国债周度报告 2025 年 08 月 04 日

股债跷跷板依然为主逻辑，国债震荡偏空

摘 要：

中国 7 月官方制造业 PMI 为 49.3，前值为 49.7，官方非制造业 PMI 为 50.1，前值为 50.5，虽然综合 PMI 依然保持在 50.2，但是 7 月经济景气度有所下滑，逆周期调节需要持续加码。近期，国家发展改革委、工业和信息化部、中国人民银行等多部门召开年中会议，部署下半年重点工作。与此同时，多个部门负责人也纷纷发声，“剧透”下半年将出台的务实举措。有效释放内需潜力、推动“两个创新”融合和推进重点行业产能治理成为三大关键词。反内卷与保持经济平稳复苏，是下半年工作主题。由于雅江水电站等基建项目开工，市场对下半年财政、基建进一步发力预期增加。短期 A 股回调，给了债市反弹动力，股债跷跷板依然是近期债市主要逻辑。

6 月规模以上工业企业利润同比下降 4.3%，同比降幅较 5 月有所收窄，以装备工业为代表的新动能行业利润增长较快，“两新”政策带动效果持续显现。中国二季度 GDP 同比 5.2%，环比 1.1%，均超预期。6 月份金融数据显示，广义货币 M2 余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%，狭义货币 M1 余额 113.95 万亿元，同比增长 4.6%。M2-M1 剪刀差为 3.7 个百分点，较 5 月的 5.6 个百分点缩小 1.9 个百分点。M2 与 M1 剪刀差缩窄，表明实体企业对经济前景预期较为乐观。中国 7 月官方制造业 PMI 为 49.3，前值为 49.7，官方非制造业 PMI 为 50.1，前值为 50.5，虽然综合 PMI 依然保持在 50.2，但 6 月景气度相较 7 月有所下滑。

Wind 数据显示，截至 8 月 1 日，今年共发行 61 只记账式附息国债，总发行规模为 68048.6 亿元，共发行 43 只记账式贴现国债，总发行规模为 18445.5 亿元。今年上半年，各地发行用于置换存量隐性债务的置换债近 1.8 万亿元，总体呈现早发、快发的特点。同时，多地在财政预算调整方案中安排专项债用于偿还拖欠企业账款。财政政策“非常积极”，稳增长扩内需资金充足。7 月政治局会议召开，定调了下半年的政策，积极的财政政策和适度宽松的货币政策，是下半年的主基调，后续促进消费、重大项目建设等逆周期调节或持续出台，但是超市场预期的增量政策或有限。

策略建议：震荡偏空，关注股债跷跷板

风险提示：股市波动，美国关税等外围政策扰动

宁证期货期货交易咨询中心

期货交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1775 号

作者姓名：曹宝琴

期货从业资格号：F3008987

期货交易咨询从业证号：Z0012851

邮箱：caobaoqin@nzfco.com

宁证期货投资咨询

目录

图表目录 3
第 1 章 行情回顾 4
1.1 国债期货行情回顾 4
第 2 章 重要消息概览 4
第 3 章 重要影响因素分析 5
3.1 经济基本面 5
3.2 政策面 6
3.3 资金面 6
3.4 供需面 7
3.5 情绪面 7
第 4 章 行情展望及投资策略 8
免责申明 10

宁证期货投资咨询中心

图表目录

图表 1： 十年期国债期货行情走势图 4
图表 2：二年期国债期货行情走势图 4
图表 3：国内经济 5
图表 4：消费及价格 5
图表 5：M2 与新增人民币贷款 6
图表 6：DR007 与逆回购利率 6
图表 7：国债发行和需求 7
图表 8：股债性价比 7

宁证期货投资咨询中心

第 1 章　行情回顾

1.1　国债期货行情回顾

股债跷跷板逻辑已经使得长端债市有效跌破 60 日均线，后续该逻辑或继续主导债市。7 月政治局会议对外围环境判断有所缓解，但是两重建设，服务消费逆周期调节，积极的财政政策和适度宽松的货币政策，对下半年经济实现稳步增长，提供了一定保障。股债跷跷板依然是债市主逻辑。

