

经济金融数据公布，债市情绪高涨长短端交替下行

——债市周评（2024年9月9日-9月14日）

摘要：

本周资金面先紧后松，周五之前国股大行早盘融出谨慎，隔夜价格走高，周五回归宽松。

截至9月13日，DR001较上周末下行6bp至1.61%，R001下行22bp至1.67%，DR007持平保持在1.82%，R007上行1bp至1.93%，本周一至周四，政府债净缴款5000多亿，日间多呈现先紧后松的特点，早盘国股大行融出普遍缩量，导致一早资金面紧张，加权价格走高，随着OMO投放逐渐好转，午后价格小幅下降。整体上，银行体系对央行公开市场操作的依赖性仍然较强，在税期和缴款等走款较多的时点资金价格明显抬高。非银方面，从4月以来总量层面都较为充足，受到政府债发行等因素的干扰较小，但在托管行趴账利率的约束下，非银隔夜价格始终保持在1.8%以上，当加权价格下降时非银融出意愿减弱，分层利差出现；当银行体系收紧资金价格抬升时，非银融出意愿增强，隔夜价格跟随着银行定价走，长期限资金供需增多；长期限资金价格波动较小，基本稳定在1.9%-2.0%区间。

8月通胀数据不及预期，CPI同比上涨0.6%，PPI同比下降1.8%。往后看，内需不足、大宗商品价格下降的影响下，国内物价偏弱的情况短时间难以扭转。低通胀叠加美联储降息释放政策实施空间，加重市场降息预期。**8月社融增速放缓，规模新增3.03万亿元，同比增长8.1%，**结构问题上，政府债之外，信贷市场主要靠票据支撑。金融数据折射出当前社融数据主要靠政府债券拉动，居民和企业仍在去杠杆周期，企业贷款意愿较弱。**8月经济数据呈现内需不足、消费不足的特点，全国规模以上工业增加值同比增长4.5%，前值5.1%；社零同比增长2.1%，前值2.7%；全国固定资产投资累计同比增长3.4%，前值3.6%；全国城镇调查失业率为5.3%，前值5.2%。**

回顾本周：周一，统计局公布8月价格数据，超预期回落，加剧市场做多情绪，30Y国债继续创新低，10Y国债收益率下行1bp至2.13%。随后，央行继续开展卖长补短操作，但对影响市场定价的效果有限，继而选择卖出7年期限。央行在卖出长债的同时，通过买入短债补充仓位和流动性，短端随之走低，而期限利差一旦拉开，长端价值又重新凸显买入价值，长短端陷入交替下行的循环中。周二，10Y国债收益率下行2bp至2.11%，周三持平在2.11%，周四小幅下行1bp至2.1%。周五，中国人民银行公布8月金融数据，政府债和票据之外，信贷数据仍然弱势，市场降准降息的预期不改，债市收益率继续下行，10Y国债收益率下行3bp至2.07%。周六，经济数据公布，工业增加值、消费、投资增速放缓，内需不足、消费不足问题凸显，债市收益率继续下行3bp至2.04%。

展望后市：预计下周收益率或小幅回调，原因如下：第一，本周债市情绪高涨，目前

10 年期国债收益率点位接近突破 2.0%，收益率进一步下调需要更多利多因素刺激；第二，下周资金面预计偏紧，资金价格对收益率进一步下行或有一定程度的制约。第三，本周金融经济数据公布加重市场降息预期，下周如果降息则利空出尽，如果不降则受资金面等其他因素影响较大。因此，预计后市或小幅回调。

