

宽松预期升温

第一部分 前言概要

【行情回顾】

7 月债市走势稍显分化，在市场资金价格对中短端收益率下行构成约束，权益市场赚钱效应下降的情况下，超长端表现更显强势，曲线斜率有所趋平。而与现券相比，月内多数时间期债盘面整体估值中性略显偏低。截止 7 月 30 日收盘，TS、TF、T、TL 主力合约月内分别-0.01%、+0.06%、+0.13%、+1.44%；IRR 分别为 1.2590%、1.2568%、0.9935%、-0.5570%。

【市场展望】

二季度国内经济增长动能放缓，结构上外需支撑生产，内需相对偏弱的分化特征也在延续，信贷社融增速继续回落与偏弱的内需一体两面，相互呼应，结合 7 月高频指标，基本面现状对债市仍难言利空。

而在央行继续强调“更好引导市场隔夜利率在政策利率附近平稳运行”的情况下，当前资金面对收益率下行，尤其是中短端收益率下行仍构成一定约束。与此同时，投资者对后续政府债券供给放量的担忧也尚未完全消除。

不过，7 月政治局会议释放出较为积极的信号。一方面，存量财政政策额度尚存，发力提效扩内需或将更多体现在支出进度方面；另一方面，“综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策”的相关表述，一定程度上打开了宽松加码的想象空间。

在此情况下，单边建议投资者保持偏多思路，逢低试多 TL 合约，但考虑到风险资产连续调整后，随时可能出现的反弹修复，进而缓和“资产荒”并压制债市情绪，当前仓位不宜过重。套利方面，年内政策利率调降概率虽有上升，但落地的确定性或不及数量型工具，叠加当前 30Y-7Y 期限利差仍处偏高分位水平，建议做平曲线头寸（TL-3T）部分止盈后，适量持有。

【策略推荐】

1. 单边：保持偏多思路，逢低试多 TL 合约
2. 套利：做平曲线头寸（TL-3T）部分止盈后，适量持有

风险提示：政策理解不到位，地缘不确定性，核心通胀变化，风险资产走势

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：沈忱 CFA

电 话：021-65789277

邮 箱：

shenchen_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格号：F3053225

投资咨询资格号：Z0015885

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

第二部分 市场逻辑梳理

一、经济增速放缓，结构仍显分化

7 月公布的二季度国内 GDP 增速同比放缓至+4.3%，较一季度回落 0.7 个百分点，环比+0.9%，折年率也仅+3.65%。边际结构上看，外需支撑下生产端保持韧性，6 月工业增加值同比+5.3%，优于预期。其中高技术制造同比+14.1%，延续两位数的高增态势。服务业生产指数同比+4.7%，较上月回升 0.4 个百分点，表现同样稳健。

需求端最大的亮点仍在于外贸规模同比大幅增长。海关口径下，按美元计，6 月我国货物进、出口同比分别录得+36.0%、+27.0%，双双大幅超出预期，贸易顺差 1256.2 亿美元，也升至历史同期高点。出口商品结构上，6 月延续开年以来的特征，除汽车、船舶等中高端制造业保持较高竞争力外，AI 行业高景气度及中东地缘因素仍是我国出口高增的最主要驱动。

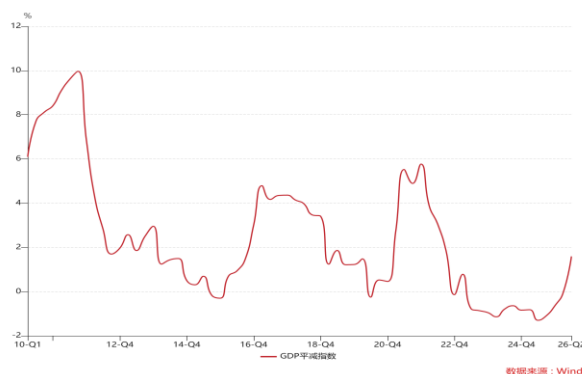
相比之下，内需修复斜率仍较为平缓。6 月固定资产投资、社会消费品零售总额同比分别-11.2%、+1.0%，虽较上月回升 1.3、1.6 个百分点，但绝对增速依旧偏低。尤其是投资方面，作为名义指标，在价格因素回暖的情况下，制造业、基建、房地产开发投资同比增速分别为-3.2%、-10.2%、-24.4%，均延续负增态势。

图 1：GDP 同比增速



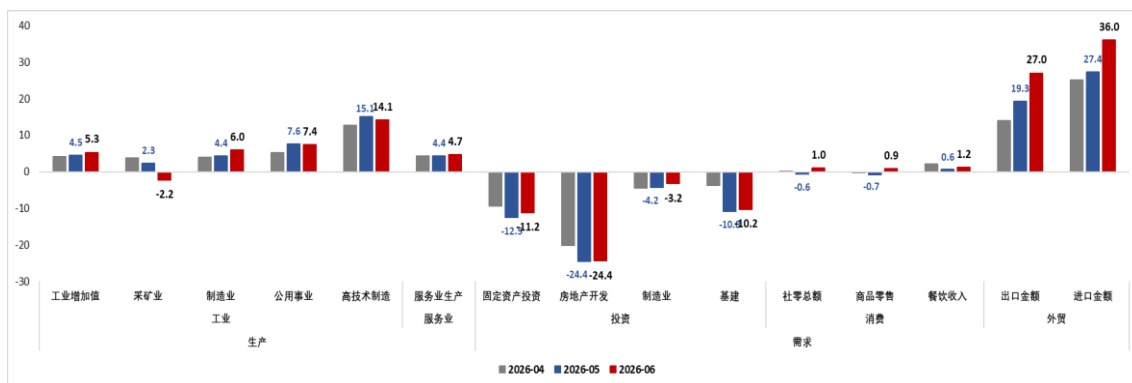
数据来源：银河期货，Wind

图 2：GDP 平减指数



数据来源：银河期货，Wind

图 3：月度宏观数据汇总（单月同比）



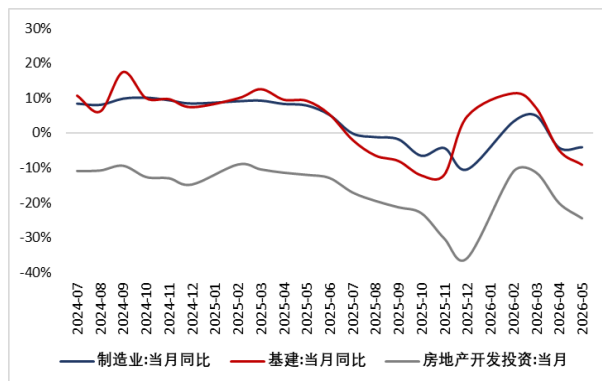
数据来源：银河期货，Wind

表 1：商品出口结构（累计同比）

	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11
机电产品	24.5	22.4	21.1	21.4	27.1	15.7	8.4	8.0
手机	9.2	6.0	-1.3	-4.7	-8.3	-2.5	-9.4	-11.2
集成电路	96.1	90.0	83.7	77.5	72.6	78.4	26.8	24.7
汽车整车	53.9	50.4	54.1	58.5	67.1	56.3	21.4	16.7
汽车零部件	7.6	5.2	5.2	4.7	14.4	2.1	2.5	2.9
船舶	29.4	26.5	25.6	48.7	52.8	18.2	26.7	26.8
高新技术产品	38.5	35.4	31.4	28.6	26.9	24.1	7.5	6.6
家用电器	6.1	4.3	3.0	1.5	11.4	0.0	-3.9	-3.6
家具及零部件	2.6	1.3	1.2	3.0	24.7	5.0	-6.1	-5.9
玩具	-11.3	-12.6	-14.1	-14.8	1.5	-12.8	-12.7	-12.1
塑料制品	10.3	8.7	7.7	7.5	25.7	6.2	-1.3	-1.2
钢材	-5.4	-8.4	-10.1	-10.8	-9.0	-20.4	-1.3	-2.1
未锻轧铝及铝材	33.2	24.6	20.7	16.5	20.8	17.0	-3.3	-4.8
纺织品		3.0	2.5	2.3	19.0	-2.4	-1.1	-0.7
服装		-1.9	-0.9	-0.2	15.3	-7.2	-5.0	-4.4
箱包	-3.1	-4.2	-4.0	-1.1	18.4	-4.2	-13.5	-13.5