图表 1：　十年期国债期货行情走势图



数据来源：wind，宁证期货

图表 2：二年期国债期货行情走势图



数据来源：wind，宁证期货

第 2 章 重要消息概览

1. 财政部发布《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，要求国有商业保险公司要提高资产负债管理水平，加强资产和负债在期限结构、成本收益、现金流等方面匹配管理。

2. 中国 7 月官方制造业 PMI 为 49.3，环比下降 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回落；综合 PMI 产出指数为 50.2，下降 0.5 个百分点，仍高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。中国 7 月官方非制造业 PMI 为 50.1，环比下降 0.4 个百分点，仍高于临界点。

3. 中共中央政治局召开会议，决定今年 10 月召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议强调，做好下半年经济工作，要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。

4. 当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及贸易代表格里尔在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。根据会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24%部分以及中方反制措施如期展期 90 天。

5. 国家统计局数据显示，6 月规模以上工业企业利润同比下降 4.3%，同比降幅较 5 月有所收窄，以装备工业为代表的新动能行业利润增长较快，“两新”政策带动效果持续显现。

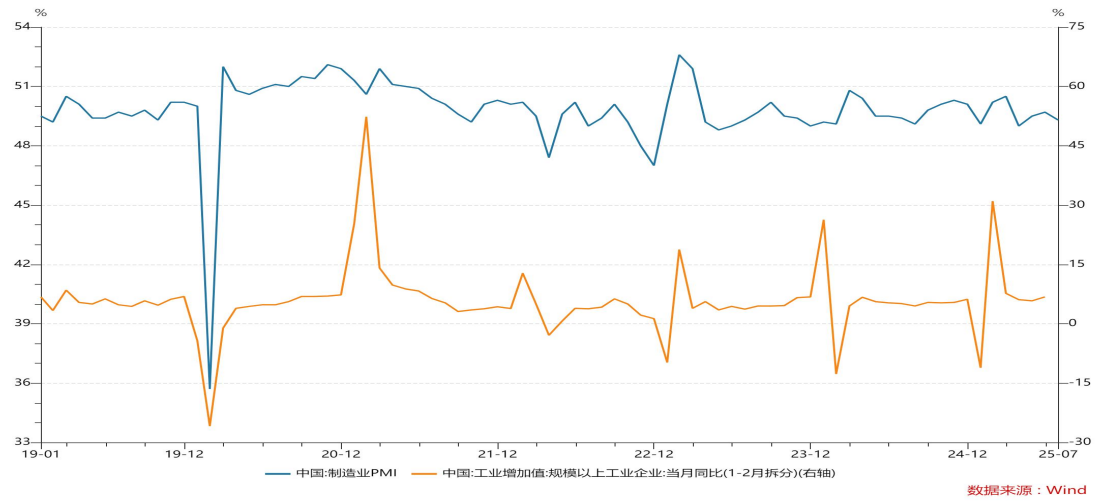
6. 近期，国家发展改革委、工业和信息化部、中国人民银行等多部门召开年中会议，部署下半年重点工作。与此同时，多个部门负责人也纷纷发声，“剧透”下半年将出台的务实举措。仔细观察，有效释放内需潜力、推动“两个创新”融合和推进重点行业产能治理成为三大关键词。

