

利率债先修复后转跌，曲线走陡

摘要：央行月末投放资金呵护跨月，资金整体宽松。月末周央行累计投放资金 28731 亿元，净回笼资金 4039 亿元，其中公开市场逆回购净投放 1961 亿元、MLF 净投放 3000 亿元、买断式回购到期回笼 9000 亿元。全周 DR001 均值 1.32%，下行 13BP，DR007 均值 1.52%，下行 1BP，DR014 均值 1.58%，下行 3BP。下周公开市场逆回购到期 22731 亿元、买断式回购到期 10000 亿元，总到期量较大，国债与地方政府债净融资金额 1565 亿元，需关注央行月初资金投放情况以及月初股市行情，资金面预计整体无虞。

工业企业利润数据环比好转，但同比仍负增；7 月工业企业利润当月同比下降 1.5%（前值-4.3%），工业企业利润降幅收窄。**8 月份制造业 PMI 环比好转，但仍位于荣枯线之下。**8 月制造业 PMI 49.4%，比上月上升 0.1%，指数已持续 5 个月位于荣枯线之下。供需缺口上，新订单指数与生产指数之差环比走扩至 1.3%（前值 1.1%），供需缺口走扩，强生产、弱需求的现实仍在继续。从价格端看，原材料购进价格、出厂价格环比分别走升 1.8%、0.8%至 53.3%、49.1%，市场价格处于改善过程，“反内卷”政策渐显成效。**8 月非制造业商务活动指数为 50.3%，环比上升 0.2%，非制造业继续保持扩张。**

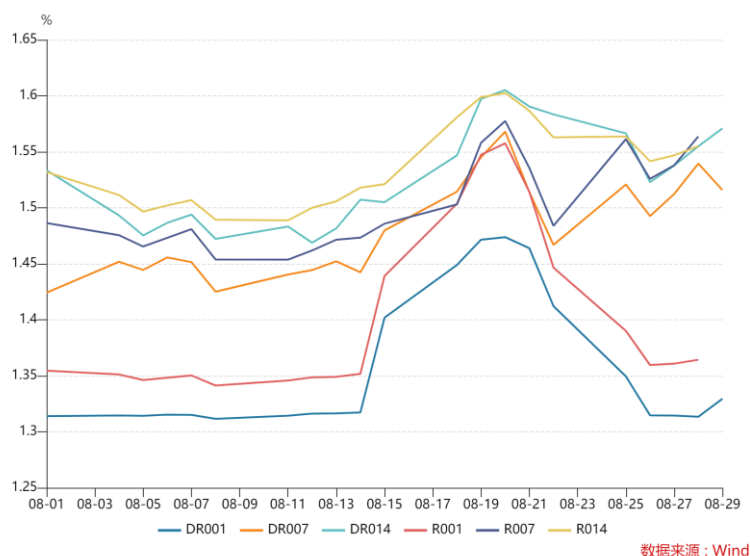
利率债前半周有所修复后再度转跌，曲线走陡。1 年期活跃国债收 1.3650%，较上周五下行 0.5BP；5 年期活跃国债收 1.5975%，较上周五下行 2.75BP；10 年期活跃国债收 1.78%，较上周五下行 0.5BP；30 年活跃国债收 2.02%，较上周五下行 1.95BP。**展望后市，短债在适度宽松的货币政策表态下波动预计小于长端。**长债方面，目前看权益市场上涨趋势仍强势，短期内难有大幅调整，下周迎来备受瞩目的阅兵日，债市预计仍受权益市场压制。中长期看，在权益市场慢牛格局以及“反内卷”等抗通缩政策共振下，长债预计难有大的趋势做多行情，但仍可密切跟踪期货走势，在支撑压力位附近博弈多空机会，快进快出。

