

债市短期承压，中期趋势未变

——宏观数据跟踪报告

固定收益

相关研究

- 《短端谨慎行稳，长端波段掘金
- 固定收益周报》2025/05/19
- 《债市进入政策观察期，长端品种逢高布局
- 固定收益周报》2025/05/14
- 《债市窄幅震荡，PMI 或为短期核心定价因子-
- 固定收益周报》2025/04/29

证券分析师

赵金厚
S0820524120001
021-32229888-25510
zhaojinhou@ajzq.com

联系人

陆嘉怡
S0820124120008
021-32229888-25521
lujiayi@ajzq.com

投资要点：

2025 年 7 月 14 日，中国人民银行公布 2025 年 6 月金融数据。

- (1) 新增人民币贷款 22,400 亿元，Wind 预期 18,447 亿元，前值 6,200 亿元。
- (2) 社会融资规模 41,993 亿元，Wind 预期 37,051 亿元，前值 22,870 亿元。
- (3) M2 同比 8.3%，Wind 预期 8.08%，前值 7.9%；M1 同比 4.6%，Wind 预期 2.7%，前值 2.3%；M0 同比 12.0%。

- **社融年内高点或现，M1 改善趋势或延续至 9 月。**人民币贷款新增 2.24 万亿元，同比多增 1100 亿元，主要由企业短期贷款（多增 4900 亿元）拉动，反映企业流动性需求上升但长期投资意愿不足。居民信贷仍疲软，虽受“618”促销提振短期贷款多增 150 亿元，但房地产销售低迷制约中长期贷款增长。社融增量 4.2 万亿元超预期，但结构依赖政府债（占比 32%）。剔除政府债后社融增速仅 6.06%，显示实体融资需求仍弱。随着政府债发行节奏放缓，下半年社融增速或承压。M1 同比显著回升至 4.6%（环比+2.29pct），主要受益于单位活期存款多增 1.6 万亿元，既有低基数效应（2024 年 4 月禁补息政策），也反映企业存款定期化趋势筑顶。住户存款同比多增 0.99 万亿元，或与理财资金回表有关。
- **总体看，金融数据改善更多体现政策驱动，经济内生动能仍待加强。**下半年需关注：1) 政府债支撑减弱后的社融可持续性；2) 企业投资意愿能否实质性改善；3) 居民信贷修复进度。

2025 年 7 月 15 日，国家统计局公布 2025 年 6 月经济数据。

- (1) 中国第二季度 GDP 年率 5.2%，Wind 预期 5.17%，前值 5.4%。
- (2) 中国 6 月规模以上工业增加值同比 6.8%，Wind 预期 5.49%，前值 5.80%。
- (3) 中国 1-6 月固定资产投资同比 2.8%，Wind 预期 3.73%，前值 3.70%。其中，中国 1-6 月房地产开发投资同比-11.2%，前值-10.7%。
- (4) 中国 6 月社会消费品零售总额同比 4.8%，Wind 预期 5.56%，前值 6.40%。
- (5) 中国 6 月城镇调查失业率 5.0%，前值 5.0%。

- **经济运行呈现“供给强、需求缓、投资分化”特征：**工业生产表现亮眼，6 月规模以上工业增加值同比增长 6.8%，其中制造业增长 7.4%；但需求端有所放缓，6 月社零同比增速回落至 4.8%，餐饮收入增速大幅下滑至 0.9%。投资领域分化明显，设备工器具购置投资保持 17.3% 的高速增长，但房地产投资同比下降 11.5%。
- **展望下半年，经济面临多重挑战：**外需受美国关税政策影响存在不确定性；消费补贴政策持续性存疑；房地产调整压力仍在。随着全国城市建设工作会议召开，城市更新等领域投资有望发力。即将召开的 7 月政治局会议将对下半年政策定调，重点关注财政政策力度、房地产政策调整和消费刺激政策延续性等关键维度。

- **我们维持此前判断，在当前基本面环境下，十年期国债收益率缺乏趋势性大幅上行的根本动力，1.80% 可视为偏强的压力上限（对应 2025 年 3 月资金面极度紧张情景）。操作策略上，建议坚持波段思维。若 10 年国债收益率受短期因素（如供给冲击、股市强势）推动上行至 1.70% 以上，可视为具备吸引力的左侧逢高布局区域，此时配置价值逐步显现。短期内市场或维持震荡偏弱格局，投资者宜耐心等待机会，重点关注权益市场走势与央行流动性操作的实际力度。**
- **风险提示：**1) 流动性超预期宽松；2) 权益市场大幅走弱，或导致风险偏好的快速回落，推动债市收益率下行。

目录

1. 宏观数据点评	5
1.1 金融数据点评：总量改善优于结构变化	5
1.2 经济数据点评：供给强、需求缓、投资分化	7
2. 一周观点	10
3. 债市周度复盘	11
4. 国债、国开债收益率整体上行	11
5. 流动性跟踪	13
5.1 资金面：央行净回笼，资金利率中枢小幅上行	13
5.2 债券供给：总发行量增加，净融资额增加	15
6. 全球大类资产：美债收益率上行，黄金价格上行	18
7. 风险提示	19

图表目录

图表 1：近 6 个月人民币贷款当月新增情况（亿元）	5
图表 2：近 6 个月人民币贷款同比多增情况（亿元）	5
图表 3：近 6 个月社会融资当月新增情况（亿元）	6
图表 4：近 6 个月社会融资多增情况（亿元）	6
图表 5：近 6 个季度 GDP 变化情况（%）	8
图表 6：中国 GDP 当季同比—按产业分类	8
图表 7：规模以上工业增加值同比变动情况	9
图表 8：社会消费品零售总额同比变动情况	9
图表 9：分行业固定资产投资完成额累计同比	9
图表 10：上周（7 月 7 日-7 月 11 日）10 年国债次活跃券（250011.IB）走势	11
图表 11：上周央国债与国开债收益率走势	12
图表 12：国债收益率曲线	12
图表 13：国开债收益率曲线	12
图表 14：上周国债与国开债期限利差走势	12
图表 15：上周央行公开市场净回笼 2,265.00 亿元	13
图表 16：银行间市场 1 天回购利率	13
图表 17：银行间市场 7 天回购利率	13
图表 18：资金分层情况	14
图表 19：FR007S1Y、FR007S5Y 持续倒挂	14
图表 20：AAA 同业存单到期收益率	14
图表 21：AAA 同业存单到期收益率曲线	14
图表 22：SHIBOR 利率	14
图表 23：SHIBOR 利率曲线	14
图表 24：票据利率震荡下行	15
图表 25：票据利率与 shibor 利率持续倒挂	15
图表 26：上周利率债净融资规模较前一周增加	15
图表 27：本周政府债发行计划（亿元）	16
图表 28：上周同业存单总发行规模环比增加	16
图表 29：存单发行规模：分银行类型	17
图表 30：存单发行规模：分期限	17

图表 31 : 存单发行利率: 分银行类型.....	17
图表 32 : 存单发行利率: 分期限.....	17
图表 33 : 美国国债到期收益率曲线长端大幅上行.....	18
图表 34 : 美元指数小幅上升.....	18
图表 35 : 英镑、欧元、日元兑美元汇率.....	18
图表 36 : 黄金价格上涨.....	19
图表 37 : 原油期货价格上涨.....	19

1. 宏观数据点评

1.1 金融数据点评：总量改善优于结构变化

■ 2025 年 7 月 14 日，中国人民银行公布 2025 年 6 月金融数据。

- (1) 新增人民币贷款 22,400 亿元，Wind 预期 18,447 亿元，前值 6,200 亿元。
- (2) 社会融资规模 41,993 亿元，Wind 预期 37,051 亿元，前值 22,870 亿元。
- (3) M2 同比 8.3%，Wind 预期 8.08%，前值 7.9%；M1 同比 4.6%，Wind 预期 2.7%，前值 2.3%；M0 同比 12.0%。

人民币贷款方面，呈现总量扩张但结构分化的特征。6 月新增人民币贷款 22,400 亿元，显著高于 Wind 一致预期的 18,447 亿元，同比多增 1,100 亿元。从结构看，企业部门贡献主要增量，其中短期贷款同比多增 4,900 亿元，中长期贷款同比多增 400 亿元，同比新增信贷仍以短期为主，一定程度上反映出企业长期资本开支意愿不强；票据融资同比少增 3,716 亿元，可能由于 6 月短贷表现较好，银行票据冲量需求减弱。居民部门，房地产销售疲软制约中长期贷款，消费贷受季节性因素影响后续或回落。居民部门短期贷款同比多增 150 亿元，可能受到“618”消费促销和低利率环境提振；中长期贷款同比多增 151 亿元，但 6 月商品房销售继续保持低迷，6 月商品房销售面积累计同比-3.50%，环比降幅扩大，居民长期贷款缺少支撑。

