期债行情分析：资金面宽松，避险因素仍带来支撑

2025 年 8 月 6 日

作者：华安期货 曹晓军 F3008012/Z0010934

单位：华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776 号

初审：闫丰 F0251054/Z0001643

复审：杜贤利 F03095127/Z0017391

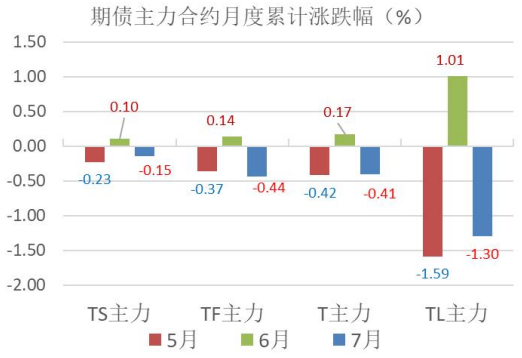
终审：夏雨辰 F3031745/Z0014542

一、7 月债市行情回顾

7 月份，债市从高位明显回调，月末两个交易日稍有回升。全月来看，2 年期、5 年期、10 年期、30 年期品种的主力 2509 合约当月累计涨幅分别为-0.15%、-0.44%、-0.41%、-1.3%。

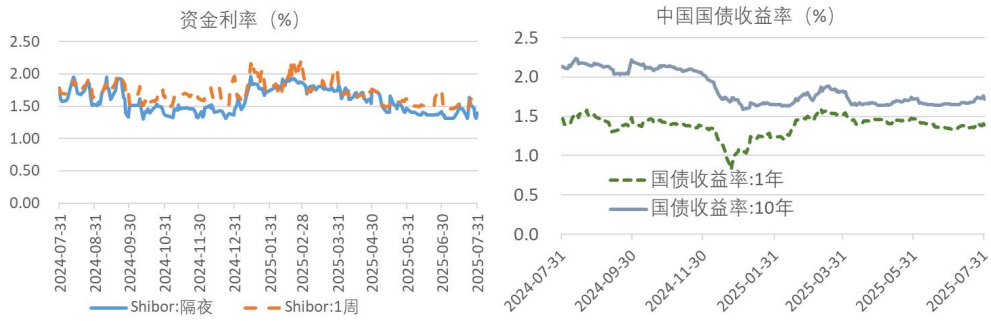
现券方面，7 月 31 日，1 年期国债收益率为 1.38%，10 年期国债收益率为 1.71%，分别较 6 月底上升 3 个基点、6 个基点，收益率曲线略偏陡峭化上行。中证纯债债券型基金指数 7 月略有调整，今年前七个月总体来看累计涨幅 0.5%。资金面，最新 7 月 31 日，隔夜和 7 天期上海银行间同业拆借利率（Shibor）分别为 1.39%、1.5%，分别较 6 月底分别下降 3BP、27BP，在半年末时点过后，资金面呈现宽松态势。

债市阶段性走弱，给债券基金带来冲击。债基在 7 月普遍经历净值下跌、赎回压力增加的情况。据新华财经报道，7 月 31 日，招商基金、恒生前海基金等多家机构再度公告旗下债基因大额赎回调整净值精度，至此，7 月已有超过 40 只债基发布类似公告，明显高于之前两个月份情况。





数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院



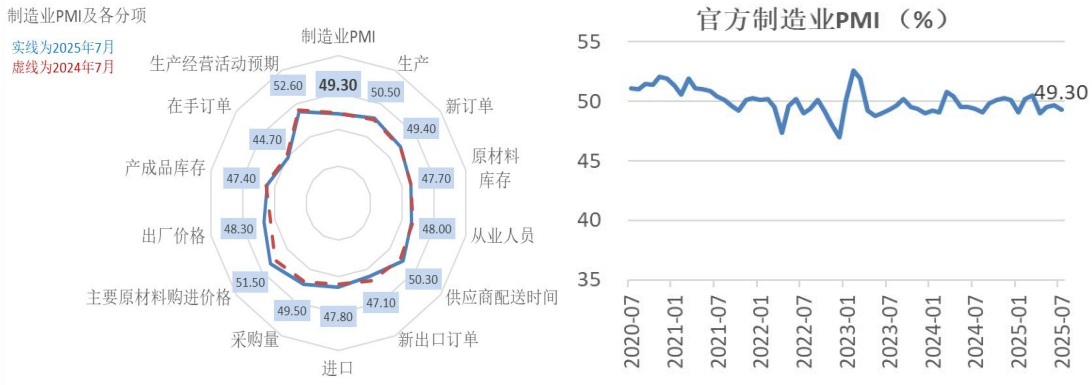
数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院

