

资金利率上升，曲线陡峭下移

观点：

上周央行呵护流动性较为积极，利率债长端震荡，短端表现优于长端。资金面收敛明显，资金利率普遍上行，隔夜资金利率上行幅度较大，R001、R007 周均值分别上行 20.7bp、5.3bp 至 1.94%、1.91%。机构杠杆大幅压降，银行间质押式回购成交量下行 13.2% 至 6.10 万亿元。国债期货收涨，7 月 19 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 7 月 12 日变动 0.06%、0.15%、0.20%。截至 7 月 19 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 12 日收盘变动-1.66bp、-1.31bp、-4.48bp、0.10bp、0.62bp、-0.94bp、-0.75bp 至 1.526%、1.805%、1.953%、2.261%、2.440%、2.483%、2.503%。

资金方面，上周央行维稳持续大额净投放推动短端持续下行，后续央行态度将成为关键，如快速回笼，预计对短端有一定扰动。短期央行操作可能会影响债市情绪，央行对长债的调控是债市较大的利空因素，市场收益率或仍有波动。当前市场对基本面修复的预期逐步有所固化，对于基本面多空因素的敏感度有所下降，仅数据层面的改善或者走弱，也愈发难以驱动债市利率的明显反弹或者大幅下行。上周市场聚焦于三中全会，但由于会议聚焦改革等中长期问题，对短期债市走势影响依旧较为有限，后续关注二十届三中全会具体改革措施对资本市场的影响。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 7 月 22 日，央行：为优化公开市场操作机制，从即日起，公开市场 7 天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，同时，为进一步加强逆周期调节，加大金融支持实体经济力度，即日起，公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.80% 调整为 1.70%。为增加可交易债券规模，缓解债市供求压力，自本月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利（MLF）参与机构，可申请阶段性减免 MLF 质押品。

(2) 7 月 LPR 报价：一年期、5 年期以上品种均下调 10bp。具体来看，1 年期 LPR 报 3.35%，5 年期以上品种报 3.85%。此外，央行表示，自 7 月 22 日起，将 LPR 发布时间由每月 20 日（遇节假日顺延）上午 9 时 15 分调整为 9 时。

(3) 中国第二季度 GDP 同比增长 4.7%，预期增 5.1%，一季度 GDP 增速为 5.3%。从环比看，二季度 GDP 增长 0.7%。中国上半年国内生产总值 616836 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.0%。分产业看，第一产业增加值 30660 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 236530 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 349646 亿元，增长 4.6%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%。从环比看，二季度 GDP 增长 0.7%。

(4) 中国上半年固定资产投资（不含农户）245391 亿元，同比增长 3.9%，预期增 3.9%，1-5 月增 4.0%。其中，民间固定资产投资 127278 亿元，同比增长 0.1%。从环比看，6 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.21%。6 月社会消费品零售总额同比增长 2%，前值增 3.7%。1-6 月份，社会消费品零售总额 235969 亿元，同比增长 3.7%。

(5) 中国上半年城镇调查失业率平均值为 5.1%，同比下降 0.2 个百分点。6 月全国城

镇调查失业率为 5%，环比持平，同比下降 0.2 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 4.9%；全国企业就业人员周平均工作时间为 48.6 小时。

（6）国家能源局：6 月份，全社会用电量 8205 亿千瓦时，同比增长 5.8%；从分产业用电看，第一产业用电量 128 亿千瓦时，同比增长 5.4%；第二产业用电量 5304 亿千瓦时，增长 5.5%；第三产业用电量 1607 亿千瓦时，增长 7.6%；城乡居民生活用电量 1166 亿千瓦时，同比增长 5.2%；1-6 月，全社会用电量累计 46575 亿千瓦时，同比增长 8.1%。

1.2 时政新闻

(1) 国家发改委、国家能源局印发《煤电低碳化改造建设行动方案(2024-2027 年)》。到 2025 年，首批煤电低碳化改造建设项目全部开工，转化应用一批煤电低碳发电技术；到 2027 年，煤电低碳发电技术路线进一步拓宽，建造和运行成本显著下降；相关项目度电碳排放较 2023 年同类煤电机组平均碳排放水平降低 50%左右、接近天然气发电机组碳排放水平，对煤电清洁低碳转型形成较强的引领带动作用。

