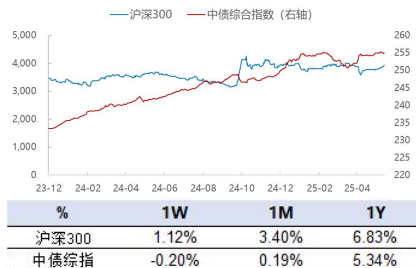




固定收益

2025 年 5 月 19 日

中债综合-沪深 300



相关报告:

周度概览 (2025. 5. 3-2025. 5. 9)

——资金成本下降, 长端止盈

周度概览 (2025. 5. 3-2025. 5. 9)

——回归基本面, 震荡为主

周度概览 (2025. 4. 12-2025. 4. 18)

——精细择券

证券分析师: 贾晓庆

执业证书编号: S0370525030001

公司邮箱: jiaxq@jyzq.cn

联系电话: 0755-21515531

周度概览 (2025. 5. 9-2025. 5. 16)

——关税缓和, 关注内需变化

- 本周, 中美关税缓和、公开市场净回笼、国债发行提速, 债券市场走势偏弱, 各类债券收益率以上行为主。期限利差走阔, 信用债高等级短期品种收益率上行促使等级利差被动压缩。
- 全周来看, AAA 级 3 年期中期票据到期收益率微幅下行 0.31BP; 10 年期国债到期收益率上行 4.42BP, 收益率曲线呈现陡峭化趋势。R001 利率上涨 12.92BP。
- 债券市场对关税缓和计价结束, 后续若关税博弈出现反复则利多债券。内需相关政策继续推进, 但政策效果有待观察, 长端收益率继续大幅度向上需明显好转的经济数据催化。受制于资金面收紧, 债市短端下行空间受限, 曲线大幅陡峭化概率不高。债市仍将处于窄幅震荡阶段。
- 风险提示: 政策变动调整超预期; 经济数据超预期; 流动性超预期收紧; 长期利率波动风险。

内容目录

一、市场回顾	2
二、资金面	3
2.1 离岸人民币汇率大幅升值，央行降准落地	3
2.2 资金利率重回 1.5% 上方	4
三、债券供给	5
3.1 国债发行提速，利率债单周净融资额大幅上升	5
3.2 信用债净融资额较小	6
四、曲线及利差	7
4.1 利率债收益率上升，长端压力加剧	7
4.2 信用债期限利差走阔、中短期品种等级利差收窄	9
五、展望	11
六、风险提示	12

图目录

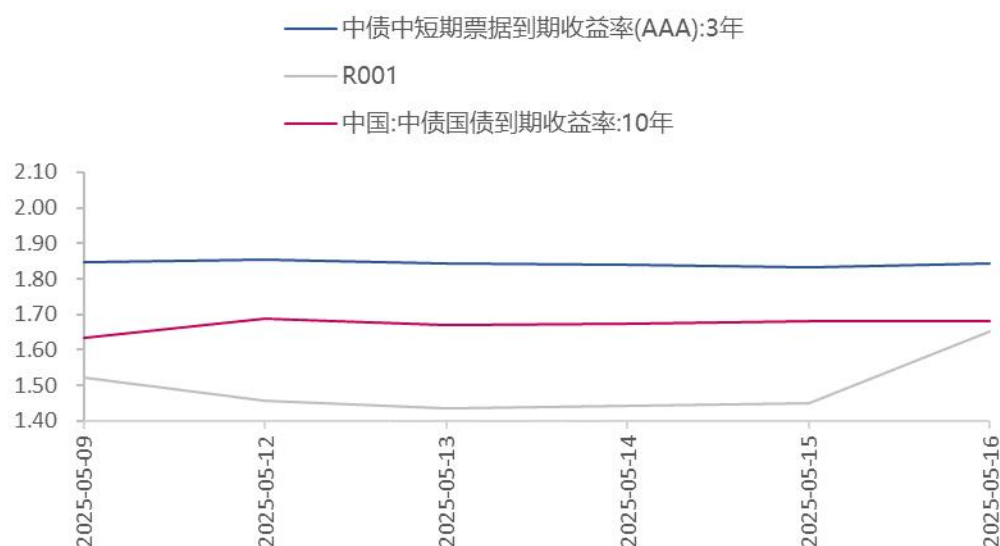
图 1：资金利率上升，债券收益率曲线陡峭化（%）	2
图 2：央行公开市场净回笼 4751 亿元，政府债净融资 6899 亿元	3
图 3：离岸人民币兑美元汇率继续回落	4
图 4：资金利率上行，DR001 重回 1.5%（%）	5
图 5：银行间市场 R001 成交量回升	5
图 6：利率债净融资 7,256 亿元（含上周末）	6
图 7：信用债净融资 311 亿元（含上周末）	7
图 8：国债到期收益率曲线（%）	8
图 9：国开债到期收益率（%）	8
图 10：地方政府债到期收益率曲线（%）	8
图 11：利率债期限利差（%）	8
图 12：城投债到期收益率 5Y-3Y 期限利差变化（BP）	10
图 13：产业债到期收益率 3Y、5Y 等级利差变化（BP）	10
图 14：3Y 商业银行二级资本债到期收益率（%）	10
图 15：AAA 级商业银行债到期收益率（%）	10
图 16：AAA 级商业银行同业存单到期收益率（%）	10
图 17：本周资金利率变动（%）	10

