

# 金融市场月报

## 5 月债券、货币市场回顾与展望

### 目录

|    |                 |    |
|----|-----------------|----|
| 一、 | 宏观经济分析：         | 2  |
| 1、 | 国内市场            | 2  |
| 2、 | 海外市场            | 2  |
| 二、 | 近期重要内容跟踪：       | 3  |
| 1、 | 通胀数据            | 3  |
| 2、 | 金融数据            | 4  |
| 3、 | 贷款市场报价利率（LPR）   | 6  |
| 4、 | 官方制造业 PMI：      | 6  |
| 三、 | 货币市场、债券市场回顾及展望： | 8  |
| 1、 | 5 月资金面回顾：       | 8  |
| 2、 | 后期资金面展望         | 9  |
| 3、 | 5 月债市回顾         | 9  |
| 4、 | 债券市场展望：         | 10 |

## 一、 宏观经济分析：

### 1、 国内市场

国内市场方面，经济维持弱复苏局面，关税政策冲击未来经济表现。国内通胀低位运行，价格信号持续偏弱。金融数据表现平平，贸易环境趋紧背景下企业融资意愿进一步降低。M1-M2 剪刀差缺口增大，有资金定期化趋势。

5 月以来，中美双方在关税问题上有所缓和，5 月 12 日联合声明表示：（1）美国在初始 90 天内暂停 24%对等关税，保留剩余 10%的关税；同时取消将对等关税加到 125%及以上的行政命令；（2）中国也同步暂停 90 天的 24%关税，保留 10%关税，并取消相应的关税和非关税反制措施。双边关税大幅下降，中美态度有所缓和，但后续谈判或存在反复性，需持续关注。

### 2、 海外市场

海外市场方面，美国通胀维持高位、失业率低于预期，加之 5 月议息会议鲍威尔鹰派发言，表示高利率可能维持更长的时间，市场下调年内降息预期。此外，美国财政赤字持续扩张，国债净供给显著增加，而债券投资者在去美元化、美国债务担忧的情绪下投资热情减退。5 月 21 日美国财政部发行的 160 亿美元 20 年期国债，中标利率甚至飙升至 5.047%，投标倍数下降至 2.46，市场对长期美债兴致索然。整体来看，2025 年 5 月美债收益率曲线整体上行，10 年期美债收益率由月初的 4.20%升至月末 4.5%，2 年期美债、5 年期美债分别升至 4.0%、4.07%，长端上行幅度大

