国债周度报告 2025 年 07 月 28 日

股债跷跷板依然为主逻辑，国债高位震荡

摘 要：

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，A 股强劲上涨，股债跷跷板对债市持续施压。随着 2 季度经济数据的公布，GDP 同步增长 5.2%，环比 1.1%，均超预期，市场风险偏好持续回暖，股市强劲，债市整体承压，并有效跌破 60 日均线。当然从债市内部结构来看，短端债券在流动性的支撑下，或相对较强，长端债券在经济基本面向好，股市上涨的压力下，或相对短端债券更早的步入下跌趋势。对长端债券，观察 7 月政治局会议较为重要，后续经济数据对经济基本面走势的进一步验证也是长端债券需要关注的重要内容。

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。6 月份，我国制造业、非制造业和综合 PMI 分别为 49.7%、50.5%和 50.7%，比上月上升 0.2、0.2 和 0.3 个百分点，三大指数均有所回升。6 月财新中国制造业 PMI 录得 50.4，高于 5 月 2.1 个百分点，与 4 月持平，重回临界点以上。6 月财新中国服务业 PMI 录得 50.6，较 5 月回落 0.5 个百分点，下行至 2024 年四季度以来最低。经济向好趋势明显，中长期利空长端债券。

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。促进消费、政策采购等逆周期调节政策持续出台，但是超市场预期的增量政策有限。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。

策略建议：震荡偏空，关注股债跷跷板

风险提示：股市波动，国内增量政策扰动

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。基建投资的增加，在政治局会议前期，或释放增量政策信号，政策面利空债市。后续重大基建项目的投资，7 月政治局会议等政策导向，是关注债市能否跌破高位震荡区间的关键。股债跷跷板依然是债市主要逻辑。

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. 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。

3. 7 月 LPR 报价持稳。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025 年 7 月 21 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.0%（上次为 3.0%），5 年期以上 LPR 为 3.5%（上次为 3.5%）。以上 LPR 在下一次发布 LPR 之前有效。

4. 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。

5. 6 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.7%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平继续改善。非制造业商务活动指数为 50.5%，比上月上升 0.2 个百分点，非制造业总体继续保持扩张。

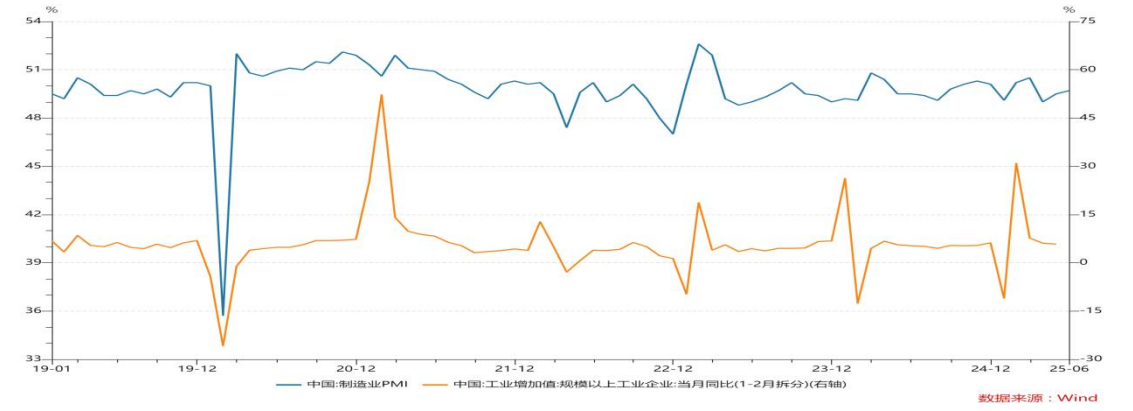
6. 银行存款利率继续下探。融 360 数字科技研究院发布 6 月银行存款利率报告显示，定期存款利率继续下跌，中长期利率全面进入“1 时代”，3 个月期限的平均利率则相比前一个月跌 5.5 个 BP。

