

万亿逆回购超预期投放，关税战边际缓和预期，短债领跑长债

——债市周评（2025年6月3日-6月6日）

摘要：

跨月后资金利率大幅下行，资金面整体偏宽松。全周 DR001 下行 7bp 至 1.41%，R001 下行 12bp 至 1.45%，DR007 下行 13bp 至 1.53%，R007 下行 15bp 至 1.55%。央行公开市场操作方面，本周央行投放 9309 亿元 7D 逆回购，到期回笼 16026 亿元 7D 逆回购，实现净回笼 6717 亿元。下周关注逆回购到期 9309 亿元。央行首次月初公布买断式逆回购操作，单日规模达 1 万亿元，呵护市场流动性的态度较为明显，稳定市场预期。但 6 月同业存单到期压力较大，仍需关注其对跨季资金面的扰动。整体看，央行维稳资金面的操作积极，预料资金面将维持宽松局面。

5 月制造业 PMI 为 49.5%，比上月上升 0.5%，低于荣枯线。从分类指数看，生产指数为 50.7%，比上月上升 0.9%；新订单指数为 49.8%，比上月上升 0.6%；原材料库存指数为 47.4%，比上月上升 0.4%；新出口订单指数为 47.5%，比上月上升 2.8%。从数据看，关税冲击的暂时缓和带动“抢出口”发力，但 PMI 能否持续修复仍需关注中美关税战的进展。本周中美元首通话，或预示着中美贸易摩擦边际缓和的可能性有所提高。

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 6142.75 亿元，比上周发行量 3942.12 亿元多 2200.63 亿元。其中，国债发行 3961.80 亿元，地方政府债发行 1095.95 亿元，政策银行债发行 1085 亿元。

本周市场上半周仍延续震荡走势，下半周主要受到央行超预期投放流动性而走牛，中美元首通话事件压制长端表现，全周看，短端表现优于长端。截至 6 月 6 日，1 年期国债收 1.41%，较上周下行 5bp；5 年期国债收 1.55%，较上周下行 2bp；10 年期国债收 1.65%，较上周下行 2bp；30 年期国债收 1.88%，较上周下行 2bp。1 年期国开债收 1.51%，较上周下行 3bp；5 年期国开债收 1.59%，较上周下行 3bp；10 年期国开债收 1.70%，较上周下行 1bp。

展望下周：中美元首通话后，市场预期中美关系或缓和，但仍需关注关税摩擦的反复性以及基本面数据边际修复的持续性。面对 6 月份流动性缺口的压力，央行月初释放积极信号为流动性保驾护航，资金面宽松局面仍将维持不变。在此背景下，利率大幅上行的可能性较低。后续关注政府债供给高峰，超长期国债发行对现券市场的扰动，特别是对长端利率的影响。

一、资金利率大幅下行，同业存单价格基本持平。

跨月后资金利率大幅下行，资金面整体偏宽松。全周 DR001 下行 7bp 至 1.41%，R001 下行 12bp 至 1.45%，DR007 下行 13bp 至 1.53%，R007 下行 15bp 至 1.55%。央行公开市场操作方面，本周央行投放 9309 亿元 7D 逆回购，到期回笼 16026 亿元 7D 逆回购，实现净回笼 6717 亿元。同时，央行周五开展 1 万亿元 3M 买断式逆回购操作，保持银行体系流动性充裕。下周关注逆回购到期 9309 亿元。

同业存单一级市场方面，本周平均发行利率为 1.71%，与上周基本持平，发行量 5861.90 亿元，到期量 6665.50 亿元，净融资为 -803.60 亿元，较上周净融资额下降 971.30 亿元，下周将有 12036.30 亿元同业存单到期，到期压力较大。二级市场方面，1 年期国有大行同业存单收益率 1.70%，6 个月期国有大行同业存单收益率 1.67%，均较上周下行 1bp，下行幅度不大。

央行首次月初公布买断式逆回购操作，单日规模达 1 万亿元，呵护市场流动性的态度较为明显，稳定市场预期。6 月买断式逆回购到期量 1.2 万亿元，月初已对冲部分到期压力，但 6 月同业存单到期压力较大，仍需关注其对跨季资金面的扰动。整体看，央行维稳资金面的操作积极，预料资金面将维持宽松局面。

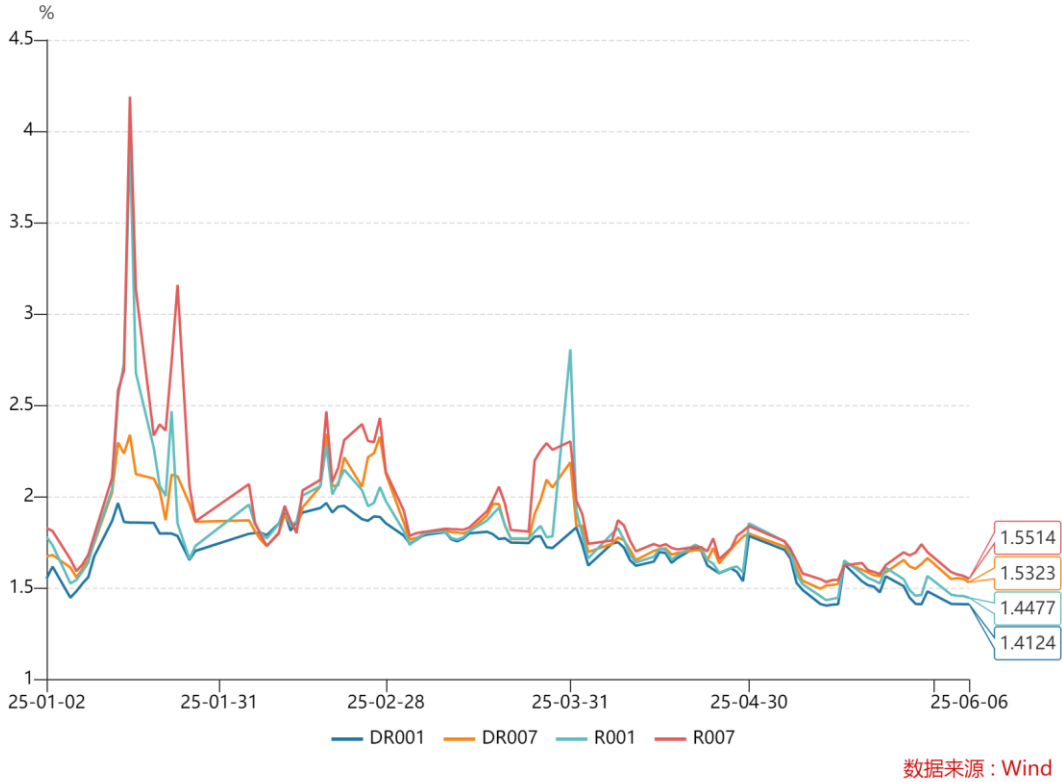


图 1 主要资金利率走势

二、5 月制造业 PMI 有所修复，关税缓和后“抢出口”继续发力。

5 月制造业 PMI 为 49.5%，比上月上升 0.5%，低于荣枯线。从分类指数看，生产指数为 50.7%，比上月上升 0.9%；新订单指数为 49.8%，比上月上升 0.6%；原材料库存指数为 47.4%，比上月上升 0.4%；新出口订单指数为 47.5%，比上月上升 2.8%。从数据看，关税冲击的暂时缓和带动“抢出口”发力，但 PMI 能否持续修复仍需关注中美关税战的进展。本周中美元首对话，或预示着中美贸易摩擦边际缓和的可能性有所提高。

值得关注的是 5 月财新中国制造业 PMI 为 48.3%，较上月下降 2.1%，为 2024 年 10 月以来首次跌至荣枯线以下。其中生产指数和新订单指数均从扩张区间降至收缩区间，分别录得

2022 年 12 月和 2022 年 10 月以来最低。财新 PMI 更多反映中小企业的情况，中小企业的经营或面临较大困境。

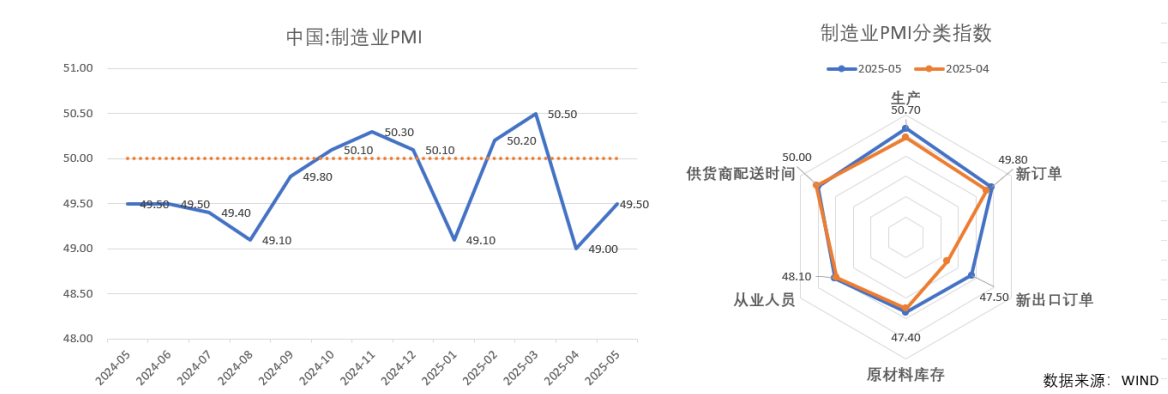


图 2 5 月制造业 PMI 及其分类指数的表现

三、央行超预期投放流动性，债市整体震荡走牛。

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 6142.75 亿元，比上周发行量 3942.12 亿元多 2200.63 亿元。其中，国债发行 3961.80 亿元，地方政府债发行 1095.95 亿元，政策银行债发行 1085 亿元。

本周市场上半周仍延续震荡走势，下半周主要受到央行超预期投放流动性而走牛，中美元首通话事件压制长端表现，全周看，短端表现优于长端。截至 6 月 6 日，1 年期国债收 1.41%，较上周下行 5bp；5 年期国债收 1.55%，较上周下行 2bp；10 年期国债收 1.65%，较上周下行 2bp；30 年期国债收 1.88%，较上周下行 2bp。1 年期国开债收 1.51%，较上周下行 3bp；5 年期国开债收 1.59%，较上周下行 3bp；10 年期国开债收 1.70%，较上周下行 1bp。

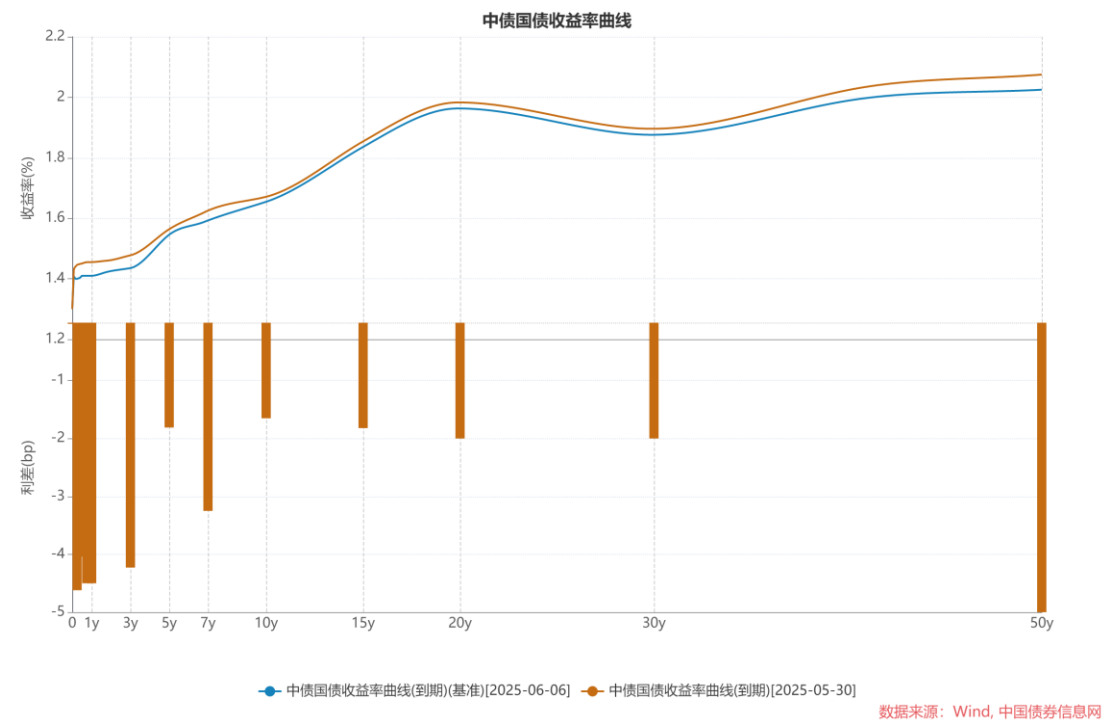


图 3 国债收益率期限结构

回顾本周：周二，5 月 PMI 数据出炉，债市反应一般，但市场担忧大量存单到期，情绪偏弱，收益率小幅上升，10 年期国债收益率上升 1bp 收 1.68%。周三，国债买卖操作重启

的猜测刺激债市，日内情绪偏强，10 年期国债收益率下行 1bp 收 1.67%。周四市场预期中美即将通话，债市走弱，但尾盘央行预告开展万亿逆回购，债市收回跌幅，10 年期国债收益率与昨日持平收 1.67%。周五 1 万亿买断式逆回购落地，资金面偏松，债市全面走强，10 年期国债收益率下行 2bp 收 1.65%。

展望下周：中美元首通话后，市场预期中美关系或缓和，但仍需关注关税摩擦的反复性以及基本面数据边际修复的持续性。面对 6 月份流动性缺口的压力，央行月初释放积极信号为流动性保驾护航，资金面宽松局面仍将维持不变。在此背景下，利率大幅上行的可能性较低。后续关注政府债供给高峰，超长期国债发行对现券市场的扰动，特别是对长端利率的影响。