进出口数据显韧性，PPI 环比转好，债市收益率曲线走陡

——债市周评（2025 年 08 月 04 日-08 月 10 日）

摘要:

流动性维持充裕，DR001 维持在 1.30%附近。本周央行公开市场净回笼，但买断式回购投放对冲到期，资金面整体保持充裕，资金价格维持低位运行。下周 OMO 大量到期，关注央行投放情况，但央行近期对流动性较为呵护，预计资金面将继续保持平稳低位运行。

贸易摩擦压制对美出口，但 7 月出口仍显韧性。2025 年 7 月，我国进出口总额为 5453.2 亿美元，同比增长 5.9%。出口总额 3217.8 亿美元，同比增长 7.2%。进口总额 2235.4 亿美元，同比增长 4.1%。当月实现贸易顺差 982.5 亿美元，显示出口增长快于进口。整体来看，出口增速的提升主要由机电产品、集成电路、汽车等行业带动。同时，对美出口持续承压，同比下降 21.7%，对出口整体形成拖累。

CPI 同比持平，“反内卷”推进下，PPI 环比降幅收窄。7 月 CPI 同比持平于 0%，环比转正至 0.4%，核心通胀持续回升（同比 0.8%）。结构上，食品价格拖累明显，但暑期服务消费强劲（旅游、住宿等环比大涨），非食品价格韧性凸显。PPI 同比-3.6%仍陷负值区间，环比降幅收窄至-0.2%，主因供给端“反内卷”政策缓解部分工业品降价压力，叠加国际油价等输入性因素支撑。“反内卷”政策下 PPI 环比有所修复，但同比转正仍待需求侧政策配合。

资金价格维持低位，债市长短分化，收益率曲线走陡。一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债）总发行量 8085.09 亿元，较上周有所增加，一级发行量维持高位。二级方面，本周资金利率低位运行，市场交易增值税征收政策，债市长短有所分化，其中短端债券下行幅度较大，而长债更受股市情绪影响。全周来看，超长端活跃券收益率有所上行，但中短收益率下行，期限利差走阔。**展望下周，**当前权益市场表现较好，股债“跷跷板”效应延续，部分商品品种的波动也对市场情绪产生影响。因此在没有明显利好的情况下，超长债向下的赔率空间难以打开。而流动性充裕较为利好短端，曲线或继续走陡，超长债扰动因素仍然较多，宜按波段交易快进快出处理。10 年期活跃国债运行区间或在 1.69%-1.72%之间，30 年期活跃国债运行区间或在 1.90%-1.95%之间。

