



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
许可证号：30170000研究员：廖宏斌
期货从业资格证号 F3082507
期货投资咨询从业证书号 Z0020723联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



降息助力稳增长，投资需求驱动债市走强

摘要

7月债市受基本面、政策面驱动，先抑后扬，国债期货再创新高。7月1日，10年期、30年期国债收益率创历史新低，央行随即公告将开展国债借入操作，并通过公开市场操作收紧流动性，债市应声而跌，回调持续至7月8日。随着经济数据、金融数据相继出炉，反映出内需不足问题有待进一步提振，债市回暖，抹平跌幅。三中全会《公报》提到“毫不动摇完成全年目标”，《决定》强调“增强宏观政策一致性”、“加快完善中央银行制度，畅通货币政策传导机制”。央行在学习三中全会精神会议上提出“增强汇率弹性”，7月22日，同步下调7天OMO、LPR、SLF利率10bp，聚焦7天OMO政策利率。市场对长端和超长端利率的点位预期随着OMO利率下调而下移，TL、T、TF、TS均创新高。在“稳增长”和“稳汇率”的两难处境中，政策重心偏向向了“稳增长”。整体来看，货币政策对债市的定价作用有所强化。

美国经济边际降温，6月PCE数据温和上升，为美联储在9月开始降息提供了可能性，人民币汇率压力或有所缓解，政策制定者对汇率的态度对市场预判货币政策是否进一步宽松较为关键。央行卖长债对债市更多的是情绪上的扰动，资金面收紧是债市反转的直接决定因素。当前处于货币宽松周期中，财政政策发力也需要宽松的货币政策配合，资金面收紧的概率很低。

短期内地方债缺项目的情况难以缓解，若后续新增专项债以特殊新增专项债为主，长债券供给低于市场预期，债市可能延续强势。年内再次降息的概率降低，债市对利空因素反应或更敏感。从季节性规律来看，8月下旬短端收益率抬升概率较大，8月上旬可能是央行卖债的合适窗口期，可根据行情变化逢高减仓，长端和超长端待调整后再次介入。若央行无动作，可持债观望。

风险提示：流动性收紧、增发国债、政府债发行放量、央行卖债、汇率风险等。

目录

一、7月国债期货行情回顾	3
二、经济基本面分析	4
2.1 外强内弱、供强需弱，新质生产力是制造业生产主要动能	4
2.2 利润同比增速回升，装备制造业是主要支撑	6
2.3 出口增速放缓，进口转负	7
2.4 通胀持续低迷，PPI 同比降幅收窄	8
2.5 信贷需求持续偏弱，信贷结构不断优化	9
2.6 深化财税改革，破解地方财政困难	10
2.7 稳增长压力大，财政政策或加码	11
三、货币政策及汇率分析	12
3.1 国债借入纳入货币政策工具箱，收益率下行趋势难改	12
3.2 聚焦短期政策利率，明晰利率传导路径	13
3.3 人民币汇率或进入双向波动	15
四、资金面分析	17
五、8月期债投资建议	18
免责声明	20

图表目录

图表 1	各期限主力合约收盘价	4
图表 2	主要期限国债收益率	4
图表 3	GDP 同比增长 (%)	5
图表 4	固定资产投资同比增速 (%)	5
图表 5	中国官方 PMI 及财新 PMI	6
图表 6	工业企业利润同比增速 (%)	6
图表 7	中国出口同比增速 (%)	7
图表 8	中国进口同比增速 (%)	7
图表 9	CPI 及核心 CPI 同比 (%)	8
图表 10	PPI 同比 (%)	8
图表 11	中国社融规模及同比增速 (%)	9
图表 12	M1、M2 同比增速 (%)	10
图表 13	6 月新增居民及企业中长期贷款	10
图表 14	利率走廊	14
图表 15	本月 OMO、LPR 下调 10bp 后, MLF 补降 20bp	15
图表 16	中国人民银行货币政策委员会例会关于汇率的表述	16
图表 17	美国 CPI 同比增速 (%)	16
图表 18	美元兑人民币中间价与即期汇率	17
图表 19	中美 10 年期国债利差仍在高位	17

一、7月国债期货行情回顾

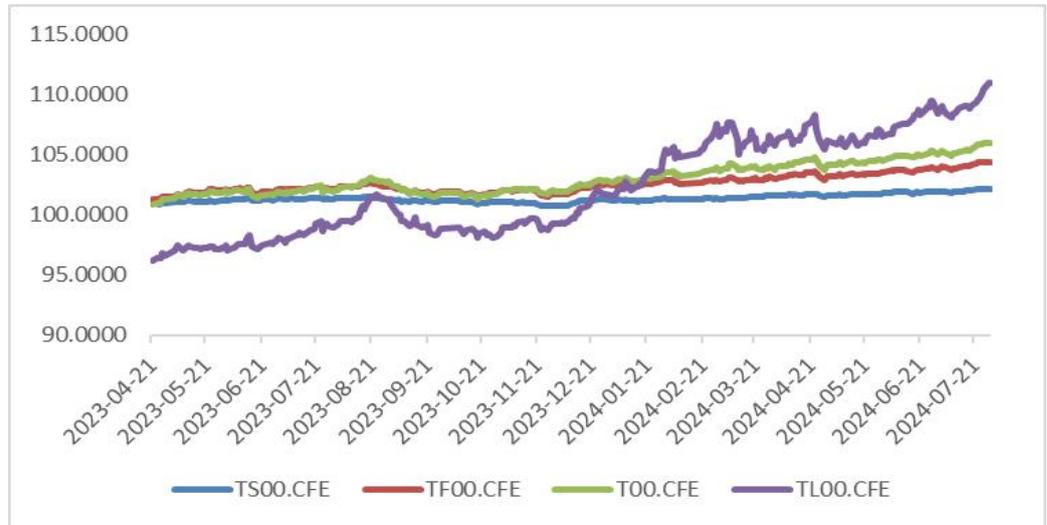
6月末央行呵护跨季流动性逆回购放量，对长债监管力度有所减弱，10年、30年国债收益率分别下探至2.20%及2.43%重要关口。7月1日，央行公告新增“借券”操作，将向一级交易商借入债券并在二级市场卖出，缓解债市资产荒，防止长端利率快速下行。7月8日，央行公告将根据情况在尾盘实施临时隔夜正、逆回购操作，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp，稳定短期资金利率，构建临时利率走廊，10年、30年国债收益率重回2.3%、2.5%附近。

