

## 关税向后，现实向前

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

### 摘要

- 宏观经济方面**，财政政策托底内需，外需存在不确定性。三季度财政端仍是经济托底力量，国补资金支持消费，专项债和超长期特别国债支持投资，内需的结构韧性有望延续；另外，二季度美国进口商并未抢进口，而是以消耗此前积累的低价库存为主，关注其补库是否会在三季度恢复。
- 利率债方面**，今年以来，物价持续低位运行，关税背景下或有深化风险，低利率方向延续；变化是财政预算加码后政府杠杆率大幅提升，政府债净融资规模增多且节奏明显前置化，银行表内从资产荒一度变成负债荒，这一情况下半年有望好转，以促进利率债配置资金进一步释放。
- 信用债方面**，三季度债市或面临宏观读数走弱、资金季节性宽松、信用债供给持续偏弱、央行重启国债买入等有利因素的叠加，当前信用利差虽窄且收益率曲线仍平，但短端资金有望进一步下探，进而带动广谱收益率跟随下行。
- 可转债方面**，基本面与政策博弈预期仍在，行业风格/市值风格等也可能出现反复，在这样相对复杂的情形下，转债防守反击的特性与估值安全垫值得重视与利用。结构层面，曲线中部和头部（平价 90、100 以上）性价比相对高，后期若平价支持预计仍有较大弹性。同时需注意，随债底抬升，转债盈利区间可能需逐步上移。

### 一、2025 年二季度债券市场回顾

二季度债市在超预期关税驱动下先是急涨，随后进入震荡格局。期间，关税作为宏观层面的主要矛盾，前期债市主要围绕关税谈判本身进行博弈，并在首次谈判促进税率下调后出现回调；后期则主要围绕关税影响寻找方向，即关税客观上导致经济边际走弱和资金面持续宽松，收益率重新向季初低点回落。

#### 4 月：所谓“对等关税”横扫全球，债市大幅跳涨

收益率“L 型”走势，曲线形态走平，2、10、30 年期国债收益率分别下行 12BP、19BP、20BP 至 1.45%、1.62%、1.82%，10-2 年和 30-10 年期限利差分别收窄 7BP 和 1BP 至 17BP 和 20BP。

月初关税冲击来袭，清明假期前夕美国公布全球所谓“对等关税”结果，对

中国新加关税 34%超预期，随后中国进行反制，最终结果为美国对中国关税税率累计达到 145%，中国对美国累计达到 125%，大超此前预期。债市大幅跳涨后进入观望，主要因为 10 号美国突然宣布对超过 75 个国家实施为期 90 天的关税暂缓措施，国内观望中美是否也能进入谈判进程，直到月底 PMI 数据公布经济压力显现，中美仍未开启正式谈判，收益率重返下行。在此过程中，央行对流动性彰显呵护态度，月中 MLF 净投放 5000 亿元为去年以来新高，隔夜资金利率回落至 1.7% 一线。

### **5 月：中美首次会谈破局，债市分歧再起**

收益率震荡上行，曲线形态走陡，2、10、30 年期国债收益率分别上行 1BP、5BP、7BP 至 1.46%、1.67%、1.90%，10-2 年和 30-10 年期限利差分别走阔 4BP 和 3BP 至 21BP 和 22BP。

月初央行宣布降准降息，“双降”落地时点早于市场预期，中短债蓄势补涨，但很快中美经贸第一次会谈结果超预期向好，双方发布日内瓦联合声明，对等关税仅保留 10% 全球平均水平、剩余部分同样暂缓 90 天，收益率快速回调，关税定价回吐后市场分歧再起，一是抢出口脉冲能否出现从而支撑暂缓期内数据，二是央行态度会否随着关税调整而调整，尤其是下旬存款降息后关于存款流失和银行负债压力的担忧声音较多，市场谨慎观望央行的对冲操作。在此过程中，央行对流动性呵护态度实则未见变化，隔夜资金利率继续回落至 1.5% 一线。

### **6 月：央行买断呵护跨季，债市重返多头**

收益率震荡回落，曲线形态走陡，截至 6 月 20 日，2、10、30 年期国债收益率分别下行 10BP、3BP、6BP 至 1.37%、1.64%、1.84%，10-2 年和 30-10 年期限利差分别走阔 6BP 和收窄 3BP 至 27BP 和 20BP。