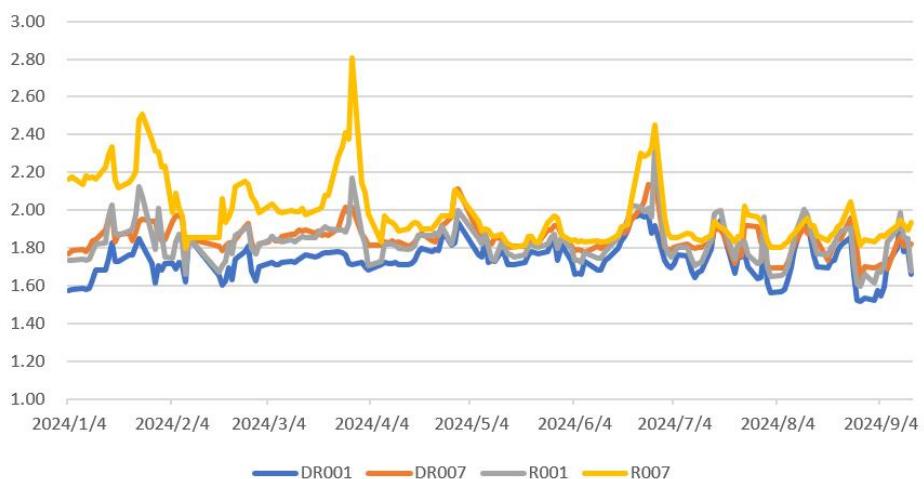
一、资金面先紧后松，隔夜价格走高

本周资金面先紧后松，周五之前国股大行早盘融出谨慎，隔夜价格走高，周五回归宽松。截至 9 月 13 日，DR001 较上周末下行 6bp 至 1.61%，R001 下行 22bp 至 1.67%，DR007 持平保持在 1.82%，R007 上行 1bp 至 1.93%，本周一至周四，政府债净缴款 5000 多亿，日间多呈现先紧后松的特点，早盘国股大行融出普遍缩量，导致一早资金面紧张，加权价格走高，随着 OMO 投放逐渐好转，午后价格小幅下降。整体上，银行体系对央行公开市场操作的依赖性仍然较强，在税期和缴款等走款较多的时点资金价格明显抬高。非银方面，从 4 月以来总量层面都较为充足，受到政府债发行等因素的干扰较小，但在托管行趴账利率的约束下，非银隔夜价格始终保持在 1.8% 以上，当加权价格下降时非银融出意愿减弱，分层利差出现；当银行体系收紧资金价格抬升时，非银融出意愿增强，隔夜价格跟随着银行定价走，长期限资金供需增多；长期限资金价格波动较小，基本稳定在 1.9%-2.0% 区间。

下周进入税期，存单到期压力仍存，预计资金面保持紧平衡，资金价格易上难下。下周进入税期，存单到期量 8000 多亿元，MLF 到期近 6000 亿，逆回购到期 8000 多亿，预计资金面早盘偏紧，整体保持紧平衡，资金价格偏高。

本周同业存单净融资规模 2571.1 亿元，随着利率债收益率持续下行，存单利率小幅回落，1Y 期收于 1.93%。本周同业存单发行总额 8866.50 亿元，到期量 6295.40 亿元，净融资 2571.1 亿元。下周工作日仅 3 天到期 8925.7 亿元，从供给端看，存单到期量较大，大行长期负债压力承压，但是从需求端看，在债市走牛的行情下，存单经过一轮回升后，配置和交易价值凸显。整体来看，后市预计存单收益率窄幅震荡下行。

图 1 近期资金利率走势



数据来源：choice

二、经济金融数据公布，市场降息预期不改。

8月通胀数据不及预期，CPI同比上涨0.6%，PPI同比下降1.8%。 CPI拉动项主要来自食品项，8月极端酷暑天气偏多叠加猪价价格走强，鲜菜肉类价格上涨。拖累项主要来自非食品项，交通、服务、衣着、居住等均环比下跌，背后折射出内需不足、居民消费动力不足的问题仍存。PPI方面，受海外市场“衰退交易”情绪升温、国际大宗商品价格下滑影响，石油煤炭、有色等上游行业价格随之下滑，同时建筑地产行业持续疲软，PPI同比下降1.8%。往后看，内需不足、大宗商品价格下降的影响下，国内物价偏弱的情况短时间难以扭转。低通胀叠加美联储降息释放政策实施空间，加重市场降息预期。

8月社融增速放缓，规模新增3.03万亿元，同比增长8.1%，结构问题上，政府债之外，信贷市场主要靠票据支撑。 8月社融规模新增3.03万亿元，前值7742亿元，同比增速8.1%，前值8.2%；新增人民币贷款1.04万亿元，前值-808亿元；M2同比增长6.3%，前值6.3%；M1同比增长-7.3%，前值-6.6%。金融数据折射出当前社融数据主要靠政府债券拉动，居民和企业仍在去杠杆周期，企业贷款意愿较弱。

8月经济数据呈现内需不足、消费不足的特点，全国规模以上工业增加值同比增长4.5%，前值5.1%；社零同比增长2.1%，前值2.7%；全国固定资产投资累计同比增长3.4%，前值3.6%；全国城镇调查失业率为5.3%，前值5.2%。 具体来看，首先，国际大宗商品价格显著下降，导致上游企业补库存的速度减缓。第二，消费方面，和地产相关的装修材料、家具消费增速回落，暑假结束带来体育娱乐用品增速回落，拖累商品零售增速下滑明显。不过在消费刺激政策带动下，电子市场表现较好。第三，投资方面，国内地产持续低迷加上高温天气影响，房地产和基建投资难见起色，同时也传递到相关产业链条，拖累工业增加值增速。

三、债市做多情绪较浓，长短端收益率交替下行。

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量9005.85亿元，较上周5089.01亿元大幅增加。 其中，国债发行5003.1亿元，地方政府债发行2802.75亿元，政金债发行1200亿元，本周净融资5053.36亿元。

