

2025 年 8 月 18 日

第 32 期•总第 931 期

股债跷跷板效应凸显

10 年国债利率上行至 1.70%

➤ 市场行情概览

资金市场

8 月 18 日	利率	周变动基点
SHIBOR 隔夜	1.44	12.10
SHIBOR 7 天	1.48	5.10

债券市场

8 月 15 日	利率	周变动基点
10Y 国债	1.74	5.02
10Y 国开债	1.84	6.63

外汇市场

8 月 15 日	点位	周涨跌幅%
在岸人民币	7.1823	-0.01%
美元指数	97.8467	-0.43%

国内宏观数据

指标同比	最新	较前值
存量社融增速	9.00%	0.10%
M2	8.80%	0.50%
工业增加值	5.70%	-1.10%
累计固定资产投资	1.60%	-1.20%
社会消费品零售	3.70%	-1.10%

编写：顾莹

guying@sinopec.com
5996-6354

审定：李勇

alexlee@sinopec.com
5996-6430

➤ 市场综述

票据与信贷市场：买盘情绪活跃，票据利率震荡下行。周初跨年票需求释放，主要大行降价收票，后半周 7 月社融数据公布后，市场释放悲观情绪，买盘配置节奏加快，票据利率整体下行，短期利率跌幅明显。本月整体信贷需求依旧偏弱，买盘收票需求继续释放，本周票据利率或跌至本月低位。

外汇市场：美国 7 月 CPI 数据温和上升，就业市场较为疲弱，增强市场对美联储年内降息预期，但随后超预期的 PPI 数据使降息预期略有降温，美元指数震荡略降；中美再次延长暂停互征 24% 关税 90 天，人民币兑美元汇率宽幅震荡，预计本周在岸人民币波动区间为 7.12-7.22。

资金市场：央行超额续作买断式逆回购，持续释放呵护信号，但受税期扰动，资金利率小幅上行。后市来看，前半周受税期扰动资金面可能继续小幅波动，后半周政府债缴款和公开市场到期规模同步缓释，预计资金利率将回归至低位运行区间。

债券市场：虽然经济数据弱于预期，央行呵护流动性态度明显，但政府债发行规模上行，市场风险偏好回升，股债跷跷板效应凸显，10 年期国债利率上行至 1.70%。后市来看，短期内降准降息的概率较低，且权益市场涨势可能还将持续，预计短期内债市利率上行风险较大，10 年国债利率主要运行区间预计为 1.68%-1.80%。

➤ 宏观数据

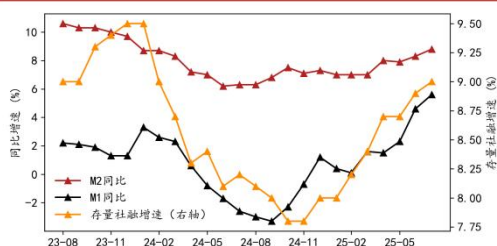
7 月最新宏观经济运行数据整体不及预期，工业生产扩张放缓，消费和投资需求持续收缩，房地产市场下行压力加大，经济内生动能有待进一步激发。受出口交货值增速下滑和“反内卷”导致部分行业生产增速下降影响，工业增加值增速回落，房地产市场成为拖累投资的主要因素。零售消费同比增速的进一步回落，体现出“以旧换新”政策对消费支撑作用的边际效应减弱。

➤ 信贷与票据市场回顾展望

回顾上周，买盘情绪活跃，票据利率震荡下行。周初跨年票需求释放，主要大行降价收票，周中随着票源供给回升，票价整体区间震荡，后半周7月社融数据公布后，市场释放悲观情绪，买盘配置节奏加快，票据利率整体下行，短期利率跌幅明显。**后市来看**，本月整体信贷需求依旧偏弱，买盘收票需求继续释放，本周足月票到期日为春节假期，票据供给增速因融资成本增加或有所放缓，预计本周票据利率将跌至本月低位。

