

月初资金宽松，利率债牛陡

摘要:

季末日资金价格明显走高，但跨季后趋松，主要期限资金价格、存单收益率下行。6月末资金市场分层明显，R001、R007 加权久违攀升至 2.30%、2.01%，为二季度峰值，但跨月后资金趋松，DR001 下行至 1.31%，DR007 下行至 1.42%，DR014 下行至 1.50%，均为年内新低。存单到期收益率周内下行，1M、3M、6M、9M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较 6 月 30 日下行 8BP、7 BP、5BP、4 BP、2BP 至 1.51%、1.52%、1.57%、1.60%、1.61%，曲线走陡。

PMI 边际改善。6 月制造业 PMI 录得 49.7%（前值 49.5%），连续 2 个月回升但仍低于荣枯线。非制造业 PMI 录得 50.5%（前值 50.3%），扩张加速，主要受建筑业拉动。综合 PMI 录得 50.7%（前值 50.4%），企业生产经营活动总体有扩张。

利率债收益率下行，长短端稍有分化，曲线略走陡。截至 7 月 4 日，1 年期国债收 1.34%，较上周五下行 1BP；5 年期国债收 1.49%，较上周五下行 1BP；10 年期国债收 1.64%，较上周五下行 0.3BP；30 年国债收 1.85%，较上周五下行 0.2BP。全周短端因资金市场宽松而有所下行，长端方面，6 月制造业 PMI 小幅回升但仍在荣枯线以下，长端全周小幅下行。

展望 7 月，资金方面，在信贷小月背景下，资金面预计整体宽松但在缴税、政府债发行等扰动下或有小幅收敛并伴随市场分层，预计 DR001 均值在 1.30-1.40%区间运行，DR007 均值在 1.45-1.55%区间运行。利率债方面，以 5 月 6 日宣布降息 10BP 前的收益率为基准，目前 1、3 年国债收益率已分别下行约 13BP、12BP，但均不及 DR001、DR007 的 20 日移动平均值下行幅度（29BP、26BP），尤其 5 年期国债较降息前下行幅度仅 3.3BP，**后市中短端利率债收益率有望继续走出慢牛行情。**长端方面，基本面暂稳下，政策面短期难有强力刺激政策出台，长期限利率债收益率预计维持震荡，**10 年期国债短期或将持续在 1.60-1.70%区间震荡。**

一、季末日资金价格明显走高，但跨季后趋松，主要期限资金价格、存单收益率下行。

6月末资金市场分层明显，R001、R007 加权久违攀升至 2.30%、2.01%，为二季度峰值，但跨月后资金趋松，DR001 下行至 1.31%，DR007 下行至 1.42%，DR014 下行至 1.50%，均为年内新低。市场融出结构方面，资金继续向大行集中，国有大行净融出资金余额升至 5.3 万亿，为年内新高，货币市场基金净融出均值下降至 1.17 万亿，当下市场杠杆不低，全市场正回购余额已升至 12.63 万亿，处于今年以来高位，市场分层状况在后续资金波动时可能会更加明显。存单到期收益率周内下行，1M、3M、6M、9M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较 6 月 30 日下行 8BP、7 BP、5BP、4 BP、2BP 至 1.51%、1.52%、1.57%、1.60%、1.61%，曲线走陡。

二季度以来，资金市场整体维持宽松局面，资金利率整体呈现下行趋势，尤其在 5 月 7 日央行宣布降息 10BP 后，资金利率下行节奏加快，至 7 月 4 日，DR007 的 20 日移动平均值累计下行 26BP 至 1.42%，DR001 的 20 日移动平均值累计下行 29BP 至 1.37%。展望 7 月，在信贷小月背景下，资金面预计整体宽松但在缴税、政府债发行等因素扰动下或有小幅收敛并伴随市场分层，预计 DR001 均值在 1.30-1.40% 区间运行，DR007 均值在 1.45-1.55% 区间运行。下周公开市场逆回购到期 6522 亿元、国债与地方政府债净融资金额 102 亿元，预计资金市场延续宽松。

