

股债跷跷板，债券收益率曲线小幅走陡

流动性分层升温，资金面整体维持均。截至 6 月 27 日，DR001、R001、DR007、R007 加权平均利率分别收于 1.37%、1.46%、1.70%、1.92%，较 6 月 20 日分别变动-1BP、+1BP、+20BP、+33BP。隔夜资金维持稳定，7 天跨季资金利率显著走升，流动性分层明显抬升，R007-DR007 利差由上周五的 10BP 走阔至 22BP。展望下周，周一跨季隔夜资金利率预计冲高，跨季后逆回购到期规模较大，但预料 6 月末财政支出提速或释放较多流动性，7 月初资金面整体压力相对有限。

5 月工业企业利润数据同比转负。2025 年 1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 27204.3 亿元，比 1—4 月份增加 6034.1 亿元，同比下降 1.1%；5 月全国规模以上工业企业利润同比增长-9.0%，前值为 2.9%。从量、价和利润率拆分来看，三因素均有下滑，主要受有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响。

央行召开二季度货币政策例会。政策总基调方面，本次货政例会中延续“适度宽松”的表述，但删除了“择机降准降息”，调整为“灵活把握政策实施的力度和节奏”；债市方面，延续“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”这一表述；流动性方面，延续例会中“畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转”的说法；汇率方面，删除“三个坚决”表述。总的来看，5 月降准降息落地后，货币政策在总量上仍维持适度宽松，而货币政策操作节奏及工具上则具有较高的灵活性。

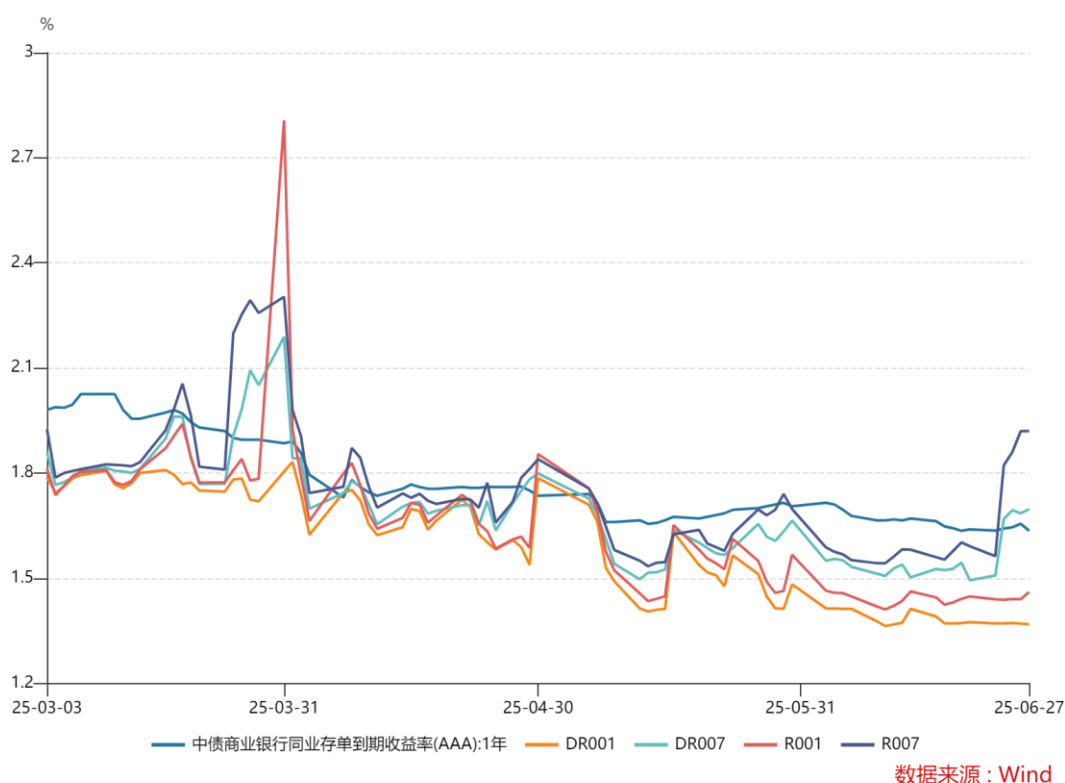
股债跷跷板效应，债券收益率曲线小幅走陡。本周跨季资金、地缘政治影响及股债“跷跷板”逻辑主导债市行情，收益率曲线小幅走陡。全周来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 期限国债 6 月 27 日收于 1.35%、1.39%、1.51%、1.60%、1.65%、1.85%，较上周五分别变动-1BP、-1BP、0BP、+3BP、+1BP、+1BP。展望下周，周一跨季隔夜资金利率预计冲高，跨季后逆回购到期规模较大，但预料 6 月末财政支出提速或释放较多流动性，7 月初资金面整体压力相对有限。当前基本面对债市有较大支撑，但权益市场对债市压制较为明显，收益率曲线或会继续走陡。