于短端，曲线略微走陡。

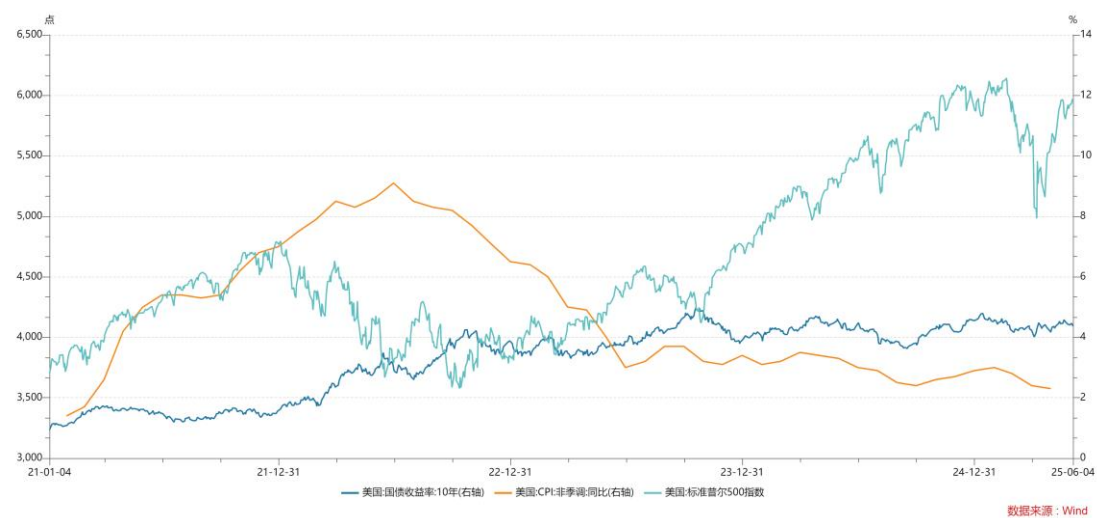


图 1：美国 CPI、10 年期国债、标准普尔 500 走势图

二、 近期重要内容跟踪：

1、 通胀数据

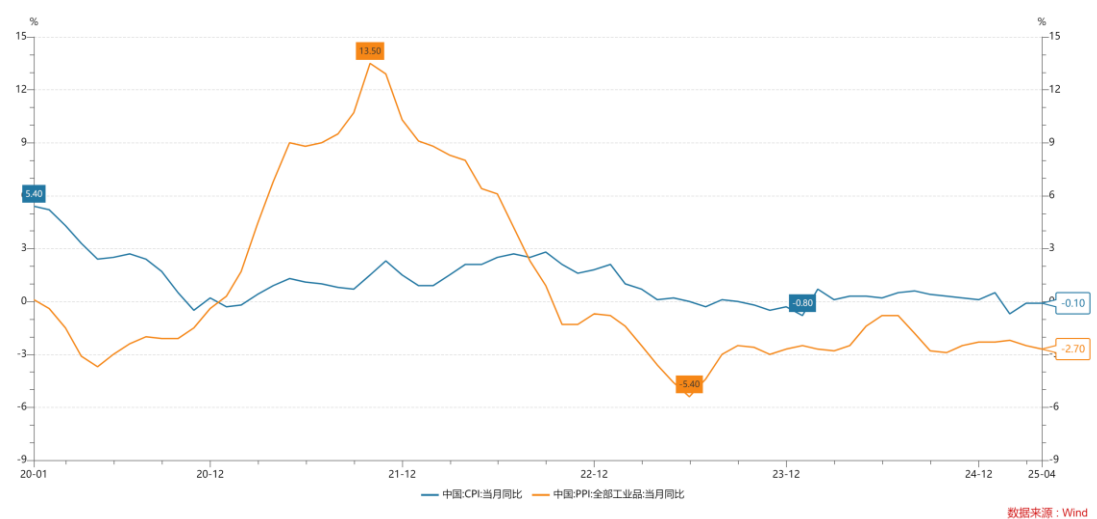


图 2：CPI、PPI 当月同比

通胀方面，4 月 CPI 同比-0.1%，前值-0.1%，环比 0.1%，前值-0.2%；PPI 同比-2.7%，前值-2.5%，环比-0.4%，前值-0.4%。

CPI 方面，同比持平，环比微升。分项来看，食品项环比上涨 0.2%，受到供给减少影响，牛羊肉、水产品环比分别上升 3.9%、0.3%、1.2%，受到需求增加影响，鲜果环比上升 2.2%；猪肉、蛋

类、鲜菜环比仍下跌。非食品项环比上涨 0.1%，旅游是最大支撑项，环比上涨 3.1%，而受到国际油价下跌影响，交通工具用燃料环比下降 2%。

PPI 方面，4 月 PPI 环比持平，同比继续下降，受月初关税政策落地影响，多数主要行业出厂价格环比下跌。能源化工仍是主要拖累项。具体来看，黑色方面，房地依旧弱势运行，需求不足叠加关税影响，黑色开采及加工均环比下跌，分别为-0.9%、-1.0%；有色方面，月初在关税影响下有色价格明显下跌，但随着谈判缓和，有色价格逐步反弹，全月平均来看环比小幅上行。能源化工方面，受关税和原油供给增加预期冲击，4 月国际原油价格大幅下跌，叠加国内煤炭价格继续回落，4 月能化价格下行。

