

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门执行总监 冯琳

时间

2025年6月9日

核心观点

- 上周债市延续暖势，收益率曲线陡峭化下移。上周（6月2日当周）海外关税政策不确定性延续，为债市提供支撑。同时，尽管大量同业存单陆续到期，但央行首次提前公告买断式逆回购操作，加之首次披露月度各项工具流动性投放情况，释放加强预期管理信号，市场资金宽松预期进一步强化，对债市产生利多影响。在此背景下，上周长债收益率整体下行。短端利率方面，月初资金面均衡偏松，带动债市短端利率下行，且下行幅度大于长端，收益率曲线趋于陡峭化。

本周（6月9日当周）债市料延续偏强震荡。从基本面来看，本周将陆续公布5月通胀、贸易以及金融数据。其中，5月CPI和PPI同比仍处负值区间，反应居民消费信心不足，内需整体疲弱，同时，受海外关税政策反复影响，外需整体走弱，5月出口增速有所放缓，基本面对债市影响将偏利多。从资金面来看，尽管本周逆回购与存单到期规模较大，但央行提前开展1万亿买断式逆回购操作予以对冲，释放“呵护”信号，资金面有望维持宽松格局。另外值得一提的是，本周一中美贸易谈判将在英国开启第二轮磋商，谈判结果仍存不确定性，但考虑到市场已趋于理性，对关税政策的反应逐渐钝化，预计对债市的扰动将较为有限。总体上看，在基本面和资金面支撑下，预计本周债市将延续偏强震荡。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、上周市场回顾

1.1 二级市场

上周债市延续暖势，长债收益率继续下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计上涨0.19%，上周五10年期国债收益率较前周五下行1.65bp，1年期国债收益率较前周五下行4.50bp，期限利差明显走阔。

- **6月3日**：周二，同业存单发行价格抬升压制市场情绪，债市整体偏弱震荡。当日银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国债收益率上行0.52bp；国债期货各期限主力合约收盘多数下跌，其中，10年期主力合约跌0.03%。
- **6月4日**：周三，中证报发文称“人民银行国债买卖操作有望适时重启”，加之关税扰动仍在，共同推升多头情绪，债市明显回暖。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行0.60bp；国债期货各期限主力合约收盘全线上涨，10年期主力合约涨0.09%。
- **6月5日**：周四，月初资金面持续宽松，加之央行提前公告买断式逆回购操作，以及市场对央行重启买债的预期升温，债市延续暖势，短端利率下行而长端表现稍弱。当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10年期国债收益率上行0.37bp；国债期货各期限主力合约收盘表现分化，其中，10年期主力合约跌0.01%。
- **6月6日**：周五，央行提前公告1万亿买断式逆回购操作，释放稳市场预期信号，加之尾盘传出有关大行买入短债传闻，债市延续强势。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行1.94bp；国债期货各期限主力合约收盘全线上涨，10年期主力合约涨0.17%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