7月中旬，债市收益率振幅震荡，期债抹平跌幅。6月基本面经济数据反映出内生动能不足，新增社融、贷款规模同比降幅均在万亿元附近，居民、企业中长期贷款分别回落至2015年、2021年同期水平。二季度GDP同比增速为4.7%，低于一季度的5.3%，大幅弱于市场预期。基本面数据偏弱，债市做多力量增强，但仍然忌惮央行卖出国债，等待更明确的政策信号。

7月下旬，货币政策、财政政策齐发力，降息带动利率中枢下移，打开债市收益率下行空间，10年期国债收益率新低。为实现三中全会“坚定不移实现全年经济社会发展目标”要求，7月22日，央行同步下调7天OMO利率、LPR、SLF利率10bp；7月25日，月内二次展开操作MLF，超出市场预期，且同步下调国有大行存款挂牌利率。一周内降息两次，超出市场预期，债市大幅走牛，非银机构是主要买盘，偏好5Y-7Y，20年期国债收益率跌破2.4%，10年国债收益率突破2003年以来的低位。

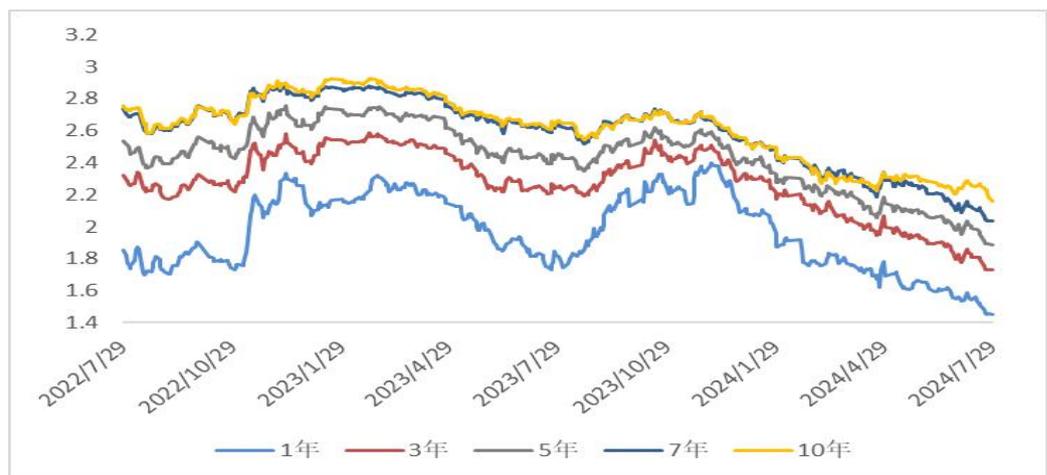
截止7月30日收盘，本月TL、T、TF、TS主力合约分别上涨1.61%、0.57%、0.43%、0.21%，分别报于111.36、105.96、104.46、102.178，TL主力合约创历史新高。本月现券收益率下行幅度在8bp-15bp，10Y、30Y收益率分别下行约8bp、10bp至2.15%、2.37%，T与TF主力合约价差、T与TS主力合约价差、TF与TS主力合约价差均有所扩大。

图表 1 各期限主力合约收盘价



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图表 2 主要期限国债收益率



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

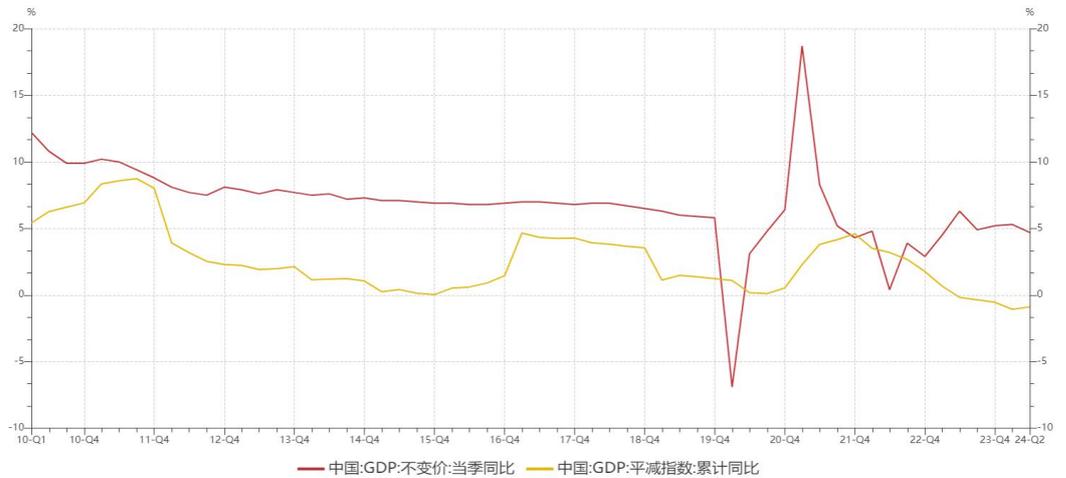
2.1 外强内弱、供强需弱，新质生产力是制造业生产主要动能

2024 年二季度 GDP 同比增速 4.7%，较一季度 5.3% 回落 0.6 个百分点，前两个季度累计增长 5%，不及市场预期。考虑到去年同期以两年平均增速衡量的基数较低，今年二季度经济增长动能偏弱，经济基本面“供强需弱”特征。房地产行业延续调整态势，房地产投资下滑势头有加快趋势，楼市量价走势低迷，对整体固定投资增速形成拖累。受外需回暖、

