



南京银行 2026 年 5 月宏观利率展望

资金充裕内需偏弱，利率低位震荡

南京银行资金运营中心金融市场研究部

内容摘要：

宏观经济方面，4月季度初，供需两端均有所回落。从需求端来看，投资、消费下行较多，一方面显示季度初财政支出力度有所减弱，另一方面也显示内需整体仍然偏弱。生产端中上游放缓，高技术行业仍然保持较高增速。总体而言，目前经济外需强、内需弱以及传统行业弱、新兴行业强的格局延续。通胀略超出市场预期，主要受非食品价格涨幅较大、输入性通胀以及新兴行业相关原材料涨价所拉动。总体而言，由于内需仍然较弱，基本面对债市偏利好。

5月以来，隔夜利率边际收敛，同业存单利率下行。央行缩量续作买断式逆回购，明确提出引导隔夜利率在政策利率水平附近运行，引导资金面由超宽松回归均衡意图明显，另外，央行也提示了非银机构过度加杠杆、期限错配等行为可能引发的风险，在地缘风险增加，海外央行加息预期提升背景下，降准降息概率有限。向后看，5月为二季度政府债供给量高峰，缴税规模也较大，流动性需求增加；与此同时，票据利率较4月末边际抬升，整体水平较同期仍处于低位，5月信贷预计有所改善，整体分流影响有限。整体看，5月资金需求有所增加，央行态度上也更为审慎，资金供需更趋平衡，汇率偏强，需求偏弱背景下，央行维护流动性平稳充裕态度延续，流动性由宽松回归均衡预计较为温和。

5月以来，债券收益率延续下行趋势。从基本面来看，出口较强、通胀回升形成利空，而内需较弱、实体经济融资需求一般形成利多，经济呈现K型复苏的分化状态。从资金面角度来看，由于人民币升值预期下结售汇增多、外汇占款持续上升使得基础货币投放增加，而实体经济融资需求弱使得资金面持续宽松。近期货币政策逐步回笼长期资金，资金面预计边际有所收敛，但总体仍然偏宽松。对于债券市场，内需疲弱、资金面的充裕形成保护，而出口、通胀等利空仍然存在，利率预计维持低位震荡状态。建议交易盘短期内可继续持有，但需密切关注资金面的边际变化，如有收紧快速获利了结；配置盘建议久期适度缩短。



目录

一、宏观经济：出口和新兴行业景气度较高，内需仍然偏弱	3
（一）需求：季度初补贴消费及投资下行较多，内需仍然偏弱	3
1、投资：由正转负，地产、基建、制造业增速均下行	3
2、地产：新开工、投资增速下行，库存继续回落	4
3、消费：价格下跌，补贴消费走弱带动增速下行	5
4、就业：春节过后季节性回落	5
5、出口：出口修复支撑顺差回升，高新技术进口维持高增	6
6、高频数据：假期影响开工有所回落	9
（二）生产：4月中上游生产放缓，高科技行业继续上行	11
（三）CPI 温和回升，PPI 涨幅扩大	12
二、流动性及货币政策：央行加力回笼中长期资金，隔夜利率边际收敛	16
（一）流动性回顾：央行加力回笼中长期资金，隔夜利率边际收敛	16
（二）金融数据：居民贷款减少规模创新高，企业中长期贷款罕见减少	19
（三）下阶段流动性展望：央行提示杠杆风险，资金面逐步回归均衡	22
三、利率债策略：短端下行空间受限，曲线逐步走平	22
（一）利率债走势回顾	22
1、收益率低位震荡	22
2、隐含税率有所下行	24
（二）利率债影响因素分析	25
1、经济基本面：外需强内需弱，传统行业弱高科技强	25
2、通胀：略超预期，但整体可控	25
3、广义流动性：实体经济融资需求偏弱	26
4、狭义流动性：资金利率整体下行	26
5、中美利差：倒挂幅度扩大，人民币汇率持续升值	28
6、股债比价：股债齐涨，股债比价继续下行	29
7、债券供需：供给压力可控	30
（三）利率债策略：资金面宽松带动利差压缩，预计低位震荡	30



一、宏观经济：出口和新兴行业景气度较高，内需仍然偏弱

制造业 PMI 维持小幅扩张，内外需均有所扩张和生产较好是支撑因素。制造业价格指数明显走升，主要受中东冲突持续，国际油价大涨推动。分行业看，高技术制造业继续保持较好扩张，国内消费需求维持小幅扩张，基础原材料生产制造下滑加大。大型企业景气度扩张放缓，中小型企业景气度边际改善。向后看，全球 AI 产业链大幅扩张预计继续支撑外需，价格上涨可能一定程度抑制内需，能源化工供给冲击可能制约生产，制造业景气度预计整体维持小幅扩张。受服务业和建筑业景气度均下降拖累，非制造业 PMI 再次转为小幅收缩。服务业由轻微扩张转为小幅收缩，批发、零售、居民服务等低迷是主要拖累，业务活动预期指数则维持较好扩张。建筑业景气度下滑较多，新订单指数明显收缩是主要拖累。随着财政政策接续发力，建筑业预计会受到一定支撑，但投入品价格持续上涨对非制造业需求构成一定抑制，非制造业景气度短期可能维持小幅收缩。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

指标名称	PMI	生产	新订单	出口	进口	在手订单	产成品库存	采购量	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2026-04	50.3	51.5	50.6	50.3	46.2	47.5	51.1	50.1	55.1	63.7	49.3	48.8	49.5	54.5
2026-03	50.4	51.4	51.6	49.1	47.1	46.7	50.9	49.8	55.4	63.9	47.7	48.6	49.5	53.4
变动	-0.1	0.1	-1.0	1.2	-0.9	0.8	0.2	0.3	-0.3	-0.2	1.6	0.2	0.0	1.1

(一) 需求：季度初补贴消费及投资下行较多，内需仍然偏弱

1、投资：由正转负，地产、基建、制造业增速均下行

1-4月固定资产投资累计同比增速-1.6%，较前值降低3.3个百分点，投资增速回落幅度较大，低于市场预期。

从累计同比增速看，固定资产投资三大分项中，房地产、制造业、基建增速均下行。其中房地产投资下降2.5个百分点至-13.7%，地产投资再度下行；制造



业投资下降6.3个百分点至1.2%；基建投资下降3.98个百分点至4.92%。1-4月投资增速回落，显示随着年初财政支出节奏放缓，基建相关投资增速有所下行，同时房地产热度较一季度有所下降。

图表 3 固定资产投资累计同比增速（%）

指标名称	固定资产投资完成额	房地产	制造业	基建
2026-04	-1.60	-13.70	1.20	4.92
2026-03	1.70	-11.20	4.10	8.90

2、地产：新开工、投资增速下行，库存继续回落

1-4月，房地产开发投资累计增速-13.7%，较前值降低2.5个百分点，地产投资再度下行，略低于市场预期。从累计同比增速来看，从累计同比增速来看，4月销售、竣工增速上行，投资、新开工以及资金来源增速均下行。其中销售增速小幅上行0.2个百分点，竣工增速回升1个百分点，但仍然均为负增长。新开工、资金来源增速分别下降1.7、1.1个百分点至-22%、-18.4%。

图表 4 房地产分项累计同比增速（%）

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源
2026 年 4 月	-10.2	-13.7	-22.0	-24.0	-18.4
2026 年 3 月	-10.4	-11.2	-20.3	-25.0	-17.3
变动	0.2	-2.5	-1.7	1.0	-1.1

从库存来看，截至 2026 年 4 月，商品房待售面积 77801 万平方米，库存较 3 月底继续下降，显示地产持续去库存。但从绝对值来看，目前库存仍然处于较高位置。

30 大中城市地产销售数据显示，2026 年 5 月地产销售增速有所下降。5 月日均成交面积同比增速从 4 月的 3.43%下降至-15.75%。其中一、二、三线城市增速均下降。从 70 大中城市房价环比增速来看，4 月一线城市环比上涨 0.1%，二三线城市分别环比下跌 0.1%、0.3%，二线城市跌幅收窄。

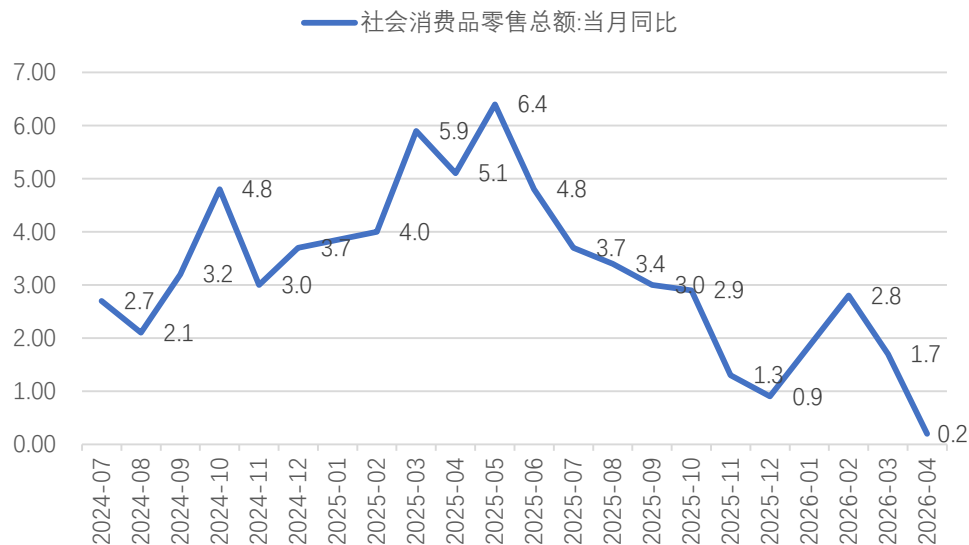
总体而言，4 月地产投资增速回落，销售、竣工增速小幅上行，显示地产新政的效果延续。但新开工、投资增速下行，显示开发商投资意愿仍然较弱。向后看，小阳春过后，5 月地产销售增速有所回落，地产仍然处于筑底阶段。

3、消费：价格下跌，补贴消费走弱带动增速下行

4月消费增速回落，当月同比增速0.2%，较前值降低1.5个百分点；累计同比增速1.9%，较前值下降0.5个百分点。4月消费增速回落，主要原因一是金价和油价高位回落对相关消费形成拖累，二是补贴相关的消费有所走弱。

从细项看，4月消费分项中，增速下行较多的有金银珠宝、通讯器材、石油制品、家电家具装潢、汽车等。具体从当月同比增速来看：一是金银珠宝及石油消费增速下行较多，主要受价格因素拖累。4月美伊冲突缓和后，金价和油价高位回落，使得相关消费增速下行。二是补贴相关消费有所走弱，通讯器材消费增速下降21.1个百分点，家电、家具、装潢消费分别下降10.1、1.7、4.8个百分点，汽车消费下降3.5个百分点，而上述消费一季度保持较高增速，显示进入二季度后，由于提前透支以及季度初补贴力度不强，补贴相关消费增速下行较多。