图 1 今年以来主要期限资金利率走势

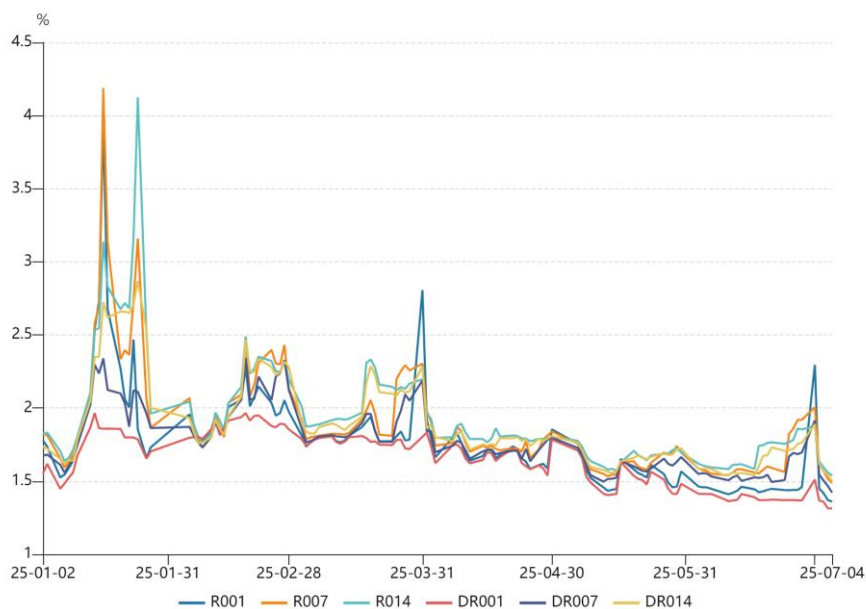
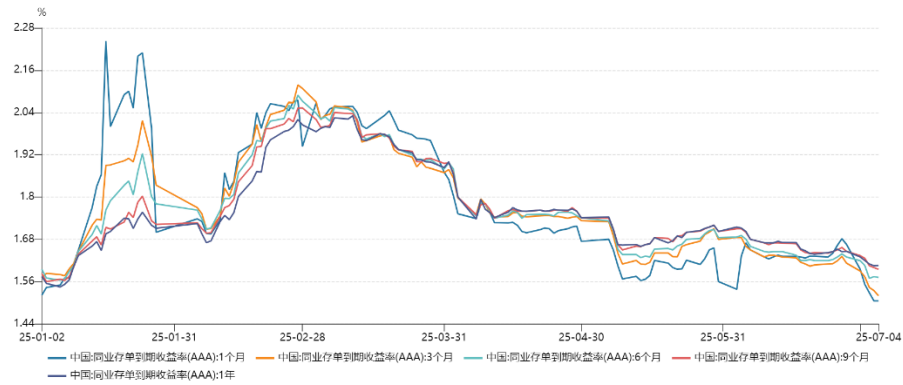
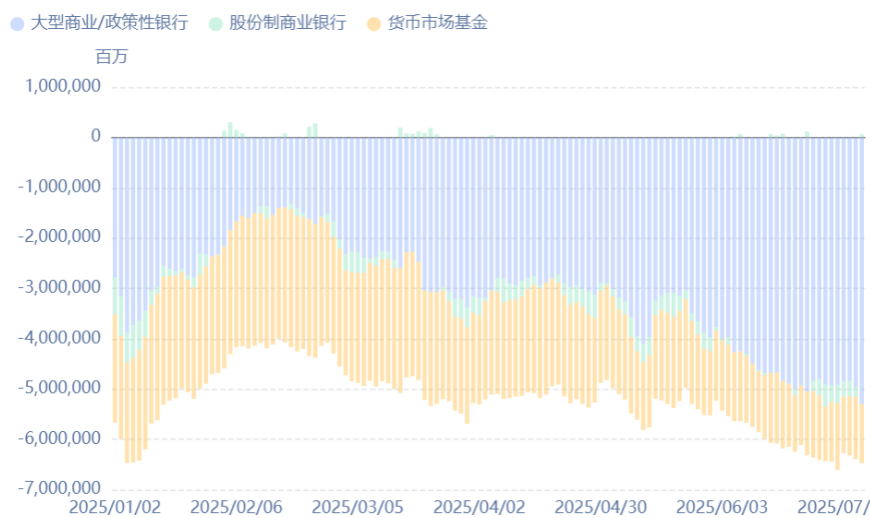