数据来源：银河期货，Wind

图 4：三大行业固定资产投资增速

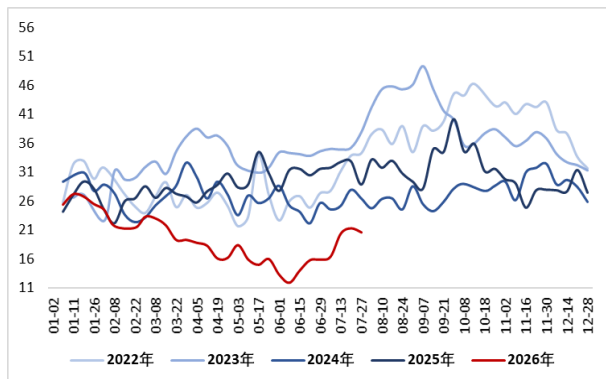


数据来源：银河期货，Wind

高频数据方面，7 月国内工业生产整体平稳，但部分工业品开工率仍明显弱于往年同期，结合原油加工量指标来看，中东地缘反复、原料供给不畅对部分工业品开工率的负面影响尚未结束。

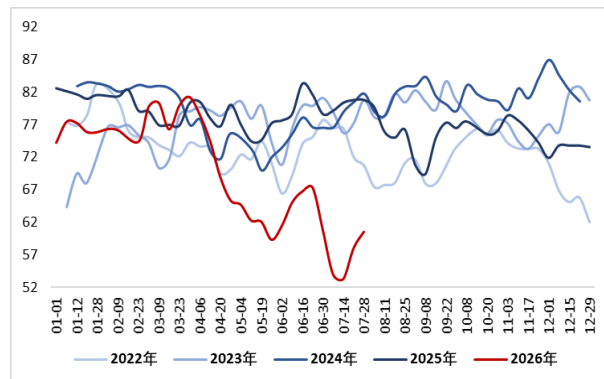
外需表现仍具韧性，但天气因素带来一定阶段性的负面影响。粗略估算，7 月前四周港口货物吞吐量与集装箱吞吐量累计同比分别为-5.8%、-1.1%，不过随着东南沿海地区台风天气扰动结束，7 月第四周增速分别为+7.8%、+12.4%，已出现明显反弹。海外部分领先指标同样指向当前外需依旧偏暖，其中韩国前 20 日出口金额同比+52.3%，绝对增速保持较高水平。

图 5：石油沥青开工率



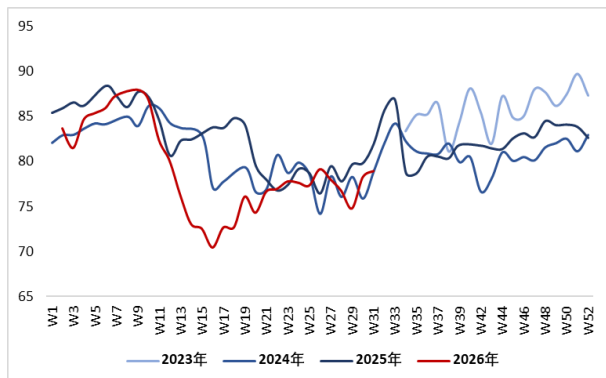
数据来源：银河期货，Wind

图 6：PTA 开工率



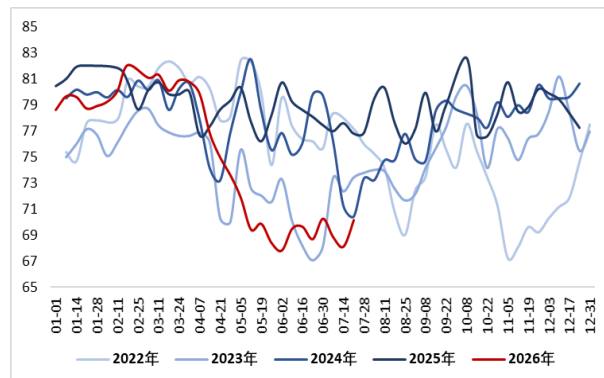
数据来源：银河期货，Wind

图 7：聚乙烯开工率



数据来源：银河期货，Wind

图 8：PVC 开工率



数据来源：银河期货，Wind

图 9：甲醇开工率

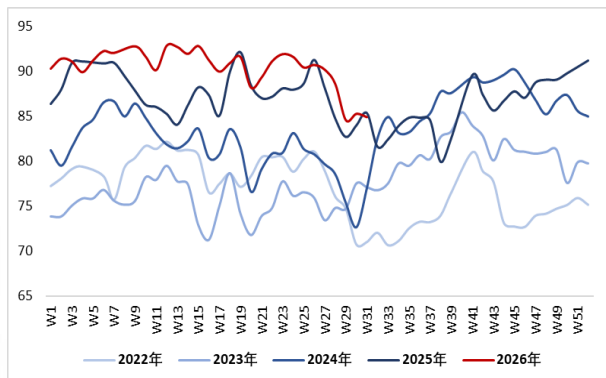
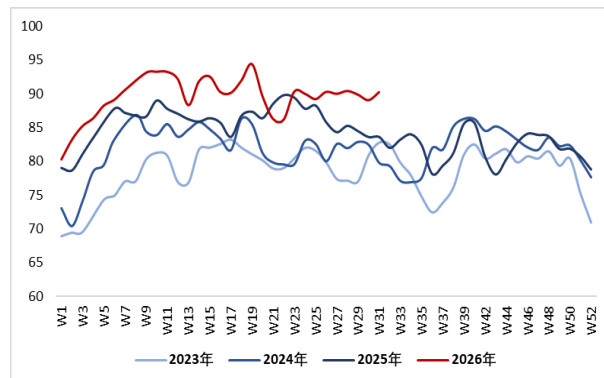
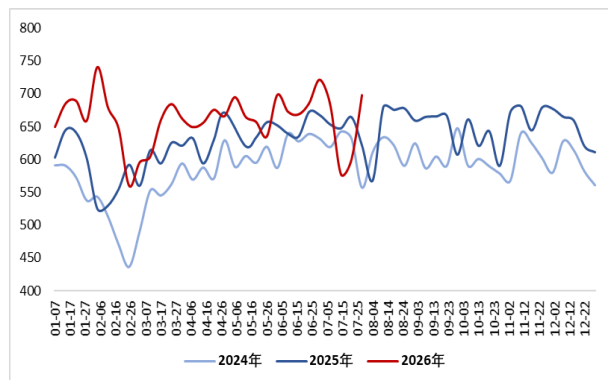


图 10：尿素开工率



数据来源：银河期货，Wind

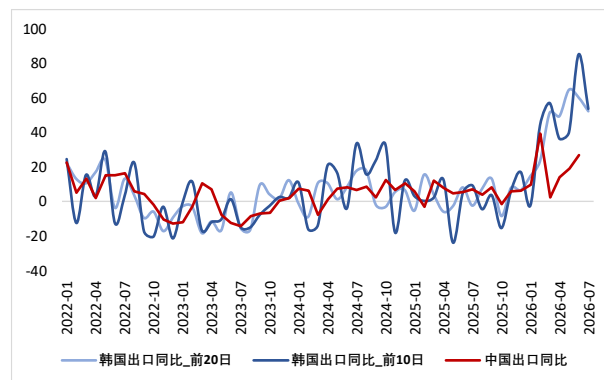
图 11：港口完成集装箱吞吐量(TEU)



