

K 型分化延续外部冲击暂缓 关注曲线走陡机会

宏观利率周报（20260608-20260618）

研报摘要

● **重点事件：**（1）5 月经济数据疲弱。中国 5 月社会消费品零售总额同比下降 0.6%。中国 1-5 月固定资产投资（不含农户）同比降 4.1%。中国 5 月规模以上工业增加值同比增 4.5%。2026 年 5 月份，70 个大中城市中，一线城市商品住宅销售价格环比上涨。前五个月社会融资规模增量累计为 17.48 万亿元，比上年同期少 1.16 万亿元。中国 5 月 CPI 同比上涨 1.2%，PPI 涨 3.9%创近 46 个月新高。5 月份，全社会用电量 8671 亿千瓦时，同比增长 6.9%。（2）央行隔夜利率机制改革。央行公开市场操作利率分别调整为公开市场 7 天期逆回购操作利率减点 25bp 和加点 25bp。在货币市场隔夜利率（DR001）持续低于或高于相应工具操作利率时，中国人民银行将结合一级交易商需求启动相应操作。（3）海外环境。美伊达成谅解备忘录；欧央行上调三大关键利率 25BP；日本将政策利率上调 25 个基点至 1%。

● **核心观点：**5 月基本面 K 型分化延续，AI 链与出口高增难掩传统内需疲弱，社融与投资数据偏弱，对债市尤其是长端构成底部支撑。资金利率仍在政策利率上方运行，但央行隔夜利率走廊（1.15%-1.65%）已明确封堵资金上行空间，DR001 冲高动力减弱。美联储暂停加息、欧日央行加息落地，中东 60 天停火，外部冲击暂缓，全球风险偏好短期回升。预计下周收益率曲线呈震荡格局，短端在资金中枢小幅回落中或有修复机会，长端则在弱经济预期与供给扰动中窄幅波动，曲线有望小幅走陡。5 月经济数据回踩或推动政策性工具加速投放，若市场继续调整或出现加仓机会。

● **行情回顾：**过去两周央行公开市场重新流动性，连续 10 天 7D 逆回购净投放，实现削峰填谷。其中，最后一个工作日，国库现金定存到期 1800 亿元，总体净投放收敛。与此同时，银行间资金利率继续上行，银行间隔夜利率回升至政策利率以上运行，虽然 5 月国内经济数据依然疲弱，但收益率曲线下行空间仍受到资金成本“地板”制约；另一方面，美伊协议达成，油价跌破 90 美元/桶，迫于通胀压力全球性紧缩的预期边际走弱。欧日加息靴子落地、美联储议息会议维持利率不变，央行设立隔夜利率走廊，国债收益率曲线冲高回落，小幅走陡。近两周，国债期货价格小幅下跌，TL、TF 和 T 合约正基差继续走扩。

● **风险提示：**资金面超预期收敛；货币政策超预期变化；机构和个人投资行为不确定性。

证券分析师

陈巧巧

S0670525010001

chenqiaoqiao@jrjzq.com.cn

目录

一、本周利率行情回顾	4
二、每日行情回顾	4
三、重点事件	5
四、市场展望	6
五、风险提示	6

图表目录

图 1: 国债收益率走势 (%)	7
图 2: 中债国债收益率曲线结构 (%)	7
图 3: 政府债券与城投债收益率周涨跌幅 (BP)	7
图 4: 活跃券收益率曲线结构 (BP; %)	7
图 5: 股债行情走势	7
图 6: 国债期货基差走势	7
图 7: 本周新发政府债券 (亿元)	8
图 8: 本月新发政府债券 (亿元)	8
图 9: 国债发行净融资进度	8
图 10: 地方一般债发行进度	8
图 11: 地方专项债发行进度	8
图 12: 地方再融资债发行扣减地方债偿还 (亿元)	8
图 13: 7 天逆回购、银行间质押利率及 1 年存单利率 (%)	9
图 14: 银行间隔夜及 7 天质押利率 (%)	9
图 15: Shibor 与人民币中间价 (%; 汇率次轴)	9
图 16: 中债国债期限利差趋势 (%)	9
图 17: 国开债隐含税率 (%)	9
图 18: 国债期货与股指期货价格 (2025 年末=1)	9
图 19: 人民币相对美元汇率逆周期力度	10
图 20: 主要国家汇率涨跌幅	10
图 21: 香港汇率与 Hibor 利率 (%)	10
图 22: 中美利差与美元指数 (%; 点)	10
图 23: 全球主要股指及商品价格周涨跌幅 (%)	10
图 24: VIX	10
图 25: 猪肉平均批发价 (元/公斤)	11
图 26: 蔬菜批发价格指数 (2015=100)	11
图 27: 布伦特原油 (美元/桶)	11
图 28: 焦煤 (元/吨)	11
图 29: 螺纹钢 (元/吨)	11
图 30: 阴极铜 (元/吨)	11
图 31: 粗钢产量 (万吨/天)	12
图 32: 高炉开工率 (%)	12
图 33: 进出口运价指数	12
图 34: 江浙涤纶长丝下游织机开工率 (%)	12
图 35: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	12
图 36: 百城土地成交面积 (万平方米)	12
表 1: 本周中债国债到期收益率每日变动 (BP)	4
表 2: 本周中债国债到期收益率每日变动 (BP)	5

一、本周利率行情回顾

(1) 公开市场操作

不同于月初连续 5 日回笼资金，过去两周央行公开市场重新流动性，连续 10 天 7D 逆回购净投放，共计 17096 亿元，实现削峰填谷。其中，最后一个工作日，逆回购净投放 595 亿元，而国库现金定存到期 1800 亿元，总体净投放收敛。

(2) 资金面

央行连续投放资金，而银行间市场资金利率快速上行，1 年同业存单(AAA)利率在 15 日触顶回升，高点接近 1.5%。6 月 18 日，DR001、DR007、R001、R007 相比两周前大幅上行 9.09BP、7.84BP、6.76BP 和 8.22BP，6 月 16 日触顶。6 月 17 日，央行隔夜利率走廊机制公布后，小幅回落。

