

2025 年 6 月中债市场月度展望及配置策略

——债券策略月报

报告导读

4 月经济数据喜忧参半，中美关税谈判进展成为主导股债市场的主要因素。中美关税战超预期缓和后，市场风险偏好改善，带动上证综指和深证成指分别录得 2.09%、1.42% 的涨幅，月末收于 3347.5、10040.6。债市则受资金松紧与市场情绪影响，延续了 4 月以来的低波震荡行情；利率债市场运行的相对模糊，导致性价比挖掘成为市场的主流策略，投资者更加偏好具备票息保护或者相对胜率更高的品种。展望后续，基本面对债市的影响逐渐弱化+中美关税谈判难以短期达成和解的背景下，5 月偏宽松的资金面可能会给短端品种带来更好的投资机会，同时可以在组合中保留一定的久期仓位，以抓捕降准/降息落地后带来的一波快牛机会。

投资要点

□ 2025 年 5 月中国资本市场表现回顾

4 月经济数据喜忧参半，中美关税谈判进展成为主导股债市场的主要因素。中美关税战超预期缓和后，市场风险偏好改善，带动上证综指和深证成指分别录得 2.09%、1.42% 的涨幅，月末收于 3347.5、10040.6。债市则受资金松紧与市场情绪影响，延续了 4 月以来的低波震荡行情，10 年国债收益率在 1.63-1.72% 区间窄幅震荡，利率曲线整体呈现“熊陡”特征。

□ 中债市场宏观环境解读

4 月经济数据喜忧参半，六大口径数据（工业、服务业、出口、社零、投资、地产销售）同比均不同程度低于前值，当时外部关税骤然上升的背景下，经济较 3 月有所放缓，但同时各指标仍呈现较明显韧性。5 月制造业 PMI 录得 49.5%，较前值回升 0.5 个百分点，生产指数和供应链指标有所回升，但表征内需的分项如新订单等仍低于临界值。货币政策方面，5 月降准降息如期落地，日常流动性投放也更加慷慨，中长期流动性投放打破两重时间惯例尽显呵护之意，适度宽松的货币政策在 5 月终得兑现。

□ 2025 年 6 月中债市场展望及配置策略

展望后续，我们认为震荡过后，债市下行趋势依然不改，不过下行幅度还需观察有无新的触发因素落地。具体策略层面，3-5 年信用债打底，长久期利率债做波段——10 年国债的震荡区间 1.6%-1.7%，接近 1.7% 的时候，越调越买，逆向做波段或是最佳选择。

风险提示

国内经济复苏不及预期；国内政策宽松力度不及预期；美联储加息节奏超预期。

分析师：曹潮

中央编号：BVH841

联系电话：852-9658 1360

邮箱：caochao@cnzsqh.hk

相关报告

正文目录

1. 2025 年 5 月中国资本市场回顾	4
1.1. 中国资本市场走势回顾	4
1.2. 债市一级发行情况	5
1.3. 资金面跟踪	6
2. 中债市场宏观环境解读	7
2.1. 经济基本面和货币政策	7
2.2. 海外经济：关税政策扰动下，5 月全球去美元化持续	13
3. 2025 年 6 月中债市场展望及配置策略	16

图表目录

图表 1: 5 月权益市场表现较优	4
图表 2: 不同期限国债收益率走势 (%)	4
图表 3: 不同期限票据利率走势 (%)	5
图表 4: 3 年期信用债和国开债利差 (%)	5
图表 5: 过去 5 年国债发行进度 (亿元)	5
图表 6: 过去 5 年地方债发行进度 (%)	5
图表 7: R007 和 DR007 走势 (%)	6
图表 8: Shibor 利率走势 (%)	6
图表 9: 同业存单收益率走势 (%)	6
图表 10: 银行间质押式回购成交量 (亿元)	6
图表 11: 工业增加值同比增速 (%)	8
图表 12: 主要工业品产量同比增速 (%)	8
图表 13: 社零同比增速变化 (%)	8
图表 14: 可选消费主要分项走势 (%)	8
图表 15: 制造业投资分项同比增速 (%)	9
图表 16: 城镇调查失业率走势 (%)	9
图表 17: 进出口增速 (%)	9
图表 18: 主要商品出口增速变化 (%)	9
图表 19: 主要贸易伙伴出口增速 (%)	9
图表 20: 主要商品出口增速变化 (%)	9
图表 21: 4 月 CPI 超出市场预期 (%)	10
图表 22: 过去 10 年 CPI 环比走势 (%)	10
图表 23: PPI 同比回落 (%)	10
图表 24: 生产资料价格指数低位运行 (%)	10
图表 25: 4 月社融数据表现偏差 (%)	11
图表 26: 社融主要分项走势 (亿元)	11
图表 27: M1 回落, M2 回升 (%)	11
图表 28: 人民币贷款分项走势 (%)	11
图表 29: 制造业 PMI 和新订单指数 (%)	12
图表 30: PMI 分项走势 (%)	12
图表 31: 美元指数和离岸人民币汇率	13
图表 32: 政策利率走势 (%)	13
图表 33: 外资持有境内债券余额及增速 (万元)	14
图表 34: 美元指数和中债收益率 (%)	14

1. 2025年5月中国资本市场回顾

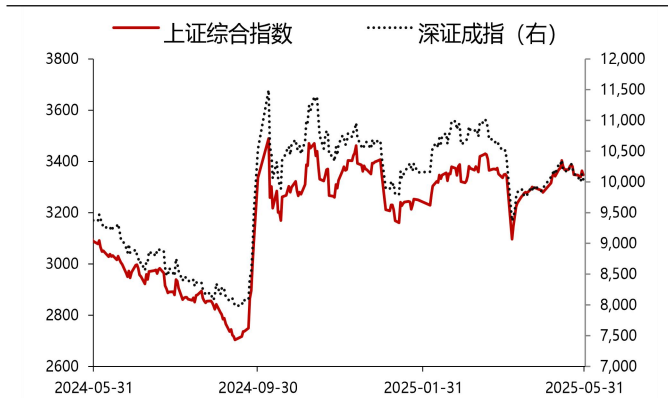
1.1. 中国资本市场走势回顾

4月以来，中美关税谈判进展成为主导股债市场的主要因素。中美关税战超预期缓和后，市场风险偏好改善，带动上证综指和深证成指分别录得2.09%、1.42%的涨幅，月末收于3347.5、10040.6。

中美关税谈判超预期缓和在改善市场风险偏好的同时，并没有对债市形成较大的利空，月中利率进入低波震荡状态。5月9日起，4月重要基本面数据陆续出炉，部分指标，如出口数据、消费数据等，表现相对亮眼；但债市更加关注新增贷款大幅不及预期、地产量价数据等表征内需的数据。尽管表征内需的数据依然疲软，但投资者或普遍倾向于维持观望，待趋势明朗再做方向，这导致债市延续了4月以来的低波震荡行情，10年国债收益率在1.63-1.72%区间窄幅震荡，利率曲线整体呈现“熊陡”特征。

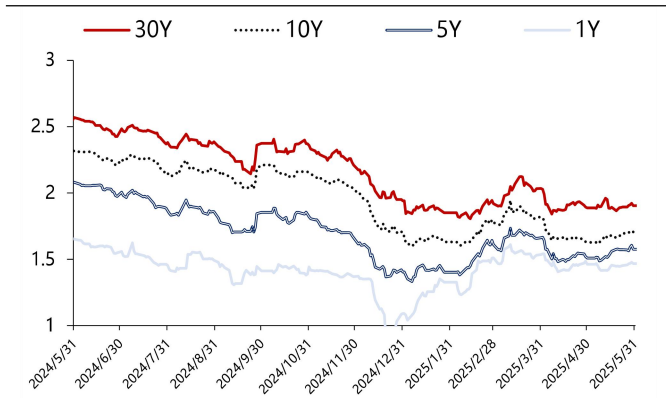
从具体品种来看，在资金价格走低，利多因素渐起的背景下，利率曲线整体走陡，信用曲线整体平行下移。存单方面，降准降息落地后，R001、R007月度中枢分别由4月的1.71%、1.77%大幅降至1.54%、1.63%，资金压力缓解，各银行纷纷降价发行存单，二级收益率跟随一级定价，3个月、6个月、1年期存单收益率分别下行7bp、5bp、3bp至1.66%、1.68%、1.71%。利率债表现较为分化，国债表现相对较弱，尽管5月降息落地，1年、3年期月末收益率依旧持平于4月末的1.46%、1.48%，5年、7年、10年期收益率上行4-5bp，30年期收益率上行幅度更是达到7bp。国开债短端表现优于国债，1年期收益率下行4bp至1.53%，3年期及以上收益率变化与国债基本一致。信用债方面，普信债是5月债市表现最优资产，以AA+城投债为例，其收益率曲线几乎平行下移8-9bp，月末中长久期品种同样受到追捧；二永债表现则介乎于利率债与普信债之间。