数据来源：银河期货，iFinD

数据来源：银河期货，Wind

图 12：韩国出口增速



数据来源：银河期货，iFinD

内需表现中规中矩。7 月以来，建筑材料需求未见明显起色，仍显著弱于季节性。30 大中城市新房销售面积大体与去年同期持平，样本城市二手房销量同比保持两位数增幅。但一方面，房价能否持续企稳回升尚有待观察；另一方面，近期部分核心城市二手房挂牌量也再度出现反弹。暑期国内航班执行数量创出新高，不过结合百度迁徙指数来看，当前国内跨区域人员流动强度同样不及去年同期，指向当前国内旅游出行相关消费可能也并无太多亮点

图 13：水泥出库量



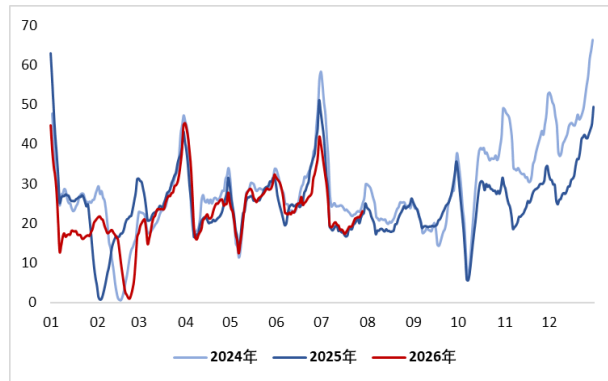
数据来源：银河期货，iFinD

图 14：混凝土发运量



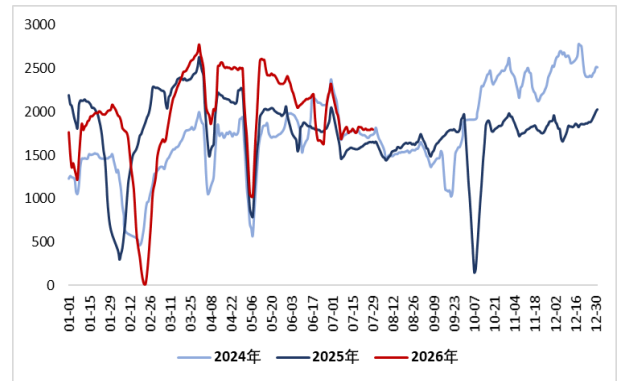
数据来源：银河期货，iFinD

图 15: 30 大中城市商品房销售面积 (7MA)



数据来源: 银河期货, Wind

图 16: 北上深杭苏五城二手房成交套数 (7MA)



数据来源: 银河期货, Wind

表 2: 二手房挂牌价格指数环比

日期	全国	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市
2026-07-20	-0.12	-0.10	-0.08	-0.20	-0.19
2026-07-13	-0.16	-0.27	-0.16	0.02	-0.10
2026-07-06	-0.14	-0.14	-0.07	-0.24	-0.16
2026-06-29	-0.14	-0.06	-0.33	-0.08	0.00
2026-06-22	-0.06	-0.06	-0.10	-0.16	0.05
2026-06-15	-0.04	-0.20	0.16	0.07	-0.13
2026-06-08	-0.06	-0.36	0.08	-0.07	-0.06
2026-06-01	-0.22	0.02	-0.44	-0.23	-0.04
2026-05-25	-0.12	0.13	-0.10	-0.13	-0.25
2026-05-18	-0.09	-0.42	-0.02	-0.07	-0.09
2026-05-11	-0.09	-0.22	-0.08	-0.09	-0.21

数据来源: 银河期货, Wind

图 17: 乘用车销量周同比 (4MA)



数据来源: 银河期货, Wind

图 18: 国内航班执行数量 (7MA)

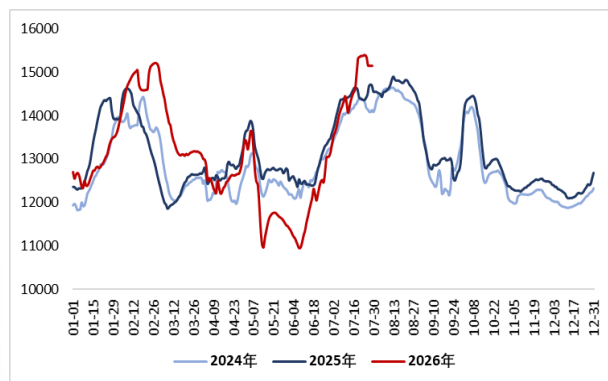
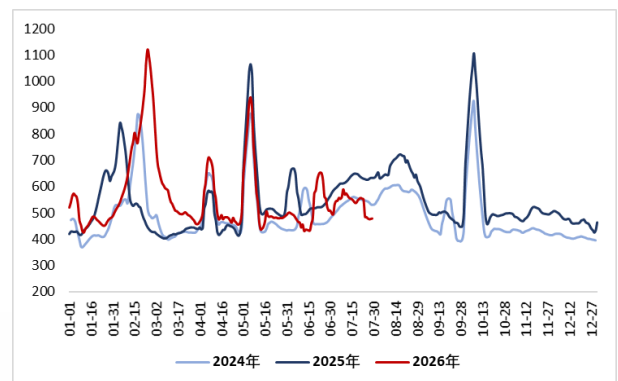


图 19: 百度迁徙指数 (7MA)



数据来源：银河期货，Wind

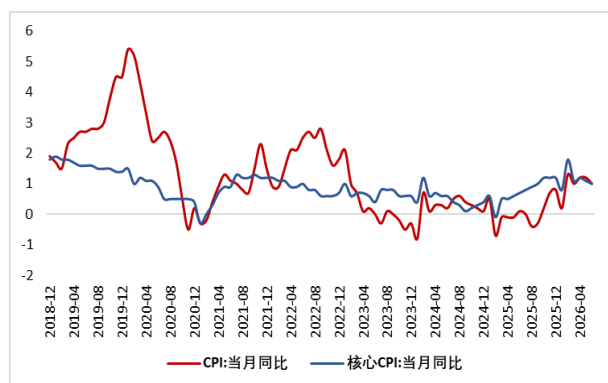
数据来源：银河期货，Wind

二、CPI 相对平稳，PPI 拐点初现

二季度 GDP 平减指数回升至 1.59%，如期转正，结束了连续十二个季度的负增态势，释放相对积极的信号。但这主要还是受输入性因素推升工业原料价格上行导致的，并非受需求驱动。

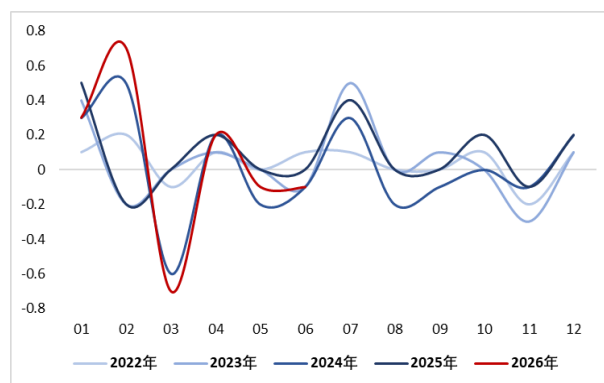
边际上看，居民消费价格整体相对平稳，6 月 CPI、核心 CPI 同比均+1.0%，分别较上月小幅回落 0.2、0.1 个百分点；CPI 环比-0.3%，较上月回落 0.2 个百分点，核心 CPI 环比-0.1%，与上月持平。结构上，交通工具用能源、贵金属饰品价格同比涨幅明显收窄、环比跌幅有所扩大或是导致 6 月 CPI 同环比读数双双回落的主要原因。