(3) 现券

过去两周中债国债收益率曲线冲高回落，小幅走陡。具体来看：

过去两周央行连续净投放，资金利率继续上行，银行间隔夜利率回升至政策利率以上运行，虽然 5 月国内经济数据依然疲弱，但收益率曲线下行空间仍受到资金成本“地板”制约；另一方面，美伊协议达成，油价跌破 90 美元/桶，迫于通胀压力全球性紧缩的预期边际走弱。欧日加息靴子落地、美联储议息会议维持利率不变，央行设立隔夜利率走廊，国债收益率曲线冲高回落，小幅走陡。

(4) 国债期货

本周国债期货价格小幅下跌，30 年期合约下跌 0.31%，收于 113.87；10 年和 5 年期合约分别下跌 0.31%和 0.37%。TL、TF 和 T 合约正基差继续走扩。

二、每日行情回顾

表 1：本周中债国债到期收益率每日变动（BP）

日期	1 年	2 年	3 年	5 年	7 年	10 年	15 年	20 年	30 年
2026-06-08	0.15	2.11	1.03	1.06	1.48	0.68	0.50	0.32	0.90
2026-06-09	0.27	1.19	0.76	1.30	1.37	1.01	0.87	0.75	0.70
2026-06-10	0.75	0.94	0.48	1.33	1.60	1.00	1.40	1.79	1.50
2026-06-11	0.75	0.81	0.75	1.58	1.07	-0.01	0.37	0.74	0.30
2026-06-12	-	0.56	-	0.02	-0.54	-0.48	-1.15	-1.80	-1.65

资料来源：金融街证券研究所

6 月 8 日，银行间隔夜利率上行，收益率曲线整体上移，前期表现较好的 2-7 年期国债品种调整幅度稍大。

6 月 9 日，银行间隔夜利率进一步上行，已接近政策利率上下波动。5 月进出口数据强劲，权益市场大幅反弹，收益率曲线继续上移。

6 月 10 日，5 月通胀数据显示物价温和复苏，十年期国债收益率逼近 1.75%。

6月11日，资金面未见好转，中短端品种收益率继续承压，10年起国债利率出现企稳迹象。

6月12日，5月社融数据依然疲弱，央行公告将等量续作6个月买断式回购，利率市场出现反弹，收益率曲线明显走平。

表 2：本周中债国债到期收益率每日变动（BP）

日期	1 年	2 年	3 年	5 年	7 年	10 年	15 年	20 年	30 年
2026-06-15	0.50	0.75	0.15	0.56	0.22	0.19	-	-0.19	-
2026-06-16	-0.50	-1.80	-0.93	-2.59	-2.14	-1.22	-1.26	-1.31	-0.40
2026-06-17	-0.75	-1.70	-0.92	-0.44	-0.64	-0.54	-0.44	-0.34	0.06
2026-06-18	-1.75	-2.25	-1.17	-1.22	-0.63	0.29	0.13	-0.03	0.20

资料来源：金融街证券研究所

6月15日，银行间隔夜利率持续在政策利率上方运行，1年期同业存单到期收益率逼近1.5%，中短端品种收益率继续承压。美国总统特朗普称美伊达成谅解备忘录，全球流动性收紧预期得到缓解，长端利率明显回落，收益率曲线继续平坦化。

6月16日，统计局公布5月经济数据，消费和投资增速下滑，经济结构K型分化明显，新兴产业高增伴随传统经济低迷，债券收益率曲线整体下行。

6月17日，陆家嘴论坛央行宣布多项货币政策工具，其中利率走廊正式明确为OMO上下25BP，隔夜利率走廊设定在1.15%-1.65%，降低资金利率继续冲高的预期。当日隔夜和7天银行间质押利率均小幅回落，收益率继续下探。

6月18日，北京时间6月18日凌晨，美联储公布6月货币政策会议决议，全票通过利率区间维持3.50%-3.75%不变，符合市场预期。声明表示要保证银行系统储备金充足，前期的缩表节奏保持不变。国内债券市场资金利率冲高预期进一步打消，短端领涨。

三、重点事件

中国5月社会消费品零售总额同比下降0.6%。中国1-5月固定资产投资（不含农户）同比下降4.1%。中国5月规模以上工业增加值同比增4.5%。2026年5月份，70个大中城市中，一线城市商品住宅销售价格环比上涨。前五个月社会融资规模增量累计为17.48万亿元，比上年同期少1.16万亿元。中国5月CPI同比上涨1.2%，PPI涨3.9%创近46个月新高。5月份，全社会用电量8671亿千瓦时，同比增长6.9%。

为灵活高效运用公开市场临时隔夜正、逆回购工具，中国人民银行决定即日起优化操作要素，将操作时间调整为工作日15:00-15:30，操作利率分别调整为公开市场7天期逆回购操作利率减点25bp和加点25bp。进一步明确工具使用规则，在货币市场隔夜利率（DR001）持续低于或高于相应工具操作利率时，中国人民银行将结合一级交易商需求启动相应操作。

美国总统特朗普称美伊达成谅解备忘录，霍尔木兹海峡完全开放，美国海军立即解除相关封锁。伊朗副外长加里巴巴迪也确认伊美谅解备忘录已达成一致。

欧洲央行将三大关键利率均上调25个基点，符合市场预期；存款机制利率上调至2.25%，主要再融资利率上调至2.4%，边际贷款利率上调至2.65%。这是欧洲央行近三年来首次加

息，也是全球首个因中东冲突而加息的主要央行。

日本央行将政策利率上调 25 个基点至 1%，符合市场预期。这是日本自 1995 年以来首次重返 1% 政策利率水平。日本央行以 7 票对 1 票做出利率决定，政策委员会审议委员浅田对利率决定持反对意见。