一、市场回顾

本周，中美关税缓和、央行降准落地但公开市场净回笼、国债发行提速，债券市场在风险偏好回升、资金面收紧及供给冲击加大的背景下，走势偏弱，各类债券收益率以上行为主、期限利差走阔，信用债高等级短期品种收益率上行促使等级利差被动压缩。

全周来看，AAA 级 3 年期中期票据到期收益率从 1.8471%（5 月 9 日）下降至 1.8440%（5 月 16 日），微幅下行 0.31BP；10 年期国债到期收益率上行 4.42BP，收益率曲线呈现陡峭化趋势。R001 利率由 1.5221%显著攀升至 1.6513%，累计上涨 12.92BP。

图 1：资金利率上升，债券收益率曲线陡峭化（%）



数据来源：Wind，金元证券研究所

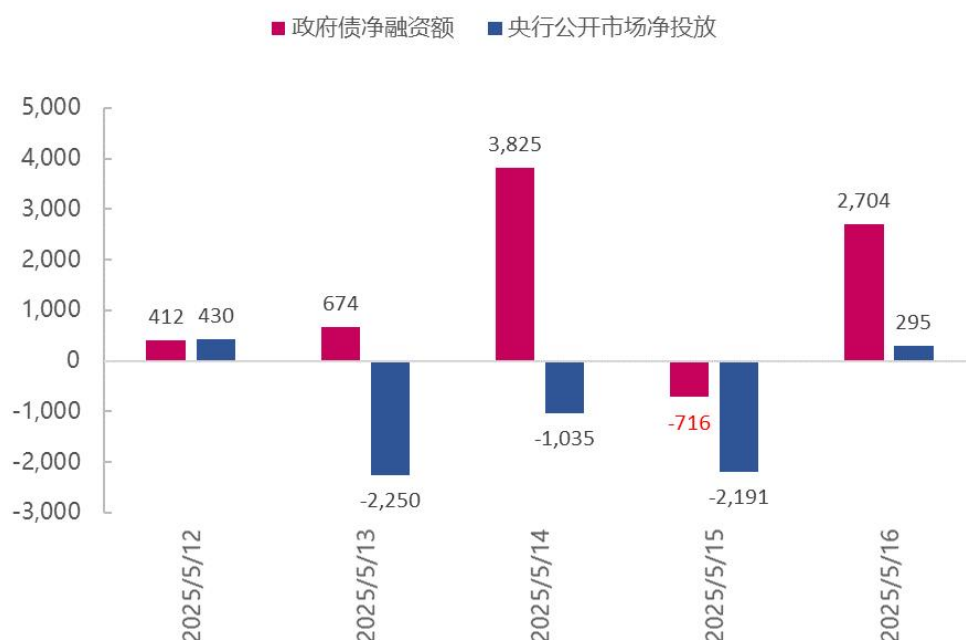
二、资金面

2.1 离岸人民币汇率大幅升值，央行降准落地

本周国债加地方债总计净融资 6,899 亿元(上周净融资 2353 亿元), 央行降准落地释放资金约 1 万亿元, 但公开市场净回笼 4,751 亿元(上周净回笼 7817 万亿元)。