一、流动性分层升温，资金面整体维持均衡

资金方面，本周央行公开市场共有 9603 亿元逆回购及 1000 亿元国库现金定存到期，累计进行了 20275 亿元逆回购及 3000 亿元 MLF 操作，本周央行公开市场（全口径）净投放 12672 亿元。本周资金利率有所上行，但跨月资金面整体仍保持均衡。截至 6 月 27 日，DR001、R001、DR007、R007 加权平均利率分别收于 1.37%、1.46%、1.70%、1.92%，较 6 月 20 日分别变动-1BP、+1BP、+20BP、+33BP。隔夜资金维持稳定，7 天跨季资金利率显著走升，流动性分层明显抬升，R007-DR007 利差由上周五的 10BP 走阔至 22BP。全周来看，受跨季影响，全市场质押式回购成交量逐步减少，全周日均成交量较上周下降 0.55 万亿至 7.77 万亿。分机构来看，大行净融出周初升破 5 万亿后有所回落，周五回落至 4.93 万亿附近，非银融入规模持续上升，跨季影响下保险、理财和其他产品融入量提升。存单方面，1 年期 AAA 同业存单到期收益率较上周五下行 0.4BP 至 1.635%。本周同业存单净融资规模为-4114 亿元，一级发行利率小幅走低，平均发行利率为 1.64%，未来三周将分别有 2458 亿元、5105 亿元、8028 亿元同业存单到期。

下周逆回购到期规模将上升至 20275 亿元，全周政府债净缴款规模下降至-59 亿元。展望下周，周一跨季隔夜资金利率预计冲高，跨季后逆回购到期规模较大，但预料 6 月末财政支出提速或释放较多流动性，7 月初资金面整体压力相对有限。

图 1 资金面整体维持均衡



数据来源：wind

二、5 月工业企业利润数据同比转负

2025 年 1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 27204.3 亿元，比 1—4 月份增加 6034.1 亿元，同比下降 1.1%；5 月全国规模以上工业企业利润同比增长-9.0%，前值为 2.9%，主要受有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响。

从量、价和利润率拆分来看，三因素均有下滑。具体来看，5 月工业增加值增速为 5.8%，4 月为 6.1%；5 月收入端增速为 0.8%，4 月为 2.6%；利润率方面，5 月为 5.33%，去年同期为 5.91%。从具体行业来看，采矿业同比降幅扩大 6%至-36.7%，制造业利润增速高位下跌，电热水延续边际回落；上游行业主要受量价拖累，中下游行业中外向型行业利润率拖累较大。往后看，下半年经济增长面临高基数扰动，内需政策发力的必要性上升。

三、央行召开二季度货币政策例会

政策总基调方面，本次货政例会中延续“适度宽松”的表述，但删除了“择机降准降息”，调整为“灵活把握政策实施的力度和节奏”。表明 5 月降准降息落地后，货币政策在总量上仍维持适度宽松，而货币政策操作节奏及工具上则具有较高的灵活性。债市方面，延续“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”这一表述，或表明对重启国债买卖这项工具更为审慎，当前仍不是窗口期。流动性方面，延续“畅通货