整体来看，受国内经济下行及关税政策的影响，低通胀格局延续。4 月通胀数据基本符合市场预期，关税对价格的影响初步显现，后续可能继续传导。市场关注后续关税政策的反复和空间，但世界贸易格局已然改变，通胀数据难以扭转颓势。

## 2、 金融数据

根据央行公布数据，2025 年 4 月新增人民币贷款 2800 亿元，同比少增 4500 亿元；4 月社会融资增量为 1.16 万亿元，同比多增 1.22 万亿元；4 月 M1 同比增速为 1.5%，M2 同比增速为 8.0%。

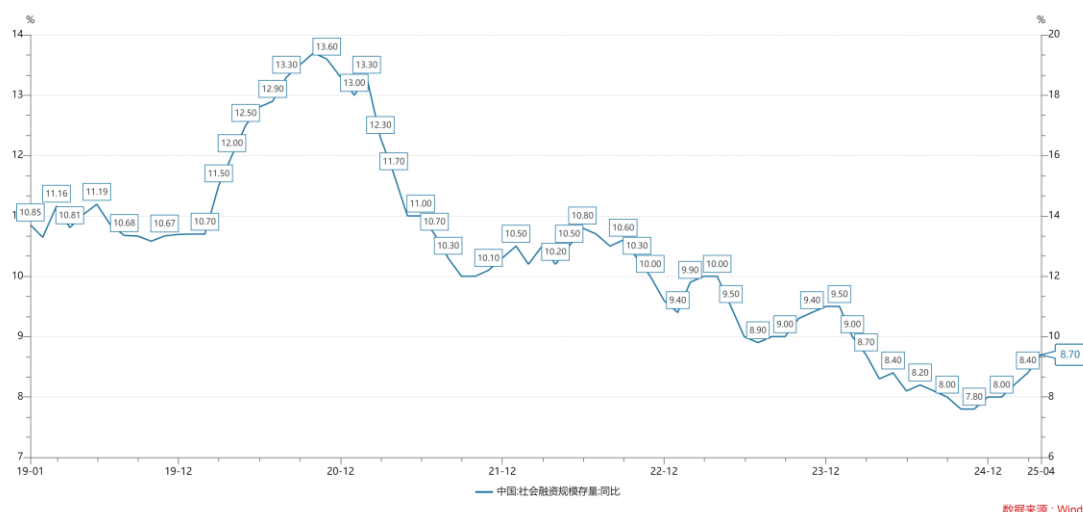


图 3：社会融资规模同比走势图

从信贷数据来看，4 月新增人民币贷款 2800 亿元，同比少增 4500 亿元。从结构上来看：

居民方面，居民短期贷款减少 4019 亿元，同比多减 501 亿元；居民中长期贷款减少 1231 亿元，同比少减 435 亿元。居民信贷数据同比基本持平。

企业方面，企业短期贷款减少 4800 亿元，同比多减 700 亿元；企业中长期贷款增加 2500 亿元，同比少增 1600 亿元。企业端表现并未延续上月好转势头，企业内生融资需求动力仍不足，加之关税政策下贸易环境趋紧，企业融资意愿进一步下降。

从社融数据来看，4 月社会融资增量 1.16 万亿元，同比多增 1.22 万亿元。政府债券继续支撑社融表现。政府债券融资 9762 亿元，同比多增 1.07 亿元。

货币存款数据来看，4 月 M1 同比增速为 1.5%，较 3 月下降 0.1 个百分点。M2 同比增速为 8.0%。M1-M2 剪刀差为-6.5%，缺口增大 1.1 个百分点。当前实体经济的活力仍偏弱，有资金定期

化趋势。

### 3、 贷款市场报价利率（LPR）

根据 5 月 20 日央行公告，5 月 1 年期贷款市场报价利率为 3.00%，5 年期以上市场报价利率为 3.50%，两个期限品种 LPR 均较上月下调 10 个基点。