图 20：CPI 与核心 CPI 同比



数据来源：银河期货，Wind

图 21：核心 CPI 环比季节图



数据来源：银河期货，Wind

图 22：八大类价格同比

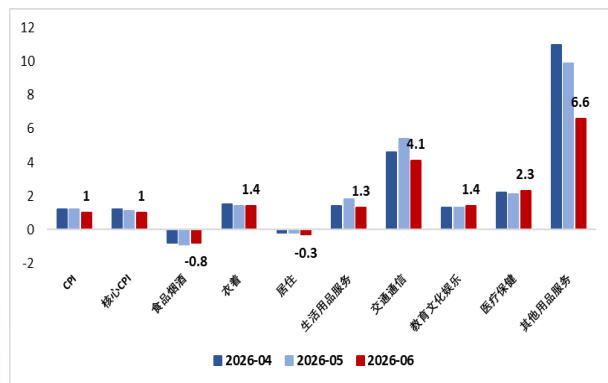
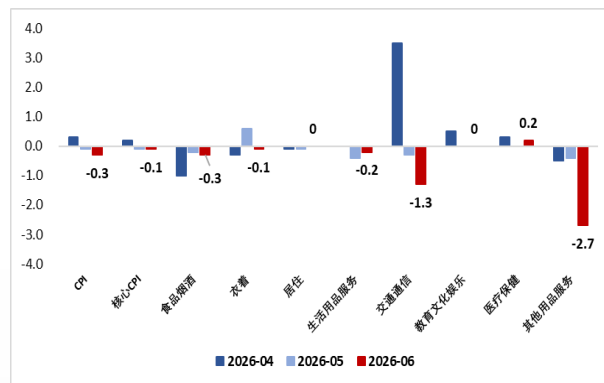


图 23：八大类价格环比



数据来源：银河期货，Wind

数据来源：银河期货，Wind

工业品价格拐点初现。虽然基数偏低影响下，6 月 PPI 同比+4.1%，较上月继续上行 0.2 个百分点，但环比来看，随着能源价格高位回落，工业品价格由升转降录得-0.3%，较上月回落 0.8 个百分点。结构上，除煤炭采选外，中东地缘扰动阶段性缓和后，中上游原料价格环比普遍走弱。下游工业品整体波动仍然不大，电子设备在 AI 高景气度带来的外溢效应影响下，环比涨幅相对可观。

图 24: PPI 同比

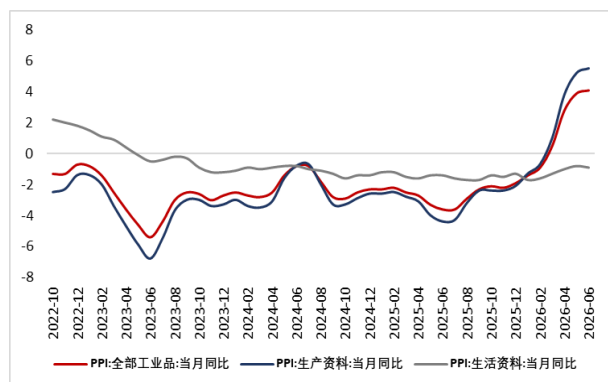
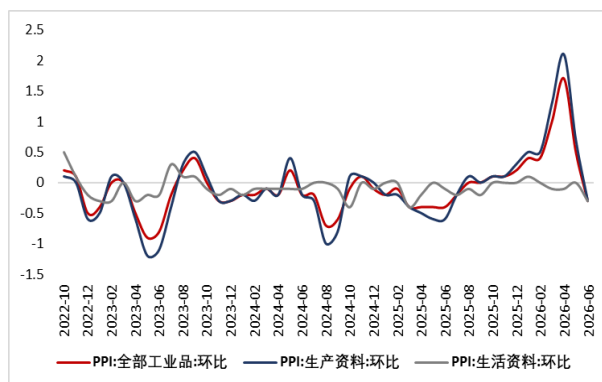


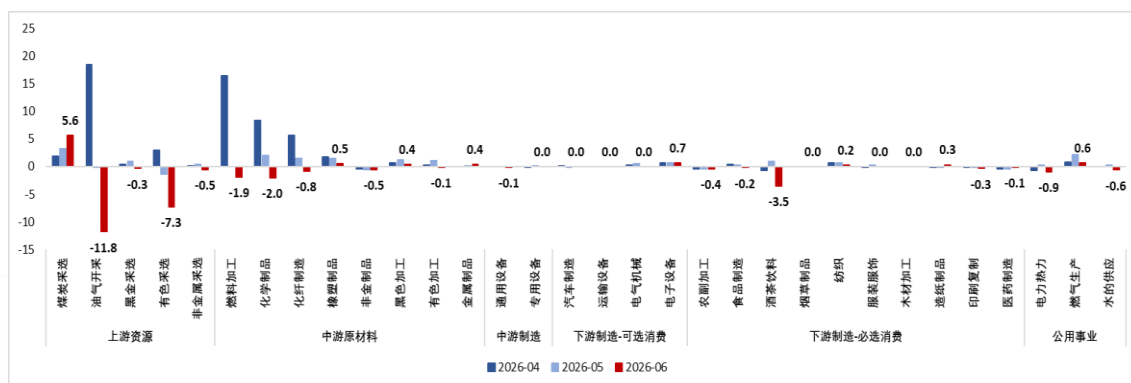
图 25: PPI 环比



数据来源：银河期货，Wind

数据来源：银河期货，Wind

图 26: 不同行业 PPI 环比

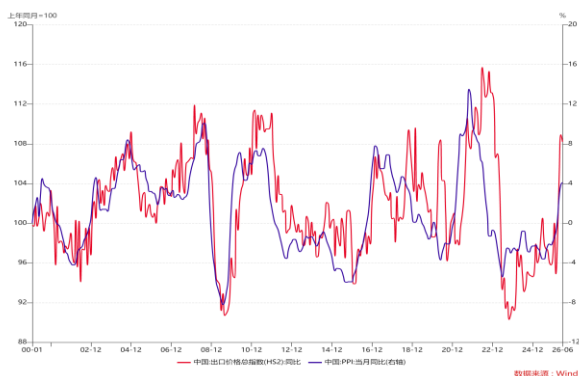


数据来源：银河期货，Wind

进入 7 月，美伊冲突再度反复，能源价格运行中枢上移已成当前市场共识，领先指标工业品价格指数环比出现小幅回升，但同比随着基数抬升反而有所回落。此前数据显示，一方面输入性的能源价格上行向核心通胀传导不畅，并可能反而从供给端抑制需求；另一方面，

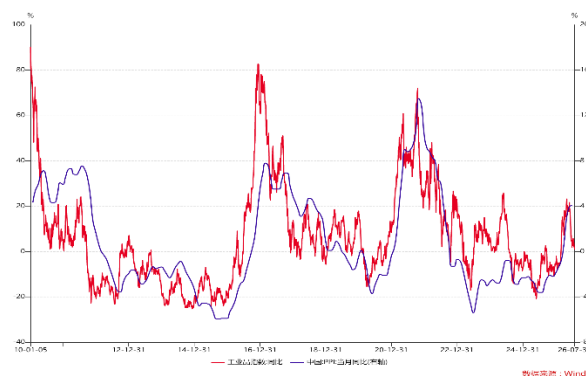
在缺少需求配合的情况下，工业品价格自上而下的传导同样受限，价格扩散效应不强。因此我们倾向于认为，即便后续能源价格维持高位，单一因素也难以对货币政策形成掣肘。

图 27: PPI 与出口价格指数



数据来源：银河期货，Wind

图 28: PPI 与工业品指数



数据来源：银河期货，Wind

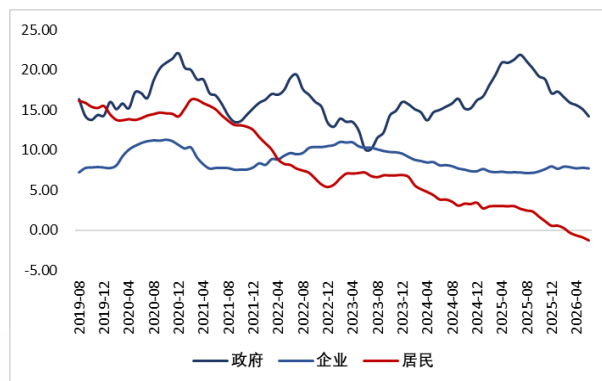
三、信贷社融依旧不强，货币供给同样放缓

金融数据方面，6 月实体部门融资需求仍然不及预期，国内贷款余额、社融存量同比分别+5.2%、+7.4%，均较上月回落 0.3 个百分点。分部门看，政府、企业、居民部门融资增速分别为+14.2%、+7.7%、-1.3%，分别较上月回落 0.90、0.08、0.39 个百分点。贷款需求较为低迷的情况下，信贷社融结构上的亮点主要还是体现在企业部门直接融资，尤其是债券融资相对高增上。

