

金融市场分析周报

(2025.06.03-2025.06.06)

报告摘要

- **资金面分析：**月初资金价格维持平稳；税期及年中临近，央行公开市场投放情况仍需关注。本周央行公开市场共开展了 9309 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 16026 亿元逆回购到期。本周央行公开市场全口径净回笼 6717 亿元。月初资金价格维持平稳。本月税期为 6 月 16 日，下周起 7d 资金开始逐步跨税期，6 月份非传统缴税大月，预计缴税对于下周资金面的影响相对有限。下周政府债融资额持续回落，位于近期市场较低位置，对于资金面的冲击较小。本周公开市场操作净回笼下，下周逆回购到期额环比下行，但同时年中临近，银行面临一定考核压力，央行公开市场投放情况仍需关注。
- **利率债：**整体上，当前债市多空力量相对均衡，短期或难打破震荡格局，策略上或可适度博弈曲线陡峭化。央行提前公告开展 1 万亿买断式逆回购操作，释放出呵护市场流动性信号，另外人行近期积极买入短端利率债，市场做多情绪抬升，终结了 5 月底以来的震荡下跌走势，短端利率下行带动长端利率走低，收益率曲线呈现陡峭化。对于 6 月份债市而言，关税与基本面演绎、资金面及银行等机构行为值得关注。预计短期中美关税谈判小幅抬升风险偏好，但基本面对债市仍有支撑；预计资金面冲击幅度有限，仍需提防半年末时点资金分层；人行持续买短债或助推曲线走陡，半年末银行兑现 OCI 浮盈券亦需要关注。本周需关注中美关税谈判、5 月通胀数据、贸易数据、金融数据。
- **权益市场：**本周市场整体上涨，成长风格表现较强。上证指数 (+1.13%)、深证成指 (+1.42%)、沪深 300 (+0.88%)、科创 50 (+1.50%)、创业板指 (+2.32%)、中证 500 (+1.60%)、中证 1000 (+2.10%)，均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨

主要数据

上证指数	3387.6373
沪深 300	4466.7179
深证成指	12860.3559

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 13436882415
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

2.69%。分行业来看,申万一级行业中通信、有色金属、电子表现较强,分别上涨 5.27%、3.74%、3.60%;家用电器、食品饮料、交通运输表现较弱,分别下跌 1.79%、1.06%、0.54%。市场情绪方面,本周市场活跃度有所上升,日均成交金额为 12088.54 亿元,较上周增加 1149.50 亿元。展望未来,中美关税战最差时刻已经过去,或正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段,未来关税谈判尚不宜过于乐观。市场或对二季度经济预期上调,有望带动风险偏好进一步修复。后续或以结构性行情为主,关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存,结构上哑铃策略有望阶段性占优,科技和红利板块或将轮动式贡献超额收益。

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 一周要闻	4
二、 固定收益市场分析	4
2.1 资金面分析：月初资金价格维持平稳；税期及年中临近，央行公开 市场投放情况仍需关注	4
2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场逆回购到期量较大，周度呈现 大额净回笼状态，但央行提前公告进行 1 万亿买断式逆回购操作，资金 面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅下行	5
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升； 信用债收益率多数下行	6
三、 主要资产价格分析	8
3.1 权益市场分析："TACO 交易"或已过热，全球资金有望持续增配中国 资产	8

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 本周国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。习近平表示，中国人一向言必行、行必果，既然达成了共识，双方都应遵守。日内瓦会谈之后，中方严肃认真执行了协议。美方应实事求是看待取得的进展，撤销对中国实施的消极举措。双方应增进外交、经贸、军队、执法等各领域交流，增进共识、减少误解、加强合作。特朗普表示十分尊重习近平主席，美中关系十分重要。美方乐见中国经济保持强劲增长。两国日内瓦经贸会谈很成功，达成了好的协议。美方愿同中方共同努力落实协议。

