

静待六月数据“花开”，债市窄幅震荡

摘要

1. 逆回购投放大幅缩量，跨季后资金面延续宽松。本周 OMO 利率维持不变，央行逆回购单日投放大幅缩减至 30 亿元，逆回购净回笼 3850 亿。虽然资金投放量大幅减少，净回笼资金较多，但跨季后资金面仍然处于平稳偏松态势。下周关注央行 MLF 续作、税期下的逆回购投放量。

2. 一级发行方面，本周同业存单净融资规模为 -389.60 亿元，平均发行利率为 2.17%（上周为 2.09%），未来三周到期量将有明显上升。利率债总发行量 6061.12 亿，较上周有所减少，国债发行量占约 48%。**二级市场方面，**本周主线仍然围绕 6 月社融数据表现亮眼、疫情缓和和经济走向复苏的预期中，叠加数据真空期，交易情绪偏淡，债市窄幅震荡偏上，各期限收益率均有所上行。

3. CPI 环比由降转平，多重压力下谨防下半年通胀抬头。猪肉拖累效应进一步减小，疫情防控形势趋好，非食品需求得以恢复，在去年低基数影响下同比涨幅有所提高。

4. 美国 6 月就业数据超预期给美联储激进加息提供充足底气，加息步伐或不受衰退预期延缓。美国 6 月季调后非农就业人口 37.2 万人，新增就业人数超过预期，失业率维持在 3.6% 不变，仍处于历史地位，伴随着美国通胀的“高烧”不退，7 月加息 75bps 或成定局。

5. 经济复苏的预期是近期利率债收益率总体上行的逻辑，当前 10 年期国债窄幅震荡偏上，反应的是预期的不确定性。展望下周，我们研判债市收益率仍将维持震荡偏上的走势，利空因素在于美联储激进加息和 6 月经济金融数据大幅改善，利多因素在于疫情扩散的不确定性。

