

风偏持续上行，债市熊陡调整

——债市周评（2025年8月11日-8月15日）

摘要：

资金面整体平稳，税期小幅扰动。本周央行逆回购投放7118亿元+5000亿元买断式逆回购，最终净投放851亿元，精准呵护税期。税期资金价格小幅抬升，DR001收于1.40%，DR007收于1.48%。存单方面，临近税期一级发行利率小幅提价，净融资约-1311亿元，二级市场小幅调整，1年期收益率上行2bp至1.64%。下周关注：一是未来两周同业存单到期量大，二是下周一、二税期走款，资金面可能继续小幅承压。中期看，当前资金利率已处低位，进一步下行的空间不大，叠加权益走强、物价企稳预期回暖等因素，近期总量上进一步下调政策利率的概率不大，流动性可能处于价稳量足的态势。

7月经济数据呈弱修复态势。7月份社零增速为3.7%，规模以上工业增加值同比增长5.7%，全国固定资产投资累计同比增长1.6%，没有强于预期。就业方面，7月全国城镇调查失业率为5.2%，比上月上升0.2%。社零拆解来看，降幅主要由汽车、家电贡献，一方面与以旧换新资金支出进度放缓有关，另一方面或指向透支效应趋于显现。工业增加值增长相对平稳，高技术制造业表现亮眼。固投增速放缓，房地产仍是主要拖累。1-7月固定资产投资同比增长1.6%，较上半年回落-1.3%，环比降0.63%。结构上，制造业及基建投资单月同比均跌至负增长区间，房地产开发投资同比降幅则进一步扩大。

央行发布二季度货币政策执行报告，几点关注：一是货币政策新增“落实落细”表述，再度提及促进物价合理回升；二是对基本面信心增强，提出“物价水平温和回升积极因素增多”、“巩固信贷支持力度”；三是再提“防空转”、强调资金效率与可持续性；四是明确结构性货币政策发力重点，以科技创新与服务消费为抓手。

本周风偏继续走强，债券市场熊陡调整。具体来看，1年期国债收益率上行2BP至1.37%；5年期国债收益率上行5BP至1.59%；10年期国债收益率上6BP至1.75%。信用债亦同步调整，5年期AAA城投收益率上行4bp至1.97%，信用利差小幅被动压缩（利率债上行更快），但二永债承压，5年期国股行永续债收益率升破2.0%。

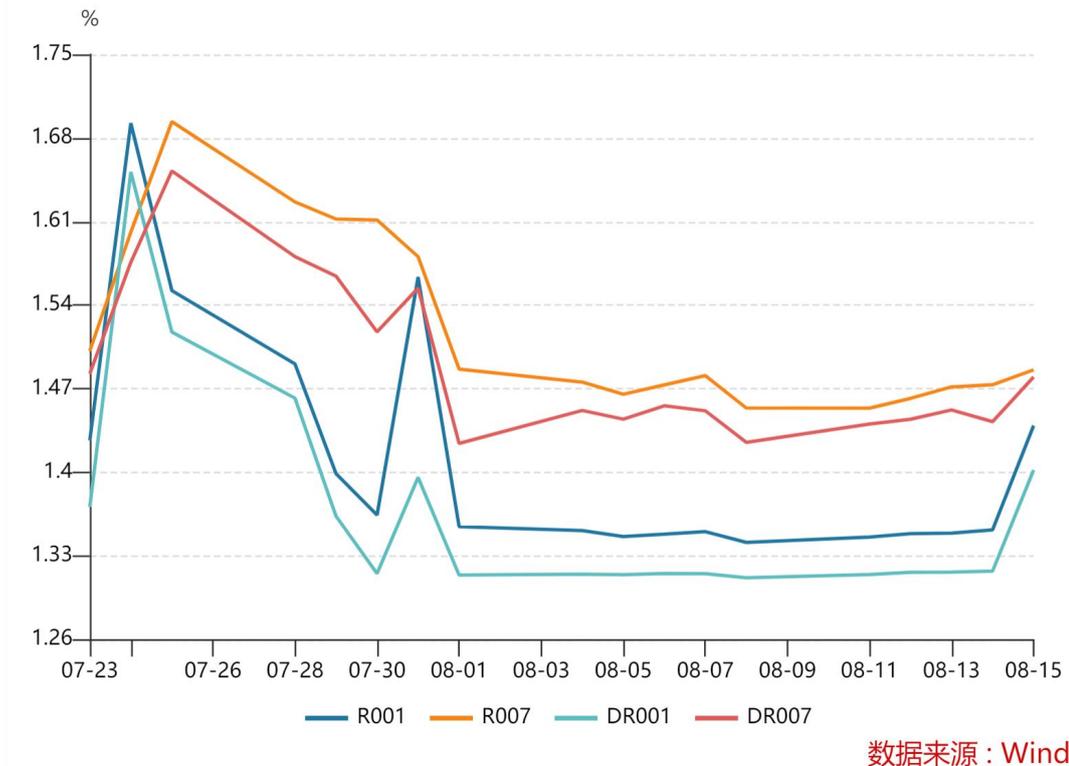
展望下周，债市仍处于“看风偏做债”阶段，在总量政策暂时低于预期的情况下，债市情绪的修复需要权益或商品市场的风险下行调整、或者央行的超预期呵护触发。总体来说，目前债市仍处于逆风状态，当前资金利率、市场利率仍处于历史偏低分位数，在利率下行的想象空间愈发逼仄的情况下，利率中枢或较难继续下移。

