

## 净投放呵护税期，“股债跷跷板”效应明显，债市走势纠结

——债市周评（2025年7月14日-7月18日）

### 摘要:

本周以来，税期扰动致资金面收敛，央行加大投放力度，资金面渐趋平稳。总体来看，全周 DR001 上行 3bp 至 1.4566%，R001 上行 0.4bp 至 1.4881%，DR007 下行 3bp 至 1.5067%，R007 下行 4bp 至 1.5072%。下周逆回购到期 17,268 亿元，MLF 到期 2,000 亿元，国库定存到期 1,200 亿元，到期规模大，同时存单到期压力上升，将对资金面造成扰动，但预计央行会维持投放力度呵护资金面，资金面或保持平稳。

二季度 GDP 增速为 5.2%，前值为 5.4%，上半年累计增速为 5.3%。二季度名义 GDP 增速为 3.9%，较一季度 4.6% 回落。从具体数据来看，出口带动工业增长提速、企业投资意愿降低、地产继续走弱、餐饮和网购增速回落较多，总体呈现强生产弱需求的特点，增长主要依赖外需拉动，若下半年外需回落，或对经济增长带来风险。

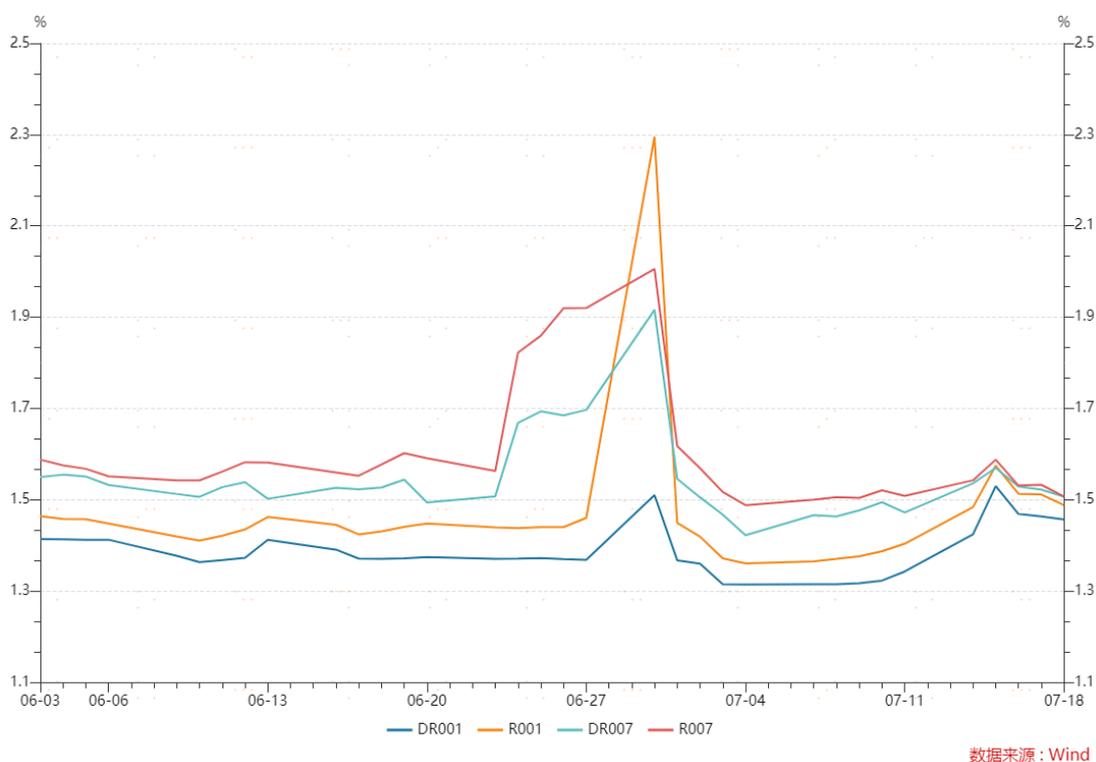
一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 6,564.93 亿元，比上周减少 335 亿元。本周受税期影响，资金先紧后松，叠加中央城市工作会议预期、央行取消回购质押券冻结规定征求意见稿等消息扰动，利率先上后下，曲线小幅走陡。展望后市，央行呵护下资金面不会出现大幅收紧的情况，而由于上半年经济增速表现较好，短期内大规模刺激政策出台的迫切性或减小。但值得注意的是，周末雅江水电 1.2 万亿项目开工的消息可能会引发市场对基本面好转的预期，风险偏好可能进一步抬升，对债市造成压制。总的来说，债牛趋势未发生转变，但现阶段股市的强势对债市形成一定压制，短期内债市仍以震荡思维看待，建议把握波段交易机会。

