

# 中债策略周报

2025.5.26- 2025.6.2

分析师: 曹潮  
中央编号: BVH841  
联系电话: 852-96581360  
邮箱: caochao@cnzsqh.hk

# 中国债券市场策略周报 - 投资要点

## ● 中国债券市场表现回顾：

- 月末中美关税谈判再起波澜，而资金面在跨月期间面临一定上行压力，债市延续横盘震荡走势，10年/30年国债利率周内分别变动+0.9、+0.9个bps至1.7%/1.94%。

## ● 中国债券市场基本面、货币政策与资金面：

- 基本面和货币政策：5月制造业PMI环比上行0.5个点至49.5，环比略高于季节性均值的0.1个点，复苏程度不及季节性水平；生产和供应链分项恢复至荣枯线之上，新订单和新出口订单均回升但仍位于荣枯线之下；反应5月以来的货币金融政策放松叠加外贸环境缓和，经济呈现复苏迹象；货币政策方面，央行本周公开市场净投放6566亿元，其中逆回购投放16026亿元，到期9460亿元。
- 资金面：央行呵护下，资金面在跨月期间维持平稳。全周来看，隔夜和7天资金利率分化，其中隔夜利率较前一周回落，DR001、R001周均值较上周分别下行7、6bp，均低于过去5年平均水平。

## ● 中国债券市场展望：

- 基本面和货币政策来看，5月PMI在反应经济在“弱复苏”状态的同时，价格仍未企稳，4月两个价格指数环比分别大幅下行2.8、3.1个点的基础上，5月均环比微幅下行0.1个点，同期CPI数据和地产销售回踩反应内需依然偏弱，因此从中长期视角来看债市仍处多头环境。而长端利率迎来转机的关键在于基本面趋弱的显性化；在这一变化的过程中，可以优先选择高性价比品种。
- 策略方面，我们认为6月利率债性价比或高于信用，因此对长久期利率债做波段——其中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。

# 目录



- 债券市场表现回顾
- 债市一级发行情况
- 资金市场情况
- 中国债券市场宏观环境跟踪与展望



# 债券市场表现回顾

# 债券市场表现回顾

## ● 利率债市场本周走势回顾

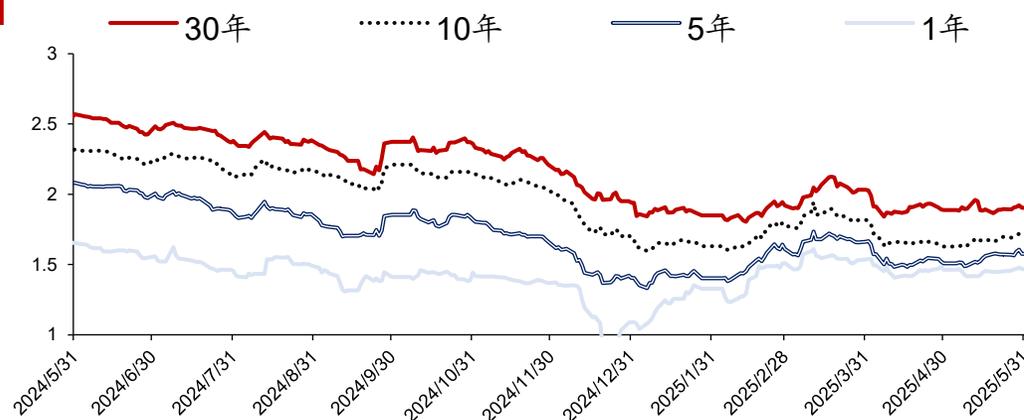
■ 月末中美关税谈判再起波澜，而资金面在跨月期间面临一定上行压力，债市延续横盘震荡走势，10年/30年国债利率周内分别变动+0.9、+0.9个bps至1.7%/1.94%。