央行公开市场在 5 月 12 日净投放 430 亿元后, 连续三日大幅净回笼(13 日至 15 日累计回笼 5,476 亿元), 16 日小幅净投放 295 亿元。

图 2: 央行公开市场净回笼 4751 亿元, 政府债净融资 6899 亿元

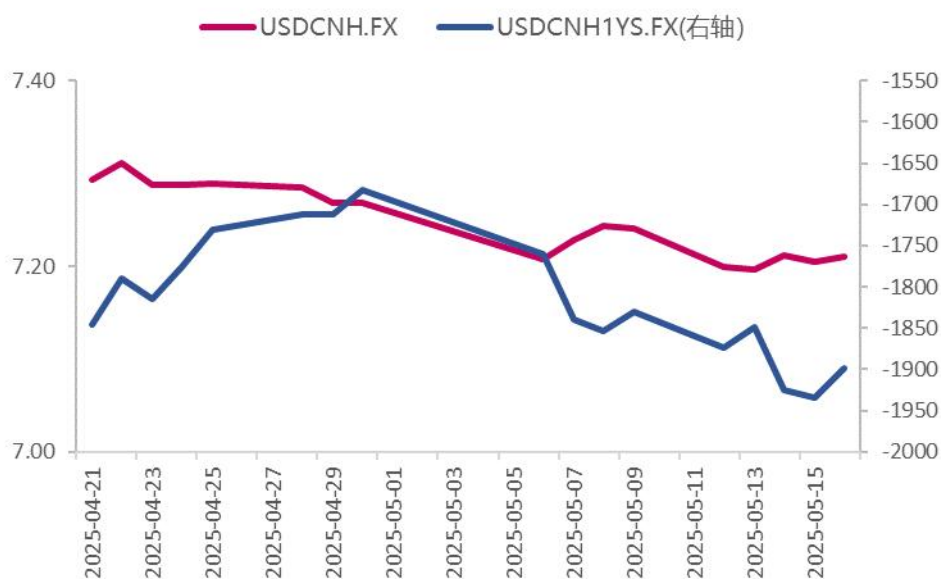


数据来源: Wind, 金元证券研究所

美元兑离岸人民币 (USDCNH) 汇率由 7.2402 回落至 7.2098, 大

幅回落 304 基点，1 年掉期点数扩大至-1899BP，人民币汇率贬值对货币政策宽松的掣肘作用进一步缓解。

图 3：离岸人民币兑美元汇率继续回落



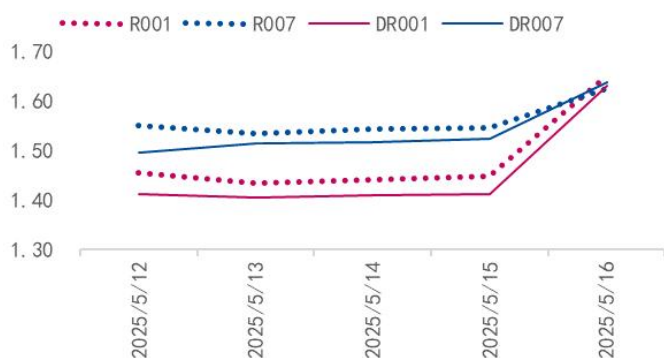
数据来源：Wind，金元证券研究所

2.2 资金利率重回 1.5%上方

本周央行公开市场操作影响下资金面边际收紧，短端资金利率普遍回升。

DR001 由 5 月 12 日的 1.49% 反弹至 5 月 16 日的 1.63%，大幅上行 14BP，重回 1.5% 上方；R001 从 1.52% 升至 1.65%，上行 13BP，R007、DR007 分别上涨 4BP 和 10BP。市场成交活跃度进一步提升，R001 成交量由 5 月 9 日的 57,517.52 亿元增至 5 月 16 日的 59,107.07 亿元，增加 1,589.55 亿元，反映机构短期资金需求持续旺盛。

图 4：资金利率上行，DR001 重回 1.5% (%)



数据来源：Wind，金元证券研究所

图 5：银行间市场 R001 成交量回升



数据来源：Wind，金元证券研究所

央行降准释放资金 1 万亿左右，但五月前两周公开市场净回笼量已达 1.26 万亿元，实际释放资金量有限。国债发行明显提速，财政层面的投放与回笼节奏错配，资金面仍存在短期缺口。