图表 1：5月权益市场表现较优

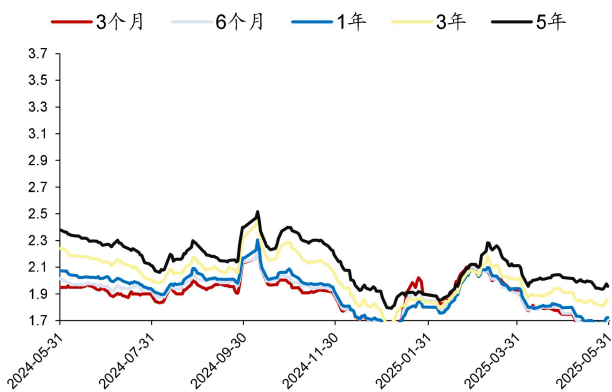


资料来源：Wind，浙商国际

图表 2：不同期限国债收益率走势 (%)



资料来源：Wind，浙商国际

图表 3：不同期限票据利率走势 (%)


资料来源：Wind，浙商国际

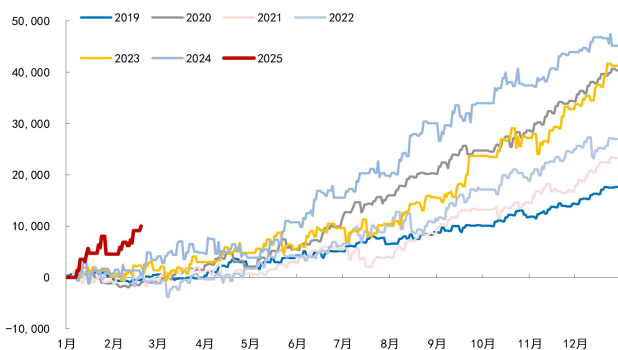
图表 4：3 年期信用债和国开债利差 (%)


资料来源：Wind，浙商国际

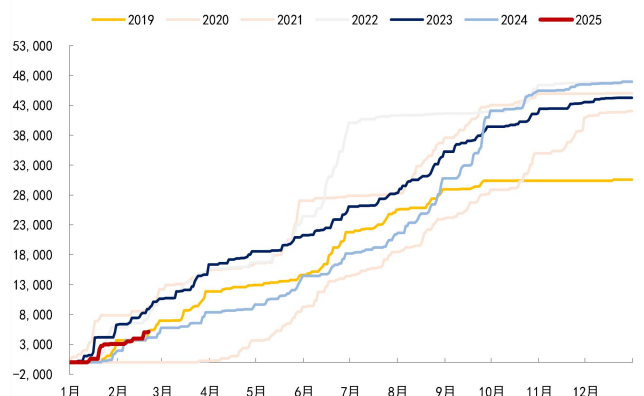
1.2. 债市一级发行情况

5 月政府债发行压力大于 4 月。由于 5 月政府债到期规模偏小，叠加超长特别国债启动发行，地方新增专项债发行提速，成为今年以来政府债净发行的次高月。地方债方面，5 月累计净发行 7794 亿元，净发行 5619 亿元，其中新增一般债 487 亿元、新增专项债 4432 亿元（其中：特殊专项债 851 亿元）、普通再融资债 2574 亿元、特殊再融资债 302 亿元；**国债方面**，5 月累计净发行 26740 亿元，同比多 15987 亿元。其中，补充大行资本的 5000 亿特别国债已发行 3950 亿元，1.3 万亿超长特别国债已发行 3630 亿元；**政金债方面**，5 月累计发行 6724 亿元，同比多 3272 亿元。从发行进度来看，今年的财政前置特征较为明显。

6 月政府债的供给压力或将边际缓和。5 月政府债到期规模偏小，仅约为 8000 亿元（4 月政府债到期约 1.4 万亿元），叠加超长特别国债启动发行，地方新增专项债发行提速，使得政府债整体净供给规模高达 1.49 万亿元，成为今年以来政府债净发行的次高月份（最高为 2 月，净发行 1.69 万亿元）。6 月政府债到期规模增加至 1.32 万亿元，结合国债和地方债的发行计划，预计净供给规模仅为 1 万亿元左右，明显下降。

图表 5：过去 5 年国债发行进度 (亿元)


资料来源：Wind，浙商国际

图表 6：过去 5 年地方债发行进度 (%)


资料来源：Wind，浙商国际

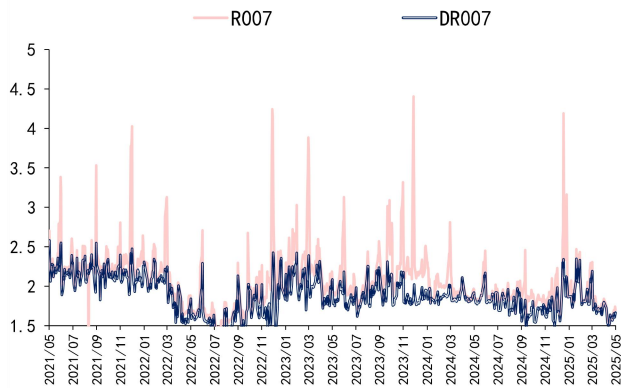
1.3. 资金面跟踪

5月资金价格较4月进一步下台阶，但距离政策利率中枢仍有较长距离。

5月7日三类十项一揽子货币政策措施落地，双降兑现，资金利率如期下行。月初五一假期结束，逆回购集中在前两个工作日到期，资金利率短暂承压后恢复下行。月中对等关税谈判超预期为债市带来回调压力，但月中同步存在较大规模的注资特国与超长特国发行，DR001向政策利率附近回归呵护发债后再度出现颠簸。下旬资金利率总体企稳回落，期间税期走款常态化扰动，随后在跨月因素及债市走势偏弱存在呵护需要等情况下，DR001重回1.4%+水平，且跨月的翘尾幅度明显弱于4月。总体看，5月降息落地，资金利率水平较4月再下台阶，但DR001总体仍在政策利率（1.4%）上方波动，并未形成向下突破。

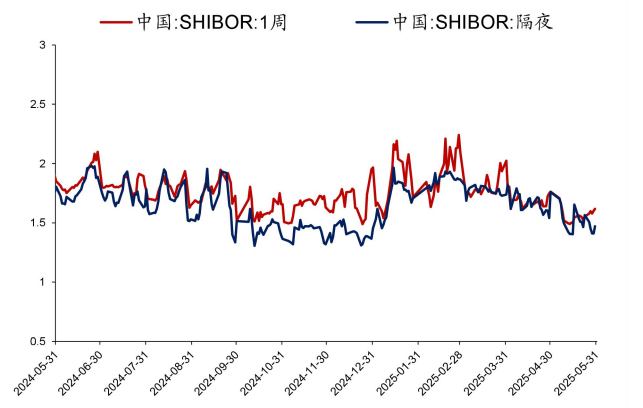
整体来看，尽管6月资金面面临季节性收敛和存单大额到期的压力，但利多因素整体多于利空，我们预计6月资金面仍将维持宽松：一是政府债到期压力缓解，前文曾提到，6月政府债到期规模增加至1.32万亿元，结合国债和地方债的发行计划，预计净供给规模仅为1万亿元左右，明显下降；二是央行流动性投放态度逐渐积极，二季度起央行将MLF与买断式回购作为组合工具，共同调节市场上的中长期资金投放，4月二者累计净投放规模为零，5月累计净投放规模为1750亿元，且在结构上央行使用MLF资金部分替代买断式回购投放，或旨在拉长银行负债久期，增强资金市场的稳定性。而在短期资金投放方面，5月跨月期间，尽管市场逆回购余额本处于近万亿元高位，但只要资金面边际收敛，央行均会启动大额流动性投放以维稳资金市场。