## ● 利率/信用市场本周走势回顾

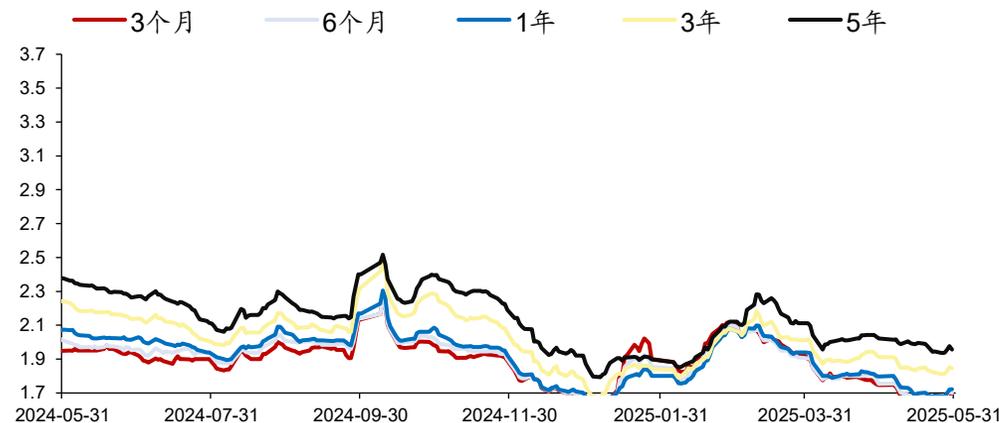
■ **利率债方面**，国债表现弱于国开债；尽管5月降息落地，1年、3年期月末收益率依旧持平于4月末的1.46%、1.48%，5年、7年、10年期收益率上行4-5bp，30年期收益率上行幅度更是达到7bp。国开债短端表现优于国债，1年期收益率下行4bp至1.53%，3年期及以上收益率变化与国债基本一致。

■ **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，AAA-二级资本债之中，1年、3年期收益率分别下行3bp、1bp，5年期收益率则小幅上行1bp。

### 不同期限中债收益率走势



### 不同期限AAA评级票据收益率走势





# 债市一级发行情况

# 本周债券市场一级发行情况

## ● 本周利率债发行情况

■ 地方债方面，本周发行2282亿元，净发行1753亿元，其中新增一般债236亿元、新增专项债1580亿元（其中：特殊专项债0亿元）、普通再融资债416亿元、特殊再融资债50亿元。

■ 国债方面，本周发行0亿元，净发行-1991亿元。

■ 政金债方面，本周发行365亿元，净发行365亿元。

## 本周部分利率债发行情况

| 利率债类型          | 交易代码        | 债券简称           | 发行规模(亿)        | 发行期限(年) | 票面利率(%) |      |
|----------------|-------------|----------------|----------------|---------|---------|------|
| 国债             | 249917.IB   | 24贴现国债17       | 400.00         | 0.25    | 1.33    |      |
|                | 240006.IB   | 24付息国债06       | 960.00         | 7.00    | 2.28    |      |
|                | 240007.IB   | 24付息国债07       | 230.00         | 50.00   | 2.65    |      |
|                | 240002X2.IB | 24付息国债02(续2)   | 1,070.00       | 1.00    | 1.96    |      |
|                | 240001X2.IB | 24付息国债01(续2)   | 1,070.00       | 5.00    | 2.37    |      |
|                | 2405152.IB  | 24新疆债01        | 1.16           | 3.00    | 2.20    |      |
|                | 2405156.IB  | 24新疆债05        | 41.04          | 5.00    | 2.33    |      |
|                | 2405153.IB  | 24新疆债02        | 60.46          | 10.00   | 2.41    |      |
|                | 2405155.IB  | 24新疆债04        | 6.90           | 15.00   | 2.56    |      |
|                | 2405157.IB  | 24陕西债02        | 72.53          | 10.00   | 2.41    |      |
| 地方政府债          | 2405151.IB  | 24甘肃债01        | 71.00          | 5.00    | 2.35    |      |
|                | 2405133.IB  | 24江苏债05        | 50.00          | 7.00    | 2.40    |      |
|                | 2405134.IB  | 24江苏债06        | 301.75         | 10.00   | 2.38    |      |
|                | 198980.IB   | 24贵州06         | 92.29          | 5.00    | 2.35    |      |
|                | 198981.IB   | 24贵州07         | 111.42         | 7.00    | 2.45    |      |
|                | 198983.IB   | 24贵州09         | 18.10          | 10.00   | 2.53    |      |
|                | 198979.IB   | 24湖北14         | 4.00           | 10.00   | 2.43    |      |
|                | 198972.IB   | 24湖北07         | 2.35           | 10.00   | 2.43    |      |
|                | 198973.IB   | 24湖北08         | 17.46          | 15.00   | 2.58    |      |
|                | 198974.IB   | 24湖北09         | 52.22          | 20.00   | 2.60    |      |
|                | 198975.IB   | 24湖北10         | 42.10          | 30.00   | 2.62    |      |
|                | 2405146.IB  | 24江西债11        | 54.59          | 5.00    | 2.35    |      |
|                | 2405148.IB  | 24江西债13        | 194.16         | 10.00   | 2.53    |      |
|                | 2405145.IB  | 24江西债10        | 40.40          | 10.00   | 2.50    |      |
|                | 政金债         | 09230220Z14.IB | 23国开清发20(增发14) | 20.00   | 20.00   | 3.03 |
|                |             | 220303Z21.IB   | 22进出03(增21)    | 29.00   | 3.00    | 2.57 |
|                |             | 230420Z17.IB   | 23农发20(增17)    | 90.00   | 10.00   | 2.85 |
|                |             | 240202Z9.IB    | 24国开02(增9)     | 90.00   | 3.00    | 2.34 |
|                |             | 240203Z4.IB    | 24国开03(增4)     | 110.00  | 5.00    | 2.30 |
|                |             | 220218Z.IB     | 22国开18(增发)     | 20.00   | 5.00    | 2.49 |
| 09240402Z03.IB |             | 24农发清发02(增发3)  | 50.00          | 2.00    | 2.08    |      |
| 09240407.IB    |             | 24农发清发07       | 20.00          | 7.00    | 2.36    |      |
| 240403Z.IB     |             | 24农发03(增发)     | 50.00          | 3.00    | 2.12    |      |
| 230415Z19.IB   |             | 23农发15(增19)    | 60.00          | 5.00    | 2.57    |      |



