

流动性保持充裕，消费超预期增长，收益率全线下行

——债市周评（2025年06月16日-06月22日）

摘要：

流动性保持充裕，DR001下行至1.40%下方。本周央行通过逆回购和买断式操作实现净投放3201亿元，DR001价格继续下降，收1.37%。同业存单未来三周面临1.9万亿到期压力。展望跨季，MLF续作与央行呵护下，资金面预计平稳，DR007等关键利率低位波动，风险有限，市场流动性充裕态势或将延续。

消费超预期，供需结构不佳，固定投资放缓。生产端工业增加值同比增5.8%（略超预期），但出口交货值降至4.1%，产销率回落至95.9%，反映外需受关税扰动持续承压。基建投资增速回落（广义+10.4%，环比降0.5pct），电力投资独撑大局（+25.4%）；制造业增速放缓至8.5%，但“两新”政策推动设备购置高增（+17.3%），上游原材料（+1.6%）疲软，而中下游高增长（通用设备+17.5%、汽车制造+23.4%）；地产为最大拖累，投资跌幅扩至-10.7%，销售（面积-2.9%）、资金到位（-5.3%）、房价（各线城市环比普降）同步恶化，政策效果边际减弱。社零同比增6.4%（餐饮+5.9%、商品+6.5%），“以旧换新”政策红利释放：耐用消费品消费激增（家电+53.0%、家具+25.6%、通讯器材+33.0%），文体消费持续活跃（珠宝+21.8%、办公用品+30.5%）。汽车消费仅微增1.1%（销量+13.3%），价格战压制明显。

资金价格继续下行，债市做多情绪较强。一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债）总发行量8545.33亿元，较上周有所减少，但一级发行量仍维持高位。二级方面，资金价格下降推动债市收益率曲线全线下移，超长债表现更佳。**展望下周**，当前活跃券收益率已接近前低，活跃券继续下行的空间需要关注资金价格以及新一轮双降预期。操作上我们认为近期仍可选择具备一定利差的老券买入并持有，随着利差收窄后考虑止盈再重新思考市场主线参与活跃券交易，10年期国债运行区间或在1.60%-1.65%之间。

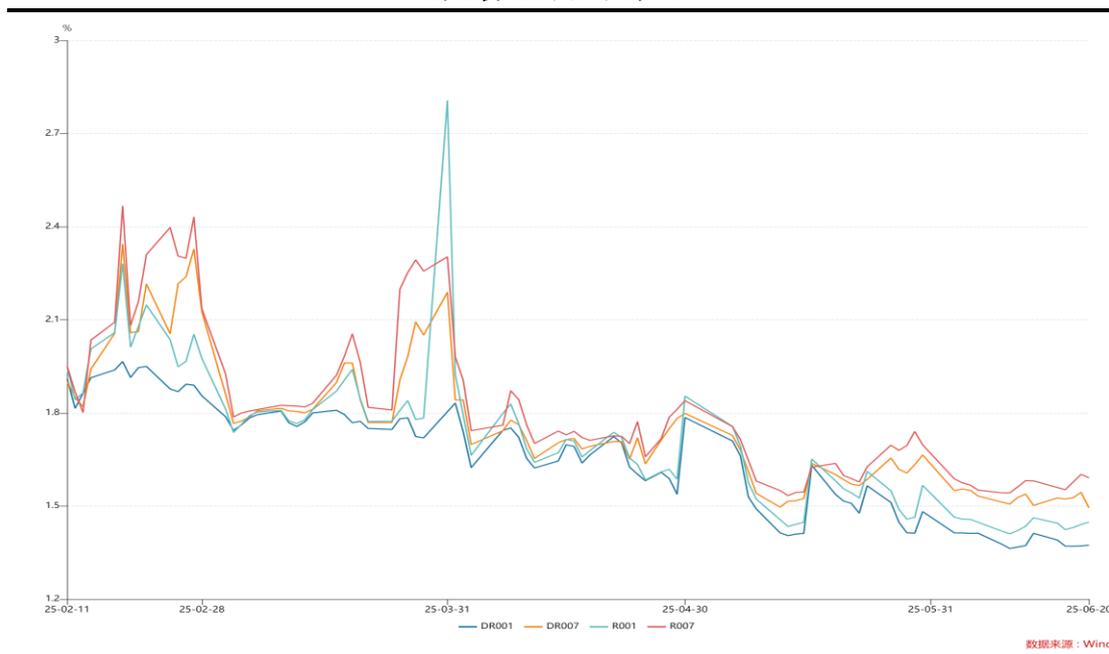
一、流动性保持充裕，DR001 下行至 1.40% 下方

本周央行公开市场共有 8582 亿元逆回购以及 1820 亿 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 9603 亿元逆回购操作以及，因此本周央行公开市场全口径净回笼 799 亿元，若考虑到 6 月 16 日进行的买断式逆回购 4000 亿元，本周净投放 3201 亿元。