(2) 财政部发布《关于节能节水、环境保护、安全生产专用设备数字化智能化改造企业所得税政策的公告》，企业在 2024 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间发生的专用设备数字化、智能化改造投入，不超过该专用设备购置时原计税基础 50%的部分，可按照 10%比例抵免企业当年应纳税额。

(3) 党的二十届三中全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。习近平就《决定（讨论稿）》向全会作了说明。

(4) 二十届三中全会公报：科学的宏观调控、有效的政府治理是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求；必须完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性；要完善国家战略规划体系和政策统筹协调机制，深化财税体制改革，深化金融体制改革，完善实施区域协调发展战略机制。

(5) 二十届三中全会公报指出，开放是中国式现代化的鲜明标识。必须坚持对外开放基本国策，坚持以开放促改革，依托我国超大规模市场优势，在扩大国际合作中提升开放能力，建设更高水平开放型经济新体制。要稳步扩大制度型开放，深化外贸体制改革，深化外商投资和对外投资管理体制改革，优化区域开放布局，完善推进高质量共建“一带一路”机制。

(6) 中央财办韩文秀表示，要完善中央和地方财政关系，增加地方自主财力，扩展地方税源，提升市县财力同事权相匹配的程度，适度加强中央事权，提高中央财政支出比例，不得违规要求地方安排配套资金，研究与新业态相适应的税收制度；完善民营企业参与国家重大项目建设的长效机制，支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务，规范涉民营企业行政检查。要完善中央和地方财政关系，增加地方自主财力，扩展地方税源，提升市县财力同事权相匹配的程度，适度加强中央事权，提高中央财政支出比例，不得违规要求地方安排配套资金，研究与新业态相适应的税收制度；完善民营企业参与国家重大项目建设的长效机制，支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务，规范涉民营企业行政检查。

(7) 北京市商品住房“以旧换新”活动正式启动。北京市将为“卖旧房买新房”的置换业主，在旧房出售、购买新房、过渡居住、购买家居家电等换房全链条过程中提供优惠，更好支持居民合理的梯度置业需求。据悉，首批参加倡议的31个新建商品房项目共涉及房源9000余套。

(8) 国常会：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，优化设备更新项目支持方式，将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造，降低申报门槛，简化审批流程。支持老旧营运船舶、老旧营运货车报废更新，提高农业机械、新能源公交车等更新补贴标准，提高设备更新贷款财政贴息比例，支持地方增强消费品以旧换新能力，加大汽车报废更新、家电产品以旧换新补贴力度，落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。

(9) 央行：始终保持货币政策稳健性，充实货币政策工具箱，完善货币政策传导机制，提高资金使用效率，为经济持续回升向好和高质量发展营造良好的货币金融环境；健全货币政策沟通机制，有效稳定和引导市场预期；把握好经济增长、经济结构调整、金融风险

防范之间的动态平衡，促进经济和金融良性循环、健康发展；履行好最后贷款人职责，强化金融稳定保障体系，筑牢金融安全网；完善宏观审慎政策和工具体系，推动宏观审慎管理与微观审慎监管、行为监管等相互配合、形成合力，维护金融市场整体稳定。

（10）证监会主席吴清主持召开党委（扩大）会议，强调坚持用改革的办法破解制约资本市场平稳健康发展的深层次矛盾和问题，增强资本市场内在稳定性；进一步增强资本市场对科技创新的包容性、适配性，培育壮大耐心资本，做好金融“五篇大文章”，引导更多资源要素向新质生产力集聚；完善债券违约、私募、交易场所等重点领域风险防范化解机制，维护资本市场基础设施运行安全。

（11）中共中央要求，深化财税体制改革。健全预算制度，加强财政资源和预算统筹，把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理。增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限。推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例。研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率。合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金领域、规模、比例。完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，加快地方融资平台改革转型。

（12）中共中央要求，制定金融法。完善金融监管体系，依法将所有金融活动纳入监管，强化监管责任和问责制度，加强中央和地方监管协同。建设安全高效的金融基础设施，统一金融市场登记托管、结算清算规则制度，建立风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。健全金融消费者保护和打击非法金融活动机制，构建产业资本和金融资本“防火墙”。推动金融高水平开放，稳慎扎实推进人民币国际化，发展人民币离岸市场。稳妥推进数字人民币研发和应用。加快建设上海国际金融中心。

(13)《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》对全面深化资本市场改革作出明确部署。业内人士认为，眼下监管部门坚持质量优先，严把 IPO 准入关，统筹好一二级市场平衡，更大力度推动中长期资金入市，将促进资本市场健康稳定发展。据悉，围绕支持长期资金入市，结合新“国九条”相关部署，相关部门将建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。

2、上周资金市场

7月为缴税大月，7月15日-7月19日，央行大额逆回购净投放呵护资金面，逆回购投放11830亿元，MLF投放1000亿元，逆回购到期100亿元，MLF到期1030亿元，净投放12400亿元。本周有11830亿元逆回购到期。

税期影响，隔夜资金价格大幅抬升，7天质押式回购利率小幅抬升。DR001上行18.9bp至1.86%，DR007上行6.4bp至1.87%，R001上行19.2bp至1.91%，R007上行6.6bp至1.9%。银行间质押式回购日均成交额61033亿元，其中，R001日均成交额53330亿元，平均占比87.4%。上交所新质押式国债回购日均成交额为17255亿元，其中，GC001日均成交额14851亿元，平均占比86.1%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.871	1.957	1.803	1.880	1.918
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	0.211	-0.273	0.225	-0.145	-0.479

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
2024/7/19	1.91	1.90	1.86	1.87	1.895
2024/7/18	2.00	1.91	1.94	1.90	1.897
2024/7/17	1.99	1.92	1.92	1.90	1.896
2024/7/16	1.98	1.94	1.91	1.90	1.897
2024/7/15	1.84	1.87	1.79	1.83	1.897

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单净融资额转正，二级存单收益率整体上行。上周同业存单发行规模继续上行，共发行7410亿元，净融资额1698亿元。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+1.92bp、+0.63bp、-1.71bp、-1.75bp、+0.71bp至1.863%、1.864%、2.003%、1.960%、1.990%。二级市场方面，1M、3M、6M、9M、1年期限存单收益率分别变动+2.99bp、+4.63bp、+2.56bp、+1.55bp、+1.50bp至1.82%、1.853%、1.927%、1.961%、1.968%。

图 1、存单一级发行利率

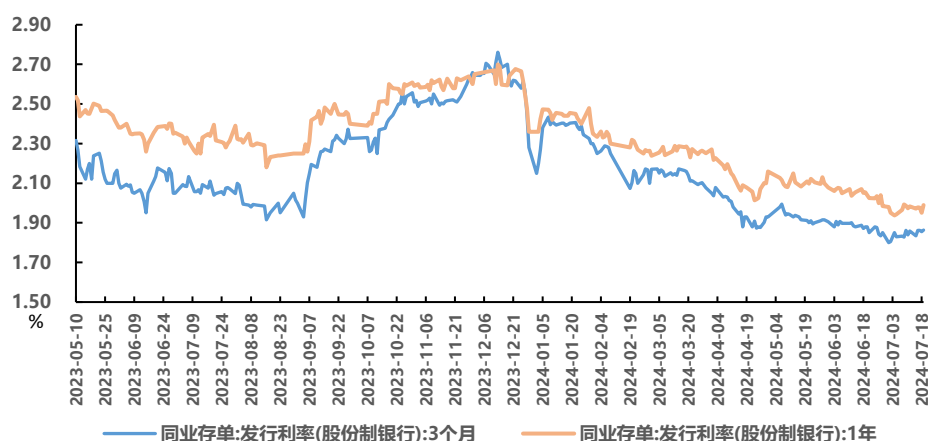


图 2、存单二级收益率



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 853 元/吨环比下降 0.23%，煤价由涨转跌。PTA 开工率环比上涨 1.46pct 至 80.50%，高炉开工率环比上涨 0.2pct 至 82.65%。兰格钢价指数 139.40 较前一周下降 0.78%，高线、长材和角钢兰格指数分别下降 1.02%、1.09%、上涨 0.06%。南华玻璃指数 2031.50 环比下降 2.04%，玻璃价格持续走低。铜库存水平平均处在历史高位，需求疲软担忧加剧，长江有色铜价周度均价环比下降 2.95%；LME 铜均价周度下降 4.75%。

出口方面，CCFI 综合指数为 2153.56 上涨 3.29%，中国出口集装箱运输市场出现调整走势，多数远洋航线运价回落，拖累综合指数下行，SCFI 综合指数为 3542.44 点下降 3.60%。进口方面，CDFI 综合指数为 1202.33 点，较前一周下降 1.37%；BDI 环比下降 4.76%至 1902 点。

通胀方面，食品价格继续上涨，猪肉涨幅扩大，猪肉批发平均价格为 24.87 元/公斤上涨 0.57%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 4.85 元/公斤环比上涨 1.25%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.18 元/公斤环比下降 0.97%；农产品批发价格 200 指数为 117.01 点，环比上涨 0.68%。

地产方面，新房销售持续低位徘徊，30 大中城市商品房成交面积 119.68 万平方米环周下降 8.32%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨 3.42%、下降 14.48%和 9.09%至 38.26 万平方米、57.44 万平方米、23.98 万平方米。水泥价格指数 118.21 环比下降 0.86%，水泥价格由涨转跌。

消费方面，截至 7 月 19 日，原油整体呈现先抑后扬的走势，布伦特、WTI 油价环比分别下降 2.82%、2.53%，国际油价跌幅扩大。7 月 8 日-14 日，乘用车零售同比-1%，环比上月同期+4%，下半月销量增长压力或将体现。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	24.87	24.73	0.57%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	4.85	4.79	1.25%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.18	7.25	-0.97%
	鸡蛋(元/公斤)	9.94	9.60	3.54%
	农产品批发价格 200 指数	117.01	116.22	0.68%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	117.41	116.49	0.79%
进出口	CCFI	2153.56	2085.05	3.29%
	SCFI	3542.44	3674.86	-3.60%
	BDI	1902.00	1997.00	-4.76%
	CDFI	1202.33	1219.02	-1.37%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	853.00	855.00	-0.23%
	PTA 开工率	80.50%	79.04%	0.0146
	兰格钢价指数	139.40	140.50	-0.78%
	兰格钢价指数:高线	155.30	156.90	-1.02%
	兰格钢价指数:长材	145.70	147.30	-1.09%
	兰格钢价指数:角钢	158.50	158.40	0.06%
	高炉开工率(247 家)	82.65%	82.48%	0.002
	南华玻璃指数	2031.50	2073.74	-2.04%
	长江有色铜(元/吨)	76540.00	78870.00	-2.95%
	LME 铜(美元/吨)	9214.00	9673.00	-4.75%
投资	水泥价格指数	118.21	119.24	-0.86%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	119.68	130.54	-8.32%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	38.26	36.99	3.42%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	57.44	67.17	-14.48%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	23.98	26.37	-9.09%
	布伦特原油(美元/桶)	82.63	85.03	-2.82%
消费	WTI 原油(美元/桶)	80.13	82.21	-2.53%

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

债市多空博弈情绪浓厚，收益率震荡下行。国债期货收涨，7月19日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较7月12日变动0.06%、0.15%、0.20%。截至7月19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12日收盘变动-1.66bp、-1.31bp、-4.48bp、0.10bp、0.62bp、-0.94bp、-0.75bp至1.526%、1.805%、1.953%、2.261%、2.440%、2.483%、2.503%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1.25	-2.33	-4.82	0.10
国开	1.92	-1.78	-2.56	-0.07
口行	2.26	-0.75	-2.00	-0.85
农发	2.46	-1.00	-2.25	-0.69

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	22.08%	22.94%	11.56%	4.86%
国开	28.67%	14.81%	0.00%	2.68%
口行	30.68%	12.04%	0.20%	0.80%
农发	29.10%	11.47%	0.00%	0.64%

数据来源：Wind，富荣基金

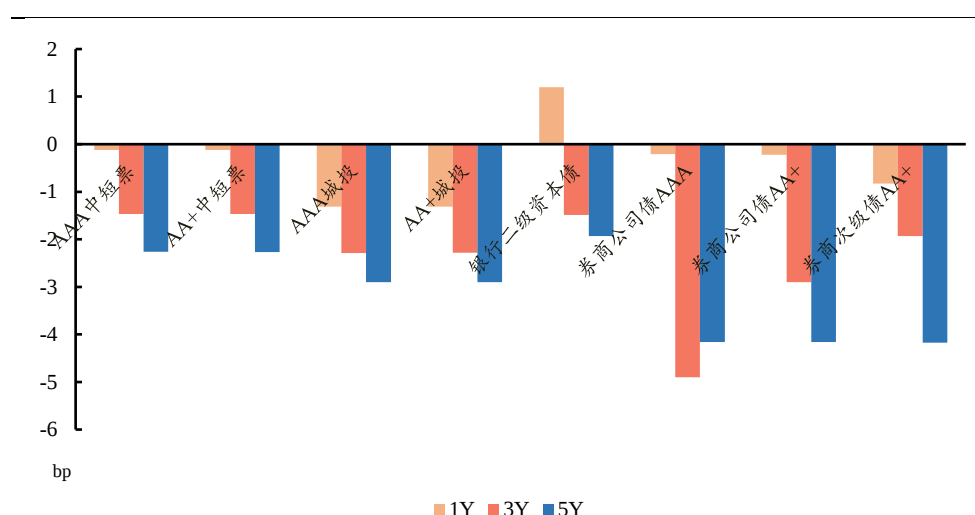
注：历史分位数为 2018 年至今

上周信用债、城投债净融资均转负。信用债发行规模 2546.41 亿元，净融资额-121.01 亿元环比减少 905.43 亿元。年初以来信用债合计净融资 1.37 万亿元，其中城投债合计净融资仅 2138.44 亿元。具体看，上周城投债发行规模 1114.64 亿元，净融资额-41.78 亿元环

比减少 471.54 亿元。

信用债收益率普遍下行，中长端品种表现相对较优。信用债收益率整体下行，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 1.31bp、2.29bp、2.90bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 1.20bp、下行 1.49bp、1.93bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 0.21bp、4.90bp、4.16bp；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 0.21bp、4.90bp、4.16bp。信用利差持续收窄，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 3.23bp、0.50bp、0.34bp，分别处于 2018 年的 17.63%、5.99%和 3.44%历史分位数；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 0.72bp、扩大 0.29bp、0.63bp，分别处于 2018 年的 12.21%、0.95%和 4.81%历史分位数；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 2.13bp、3.12bp、1.60bp，分别处于 2018 年的 17.08%、3.47%和 1.29%历史分位数；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 2.75bp、0.15bp、1.61bp，分别处于 2018 年的 9.38%、1.43%和 1.07%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	-2.04	0.31	0.30
AA+中短票	-2.04	0.31	0.29
AAA 城投	-3.23	-0.51	-0.34
AA+城投	-3.23	-0.50	-0.34
银行二级资本债	-0.72	0.29	0.63
券商公司债 AAA	-2.13	-3.12	-1.60
券商公司债 AA+	-2.14	-1.12	-1.60
券商次级债 AA+	-2.75	-0.15	-1.61

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	16.54%	3.44%	2.46%
AA+中短票	6.50%	0.36%	2.05%
AAA 城投	17.63%	5.99%	3.44%
AA+城投	10.43%	3.16%	1.47%
银行二级资本债	12.21%	0.95%	4.81%
券商公司债 AAA	17.08%	3.47%	1.29%
券商公司债 AA+	7.03%	2.25%	0.81%
券商次级债 AA+	9.38%	1.43%	1.07%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周央行呵护流动性较为积极，利率债长端震荡，短端表现优于长端。资金面收敛明显，资金利率普遍上行，隔夜资金利率上行幅度较大，R001、R007 周均值分别上行 20.7bp、5.3bp 至 1.94%、1.91%。机构杠杆大幅压降，银行间质押式回购成交量下行 13.2% 至 6.10 万亿元。国债期货收涨，7 月 19 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 7 月 12 日变动 0.06%、0.15%、0.20%。截至 7 月 19 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 12 日收盘变动-1.66bp、-1.31bp、-4.48bp、0.10bp、0.62bp、-0.94bp、-0.75bp 至 1.526%、1.805%、1.953%、2.261%、2.440%、2.483%、2.503%。

资金方面，上周央行维稳持续大额净投放推动短端持续下行，后续央行态度将成为关键，如快速回笼，预计对短端有一定扰动。短期央行操作可能会影响债市情绪，央行对长债的调控是债市较大的利空因素，市场收益率或仍有波动。当前市场对基本面修复的预期逐步有所固化，对于基本面多空因素的敏感度有所下降，仅数据层面的改善或者走弱，也愈发难以驱动债市利率的明显反弹或者大幅下行。上周市场聚焦于三中全会，但由于会议聚焦改革等中长期问题，对短期债市走势影响依旧较为有限，后续关注二十届三中全会具体改革措施对资本市场的影响。

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。