图表7：R007和DR007走势（%）



资料来源：Wind，浙商国际

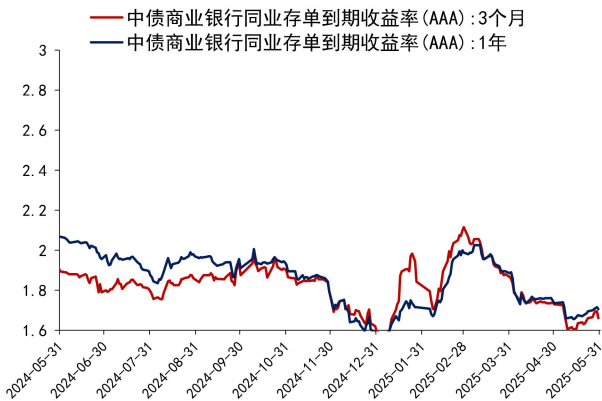
图表8：Shibor利率走势（%）



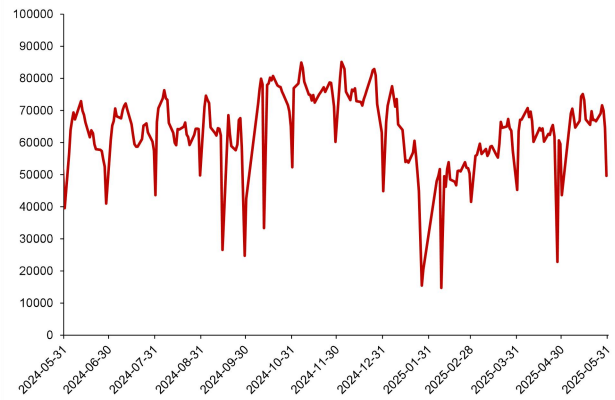
资料来源：Wind，浙商国际

图表9：同业存单收益率走势（%）

图表10：银行间质押式回购成交量（亿元）



资料来源：Wind，浙商国际



资料来源：Wind，浙商国际

2. 中债市场宏观环境解读

2.1. 经济基本面和货币政策

经济基本面和货币政策是决定中债市场走势的主要因素。我们接下来对本月重要经济数据和货币政策进行逐一解读：

4月经济数据喜忧参半，六大口径数据（工业、服务业、出口、社零、投资、地产销售）同比均不同程度低于前值，当时外部关税骤然上升的背景下，经济较3月有所放缓，但同时各指标仍呈现较明显韧性。5月制造业PMI录得49.5%，较前值回升0.5个百分点，生产指数和供应链指标有所回升，但表征内需的分项如新订单等仍低于临界值，反应扩内需的必要性在逐渐提升，具体来看：

4月工业增加值同比6.1%（前值7.7%），2024年一直高于5%的GDP增速，累计增速看，1-4月工业增加值同比6.5%。细分行业方面，新兴产业增速快于传统产业，建筑业表现依然偏弱：发电量增速较低，仅为0.9%，粗钢产量同比降至0%（前值4.6%），水泥同比降至-5.3%（前值2.5%）；汽车产量同比8.5%（前值8.4%）维持较高增速；强势领域太阳能电池（33.4%）、工业机器人（51.5%）保持大双位数高增长，发电设备产量同比增速甚至达三位数。

4月社零同比5.1%（前值5.9%），细分结构上，“以旧换新”板块依然强势，汽车、餐饮等品类消费也维持稳健。从主要消费品来看，同比增速较高的主要是家电（38.8%）、家具（26.9%）、手机（19.9%）、体育娱乐用品（23.3%）、文化办公用品（33.5%）、金银珠宝（25.3%）。反应“以旧换新”政策支撑下，可选消费表现仍将维持较高增速；但近期地产销售数据不佳，可能会在后续影响家电和家具销售额。

4月固定资产投资增速为3.6%（前值4.3%）。分项来看，地产、制造业和基建投资同比增速均不同程度低于前值。基建方面，大口径基建投资当月同比9.6%，前值12.6%；小口径基建投资（不含电力）同比5.8%（前值5.9%）。制造业同比8.2%（前值9.3%），其中设备更新和高技术产业仍是主要支撑，设备工器具购置1-4月的累计涨幅达到18.2%（前值18%）。地产方面，4月房地产开发投资累计同比-11.3%，新开工、施工、竣工累计同比-23.8%、-9.7%、-16.9%，前值分别为-24.4%、-9.5%、-14.3%，三大数据均走弱或是“严控增量”的体现，这一结构也与开年土拍市场的“重质不重量”基本匹配。整体来看，年

内地产销售增速可能在当前基础上有所下行，但全年跌幅在“止跌回稳”的主基调下可能较 2024 年明显收窄。

以美元计价 4 月出口同比 8.2%(前值 5.8%)，以美元计价 4 月进口同比%(前值-4.8%)。4 月贸易顺差 961.8 亿美元，前值 1026.4 亿美元，保持高位。

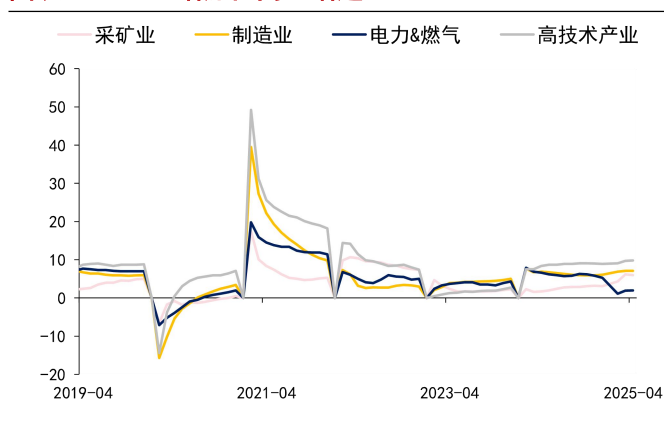
分出口国家看，对东盟、印度、非洲、拉美 4 月出口同比增速分别为 20.8%、21.7%、25.3%、17.3%；对美出口同比回落-21%。

从主要产品来看，劳动密集型产品出口增速依然低迷；但具备相对竞争优势的通用机械、船舶等产品出口增速较快：通用机械设备出口 4 月同比 17.0%（一季度为 6.2%）；船舶出口 4 月同比 36.1%（一季度为 2.1%） 集成电路出口 4 月同比为 20.2%（一季度为 10.8%）。

整体来看，1-4 月以来出口亮眼的表现仍有待观察，这是因为出口对关税的反映目前尚在第一阶段，后续压力仍有较大概率继续上升。但从短期视角看，强劲的出口带来了相对更充裕一些的政策窗口。

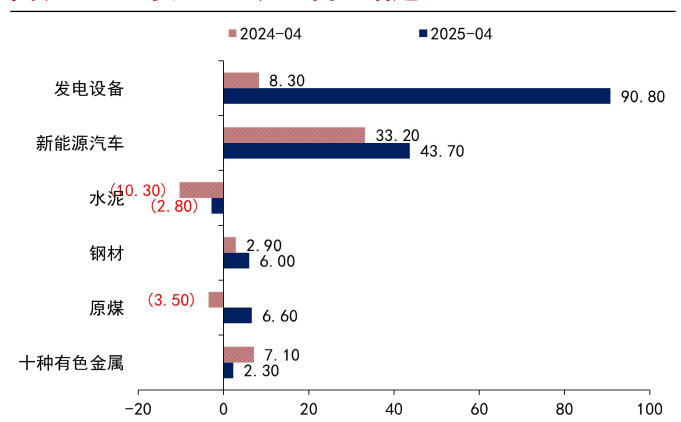
就业方面，4 月全国城镇调查失业率为 5.1%，较 1-3 月回落 0.1 个百分点，或由于 4 月工业、服务业保持较高生产景气，用工需求积极吸纳农民工等群体就业。

