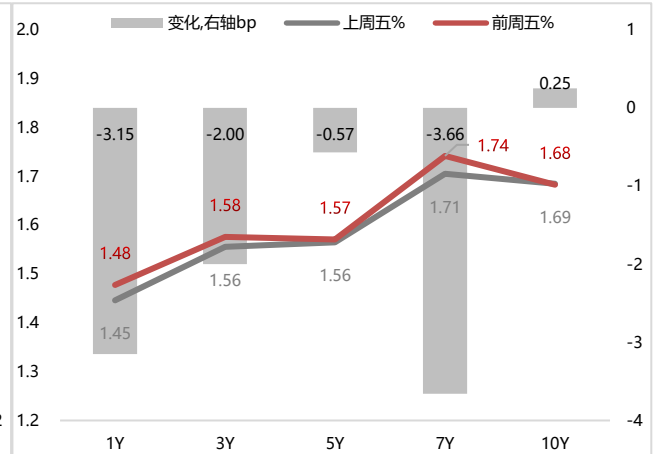


图 4 上周 10 年期国债期货小幅上涨

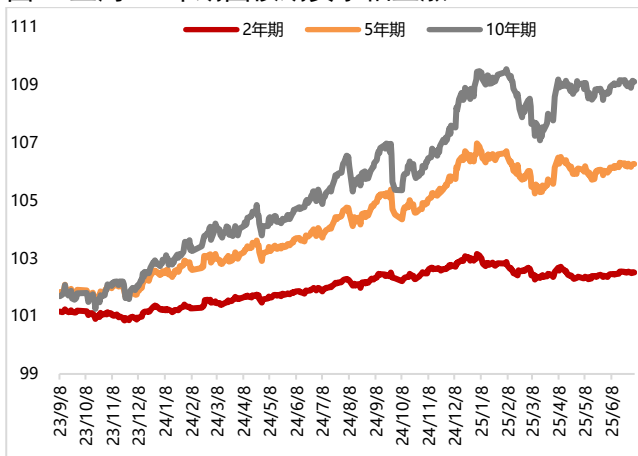


图 5 上周 10 年期国债隐含税率微幅下行 (%)

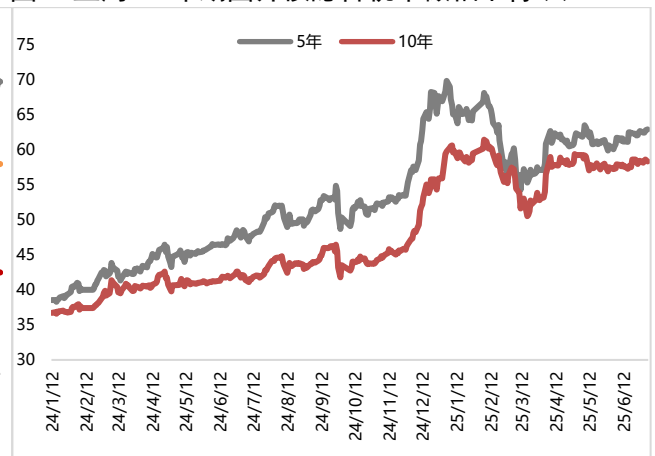


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续走阔

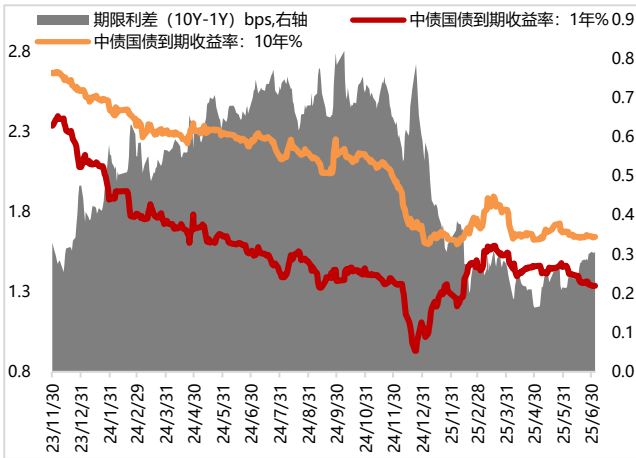
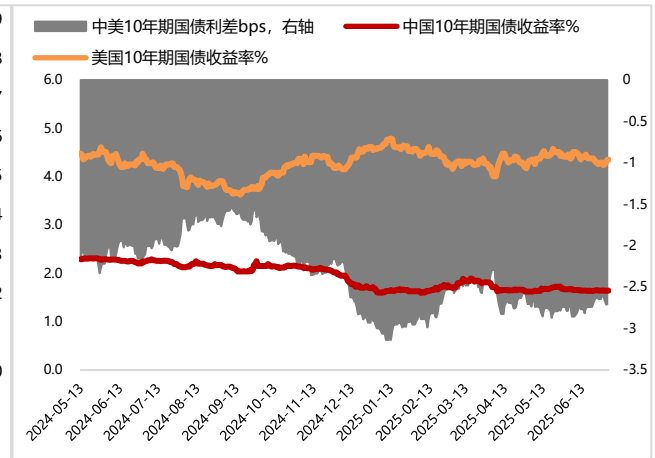