## 一、税期扰动资金，央行净投放呵护

本周以来，税期扰动致资金面收敛，央行加大投放力度呵护，资金面渐趋平稳。总体来看，全周 DR001 上行 3bp 至 1.4566%，R001 上行 0.4bp 至 1.4881%，DR007 下行 3bp 至 1.5067%，R007 下行 4bp 至 1.5072%。央行公开市场操作方面，本周逆回购投放 17,268 亿元，逆回购 4,257 亿元到期 MLF 到期 1,000 亿元，净投放资金 12,011 亿元。本周存单发行量为 9,450 亿元，1 年期 AAA 存单利率比上周上行 1.48bp，收于 1.64%，3 个月 AAA 存单利率上行 3.07bp，收于 1.58%。

下周逆回购到期 17,268 亿元，MLF 到期 2,000 亿元，国库定存到期 1,200 亿元，到期规模大，同时存单到期压力上升，将对资金面造成扰动，但预计央行会维持投放力度呵护资金面，资金面或保持平稳。

图 1 近期资金利率走势



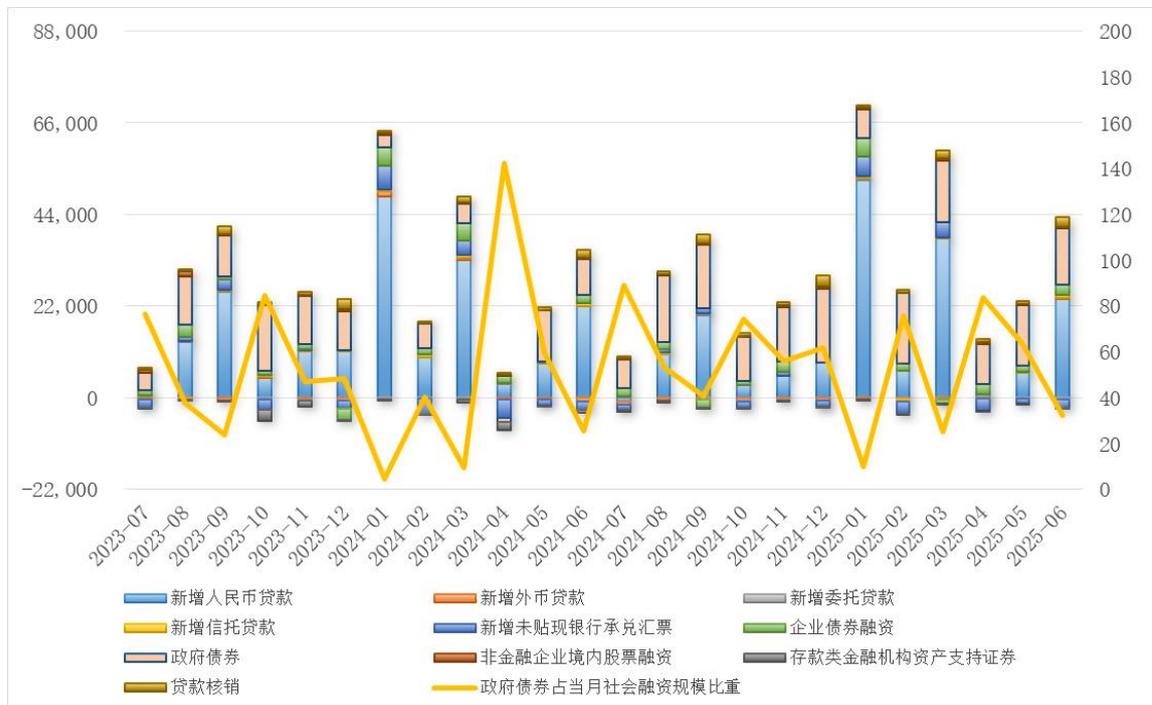
## 二、6月数据发布，亮眼之下隐忧仍存

2025 年 6 月，社会融资规模新增 4.2 万亿元，同比多增 9008 亿元，社融存量同比增速为 8.9%，较上月上升 0.2 个百分点，为 2024 年 3 月以来的高位。其中新增人民币贷款 2.36 万亿元，新增政府债券融资达到 1.35 万亿元。今年以来政府债券发行节奏前置，持续拉动社融增长。今年上半年新增社融 22.8 万亿，同比多增 4.7 万亿。而上半年政府债券增加 7.7 万亿，同比多增 4.3 万亿。可以看到，今年上半年社融增量主要来自政府债券，如没有新增预

