

现券情绪走弱，利率曲线熊陡

观点：

上周资金利率下行，R007 与 DR007 差值在低位区间；央行公告国债借入操作，是对央行前期预期引导的进一步维护，短期预计带动长债利率回升。DR001、DR007、DR014、DR021 分别为 1.76%、1.81%、1.82%、1.82%，分别较上期变动-15.2bp、-35.8bp、-28.8bp、-18.1bp。Shibor1M、3M、6M、9M、1Y 分别为 1.89%、1.91%、1.96%、2.00%、2.02%，分别较上期变动-1.2bp、-1.0bp、-2.1bp、-2.8bp、-3.4bp。国债期货收跌，7 月 5 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 6 月 28 日变动-0.04%、-0.09%、-0.18%。截至 7 月 5 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 6 月 28 日收盘变动-1.00bp、2.23bp、2.22bp、7.21bp、8.53bp、8.31bp、5.25bp 至 1.532%、1.820%、1.997%、2.275%、2.446%、2.510%、2.525%。

上周央行明确将开展国债借入再卖出的操作，债市情绪较弱，利率债尤其是长端利率持续调整上行，除 5Y-3Y、30Y-20Y 及 50Y-30Y 外其余期限的国债期限利差均走阔，国债收益率曲线熊陡，而信用债方面依旧延续资产荒行情。若市场对于央行开展预期引导的反应平淡，央行有可能进一步加大预期引导力度，并开始使用其他政策工具。目前央行借入国债的具体操作量还不明确，后续债券的卖出需要基于央行持有的国债情况，力度如何还需进一步观察，同时卖债落地将加速资金回笼过程，需要注意债市回调风险。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 6月财新中国制造业 PMI 录得 51.8%，较 5 月上升 0.1 个百分点，连续八个月高于荣枯线，为 2021 年 6 月以来最高，显示制造业生产经营活动扩张加速。

(2) 中指研究院最新发布《百城价格指数报告》显示，6 月份，百城新建住宅价格为 16421 元/平方米，环比上涨 0.15%，涨幅较上月收窄 0.1 个百分点，连续 10 个月上涨；同比上涨 1.5%，涨幅较上月扩大 0.17 个百分点。从新建住宅价格涨跌城市数量看，39 个城市房价环比上涨，35 个城市房价环比下跌，26 个城市房价环比持平；同比方面，55 个城市房价同比上涨，44 个城市房价同比下跌，1 个城市房价同比持平。

(3) 6月财新中国服务业 PMI 为 51.2%，低于 5 月 2.8 个百分点，降至 2023 年 11 月以来最低，显示服务业景气度回落。6 月财新中国综合 PMI 为 52.8%，环比回落 1.3 个百分点。

(4) 美国 6 月失业率 4.1%，预期 4.0%，前值 4.0%。就业参与率 62.6%，预期 62.6%，前值 62.5%。U6 失业率 7.4%，前值 7.4%。平均每周工时 34.3 小时，预期 34.3 小时，前值 34.3 小时。

(5) 美国 6 月 ISM 制造业 PMI 为 48.5，预期 49.1，前值 48.7。其中分项，产出指数 48.5，前值 50.2；物价支付指数 52.1，预期 55.4，前值 57.0；就业指数 49.3，预期 50.0，前值 51.1；库存指数 45.4，前值 47.9；新订单指数 49.3，预期 49，前值 45.4。

(6) 中国 6 月末外汇储备 32223.58 亿美元，环比减少 96.81 亿美元；6 月末黄金储备 7280 万盎司（约 2264.33 吨），与上个月持平。

1.2 时政新闻

(1) 国务院副总理何立峰在北京主持召开外资工作座谈会。何立峰指出，要坚持目标导向和问题导向，抓紧落实已出台的各项政策，进一步放宽市场准入，破除不合理限制，把超大规模市场优势转化成实实在在的引资优势。外资大省要扛起责任、发挥更大作用，加大精准招商引资力度，强化服务保障，推动外资项目加快落地建设，发挥好自由贸易试验区、国家级经济技术开发区、综合保税区、国家服务业扩大开放综合试点等各类开放平台的作用，办好重点投资展会，积极探索适应新形势的引资新思路新模式。