四、市场展望

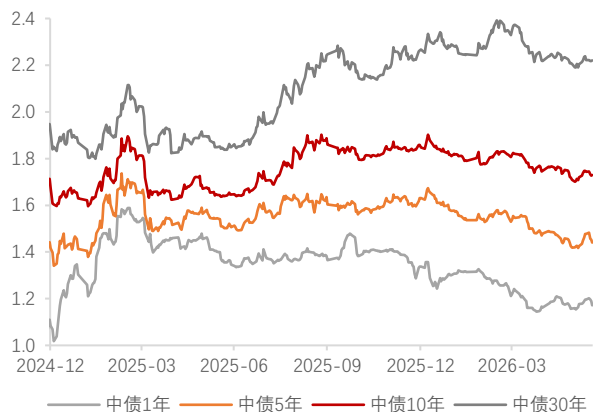
基本面 K 型分化延续，AI 链与出口高增难掩传统内需疲弱，社融与投资数据偏弱，对债市尤其是长端构成底部支撑。资金利率仍在政策利率上方运行，但央行隔夜利率走廊（1.15%-1.65%）已明确封堵资金上行空间，DR001 冲高动力减弱。美联储暂停加息、欧日央行加息落地，中东 60 天停火，外部冲击暂缓，全球风险偏好短期回升。预计下周收益率曲线呈震荡格局，短端在资金中枢小幅回落中或有修复机会，长端则在弱经济预期与供给扰动中窄幅波动，曲线有望小幅走陡。5 月经济数据回踩或推动政策性工具加速投放，若市场继续调整或出现加仓机会。

五、风险提示

资金面超预期收敛；货币政策超预期变化；机构和个人投资行为不确定性。

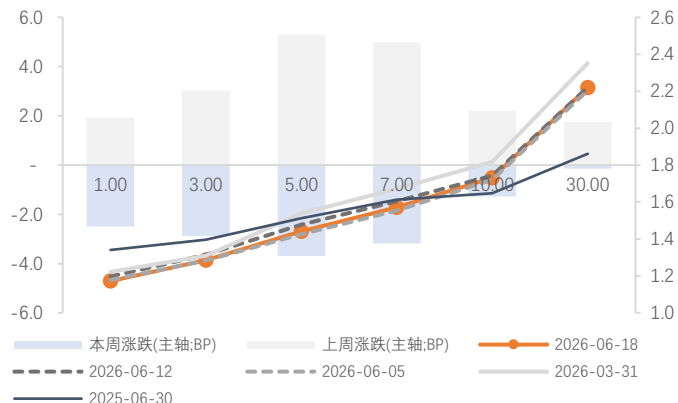
附表一、债券市场行情

图 1：国债收益率走势（%）



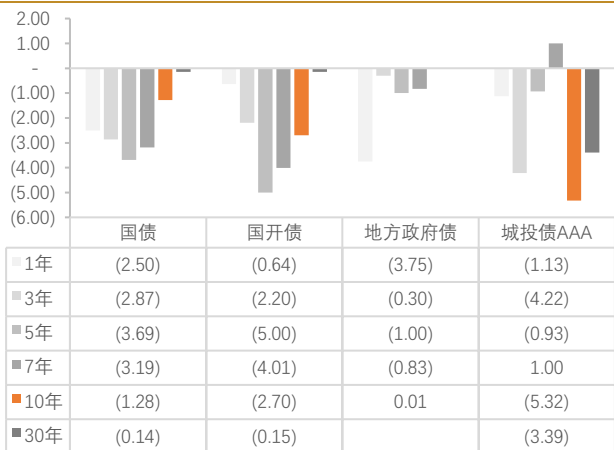
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 2：中债国债收益率曲线结构（%）



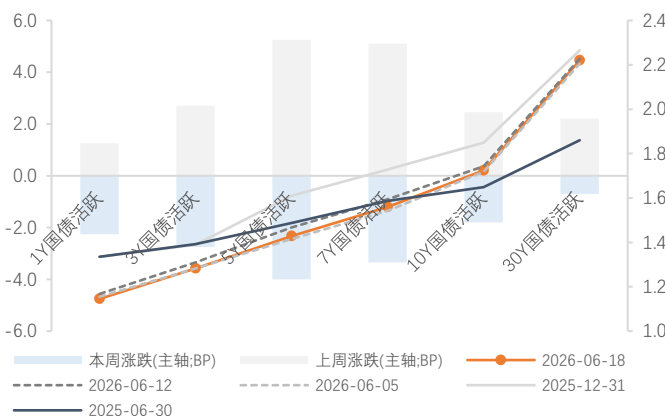
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 3：政府债券与城投债收益率周涨跌幅（BP）



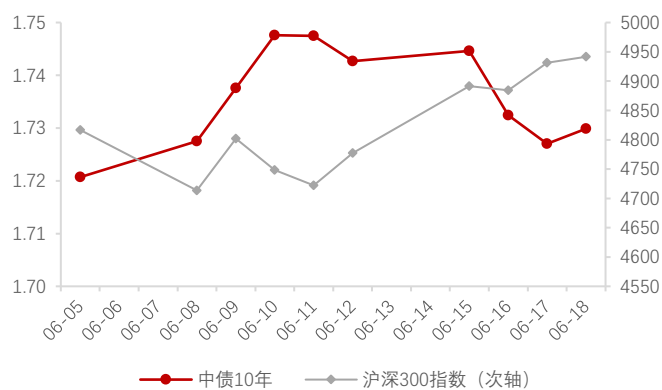
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 4：活跃券收益率曲线结构（BP；%）



