

“资金博弈”反复，债市窄幅震荡

——债市周评（2025年6月9日-6月13日）

摘要：

资金面整体平稳，但存单发行仍有压力。周初 DR001 由 1.48% 降至 1.36%，创年内新低，R001 同步下行至 1.41%；后半周 DR001 回升至 1.41%，R001 升至 1.46%，DR007 稳定在 1.50% 附近。公开市场方面，本周通过逆回购累计投放资金 8,582 亿元，实现净回笼 727 亿元。央行仍通过多重操作维护中长期负债（月初 1 万亿元 3 个月期买断式逆回购、本周五宣布 4,000 亿元 6 个月期买断式逆回购、叠加月末 MLF 续作）提前释放流动性管理信号，稳定市场预期。本周同业存单加权发行利率为 1.67%，较前一周下行 4bp。下周关注：一是全周逆回购到期 8582 亿元，1820 亿元 1 年期 MLF 到期，合计超万亿；二是关注 6 月 16-18 日税期情况；三是 10216 亿元存单到期。中期看，随着存单压力减缓、央行呵护态度加持下，中长期资金利率有望下台阶，存单利率或降至 1.60%-1.65% 一带。

价格有所分化，经济筑底有韧性。5 月 CPI 同比下降 0.1%，环比下降 0.2%，核心 CPI 同比上涨 0.6%，显示消费需求结构性回暖但整体仍受压制。分项看：一是食品价格同环比双降，二是能源价格拖累显著，三是非食品价格中，服务类消费因假日效应环比上涨，但交通通信价格受油价影响持续走弱。PPI 同比降幅扩大至 -3.3%，环比 -0.4%，主要受中上游行业拖累。进出口数据方面，关税冲击下韧性犹存，新动能与非美出口形成支撑。5 月进出口总值 3.81 万亿元，同比增 2.7%，出口 2.28 万亿元（+6.3%），进口 1.53 万亿元（-3.4%），贸易顺差扩大至 1,032 亿元。结构上：一是对美出口同比大幅收缩 34.5%，二是进口持续疲软，三是外贸主体活力增强。**政府债拉动社融放量，信贷结构优化但总量仍有压力。**5 月社融增量 2.29 万亿元（同比多增 2,247 亿元），存量同比增 8.7%，政府债券和企业债券成为主要引擎。信贷方面，前 5 月新增贷款 10.68 万亿元，企业中长期贷款占比超六成，制造业和普惠小微贷款增速高于整体，个人住房贷款有所回升。

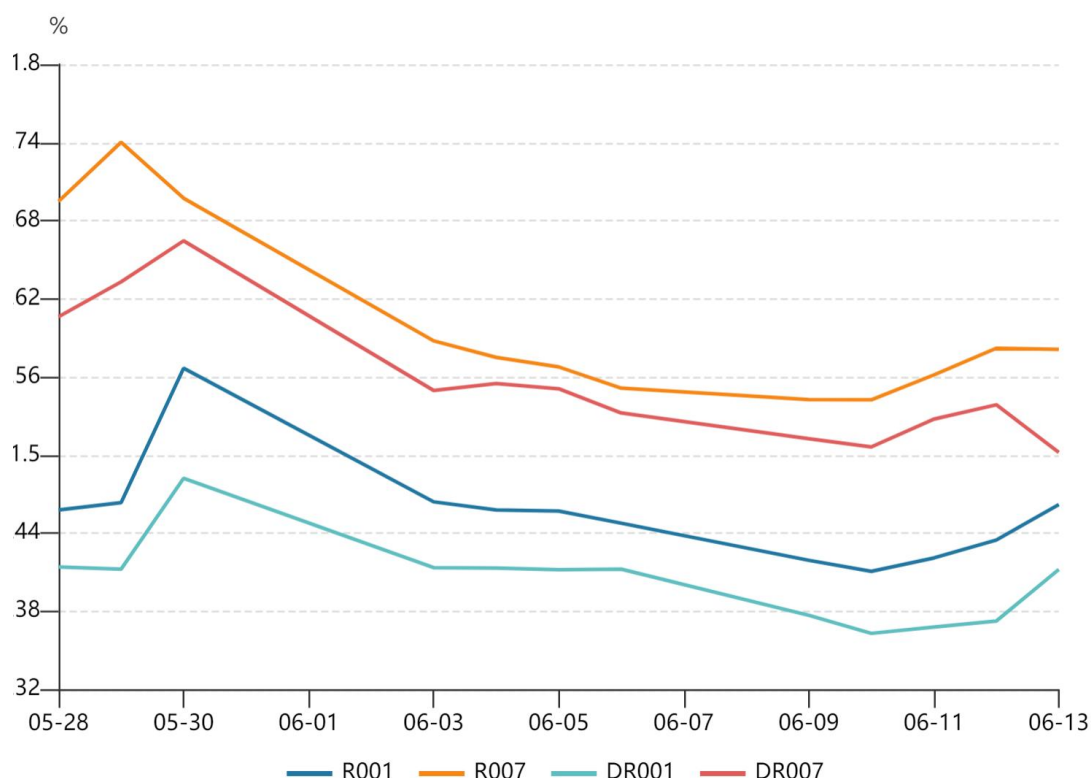
本周债券市场仍延续窄幅震荡行情，超长期国债在资金博弈中下行，信用债延续强势。具体来看，1 年期国债收益率下行 1BP 至 1.40%；10 年期国债收益率下行 1BP 至 1.64%，30 年期国债收益率下行 3BP 至 1.85%。信用债方面，信用利差继续收窄，且长端更为强势。**展望下周，债市或仍将围绕流动性预期与贸易战影响进行博弈。**存单代表的银行负债压力仍掣肘债市赔率，但当前 10 年期国债已与存单利率出现倒挂，即使存单下调至 1.60% 附近，长端、超长端债券利率也已经透支部分宽松空间，可等待跨季或关税、基本面等出现扰动节点时调整后再买入。