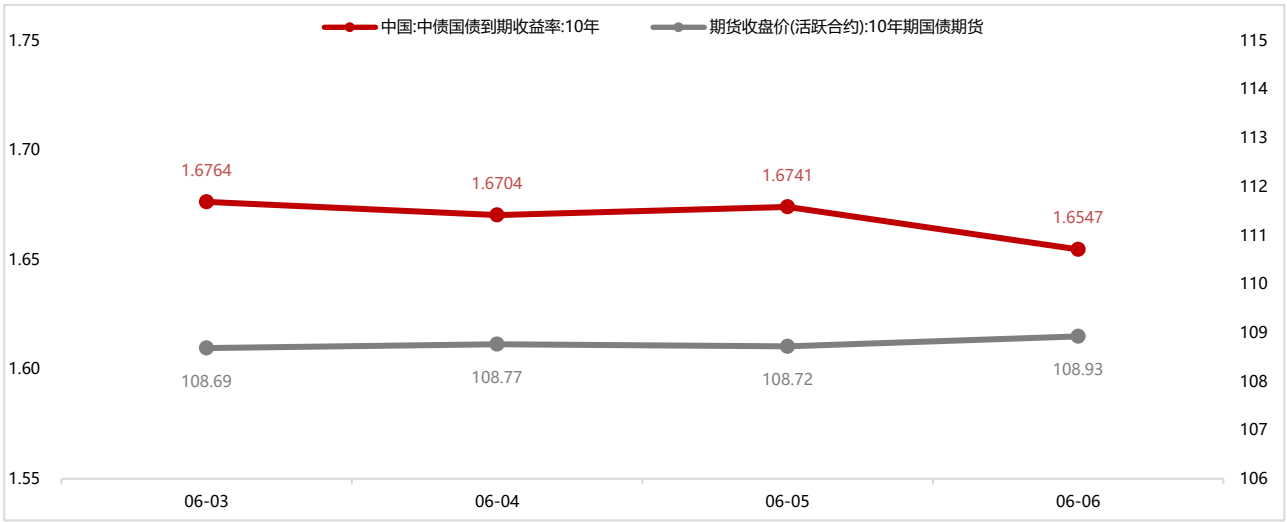


图 2 上周各期限国债利率均下行

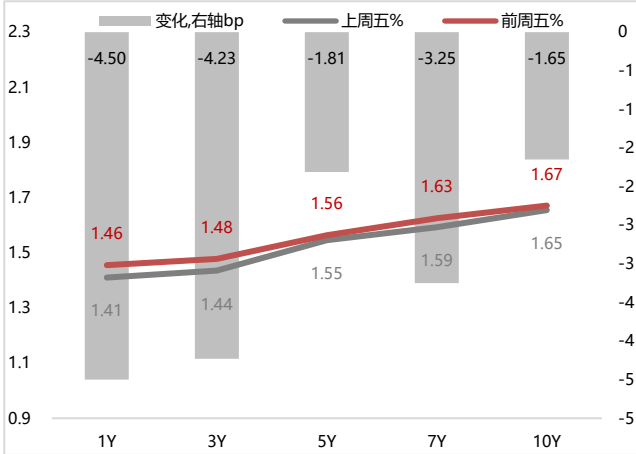


图 3 上周各期限国开债利率均下行

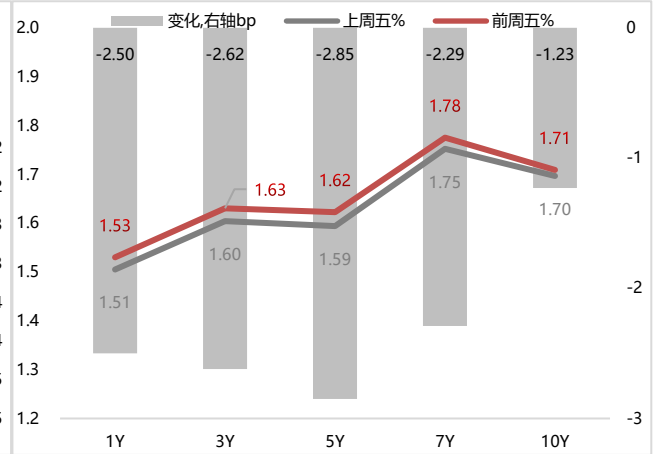


图 4 上周各期限国债期货均有所上涨

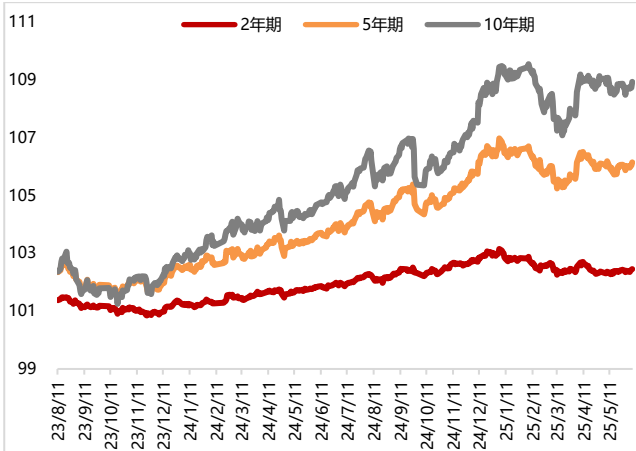


图 5 上周各期限国开债隐含税率上行(%)