图表5 社会消费品零售总额当月同比增速（%）



总体而言，4月消费增速的回落既有价格因素，也有补贴透支的原因。向后看，在居民人均可支配收入增速仍然相对偏低的背景下，居民消费意愿仍然偏弱，叠加5月基数较高，预计5月消费仍然处于低位，6月将有所回升。

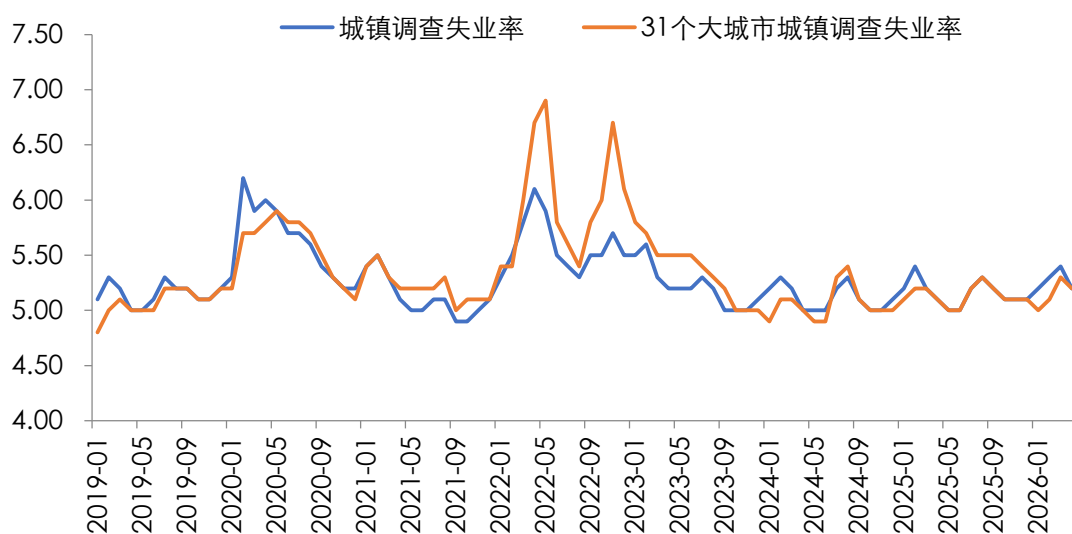
4、就业：春节过后季节性回落

4月，全国城镇调查失业率5.2%，较3月末下降0.2个百分点。31个大城市城

镇调查失业率为5.2%，较3月下降0.1个百分点。春节过后，4月失业率逐步恢复正常，呈现季节性回落的特征。

从景气度指数来看，4月大型企业用人需求上升较多，小型企业用人需求也同步回升。4月PMI从业人员指数48.8%，较3月末提高0.2个百分点；BCI企业招工前瞻指数56.89%，较3月末提高2.46个百分点。大、中小企业的用人需求同步回升，显示就业情况有所好转，向后看预计失业率保持稳定。

图表 6 城镇调查失业率(%)



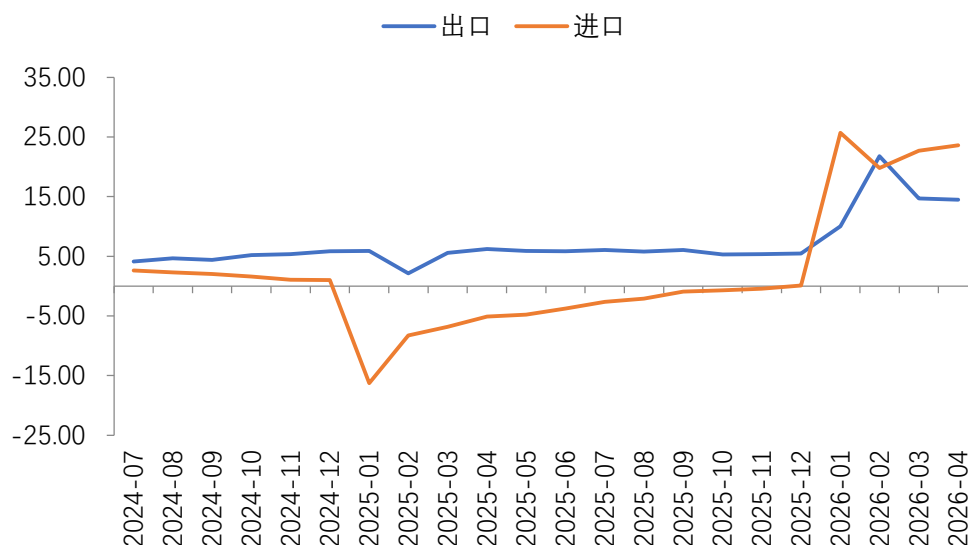
5、出口：出口修复支撑顺差回升，高新技术进口维持高增

(1) 出口：4月出口增速再度回升，出口韧性较强。

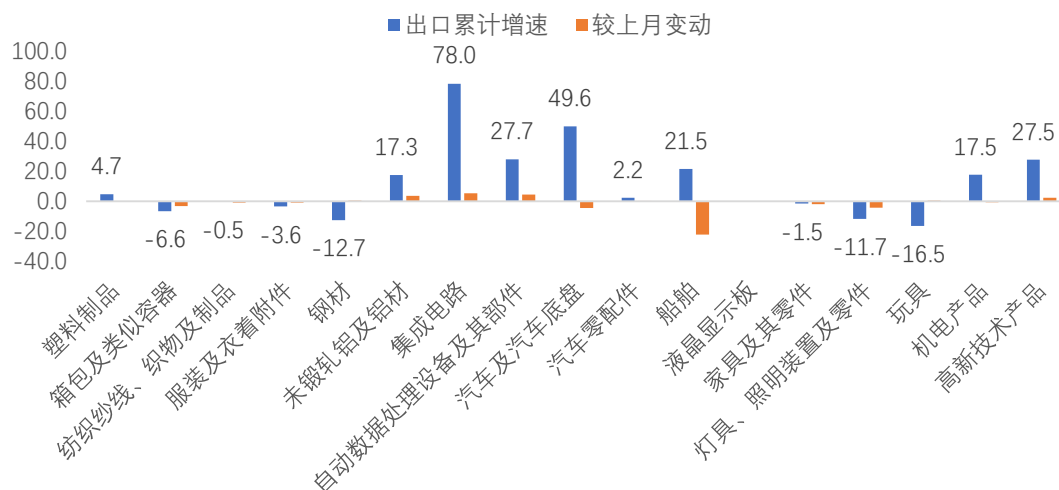
按美元计，1-4月出口累计同比增速为14.5%，较前值降低0.2个百分点。4月当月出口增速14.1%，较前值提高11.6个百分点。4月出口增速再度回升，主要受出口基数回落、海外制造业景气度改善等因素支撑，显示我国出口仍具有较强韧性。

出口结构继续改善，半导体、高技术产业、汽车等出口增速仍然较高，对美国之外的欧盟、东盟、非洲、巴西等地区出口增速也保持较快增长。向后看，地缘冲突下航运不确定性仍存，集装箱运价上行对部分低附加值行业出口形成扰动，同时高通胀下外需也存在回落压力，但在低基数和海外需求仍有支撑的背景下，预计出口增速整体仍具韧性。

图表 7 中国进出口累计增速（以美元计，%）



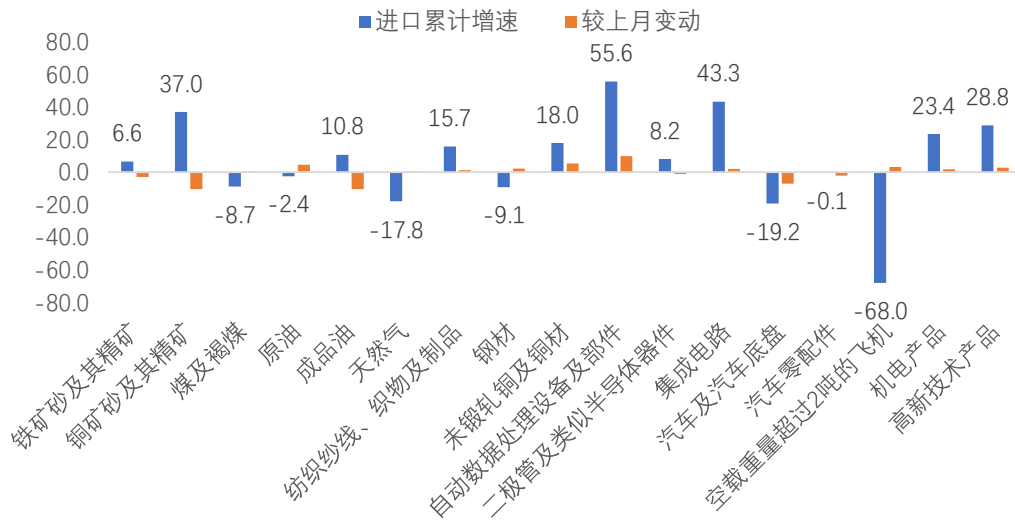
图表 8 中国出口累计增速（以美元计，%）



（2）进口：半导体及高新技术行业进口增速提高，战略储备类进口仍有支撑。

按美元计，1-4月进口累计同比增速23.6%，较前值提高0.9个百分点。进口增速的上行一方面原因是国内半导体等高新技术行业需求仍然较为旺盛，自动数据处理设备、集成电路、机电产品和高新技术产品进口增速提升；另一方面原因是地缘政治扰动下，铜矿砂、未锻轧铜及铜材等资源品进口保持较高增速，战略储备类进口仍对进口形成支撑。

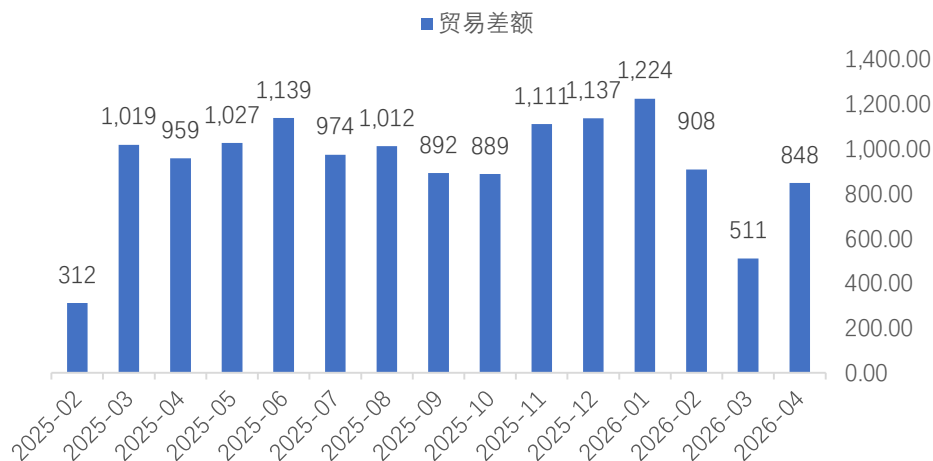
图表 9 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差同比缩窄，但较上月回升。