算，下半年政府债券将从上半年的同比多增转为同比少增，社融或承压。6月新增信贷2.24万亿元，同比多增1100亿元，其中企业新增短期贷款同比多增4900亿元，短期融资需求有所增加，但企业中长期贷款以及居民贷款增长动力依然偏弱，改善幅度有限。6月M1同比增加4.6%，较5月回升2.3个百分点，M2同比增长8.3%，较上月回升0.4个百分点。M1、M2增速改善，主要受去年低基数效应、季末财政发力、股市表现较好吸引理财回流存款、出口改善等因素影响。

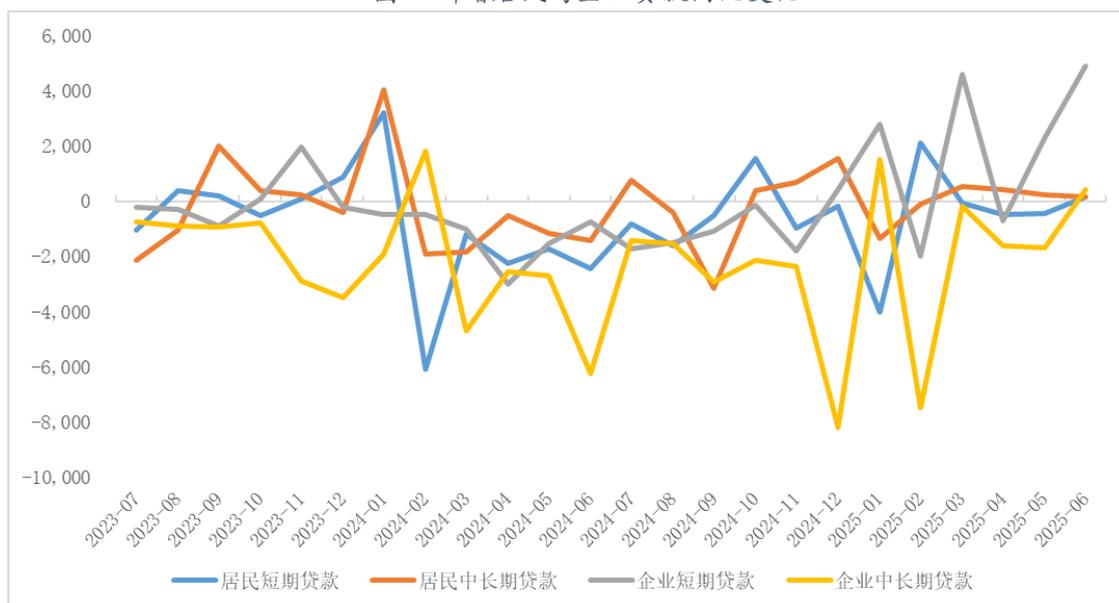
二季度GDP增速为5.2%，前值为5.4%，上半年累计增速为5.3%。二季度名义GDP增速为3.9%，较一季度4.6%回落。具体来看，6月经济数据呈现以下特点：**出口带动工业增长提速**，6月工业增加值从5月的5.8%回升至6.8%，装备制造业偏强；**企业投资意愿降低，投资环比减速**，6月城镇固定资产投资增速从5月的2.7%转负至-0.1%，基建与制造业投资增速继续回落；**地产继续走弱**，6月房地产销售面积跌幅走阔，同比回落5.5%，跌幅较上月扩大2.2个百分点，同时房地产投资继续收缩，6月地产投资增速为-12.9%，跌幅较上月扩大0.92个百分点；**消费方面，受政策约束和618促销前置透支了部分消费需求，餐饮和网购增速回落较多**，6月餐饮增速为0.9%，前值为5.9%，网购增速为4.7%，前值为8.2%。总体来看，6月数据体现了强生产弱需求的特点，若下半年外需回落，或对经济增长带来风险。