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度明显加深



数据来源: Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 47 只, 环比减少 130 只, 发行量 5132 亿, 环比减少 3544 亿, 净融资额 3766 亿, 环比大幅减少 4041 亿。分券种看, 上周国债、政金债发行量、净融资额环比均增加, 而地方债发行量、净融资额环比大幅减少。

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	2800.8	1110	801.5	0	1999.3	1110
政金债	1610	1150	60	57	1550	1093
地方政府债	721.39	6416.4	504.89	812.88	216.49	5603.52
合计	5132.19	8676.4	1366.39	869.88	3765.79	7806.52

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 4 只国债, 平均认购倍数为 4.21 倍; 共发行 20 只政金债, 平均认购倍数为 3.38 倍; 共发行 23 只地方债, 平均认购倍数为 21.15 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

二、上周重要事件

- **6月宏观经济景气度延续回升。**根据国家统计局公布的数据，2025年6月，中国制造业PMI指数为49.7%，比5月上升0.2个百分点；6月非制造业商务活动指数为50.5%，比5月上升0.2个百分点，其中，建筑业商务活动指数为52.8%，比5月上升1.8个百分点，服务业PMI指数为50.1%，比5月下降0.1个百分点；6月综合PMI产出指数为50.7%，比5月上升0.3个百分点。

6月制造业PMI指数环比上升0.2个百分点，符合预期。背后主要是稳增长政策效应显现叠加贸易局势缓和，共同带动当月宏观经济景气度延续回升。非制造业方面，6月服务业PMI指数较上月下降0.1个百分点至50.1%，符合季节性规律，主因五一、端午节过后，居民出行消费需求季节性回落。6月服务业PMI指数连续第九个月处于扩张区间，背后是当前宏观政策正在将促进服务消费作为提振内需的一个重要发力点，同时居民消费正在从以商品消费为主，逐步转向商品和服务消费并重，以及新动能相关行业景气度继续处于较高水平。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据多数下降，其中，高炉开工率、半胎钢开工率、日均铁水产量均有所下降，而石油沥青装置开工率继续小幅上涨。从需求端来看，上周BDI指数继续下降，出口集装箱运价指数CCFI也小幅回落；上周30大中城市商品房销售面积显著下降。物价方面，上周猪肉价格小幅回升，大宗商品价格也多数上涨，其中，原油、铜以及螺纹钢价格均有所上升。

图 8 上周高炉开工率小幅下降 (%)

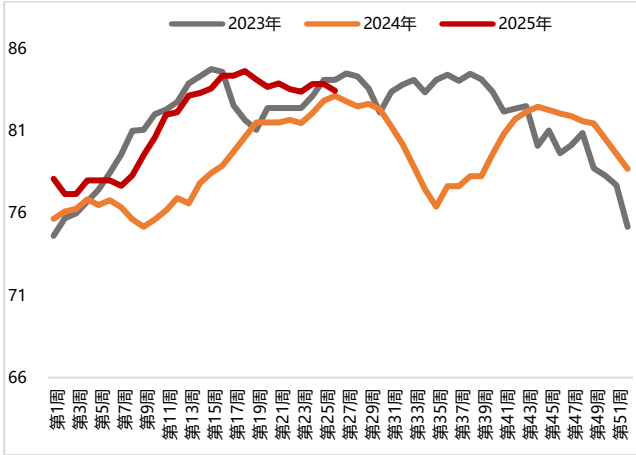


图 9 上周石油沥青装置开工率继续小幅上涨 (%)

