

金融市场分析周报

(2025.06.23-2025.06.27)

报告摘要

- **工业企业利润：**5 月工业企业利润增速显著回落。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，同比下降 1.1%；5 月规模以上工业企业利润单月同比降至 9.1%，比 4 月明显回落。1—5 月份，采矿业实现利润总额 3580.4 亿元，同比下降 29.0%；制造业实现利润总额 20201.4 亿元，增长 5.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 3422.5 亿元，增长 3.7%。1—5 月份，规模以上工业企业实现营业收入 54.76 万亿元，同比增长 2.7%，增幅较 1-4 月收窄 0.5 个百分点，每百元资产实现营业收入 72.9 元，较 1-4 月上升 0.4 元。发生营业成本 46.88 万亿元，增长 3.0%；营业收入同比增速弱于营业成本同比增速，营业收入利润率为 4.97%，同比下降 0.19 个百分点，较 1-4 月加快 0.1 个百分点。
- **资金面分析：**跨季期间央行增大投放，资金价格有所上行；跨季后逆回购到期额位于高位，下周央行回笼节奏仍需关注。本周央行公开市场共开展了 20275 亿元逆回购操作和 3000 亿元 MLF 操作，本周央行公开市场共有 9603 亿元逆回购到期和 1000 亿元国库现金定存到期，本周央行公开市场全口径净投放 12672 亿元。跨季期间央行增大投放，资金价格有所上行。下周跨季来临，下周一为 6 月份最后一天，资金面仍存在季节性收紧可能，随后续跨季结束，其对资金面带来的季节性约束有望缓解。同时月末为财政支出走款时点，6 月份往往为财政支出大月，预计财政支出将对月初资金面形成一定支持。下周政府债融资额环比回落，位于近期低位，预计对于资金面影响有限。本周跨季临近下，央行增大投放量，下周逆回购到期额超两万亿，后续央行回笼节奏仍需关注。

主要数据

上证指数	3457.7474
沪深 300	3942.762
深证成指	10476.294

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

- **利率债：静待政策发力。**央行通过强化政策利率引导，在探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能上，将做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来未来央行灵活把握政策实施的力度和节奏。当前经济主要面临需求不足与物价走弱的问题，政府债供给节奏放缓和随着企业盈利水平走弱，下半年贷款利率会继续下降，预计 10 年国债低点可能降至 1.4%-1.5%左右。观察随着央行买卖国债的存续到期，重点观察未来重启国债买卖的时点，以及宽信用增量政策。
- **权益市场：本周市场整体上涨，成长风格表现较强。**上证指数(1.91%)、深证成指 (3.73%)、沪深 300 (1.95%)、科创 50 (3.17%)、创业板指 (5.69%)、中证 500 (3.98%)、中证 1000 (4.62%)，均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 5.21%。分行业来看，申万一级行业中计算机、国防军工、非银金融表现较强，分别上涨 7.70%、6.90%、6.66%；石油石化、食品饮料、交通运输表现较弱，分别下跌 2.07%、0.88%、0.24%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 14866.74 亿元，较上周增加 2716.39 亿元。展望未来，坚定看好本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛，但近期市场缺少上行催化，或较难一次性突破成功，而是震荡整理，等待新的催化，如“十五五”规划逐步清晰的关键节点、美联储降息和年内增量增持加码等。当前哑铃策略部分行业拥挤度较高，市场短期或将延续“高低切”，有基本面支撑、相对低位的科技和军工板块或将出现轮动机会；热门行业拥挤度较为健康后，可再度切换回哑铃策略。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

一、 本周重点经济	4
1.1 5月工业企业利润增速显著回落，增量政策可期	4
1.2 一周要闻	4
二、 固定收益市场分析	5
2.1 资金面分析：跨季期间央行增大投放，资金价格有所上行；跨季后 逆回购到期额位于高位，下周央行回笼节奏仍需关注	5
2.2 利率债走势分析：债市整体表现震荡，静待政策发力	6
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比回落；信用债收益率涨 跌不一	7
三、 主要资产价格分析	8
3.1 权益市场分析：经济转型牛主升浪尝试破茧	9

