

债市长端先强后弱，曲线继续呈现陡峭化

观点：

上周资金分层现象基本消失，利率短端走强，长端震荡，曲线陡峭化。截至 5 月 17 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 5 月 10 日上行 1.40bp、下行 2.06bp、6.34bp、1.50bp 至 1.75%、1.71%、1.80%、1.81%，周五 R007 与 DR007 倒挂，全周二者利差在 2bp 内波动。国债期货有所分化，5 月 17 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 5 月 10 日变动 0.07%、0.03%、-0.04%。截至 5 月 17 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 5 月 11 日收盘变动-9.59bp、-6.26bp、-6.50bp、-2.30bp、-1.53bp、-2.32bp、-3.00bp 至 1.614%、1.950%、2.085%、2.316%、2.494%、2.592%、2.670%。

上周特别国债发行计划公布，节奏较缓，周中市场博弈 MLF 操作，周四、周五债市收益率有所上行，主要受地产政策密集出台影响，同时 30 年特别国债发行落地。当前地产依旧不景气，消费和投资仍然稍显不足，经济基本面依旧处于弱势状态，后续要提防高强度加码政策。最近官媒频频喊话长端利率的合意区间，引发市场的谨慎。当前市场利率已经处于低点区间，后续市场或主要博弈下一步的货币政策宽松和政策方面的强刺激。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 4 月份房地产市场继续调整，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比、同比降幅均有所扩大。其中，一线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.6%，降幅比 3 月扩大 0.5 个百分点；二手住宅销售价格环比下降 1.1%，降幅扩大 0.4 个百分点。一线城市新建商品住宅销售价格同比下降 2.5%，降幅扩大 1 个百分点；二手住宅销售价格同比下降 8.5%，降幅扩大 1.2 个百分点，其中北京、上海、广州和深圳分别下降 8%、7.5%、10.2% 和 8.5%。

(2) 4 月规模以上工业增加值同比增长 6.7%，预期 5.5%，前值 4.5%。1-4 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.3%。分三大门类看，4 月份，采矿业增加值同比增长 2.0%，制造业增长 7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.8%。分行业看，41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长 1.5%，石油和天然气开采业增长 0.7%，化学原料和化学制品制造业增长 12.3%，非金属矿物制品业下降 1.5%，有色金属冶炼和压延加工业增长 11.4%，汽车制造业增长 16.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 15.6%。

(3) 4 月社会消费品零售总额 35699 亿元，同比增长 2.3%，预期 4.6%，前值 3.1%。1-4 月份，社会消费品零售总额 156026 亿元，同比增长 4.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 141396 亿元，增长 4.3%。1-4 月份，全国网上零售额 44110 亿元，同比增长 11.5%。其中，实物商品网上零售额 37356 亿元，增长 11.1%，占社会消费品零售总额比重为 23.9%。

(4) 1-4 月房地产开发投资 30928 亿元，同比下降 9.8%，预期降 9.3%，前值降 9.5%。其中，住宅投资 23392 亿元，下降 10.5%。新建商品房销售面积同比下降 20.2%，其中住宅销售面积下降 23.8%；新建商品房销售额下降 28.3%，其中住宅销售额下降 31.1%；房地产开发企业到位资金 34036 亿元，下降 24.9%。4 月份，国房景气指数为 92.02。

(5) 美国 4 月末季调 CPI 同比升 3.4%，预期升 3.4%，前值升 3.5%；季调后 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.4%，前值升 0.4%。未季调核心 CPI 同比升 3.6%，预期升 3.6%，前值升 3.8%；季调后核心 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.4%。4 月 PPI 同比升 2.2%，预期升 2.2%，前值从升 2.1%修正为升 1.8%；环比升 0.5%，预期升 0.3%，前值从升 0.2%修正为降 0.1%。核心 PPI 同比升 2.4%，预期升 2.4%，前值从升 2.4%修正为升 2.1%；环比升 0.5%，预期升 0.2%，前值从升 0.2%修正为降 0.1%。

1.2 时政新闻

(1) 央行、香港证监会、香港金融管理局在充分总结“互换通”运行经验、认真听取境内外投资者意见建议的基础上，支持“互换通”机制安排进一步优化。一是丰富产品类型，推出以国际货币市场结算日为支付周期的利率互换合约，与国际主流交易品种接轨，满足境内外投资者多样化风险管理需求。二是完善配套功能，推出合约压缩服务及配套支持的历史起息合约，便利参与机构管理存续期合约业务规模，降低资本占用，活跃市场交易。