图表 1：近 6 个月人民币贷款当月新增情况（亿元）

	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01
当月新增	22,400.00	6,200.00	2,800.00	36,400.00	10,100.00	51,300.00
居民部门	5,976.00	540.00	-5,216.00	9,853.00	-3,891.00	4,438.00
短期贷款	2,621.00	-208.00	-4,019.00	4,841.00	-2,741.00	-497.00
中长期贷款	3,353.00	746.00	-1,231.00	5,047.00	-1,150.00	4,935.00
企业部门	17,700.00	5,300.00	6,100.00	28,400.00	10,400.00	47,800.00
短期贷款	11,600.00	1,100.00	-4,800.00	14,400.00	3,300.00	17,400.00
中长期贷款	10,100.00	3,300.00	2,500.00	15,800.00	5,400.00	34,600.00
票据融资	-4,109.00	746.00	8,341.00	-1,986.00	1,693.00	-5,149.00
非金融机构	-1,026.00	589.00	1,634.00	-1,702.00	2,844.00	-2,008.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：近 6 个月人民币贷款同比多增情况（亿元）

	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01
当月新增	1,100.00	-3,300.00	-4,500.00	5,500.00	-4,400.00	2,100.00
居民部门	267.00	-217.00	-50.00	447.00	2,016.00	-5,363.00
短期贷款	150.00	-451.00	-501.00	-67.00	2,127.00	-4,025.00
中长期贷款	151.00	232.00	435.00	531.00	-112.00	-1,337.00
企业部门	1,400.00	-2,100.00	-2,500.00	5,000.00	-5,300.00	9,200.00
短期贷款	4,900.00	2,300.00	-700.00	4,600.00	-2,000.00	2,800.00
中长期贷款	400.00	-1,700.00	-1,600.00	-200.00	-7,500.00	1,500.00
票据融资	-3,716.00	-2,826.00	-40.00	514.00	4,460.00	4,584.00
非金融机构	391.00	226.00	-973.00	256.00	-1,201.00	-2,257.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

社融增量总量超预期增长，结构有待改善。上半年社会融资规模增量累计为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元；6 月新增社会融资规模 41,993 亿元，其中政府债融资 13,508 亿元，占比超过 32%，社融反弹主要依赖政府债增量。虽然社融存量同比增速升至 8.89% 的年内新高，但扣除政府债券后的社融增速仅为 6.06%，显示实体经济融资需求仍待进一步提振。今年政府债发行节奏整体偏前，随着特殊再融资债券和特别国债发行额的消耗，下半年政府债券融资对于社融增量的贡献或将减弱，社融存量增速或将放缓。

图表 3：近 6 个月社会融资当月新增情况（亿元）

	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01
当月新增	41,993.00	22,870.00	11,599.00	58,961.00	22,331.00	70,546.00
表内业务	23,925.00	6,057.00	754.00	37,939.00	6,247.00	51,802.00
本币	23,600.00	5,923.00	884.00	38,234.00	6,528.00	52,194.00
外币	325.00	134.00	-130.00	-295.00	-281.00	-392.00
表外业务	-1,483.00	-1,156.00	-2,873.00	3,705.00	-3,545.00	5,726.00
委托贷款	-400.00	-166.00	-2.00	-165.00	-228.00	449.00
信托贷款	816.00	173.00	-77.00	238.00	-330.00	623.00
未贴现承兑汇票	-1,899.00	-1,163.00	-2,794.00	3,632.00	-2,987.00	4,654.00
政府债券	13,508.00	14,585.00	9,729.00	14,866.00	16,939.00	6,933.00
直接融资	2,625.00	1,648.00	2,731.00	-493.00	1,778.00	4,927.00
企业债券	2,422.00	1,496.00	2,340.00	-905.00	1,702.00	4,454.00
股票融资	203.00	152.00	391.00	412.00	76.00	473.00
其他	2,367.00	728.00	315.00	1,891.00	273.00	170.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 4：近 6 个月社会融资多增情况（亿元）

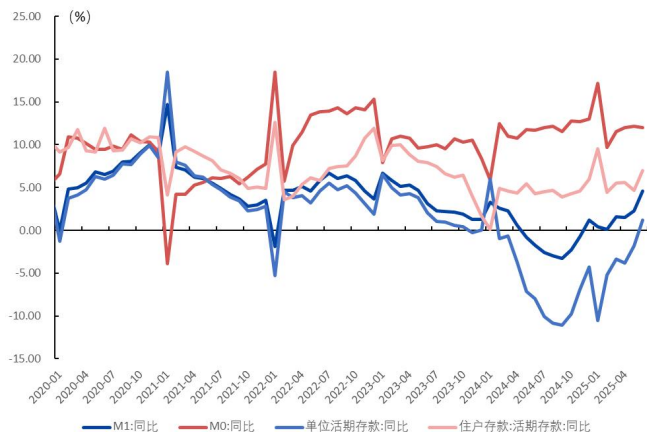
	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01
当月新增	9,008.00	2,247.00	12,257.00	10,626.00	7,372.00	5,812.00
表内业务	2,805.00	-1,653.00	-2,285.00	4,476.00	-3,517.00	2,412.00
本币	1,673.00	-2,274.00	-2,465.00	5,314.00	-3,245.00	3,793.00
外币	1,132.00	621.00	180.00	-838.00	-272.00	-1,381.00
表外业务	-183.00	-40.00	1,386.00	-63.00	-258.00	-283.00
委托贷款	-397.00	-157.00	-91.00	300.00	-56.00	808.00
信托贷款	68.00	-51.00	-219.00	-443.00	-901.00	-109.00
未贴现承兑汇票	146.00	168.00	1,696.00	80.00	699.00	-982.00
政府债券	5,032.00	2,319.00	10,666.00	10,240.00	10,928.00	3,986.00
直接融资	371.00	1,252.00	838.00	-4,957.00	241.00	185.00
企业债券	322.00	1,211.00	633.00	-5,142.00	279.00	134.00
股票融资	49.00	41.00	205.00	185.00	-38.00	51.00
其他	970.00	420.00	1,762.00	892.00	-5.00	-101.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

M1 同比增速大幅改善。M1 同比增速显著回升至 4.6%，环比提升 2.29 个百分点，M1 同比-M2 同比剪刀差收窄至-3.7%，环比改善 1.9 个百分点。分项来看，M1 规模的快速增长主要受益于单位活期存款同比多增 1.6 万亿元的拉动。这一改

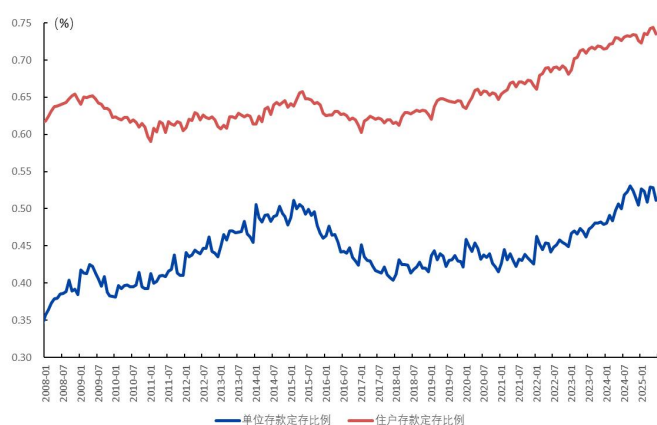
善既源于 2024 年 4 月禁止手动补息政策带来的低基数效应，也得益于企业存款定期化趋势出现筑顶迹象。与此同时，6 月住户存款同比多增 0.99 万亿元，可能与 6 月银行理财规模下降约 9500 亿元导致的资金回表有关。值得注意的是，当前居民端存款定期化趋势仍在延续，后续需持续关注企业存款活期化对 M1 的潜在支撑作用。展望后市，M1 同比改善趋势有望持续，低基数效应或将支撑 M1 增速改善至 9 月（2024 年 9 月单位活期存款同比增速曾降至-11.03%）。