第 3 章 重要影响因素分析

3.1 经济基本面

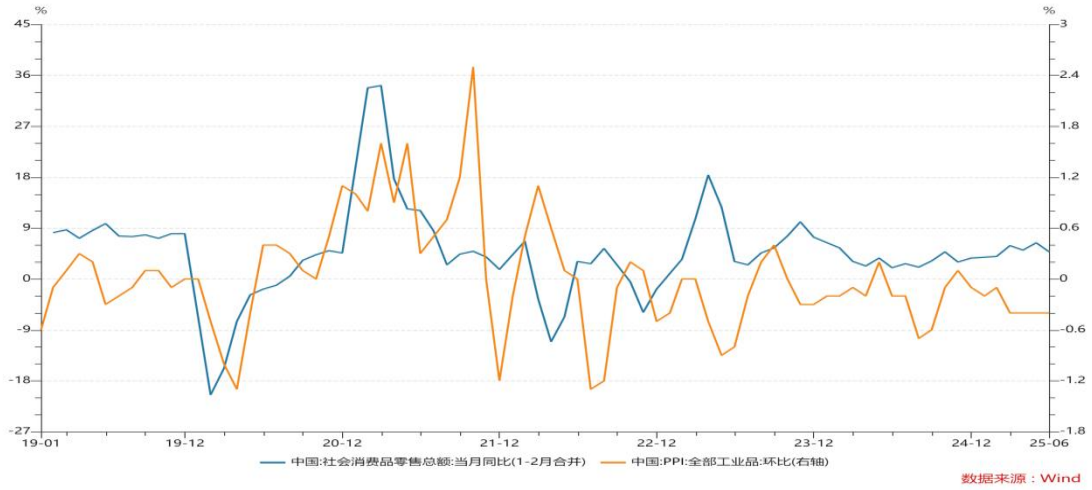
中国 7 月官方制造业 PMI 为 49.3，环比下降 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回落；综合 PMI 产出指数为 50.2，下降 0.5 个百分点，仍高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。中国 7 月官方非制造业 PMI 为 50.1，环比下降 0.4 个百分点，仍高于临界点。中国二季度 GDP 同比 5.2%，环比 1.1%，均超预期。6 月份工业增加值同比 6.8%，环比 0.5%，均超预期。6 月新增人民币贷款 2.24 万亿元。6 月末，广义货币 M2 余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%。狭义货币 M1 余额 113.95 万亿元，同比增长 4.6%。 M2-M1 剪刀差为 3.7 个百分点，较 5 月的 5.6 个百分点缩小 1.9 个百分点。虽然经济数据表现出一定的韧性，但是 7 月景气度再度下行，经济下行压力有所增加。逆周期调节依然需要持续加码。

图表 3：国内经济



数据来源：wind，宁证期货

图表 4：消费及价格

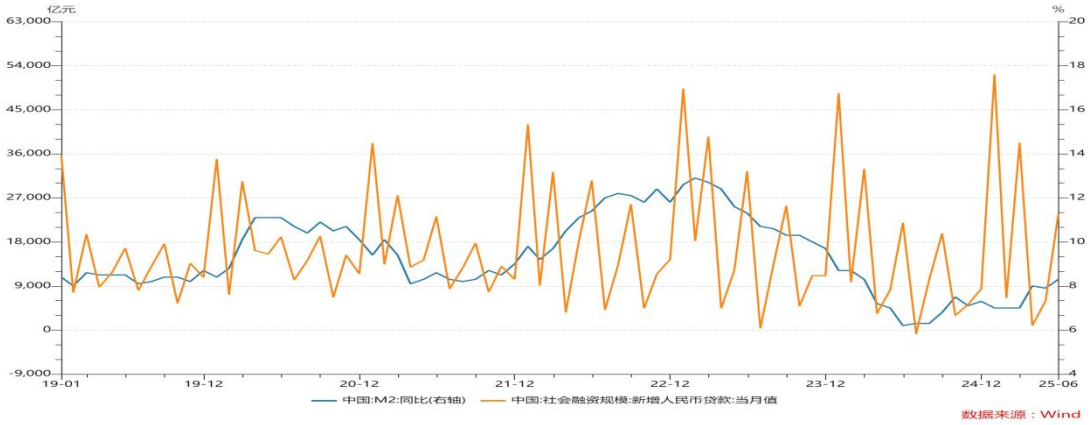


数据来源：wind，宁证期货

3.2 政策面

2025 年 6 月末社会融资规模存量为 430.22 万亿元，同比增长 8.9%。上半年人民币贷款增加 12.92 万亿元。人民币存款增加 17.94 万亿元。结合前值计算可得，6 月新增人民币贷款 2.24 万亿元。6 月末，广义货币 M2 余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%。狭义货币 M1 余额 113.95 万亿元，同比增长 4.6%。 M2-M1 剪刀差为 3.7 个百分点，较 5 月的 5.6 个百分点缩小 1.9 个百分点。