图表 11：工业增加值同比增速 (%)



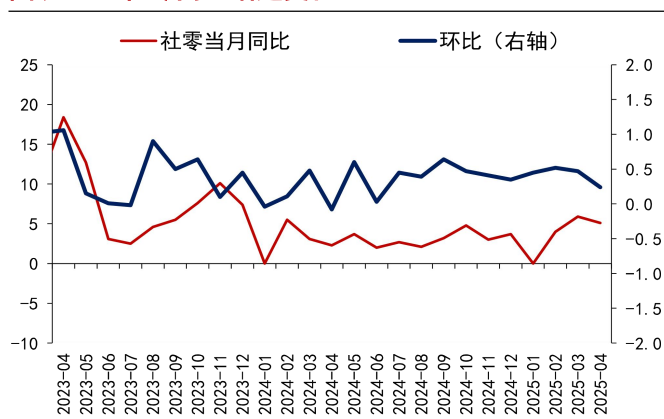
资料来源：Wind，浙商国际

图表 12：主要工业品产量同比增速 (%)

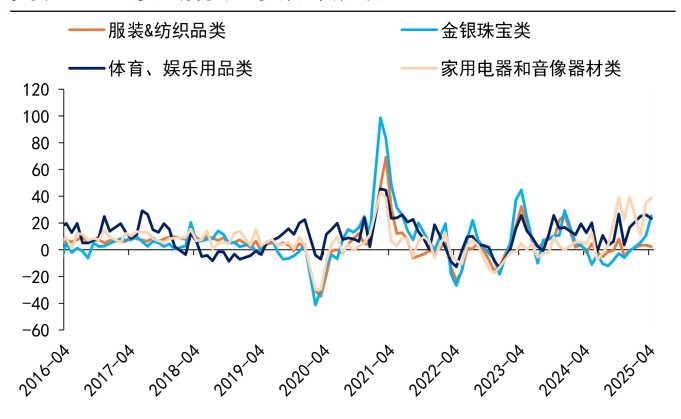


资料来源：Wind，浙商国际

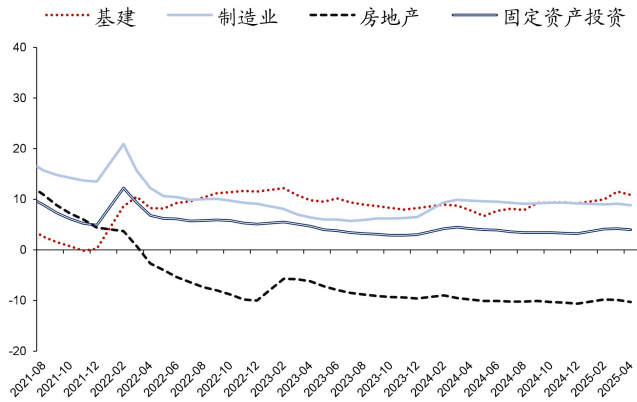
图表 13：社零同比增速变化 (%)



图表 14：可选消费主要分项走势 (%)



资料来源: Wind, 浙商国际

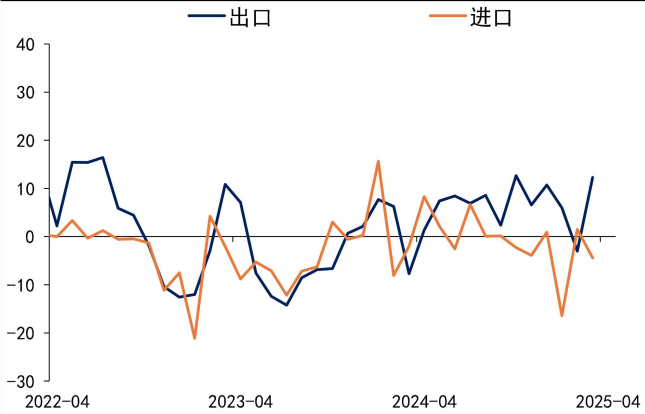
图表 15: 制造业投资分项同比增速 (%)


资料来源: Wind, 浙商国际

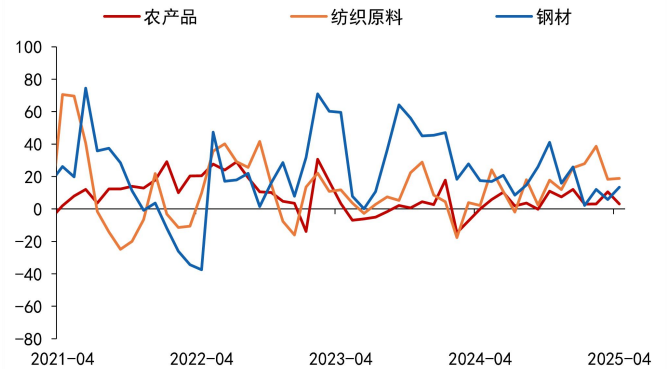
资料来源: Wind, 浙商国际

图表 16: 城镇调查失业率走势 (%)

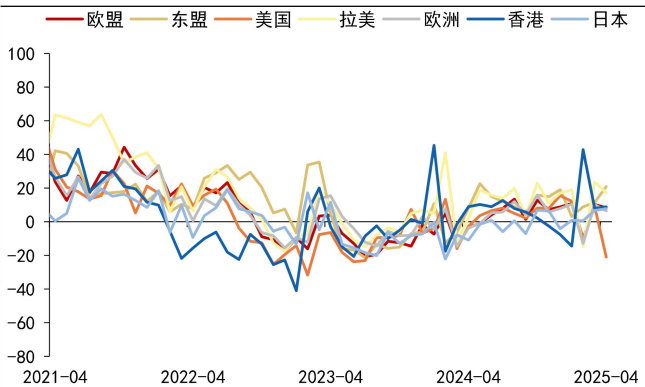

资料来源: Wind, 浙商国际

图表 17: 进出口增速 (%)


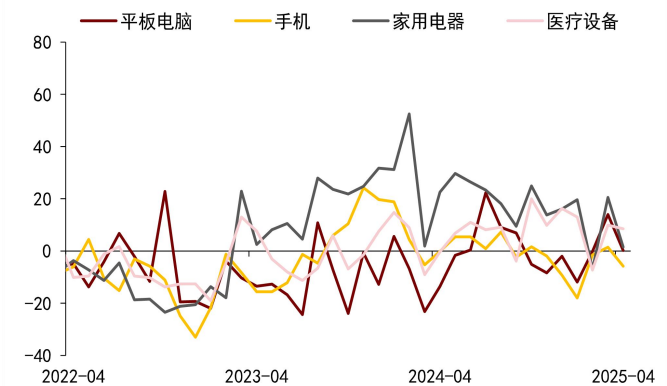
资料来源: Wind, 浙商国际

图表 18: 主要商品出口增速变化 (%)


资料来源: Wind, 浙商国际

图表 19: 主要贸易伙伴出口增速 (%)


资料来源: Wind, 浙商国际

图表 20: 主要商品出口增速变化 (%)