图表 5：M1 及其构成分项同比变化情况



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6：企业存款定期化趋势出现筑顶迹象



资料来源：Wind，爱建证券研究所

总体来看，6 月金融数据呈现总量改善优于结构变化的特征，经济内生动能仍待加强。M1 增速回升和信贷结构改善释放积极信号，但居民端信贷疲软和政府债依赖等问题依然存在。展望下半年，社融存量增速或将放缓，M1 同比改善趋势有望持续。

1.2 经济数据点评：供给强、需求缓、投资分化

■ 2025 年 7 月 15 日，国家统计局公布 2025 年 6 月经济数据。

- (1) 中国第二季度 GDP 年率 5.2%，Wind 预期 5.17%，前值 5.4%。
- (2) 中国 6 月规模以上工业增加值同比 6.8%，Wind 预期 5.49%，前值 5.80%。
- (3) 中国 1-6 月固定资产投资同比 2.8%，Wind 预期 3.73%，前值 3.70%。其中，中国 1-6 月房地产开发投资同比-11.2%，前值-10.7%。
- (4) 中国 6 月社会消费品零售总额同比 4.8%，Wind 预期 5.56%，前值 6.40%。
- (5) 中国 6 月城镇调查失业率 5.0%，前值 5.0%。

上半年中国经济延续复苏趋势，消费成为经济增长主要驱动力。二季度 GDP 同比增长 5.2%，环比增长 1.1%；上半年 GDP 同比增长 5.3%，较去年同期提升 0.3 个百分点，高于全年 5% 增长目标。分项来看，二季度第一产业、第二产业及第三产业增加值分别同比增长 3.8%、4.8%、5.7%，对经济增长的贡献率分别为 4.6%、34.2%、61.2%。消费成为经济增长主要驱动力，上半年，最终消费支出对经济增长贡献率为 52.0%，拉动 GDP 增长 2.8 个百分点。投资需求稳中有

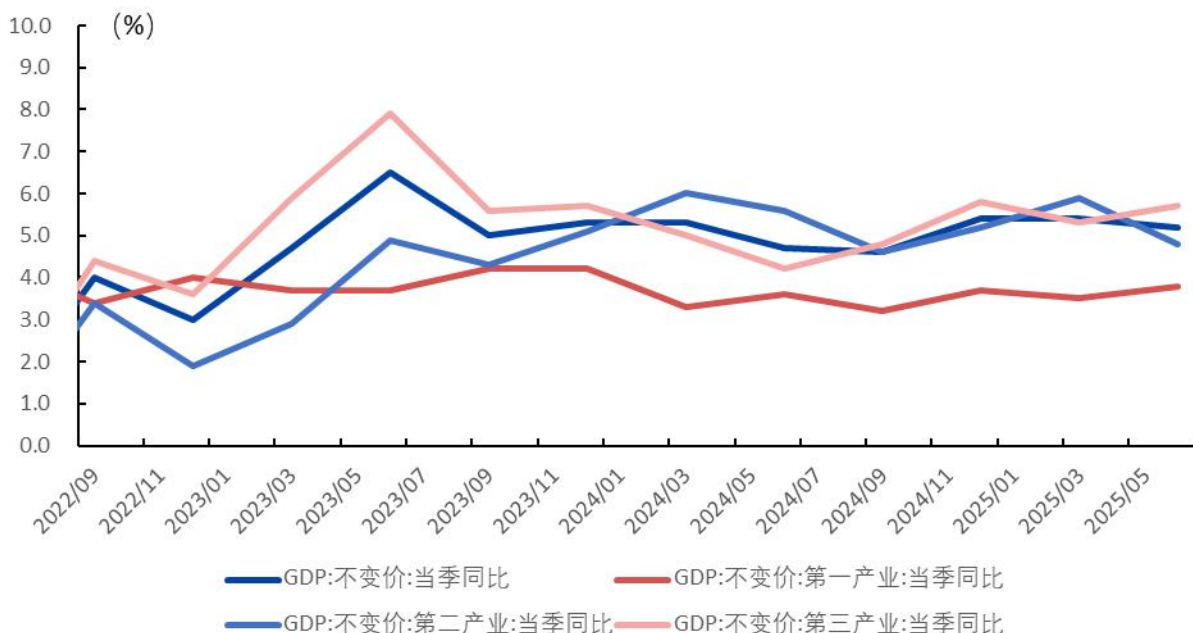
升，上半年资本形成总额对经济增长贡献率为 16.8%，拉动 GDP 增长 0.9 个百分点。净出口延续平稳增长态势，上半年货物和服务净出口对经济增长贡献率为 31.2%，拉动 GDP 增长 1.7 个百分点。当前经济数据表明，在消费稳步回升、服务业持续发力的支撑下，全年经济增长目标有望顺利实现。以不变价估算，为实现全年经济增长 5% 预期目标，下半年 GDP 同比增长需达到 4.74% 左右，或将在一定程度上降低推出增量性刺激政策的紧迫性。

图表 5：近 6 个季度 GDP 变化情况 (%)

指标名称	2025/06	2025/03	2024/12	2024/09	2024/06	2024/03
中国:GDP:不变价:当季同比	5.2	5.4	5.4	4.6	4.7	5.3
中国:GDP:不变价:累计同比	5.3	5.4	5.0	4.8	5.0	5.3
中国:GDP:季调:环比	1.1	1.2	1.6	1.3	1.0	1.4

资料来源：Wind，爱建证券研究所

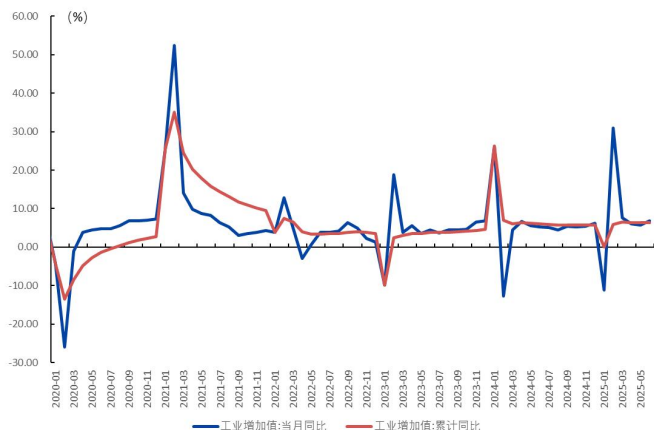
图表 6：中国 GDP 当季同比—按产业分类



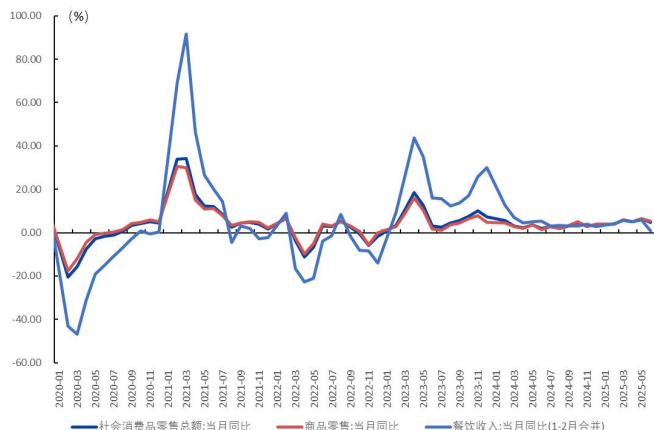
资料来源：Wind，爱建证券研究所

工业生产增长超预期，制造业表现超出整体工业行业。6 月全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，环比增长 0.5%；上半年全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，增速较 2024 年全年加快 0.6 个百分点。制造业表现超出整体工业行业，制造业、采矿业与电力、热力、燃气及水生产和供应业工业增加值同比分别增长 7.4%、6.1%、1.8%。

受外卖平台价格战、“618”前置及部分地区国补暂停影响，6 月社零边际走弱。6 月社零同比增速 4.8%，较上月回落 1.6 个百分点，低于市场预期。从结构来看，餐饮收入成为主要拖累项，受到 6 月以来外卖平台价格战影响，餐饮收入同比大幅下滑 5 个百分点至 0.9%；“618”电商促销节奏的前置叠加 6 月以来部分地区暂停国补，商品零售同比增速小幅下滑至 5.3%。