(2) 国务院召开支持“两重”建设部署动员视频会议，国务院总理李强在会上强调，发行并用好超长期特别国债，高质量做好支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设各项工作，为推进中国式现代化提供有力支撑。要着眼推进中国式现代化的需要，突出战略性、前瞻性、全局性，集中力量支持办好一批国家重大战略实施和重点领域安全能力建设中的大事要事。要统筹抓好“硬投资”和“软建设”，把项目建设和配套改革结合起来，既要编制完善规划，加强项目管理，打造一批标志性工程，也要优化制度供给，用改革办法和创新举措破解深层次障碍。

(3) 国家移民管理局决定，在中国沿海所有邮轮口岸全面实施外国旅游团乘坐邮轮入境免签政策。自5月15日起，乘坐邮轮并经由境内旅行社组织接待的外国旅游团（2人及以上），可从天津、辽宁大连、上海、江苏连云港、浙江温州和舟山、福建厦门、山东青岛、广东广州和深圳、广西北海、海南海口和三亚等13个城市的邮轮口岸免办签证整团入境，旅游团须随同一邮轮前往下一港，直至本次邮轮出境，在中国境内停留不超过15天，活动范围为沿海省（自治区、直辖市）和北京市。

(4) 北京地区房贷政策再度出现重大变化。对于符合在五环外新购买1套商品住房的，

如果北京住建委相关系统反馈的查询结果为“视同购买第二套住房执行（五环外）”，按照第二套个人住房贷款政策执行。目前已有国有大行北京市分行已开始执行相关政策。

(5) 中俄联合声明：中俄将全面挖掘两国关系潜力，推动实现平等有序的世界多极化和国际关系民主化，凝聚力量构建公正合理的多极世界；持续扩大双边贸易规模、优化贸易结构，深化服务贸易、电子商务、数字经济、可持续发展领域合作，共同维护产业链供应链稳定安全；加快制定并于 2024 年批准新版《中俄投资合作规划纲要》，全力促进《纲要》落实；持续巩固中俄能源战略合作并实现高水平发展，保障两国经济和能源安全；按照互利共赢、利益均衡原则深化民用核能领域合作，包括热核聚变、快中子反应堆、核燃料闭式循环，探讨以一揽子方式开展核燃料循环前端和共建核电站合作；提升双边贸易、融资和其他经济活动中的本币份额。

(6) 央行调整商业性个人住房贷款利率政策，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平。银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限，结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。

(7) 央行决定，自 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。

(8) 在 5 月 17 日召开的国务院政策例行吹风会上，中国人民银行副行长陶玲介绍，为消化存量房产和优化增量住房，促进房地产市场平稳运行，将降低全国层面个人住房贷

款最低首付比例，首套房最低首付比例从不低 20%调整为不低于 15%，二套房最低首付比例从不低于 30%调整为不低于 25%。

(9) 中国金融期货交易所公告，将 30 年期特别国债纳入交易所 30 年期国债期货的交割范围，用于国债实物交割。专家表示，将超长期特别国债纳入 30 年期国债期货可交割范围，有利于国债承销团成员利用 30 年期国债期货管理超长期特别国债的利率波动风险，提升承销团成员认购超长期特别国债积极性，促进超长期特别国债顺利发行。

(10) 央行拟设立保障性住房再贷款，规模 3000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。银行按照自主决策、风险自担原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，收购已建成未出售商品房，用作保障性住房。央行按照贷款本金 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。

(11) 在央行调整公积金贷款利率政策发布后，北京、上海、深圳、广州、东莞、中山、江门、汕头、苏州、合肥、南京、成都、重庆、长沙、郑州、湖北等地住房公积金中心积极响应，纷纷下调公积金贷款利率。另外，陕西、杭州、合肥还调整了公积金贷款政策。

2、上周资金市场

5月13日-5月17日央行公开市场净投放0亿元，其中逆回购投放100亿元，到期100亿元；MLF平价续作1250亿元。截至5月17日，逆回购余额为120亿元，与前一周六持平。