信贷方面，7月新增社会融资规模1.16万元，超预期回落，政府债净融资新增1.24万亿成为主要支撑，显示出财政政策对融资的拉动作用。相比之下，人民币贷款显著下滑，新增人民币贷款减少500亿元，其中居民短期贷款与中长期贷款均同比负增，反映出居民消费意愿较弱，结合房地产销售数据，当前按揭需求仍较为疲弱。企业方面，短期融资同比明显多增，但主要由票据融资新增超8700亿所贡献，以票冲贷现象较为明显，而中长期贷款同比少增可能与关税扰动下企业投资意愿偏弱有关。

图：社会融资规模、M1及M2增速



图：票据直贴利率价格走势



➤ 外汇市场回顾展望

回顾上周，海外方面，美国7月CPI数据温和上升，就业市场疲弱迹象愈发显著，增强市场对美联储9月降息力度及年内降息次数的预期，但随后超预期的PPI数据使降息预期略有降温，美元指数震荡略降。**国内方面**，中美再次延长暂停互征24%关税90天，一定程度上平抑市场有关中美“贸易战”声音的不确定性，人民币兑美元汇率震幅有所扩大，周五在岸人民币报收7.1823。**后市来看**，预计本周在岸人民币波动区间为7.12-7.22。

表：美元指数及人民币汇率

日期	在岸人民币	离岸人民币	Wind人民币 汇率预估指数	美元指数
2025-08-11	7.1818	7.1962	95.22	98.50
2025-08-12	7.1911	7.1856	95.30	98.07
2025-08-13	7.1755	7.1815	95.18	97.79
2025-08-14	7.1730	7.1823	95.02	98.20
2025-08-15	7.1823	7.1891	95.26	97.85

图：在岸人民币及美元指数走势

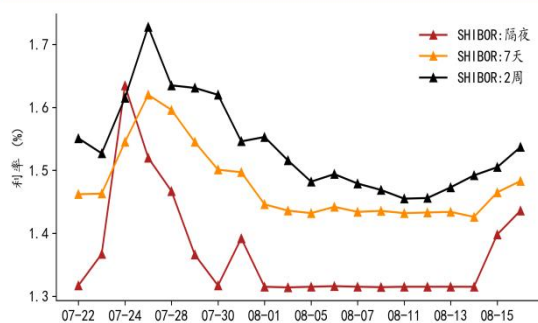


资金市场及央行公开市场操作回顾展望

回顾上周，资金面整体平稳，临近税期小幅收敛。截至目前，央行已超额续作买断式逆回购 8000 亿，持续释放呵护信号，但受税期扰动，隔夜和 7 天分别小幅上行至 1.40% 和 1.47% 上方。**后市来看**，本周前半周受税期扰动，资金面可能继续小幅波动，后半周政府债缴款和公开市场到期规模同步缓释，预计资金利率将回归至低位运行区间。

央行公开市场操作统计				
本周到期	总到期量：11267 亿			
逆回购	11267 亿			
国库现金定存	-			
MLF	-			
上周操作	到期量	投放量	利率	利率变动
逆回购 ¹	11267 亿	7118 亿	1.40%	-
买断式逆回购	-	5000 亿	-	-
MLF				
净投放量	851 亿			