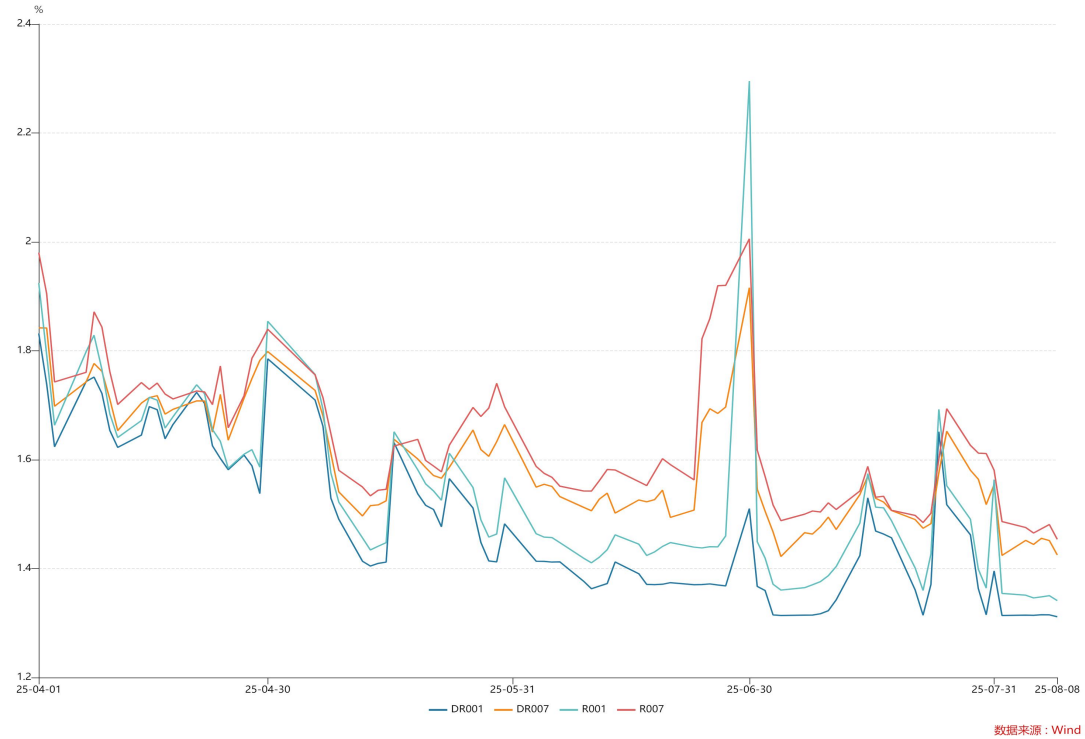
一、流动性维持充裕，DR001 维持在 1.30%附近

本周央行公开市场共有 16632 亿元逆回购回购到期，本周央行公开市场累计进行了 11267 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼 5365 亿元。此外 8 月 8 日央行续作 3 个月买断式逆回购 7000 亿元，考虑到 4000 亿元到期，净投放 3000 亿元。

本周资金加权价格较为宽松，较上周基本无变化，DR001 维持在 1.30%附近。截至 8 月 8 日，DR001 加权平均利率收于 1.31%，较 8 月 1 日下行 0.2bp，R001 加权平均利率为 1.34%，较 8 月 1 日下行约 1.3BP；DR007 加权平均利率收于 1.43%，较 8 月 1 日上行约 0.1BP，而 R007 加权平均利率收于 1.45%，较 8 月 1 日下行约 3.3BP。同业存单方面，本周净融资规模为 1776.10 亿元，发行总额达 7758.80 亿元，平均发行利率为 1.60%，到期量为 5982.70 亿元。未来三周，将分别有 9071.40 亿元、7947.20 亿元、7517.80 亿元的同业存单到期。

本周银行间市场流动性继续维持宽松态势，资金价格保持低位。展望下周，OMO 到期 11267 亿元，虽较本周大幅下降但仍维持万亿级别，其中周一到期 5448 亿元最高，关注央行续作情况。央行近期对流动性较为呵护，预计资金面将继续保持平稳低位运行，市场流动性维持充裕。

图 1.资金价格维持低位



二、贸易摩擦压制对美出口，但 7 月出口仍显韧性

2025 年 7 月，我国进出口总额为 5453.2 亿美元，同比增长 5.9%。出口总额 3217.8 亿美元，同比增长 7.2%，较上月进一步提升。进口总额 2235.4 亿美元，同比增长 4.1%。当月实现贸易顺差 982.5 亿美元，显示出口增长快于进口。整体来看，进出口增速延续稳步上升趋势，其中出口增速的提升主要由机电产品、集成电路、汽车等行业带动。同时，对美出口持续承压，同比下降 21.7%，对出口整体形成拖累。对欧盟出口增速有所提升，对东盟出口保持稳定较快增长，成为支撑出口的重要力量。