资金面整体宽松，资金分层基本消失。截至5月17日，R001、DR001、R007、DR007分别较5月10日上行1.40bp、下行2.06bp、6.34bp、1.50bp至1.75%、1.71%、1.80%、1.81%，周五R007与DR007倒挂，全周二者利差在2bp内波动。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.825	1.915	1.763	1.864	2.028
2023	1.747	2.227	1.597	1.941	2.316
2022	1.548	1.952	1.451	1.766	2.074
2021	2.032	2.319	1.948	2.172	2.519
2020	1.660	2.229	1.579	2.024	2.397
今年-2020	0.165	-0.314	0.185	-0.160	-0.369

数据来源：Wind，富荣基金

表 2、日度资金利率 (%)

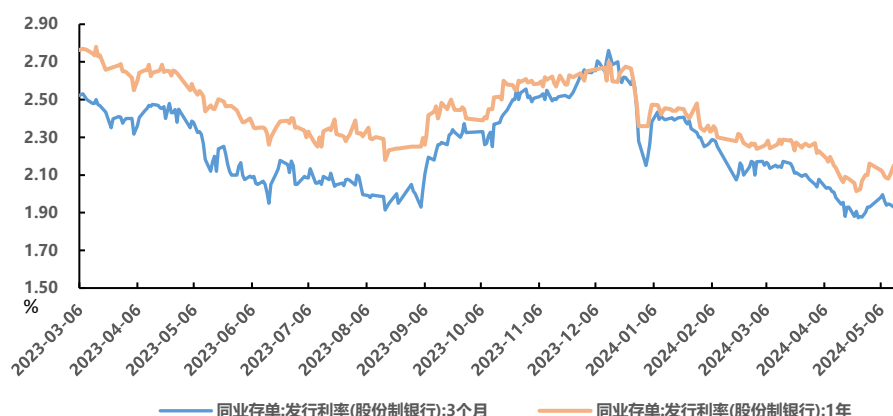
日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2024/5/17	1.75	1.80	1.71	1.81	1.963
2024/5/16	1.76	1.82	1.71	1.80	1.969
2024/5/15	1.77	1.82	1.71	1.81	1.975
2024/5/14	1.80	1.84	1.76	1.84	1.977
2024/5/13	1.82	1.87	1.78	1.85	1.983

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单净融资额增加，二级一年期存单微幅上行。上周主要银行同业存单发行

8347 亿元，净融资额为 1526 亿元，发行规模增加，净融资额增加。发行利率方面，各期限的发行利率分化，1 月期、3 月期、6 月期、9 月期（股份行、）1 年期（股份行）发行利率分别变动-4.3bp、-3.2bp、-2.8bp、0bp、0.3bp 至 1.87%、1.92%、1.99%、2.09%、2.08%。二级市场方面，1M、3M、6M、9M、1 年期限存单收益率分别变动-40.4bp、-2.52bp、-2.04bp、0.81bp、-0.5bp 至 1.77%、1.89%、1.96%、2.08%、2.09%。1 年期与 1 月期、1 年期与 3 月期、1 年期与 6 月、1 年期与 9 月期存单利差分别变动 2.75bp、1.78bp、1.69bp、-1.75bp 至 32bp、20bp、12.94bp、1.5bp。

图 1、存单一级发行利率



数据来源：Wind，富荣基金

图 2、存单二级收益率



数据来源：Wind，富荣基金

3、上周高频数据

生产方面，环渤海动力煤 857 元/吨环比上涨 0.35%。PTA 开工率环比下降 3.3pct 至 69.95%，高炉开工率环比持平于 81.52%。兰格钢价指数 147.40 较前一周上涨 0.27%，高线、长材和角钢兰格指数分别上涨 0.36%、0.45%、下降 0.42%。南华玻璃指数 2303.21 环比上涨 1.36%。长江有色铜价周度均价环比上涨 3.42%，LME 铜均价周度上涨 4.59%。整体来看，生产端有所回升，后续关注工业生产回暖情况的持续性。

出口方面，CCFI 综合指数为 1311.85，SCFI 综合指数为 2520.76 点。进口方面，CDFI 综合指数为 1267.19 点，较前一周下降 5.49%；**运价较大幅度下跌**，BDI 环比下降 13.39% 至 1844 点。后续需要关注全球需求恢复斜率及地缘政治冲突对航运供给端的冲击。

通胀方面，猪肉价格小幅上涨，猪肉批发平均价格为 20.76 元/公斤上涨 1.47%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 4.75 元/公斤环比下降 2.06%，蔬菜价格有所回调；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.36 元/公斤环比上涨 0.82%；农产品批发价格 200 指数为 119 点，环比下降 1.08%。

地产方面，30 大中城市商品房成交面积上行，成交面积 158.26 万平方米环周上涨 10.71%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨 14.44%、17.68%和下降 8.11% 至 37.90 万平方米、88.67 万平方米、31.69 万平方米。水泥价格小幅上行，后续继续关注建筑施工终端需求回暖的持续性，水泥价格指数 108.10 环比上涨 0.90%。

消费方面，截至 5 月 17 日，原油价格全面上行，布伦特、WTI 油价环比分别上涨 1.44%、2.30%。据乘联会披露，5 月 1 日-12 日乘用车零售 55.9 万辆同比-9%，以旧换新政策带来积极因素，对车市的提振效果有待观察。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	20.76	20.46	1.47%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	4.75	4.85	-2.06%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.36	7.30	0.82%
	鸡蛋(元/公斤)	8.65	8.26	4.72%
	农产品批发价格 200 指数	119.00	120.30	-1.08%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	119.59	121.09	-1.24%
进出口	CCFI	1311.85	1237.84	5.98%
	SCFI	2520.76	2305.79	9.32%
	BDI	1844.00	2129.00	-13.39%
	CDFI	1267.19	1340.84	-5.49%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	857.00	854.00	0.35%
	PTA 开工率	69.95%	73.23%	-0.033
	兰格钢价指数	147.40	147.00	0.27%
	兰格钢价指数:高线	166.30	165.70	0.36%
	兰格钢价指数:长材	156.50	155.80	0.45%
	兰格钢价指数:角钢	166.20	166.90	-0.42%
	高炉开工率(247 家)	81.52%	81.52%	0.000
	南华玻璃指数	2303.21	2272.24	1.36%
	长江有色铜(元/吨)	82650.00	79920.00	3.42%
	LME 铜(美元/吨)	10398.00	9942.00	4.59%
投资	水泥价格指数	108.10	107.14	0.90%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	158.26	142.95	10.71%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	37.90	33.12	14.44%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	88.67	75.35	17.68%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	31.69	34.49	-8.11%
	布伦特原油(美元/桶)	83.98	82.79	1.44%
	WTI 原油(美元/桶)	80.06	78.26	2.30%

数据来源: Wind, 富荣基金

注: 商品房成交面积口径为工作日数据

4、上周债券市场

债市先涨后跌，曲线整体走陡，各类政策、传言扰动市场，波动较大。国债期货有所分化，5月17日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较5月10日变动0.07%、0.03%、-0.04%。截至5月17日，1年期、3年期、5年期、10年期、20年期、30年期、50年期国债收盘收益率分别较5月11日收盘变动-9.59bp、-6.26bp、-6.50bp、-2.30bp、-1.53bp、-2.32bp、-3.00bp至1.614%、1.950%、2.085%、2.316%、2.494%、2.592%、2.670%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-9.71	-7.24	-3.73	-0.45
国开	-8.78	-2.33	-2.30	-0.25
口行	-8.17	-4.24	-2.43	0.26
农发	-10.38	-3.05	-1.42	-0.08

数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	26.45%	29.96%	20.54%	6.76%
国开	32.44%	21.44%	3.12%	5.60%
口行	34.79%	18.70%	3.58%	5.98%
农发	32.11%	19.28%	4.11%	5.84%

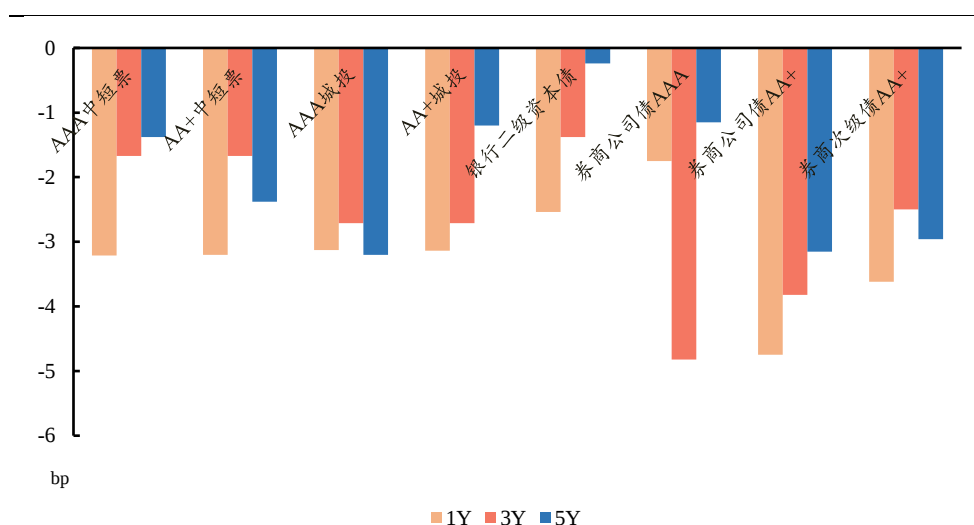
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

信用债收益率下行，信用利差短端走阔幅度较大。信用债收益率下行，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 3.13bp、2.71bp、3.20bp；银行二级资本债 1Y、

3Y 和 5Y 收益率分别下行 2.54bp、1.38bp、0.24bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 1.75bp、4.82bp、1.15bp；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 3.62bp、2.50bp、2.96bp。信用利差短端走阔幅度较大，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别扩大 5.65bp、收窄 0.38bp、0.90bp，分别处于 2018 年的 22.07%、12.02%和 3.58%历史分位数；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别扩大 6.24bp、0.95bp、2.06bp，分别处于 2018 年的 19.53%、9.99%和 14.75%历史分位数；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别扩大 7.03bp、收窄 2.49bp、扩大 1.15bp，分别处于 2018 年的 25.05%、14.81%和 8.75%历史分位数；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别扩大 5.16bp、收窄 0.17bp、0.66bp，分别处于 2018 年的 20.23%、3.65%和 3.94%历史分位数。

图 3、信用品种收益率每周变化



数据来源：Wind，富荣基金

表 6、信用品种信用利差周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	5.57	0.66	0.92
AA+中短票	5.58	0.66	-0.08
AAA 城投	5.65	-0.38	-0.90

AA+城投	5.64	-0.38	1.10
银行二级资本债	6.24	0.95	2.06
券商公司债 AAA	7.03	-2.49	1.15
券商公司债 AA+	4.03	-1.49	-0.85
券商次级债 AA+	5.16	-0.17	-0.66

数据来源：Wind，富荣基金

表 7、信用品种信用利差分位数

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	17.11%	13.80%	4.90%
AA+中短票	9.97%	6.11%	2.96%
AAA 城投	22.07%	12.02%	3.58%
AA+城投	15.65%	6.17%	3.73%
银行二级资本债	19.53%	9.99%	14.75%
券商公司债 AAA	25.05%	14.81%	8.75%
券商公司债 AA+	14.43%	2.32%	6.14%
券商次级债 AA+	20.23%	3.65%	3.94%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周资金分层现象基本消失，利率短端走强，长端震荡，曲线陡峭化。截至 5 月 17 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 5 月 10 日上行 1.40bp、下行 2.06bp、6.34bp、1.50bp 至 1.75%、1.71%、1.80%、1.81%，周五 R007 与 DR007 倒挂，全周二者利差在 2bp 内波动。国债期货有所分化，5 月 17 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 5 月 10 日变动 0.07%、0.03%、-0.04%。截至 5 月 17 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 5 月 11 日收盘变动-9.59bp、-6.26bp、-6.50bp、-2.30bp、-1.53bp、-2.32bp、-3.00bp 至 1.614%、1.950%、2.085%、2.316%、2.494%、2.592%、2.670%。

上周特别国债发行计划公布，节奏较缓，周中市场博弈 MLF 操作，周四、周五债市收益率有所上行，主要受地产政策密集出台影响，同时 30 年特别国债发行落地。当前地产依旧不景气，消费和投资仍然稍显不足，经济基本面依旧处于弱势状态，后续要提防高强度加码政策。最近官媒频频喊话长端利率的合意区间，引发市场的谨慎。当前市场利率已经处于低点区间，后续市场或主要博弈下一步的货币政策宽松和政策方面的强刺激。

风险提示：

1、本材料中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任何变更，且本材料仅反映发布时的资料、观点和预测，

可能在随后会作出调整。2、本材料中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。