图表 5：M2 与新增人民币贷款

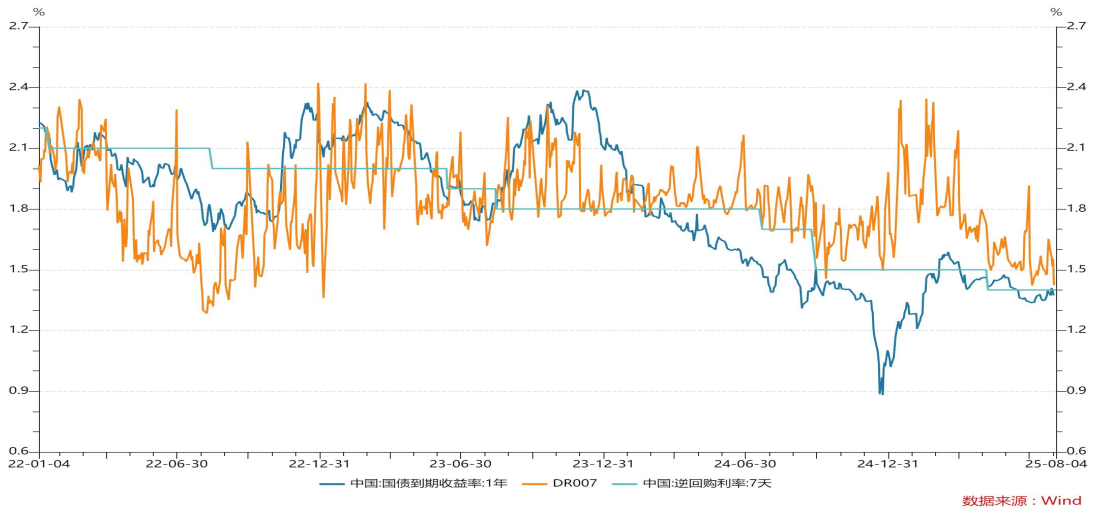


数据来源：wind，宁证期货

3.3 资金面

从资金面观察，虽然 7 天逆回购利率并未有较大改变，政策利率并未下调，但是债市利率及 DR007 已经有较大幅度的下调，资金面宽松已经有一定程度兑现，后续资金面持续下行的空间或有限。随着汇率端压力的减弱，进一步货币宽松预期或有所增加，下半年美联储依然存在降息预期，届时国内货币政策宽松或被进一步打开，但是下半年降准降息等大幅货币宽松的概率较低，根据 7 月政治局会议，下半年或更多是保持流动性适度宽松，除非经济下行压力陡然增加，否则货币政策超预期宽松的概率较低。

