

反内卷叠加资金面扰动，债市显著回调

——债市周评（2025 年 7 月 21 日-2025 年 7 月 25 日）

摘要:

由于周内公开市场操作连续净回笼、权益和商品市场情绪火热分流资金、基金赎回压力上升等因素的影响，本周资金面逐步收敛，在周五大额净投放后有所回落。总体来看，全周 DR001 上行 16bp 至 1.5174%，R001 上行 15bp 至 1.5522%，DR007 上行 16bp 至 1.6523%，R007 上行 20bp 至 1.6937%。银行体系净融出规模自周三 4.6 万亿逐步下降至周五 2.9 万亿，其中大行周五净融出规模降至 3.65 万亿。受资金收敛和债市调整扰动，本周存单各期限到期收益率上行；存单净融资额下降，发行利率上行。下周迎来跨月且逆回购到期压力较大，预计央行将维持一定的投放以呵护跨月，资金面或整体均衡。

当前工业企业利润增速仍负，但 6 月工业企业利润显示出边际修复迹象。2025 年 1-6 月全国规模以上工业企业实现利润总额 34365.0 亿元，同比下降 1.8%（前值 1.1%）；实现营业收入 66.78 万亿元，同比增长 2.5%（前值 2.7%）；6 月利润当月同比下降 4.3%（前值 -9.1%），降幅有所收窄。从量、价、利润率三要素来看，6 月利润降幅收窄主要是由于工业生产上升带动，价格和利润率仍需修复，企业盈利回暖仍面临挑战。随着刺激内需和反内卷政策落地，预计工业企业利润将进一步得以修复。

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 9,398.05 亿元，比上周减少 2,833.12 亿元。二级市场方面，反内卷政策预期以及雅江水电工程带动权益和商品市场持续上涨压制债市情绪，股债跷跷板效应明显，加之资金面周内超预期收敛、债基赎回压力上升，债市收益率震荡上行。周五央行进行 MLF、OMO 净投放后，债市情绪有所缓和。展望下周，债市或有所修复。下周迎来跨月，考虑到央行当前呵护资金面平稳运行的态度，资金面或整体均衡，资金面担忧稍缓。权益与商品的市场表现未来仍对债市形成扰动，周五夜盘焦煤跌停或表明情绪有所降温，债市或在下周迎来修复。后续仍需关注风险偏好是否持续恢复、政策能否提振内需以及带动基本面改善。

一、资金面周中边际收敛，存单利率上行

由于周内公开市场操作连续净回笼、权益和商品市场情绪火热分流资金、基金赎回压力上升等因素的影响，本周资金面逐步收敛，在周五大额净投放下有所回落。总体来看，全周 DR001 上行 16bp 至 1.5174%，R001 上行 15bp 至 1.5522%，DR007 上行 16bp 至 1.6523%，R007 上行 20bp 至 1.6937%。央行公开市场操作方面，本周前四天持续净回笼资金，周五转为大额净投放，共计实现逆回购投放 16,563 亿元，到期 17,268 亿元，净回笼 705 亿元；MLF 净投放 1000 亿元（考虑本月到期 MLF 合计 3000 亿元）；国库现金定存净回笼 200 亿元。银行体系日均净融出规模为 3.57 万亿，较前一周 3.39 万亿小幅上升，其中大行日均净融出规模为 4.33 万亿，环比增加 1753 亿。银行体系净融出规模自周三 4.6 万亿逐步下降至周五 2.9 万亿，其中大行周五净融出规模降至 3.65 万亿。

受资金收敛和债市调整扰动，本周存单各期限到期收益率上行。1 个月 AAA 存单利率上行 5.16bp 收于 1.5550%，3 个月 AAA 存单利率上行 4.46bp 收于 1.5869%，6 个月 AAA 存单利率上行 5.75bp 收于 1.6450%，1 年期 AAA 存单利率上行 5bp 收于 1.6750%。一级方面，本周同业存单净融资额下降，发行利率上行。本周同业存单发行总额 5,167 亿元，净融资 5,598 亿元（前值 1,437 亿元）；发行利率上行，加权平均发行利率收于 1.6367%，较上周环比上行 2.87bp。

下周迎来跨月，资金面或整体均衡。下周为跨月周，逆回购到期 16,563 亿元，到期压力较大；政府债净缴款小幅上升至 2,876 亿元（前值 2,710 亿元）；存单到期规模为 3,767.40 亿元，降至年内相对低位，到期压力回落。本周资金面趋紧后，央行超量续作 MLF 且周五 OMO 大额净投放或反映出央行呵护资金面平稳运行的态度，预计下周央行将维持一定的投放以呵护跨月，资金面或维持均衡，需密切关注央行公开市场操作以及大行融出情况。

