

内容摘要：

宏观经济方面，6月经济呈现需求弱、生产强的特征，其中生产主要受6月抢出口效应拉动，制造业生产加速。需求端地产、基建、制造业投资持续下行，消费增速回落，显示内需下行压力较大；但出口增速上行，6月抢出口对经济有一定支撑。向后看，三季度内需方面尚没有明显起色，外需随着抢出口收敛出口增速或下行，经济基本面对债市偏利多。但上半年GDP增长5.3%，使得全年实现5%的增长压力减小，同时国内反内卷政策陆续实施，也有助于工业品价格低位回升，后续关注中美贸易谈判情况及7月底政治局会议相关稳增长政策。

7月以来，资金利率中枢较上月下移，央行月中开展买断式逆回购，DR007多在政策利率之上10BP以内波动。大行融出多保持在4万亿以上，质押式回购成交量继续回升。债券发行方面，国债净融资压力虽然有所减小，但地方债大量前置发行，对资金面扰动增加。7月票据利率下行速率增加，企业信贷改善幅度或有限，居民购房需求也较疲弱，对资金需求影响有限。货币政策方面，央行二季度例会重点强调“稳物价”，金融数据新闻发布会上央行对中小行债券投资表态相对中性。整体来看，股市和汇市压力较小，对货币政策影响掣肘小。债市低位震荡，防空转约束有限。虽然政府债发行保持高位，货币政策有客观协同发力需求，对流动性扰动或可控，资金面预计均衡偏宽。

7月以来，受股市上涨及资金利率边际上行影响，债券收益率略有调整。向后看，从经济基本面来看，目前内需仍然较弱，外需短期受抢出口支撑，对生产有所拉动。通胀仍然处于低位，但近期反内卷以来工业品价格有所回升。基本面整体对债市有利，关注后续7月底政治局会议及中美谈判进程。货币政策方面，7月14日央行1.4万亿买断式逆回购显示了宽松的态度，短期内出口有所支撑，政策继续宽松的概率较低。总体而言，近期受股市持续上涨推动风险偏好回升影响，债券受到一定压制，但在基本面没有明显改善的情况下，利率难以大幅上行。对于配置盘可延续逢高介入的策略，交易盘可在区间震荡范围内波段操作。

目录

一、宏观经济：内需下行压力增大，抢出口带动生产加速	3
（一）需求：投资、消费增速下行，内需压力较大	4
1、二季度 GDP 增速下行，主要受第二产业拖累。	4
2、投资：地产、基建、制造业投资持续放缓	4
2、地产：销售增速继续放缓，地产投资下行	4
3、消费：补贴效应递减，餐饮消费下行	5
4、就业：保持稳定，后续预计上升	6
5、出口：抢出口带动出口回升，进口油价略有上行	7
6、高频数据：反内卷政策下工厂生产放缓	10
（二）生产：6 月工业生产加速	13
（三）原油上涨拉动 CPI 回升，工业品及出口产品价格承压	14
二、流动性及货币政策：央行侧重“稳物价”，资金面均衡偏宽	17
（一）流动性回顾：资金中枢下移，资金分层保持低位	17
（二）金融数据：社融和信贷增长超预期，M1 和 M2 增速回升	21
（三）下阶段流动性展望：央行侧重“稳物价”，资金面均衡偏宽	23
三、利率债策略：利率区间震荡，延续波段操作	24
（一）利率债走势回顾	24
1、收益率窄幅震荡	24
2、隐含税率小幅上行	26
（二）利率债影响因素分析	26
1、经济基本面：内需下行压力增大，外需抢出口效应递减	27
2、通胀：原油价格上涨带动 CPI 回升，工业品价格承压	27
3、广义流动性：M1 增速持续回升	27
4、狭义流动性：资金利率中枢继续下行，杠杆率上升	28
5、中美利差：倒挂幅度维持高位，人民币汇率升值	29
6、股债比价：股票市场持续上涨，对债市有所压制	30
7、债券供需：发行节奏较快	31

一、宏观经济：内需下行压力增大，抢出口带动生产加速

制造业 PMI 较上月继续提升，但依旧处于临界值下。关税谈判超预期及扩大内需政策影响下，内外需均小幅提升，但是新出口订单指数仍在临界值下，价格指数受原油价格等影响回升较多。从企业类型看，小型企业回落明显，持续处于临界值下，中大型企业景气度有所回升，大型企业连续两月保持在扩张区间，中型企业连续 6 个月处于临界值下。分行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 连续两月处于扩张区间，高耗能行业 PMI 提升稍多，但依旧处于临界点以下。向后看，关税预计对外需仍有影响，内需持续性有待观察，另外，伊以冲突暂缓后油价快速回落，价格指数预计也有所回落，关注内需提振和物价运行情况。非制造业商务活动指数提升，主要由建筑业商务活动指数拉动，服务业商业活动指数小幅回落。分行业来看，土木工程建筑业商务活动指数连续三个月位于较高景气区间，与居民出行消费相关的零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数则因为假期因素消退有不同程度回落。向后看，暑期出行需求预计有所增加，服务业 PMI 或有所提升，另外，随着专项债资金继续落地生效，建筑业相关投资活动或保持高景气度。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

指标名称	PMI	生产	新订单	出口	进口	在手订单	产成品库存	采购量	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2025-06	49.7	51.0	50.2	47.7	47.8	45.2	48.1	50.2	46.2	48.4	48.0	47.9	50.2	52.0
2025-05	49.5	50.7	49.8	47.5	47.1	44.8	46.5	47.6	44.7	46.9	47.4	48.1	50.0	52.5
变动	0.2	0.3	0.4	0.2	0.7	0.4	1.6	2.6	1.5	1.5	0.6	-0.2	0.2	-0.5

（一）需求：投资、消费增速下行，内需压力较大

1、二季度 GDP 增速下行，主要受第二产业拖累。

二季度 GDP 当季同比增速 5.2%，较一季度下降 0.2 个百分点。在二季度基数下降的前提下，二季度 GDP 增速继续下行，主要受第二产业拖累，4 月以来中美贸易摩擦下出口放缓影响。上半年 GDP 累计同比增长 5.3%，略好于预期，从全年来看实现 5% 增速的难度不大，短期内稳增长政策出台速度可能较慢。

2、投资：地产、基建、制造业投资持续放缓

1-6 月固定资产投资累计同比增速 2.8%，较前值降低 0.9 个百分点。降幅大于 2024 年同期的 0.1 个百分点。从累计同比增速看，固定资产投资三大分项中，房地产、制造业、基建增速均下降。地产投资继续探底，基建投资逐步放缓，显示财政支出节奏放慢；制造业投资增速下行，既受库存周期回落的影响，也显示关税影响下企业家国内投资意愿逐步降低。

制造业投资 6 月继续下降。从行业来看，下行幅度较大的有医药制造业、有色金属冶炼、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业、计算机通信和其他电子设备制造业，显示关税提升后对相关制造业投资也产生负面影响。

图表 2 固定资产投资累计同比增速（%）

指标名称	固定资产投资完成额	房地产	制造业	基建
2025-06	2.80	-11.20	7.50	8.90
2025-05	3.70	-10.70	8.50	10.42

2、地产：销售增速继续放缓，地产投资下行

1-6 月，房地产开发投资累计增速 -11.2%，较前值降低 0.5 个百分点，地产投资增速继续下降，且降幅有所扩大，大于 2024 年同期。从累计同比增速来看，1-6 月销售增速继续下降 0.6 个百分点至 -3.5%，显示地产销售继续放缓，带动资金来源增速也下降 0.9 个百分点至 -6.2%。新开工增速有所回升，较前值提高 2.8 个百分点至 -20%，但仍然处于低位，当前地产仍然处于探底阶段。

图表 3 房地产分项累计同比增速 (%)

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源
2025 年 6 月	-3.5	-11.2	-20.0	-14.8	-6.2
2025 年 5 月	-2.9	-10.7	-22.8	-17.3	-5.3
变动	-0.6	-0.5	2.8	2.5	-0.9

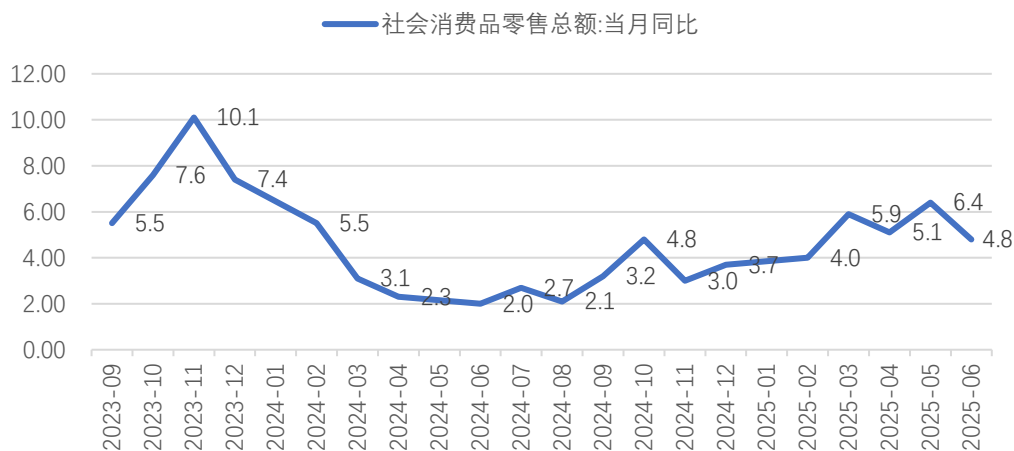
30 大中城市地产销售数据显示，6 月、7 月地产销售增速持续下降。7 月日均成交面积同比增速从 6 月的-8.39%下降至-25.01%。其中一、二线城市增速均下降，分别较前值下降 31、20 个百分点至-36.43%、-25.04%，三线城市增速上行 11.27 个百分点至-8.9%。

从土地成交情况来看，6 月土地成交增速下降，7 月以来延续下降趋势。7 月土地成交增速为-14%，较 6 月降低 6.77 个百分点。从土地成交溢价率来看，7 月土地成交平均溢价率为 6.18%，6 月平均溢价率为 4.2%，土地溢价率小幅回升，主要受一线城市拉动。