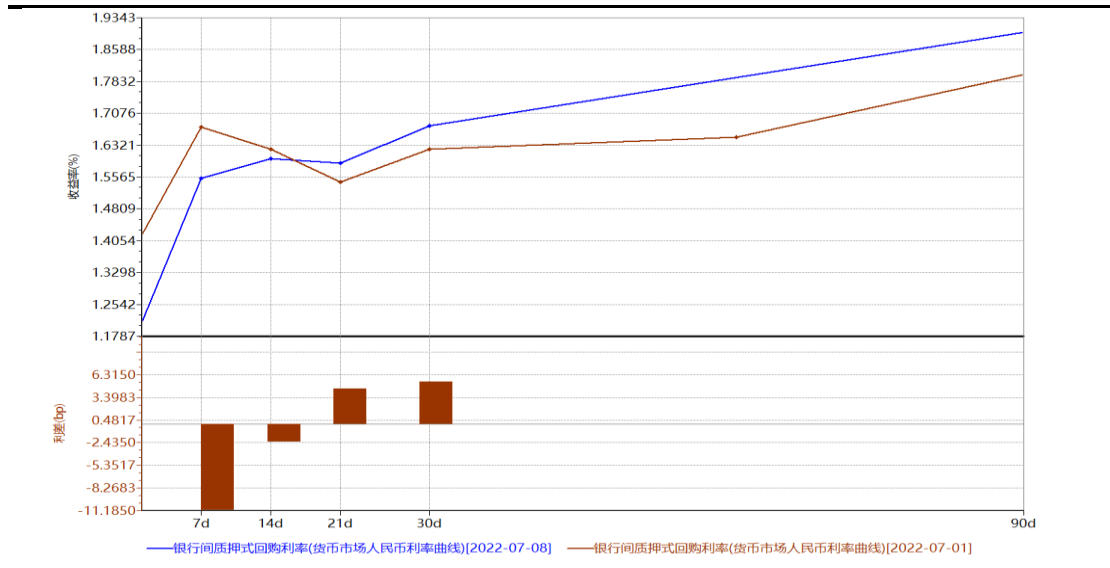
一、市场动态

（一）资金面

本周公开市场方面，7 月 4 日，央行逆回购单日投放大幅缩减至 30 亿元，引发市场热议，缩量一直延续至 8 日。央行本周共进行了 150 亿逆回购操作，共有 4000 亿逆回购到期，资金净回笼 3850 亿，利率维持 2.10% 不变。截至 7 月 8 日，DR001 和 R001 均处于较低水平，DR001 加权平均利率收于 1.21%，较 7 月 1 日下行约 20.8BP，R001 加权平均利率回落至 1.28%，较 7 月 1 日下行约 22.2BP；R007 加权平均利率收于 1.62%，较 7 月 1 日下行约 14.7BP，而 DR007 加权平均利率收于 1.55%，较 7 月 1 日的 1.67% 下行约 12.1BP。跨季后，本周逆回购投放虽大幅缩量，但各期限资金充裕，资金面延续平稳宽松状态，我们认为

央行此举一方面在于敲打债市杠杆，并非表露紧缩流动性的态度，另一方面可能是引导市场利率向政策利率的回归。下周关注央行 MLF 续作、税期下的逆回购投放量。

图表 1. 14d 及以内资金利率有所下行 (07.08 对比 07.01)



数据来源: Wind

(二) 一级发行情况

同业存单方面，本周同业存单净融资规模为-389.60 亿元，发行总额达 2077.20 亿元，平均发行利率为 2.17%，较上周的 2.09%上行约 8BP，到期量为 2466.80 亿元。未来三周，将分别有 4551.20 亿元、6391.70 亿元、4138.30 亿元的同业存单到期，到期量有明显上升。

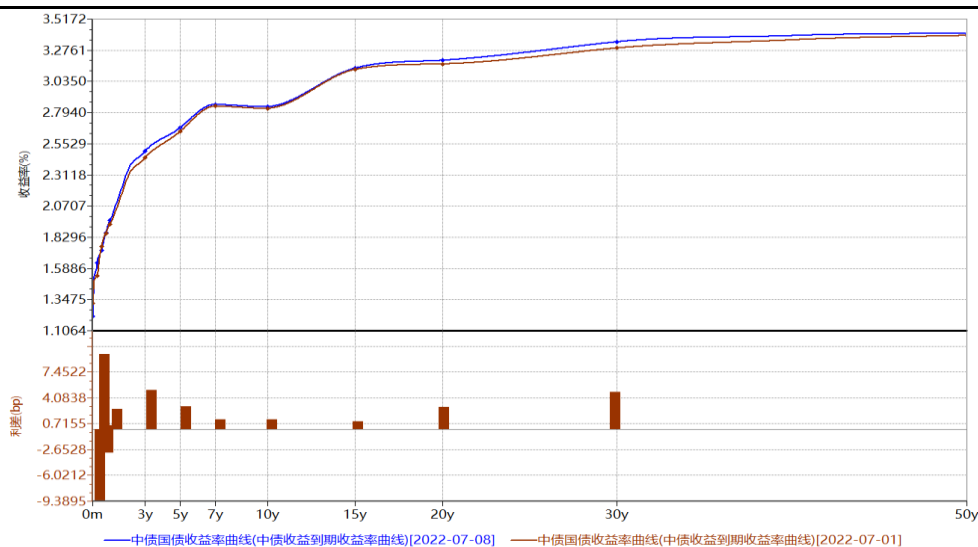
利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债），本周总发行量 6061.12 亿元，较上周的 7088.29 亿元减少 1027.17 亿元，其中国债发行 2912.80 亿元（上周发行 500.00 亿元），地方政府债发行 1725.22 亿元（上周为 5269.49 亿元），政金债发行 1423.10 亿元（上周 1318.80 亿元），本周净融资 1584.15 亿元（上周为 5743.94 亿元）。财政部此前表态今年新增专项债券要在 6 月底前基本发行完毕，并力争在 8 月底前基本使用完毕，因此本周开始地方债发行将有较大幅度下降，后续关注 3000 亿政金债发行以及地方专项债新一轮申报情况。

(三) 二级市场情况

债市主线仍然围绕 6 月社融数据表现亮眼、疫情缓和和经济走向复苏的预期中，本周处于数据真空期，从下周开始 6 月经济数据集中发布，因此本周交易情绪偏淡，债市窄幅震荡偏上。截至 7 月 8 日，中债国债和国开债收益率曲线长短期均有上行，但幅度变化有所区别，国开。对比 7 月 1 日，1 年期国债上行 2.6BP，3 年期国债上行 5.1BP，5 年期国债上行 3.0BP，10 年期国债上行 1.3BP；1 年期国开上行 4.7BP，3 年期国开上行 5.0BP，5 年期国开上行 6.1BP，10 年期国开上行 2.7BP。从活跃券看，10 年国开债活跃券 220210 收益率由上周五的 3.0570%上升 2.80bp 至 3.0850%；10 年国债活跃券 220010 收益率由上周五的