本周资金加权价格有所下降，流动性无明显分层。截至 6 月 20 日，DR001 加权平均利率收于 1.37%，较 6 月 13 日下行 3.8bp，R001 加权平均利率为 1.45%，较 6 月 13 日下行约 1.4BP；DR007 加权平均利率收于 1.49%，较 6 月 13 日下行约 0.8BP，而 R007 加权平均利率收于 1.59%，较 6 月 13 日上行约 1.0BP。同业存单方面，本周净融资规模为 806.80 亿元，发行总额达 11023.20 亿元，平均发行利率为 1.6556%，到期量为 10216.40 亿元。未来三周，将分别有 11378.10 亿元、2457.90 亿元、5105.20 亿元的同业存单到期。

本周银行间市场流动性整体维持宽松态势，DR001 进一步下行至 1.40% 下方。展望下周，在跨季、政府债净缴款和同业存单到期压力下，预计跨季资金面将继续保持平稳，当前资金利率处于低位，市场流动性较为充裕，叠加 MLF 续作，预计资金面整体压力较小。

图 1. 资金价格维持低位



二、消费超预期，供需结构不佳，固定投资放缓

5 月社会消费零售总额为 41326 亿元，同比增长 6.4%；1-5 月工业增加值同比增长 6.3%；全国固定资产投资累计同比增长 3.7%；其中基建投资（不含电力）同比增长 5.6%，制造业投资同比增长 8.5%，房地产开发投资下降 10.7%。5 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.1 个百分点。

具体来看：消费方面，社零同比增速 6.4%，较上月上升 1.3 个百分点，略高于季节性。其中，餐饮消费增速 5.9%，商品消费增速 6.5%，分别上升 0.7 和 1.4 个百分点。家具类、家用电器类、通讯器材类消费增速大幅增长，分别为 25.6%、53.0%、33.0%，主因“以旧换新”政策红利带动耐用品消费升温。汽车消费增速 1.1%，仍显低迷，尽管乘用车零售销量同比增长 13.3%，但价格收缩抑制了消费金额增长。金银珠宝类消费增速 21.8%，受金价影响继续放量；文化办公用品、体育娱乐用品增速分别为 30.5%、28.3%，反映文体旅游、“谷子”经济等新消费场景的支撑作用；工业生产方面，5 月工业增加值同比增速 5.8%，略高于预期，环比增速 0.6%，强于往年。但制造业增加值增速边际放缓，同比增速 6.2%，较上月下降 0.4 个百分点。出口交货值同比增速 4.1%，较上月下降 1.0 个百分点，主因关税扰动导致出口边际放缓；固定资产投资方面，5 月单月增速 2.7%，累计增速 3.7%，为年内首次低于 4.0%。基建投资回落，广义基建累计增速 10.4%，较上月下降 0.5 个百分点；狭义基建增速 5.6%，较上月下降 0.2 个百分点。制造业投资增速 8.5%，较上月下降 0.3 个百分点，但“两新”政策支撑设备工器具购置增速 17.3%。地产投资增速-10.7%，降幅扩大，商品房销售面积和销售额增速也进一步下滑，反映地产动能减弱。

三、资金价格继续下行，债市做多情绪较强

一级方面，本周利率债发行方面(国债+地方政府债+政策银行债)，本周总发行量 8545.33 亿元，较上周的 9276.26 亿元减少 730.9 亿元，其中国债发行 4307.80（上周为 6578.40 亿元），地方政府债发行 2617.53 亿元（上周为 1077.86 亿元），政金债发行 1620.00 亿元（上周 1755.00 亿元）。

二级方面，本周资金利率继续维持宽松，在 DR001 下破 1.40% 的推动下，债市做多情绪较强，其中 20 年和 50 年超长国债下行幅度最大。全周来看，债市收益率曲线全线下移，截至周五收盘中债国债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动-4.5BP、-2.6BP、-4.2BP 和-0.4BP；中债国开债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动-1.6BP、-2.4BP、-2.9BP 和-2.6BP。具体看，周一，伊以冲突导致全球风险偏好承压，早盘债市在资金宽松基调下延续上周五多头情绪，随后 5 月经济数据发布，消费表现略超预期，权益有所拉升，债市止盈盘出现推动收益率上行。当天，10 年活跃国债估值下行 0.1bp 至 1.642%；周二，债市先上后下，伊以冲突缓和消息下市场风险偏好小幅提升，早盘权益小幅拉升，债市略微谨慎。随着权益冲高回落，资金小幅走松，市场传闻国债买卖即将重启，又传短久期国债将纳入存款准备金管理，债市走强收回早盘跌幅，午后延续强势上行态势，相较前一交易日，10 年活跃国债估值下行 0.7bp 至 1.635%；周三，早盘债市波动较小，陆家嘴论坛召开，传闻并未得到证实，且在并未有任何实质性货币政策增量信息，债市午前整体小幅回调，