3、消费：补贴效应递减，餐饮消费下行

6 月消费增速再度回落，当月同比增速 4.8%，较前值降低 1.6 个百分点。6 月消费增速下降，主要受补贴效应减退、促销活动下消费前置以及餐饮消费下降影响。

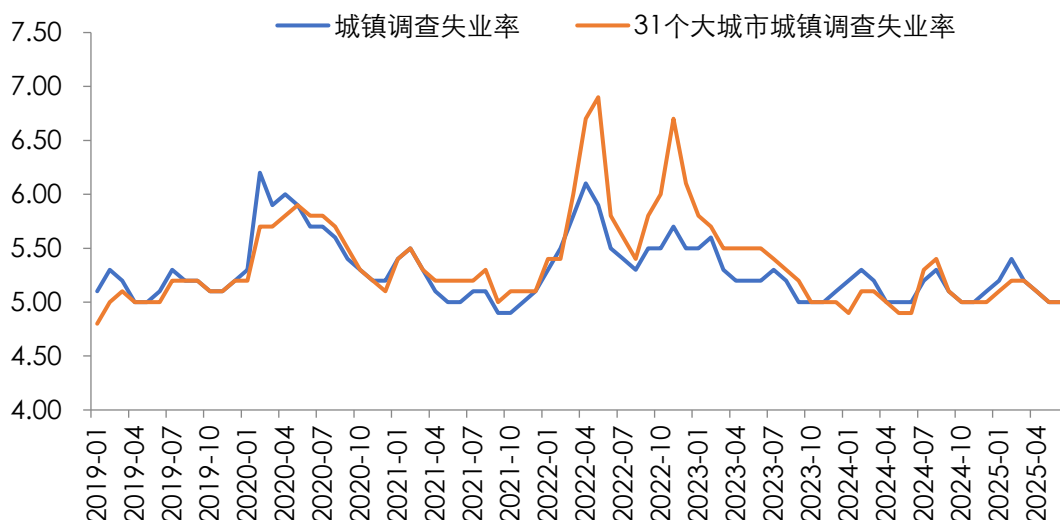
从细项看，6 月消费分项中，增速下行较为明显的主要为家电、装潢、金银珠宝、通讯器材以及餐饮。具体从当月同比增速来看：一是 2025 年消费补贴政策效应递减，家电、装潢、通讯器材增速下行，分别较前值下降 20.6、4.8、19.1 个百分点。二是化妆品、金银珠宝消费增速降低，分别较前值下降 6.7、15.7 个百分点，或受 618 促销效应下消费前置影响。三是餐饮消费增速下降 5 个百分点至 0.9%，主要受 5 月 18 日发布的《党政机关厉行节约反对浪费条例》冲击。向后看，暑期出行消费预计有所增加，但基数同步抬升，预计消费增速维持在 5%左右。

图表4 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)


4、就业：保持稳定，后续预计上升

6月，全国城镇调查失业率5.0%，与上月持平。31个大城市城镇调查失业率为5.0%，与上月持平。失业率较为稳定，就业压力可控。

从景气度指数来看，6月大、中、小型企业用人需求均下降。6月PMI从业人员指数47.9%，较前值降低0.2个百分点；BCI企业招工前瞻指数49.1%，较前值降低1.36个百分点。随着抢出口效应逐步减退，企业用人需求逐步降低，同时随着毕业季来临，预计，7~8月失业率季节性上行。

图表5 城镇调查失业率 (%)


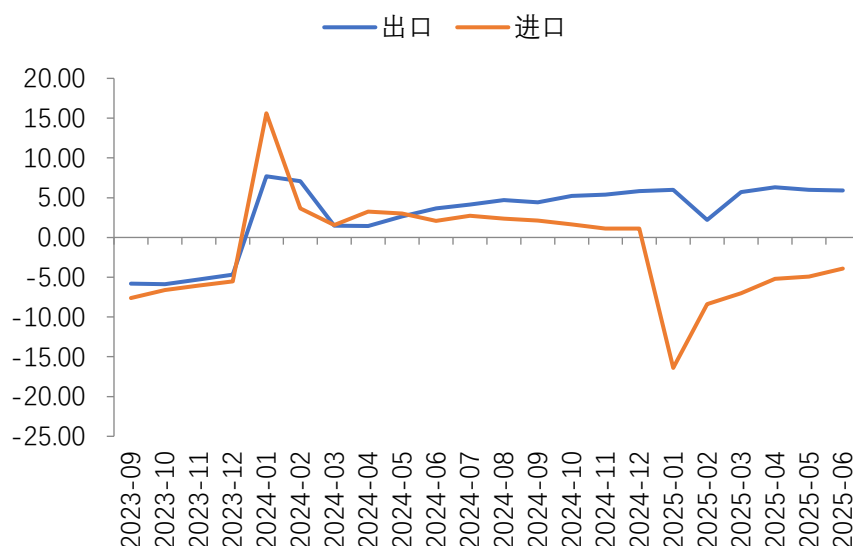
5、出口：抢出口带动出口回升，进口油价略有上行

（1）出口：抢出口效应下，多数产品出口增速回升。

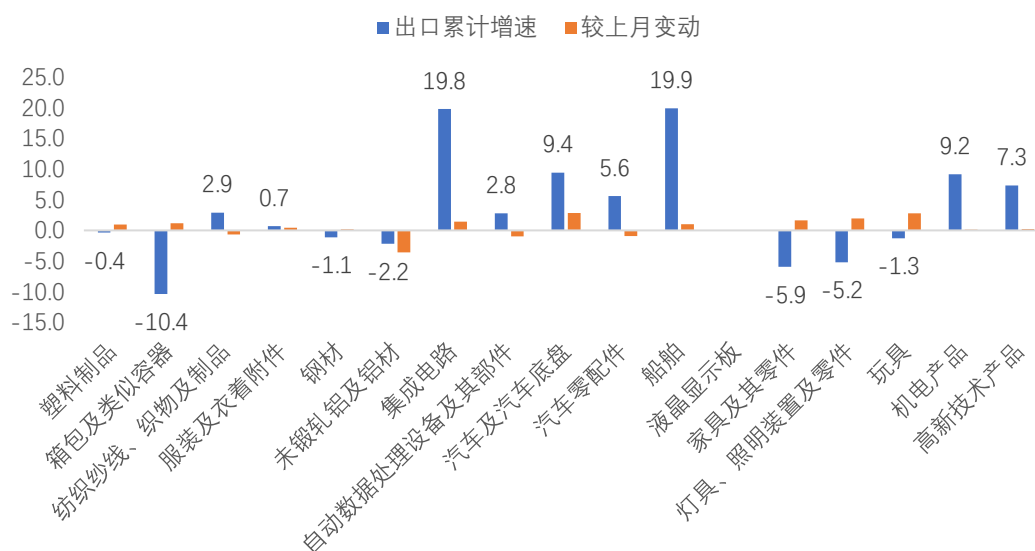
按美元计，1-6月出口累计同比增速为5.9%，较前值降低0.1个百分点；6月当月出口同比增速为5.8%，较上月提高1个百分点。6月出口同比增速略高于市场预期，在基数抬升的情况下继续上行，显示抢出口效应较强。

具体来看，一是日用品类出口增速继续回升，显示美国囤货需求下抢出口较为强劲。二是汽车、集成电路、船舶出口增速持续回升，相关行业仍然具备较强的竞争力。向后看，抢出口效应也在逐步减弱，但7月当月基数小幅回落，预计出口增速延续上行趋势。

图表 6 中国进出口累计增速（以美元计，%）



图表 7 中国出口累计增速（以美元计，%）

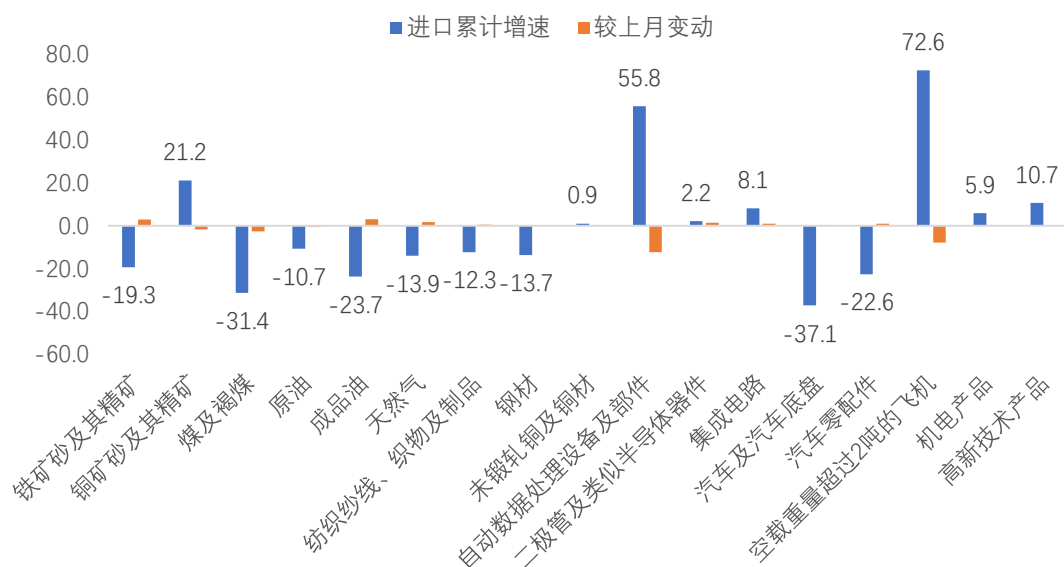


（2）进口：油价进口价格上涨，电子类进口继续上升

按美元计，6月进口累计同比增速-3.9%，较前值提高1个百分点。当月进口同比增速1.1%，较前值提高4.5个百分点。

从进口产品类别看，6月高科技类产品进口增速继续提升，煤炭类进口继续下降，成品油进口增速上行，或受6月国际油价上涨拉动。具体从进口累计增速来看：一是高科技类产品进口增速继续上行，半导体、集成电路、机电产品、高新技术产品进口累计同比增速分别提高1.5、1.0、0.3、0.1个百分点，其中高新技术产品进口增速达到10.7%，远超进口平均增速。二是煤炭进口继续下行，成品油进口增速上行，煤炭、原油进口累计同比增速分别下降2.6、0.6个百分点，或受价格下跌拖累，进口原油数量同比增长7.4%，但进口价格环比继续下跌2.3%；成品油、天然气进口累计同比增速分别回升3、1.7个百分点，主要受6月地缘冲突下油价上涨影响，6月成品油进口数量同比上升13.87%，进口价格环比上涨0.28%。

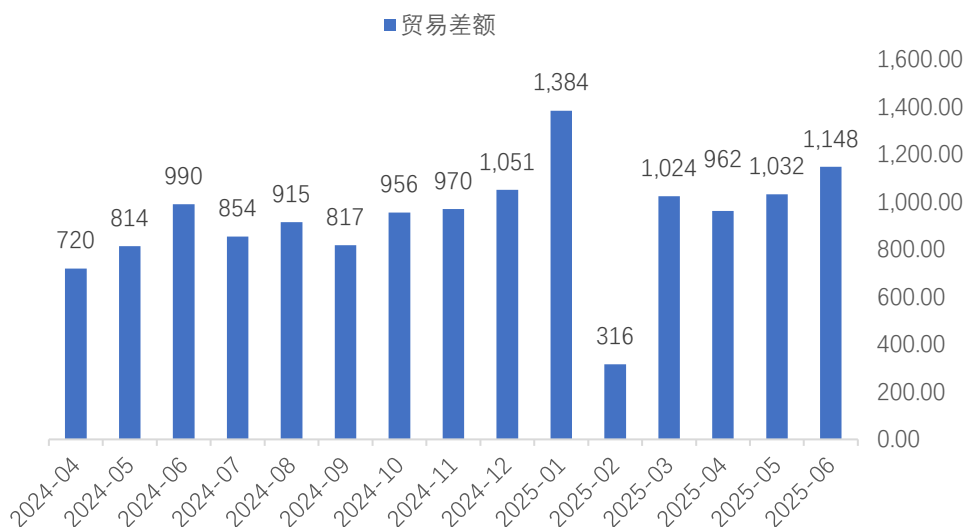
图表 8 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差继续扩大。