一、资金面整体平稳，税期小幅扰动。

资金面整体平稳，税期小幅扰动。本周央行通过逆回购投放 7118 亿元，到期 11267 亿元，加上 5000 亿元买断式逆回购，最终实现净投放 851 亿元，显示出对税期资金面的精准呵护。税期资金价格小幅抬升，本周 R001 收于 1.44%，DR001 收于 1.40%，R007 收于 1.49%，DR007 收于 1.48%。截止 8 月 15 日，银行体系净融出 3.67 万亿，相较上周下降 0.8 万亿，但仍处于季节性高位；股份制从净融出转为净融入。存单方面，临近税期一级发行利率小幅提价，不过提价期限集中在 6 个月至 1 年区间，3 个月内存单价格维持稳定，共计发行 7760 亿元，净融资约-1311 亿元。二级市场表现相应调整，3 个月收益率下行 1bp，6 个月、1 年期收益率上行 1bp、2bp 至 1.60%、1.64%。

下周关注：一是未来两周同业存单到期量大，分别有 7947 亿元、7518 亿元到期；二是下周一、二税期走款，资金面可能继续小幅承压。中期看，当前资金利率已处低位，进一步下行的空间不大，叠加权益走强、物价企稳预期回暖等因素，近期总量上进一步下调政策利率的概率不大，流动性可能处于价稳量足的态势。

图 1 本周资金利率走势 来源:Wind



二、经济数据呈弱修复，下阶段货币政策或聚焦结构大于总量。

7月经济数据呈弱修复态势。7月份社零增速为3.7%，规模以上工业增加值同比增长5.7%，全国固定资产投资累计同比增长1.6%，没有强于预期。就业方面，7月全国城镇调查失业率为5.2%，比上月上升0.2%。以旧换新对社零的提振作用边际下滑。社零当月同比下滑1.1个百分点至3.7%，拆解来看，社零降幅主要由汽车、家电贡献，一方面与以旧换新资金支出进度放缓有关，另一方面或指向透支效应趋于显现，后续关注费贷贴息对消费的促进作用。工业增加值增长相对平稳，高技术制造业表现亮眼。规模以上工业增加值同比较前值下行了1.1%，环比为0.38%，为年内次低水平，但整体仍保持较快增速，其中，制造业增加值同比增加6.2%，高技术制造业增加值同比增加9.3%。固投增速放缓，房地产仍是主要拖累。1-7月固定资产投资同比增1.6%，较上半年回落-1.3%，环比降0.63%。若扣除房地产开发投资，增速达5.3%，表明房地产仍是主要拖累。结构上，制造业及基建投资单月同比均跌至负增长区间，房地产开发投资同比降幅则进一步扩大。