从出口看，对美出口 358.3 亿美元，同比下降 21.7%，较 6 月降幅扩大 5.5%，对出口增速拖累由-2.4%增至-3.3%。对欧盟出口 500.0 亿美元，增速 9.2%，较上月提升 1.7 个百分点，对整体增速贡献 1.4%。对东盟出口 546.3 亿美元，同比增速维持 16.6%，贡献 2.6%。对日本出口 124.8 亿美元，同比增速 2.5%，较 6 月下降 4.2 个百分点，贡献收窄至 0.1%。机电产品仍为出口主力，贡献 4.8 个百分点，与上月持平。其中集成电路出口同比增 29%，贡献 1.3 个百分点；汽车出口同比增 19%，贡献 0.6 个百分点。劳动密集型产品整体拖累出口 0.1 个百分点，陶瓷产品出口增速最高，为 19%。资源型行业中，钢材出口同比增 12%，贡献 0.2 个百分点，其余商品增速为负。

三、CPI 同比持平，“反内卷”推进下，PPI 环比降幅收窄

7 月 CPI 同比较前月下降 0.1 个百分点至 0%，略高于预期。其中，食品价格下降 1.6%，非食品价格上涨 0.3%；消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 0.5%。7 月 CPI 环比由-0.1%转为 0.4%。其中，食品价格下降 0.2%，非食品价格上涨 0.5%；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 0.6%。7 月核心 CPI 同比持续回升：扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅继续比上月扩大 0.1 个百分点，为 2024 年 3 月以来最高。其中服务价格同比上涨 0.5%，涨幅持续保持稳定；燃油小汽车和新能源小汽车价格同比分别下降 2.6%和 1.9%。7 月核心 CPI 环比由 0%转为 0.4%，其中，受消费补贴和“618”结束影响，家用器具环比上涨 2.2%；受国际油价变动和暑期出行等影响，交通工具用燃料、出行类别消费涨势较好。受暑期出游旺季影响，飞机票、旅游、宾馆住宿和交通工具租赁费价格环比分别上涨 17.9%、9.1%、6.9%和 4.4%，涨幅均高于季节性水平；受国际油价变动等影响，交通工具用燃料环比上涨 3.5%。

7 月 PPI 环比降幅收窄，同比持平。7 月 PPI 同比-3.6%，较前月持平，环比由-0.4%转为-0.2%。具体来看，生产资料价格环比上升至-0.2%；生活资料价格环比下降至-0.2%。PPI 环比为 3 月份以来环比降幅首次收窄。受“反内卷”政策影响，煤炭、钢材、光伏、水泥和锂电等行业市场竞争秩序持续优化，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业、光伏设备及元器件制造、水泥制造、锂离子电池制造价格环比降幅比上月分别收窄 1.9 个、1.5

个、0.8 个、0.3 个和 0.1 个百分点，合计对 PPI 环比的下拉影响比上月减少 0.14 个百分点。此外，国际输入性因素拉动国内石油和有色金属相关行业价格上行，石油和天然气开采业价格上涨 3.0%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.8%。但要看到 PPI 同比仍处于负值区间，反映工业领域产能过剩与需求不足的深层矛盾。尽管环比有改善，但要实现 PPI 同比转正，除了供给端“反内卷”，还需要需求端政策的同步推进。

四、资金价格维持低位，债市长短分化，收益率曲线走陡

一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债），本周总发行量 8085.09 亿元，较上周的 6724.35 亿元增加 1360.74 亿元，其中国债发行 4685.50（上周为 1802.60 亿元），地方政府债发行 1654.59 亿元（上周为 3371.75 亿元），政金债发行 1745.00 亿元（上周 1550.00 亿元）。