图 1 近期资金利率走势

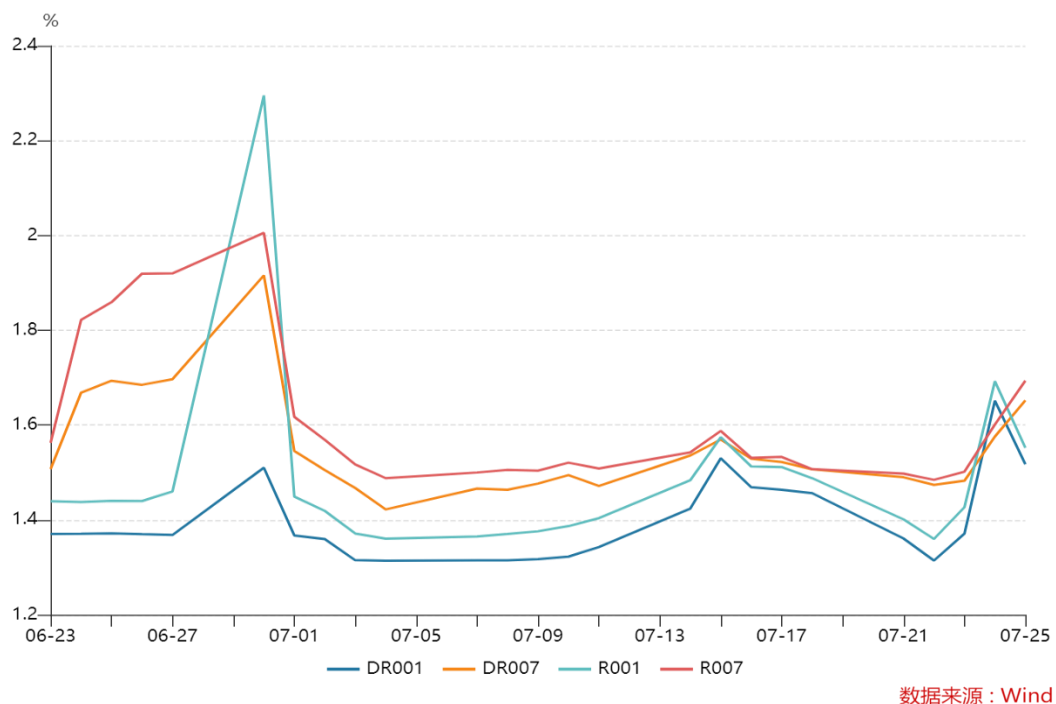


图 2 近期各期限存单利率走势



二、6月工业企业利润边际修复

当前工业企业利润增速仍负，但6月工业企业利润显示出边际修复迹象。2025年1-6月全国规模以上工业企业实现利润总额34365.0亿元，同比下降1.8%（前值1.1%）；实现营业

收入 66.78 万亿元，同比增长 2.5%（前值 2.7%）；6 月利润当月同比下降 4.3%（前值 -9.1%），降幅有所收窄。从量、价、利润率三要素来看，2025 年 1-6 月规模以上工业企业工业增加值同比增长 6.4%，环比上升 0.1%；PPI 累计同比为 -2.8%，环比下降 0.2% 已连续 4 个月降幅走阔；规模以上工业企业营业收入利润率累计同比 -4.81%，环比下降 0.57%。说明 6 月利润降幅收窄主要是由于工业生产上升带动，价格和利润率仍需修复，企业盈利企稳回升仍面临挑战。随着刺激内需和反内卷政策落地，预计工业企业利润将进一步得以修复。