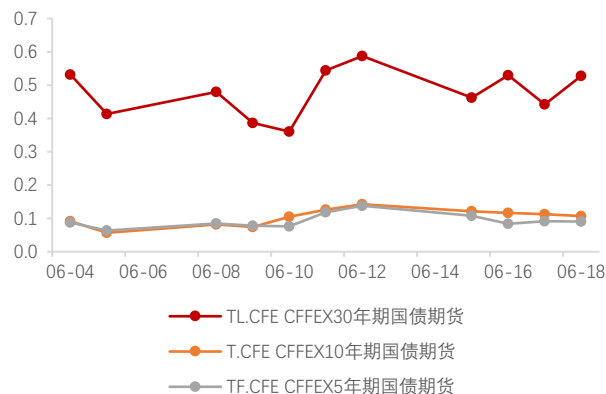
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 5：股债行情走势



资料来源：wind，金融街证券研究所

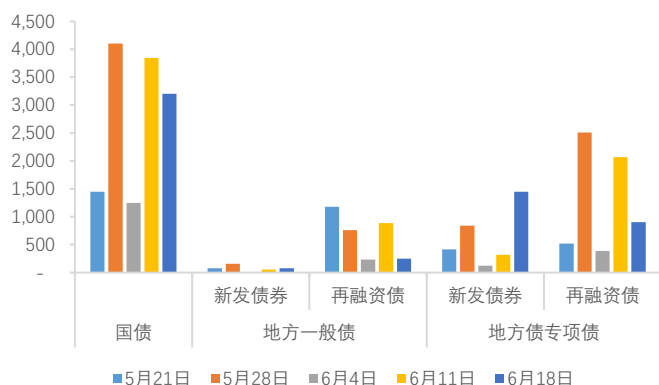
图 6：国债期货基差走势



资料来源：wind，金融街证券研究所

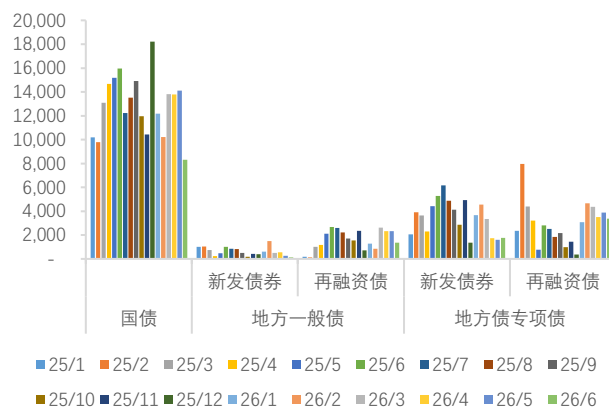
附表二、政府债券发行进度

图 7：本周新发政府债券（亿元）



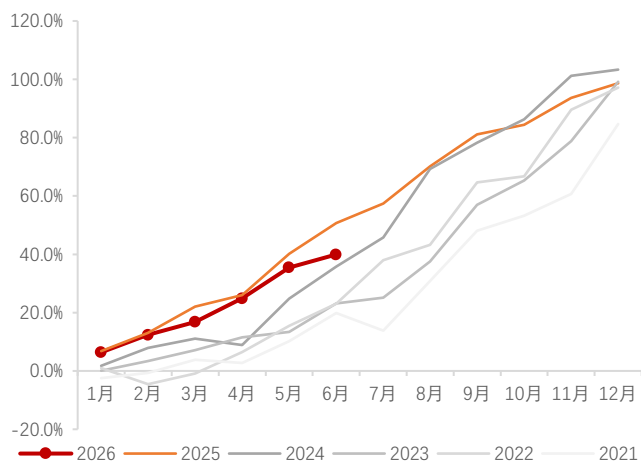
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 8：本月新发政府债券（亿元）



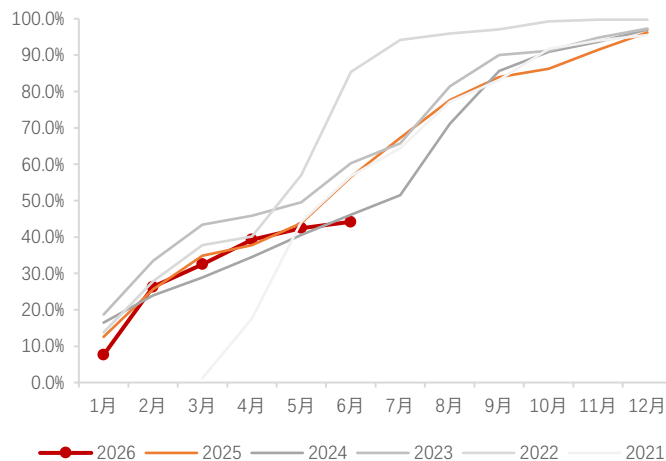
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 9：国债发行净融资进度



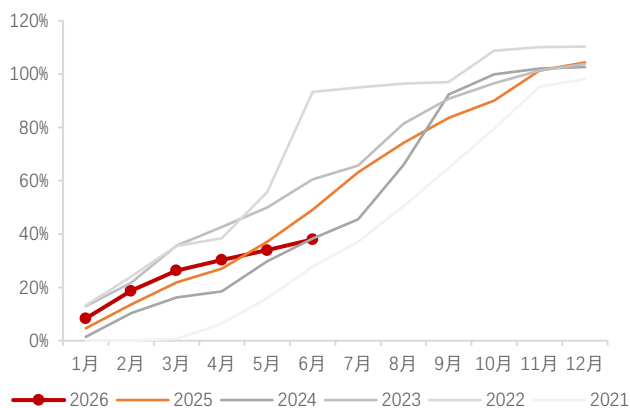
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 10：地方一般债发行进度



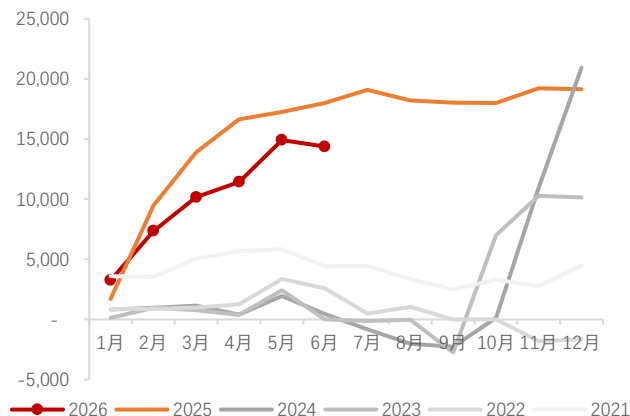
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 11：地方专项债发行进度