二、债市影响因素分析

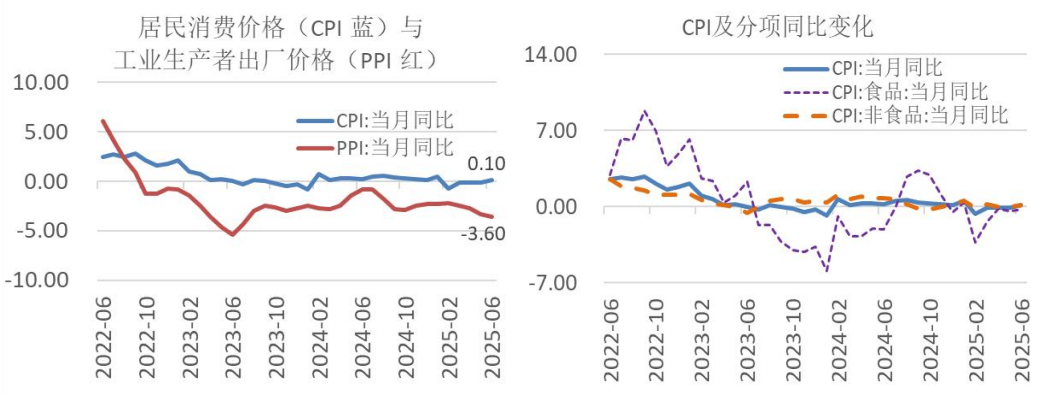
展望后续债券市场，重点关注国内经济前景、货币政策动向及地缘风险等因素带来的影响。

2.1 经济基本面：消费明显回升，投资仍在低位

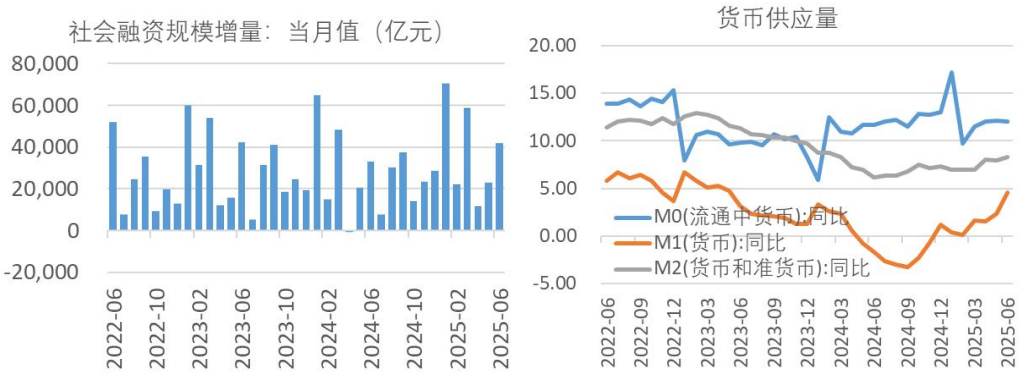
月度经济指标对当前经济运行情况给出重要信息，亦能反映前期宏观政策落地实施的效果。**领先指标方面，**最新公布的 7 月官方制造业 PMI 为 49.3%，较前值下行 0.4 个百分点，主要受到制造业进入传统生产淡季，部分地区高温、暴雨洪涝灾害等因素影响。分项指标，出厂价格、主要原材料购进价格两项，同比、环比均有明显回升，其余分项大多走弱，比如，新订单指数环比降 0.8 个百分点至 49.4%，生产指数环比降 0.5 个百分点至 50.5%，显示需求和供给均有放缓。



数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院



数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院



数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院

再看 6 月及上半年的情况。**总量指标，**上半年国内生产总值（GDP）660536 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，第一、二、三产业的增加值分别同比增长 3.7%、5.3%、5.5%。**物价方面，**6 月 CPI 同比上涨 0.1%，为连续下降 4 个月后转涨，核心 CPI 同比上涨 0.7%，创 14 个月新高；不过，PPI 同比降幅扩大 0.3 个百分点，至-3.6%，反映实体企业经营活力及有效需求有待提升。**固定资产投资**（不含农户）累计同比增速 2.8%（前值 3.7%），其中房地产开发投资累计同比增速-11.2%（前值-10.7%），均在年内低位，房地产领域对整体投资增速仍有拖累。**社会消费品零售总额**当月同比增速 4.8%（前值 6.4%），总体看，月均增速明显高于 2024 年水平，显示宏观政策在提振消费方面效果逐步显现。近期发改委部署下半年九方面工作，强调要以稳就业扩内需为重点做好政策预研储备，加大力度稳投资促消费，消费领域仍是政策加力的重点领域。**外贸方面，**以美元计价的出口总值当月同比增速 5.9%（前值 6%）；对东盟、欧盟出口金额累计同比分别上行 0.8 个百分点、0.2 个百分点，至 13%、6.6%，对美国出口金额累计同比下行 1.2 个百分点至-10.9%。**工业方面，**1-6 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，值得注意的是，装备制造业、高新技术制造业增加值分别