图 3 规模以上工业企业利润和营业收入累计同比（%）

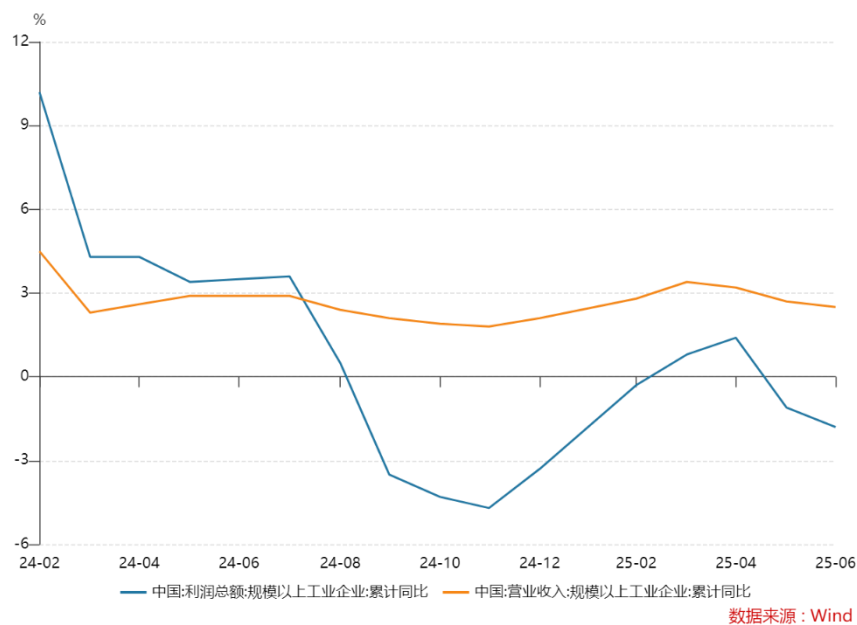


图 4 规模以上工业企业利润当月同比（%）

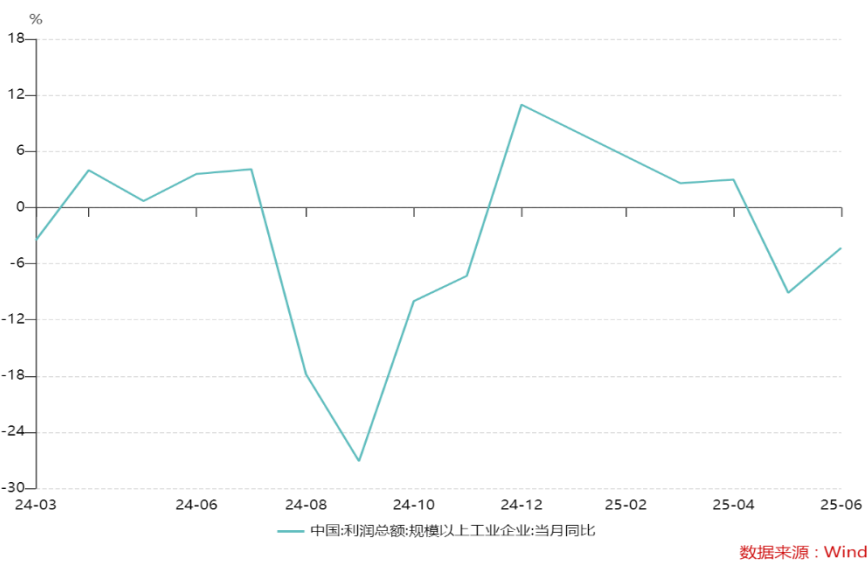
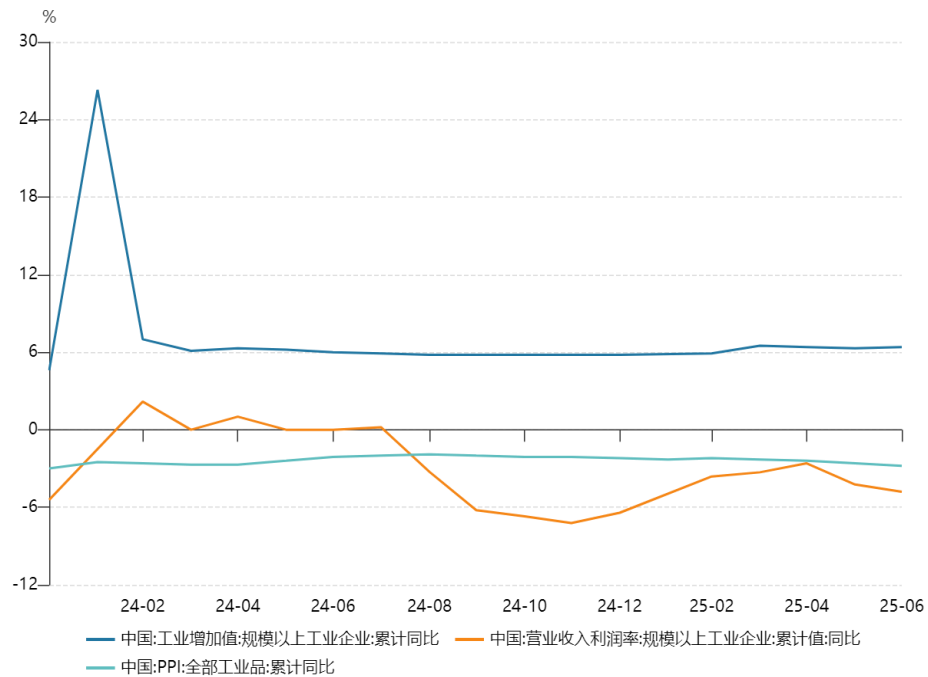