图表 6：DR007 与逆回购利率

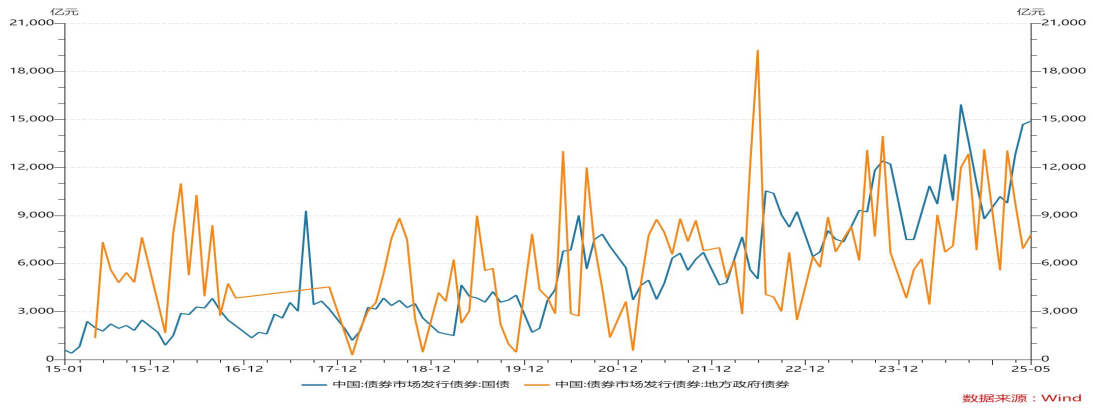


数据来源：wind，宁证期货

3.4 供需面

上周，上海、河北、北京等 16 个省市共发行 161 只地方债，规模共计 6416.4 亿元。其中新增一般债 571.74 亿元、新增专项债 4222.93 亿元、再融资债券 1621.74 亿元，新增专项债发行提速。国家发改委表示，将于今年 7 月份下达今年第三批消费品以旧换新资金，同时，将协调有关方面，坚持更加注重持续性和均衡性原则，分领域制定落实到每个月、每一周的国补资金使用计划，保障消费品以旧换新政策全年有序实施。今年超长期特别国债资金对设备更新的支持力度为 2000 亿元，第一批约 1730 亿元资金已按照“地方审核、国家复核”原则安排到 16 个领域约 7500 个项目，第二批资金正在同步开展项目审核和筛选。近期专项债发行也有所提速。专项债及特别国债的发行已经基本兑现，后续市场等待相关政策的效果及落地情况。

图表 7：国债发行和需求



3.5 情绪面

从股债性价比来观察，该数据突破短期震荡区间，下行突破，表明市场对股市的关注度大于对债市的关注度，市场风险偏好开始增加。近期股债性价比略有下降，但是相比前期依然处于高位区间，关注该数据是否会持续下行，进入下行趋势。如果该数据是否持续下行，资金是否持续从债市流向股市，股指跷跷板逻辑是否持续有效。

图表 8：股债性价比



第 4 章 行情展望及投资策略

反内卷与保持经济平稳复苏，是下半年经济工作主题。由于雅江水电站等基建项目开工，市场对下半年财政、基建进一步发力预期增加。短期 A 股回调，给了债市反弹动力，股债跷跷板依然是近期债市主要逻辑，关注股市后续走势。

宁证期货投资咨询中心

联系我们

宁证期货有限责任公司总部

地址：南京市建邺区白龙江东街 9 号 2 幢二单元 1901 室

网址：www.nzfco.com

电话：025-52865008

宁证期货有限责任公司汉口营业部

地址：湖北省武汉市江汉区江汉北路 5 号泛悦·南国中心 T2 写字楼 25 层 8 室

电话：027-85825755

宁证期货有限责任公司南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1326 号江西日报传媒大厦 10 层 1010 室

电话：0791-86807618

宁证期货有限责任公司苏州分公司

地址：苏州工业园区苏州大道西 8 号中银惠龙大厦 1705 室

电话：0512-67609550

宁证期货有限责任公司合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区南七街道潜山路 1999 号中侨中心 1 幢 1601 室 邮编:230031

电话：0551-65111656

宁证期货有限责任公司杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区婺江路 217 号 1 号楼 15 层 1504 室

电话：0576-88733665

宁证期货有限责任公司湖北分公司

地址：武昌区华中小龟山文化金融公园 2 栋 103、203

电话：027-59329150

宁证期货有限责任公司深圳分公司

地址：深圳市前海深港合作区南山街道金融街 1 号弘毅大厦写字楼 24B1

电话：0755-33965308

宁证期货有限责任公司青岛分公司

地址：山东省青岛市崂山区石岭路 39 号 1 号楼 601 户 邮编:2661003

电话：0532-68669280

宁证期货有限责任公司日照营业部

地址:山东省日照市东港区秦楼街道安泰国际广场 A 座 1102 室

电话：0633-2221786

宁证期货有限责任公司南京分公司

地址:南京市建邺区嘉陵江东街 8 号综合体 B3 栋 2 单元 805 室

电话：025-52865127，025-52865048

宁证期货投资咨询中心

免责申明

除非另有说明，本报告的著作权属宁证期货有限责任公司。未经宁证期货有限责任公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且宁证期货有限责任公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，宁证期货有限责任公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。宁证期货有限责任公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

此报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法，不构成投资咨询建议，敬请考虑本报告中的任何意见或建议是否符合个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。

宁证期货投资咨询中心