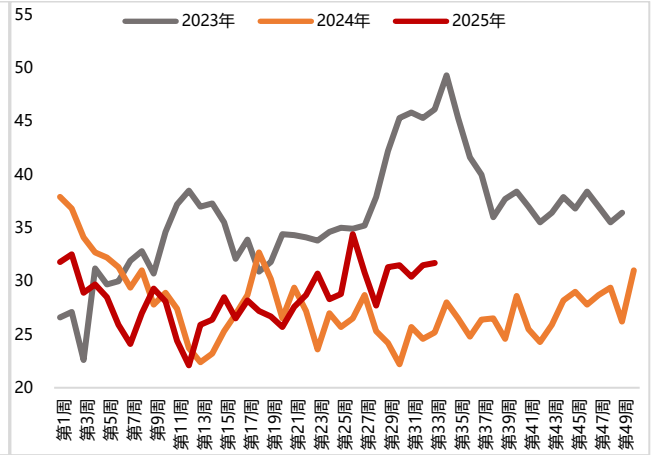


图 10 上周半钢胎开工率明显下降 (%)

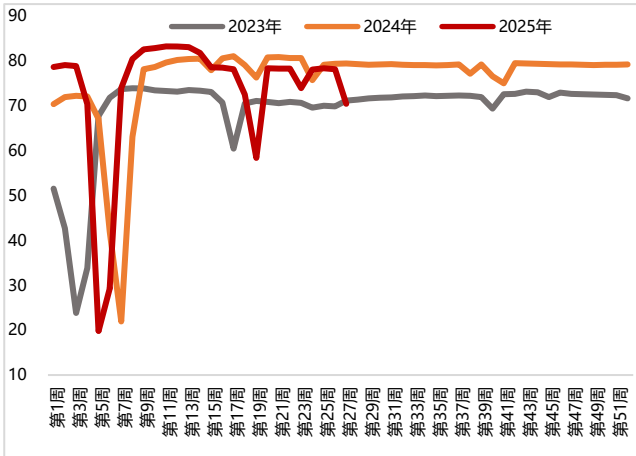


图 11 上周日均铁水产量 (247 家) 小幅下降 (万吨)

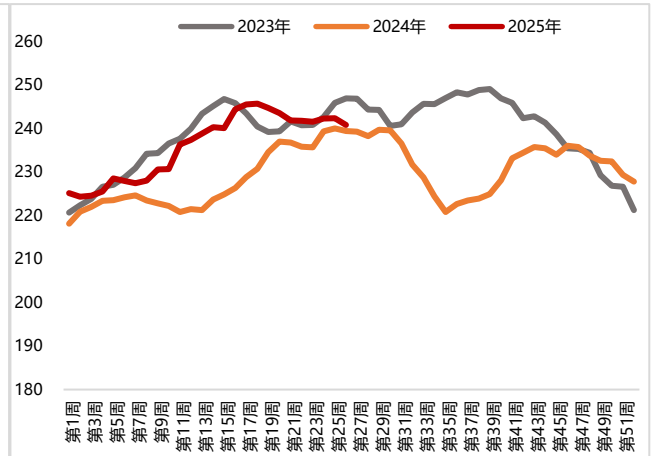


图 12 上周 30 城商品房成交面积显著下降 (万 m²)