按美元计，4月我国贸易顺差为848亿美元，较2025年同期（959亿）有所缩窄，但较3月（511亿）明显回升。4月贸易顺差同比缩窄主要受进口增速较高影响，环比回升则主要受出口增速修复带动。向后看，短期内半导体及战略储备类进口仍有支撑，进口高增对贸易顺差形成一定压制，贸易顺差预计仍低于去年同期。

图表 10 贸易差额当月值（单位：亿美元）



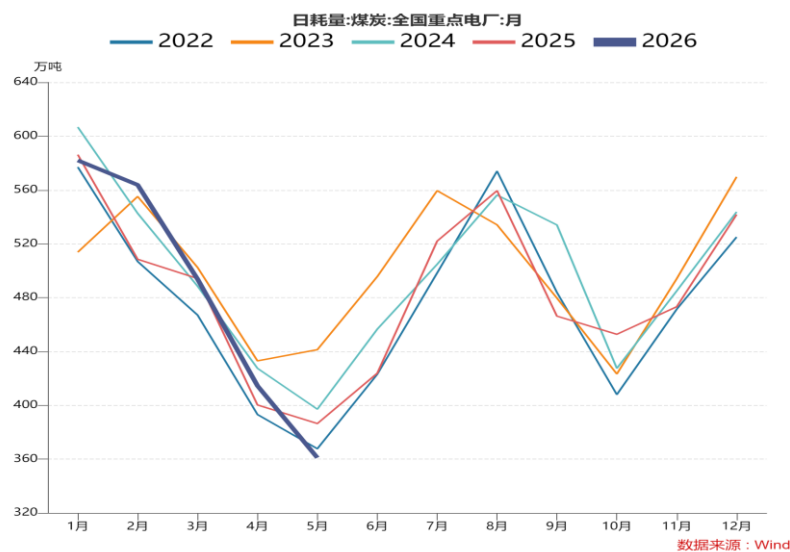
6、高频数据： 假期影响开工有所回落

从高频数据来看，5月份以来，工业生产略有分化，受假期影响，轮胎、石油沥青开工率放缓，工业品价格较为稳定。

（1）电厂日耗煤量低于往年同期

从电厂耗煤量来看，5月以来电厂日耗煤量环比下降，低于2025年同期日耗煤量。5月全国重点电厂日耗煤量从414.5万吨/日下降至361万吨/日。

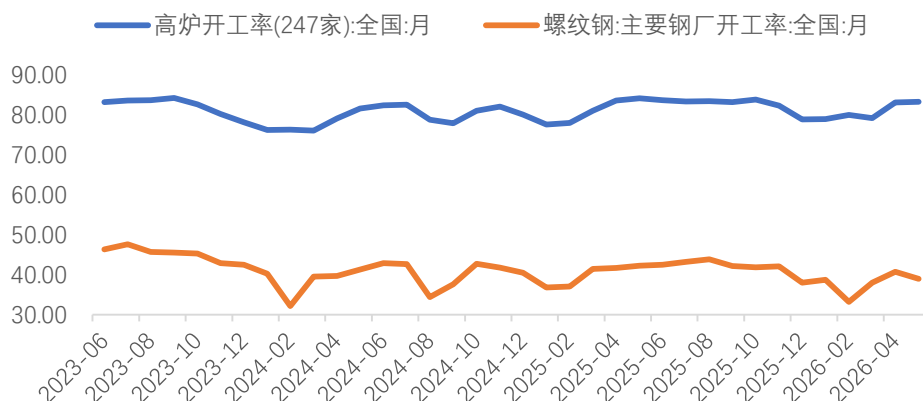
图表 11 重点电厂日耗煤量



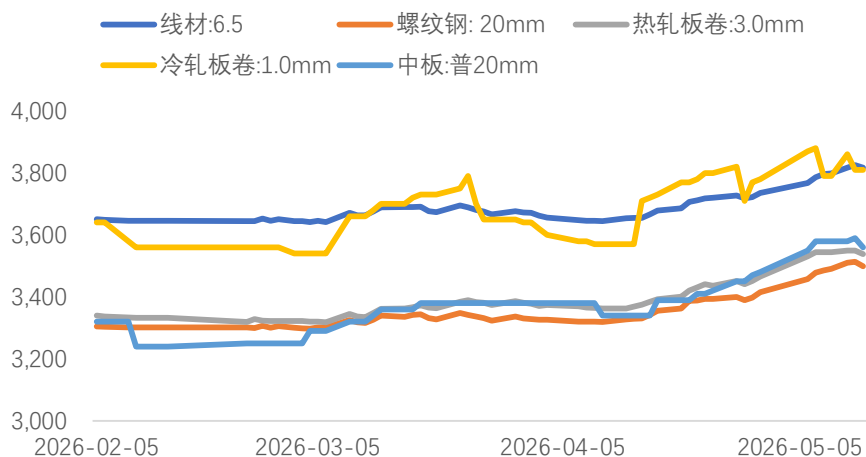
（2）5月以来钢铁价格上涨，开工率分化

从生产端来看，5月钢铁开工率分化。其中全国247家钢厂高炉开工率上升0.17个百分点至83.31%，螺纹钢主要钢厂开工率下降1.75个百分点至39%。钢铁库存5月以来有所下行，显示下游需求有一定修复。钢铁价格较4月底多数上涨，涨幅约在2%~3%左右。

图表 12 钢铁高炉开工率

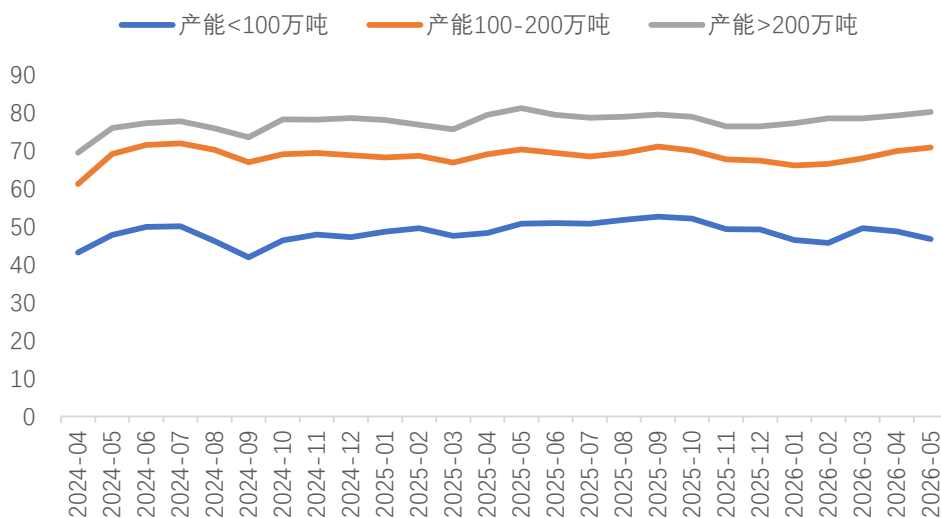


图表 13 各类钢材价格



5月焦化企业开工率也有所分化，大、中、小型焦炭企业开工率分别为80.13%、70.78%、46.73%，分别较4月变动0.9、0.87、-2.02个百分点。

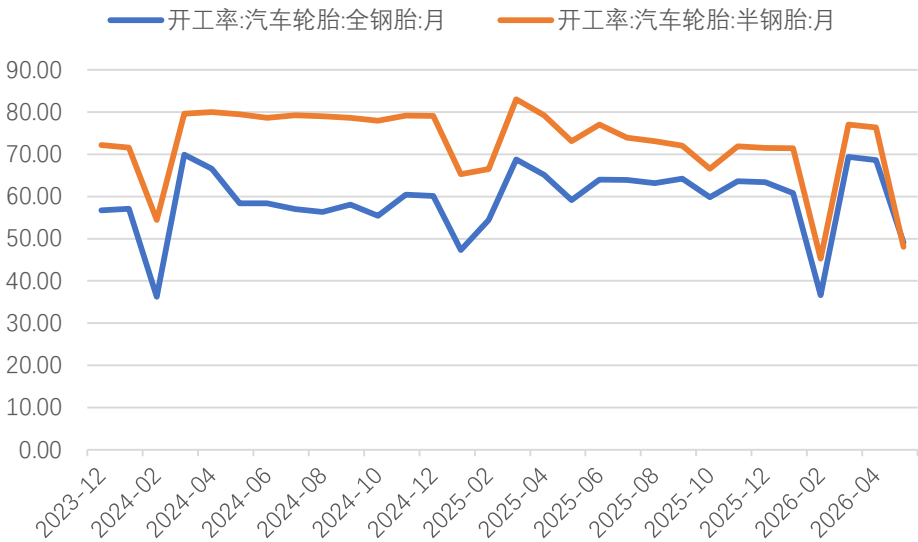
图表 14 焦化企业开工率





从卡车轮胎开工率来看，5月以来开工率整体下行，可能受五一假期影响。5月上旬全钢胎和半钢胎开工率分别为49.07%、48.07%，分别较4月下降19.67、29.04个百分点。

图表 15 汽车轮胎全钢胎开工率



(二) 生产：4月中上游生产放缓，高科技行业继续上行

1-4月，规模以上工业增加值累计同比增长5.6%，较前值降低0.5个百分点。4月工业增加值当月同比增长4.1%，较前值下降1.6个百分点。4月工业生产有所放缓，主要是采矿业、制造业下行。

图表 16 规模以上工业增加值累计同比增速（%）

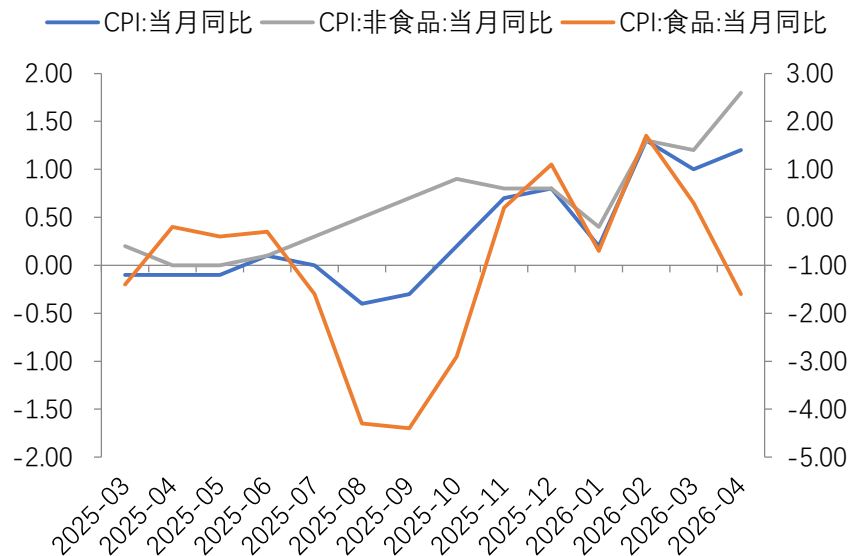
指标名称	工业增加值	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业	高技术产业
2026-04	4.10	3.80	4.00	5.30	12.80
2026-03	5.70	5.70	6.00	3.50	11.70
2026-02	6.30	6.10	6.60	4.70	13.10