稳外贸政策发力显著带动的出口同比走强，二季度高技术产业投资同比增长 10.6%，延续两位数增长。新质生产力势头强劲，是经济的主要支撑。

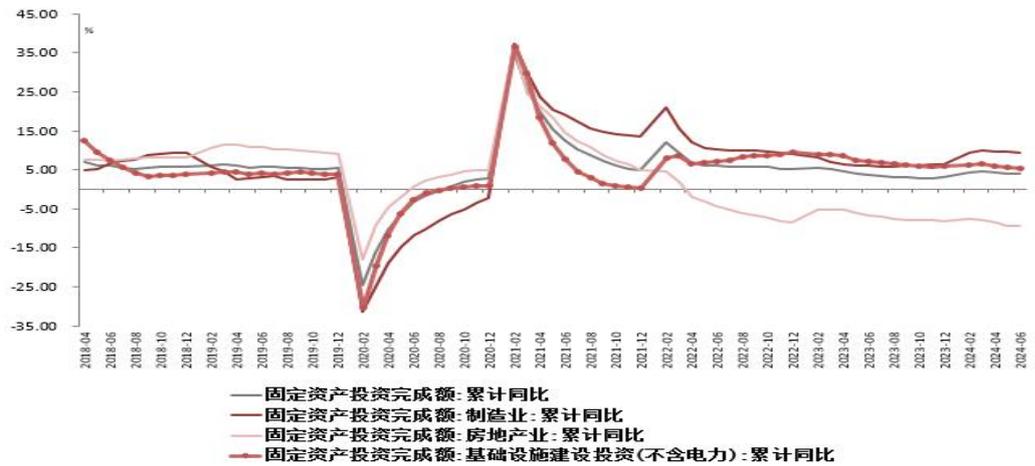
上半年制造业 PMI 先升后降，总体保持稳定。内需较弱掣肘生产意愿，供给端虽有回落但仍于扩张区间运行。大型企业景气度下行，中、小企业景气度小幅回暖，但尚未升至扩张区间，承压处境未发生改变。新质生产力依旧是制造业生产主要动能，高技术制造业 PMI、装备制造业 PMI 分别为 52.3、51，环比分别上升 1.6 个百分点、0.3 个百分点。

图表 3 GDP 同比增长 (%)



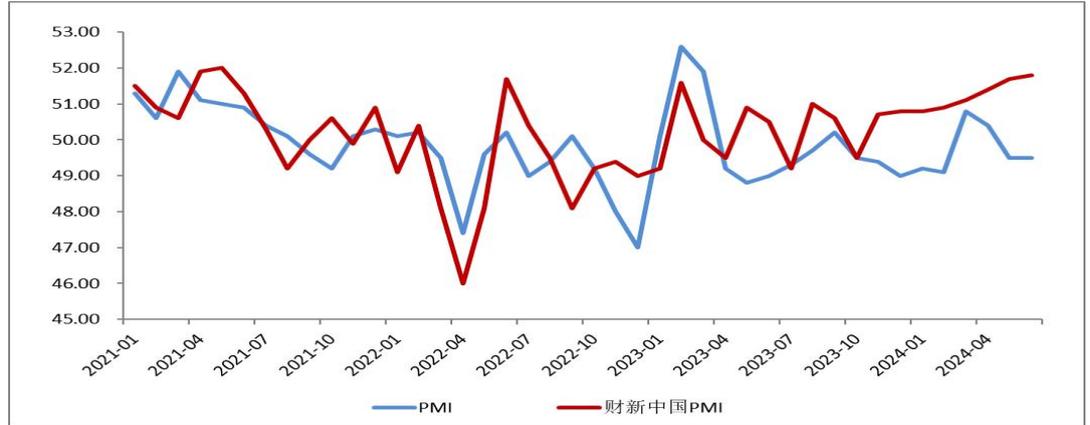
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图表 4 固定资产投资同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图表 5 中国官方 PMI 及财新 PMI



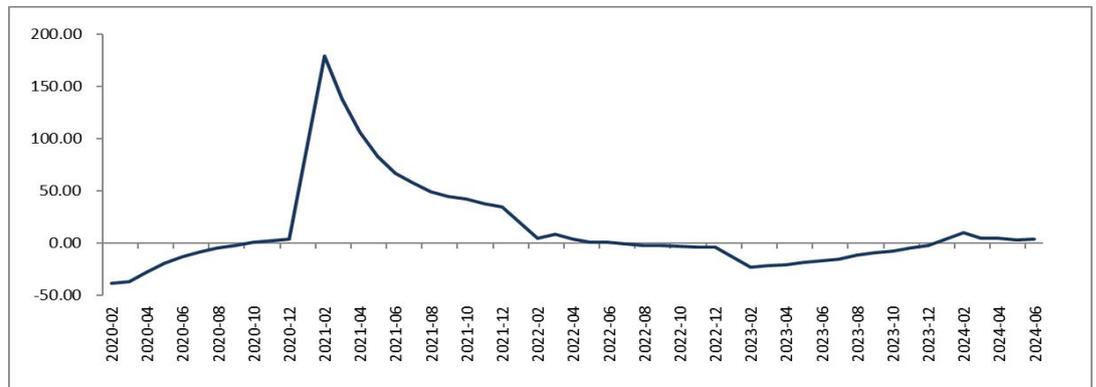
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2.2 利润同比增速回升，装备制造业是主要支撑

2024 上半年，全国规模以上工业企业实现营业收入 64.86 万亿元，同比增长 2.9%；全国规模以上工业企业实现利润总额 35110.3 亿元，同比增长 3.5%，增速比 1-5 月份加快 0.1 个百分点，其中，上游利润占比有所减少，中下游利润占比小幅增加。受政策倾斜较大的科技创新、装备制造业是主要支撑，消费品行业利润累计增速回落。

6 月规模以上工业企业利润同比增长 3.6%，较 5 月增速加快 2.9 个百分点。营收同比增速下降，成本费用率下降，其他损益拖累减少，使得工业企业利润同比增速回升。结构上看，采矿业利润增速由负转正，制造业和公用事业利润增速下降。由于去年同期基数较低，今年 7 月工业企业利润增速预计平稳。

图表 6 工业企业利润同比增速 (%)



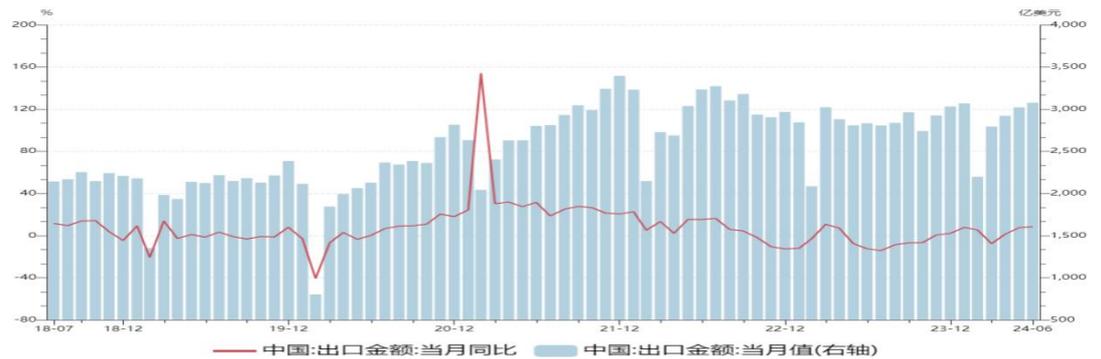
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2.3 出口增速放缓，进口转负

