

## 资金平稳跨月，债市多空因素共振，波动加剧

——债市周评（2025年7月28日-8月1日）

### 摘要：

本周资金利率大幅下行，资金面整体偏宽松。全周 DR001 下行 20bp 至 1.31%，R001 下行 20bp 至 1.35%，DR007 下行 23bp 至 1.42%，R007 下行 21bp 至 1.49%。央行公开市场操作方面，本周央行投放 16632 亿元逆回购，到期回笼 16563 亿元逆回购，实现净投放 69 亿元。下周逆回购到期 16632 亿元，关注央行的公开市场操作。跨月后资金面扰动压力较小，整体看，央行维稳资金面的态度仍不变，预料资金面将维持宽松局面。

国家统计局数据显示，7 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回落。7 月份生产指数（50.5%）和新订单指数（49.4%）均环比下降，且新订单指数重回收缩区间。新订单指数中，新出口订单指数环比下降 0.6 个百分点至 47.1%，反映整体外需和内需均边际有所回落。7 月政治局会议落地，整体基调积极，强调“宏观政策要持续发力、适时加力”。但相较 4 月会议的增量政策刺激应对外部冲击，7 月会议更注重我国自身中长期稳定发展与风险化解。从宏观数据的表现看生产端维持韧性，内需潜力仍待释放。

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 6724.35 亿元，比上周发行量 9398.05 亿元少 2673.7 亿元。其中，国债发行 1802.6 亿元，地方政府债发行 3371.75 亿元，政策银行债发行 1550 亿元。

本周债券收益率整体呈现先下后上再下的走势，日内波动幅度较大。截至 8 月 1 日，1 年期国债收 1.37%，较上周下行 1bp；5 年期国债收 1.57%，较上周下行 4bp；10 年期国债收 1.70%，较上周下行 3bp；30 年期国债收 1.95%，较上周下行 2bp。1 年期国开债收 1.50%，较上周下行 3bp；5 年期国开债收 1.67%，较上周下行 3bp；10 年期国开债收 1.76%，较上周下行 5bp。

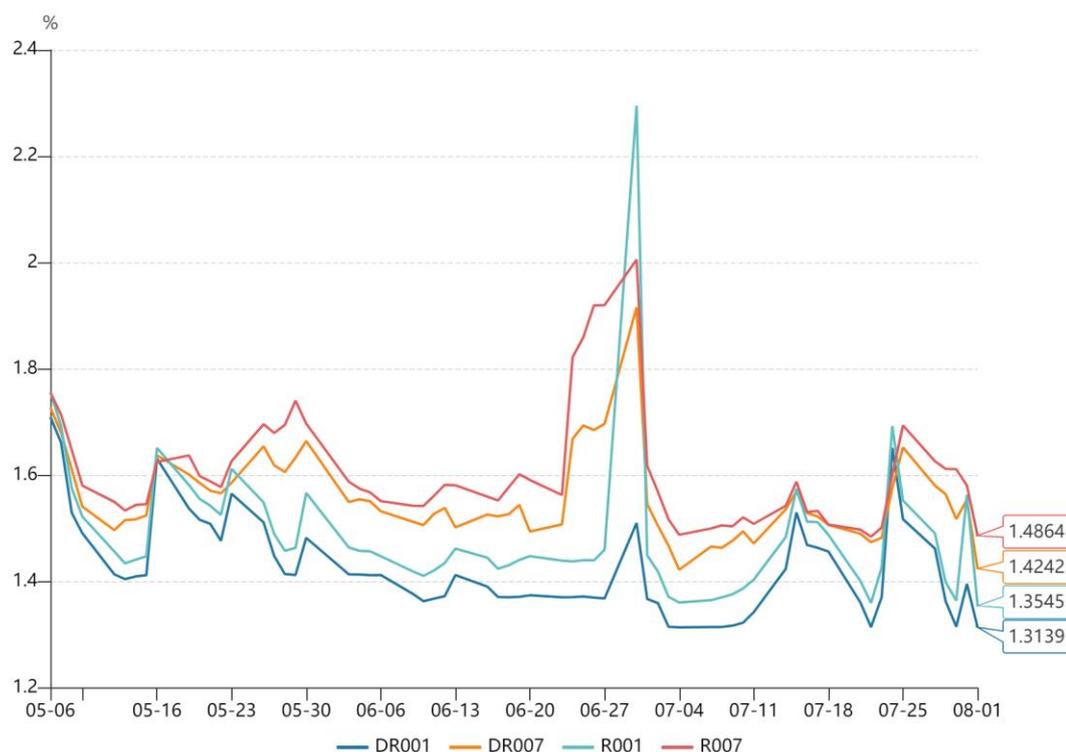
下周最值得关注的就是市场对恢复征收国债等利息收入增值税政策的定价，下周五（8 月 8 日）就是政策生效日。周五盘后机构纷纷抢配老券，但市场亦存在将该政策解读为利空的声音。老券的抢配利好以及新券的补偿利空，两股力量的博弈，预料下周债券市场仍以震荡为主，短债主要受到资金面影响表现或较为稳定，长债或是市场交易主角，波动较大。