(2) 国务院总理李强出席 2024 世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议开幕式并致辞。李强提出三点建议：一是深化创新合作，释放智能红利。二是推动普惠发展，弥合智能鸿沟。携手打造开放、公平、非歧视的人工智能发展环境，帮助发展中国家加强能力建设，推进网络、算力、数据等普惠化，为广大中小企业和普通民众提供低门槛、低价格的人工智能服务，实现更大程度的数字包容。三是加强协同共治，确保智能向善。加强发展战略、治理规则、技术标准等对接协调，推动建立普遍参与的国际机制，形成具有广泛共识的治理框架和标准规范，确保人工智能发展安全、可靠、可控，始终符合人类的根本利益和价值标准。

(3) 国务院办公厅印发《政府采购领域“整顿市场秩序、建设法规体系、促进产业发展”三年行动方案（2024-2026 年）》，在政府采购工程项目中落实扶持政策，适用招标投标法的政府采购工程项目要全面落实政府采购支持中小企业政策，对超过 400 万元的工程采购项目中适宜由中小企业提供的，预留份额由 30%以上阶段性提高至 40%以上的政策延续至 2026 年底；助力中小企业“政采贷”，建立与金融机构共享中央本级政府采购信息的渠道，向商业银行及时提供中央部门政府采购合同等相关信息。

(4) 商务部等 14 部门联合发布的《推动消费品以旧换新行动方案》落地已近 3 个月，部分省市配套出台的补贴政策迎来阶段性收官。当前政府部门对政策落地成效评估相对积极，新一轮补贴活动正酝酿开展。其中，财政资金支持与金融机构优惠叠加的合力，仍是未来推进消费品“以旧换新”的重头戏。

(5) 人民银行网站 7 月 1 日披露，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。专家表示，央行借券到二级市场卖出，将影响债券二级市场供求关系，从而影响利率走势，避免利率过度偏离合理水平。

2、上周资金市场

7月1日-7月5日，央行公开市场投放100亿元，逆回购到期7500亿元，净回笼7400亿元。

上周资金面均衡偏松，各期限资金利率下行。资金价格方面，R001、R007周均值分别报收1.79%、1.88%，分别较上周下行28.05bp、45.13bp。上周机构加杠杆意愿抬升，质押式回购成交量周均值为6.64万亿元、周度环比上行26.00%，其中隔夜质押式回购成交量周度均值5.90万亿元、周度环比上行41.38%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.858	1.958	1.791	1.882	1.936
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	0.197	-0.271	0.212	-0.143	-0.461

数据来源：Wind，富荣基金

表 2、日度资金利率 (%)

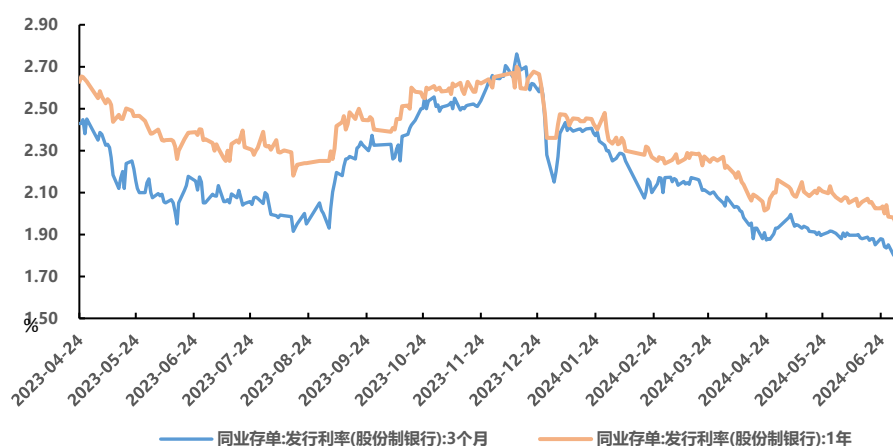
日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2024/7/5	1.80	1.86	1.76	1.81	1.908
2024/7/4	1.77	1.85	1.72	1.80	1.910
2024/7/3	1.75	1.86	1.69	1.79	1.914
2024/7/2	1.78	1.88	1.71	1.79	1.917
2024/7/1	1.82	1.97	1.74	1.80	1.917