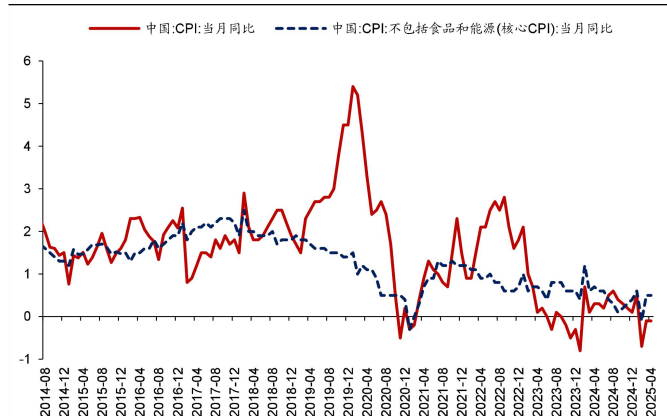
资料来源: Wind, 浙商国际

4月CPI同比录得-0.1%（前值-0.1%），PPI同比录得-2.7%（前值-2.5%），略超市场预期和季节性水平，但1-4月中枢依然偏低。

4月CPI超预期主要源于食品和出行服务带动：4月食品环比上涨0.2%，其中牛肉价格（环比3.9%）涨幅较为明显；鲜菜和猪肉价格分别下降1.8%和1.6%，降幅均小于季节性，分别影响CPI下降约0.04个百分点和0.02个百分点。核心CPI方面，五一假期带动出行服务价格上涨：其中飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格环比分别上涨13.5%、7.3%、4.5%和3.1%，涨幅均高于季节性水平，对CPI拉动达到0.1个百分点。

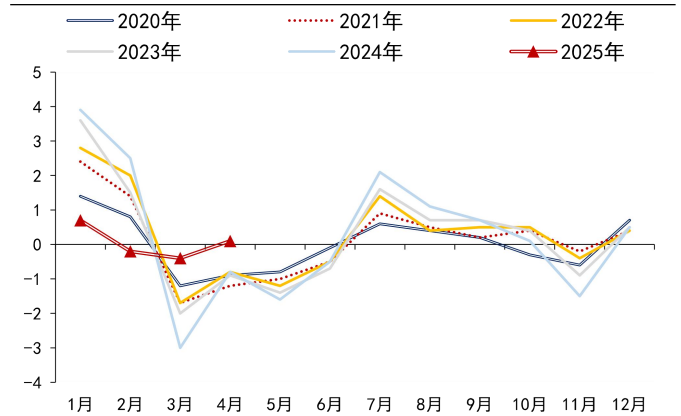
4月PPI同比-2.7%，较前值进一步回踩，高基数效应下2-3季度跌幅或将进一步扩大。从细分项来看，生产资料价格延续跌势：4月石油和天然气开采业价格环比为-3.1%（前值-4.4%），石油煤炭及其他燃料加工业价格环比为-2.6%（前值为-2.3%）；钢铁依然存在去产能、控产量的必要性，黑色金属冶炼加工业价格环比为-1.0%（前值-0.5%）；基建支撑水泥价格，非金属矿环比零增长（前值-0.4%），同比降幅收窄。

图表 21：4月CPI超出市场预期（%）



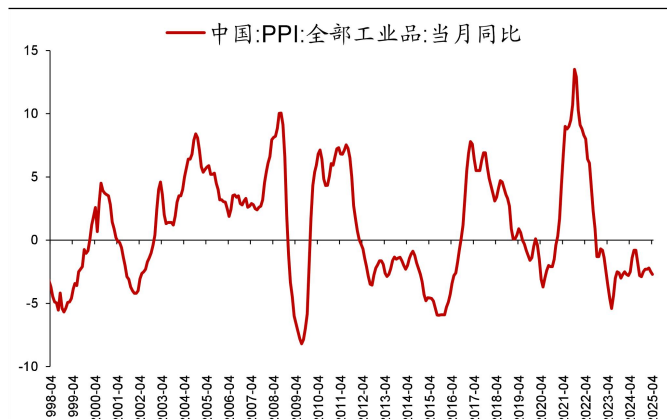
资料来源：Wind，浙商国际

图表 22：过去 10 年 CPI 环比走势（%）



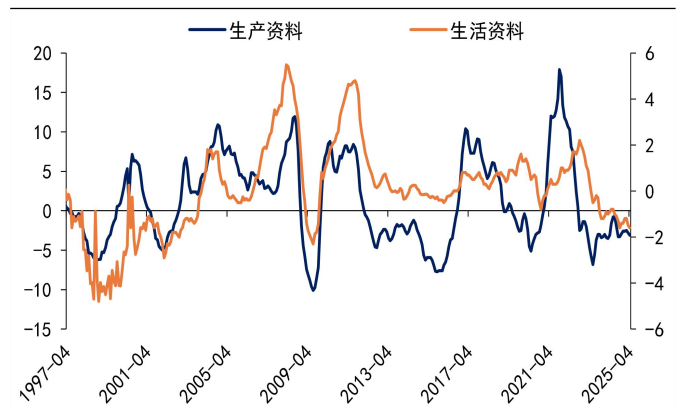
资料来源：Wind，浙商国际

图表 23：PPI 同比回落（%）



资料来源：Wind，浙商国际

图表 24：生产资料价格指数低位运行（%）



资料来源：Wind，浙商国际

4月社融增加1.16万亿元，同比多增约1.2万亿元，基本持平于市场预期；社融存量增速为8.7%，较上月提升0.3pct。

社融各分项中，实体信贷同比少增，未贴现银行承兑汇票与政府债融资同比大幅多增，其余分项变化有限：信托贷款增加454亿元，同比少增1672亿元；未贴现的银行承兑汇票

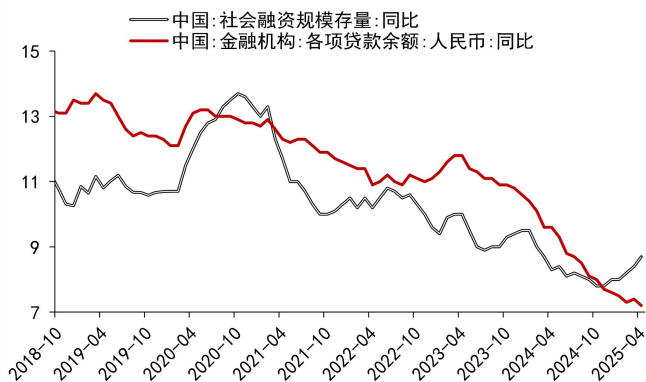
增加 2506 亿元，同比多增 1494 亿元；企业债券净融资 7591 亿元，同比少 4095 亿元；政府债券净融资 4.85 万亿元，同比多 3.58 万亿元；非金融企业境内股票融资 1353 亿元，同比多 404 亿元。

信贷增速有所回落，4 月实体信贷增加 844 亿元，同比少增 2505 亿元，企业中长贷为主要拖累；拆分结构来看，居民部门中长贷款减少 1231 亿元，同比小幅多增 435 亿元，可能与提前还贷规模同比减少有关。居民部门短贷减少 4019 亿元，为有数据统计（2007 年）以来同期最低值。企业部门方面，短期贷款减少 4800 亿元，同比多减 700 亿元，中长期贷款增加 2500 亿元，同比少增 1600 亿元，票据融资增加 8341 亿元，同比少增 40 亿元。

4 月 M1 同比 1.5%（前值 1.6%），M2 同比 8%（前值 7%），其中机关团体活期存款同比大幅多减 1.5 万亿元，是 M1 增速低于预期的主要原因。M2 同比增长 8%，较上月提升 1pct。利用存款性公司概览表拆解来看，同业资产拉动率大幅提升了 0.8pct，是 M2 增速改善的主要驱动力。

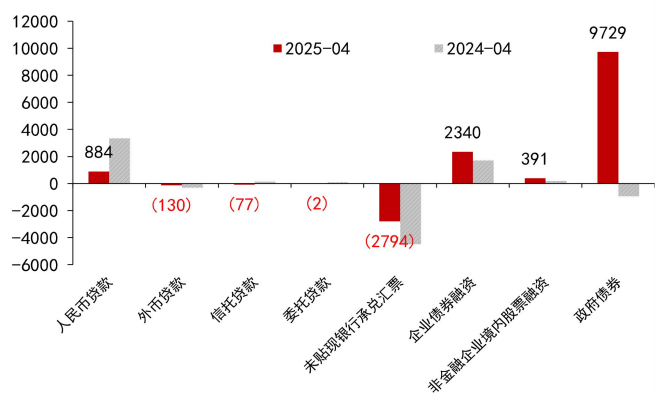
整体来看，4 月信贷数据偏差或与关税冲击相关，在财政/货币政策加码的背景下，5 月数据或将明显改善。1-4 个月信贷和社融分别同比多增 3400 亿元和 3.6 万亿元，两个阶段相比整体还是变化明显，符合“适度宽松”特征；5 月 7 日三部委部署一揽子逆周期调节政策，“降准 50BP+降息 10BP+结构性降息 25BP+结构性工具扩容 1.1 万亿元”集中出台；中美日内瓦联合声明后关税中枢显著下降，或将对 5 月的社融数据形成有效支撑。