月初央行接连两周发布买断式逆回购招标 1 号和 2 号公告，即开展 1 万亿 3 个月和 4000 亿 6 个月买断式逆回购操作，并在官网开设栏目更新 5 月各项工具流动性投放情况，展现了央行稳定半年末资金面和强化政策透明度的双重决心。受此提振，市场对央行呵护态度增添一份信心。加之央行买短债规模上升，央行重启买债的预期也同步高涨，隔夜资金利率继续回落至 1.4% 一线。月内能提供潜在回调的两个事件，一是中美磋商机制首次会议，二是陆家嘴论坛，也都平稳落地无太多增量信息，各期限收益率普遍回吐 5 月跌幅。

图：二季度 10 年国债到期收益率走势



数据来源：Wind，东方红资产管理，历史数据仅作展示，不代表未来表现

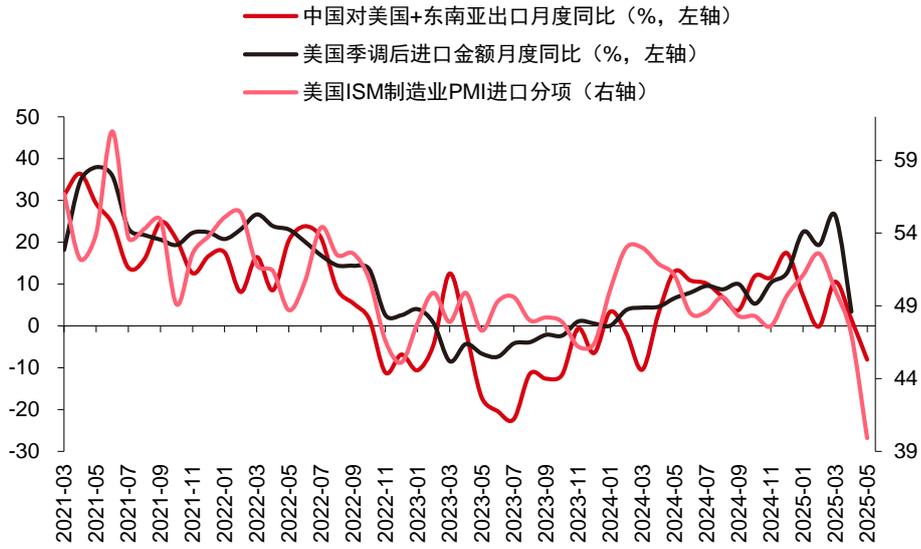
## 二、2025 年第三季度投资展望

### 1、财政继续托底内需，外需存在不确定性

三季度财政政策端预计仍是经济托底力量，国补资金支持消费，专项债和超长期特别国债支持投资，内需的结构韧性有望延续；另外，二季度美国进口商并未抢进口，而是以消耗此前积累的低价库存为主，关注其补库是否会在三季度恢复。

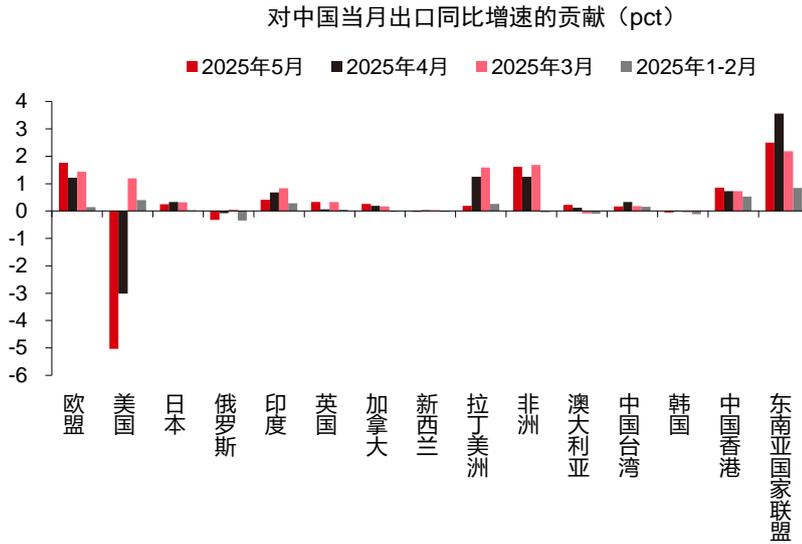
根据 2025 年 4-5 月经济数据及 6 月以来的高频数据，预计 2025Q2 国内实际 GDP 同比增速在 5.3% 左右，显著高于此前 4.8% 左右的市场一致预期，继 2025Q1 之后再度超预期，这是由于尽管 2025Q2 美国终端需求很差，但非美需求偏强带动出口表现较好，叠加 4 月末第二批超长期特别国债资金下达支持消费品以旧换新补贴带动 5 月社零高增、新能源全面入市前光伏和风电抢装潮带动基建投资高增（根据《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，6 月 1 日起投产的新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成）、2000 亿元超长期特别国债资金支持设备更新带动设备工器具购置投资大幅增长等。因此财政政策托底及非美需求较好是 2025Q2 国内经济表现超预期的主要原因，前者或在 2025Q3 延续，后者则需要跟踪变化。