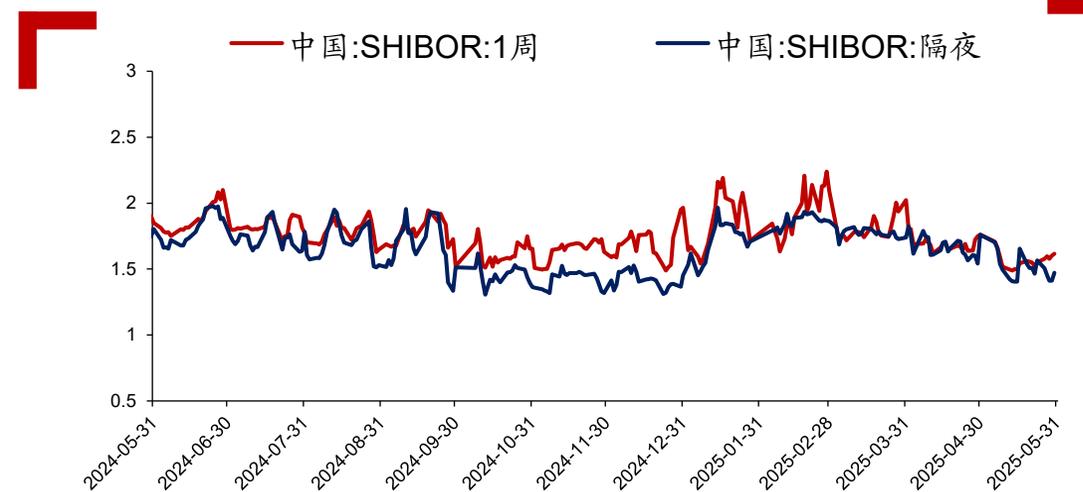
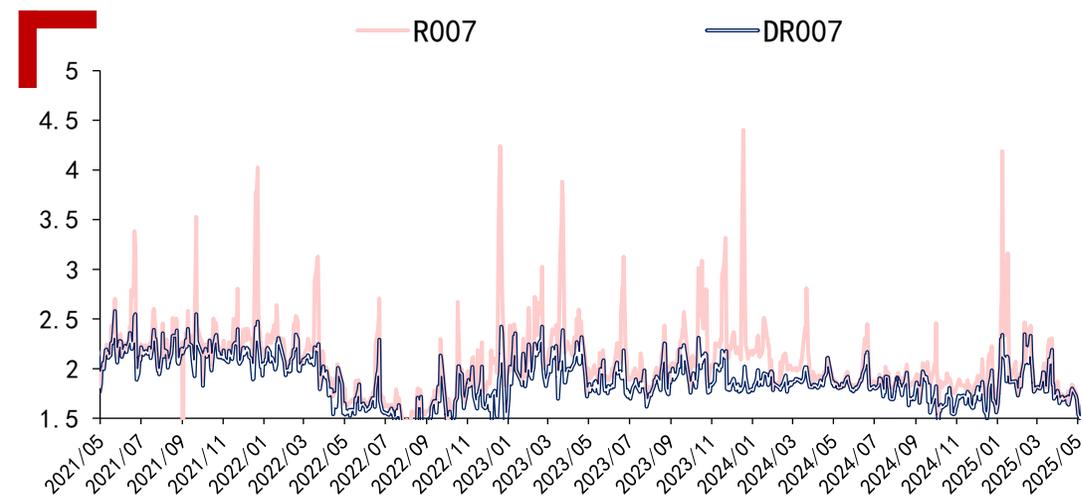
# 资金市场情况