资料来源：wind，金融街证券研究所

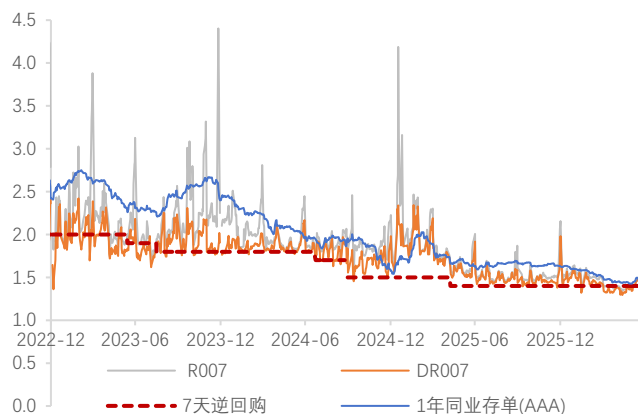
图 12：地方再融资债发行扣减地方债偿还（亿元）



资料来源：wind，金融街证券研究所

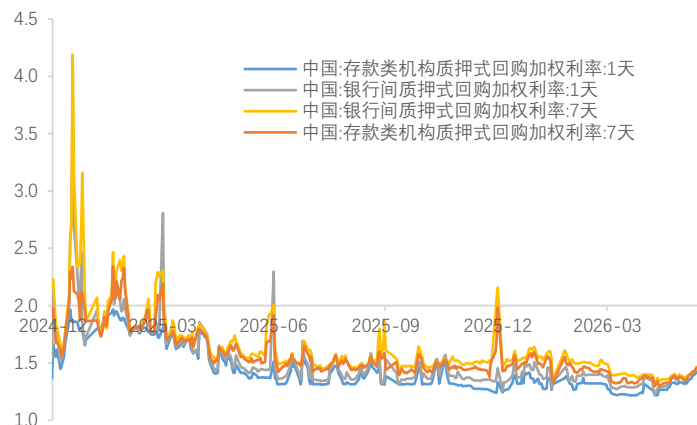
附表三、流动性与市场趋势

图 13：7 天逆回购、银行间质押利率及 1 年存单利率 (%)



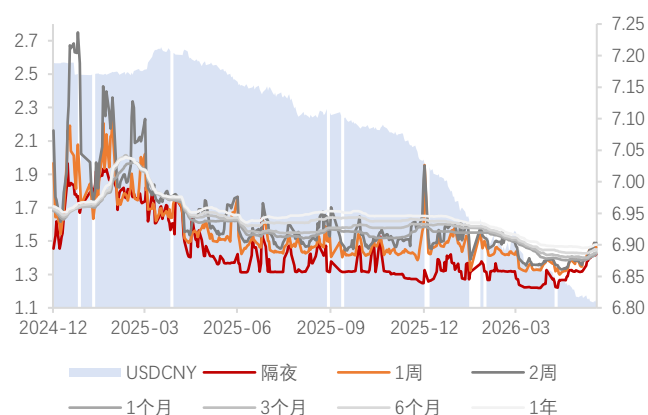
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 14：银行间隔夜及 7 天质押利率 (%)



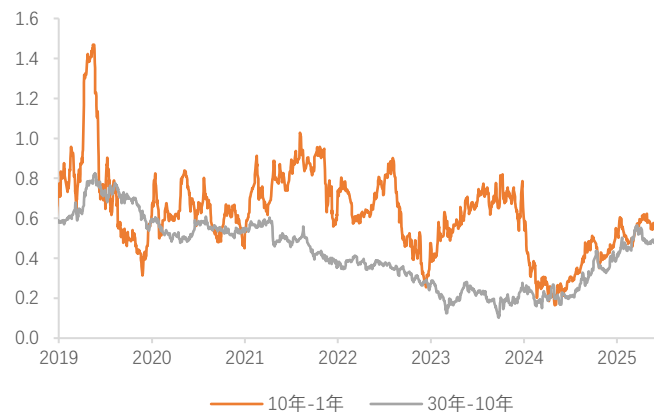
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 15：Shibor 与人民币中间价 (%; 汇率次轴)



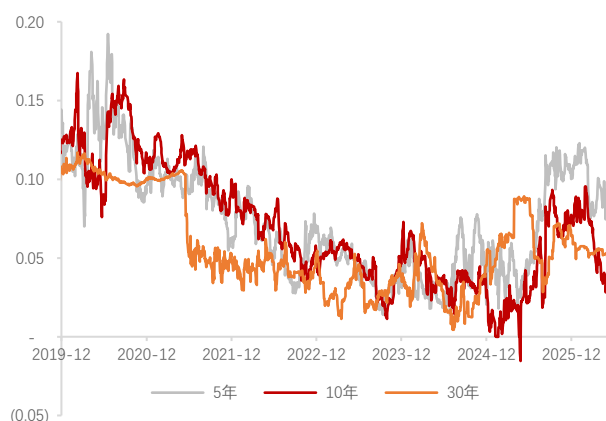
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 16：中债国债期限利差趋势 (%)