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单一年期发行占比上升，一级收益率下行。上周同业存单总计发行2331亿元，

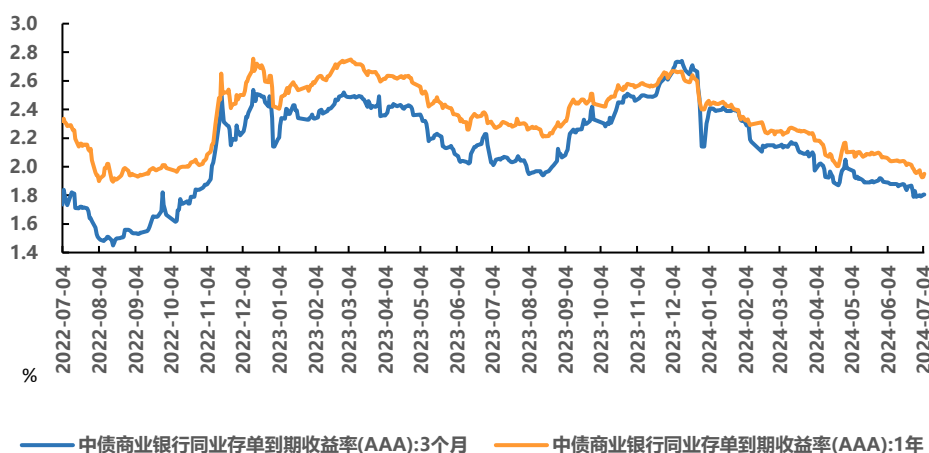
净融资 1365 亿元。存单加权平均发行期限 9.35 个月，6 月、1 年期存单发行占比上升。发行利率方面，1 月期、3 月期、6 月期、9 月期、1 年期发行利率分别变动+0.46bp、-2.00bp、-9.42bp、-2.00bp、-4.17bp 至 1.865%、1.830%、1.998%、1.910%、1.943%。二级市场方面，1M、3M、6M、9M、1 年期限存单收益率分别变动-3.00bp、+1.43bp、+2.41bp、-0.17bp、-0.50bp 至 1.79%、1.804%、1.897%、1.946%、1.950%。

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 848 元/吨环比下降 1.17%，煤价持续下跌。PTA 开工率环比上涨 0.09pct 至 76.61%，高炉开工率环比下降 0.3pct 至 82.79%。兰格钢价指数 142.50 较前一周上涨 0.64%，高线、长材和角钢兰格指数分别上涨 1.34%、1.22%、0.69%。南华玻璃指数 2145.54 环比下降 2.31%，玻璃价格继续回调。长江有色铜价周度均价环比上涨 2.68%；LME 铜均价周度上涨 3.51%。

出口方面，集运价格涨幅收窄，CCFI 综合指数为 2011.33 上涨 4.62%，SCFI 综合指数为 3733.80 点上涨 0.52%。进口方面，CDFI 综合指数为 1262.86 点，较前一周下降 1.96%；市场热度下降，运价走跌，BDI 环比下降 4.10%至 1966 点。

通胀方面，猪肉价格转涨，猪肉批发平均价格为 24.43 元/公斤上涨 0.91%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 4.64 元/公斤环比上涨 3.80%，蔬菜价格连涨两周；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.15 元/公斤环比下降 2.19%；农产品批发价格 200 指数为 114.23 点，环比上涨 1.62%。

地产方面，新房销售季末冲刺影响消退，30 大中城市商品房成交面积 150.71 万平方米环周下降 41.64%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别下降 38.30%、45.39%和 37.27%至 40.63 万平方米、71.40 万平方米、38.68 万平方米。水泥整体处于供强需弱的去库阶段，水泥价格指数 116.78 环比下降 0.75%。

消费方面，截至 7 月 5 日，布伦特、WTI 油价环比分别上涨 0.51%、1.99%，EIA 显示美国原油及成品油库存超预期减少，夏季出行旺季对需求预期较为乐观，叠加地缘政治局势升温，油价强势上涨。据乘联会披露，6 月 1 日-30 日乘用车零售 5.8 万辆，同比-8%、环比 5 月同期+2%。其中 6 月 24 日-30 日，零售同比-1%，季末冲刺单周环比+17%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	24.43	24.21	0.91%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	4.64	4.47	3.80%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.15	7.31	-2.19%
	鸡蛋(元/公斤)	9.09	8.89	2.25%
	农产品批发价格 200 指数	114.23	112.41	1.62%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	114.16	112.05	1.88%
进出口	CCFI	2011.33	1922.46	4.62%
	SCFI	3733.80	3714.32	0.52%
	BDI	1966.00	2050.00	-4.10%
	CDFI	1262.86	1288.12	-1.96%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	848.00	858.00	-1.17%
	PTA 开工率	76.61%	76.52%	0.0009
	兰格钢价指数	142.50	141.60	0.64%
	兰格钢价指数:高线	159.10	157.00	1.34%
	兰格钢价指数:长材	149.70	147.90	1.22%
	兰格钢价指数:角钢	160.30	159.20	0.69%
	高炉开工率(247 家)	82.79%	83.13%	-0.003
	南华玻璃指数	2145.54	2196.22	-2.31%
	长江有色铜(元/吨)	79950.00	77860.00	2.68%
	LME 铜(美元/吨)	9809.00	9476.50	3.51%
投资	水泥价格指数	116.78	117.66	-0.75%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	150.71	258.26	-41.64%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	40.63	65.85	-38.30%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	71.40	130.76	-45.39%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	38.68	61.66	-37.27%
	布伦特原油(美元/桶)	86.54	86.41	0.15%
消费	WTI 原油(美元/桶)	83.16	81.54	1.99%

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

短端利率持续下行，长端回调，曲线走陡。国债期货收跌，7月5日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较6月28日变动-0.04%、-0.09%、-0.18%。截至7月5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6月28日收盘变动-1.00bp、2.23bp、2.22bp、7.21bp、8.53bp、8.31bp、5.25bp至1.532%、1.820%、1.997%、2.275%、2.446%、2.510%、2.525%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1.00	2.95	2.13	6.96
国开	1.57	1.77	2.74	6.34
口行	2.58	0.56	2.50	3.83
农发	2.90	1.62	2.89	4.05

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	22.22%	24.40%	14.73%	5.70%
国开	27.26%	15.07%	2.11%	4.07%
口行	29.54%	11.66%	1.70%	2.18%
农发	27.63%	11.40%	2.02%	2.37%

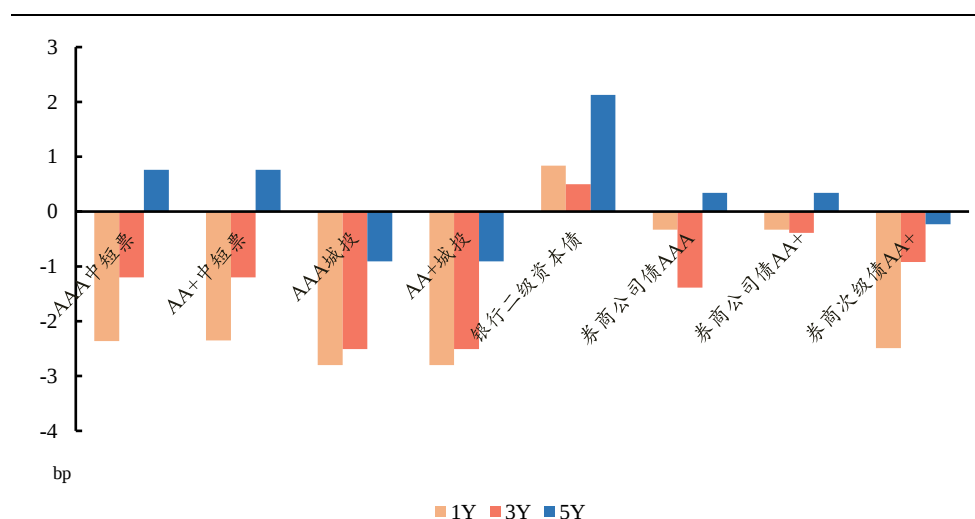
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

上周信用债合计发行 2386 亿元，偿还 1296 亿元，实现净融资 1090 亿元，其中城投债净融入 475 亿元，产业债净融入 615 亿元。发行期限方面，1 年内、1-3 年、3-5 年及 5 年期以上信用债发行占比分别为 36%、20%、25%、20%，加权发行期限为 5.15 年。

信用债中短端继续走强，在利率债回调的情况下，信用利差多被动收窄。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 2.80bp、2.51bp、0.91bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 0.84bp、0.50bp、2.13bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 0.33bp、1.39bp、上行 0.34bp；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 2.49bp、0.92bp、0.23bp。信用利差收窄，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 4.37bp、4.28bp、3.65bp，分别处于 2018 年的 20.77%、9.21%和 1.62%历史分位数；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 0.73bp、1.27bp、0.61bp，分别处于 2018 年的 17.31%、0.87%和 1.06%历史分位数；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 1.90bp、3.16bp、2.40bp，分别处于 2018 年的 26.39%、10.15%和 1.31%历史分位数；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 4.06bp、2.69bp、2.97bp，分别处于 2018 年的 18.72%、5.16%和 2.67%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	-3.93	-2.97	-1.98
AA+中短票	-3.92	-2.97	-1.98

AAA 城投	-4.37	-4.28	-3.65
AA+城投	-4.37	-4.28	-3.65
银行二级资本债	-0.73	-1.27	-0.61
券商公司债 AAA	-1.90	-3.16	-2.40
券商公司债 AA+	-1.90	-2.16	-2.40
券商次级债 AA+	-4.06	-2.69	-2.97

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	20.40%	4.35%	1.58%
AA+中短票	13.29%	3.20%	1.35%
AAA 城投	20.77%	9.21%	1.62%
AA+城投	13.14%	5.37%	1.18%
银行二级资本债	17.31%	0.87%	1.06%
券商公司债 AAA	26.39%	10.15%	1.31%
券商公司债 AA+	15.68%	7.10%	1.06%
券商次级债 AA+	18.72%	5.16%	2.67%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周资金利率下行，R007 与 DR007 差值在低位区间；央行公告国债借入操作，是对央行前期预期引导的进一步维护，短期预计带动长债利率回升。DR001、DR007、DR014、DR021 分别为 1.76%、1.81%、1.82%、1.82%，分别较上期变动-15.2bp、-35.8bp、-28.8bp、-18.1bp。Shibor1M、3M、6M、9M、1Y 分别为 1.89%、1.91%、1.96%、2.00%、2.02%，分别较上期变动-1.2bp、-1.0bp、-2.1bp、-2.8bp、-3.4bp。国债期货收跌，7 月 5 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 6 月 28 日变动-0.04%、-0.09%、-0.18%。截至 7 月 5 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 6 月 28 日收盘变动-1.00bp、2.23bp、2.22bp、7.21bp、8.53bp、8.31bp、5.25bp 至 1.532%、1.820%、1.997%、2.275%、2.446%、2.510%、2.525%。

上周央行明确将开展国债借入再卖出的操作，债市情绪较弱，利率债尤其是长端利率持续调整上行，除 5Y-3Y、30Y-20Y 及 50Y-30Y 外其余期限的国债期限利差均走阔，国债收益率曲线熊陡，而信用债方面依旧延续资产荒行情。若市场对于央行开展预期引导的反应平淡，央行有可能进一步加大预期引导力度，并开始使用其他政策工具。目前央行借入国债的具体操作量还不明确，后续债券的卖出需要基于央行持有的国债情况，力度如何还需进一步观察，同时卖债落地将加速资金回笼过程，需要注意债市回调风险。

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。