表 3: 信贷社融指标

	当期同比	上期同比	2026-06	2026-05	2026-04
新增人民币贷款	-6300	-1000	16100	5200	-100
居民户	-3330	-1952	2646	-1412	-7869
短期	-1560	-632	1061	-840	-4462
中长期	-1769	-1317	1584	-571	-3408
企事业单位	-2700	1100	15000	6400	3900
短期	-3400	-100	8200	1000	-4600
中长期	-4500	-3500	5600	-200	-4100
票据融资	5253	4824	1144	5570	12429
社会融资规模	-8606	-2607	33645	20293	6238
政府债券	-5825	-2349	7683	12236	9041
企业债券	1590	184	4012	1680	4520
股票	425	146	628	298	835
非标	140	435	-1344	-722	-5696

图 29: 三部门融资余额增速



数据来源：银河期货，Wind

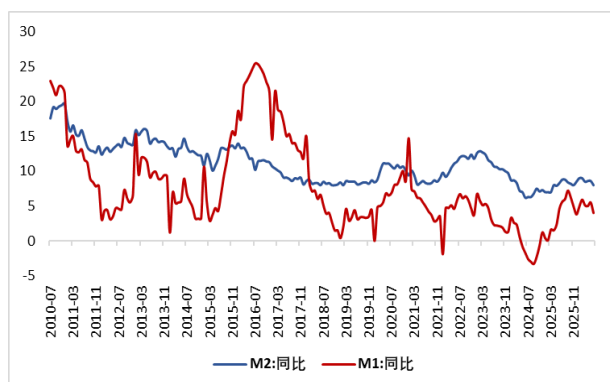
数据来源：银河期货，Wind

货币供给端，6 月 M2、M1 同比分别+8.0%、+4.0%，分别较上月回落 0.6、1.5 个百分点。除信贷社融表现一般拖累存款派生外，6 月 M2 增速回落幅度较大可能还一定程度上与上半年财政支出力度偏弱有关。而去年同期基数抬升的情况下，6 月 M1 同比放缓幅度较大，国内货币活化程度有所降低。

当前货币供给仍大于融资需求增速，从商业银行角度看，负债端存款增速也显著高于资产端贷款增速，这对债市而言偏友好。但 6 月两者增速差出现边际收敛，需关注后续这一趋势是否延续。

另外值得注意的是，存款结构上看，1-6 月非银金融机构累计新增存款 4.65 万亿元，继续处于历史同期高位，但 6 月单月超季节性减少 9900 亿元。金融数据公布当日的新闻发布会上，央行表示“资管产品规模增速、从非金融企业募集资金增速、持有同业存款和存单回流银行体系的资金增速，都在不同程度上明显高于社会融资规模、广义货币供应量、金融机构存贷款等金融总量增速，人民银行将进一步加强监测分析，强化利率政策执行和监督，对削减货币政策传导效果的不合理市场行为加强规范”，显示其或已对部分资金未流入实体部门而在金融体系内部空转有所关注，后续存在加强对资金空转行为管理的可能性。

图 30: M2 与 M1 同比



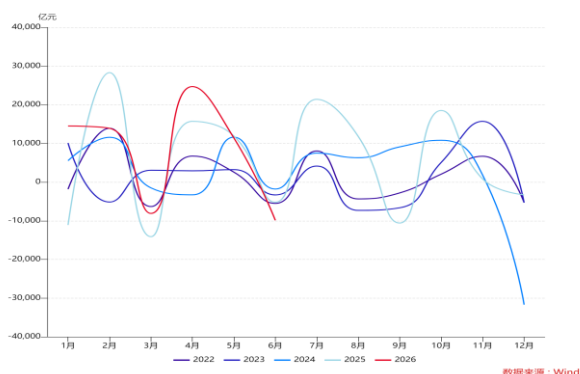
数据来源：银河期货，Wind

图 31: 存款增速与贷款增速



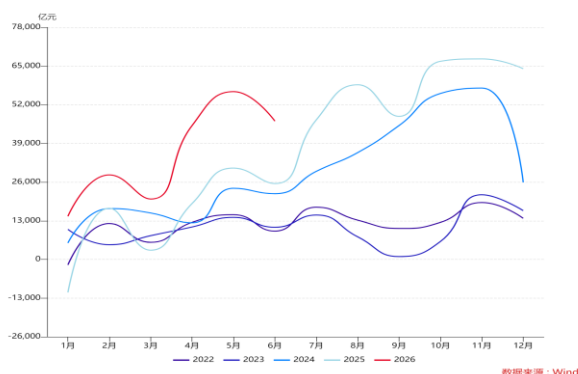
数据来源：银河期货，Wind

图 32：非银金融机构存款（当月值）



数据来源：银河期货，Wind

图 33：非银金融机构存款（累计值）



数据来源：银河期货，Wind

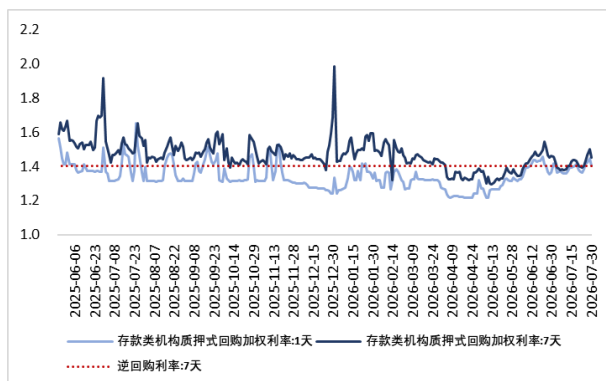
四、资金面平稳均衡，中长期流动性重回净投放

7 月银行间市场资金面多数时间窄幅波动，整体呈现均衡态势。截止 7 月 29 日收盘，月内 DR001、DR007 均值分别为 1.3881%、1.4151%，隔夜、7 天期非银资金利差均值分别为 2.92bp、2.23bp。长期资金方面，同业存单发行利率先下后上，临近月末 1Y 股份制银行发行利率在 1.48% 附近。

就流动性投放的“量”而言，央行常规逆回购削峰填谷，熨平季节性波动。尤其 7 月 24 日提前公告月末 2.1 万亿元隔夜逆回购操作，明确释放呵护跨月资金的信号。与此同时，随着三季度政府债券供给放量预期的升温，7 月中长期流动性也重回净投放，已公布的两期买断式逆回购叠加 MLF 操作合计释放 8000 亿元中长期资金，指向当前货币政策配合财政的支持性立场也保持不变。

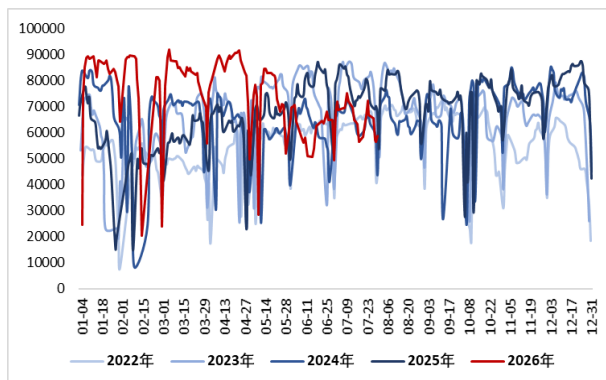
但“价格”层面，央行官员再度表示短端市场利率水平是判断央行的政策取向更适宜的观测指标，并继续强调将“更好引导市场隔夜利率在政策利率附近平稳运行”。从这个角度上来理解，政策利率调降预期升温前，1.35% 左右的隔夜资金价格进一步回落的空间将是较为有限的，并可能继续对中短端收益率的下行构成一定约束。