一、 本周重点经济

1.1 5月工业企业利润增速显著回落，增量政策可期

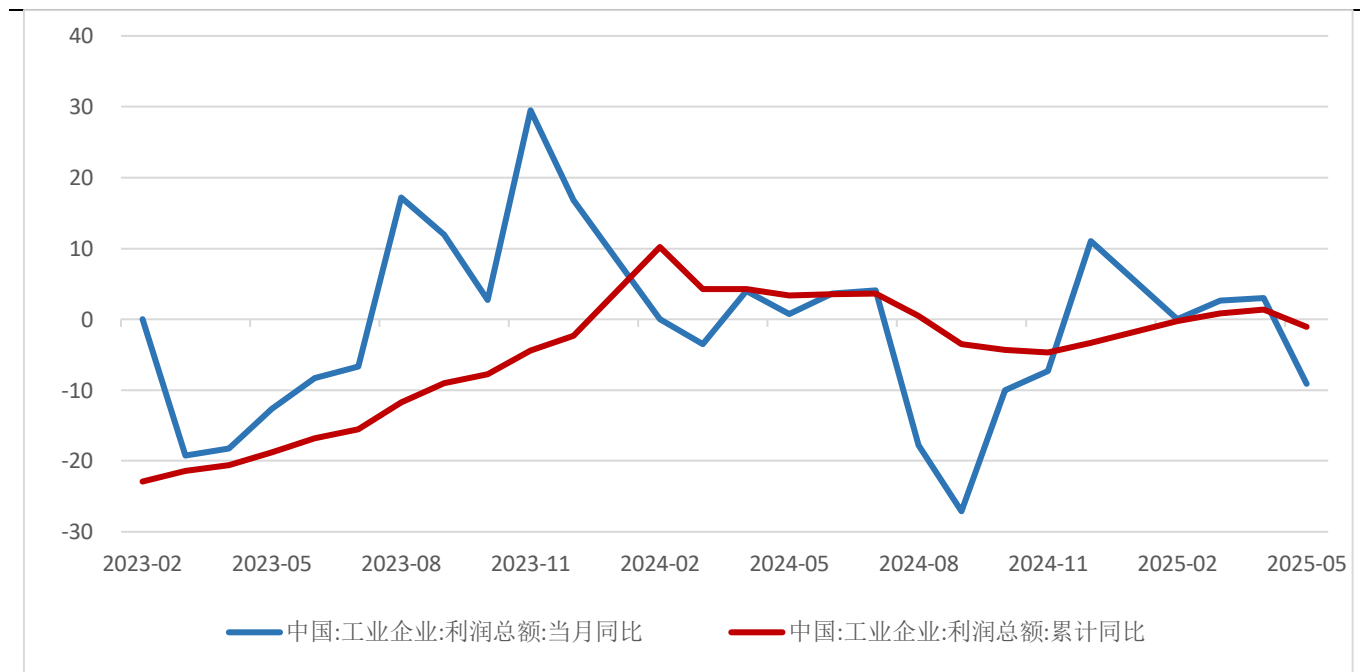
2025年1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额27204.3亿元，同比下降1.1%；5月规模以上工业企业利润单月同比降至9.1%，比4月明显回落。

1—5月份，采矿业实现利润总额3580.4亿元，同比下降29.0%；制造业实现利润总额20201.4亿元，增长5.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额3422.5亿元，增长3.7%。

1—5月份，规模以上工业企业实现营业收入54.76万亿元，同比增长2.7%，增幅较1-4月收窄0.5个百分点，每百元资产实现营业收入72.9元，较1-4月上升0.4元。发生营业成本46.88万亿元，增长3.0%；营业收入同比增速弱于营业成本同比增速，营业收入利润率为4.97%，同比下降0.19个百分点，较1-4月加快0.1个百分点。