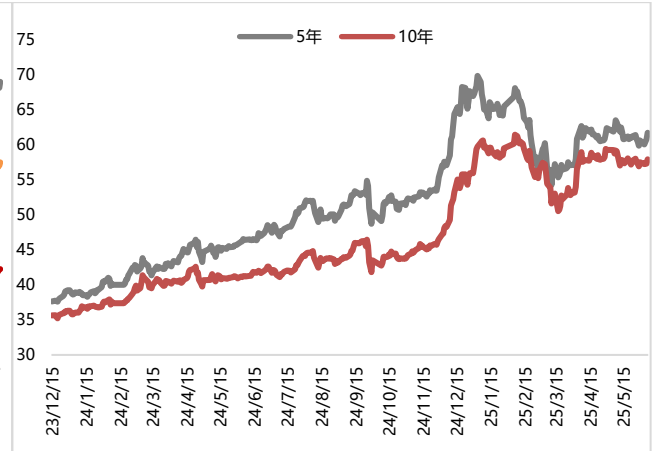


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差明显走阔

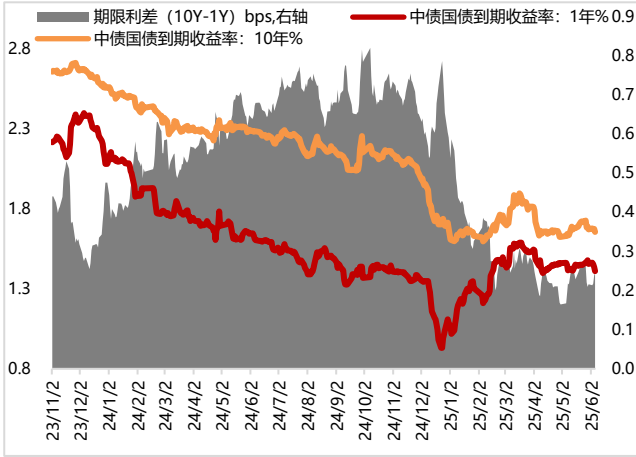
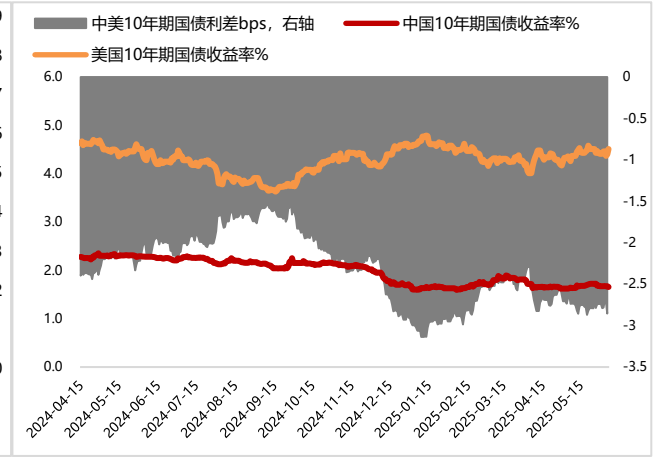


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度小幅加深



数据来源: Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 48 只, 环比减少 13 只, 发行量 6143 亿, 环比增加 2201 亿, 净融资额 2750 亿, 环比小幅增加 76 亿。分券种看, 上周国债发行量、净融资额环比增加, 而政金债、地方债发行量和净融资额均环比减少。

表 1 利率债发行和到期 (亿元)

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	3961.8	0	1981.6	0	1980.2	0
政金债	1085	1660	820	360	265	1300
地方政府债	1095.95	2282.12	590.94	908.29	505.01	1373.82
合计	6142.75	3942.12	3392.54	1268.29	2750.21	2673.82

数据来源: Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可: 共发行 6 只国债, 平均认购倍数为 3.49 倍; 共发行 16 只政金债, 平均认购倍数为 3.95 倍; 共发行 26 只地方债, 平均认购倍数为 22.32 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

二、上周重要事件

- **央行公告开展 10000 亿买断式逆回购。**6 月 5 日，央行发布公告称，“为保持银行体系流动性充裕，2025 年 6 月 6 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 10000 亿元买断式逆回购操作，期限为 3 个月（91 天）”。央行打破月末公告当月买断式逆回购操作惯例，于月初公告大规模买断式逆回购操作，或与近月银行同业存单到期规模持续处于高峰期有关。这有助于保持银行体系流动性持续处于充裕状态，控制资金面波动，稳定市场预期。另外，5 月 7 日央行等部门推出一揽子金融政策措施后，当前的一个重点是激励银行加大对实体经济信贷投放力度，支持政府债券发行。现阶段加大中期流动性投放，释放了数量型政策工具持续加力的政策信号，有助于推动宽信用进程，强化逆周期调节。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据涨跌不一，其中，高炉开工率、半胎钢开工率均下滑，而石油沥青装置开工率有所回升，日均铁水产量则与前一周基本持平。从需求端来看，上周 BDI 指数、出口集装箱运价指数 CCFI 均继续上涨；上周 30 大中城市商品房销售面积大幅下降。物价方面，上周猪肉价格继续小幅下跌，大宗商品价格则多数上涨，其中，铜、原油、螺纹钢价格均回升。