图表 25：4 月社融数据表现偏差 (%)



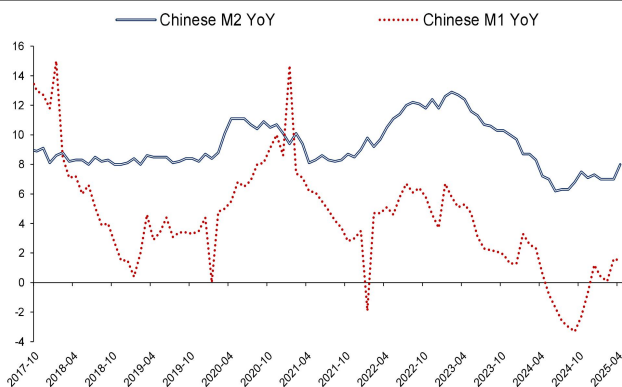
资料来源：Wind，浙商国际

图表 26：社融主要分项走势 (亿元)



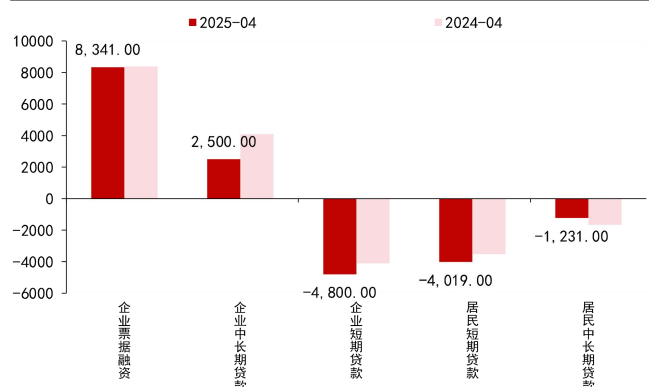
资料来源：Wind，浙商国际

图表 27：M1 回落，M2 回升 (%)



资料来源：Wind，浙商国际

图表 28：人民币贷款分项走势 (%)



资料来源：Wind，浙商国际

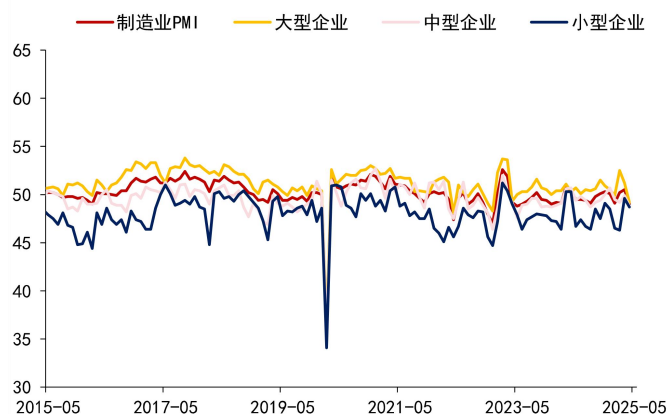
5月PMI录得49.5%，较前值回升0.5个百分点，从结构来看，4月生产指数为49.8%，下滑超过2.8个百分点。从行业来看，装备制造业和高技术制造业生产活动连续较快上升。具体来看分项：

供给端，生产指数回升0.7个百分点至50.5%，在短暂降至50%以下后较快回到扩张区间。5月采购量指数为47.6%，较上月上升1.3个百分点，其中进口指数为47.1%，较上月上升3.7个百分点，显示原材料进口降势较4月明显收窄。从细分行业来看，新动能的生产活动保持较快增长，消费品制造业生产活动也持续稳中有增。5月装备制造业生产指数较上月上升超过4个百分点，升至54%以上，连续10个月保持在50%及以上；高技术制造业生产指数虽较上月小幅下降0.2个百分点，仍保持在52%左右的相对较好水平

需求端指标边际回升但仍位于荣枯线之下，内需指标强于外需，5月新订单指数为49.8%，比上月上升0.6个百分点，连续2个月位于荣枯线之下；细分行业方面，新动能市场需求增长较为突出，装备制造业和高技术制造业的新订单指数均录得52%，连续数月位于荣枯线之上；消费品制造业需求也稳定上升，新出口订单指数较上月上升超过6个百分点至扩张区间。外需方面，5月新出口订单指数为47.5%，较上月上升2.8个百分点。重要的是，运力恢复滞后于需求爆发，考虑到美东航线往返周期达85天左右，短期缺口难补，出口型企业实际出货时间窗口有限。

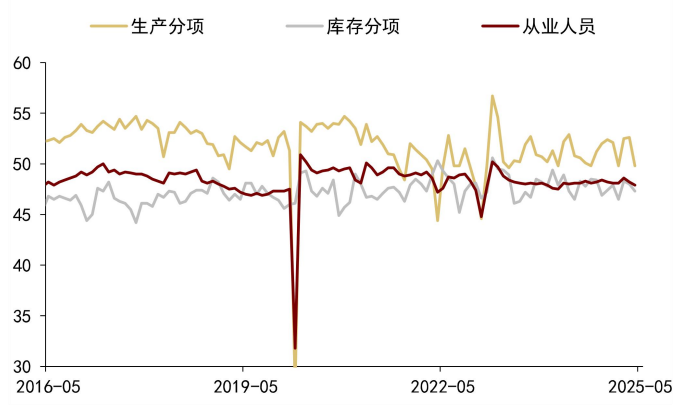
非制造业PMI指数录得50.3%，较前值回落0.1个百分点。从行业看，在“五一”节日效应带动下，居民旅游出行、餐饮消费等较为活跃，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数明显回升，均位于扩张区间，市场活跃度提升；同时，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数继续位于55.0%以上较高景气区间，保持较好增长态势。**建筑业继续维持扩张态势**，建筑业商务活动指数为51.0%，比上月下降0.9个百分点，扩张有所放缓。其中，土木工程建筑业商务活动指数为62.3%，比上月上升1.4个百分点，连续两个月回升，表明各地工程项目施工继续加快。

图表 29：制造业 PMI 和新订单指数 (%)



资料来源：Wind，浙商国际

图表 30：PMI 分项走势 (%)



资料来源：Wind，浙商国际

货币政策方面，5月降准资金到账，日常流动性投放也更加慷慨，适度宽松的货币政策在5月终得兑现。进一步看，央行主要通过2个渠道释放流动性：一是5月为政府债净融资的小高峰，央行流动性投放规模可观。在降准50bps释放1万亿资金的基础之上，5月全月仍累计净投放流动性3998亿元（逆回购、MLF、国库定存、买断式逆回购），不仅

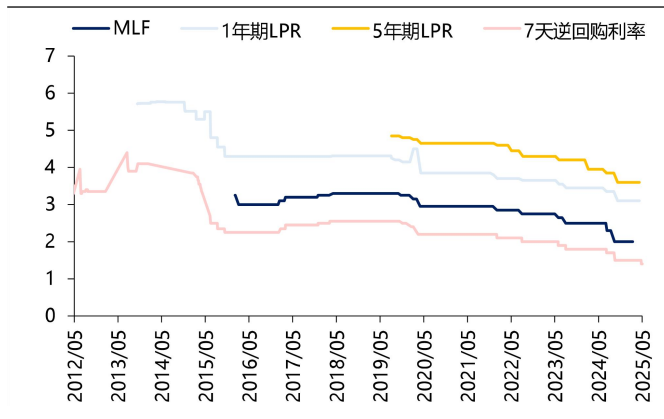
并未出现缩量，还明显高于 1-4 月；二是中长期流动性投放期限继续拉长，改善银行负债结构。5 月，3M 买断式逆回购净回笼 5000 亿元，6M 买断式逆回购和 1Y MLF 分别净投放 3000 亿元和 3750 亿元（1Y MLF 已连续第三个月净投放），使银行负债稳定性有所增加，与 4 月操作类似

