

税期资金面由紧转松，经济仍处恢复态势，债市先上后下

——债市周评（2024年8月9日-8月16日）

摘要：

央行大额净投放，税期资金面由紧转松。本周央行公开市场大额净投放对冲税期影响，资金面由紧转松，整体平稳，主要期限资金利率较上周略有下行。下周公开市场到期量较大，但政府债缴款减少，以及非银资金较为充裕，预计整体资金面波动不大。

适应换挡“挤水分”，金融数据不及预期。社融方面，债券融资为核心支撑，当前政府债券发行进度偏缓，后续仍为社融主要支撑点。票据维稳人民币信贷投放，企业短贷为主要拖累。M2 增速企稳，M1 增速下滑，M1-M2 剪刀差进一步下降，显示企业预期偏弱，资金活化程度较低。

工业生产稳定，社零增速回暖，地产仍在磨底。工业生产供给稳定增长，装备及高端制造业表现亮眼。7月份装备制造业增加值增长 7.3%，高技术制造业增加值增长 10.0%。随着促消费政策持续显效，社零增速环比回暖，商品零售为主要贡献。受政府去杠杆影响，项目不足导致基建投资放缓，随着政策侧重消费，基建投资增速回升空间或有限。房地产市场仍处于调整，开发投资跌幅继续扩大，但新开工面积以及竣工面积企稳。

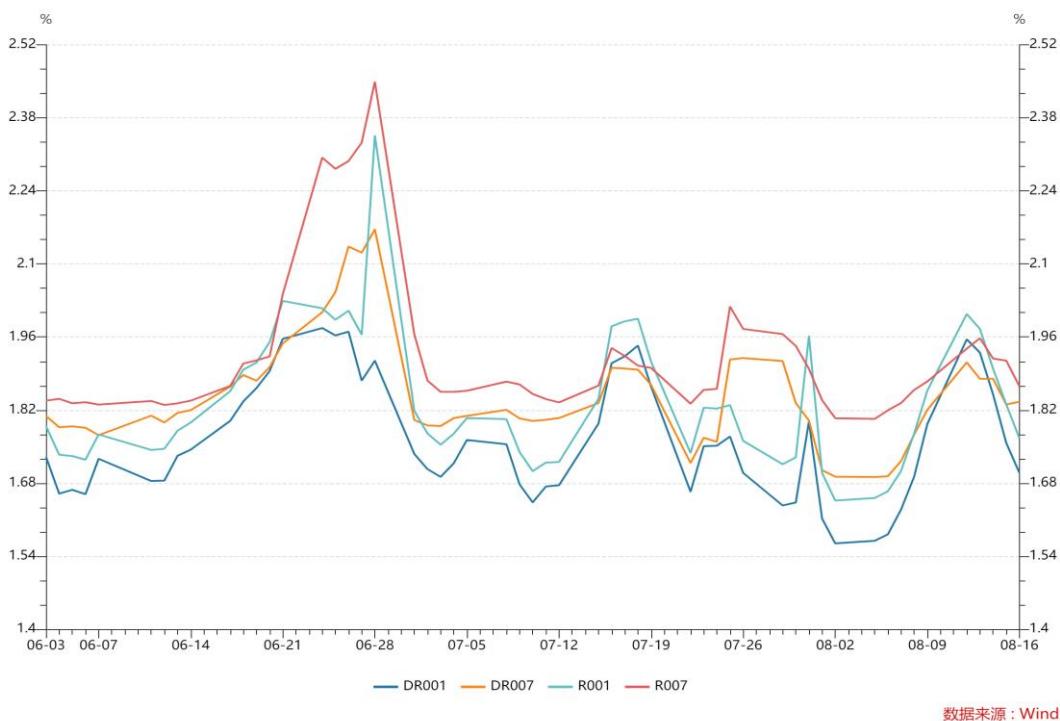
一级发行略有减少，债市先上后下。一级方面，本周利率债发行（国债+地方政府债+政策银行债）总发行量 7624.22 亿元，较上周减少 251.18 亿元。二级方面，税期资金面偏紧，但随着央行大额净投放呵护流动性以及金融数据、经济数据出炉，弱现实再度激起市场做多情绪，本周债市先上后下。

展望下周，监管重点关注下，债市收益率难以单边大幅波动。当前监管机构对于债券收益率关注度较高，预计大幅单边波动可能性较小，从最近市场几次博弈来看，当前 10 年期国债或围绕 2.20% 进行波动，30 年国债则在 2.35% 附近。操作方面，预计债市后续将维持震荡态势，建议收益率达到预期即买入配置。

