

宏观点评 20250804

利率：从“逢调买入”到“逢低止盈”

2025 年 08 月 04 日

核心观点：

■ 10 年期利率继续维持在“以 DR001 的 250 日均线为下轨、以 DR007 的 250 日均线为上轨”的“利率走廊”内波动，随着“反内卷”政策预期行情降温，对债市的情绪冲击已过，8 月份关键期限利率或有适度下行修复的需要，但是经过 7 月份“反内卷”政策预期掀起“股商共振上涨”，债券市场的心态正悄然生变：从 6 月份前的“逢调买入”渐渐切换为增加对冲或“逢低止盈”。

■ 10 年期利率已有三次测试“走廊”上下轨：3 月份和 7 月份测试“上轨”阻力、6 月份测试“下轨”支撑：（1）从“走廊”上轨来看，2025 年 1 月至 7 月 DR007 “年线”的阻力位已有 2 次测试，3 月份因资金面偏紧以及市场纠偏对“适度宽松”的政策预期，10 年期国债收益率迎来“陡峭化上行”，然而彼时 10 年期国债收益率一度接近 1.90%，可也没有再回到“年线”之上，7 月份在“反内卷”预期推升利率的过程中，10 年期利率震荡反弹至 1.74%，仍然没有有效升破 DR007 “年线”。3 月份和 7 月份，DR007 “年线”对 10 年期利率反弹形成两次“限高”，迄今“走廊”的上轨得以延续；（2）从“走廊”下轨来看，DR001 在利率传导机制中发挥越来越强的“基准性”，DR001 的 250 日均线在 6 月份也渐渐被验证成为 10 年期国债利率的经验性“底部”，5 月“降准降息”以来，债券市场做多情绪逐日高涨，推动 10 年期利率下行，然而纵观 6 月份，10 年期利率紧贴着 DR001 “年线”运行，5 月份至 6 月份两者利差均值为 1.73bps，DR001 “年线”与 DR007 “年线”成为共同牵引长债利率波动的关键。

■ 7 月“反内卷”政策预期推动债市出现“日度 K 线/周度 K 线”的调整压力，然而开启“月度 K 线”熊市行情的概率依然较低。由于债券市场担心接下来“反内卷”或演化为“供给侧改革 2.0”，商品价格上涨推动 PPI 见底回升、经济进入“再通胀”阶段，货币政策或回归中性甚至收紧流动性，利率或承受较大的上行压力，但是经济“再通胀”有赖于产出缺口闭合，单纯“涨价”并不能成为利率持续上行的压力，进入 8 月份，随着资金面均衡宽松，DR001 回到 1.40%-1.30% 区间，债券利率或有修复性下行，然而破局契机仍需等待经济基本面、货币政策、风险资产轮动等信号。

■ 风险提示：（1）特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；（2）“降息降准”等宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；（3）“反内卷”等影响价格总水平的供给和需求政策存在不确定性。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

相关研究

《债券增值税或推动资金增配实体经济资产》

2025-08-03

《非农后，如何看待当前美国经济状况？》

2025-08-03

内容目录

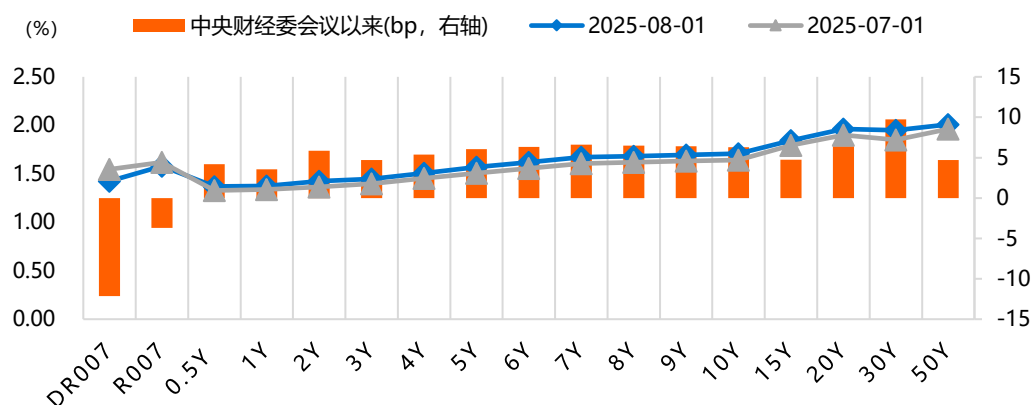
1. 10 年期利率“走廊”：再测试上轨	4
2. 心态悄然生变：对冲或“止盈”诉求升温	6
3. 风险提示	8