从行业累计同比增速来看，4月采矿业、制造业增速下行，分别较前值下降1.9、2个百分点。电力、燃气及水的生产和供应业、高技术产业增速上行，分别较前值提高1.8、1.1个百分点至5.3%、12.8%。整体来看，当前高技术产业保持较高的增速，是拉动工业生产的主要动力。

（三）CPI 温和回升，PPI 涨幅扩大

4 月 CPI 同比 1.2%，前值 1.0%；PPI 同比 2.8%，前值 0.5%。CPI 和 PPI 均超出市场预期。

图表 17 CPI 变化趋势（%）

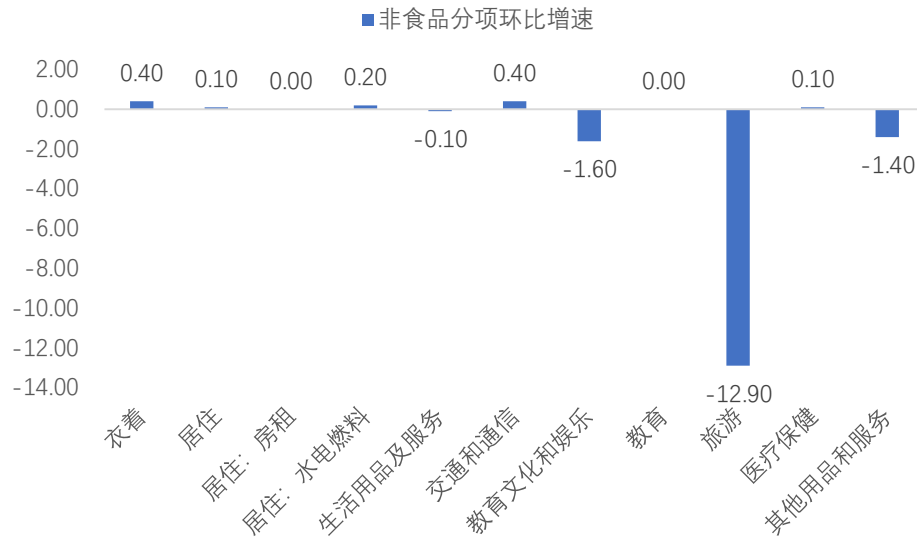


1、能源和出行服务推升 CPI，食品价格继续回落。

4 月 CPI 同比增速为 1.2%，较前值提高 0.2 个百分点，环比上升 0.3%，涨幅高于近十年同期平均-0.09%的水平，主要受能源和出行服务价格上涨影响。4 月非食品价格环比上涨 0.7%，增速较上月提高 0.9 个百分点。同比增长 1.8%，增速较前值提高 0.6 个百分点。非食品价格环比由跌转涨，主要受出行服务价格修复、能源价格上涨等因素影响。从分项环比增速看，非食品中涨幅较大的有旅游（4.1%）、交通和通信（3.5%）、教育文化和娱乐（0.5%），跌幅较大的主要是其他用品和服务（-0.5%）、衣着（-0.3%）。

4 月份扣除食品和能源的核心 CPI 同比增速为 1.2%，较前值提高 0.1 个百分点；环比上涨 0.2%，增速较前值提高 0.9 个百分点。核心 CPI 小幅回升主要受出行服务价格修复、消费需求季节性回暖等因素影响。后续在服务需求修复支撑下，预计核心 CPI 小幅上行。

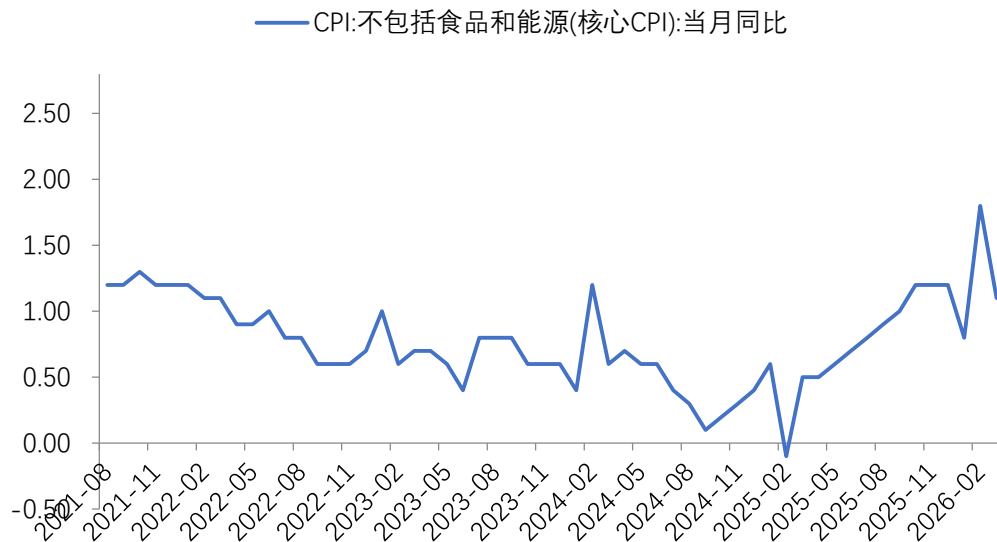
图表 18 CPI 非食品分项环比涨跌幅（%）



2、核心 CPI 小幅回升至 1.2%。

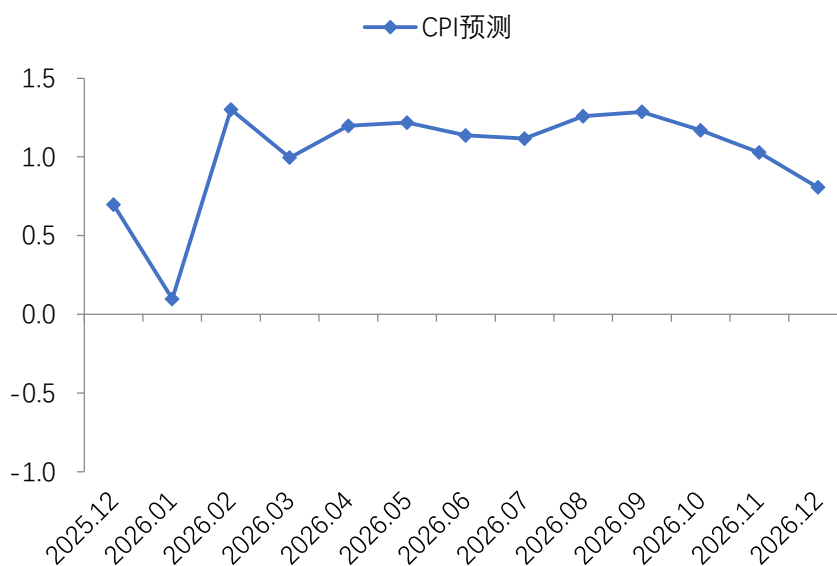
4月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为1.2%，较前值提高0.1个百分点；环比上涨0.2%，增速较前值提高0.9个百分点。核心CPI小幅回升主要受出行服务价格修复、消费需求季节性回暖等因素影响。后续在服务需求修复支撑下，预计核心CPI小幅上行。

图表 19 核心通胀走势（%）



向后看，2026年二、三季度CPI预计维持在1.1%-1.3%附近，四季度逐步下行。

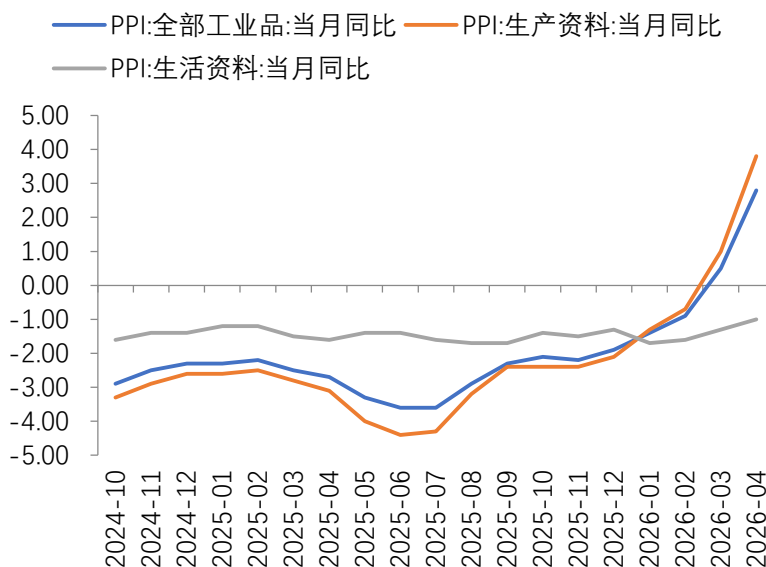
图表 20 CPI 走势预测 (%)



3、PPI 由负转正，原油、化工、有色涨幅较大。

4月，PPI环比上涨1.7%，增速较上月提高0.7个百分点；同比增长2.8%，较前值提高2.3个百分点。受国际大宗商品价格上涨、国内部分行业需求增加、市场竞争秩序优化等因素影响，PPI同比涨幅继续扩大。。

图表 21 PPI 及分项走势

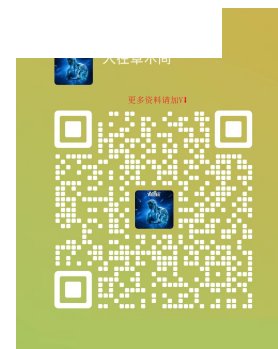
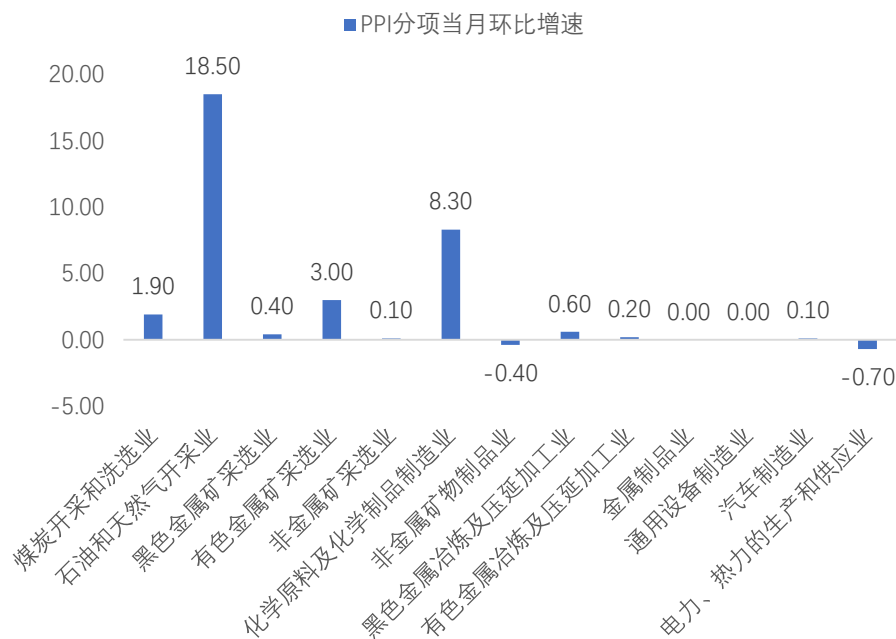