图：2025Q2 美国并未抢进口



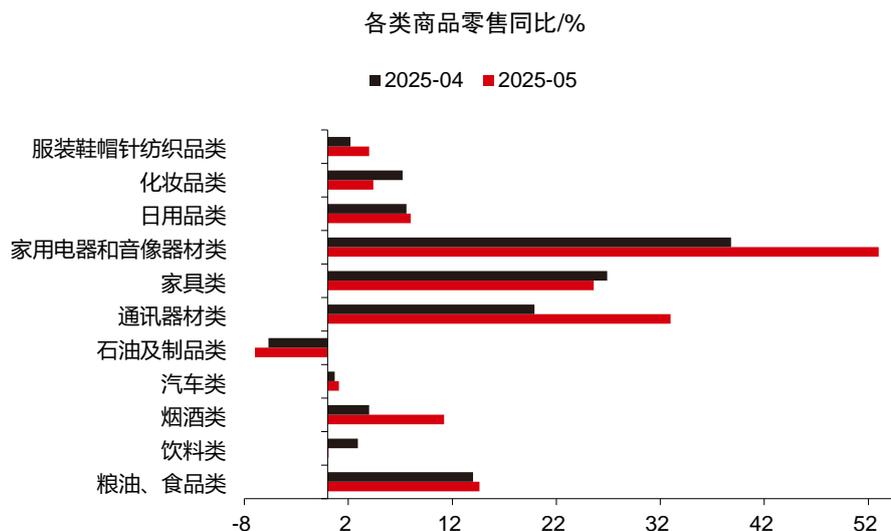
资料来源：Wind，东方红资产管理

图：2025Q2 出口较强主要依赖非美需求



资料来源：Wind，东方红资产管理

图：5月社零高增主要依赖第二批以旧换新补贴资金下达



资料来源：Wind，东方红资产管理

**出口方面**，2025年4-5月出口偏强主要依靠非美新增需求，此前对美抢过出口的C端产品表现较差，需关注后续美国渠道商对C端产品的补库情况，以及非美需求改善的可持续性。2025年4/5月中国对欧盟出口同比分别+8.27%/+12.02%，对日本出口同比分别+7.77%/+6.16%，与欧元区和日本4-5月需求景气回升对应，此外中国对非洲出口亦持续偏强，2025年3/4/5月同比分别+37.04%/+25.30%/+33.33%，连续3个月保持两位数增长。与之相对应，2024年11月-2025年3月，美国进口商积极抢进口补库，但2025年4-5月转为以消耗低价库存为主，进口大幅走弱，这也是4-5月美国通胀数据并未受到所谓“对等关税”的明显影响，甚至低于预期的重要原因，考虑到美国渠道商仍需为H2的黑五/圣诞节购物旺季补库，因此2025Q3出口表现可能并不差。

**消费方面**，在居民消费倾向和加杠杆消费意愿都较弱的情况下，商品消费仍主要靠后续1380亿元国补资金的支持，发改委将在7月和10月分别下达Q3和Q4的国补资金，而在今年以来服务消费本身就表现偏强，量价齐升的基础上，暑期作为文旅消费传统旺季，叠加近期政策层面对服务消费的扶持措施（2025年6月24日央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，提出设立额度5000亿元的服务消费与养老再贷款，加大对服务消费重点领域信贷支持力度等举措），有望带动Q3服务消费延续偏强表现。