图表目录

图 1: “反内卷”行情以来中债收益率曲线变动.....	4
图 2: 10 年期利率维持在“利率走廊”内窄幅波动.....	5
图 3: 7 月份 DR007 “年线”阻力位再度被测试.....	5
图 4: 6 月份 DR001 “年线”支撑位被测试.....	5
图 5: 7 月份以来 IRS Repo 报价持续上行.....	6
图 6: IRS Repo 隐含 3 个月远期利率持续高于政策利率.....	6
图 7: CFEX 10 年期与 30 年期国债期货 CTD 券基差	7

7 月份利率市场波动率陡然增加，在“反内卷”政策预期升温推动商品价格上涨、“股债跷跷板”效应增强等市场结构性因素作用下，利率也迎来一波显著上行调整，若以 7 月 1 日中央财经委员会第六次会议作为起始日，截至 8 月 1 日，过去 1 个月内，从“反内卷”政策预期升温至 7 月末降温，中债收益率曲线各期限利率不同程度上浮，其中 30 年期限和 5 年期-7 年期利率上行幅度偏高，30 年期利率合计上行 9.74bps，而关键期限 10 年期利率在此期间合计上行 6.30bps，相对应的则是 DR007 在此期间合计下行 12.15bps，DR001 则合计下行 5.34bps，关键期限利率短暂的没有跟随资金利率回到 7 月初的原位。

图1：“反内卷”行情以来中债收益率曲线变动

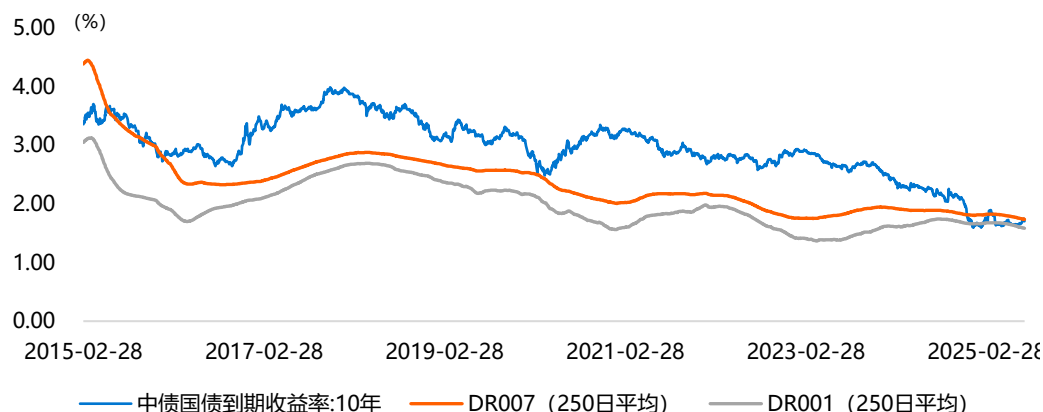


数据来源：Wind、东吴证券研究所

1. 10 年期利率“走廊”：再测试上轨

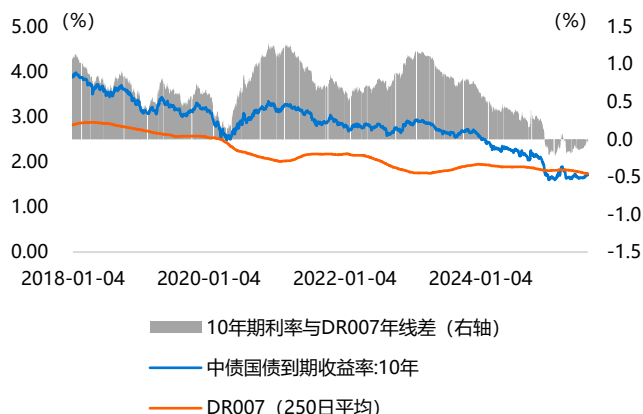
我们在 6 月份专题报告《长期利率的合意点位是多少？》中，尝试勾勒 2024 年 12 月份以来 10 年期国债收益率的运行走廊，在货币政策优化调整主要政策利率体系和传导机制的作用下，2024 年 12 月以来，10 年期国债收益率在经验上形成了“以 DR001 的 250 日均线为下轨、以 DR007 的 250 日均线为上轨”的“走廊”，截至 2025 年 7 月末，这一“走廊”的上下轨仍然有效，尽管 7 月份中债收益率的波幅增大、关键期限利率出现显著上行，然而 10 年期利率并未有效打破经验走廊的上轨：截至 8 月 1 日，DR001 的 250 日均线位于 1.58%，DR007 的 250 日均线位于 1.74%，而 10 年期国债收益率则为 1.71%，在 7 月 1 日至 8 月 1 日期间 10 年期利率上行期间，仅有 7 月 29 日 10 年期利率曾短暂高于 DR007 “年线” 0.71bps

图2：10年期利率维持在“利率走廊”内窄幅波动



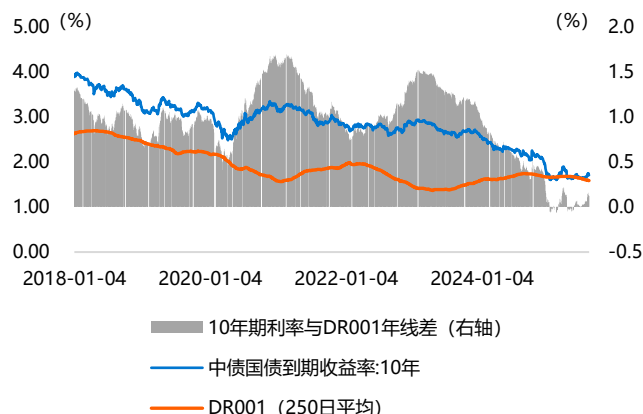
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3：7月份DR007“年线”阻力位再度被测试



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：6月份DR001“年线”支撑位被测试



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2025年1月至7月，10年期利率已有三次测试“走廊”上下轨。从2024年12月至2025年7月末，10年期利率出现三次对“走廊”上下轨的测试，其中3月份和7月份测试“上轨”阻力、6月份测试“下轨”支撑：

- 从“走廊”上轨来看，2025年1月至7月DR007“年线”的阻力位已有2次测试。较长历史维度上看，10年期国债收益率没有跌破过DR007的250均线，即资金利率“年线”，在2019年至2024年的5年历史中，仅有2020年3月底至4月初，以及2024年9月底这两个时期10年期国债收益率阶段性低于资金利率“年线”，但是2024年治理资金空转和为银行体系降负债成本等政策的推动下，10年期利率正式跌破DR007“年线”，3月份因资金面偏紧以及市场纠偏对“适度宽松”的政策预期，10年期国债收益率迎来“陡峭化上行”，然而彼时10年期国债收益率一度接近1.90%，可也没有再回到“年线”之上。随着4月份资金面进入均衡宽松以及5月份“降准

降息”等宽松政策落地，DR007“年线”逐级下压，也在过去一个季度里限制了10年期利率反弹的高点。7月份在“反内卷”预期推升利率的过程中，10年期利率震荡反弹至1.74%，仍然没有有效升破DR007“年线”。3月份和7月份，DR007“年线”对10年期利率反弹形成两次“限高”，迄今“走廊”的上轨得以延续。

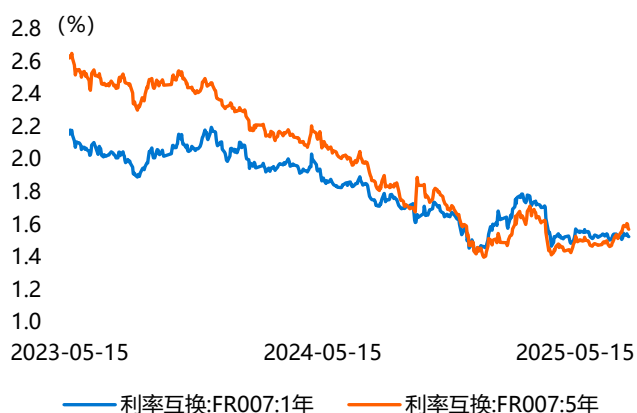
- (2) 从“走廊”下轨来看，DR001在利率传导机制中发挥越来越强的“基准性”，DR001的250日均线在6月份也渐渐被验证成为10年期国债利率的经验性“底部”。5月“降准降息”以来，债券市场做多情绪逐日高涨，推动10年期利率下行，然而纵观6月份，10年期利率紧贴着DR001“年线”运行，5月份至6月份两者利差均值为1.73bps，DR001“年线”与DR007“年线”成为共同牵引长债利率波动的关键。

在“反内卷”政策预期降温之后，中债主要期限利率均有不同程度回落，10年期利率也回到1.71%以下，截至8月1日，10年期利率仍在DR007“年线”1.735%至DR001“年线”1.58%之间、上下轨振幅15bps的区间内震荡，利率保持“上有顶、下有底”的走势，进入8月份，随着资金面均衡宽松，DR001回到1.40%-1.30%区间，债券利率或有修复性下行，然而破局契机仍需等待经济基本面、货币政策、风险资产轮动等信号。

