

投研视点 | 2025 上半年债市回顾及展望

上半年债市回顾 1

(1) 2025 年一季度债市主线——“适度宽松”货币政策预期修正

货币宽松不及预期，收益率整体上行。10 年国债到期收益率由年初低点 1.60% 上行至 1.81%，1 年国债到期收益率由 1.02% 上行至 1.54%。央行监管趋紧、资金面收敛使得机构博弈资本利得的顺畅逻辑受阻，负 carry 环境下短端品种率先明显调整压力，随后传导至长端，收益率曲线平坦化上移。

具体来看，年初资金面持续紧张，长债表现具有韧性。春节后非银存款流失与信贷“开门红”影响下，银行负债端压力仍大；央行持续净回笼，资金面仍维持紧平衡。二手房销量走强、Deepseek 科技出现突破、民营企业座谈会召开等事件使得风险偏好显著提升，长端利率快速上行。3 月中下旬，随着资金面边际稳定，债市震荡修复。

(2) 2025 年二季度债市主线——中美关税博弈

外部压力骤然上升，推动宽货币政策落地，收益率整体下行。10 年国债到期收益率由季初高点 1.81% 下行至 1.65%，1 年国债到期收益率由 1.54% 下行至 1.34%。中美关税超预期落地，引发风险偏好短期大幅下降，宽货币预期随之升温并在 5 月落地，债市处于偏顺风环境，收益率曲线平坦化下移。

具体来看，4 月初受特朗普政府关税政策影响，宽货币预期再起，债券收益率快速下行，后续海外关税态度反复，债市维持震荡，月末 PMI 数据带动下，债市再迎上涨。5 月上旬货币政策落地带动资金价格下台阶，随后债市围绕关税谈判情况、基本面数据小幅震荡，下旬存款利率调降带来存款搬家预期、银行卖老券兑现利润预期等机构行为带动债市整体回调。进入 6 月，央行持续买短债，央行买断式逆回购有力呵护，叠加基本面数据表现偏弱，债市利好因素累积增多，收益率基本处于下行通道，但止盈情绪升温制约债市进一步上涨空间。

后市展望 2

预计 2025 年下半年随着宽货币预期回温，利率仍存下行空间，关注中美关税谈判、稳增长增量政策落地、央行监管等带来的调整。

三季度经济下行压力逐步显现，宽货币预期逐月升温，叠加稳增长增量财政政策快速出台可能性较低，预计债市整体处于震荡下行状态。四季度财政政策进一步发力，宽信用预期升温，经济悲观预期有所修正，但政策基调以托底为主，而非强刺激，货币政策在“稳增长”诉求下，仍将处于适度宽松周期，债市整体偏震荡。信用债方面，跨半

年后理财规模回升，票息资产供给相对不足，信用债或仍处于做多窗口期，信用利差有望边际压缩。但考虑到前期利差压缩相对较多，后续进一步收窄空间或相对有限。

整体来看，当前债市收益率整体处于历史低位，在有限的空间下，灵活调整组合久期和杠杆，根据信用利差、期限利差调整持仓结构，挖掘信用个券，关注信用债 ETF、科创债 ETF 扩容带来的交易性机会。

（作者**赵岩**为太平基金固定收益投资部助理总监、基金经理）