一、资金面整体平稳，存单发行压力减缓。

资金面整体平稳，存单发行压力减缓。周初 DR001 由 1.48% 降至 1.36%，创年内新低，R001 同步下行至 1.41%；但临近税期（申报顺延至 16 日），市场预防性需求升温，后半周 DR001 回升至 1.41%，R001 升至 1.46%，DR007 稳定在 1.50% 附近，央行或更注重精准调控、“不满不溢”。公开市场方面，本周通过逆回购累计投放资金 8,582 亿元，到期 9,309 亿元，实现净回笼 727 亿元。尽管公开市场净回笼，但央行仍通过“三段式”操作维护中长期负债（月初 1 万亿元 3 个月期买断式逆回购、本周五宣布 4,000 亿元 6 个月期买断式逆回购、叠加月末 MLF 续作）提前释放流动性管理信号，稳定市场预期。本周同业存单加权发行利率为 1.67%，较前一周下行 4bp，结束连续三周的上升态势。

下周关注：一是全周逆回购到期 8582 亿元，1820 亿元 1 年期 MLF 到期，合计超万亿；二是关注 6 月 16-18 日税期情况；三是 10216 亿元存单到期。中期看，虽然银行负债压力仍大，短期内多重因素导致存单利率仍为震荡态势，但随着存单压力减缓、央行呵护态度加持下，中长期资金利率有望下台阶，存单利率或降至 1.60%-1.65% 一带。

图 1 本周资金利率走势 来源:Wind



数据来源：Wind

二、价格有所分化，经济筑底有韧性。

能源扰动与中上游拖累加剧价格分化。5月CPI同比下降0.1%，环比下降0.2%，核心CPI同比上涨0.6%，显示消费需求结构性回暖但整体仍受压制。分项看：一是食品价格同环比双降，鲜菜价格同比降幅达8.3%，鲜果同比上涨5.5%，猪肉价格涨幅收窄至3.1%，季节性供应波动主导食品价格分化。二是能源价格拖累显著，汽油价格环比下降3.8%，同比降幅扩大至6.1%，下拉CPI约0.47个百分点，成为主要拖累项。三是非食品价格中，服务类消费（如宾馆住宿、旅游）因假日效应环比上涨4.6%，但交通通信价格（-4.3%）受油价影响持续走弱。PPI同比降幅扩大至-3.3%，环比-0.4%，主要受中上游行业拖累：采掘工业价格同比-11.9%，原材料工业-5.4%，化工、纺织等行业持续低迷；生活资料价格持平，衣着（+0.7%）和食品（-1.0%）分化明显。

进出口数据方面，关税冲击下韧性犹存，新动能与非美出口形成支撑。5月进出口总值3.81万亿元，同比增2.7%，出口2.28万亿元（+6.3%），进口1.53万亿元（-3.4%），贸易顺差扩大至1,032亿元。结构上：一是对美出口同比大幅收缩34.5%，因美国关税税率维持高位（平均41.2%），但东盟（+16.9%）、非洲（+35.3%）等新兴市场出口填补缺口，机电产品（+9.2%）中电动汽车（+19%）、船舶（+18.9%）表现亮眼。二是进口持续疲软，自美进口同比-18.1%，原油、钢材进口量价齐跌，但集成电路（+18.9%）等高新技术产品进口保持韧性。三是外贸主体活力增强，民营企业进出口占比升至57.1%，外资企业连续4个月增长，保税维修等新业态项目达280余个。但需关注后续“抢出口”效应减弱风险，劳动密集型产品（箱包、家电）出口增速降幅走阔，内需疲软制约进口修复。

政府债拉动社融放量，信贷结构优化但总量仍有压力。5月社融增量2.29万亿元（同比多增2,247亿元），存量同比增8.7%，政府债券（单月新增专项债4,432亿元）和企业债券（科创债同比多增近3,000亿元）成为主要引擎。信贷方面，前5月新增贷款10.68万亿元，企业中长期贷款占比超六成（6.16万亿元），制造业（+8.8%）和普惠小微（+11.6%）贷款增速高于整体；个人住房贷款因降息（LPR降至3.1%）及部分城市楼市回暖有所回升。M1同比增速回升至2.3%，反映企业“活钱”需求回暖，M2-M1剪刀差收窄，显示经济活跃度提升；政府债置换银行贷款导致直接融资占比上升，债券融资成本（5年期AAA级企业债利率1.97%）创历史新低。总的来看，政策效果显现，一揽子金融措施开始稳定市场预期，但内需修复仍需时间，6月信贷需求或随政策加码进一步释放。

三、利率债窄幅震荡，信用债依然强势。

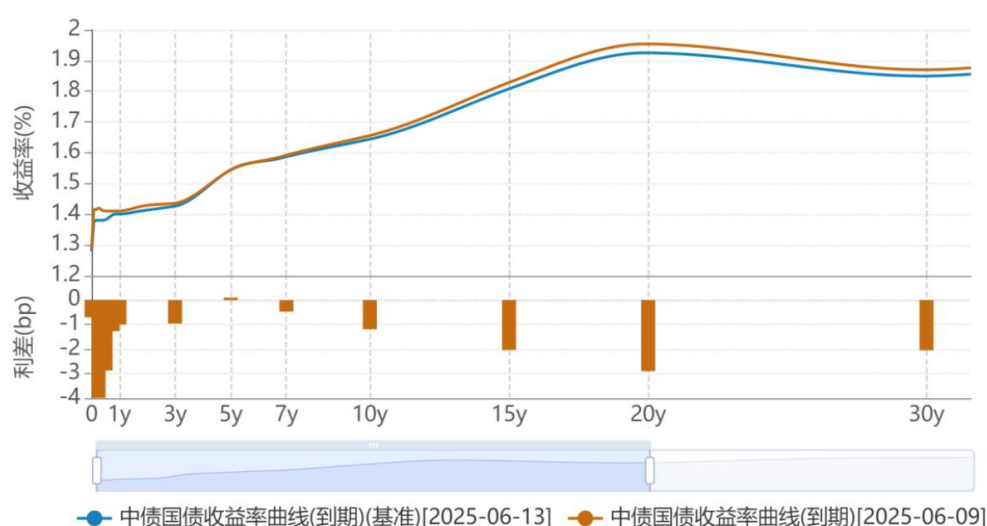
本周（6月9日-13日）债券市场仍延续窄幅震荡行情，超长期国债在博弈中下行。具

体来看，1 年期国债收益率下行 1BP 至 1.40%；3 年期国债收益率下行 1BP 至 1.43%；5 年期国债收益率持平于 1.54%；10 年期国债收益率下行 1BP 至 1.64%，30 年期国债收益率下行 3BP 至 1.85%。周一，通胀、外贸数据公布，资金较为宽松，10 年国债收益率窄幅震荡。周二，市场等待中美谈判消息预期反复，午后权益市场回撤后企稳，国债收益率先下后上。周三，中美谈判结果正式公布，超预期内容有限，10 年国债收益率全天流畅下行。周四，资金边际趋紧叠加债市止盈情绪升温，国债收益率回调。周五，国际形势生变叠加央行尾盘再度宣布进行 4000 亿买断式逆回购，收益率小幅下行。

信用债方面，信用利差继续收窄，且长端更为强势。具体看，本期除短久期高等级信用债小幅上行外，其他等级与期限收益率均下行。1/3/5/7 年期 AAA 中票收益率较同期分别变动+0.13/-0.60/-1.84/-1.21BP；信用利差大多收窄，仅部分短久期高等级信用债小幅走阔。

展望下周，展望下周，债市或将仍围绕流动性预期与贸易战影响进行博弈。美国加征关税政策最剧烈的阶段已经过去，但对实体部门的冲击才刚刚开始，未来政策利率下行方向较为确定，但赔率一般，需要流动性的量与价均进一步改善。**当前存单代表的银行负债压力仍掣肘债市赔率，但 10 年期国债已与存单利率出现倒挂，即使存单下调至 1.60% 附近，长端、超长端债券利率也已经透支部分宽松空间，可等待跨季或关税、基本面等出现扰动节点时调整后再买入。**

图 2 本周收益率窄幅震荡 来源:Wind



数据来源: Wind, 中国债券信息网