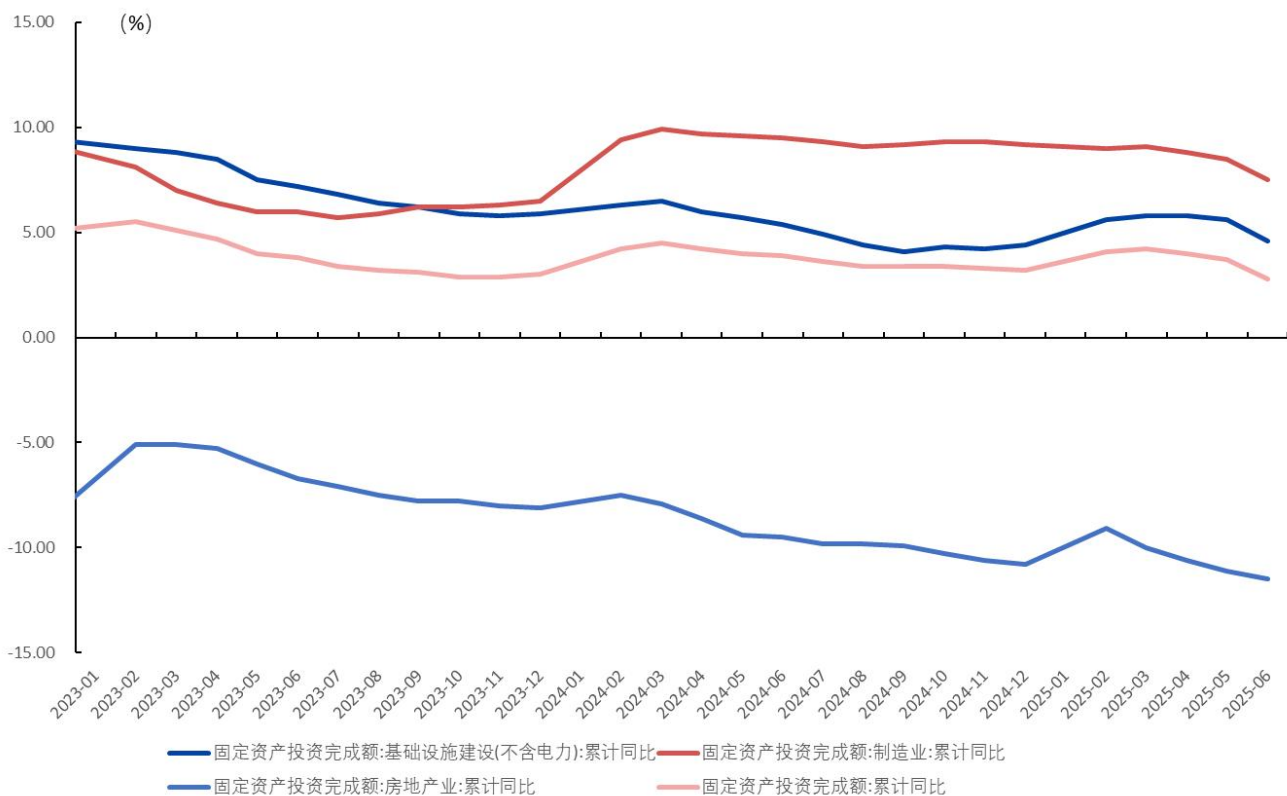
图表 7：规模以上工业增加值同比变动情况


资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：社会消费品零售总额同比变动情况


资料来源：Wind，爱建证券研究所

固定资产投资持续回落，整体弱于市场预期。上半年固定资产投资同比增长 2.8%。上半年基建（不含电力）、制造业与房地产固定资产投资完成累计同比分别增长 4.6%、7.5%、-11.5%，三大领域投资完成额同比增速较上月均有所回落。细分来看，“两重两新”依然是投资主线，“两新”政策推动设备购置投资快速增长，上半年设备工器具购置投资同比增长 17.3%，对全部投资增长的贡献率为 86.0；“两重”领域中水上运输业、水利管理业投资分别增长 21.8%、15.4%。

图表 9：分行业固定资产投资完成额累计同比


资料来源：Wind，爱建证券研究所

总体来看，2025 年上半年中国经济延续复苏态势，呈现“供给强、需求缓、投资分化”的特征。工业生产表现超预期，6 月规模以上工业增加值同比增长 6.8%，主要受益于上半年内需消费与海外补库需求推动的“抢出口”效应。但需求端复苏步伐有所放缓，内需恢复基础仍需巩固。投资领域呈现结构性分化，以设备工器具购置投资为代表的“两新”领域投资成为投资增速新引擎，但房地产投资仍处调整周期。

展望下半年，经济运行面临多重挑战：首先，外需不确定性加大，美国关税政策反复可能对出口造成冲击，叠加海外补库周期接近尾声，工业生产与出口增速或将承压；其次，需求端复苏持续性存疑，上半年财政补贴政策效果显著，但随着补贴额度逐步消耗，后续政策力度存在不确定性；第三，固定资产投资方面，随着全国城市建设工作会议的召开，预计城市更新改造、民生补短板等领域将成为新的投资重点，有望部分对冲房地产下行压力。当前经济复苏对于财政政策依存度较高，关注即将召开的 7 月政治局会议对于下半年经济形势的判断与经济工作内容的定调，重点关注三个政策维度：首先是财政政策力度，特别关注是否会追加专项债额度或推出新的财政工具；其次是房地产政策走向，在“量价双弱”格局下政策调整空间；第三是消费刺激政策的持续性，特别是补贴政策的接续安排。

2. 一周观点

我们维持此前判断，在当前基本面环境下，十年期国债收益率缺乏趋势性大幅上行的根本动力，1.80% 可视为偏强的压力上限（对应 2025 年 3 月资金面极度紧张情景）。操作策略上，建议坚持波段思维。若 10 年国债收益率受短期因素（如供给冲击、股市强势）推动上行至 1.70% 以上，可视为具备吸引力的左侧逢高布局区域，此时配置价值逐步显现。近期股债相关性显著增强，权益市场走势已成为债市关键的边际驱动因素，其表现将持续影响市场情绪。短期内市场或维持震荡偏弱格局，投资者宜耐心等待机会，重点关注权益市场走势及央行流动性操作的实际力度。

3. 债市周度复盘

股债相关性显著增强，权益市场走势成为驱动债市的关键边际因素。7月7日，在央行持续净回笼资金的背景下，流动性环境整体平稳，10年期国债收益率全天围绕1.64%水平窄幅波动，日内振幅仅 ± 0.2 BP，市场交投情绪较为平淡。随后两个交易日（7月8日至9日）10年期国债收益率中枢小幅抬升至1.645%附近波动。7月9日，国家统计局公布6月物价数据显示，CPI同比由前值-0.10%小幅回升至0.10%，实现转正，而PPI同比则进一步下滑至-3.60%（前值-3.30%）。尽管PPI同比仍为负值，但CPI同比的转正信号叠加权益市场延续强势，共同抑制了债市表现，推动收益率上行。7月10日，当日权益市场继续上扬，对利率债构成持续压力；同时，申万房地产指数大幅上涨3.19%，反映市场定价房地产领域增量政策预期，受此影响，债市延续调整态势，10年期国债活跃券收益率上行1.5BP至1.659%。7月11日，早盘受股指走升影响，10年期国债收益率震荡上行1.3BP至1.67%关口；然而午后随着股指冲高回落，债市压力随之缓解，收益率自日内高点回调，最终收于1.66%附近，日内呈现明显的双向波动特征。

图表 10：上周（7月7日-7月11日）10 年国债次活跃券（250011.IB）走势

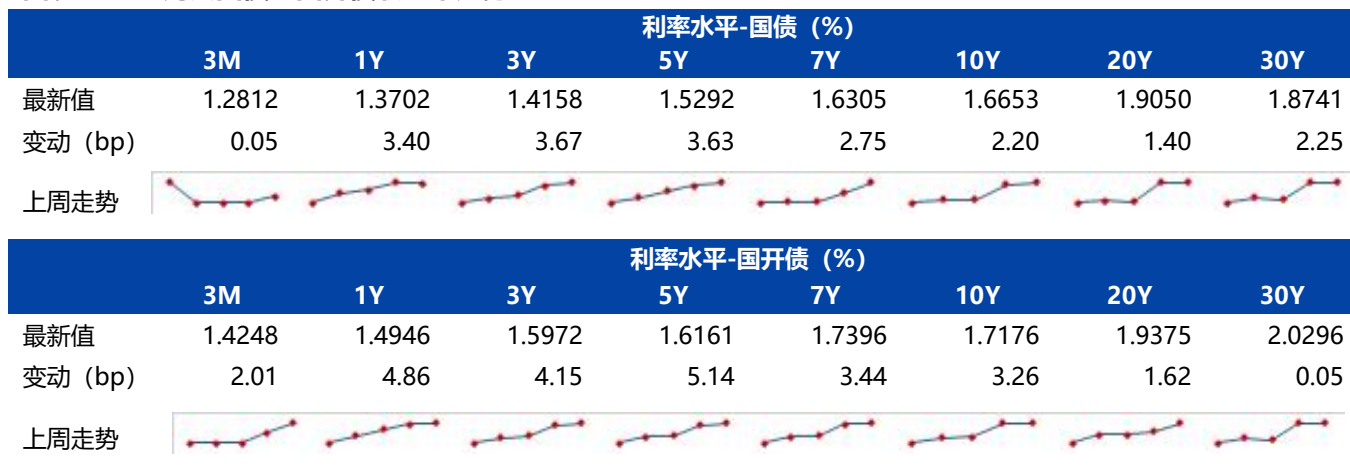


资料来源：Qeubee，爱建证券研究所

4. 国债、国开债收益率整体上行

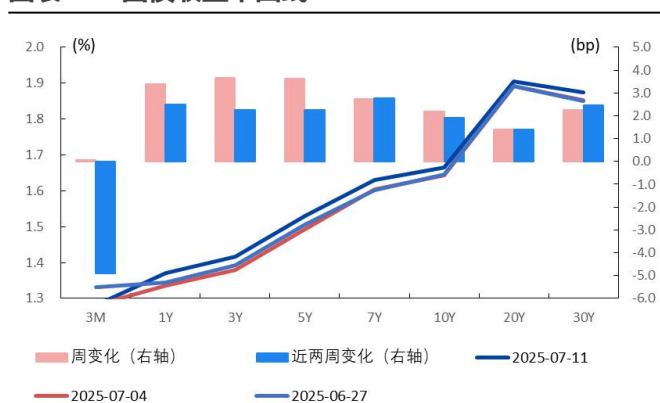
国债、国开债收益率整体上行。截至7月11日，1年期国债收益率收于1.3702%，较上周五上行3.40bp；10年期国债收益率收于1.6653%，较上周五上行2.20bp；30年期国债收益率收于1.8741%，较上周五上行2.25bp；1年期国开债收益率收于1.4946%，较上周五上行4.86bp；10年期国开债收益率收于1.7176%，较上周五上行3.26bp；30年期国开债收益率收于2.0296%，较上周五上行0.05bp。

图表 11：上周国债与国开债收益率走势



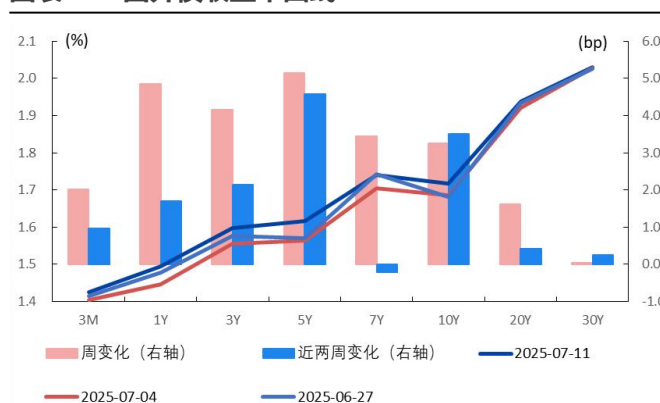
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 12：国债收益率曲线



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 13：国开债收益率曲线



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

国债与国开债关键期限利差普遍收窄。 国债期关键期差 10Y-1Y 收窄 1.20bp 至 29.51bp，30Y-10Y 利差走扩 0.05bp 至 20.88bp。国开债关键期差 10Y-1Y 收窄 1.60bp 至 22.30bp，30Y-10Y 利差收窄 3.21bp 至 31.20bp。

图表 14：上周国债与国开债期限利差走势



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

5. 流动性跟踪

5.1 资金面：央行净回笼，资金利率中枢小幅上行

上周（7 月 7 日至 7 月 11 日），央行公开市场操作净回笼 2,265.00 亿元。

央行开展公开市场逆回购 4,257.00 亿元，到期 6,522.00 亿元，下周逆回购到期 4,257.00 亿元，到期量小于前一周。

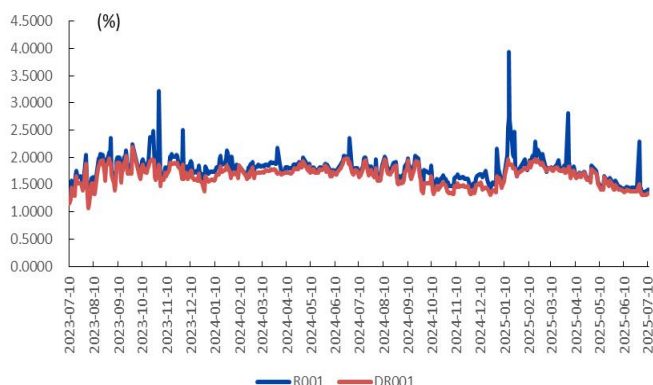
图表 15：上周央行公开市场净回笼 2,265.00 亿元

	逆回购				逆回购	MLF	MLF	国库现金	国库现金	降准	净投放
	7D	14D	28D	63D	到期	1Y	到期 1Y	定期：中标量	定期：到期量	置换	
2025-07-11	847.00	-	-	-	340.00	-	-	-	-	-	507.00
2025-07-10	900.00	-	-	-	572.00	-	-	-	-	-	328.00
2025-07-09	755.00	-	-	-	985.00	-	-	-	-	-	-230.00
2025-07-08	690.00	-	-	-	1,310.00	-	-	-	-	-	-620.00
2025-07-07	1,065.00	-	-	-	3,315.00	-	-	-	-	-	-2,250.00
合计	4,257.00	-	-	-	6,522.00	-	-	-	-	-	-2,265.00

资料来源：iFinD，爱建证券研究所

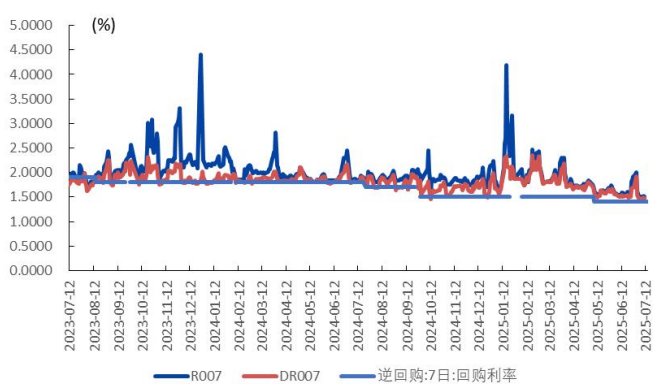
跨季过后，央行收紧边际流动性，资金利率中枢小幅上行。R001 较上周上行 4.32bp 至 1.4038%，DR001 较上周上行 2.87bp 至 1.3427%，R007 较上周上行 2.05bp 至 1.5086%，DR007 较上周上行 4.96bp 至 1.4718%，持续高于 OMO7D，资金面保持紧平衡；R007-DR007 利差周均值为 3.3340bp，较上周下降 3.4800bp，表明上周非银机构与银行之间的资金成本差异有所收窄，资金分层现象有所缓解。FR007S1Y 较上周上行 5.53bp 至 1.5187%，FR007S5Y 较上周上行 3.73bp 至 1.5412%，FR007S5Y-FR007S1Y 期限利差收于-2.25bp，较上周上行 1.80bp，仍处于倒挂状态，市场对未来短期利率的预期较为稳定，但中长期利率预期有所下降，且中长期利率下降幅度大于短期利率。

图表 16：银行间市场 1 天回购利率



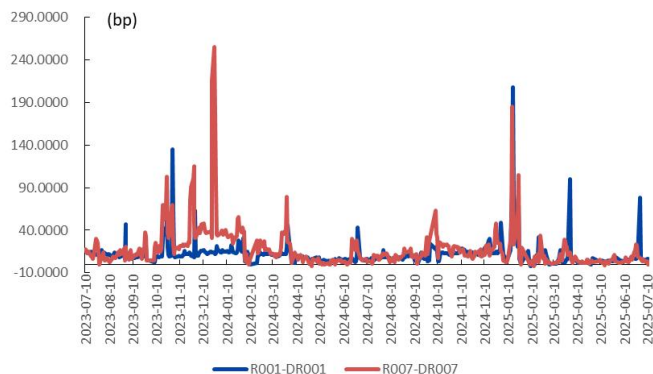
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 17：银行间市场 7 天回购利率



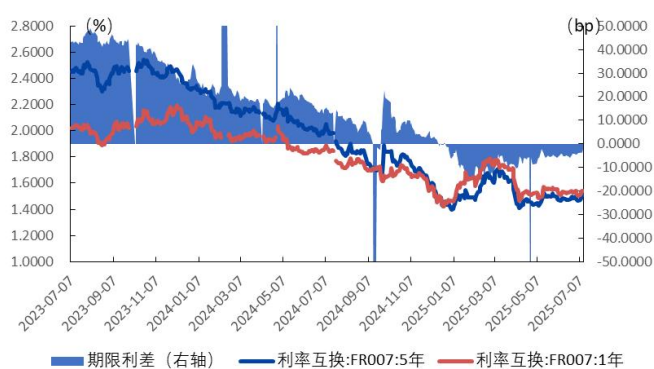
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 18：资金分层情况



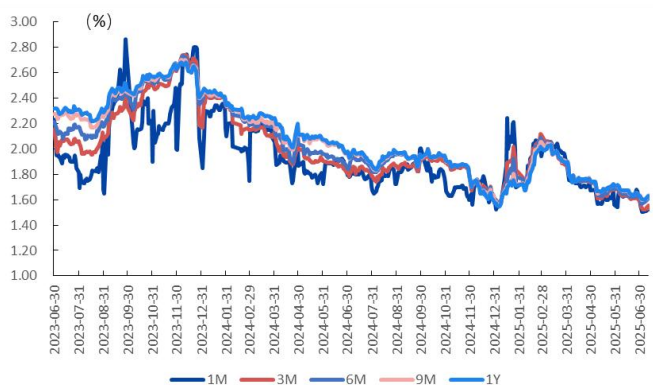
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 19：FR007S1Y、FR007S5Y 持续倒挂



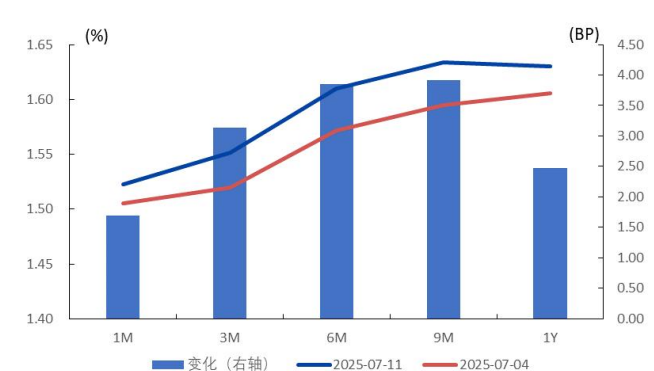
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 20：AAA 同业存单到期收益率



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

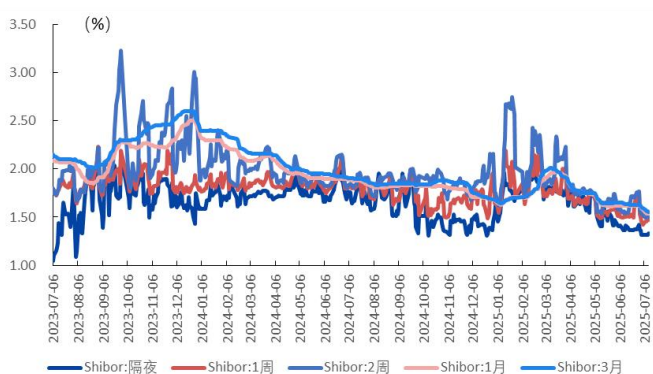
图表 21：AAA 同业存单到期收益率曲线



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

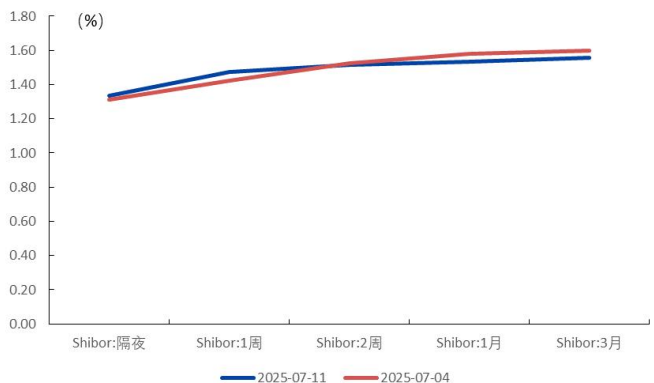
上周 SHIBOR 利率涨跌互现。截至 7 月 11 日，SHIBOR 隔夜、1 周、2 周、1 月、3 月分别较 7 月 4 日变动 2.00bp、5.20bp、-0.90bp、-4.60bp、-4.00bp 至 1.3330%、1.4750%、1.5140%、1.5350%、1.5570%。

图表 22：SHIBOR 利率

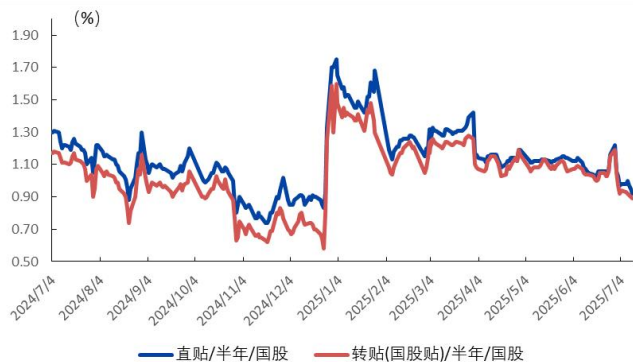


资料来源：iFinD，爱建证券研究所

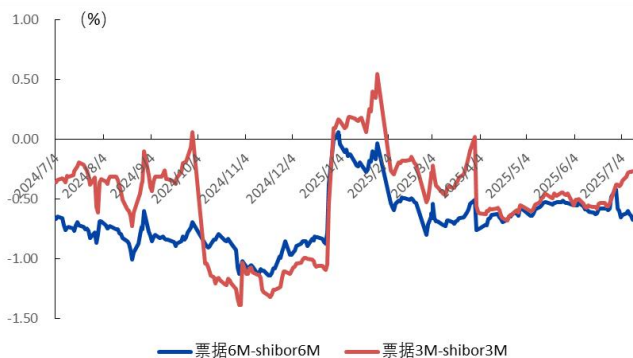
图表 23：SHIBOR 利率曲线



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 24：票据利率震荡下行


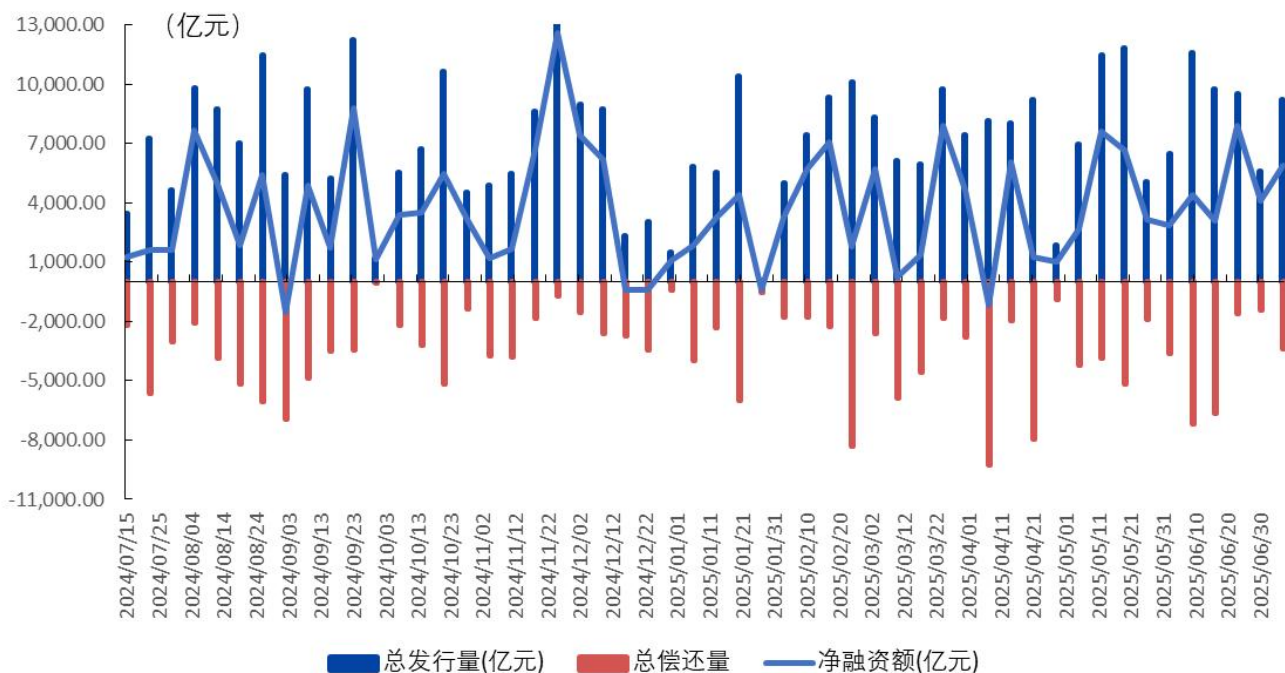
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 25：票据利率与 shibor 利率持续倒挂