按美元计价，6月我国外贸进出口5166.6亿美元，增长3.9%。其中，出口3078.5亿美元，同比增长8.6%，主要是基数效应减弱；进口2088.1亿美元，同比增长-2.3%，环比继续回落4.1个百分点，内需持续偏弱；贸易顺差990.5亿美元。6月新订单指数回落0.1个百分点，新出口订单指数维持48.3，内外需仍有回升空间。6月对美国、欧盟和日本的出口同比增速分别为6.6%、4.1%和0.9%，环比分别改善3.0、5.1和2.5个百分点。劳动密集型商品是出口增速回升的主要贡献，机电产品为其次，汽车出口增速延续高位，但增速放缓趋势明显。

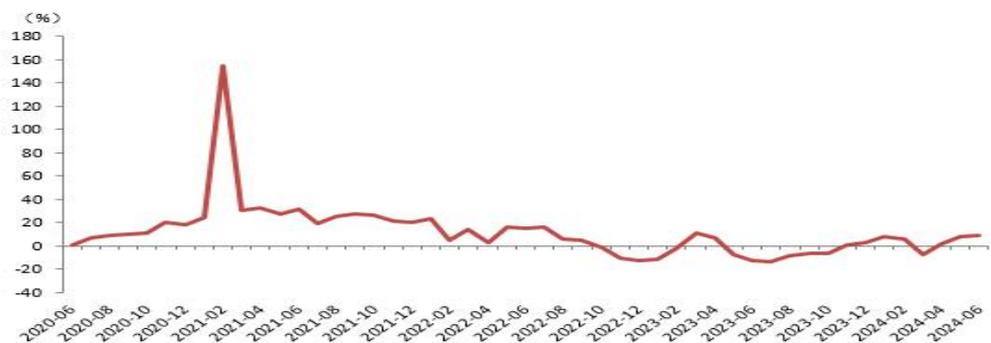
6月摩根大通全球制造业PMI指数为50.9，连续六个月处在扩张区间。除欧洲外，主要经济体PMI指数较年初均有不同幅度改善，外需或处于边际改善趋势中。欧盟欲对我国电动汽车征收临时反补贴税，或使我国汽车出口增速受到较大影响，出口或进一步放缓。

图表 7 中国出口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图表 8 中国进口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2.4 通胀持续低迷，PPI 同比降幅收窄

6月CPI同比0.2%，环比下降0.2%。核心CPI同比上涨0.6%，与上月持平。6月PPI同比下降0.8%，降幅收窄0.6个百分点；环比下降0.2%。食品价格同比下降2.1%，降幅比上月扩大0.1个百分点，环比由持平转为下降0.6%。猪肉价格上涨11.4%，鲜菜、鲜果价格季节性回落明显，整体食品项价格同比增速或持续低位运行。非食品价格环比下降0.2%，与上月持平。内需不足依旧存在，稳定收入预期是关键。

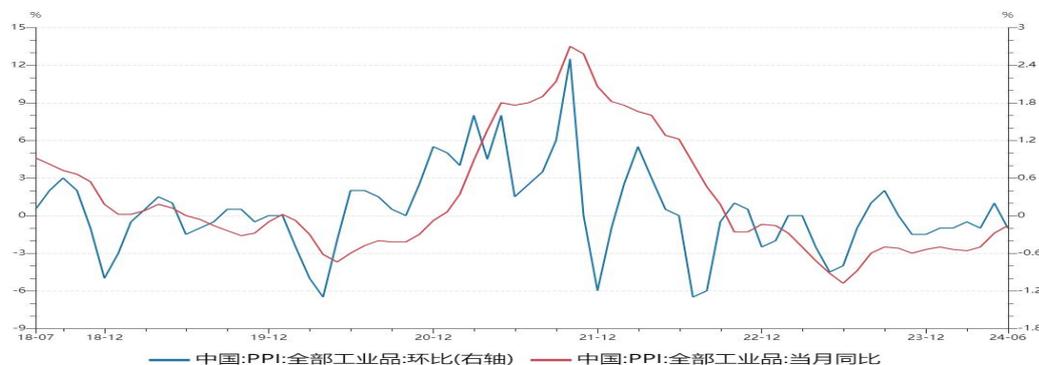
6月PPI环比再度转负至-0.2%，主要受需求端影响较大，生产资料价格和生活资料降幅大幅收窄。国际与国内大宗商品表现分化，或是当前PPI仍在筑底的主要原因。下半年基数效应减弱，设备更新、以旧换新等政策持续见效，PPI同比降幅有望继续收窄，但房地产仍在筑底，PPI年内转正有难度。随着上游价格攀升，终端需求不足的现象依然存在，中下游行业或持续遭受成本压力。

图表 9 CPI 及核心 CPI 同比 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图表 10 PPI 同比 (%)



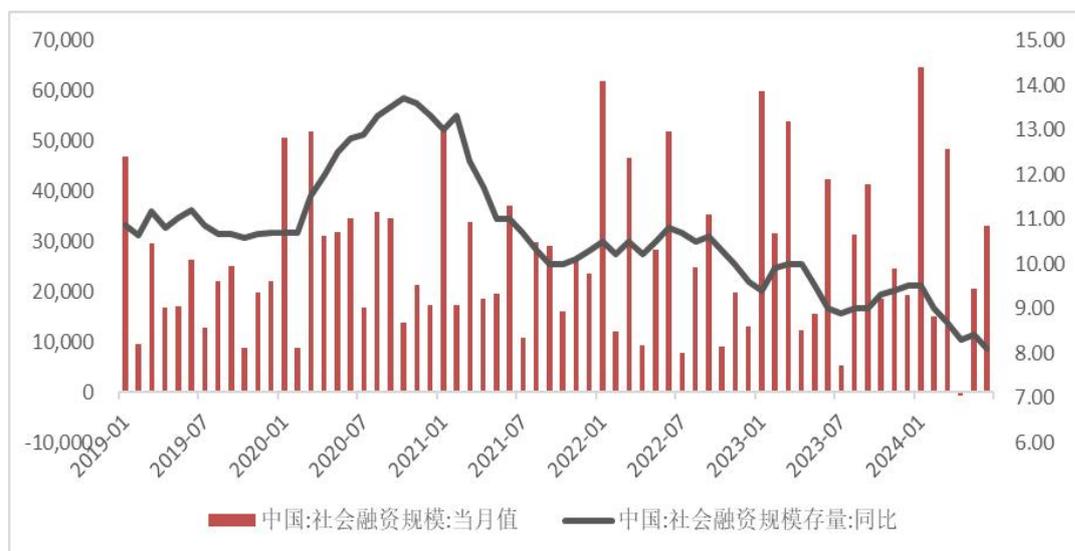
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2.5 信贷需求持续偏弱，信贷结构不断优化