三、债券供给

3.1 国债发行提速，利率债单周净融资额大幅上升

国债发行提速，地方债及政金债发行让位于国债。

本周国债+地方债+政策性金融债合计发行量 9,695 亿元（上周 5486 亿元），其中国债发行 6,205 亿元（上周 3410 亿元）、地方债发行 1,973 亿元（上周 1055 亿元）、政策性金融债发行 1,518

亿元（上周 1021 亿元）。三类债券合计到期偿还 2,139 亿元（上周 3408 亿元），净融资额 7,256 亿元（上周净净融资 2078 亿元）。

图 6：利率债净融资 7,256 亿元（含上周末）

券种/亿元	发行量	到期量	净融资额
国债	6205	893	5012
地方债	1973	86	1887
政策性金融债	1518	1161	357
合计	9695	2139	7256

数据来源：Wind，金元证券研究所

3.2 信用债净融资额较小

本周，信用债合计发行 3,620 亿元（上周 3124 亿元），到期偿还 3,309 亿元（上周 2052 亿元），净融资 311 亿元（上周净融资 1072 亿元）。分评级看：

- ✓ AAA 级发行 3,007 亿元（占比 83%），净融资 385 亿元；
- ✓ AA+级净融资-193 亿元（发行 192 亿元，到期 385 亿元），流动性压力凸显；
- ✓ AA 及以下低等级合计净融资 119 亿元，其中 A+及以下发行 341 亿元，净融资 123 亿元，市场对低资质主体仍保持谨慎。

图 7：信用债净融资 311 亿元（含上周末）

券种/亿元	发行量	到期量	净融资额
AAA	3007	2622	385
AA+	192	385	-193
AA	81	76	5
AA-	0	9	-9
A+及以下	341	218	123
合计	3620	3309	311

数据来源：Wind，金元证券研究所

四、曲线及利差

4.1 利率债收益率上升，长端压力加剧

国债：5 月第二周（5 月 16 日）10 年期国债到期收益率 1.68%，较前一周（5 月 9 日）↑4BP（1.64%→1.68%）；1 年期国债收益率↑3BP 至 1.45%（前值 1.42%）。分期限看：

- ✓ 中短期品种（1Y-7Y）：1Y↑3BP、3Y↑5BP（1.46%→1.51%）、5Y↑8BP（1.50%→1.58%）、7Y↑6BP（1.57%→1.63%）。
- ✓ 长期品种（10Y-30Y）：10Y↑4BP、15Y↑6BP（1.80%→1.86%）、20Y↑7BP（1.92%→1.99%）、30Y↑4BP（1.84%→1.88%）。
- ✓ 利差变动：10Y-1Y 利差↑1BP 至 23BP，较前一周（22BP）小幅扩大；30Y-10Y 利差↓0.01BP 至 20BP，基本保持稳定。

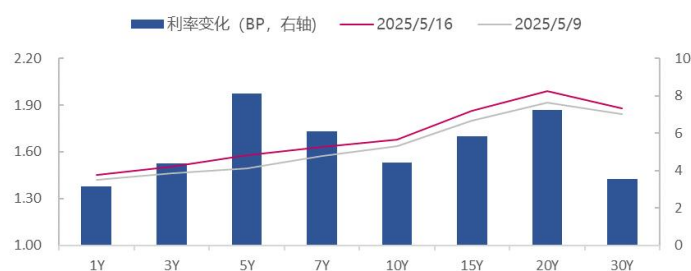
政策性金融债：5 月第二周，10 年期国开债收益率由 1.66%（5 月 9 日）上行 5BP 至 1.71%（5 月 16 日）；1 年期收益率从 1.47%上行 4BP 至 1.51%。期限利差呈现分化：

- ✓ 短端（1Y-5Y）：1Y↑4BP、3Y↑3BP、5Y↑6B；
- ✓ 长端（10Y-30Y）：10Y↑5BP、30Y↑4BP（2.02%→2.06%）；
- ✓ 利差变化：10Y-1Y 利差走阔 2BP 至 21BP，国开债与国债利差同步扩大。