按美元计，6月我国贸易顺差为1148亿美元，较5月继续扩大，仍处于较高位置。向后看，短期内受抢转口的支撑预计贸易顺差仍然较高，但三季度后出口下行风险增大，贸易差额也可能收窄。

图表 9 贸易差额当月值（单位：亿美元）



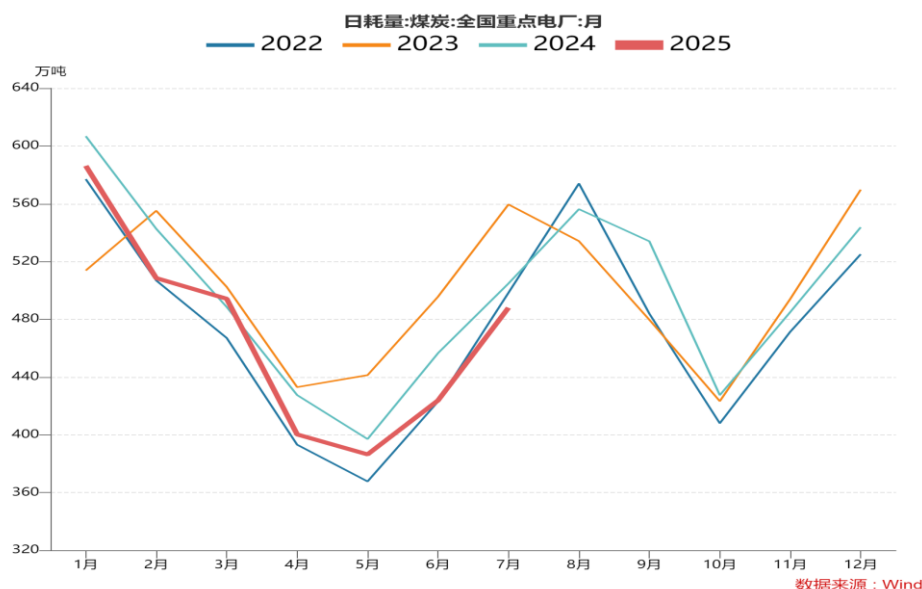
6、高频数据：反内卷政策下工厂生产放缓

从高频数据来看，7月份以来，受反内卷政策影响，钢铁、煤炭、半钢胎等工业生产有所放缓，工业品价格也从低位逐步回升。随着反内卷政策的实施和范围扩大，预计工业企业利润将有所改善。

（1）电厂日耗煤量环比回升

从电厂耗煤量来看，7月以来电厂日耗煤量环比上升，一方面天气转热用电需求增加，另一方面抢出口效应下用电量上升。全国重点电厂日耗煤量从424万吨/日上升至488万吨/日。

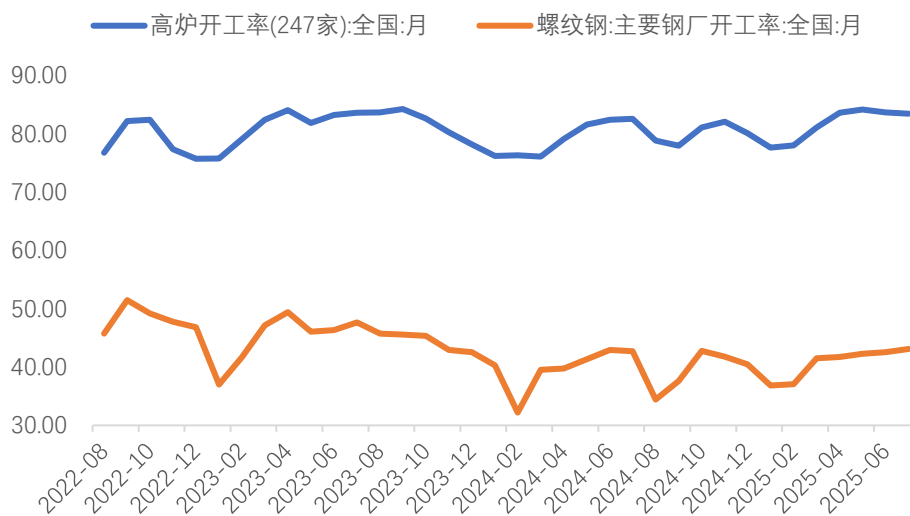
图表 10 重点电厂日耗煤量



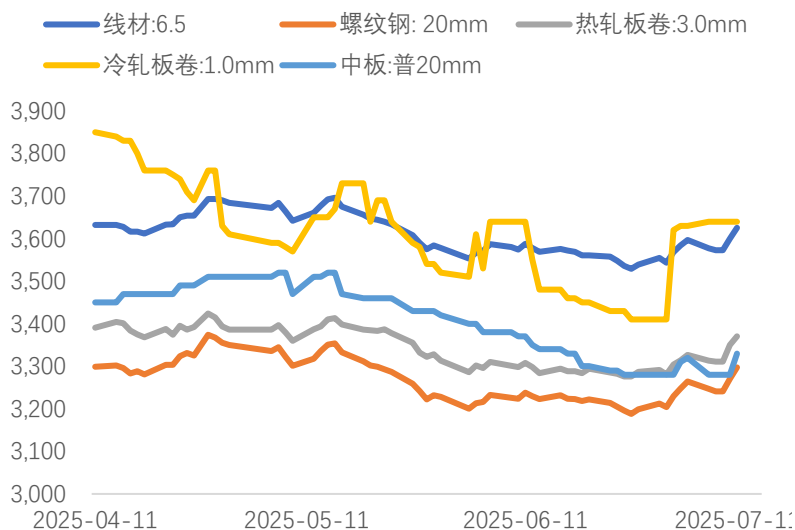
（2）钢铁开工率回升，价格有所上涨

从生产端来看，7月钢铁开工率有所回落。其中全国247家钢厂高炉开工率从6月的83.65%下降至83.44%，螺纹钢主要钢厂开工率从42.55%小幅回升至43.12%。受反内卷及限产传闻影响，各类钢材价格6月底以来上涨，同时钢铁库存小幅累积，目前钢铁供需两端仍然较弱。

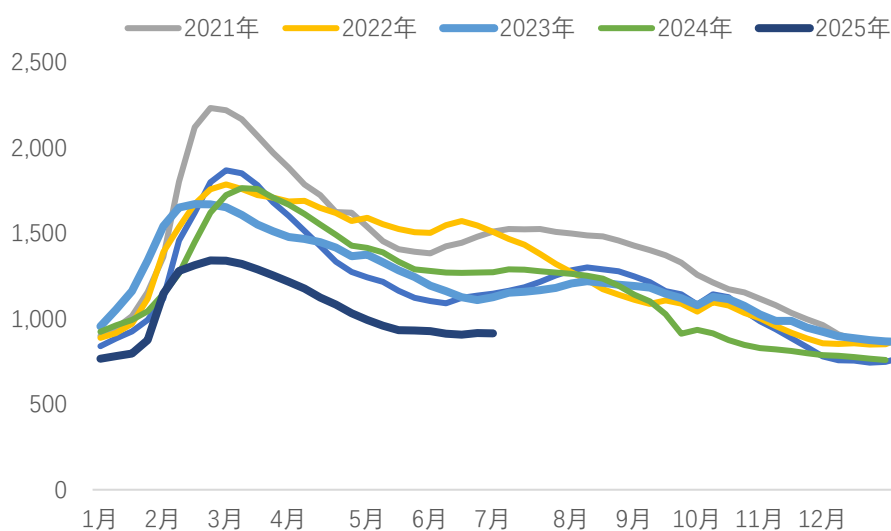
图表 11 钢铁高炉开工率



图表 12 各类钢材价格

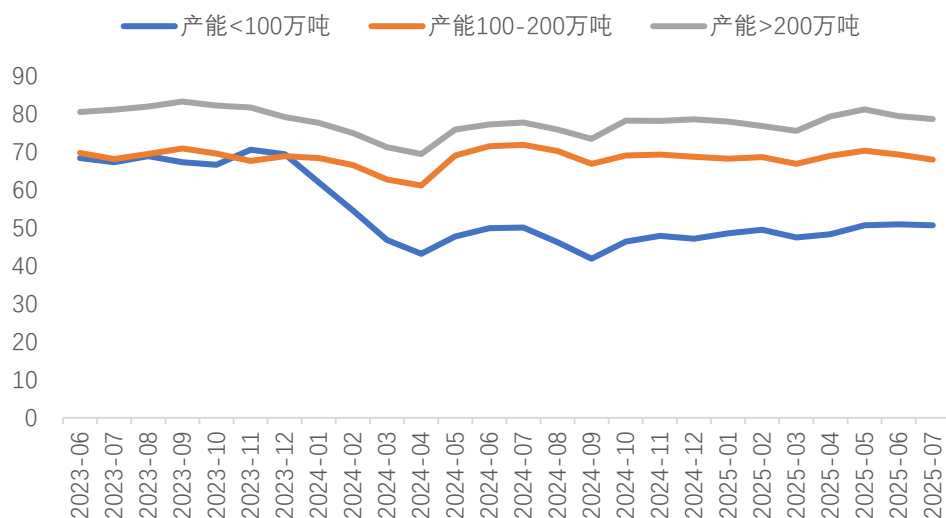


图表 13 钢材社会库存



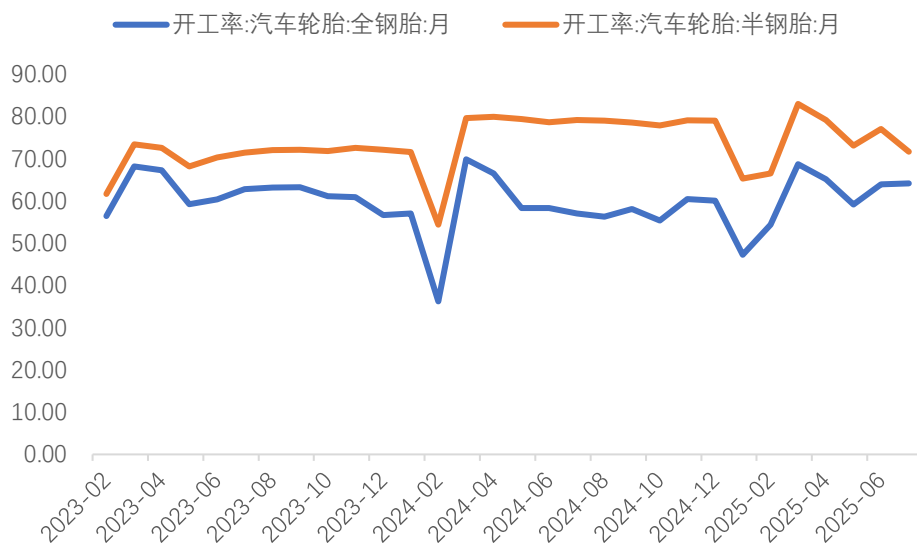
7月焦化企业开工率环比均下降，大、中、小型焦炭企业开工率分别为78.69%、68%、50.66%，分别较6月降低0.69、1.34、0.26个百分点。煤炭开工率7月整体有所下行，主要受反内卷政策影响。