资料来源：Wind，爱建证券研究所

5.2 债券供给：总发行量增加，净融资额增加

上周（7 月 7 日至 7 月 11 日）利率债总发行量较前一周增加，净融资额较前一周增加。上周利率债总发行规模为 9,261.50 亿元，较前一周增加 3,698.31 亿元，上周总偿还规模为 3,347.71 亿元，较前一周增加 1,912.58 亿元；上周净融资规模为 5,913.79 亿元，较前一周增加 1,785.73 亿元。

图表 26：上周利率债净融资规模较前一周增加


资料来源：iFinD，爱建证券研究所

上周政府债发行规模环比增加，净融资额环比增加。上周国债发行 2,932.10 亿元，环比增加 131.30 亿元；地方政府债发行 2,317.90 亿元，环比增加 1,596.51 亿元。上周国债到期 1,000.70 亿元，环比增加 199.20 亿元；地方政府债到期 1,215.61 亿元，环比增加 710.71 亿元。上周国债净融资 1,931.40 亿元，环比减少 67.90 亿元；地方政府债净融资 1,102.29 亿元，环比增加 885.80 亿元。

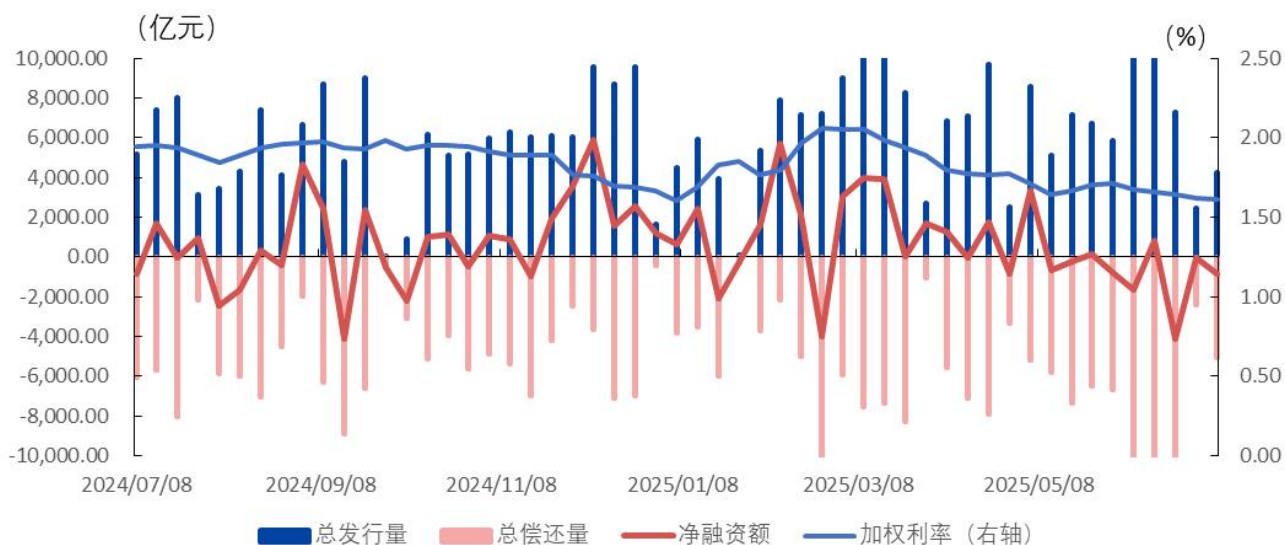
图表 27：本周政府债发行计划（亿元）

	日期	发行			到期			净融资额		
		国债	地方政府债	政府债合计	国债	地方政府债	政府债合计	国债	地方政府债	政府债合计
上周	2025/7/7	-	548.56	548.56	-	114.02	114.02	-	434.53	434.53
	2025/7/8	-	705.31	705.31	-	146.60	146.60	-	558.71	558.71
	2025/7/9	-	512.03	512.03	-	167.90	167.90	-	344.13	344.13
	2025/7/10	450.00	254.06	704.06	1,000.70	333.63	1,334.33	-550.70	-79.58	-630.28
	2025/7/11	2,482.10	297.94	2,780.04	-	33.70	33.70	2,482.10	264.24	2,746.34
	2025/7/12	-	-	-	-	25.25	25.25	-	-25.25	-25.25
	2025/7/13	-	-	-	-	394.50	394.50	-	-394.50	-394.50
	总计	2,932.10	2,317.90	5,250.00	1,000.70	1,215.61	2,216.31	1,931.40	1,102.29	3,033.69
本周	2025/7/14	1,530.00	471.00	2,001.00	-	87.08	87.08	1,530.00	383.91	1,913.91
	2025/7/15	-	949.28	949.28	-	107.79	107.79	-	841.49	841.49
	2025/7/16	600.00	-	600.00	900.00	28.49	928.49	-300.00	-28.49	-328.49
	2025/7/17	-	384.12	384.12	951.60	139.00	1,090.60	-951.60	245.12	-706.48
	2025/7/18	-	707.43	707.43	-	95.91	95.91	-	611.52	611.52
	2025/7/19	-	-	-	-	228.28	228.28	-	-228.28	-228.28
	2025/7/20	-	-	-	-	320.29	320.29	-	-320.29	-320.29
	总计	2,130.00	2,511.83	4,641.83	1,851.60	1,006.85	2,858.45	278.40	1,504.99	1,783.39

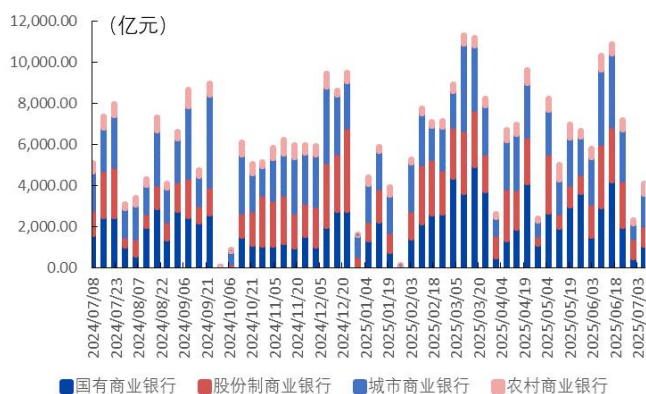
资料来源：Wind，爱建证券研究所

上周同业存单发行规模增加，净融资额环比减少，发行利率下行。上周同业存单总发行量为 4,264.30 亿元，较前一周增加 1,834.60 亿元；总偿还量为 5,105.20 亿元，较前一周增加 2,647.30 亿元；净融资额为-840.90 亿元，较前一周减少 812.70 亿元。分银行类型看，上周城市商业银行存单发行规模最高：国有大行发行 1,075.80 亿元，股份行发行 959.90 亿元，城商行发行 1,519.10 亿元，农商行发行 552.30 亿元。分期限类型看，上周 1Y 存单发行规模最高：1M 期限发行 416.70 亿元，3M 期限发行 508.80 亿元，6M 期限发行 504.70 亿元，9M 期限发行 369.40 亿元，1Y 期限发行 2,459.70 亿元。

