

资金面宽松，债券市场先跌后涨

观点：

上周资金面均衡宽松，央行宣布重启正回购操作，短债回调明显，基本面弱复苏持续对债市长端有所支撑。DR001、R001、DR007、R007 分别较上周五下降 8.7bp、8.4bp、0.4bp、2.2bp 至 1.68%、1.72%、1.80%、1.83%。非银流动性仍较充裕，流动性分层减弱，R001-DR001、R007-DR007 利差分别压缩至 4bp、3bp。国债期货收涨，7 月 12 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 7 月 5 日变动 0.03%、0.05%、0.10%。截至 7 月 12 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 7 月 5 日收盘变动 1.08bp、-0.17bp、0.14bp、-1.49bp、-1.20bp、-1.73bp、-1.50bp 至 1.54%、1.82%、2.00%、2.26%、2.43%、2.49%、2.51%。

上周债市维持震荡，短债收益率回调，长债有所走强。一方面，受央行宣布重启正回购操作影响，市场预期对于调控资金面的影响较大，短债回调明显；另一方面，基本面弱复苏持续，对债市长端有所支撑。中长期来看，预计三季度债市波动加大，但基本面决定了不具备大幅调整的基础，中长期趋势没有结束。后续需关注 7 月政治局会议在政策基调上的边际变化，以及在货币、财政、地产政策等方面的增量表述，是否强化基本面修复预期。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 我国 6 月 CPI 同比上涨 0.2%，预期上涨 0.4%，前值 0.3%。其中，6 月食品价格同比下降 2.1%，非食品价格上涨 0.8%。6 月份 CPI 环比下降 0.2%，其中，食品价格下降 0.6%，非食品价格下降 0.2%。6 月 PPI 同比降 0.8%，预期降 0.8%，前值降 1.4%。

(2) 我国 6 月出口（以美元计价）同比增长 8.6%，前值增 7.6%；进口下降 2.3%，前值增 1.8%；贸易顺差 990.5 亿美元，前值 826.2 亿美元。上半年我国进出口总值 2.98 万亿美元，同比增长 2.9%。其中，出口 1.71 万亿美元，增长 3.6%；进口 1.27 万亿美元，增长 2%；贸易顺差 4350 亿美元，扩大 8.6%。

(3) 我国上半年人民币贷款增加 13.27 万亿元。分部门看，住户贷款增加 1.46 万亿元；企（事）业单位贷款增加 11 万亿元。6 月末广义货币（M2）余额 305.02 万亿元，同比增长 6.2%；狭义货币（M1）余额 66.06 万亿元，同比下降 5%。流通中货币(M0)余额 11.77 万亿元,同比增长 11.7%。

(4) 美国 6 月末季调 CPI 同比升 3.0%，预期升 3.1%，前值升 3.3%；季调后 CPI 环比降 0.1%，预期升 0.1%，前值持平。6 月 PPI 同比升 2.6%，预期升 2.3%，前值升 2.2%；环比升 0.2%，预期升 0.1%，前值从降 0.2%修正为持平。核心 PPI 同比升 3.0%，预期升 2.5%，前值从升 2.3%修正为升 2.6%；环比升 0.4%，预期升 0.2%，前值从持平修正为升 0.3%。

1.2 时政新闻

(1) 央行公告称，为保持银行体系流动性合理充裕，提高公开市场操作的精准性和有效性，从即日起，将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日 16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。如果当日开展操作，操作结束后将发布《公开市场业务交易公告》。

(2) 国家领导人在北京钓鱼台国宾馆会见匈牙利总理欧尔班。国家领导人指出，7 月 15 日至 7 月 18 日，中国共产党二十届三中全会将在北京召开，中国将进一步全面深化改革，推动高质量发展和高水平对外开放。这将为中匈合作提供新机遇、注入新动能。双方要保持高层交往，深化政治互信，密切战略沟通协作，继续坚定相互支持，加强各领域务实合作，高质量共建“一带一路”，持续丰富中匈新时代全天候全面战略伙伴关系内涵，更好造福人民。

(3) 中证协就《程序化交易委托协议（示范文本）》征求意见，对券商和程序化交易投资者的权责范围作出约定。根据征求意见稿，投资者首次开展程序化交易前，应当向券商报告，在券商对其提交的信息进行充分核查并确认无误后，方可进行程序化交易。券商有权对投资者的程序化交易行为进行监测识别，对投资者的程序化交易报告信息进行充分核查，包括但不限于对投资者身份进行穿透核查，对账户资金信息、账户交易信息和交易软件信息进行核查。投资者存在拒绝配合券商就程序化交易开展尽职调查，或者拒绝接受券商的核查和检查等多种行为的，券商有权采取拒绝投资者程序化交易委托、撤销相关申报等措施，并向监管机构和证券交易所报告。

(4) 中国人民银行金融市场司副司长江会芬表示，人民银行将启动支持境外机构使用

债券通北向债券缴纳互换通保证金业务，这一业务将进一步拓展人民币债券作为离岸合格担保品的应用场景，有利于盘活境外机构持有的境内人民币债券，也有利于降低境外机构参与互换通的成本。人民银行将与香港方面共同做好筹备工作，推动北向通债券缴纳互换通保证金业务尽快上线。

(5) 国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业界座谈会，听取对当前经济形势和下一步经济工作的意见建议。李强强调，巩固和增强经济回升向好态势，要坚持创新驱动发展，培育壮大新动能。要发挥企业主体作用，有针对性地加大政策支持，促进更多关键核心技术取得新突破。要改革不合理体制机制，更好调动各方面积极性主动性创造性，把全社会的创新活力充分激发出来，把各类创新资源组织好、运用好，持续释放巨大创新力量。

(6) 国务院同意自即日起，在沈阳市、南京市、杭州市、武汉市、广州市、成都市等6个服务业扩大开放综合试点城市暂时调整实施《民办非企业单位登记管理暂行条例》、《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》等的有关规定。国务院有关部门、相关省市人民政府要根据上述调整，抓紧对本部门、本省市制定的规章和规范性文件作相应调整，统筹发展和安全，建立与服务业扩大开放综合试点任务相适应的管理制度。

(7) 商务部、央行、金融监管总局、国家外汇局联合印发《关于加强商务和金融协同更大力度支持跨境贸易和投资高质量发展的意见》，各地商务主管部门要密切跟踪国际贸易救济领域及其他贸易限制措施动向，积极防范和应对对我滥用相关措施风险。做好贸易政策合规评估，确保相关政策符合世贸组织规则和我加入世贸组织承诺。加强对外投资合作项目风险防控。支持驻外使领馆经商机构发挥作用，及时向中资企业和金融机构提供信息服务和业务指导。

2、上周资金市场

7月8日-7月12日，央行公开市场投放100亿元；逆回购到期100亿元。本周MLF回笼1030亿元；逆回购到期100亿元，到期量等于前一周。

资金面均衡偏松，机构杠杆环比抬升。R001、DR001较7月5日分别下行8bp、9bp至1.72%、1.68%。3M存单发行利率先下后上再回落，FR007-1Y互换利率先上后下；至7月12日，半年国股银票转贴现价为1.11%，较7月5日下行7bp。上周机构加杠杆意愿抬升，质押式回购成交量周均值为7.04万亿元，周度环比上行5.99%，其中隔夜质押式回购成交量周度均值为6.31万亿元，周度环比上行6.94%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.842	1.946	1.773	1.868	1.927
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	0.182	-0.283	0.195	-0.157	-0.470

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
2024/7/12	1.72	1.83	1.68	1.80	1.899
2024/7/11	1.72	1.84	1.67	1.80	1.904
2024/7/10	1.70	1.85	1.64	1.80	1.906
2024/7/9	1.74	1.87	1.68	1.80	1.907
2024/7/8	1.80	1.87	1.75	1.82	1.907

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单净融资转负，1 年期存单收益率与前一周基本持平。上周同业存单发行规模上行，净融资额转负，同业存单总计发行 5242 亿元，净融资额-1141.60 亿元。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-1.61bp、+2.80bp、+9.38bp、+6.75bp、+3.96bp 至 1.850%、1.858%、2.039%、1.978%、1.983%。二级市场方面，1M、3M、6M、9M、1 年期限存单收益率分别变动 0.00bp、+0.24bp、+0.48bp、-0.13bp、+0.25bp 至 1.79%、1.807%、1.901%、1.945%、1.953%。

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 855 元/吨环比上涨 0.83%，煤价环比回涨。PTA 开工率环比上涨 2.43pct 至 79.04%，高炉开工率环比下降 0.3pct 至 82.48%。兰格钢价指数 140.50 较前一周下降 1.40%，高线、长材和角钢兰格指数分别下降 1.38%、1.60%、1.19%。南华玻璃指数 2073.74 环比下降 3.35%，玻璃价格持续走低。长江有色铜价周度均价环比下降 1.35%；LME 铜均价周度下降 1.39%。

出口方面，中国出口集装箱运输市场行情整体回调，远洋航线因各自供需基本面的差异走势出现分化，CCFI 综合指数为 2085.05 上涨 3.67%，SCFI 综合指数为 3674.86 点下降 1.58%。进口方面，CDFI 综合指数为 1219.02 点，较前一周下降 3.47%；BDI 环比上涨 1.58%至 1997 点。

通胀方面，食品价格涨幅扩大，猪肉批发平均价格为 24.73 元/公斤上涨 1.23%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 4.79 元/公斤环比上涨 3.23%，蔬菜价格持续上涨；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.25 元/公斤环比上涨 1.40%；农产品批发价格 200 指数为 116.49 点，环比上涨 2.04%。

地产方面，新房销售环比回落，30 大中城市商品房成交面积 130.54 万平方米环周下降 13.46%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别下降 8.95%、5.93%和 32.04%至 36.99 万平方米、67.17 万平方米、26.37 万平方米。水泥价格指数 119.10 环比上涨 1.99%，结束连续下跌趋势。

消费方面，截至 7 月 12 日，布伦特、WTI 油价环比分别下降 1.74%、1.14%，由涨转跌。据乘联会披露，7 月 1 日-7 日乘用车零售 3.9 万辆，同比+6%，环比+9%，零售表现转强；乘用车批发 2.8 万辆，同比、环比分别-26%、-21%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	24.73	24.43	1.23%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	4.79	4.64	3.23%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.25	7.15	1.40%
	鸡蛋(元/公斤)	9.60	9.09	5.61%
	农产品批发价格 200 指数	116.22	114.23	1.74%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	116.49	114.16	2.04%
进出口	CCFI	2085.05	2011.33	3.67%
	SCFI	3674.86	3733.80	-1.58%
	BDI	1997.00	1966.00	1.58%
	CDFI	1219.02	1262.86	-3.47%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	855.00	848.00	0.83%
	PTA 开工率	79.04%	76.61%	0.0243
	兰格钢价指数	140.50	142.50	-1.40%
	兰格钢价指数:高线	156.90	159.10	-1.38%
	兰格钢价指数:长材	147.30	149.70	-1.60%
	兰格钢价指数:角钢	158.40	160.30	-1.19%
	高炉开工率(247 家)	82.48%	82.79%	-0.003
	南华玻璃指数	2073.74	2145.54	-3.35%
	长江有色铜(元/吨)	78870.00	79950.00	-1.35%
	LME 铜(美元/吨)	9673.00	9809.00	-1.39%
投资	水泥价格指数	119.10	116.78	1.99%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	130.54	150.84	-13.46%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	36.99	40.63	-8.95%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	67.17	71.40	-5.93%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	26.37	38.81	-32.04%
	布伦特原油(美元/桶)	85.03	86.54	-1.74%
消费	WTI 原油(美元/桶)	82.21	83.16	-1.14%

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

债市维持震荡，短债收益率回调，长债有所走强。国债期货收涨，7月12日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较7月5日变动0.03%、0.05%、0.10%。截至7月12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7月5日收盘变动1.08bp、-0.17bp、0.14bp、-1.49bp、-1.20bp、-1.73bp、-1.50bp至1.54%、1.82%、2.00%、2.26%、2.43%、2.49%、2.51%。

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%

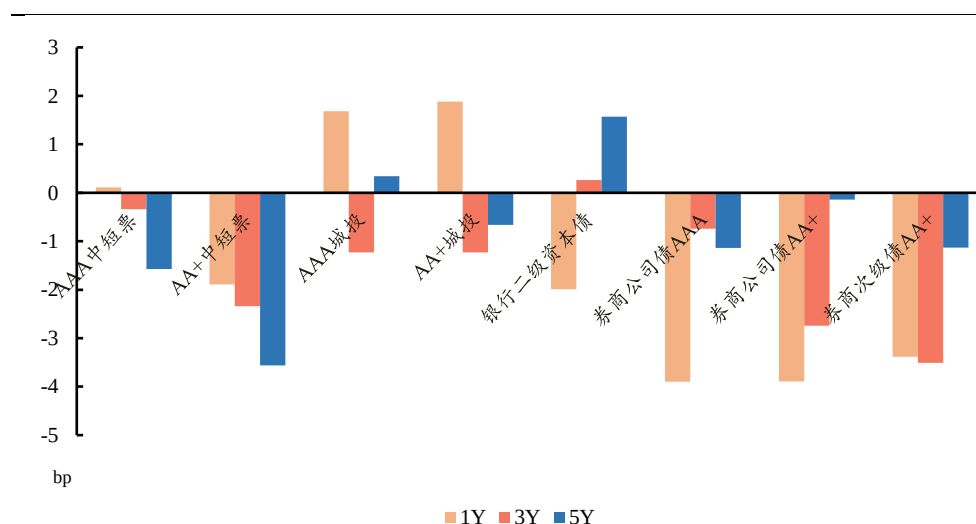
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

上周信用债净融资环比减少、城投债净融资额环比增加。信用债发行规模 3161.60 亿元，净融资额 768.35 亿元，年初以来信用债合计净融资 1.39 万亿元，其中城投债合计净融资仅 2,224.55 亿元。取消发行方面，债券取消发行 25 亿元。

信用债收益率走势分化，中短久期信用债表现较好。信用债收益率表现有所分化，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 1.68bp、下行 1.23bp、上行 0.34bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 1.99bp、上行 0.26bp、1.57bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 3.90bp、0.74bp、1.14bp；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 3.38bp、3.51bp、1.13bp。信用利差分化，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别扩大 0.91bp、收窄 1.78bp、扩大 1.58bp，分别处于 2018 年的 22.01%、6.71% 和 3.94% 历史分位数；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 2.76bp、0.29bp、扩大 2.81bp，分别处于 2018 年的 13.27%、0.53% 和 4.13% 历史分位数；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 4.67bp、1.29bp、扩大 0.10bp，分别处于 2018 年的 20.00%、8.19% 和 1.44% 历史分位数；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 4.15bp、4.06bp、扩大 0.11bp，分别处于 2018 年的 13.10%、1.57% 和 2.79% 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	-0.66	-0.89	-0.33
AA+中短票	-2.66	-2.89	-2.32

AAA 城投	0.91	-1.78	1.58
AA+城投	1.11	-1.78	0.58
银行二级资本债	-2.76	-0.29	2.81
券商公司债 AAA	-4.67	-1.29	0.10
券商公司债 AA+	-4.66	-3.29	1.10
券商次级债 AA+	-4.15	-4.06	0.11

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	19.46%	2.95%	1.13%
AA+中短票	9.45%	-0.15%	-1.22%
AAA 城投	22.01%	6.71%	3.94%
AA+城投	14.56%	3.65%	1.83%
银行二级资本债	13.27%	0.53%	4.13%
券商公司债 AAA	20.00%	8.19%	1.44%
券商公司债 AA+	9.75%	3.48%	2.24%
券商次级债 AA+	13.10%	1.57%	2.79%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周资金面均衡宽松，央行宣布重启正回购操作，短债回调明显，基本面弱复苏持续对债市长端有所支撑。DR001、R001、DR007、R007 分别较上周五下降 8.7bp、8.4bp、0.4bp、2.2bp 至 1.68%、1.72%、1.80%、1.83%。非银流动性仍较充裕，流动性分层减弱，R001-DR001、R007-DR007 利差分别压缩至 4bp、3bp。国债期货收涨，7 月 12 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 7 月 5 日变动 0.03%、0.05%、0.10%。截至 7 月 12 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 7 月 5 日收盘变动 1.08bp、-0.17bp、0.14bp、-1.49bp、-1.20bp、-1.73bp、-1.50bp 至 1.54%、1.82%、2.00%、2.26%、2.43%、2.49%、2.51%。

上周债市维持震荡，短债收益率回调，长债有所走强。一方面，受央行宣布重启正回购操作影响，市场预期对于调控资金面的影响较大，短债回调明显；另一方面，基本面弱复苏持续，对债市长端有所支撑。中长期来看，预计三季度债市波动加大，但基本面决定了不具备大幅调整的基础，中长期趋势没有结束。后续需关注 7 月政治局会议在政策基调上的边际变化，以及在货币、财政、地产政策等方面的增量表述，是否强化基本面修复预期。

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。