当前受到有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响，此前景气度较高的中游装备制造业利润同比增速也同步转负。展望来看，工业企业利润修复情况仍待观察，一是，考虑到海外需求提前释放以及关税扰动仍在，出口前景存在不确定性；二是，工业品价格仍延续同比负增长，前期国际油价下跌进一步显现和国内煤炭、建材行业价格继续下跌；三是，有效需求不足叠加部分行业产能利用率偏低，约束利润率修复。

图1：5月工业企业利润增速显著回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 国新办举行新闻发布会介绍，9月3日上午，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法

西斯战争胜利 80 周年大会，包括检阅部队。国家主席习近平将出席大会并发表重要讲话。阅兵式所有参阅装备均为国产现役主战装备，并安排部分无人智能、水下作战、网电攻防、高超声速等新型作战力量参阅。

2) 央行货币政策委员会召开二季度例会，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。会议指出，要加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨季期间央行增大投放，资金价格有所上行；跨季后逆回购到期额位于高位，下周央行回笼节奏仍需关注

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 12672 亿元

本周央行公开市场共开展了 20275 亿元逆回购操作和 3000 亿元 MLF 操作，本周央行公开市场共有 9603 亿元逆回购到期和 1000 亿元国库现金定存到期，本周央行公开市场全口径净投放 12672 亿元。本周为 6 月倒数第二周，本周二起 7d 资金开始跨季，对应资金价格明显上行。跨季期间央行对于资金面呵护态度较为明显，周内除周一外整体维持每日资金净投放，受此影响，非跨季资金整体平稳，跨季资金价格随季末临近持续上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4600%，R007 加权平均升至 1.9201%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 3.5050%，GC007 加权平均升至 2.0020%

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	2420	1973	1563	2035	1612
7 天	2205	4065	3653	5093	5259
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	3000	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	-1000	0	0	0	0
净投放	-1215	2092	5090	3058	3647

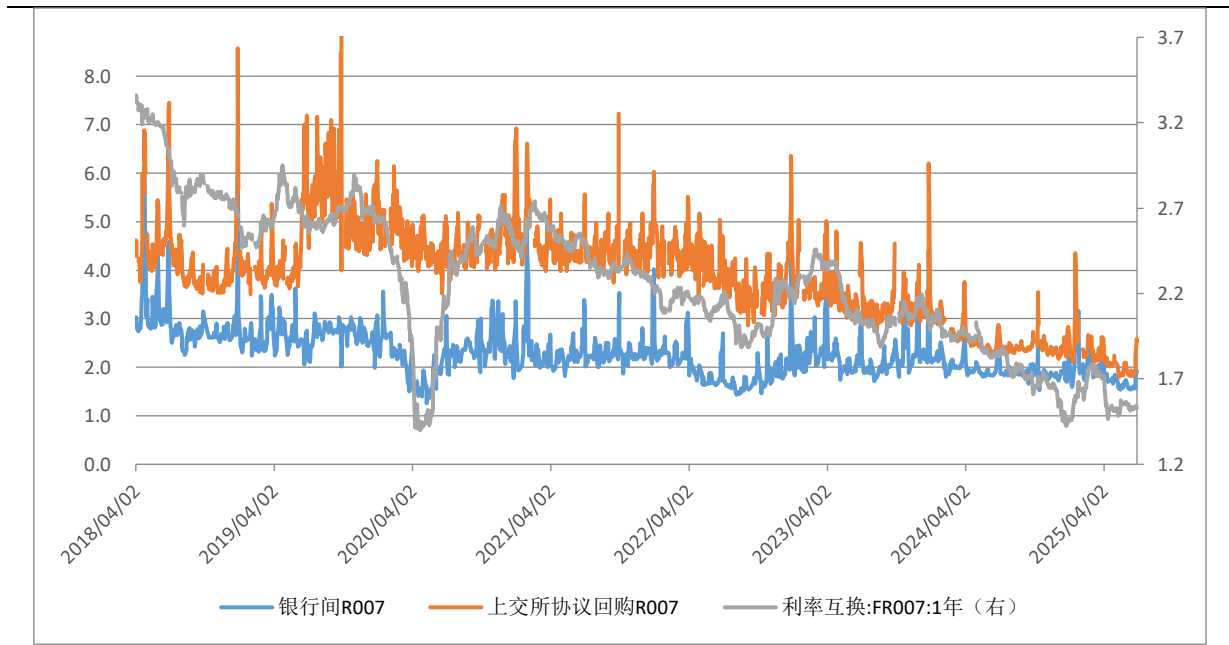
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：跨季后逆回购到期额位于高位，央行回笼节奏仍需关注