图 8 上周高炉开工率小幅回落(%)

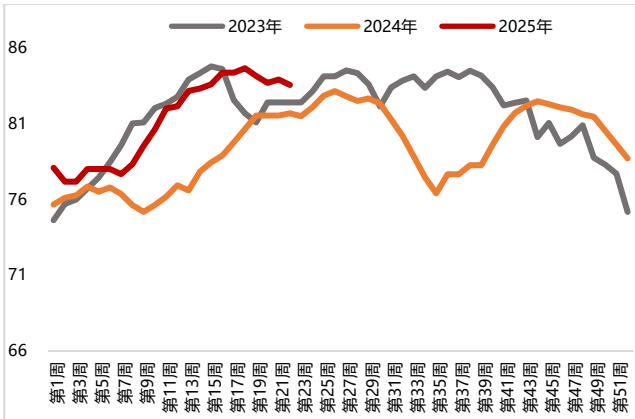


图 9 上周石油沥青装置开工率有所回升(%)

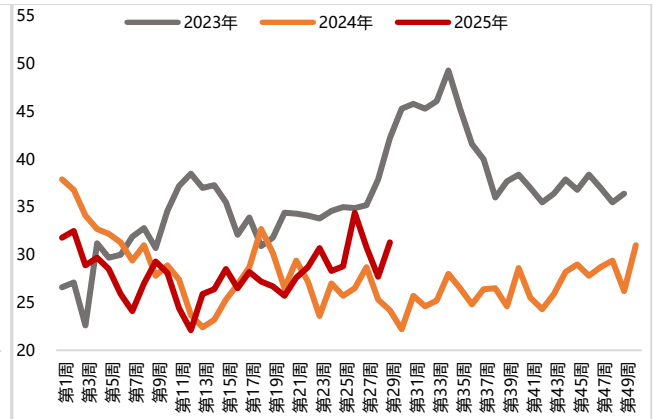


图 10 上周半钢胎开工率小幅下降 (%)

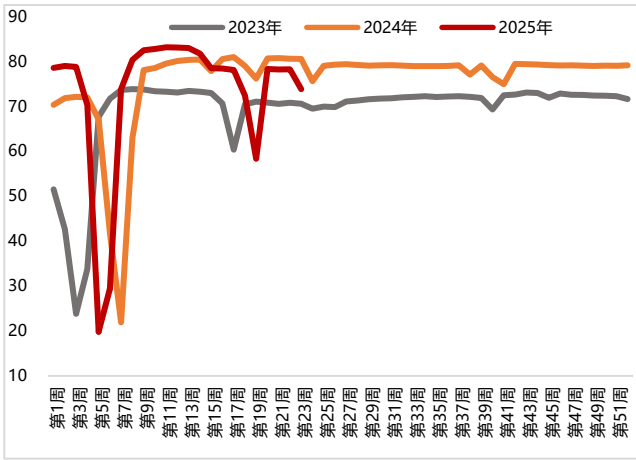


图 11 上周日均铁水产量(247家)基本持平(万吨)

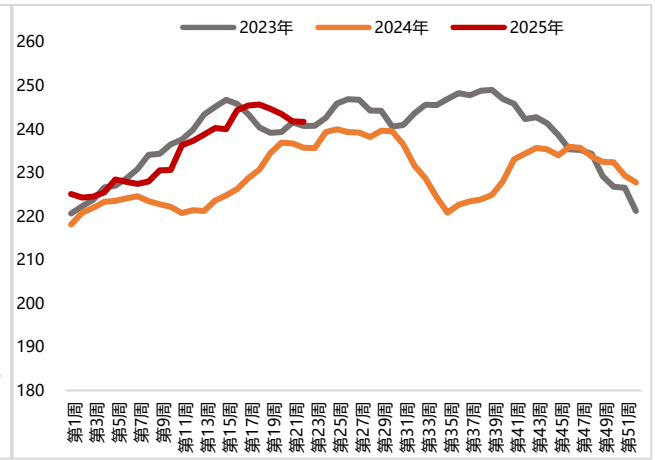


图 12 上周 30 城商品房成交面积大幅下降 (万m²)