**投资方面**，1) 制造业投资：与 2025Q1 类似，尽管预计 2025Q2 实际 GDP 同比增速表现仍然偏强，但与价格水平对应的 GDP 平减指数同比仍然会有明显下降，且降幅相较 2025Q2 进一步扩大，由于之前产能投放的原因，产能过剩问题依然严重，叠加上游动力煤和原油价格仍有进一步下行的风险，因此企业利润和投资项目的 ROIC 都偏低，对制造业投资形成压制。事实上，今年以来制造业投资因行业所处产业链位置和价格表现的不同，形成明显差异，相较而言由于上游的价格表现最差，因此原材料制造业投资同比增速最低，中游装备制造业则好于上游，而下游的消费品制造业又好于中游。2) 地产投资：从作为领先指标的新开工面积看，后续地产投资同比降幅仍有扩大压力，且年内已经表现较差的土地购置费可能后续仍会对地产投资形成显著影响。3) 基建投资：2025 年 1-5 月基建投资高增主要依靠 6 月 1 日新能源全面入市前光伏和风电的抢装潮，但基建投资中的交通运输、仓储和邮政业和公共设施管理业均明显低于不含电力的基建投资增速，可能与超长期特别国债募集资金的实际到位速度偏慢有关，随着后续资金到位情况改善，不含电力的基建投资增速可能改善。

## **2. CPI 同比在 2025Q3 仍有下行压力，PPI 同比降幅收窄**

**PPI 方面**，考虑到油价和 PPI 高度正相关，在上游能源价格持续承压的背景下，年内 PPI 同比预计将持续为负。OECD 综合领先指标对 PPI 月度同比有较好的领先性（9 个月），而前者从 2024 年 8 月起触底回升，因此 PPI 同比降幅有望在 2025H2 逐渐收窄。预计 2025Q3 的 PPI 同比中枢会由 Q2 的-3%升至-2.5%左右。

**CPI 方面**，2 月核心 CPI 同比下降，3 月又大幅回升，主要是由于春节错位导致的基数效应，从领先指标看，年内核心 CPI 同比仍有下行压力：地产景气度较弱影响租赁房房租，汽车价格战影响交通工具价格，手机价格战影响通信工具价格，此外消费品以旧换新补贴本质上仍然是补贴生产端，因此供给端对价格的压力仍在。预计 2025Q3 的 CPI 同比中枢会由 Q2 的-0.1%降至-0.6%左右。

## **3、货币端继续保持流动性充裕，财政端加快已有存量政策落实**

货币政策方面，2025 年 5 月央行在降息的同时，通过降准释放长期流动性 1 万亿元，6 月 5 日打破以往月末公布当月计划的惯例，提前公告将开展 1 万亿元 3M 买断式逆回购操作，6 月 16 日再度开展 4000 亿元 6M 买断式逆回购操作，合

计实现买断式逆回购净投放 2000 亿元，可见央行有意维护流动性宽松以支持政府债券发行及稳定银行负债端，增强银行放贷能力。在 2025Q3 外需仍存在不确定性，主要靠财政政策继续托底内需，超长期特别国债和地方债仍有相当规模待发的情况下，预计央行会继续呵护资金面，保持流动性充裕。

财政政策方面，2025Q3 主要是继续落实已有的存量政策（如加快超长期特别国债和地方政府新增专项债的发行，确保项目资金及时到位），出台增量财政政策可能也要等到 2025Q4：2025 年 6 月 24 日财政部部长蓝佛安向人大作《国务院关于 2024 年中央决算的报告》，提出会根据形势变化及时推出增量储备政策，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。

### 三、2025 年第三季度债券投资策略

#### 1、利率债方面，负债压力前置化，下半年有望好转

今年以来不变的是物价持续低位运行，低利率延续。2023 年以来，PPI 环比上涨的阶段不多，仅 2023 年 8-9 月（一线地产认房不认贷）、2024 年 5 月（一线地产首付比例降至 15%和 25%）、2024 年 11 月（地产多项税收优惠政策），且脉冲走低，其余一些时间都是 PPI 环比下跌与市场利率下行并存，今年至今该物价条件并未打破，关税背景下或有深化风险，低利率方向延续。

从央行角度看，“通胀目标”承压时，降息对冲的必要性上升，否则实际利率被动抬高会进一步抑制经济活动，因此降息周期并未结束，预计下半年仍有降息概率；从政府角度看，“增长目标”承压时，稳增长的必要性上升，今年 Q1 的 GDP 环比增 1.2%，对应环比折年率 4.9%，仍位于全年目标附近，因此现阶段的稳增长压力并不大，且考虑到去年 Q3-Q4 的高基数，可能今年 Q3-Q4 的 GDP 同比压力才会逐步显现，即下半年稳增长政策出台时点可能不会太早。