2) 本周美国 5 月份就业数据公布。其中美国劳工部统计局发布数据显示，5 月非农就业人口增加 13.9 万（前值下修至 14.7 万），高于市场预期的 13 万人，在贸易政策不确定性影响下就业增长持续放缓，失业率连续第三个月维持在 4.2%，这或许将为美联储推迟降息提供政策空间政令。但本周早些时候公布的美国 5 月 ADP 就业人数增 3.7 万人，预期增 11.0 万人，前值增 6.2 万人。美国 5 月份的招聘速度达到 2023 年 3 月以来的最低水平。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：月初资金价格维持平稳；税期及年中临近，央行公开市场投放情况仍需关注

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 6717 亿元

本周央行公开市场共开展了 9309 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 16026 亿元逆回购到期。本周央行公开市场全口径净回笼 6717 亿元。本周为月初第一周，冲击资金面的季节性因素有所消退。政府债融资额环比回落，位于近期低位，结合月初财政支出走款，对于资金面的影响相对减弱。本周央行虽公开市场操作大幅净回笼，但月初资金面压力较小，同时央行周五买断式逆回购操作提前，公开市场操作净回笼对于资金面影响相对有限。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.4477%，R007 加权平均降至 1.5514%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.4660%，GC007 加权平均降至 1.5650%

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	3820	4480	2155	2660	2911
7 天	0	4545	2149	1265	1350
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-3820	65	-6	-1395	-1561

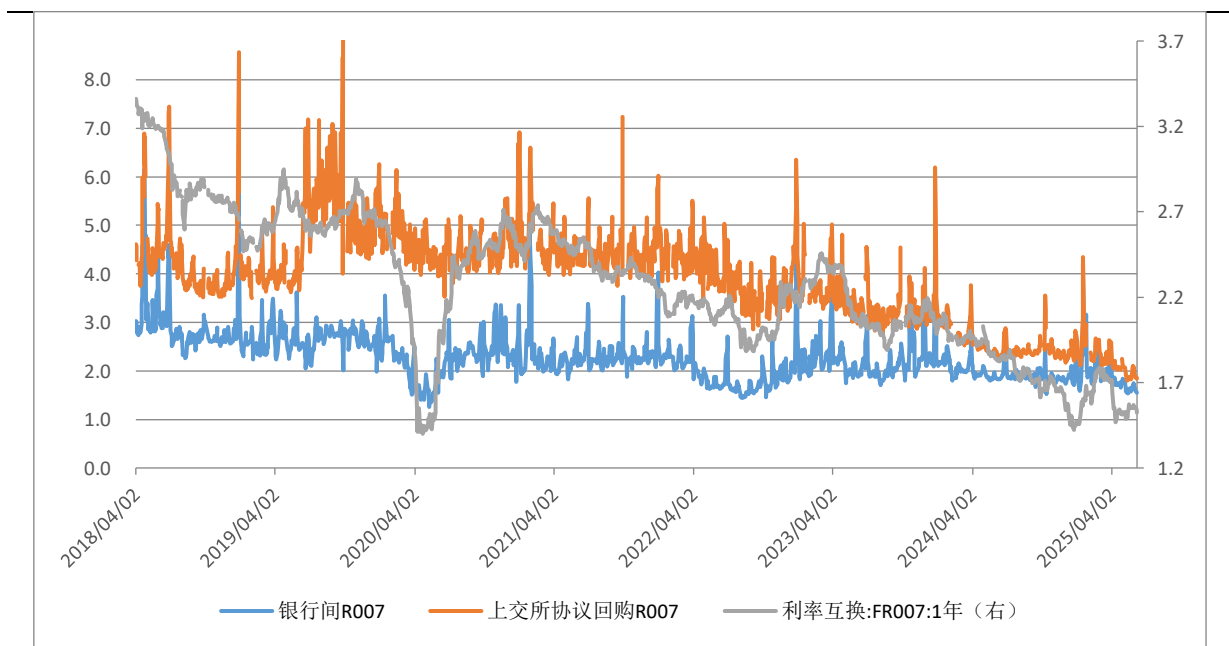
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：税期及年中临近，央行公开市场投放情况仍需关注

近期央行发布一季度货币政策执行报告，明确下一阶段要实施好适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏。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，同时中美贸易摩擦仍存变数，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。