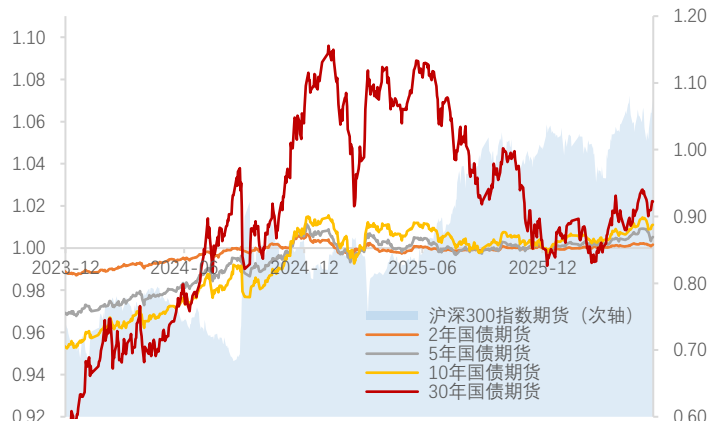
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 17：国开债隐含税率 (%)



资料来源：wind，金融街证券研究所

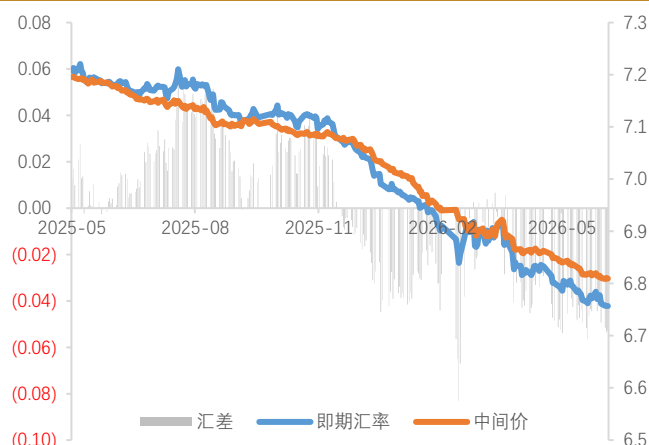
图 18：国债期货与股指期货价格 (2025 年末=1)



资料来源：wind，金融街证券研究所

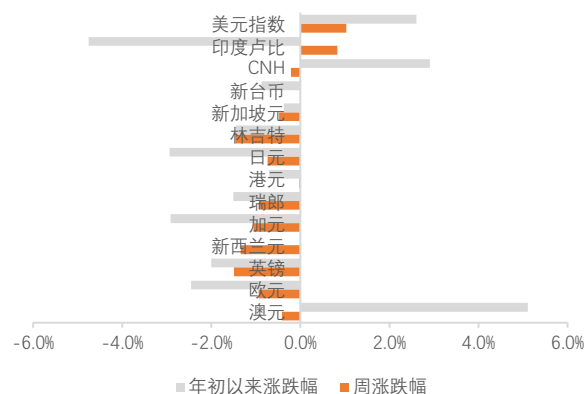
附表四、海外环境

图 19：人民币相对美元汇率逆周期力度



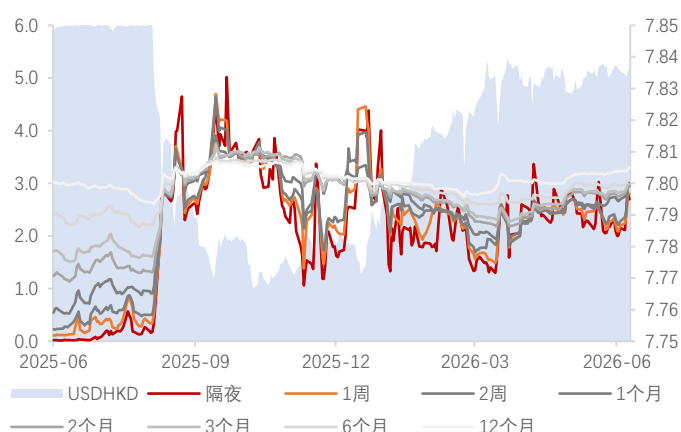
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 20：主要国家汇率涨跌幅



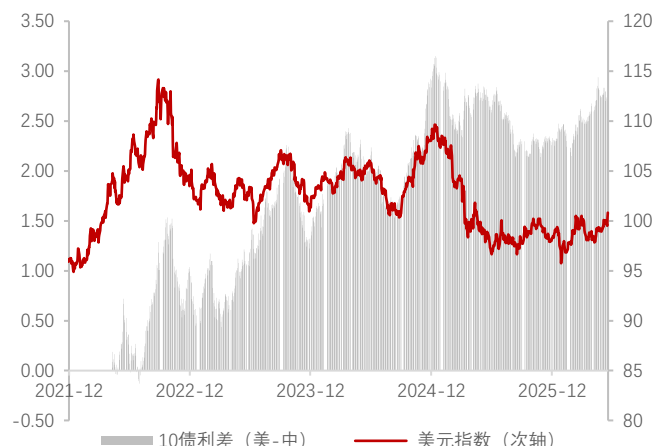
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 21：香港汇率与 Hibor 利率（%）



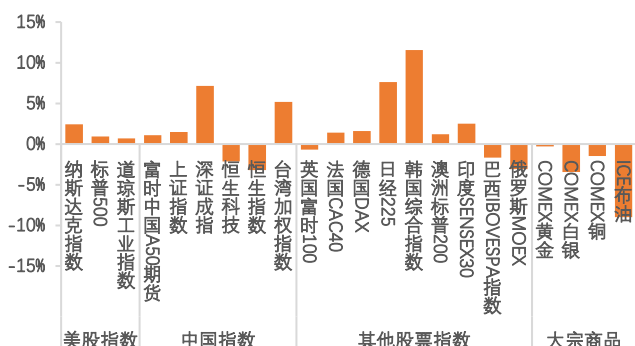
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 22：中美利差与美元指数（%；点）



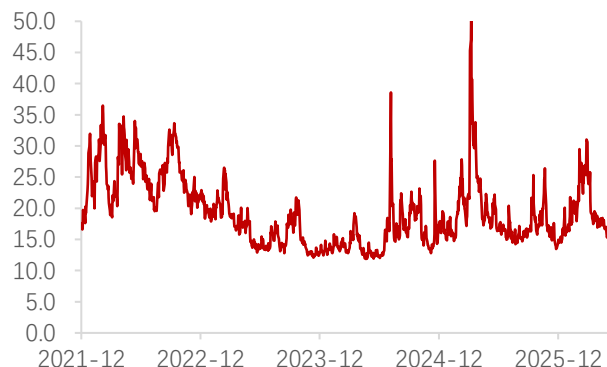
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 23：全球主要股指及商品价格周涨跌幅（%）