图 2 今年以来各期限 AAA 存单利率走势



数据来源：wind

图3 资金市场主要融出机构净融出余额走势图

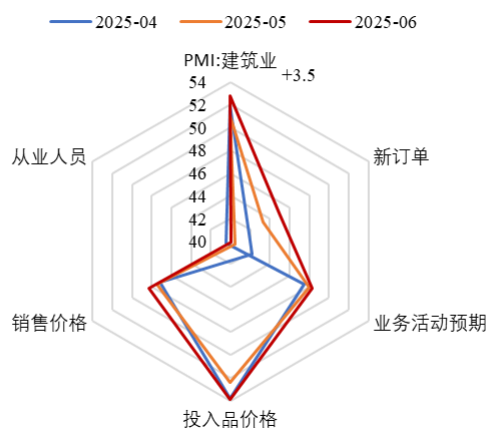
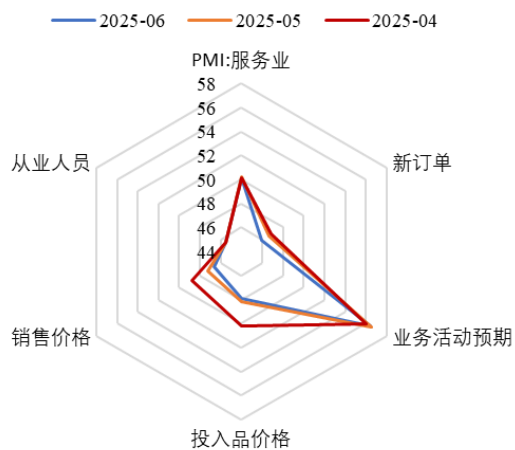
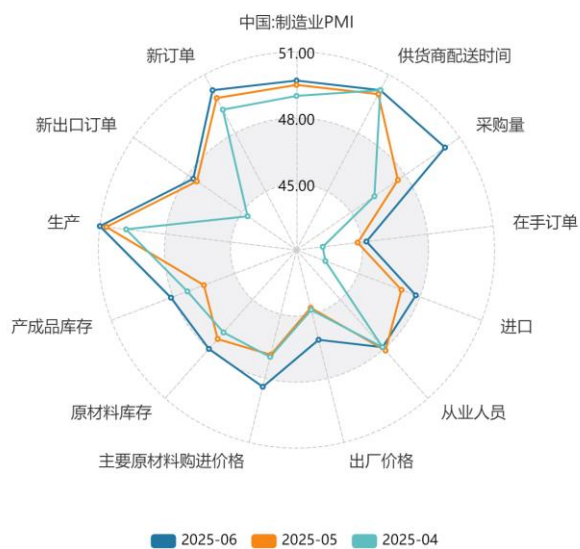


数据来源：idata

二、PMI 边际改善，供需两端延续修复但力度减弱。

6月制造业PMI录得49.7%（前值49.5%），连续2个月回升但仍低于荣枯线。供需两端延续修复但力度减弱，6月供需分项延续环比回升，新订单和生产分项分别较上月回升0.4和0.3个百分点，供需缺口缩窄。需求方面，出口订单延续修复，但修复力度减弱，6月新出口订单分项录得47.7%，较上月仅上升0.2个百分点，并低于过去5年6月均值（48.1%）。供给方面，生产分项较上月有所回升，但从业人员和供货商配送时间分别较上月下降和上升0.2个百分点，生产修复力度减弱。6月生产经营活动预期指数较上月下降0.5个百分点，企业对未来生产活动的预期下降。此外，非制造业PMI录得50.5%（前值50.3%），扩张加速，主要受建筑业拉动。综合PMI录得50.7%（前值50.4%），企业生产经营活动总体有扩张。整体来看，中美经贸关系缓和一定程度上促进了5月、6月制造业供需两端的修复，但随着美国对他国“对等关税”暂停期即将结束，后续外需变动的不确定性对国内制造业或仍有影响。