图表 14 焦化企业开工率



从卡车轮胎开工率来看，7月以来开工率环比下降。7月上半月全钢胎和半钢胎开工率分别为64.16%、71.67%，分别较6月变动0.2、-5.38个百分点。

图表 15 汽车轮胎全钢胎开工率



(二) 生产：6月工业生产加速

1-6月，规模以上工业增加值累计同比增长6.4%，较前值提高0.1个百分点，6月当月工业增加值同比增长6.8%，较前值提高1个百分点。

图表 16 规模以上工业增加值累计同比增速 (%)

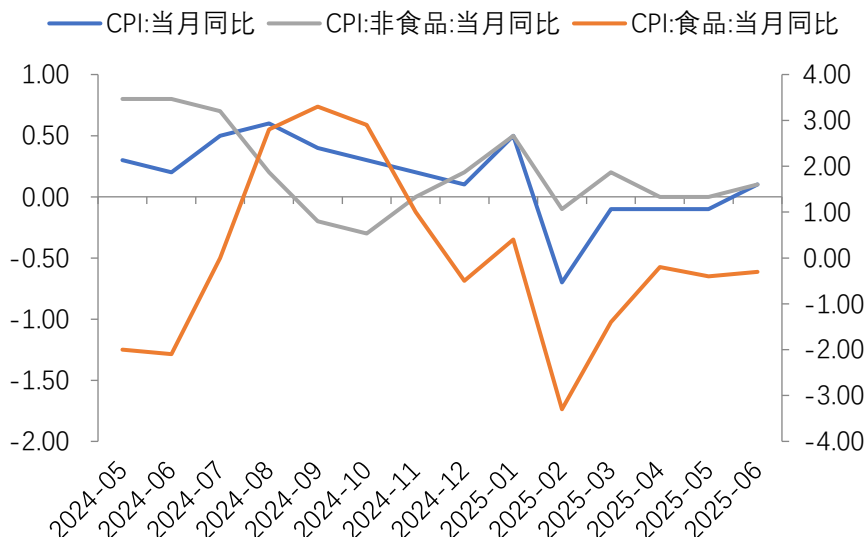
指标名称	工业增加值	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业	高技术产业
2025-06	6.40	6.00	7.00	1.90	9.50
2025-05	6.30	6.00	6.90	2.00	9.50
2025-04	6.40	6.00	7.10	2.00	9.80

从行业累计同比增速来看，1-6月采矿业、高技术产业增速与前值保持不变，电力、燃气及水的生产和供应业增速较前值下降0.1个百分点到1.9%，主要受绿电如风电、水电供给增加影响；制造业增速提高0.1个百分点至7%，显示在抢出口拉动下，工业生产加速。向后看，随着国内“反内卷”以及抢出口效应的递减，预计工业生产将有所放缓。

（三）原油上涨拉动 CPI 回升，工业品及出口产品价格承压

6 月 CPI 增速由负转正，主要受工业消费品如原油价格上涨所拉动。

图表 17 CPI 变化趋势（%）



1、CPI 同比增速由负转正，主要受工业消费品价格拉动。

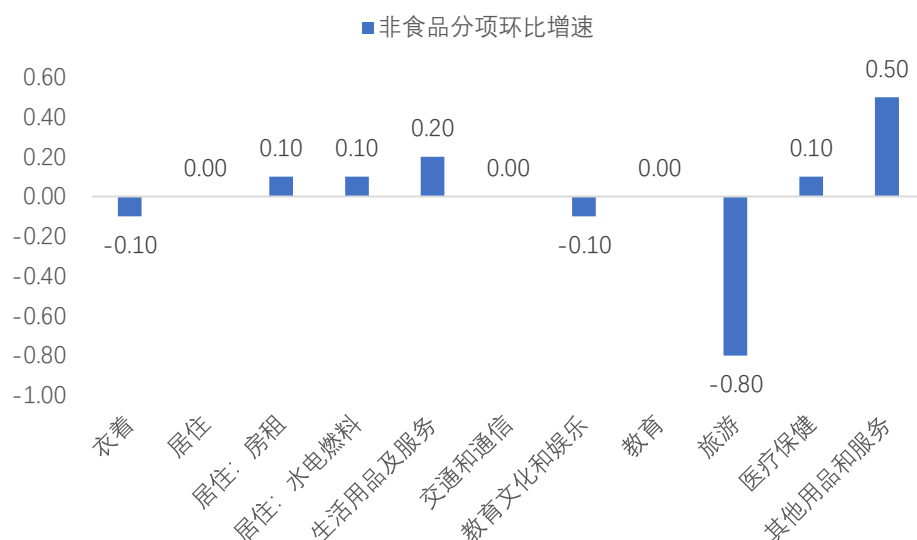
6 月 CPI 同比增速为 0.1%，较前值提高 0.2 个百分点，环比下跌 0.1%，跌幅小于近十年同期平均 0.18% 的水平。CPI 由降转涨主要受工业消费品价格有所回升影响。

食品价格降幅小于季节性。受高温、降雨较常年同期偏多影响，食品价格环比下降 0.4%，降幅小于季节性水平 0.5 个百分点。食品中，淡水鱼和鲜菜价格分别上涨 4.3% 和 0.7%，涨幅均高于季节性水平。猪肉、蛋类、鲜果价格降幅较大，分别环比下跌 1.2%、2.9%、3.3%。

6 月非食品价格环比持平，增速较上月提高 0.2 个百分点。同比增长 0.1%，增速较前值提高 0.1 个百分点。非食品价格同比增速上升，主要受 6 月地缘冲突加剧国际油价上涨影响。从分项环比增速看，非食品中涨幅较大的有其他用品和服务（0.5%）、生活用品及服务（0.2%）、房租（0.1%），跌幅较大的主要是旅游（-0.8%）、衣着（-0.1%）、教育文化和娱乐（-0.1%）。工业消费品价格由降转涨。受国际油价变动影响，汽油价格环比由上月下降 3.8% 转为上涨 0.4%，带动能源价格由上月下降 1.7% 转为上涨 0.1%。扣除能源的工业消费品价格环比上涨 0.1%，其中受金价处于高位替代需求增加影响，铂金饰品价格上涨 12.6%，为近 10 年

月环比最大涨幅。服务价格稳中有涨。其中，毕业季房屋租赁需求有所增加，房租价格上涨 0.1%。

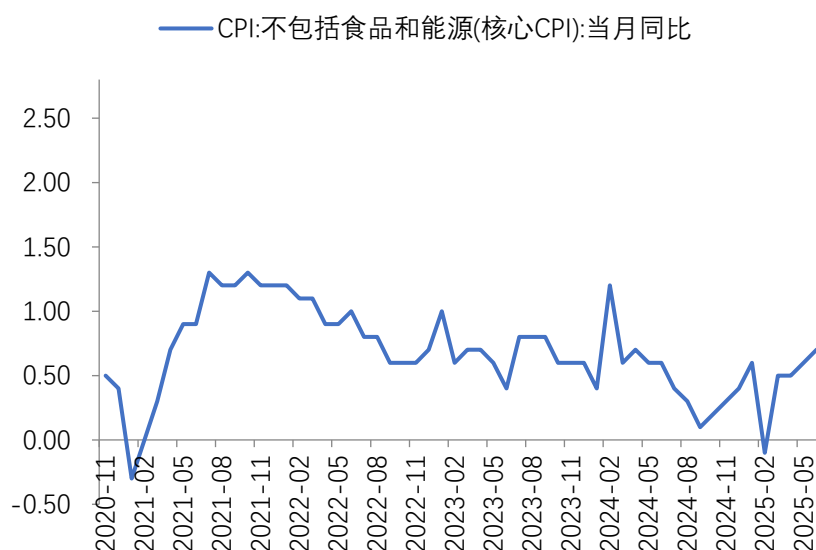
图表 18 CPI 非食品分项环比涨跌幅（%）



2、核心 CPI 同比增速继续回升。

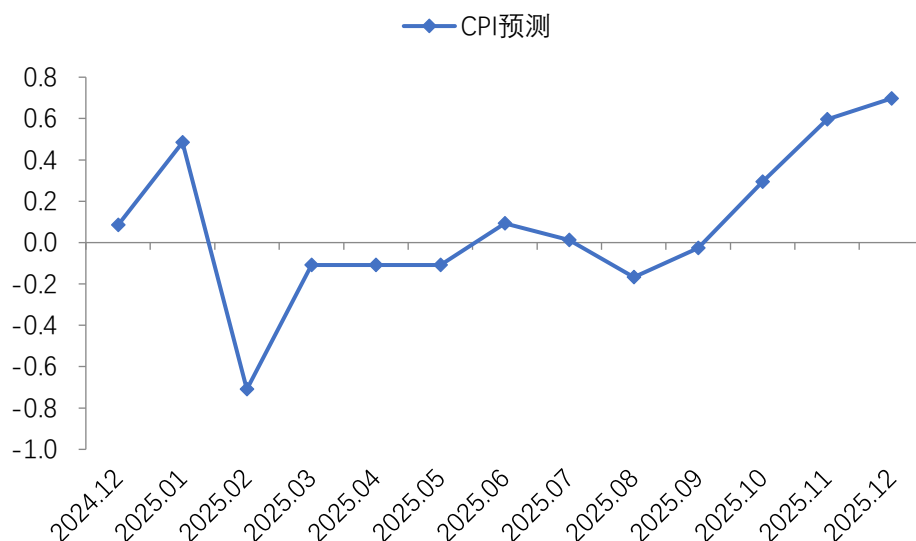
6月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为0.7%，较前值提高0.1个百分点；环比持平，增速与前值持平。6月剔除能源价格后，核心CPI同比增速上行，主要受铂金饰品、房租等上涨所拉动，部分促消费政策领域价格也有所上涨。向后看，随着基数下降，核心CPI预计稳定上行。

图表 19 核心通胀走势（%）



向后看，三季度CPI预计仍然处于0附近，四季度有望逐步回升。

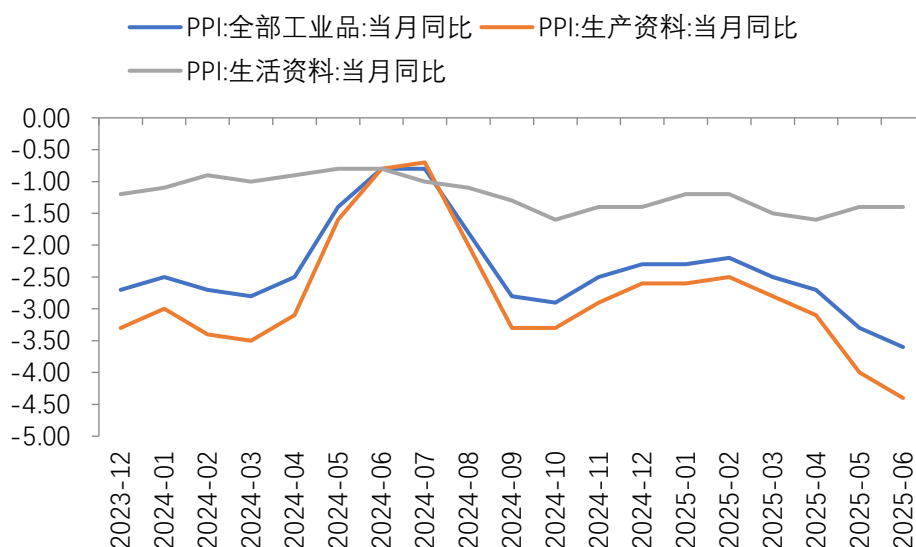
图表 20 CPI 走势预测 (%)