地方债：5 月第二周，AAA 级 10 年期地方债收益率由 1.83%（5 月 9 日）上行 4BP 至 1.87%（5 月 16 日）；1 年期收益率从 1.54% 下行 3BP 至 1.51%。分期限看：

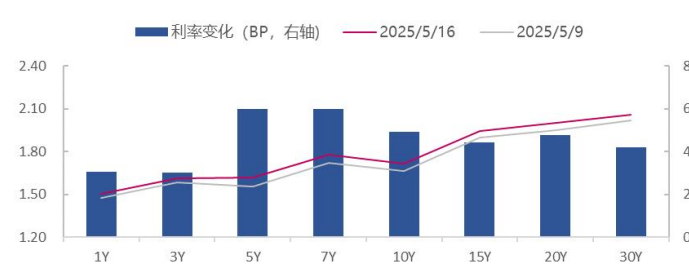
- ✓ 收益率变动：3Y↑2BP（1.65%→1.67%）、5Y↓1BP（1.57%→1.56%）、7Y↑4BP（1.71%→1.75%）；
- ✓ 利差变化：10Y-1Y 利差大幅走阔 7BP 至 36BP，长端压力加剧。

图 8：国债到期收益率曲线（%）



数据来源：Wind，金元证券研究所

图 9：国开债到期收益率（%）



数据来源：Wind，金元证券研究所

图 10：地方政府债到期收益率曲线（%）



数据来源：Wind，金元证券研究所

图 11：利率债期限利差（%）



数据来源：Wind，金元证券研究所

4.2 信用债期限利差走阔、中短期品种等级利差收窄

期限利差:期限利差走阔。以 5Y-3Y 城投债为例, AAA 级保持 14BP 不变, AA+级由 14BP 升至 16BP (走阔 2BP), AA 级由 19BP 升至 21BP (走阔 2BP)。

等级利差:中短期品种等级利差收窄。与同期限国开债相比:

- ✓ **1 年期:**企业债 AAA 级利差由 27BP 大幅收窄至 20BP (收窄 7BP), 城投债 AAA 级利差由 29BP 收窄至 21BP (收窄 8BP);
- ✓ **3 年期:**企业债 AAA 级利差由 26BP 收窄至 23BP (收窄 3BP), 城投债 AAA 级利差由 28BP 收窄至 25BP (收窄 3BP)。
- ✓ **中低等级:**3 年产业债 AA-AAA 利差由 30BP 收窄至 28BP (收窄 2BP), 5 年走阔 1BP (38BP→39BP)。

商业银行二级资本债:3 年期 AAA-级收益率由 1.82% 升至 1.84% (上行 2BP), AA 级保持 2.01% 不变, 等级利差由 19BP 收窄至 16BP (收窄 3BP)。

商业银行债:AAA 级 1Y 收益率由 1.65% 升至 1.67% (上行 2BP), 3Y 由 1.74% 微降至 1.73% (下行 1BP), 3Y-1Y 利差由 9BP 收窄至 6BP (收窄 3BP)。

同业存单：1M 收益率由 1.57% 升至 1.61%（上行 4BP），3M 由 1.61% 升至 1.64%（上行 3BP），1Y 由 1.66% 升至 1.68%（上行 2BP），1M 品种收益率 1.61% 低于 1Y 的 1.68%。

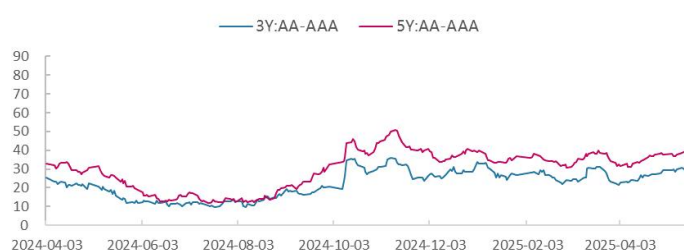
银行间市场资金利率：R007 由 1.58% 升至 1.63%（上行 4BP），DR007 由 1.54% 升至 1.64%（上行 10BP）。DR001 由 1.49% 升至 1.63%（上行 14BP），反映资金面显著收紧。