第 3 章 重要影响因素分析

3.1 经济基本面

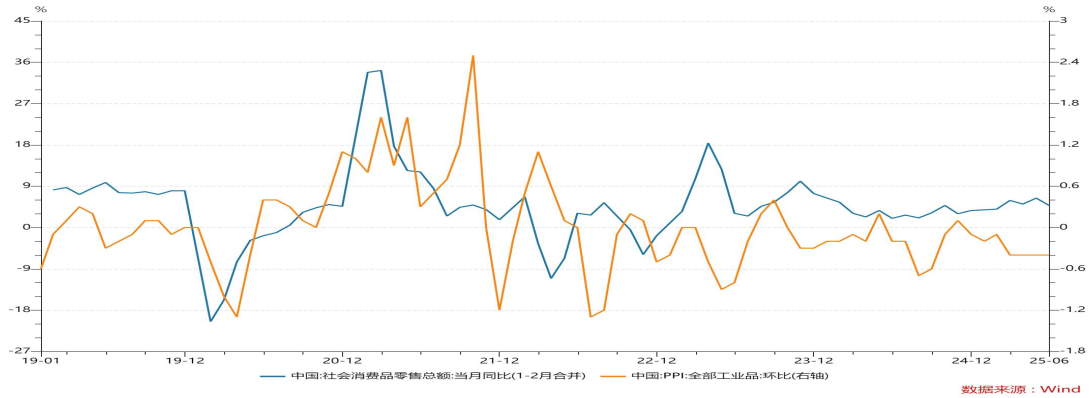
中国二季度 GDP 同比 5.2%，环比 1.1%，均超预期。6 月份工业增加值同比 6.8%，环比 0.5%，均超预期。6 月新增人民币贷款 2.24 万亿元。6 月末，广义货币 M2 余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%。狭义货币 M1 余额 113.95 万亿元，同比增长 4.6%。M2-M1 剪刀差为 3.7 个百分点，较 5 月的 5.6 个百分点缩小 1.9 个百分点。中国 6 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.7%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平继续改善。非制造业商务活动指数为 50.5%，比上月上升 0.2 个百分点，非制造业总体继续保持扩张。虽然经济数据表现出一定的韧性，但是经济下行压力依然较大，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

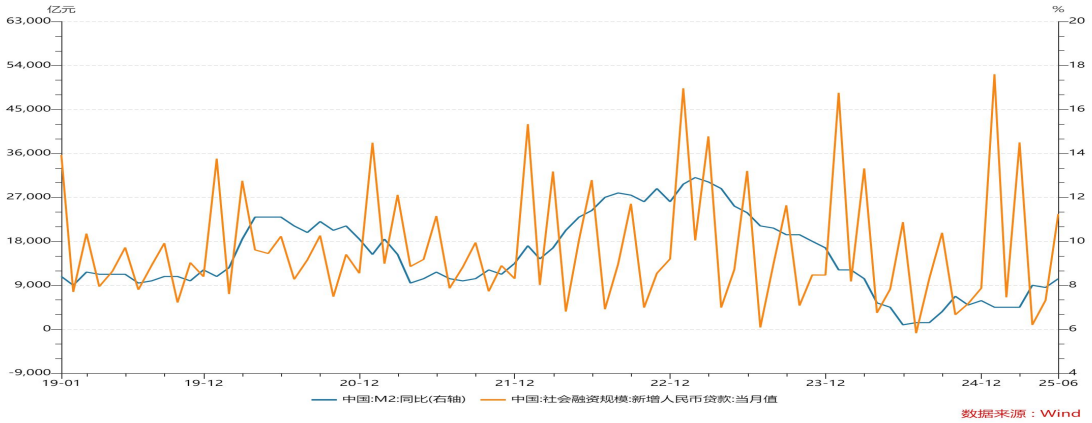


数据来源：wind，宁证期货

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

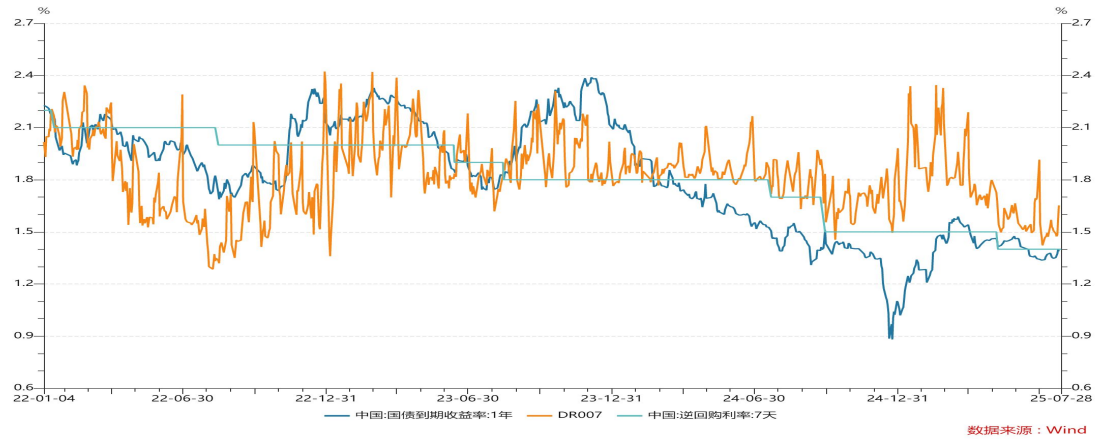


数据来源：wind，宁证期货

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，但是市场对货币宽松依然存在一定的预期。近期资金面有所偏紧，整体利空债市。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，对债市将存在一定支撑。目前市场对下半年货币宽松依然存在预期，而美联储降息前后或是下半年货币宽松兑现时点。