一、央行大额净投放，税期资金面由紧转松

本周央行公开市场共有 212.90 亿元逆回购和 4010 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 15449 亿元逆回购操作和 1700 亿元国库现金定存操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 12926.10 亿元。大额净投放呵护下，税期资金面由紧转松，整体平稳，资金利率较上周略有下行。截至 8 月 16 日，DR001 加权平均利率收于 1.70%，较 8 月 9 日下行约 9.35BP，R001 加权平均利率为 1.77%，较 8 月 9 日下行约 9.14BP；DR007 加权平均利率收于 1.84%，较 8 月 9 日上行约 1.52BP，而 R007 加权平均利率收于 1.87%，较 8 月 9 日下行约 0.91BP。同业存单方面，本周，同业存单净融资规模为 -1655.90 亿元，发行总额达 4342.50 亿元，平均发行利率为 1.89%，到期量为 5998.40 亿元。未来三周，将分别有 7051.10 亿元、4536.60 亿元、2010.00 亿元的同业存单到期。下周公开市场到期量较高，但政府债净缴款规模也有大幅下降，对资金面扰动相对较低，当前资金分层消失仍在持续，非银机构资金比较充裕，预计整体资金面波动不大。而央行将 MLF 续作移至月底，也将对跨月期间的资金面起到平滑效果。

图 1. 税期资金利率先紧后松



二、适应换挡“挤水分”，金融数据不及预期

8 月 13 日，中国人民银行公布了 7 月金融数据。7 月新增社融 7708 亿元，同比多增 2342 亿元；社融存量同比增速 8.2%，前值 8.1%。7 月新增人民币贷款 2600 亿元，同比少

增 859 亿元。M2 同比增速 6.3%，前值 6.2%；M1 同比增速 -6.6%，前值 -5%。

具体看，1) 7 月社融增加 7708 亿元，债券融资为核心支撑。7 月社会融资规模增加 7708 亿元，同比多增约 2342 亿元，同比增速 8.2%，前值为 8.1%。从结构看，政府债券和企业债券是主要贡献，分别同比多增约 2802、738 亿元，政府债券发行稳定，且在上半年发行偏慢的情况下，后续仍为社融主要支撑点，而企业债券融资增加主因在于当前融资成本偏低，刺激企业发债进行融资。2) 信贷口径下人民币贷款新增 2600 亿元，票据维稳信贷投放。具体来看，住户贷款减少 2100 亿元，短贷为主因。短期贷款减少 2156 亿元，体现出居民消费情绪仍然偏弱；中长期贷款增加 100 亿元，地产下行周期下，仍难言后续改善。企（事）业单位贷款增加 1300 亿元，短期贷款为主要拖累。分项看，票据融资增加 5586 亿元为主要支撑、中长期贷款增加 1300 亿元，而短期贷款减少 5500 亿元形成拖累。短贷减少一方面是企业短期资金周转需求较弱，另一方面企业通过低利率的债券融资进行替换。3) M2 增速企稳，M1 增速下滑。7 月末，M2 增速为 6.3%，前值 6.2%，M1 增速为 -6.6%，前值 -5%。M1 同比连续 4 个月负增长，且降幅进一步扩大，M1-M2 剪刀差进一步下降，显示企业预期偏弱，资金活化程度较低。

三、工业生产稳定，社零增速回暖，地产仍在磨底

根据国家统计局数据，7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.1%，环比增长 0.35%；全国服务业生产指数同比增长 4.8%，比上月加快 0.1 个百分点。社会消费品零售总额 37757 亿元，同比增长 2.7%，环比增长 0.35%；1-7 月全国固定资产投资（不含农户）287611 亿元，同比增长 3.6%，比 1-6 月份回落 0.3 个百分点；货物进出口总额 36758 亿元，同比增长 6.5%，贸易顺差 6019 亿元。全国城镇调查失业率为 5.2%。

具体看，1) 生产供给稳定增长，装备及高端制造业表现亮眼。7 月份，装备制造业增加值增长 7.3%，高技术制造业增加值增长 10.0%，分别比上月加快 0.4 和 1.2 个百分点。具体来看，7 月份铁路、船舶、航空 航天和其他运输设备制造业同比增长 12.7%；计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 14.3%；2) 社零增速回暖，商品零售为主要贡献。随着促消费政策持续显效，商品零售有所加快，服务消费潜力继续释放，市场销售增速回升。7 月份，社会消费品零售同比增长 2.7%，较 6 月份 2.0% 环比上升。其中商品零售额 33354 亿元，增长 2.7%，基本生活类商品销售较好，限额以上单位粮油、食品类，饮料类商品零售额分别增长 9.9%、6.1%。部分升级类商品销售增长较快，限额以上单位通讯器材类，体育、娱乐用品类商品零售额分别增长 12.7%、10.7%。3) 基建投资放缓，房地产市场仍处于调整。分领域看，基础设施投资同比增长 4.9%，制造业投资增长 9.3%，房地产开发投资下降 10.2%。基建投资增速下滑主因在于地方政府去杠杆影响，项目数量不足导致政府债发行

偏缓，而随着政策基调逐渐偏向消费，后续基建投资增速回升可能有限。房地产开发投资仍在磨底，但新开工及竣工面积当月同比跌幅有所收窄。1-7月份，全国房地产开发投资60877亿元，同比下降10.2%（按可比口径计算），相比于上半年10.1%的跌幅继续扩，持续磨底。1-7月份，新开工面积同比下降23.2%，跌幅较上半年同比下降23.7%小幅收窄，房屋竣工面积同比下降21.8%，增速与上半年持平。

四、一级发行略有减少，债市先上后下

一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债），本周总发行量7624.22亿元，较上周的7875.40亿元减少251.18亿元，其中国债发行4325.40（上周为4160.90亿元），地方政府债发行2128.82亿元（上周为2484.50亿元），政金债发行1170.00亿元（上周1230.00亿元）。

二级方面，税期资金面偏紧，但随着央行大额净投放呵护流动性以及金融数据、经济数据出炉，弱现实再度激起市场做多情绪，使得本周债市先上后下。截至周五收盘中债国债到期收益率1年、3年、5年和10年分别较前周变动+7.79BP、+5.95BP、+1.95BP和-0.08BP；中债国开债到期收益率1年、3年、5年和10年分别较前周变动+3.27BP、+4.12BP、+3.07BP和+0.61BP。具体看，周一债市延续上周调整情绪，叠加税期临近以及政府债缴款影响，资金面偏紧推动收益率进一步回调，活跃利率债收益率普遍大幅上行，长券超长券收益率上行3-5bp，中短券收益率上行4-8bp。周二债市震荡走强，市场情绪修复。今日央行逆回购放量呵护流动性，以及债市连续回调后收益率具备配置价值，债市走强。下午金融数据发布不及预期，再度刺激市场做多热情，收益率大幅下行，活跃利率债收益率普遍大幅下行2-6bp。周三债市整体继续延续昨日涨势，但涨幅有所收窄。逆回购放量及金融数据不及预期继续助力债券市场做多热情。午后金融时报社论再谈债市，市场担忧监管风险纷纷卖出，长债收益率出现回调，涨幅收窄。周四债市偏弱，SPV受限以及公募免税取消传闻下政金债走势较弱。早盘央行逆回购力度不减，资金面转松，随着市场出现银行SPV规模受限以及公募免税或将取消的传闻，政金债遭到卖出，债市整体情绪受到压制，收益率出现回调，政金债弱于国债。周五债市震荡，主受消息面影响。昨日SPV传闻辟谣，债市走出修复行情，收益率下行。而午后传出国债增发以及监管加强传闻，避险情绪升温，长端收益率波动上行，尾盘情绪缓和跌幅有所收窄，全日来看整体震荡持平。

展望下周，7月金融、经济数据显示当前经济仍处于恢复态势，债市弱现实支撑仍在。但当前监管机构对于债券收益率关注度较高，预计单边大幅波动可能性较小，从最近市场几次博弈来看，当前10年期国债或围绕2.20%进行波动，30年国债则在2.35%附近。操作方面，预计债市后续将维持震荡态势，建议收益率达到预期即买入配置。

图 2. 长期限国债到期收益率略微下行（2024.08.16 对比 2024.08.09）

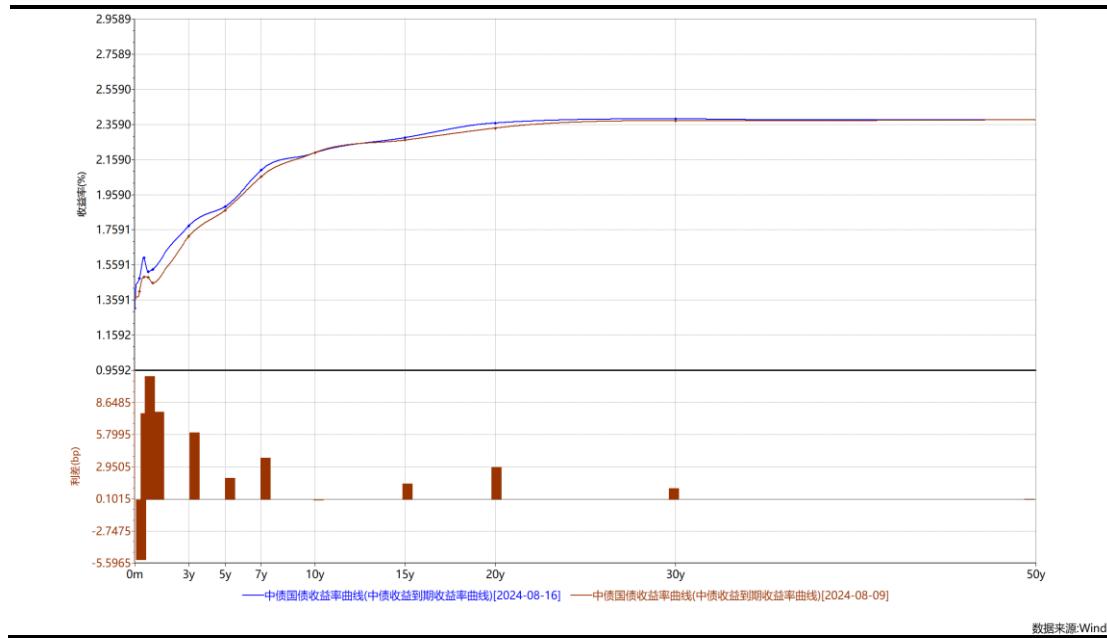


图 3. 各期限国开债不同程度上行（2024.08.16 对比 2024.08.09）