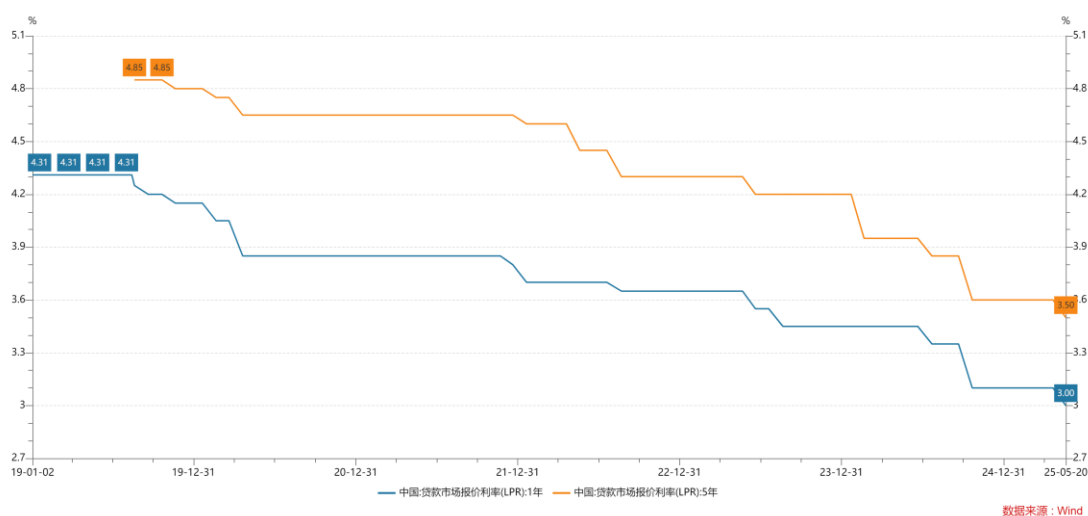


图 4：LPR 报价利率

### 4、 官方制造业 PMI：

中国 5 月官方制造业 PMI 49.5%，较上月上行 0.5 个百分点；非制造业 PMI 50.3%，较上月下降 0.1 个百分点。制造业 PMI 指数仍位于荣枯线以下，但较上月有所修复。分项来看：

新订单指数 49.8%，比上月回升 0.6 个百分点；新出口订单指数 47.5%，较上月回升 2.8 个百分点。需求数据改善主要来自于出口拉动。原材料库存指数 47.4%，较上月回升 0.4 个百分点；产成品库存指数 46.5%，较上月下降 0.8 个百分点。“新订单—产成品库存”反映的经济动能指数回升 1.4 个百分点。5 月以来，中美双方在关税问题上有所缓和，需求端稍有回暖，但产成品库

存下降，或表明企业对未来关税政策走向持观望态度，补库意愿较低。

生产指数 50.7%，比上月回升 0.9 个百分点；从业人员指数 48.1%，比上月回升 0.2 个百分点。关税问题缓和下，生产端数据在需求端回暖的带动下稍有回补。供货商配送时间指数为 50.0%，位于临界点，制造业原材料供应商交货时间与上月基本持平。

主要原材料购进价格指数 46.9%，较上月下降 0.1 个百分点，持续收缩。出厂价格指数 44.7%，较上月下降 0.1 个百分点。采购量指数 47.6%，较上月回升 1.3 个百分点。进口指数 47.1%，较上月回升 3.7 个百分点。生产经营活动预期指数为 52.5%，较上月回升 0.4 个百分点。

非制造业 PMI 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点，仍位于扩张区间。分行业看，建筑业商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.9 个百分点；服务业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.1 个百分点。从行业看，铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数均低于临界点。

整体来看，关税缓和背景下，PMI 数据有所修复。5 月 12 日中美双方《中美日内瓦经贸会谈联合声明》表示：（1）美国在初始 90 天内暂停 24% 对等关税，保留剩余 10% 的关税；同时取消将

对等关税加到 125%及以上的行政命令；（2）中国也同步暂停 90 天的 24%关税，保留 10%关税，并取消相应的关税和非关税反制措施。双边关税大幅下降，中美态度有所缓和，但后续谈判或存在反复性，需持续关注。此外，需求端数据回暖主要来自于出口，内需拖累总需求表现，内生动能不足仍是核心问题。