一、央行月末投放资金呵护跨月，资金整体宽松。

月末周央行累计投放资金 28731 亿元，净回笼资金 4039 亿元，其中公开市场逆回购净投放 1961 亿元、MLF 净投放 3000 亿元、买断式回购到期回笼 9000 亿元。全周 DR001 均值 1.32%，较上周下行 13BP，DR007 均值 1.52%，较上周下行 1BP，DR014 均值 1.58%，较上周下行 3BP。市场融出结构方面，大行净融出资金余额较上周明显走升，全周净融出余额均值 4.22 万亿，较上周均值上升 0.39 万亿，货币市场基金净融出均值 1.77 万亿，较上周均值下降 0.44 万亿。存单到期收益率多数下行，1M、3M、6M、9M、1 年期限 AAA 存单到期收益率分别较 8 月 22 日下行 3BP、下行 1BP、下行 0.2BP、上行 0.6BP、下行 0.3BP 至 1.46%、1.54%、1.63%、1.66%、1.67%。

8 月资金市场整体宽松，但中下旬受税期、股市虹吸资金等因素影响，价格波动加强，DR001、DR007 加权一度升至 1.47%、1.57%，随着央行向市场投放流动性，月末窗口回归宽松。二季度货币政策执行报告中，央行表态要落实落细适度宽松的货币政策，那么短期内央行对于市场流动性的呵护态度不会发生大的转向。展望 9 月，资金面预计受权益市场、缴税、政府债发行等因素扰动而呈现阶段波动，但央行大概率会投放资金以对冲扰动，呵护市场流动性，预计 DR001 均值继续在 1.30-1.40% 区间运行，DR007 均值在 1.40-1.5% 区间运行。下周公开市场逆回购到期 22731 亿元、买断式回购到期 10000 亿元，总到期量较大，国债与地方政府债净融资金额 1565 亿元，需关注央行月初资金投放情况以及月初股市行情，月初窗口资金面预计整体无虞。

图 1 8 月主要期限资金利率走势



二、工业企业利润、制造业 PMI 数据环比好转。

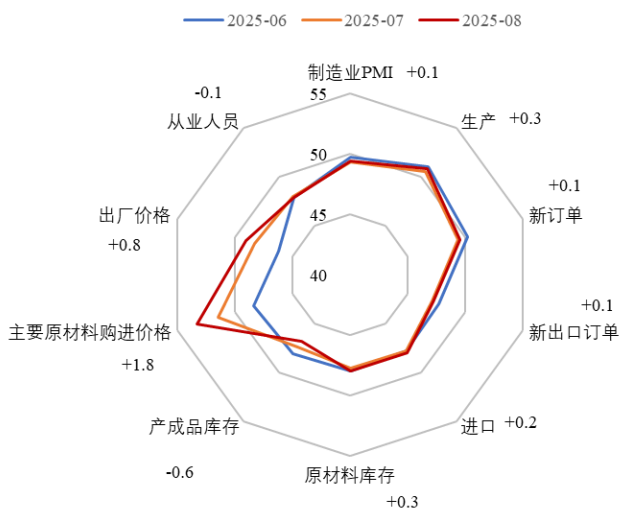
工业企业利润数据有所好转，但同比仍负增。1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 4.02 万亿元，同比下降 1.7% (前值-1.8%); 实现营业收入 78.07 万亿元，同比增长 2.3%

(前值 2.5%)。7 月利润当月同比下降 1.5% (前值-4.3%)，工业企业利润降幅收窄。从量上看，7 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，虽然同比增速下滑 1.1%，但高于过去 5 年历史值。从价上看，7 月 PPI 边际改善，同比下降 3.6%，环比降幅收窄，部分上游原材料价格出现边际改善。从利润率上看，1-7 月利润率累计录得 5.15%，环比持平前值，同比跌幅为 0.25% (前值-0.26%)，跌幅收窄，边际改善。库存增速继续维持低位，1-7 月产成品存货达到 6.67 万亿元，同比增长 2.4% (前值 3.1%)，名义库存增速继续放缓。

8 月份制造业环比好转，但仍位于荣枯线之下。8 月份制造业 PMI 49.4%，比上月上升 0.1%，指数已持续 5 个月位于荣枯线之下，经济仍有下行压力。从需求端看，新订单指数为 49.5%，环比+0.1%，新出口订单指数 47.2%，环比+0.1%，边际好转，但需求端仍未出现强劲复苏信号。从生产端看，生产指数 50.8%，环比增加 0.3%，生产端保持扩张态势；供需缺口上，新订单指数与生产指数之差环比走扩至 1.3% (前值 1.1%)，供需缺口走扩，强生产、弱需求的现实仍在继续。从价格端看，原材料购进价格、出厂价格环比分别走升 1.8%、0.8% 至 53.3%、49.1%，市场价格处于改善过程，“反内卷”政策渐显成效。