午后回调至关键点位后又有大量买盘涌现，“每调买机”推动债市情绪转暖，但债市今日整体仍小幅上行，10年期活跃国债估值上行0.3bp至1.637%；周四，早盘债市延续多头行情，小幅下行后窄幅波动，午后小作文传某省要求卖出长久期债券及压降OCI账户久期，引发市场回调至日内高点，随后小作文辟谣，市场收益率略微下行，相较前一交易日10年期活跃国债收益率估值上行0.4bp至1.641%；周五，早盘资金面偏紧，现券收益率小幅走高。上午6月LPR报价维持不变对市场影响有限，随着资金面边际转松叠加EPMI数据偏弱，现券收益率转为震荡下行。午后资金进一步宽松，股市下跌推动债市走强，直至尾盘部分期限现券或受止盈情绪带动出现小幅回调。较前一交易日10年期活跃国债收益率估值下行0.25bp至1.638%。

资金持续宽松下，加上伊以冲突带来风险偏好下降，本周债市走出流畅下行行情，活跃券收益率均已接近前低关口，而债市做多情绪高涨下，也走出了利差收窄行情。另外5月经济数据映射当前GDP增长率仍然在目标之上，短期刺激政策加码风险不大，有效需求不足的问题仍在修复进程中，也对债市形成支撑。展望后市，当前活跃券收益率已接近前低，活跃券继续下行的空间能否打开需要关注资金利率能否进一步下行推动短债收益率下行从而打开长债下行空间，以及是否有新一轮降准降息预期。我们认为近期仍可选择具备一定利差的老券买入并持有，随着利差收窄后考虑止盈再重新思考市场主线参与活跃券交易，10年期国债运行区间或在1.60%-1.65%之间。

图 2. 20 年和 50 年国债收益率大幅下行 (2025.06.20 对比 2025.06.13)

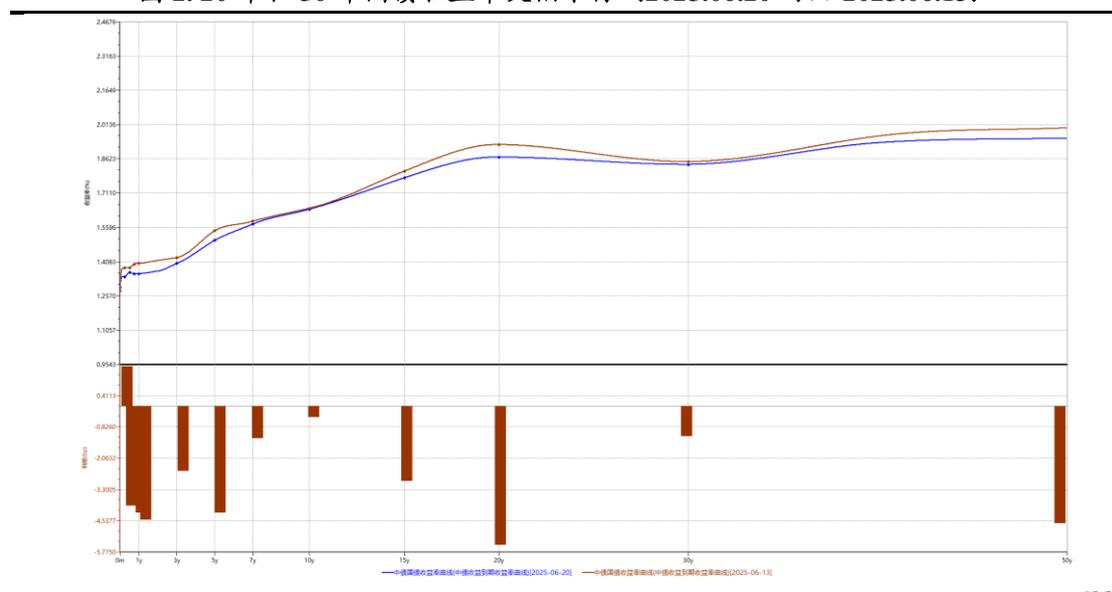


图 3. 各期限国开债不同程度下行 (2025.06.20 对比 2025.06.13)