从行业环比增速来看，4月原油、化工、有色金属涨幅较大，分别环比上涨18.5%、8.3%、3.0%。

具体来看，本月PPI环比变动的主要特点：一是国际输入性因素影响国内石

油相关行业价格上涨。国际原油价格上行带动国内石油相关行业价格上涨。其中，石油和天然气开采业价格环比上涨18.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨16.4%，化学原料和化学制品制造业价格上涨8.3%，化学纤维制造业价格上涨5.6%，橡胶和塑料制品业价格上涨1.7%。二是国内部分行业需求增加带动价格上行。算力需求快速增长，电气化进程加快，光纤制造价格环比上涨22.5%，外存储设备及部件价格上涨3.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.2%；电煤补库存需求有所释放，叠加化工、冶金等非电用煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格上涨1.9%；制造业设备更新持续推进带动用钢需求增加，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.6%。三是国内市场竞争秩序不断优化，相关行业价格上涨或降幅收窄。深入整治“内卷式”竞争成效继续显现，锂离子电池制造价格环比上涨1.6%，新能源车整车制造价格下降0.1%，降幅比上月收窄0.7个百分点。

图表 22 PPI 分项当月环比增速（%）





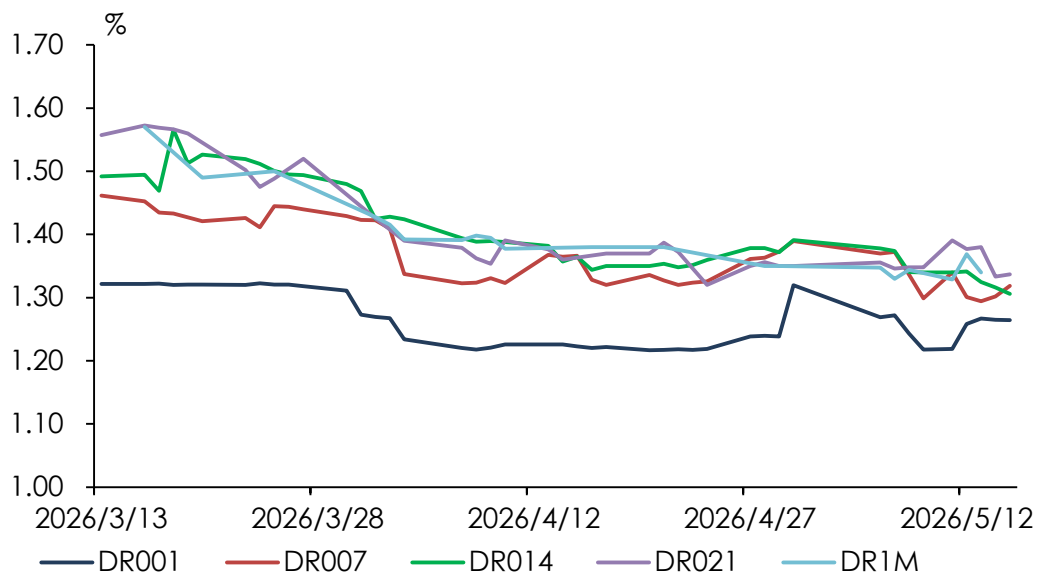
二、流动性及货币政策：央行加力回笼中长期资金，隔夜利率边际收敛

（一）流动性回顾：央行加力回笼中长期资金，隔夜利率边际收敛

5月上半月，央行7天逆回购多数时间保持地量，缩量续作3M和6M买断式逆回购，另外，一季度货币政策执行报告中明确提出引导隔夜利率在政策利率水平附近运行，引导资金面由超宽松回归均衡意图明显。资金面稳中偏松，隔夜资金利率中枢较上月小幅上行，多在政策利率之下10bp以内区间窄幅运行。

具体来看，5月上半月除月初两天逆回购到期量比较大，央行小幅增加7天逆回购操作量外，其余时间央行7天逆回购操作继续保持地量操作，每日投放规模为5亿元或10亿元，7天逆回购合计净回笼7462亿元；6M买断式逆回购和3M买断式逆回购分别净回笼5000亿元和5000亿元，合计净回笼10000亿元；国库现金定存1000亿，到期800亿元；上半月央行公开市场操作合计回笼13961亿元。短期资金方面，5月上半月隔夜资金利率较上月边际收敛，整体仍平稳偏松，DR001多在政策利率之下10bp以内区间窄幅运行。具体来看，DR001均值为1.25%，DR007均值为1.33%。本月资金价格较上月分别上行2bp和下行2bp。

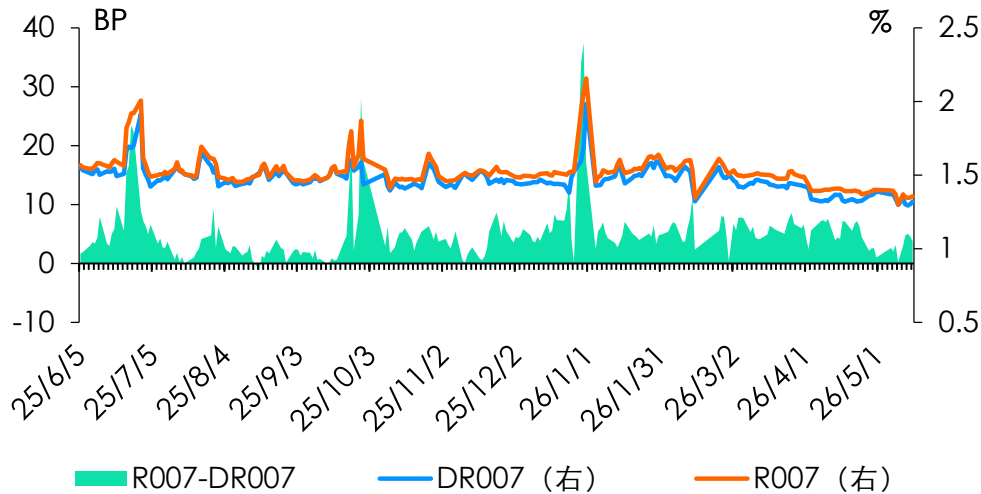
图表 23 隔夜资金利率均值小幅上行





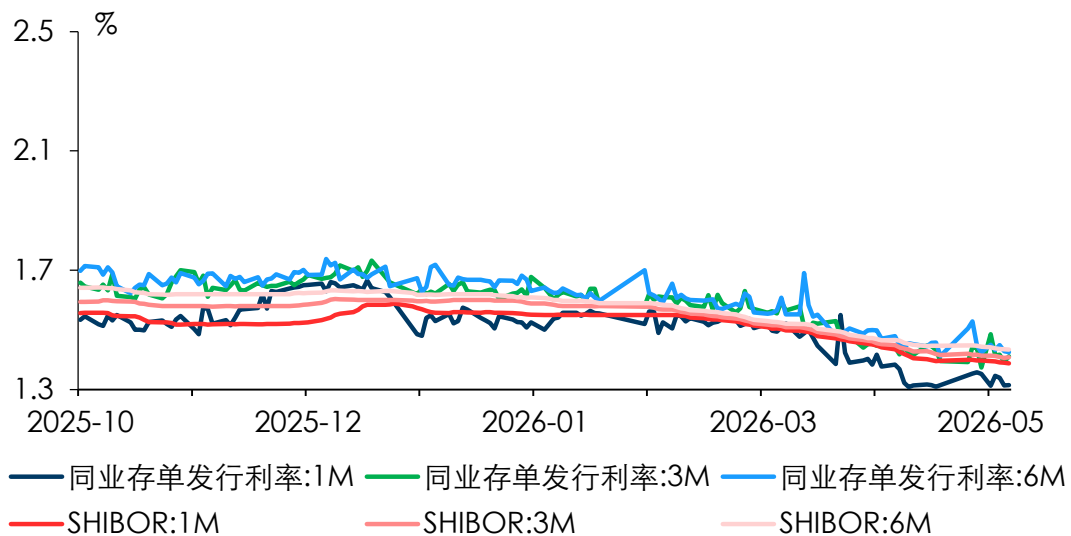
5月资金面平稳偏松，节后大行资金融出逐步恢复至5.6万亿左右，较4月同期5.8万亿和4月高点6.3万亿有所减少，整体看，大行融出量维持高位，较前期有所缩量，机构流动性分层保持低位。5月上半月，R007-DR007的均值为3.2bp，较4月同期均值5.4bp小幅减少。

图表 24 机构流动性分层保持低位



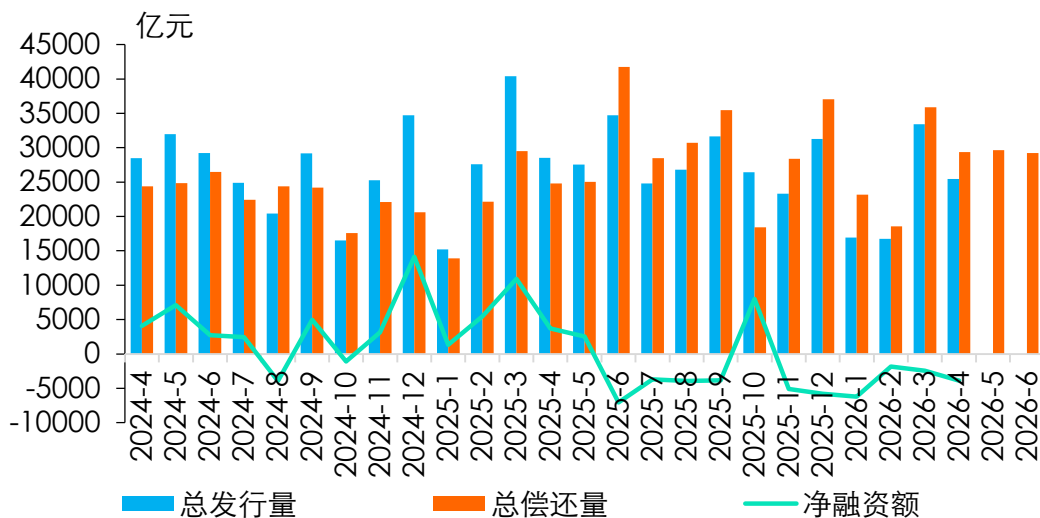
长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢较上月同期下行。具体来看，同业存单方面，至5月15日，同业存单各期限平均利率：1M为1.34%，3M为1.42%，6M为1.45%，分别较4月同期均值下行9bp、7bp和6bp；Shibor方面，截至5月15日，各期限平均利率：1M为1.39%，3M为1.41%，6M为1.44%，分别较4月同期均值下行7bp、7bp和5bp。