图 12：城投债到期收益率 5Y-3Y 期限利差变化（BP）



数据来源：Wind，金元证券研究所

图 13：产业债到期收益率 3Y、5Y 等级利差变化（BP）



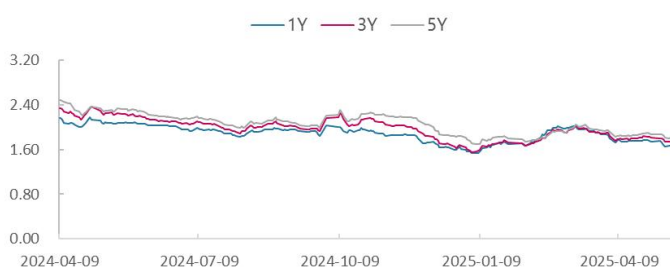
数据来源：Wind，金元证券研究所

图 14：3Y 商业银行二级资本债到期收益率（%）



数据来源：Wind，金元证券研究所

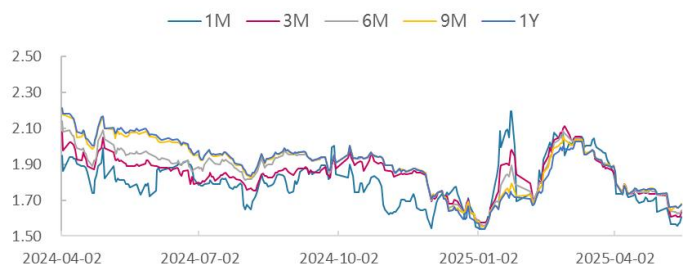
图 15：AAA 级商业银行债到期收益率（%）



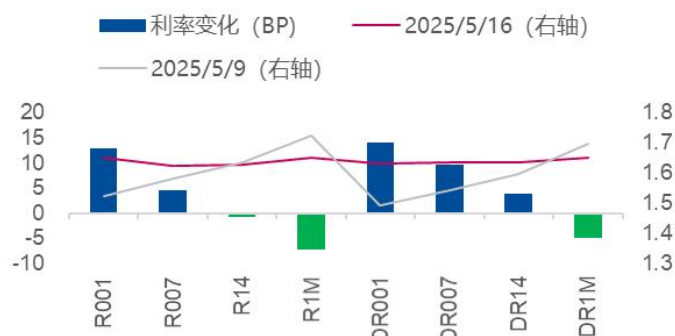
数据来源：Wind，金元证券研究所

图 16：AAA 级商业银行同业存单到期收益率（%）

图 17：本周资金利率变动（%）



数据来源: Wind, 金元证券研究所



数据来源: Wind, 金元证券研究所

五、展望

中美经贸高层会谈 5 月 10 日至 11 日在瑞士日内瓦举行。中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰当地时间 11 日晚在出席中方代表团举行的新闻发布会时表示,此次中美经贸高层会谈坦诚、深入、具有建设性,达成重要共识,并取得实质性进展。双方一致同意建立中美经贸磋商机制。5 月 12 日,中美经贸会谈取得实质性进展,大幅降低双边关税水平,并暂停 90 天实施 24% 的“对等关税”。关税博弈阶段性缓和,尤其是 90 天的暂停期,未来一个季度,出口或仍具韧性。但也意味着,对等关税可能成为持久战的关键部分,后续有反复的可能。因此,我们认为,债券市场对关税缓和计价结束,后续若关税博弈出现反复则利多债券。

降准降息落地之后,宽货币或阶段性告一段落,债市博弈重新回到了资金面、供给冲击,以及财政政策对经济的拉动作用。目前看,进口或继续偏强,但市场预期充分、内需相关政策继续推进,

但政策效果有待观察，长端收益率继续大幅度向上需明显好转的经济数据催化；隔夜资金利率重回 1.5% 以上，受制于资金面，债市短端下行空间受限。尽管国债 10Y-1Y 期限利差在历史低位，但短期曲线进一步大幅陡峭化缺乏催化因素。若上述因素无大幅变动，债市仍将处于窄幅震荡阶段。

六、风险提示

政策变动调整超预期；

经济数据超预期；

流动性超预期收紧；

长期利率波动风险。

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

买入：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15% 以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~+5%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~-15%；。

免责声明

本报告由金元证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被金元证券认为可靠，但金元证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，金元证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，金元证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

金元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。金元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。金元证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，金元证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到金元证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为金元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。