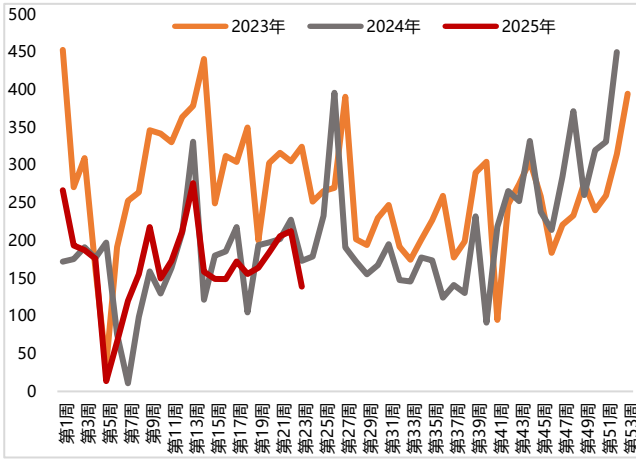


图 13 上周 BDI 指数继续上涨

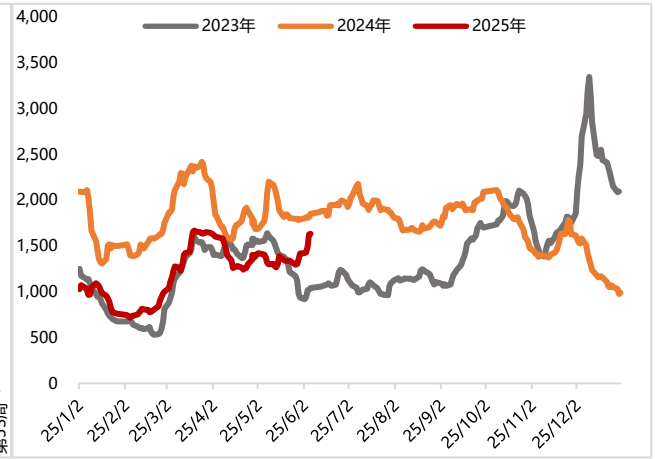


图 14 上周 CDFI 指数继续上涨

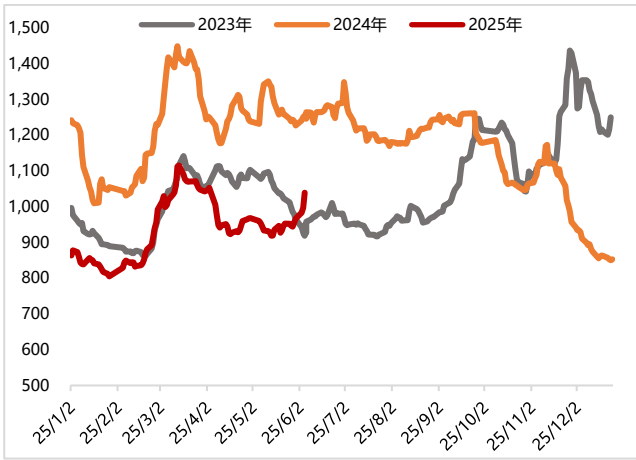


图 15 上周 CCFI 指数继续小幅上涨

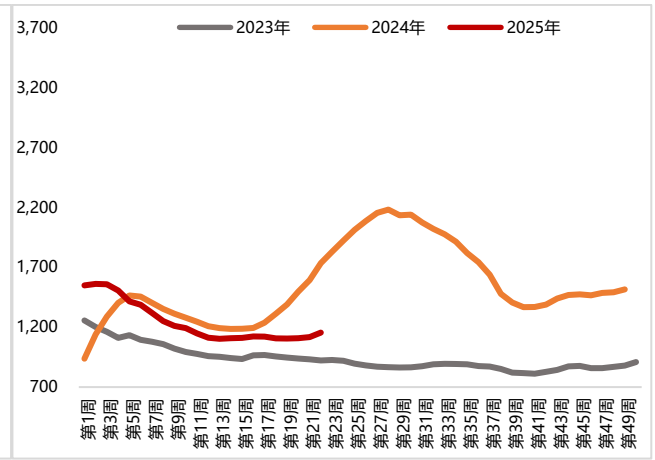


图 16 上周猪肉价格继续小幅下跌



图 17 上周国际油价明显回升

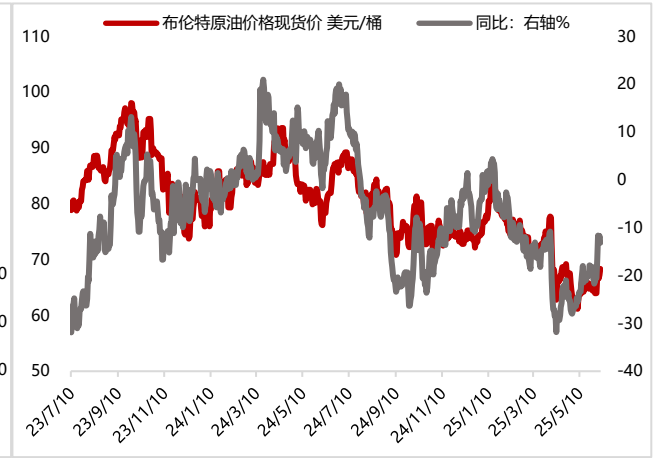


图 18 上周铜期货价格明显回升

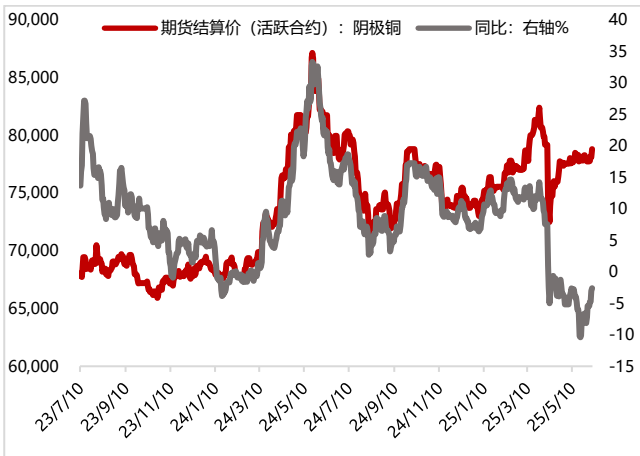
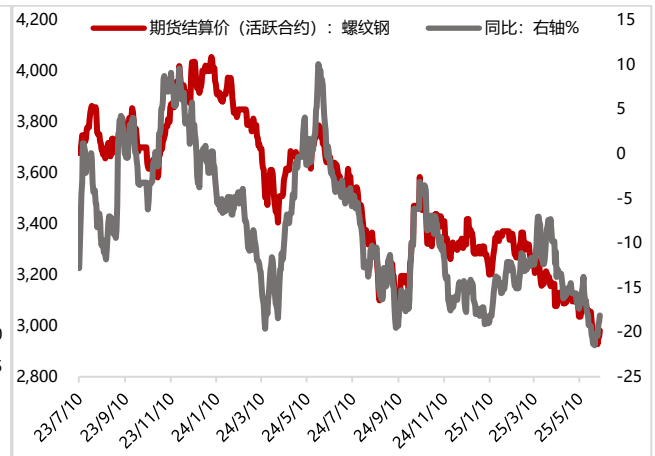


图 19 上周螺纹钢期货价格小幅回升



数据来源：Wind 东方金诚