资料来源：wind，金融街证券研究所

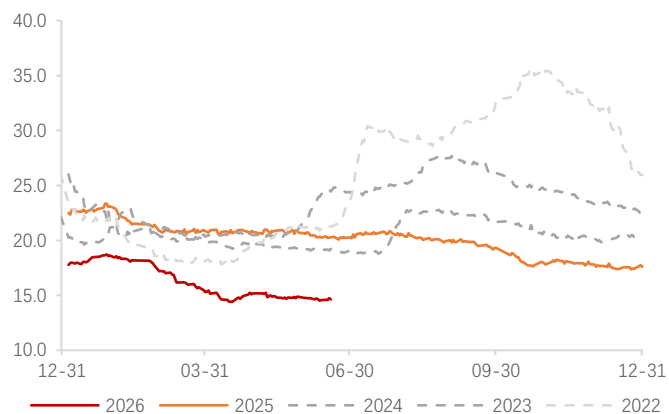
图 24：VIX



资料来源：wind，金融街证券研究所

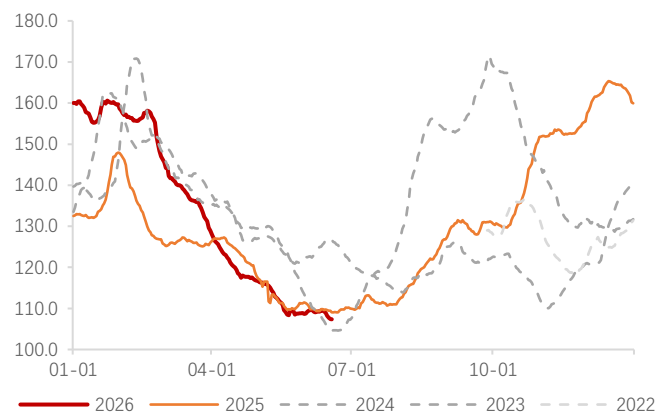
附表五、通胀变化

图 25：猪肉平均批发价（元/公斤）



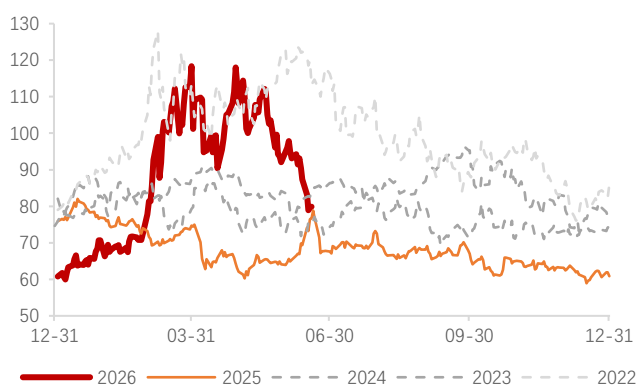
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 26：蔬菜批发价格指数（2015=100）



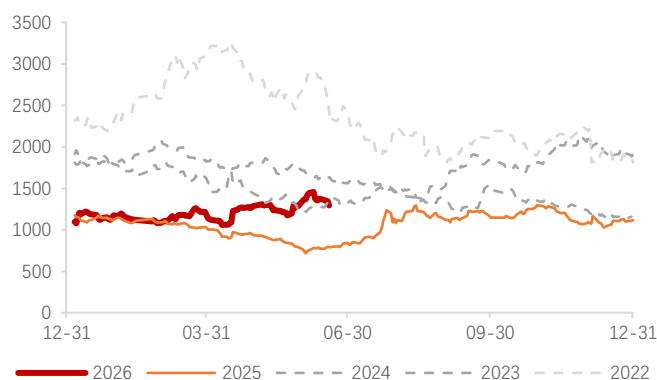
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 27：布伦特原油（美元/桶）



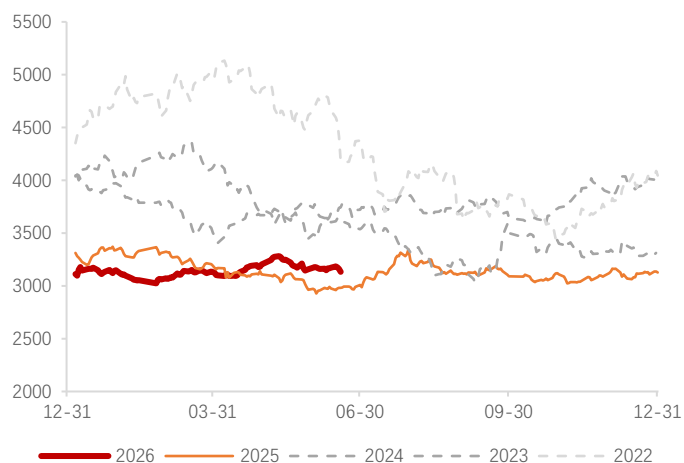
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 28：焦煤（元/吨）



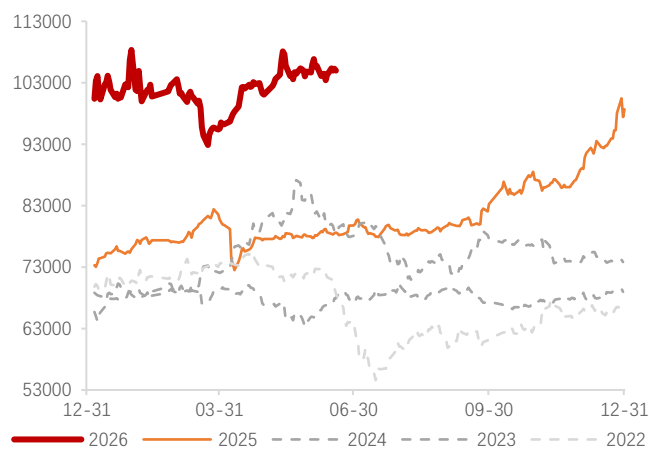
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 29：螺纹钢（元/吨）