图4 近3月PMI及分项数据



数据来源: wind

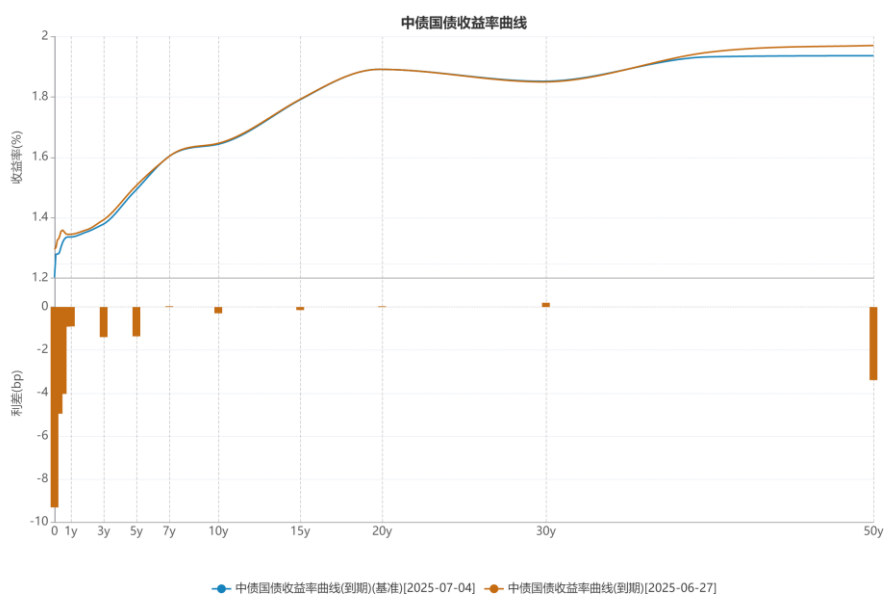
三、利率债收率下行，长短端稍有分化，曲线走陡。

一级市场方面，全周国债与地方政府债净发行 2216 亿元(环比减少 4498 亿元)，政金债净发行 1550 亿元（环比增加 457 亿元）。截至 7 月 4 日，1 年期国债收 1.34%，较上周五下行 1BP; 5 年期国债收 1.49%，较上周五下行 1BP; 10 年期国债收 1.64%，较上周五下行 0.3BP；

30 年国债收 1.85%，较上周五下行 0.2BP。全周短端因资金市场利率再下台阶而有所下行，长端方面，6 月制造业 PMI 小幅回升但仍在荣枯线以下，长端全周小幅下行。

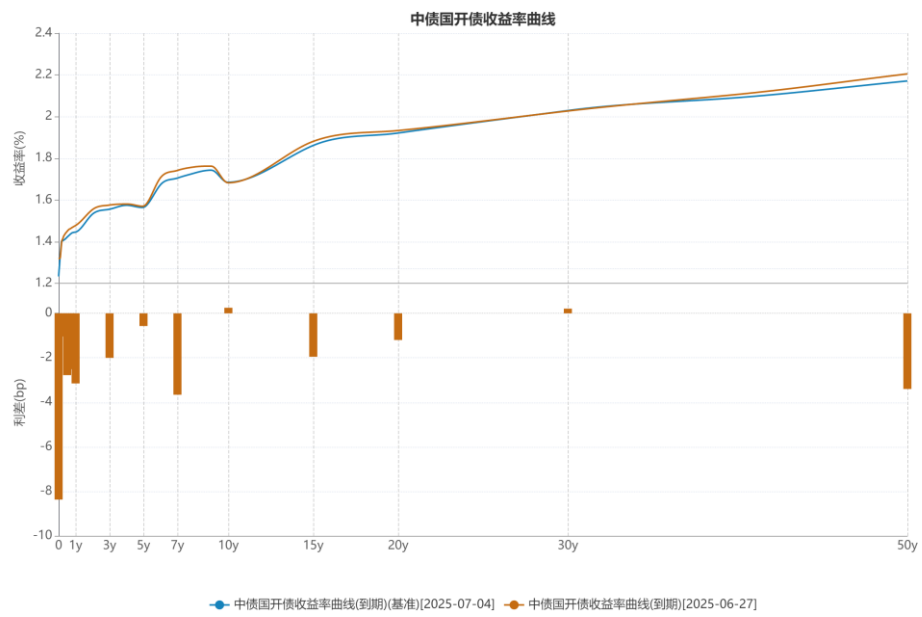
展望后市，资金面宽松叠加资金利率再下台阶是当前债市的重要支撑，以 5 月 6 日宣布降息 10BP 前的收益率为基准，目前 1、3 年国债收益率已分别下行约 13BP、12BP，但仍不及 DR001、DR007 的 20 日移动平均下行幅度（29BP、26BP），尤其 5 年期国债较降息前下行幅度仅 3.3BP，后市中短端利率债收益率有望继续走出慢牛行情。长端方面，基本面暂稳下，政策面短期难有强力刺激政策出台，长端利率债收益率预计维持震荡，10 年期国债短期或将持续在 1.60-1.70%区间震荡。

图 5 国债收益率曲线期限结构



数据来源：wind、中国债券信息网

图 6 国开债收益率曲线期限结构



数据来源: wind、中国债券信息网