

大行卖债及强监管影响下，债市回调

资金价格回升，DR007 快速上行至政策利率之上。全周来看，DR001、R001、DR007、R007 分别较上周五上行 23BP、21BP、13BP、7BP 至 1.79%、1.86%、1.82%、1.87%，1 年期 AAA 同业存单到期收益率较上周五上行 2.5BP 至 1.89%。下周资金面关注因素：一是缴税临近，税期资金面或有波动，二是 MLF 到期 4010 亿元，关注续作情况，三是同业存单到期 6313.8 亿元高于上周的 5509 亿元，政府债净缴款 6134 亿元，主要集中在周四，资金面或受承压。

CPI 温和回升、PPI 降幅收窄，但需求端依旧偏弱。7 月份，CPI 同比 0.5%，预期 0.3%，前值 0.2%；CPI 环比 0.5%，前值 -0.2%；PPI 同比 -0.8%，预期 -0.8%，前值 -0.8%；PPI 环比 -0.2%，前值 -0.2%。CPI 环比上涨 0.5%，强于季节性，主要受食品影响。PPI 环比续降 0.2%，上下游分化持续。

二季度货币政策执行报告发布，着重突出“货币政策框架转型”、“防风险”。8 月 9 日晚央行发布《2024 年第二季度中国货币政策执行报告》，下一阶段货币政策维持“稳健的货币政策”总基调不变，进一步强调推进“货币政策框架转型”，突出“利率调控”，“逆周期调节”，房地产延续三中全会的基调、对于汇率和通胀的关注没有明显改变。

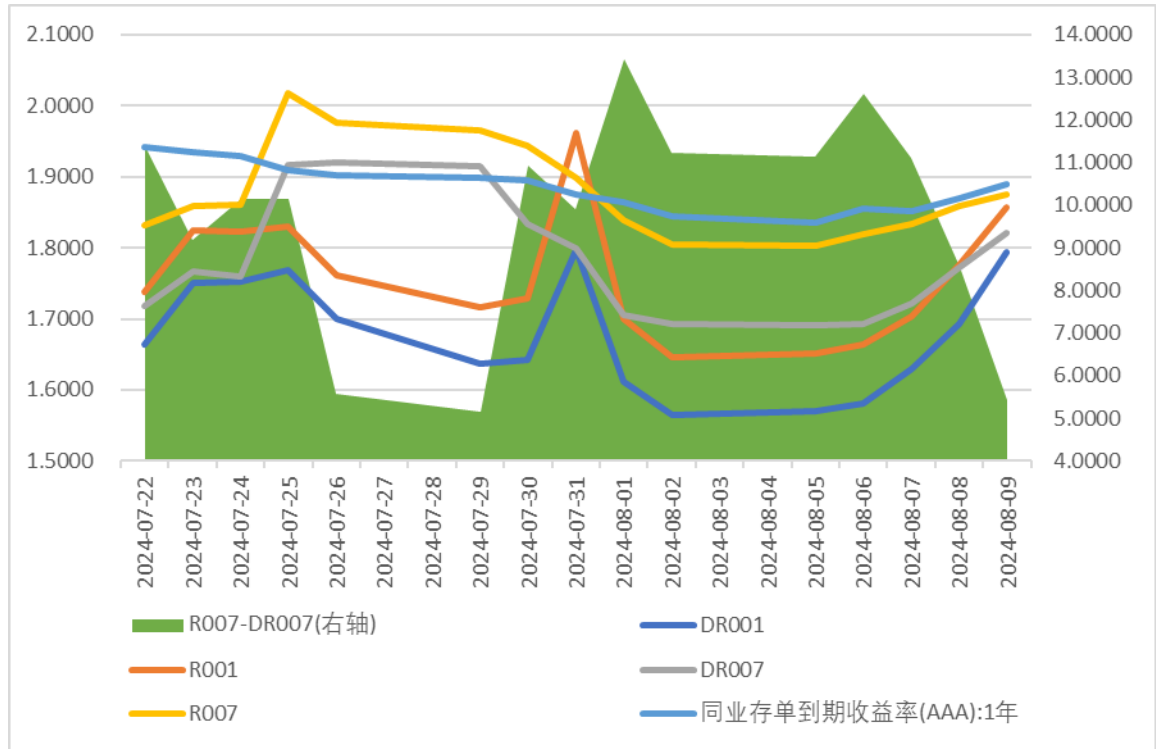
大行卖债及强监管因素影响下，各期限国债回调。全周来看，各关键期限国债收益率有所回升，1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 期限国债分别上行 6.6BP、4.6BP、4.7BP、5.2BP、10.2BP、7.1BP、3.4BP。市场与央行的“博弈”延续，近期大行卖债引发利率快速回调，市场正试探形成新的长端利率合意区间，虽基本面仍未发生根本反转，难以改变债牛的长期趋势，但央行对于债市收益率进行直接调控概率或将加大，短期波动或加剧，预计后续 10 年国债可能在 2.15%-2.3% 区间震荡。

一、各期限资金价格回升，DR007 回到政策利率之上。

本周央行公开市场净回笼 7597.6 亿元，资金面边际收敛。上半周央行逆回购大规模净回笼，周三央行近四年来首次逆回购零投放，下半周政府债缴款规模持续抬升，资金面边际收敛，DR007 上行至政策利率上方。全周来看，DR001、R001、DR007、R007 分别较上周五上行 23BP、21BP、13BP、7BP 至 1.79%、1.86%、1.82%、1.87%，1 年期 AAA 同业存单到期收益率较上周五上行 2.5BP 至 1.89%。质押式回购成交量先升后降，周五较上周五下降 0.46 万亿至 6.61 万亿。分机构来看，上半周大行净融出继续回升，下半周成交规模降幅较大；货币基金与理财产品净融出先降后升。下周资金面关注因素：一是缴税临近，税期资金面或有波动，二是 MLF 到期 4010 亿元，关注续作情况，三是同业存单到期 6313.8 亿元高于上周的 5509 亿元，政府债净缴款 6134 亿元，主要集中在周四，资金面或受承压。

展望后市，虽逆回购到期量较小，但政府债缴款压力较高，且周四是 MLF 的到期日，而此前《金融时报》指出后续月中 15 日的 MLF 操作存在不续做的可能，下周在税期、政府债缴款及 MLF 到期等因素的共同影响下，资金面的波动可能加大。

图 1 资金价格及存单收益率回升

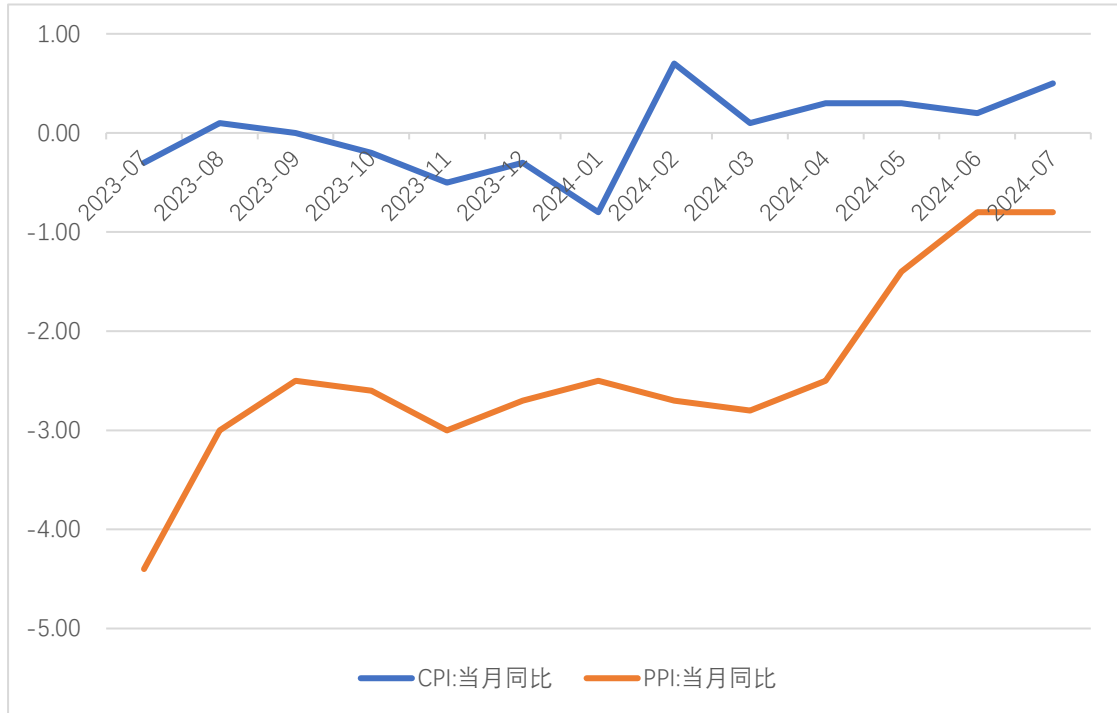


数据来源: wind

二、CPI 温和回升、PPI 降幅收窄，但需求端依旧偏弱。

7 月份, CPI 同比 0.5%, 预期 0.3%, 前值 0.2%; CPI 环比 0.5%, 前值 -0.2%; PPI 同比 -0.8%, 预期 -0.8%, 前值 -0.8%; PPI 环比 -0.2%, 前值 -0.2%。CPI 环比上涨 0.5%, 强于季节性, 主要受食品影响。从分项环比来看, 部分地区高温降雨天气和生猪供给优化等影响, 菜、蛋、肉价上涨, 带动食品价格上涨 1.2%。核心 CPI 方面, 房租上涨 0.1%, 仍弱于季节性; 暑期出游需求较旺, 带动出行、文娱、住宿等价格回升, 但并未明显强于季节性。PPI 环比续降 0.2%, 上下游分化持续。受国内需求不足及国际大宗商品价格回落等因素影响, 地产基建链条的钢材和非金属建材价格持续低迷, 拖累 PPI 环比续降。

图 2 CPI、PPI 同比



数据来源：wind

三、二季度货币政策执行报告发布，着重突出“货币政策框架转型”、“防风险”。

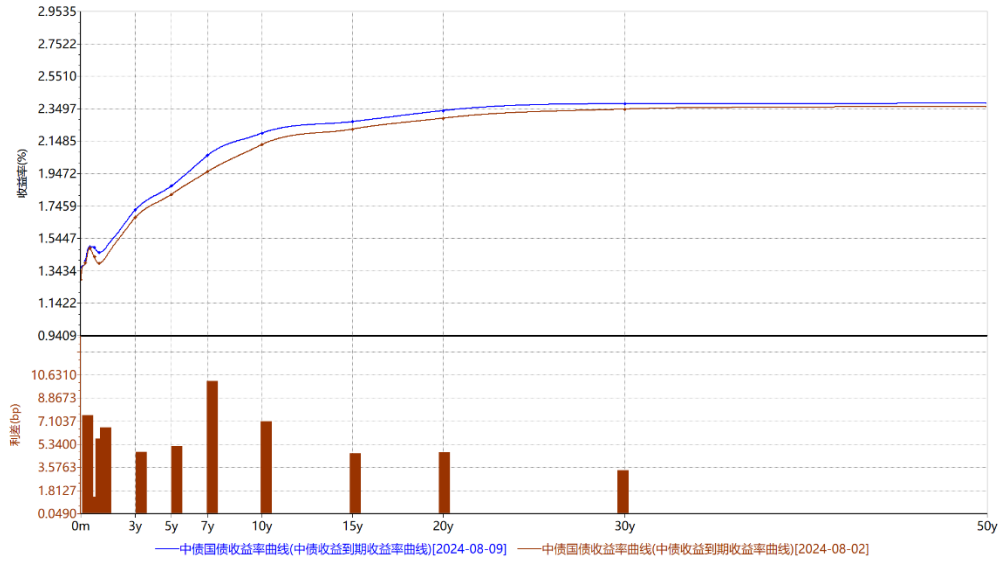
8月9日晚央行发布《2024年第二季度中国货币政策执行报告》，下一阶段货币政策维持“稳健的货币政策”总基调不变，进一步强调推进“货币政策框架转型”，突出“利率调控”，“逆周期调节”，房地产延续三中全会的基调、对于汇率和通胀的关注没有明显改变。二季度货币政策报告中，央行货币政策基调整体更加积极，增加午后临时正、逆回购操作；逐步增加国债买卖；强化短端公开市场操作利率的政策利率属性及LPR定价机制，从MLF换至公开市场操作利率。短期内，长端利率在“防风险”的背景下或有一定调整压力，但长期来看，利率下行或是长期趋势。

四、大行卖债及强监管因素影响下各期限国债回调

大行本周大量卖出7Y、10Y国债，交易商协会宣布对常熟农、江南农、昆山农、苏州农4家农商行启动自律调查引导债市大幅回调，各期限国债收益率上行3-10BP不等。周一日内10Y国债下到2.08%的低位，央行当日下午指导四大行卖债，对长端收益率进行调控，10Y国债周五收盘价回调至2.2%位置。周一至周五大行共计净卖出5-7Y国债115亿元，7-10Y国债1213亿元。全周来看，各关键期限国债收益率有所回升，1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y和30Y期限国债分别上行6.6BP、4.6BP、4.7BP、5.2BP、10.2BP、7.1BP、3.4BP。

市场与央行的“博弈”延续，近期大行卖债引发利率快速回调，市场正试探形成新的长端利率合意区间，虽基本面仍未发生根本反转，难以改变债市的长期趋势，但央行对于债市收益率进行直接调控概率或将加大，短期波动或加剧，预计后续10年国债可能在2.15%-2.3%区间震荡。

图3 各期限国债收益率回调



数据来源: Wind

数据来源: wind