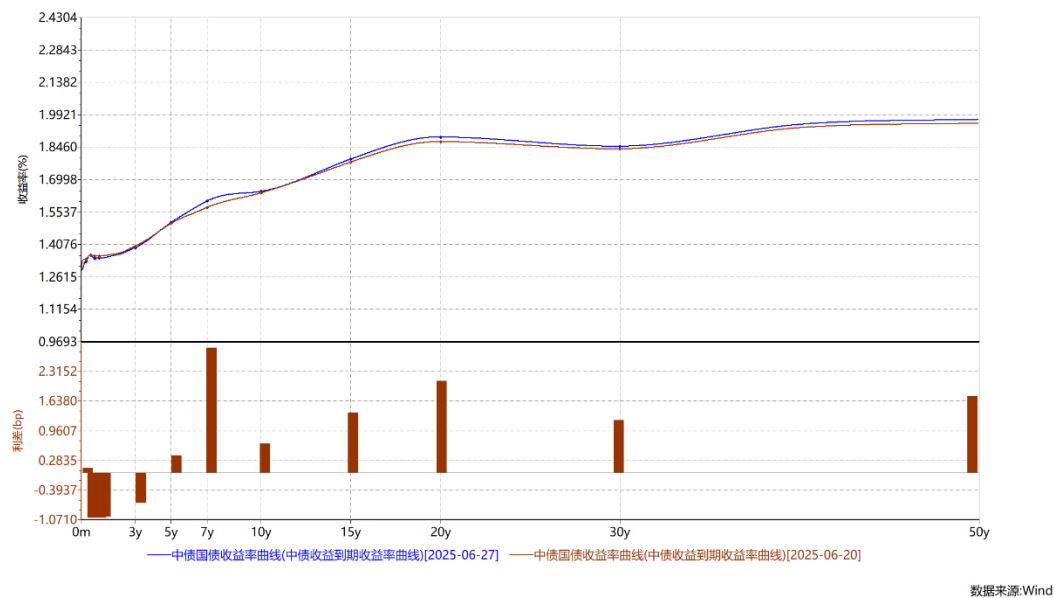
币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转”的说法，当前资金利率中枢较一季度已有明显转松，DR007 下行至 1.5%附近，或说明后续资金价格难进一步大幅下行，流动性或将维持均衡态势。汇率方面，删除“三个坚决”表述，4 月以来人民币汇率由 7.35 附近的高位逐渐升值至 7.17 附近，人民币汇率压力减少。

四、股债跷跷板，债券收益率曲线小幅走陡

本周跨季资金、地缘政治影响及股债“跷跷板”逻辑主导债市行情，收益率曲线小幅走陡。全周来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 期限国债 6 月 27 日收于 1.35%、1.39%、1.51%、1.60%、1.65%、1.85%，较上周五分别变动-1BP、-1BP、0BP、+3BP、+1BP、+1BP，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 期限国开债周五收于 1.48%、1.58%、1.57%、1.74%、1.68%，较上周五分别变动-1BP、-0BP、-1BP、+1.5BP、+1BP。周一债市先强后弱，受周末地缘政治影响避险情绪有所升温，债市走强，但权益市场开盘后出现修复，债市整体震荡窄幅；周二受以色列和伊朗停火消息影响，股市走强，债市继续承压，午间超长期国债发行结果不及预期，30Y 国债收益率上行 1.3BP 至 1.85%；周三债市行情继续受到股债“跷跷板”影响，30Y 国债上行 1.2BP 至 1.86%。周四，季末央行连日大额净投放呵护资金面叠加股市回调，债市整体修复，10Y、30Y 国债收益率分别下行 0.8BP、1.3BP 至 1.65%，1.85%。周五，跨季央行延续呵护态势，5 月工业企业利润数据显示基本面整体较弱，中美敲定日内瓦经贸会谈框架细节，债市窄幅震荡，短端表现更优。

展望下周，周一跨季隔夜资金利率预计冲高，跨季后逆回购到期规模较大，但预料 6 月末财政支出提速或释放较多流动性，7 月初资金面整体压力相对有限。当前基本面对债市有较大支撑，但权益市场对债市压制较为明显，收益率曲线或会继续走陡。

图 2 债券收益率曲线小幅走陡



数据来源: wind