# 资金面统计数据 (2025.5.26-2025.5.30)

## ● 央行流动性投放加码，资金面逐渐修复

◆ **央行呵护下，跨月资金面依然平稳。**周内来看，资金价格整体呈先下后上的态势，R001从前一周五的1.61%连续下行至周三的1.46%，DR001同样由上周五的1.57%逐日走低，并于周四触及周内低点1.41%。其后，随着月末时点临近，资金价格拐头向上，至5月30日，R001上行至1.57%，DR001同样回升至1.48%。

◆ **本周隔夜和一周Shibor利率收于1.47%、1.62%，较上周分别变动-5.4、+7.9bps；隔夜及一周CNH Hibor利率收于2.04%、1.79%，较上周变动+72.7、+19.8个bps。**

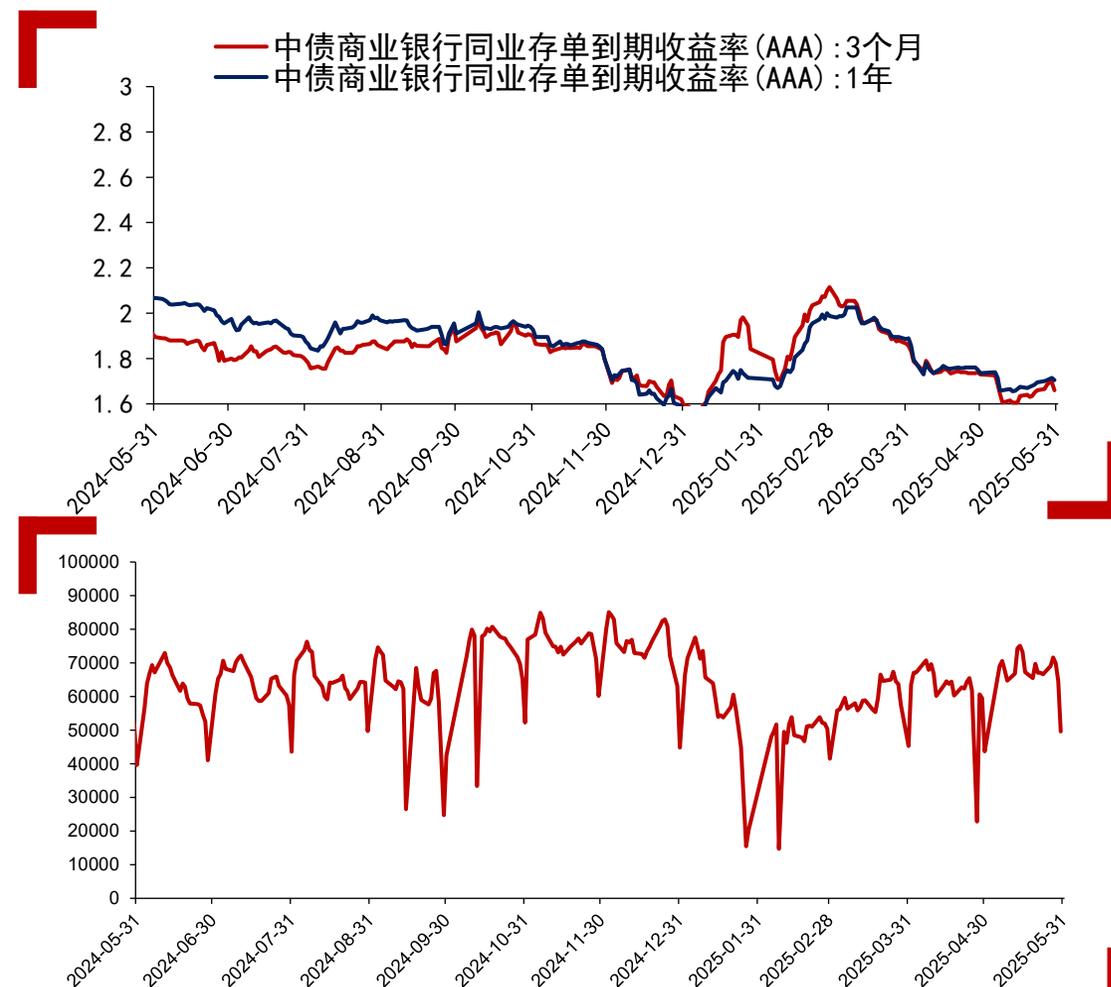


# 资金面统计数据 (2025.5.26-2025.5.30)

## ● 同业存单收益率周内略微上行

◆ **受资金面扰动，本周同业存单到期收益率曲线全面陡峭化。