### 三、 货币市场、债券市场回顾及展望：

#### 1、 5 月资金面回顾：

本月央行通过多种操作工具协同作用维护市场流动性，公开市场操作总体呈现“长短期共增量”的特点。具体来看，本月央行短期逆回购累计净投放 3200 亿元，以维护月内流动性；长期降准 0.5 个百分点，释放约 1 万亿长期资金，月中开展 5000 万 MLF 操作（净投放 3750 亿元），月末买断式逆回购净回笼 2000 亿元，总体放量投放，引导货币市场利率曲线下移。

5 月市场隔夜利率在 1.55%附近，较上月下降约 10BP，7 天利率平均在 1.60%，与政策利率偏离缩小至 20BP。国股一年期同业存单利率从 75%附近下行 10BP 至 1.6%，长短期资金价格利差愈发缩窄。



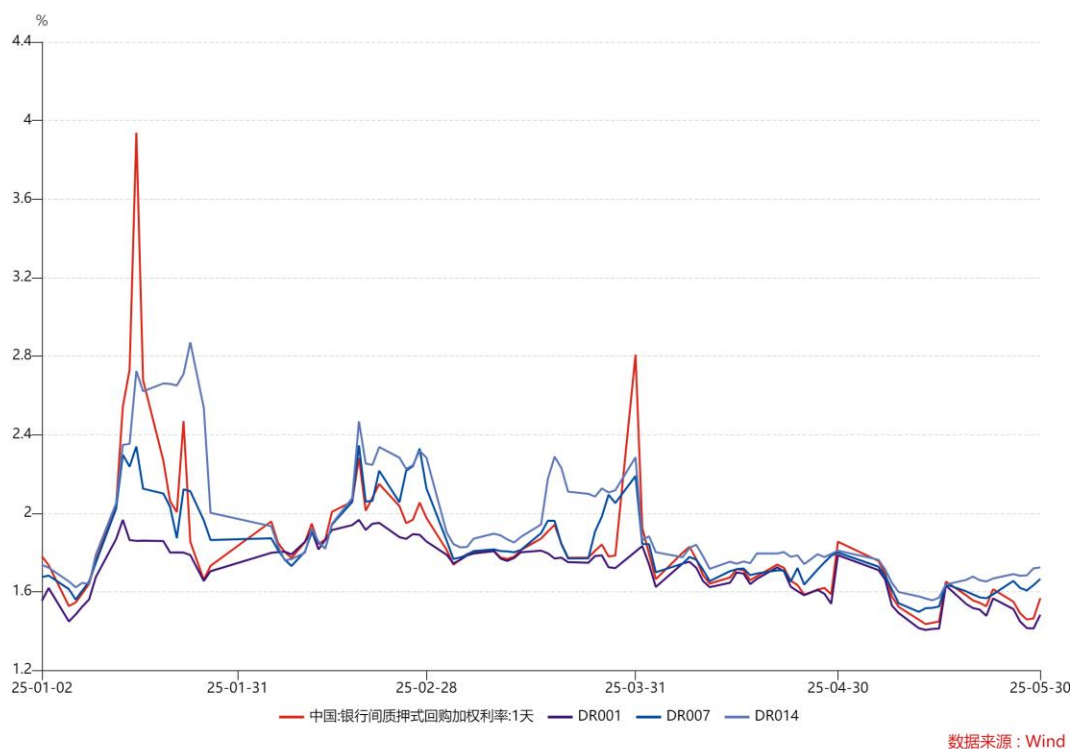


图 5：SHIBOR 走势图

## 2、 后期资金面展望

近两月央行对货币市场呵护状态较为明显，一季度货币政策报告中删除了“防止资金沉淀空转”等措辞。加之目前外围市场中美贸易摩擦不确定性依旧，对国内经济进一步增压。预计货币市场会保持充裕稳定状态。