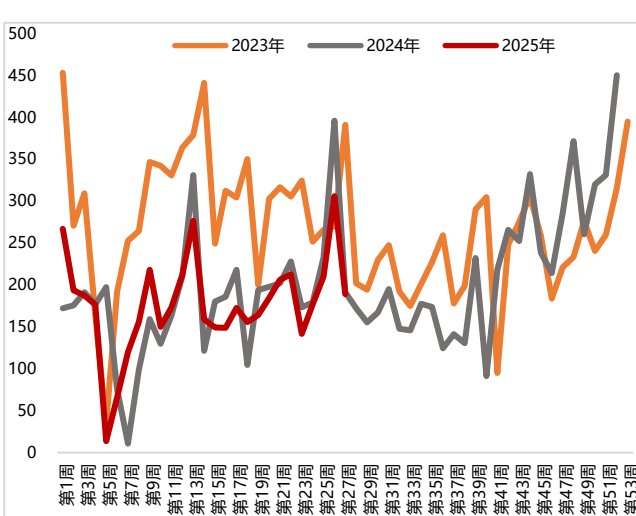


图 13 上周 BDI 指数继续下降

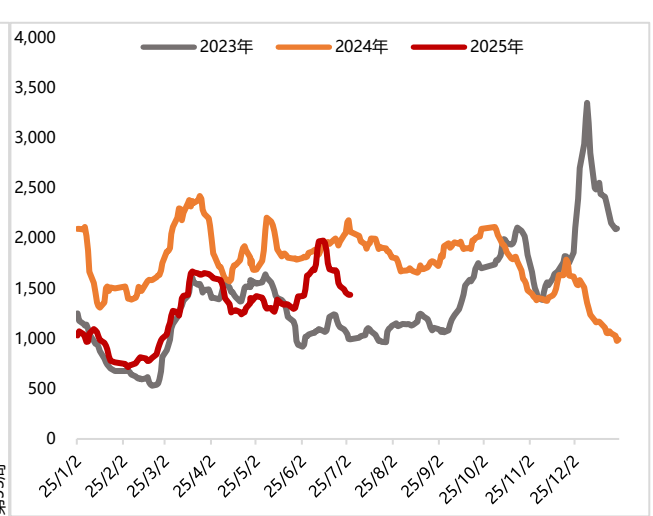


图 14 上周 CDFI 指数继续下降

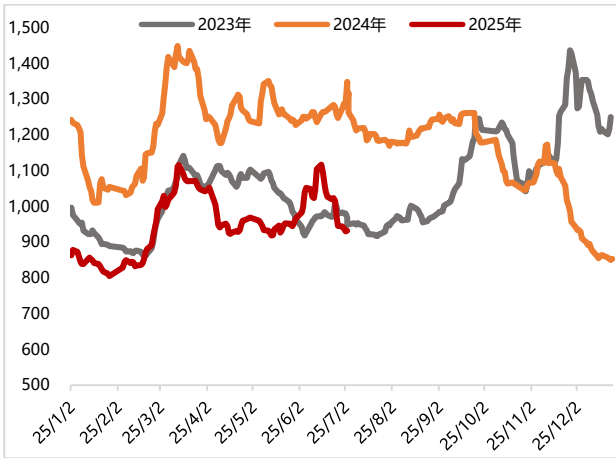


图 15 上周 CCFI 指数小幅回落

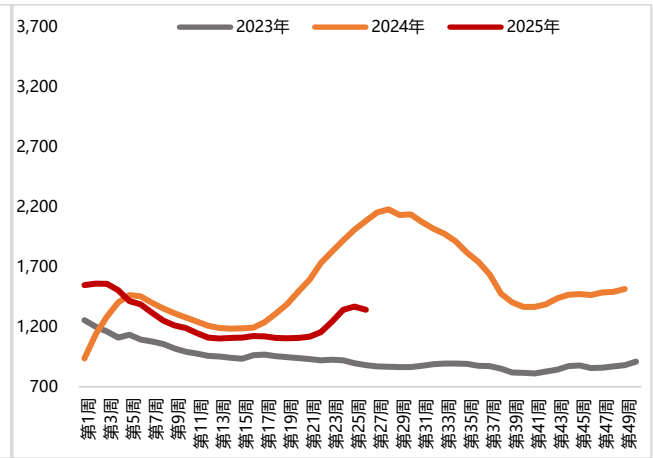


图 16 上周猪肉价格小幅回升

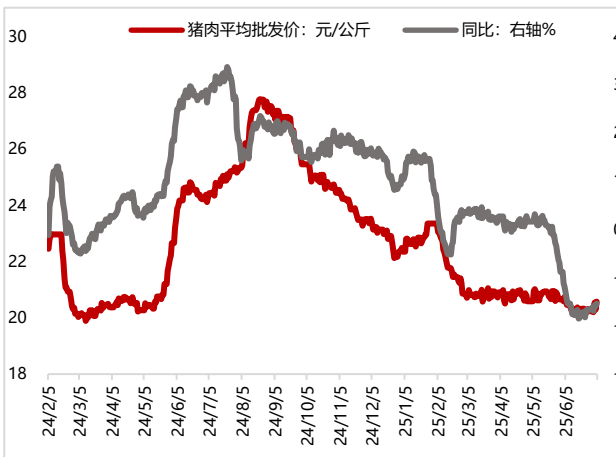


图 17 上周国际油价波动微幅上涨

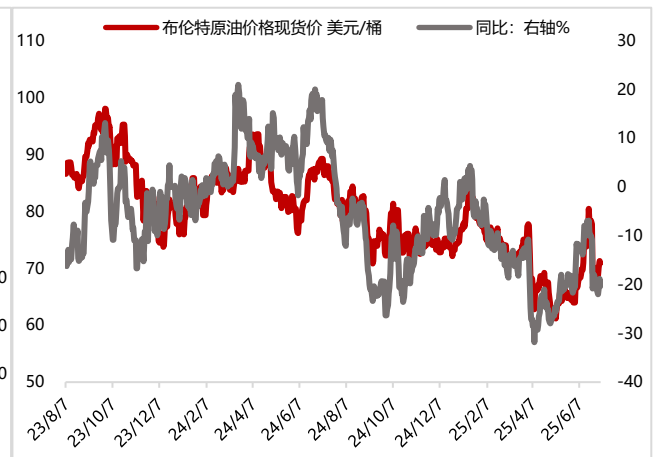


图 18 上周铜期货价格继续上涨

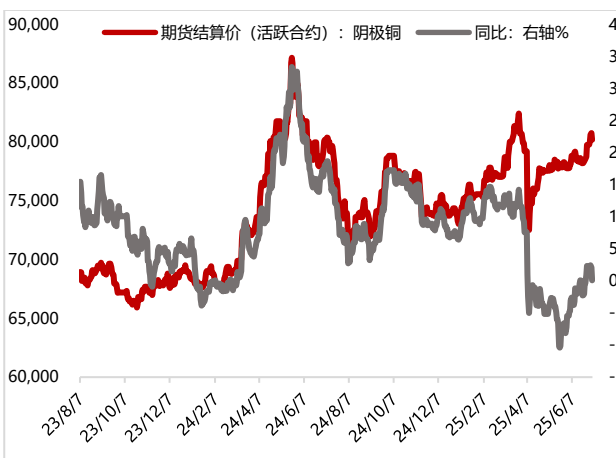
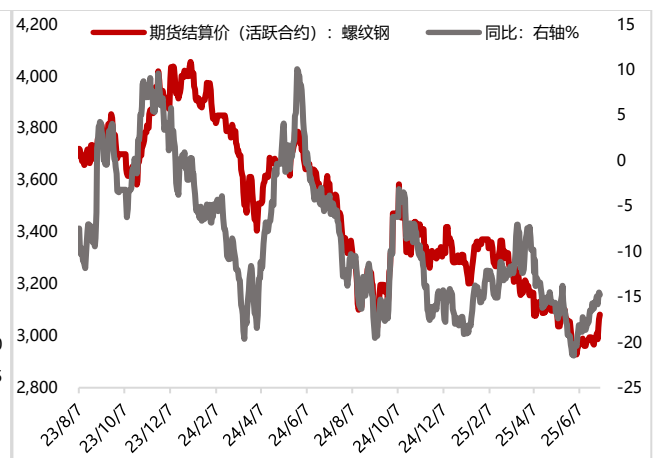


图 19 上周螺纹钢期货价格明显回升