**其中，1个月AAA同业存单大幅下行，环比降7bp至1.55%，其余期限AAA同业存单均在上行，幅度分布在0-1bp区间。一级市场方面，同业存单加权发行利率为1.7%，较前一周上行3bp，此前连续两周环比下行6bp。**发行期限方面**，业存单加权发行期限进一步拉伸至8.9个月，前一周为6.2个月。

◆ **随着资金面“先松后紧”，**银行间质押式回购平均成交量在周内先升后降，由前一周的6.72万亿元降至6.49万亿元。



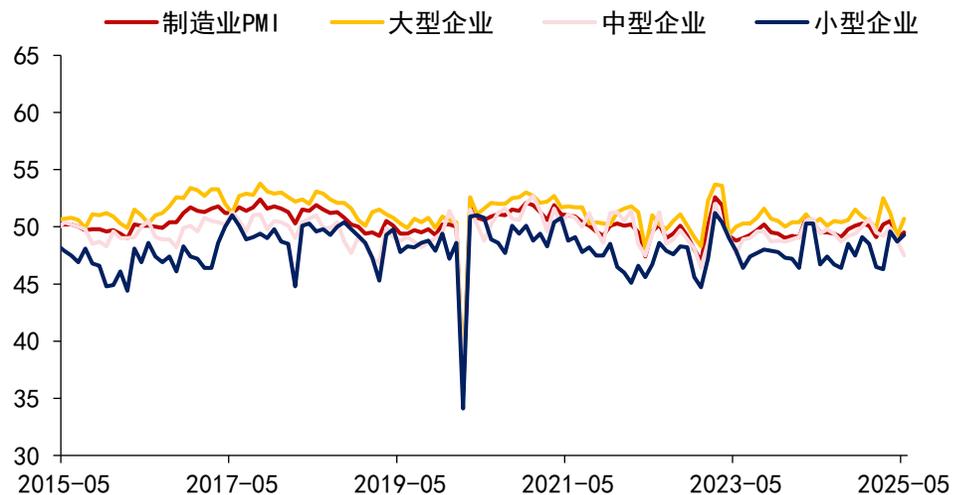


# 中国债券市场宏观环境 跟踪与展望

# 债券市场宏观环境跟踪 – 货币政策和经济基本面

- 5月PMI录得49.5%，较前值回升0.5个百分点；环比略高于季节性均值的0.1个点，复苏程度不及季节性水平；生产和供应链分项恢复至荣枯线之上，新订单和新出口订单均回升但仍位于荣枯线之下。
- **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。
- **需求端**：新订单、新出口订单分别回升0.6%、2.7个百分点，但仍位于荣枯线之下。