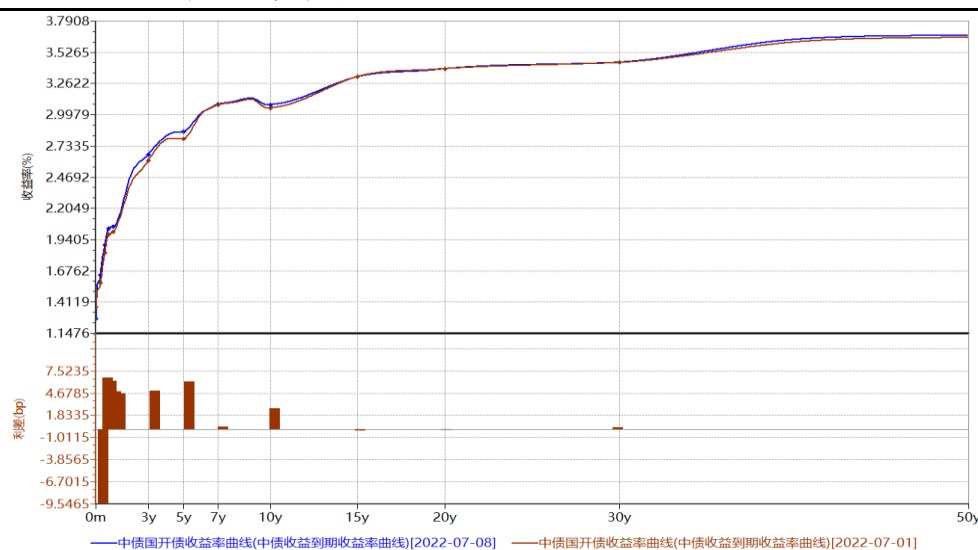
2.8250%上升 1.25bp 至 2.8375%。

图表 2. 国债到期收益率有所上行 (07.08 对比 07.01)



数据来源: Wind

图表 3. 国开债到期收益率有所上行 (07.08 对比 07.01)



数据来源: Wind

二、经济面

(一) CPI 环比由降转平，多重压力下谨防下半年通胀抬头

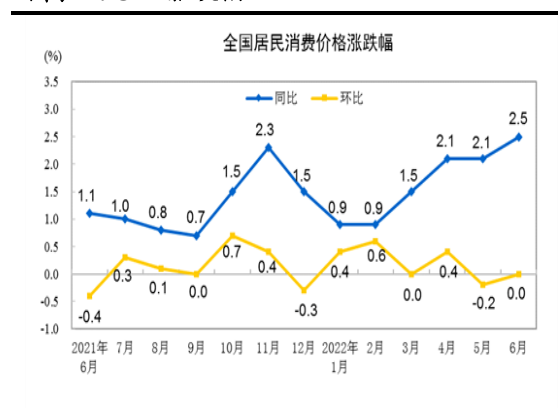
7月9日，国家统计局公布了6月价格数据。受疫情防控总体形势向稳趋好，重要民生商品供应充足，居民消费价格运行总体平稳，其中CPI同比上涨2.5%，前值为2.1%，环比持平；PPI同比上涨6.1%，前值6.4%，环比持平，CPI、PPI同比涨幅略超市场预期。

分项看CPI，猪肉拖累效应进一步减小，疫情防控形势趋好，非食品需求得以恢复，

CPI 环比由降转平，在去年低基数影响下同比涨幅有所提高。食品方面，从环比看，食品价格下降 1.6%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 下降约 0.30 个百分点。鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别环比下降 9.2%、5.0%、4.5%和 1.6%；在供需两端的因素影响下，猪肉价格上涨 2.9%；从同比看，食品价格上涨 2.9%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.51 个百分点。粮食、食用植物油、鸡蛋和鲜菜价格涨幅在 3.2%-6.6%之间，鲜果价格上涨 19.0%，猪肉价格下降 6.0%，降幅较前值继续收窄 15.1 个百分点。受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，预计食品价格环比或继续下行，但值得关注的是猪肉价格的拖累效应正在进一步减轻，受部分养殖户压栏惜售、疫情趋稳消费需求有所增加等因素影响，猪肉价格进一步上升，重点关注下半年及明年上半年的猪肉价格走势。非食品方面，从环比看，非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。非食品中，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格分别上涨 6.7%和 7.2%，涨幅比上月分别扩大 6.1 和 6.6 个百分点；6 月疫情防控形势趋好，带动服务消费恢复，飞机票和旅游价格分别上涨 19.2%和 1.2%，涨幅比上月分别扩大 15.0 和 0.8 个百分点，宾馆住宿价格由上月下降 0.7%转为上涨 0.3%；从同比看，非食品价格上涨 2.5%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.01 个百分点。汽油和柴油价格分别上涨 33.4%和 36.3%，飞机票价格上涨 28.1%，涨幅均有扩大。

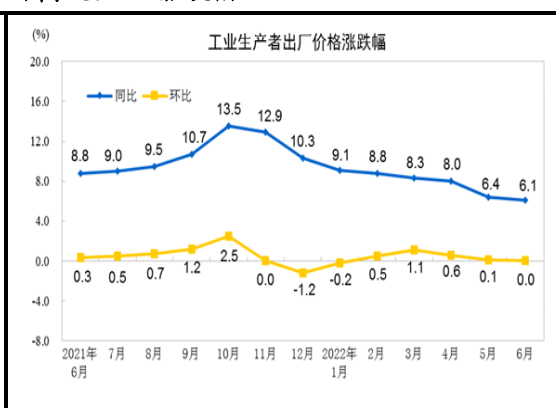
预计随着疫情防控形势的趋好、行程卡取消“星号”以及只显示七日内行程，将带动消费需求回暖从而推动服务消费价格的继续上升；而国际油价近期有所下行，交通通信价格或有所回落。展望下半年，考虑到猪价上涨、能源供应偏紧、国际粮价高企以及我国疫情防控形势趋好带动需求提升等原因，需要提防 CPI 在下半年的抬升。

图表 4. CPI 涨跌幅



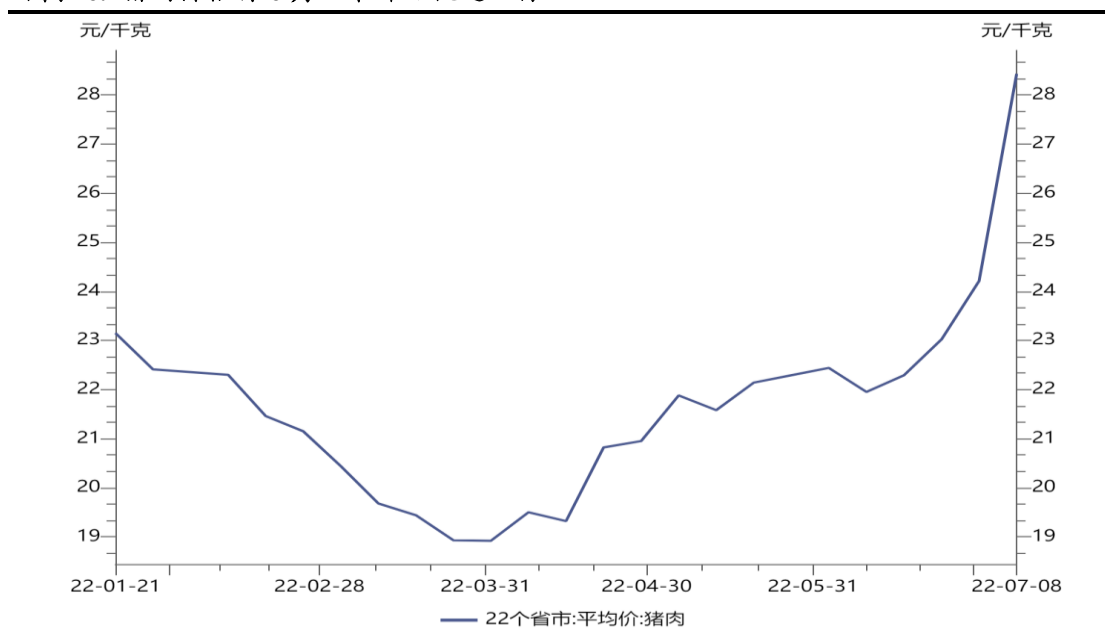
数据来源：国家统计局

图表 5. PPI 涨跌幅



数据来源：国家统计局

图表 6. 猪肉价格自 6 月以来开始快速上行



数据来源: Wind

(二) 美国就业数据表现亮眼，美联储加息步伐或加快

美国 6 月季调后非农就业人口 37.2 万人，预期 26.8 万人，前值修正后为 38.4 万。美国 6 月份新增就业人数超过预期，失业率维持在 3.6% 不变，仍处于历史地位，平均时薪环比增长 0.3%，数据表明当前用工需求依旧旺盛，衰退担忧还未真正造成影响。分行业来看，受益于暑期的季节性需求，专业与商业服务行业引领了 6 月非农就业增长，新增 7.4 万人，其次是休闲与酒店业，新增就业 6.7 万人，排名第三的医疗保健行业，新增就业 5.7 万人。随着全球走出疫情阴霾，酒店、旅游等疫情相关的服务行业就业形势将继续好转。与此同时，运输和仓储行业新增就业 3.6 万人，制造业新增就业 2.9 万人。另外，建筑业、零售业、金融活动、政府部门新增就业基本保持不变。

就业数据超预期给美联储激进加息提供充足底气，75bps 加息或成定局。 6 月就业数据表现强劲，此外就业率持续维持历史低位，表明美联储暂时无需担忧加息对就业市场带来的冲击。在 6 月美联储 FOMC 会议后，越来越多的美联储官员转向“鹰派”，伴随着美国通胀的“高烧”不退，7 月加息 75bps 或成定局。

衰退与激进加息预期互换，10 年期美债收益率大幅波动。 出于对经济衰退的担忧，美国 10 年期国债到期收益率从 6 月 14 日顶点的 3.49% 一路下行至 7 月 5 日的 2.82%，随着就业数据的出炉，强劲就业市场表现让市场预期直接反转，10 年期美债收益率直接攀升至 3.09%。接下来市场焦点在于 7 月 13 日公布的 6 月 CPI 数据，只有看到通胀数据见顶放缓，美联储才可能放慢加息的步伐，若高通胀持续，美联储能采取更加强硬政策以抑制通胀。

三、后续展望

经济复苏的预期是近期利率债收益率总体上行的逻辑，当前 10 年期国债处于一个窄幅震荡偏上的局面，背后反应的是预期的不确定性。制约收益率进一步上行的因素在于：(1) 美国经济处于衰退预期中，虽然就业数据表现亮眼，但是衰退预期依然存在，美联储加息步伐或因此受阻，美债收益率近期也明显回落并曾短暂结束倒挂；(2) 疫情再次反复，西安、上海、深圳、广州等地再次出现疫情，7 月 6 日起，西安全市公共场所实行 7 天临时管控，疫情反复不确定性增加，因此经济复苏预期是否真的很强是有待商榷的，在反复的疫情封控不确定性下，居民会额外增加预防性储蓄以面对不确定性，加上当前居民部门杠杆率高企，报复性消费可能并不会如约而至。另外在海外出口受阻下，国内商品库存上行叠加消费不振，这都会影响经济复苏的成色。制约下行的因素在于：(1) 在疫情形势好转、财政政策“前置发力”和“应出尽出”下，经济走出底部开始复苏的预期不断加强，6 月社融超预期改善的传闻带动前段时间债市收益率的上行；(2) 在经历 3、4 月份以“量”为主的货币宽松后，当前市场流动性十分充裕，在以财政政策发力为主的背景下，后续货币宽松的预期已经很弱了，特别是本周央行连续一周单日仅 30 亿逆回购投放，显示出央行可能有意将当前远远低于政策利率的市场利率向政策利率回归，这也将制约债市收益率的下行。

展望下周，我们研判债市收益率仍将维持震荡偏上的走势。一是美联储加息 75bps 或成定局，若 CPI 数据依然维持高位，后续激进加息的可能性会增加，二是 6 月经济数据将集中出炉，目前市场普遍预期 6 月经济金融数据会有较大改善。然而当前疫情扩散存在不确定性，经济复苏的预期或被再次削弱。