近期央行召开 2025 年第二季度例会，会议提出要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据恢复持续性仍有待观察，实体经济融资需求有待增强，中美贸易摩擦边际缓和，但外部环境仍复杂严峻，未来经济不确定性增大，预计后续货币政策仍将维持宽松态势，快速转向的可能较为有限。

下周跨季来临，下周一为 6 月份最后一天，资金面仍存在季节性收紧可能，随后续跨季结束，其对资金面带来的季节性约束有望缓解。同时月末为财政支出走款时点，6 月份往往为财政支出大月，预计财政支出将对月初资金面形成一定支持。下周政府债融资额环比回落，位于近期低位，预计对于资金面影响有限。本周跨季临近下，央行增大投放量，下周逆回购到期额超两万亿，后续央行回笼节奏仍需关注。

图 2：各期限资金价格走势（%）



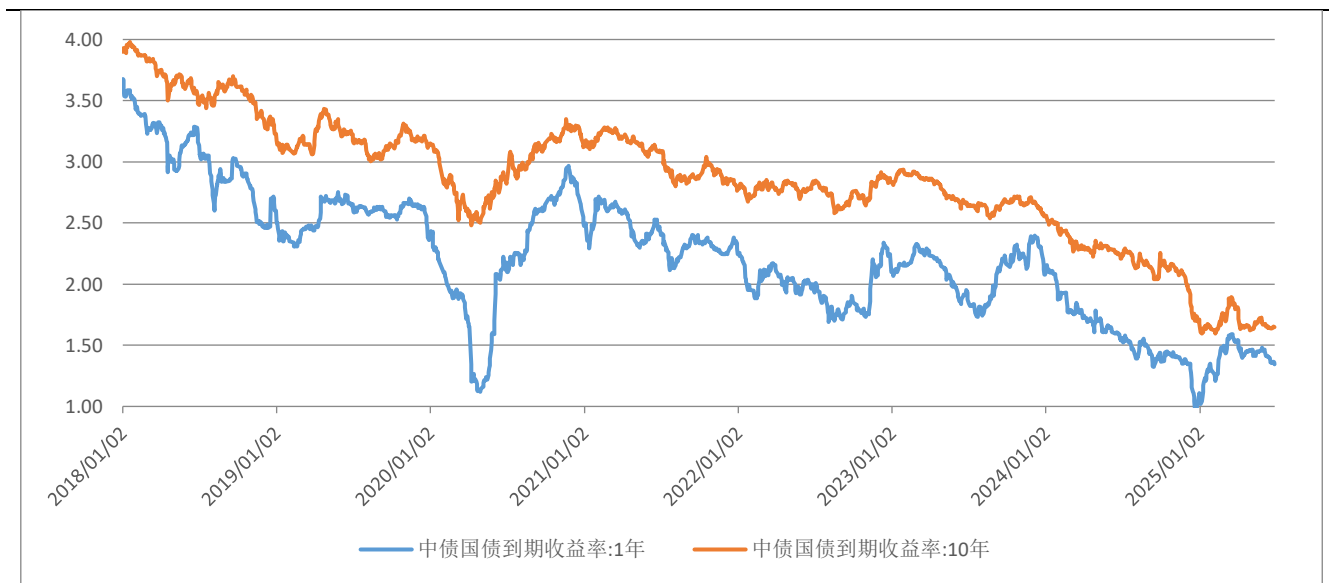
资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：债市整体表现震荡，静待政策发力