### 大中小企业PMI (%)

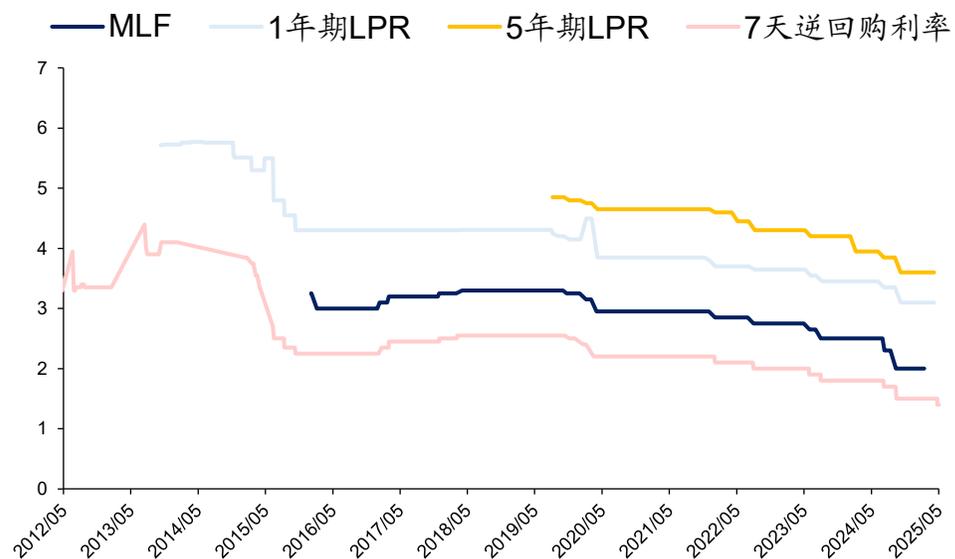


### PMI主要分项走势 (%)



# 债券市场宏观环境跟踪 – 货币政策和经济基本面

- 美元指数过去一周以来持续低于100，全球“去美元化”趋势持续下，离岸人民币持续升值，周五最终收于7.21下方；展望下半年，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，央行或将维持宽松基调。
- 本周央行公开市场净投放6566亿元，其中逆回购投放16026亿元，到期9460亿元。



# 中国债券市场周度总结与展望

## ● 基本面展望

- 5月制造业PMI环比上行0.5个环比略高于季节性均值的0.1个点，复苏程度不及季节性水平；生产和供应链分项恢复至荣枯线之上，新订单和新出口订单均回升但仍位于荣枯线之下点至49.5；反应5月以来的货币金融政策放松叠加外贸环境缓和，经济呈现复苏迹象。
- 5月PMI物价分项连续2个月处于回落态势，物价偏低带来实际利率偏高，或是投资端和地产销售端偏弱的重要原因。上述特征意味着未来政策想要经济“补短板”，主要措施便是在投资和地产端发力。

## ● 货币政策展望：经济有效需求不足，宽货币政策仍将持续

- 汇率方面，我们此前曾提示，央行对于稳定人民币汇率具有充足的工具储备，逆周期因子、外汇掉期等一系列将对人民币汇率支撑；而随着日元和欧元走强，美元指数已经回落100下方，人民币贬值压力在短期内仍相对可控，因此外部冲击短期内将不再掣肘货币宽松力度。
- 短期来看，货币政策仍然要继续配合财政发债，流动性易松难紧，当前可能更多的是机构预期引发流动性的阶段性紧张。无论是应对外部冲击还是维稳国内，宽松基调仍是重要基础。

## ● 债券市场展望：宽货币政策延续，二季度债牛可期

- 当前市场交易重心已经由基本面和货币/财政政策转向为关税。4月3日对等关税方案落地后，即将到来的可能是国家间的协商期，关税冲击可能经历升级与缓和之间的摇摆。但整体来看，债市仍处多头环境。而长端利率要突破区间震荡的下沿，最关键的是基本面趋弱的显性化。这是一个等待的过程，在此期间可优先选择高性价比品种，抓住模糊行情中的确定性。因此每当债市发生调整时，可能都是加仓久期的机会。

# 免责声明

**所有投资均涉及风险，本演示文稿仅作培训用途，并不构成购买或认购任何投资产品的邀请或要约。此演示文稿的内容和信息乃从可靠来源搜集，浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）并不保证其准确性、完整性或者正确性。浙商国际亦不会对任何人士因倚赖此演示文稿全部或任何部分内容而引致的任何损失负上任何责任。**

**本演示文稿版权仅为本公司及其关联机构所有，任何机构或个人于未经本公司或其关联机构书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关法规。**