3、PPI 降幅继续扩大，钢铁水泥及出口产品价格承压。

6月，PPI环比下跌0.4%，增速与上月持平；同比增长-3.6%，较前值降低0.3个百分点。PPI环比、同比跌幅较大，主要原因是能源价格及部分原材料价格阶段性下行、部分出口行业价格承压影响。

图表 21 PPI 及分项走势

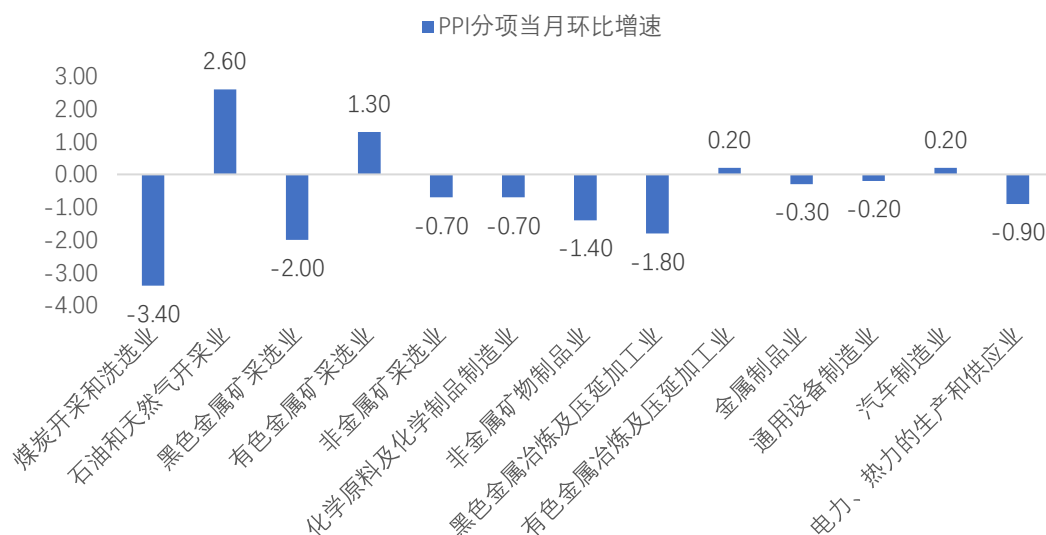


从行业环比增速来看，6月跌幅较大的主要是煤炭、钢铁、水泥、电力等，价格上涨的主要有石油、有色金属采选及冶炼。

具体来看，PPI下跌原因一是国内部分原材料制造业价格季节性下行。夏季高温雨水天气增多，影响部分房地产、基建项目施工进度，叠加钢材、水泥等供给相对充足，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降1.8%，非金属矿物制品业

价格下降1.4%，合计影响PPI环比下降约0.18个百分点。二是绿电增加带动能源价格下降。夏季到来，西北地区太阳能、风力发电及西南地区水力发电增多，使整体发电成本有所降低，电力热力生产和供应业价格下降0.9%；同时绿电对火电的替代作用增强，电煤需求减少，加之煤炭生产保持稳定，电厂、港口存煤充足，煤炭加工价格下降5.5%，煤炭开采和洗选业价格下降3.4%。上述3个行业合计影响PPI环比下降约0.15个百分点。三是一些出口占比较高的行业价格承压。全球贸易增长放缓，国际贸易环境的不确定性影响企业出口预期，我国一些出口占比较高的行业价格下行压力加大，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降0.4%，电气机械和器材制造业价格下降0.2%，纺织业价格下降0.2%。

图表 22 PPI 分项当月环比增速（%）



二、流动性及货币政策：央行侧重“稳物价”，资金面均衡偏宽

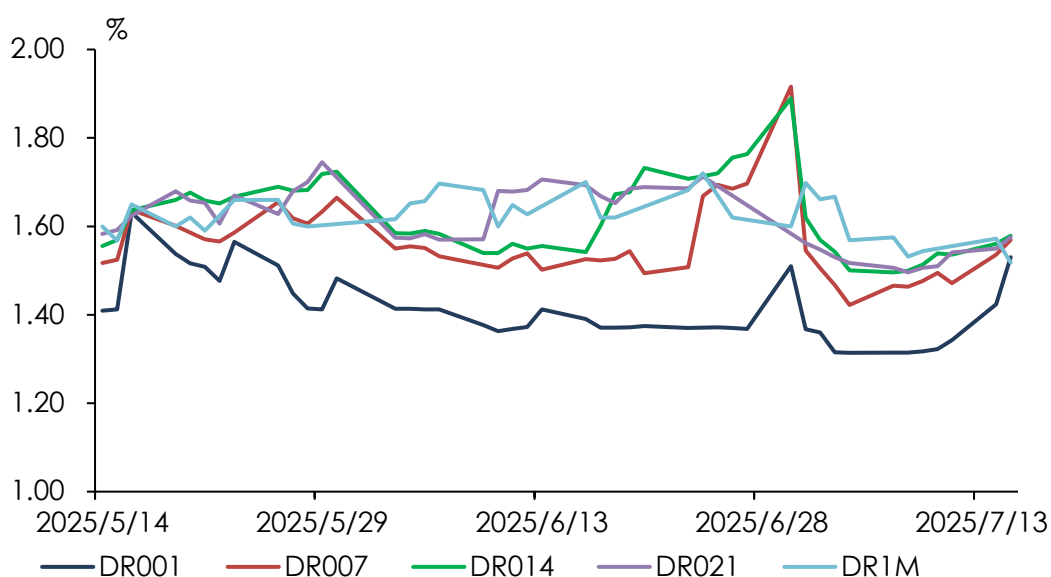
（一）流动性回顾：资金中枢下移，资金分层保持低位

7月上半月，央行公开市场操作月初净回笼，月中缴税高峰期有所放量，开展14000亿元买断式逆回购。资金利率中枢整体较上月下移，DR007保持在政策利率之上10bp以内区间运行。

具体来看，截至7月15日，央行累计开展11期7天逆回购操作，共投放金

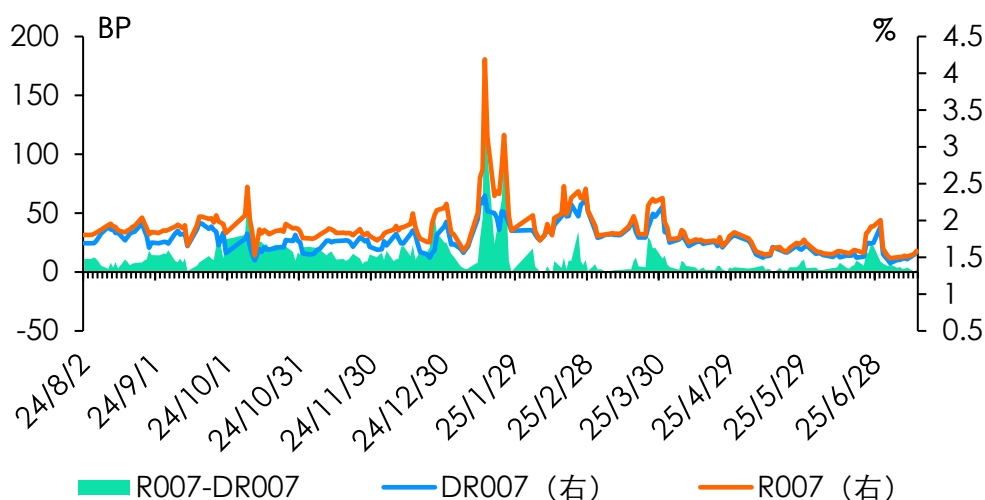
额 13151 亿元，月中开展 14000 亿元买断式逆回购操作。结合到期量来看，7 月上半月央行净回笼 196 亿元。短期资金方面，7 月上半月资金面边际走松，波动性有所下降，DR007 多数时间在政策利率之上 10bp 以内区间运行。具体来看，截至 7 月 15 日，DR001 均值为 1.36%，DR007 均值为 1.49%。本月资金价格较上月下行，分别下行 3bp 和 9bp。

图表 23 各期限短期资金利率均值整体下行



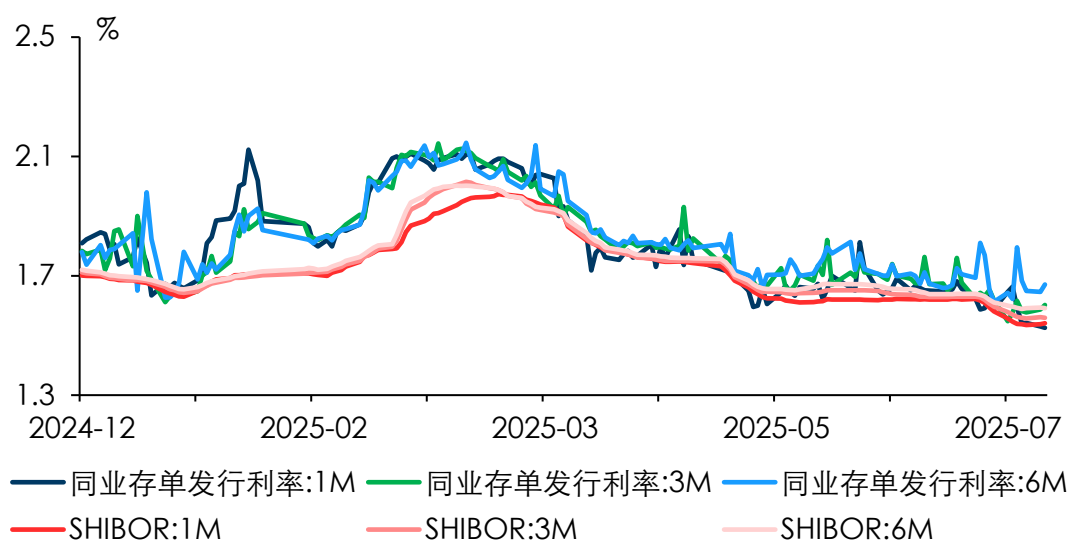
7 月资金中枢进一步下行，大行资金融出多数时间在 4 万亿以上，机构流动性分层保持低位。截至 7 月 15 日，R007-DR007 的均值为 4bp，较 6 月同期均值 3.5bp 变化不大。