图表 25 长期资金价格中枢下行



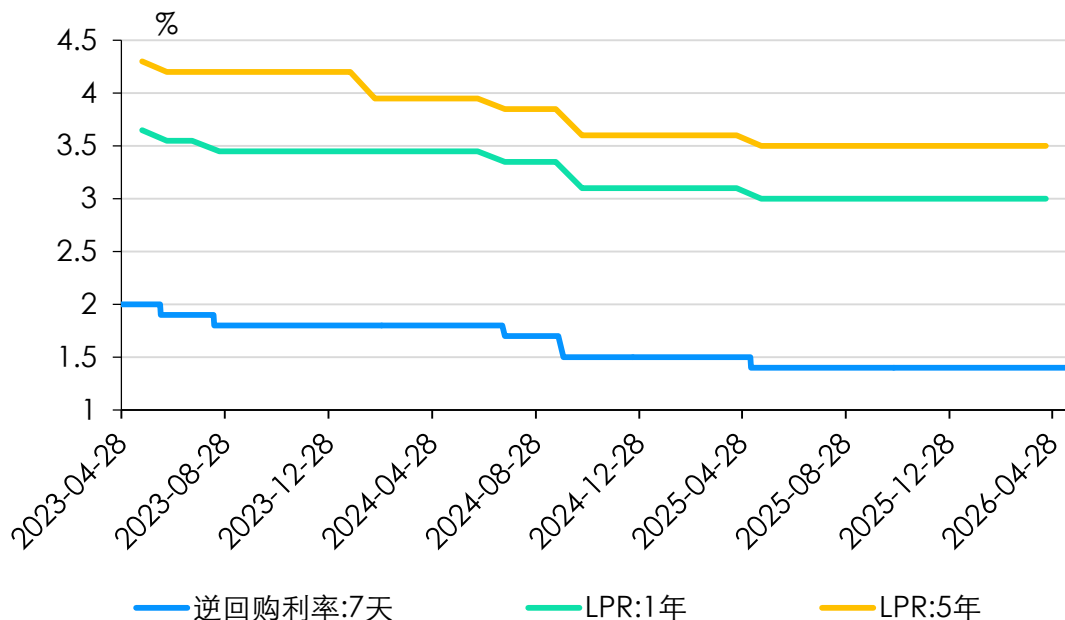
向后看，6月同业存单偿还量在2.9万亿元左右，较5月偿还压力持平，到期量处于中性水平附近。

图表 26 同业存单发行与到期情况（亿元）



利率走廊方面，本月7天期逆回购操作利率为1.4%，1年LPR为3%，5年LPR为3.5%，本月无变动。

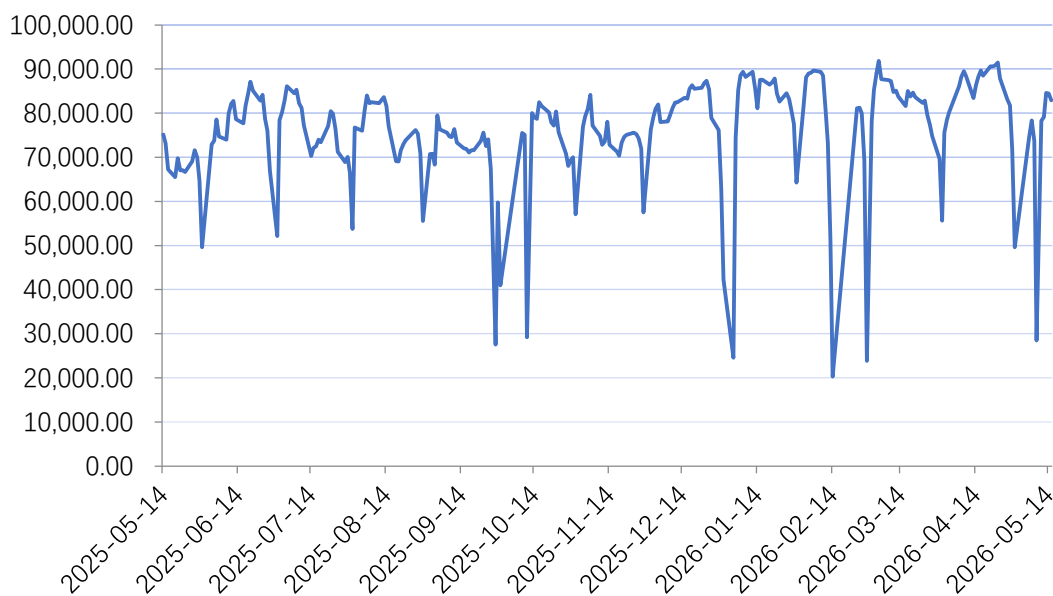
图表 27 利率走廊变化 (%)



5月上半月，银行间质押式回购日成交量均值为7.4万亿，较上月同期8.4万亿均值减少，整体保持高位。整体来看，跨季后大行融出逐步修复至5万亿上

方，较 4 月同期缩量，隔夜资金利率边际收敛，仍处于偏宽状态，机构加杠杆意愿边际回落。

图表 28 银行间质押式回购日成交量（亿元）

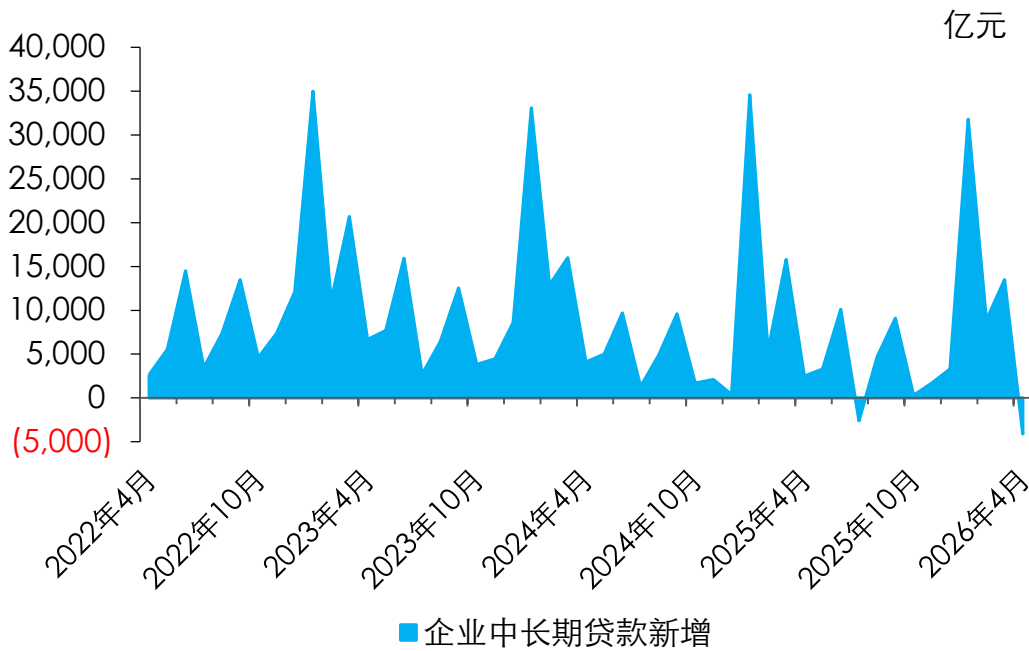


（二）金融数据：居民贷款减少规模创新高，企业中长期贷款罕见减少

4 月新增信贷减少，居民贷款减少规模创新高，企业贷款减少较多。居民端，短期贷款和中长期贷款均减少，居民收入预期未发生根本变化，二线城市商品房销售同比减少，三线城市起色不大，一线城市同比改善但体量有限，整体地产销售仍偏弱。向后看，5 月住房销售同比减少较多，多地新出台地产销售刺激政策，但在收入预期未明显改善背景下中长贷预计改善有限。企业端，短期贷款和中长期贷款均减少。4 月是季初，企业短期贷款季节性减少，中长期贷款也是继 2025 年 7 月负增后再度负增，反映出企业长期投资意愿仍疲弱。4 月票据利率快速走低，月末继续下探，冲量较为明显。向后看，5 月票据利率较 4 月末低位有所回升，整体远低于同期水平，企业融资需求预计偏弱。



图表 29 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



图表 30 半年国股转贴现利率



社融同比少增，主要受到人民币贷款和承兑汇票减少较多影响，实体融资需求偏弱。政府债融资虽然同比少增，仍然是社融第一大增量来源，4月政府债净融资规模季节性小幅回落，同比小幅少增主要是地方政府发行进度稍慢。向后看，5月政府债融资预计为二季度高峰，对社融支撑较强。

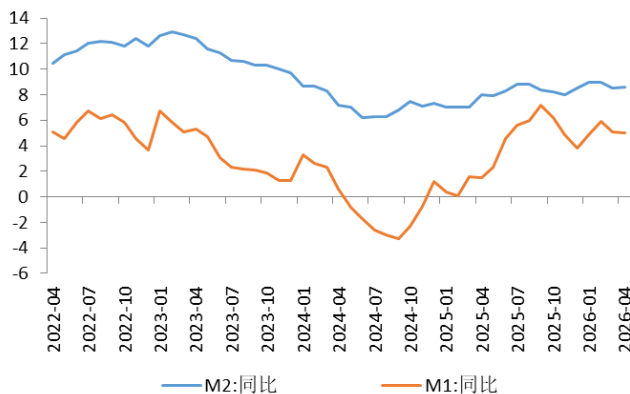


图表 31 社会融资规模各细项新增（亿元）

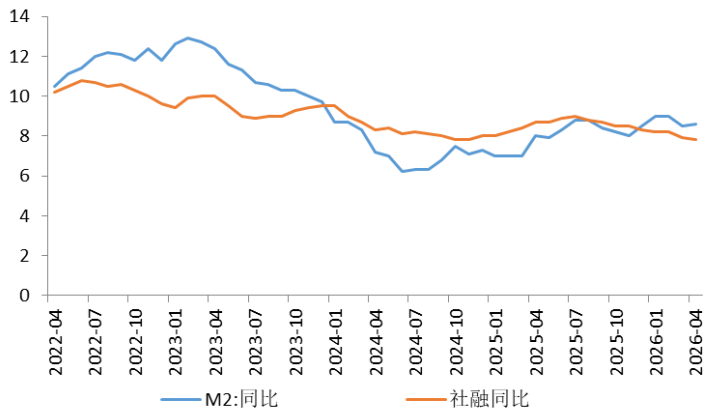
日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	承兑汇票	企业债券	股票	政府债券
2025年9月	35299	16081	-129	283	62	3234	136	499	11893
2025年10月	8178	-154	-200	1654	155	-2895	2500	695	4852
2025年11月	24926	4096	-222	-187	843	1488	4145	341	12077
2025年12月	22075	9804	-675	308	679	-1492	1541	559	6833
2026年1月	72185	49016	468	-192	-4	6293	5033	291	9764
2026年2月	23837	8458	-36	-181	310	-1755	1522	454	14014
2026年3月	52271	31522	420	-284	-173	1258	3910	428	11658
2026年4月	6245	-4006	184	-283	-129	-5284	4520	835	9041
2025年4月	11599	884	-130	-2	-77	-2794	2340	391	9729

