

政治局会议中美谈判预期略有落空，债市情绪修复

- **一级市场回顾** 上周一级市场国债、地方债和政策性金融债发行规模分别为 1803 亿、3372 亿和 1550 亿，净融资额为 1602 亿、2425 亿和 1505 亿。金融债（不含政金债）共计发行规模 1079 亿，净融资额 786 亿。非金信用债共计发行规模 1682 亿，净融资额 186 亿。暂无可转债新券发行。
- **二级市场回顾** 上周债市整体呈现修复行情。主要影响因素包括：跨月资金面、政治局会议、中美谈判、股债跷跷板等。
- **流动性跟踪** 上周央行 OMO 净投放，呵护跨月资金面。最终 R001 和 R007 分别较前周下行 19.8BP 和下行 20.7BP。
- **政策与基本面** 7 月制造业 PMI 表现弱于市场预期和季节性规律，结构上，产需双双回落，反内卷政策对价格的提振初步显现。高频数据来看：生产端环比略下行，消费端维持低位，商品价格转向回落。
- **海外市场** 美二季度 GDP 表现超预期，但非农数据大跳水，美联储降息预期大幅上升。10 年期美债收盘在 4.23%，较前周下行 17BP。
- **权益市场** 受反内卷政策边际趋松、中美谈判进展低于预期和英伟达被网信办约谈等事件影响，A 股周内先扬后抑，万得全 A 周内下跌 1.09%，但市场情绪仍处于亢奋区域，日均成交额保持在 1.8 万亿以上，结构性机会凸显，通信与医药涨幅领先。截至 2025 年 7 月 31 日，全 A 融资余额 19709.97 亿，较 7 月 24 日增加 426.51 亿，融资余额持续净流入。
- **债市策略展望** 随着政策利空阶段性出尽，市场有望重新回到基本面和资金面交易的趋势中来，但短期内财政恢复对政府债及金融债券的利息收入征收增值税将对债市带来阶段性扰动。短期影响方面，对被征税的政府债和金融债而言，由于税收新政仅对 8.8 日后发行的新券实行，老券相对新券的性价比将明显提升，结合税率计算，新老债预期将有 5-10BP 利差；对税收政策未改的信用债而言，由于税负相比于其他券种被动收窄，边际利好普通信用债投资。中期而言，本次税收制度或仅是央行加强债券市场建设的一个环节，未来仍需关注财政是否会修改对资管产品债券投资的税收优惠安排。随着本周反内卷相关主题演绎，以及政治局会议相关会议内容落地，总体上供给端出清速度弱于预期，且缺少需求端的配合，风险偏好由亢奋到理性出现

修正。推动短期市场表现的主导因素均属于标准定价范式之外的叙事逻辑，在策略上需要保持一定的定力，等待回调之后的入场时机。短期转债有一定的防御压力，中长期更应该聚焦细分个券和产业链的挖掘，积极研究低拥挤度转债的结构化机会。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。