二级方面，本周资金利率低位运行，市场交易增值税征收政策，债市长短有所分化，其中短端债券下行幅度较大。全周来看，债市收益率曲线期限利差走阔，超长债券表现较差，国债表现好于国开债。截至周五收盘中债国债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动-2.3BP、-2.9BP、-2.3BP 和-1.68BP；中债国开债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动-0.2BP、-1.0BP、-1.1BP 和+1.71BP。具体看，周一，上周五尾盘财政部公告新发国债、地方债、金融债利息收入恢复征收增值税，受此影响叠加央行逆回购操作放量，早盘现券收益率继续下行，30 年国债活跃券一度下行至 1.89%。不过随着股市低开高走，现券由强转弱，并且午后股市快速冲高进一步压制债市情绪，现券震荡走弱直至尾盘。相较于前一交易日，10 年活跃国债估值上行 0.2bp 至 1.7060%；周二，昨日尾盘央行公告 7 月未开展国债买卖操作，或受此影响今日早盘债市情绪有所承压，叠加股市高开高走，现券期货开盘后偏弱震荡。临近午盘受大行购买长债的市场传闻影响，债市情绪迅速提振，现券收益率由升转降。午后资金面进一步转松带动 10 年期国债收益率再度下行至 1.70%下方，但随着股市涨幅持续扩大，直至尾盘债市涨幅边际收窄。相较前一交易日，10 年活跃国债估值下行 0.25bp 至 1.7035%；周三，央行虽连续净回笼，但资金面价格依旧维持低位运行，权益市场继续走强，但大行购买长债传闻再起，10 年期国债收益率一度下行至 1.69%附近。不过，随着午盘资金面边际收敛以及午后股市涨幅进一步扩大，现券收益率下行幅度有所收窄，并窄幅震荡至尾盘。相较前一交易日，10 年活跃国债估值下行 0.60bp 至 1.6975%；周四，早盘因特朗普发言或因俄罗斯石油问题对中国加征更多关税，贸易争端升级预期带动现券收益率快速下行。股市开盘短暂冲高后迅速转跌，债市涨幅扩大，10 年期国债收益率短暂触及 1.685%。随后 7 月进出口数据公布，数据表现较好，午前股市快速拉升，30 年活跃国债抹平当日涨幅。尾盘市场或博弈明日生效的恢复征收增值税的政策影响，“抢老券”情绪升

温带动现券收益率小幅下行。尾盘央行公告明日将开展 7000 亿元买断式逆回购操作，债市反应相对不大。相较前一交易日，10 年期活跃国债收益率估值下行 1.0bp 至 1.6875%；周五，增值税政策正式落地，债券情绪一般，上午国债期货高开低走，而权益市场低开后逐渐收复跌幅，债市避险情绪较强，午后上行至全日收益率高点。下午首批新发地方债发行结果大约定价 3%增值税，整体略好于市场预期，市场收益率先上再下，但超长债情绪依然偏弱。相较前一交易日，10 年期活跃国债收益率估值无变动，但 30 年活跃国债估值上行 0.55bp 至 1.9180%。

本周市场重新进入震荡区间，10 年国债收益率在 1.7 附近波动。上周五增值税新规于本周五正式落地，市场充分交易后并未对活跃券收益率产生较大影响，10 年国债向下触及 1.68%后止盈抛盘将收益率重新打回 1.70%以上，但资金利率保持低位运行，因此本周短债以及高票老债的市场情绪较好，曲线走陡。当前权益市场表现较好，股债“跷跷板”效应延续，商品市场有所降温，但部分品种的波动仍然对市场情绪产生影响。因此在没有明显利好的情况下，超长债向下的赔率空间难以打开。我们认为后续央行或再开展一次买断式回购，流动性充裕的情况下对短债形成直接利好，曲线或继续走陡，而超长债扰动因素仍然较多，宜按波段交易快进快出处理。10 年期活跃国债运行区间或在 1.69%-1.72%之间，30 年期活跃国债运行区间或在 1.90%-1.95%之间。