本月税期为 6 月 16 日，下周起 7d 资金开始逐步跨税期，6 月份非传统缴税大月，预计缴税对于下周资金面的影响相对有限。下周政府债融资额持续回落，位于近期市场较低位置，对于资金面的冲击较小。本周公开市场操作净回笼下，下周逆回购到期额环比下行，但同时年中临近，银行面临一定考核压力，央行公开市场投放情况仍需关注。

图 1：各期限资金价格走势（%）



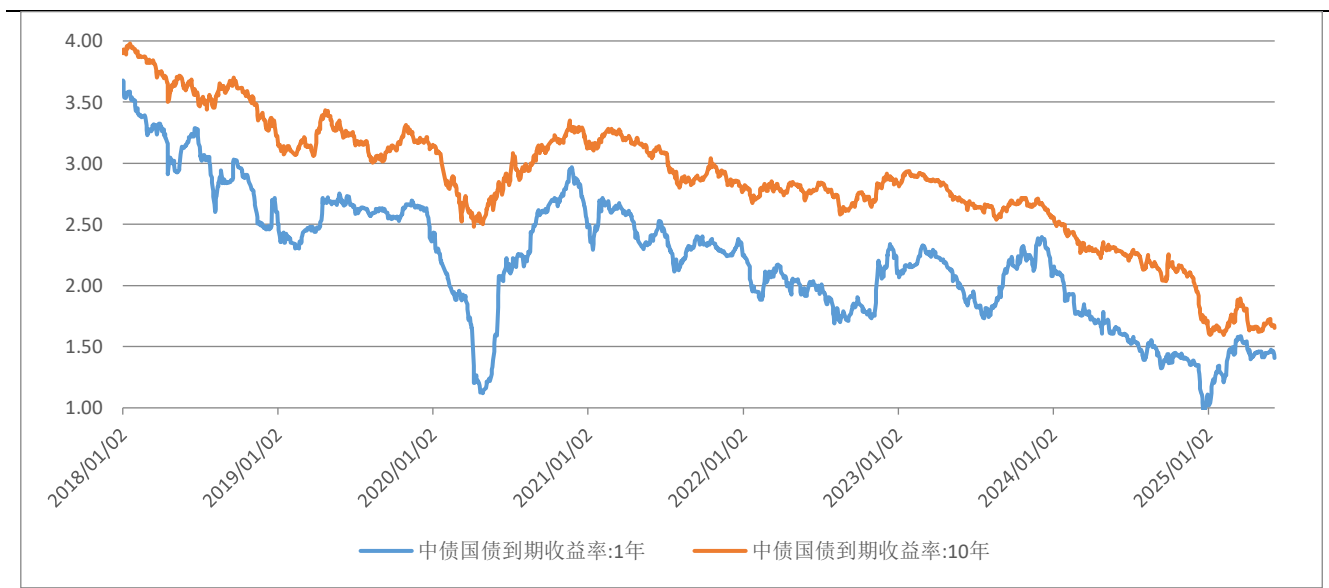
资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场逆回购到期量较大，周度呈现大额净回笼状态，但央行

提前公告进行 1 万亿买断式逆回购操作，资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅下行

1) 利率债走势复盘：全周来看，本周有 16026 亿元逆回购到期，央行逆回购投放 9309 亿元，逆回购净回笼 6717 亿元。资金面整体较为宽松，10 年国债 250011 累计下行 1.7bp 至 1.65%。央行本周公开市场逆回购到期量较大，周度呈现大额净回笼状态，但央行提前公告进行 1 万亿买断式逆回购操作，资金面整体较为宽松，10 年国债活跃券收益率小幅下行。

图 2：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：整体上，当前债市多空力量相对均衡，短期或难打破震荡格局，策略上或可适度博弈曲线陡峭化。央行提前公告开展 1 万亿买断式逆回购操作，释放出呵护市场流动性信号，另外央行近期积极买入短端利率债，市场做多情绪抬升，终结了 5 月底以来的震荡下跌走势，短端利率下行带动长端利率走低，收益率曲线呈现陡峭化。对于 6 月份债市而言，关税与基本面演绎、资金面及银行等机构行为值得关注。预计短期中美关税谈判小幅抬升风险偏好，但基本面对债市仍有支撑；预计资金面冲击幅度有限，仍需提防半年末时点资金分层；央行持续买短债或助推曲线走陡，半年末银行兑现 OCI 浮盈券亦需要关注。本周需关注中美关税谈判、5 月通胀数据、贸易数据、金融数据。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升；信用债收益率多数下行