图表 6：DR007 与逆回购利率

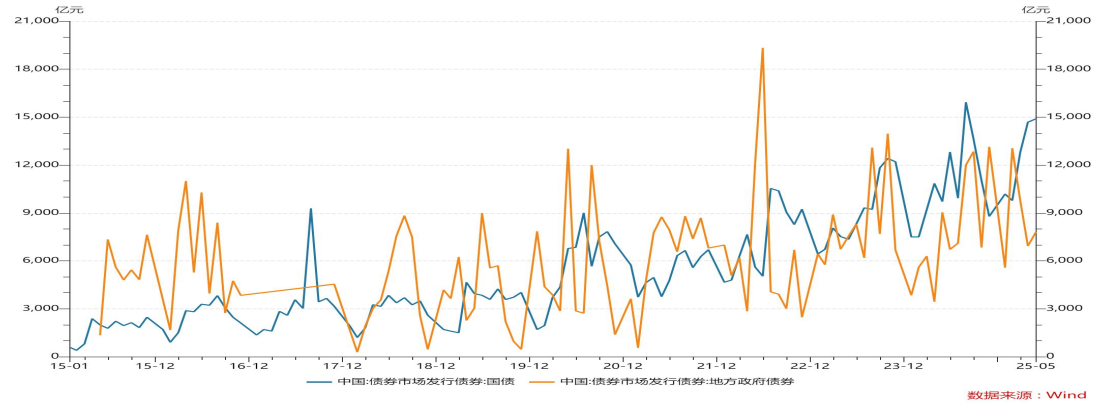


数据来源：wind，宁证期货

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。

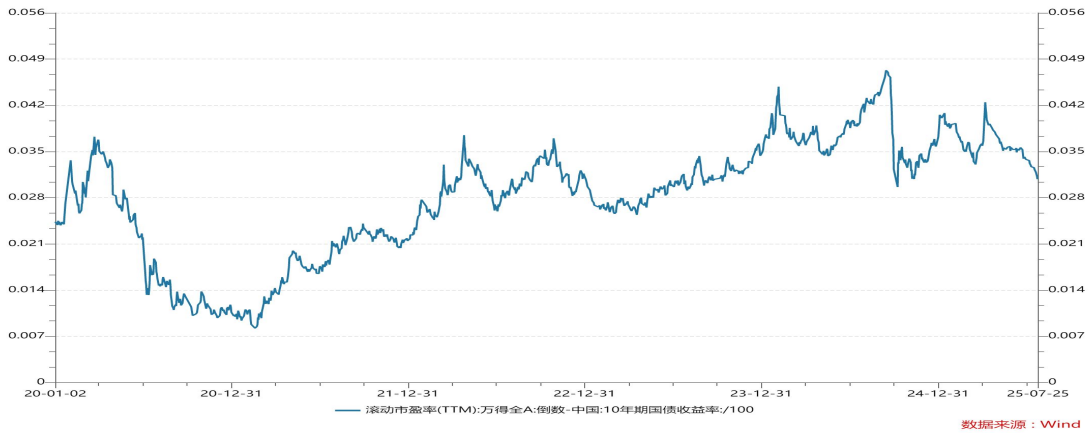
图表 7：国债发行和需求



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。如果该数据下行，债市或跌破震荡区间，进入下行趋势，后续债市或回归经济基本面，关注经济数据和政策的进一步变化。

图表 8：股债性价比



第 4 章 行情展望及投资策略

随着 2 季度经济数据的公布，GDP 同步增长 5.2%，环比 1.1%，均超预期，市场风险偏好持续回暖，股市强劲，债市整体承压，长端债券效跌破 60 日均线。但是债市等否跌破高位震荡区间，十年期国债 107-120 区间，还需进一步观察。目前尚未看到进一步下跌动力，需要持续跟踪经济数据和后续是否有超预期政策出台。

宁证期货投资咨询部

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