图表 24 机构流动性分层改善



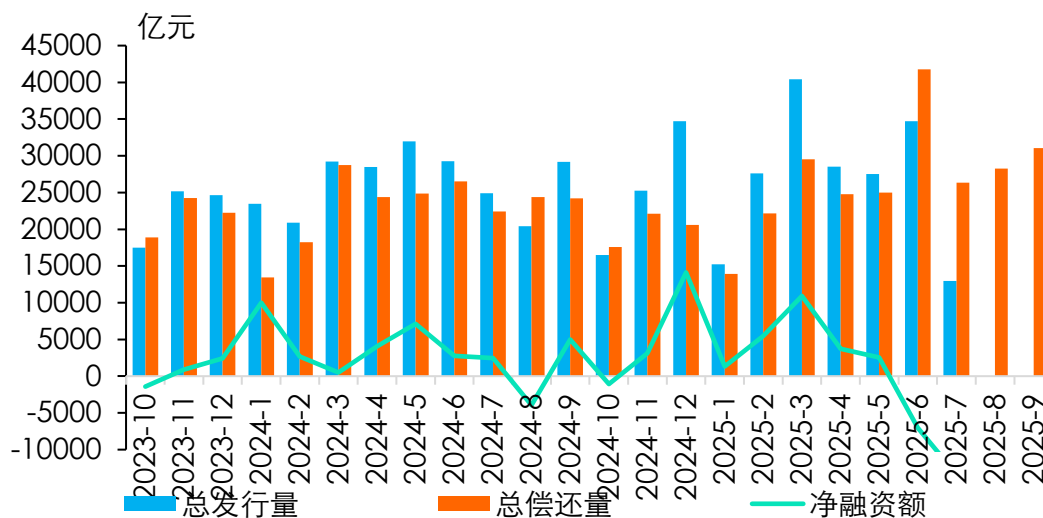
长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢整体较上月整体下行。具体来看，同业存单方面，至 7 月 15 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 1.59%，3M 为 1.6%，6M 为 1.69%，分别较 6 月均值下行 8bp、9bp 和 2bp；Shibor 方面，截至 7 月 15 日，各期限平均利率：1M 为 1.56%，3M 为 1.58%，6M 为 1.6%，分别较 6 月均值下行 6bp、6bp 和 5bp。

图表 25 长期资金价格整体下行



向后看，7、8 月同业存单偿还量分别在 2.6、2.8 万亿元左右，偿还压力适中，较 6 月的 4.2 万亿偿还压力减轻。需求端，季初理财规模季节性增加，同业存单供需结构改善。

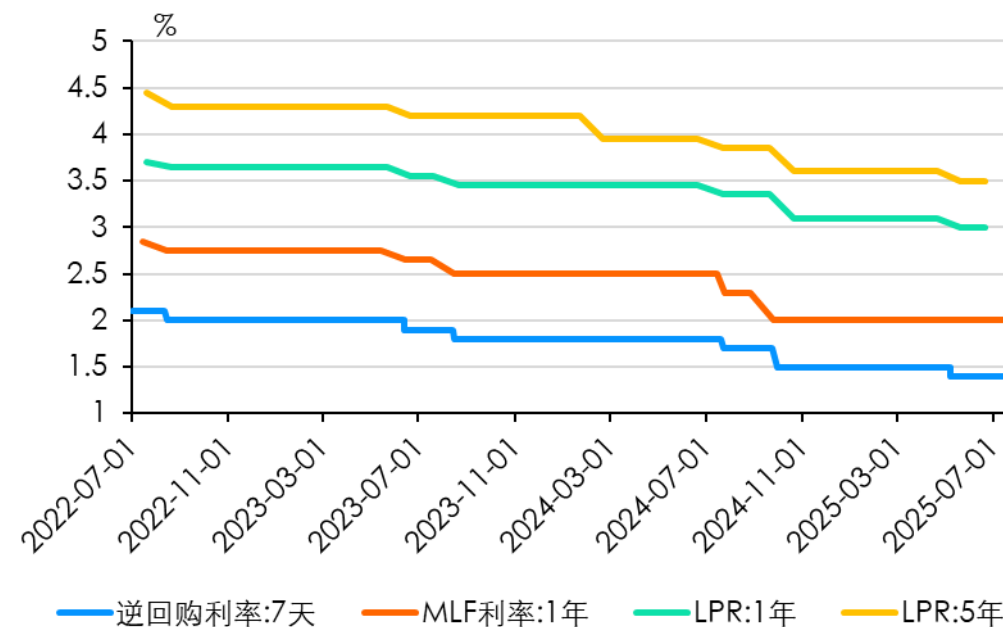
图表 26 同业存单发行与到期情况（亿元）



利率走廊方面，本月 7 天期逆回购操作利率为 1.4%，MLF 操作利率为

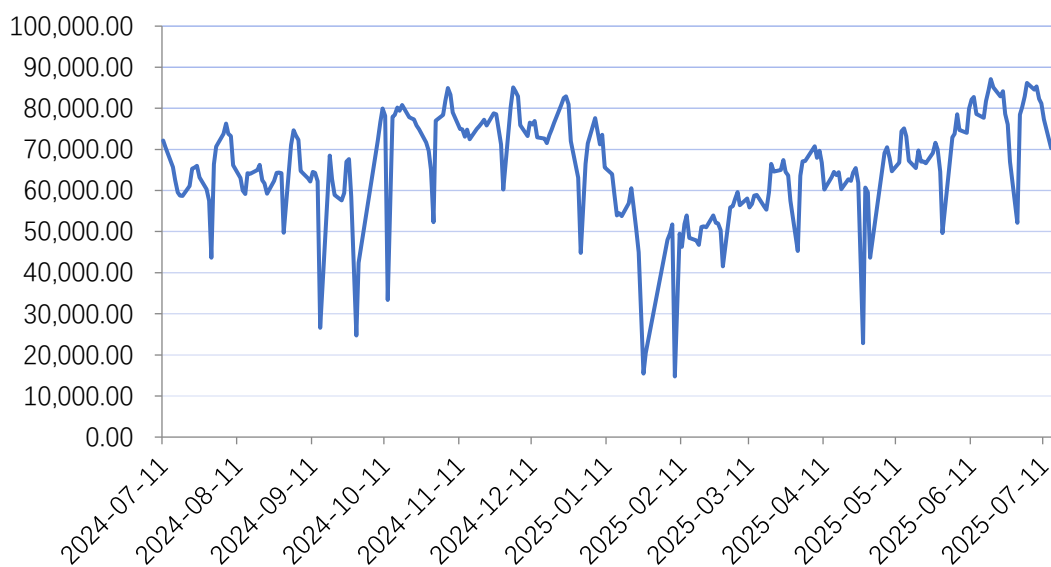
2%，1 年 LPR 为 3.1%，5 年 LPR 为 3.6%，本月无变动。

图表 27 利率走廊变化（%）



7 月上半月，银行间质押式回购日成交量均值为 8.1 万亿，较上月同期均值增加 0.3 万亿。整体来看，7 月大行融出多数时间保持在 4 万亿以上，资金利率中枢下移，机构加杠杆意愿有所增强，临近缴税期资金收敛带动质押式回购成交量回落。

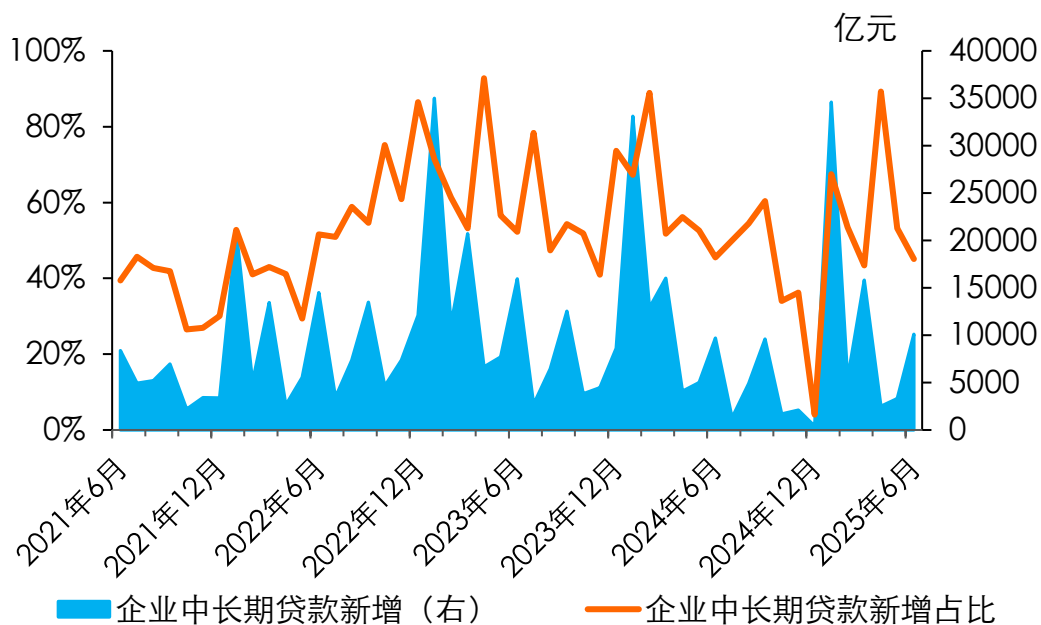
图表 28 银行间质押式回购日成交量（亿元）



（二）金融数据：社融和信贷增长超预期，M1 和 M2 增速回升

6 月信贷总量同比多增，企业短贷拉动较多，企业中长贷和居民端同比小幅多增。企业端，季末企业短贷季节性放量，6 月新出口订单指数小幅提升，关税扰动暂缓，出口企业景气度有所改善，叠加化债拖累减轻，中长贷小幅增加。向后看，7 月票据利率下行速率增加，跨季后企业短贷到期量加大，企业信贷或偏弱。居民信贷季节性扩张，另外，电商促销等活动带动居民消费增加，但绝对值较 23 年及 22 年同期偏低。居民中长贷今年上半年均值为 1950 亿，同比少增 17 亿。6 月三十大中城市住房销售面积同比减少，住房需求改善有限。向后看，7 月住房销售同比继续回落，回落幅度较大，二手房价格指数延续下行趋势，整体仍显疲弱。

图表 29 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



图表 30 半年国股转贴现利率

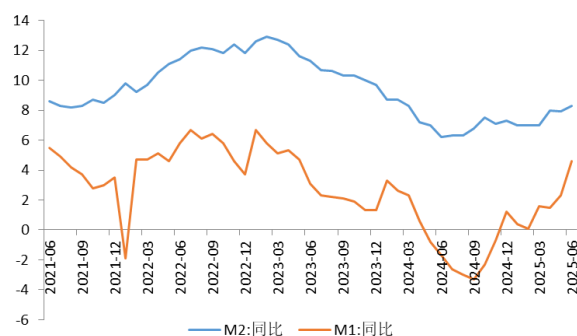

社融同比多增，主要由政府债券和人民币贷款同比多增拉动。向后看，三季度政府债供给持续，继续支撑社融，其中 7 月净融资压力相对偏小，对社融拉动或有所放缓。

图表 31 社会融资规模各细项新增（亿元）

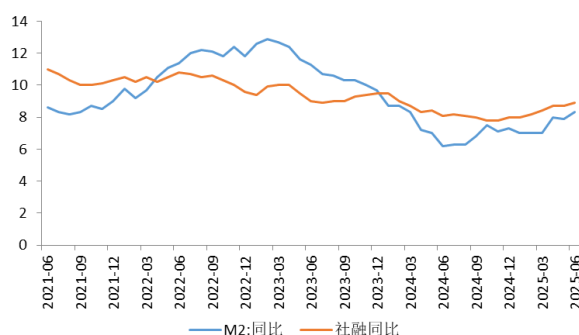
日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	票据融资	企业债券	股票	政府债券
2024年11月	23288	5216	-468	-183	91	910	2381	428	13089
2024年12月	28507	8402	-675	-20	151	-1332	-159	484	17566
2025年1月	70546	52194	-392	449	623	4654	4454	473	6933
2025年2月	22331	6528	-281	-228	-330	-2987	1702	76	16939
2025年3月	58961	38234	-295	-165	238	3632	-905	412	14866
2025年4月	11599	884	-130	-2	-77	-2794	2340	391	9729
2025年5月	22870	5923	134	-166	173	-1163	1496	152	14585
2025年6月	41993	23637	326	-401	816	-1899	2413	203	13548
2024年6月	32985	21927	-807	-3	748	-2045	2100	154	8476

6 月 M2 同比增长 8.3%，较上月增加 0.4%。M1 同比增速 4.6%，前值 2.3%。M1 增速环比增加较多，去年同期整顿存款手工补息基数较低，另外，化债资金对企业活期存款有支撑。M2 增速小幅增加，季末财政支出力度增加，理财回表，政府存款、非银存款向居民和企业端转移。M1 与 M2 剪刀差较上月缩小。社融增速较上月回升 0.2%，政府债融资有支撑，内需仍待提升。

图表 32 M2 及 M1 同比增速 (%)



图表 33 M2 及社融同比增速 (%)



(三) 下阶段流动性展望：央行侧重“稳物价”，资金面均衡偏宽

7 月以来，资金利率中枢整体较上月下移，DR007 多数时间在政策利率之上 10BP 以内波动，DR001 下行至政策利率附近，临近税期有所收敛。公开市场操作上，月初净回笼，税期投放逐步加大，月中开展买断式逆回购，整体小幅净回笼。大行融出多保持在 4 万亿以上，质押式回购成交量继续回升。债券发行方面，国债净融资压力虽然有所减小，但地方债大量前置发行，对资金面扰动增加。7 月票据利率下行速率增加，企业信贷改善幅度或有限，居民购房需求也较疲弱，对资金需求影响有限。

货币政策方面，央行二季度例会重点强调“稳物价”，金融数据新闻发布会上央行对中小行债券投资表态相对中性。整体来看，股市和汇市压力较小，对货币政策影响掣肘小。债市低位震荡，防空转约束有限。DR007 与政策利率差值继续缩窄，央行态度稳中偏宽。虽然政府债发行保持高位，货币政策有客观协同发力需求，对流动性扰动或可控，资金面预计均衡偏宽。

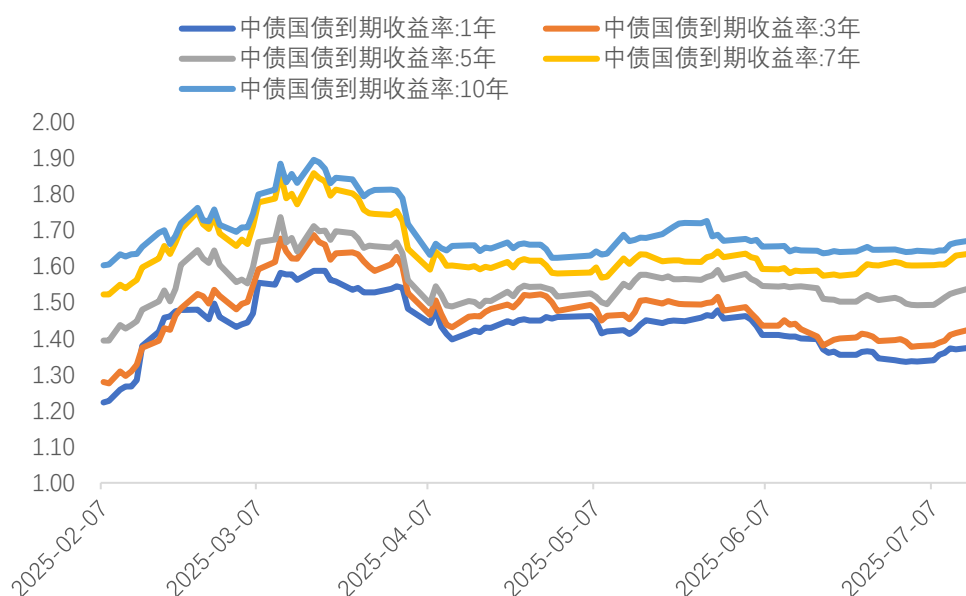
三、利率债策略：利率区间震荡，延续波段操作

（一）利率债走势回顾

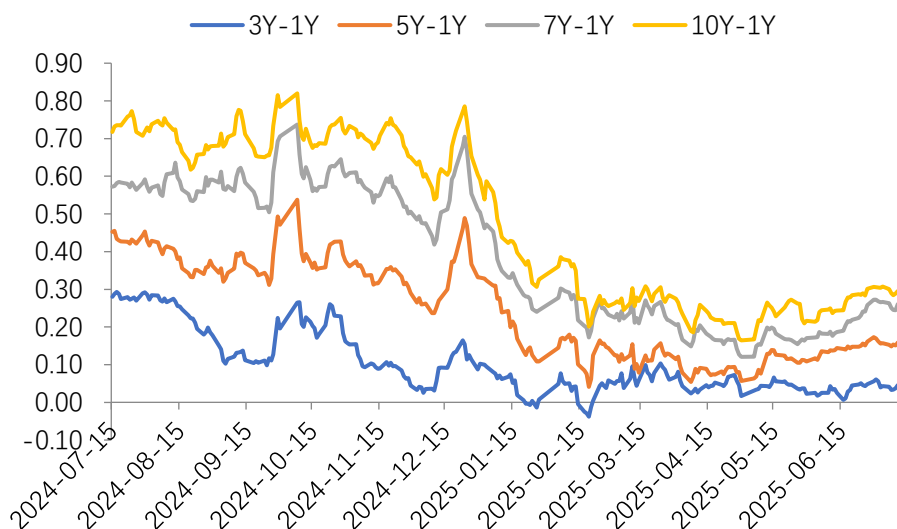
1、收益率窄幅震荡

7月以来，收益率整体呈现窄幅震荡状态，一方面股债跷跷板效应显著，股市上涨使得债市承压，另一方面经济基本面仍然较弱，利率难以大幅上行。10Y国债围绕1.65%窄幅震荡，10Y国开债围绕1.70%窄幅震荡。

图表 34 国债收益率走势（%）



从曲线形态来看，7月以来短端有所上行，长端较为稳定，收益率曲线整体平坦化，期限利差小幅缩窄。

图表 35 国债期限利差走势 (%)


目前利率债收益率所处的分位数均较低。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 2.3%、3.3%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 4.2%、2.8%、3.0%、3.3%、2.3%。国开债关键期限所处的分位数分别为 3.3%、2.7%、3.2%、1.9%、3.3%。

图表 36 国债关键期限分位数

2025/7/15	期限(国债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	30 年
当前水平	1.37	1.41	1.53	1.62	1.66	1.86
历史均值	2.38	2.68	2.84	3.01	3.03	3.52
当前-均值	-1.02	-1.27	-1.31	-1.39	-1.38	-1.66
分位数(十年期)	4.2%	2.8%	3.0%	3.3%	2.3%	1.7%

图表 37 国开债关键期限分位数

2025/7/15	期限(国开债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	20 年
当前水平	1.48	1.60	1.60	1.73	1.71	1.93
历史均值	2.69	3.05	3.23	3.43	3.41	3.79
当前-均值	-1.20	-1.45	-1.63	-1.69	-1.71	-1.87
分位数(十年期)	3.3%	2.7%	3.2%	1.9%	3.3%	0.8%

从期限利差来看，国债期限利差分位数处于 10%以下，10 年期较陡；国开债期限利差分位数处于 10%以下，3 年、10 年期较陡。

图表 38 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.05	0.16	0.25	0.29
历史均值	0.30	0.46	0.63	0.65
当前-均值	-0.25	-0.30	-0.38	-0.36
历史分位数（十年期）	4.30%	5.60%	6.20%	5.80%

图表 39 国开债期限利差

国开期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.12	0.12	0.25	0.22
历史均值	0.36	0.54	0.74	0.73
当前-均值	-0.25	-0.42	-0.49	-0.50
历史分位数（十年期）	11.40%	7.80%	6.60%	7.80%

2、隐含税率小幅上行

7月以来，由于政金债上行幅度略大于国债，隐含税率小幅上行。目前各关键期限的隐含税率分别为 8.1%、11.8%、4.8%、6.5%、3.1%，所处的历史分位数分别为 32%、38%、11%、13%、5%，1Y、3Y 隐含税率相对较高。

图表 40 国开债隐含税率分位数

2025/7/15	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	8.1%	11.8%	4.8%	6.5%	3.1%
历史均值	0.13	0.14	0.13	0.13	0.12
当前-均值	-0.05	-0.02	-0.08	-0.07	-0.09
分位数（十年期）	31.90%	38.00%	11%	13%	5%

（二）利率债影响因素分析

7月以来，债券收益率整体小幅上行。主要原因一是近期股市涨势较好，对债券市场形成压制；二是资金利率有所走高，对短端有所抬升。

1、经济基本面：内需下行压力增大，外需抢出口效应递减

6 月经济呈现需求弱、生产强的特征，其中生产主要受 6 月抢出口效应拉动，制造业生产加速。需求端地产、基建、制造业投资持续下行，消费增速回落，显示内需下行压力较大；但出口增速上行，6 月抢出口对经济有一定支撑。向后看，三季度内需方面尚没有明显起色，外需随着抢出口收敛出口增速或下行，经济基本面对债市偏利多。但上半年 GDP 增长 5.3%，使得全年实现 5% 的增长压力减小，同时国内反内卷政策陆续实施，也有助于工业品价格低位回升，后续关注中美贸易谈判情况及 7 月底政治局会议相关稳增长政策。

2、通胀：原油价格上涨带动 CPI 回升，工业品价格承压

6 月 CPI 同比增速为 0.1%，较前值提高 0.2 个百分点。CPI 同比增速由负转正，主要受工业消费品价格如石油在地缘冲突下价格上涨，同时黄金、铂金价格上涨也有所拉动。食品价格环比跌幅小于往年，主要受雨季运输不便影响。核心 CPI 延续回升趋势，向后看，三季度预计 CPI 整体处于较低位置，四季度随着基数下降有望逐步抬升。