一、央行呵护跨月流动性，资金价格下行。

本周资金利率大幅下行，资金面整体偏宽松。全周 DR001 下行 20bp 至 1.31%，R001 下行 20bp 至 1.35%，DR007 下行 23bp 至 1.42%，R007 下行 21bp 至 1.49%。央行公开市场操作方面，本周央行投放 16632 亿元逆回购，到期回笼 16563 亿元逆回购，实现净投放 69 亿元。下周逆回购到期 16632 亿元，关注央行的公开市场操作。

同业存单一级市场方面，本周平均发行利率为 1.63%，较上周上行 2bp，发行量 3867.3 亿元，到期量 3767.4 亿元，净融资为 99.9 亿元，较上周净融资额下降 971.30 亿元，下周将有 5982.7 亿元同业存单到期。二级市场方面，1 年期国有大行同业存单收益率 1.64%，较上周下行 3bp；6 个月期国有大行同业存单收益率 1.60%，较上周下行 5bp。

跨月后资金面扰动压力较小，整体看，央行维稳资金面的态度仍不变，预料资金面将维持宽松局面。



数据来源：Wind

图 1 主要资金利率走势

二、7 月制造业 PMI 数据出炉，政治局会议落地，内需潜力仍待释放。

国家统计局数据显示，7 月份，制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回落。从分类指数看，生产指数和供应商配送时间指数均高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。7 月份生产指数 (50.5%) 和新订单指数 (49.4%) 均环比下降，且新订单指数重回收缩区间。新订单指数中，新出口订单指数环比下降 0.6 个百分点至 47.1%，反映整体外需和内需均边际有所回落。

7 月政治局会议落地，整体基调积极，强调“宏观政策要持续发力、适时加力”。但相较 4 月会议的增量政策刺激应对外部冲击，7 月会议更注重我国自身中长期稳定发展与风险化解。会议指出“经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大”，肯定了上半年的经济韧性和发展成效，但从宏观数据的表现看生产端维持韧性，内需仍需有效激发。在消费端，“深入实施提振消费专项行动”；在投资端，“高质量推动‘两重’建设，激发民间投资活力，扩大有效投资”；地产政策暂无增量变化。会议指出，“要持续防范化解重点领域风险”以及“积极

稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清”，展示化解风险的坚决态度。

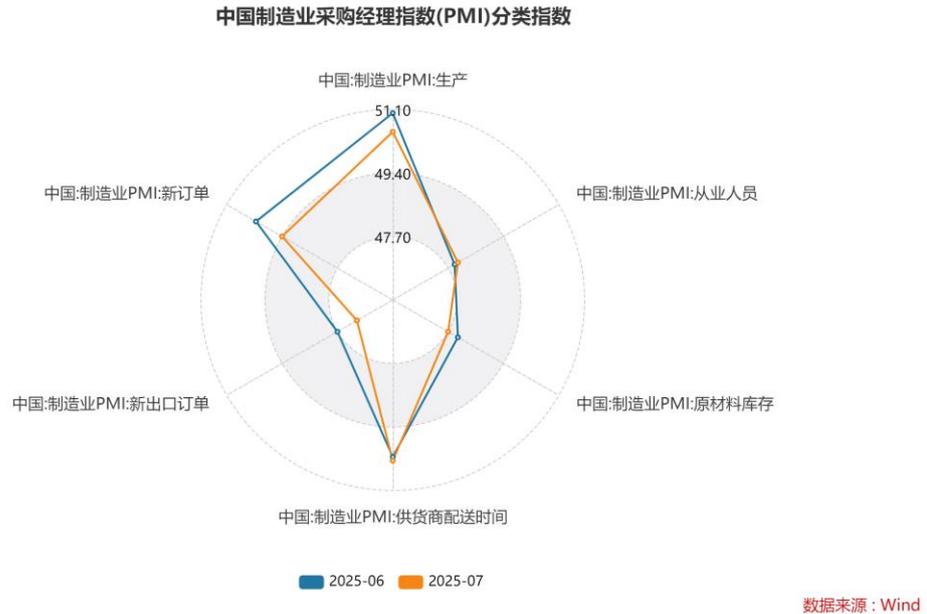


图2 6月和7月中国制造业PMI分类指数

三、多空共振下债市波动加剧，税收政策调整激发盘后行情。

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 6724.35 亿元，比上周发行量 9398.05 亿元少 2673.7 亿元。其中，国债发行 1802.6 亿元，地方政府债发行 3371.75 亿元，政策银行债发行 1550 亿元。发行量减少的原因主要是国债发行量较上周减少 2257.9 亿元。