4 月 M2 同比增长 8.6%，较上月提升 0.1%。M1 同比增速 5%，前值 5.1%。4 月为缴税大月，股市表现也较好，企业和居民存款向非银机构和财政转移。M1 与 M2 剪刀差较上月小幅扩大。社融增速较上月减少 0.1%，整体仍处于底部。

图表 32 M2 及 M1 同比增速（%）



图表 33 M2 及社融同比增速（%）





（三）下阶段流动性展望：央行提示杠杆风险，资金面逐步回归均衡

5月以来，资金面保持平稳偏松，隔夜利率边际收敛，DR001多在政策利率之下10bp以内窄幅区间运行，中长期资金利率中枢下行，显示银行负债端成本改善。央行7天逆回购多数时间保持地量，同时缩量续作买断式逆回购，央行在一季度货币政策执行报告中明确提出引导隔夜利率在政策利率水平附近运行，引导资金面由超宽松回归均衡意图明显。大行融出多保持在5万亿之上，质押式回购成交量均值保持在7.4万亿高位，较前期有所缩量。

货币政策方面，央行货币政策执行报告专栏提示了非银机构过度加杠杆、期限错配等行为可能引发的风险，对于加强宏观审慎和防风险的关注度提升，另外，地缘风险增加，海外央行加息预期提升背景下，降准降息概率有限。向后看，5月为二季度政府债供给量高峰，前期地方债发行进度偏慢，后续或加速落地，另外，5月缴税规模较大，流动性需求增加；与此同时，5月票据利率较4月末边际抬升，整体水平较同期仍处于低位，5月信贷预计有所改善，整体分流影响有限。整体看，5月资金需求有所增加，央行态度上也更为审慎，资金供需更趋平衡，汇率偏强，需求偏弱背景下，央行维护流动性平稳充裕态度延续，流动性由宽松回归均衡预计较为温和。

三、利率债策略：短端下行空间受限，曲线逐步走平

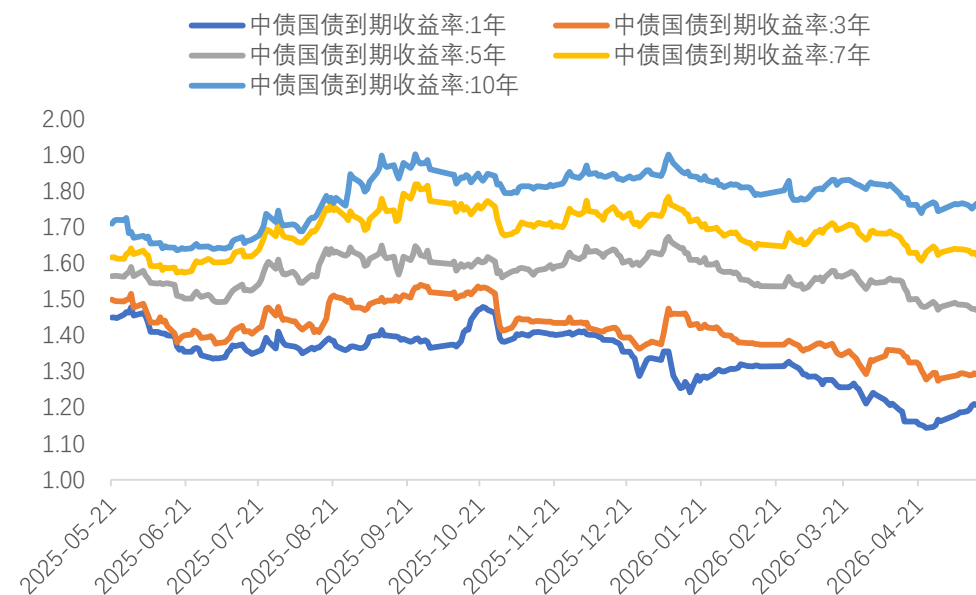
（一）利率债走势回顾

1、收益率低位震荡

5月以来，债券收益率下行至区间下沿后低位震荡。一方面，5月公布的进出口数据及通胀数据较好，另一方面资金面仍然维持宽松状态，金融数据也欠佳形成利多，收益率整体维持震荡状态。截至5月18日，10Y国债在1.76%左右，10Y国开在1.82%左右。

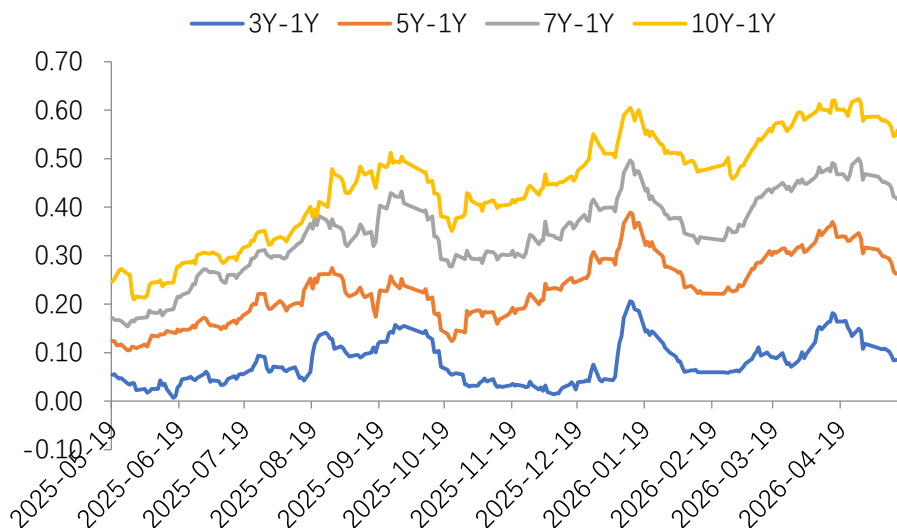


图表 34 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，5月以来长端下行幅度较大，带动期限利差收窄，收益率曲线平坦化。

图表 35 国债期限利差走势 (%)



目前利率债收益率所处的分位数小幅下降。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 5.2%、0.8%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 2.0%、1.6%、1.5%、2.9%、6.1%。国开债关键期限所处的分位数分别为 1.5%、1.0%、3.4%、3.1%、5.8%。



图表 36 国债关键期限分位数

2025/5/18	期限(国债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	30 年
当前水平	1.20	1.29	1.46	1.61	1.76	2.24
历史均值	2.27	2.55	2.71	2.87	2.91	3.38
当前-均值	-1.07	-1.25	-1.25	-1.26	-1.15	-1.14
分位数（十年期）	2.0%	1.6%	1.5%	2.9%	6.1%	11.1%

图表 37 国开债关键期限分位数

2025/5/18	期限（国开债）					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	20 年
当前水平	1.36	1.50	1.60	1.75	1.82	2.34
历史均值	2.58	2.91	3.07	3.26	3.26	3.64
当前-均值	-1.22	-1.40	-1.46	-1.50	-1.43	-1.30
分位数（十年期）	1.5%	1.0%	3.4%	3.1%	5.8%	12.3%

从期限利差来看，国债期限利差分位数处于 20%~35%左右，5 年、10 年期较陡；国开债期限利差分位数处于 18%~25%左右，7 年、10 年期较陡。

图表 38 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.09	0.25	0.41	0.56
历史均值	0.24	0.40	0.56	0.60
当前-均值	-0.15	-0.15	-0.15	-0.04
历史分位数（十年期）	20.60%	21.50%	24.20%	37.00%

图表 39 国开债期限利差

国开期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.14	0.24	0.39	0.46
历史均值	0.33	0.49	0.67	0.68
当前-均值	-0.19	-0.25	-0.29	-0.22
历史分位数（十年期）	18.40%	22.20%	23.00%	25.20%

2、隐含税率有所下行

5 月以来，政金债的下行幅度大于国债，隐含税率有所下行。目前短端政金债隐含税率下行至去年年底的水平，中长端政金债隐含税率下行至去年 9 月末的水平。具体来看，目前各关键期限的隐含税率分别为 11.8%、14%、9.2%、8.0%、3.4%，所处的历史分位数分别为 44.9%、47.7%、25%、19.4%、6.4%，1Y、3Y 隐含税率相对较高。



图表 40 国开债隐含税率分位数

2025/5/18	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	11.8%	14.0%	9.2%	8.0%	3.4%
历史均值	0.13	0.14	0.13	0.13	0.12
当前-均值	-0.01	0.00	-0.04	-0.05	-0.08
分位数（十年期）	44.9%	47.7%	25.0%	19.4%	6.4%

（二）利率债影响因素分析

5 月以来，收益率延续下行趋势，主要的利多来源于资金面的宽松，利空主要来源于超预期的进出口以及通胀。

1、经济基本面：外需强内需弱，传统行业弱高科技强

4 月季度初，供需两端均有所回落。从需求端来看，投资、消费下行较多，一方面显示季度初财政支出力度有所减弱，另一方面也显示内需整体仍然偏弱。生产端中上游放缓，高技术行业仍然保持较高增速。总体而言，目前经济外需强、内需弱以及传统行业弱、新兴行业强的格局延续。通胀略超出市场预期，主要受非食品价格涨幅较大、输入性通胀以及新兴行业相关原材料涨价所拉动。总体而言，由于内需仍然较弱，基本面对债市偏利好。

2、通胀：略超预期，但整体可控

4 月 CPI 和 PPI 略超出市场预期，其中 CPI 的上行主要受假期旅游等非食品价格拉动，PPI 继续回升，显示国内反内卷持续以及新兴行业相关需求较为旺盛。总体而言，通胀处于回升的通道中，对债市偏利空。但由于目前 CPI 仍然低于 1.5%，对债市的利空也有限。对于货币政策，通胀持续上行进一步降低了短期内宽松的概率。向后看，随着美伊谈判推进，油价大幅上涨的概率继续降低，预计 5 月 CPI 和 PPI 可能回落，PPI 仍然维持正增。