8 月非制造业商务活动指数为 50.3%，环比走升 0.2%，非制造业继续保持扩张。其中，服务业商务活动指数为 50.5%，升至年内高点。从行业看，资本市场服务、铁路运输、航空运输、电信广播电视及卫星传输服务等行业商务活动指数均位于 60.0% 以上高位景气区间。零售、房地产等行业商务活动指数均低于临界点，景气度偏弱。

图 2 制造业 PMI 近三月走势



数据来源：wind

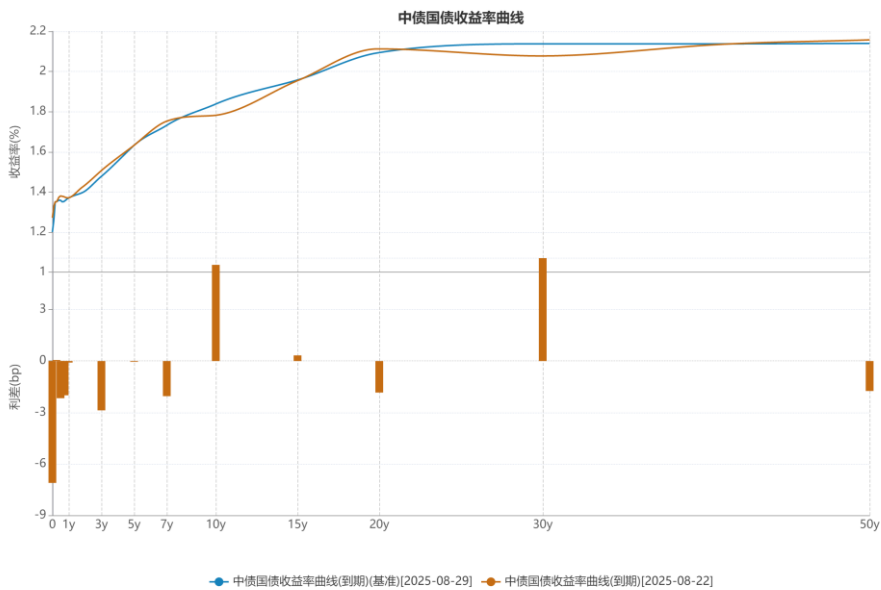
三、周内利率债先修复后转跌，曲线走陡。

截至 8 月 29 日，1 年期活跃国债收 1.3650%，较上周五下行 0.5BP；5 年期活跃国债收 1.5975%，较上周五下行 2.75BP；10 年期活跃国债收 1.78%，较上周五下行 0.5BP；30 年活跃

国债收 2.02%，较上周五下行 1.95BP。周一，股债双牛，权益市场放量上涨，债券同步修复，10 年期国债期货主连在 107.6 附近收获较强支撑，迎来修复，10 年期活跃国债当天日内下行 2.15BP 收 1.7635%；周二权益市场小幅调整，利率债继续修复，短端及超长端下行幅度相对更大，1 年期活跃国债、30 年活跃国债日内分别下行 1.25BP、1BP；周三，权益市场跌幅扩大，上证指数当天收跌 1.76%，国债期货收盘小幅收涨，但现券市场表现一般，5 年以上品种多数收跌；周四，权益市场强势修复，期货日内走出一波窄通道下行走势，跌势较强，利率债跟随调整，10 年、30 年活跃国债分别上行 2.25BP、3.6BP；周五，权益市场保持强势，国债期货全天震荡收小阳线，利率债小幅修复，10 年、30 年国债活跃券分别下行 1BP、1.45BP

展望后市，短债在适度宽松的货币政策表态下波动预计小于长端。长债方面，目前看权益市场上涨趋势仍强势，短期内难有大幅调整，下周迎来备受瞩目的阅兵日，债市预计仍受权益市场压制。中长期看，在权益市场慢牛格局以及“反内卷”等抗通缩政策共振下，长债预计难有大的趋势做多行情，但仍可密切跟踪期货走势，在支撑压力位附近博弈多空机会，快进快出。

图 3 国债期限结构



数据来源：Wind, 中国债券信息网