四、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净回笼资金 6717 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2025/6/3	逆回购 7D	4545	1.40	逆回购 7D	8300	1.40

2025/6/4	逆回购 7D	2149	1.40	逆回购 7D	2155	1.40
2025/6/5	逆回购 7D	1265	1.40	逆回购 7D	2660	1.40
2025/6/6	逆回购 7D	1350	1.40	逆回购 7D	2911	1.40
发行	9309					
到期	16026					
净投放	-6717					

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均显著下行 (%)

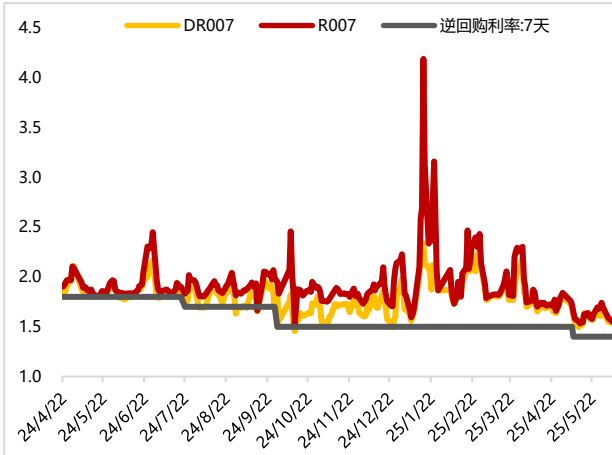


图 21 上周股份行同业存单发行利率下行 (%)