1) 一级市场发行：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升

本周同业存单净融资规模为 -803.60 亿元。其中，发行总额达 5,861.90 亿元，平均发行利率为 1.7106%，到期量为 6,665.50 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上行 8.92bp 报 1.7137%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 0.31p 报

1.6850%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 0.30bp 报 1.7002%，9M 存单平均发行利率较上周下行 1.90bp 报 1.7519%。

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 2,721.06 亿元，环比增加 181.61 亿元，偿还量约 1,475.25 亿元，净融资额约 1,245.81 亿元，环比回升 766.07 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率多数下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率多数下行，1 年期各评级信用债收益率下行 1.25p~上行 0.75bp，3 年期各评级信用债收益率下行 3.12bp~下行 1.62bp，5 年期各评级信用债收益率下行 4.54bp~下行 1.22bp。

表 2：信用债各期限收益率水平（%）

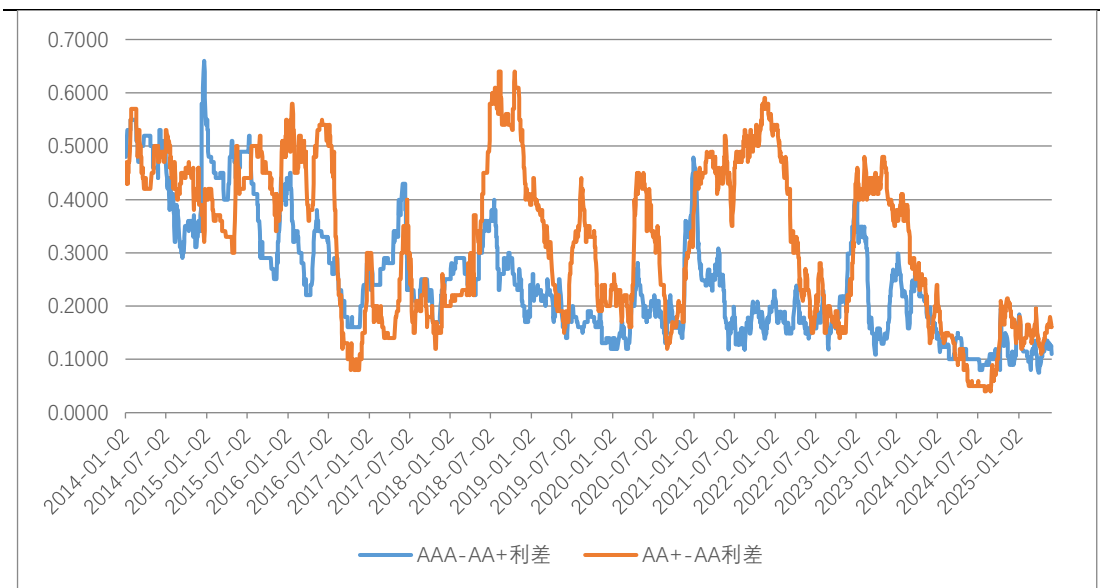
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	1.7272	0.90%	0.75
信用债(AAA):3 年	1.8372	1.10%	-1.62
信用债(AAA):5 年	1.9308	1.00%	-4.54
信用债(AA+):1 年	1.7973	0.60%	-0.25
信用债(AA+):3 年	1.9372	0.50%	-2.62
信用债(AA+):5 年	2.0658	0.80%	-4.54
信用债(AA):1 年	1.8323	0.40%	-1.25
信用债(AA):3 年	2.0922	0.60%	-3.12
信用债(AA):5 年	2.3708	2.70%	-1.22