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回笼资金 13753 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 (%)
2025/6/30	逆回购 7D	3315	1.40	逆回购 7D	2205	1.40
2025/7/1	逆回购 7D	1310	1.40	逆回购 7D	4065	1.40
2025/7/2	逆回购 7D	985	1.40	逆回购 7D	3653	1.40
2025/7/3	逆回购 7D	572	1.40	逆回购 7D	5093	1.40
2025/7/4	逆回购 7D	340	1.40	逆回购 7D	5259	1.40
发行			6522			
到期				20275		
净投放				-13753		

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均显著下行 (%)

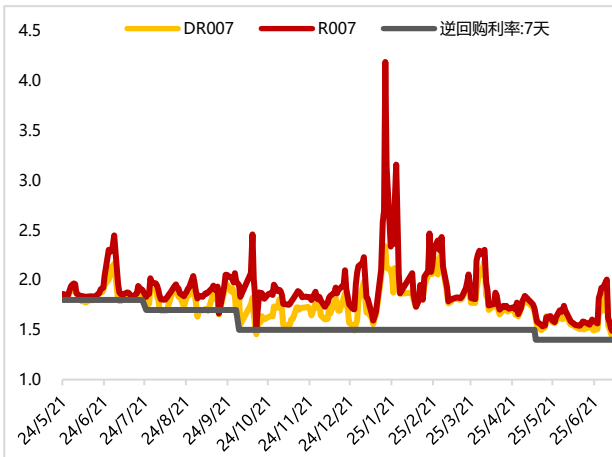


图 21 上周股份行同业存单发行利率明显下行 (%)

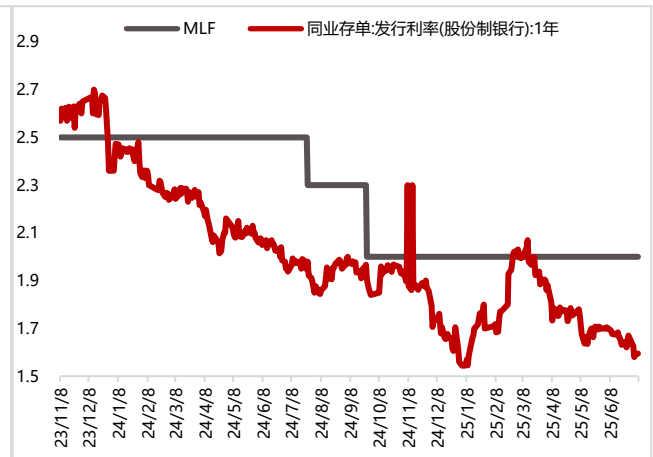


图 22 上周 3 个月国股直贴利率下行

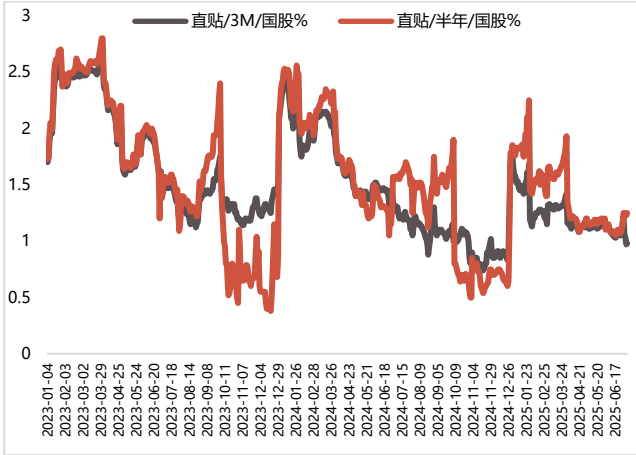


图 23 上周质押式回购成交量大幅回升（亿元）

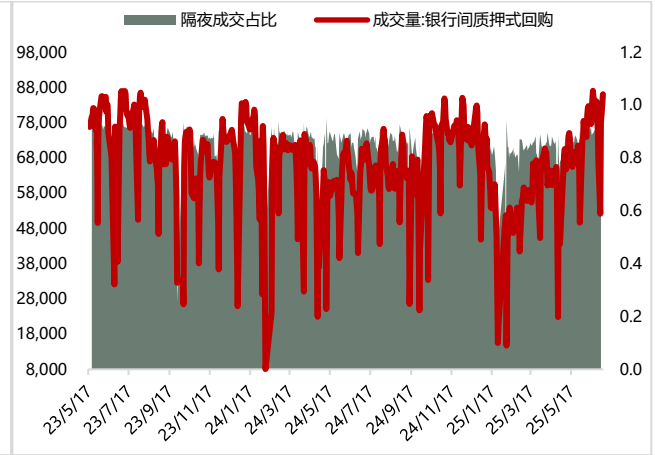
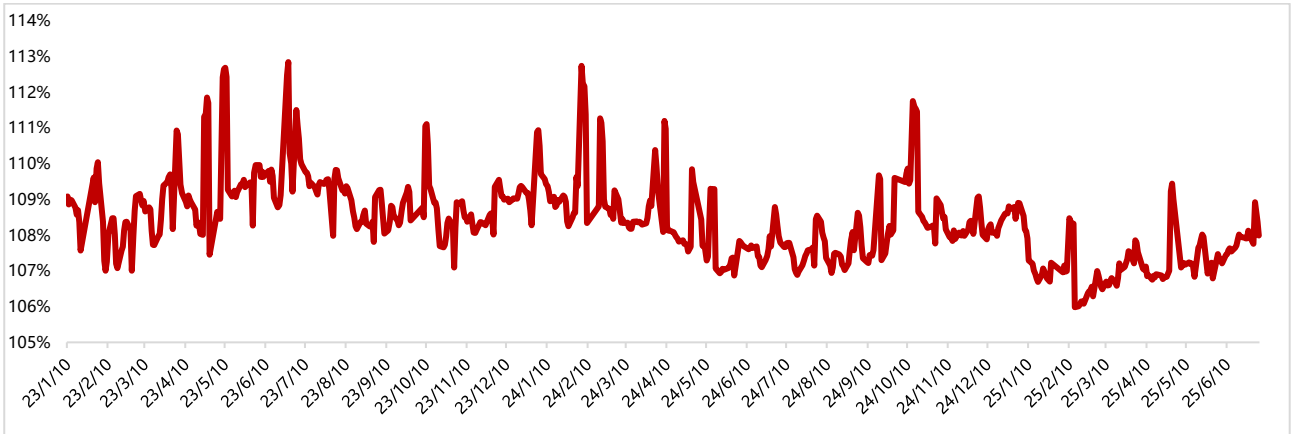