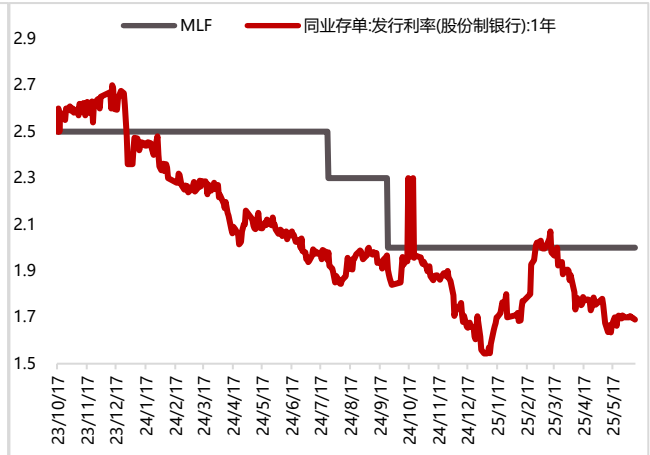


图 22 上周半年期国股直贴利率下行

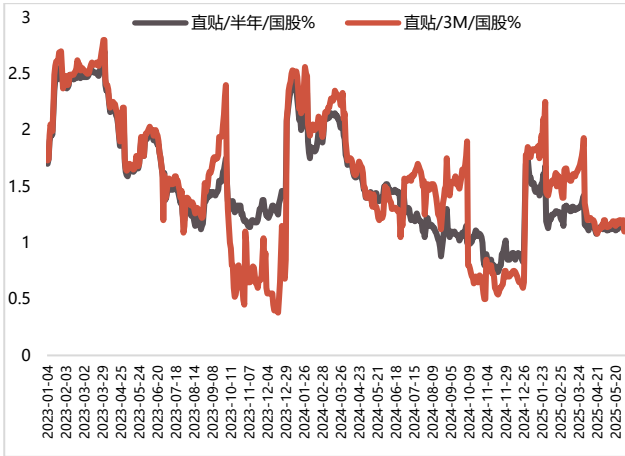


图 23 上周质押式回购成交量明显回升 (亿元)

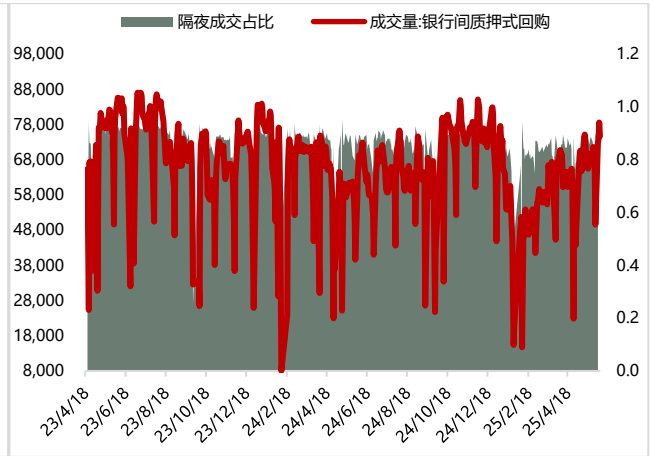
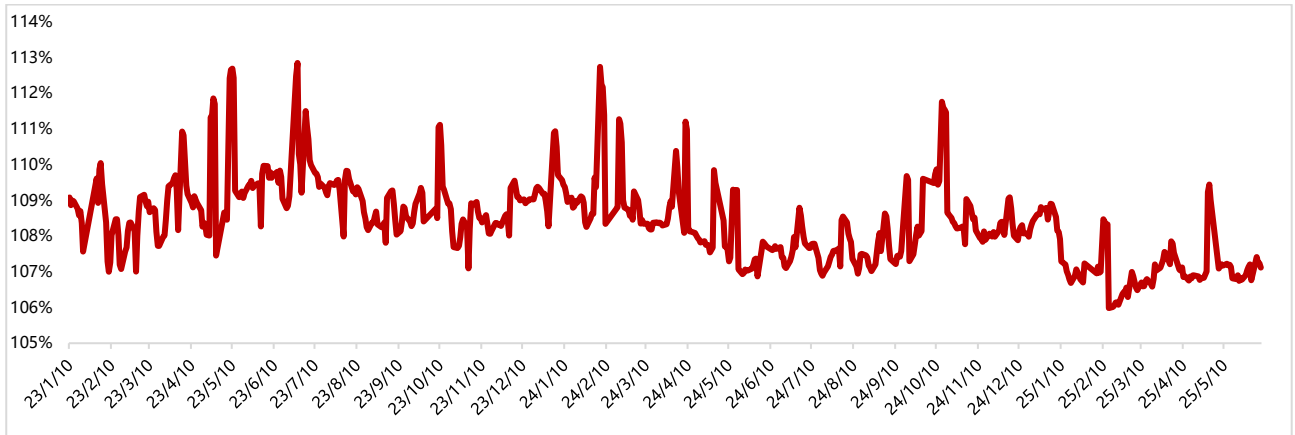