## 3、 5 月债市回顾

整体来看，债市呈现窄幅震荡行情。月初在降准降息的预期下，国债收益率呈现下行走势，而随着 5 月 7 日政策落地，债市走出利多出尽行情；紧接着市场聚焦关税进展，中美关税谈判取得实质性进展，长端给出反应，10 年期国债收益率上行 5BP，债市来到阶段性高点，买盘进入，债市收益率随之调整下行。5 月下旬，在六大行及部分股份行官宣下调存款利率、50Y 国债“发

飞”、美国联邦法院对特朗普关税政策暂停又恢复等事件影响下，债市走出震荡行情。5月30日1年期国债收益率收于1.4552%、10年期国债收益率收于1.6712%。

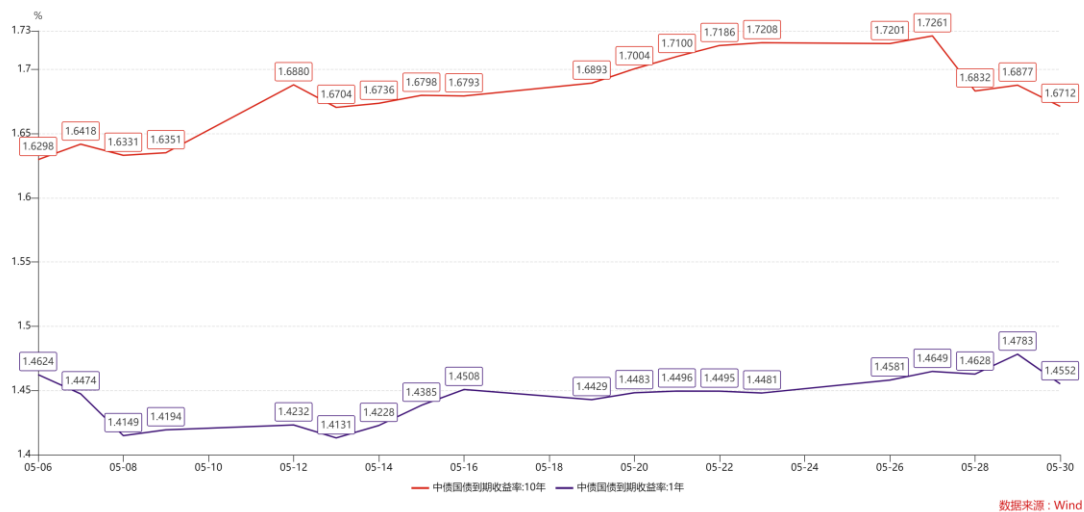


图 6： 10 年期、1 年期国债到期收益率走势图

#### 4、 债券市场展望：

展望后市，外需虽在关税政策缓和下有所修复，但一是关税政策或有反复，难言后续特朗普是否反水，外需可能走弱，二是外需无法完全对冲内需修复不足，因此内需较弱仍是主要矛盾。二季度以来财政政策、货币政策加码，但效果有待显现。当前央行呵护流动性意图仍在，前期降准降息已兑现，6月在信贷大月、政府债供给压力、季末资金回表等背景下，预计央行仍将保持流动性均衡充裕状态。在宽松的资金面下，利率上行空间有限。而值得注意的是，近期银行定期存款利率下调引发存款“搬家”至非银，银行在负债压力下抬升存单发行利率，而这进一步拉大非银理财与存款之间的利差，导致恶性循环。存单提价的现象又约

束了利率下行的空间。在各种多空博弈之下，债市走出震荡行情，市场需要看到更多政策信号打破这种平衡，未来需持续关注央行的表态及中美关税走向。

## 免责声明

本报告中所提供的信息均根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得。

报告所述信息仅供参考，相关信息及观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资决策的依据，报告阅读者不应自认该信息是准确和完整的而无加判断地予以依赖，一切商业决策均应由报告阅读者综合各方信息后自行做出。对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任；

本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发表时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读。我司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为南洋商业银行（中国）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。