上半年社融和人民币贷款分别同比少增 3.45 万亿元、2.46 万亿元。上半年居民贷款、企业贷款分别同比少增 1.34 万亿元、1.81 万亿元；其中，企业短期贷款、企业中长期贷款、居民短期贷款、居民长期贷款分别少增 7300 亿元、16300 亿元、2800 亿元、10536 亿元。6 月末，社融存同比增长 8.1%，环比下降 0.3pct。6 月新增社融、信贷分别同比少增 9266 亿元、9200 亿元。政府债仍是社融的主要支撑，同比多增 3116 亿元。6 月信贷增速进一步放缓，企业、居民中长期贷分别同比少增 6233 亿元、1428 亿元。在高基数、融资需求不足、防资金空转、资管产品分流银行表内存款、企业及居民提前还贷等多重因素影响下，M1 同比下降 5.0%，M2 增速进一步滑落至 6.2%，环比下降 0.8pct。当前新增企业、居民中长期贷款分别回落至 2021 年、2015 年同期的水平，未来一段时间内金融数据预计持续偏弱，社融增速或将回落至名义 GDP 增速附近。

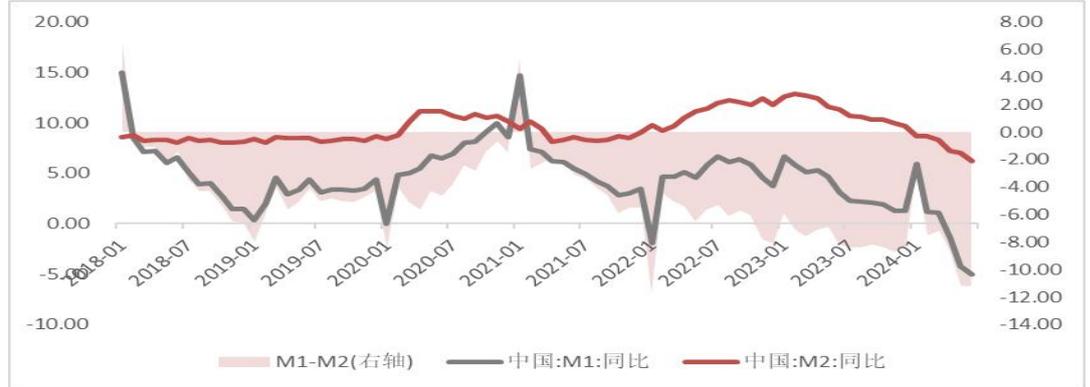
今年以来，央行推出科技创新基数改造再贷款、保障性住房再贷款等结构性货币政策工具，引导金融加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，信贷结构优化明显。6 月末，制造业中长期贷款同比增长 18.1%，其中高技术制造业中长期贷款同比增长 16.5%；专精特新企业贷款、普惠小微贷款分别同比增长 15.2%、16.9%，均显著高于整体信贷增速。

图表 11 中国社融规模及同比增速 (%)



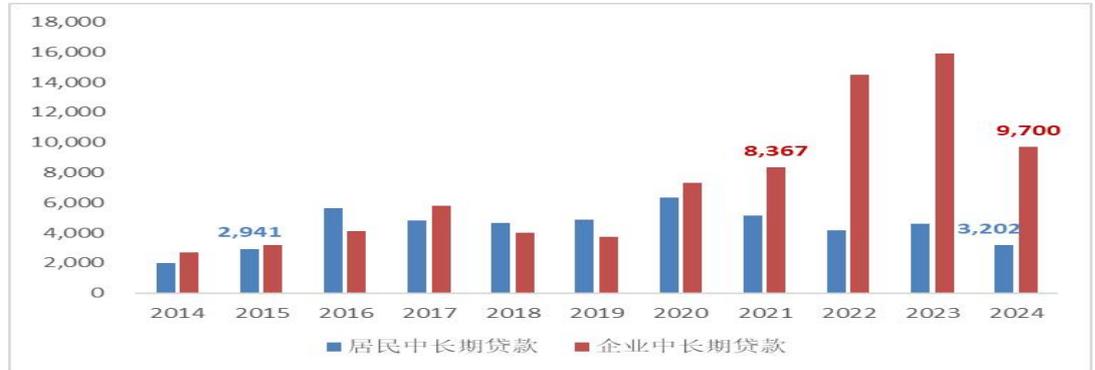
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图表 12 M1、M2 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图表 13 6 月新增居民及企业中长期贷款



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2.6 深化财税改革，破解地方财政困难

上半年财政收支双降，拖累基建支出。上半年全国一般公共预算收入 11.59 万亿元，同比-2.8%，经济偏弱是主因。其中，税收收入 94080 亿元，同比下降 5.6%，非税收入 21833 亿元，同比增长 11.7%。上半年全国一般公共预算支出 13.66 万亿元，同比增长 2%，增速放缓，土地出让收入下滑、专项债发行偏慢拖累财政支出进度，基建支出回落、民生相关支出抬升。上半年全国政府性基金预算收入 19915 亿元，同比下降 15.3%；中央收入同比增长 8.4%，地方政府收入同比下降 17.4%，其中，国有土地使用权出让收入 15263 亿元，同比下降 18.3%，是上半年全国政府性基金收入下滑的主要原因。上半年全国政府性基金预算支出 35599 亿元，同比下降 17.6%，中央支出同比增长 16.5%，地方政府性支出同比下降 18.2%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出 22000 亿元，同比下降 9.2%。

6月一般财政收入1.9万亿元，同比降低2.6%；其中，税收收入同比降低8.5%，继续回落，非税收入继续高增长。6月一般财政支出2.82万亿元，同比由上月增长2.6%转为下降3%，其中，基建支出同比由上月增长5.3%转为下降2%。6月政府性基金收入3277亿元，同比降低32.4%，环比回落10个百分点。6月政府性基金支出7895亿元，同比降低11.1%，连续5个月同比负增长。