资料来源：wind，金融街证券研究所

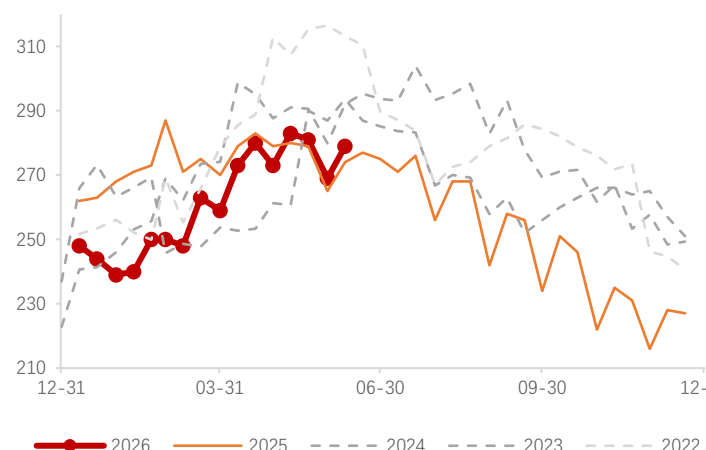
图 30：阴极铜（元/吨）



资料来源：wind，金融街证券研究所

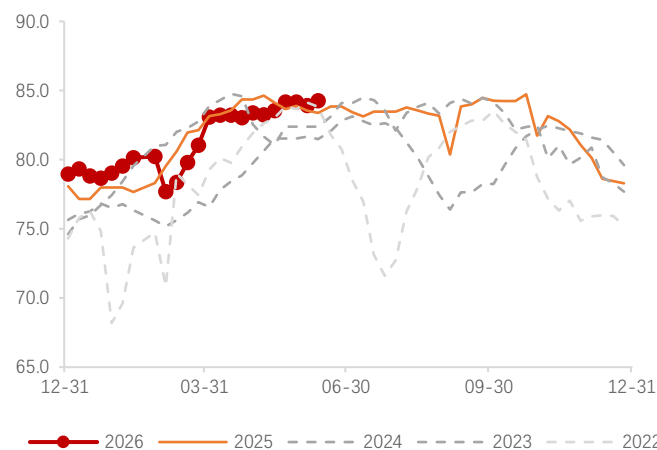
附表六、实体需求

图 31：粗钢产量（万吨/天）



资料来源：wind，金融街证券研究所

图 32：高炉开工率（%）



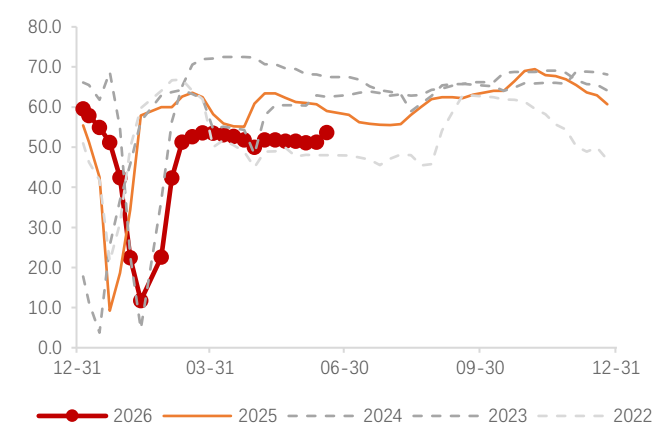
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 33：进出口运价指数



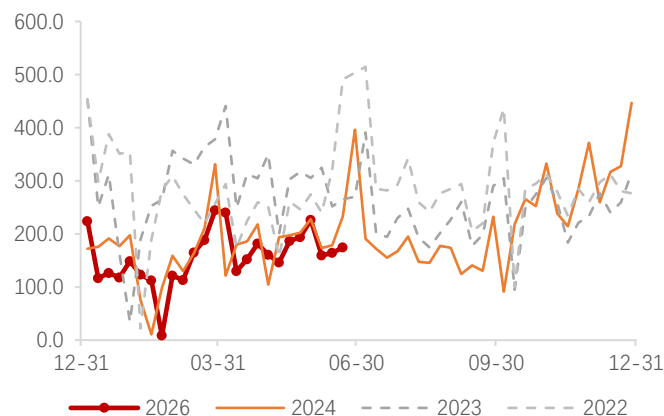
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 34：江浙涤纶长丝下游织机开工率（%）



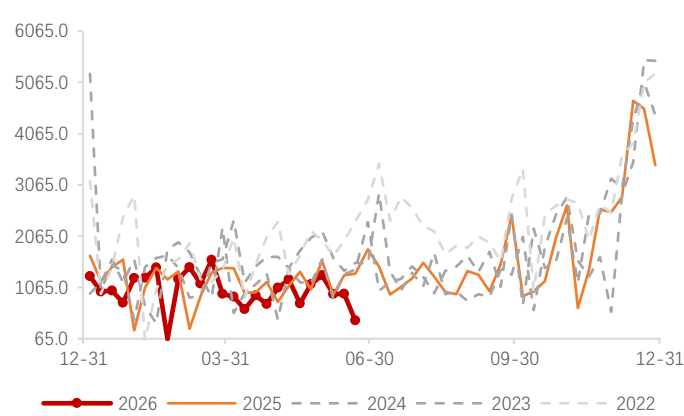
资料来源：wind，金融街证券研究所

图 35：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，金融街证券研究所

图 36：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：wind，金融街证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上
	增持—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20%
	持有—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10%
	卖出—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上
	中性—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%~5%
	弱于大市—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数—沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。