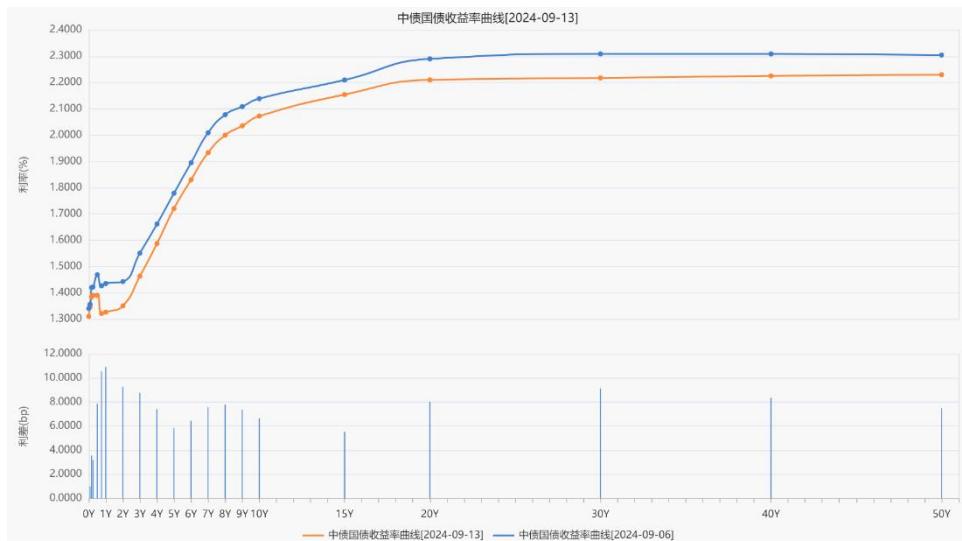
本周债市长短端收益率交替下行。 截至9月14日，1年期国债收1.33%，较上周下行10bp；5年期国债收1.70%，较上周下行8bp；10年期国债收2.04%，较上周下行10bp，30年期国债收2.18%，较上周下行13bp。1年期国开债收1.65%，较上周下行约3bp；5年期国开债收1.84%，较上周下行约7bp；10年期国开债收2.13%，较上周下行约10bp；30年期国

开债收 2.25%，较上周下行 10bp。

回顾本周：周一，统计局公布 8 月价格数据，超预期回落，加剧市场做多情绪，30Y 国债继续创新低，10Y 国债收益率下行 1bp 至 2.13%。随后，央行继续开展卖长补短操作，但对影响市场定价的效果有限，继而选择卖出 7 年期限。央行在卖出长债的同时，通过买入短债补充仓位和流动性，短端随之走低，而期限利差一旦拉开，长端价值又重新凸显买入价值，长短端陷入交替下行的循环中。周二，10Y 国债收益率下行 2bp 至 2.11%，周三持平在 2.11%，周四小幅下行 1bp 至 2.1%。周五，中国人民银行公布 8 月金融数据，政府债和票据之外，信贷数据仍然弱势，市场降准降息的预期不改，债市收益率继续下行，10Y 国债收益率下行 3bp 至 2.07%。周六，经济数据公布，工业增加值、消费、投资增速放缓，内需不足、消费不足问题凸显，债市收益率继续下行 3bp 至 2.04%。

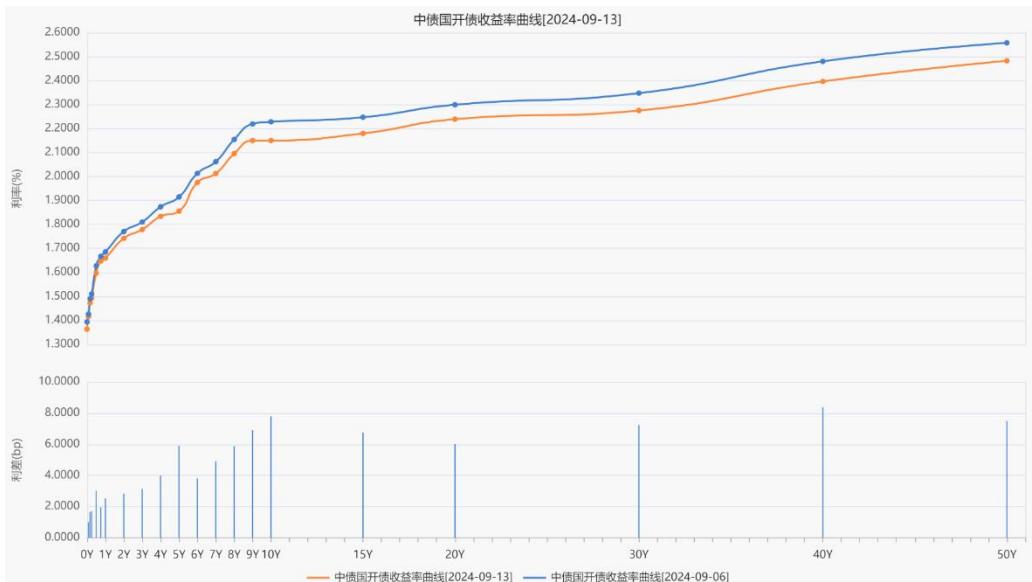
展望后市：预计下周收益率或小幅回调，原因如下：第一，本周债市情绪高涨，目前 10 年期国债收益率点位接近突破 2.0%，收益率进一步下调需要更多利多因素刺激；第二，下周资金面预计偏紧，资金价格对收益率进一步下行或有一定程度的制约。第三，本周金融经济数据公布加重市场降息预期，下周如果降息则利空出尽，如果不降则受资金面等其他因素影响较大。因此，预计后市或小幅回调。

图 3 国债收益率期限结构



数据来源：choice

图 4 国开收益率期限结构



数据来源：choice