三中全会要求深化财税改革，落实“事权上收、财力下沉”，中央和地方将优化共享税分享比例，包括增值税、个税、企业所得税等存量的调整。财政部会议表示，研究同新业态相适应的税收制度，规范税收优惠政策，完善对重点领域和关键环节支持机制，规范经营所得、资本所得、财产所得税收政策，实行劳动性所得统一征税，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，深化税收征管改革。建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系，增加地方自主财力。

2.7 稳增长压力大，财政政策或加码

二季度GDP增速回落，设备大规模更新速度放缓，出口有放缓迹象，下半年稳增长压力加大。三中全会后央行降息落地，有利于7月政治局会议的政策统筹，短期内再度降息概率较低。美联储年内降息预期升温，待人民币汇率压力减轻、货币政策外部制约放松，或进一步降低社会综合融资成本。

上半年专项债发行进度约38%，较去年同期少发行8000亿元，对社融的支撑减弱，并拖累基建投资增速，后续政府债发行压力较大。近期发改委、财政部统筹安排3000亿元超长期特别国债加大力度支持大规模设备更新和消费以旧换新，进一步提振投资和内需，后续相关产业或保持景气度。财政部等四部门发布《支持科技创新专项担保计划》、上海发布1000亿元三大先导产业母基金，政策对新质生产力的支持进一步加大。

政治局会议表示要发挥积极的财政政策，“加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新”、“优化财政支出结构”等。在货币和财政政策共同加码的支持下，三季度GDP增长仍有望回升至4.9%上方，对全年目标5%形成支撑。当前私人部门缩表去杠杆，预计未来财政政策对我国经济的支撑力度将进一步加大。

三、货币政策及汇率分析

7月是承前启后的关键时点，三中全会及政治局会议为下半年发展方向定基调。二十届三中全会《公报》提到，“必须完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性”。三中全会《决定》提到，“坚定不移实现全年经济社会发展目标”、“加快完善中央银行制度，畅通货币政策传导机制”。政治局会议再次强调，“切实增强宏观政策取向一致性”，“宏观政策要持续用力、更加给力”、“加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降”、“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”等。下半年，货币政策的定位是支持稳增长。

3.1 国债借入纳入货币政策工具箱，收益率下行趋势难改

今年以来我国中长期债券收益率快速下行，截止目前，30年期国债收益率低至2.45%，10年期国债收益率至2.22%的历史低点。4月以来央行多次提示市场关注长债收益率问题。央行货币政策委员会2024年第一季度、第二季度例会中均明确提及“关注长期收益率的变化”。5月上旬，央行在《2024年第一季度中国货币政策执行报告》中通过专栏分析长期国债收益率问题，意在引导长期国债收益率回归合理区间。央行认为长期债券收益率偏低，主要是市场上“安全资产”的缺失，长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内，提醒金融机构和投资者注意防范利率风险。6月19日，人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛上提及非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，强调保持正常向上倾斜的收益率曲线。

7月1日，央行公告近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作，以维护债券市场稳健运行。市场普遍认为，央行欲通过卖出长期国债来保持向上的收益率曲线，但是并未持有太多长期、超长期债券，不足以对长债造成冲击。央行新设国债借入操作，不仅解决了券源问题，也意味着央行将通过实际操作影响二级市场债券供需。7月5日，央行表示已与几家主要金融机构签订了债券借入协议，已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。7月22日，央行降息后宣布，有出售中长期债券需求的中期借贷便利（MLF）参与机构，可申请阶段性减免MLF质押品。此举在于增加可交易债券规模，缓解

债市供求压力，压制机构在降息后做多债市的情绪，防止长债利率短期内快速下行。

30 年期国债期货在降息落地后走强，主力合约创历史新高。央行靠喊话无法阻挡长债利率进一步下行，央行卖债对债市是边际扰动，而不是改变债牛趋势的决定性因素，债市表现强韧的主要原因在于经济基本面持续偏弱。市场普遍认为，卖债落地后是配置长债的较好时机。此前市场担忧央行或在 8 月收紧资金面，当下看来可能性非常低，甚至可能进一步宽松，收紧资金面的窗口或在年底。

3.2 聚焦短期政策利率，明晰利率传导路径

(1) 建立临时利率走廊，精准调节流动性

7 月 8 日，央行设立临时隔夜正、逆回购操作，操作时间为工作日 16:00-16:20，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。如果当日开展操作，操作结束后将发布《公开市场业务交易公告》。

央行以围绕 7 天逆回购利率加减点的方式确定隔夜逆回购利率的波动范围，建立起一条临时利率走廊，突出了 7 天逆回购利率作为基准利率的重要性。当前 7 天 OMO 利率 1.7%，即隔夜资金利率被锁定在 1.5%-2.2% 区间，可以精准调节流动性，降低资金利率大幅波动。目前尚未操作。

(2) 强化 7 天 OMO 利率短期政策利率属性，收窄利率走廊宽度

7 月 15 日，呵护税期流动性，央行开展 1000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限 1 年，利率保持 2.5% 不变。7 月 22 日，央行宣布公开市场 7 天期逆回购操作采用固定利率、数量招标，操作利率由 1.8% 调整为 1.7%，同步下调 LPR、SLF 利率 10 个基点，1 年期及 5 年期 LPR 下调至 3.35%、3.85%，隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率下调至 2.55%、2.70%、3.05%，并将 LPR 发布时间由每月 20 日（遇节假日顺延）上午 9:15 调整为 9:00，促进 LPR 发布时间与金融市场运行时间更好衔接，加强预期管理。7 月 25 日，五家国有大行下调人民币存款利率，1 年期以内定存下调 10 个基点；2 年期及以上定存下调 20 个基点；零存整取、整存零取、存本取息利率下调 10 个基点，通知存款挂牌利率下调 10 个基点。同日，央行以利率招标方式开展 2000 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率为 2.3%，较此前下降 20 个基点。