2. 心态悄然生变：对冲或“止盈”诉求升温

尽管10年期利率继续维持在2024年12月-2025年7月的“走廊”区间内波动，但是经过7月份“反内卷”政策预期掀起“股商共振上涨”，债券市场的心态正悄然生变：“逢低止盈”或增加对冲的诉求正在升温。

图5：7月份以来 IRS Repo 报价持续上行



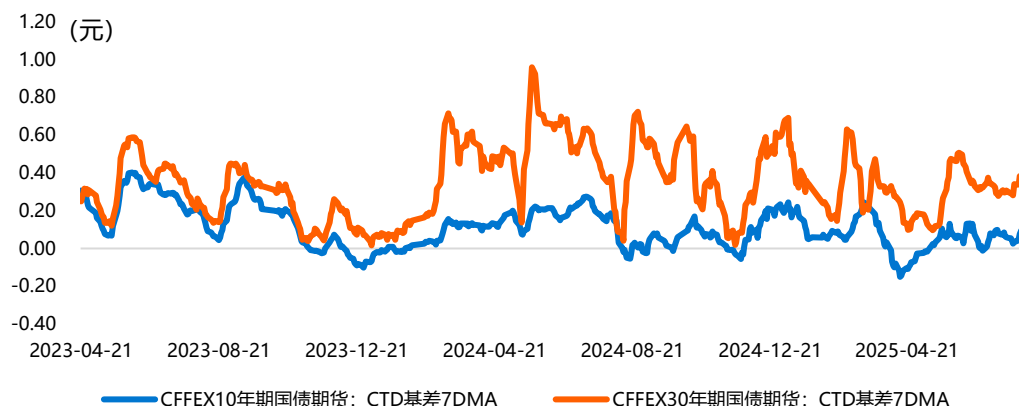
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图6：IRS Repo 隐含3个月远期利率持续高于政策利率



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图7：CFEX 10年期与30年期国债期货 CTD 券基差



数据来源：Wind、东吴证券研究所

从利率衍生品市场看：（1）5年期 IRS Repo 报价快速上行，自7月1日至8月1日，5年期 IRS Repo 合计上行 7.78bps 至 1.57%，修复至4月初“对等关税”风险冲击前的水平，与此同时，CFEX 国债期货价格也修复4月3日“跳空缺口”；（2）从3个月与6个月 IRS Repo 报价隐含的3个月远期利率来看，5月份以来3个月远期利率预期始终保持在 1.57% 左右，即便“降息降准”之后也未再如4月份向政策利率收敛，IRS Pay 方向势力增强；（3）从国债期货基差走势看，10年期国债期货 CTD 券基差自6月份均值 0.049 元上行至7月份 0.076 元；30年期国债期货 CTD 券基差自6月份均值-3760 元小幅回落至7月份的 0.3195 元，而在8月1日当日30年期期债 CTD 券基差再度扩张至 0.4027 元。利率衍生品市场显示债市从6月份前的“逢调买入”渐渐切换为增加对冲或“逢低止盈”，尽管从利率走势上，10年期等关键期限利率仍未突破2024年12月以来的“利率走廊”区间，但是利率下行节奏或已然放缓，7月末10年期利率单日内数次冲击 1.70% 关口而未果，表明7月份之后债市虽处同样的区间，可“心态”已经迥异。

7月“反内卷”政策预期推动债市出现“日度 K 线/周度 K 线”的调整压力，然而开启“月度 K 线”熊市行情的概率依然较低。由于债券市场担心接下来“反内卷”或演化为“供给侧改革 2.0”，商品价格上涨推动 PPI 见底回升、经济进入“再通胀”阶段，货币政策或回归中性甚至收紧流动性，利率或承受较大的上行压力，但是经济“再通胀”有赖于产出缺口闭合，单纯“涨价”并不能成为利率持续上行的压力。

随着“反内卷”政策预期行情降温，对债市的情绪冲击已过，8月份利率市场或有适度修复。从债市中长期逻辑看，经济基本面信号继续指向下半年走弱风险并未缓和，而跨月后资金面重回充裕格局，支持利率震荡下行的态势并未发生改变，在短期情绪化扰动之后，债市或重新恢复理性，关键期限利率或有适度下行修复的需要。

3. 风险提示

- (1) 特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不不确定性；
- (2) “降息降准”等宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；
- (3) “反内卷”等影响价格总水平的供给和需求政策存在不确定性。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>