汇率方面，由于近期市场对美元计价资产信心回落，欧元和日元的大幅升值导致美元指数进一步回落至 100 下方，这使得以人民币为代表的新兴货币的贬值压力均得到缓解；随着人民币汇率压力逐渐缓解，央行的汇率调控工具使用量也在逐渐回落，反应央行的货币政策重心已经逐渐转向其他目标。

5 月降准如期落地后，我们预计在“适度宽松”的货币政策基调和关税后续谈判存在变数的背景下，6 月央行或将维持宽松基调。Q1 在央行目标函数中居于靠前位置的或是缓释债市风险，彼时，基本面有所回暖、汇率压力尚未完全解除也为资金面的收紧提供了底气，因此当时央行的态度总体较为克制。而当下适度宽松已然落地，流动性环境回归友好，6 月还将发行最后一次注资特国（7Y）、三次超长特国（20Y 一次，30Y 两次），在 5 月 50Y 超长特国首发意外发飞的背景下，6 月货币财政配合或仍有必要，流动性环境或继续保持舒适。

图表 31：美元指数和离岸人民币汇率


资料来源：Wind，浙商国际

图表 32：政策利率走势（%）


资料来源：Wind，浙商国际

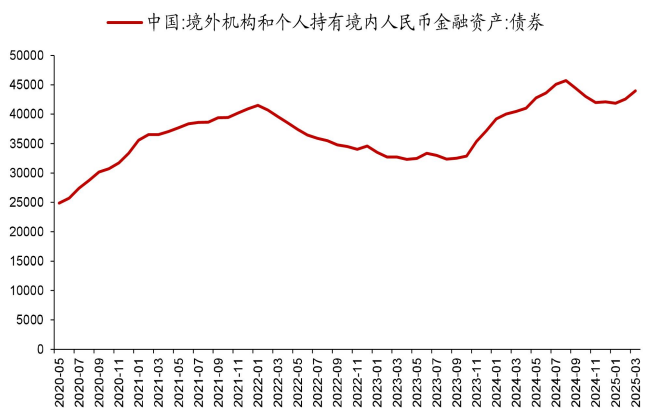
2.2. 海外经济：关税政策扰动下，5 月全球去美元化持续

近年来，随着中国债券市场对外开放程度提升，外资对中国债券市场的影响力也在逐渐提升，今年 12 月外债持有中国债券规模为 4.39 万亿元，连续 3 个月处于回升态势。另外，由于债券定价受货币政策影响较大，而中国作为新兴市场，货币政策自主性仍受美联储加息掣肘，因此观察中国债券市场，也需密切关注海外经济数据和美联储加息动态。

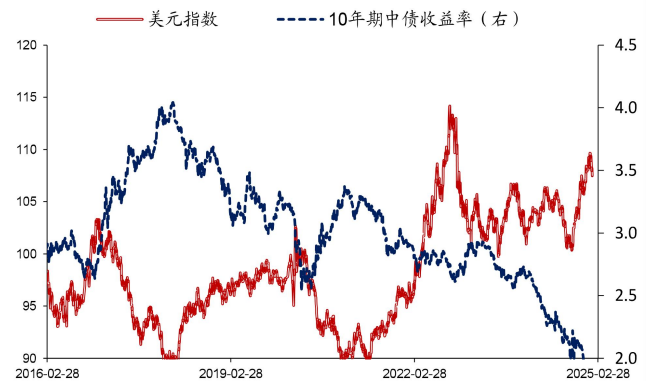
5 月中美关税降级，居民/企业信心指标边际回落，就业市场仍有韧性。美国经济衰退风险下滑。关税缓和，美股情绪修复，但美国政策不确定性、对美国财政风险的担忧等因素仍压制美元回升，推高美债期限溢价。全月来看，美股显著回升，美元小幅走弱，美债收益率整体上行：

权益资产方面，随着市场风险偏好回升，美股三大指数持续上涨，道琼斯、标普 500 和纳斯达克指数在 5 月的最后一个工作日收于 42,270.07、5,911.69、19,113.77，累计涨跌幅分别为 3.94%、6.15%、9.56%，基本收复了自 4 月解放日以来的失地。

美债方面，对等关税被推迟+美债市场去杠杆暂时告一段落的背景下，美债在5月初曾迎来一波较为强势的下行期，5月的第一个工作日曾一度下滑至4.13%，较4月期间4.59%的高点下滑超过40个bps。但以5月超预期的非农报告为拐点，后续在5月FOMC会议放鹰、穆迪下调美国主权债务评级、美丽大法案通过和特朗普威胁对欧洲额外加征关税等一系列利空消息影响下，长端美债市场再次迎来“抛售潮”，此后10Y美债的【4.35%-4.6%】区间宽幅震荡。

图表 33：外资持有境内债券余额及增速（万元）


资料来源：Wind，浙商国际

图表 34：美元指数和中债收益率（%）


资料来源：Wind，浙商国际

宏观数据和货币政策方面，本月召开FOMC会议，并公布4月非农、CPI、新屋/成屋销售数据及制造业PMI数据。5月FOMC会议维持政策利率在【4%-4.25%】水平，鲍威尔对于关税的关注度提升，认为目前政策的重心依然在于控制通胀反弹风险，随着超预期的非农和零售数据相继发布，以及中美关税税率出现超预期缓和，市场对美国经济下行风险的担忧有所缓解；衰退预期降温+美联储偏鹰表述，导致降息预期较4月出现明显回调。

货币政策方面，5月FOMC会议维持政策利率不变，将政策利率区间仍是【4%-4.25%】。

5月FOMC会议声明中，首先淡化了关税对经济的冲击作用，但强调了如果关税影响持续，失业率和通胀同时大幅上行的风险。声明认为一季度GDP读数的放缓主要源于企业在关税加码预期下，提前“抢出口”所致，此前表述为近期的经济指标显示，经济继续处于稳健的扩张状态。对于就业和通胀形势，声明延续了1月以来的表述，即就业市场依然稳定（solid），通胀仍一定程度上处于高位（somewhat elevated）。但对于后续基本展望，5月会议声明强化对于未来美国经济面临高通胀与高失业风险的表述：美联储关注双重使命相关的两个方向的风险，认为失业率走高和通胀水平走高的风险已经升高。

记者会中，鲍威尔对关税带来的潜在冲击关注度较3月明显提升，但由于过去几个月以来偏强的非农数据，使得鲍威尔更倾向于“物价稳定”目标的达成。美联储主席鲍威尔讲话多次提到关税，但是依然缺少明确的倾向性，再三重申美联储不急于做出政策调整（Don't Think We Need to Be in A Hurry to Adjust Rates）。

5月FOMC会议纪要中，FOMC票委和美联储工作人员在强调经济不确定下加强的同时，对金融稳定风险的关注度也明显提升。其中2个主要关注点是“去美元化”和长端美债近

期出现的抛售风险。“去美元化”方面，特朗普宣布“对等关税”以来，美元资产遭遇大幅抛售，这种抛售一方面是源于市场对于特朗普政策“反复无常”下，对美元计价资产的不信任程度增加，近期穆迪下调美国主权债务评级也加剧了这一担忧；另一方面是基于美国经济基本面陷入“滞胀”风险走高。部分票委还提到，如果后续美国陷入失业率和通胀同时走高的“滞胀”情形，全球“去美元化”或将进一步加速。**长端美债方面**，美联储公开账户管理人提到近期长端美债的大幅上行主要是源于利率衍生品（IRS）与长端美债的套利交易出现扭转所致，而此前市场更为关注的对冲基金参与率较高的高杠杆基差交易（basis trade）目前依然稳定。