7 天 OMO 利率是利率走廊的中枢，SLF 利率是利率走廊的上限，先调降 OMO 利率，再调

降 SLF 利率，如期收窄利率走廊宽度，强化 7 天期逆回购利率的政策利率属性，有助于维护货币市场利率平稳运行，畅通货币政策传导。

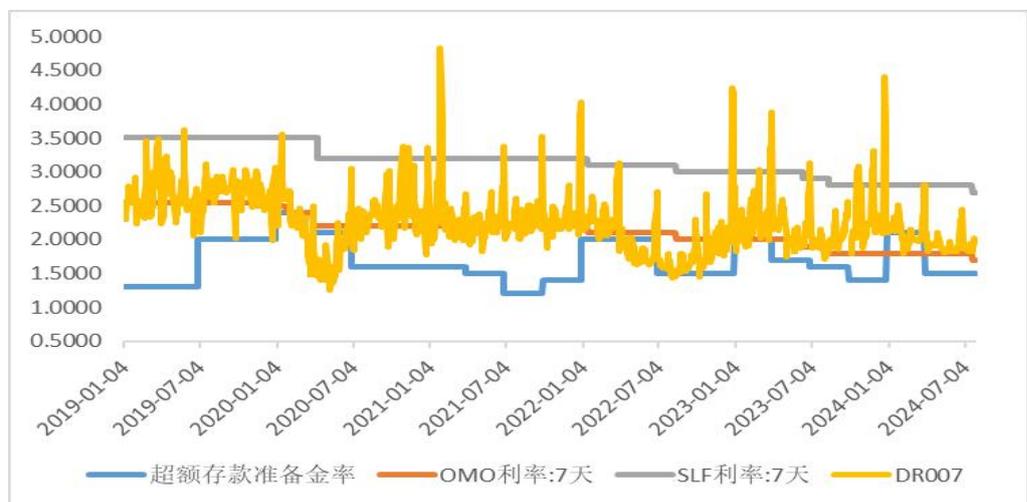
(3) LPR 挂钩 OMO，MLF 或回归流动性调节工具

LPR 没有跟随 MLF 保持不变，而是跟随 7 天逆回购利率下调，MLF 政策利率属性弱化。本月 MLF 操作两次，一次在 LPR 报价前，MLF 利率保持不变，主要是为了缓解税期流动性紧张；加场 MLF 操作临近月末，可以满足金融机构流动性需求，降低 MLF 利率更贴近市场利率，当前一年期同业存单利率约 1.9%。MLF 或回归流动性调节工具，本次 MLF 大幅下调主要为降低银行负债端成本。

(4) 新货币政策框架初成

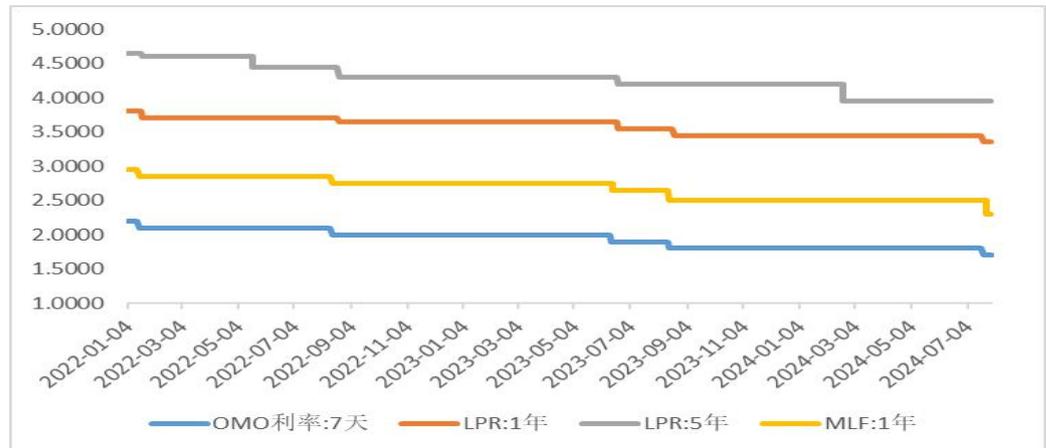
当前货币政策正向以短端利率为核心的价格型货币政策框架转型，强化 7 天 OMO 利率的政策利率地位，LPR 逐步与 MLF 利率脱钩、和 7 天 OMO 利率挂钩。随着五大行存款利率一致调降，新的利率传导体系逐渐清晰：7 天 OMO 利率→LPR 利率→存款挂牌利率→MLF 利率。货币政策操作或加强对短端利率的控制，关注后续 MLF 操作窗口是否从每月 15 号更替至 25 号。

图表 14 利率走廊



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图表 15 本月 OMO、LPR 下调 10bp 后，MLF 补降 20bp



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

3.3 人民币汇率或进入双向波动

2023 年二季度货币政策委员会例会关于汇率的表述，删除“增强人民币汇率弹性”，增加“坚决防范汇率大起大落风险”，强调防汇率风险。此后稳汇率政策信号加强，人民币中间价波动降低。2023 年三季度将“坚决防范汇率大起大落风险”改为“坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险”，并增加“校正背离”，重点在于稳定预期及纠偏。2023 年四季度及 2024 年一季度增加“防止形成单边一致性预期并自我强化”，强调防汇率风险、稳预期。6 月 25 日，2024 年二季度货币政策委员会例会删除“深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持风险中性理念”的表述，将“保持人民币汇在合理均衡水平上的基本稳定”放在首句，市场预计稳汇率的重要性上升。

7 月 19 日，人民银行和金融监管总局召开会议学习三中全会精神，再次提到“增强汇率弹性”。央行对于汇率的态度似乎出现变化，从“稳汇率”、“坚决防范汇率超调风险”到“增强汇率弹性”，或与国内严峻的经济形势以及外部制约减弱有关。此前，中美利差处于历史较高位置，人民币即期汇率承压，防汇率超调风险更重要。当前美国经济数据边际走弱、美联储 9 月降息预期升温，人民币汇率贬值压力趋缓，而国内二季度 GDP 增速边际回落，全年 GDP 完成 5% 增长目标难度增加，稳增长是监管层首先考虑的。稳汇率的重要性让位于稳增长，人民币汇率约束可能有所放松。

图表 16 中国人民银行货币政策委员会例会关于汇率的表述

2022Q1 2022Q2	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持风险中性理念，加强预期管理，把握好内部均衡和外部均衡的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
2022Q3 2022Q4 2023Q1	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持风险中性理念，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
2023Q2	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持风险中性理念，综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
2023Q3	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持风险中性理念，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇在合理均衡水平上的基本稳定
2023Q4 2024Q1	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持风险中性理念，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇在合理均衡水平上的基本稳定
2024Q2	保持人民币汇在合理均衡水平上的基本稳定，综合施策，校正背离，稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险