图 5 量、价、利润率累计同比（%）



数据来源: Wind

三、反内卷叠加资金面扰动，债市显著回调

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 9,398.05 亿元，比上周减少 2,833.12 亿元。二级市场方面，反内卷政策预期以及雅江水电工程带动权益和商品市场持续上涨压制债市情绪，股债跷跷板效应明显，叠加资金面周内超预期收敛、债基赎回压力上升，收益率震荡上行，在周五央行进行 MLF、OMO 净投放后，债市情绪有所缓和。具体来看，周一资金面宽松，但周末 1.2 万亿元雅鲁藏布江下游水电工程开工消息提振市场宽信用预期，股市、商品持续上涨对债市形成压制；周二股市、商品市场延续上涨，债市情绪继续承压；周三市场情绪仍偏弱，且资金面边际收敛带动短端上行，曲线走平；周四资金面超预期收敛，“反内卷”情绪继续支撑权益、商品市场走强，债基、理财赎回压力上升，债市跌幅进一步放大。周五在央行超量续作 MLF、OMO 大额净投放后资金面转松，且股市日内整体缩量下跌，债市有所修复。

截至 7 月 25 日，1 年期国债收 1.3835%，较上周上行 3.45bp；5 年期国债收 1.604%，较上周上行 7.92bp；10 年期国债收 1.7324%，较上周上行 6.72bp；30 年期国债收 1.9725%，较上周上行 8.4bp。1 年期国开债收 1.5219%，较上周上行 4.3bp；5 年期国开债收 1.6997%，较上周上行 9.53bp；10 年期国开债收 1.8076%，较上周上行 9.05bp。

展望下周，债市或有所修复。下周迎来跨月，考虑到央行当前呵护资金面平稳运行的态度，资金面或整体均衡，资金面担忧稍缓。权益与商品的市场表现未来仍对债市形成扰动，周五夜盘焦煤跌停或表明情绪有所降温，债市或在下周迎来修复。后续仍需关注风险偏好是

否持续恢复、政策能否提振内需以及带动基本面改善。

图 6 国债收益率期限结构

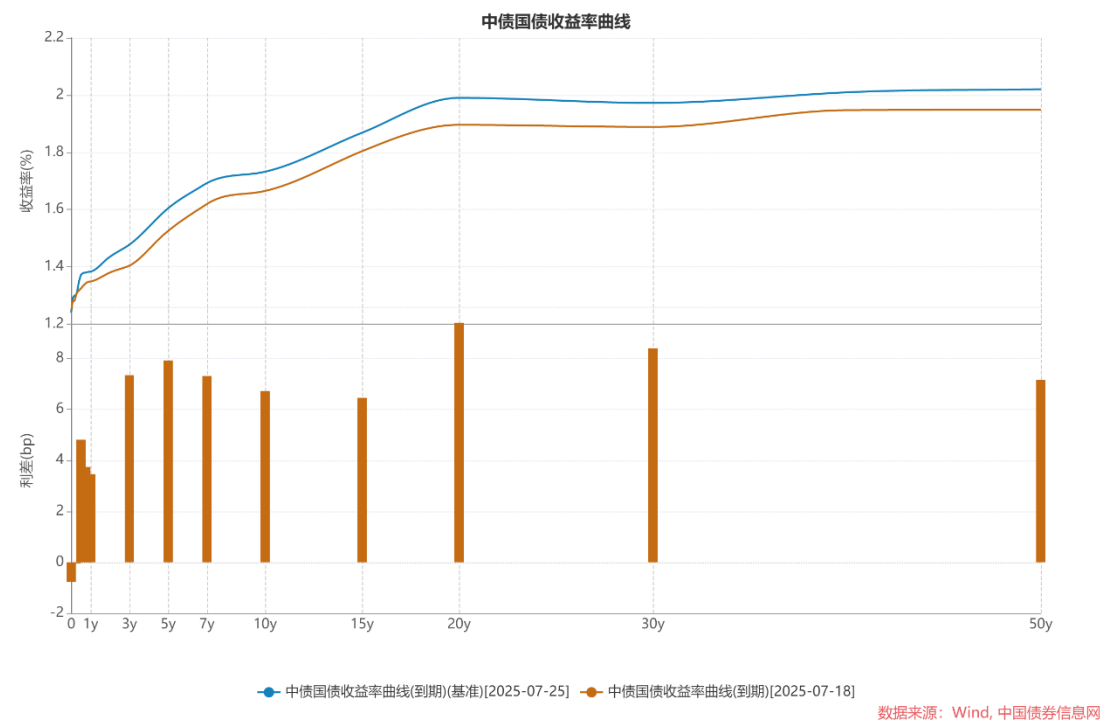


图 7 国开债收益率期限结构