1) 利率债走势复盘：

央行对资金呵护的态度更为明确，公开市场净投放 12672 亿元，市场流动性保持充裕，资金价格整体稳定。随着银行存款保持稳定增长，相较一季度银行的负债端更加稳定，债市整体表现震荡，股债跷跷板效应也逐渐显现，长端略有下跌，短端在资金预期平稳宽松的带动下有所下行。10 年国债到期收益率维持横盘，1 年、3 年到期收益率出现 1bp 的小幅下行，本周 10 年期国债活跃券收益率上行 0.8bp 至 1.646%。国开债短端收益率下行，中长端上行。

图 3：本周 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：

央行通过强化政策利率引导，在探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能上，将做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来未来央行灵活把握政策实施的力度和节奏。当前经济主要面临需求不足与物价走弱的问题，政府债供给节奏放缓和随着企业盈利水平走弱，下半年贷款利率会继续下降，预计 10 年国债低点可能降至 1.4%-1.5% 左右。观察随着央行买卖国债的存续到期，重点观察未来重启国债买卖的时点，以及宽信用增量政策。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比回落；信用债收益率涨跌不一

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额环比回落

本周同业存单净融资规模为 4,114.50 亿元。其中，发行总额达 7,263.60 亿元，平均发行利率为 1.6409%，到期量为 11,378.10 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 1.01bp 报 1.6364%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 1.28bp 报 1.6267%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.87bp 报 1.6384%，9M 存单平均发行利率较上周下行 0.55bp 报 1.6576%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 3,079.84 亿元，环比减少 948.93 亿元，偿还量约 3,099.67 亿元，净融资额约 -19.83 亿元，环比回落 988.86 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率涨跌不一

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率涨跌不一，1 年期各评级信用债收益率下行 1.52bp~下行 0.02bp，3 年期各评级信用债收益率下行 2.25bp~上行 2.75bp，5 年期各评级信用债收益率下行 4.38bp~上

行 2.10bp。

表 2：信用债各期限收益率水平（%）

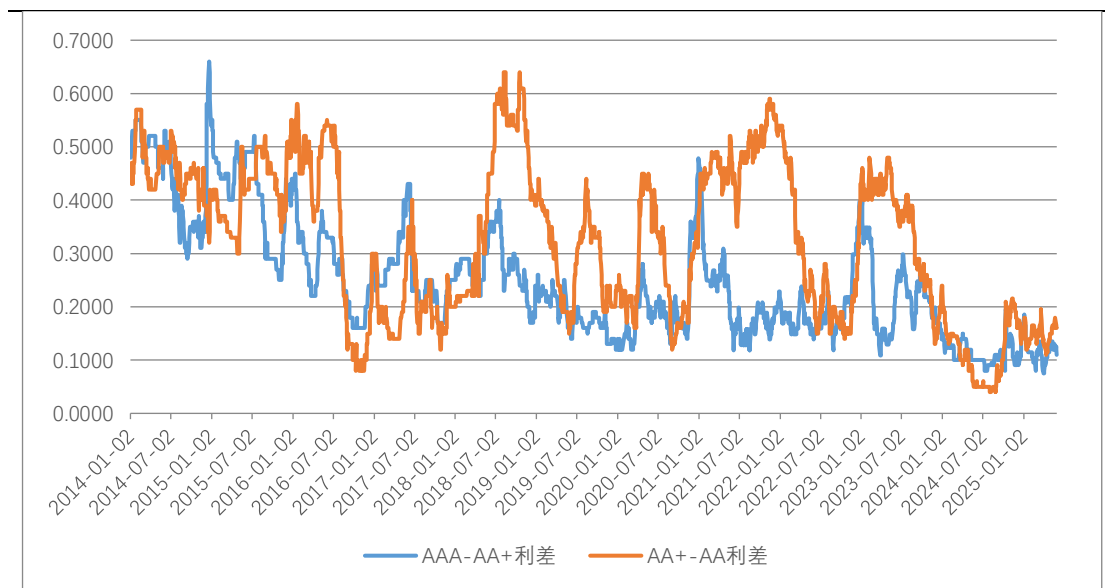
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	1.7000	0.50%	-0.52
信用债(AAA):3 年	1.8278	1.20%	2.75
信用债(AAA):5 年	1.9069	0.80%	2.10
信用债(AA+):1 年	1.7600	0.20%	-1.52
信用债(AA+):3 年	1.8978	0.10%	-2.25
信用债(AA+):5 年	2.0069	0.10%	-3.40
信用债(AA):1 年	1.8100	0.00%	-0.02
信用债(AA):3 年	2.0378	0.10%	-2.25
信用债(AA):5 年	2.2969	1.30%	-4.38