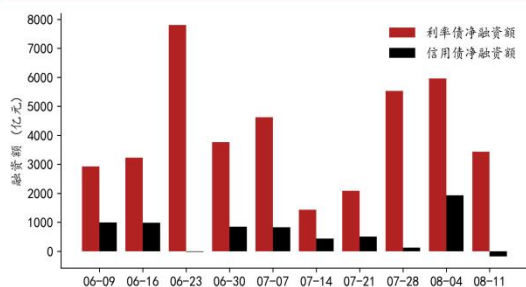
图：近1个月主要期限SHIBOR走势



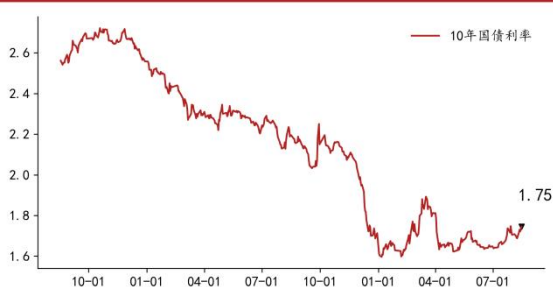
债券市场回顾展望

回顾上周，虽然 7 月经济数据整体弱于预期，且央行持续释放流动性呵护信号，但一方面政府债发行规模有所上行，另一方面市场风险偏好显著回升，权益市场持续性大幅上行，股债跷跷板效应压制债市情绪，长端利率上行幅度较为显著，10 年期国债利率中枢上行至 1.70% 附近。**后市来看**，短期内降准降息的概率较低，且消费政策的精准施策增强市场对于未来消费和社融上行的预期，叠加权益市场涨势可能还将持续，预计短期内债市利率上行风险加大，10 年国债利率主要运行区间为 1.68%-1.80%。

图：近两个月债券发行与到期情况



图：10年国债收益率走势



¹包含逆回购操作及国库现金定存

宏观经济运行冷暖图

国内宏观	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月
存量社融规模同比	9.00%	8.90%	8.70%	8.70%	8.40%	8.20%	8.00%	8.00%	7.80%	7.80%
M2同比	8.80%	8.30%	7.90%	8.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.30%	7.10%	7.50%
工业增加值同比	5.70%	6.80%	5.80%	6.10%	7.70%	5.90%		6.20%	5.40%	5.30%
固定资产投资累计同比	1.60%	2.80%	3.70%	4.00%	4.20%	4.10%	0.00%	3.20%	3.30%	3.40%
房地产投资累计同比	-12.00%	-11.20%	-10.70%	-10.30%	-9.90%	-9.80%	0.00%	-10.60%	-10.40%	-10.30%
社会消费品零售同比	3.70%	4.80%	6.40%	5.10%	5.90%	4.00%	0.00%	3.70%	3.00%	4.80%
海外宏观	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月
美国:PPI:最终需求:季调:同比	3.30%	2.40%	2.80%	2.40%	3.20%	3.40%	3.80%	3.50%	2.90%	2.80%
美国:CPI:季调:同比	2.70%	2.70%	2.40%	2.30%	2.40%	2.80%	3.00%	2.90%	2.70%	2.60%
美国:零售和食品服务销售额:季调:当月同比	3.92%	4.35%	3.37%	4.97%	5.08%	3.86%	4.56%	4.57%	3.91%	3.13%

国内宏观数据简评：7月宏观经济运行数据

最新宏观经济运行数据整体不及预期，工业生产扩张放缓，消费和投资需求持续收缩，房地产市场下行压力加大，经济内生动能有待进一步激发。具体来看，生产方面，7月工业增加值同比增长5.7%，增速较上月回落1.1个百分点，当月生产增速有所下滑，一方面出口交货值增速下滑，另一方面，“反内卷”导致部分行业生产增速下降。投资方面，固定资产投资连续四个月走弱，且单月增速转负，制造业、基建（不含电力）和房地产投资增速同比进一步降至6.2%、3.2%和-12%，总量和分项指标均再创新低。其中制造业投资持续回落主要与上半年“抢出口”后企业预期出口需求被透支和“反内卷”产能收缩预期有关，但随着2025年超长期国债支持设备更新的投资补助资金下达完毕，后续可能带动制造业投资回升；房地产投资进一步降温，新开工面积、土地成交面积、商品房销售面积同比均进一步下滑，表明房地产市场修复动能仍较弱。最后，7月消费同比增速3.7%，较上月进一步回落，其中餐饮略有回升，而商品零售增速下滑，或体现出“以旧换新”政策对消费支撑作用的边际效应减弱，但后续消费贴息政策落地实施，以及国补资金陆续下达，有望对耐用品消费构成一定支撑。

金融监管及行业信息

✧ **8月15日**，央行发布二季度货币政策执行报告，明确下一阶段要落实落细适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。

✧ **美国油服公司贝克休斯公布数据显示**，8月15日当周，美国石油活跃钻机数增加1台至412台，天然气活跃钻机数减少1台至122台，总钻机数持平于539台。