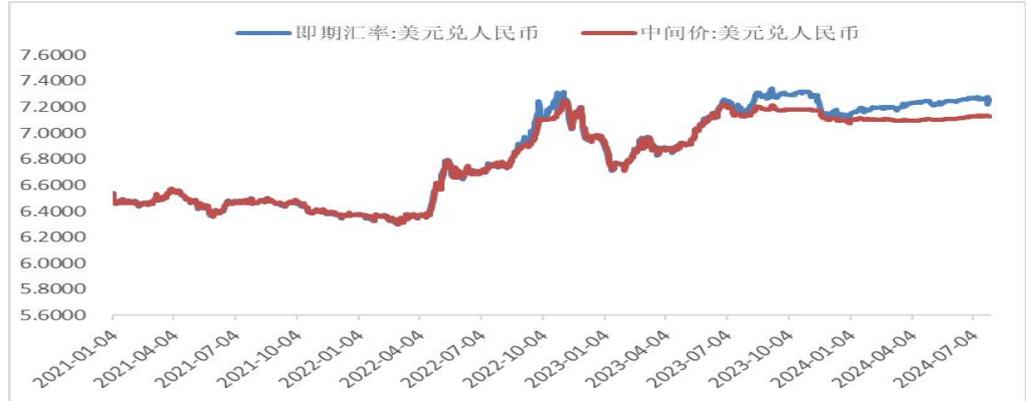
资料来源：中国人民银行，瑞达期货研究院整理

图表 17 美国 CPI 同比增速 (%)



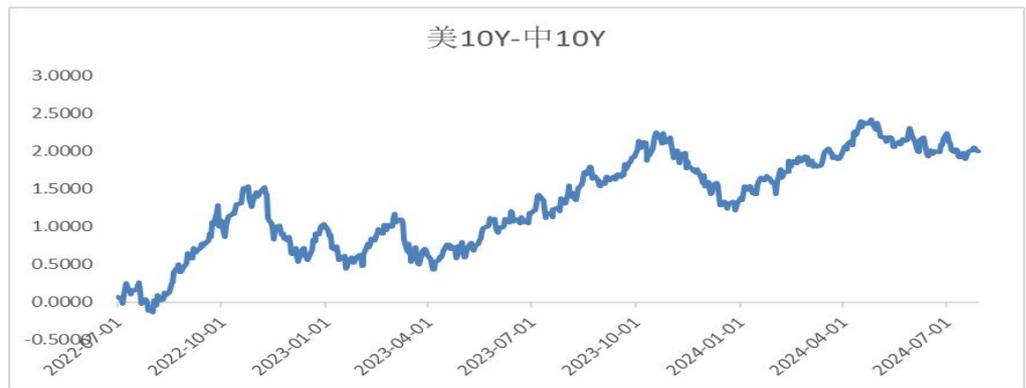
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图表 18 美元兑人民币中间价与即期汇率



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图表 19 中美 10 年期国债利差仍在高位



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

四、资金面分析

7月是财税大月,资金面波动较大。上旬资金面偏松,央行大幅回笼流动性,DR001一度跌至1.6%,DR007围绕1.8%运行;中旬税期走款,资金利率陡然紧张,隔夜逆回购利率和7天逆回购利率倒挂的现象出现数次,DR001一度上行至1.95%,央行适时投放流动性维持资金利率平稳,MLF平价缩量操作,符合市场预期。下旬资金利率回落,7天逆回购利率从1.8%降低至1.7%,DR007围绕1.75%运行,央行回笼资金,流动性边际收敛。整体看来,央行对于流动性的控制更加精准有效。

截止7月末,新增专项债发行进度45%,远低于过去两年的84.9%、62.7%。地方债发

行进度持续偏慢，后续发行压力较大。若政治局会议要求“加快地方债发行和使用”，地方债供给可能放量。按照已披露的地方债发行计划，8月地方债发行约7600亿元。8月有一只定向发行特别国债到期，规模为4000亿元，后续或进行定向续发。8月国债到期量偏小，地方债发行或加快，整体政府债净发行规模可能达到1.5万亿元。

今年以来，特殊新增专项债（未披露《专项债券项目实施方案》、《项目财务评价报告》和《项目法律意见书》等项目评估材料）平均发行期限低于10年，与常规新增专项债平均发行期限相比明显缩短。6-7月特殊新增专项债发行量增加，有半数以上用于化解存量债务，而非新增项目建设。地方债发行偏慢可能是缺乏优质投资项目，短期内这种现象很难改变，若不放松项目审核标准，后续专项债发行也难以放量。

若政府债发行带来资金缺口增加，央行或采用临时正逆回购、买卖国债、多次投放MLF等方式投放流动性，不一定降准对冲。今年以来央行对资金利率的控制加强，7月新增尾盘临时正逆回购操作，均是为了精准调控流动性，抑平资金大幅波动。实际信贷需求持续偏低，存款搬家现象未止，非银流动性充裕，预计8月整体资金面波动不大。

五、8月期债投资建议

10Y、30Y国债收益率均下破关键点位，央行并未卖债调节，但是对卖出长债的机构阶段性减免MLF质押品，其欲保持向上倾斜的收益率曲线的态度不变。当前MLF与10Y国债收益率的利差收窄至13bp，调节长债收益率的必要性似乎有所下降。现阶段央行货币政策目标以稳增长为主，对稳汇率、防长端利率风险等目标作出让步，央行并未卖债或许是为了避免在降息窗口期传递混乱的政策信号、造成市场大幅波动。央行卖长债对债市更多的是情绪上的扰动，资金面收紧是债市反转的直接决定因素。当前处于货币宽松周期中，资金面收紧的概率很低，财政政策发力也需要宽松的货币政策配合。

二季度债基规模突破10万亿元，单季度增长超万亿元，纯债基金是债基规模扩张的主力。7月以来降息交易的主要买盘是非银机构，基金类全面增配债券，7-10Y利率债成交最高，15-30Y超长债其次，券商继续增配国债。经济动能修复偏慢、权益市场表现不佳，短期内风险偏好难以提升。新一轮存款利率下调，理财规模可能再度扩容，机构欠配之下，债市买盘支撑较强。随着债券利率的走低，非银资管产品收益率下滑，银行存款吸引力可

能再次抬升，银行配债需求或回升，偏好或再次向长久期利率品种倾斜。短期内地方债缺项目的情况难以缓解，年内地方债新增额度能否用尽待观察；若后续新增专项债以特殊新增专项债为主，长债券供给低于市场预期，债市可能延续强势，利率中枢下移趋势未变。

年内再次降息的概率相对偏低，债市对利空因素反应或更敏感。从季节性规律来看，8月下旬短端收益率抬升概率较大，8月上旬可能是央行卖债的合适窗口期，上旬可根据行情变化逐步止盈，长端和超长端待调整后再次介入。若央行无动作，可持债观望。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。