图 24 上周银行间市场杠杆率先上后下，整体上行



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额/（银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额），其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计
数据来源：Wind 东方金诚

附表：

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率 (%)	全场倍数
25 附息国债 09(续发)	1000	10	1.65	4.3033
25 特别国债 02(续 3)	710	30	1.88	4.4729
25 贴现国债 32	401.5	0.0767	1.2918	2.9593
25 贴现国债 33	400	0.1726	1.3531	2.7335
25 贴现国债 34	400.3	0.2493	1.3603	3.1283
25 注资特别国债 02(续发)	1050	7	1.57	3.3244

数据来源：Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率 (%)	全场倍数
25 国开清发 02(增发 15)	85	3	1.5727	2.57
25 国开清发 04(增发 15)	30	7	1.7065	4.27
25 进出 04(增 7)	50	1	1.2777	4.838
25 进出 03(增 5)	40	3	1.5359	4.975
25 国开 06(增 12)	70	1	1.4305	3.14
25 国开 14(增 12)	45	3	1.624	2.2
25 国开 03(增 21)	110	5	1.5437	3.73

25 国开 10(增 16)	210	10	1.6752	3.74
25 进出清发 01	50	1	-	3.714
25 进出清发 007(增发 4)	15	3	1.6711	4.81
25 农发 21(增 3)	140	1.074	1.4574	2.65
25 农发 09(增 4)	20	3	1.7092	3.985
25 农发 20(增 3)	140	10	1.7923	3.95
25 农发清发 09(增发 4)	20	2	1.7009	2.24
25 农发清发 12(增发 6)	40	2	1.5558	4.95
25 农发清发 07(增发 12)	20	7	1.7076	7.5

数据来源: Wind 东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率 (%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度 (bps)	全场倍数
25 吉林债 14	33.166	7	1.68	5	22.9964
25 吉林债 15	61.8545	10	1.79	11	22.6499
25 吉林债 16	89.3563	7	1.68	5	21.8048
25 吉林债 17	15	30	2.12	22	27.7733
25 黑龙江债 11	86.7249	10	1.73	5	20.3586
25 天津 28	15	5	1.63	6	23.0933
25 天津 29	12	7	1.68	5	22.125
25 天津 30	2.6	7(5+2)	1.68	5	20.8846
25 天津 31	3	10	1.73	5	22.6
25 天津 32	1.2	15	1.91	5	21.75
25 天津 33	18.1	20	2.12	13	22.2928
25 天津 34	3.1	30	1.95	5	21.1613
25 天津 35	0.7	30(17.66)	2.1	20	19
25 天津 36	1.1	30(18.01)	1.95	5	21
25 天津 37	0.7	30(20.51)	2.1	20	19
25 天津 38	53.595	30	2.11	21	25.0117
25 天津 39	6.35	5	1.63	6	23.3228
25 天津 40	39.283	5	1.63	6	21.2178
25 天津 41	85.31	20	2.12	13	22.3292
25 天津 42	82.86	30	2.12	22	21.3818
25 天津 43	93.84	30	2.12	22	22.2421
25 天津 44	15.54	20	2.12	13	23.8417
25 河南债 27	130.5821	7	1.68	5	25.4721

25 河北债 25	83.92	10	1.75	5	20.311
25 河北债 26	19.07	10	1.75	5	23.9119
25 湖南债 19	141.9981	7	1.68	5	22.7595

数据来源: Wind 东方金诚

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有, 东方金诚保留一切与此相关的权利, 任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告, 东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料, 其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责, 东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查, 但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论, 是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断, 遵循了客观、公正的原则, 未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息, 也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见, 并非是对某种决策的结论或建议; 投资者应审慎使用本研究报告, 自行对投资行为和投资结果负责, 东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容, 任何使用者使用或引用本报告, 应转载本声明。并且, 相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址: 北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话: 86-10-62299800 (总机)

传真: 86-10-62299803

邮箱: DFJCPX@coamc.com.cn