本周债券收益率整体呈现先下后上再下的走势，日内波动幅度较大。截至 8 月 1 日，1 年期国债收 1.37%，较上周下行 1bp；5 年期国债收 1.57%，较上周下行 4bp；10 年期国债收 1.70%，较上周下行 3bp；30 年期国债收 1.95%，较上周下行 2bp。1 年期国开债收 1.50%，较上周下行 3bp；5 年期国开债收 1.67%，较上周下行 3bp；10 年期国开债收 1.76%，较上周下行 5bp。

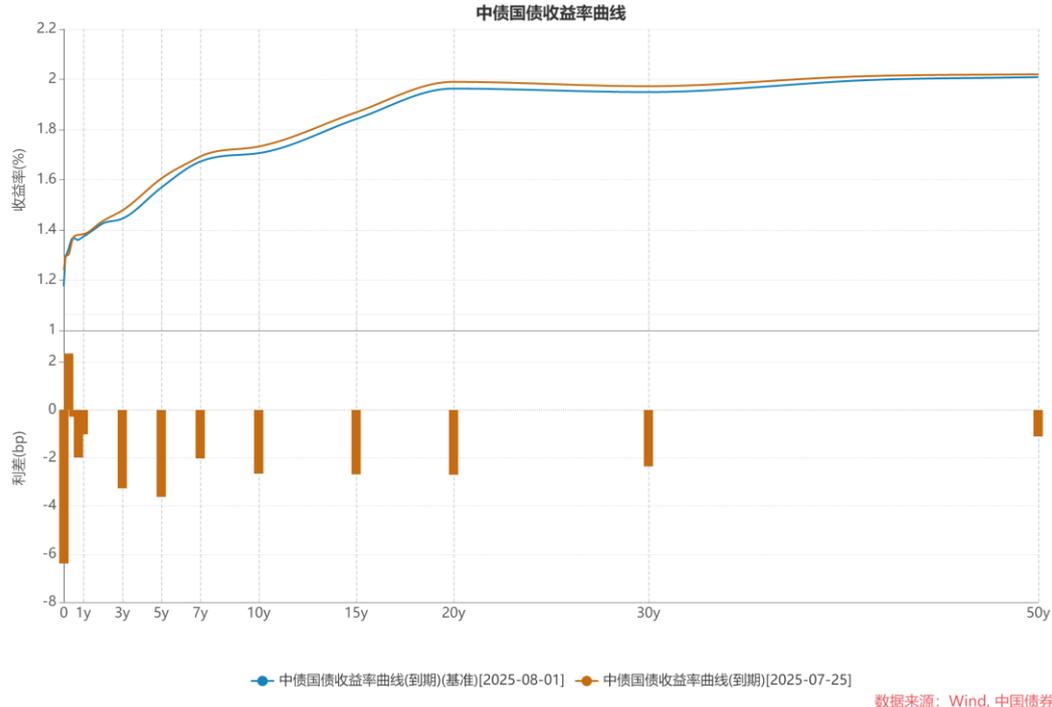


图3 国债收益率期限结构

**回顾本周：**周一，受到权益市场和商品市场行情回落影响，债市收益率窄幅收复，10年期国债较上日下行2bp收1.71%。周二，受到政治局会议增量政策预期升温的影响权益市场走强，看股做债的情绪下，债市表现不佳，10年期国债较上日上行4bp收1.75%。周三中美谈判和政治局会议并未对债市造成超预期冲击，债市几乎收复昨日跌幅，10年期国债收益率较上日下行3bp收1.72%。周四7月制造业PMI数据回落，权益市场表现不佳，债券市场继续延续上日行情，10年期国债收益率较上日下行2bp收1.70%。周五，债市表现较稳定，10年期国债与上日持平收1.70%。但周五盘后，财政部、税务总局发布公告，“自2025年8月8日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在2025年8月8日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。”，该税收政策的调整激发了盘后交易情绪。

**展望下周：**下周最值得关注的就是市场对恢复征收国债等利息收入增值税政策的定价，下周五（8月8日）就是政策生效日。周五盘后机构纷纷抢配老券，但市场亦存在将该政策解读为利空的声音。对老券的抢配利好以及对新券的补偿利空，两股力量的博弈，预料下周债券市场仍以震荡为主，短债主要受到资金面影响表现或较为稳定，长债或是市场交易主角，波动较大。