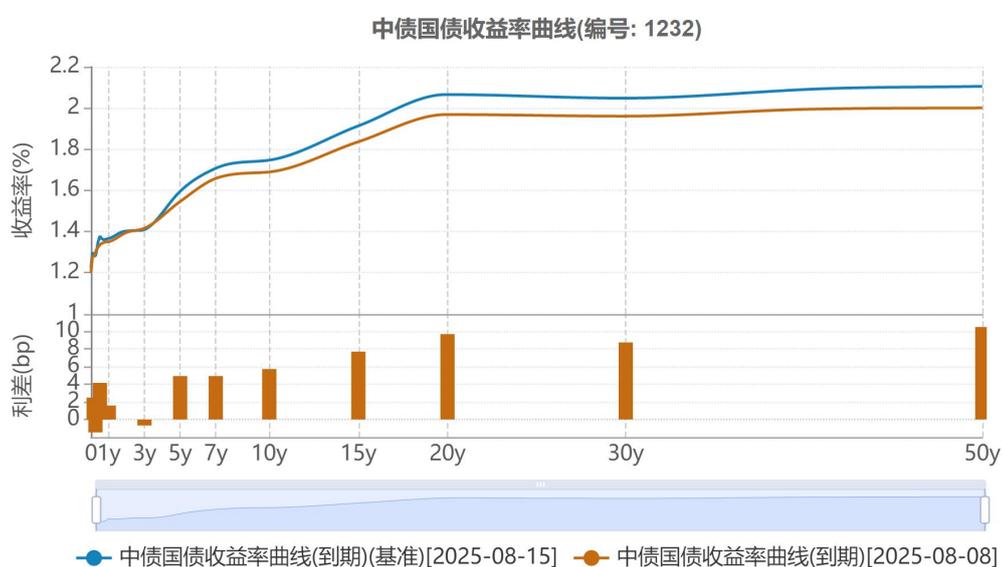
央行发布二季度货币政策执行报告，几点关注：**一是货币政策新增"落实落细"表述，再度提及促进物价合理回升。**报告对于货币政策表述新增"落实落细"四字，明确传递出政策重心已从框架宣示转向精准落地，更加注重疏通政策传导机制。此外央行再度强调促进物价合理回升，继续强调"把促进物价合理回作为把握货币政策的重要考量"。**二是对基本面信心增强，提出"物价水平温和回升积极因素增多"、"巩固信贷支持力度"，**结合央行在报告中的表述及近期反内卷政策，当前促进物价回升政策先从供给端制止低价无序竞争、再加以需求端政策配合；信贷从规模扩张到质效并重，首次将"加大信贷投放力度"调整为"巩固信贷支持力度"，目标从"信贷总量"增长转向"金融总量"合理增长。**三是再提"防空转"、强调资金效率与可持续性，**新增"防范资金空转"、"平衡金融支持实体与自身健康"要求，避免低效投放，推动广义融资（含债券、财政效应）更精准匹配实体经济需求。弱化对传统信贷路径依赖，更关注全口径金融资源对经济的支撑效能。**四是明确结构性货币政策发力重点，以科技创新与服务消费为抓手。**报告通过专栏明确两大优先领域：科技创新、服务消费。科技创新方面，信贷与债券双线支持强化，未来将重点通过债券市场等渠道，为高水平科技自立自强提供持续金融支撑。服务消费方面，直击供给端三大短板：养老/托育等领域总量不足、家政等服务质量偏低、企业盈利承压。落实服务消费/养老再贷款等结构性工具，拓宽融资渠道，强化财金政策协同以改善供给。而对于房地产、传统基建等领域需与"提高资金效率"要求结合，资源倾斜度相对降低。

三、风偏继续走强，债券市场熊陡调整。

本周风偏继续走强,债券市场熊陡调整。具体来看,1年期国债收益率上行2BP至1.37%;5年期国债收益率上行5BP至1.59%;10年期国债收益率上行6BP至1.75%,30年期国债收益率上行8BP至2.04%。周一,债市情绪明显承压于股市、商品,盘中沪指续创年内新高、碳酸锂涨停,收益率加速上行;周二,隔夜中美关税再延期90天,市场风险偏好改善,九部门出台《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》以及《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》,收益率继续上行;周三,日内资金宽松,下午焦煤、多晶硅等商品期货跳水,叠加买断式回购成本下降等扰动,债市小幅修复;周四、周五,央行虽然呵护资金面、且7月经济数据显示内需偏弱,但债市小幅定价后,受权益持续冲高影响,收益率仍然上行。信用债亦同步调整,5年期AAA城投收益率上行4bp至1.97%,信用利差小幅被动压缩(利率债上行更快),但二永债承压,5年期国股行永续债收益率升破2.0%。

展望下周,债市仍处于“看风偏做债”阶段,在总量政策暂时低于预期的情况下,债市情绪的修复需要权益或商品市场的风险下行调整、或者央行的超预期呵护触发。总体来说,目前债市仍处于逆风状态,当前资金利率、市场利率仍处于历史偏低分位数,在利率下行的想象空间愈发逼仄的情况下,利率中枢或较难继续下移。

图2 本周收益率熊陡调整 来源:Wind



数据来源: Wind, 中国债券信息网