PPI 方面，6 月 PPI 环比下跌 0.4%，增速与上月持平；同比增长-3.6%，较前值降低 0.3 个百分点。PPI 环比继续下跌，同比跌幅扩大，主要原因是能源价格及部分出口行业价格环比下降影响。

总体来看，短期内价格水平仍然处于较低位置，叠加出口商品价格承压，预计通胀对债市整体偏利好。

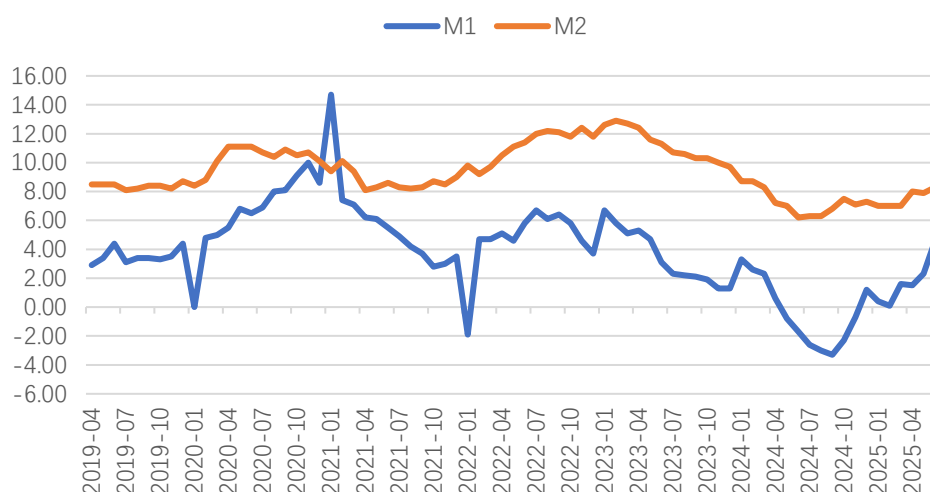
3、广义流动性：M1 增速持续回升

6 月社融新增 4.2 万亿，同比多增 9008 亿，增速从 8.7% 上升至 8.9%。从细项来看，贷款和地方债是支撑社融的主要分项，分别同比多增 1673 亿元、5032 亿元。从贷款新增结构来看，居民贷款新增 5967 亿，中长期贷款和短期贷款分别新增 3353 亿、2621 亿，居民贷款季节性增加。企业贷款新增 1.77 万亿，其中短期贷款新增 1.16 万亿，中长期贷款新增 1.01 万亿。总体而言，6 月作为二

季度最后一个月，贷款冲量较为明显，整体平稳增长。

从存款端来看，M1、M2 增速同步回升。M1、M2 剪刀差继续收窄，显示在当前逐步降低的存款利率下，资金逐步活期化，资金使用效率有所提升。

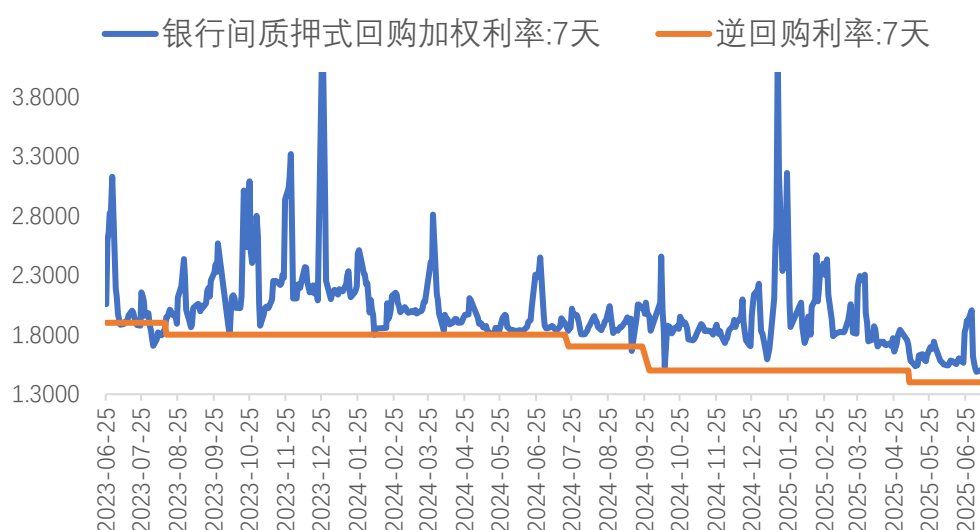
图表 41 M1、M2 增速 (%)



4、狭义流动性：资金利率中枢继续下行，杠杆率上升

7 月以来，资金面维持较为宽松的状态，资金利率中枢进一步下行。具体来看，银行间质押式回购利率（7D）从此前的 1.55% 下降至 1.5% 附近，较同期限政策利率（1.4%）高约 10BP，短端资金利率中枢下行。1Y 同业存单发行利率从 1.65% 下降至 1.60% 附近，资金利率曲线整体下移。

图表 42 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



图表 43 1Y AAA 同业存单利率 (%)



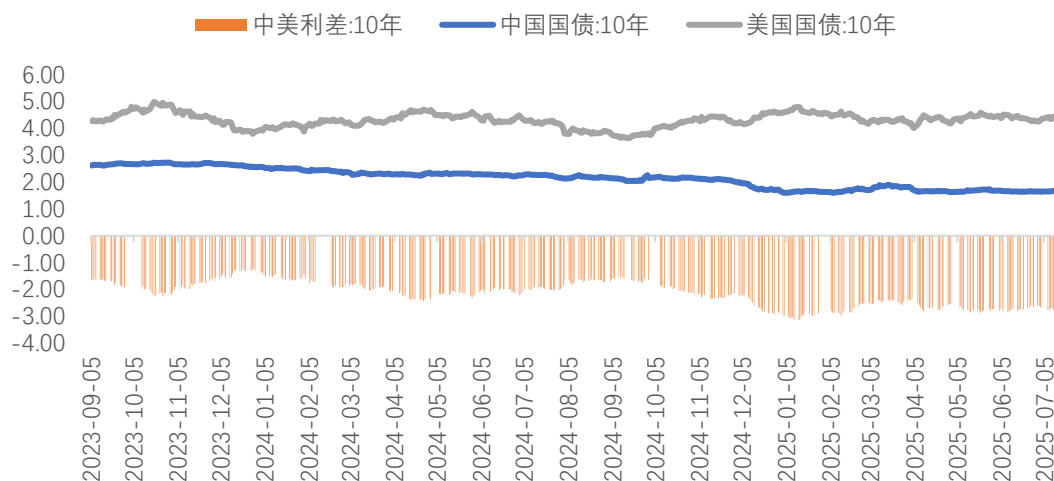
资金利率中枢降低，带动机构杠杆率抬升，7月回购成交量较6月有所放大。7月以来，银行间质押式回购日均成交量约为8.29万亿左右，高于6月均值7.77万亿，显示当前杠杆率水平继续上升。

5、中美利差：倒挂幅度维持高位，人民币汇率升值

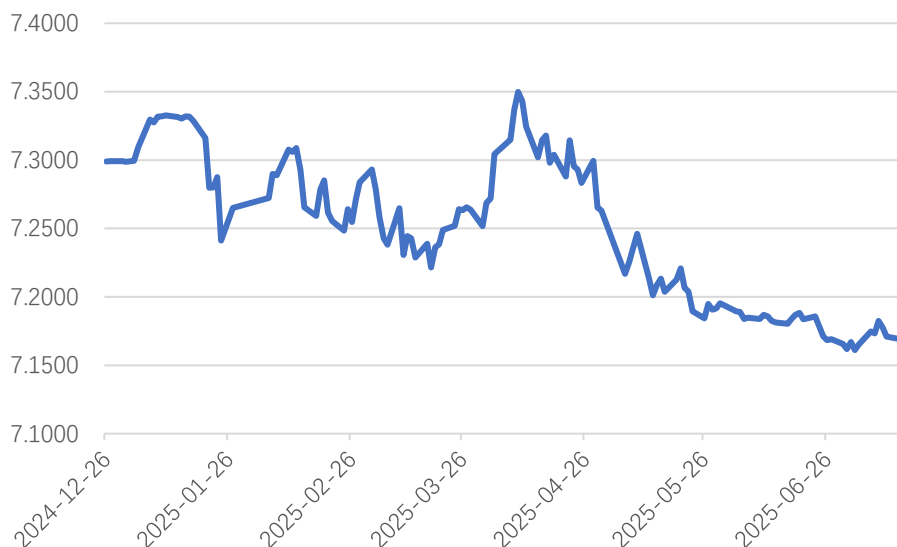
7月以来，由于美国国债收益率从4.24%逐步上行至4.42%，中国国债收益率保持稳定，中美利差倒挂幅度继续扩大至278BP左右。

随着中美利差倒挂幅度扩大，人民币兑美元汇率7月小幅贬值，但目前仍然维持在7.16~7.18附近。从汇率角度来看，当前外部环境对国内货币政策的约束较少，存在一定宽松窗口。

图表 44 中美利差走势（10Y, %）



图表 45 美元兑人民币即期汇率



6、股债比价：股票市场持续上涨，对债市有所压制

7 月以来，股票市场延续上涨趋势，但债券收益率并未随之大幅上行，仅部分时点受股市影响小幅上行。

从股债比价来看，随着股票市场的上涨，7 月以来股债比价下降，从 6 月的 3.18 下降至 3.02 附近，目前股债比价仍然处于较高位置，股票市场配置价值更优。

图表 46 股债市场走势



图表 47 股债比价走势


7、债券供需：发行节奏较快

从国债和地方债发行进度来看，截止 7 月 15 日，国债新增规模占全年新增规模的 61%，地方债发行进度占比为 85%，地方债发行节奏相对较快。国债和地方债合计新增在全年新增中占比达到 72%，快于序时进度。向后看，政府债券发行节奏预计仍然较快，但配置需求预计能够承接。

图表 48 国债、地方债发行进度

债券类型	全年新增额度 (赤字 5.66 万亿、 1.8 万亿特别国债)	累计净增规模	剩余新增规模	发行进度
国债	64500	39263	25237	61%
地方债	54100	46181	7919	85%
合计	118600	85444	33156	72%

(三) 利率债策略：股债跷跷板带动利率上行，配置逢高介入

7月以来，受股市上涨及资金利率边际上行影响，债券收益率略有调整。向后看，从经济基本面来看，目前内需仍然较弱，外需短期受抢出口支撑，对生产有所拉动。通胀仍然处于低位，但近期反内卷以来工业品价格有所回升。基本面整体对债市有利，关注后续7月底政治局会议及中美谈判进程。货币政策方面，7月14日央行1.4万亿买断式逆回购显示了宽松的态度，短期内出口有所支

撑，政策继续宽松的概率较低。总体而言，近期受股市持续上涨推动风险偏好回升影响，债券受到一定压制，但在基本面没有明显改善的情况下，利率难以大幅上行。对于配置盘可延续逢高介入的策略，交易盘可在区间震荡范围内波段操作。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。