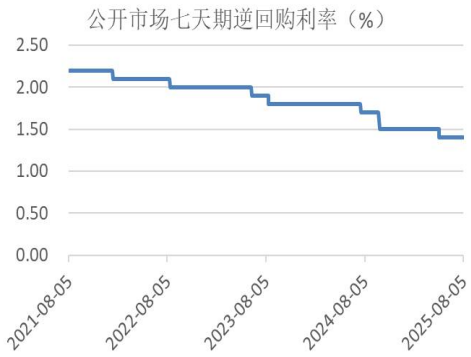
增长 10.2%、9.5%。**信贷指标方面**，6 月 M1 同比增速 4.6%，M2 同比增速 8.3%，均较前值回升，同时剪刀差收窄；社会融资规模当月新增约 4.2 万亿元，同比多增 0.9 万亿元，其中，实体信贷、政府债融资同比多增明显。实体信贷增加 2.4 万亿元，与政策导向、特别国债补充银行资本、项目集中落地带来融资需求等因素有关。在去年低基数基础上，政府债券融资合计增加 1.35 万亿元，这包括国债及地方政府新增债、再融资债。

总体来看，上半年总量数据不差，GDP 实际同比增长 5.3%，为实现全年目标（5%）打下坚实基础。三驾马车方面，政策持续加力提振消费，社会消费品零售总额指标今年平均增速明显回升，投资依然受到房地产领域拖累，外贸方面虽有贸易政策变化带来的冲击，但出口数据依然表现稳定，特别是对东盟、欧盟等地出口增加，弥补了对美国出口的下滑。信贷指标显示，实体信贷和政府债融资对社会融资规模形成支撑，多项提振消费的政策举措促进了消费需求释放和相应的信贷增长；企业和居民活期存款增加，带动 M1 增速持续回升，M1 与 M2 剪刀差收窄，资金呈现活化态势。

2.2 货币政策：适度宽松基调不变，结构性工具继续发力

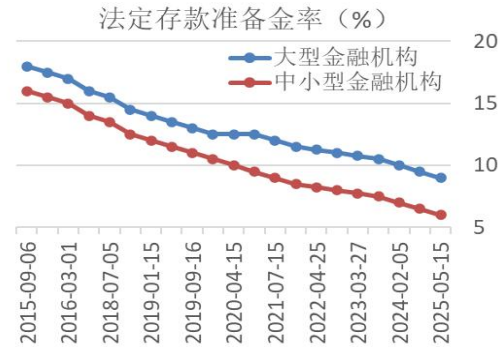
7 月底召开的中央政治局会议强调，做好下半年经济工作，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。8 月初，央行部署下半年重点工作提到，继续实施好适度宽松的货币政策，加大“两重”、“两新”等重点领域的融资支持力度。

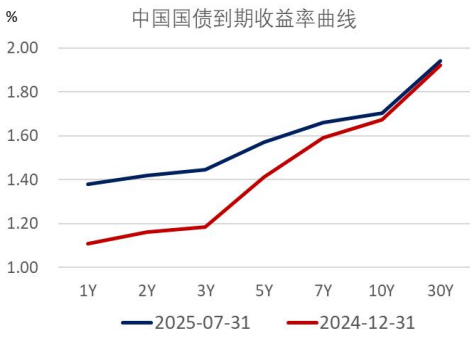
今年以来主要举措有几点：一是，5 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率 5 个百分点。二是，5 月 8 日，央行公开市场七天期逆回购利率下降 10BP 至 1.4%，当月 20 日公布的贷款市场报价利率（LPR）随之下调，1 年期、5 年期以上 LPR 同步下降 10BP，至 3%、3.5%。可以看出，公开市场七天期逆回购利率已成为重要锚点。三是，结构性货币政策工具的深入运用和创新。比如，央行推出服务消费与养老再贷款工具，引导金融机构加大对住宅餐饮、文体娱乐、养老托育等服务消费领域金融供给，成为宏观政策支持促消费的重要举措。再比如，在上海“先行先试”结构性货币政策工具创新，包括航贸区块链信用证再融资业务、跨境贸易再融资工具等。