图 24 上周银行间市场杠杆率窄幅波动，基本与前一周期持平



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 07(续 2)	1090	7	1.79	4.2238
25 附息国债 11(续 2)	1310	10	1.67	5.0445
25 贴现国债 39	200.4	0.0767	1.1351	3.89
25 贴现国债 40	200.4	0.1726	1.2018	3.68

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 02	40	2	-	4.44
25 贴现国开 01 清发	20	0.5068	1.3208	3.31
25 国开清发 02(增发 18)	80	3	1.5019	2.23
25 国开清发 04(增发 18)	20	7	1.6499	5.89
25 国开 06(增 18)	60	1	1.3078	3.36
25 国开 08(增 5)	110	5	1.5079	3.05
25 国开 15(增 4)	210	10	1.6491	2.66
25 农发 21(增 7)	150	1.074	1.3513	2.58
25 农发 09(增 8)	20	3	1.6501	4.07
25 农发 20(增 7)	160	10	1.7352	3.24
25 国开 02(增 3)	50	2	1.4689	3.46
25 国开 14(增 16)	50	3	1.6313	2.54
25 国开 08(增 4)	110	5	1.523	2.82
25 国开 15(增 3)	210	10	1.6569	2.26
25 农发清发 12(增发 10)	30	2	1.4595	6.28
25 农发清发 09(增发 8)	20	2	1.6283	2.16
25 农发清发 07(增发 14)	20	7	1.7085	5.36
25 农发贴现 05(增 3)	30	0.2493	1.3068	3.07
25 农发 13(增 9)	120	3	1.5473	2.23
25 农发 15(增 6)	100	5	1.6197	2.65

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
25 宁夏债 05	77.49	7Y	1.65	4	20.27
25 宁夏债 06	0.70	7Y	1.74	13	19.43
25 宁夏债 07	1.60	3Y	1.44	5	22.13
25 宁夏债 08	17.64	10Y	1.75	11	22.17
25 宁夏债 09	4.89	20Y	2.04	15	23.03
25 宁夏债 10	3.05	30Y	2.03	18	24.07
25 宁夏债 11	0.66	15Y	1.94	15	19.70
25 宁夏债 12	1.00	10Y	1.79	15	22.00
25 内蒙古债 18	68.88	10Y	1.75	10	26.09

25 湖南 21	98.56	5Y	1.6	9	22.86
25 湖南 22	5.38	5Y	1.64	13	23.36
25 湖南 23	11.40	15Y	1.98	19	26.46
25 湖南 24	13.29	20Y	2.05	16	29.28
25 湖南 25	41.91	30Y	2.05	20	27.13
25 浙江债 27	66.00	10Y	1.7	5	16.92
25 浙江债 28	23.69	7Y	1.65	5	18.93
25 浙江债 29	118.45	15Y	1.84	5	15.32
25 浙江债 30	82.83	30Y	1.95	10	16.38
25 浙江债 31	11.04	5Y	1.56	5	18.88
25 浙江债 32	4.94	5Y	1.56	5	19.15
25 浙江债 33	8.40	15Y	1.84	5	18.51
25 浙江债 34	36.40	20Y	1.99	10	16.95
25 浙江债 35	23.19	30Y	1.95	10	17.47

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、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他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