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体扩大 3.27bp、缩小 0.73bp、缩小 2.23bp，5Y-3Y 利差分别缩小 0.65bp、缩小 1.15bp、缩小 2.13bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 7p，较上周缩小 4bp，AA 与 AA+之间的利差为 14bp，较上周持平。

图 4：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：经济转型牛主升浪尝试破茧

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体上涨，成长风格表现较强

上证指数 (1.91%)、深证成指 (3.73%)、沪深 300 (1.95%)、科创 50 (3.17%)、创业板指 (5.69%)、中证 500 (3.98%)、中证 1000 (4.62%)，均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 5.21%。分行业来看，申万一级行业中计算机、国防军工、非银金融表现较强，分别上涨 7.70%、6.90%、6.66%；石油石化、食品饮料、交通运输表现较弱，分别下跌 2.07%、0.88%、0.24%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 14866.74 亿元，较上周增加 2716.39 亿元。

2) 权益市场展望：

本周 A 股一度快速上涨，或是因为伊以冲突停火，全球风险偏好快速改善，油价随之大跌，这又导致市场对美国通胀预期改善，从而对美联储降息预期提升，进一步推升风险偏好。周中沪指最高涨至 3462.75 点，创 2025 年以来新高。2025 年既是“十四五”规划的收官之年，又是“十五五”规划的谋划之年。随着下半年“十五五”规划纲要草案的出台逐渐临近，市场对十五五规划的政策指引方向。科技革命和改善民生有望成为“十五五”规划的重要方向。长期看，在中国经济转型的大势下，美国挑起的关税战对于中国经济影响或仅是一朵乌云，因此看好本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛。下半年“十五五”规划逐步清晰的关键节点或将成为市场重要催化之一。

7-8 月市场缺少上行催化，或较难一次性突破成功，而是震荡整理，等待新的催化。7-8 月，A 股将进入中报预报季和中报季，此前部分炒作的主线将面临财务数据验证的压力。计算全市场个股各月上、中、下旬涨跌幅与单季度净利润同比的相关系数发现，受中报业绩预告期影响，6 月下旬至 7 月中旬以及 8 月下旬，市场表现与业绩关联性较强，7 月下旬相关性减弱，或由于市场聚焦 7 月政治局博弈。从上一轮中美贸易摩擦经验来看，关税对我国出口影响体现在官方数据存在约 3 个月的滞后。本轮中美贸易战以来，美国对华在 2 月和 3 月份加征了两次各 10% 的芬太尼关税，以及 4 月加征的“对等关税”。但我国出口数据同样展现出较高韧性，3-4 月出口同比增速均实现较高增长，但 5 月出口同比增幅已现减缓现象。参考上一轮经验，考虑到关税对出口影响的滞后性，后续关税影响或将逐步显现。同时，“对等关税”豁免期截止日临近下，美国关税政策或将出现新的不确定性。

伴随全球军贸需求方对我国军贸装备产能、性能、性价比综合优势认知的持续深化，我国军贸的能力和潜力将军工行业的天花板再次抬高。短期内，商业航天发射和卫星星座建设仍将继续作为商业航天板块走势波动的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，而外部环境波动对商业航天相关上市公司冲击有限，上市公司关注度有望进一步提升。

展望未来，看好本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛，但近期市场缺少上行催化，或较难一次性突破成功，而是震荡整理，等待新的催化，如“十五五”规划逐步清晰的关键节点、美联储降息和年内增量增持加码等。当前哑铃策略部分行业拥挤度较高，市场短期或将延续“高低切”，有基本面支撑、相对低位的科技和军工板块或出现轮动机会；热门行业拥挤度较为健康后，可再度切换回哑铃策略。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637