图 2. 国债收益率曲线走陡（2025.08.08 对比 2025.08.01）ss

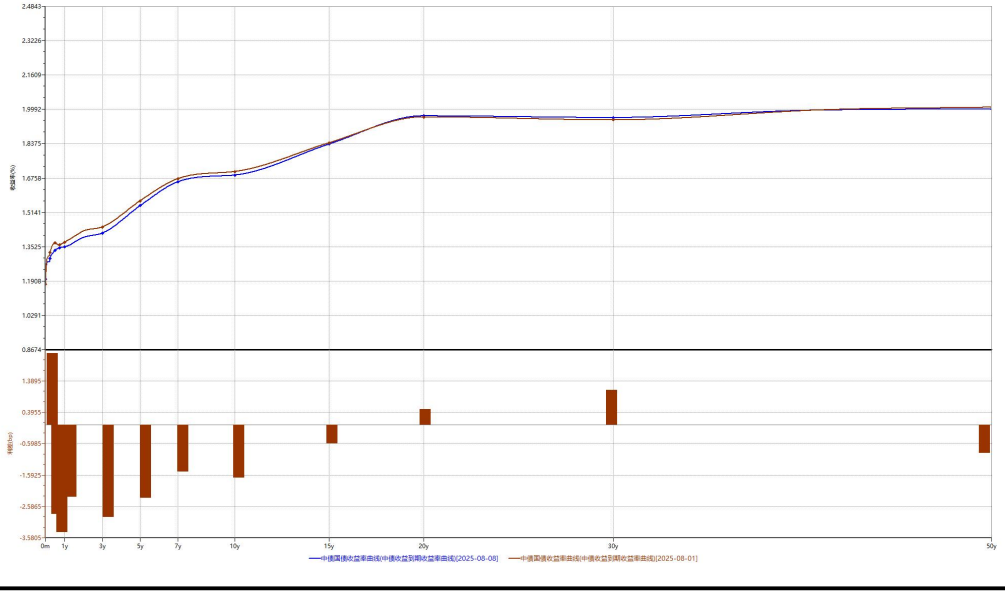
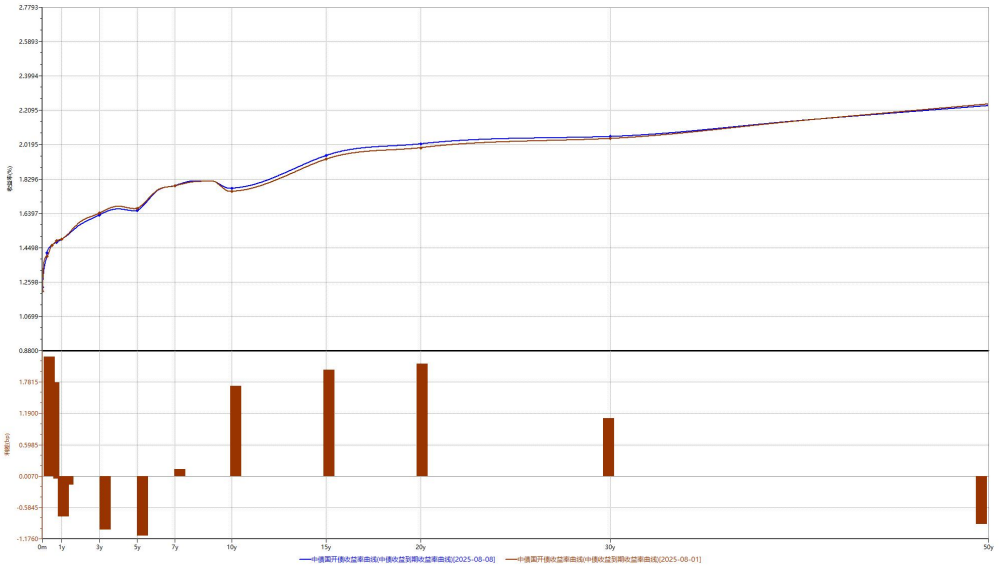


图 3. 短期限国开债略有下行（2025.08.08 对比 2025.08.01）


2.7793
2.5893
2.3994
2.2095
2.0195
1.8296
1.6397
1.4498
1.2598
1.0699
0.8800
收益率(%)
1.7815
1.1900
0.5985
0.0070
-0.5845
-1.1760
利差(bp)
0m
1y
3y
5y
7y
10y
15y
20y
30y
50y
中债国开债收益率曲线(中债收益到期收益率曲线)(2025-08-08)
中债国开债收益率曲线(中债收益到期收益率曲线)(2025-08-01)

数据来源:Wind