数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院





数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院

2.3 全球经济环境：美元及美债收益率均偏弱，贸易政策仍是焦点

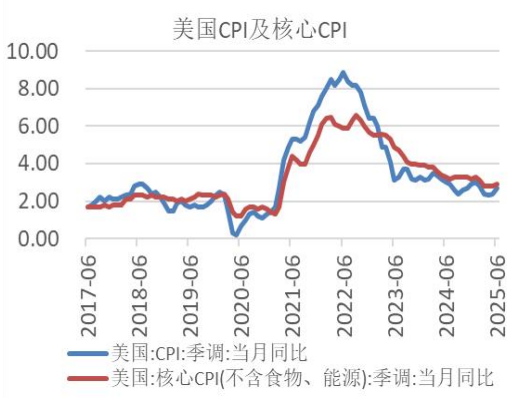
国际货币基金组织（IMF）7 月底发布最新世界经济展望报告，将中国 2025 年 GDP 增长预期大幅上调 0.8 个百分点至 4.8%，这是 2019 年以来最大单次调整幅度，也反映出中国经济在复杂环境下仍具有韧性。IMF 将 2025 年全球经济增长预期上调至 3%。

关税政策变化仍是金融市场关注的焦点之一。美国总统特朗普宣布 8 月 1 日起对进口半成品铜等产品征收 50%关税，消息公布后，美国 COMEX 铜期货当日大幅调整。不过由于之前市场预期的铜关税政策主要在矿端也就是上游，而政策出来后则针对下游产品为主，对我国相关领域影响不大，因此，国内铜期货价格受到的冲击较小。综合来看，关税政策变动通过影响外贸、产业竞争格局等，对整体经济产生影响，同时会冲击金融市场。

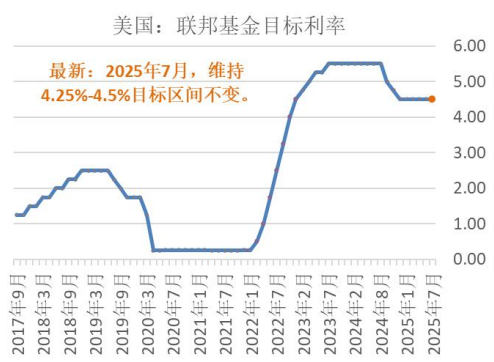
再看美国的经济状况和重要指标。7 月议息会议上，美联储连续第五次按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在 4.25%至 4.5%之间，符合预期。美国 7 月 ISM 制造业 PMI 意外降至 48，创九个月新低，主要受订单持续减少以及就业下滑加剧拖累。美国 7 月非农就业人数仅增加 7.3 万人，创 9 个月最低，远不及预期的 11 万人，而且前两个月的数据合计大幅下修 25.8 万；7 月失业率小幅升至 4.2%。数据表明美国劳动力市场出现明显偏弱趋势，可能引

发对衰退的担忧。





数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院





数据来源：同花顺 iFinD，华安期货研究院

受到经济走弱预期及关税带来的不确定性影响，**美元及美债收益率**今年双双呈现偏弱震荡走势。截至 7 月底，美债 2 年期、10 年期收益率分别为 3.94%、4.22%，年内分别下行 31BP、21BP。美元指数 7 月底在 100 附近，较 2024 年底下行幅度约为 7.8%。中美利差方面，10 年期美国国债收益率与 10 年期中国国债收益率之差最新为 266BP，与去年底 290BP 相比，有所下行。节奏上，中国国债收益率在 3 月、7 月各有一波走高，美国国债收益率则以趋势下行加区间震荡为主。一季度，美国 CPI 同比增速连续下降，制造业 PMI 下行，消费及投资等指标也不佳，美债收益率单边下行为主；4 月 2 日的对等关税政策出炉，给市场带来冲击，美债收益率短期快速上升，并在整个 5 月保持上行走势，一度达到 4.5%以上，随后逐步震荡回落，7 月底回到 4.4%下方。

三、8 月债券市场展望

近期，股债跷跷板效应显著，主要受到地缘因素、主要经济体货币政策动向、政府债券

供给、资金面波动等因素影响。国债期货在 7 月走弱为主。

展望 8 月，我们预计利率债市场或震荡回升。一是，财政部、国家税务总局联合发布公告称，自 2025 年 8 月 8 日起对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。该项措施短期或带来新老券的分化，增加老券吸引力，从而推动收益率曲线走低。二是，度过半年末这个时点，资金利率渐趋平稳，市场流动性无忧，8 月 5 日，Shibor 隔夜和七天期利率分别是 1.32%、1.43%，均在年内低位。在适度宽松货币政策基调下，预期流动性保持宽松。三是，随着政府债券发行规模逐步达到及度过高峰，债市供给压力有望缓和。四是，地缘因素及贸易政策变化仍有很大变数，对全球经济格局及金融环境有潜在冲击，避险情绪利好债市。

具体看行情及操作方面，当前 10 年期国债收益率在 1.72%左右，建议可以在 1.75%上方时布局国债期货多单，注意控制仓位。同时，仍然建议投资者将国债期货作为一种成本集约的资产配置工具和风险管理工具，积极运用国债期货管理利率波动风险。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。