图 34：银行间质押式回购利率



数据来源：银河期货，Wind

图 36：银行间质押式回购成交量



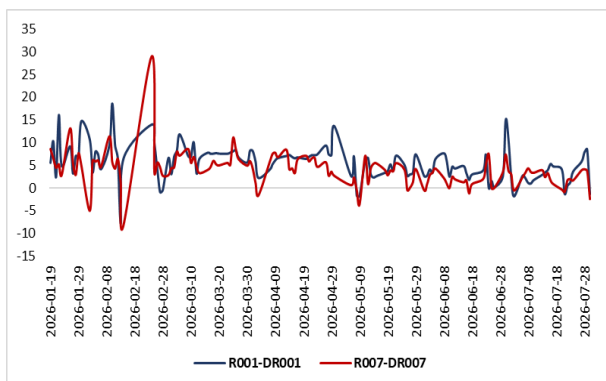
数据来源：银河期货，Wind

图 38：逆回购净投放量



数据来源：银河期货，Wind

图 35：非银资金利差



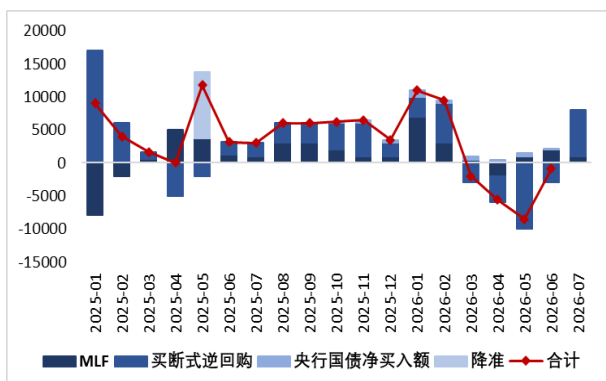
数据来源：银河期货，Wind

图 37：同业存单发行利率



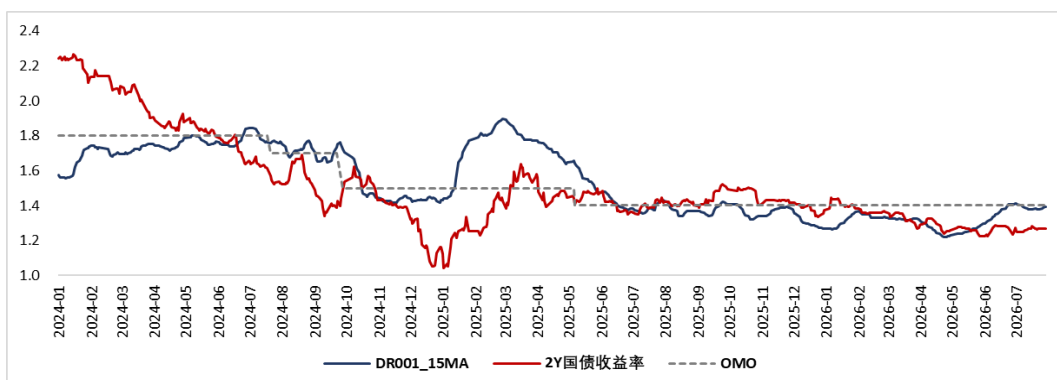
数据来源：银河期货，Wind

图 39：中长期资金净投放量



数据来源：银河期货，Wind

图 40：短端收益率与资金价格



数据来源：银河期货，Wind

五、政治局会议释放积极信号，宽松预期有所升温

7 月政治局会议通稿相较于 4 月在政策基调上更偏积极，“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”表述保持不变的同时，删除了“精准有效”的相关表述，并强调“及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度”。

对于财政政策而言，7 月政府债券净融资规模逾 1.2 万亿元，环比增加近 4000 亿元，但同比来看，1-7 月，政府债券累计净融资 7.7 亿元，仍不及去年同期的 8.9 万亿元。存量财政政策额度尚存，发力提效扩内需或将更多体现在支出进度方面。而方向上，政治局会议并未释放太多增量信息，“两重”、“两新”与“六张网”规划建设仍是主要侧重点。

而就货币政策而言，会议提出将“综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策”，这一定程度上打开了市场对“宽货币”加码的想象空间。不过，相关表述并未明确潜在政策加码的具体类型，从“财政金融协同”的角度去理解，我们倾向于认为数量型工具出台的确定性更高，价格型工具或仍是结构性。当然，即便后续仅有数量型工具落地，这对缓和政府债券发行带来的供给担忧也将起到积极的作用。

图 41：国债发行进度

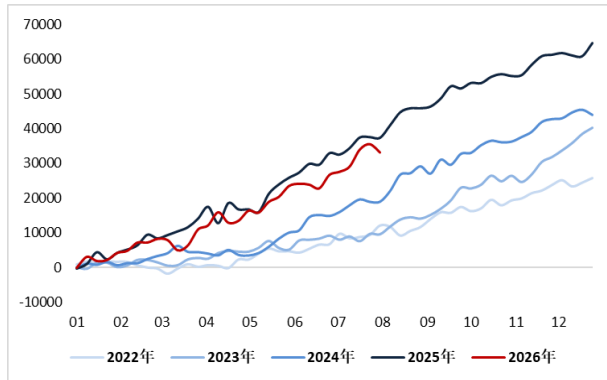
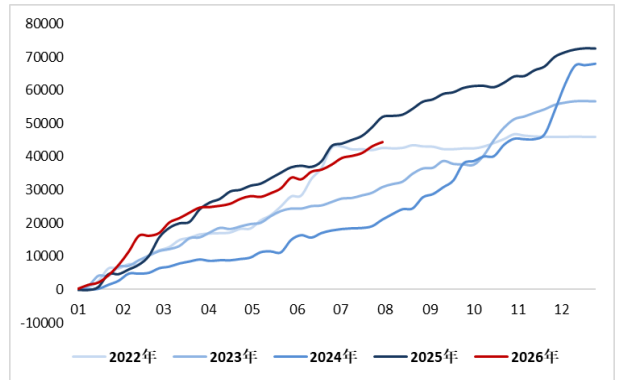


图 42：地方债发行进度



数据来源：银河期货，Wind

数据来源：银河期货，Wind

表 4：政治局会议通稿对比

	2026.7.30中共中央政治局会议	2026.4.29中共中央政治局会议	2025.12.8中共中央政治局会议
前期回顾	今年以来，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民攻坚克难、砥砺奋进，取得了一系列重大成就，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴奠定了坚实基础。要充分肯定成绩，坚定信心，再接再厉，为完成全年目标任务而努力奋斗。	今年以来，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民攻坚克难、砥砺奋进，取得了一系列重大成就，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴奠定了坚实基础。要充分肯定成绩，坚定信心，再接再厉，为完成全年目标任务而努力奋斗。	今年以来，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民攻坚克难、砥砺奋进，取得了一系列重大成就，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴奠定了坚实基础。要充分肯定成绩，坚定信心，再接再厉，为完成全年目标任务而努力奋斗。
形势判断	当前，我国发展面临新的战略机遇，经济长期向好，高质量发展扎实推进，科技创新取得重大突破，人民生活水平持续提高，全面建设社会主义现代化国家取得重大进展。要坚定信心，再接再厉，为完成全年目标任务而努力奋斗。	当前，我国发展面临新的战略机遇，经济长期向好，高质量发展扎实推进，科技创新取得重大突破，人民生活水平持续提高，全面建设社会主义现代化国家取得重大进展。要坚定信心，再接再厉，为完成全年目标任务而努力奋斗。	当前，我国发展面临新的战略机遇，经济长期向好，高质量发展扎实推进，科技创新取得重大突破，人民生活水平持续提高，全面建设社会主义现代化国家取得重大进展。要坚定信心，再接再厉，为完成全年目标任务而努力奋斗。
总体要求	要坚持以人民为中心的发展思想，坚持高质量发展，坚持改革创新，坚持绿色发展，坚持开放合作，坚持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要坚持以人民为中心的发展思想，坚持高质量发展，坚持改革创新，坚持绿色发展，坚持开放合作，坚持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要坚持以人民为中心的发展思想，坚持高质量发展，坚持改革创新，坚持绿色发展，坚持开放合作，坚持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
政策基调/主要目标	要坚持以人民为中心的发展思想，坚持高质量发展，坚持改革创新，坚持绿色发展，坚持开放合作，坚持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要坚持以人民为中心的发展思想，坚持高质量发展，坚持改革创新，坚持绿色发展，坚持开放合作，坚持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要坚持以人民为中心的发展思想，坚持高质量发展，坚持改革创新，坚持绿色发展，坚持开放合作，坚持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
财政政策	要实施积极的财政政策，加力扩围减税降费，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要实施积极的财政政策，加力扩围减税降费，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要实施积极的财政政策，加力扩围减税降费，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
货币政策	要实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
扩大需求	要扩大内需，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要扩大内需，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要扩大内需，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
产业链	要支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
改革/对外开放	要深化改革开放，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要深化改革开放，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要深化改革开放，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
房地产	要支持房地产市场健康发展，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要支持房地产市场健康发展，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要支持房地产市场健康发展，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
防风险	要防范化解重大风险，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要防范化解重大风险，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要防范化解重大风险，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
民生（就业&物价）	要保障和改善民生，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要保障和改善民生，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要保障和改善民生，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
资本市场	要支持资本市场健康发展，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要支持资本市场健康发展，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要支持资本市场健康发展，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。
环境	要支持生态文明建设，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要支持生态文明建设，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。	要支持生态文明建设，支持科技创新，支持绿色发展，支持开放合作，支持全面从严治党，为全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴而努力奋斗。