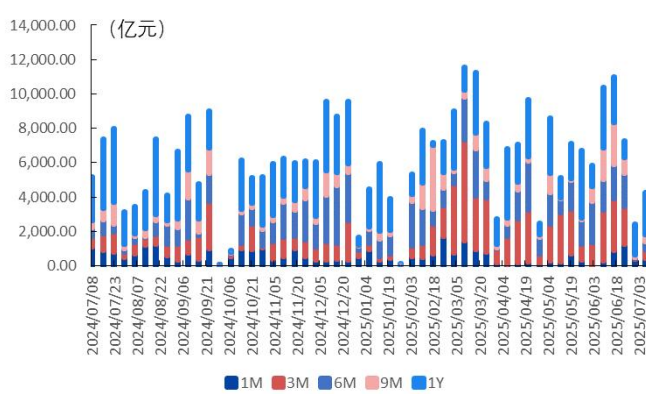
图表 28：上周同业存单总发行规模环比增加



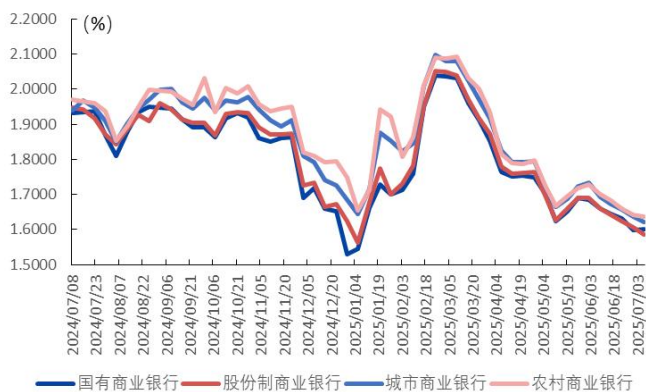
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 29：存单发行规模：分银行类型


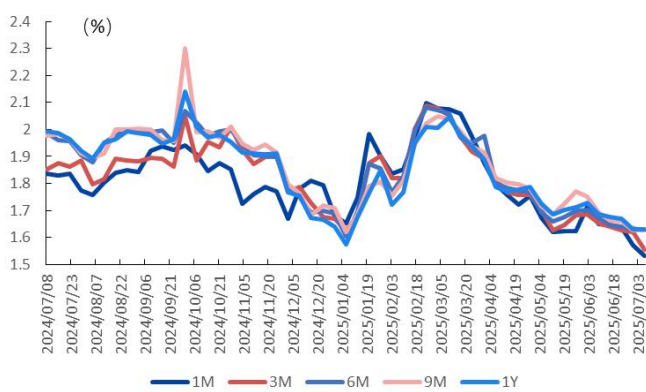
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 30：存单发行规模：分期限


资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 31：存单发行利率：分银行类型


资料来源：Wind，爱建证券研究所

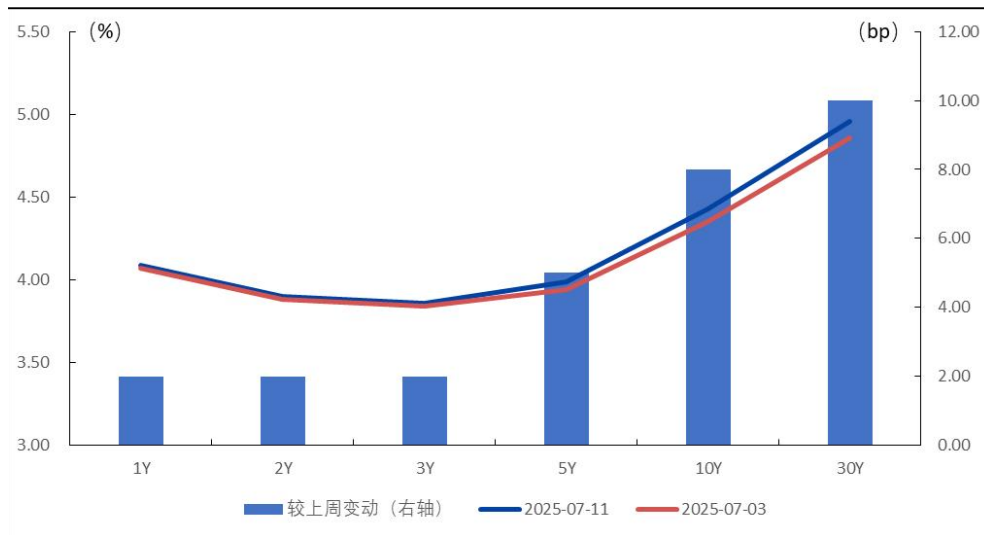
图表 32：存单发行利率：分期限


资料来源：Wind，爱建证券研究所

6. 全球大类资产：美债收益率上行，黄金价格上行

美债收益率普遍上行，长端收益率升幅显著。截至 2025 年 7 月 11 日，1 年期、2 年期、3 年期、5 年期、10 年期、30 年期美债收益率分别较 7 月 3 日上行 2bp、2bp、2bp、5bp、8bp、10bp，至 4.09%、3.90%、3.86%、3.99%、4.43%、4.96%。10Y-2Y 利差走阔 6bp 至 53bp。

图表 33：美国国债到期收益率曲线长端大幅上行



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

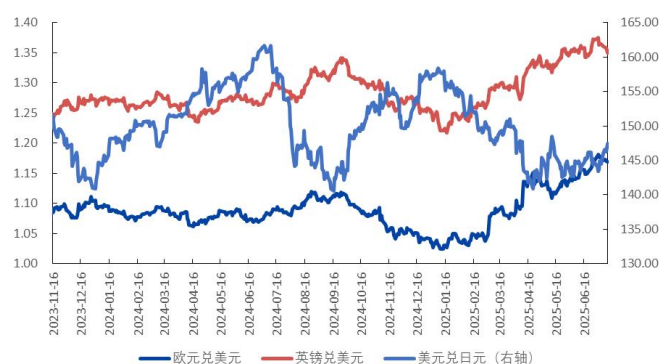
美元指数明显走强，美元兑人民币中间价小幅回落。截至 2025 年 7 月 11 日，美元指数较 7 月 4 日上涨 0.90% 至 97.8610；美元兑人民币中间价较 7 月 4 日微降 0.08%，收报 7.1475；英镑兑美元较 7 月 4 日下跌 0.74%，收报 1.1690；欧元兑美元较 7 月 4 日下跌 1.11%，收报 1.3492；美元兑日元较 7 月 4 日上涨 2.04%，收报 147.4150。

图表 34：美元指数小幅上升



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 35：英镑、欧元、日元兑美元汇率



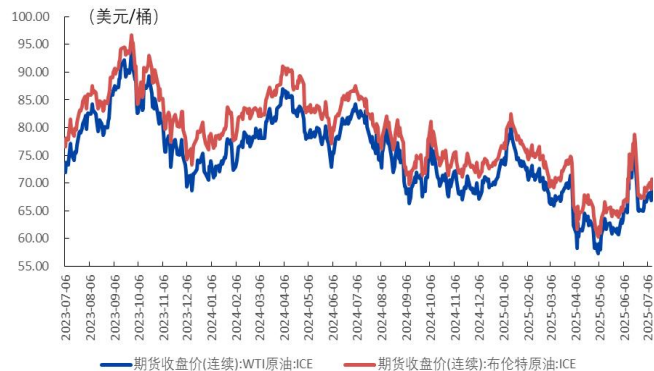
资料来源：Wind，爱建证券研究所

黄金、白银及原油价格全线上涨。截至 2025 年 7 月 11 日，COMEX 黄金期货价格较 7 月 4 日上涨 1.13%，收报 3,359.80 美元/盎司；COMEX 白银期货价格较 7 月 4 日上涨 6.94%，收报 38.93 美元/盎司；WTI 原油价格较 7 月 4 日上涨

3.05%，收报 68.67 美元/桶；布伦特原油价格较 7 月 4 日上涨 3.09%，收报 70.63 美元/桶。

图表 36：黄金价格上涨


资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 37：原油期货价格上涨


资料来源：iFinD，爱建证券研究所

7. 风险提示

1) 流动性超预期宽松；2) 权益市场大幅走弱，或导致风险偏好的快速回落，推动债市收益率下行。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888 传真：021-68728700 服务热线：956021

邮政编码：200124 邮箱：ajzq@ajzq.com 网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。