图2 社融规模增量结构



数据来源：wind

图 3 新增居民与企业贷款同比变化



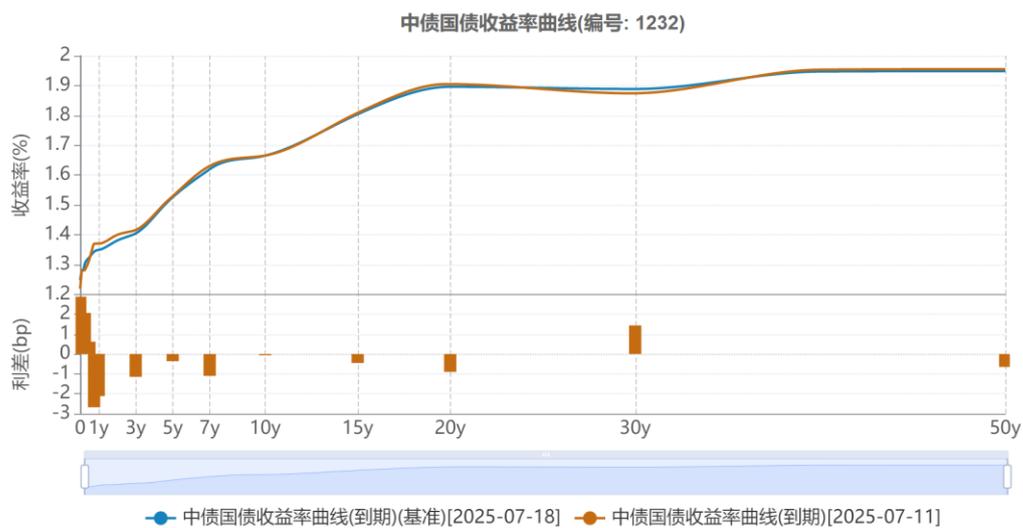
数据来源：wind

### 三、债市走势纠结，曲线略走陡

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 6,564.93 亿元，比上周减少 335 亿元。本周受税期影响，资金先紧后松，叠加中央城市工作会议预期、央行取消回购质押券冻结规定征求意见稿等消息扰动，利率先上后下，利率曲线小幅走陡。截至 7 月 18 日，1 年期国债收 1.3490%，较上周下行 2bp；5 年期国债收 1.5256%，较上周下行 0.4bp；10 年期国债收 1.6652%，较上周下行 0bp；30 年期国债收 1.8885%，较上周上行 1bp。1 年期国开债收 1.4789%，较上周下行 2bp；5 年期国开债收 1.6044%，较上周下行 1bp；10 年期国开债收 1.7171%，较上周下行 0bp。

6 月经济、金融各项数据表现均超市场预期，但从细项数据来看，居民、企业融资意愿仍不强烈，消费及投资减速，内需仍较疲弱。本周央行公告 1.4 万亿买断式逆回购操作呵护流动性，同时逆回购呵护力度同步提升，税期后资金利率有所回落，短端债券表现略好于长端，整周利率曲线小幅走陡。展望后市，当前市场对于资金面收紧仍有担忧，但税期以及政府债发行相对密集的阶段央行均加大投放力度，呵护态度明显，预计资金面即使有扰动，也不会出现大幅收紧的情况。基本面方面，由于上半年经济增速表现较好，短期内大规模刺激政策出台的迫切性或减小。但值得注意的是，周末雅江水电 1.2 万亿项目开工的消息可能会引发市场对基本面好转的预期，风险偏好可能进一步抬升，对债市造成压制。总的来说，债牛趋势未发生转变，但股市的强势对债市形成一定压制，短期内债市仍以震荡思维看待，建议把握波段交易机会。

图 4 国债收益率期限结构



数据来源: Wind, 中国债券信息网