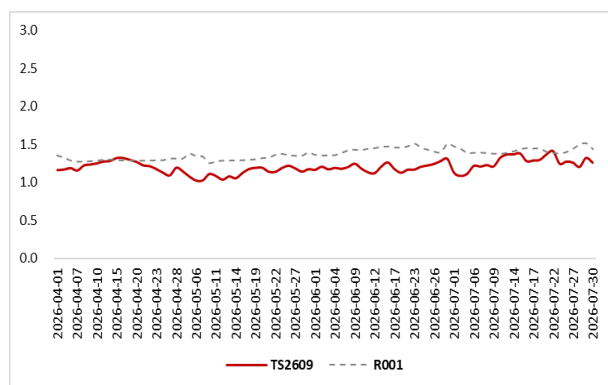
数据来源：新华社，银河证券

六、期债估值略显偏低，市场风偏有所波动

按中债估值与期货结算价计算，相较于现券，7 月多数时间期债盘面估值整体处于中性略偏低水平。受期现交易时间差异，现券尾盘提前反映增量信息，以及期债日内波动较为明显时，结算价与收盘价存在差异等因素的影响，TL 合约 IRR 振幅相对较大。

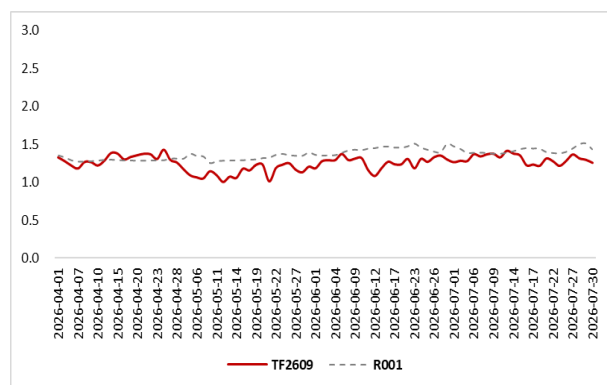
持仓方面，截至 7 月末，各期限期债合约持仓规模均处偏高水平，尤其 TL 合约持仓连续创出历史新高，这除了与当前超长端偏多的氛围相呼应之外，中短期限合约持仓量并未同步上行可能也与前期做陡曲线头寸离场有关。