经济基本面方面，4月新增非农17.7万人，高于预期13.8万人，DOGE裁员政策对失业率的影响相对有限，零售数据同样超预期，反应经济短期内衰退风险仍较低；通胀方面，4月CPI超预期回落至2.3%，其中部分受关税影响较大的分项出现回升；随着经济衰退风险降温，而关税对通胀带来的上行动力尚未完全显现，市场对通胀上行风险的关注度明显大于经济下行压力。

首先，4月CPI和PCE同比分别录得2.4%、2.1%，CPI和核心CPI同比均较前值不同程度回落。4月CPI环比0.2%，低于预期（0.3%）和前值（-0.1%），波动项能源价格环比-0.7%（前值-2.4%），食品价格环比-0.1%（前值0.4%），其中，家庭食品（food at home）价格回落为主要背景，环比-0.4%（前值0.5%）。鸡蛋价格在连续两个月快速上行后开始回落，环比-12.7%（前值5.9%）；核心CPI环比录得0.2%（前值0.1%），同样低于预期0.3%，其中超级核心CPI环比0.209%，较前值-0.243%有所回升；住房项环比反弹至0.3%（前值0.2%）。

商品和核心通胀分项方面，住房通胀、核心商品和超级核心CPI不同程度回升，其中受关税影响较大的商品细分项出现回升：4月核心商品环比升至0.1%（前值-0.1%），其中，新车和二手车价格较弱，环比分别为0和-0.5%；医疗商品价格环比升0.4%（前值-1.1%）。受关税影响，家电、家具、电脑、音响设备价格均有所回升，环比分别为+0.8%、+1.5%、+0.7%和+8.8%；但部分同样受关税影响的分项如电视（-2.1%）、户外设备（-0.7%）、玩具价格（-0.3%）则回落。服务项环比整体走弱，或反应居民部门消费增速有所放缓：其中OER和主要居所租金环比分别为0.4%和0.3%，均持平于前值；核心服务分项中，其中，租车（0.6%，前值-0.8%）和汽车保险价格（4.3%，前值+2.7%）为主要贡献，但机票价格继续回落，环比-2.8%，酒店和机票价格环比连续3个月处于回落态势。

其次，4月非农新增就业录得17.7万人（前值22.8万人），高于预期13.8万人；劳动参与率回升0.1个百分点至62.6%；失业率回升0.04个百分点至4.19%；职位空缺数和V/U比例延续回落态势，反应就业市场处于放缓但韧性仍存的状态。

从就业结构来看，抢进口和节日效应使交运&仓储行业和低端服务业就业出现明显反弹：私人部门就业人数新增16.7万人（前值20.9万），政府部门新增1万人（前值1.9万）。从具体行业来看，3月建筑业、休闲酒店业、零售业分别新增就业1.3万人（前值1.4万）、4.3万人（前值-1.7万）、2.3万人（前值为-0.18万人）。**失业率回升至4.19%，较3月进一步回升0.04个百分点**，其中其中就业人口上升43.6万人，劳动力总人口上升51.8万人（即劳动参与人数上升）。从失业原因来看，新进入劳动力人口和重新进入劳动力人口分别贡献0.14%和0.11%，永久失业贡献0.12%，辞职和完成临时工作对失业率分别贡献-0.08%和-0.1%。劳动参与率录得62.5%，较前值回升0.1个百分点，其中男性劳动参与率回升0.2个百分点为主要贡献。薪资增速方面，4月名义薪资增速环比0.2%（前值0.3%），其中信息业（1%）、零售贸易（0.6%）、批发贸易（0.5%）时薪增幅较大；对应年化增速

3.8%，实际薪资增速录得 1.5%，在过去一年以来仍然维持在 1%以上的高位，或将对居民消费形成持续支撑。

第三，4月地产销售表现分化，成屋销售表现远不及预期，主因过去美债利率大幅上行，与 10Y 美债利率挂钩的房贷利率同样上行至年内高点，导致地产销售承压；但新屋销售表现良好，或与近期地产销售商促销活动有关。

成屋销售方面，4月成屋销售年化值录得 400 万套，环比回落 0.5%，低于预期（410 万）和前值（402 万）。成屋成交价格中位数 41.4 万美元，同比录得 1.8%，同比增幅连续 4 个月处于回落态势；新房销售方面，新屋销售年化值录得 74.3 万套，环比回升 11%，高于预期（69.3 万）和前值（72.4 万）。成交价格中位数 40.72 万美元，同比录得-1.8%，或得益于建筑商为缓解负担能力问题而推出的激励措施。鉴于 2024 年 11 月份以来美债收益率持续在 4%-5% 区间高位波动，当前高利率环境下，地产部门复苏不确定性在加大。但从长周期来看，由于美国 20-65 岁人口增速在 2025-35 年期间维持高位，购房需求仍存，需求端的韧性与供给的相对不足或将导致房价明年反弹。

整体来看，美国 4 月经济数据喜忧参半，但从中长期时间来看，经济在关税冲击下面临较大的下行风险，随着经济放缓，以及美债期限溢价的逐渐回落，预计下半年 10Y 美债将回落至 4% 左右。另外，当前全球“去美元化”的大背景下，除非贸易战结束或美国经济增速持续领先全球，美元指数依然面临较大的贬值压力，这将导致非美货币整体受益，人民币在下半年或将持续升值。随着外部环境对央行货币政策的影响逐渐淡化，经济增长和就业或将重新成为央行的政策重心。

3. 2025 年 6 月中债市场展望及配置策略

对于后续中债市场，结合前文的基本面和政策分析，我们观点如下：

4 月经济数据喜忧参半，六大口径数据（工业、服务业、出口、社零、投资、地产销售）同比均不同程度低于前值，当时外部关税骤然上升的背景下，经济较 3 月有所放缓，但同时各指标仍呈现较明显韧性。5 月制造业 PMI 录得 49.5%，较前值回升 0.5 个百分点，生产指数和供应链指标有所回升，但表征内需的分项如新订单等仍低于临界值，反应内需依然疲软。回顾去年 Q4 的经济数据，工业增加值在“抢出口”效应下环比回升但持续性有待观察，这也就需要通过财政和货币政策进一步激励地方政府有效投资、企业投资和居民消费，后续财政和刺激内需政策或仍将加码。

货币政策方面，在内需偏弱+关税后续谈判存在不确定性的背景下，本轮货币宽松仍将有一定的持续性；Q1 在央行目标函数中居于靠前位置的或是缓释债市风险，彼时，基本面有所回暖、汇率压力尚未完全解除也为资金面的收紧提供了底气，因此当时央行的态度总体较为克制。而当下适度宽松已然落地，流动性环境回归友好，6 月还将发行最后一次注资特国（7Y）、三次超长特国（20Y 一次，30Y 两次），在 5 月 50Y 超长特国首发意外发飞的背景下，6 月货币财政配合或仍有必要，流动性环境或继续保持舒适。

资金面方面，尽管 6 月资金面面临季节性收敛和存单大额到期的压力，但利多因素整体（包括政府债供给压力环比下滑、央行对资金面呵护态度明显好于一季度）多于利空，预计资金利率或可维持中性水平，对应隔夜、7 天利率中枢在 1.5%、1.75% 附近窄幅波动。

展望 6 月债市和下半年，我们认为震荡过后，债市下行趋势依然不改，不过下行幅度还需观察有无新的触发因素落地；长久期利率债做波段——10 年国债的震荡区间 1.6%-1.7%，接近 1.7% 的时候，越调越买，逆向做波段或是最佳选择。品种方面，6 月利率债表现或将优于信用债，经历 5 月的强势行情过后，目前大部分中短久期城投债信用利差已压缩至低位，普遍处于 2021 年以来历史 15% 的分位数以内，这导致信用行情进一步独立发展的阻力较大，相比之下，6 月利率债或是更安全的品种。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（曹潮，中央编号：BVH841），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk