

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门总监 冯琳

时间

2024 年 8 月 5 日

- 上周（7 月 29 日）债市继续大幅走强。一方面，上周召开的政治局会议提出“要加强逆周期调节”，市场预期下半年货币政策还有加码空间，加之央行呵护跨月资金面，提振债市继续走强；另一方面，上周公布的 7 月制造业 PMI 指数连续第三个月处于收缩区间，基本面对债市依然友好。由此，10 年期国债收益率继续下行至靠近 2.1% 的新关键点位。短端利率方面，上周虽适逢跨月，但在央行公开市场投放呵护下，资金面整体宽松，带动债市短端利率下行幅度大于长端，收益率曲线有所走陡。

本周长端利率料将低位窄幅震荡。就当前而言，经济、物价预期依然偏弱，7 月底中央政治局会议明确提出“要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降”。我们判断，在 7 月央行降息、引导 LPR 报价下行后，接下来为支持政府债券大规模发行，三季度降准也有空间。同时，综合考虑未来一段时间的经济和物价走势，也不排除四季度政策利率再度下调的可能。这意味着，从基本面和货币政策预期角度看，债市所处的环境依然友好，加之“资产荒”下机构欠配压力仍存，长端利率可能还有进一步下行的空间。不过，4 月以来央行就多次提示长期国债收益率偏低风险，若长债利率持续突破前低，则可能触发央行卖债操作落地，这是当前债市面临的主要风险。同时，政治局会议提出“要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债”。预计三季度将迎来政府债券发行高峰，对债市或小有扰动。我们判断，未来一段时间 10 年期国债收益率下行有底，向下突破 2.0% 的难度较大。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、上周市场回顾

1.1 二级市场

上周债市延续强势，长端利率继续下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计上涨0.39%；上周五10年期国债收益率较前一周五下行6.67bp，1年期国债收益率较前一周五下行8.68bp，期限利差有所走阔。

- **7月29日**：周一，债市延续强势，其中，长债和超长债表现更好。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行3.70bp；国债期货各期限主力合约全线收涨，10年期主力合约涨0.05%。
- **7月30日**：周二，早盘债市延续强势，随后中央政治局会议通稿发布，提出“要加强逆周期调节”，市场预期下半年货币政策还有加码空间，债市继续走强。全天看，银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行0.94bp；国债期货各期限主力合约全线收涨，10年期主力合约涨0.02%。
- **7月31日**：周三，早盘债市延续强势，但随后市场对央行卖债的担忧有所上升，叠加股市大涨，债市小幅回调，长债超长债有所走弱，而中短债仍偏强。当日10年期国债收益率上行0.14bp；国债期货各期限主力合约走势分化，30年期走弱，其他期限延续涨势，其中，10年期主力合约涨0.16%。
- **8月1日**：周四，受月初资金面全面转松、股市下跌以及财新7月制造业PMI意外跌破枯荣线加剧基本面悲观预期提振，债市再度走强。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行1.97bp；国债期货各期限主力合约全线收涨，10年期主力合约涨0.11%。
- **8月2日**：周五，在资金面整体宽松，以及股市下跌的情况下，早盘债市延续强势，随后受特别国债资金用于提振消费等传闻干扰，债市明显回调，

但午后债市再度走强。全天看，银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行 0.20bp；国债期货各期限主力合约涨跌不一，其中，10年期主力合约接近持平。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

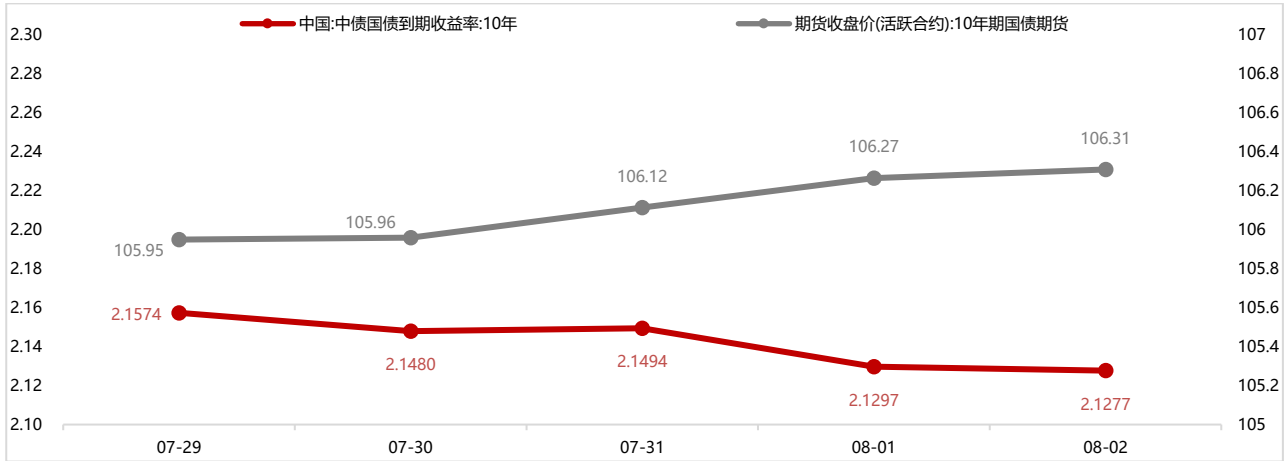


图 2 上周各期限国债利率大幅下行

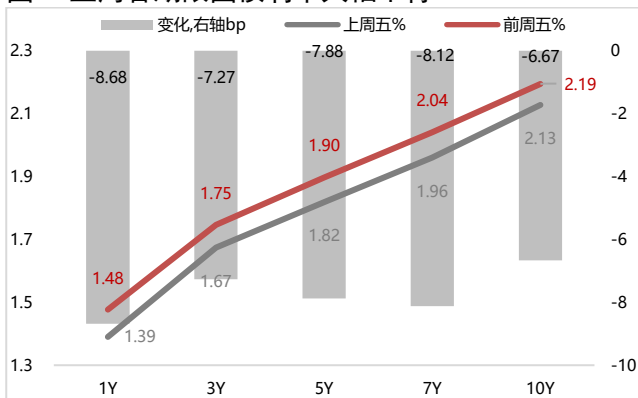


图 3 上周各期限国开债利率大幅下行

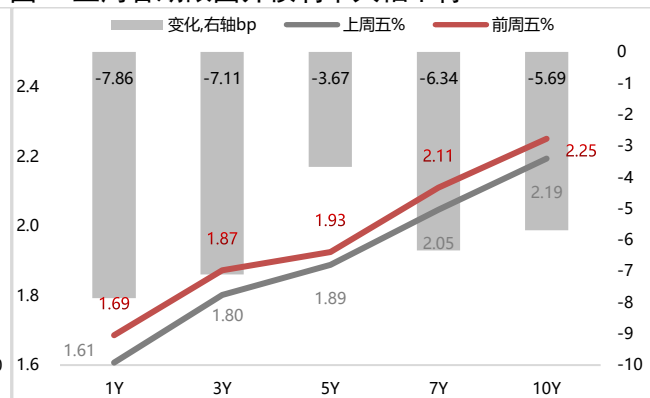


图 4 上周各期限国债期货持续上行

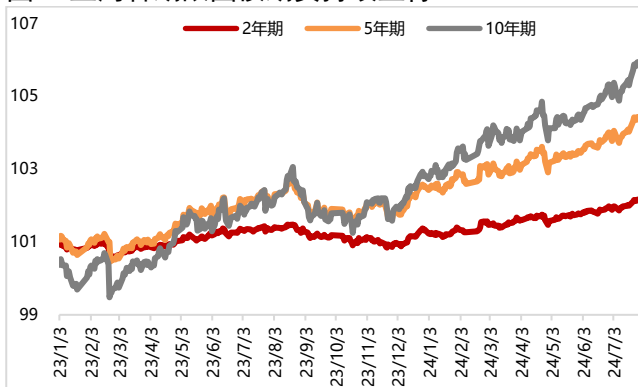


图 5 上周各期限国开债隐含税率持续上行(%)

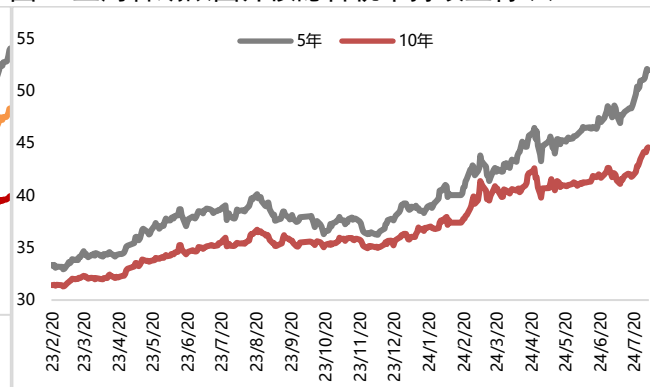


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差转而走阔

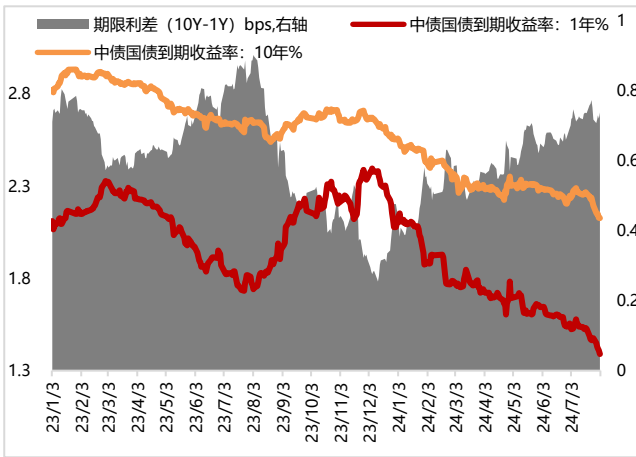
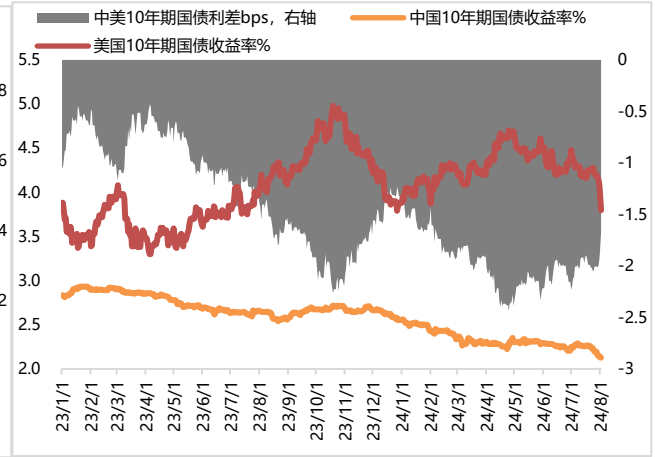


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度大幅收敛



数据来源: Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 62 只, 环比增加 1 只, 发行量 4030 亿, 环比减少 2387 亿, 净融资额 1929 亿, 环比增加 515 亿。分券种看, 上周政金债发行量环比小幅增加, 而国债、地方债发行量均环比减少; 国债、地方债净融资额环比增加, 而政金债净融资额环比减少。

表 1 利率债发行和到期 (亿元)

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	740	3050	700	3862	40	-812
政金债	1280	1240	820	140	460	1100
地方政府债	2010.26	2127.69	582.78	1002.92	1427.48	1124.77
合计	4030.26	6417.69	2102.78	5004.92	1927.48	1412.77

数据来源: Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可: 共发行 2 只国债, 平均认购倍数为 3.76 倍; 共发行 19 只政金债, 平均认购倍数 4.38 倍; 共发行 40 只地方政府债, 平均认购倍数为 24.37 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

二、上周重要事件

- **中共中央政治局召开会议。**7月30日，中共中央政治局召开会议，会议分析研究了当前经济形势，部署了下半年经济工作。在形势判断方面，本次会议着重强调了“当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛”。

针对下半年经济工作，本次会议明确要求，“宏观政策要持续用力、更加给力”，而且再度提出“要加强逆周期调节”。这意味着，着眼于“坚定不移实现全年经济社会发展目标”，下半年稳增长政策还有加码空间。财政政策方面，会议提出“要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债”。值得注意的是，7月19日国常会决定，统筹安排超长期特别国债资金，进一步推动大规模设备更新和消费品以旧换新。本次会议也明确指出，“经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费”。预计下半年财政政策在促消费方面还有发力空间，各地也将发放更大规模的消费券和消费补贴。

货币政策方面，会议要求“要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降”。我们判断，接下来为支持政府债券大规模发行，三季度降准有空间。另外，在二季度金融“挤水分”取得明显效果后，三季度银行有可能借势央行降息，加快信贷投放，这是金融支持实体经济的一个重要发力点。最后，综合考虑未来一段时间的经济和物价走势，也不排除四季度政策利率再度下调的可能。

- **7月官方制造业 PMI 在收缩区间继续小幅下行。**根据国家统计局公布的数据显示，2024年7月，官方制造业 PMI 指数为 49.4%，比上月下降 0.1 个百分点；7月，非制造业 PMI 指数为 50.2%，比上月下降 0.3 个百分点，其中，建筑业商务活动指数为 51.2%，比上月下降 1.1 个百分点，服务业 PMI 指数为 50.0%，比上月下降 0.2 个百分点。

主要受内需不振对生产端造成较大拖累以及极端天气影响，7月制造业 PMI 指数小幅下行至 49.4%，连续三个月处于枯荣线之下。非制造业方面，7月服务业 PMI 指数降至枯荣平衡临界点，主因零售、资本市场服务、房地产等行业景气度偏弱。这显示在房地产行业持续调整背景下，当前经济下行压力有所加大，其中有效需求不足是主要矛盾。往后看，在7月底中央政治局会议提出“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，并要求“加大宏观调控力度”，加之7月央行降息效应逐步释放的背景下，宏观经济景气水平将有所提振，8月制造业 PMI 指数有望由降转升。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据多数下跌，其中，石油沥青装置开工率、高炉开工率、日均铁水产量均有所下滑，半胎钢开工率与前周基本持平。从需求端来看，上周 BDI 指数继续小幅下跌，同时出口集装箱运价指数 CCFI 近4个月以来首次出现回落，显示出口动能边际减弱；上周30大中城市商品房销售面积小幅反弹。通胀方面，上周猪肉价格继续上涨，而大宗商品价格多数下跌，其中，铜、螺纹钢以及原油价格均继续下滑。

图8 上周高炉开工率继续下跌(%)

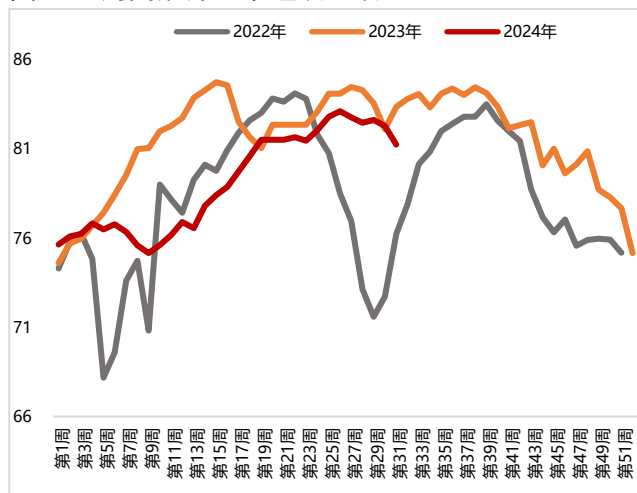


图9 上周石油沥青装置开工率继续下跌(%)

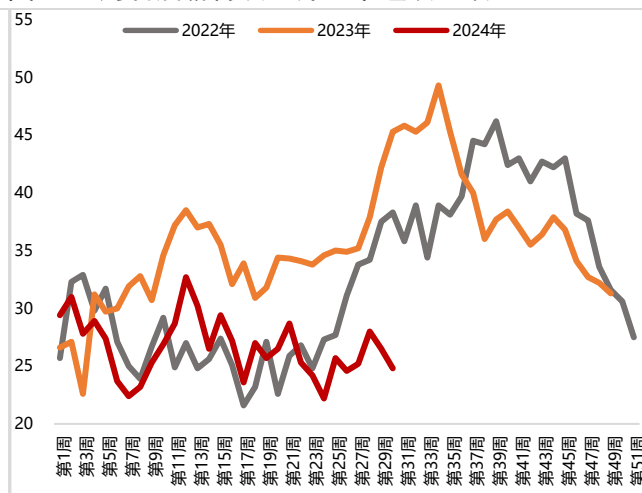


图 10 上周半钢胎开工率基本持平 (%)

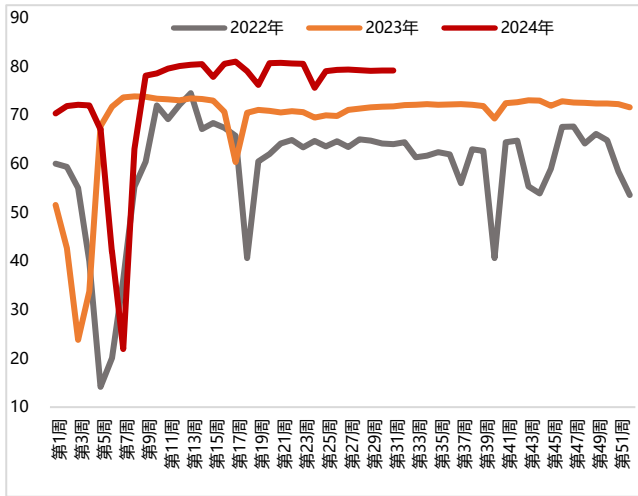


图 11 上周日均铁水产量 (247 家) 小幅下跌 (万吨)

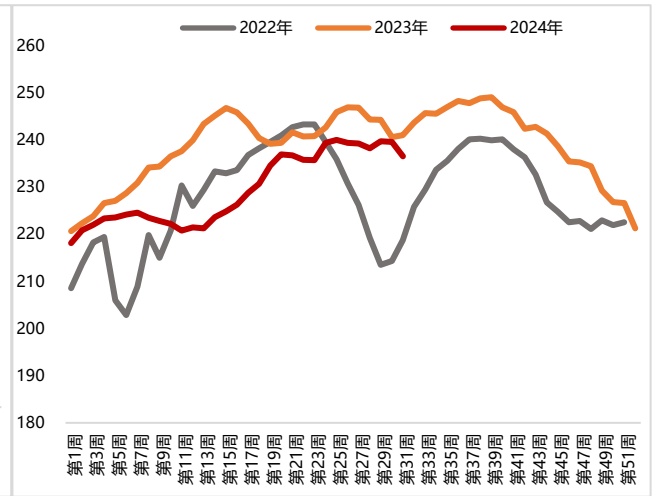


图 12 上周 30 城商品房成交面积小幅反弹 (万m²)

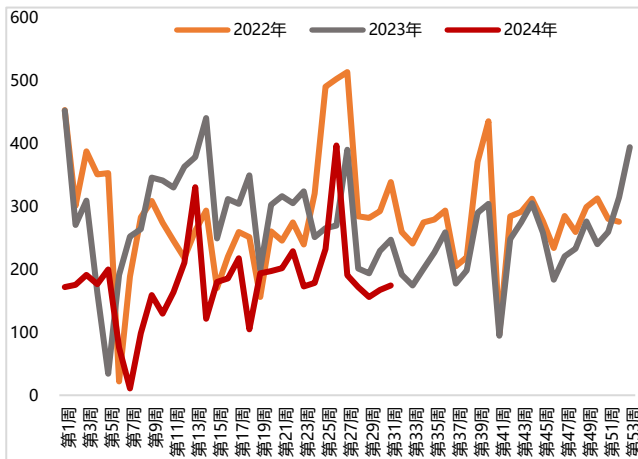


图 13 上周 BDI 指数继续下跌

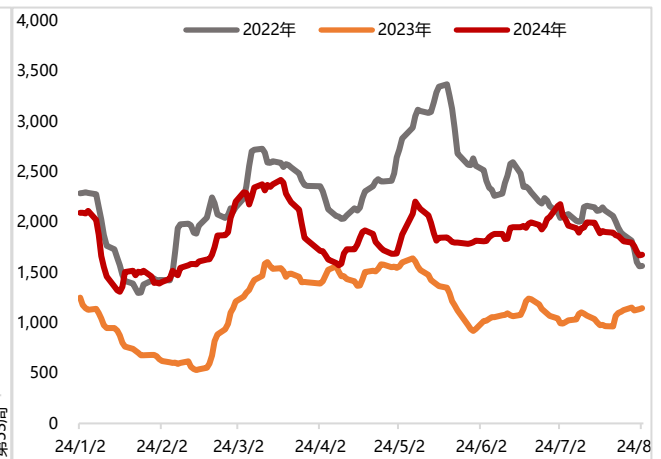


图 14 上周 CDFI 指数继续小幅下跌

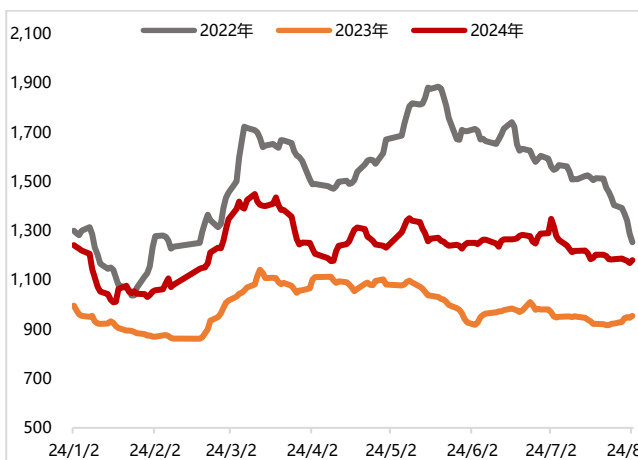


图 15 上周 CCFI 指数小幅回落

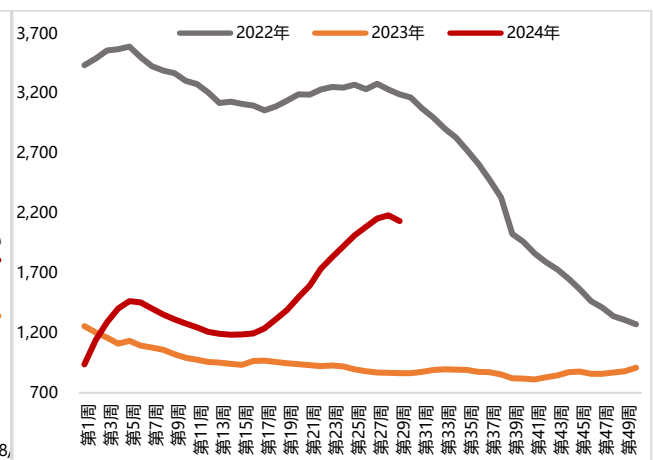


图 16 上周猪肉价格继续上涨

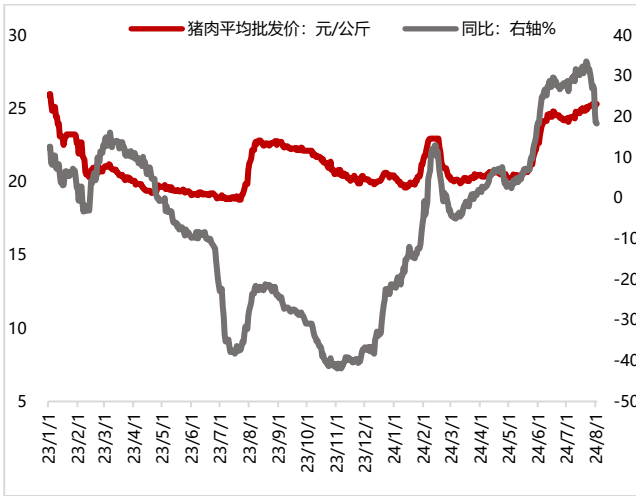


图 17 上周国际油价继续下跌

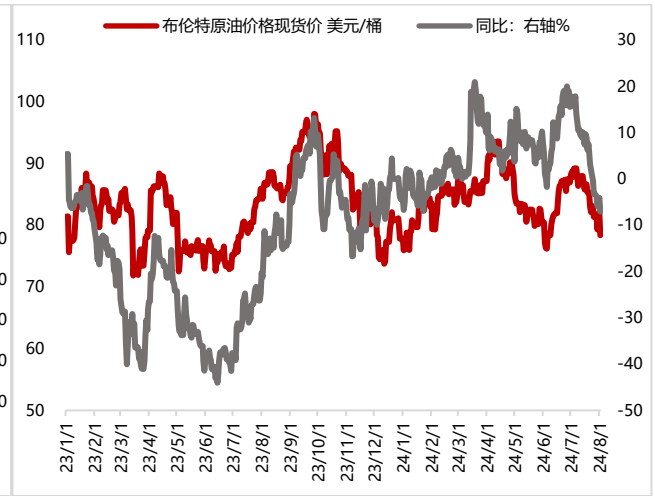
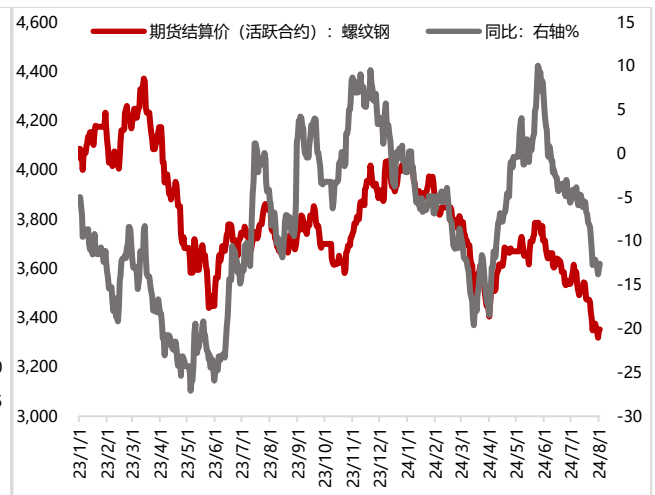


图 18 上周铜期货价格波动下跌



图 19 上周螺纹钢期货价格继续下跌



数据来源: Wind 东方金诚

四、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净回笼资金 2037 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2024/7/29	逆回购 7D	3015.7	1.7	逆回购 7D	582	1.7

2024/7/30	逆回购 7D	2162.7	1.7	逆回购 7D	2673	1.7
2024/7/31	逆回购 7D	2516.7	1.7	逆回购 7D	661	1.7
2024/8/1	逆回购 7D	103.7	1.7	逆回购 7D	2351	1.7
2024/8/2	逆回购 7D	11.7	1.7	逆回购 7D	3580.5	1.7
发行		7810.5				
到期		9847.5				
净投放		-2037				

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 均大幅下行(%)

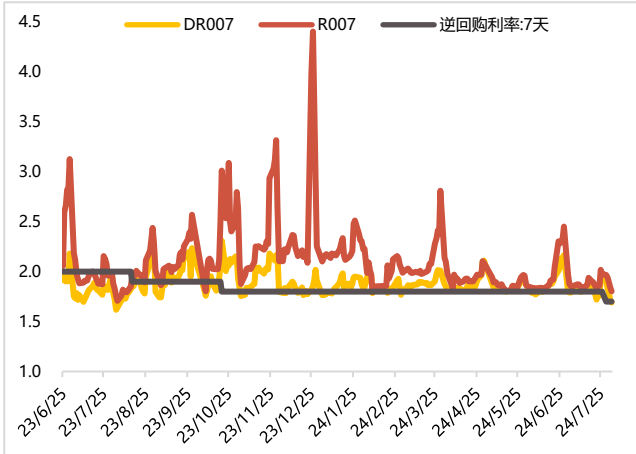


图 21 上周股份行同业存单发行利率大幅下行(%)

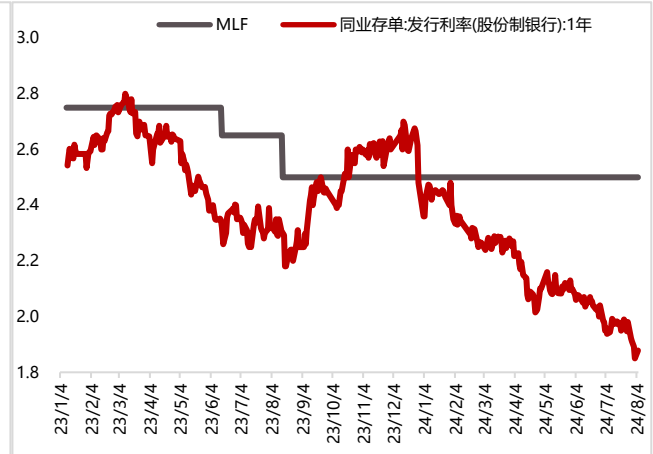


图 22 上周各期限国股直贴利率整体上行

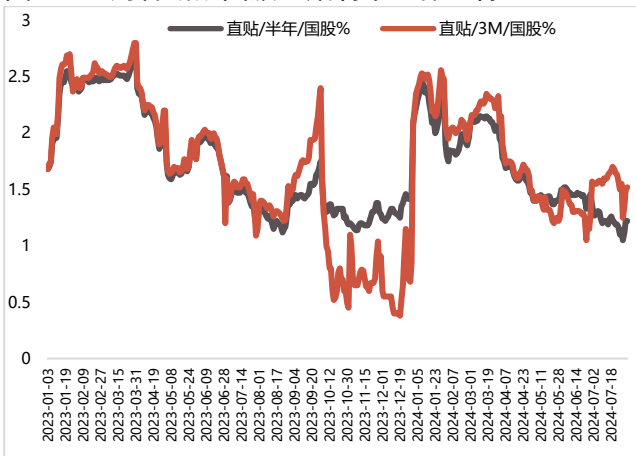


图 23 上周质押式回购成交量大幅上涨(亿元)

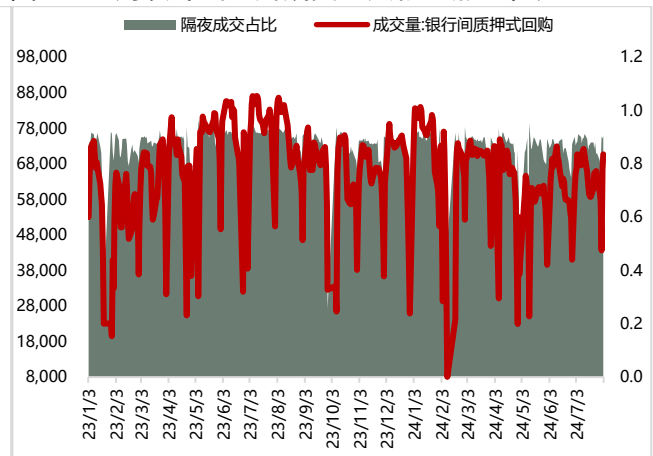
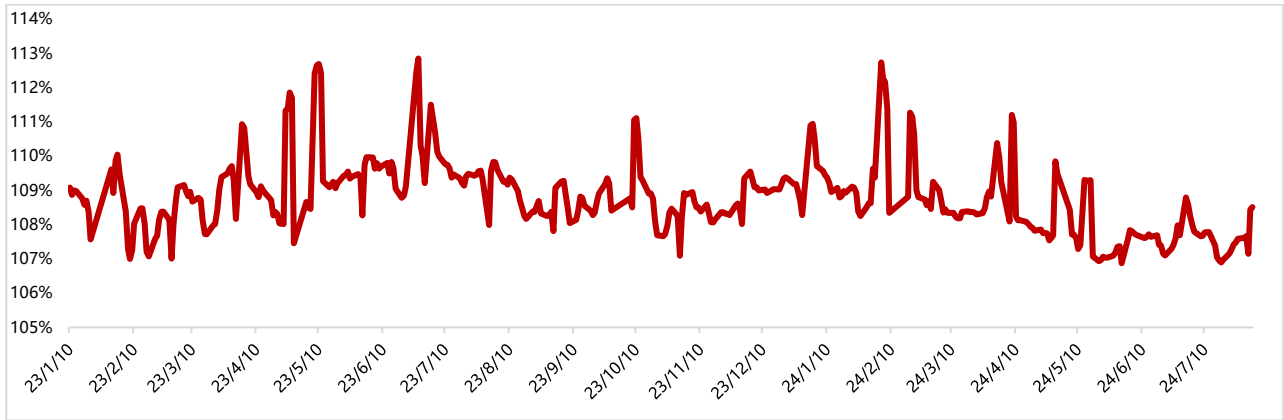


图 24 上周银行间市场杠杆率波动大幅上涨



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额/（银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额），其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计
数据来源：Wind 东方金诚

附表：

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率 (%)	全场倍数
24 贴现国债 43	300	0.2493	1.2392	2.6727
24 特别国债 04(续发)	440	30	2.47	4.8464

数据来源：Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率 (%)	全场倍数
24 国开 08(增 3)	90	5	1.8034	2.55
24 国开清发 02(增发 16)	110	3	1.7165	2.32
24 国开清发 01(增发 12)	40	7	2.0057	2.75
24 进出 08(增 2)	80	1	1.3569	3.995
24 进出 03(增 13)	40	3	1.7086	5.8825
24 进出 10(增 14)	50	10	2.1849	6.656
24 国开 13(增 14)	20	3	1.8289	5.07
24 国开 15(增 4)	150	10	2.1436	2.97
24 进出清发 07(增发 8)	20	7	2.0218	7
24 农发 21(增发)	80	1	1.406	3.4613

24 农发 20(增 4)	120	10	2.1992	3.0883
24 农发 300	20	30		8.805
24 国开 08(增 2)	90	5	1.832	2.31
24 国开 15(增 3)	150	10	2.1512	2.52
24 农发清发 12(增发 8)	50	2	1.674	4.674
24 农发清发 07(增发 18)	20	7	2.0107	6.355
24 农发贴现 13	30	0.2493	1.3583	3.75
24 农发 13(增发)	60	3	1.7744	4.8083
24 农发 05(增 14)	60	5	1.899	4.1983

数据来源: Wind 东方金诚

附表 3 上周地方债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率(%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度(bps)	全场倍数	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率(%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度(bps)	全场倍数
24 黑龙江债 14	52.86	7	2.12	10	22.28	24 山西债 22	2.47	15	2.37	7	25.87
24 黑龙江债 15	81.69	7	2.12	10	17.70	24 山西债 23	19.88	20	2.46	7	25.35
24 天津 55	81.27	5	1.98	10	24.65	24 山西债 24	22.04	30	2.49	5	25.59
24 天津 56	102.82	5	1.98	10	24.48	24 山西债 25	171.32	10	2.26	5	22.43
24 天津 57	44.34	5	1.98	10	23.82	24 山西债 26	9.04	10	2.26	5	24.21
24 天津 58	9.00	15	2.37	10	23.70	24 山西债 27	10.92	10	2.26	5	23.34
24 天津 59	1.90	15	2.37	10	23.89	24 深圳债 32	2.55	5	1.93	3	20.75
24 天津 60	1.20	20	2.45	10	22.08	24 深圳债 33	1.50	15	2.34	2	20.20
24 天津 61	0.70	30	2.45	5	19.29	24 深圳债 34	18.63	20	2.41	1	20.93
24 天津 62	1.10	30	2.45	5	23.55	24 深圳债 35	1.07	14	2.41	9	20.65
24 天津 63	8.80	30	2.45	5	24.19	24 深圳债 36	23.36	16	2.41	1	19.73
24 天津 64	0.60	20	2.45	10	21.83	24 深圳债 37	2.05	8	2.24	13	19.76
24 天津 65	119.99	5	1.98	10	24.39	24 深圳债 38	2.00	13	2.34	2	20.55
24 天津 66	96.89	5	1.98	10	18.10	24 深圳债 39	3.50	16	2.41	1	19.94
24 天津 67	60.68	5	1.98	10	19.55	24 深圳债 40	4.40	26	2.47	2	18.77
24 甘肃 14	3.83	7	2.09	5	29.87	24 山东债 33	321.08	7	2.15	10	21.02
24 甘肃 15	11.74	20	2.44	5	29.16	24 陕西债 18	11.76	7	2.1	5	36.85
24 甘肃 16	7.65	18	2.44	5	29.25	24 陕西债 19	55.41	7	2.1	5	35.04
24 甘肃 17	144.33	5	1.94	5	26.89	24 陕西债 20	445.59	10	2.31	8	44.72
24 山西债 21	1.70	10	2.26	5	22.18	24 陕西债 21	9.05	7	2.1	5	38.18

数据来源: Wind 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn