

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 7 月 1 日

核心观点

- 受股债跷跷板效应以及跨季资金面总体平稳提振，上周债市明显走强，长债收益率大幅下行。上周（6 月 24 日当周），在股债跷跷板效应，央行“呵护”跨季流动性，5 月工业企业利润走弱，以及李强总理在达沃斯论坛发言提出的“固本培元”经济调控方式弱化了市场对后续政策预期等多重利好推动下，债市明显走强，10 年期国债收益率一度下破 2.2%。同时，受央行大规模净投放以及市场对未来流动性预期向好提振，上周短端利率下行幅度也较大，收益率曲线总体持平。

本周长端利率料延续偏强震荡。上周日（6 月 30 日）公布的 6 月制造业 PMI 数据继续落在收缩区间，显示在房地产行业持续调整背景下，当前经济回升向好基础的尚不稳固，市场对基本面的弱预期仍将延续。而从历史规律来看，一旦官方制造业 PMI 指数连续 3 个月处在收缩区间，稳增长政策加码的概率就会增加，市场宽货币预期料难以降温。从资金面来看，随跨季结束，叠加资金需求下降，本周流动性将继续向好。整体上看，在基本面偏弱背景下，宽货币预期升温，这将提振市场看多预期，叠加机构仍存欠配压力以及月初资金面季节性宽松，预计本周债市将延续偏强震荡。



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

上周债市明显走强，长端利率大幅下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计大幅上涨0.40%，收盘价不断创新高；上周五10年期国债收益率较前一周五下行5.13bp，1年期国债收益率较前一周五下行5.25bp。

- **6月24日**：周一，央行逆回购规模有所增加，跨季流动性预期转暖，叠加股债跷跷板效应，债市大幅走强。当日银行间主要利率债收益率多数下行，10年期国债收益率下行1.20bp；国债期货各期限主力合约集体收涨，10年期主力合约涨0.15%，收盘价创新高。
- **6月25日**：周二，央行逆回购操作加量，加之李强总理在达沃斯论坛发言称“中国经济当前需要固本培元”加剧了股债跷跷板效应，债市延续强势。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1.01bp；国债期货各期限主力合约集体收涨，10年期主力合约涨0.11%，盘中续创新高。
- **6月26日**：周三，早盘债市延续暖势，午后股市小幅反弹略微压制市场情绪，尾盘债市再度回暖。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1.25bp；国债期货各期限主力合约多数上涨，其中，10年期主力合约涨0.01%。
- **6月27日**：周四，5月工业企业利润走弱，叠加市场对未来流动性预期向好提振多头情绪，债市大幅走强。当日银行间主要利率债收益率多数大幅下行，10年期国债收益率下行1.44bp；国债期货各期限主力合约集体上涨，10年期主力合约涨0.15%，收盘价创历史新高。
- **6月28日**：周五，资金面有所收紧，叠加股市小幅反弹，止盈盘浮现，午后地产相关传闻推动长债继续走弱，而尾盘二季度货币政策例会没有明显

增量信息，债市转而小幅回暖。全天看，银行间主要利率债收益普遍下行，10年期国债收益率下行0.23bp；国债期货各期限主力合约集体收涨，10年期主力合约涨0.01%，盘中续刷新高。

图1 上周10年期国债现券收益率和期货价格走势

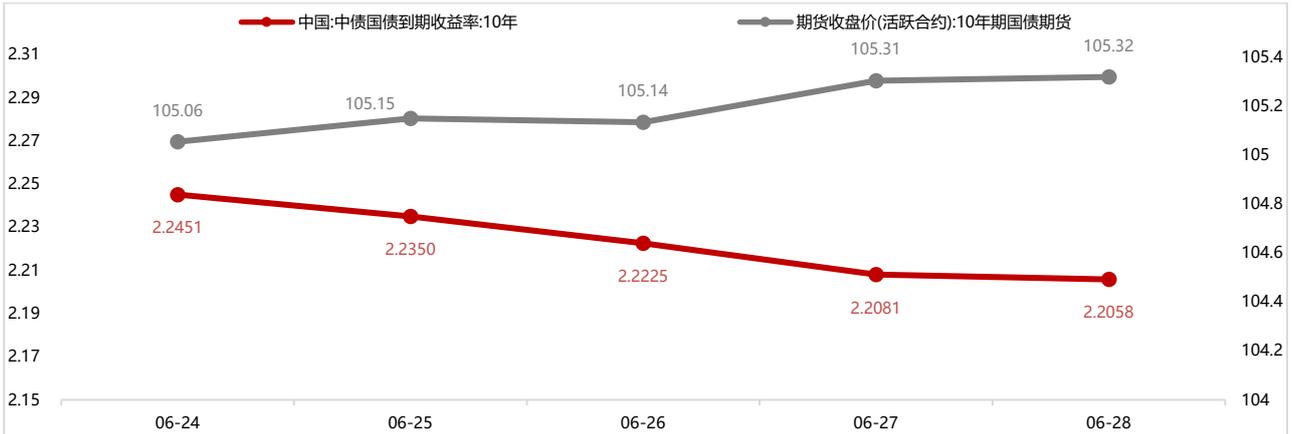


图2 上周各期限国债利率大幅下行

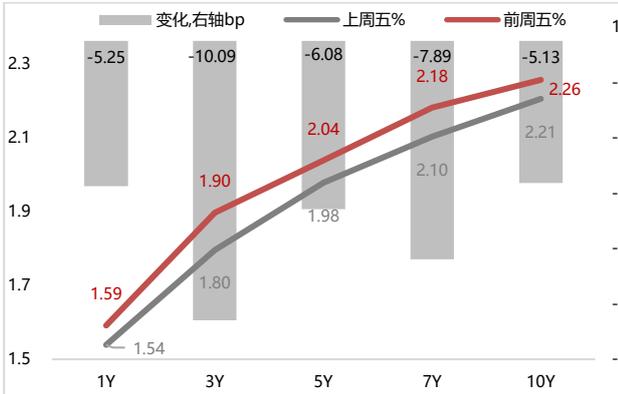


图3 上周各期限国开债利率大幅下行

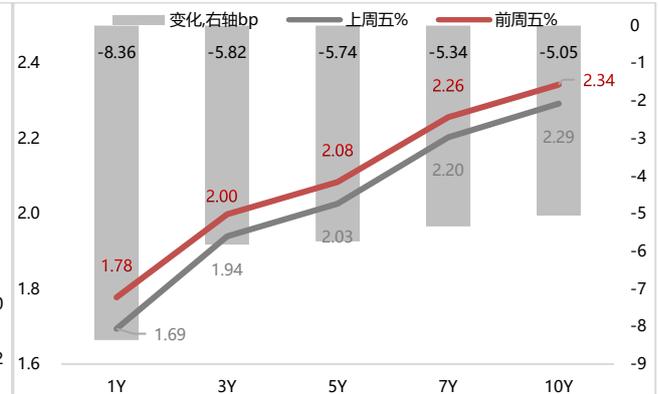


图4 上周各期限国债期货波动上涨

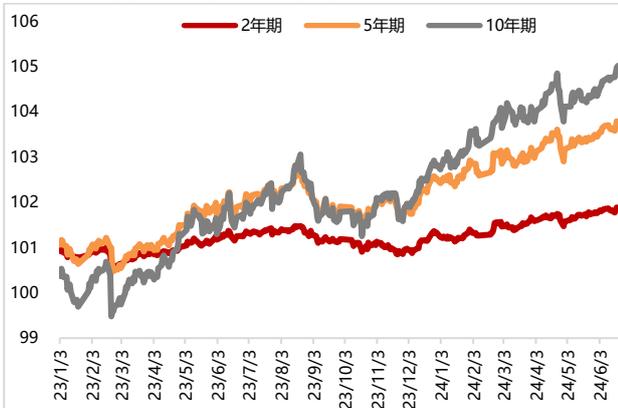


图5 上周各期限国开债隐含税率大幅回升(%)

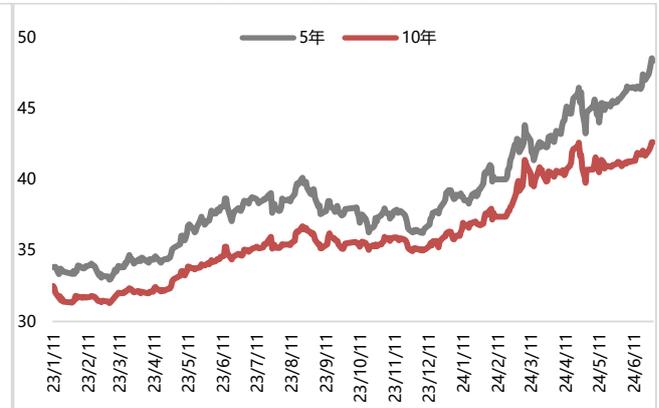


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差继续微幅走阔

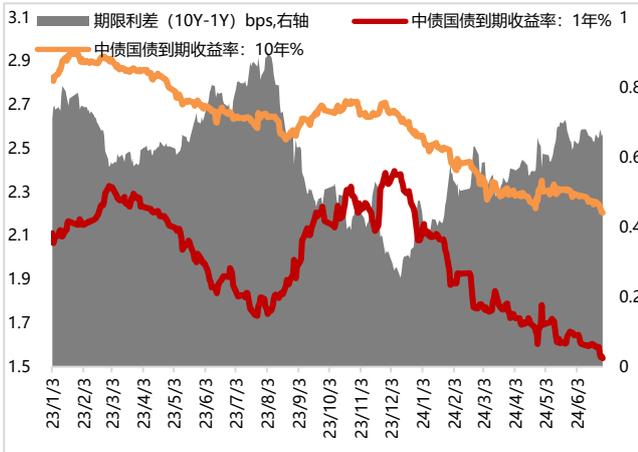
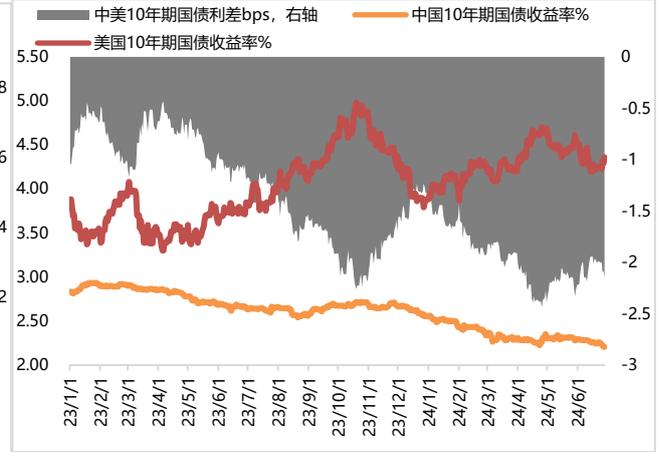


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续加深



数据来源: Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 66 只, 环比减少 42 只, 发行量 5999 亿, 环比减少 405 亿, 净融资额 2031 亿, 环比大幅增加 2017 亿。分券种看, 上周国债发行量环比增加, 而政金债、地方债发行量环比减少; 国债、政金债净融资额环比增加, 而地方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	2935.2	1550	3230.7	2626.7	-295.5	-1076.7
政金债	930	1230	0	1974.6	930	-774.6
地方政府债	2133.63	3623.78	736.64	1787.93	1396.99	1825.86
合计	5998.83	6403.78	3967.34	6389.23	2031.49	14.56

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2.94倍；共发行13只政金债，平均认购倍数为4.38倍；共发行51只地方政府债，平均认购倍数为22.45倍。（上周利率债发行情况详见附表1-3）

二、上周重要事件

- **5月工业企业盈利增速放缓，但仍保持正增长。**6月27日，国家统计局公布的数据显示，1-5月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长3.4%，增速较1-4月下降0.9个百分点。其中，5月当月同比增速为0.7%，同比维持正增主要受当月PPI同比降幅收窄带动，背后是国内定价的煤炭、钢铁、水泥等大宗商品和工业品价格转向小幅上行。不过，5月工业企业利润同比增速较4月下降3.3个百分点，或因5月规模以上工业增加值同比增速为5.6%，较4月的6.7%有所放缓，对当月工业企业利润有所拖累。
- **6月官方制造业PMI继续落在收缩区间。**国家统计局公布的数据显示，2024年6月，官方制造业PMI指数为49.5%，与上月持平；非制造业PMI为50.5%，低于上月的51.1%，其中，建筑业PMI指数为52.3%，低于上月的54.3%，服务业PMI指数为50.2%，低于上月的50.5%；6月综合PMI产出指数为50.5%，低于上月的51.0%。

主要受内需不振、外需边际放缓影响，6月制造业PMI指数继续处于49.5%的低位，连续两个月处于枯荣线之下。这表明在房地产行业持续调整背景下，经济回升基础仍不稳固，三季度稳增长政策有待进一步发力。非制造业方面，5月服务业PMI指数为50.2%，比上月下降0.3个百分点，主要受季节性因素影响。年初以来服务业景气度持续处于荣枯平衡线之上，明显高于制造业景气水平，除低基数效应外，也与当前居民消费重心逐步向服务消费转移有关，表明消费升级态势整体上仍在延续。往后看，在房地产

行业持续调整背景下，当前经济回升向好基础尚不稳固，其中有效需求不足是主要矛盾，7月制造业 PMI 指数有可能继续处于收缩区间。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据多数上涨，其中，高炉开工率、石油沥青装置开工率以及半胎钢开工率均上涨，而日均铁水产量微幅回落。从需求端来看，上周 BDI 指数、出口集装箱运价指数 CCFI 均继续上涨，显示出口动能持续偏强，同时 30 大中城市商品房销售面积继续上涨。通胀方面，上周猪肉价格小幅回落，而大宗商品价格多数下跌，其中，铜、螺纹钢以及原油价格均有所下滑。

图 8 上周高炉开工率持续小幅上涨 (%)

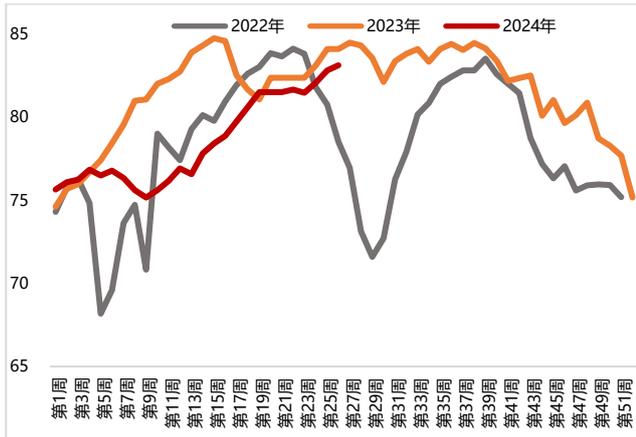


图 9 上周石油沥青装置开工率明显回升 (%)

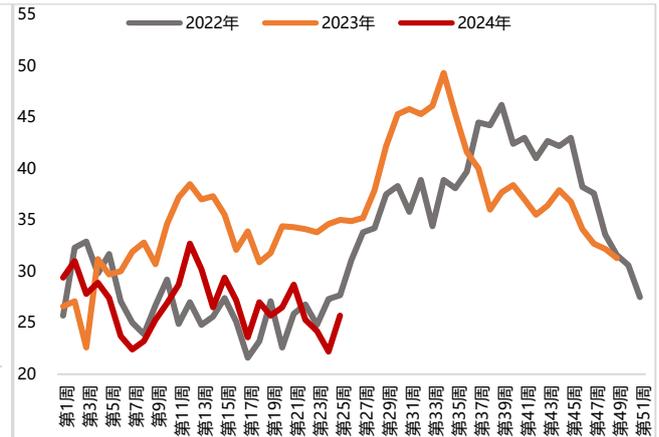


图 10 上周半胎钢开工率微幅上涨 (%)

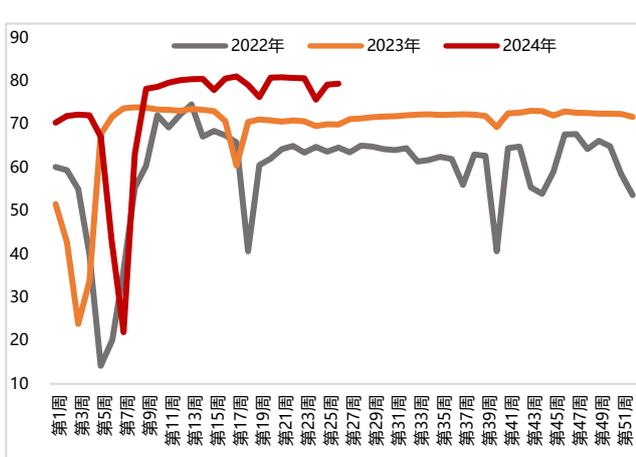


图 11 上周日均铁水产量 (247 家) 微幅回落 (万吨)

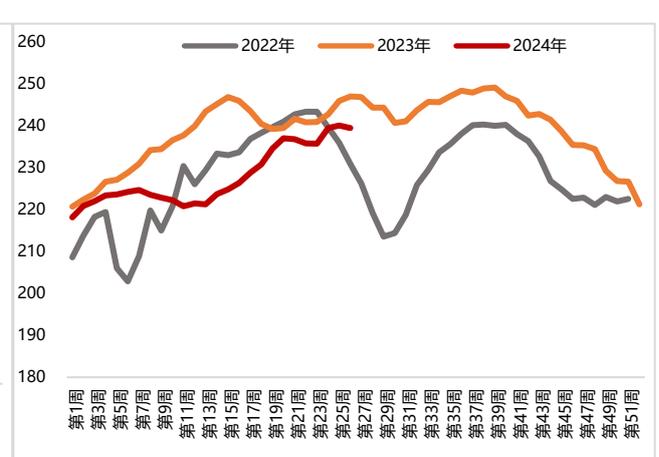


图 12 上周 30 城商品房成交面积大幅上涨 (万 m²)

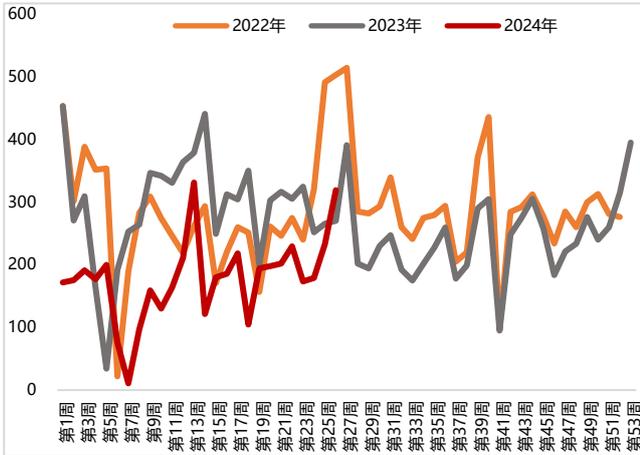


图 13 上周 BDI 指数继续上涨

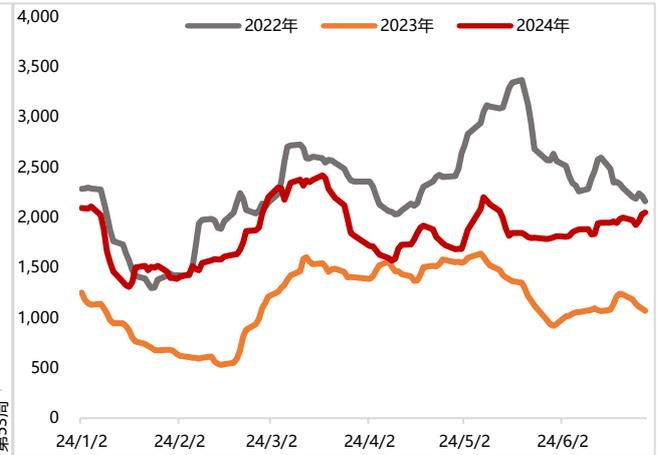


图 14 上周 CDFI 指数继续波动上涨

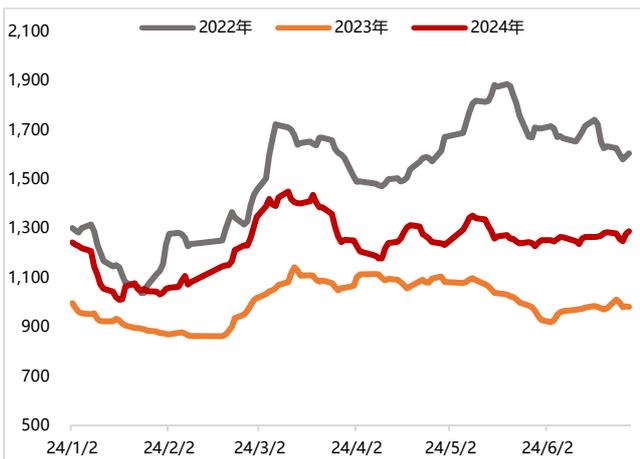


图 15 上周 CCFI 指数持续大幅上涨

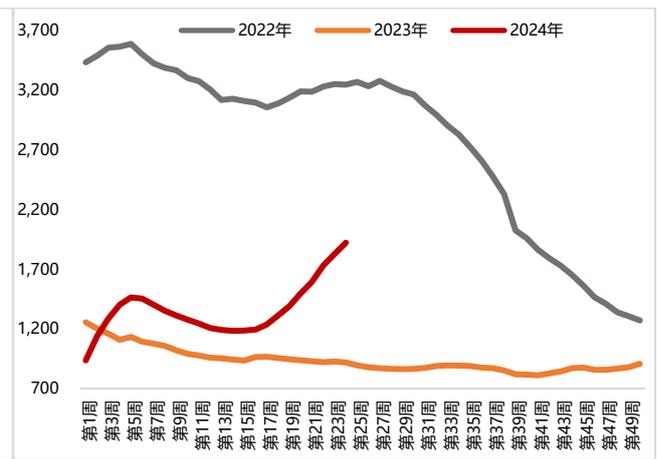


图 16 上周猪肉价格小幅回落

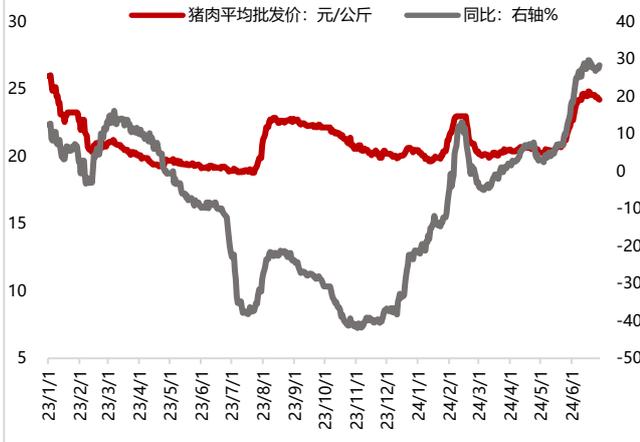


图 17 上周国际油价小幅回落

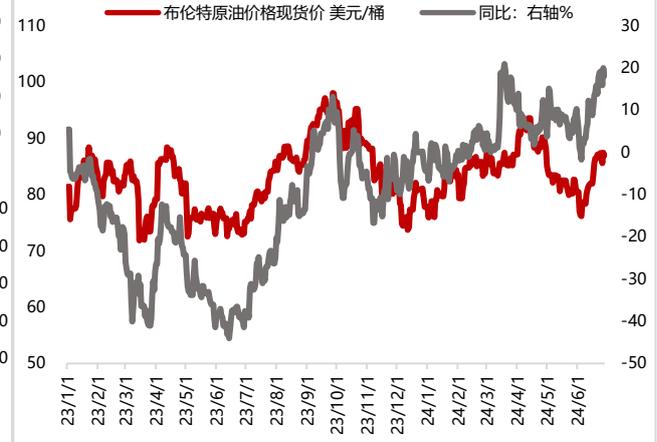
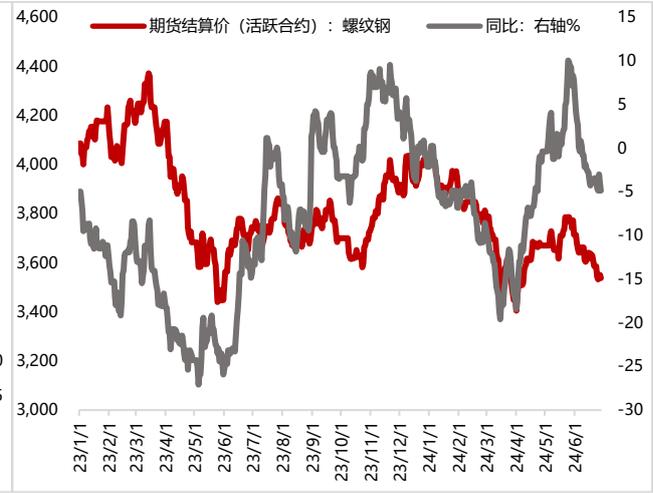


图 18 上周铜期货价格大幅回落



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投放资金 3520 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 (%)
2024/6/24	逆回购 7D	500	1.8	逆回购 7D	40	1.8
2024/6/25	逆回购 7D	3000	1.8	逆回购 7D	860	1.8
2024/6/26	央行票据互换 3 个月	50	2.35	央行票据互换 3 个月	50	2.35
2024/6/26	逆回购 7D	2500	1.8	逆回购 7D	2780	1.8
2024/6/27	逆回购 7D	1000	1.8	逆回购 7D	200	1.8
2024/6/28	逆回购 7D	500	1.8	逆回购 7D	100	1.8
发行	7550					
到期	4030					
净投放	3520					

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 大幅上行 (%)

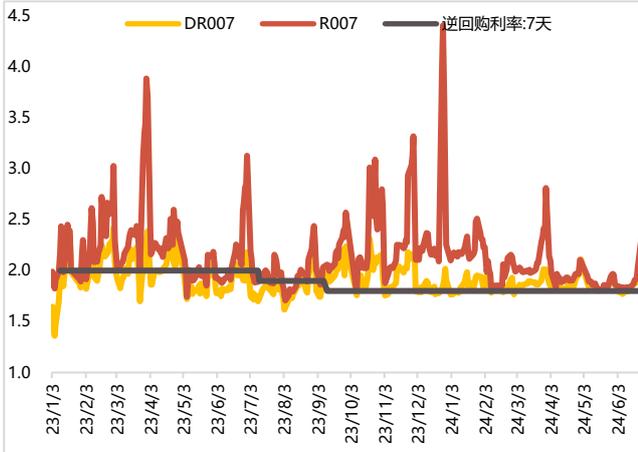


图 21 上周股份行同业存单发行利率继续下行 (%)



图 22 上周半年国股直贴利率波动小幅回升

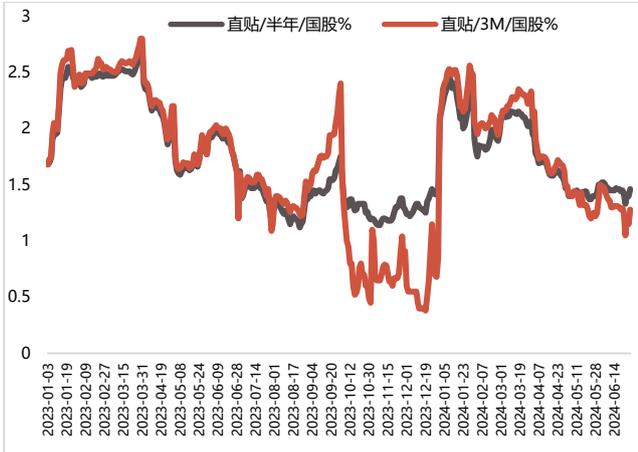


图 23 上周质押式回购成交量继续下跌 (亿元)

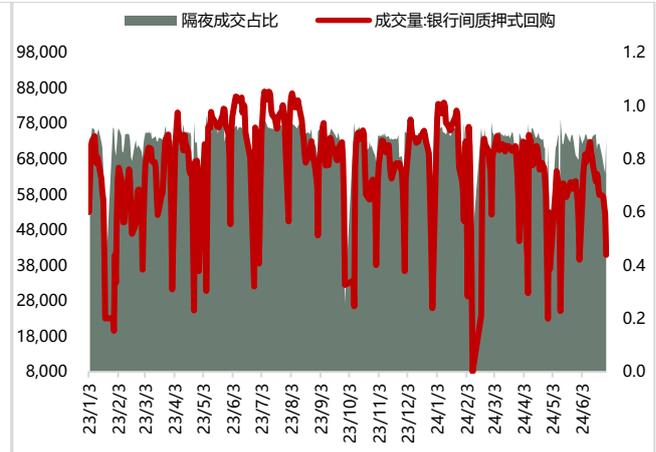
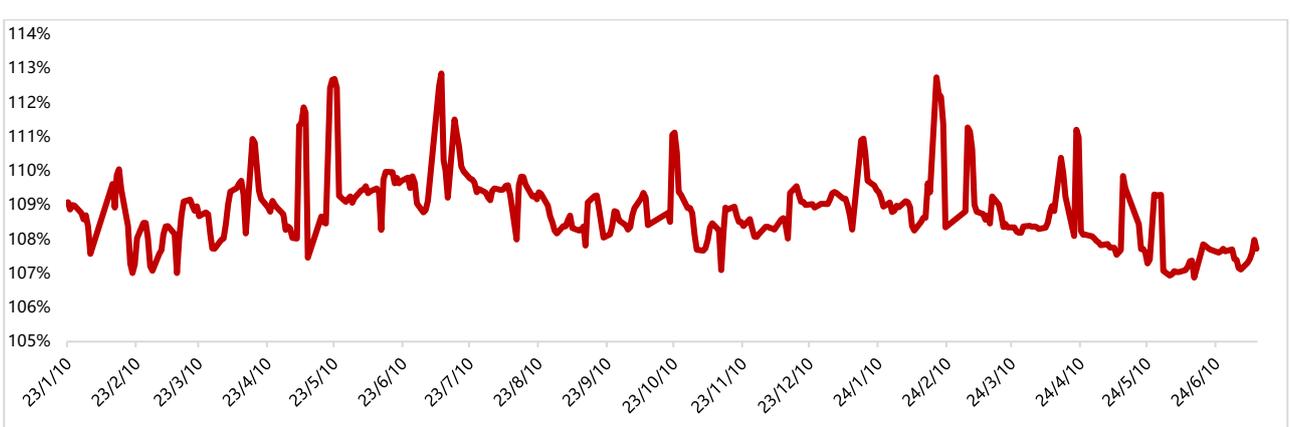


图 24 上周银行间市场杠杆率先上后下，整体上行



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 附息国债 09(续 2)	1465.2	1	1.59	2.5974
24 附息国债 13	1470	7	2.12	3.2834

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 国开清发 02(增发 11)	80	3	1.8271	2.65
24 国开清发 01(增发 7)	20	7	2.1317	4.36
24 国开 14(增 9)	20	3	1.9076	3.68
24 国开 10(增 16)	140	10	2.2445	2.9
24 农发 11(增 7)	80	1	1.4494	3.76
23 农发 09(增 15)	20	3	1.9744	5.8
24 农发 10(增 11)	160	10	2.3228	2.91
24 国开 03(增 19)	100	5	1.9511	3.24
24 国开 10(增 15)	140	10	2.2592	3.37
24 农发清发 12(增发 4)	50	2	1.7494	4.898
24 农发清发 07(增发 13)	20	7	2.1471	8.46
24 农发 03(增 13)	50	3	1.8826	5.148
24 农发 05(增 9)	50	5	2.0088	5.802

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 陕西债 16	91.68	7	2.2	5	33.96	24 新疆债 17	14.18	15	2.44	10	20.68
24 陕西债 17	55.08	7	2.2	5	34.62	24 新疆债 18	3.70	15	2.44	10	19.84
24 黑龙江债 05	29.40	7	2.25	10	20.19	24 新疆债 19	4.48	20	2.48	10	21.23
24 黑龙江债 06	94.31	10	2.34	11	17.80	24 青岛债 35	18.00	10	2.34	10	24.98
24 黑龙江债 07	20.18	15	2.44	10	18.68	24 大连债 06	1.74	10	2.3	6	24.78

24 黑龙江债 08	1.40	10	2.34	11	17.21	24 大连债 07	8.11	20	2.43	5	25.61
24 黑龙江债 09	0.48	15	2.44	10	18.13	24 湖北债 39	10.98	8	2.3	9	27.36
24 黑龙江债 10	9.86	20	2.48	10	19.71	24 湖北债 40	14.61	13	2.39	5	27.09
24 黑龙江债 11	14.26	30	2.55	10	21.87	24 湖北债 41	43.68	16	2.43	5	25.27
24 黑龙江债 12	7.80	5	2.11	10	18.87	24 湖北债 42	30.67	21	2.52	5	29.14
24 黑龙江债 13	9.00	20	2.48	10	19.92	24 河南债 21	520.00	10	2.35	11	21.51
24 河北债 29	43.49	10	2.29	6	21.89	24 河南债 22	99.85	7	2.27	10	30.46
24 河北债 30	56.56	10	2.29	6	20.06	24 深圳债 23	18.52	18	2.43	5	17.37
24 河北债 31	48.24	5	2.06	5	21.04	24 深圳债 24	10.52	7	2.22	5	19.72
24 河北债 32	28.89	10	2.29	6	20.55	24 深圳债 25	18.85	10	2.25	1	17.87
24 河北债 33	9.82	15	2.44	10	22.75	24 深圳债 26	1.50	15	2.34	0	20.53
24 河北债 34	5.34	20	2.48	10	23.15	24 深圳债 27	4.21	13	2.34	0	18.98
24 河北债 35	4.06	10	2.29	6	23.72	24 深圳债 28	11.00	20	2.39	1	19.20
24 河北债 36	186.47	15	2.44	10	21.57	24 深圳债 29	2.00	30	2.48	1	19.15
24 河北债 37	161.55	20	2.48	10	20.37	24 深圳债 30	5.00	16	2.39	1	19.02
24 河北债 38	64.29	30	2.5	5	26.37	24 深圳债 31	21.50	26	2.51	4	18.68
24 河北债 39	5.00	30	2.5	5	27.30	24 山东债 27	8.74	7	2.29	10	25.77
24 河北债 40	62.00	30	2.5	5	26.37	24 山东债 28	186.90	30	2.57	9	26.95
24 新疆债 14	11.77	3	1.97	10	21.56	24 山东债 29	1.60	7	2.29	10	24.06
24 新疆债 15	29.61	10	2.34	10	18.93	24 山东债 30	17.84	10	2.35	10	22.85
24 新疆债 16	4.92	10	2.34	10	20.22						

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