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 利差整体缩小 2.37bp、缩小 2.37bp、缩小 1.87bp，5Y-3Y 利差分别缩小 2.92bp、缩小 1.92bp、扩大 1.90bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 10bp，较上周缩小 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 15bp，较上周持平。

图 3：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：“TACO 交易”或已过热，全球资金有望持续增配中国资产

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

本周市场整体上涨，成长风格表现较强，上证指数（+1.13%）、深证成指（+1.42%）、沪深 300（+0.88%）、科创 50（+1.50%）、创业板指（+2.32%）、中证 500（+1.60%）、中证 1000（+2.10%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 2.69%。分行业来看，申万一级行业中通信、有色金属、电子表现较强，分别上涨 5.27%、3.74%、3.60%；家用电器、食品饮料、交通运输表现较弱，分别下跌 1.79%、1.06%、0.54%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 12088.54 亿元，较上周增加 1149.50 亿元。

2) 权益市场展望：

由于此前美方已提前对外透露本周中美领导人或将通话，资金已提前博弈中美关系缓和，因此通话前中美股市均出现连续上涨，通话后中美股市或更多表现为兑现逻辑，当晚美股下跌，6 月 6 日 A 股三大指数仅沪指微涨。往后看，本轮中美领导人通话交易结束后，后续市场或将回归基本面。

内部结构来看，A 股此前热门的新消费主线近两日出现明显回调，而与之对应的，部分科技板块行业近两日连续上涨。正如我们此前指出，科技板块拥挤度已处于近年以来较低水平，并出现回升迹象，不排除近期市场主线出现切换。近期部分数据再次显示美国经济或已经进入下行周期，而或因特朗普关税政策以来“TACO 交易”盛行甚至过热，当前美股已涨至“对等关税”之前水平，过于乐观的美股或已脱离基本面，后续美股波动或将加大。

同时，此前我们分析得出，中期看，“美元霸权体系”衰落趋势或将延续。近日加拿大、欧盟等多国或经济体表示和美国的关税谈判取得进展，中美领导人通话，俄乌冲突加剧，但作为传统安全资产的美元本周依旧回落，

一度创 5 月以来新低，或反映“美元霸权体系”衰落的叙事已在市场成为较强的共识。但若如此，长期来看，该趋势则或将打破美元自 2008 年以来的牛市周期，不排除演变成更长周期的美元下行趋势。因此，我们复盘历史上近三轮美元下行周期大类资产表现情况。

复盘结果显示，美元长期下行趋势中，若全球经济相对稳定，则大类资产一定程度上表现为“美元落、万物生”。其中，黄金是最为受益；非美主要货币以及快速成长的新兴市场货币有望成为美元货币的替代品；权益市场方面，经济相对较好的新兴市场受到全球资金青睐。本轮美元下行周期中，中国经济稳定性显著，在广义财政连续多年相对较低水平，地产行业平稳去泡沫后，处于经济弱复苏阶段，财政、货币、金融等政策储备充足，具备较强的战略优势。人民币资产有望在本轮美元下行周期中明显受益，承接全球再配置资金。

中航证券军工组认为，军工行业投资逻辑正逐渐从主题驱动向业绩驱动转变，企业基本面与未来预期的重要性日益凸显。在市场调整过程中，部分具备核心竞争力、估值处于合理区间的优质企业，性价比上具备了中长期配置价值。随着行业发展逐渐步入新阶段，市场对军工行业的认知与预期将不断趋于理性，“十五五”的军工行业发展将更加稳健、可持续。

展望未来，中美关税战最差时刻已经过去，或正式进入漫长的“边打边谈”的拉锯战阶段，未来关税谈判尚不宜过于乐观。市场或对二季度经济预期上调，有望带动风险偏好进一步修复。后续或以结构性行情为主，关税阶段性缓和后市场焦点或将回归基本面。鉴于外部不确定性尚存，结构上哑铃策略有望阶段性占优，科技和红利板块或将轮动式贡献超额收益。

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：

中航证券军工团队：规模 20 余人，为资本市场最大的军工研究团队，依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势，以军工品质从事军工研究，以军工研究服务军工行业，力争前瞻、深度、系统、全面，覆盖军工行业各个领域，服务一二级市场，同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

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