今年的变化是财政预算加码后的政府杠杆率大幅提升。这直接导致政府债券净融资量明显增多，今年国债和地方债净融资量合计近 14 万亿，比去年多增近 3 万亿，增幅与 2020 年和 2023 年相似；除净融资量增多，发行进度也明显偏快，今年前 5 个月国债和地方债合计已发 6.4 万亿，占全年比重 46%（作为对比，去年为 24%），从社融增速也可以看到：去年 11 月之后持续回升，主要就是依靠政府债放量，同期贷款增速仍在低位，即银行表内虽然贷款投放仍显乏力，但承接

了大量的政府债供给，对中长期流动性形成较多占用。

往后看下半年，银行体系流动性有望好转。一是政府债节奏前置化，下半年压力相应减轻，月均1万亿左右，低于去年8月到今年5月的月均1.5-2万亿，预计政府债净融资增速以7月为拐点持续回落；二是央行买债亟待重启，考虑到去年央行买入的短债已经陆续到期，最早三季度有望重启买债向市场注入更多流动性。基于该角度，下半年风险因素是财政预算会否连续第三年“年中调整”，若排除该风险，如上所述下半年流动性应好于上半年。

## 2、信用债方面，关注中长久期信用票息资产

一级方面，Q2信用债供给季节性回落，预计Q3发行总量难超预期，而城投弱、高等级产业强的结构性特征仍将维持；取消发行方面，信用债需求仍强，票息资产供不应求，取消发行比例回落至单月1%以内，预计热度有望维持。

二级方面，Q2信用债修复行情显著，当前各品种信用利差已回落到低位。展望Q3，债市或面临宏观读数走弱、资金季节性宽松、信用债供给持续偏弱、央行重启国债买入等有利因素的叠加，当前信用利差虽窄且收益率曲线仍平，但短端资金有望进一步下探，进而带动广谱收益率跟随下行，建议配置上可适当积极，尤其关注中长久期信用票息资产。

在更细分的策略维度上，我们关注到两点，一是部分国有地产债及城投债1-2年期限利差陡峭、骑乘收益仍显著，二是随着科创债ETF后续落地放量，可能为其指数成分券带来较为明显的流动性溢价，或可适当提前布局。

## 3、可转债方面，重视转债防守反击特性

二季度，转债随权益表现出明显震荡，估值整体稳定、略有上收，指数最终接近一季度高点；当前转债估值绝对角度看低于0%，相比对应正股有性价比；相对角度看处于红线【-5%，+4%】历史波动区间的中间略偏下位置，同样处于正常偏低的水平。三季度经济基本面与政策博弈预期仍将存在，结构上包括行业风格/市值风格等也可能出现反复，在这样相对复杂的情形下，转债防守反击的特性与估值安全垫值得重视与利用。

图：转债的平均偏离（定价偏离=市场定价/理论定价-1）



数据来源：Wind，东方红资产管理

结构层面：平价-转股溢价率曲线整体已有明显抬升，目前：1) 资金出于安全性的要求，相对偏好偏债型/平衡型/白马标的，曲线尾部和偏中部（平价 90 以下）已经贴近 2022 年初的估值高位，该区间主要满足配置需求，挖掘条款价值，或正股预期有明显变动的低位标的（正股空间够）；2) 对于曲线中部和头部（平价 90、100 以上），前期出于市场结构性风格原因并不受偏好，但实际即使考虑转债老龄化（剩余期限 3 年以内转债余额已占 60%以上）、赎回压力等等原因，溢价相对来看仍不算高，有性价比；后期在权益支持的情形下预计仍有较大弹性。

同时，观察到传统百元平价溢价率、平均价格等衡量指标不断上移，和模型理论定价估值整体正常有一定出入，原因是债市收益率下降与转债老龄化托举了债底价值；在这样背景下，早期 2018~2020 年或 2024 年信用冲击时转债所讲求的“挣 100 到 130 的钱”，或许已经需要顺应变化，上移盈利区间，如考虑“挣 115 到 150 的钱”。因此，也需要关注标的下修及强赎情况。

在转债平价震荡回升的基础上，转债市场弹性逐步上行，目前理论 delta 弹性已回升至 0.25~0.30 区间；同时估值从历史低位回升至-1%附近，悲观情况下也有一定波动空间；因此后续转债资产波动有放大的可能，对组合回撤控制提出

更高要求；但另一方面，在 Q3 预期基本面政策博弈、各类风格反复的背景下，短期回撤也可能带来较好机会。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至 2025 年 7 月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。