3、广义流动性：实体经济融资需求偏弱

4月社融新增6245亿，同比少增5354亿，累计同比增速从7.9%下降至7.8%。从细项来看，除债券同比多增之外，其余多数同比少增。4月贷款新增（-4006亿），同比少增4890亿，债券新增4520亿，同比多增2180亿，地方债新增9041亿，同比少增688亿元。从贷款新增结构来看，居民贷款减少7869亿元，同比多减2653亿元，显示4月居民提前还款现象较为突出。企业贷款新增3900亿，同比少增2200亿，其中短期和中长期贷款分别同比多增200亿、同比少增6600亿。总体而言，4月社融及贷款数据略低于市场预期，居民和企业融资需求仍然偏弱。从存款端来看，M1增速回落，从5.1%下降至5.0%，M2增速从8.5%上升至8.6%。

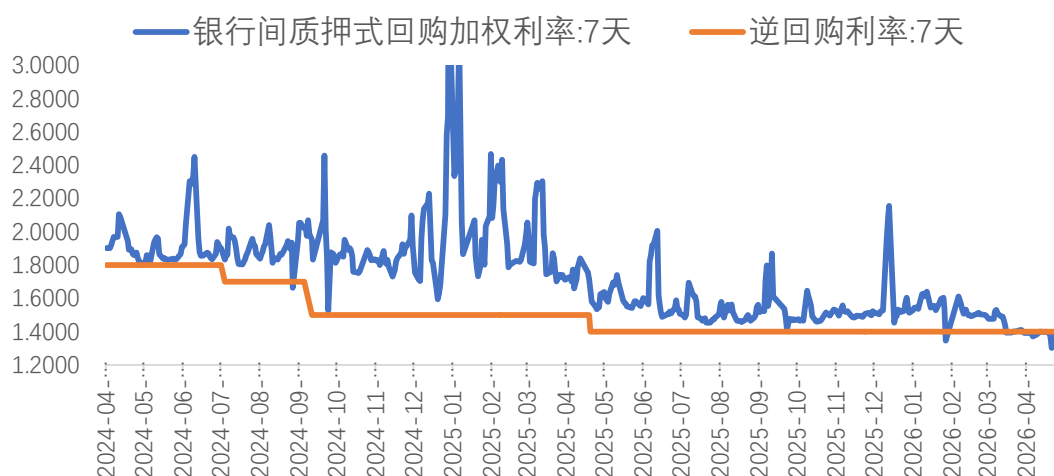
图表 41 社融及贷款新增（亿元）

社融及贷款新增	社融新增	债券	地方债	股票	未贴现 票据	贷款	居民贷款	企业贷款
2026年4月	6245	4520	9041	835	-5284	-100	-7869	3900
2025年4月	11599	2340	9729	391	-2794	2800	-5216	6100
同比变动	-5354	2180	-688	444	-2490	-2900	-2653	-2200

4、狭义流动性：资金利率整体下行

5月以来，资金面仍然维持宽松状态，资金利率整体下行。具体来看，银行间质押式回购利率（7D）下行至1.34%附近，低于同期限政策利率（1.4%）。1Y同业存单发行利率从1.48%下行至1.43%附近，资金利率曲线整体下移。

图表 42 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



图表 43 1Y AAA 同业存单利率 (%)



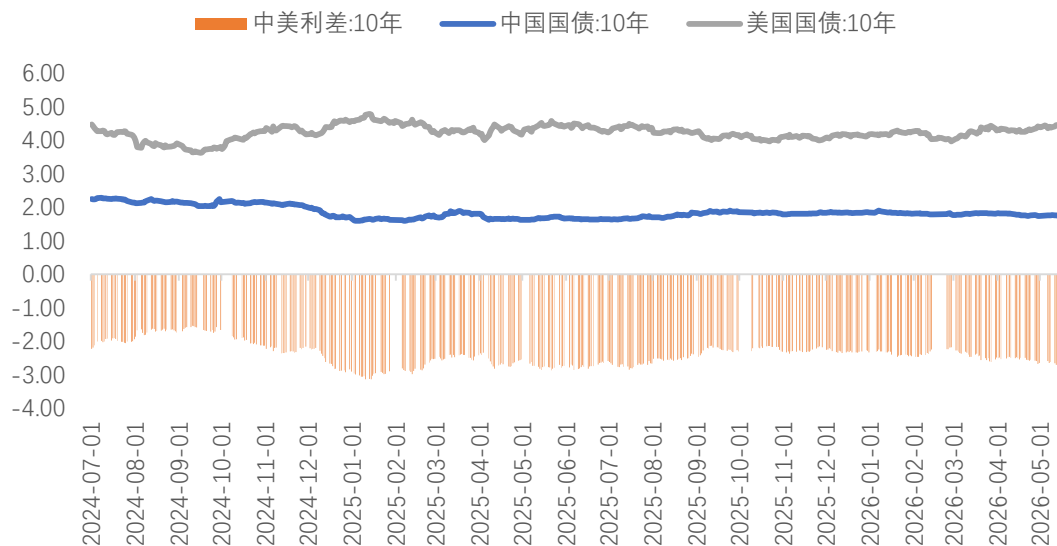
4 月以来资金面持续宽松，主要原因：一是资金供给充分，外汇占款持续上升释放基础货币。人民币持续升值预期强化了企业结汇意愿：一季度货物贸易结汇比率一度达到近十年高位，当季央行新增外汇占款超过 2034 亿元，是近年来较高水平。旺盛的结汇需求通过外汇占款渠道向银行体系注入了大量基础货币。一季度财政支出节奏前置，财政资金投放也较多。二是资金需求较弱，4 月为贷款投放小月，实体经济融资需求一般。供需错配使得资金持续宽松，向后看，从供给端来看，人民币升值预期下外汇占款上升预计持续，财政投放预计有所放缓，需求端或逐步回升，贷款投放叠加政府债券发行，预计资金面宽松状态边际收敛，但仍然保持中性偏宽松的状态。

5、中美利差：倒挂幅度扩大，人民币汇率持续升值

5月以来，美债收益率受通胀超预期、美联储降息预期下降等影响，上行幅度较大，10Y 美债收益率从 4.3%上行至 4.47%附近，中国国债收益率小幅下行，导致中美利差倒挂幅度扩大，从 248BP 扩大至 270BP 左右。

尽管中美利差倒挂幅度扩大，但人民币汇率持续升值。5月以来，人民币兑美元从 6.8 升值至 6.78 附近，突破关键阻力位。向后看，随着中国经济弱复苏，市场信心增强，外资流入的趋势预计延续，人民币汇率仍然处于升值趋势中。对于债市而言，由于升值预期下的结售汇增加，使得境内资金面非常宽裕，对债券也形成一定保护。

图表 44 中美利差走势（10Y，%）





图表 45 美元兑人民币即期汇率

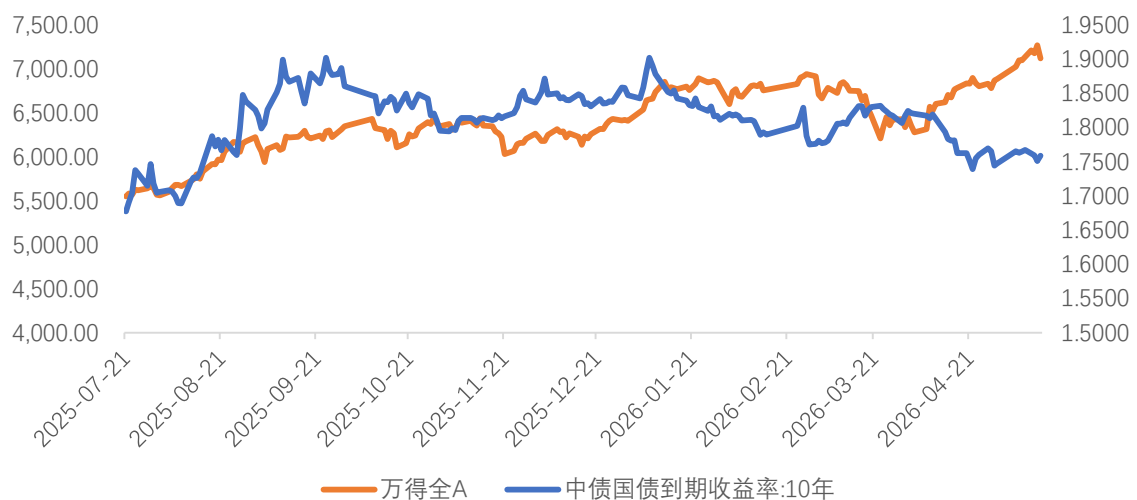


6、股债比价：股债齐涨，股债比价继续下行

5 月以来，股票市场在美伊冲突缓和后再度上涨，全球风险偏好抬升，但债券市场在资金面充裕的背景下，也同步下行，呈现股债齐涨的局面。

从股债比价来看，截至 5 月 15 日，股债比价从 4 月的 2.4 附近下降至 2.32，处于近十年历史分位数 51%。目前来看，股债比价显示债券的配置价值相对股票略有抬升。但从收益率点位来看，当前债券收益率处于震荡区间下沿，向上调整的可能性增大。

图表 46 股债市场走势



图表 47 股债比价走势



7、债券供需：供给压力可控

从国债和地方债发行进度来看，5月超长期特别国债开始发行。截止5月15日，按照全年新增12.39万亿政府债券测算，国债新增规模占全年新增规模的29.8%，地方债新增规模占全年新增的49.3%。向后看，随着超长期特别国债发行，供给压力将有所上升，但当前资金面较为充裕，需求端预计能够承接。

图表 48 国债、地方债发行进度

债券类型	预计 2026 年新增额度（赤字 5.95 万亿、4.5 万亿专项债、1.8 万亿特别国债测算）	累计净增规模	剩余新增规模	发行进度
国债	64400	19186	45214	29.8%
地方债	59500	29350	30150	49.3%
合计	123900	48536	75364	39.2%

（三）利率债策略：资金面宽松带动利差压缩，预计低位震荡

5月以来，债券收益率延续下行趋势。从基本面来看，出口较强、通胀回升形成利空，而内需较弱、实体经济融资需求一般形成利多，经济呈现K型复苏的分化状态。从资金面角度来看，由于人民币升值预期下结售汇增多、外汇占款持



续上升使得基础货币投放增加，而实体经济融资需求弱使得资金面持续宽松。近期货币政策逐步回笼长期资金，资金面预计边际有所收敛，但总体仍然偏宽松。对于债券市场，内需疲弱、资金面的充裕形成保护，而出口、通胀等利空仍然存在，利率预计维持低位震荡状态。建议交易盘短期内可继续持有，但需密切关注资金面的边际变化，如有收紧快速获利了结；配置盘建议久期适度缩短。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。