图 43: TS 主力合约 IRR



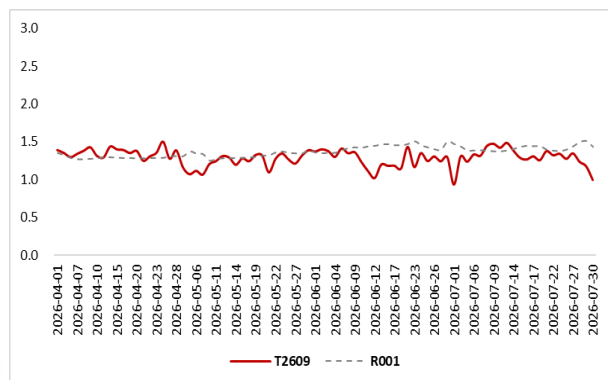
数据来源：银河期货，iFinD

图 44: TF 主力合约 IRR



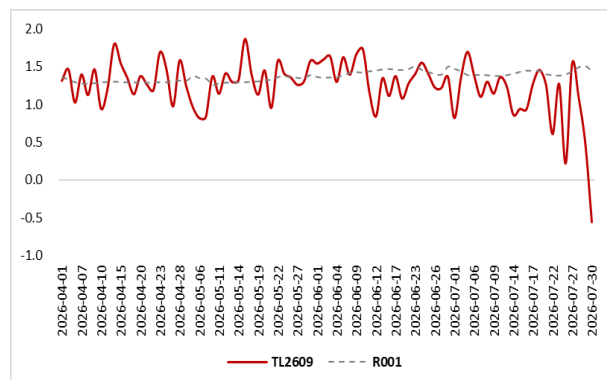
数据来源：银河期货，iFinD

图 45: T 主力合约 IRR



数据来源：银河期货，iFinD

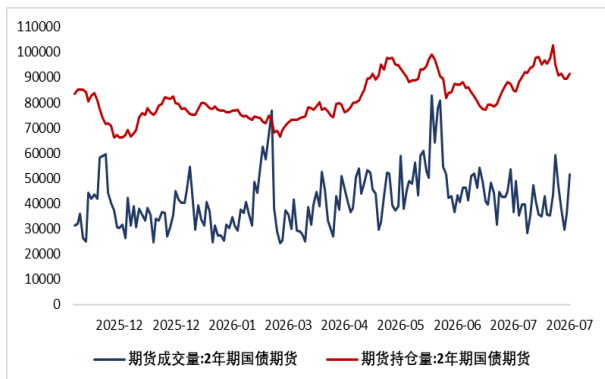
图 46: TL 主力合约 IRR



数据来源：银河期货，iFinD

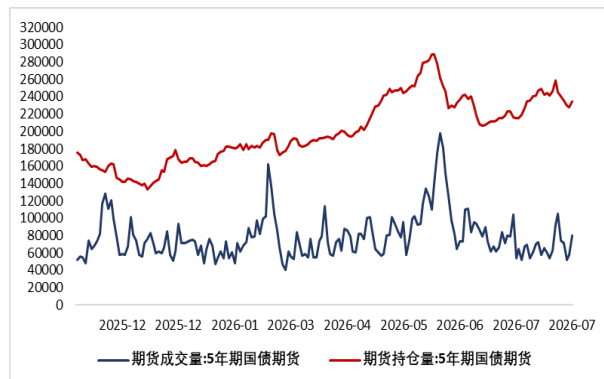
图 47: TS 合约持仓量与成交量

图 48: TF 合约持仓量与成交量



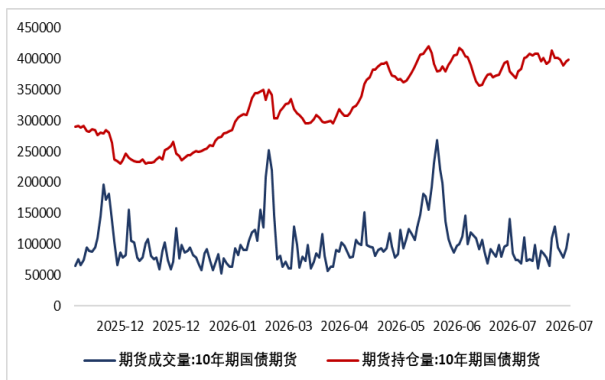
数据来源：银河期货，iFinD

图 49：T 合约持仓量与成交量

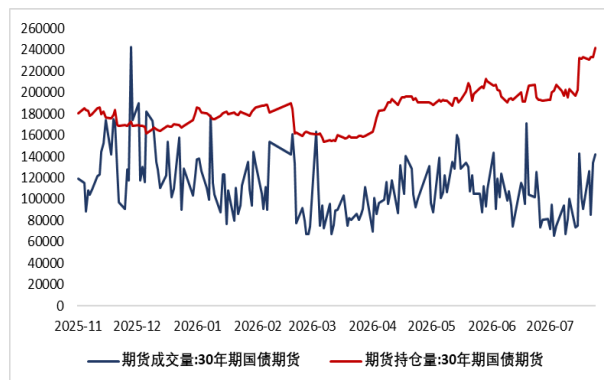


数据来源：银河期货，iFinD

图 50：TL 合约持仓量与成交量



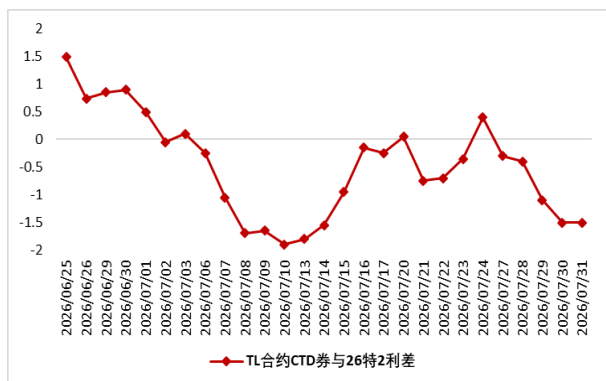
数据来源：银河期货，iFinD



数据来源：银河期货，iFinD

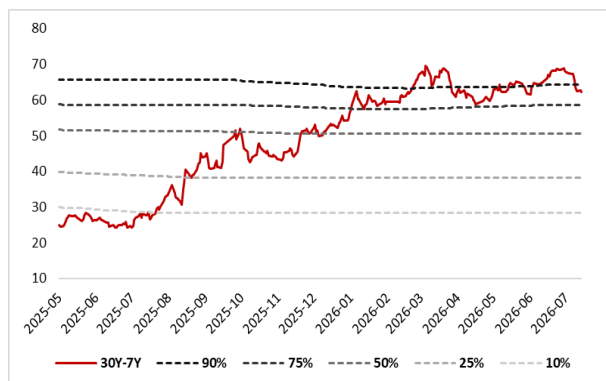
现券层面，7 月 30Y 新老券利差有所收窄，其原因一方面与市场一度对后续绝对活跃券尚未形成一致预期有关；另一方面，保险等机构配置需求上升或也是背后的推动力量。而截至 7 月 30 日，30Y-7Y 期限利差为 63.1bp，回落至近 10 年 90%分位数水平下方，但相较于中短端而言，依旧相对偏高。我们认为若后续权益市场赚钱效应下降，“资产荒”进一步有所演绎，长端偏高的期限利差存在进一步压缩的空间。

图 51: TL 合约 CTD 券与 30Y 活跃券利差



数据来源：银河期货，iFinD

图 52: 30Y-7Y 期限利差历史分位水平



数据来源：银河期货，iFinD

另外，从成交量与融资余额上看，近期 A 股市场活跃度出现明显回落。与此同时，此前偏高的绝对估值虽有修复，但仍显偏高。不过，目前股债相对估值处于近 10 年偏中性的水平，风险资产相较于 10Y 国债收益率并无明显溢价。

图 53: A 股成交量



图 54: A 股融资余额

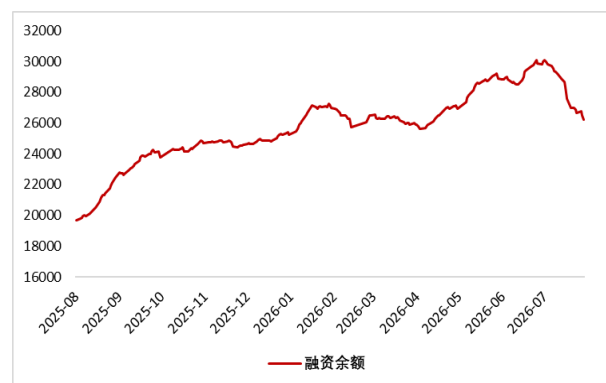


图 55: A 股滚动市盈率

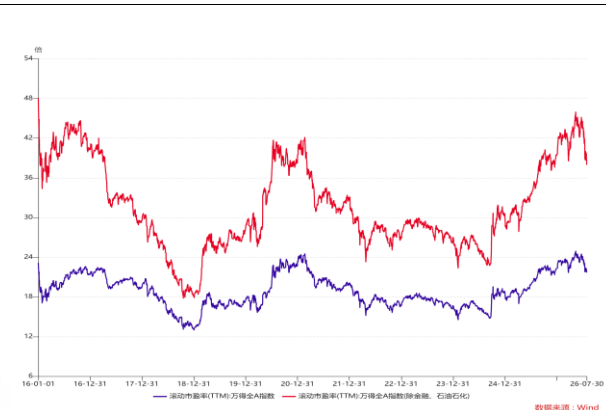
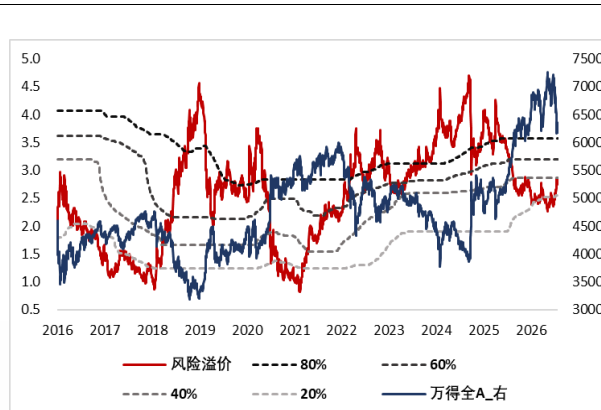


图 56: A 股风险溢价



数据来源：银河期货，Wind

数据来源：银河期货，Wind

对于权益市场而言，我们认为目前国内政策护航股市态度无疑，但外部环境不确定性尚存。短期内，这种不确定性主要体现在中东地缘升级扰动与 AI 行业景气度预期变化，中长期还包括海外关税及货币政策收紧带来的潜在不利影响。

第三部分 后市展望及投资策略

二季度国内经济增长动能放缓，结构上外需支撑生产，内需相对偏弱的分化特征也在延续，信贷社融增速继续回落与偏弱的内需一体两面，相互呼应，结合 7 月高频指标，基本面现状对债市仍难言利空。

而在央行继续强调“更好引导市场隔夜利率在政策利率附近平稳运行”的情况下，当前资金面对收益率下行，尤其是中短端收益率下行仍构成一定约束。与此同时，投资者对后续政府债券供给放量的担忧也尚未完全消除。

不过，7 月政治局会议释放出较为积极的信号。一方面，存量财政政策额度尚存，发力提效扩内需或将更多体现在支出进度方面；另一方面，“综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策”的相关表述，一定程度上打开了宽松加码的想象空间。我们倾向于认为，即便后续仅有数量型工具落地，对缓和政府债券发行带来的供给担忧也将起到积极的作用。

在此情况下，单边建议投资者保持偏多思路，逢低试多 TL 合约，但考虑到风险资产连续调整后，随时可能出现的反弹修复，进而缓和“资产荒”压制债市情绪，当前仓位或不宜过重。套利方面，政策利率调降概率虽有上升，但落地的确定性或不及数量型工具，叠加 30Y-7Y 期限利差仍处偏高分位水平，建议做平曲线头寸（TL-3T）部分止盈后，继续适量持有。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容以及数据的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 I F C 国际财源中心 A 座 3 1 / 3 3 层

上海：上海市虹口区东大名路 5 0 1 号上海白玉兰广场 2 8 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：4 0 0 - 8 8 6 - 7 7 9 9