

资金面波动加大，收益率曲线走平

观点：

上周央行公开市场整体净回笼，资金面转松的节奏偏缓，截至 8 月 25 日，R001、DR001 分别较 8 月 18 日下行 13.7bp、11.0bp 至 1.92%、1.83%，而 R007、DR007 分别上行 10.4bp、2.8bp 至 2.11%、1.95%，R007-DR007 利差走阔 7.6bp 至 16.3bp。8 月 21 日-8 月 25 日质押式回购成交规模缓慢回升，但周五跨月资金需求增加，隔夜资金成交下降，质押式回购成交金额回落至 6.97 万亿，全周日均成交金额环比下降 0.24 万亿至 7.05 万亿。国债期货价格全线收跌，8 月 25 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 8 月 18 日变动-0.13%、-0.26%、-0.31%。截至 8 月 25 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收益率分别较 8 月 18 日收盘变动 4.62bp、1.67bp、1.85bp、0.57bp、-1.73bp、-3.33bp、-5.12bp 至 1.90%、2.22%、2.38%、2.57%、2.77%、2.89%、2.97%。

近期资金面波动加大，本月税期前后资金面的波动明显高于历史同期。同时由于 LPR 非对称调整，市场短期对于宽信用的预期或有所减弱，叠加股债跷跷板效应，债市明显走强。上周五，住建部等三部门推动落实首套房贷款“认房不用认贷”政策。周末，财政部、证监会和三大交易所推出“政策组合拳”：印花税减半；上市公司破发、破净、未现金分红情况下不得减持；融资保证金比例由 100%降至 80%；阶段性收紧 IPO，限制再融资规模等政策。短期来看，关注后续市场风险偏好的转变以及情绪端对债市的压制；中长期来看，关注经济基本面的边际变化。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 8月LPR报价：1年期LPR报3.45%，上次为3.55%；5年期以上品种报4.20%，上次为4.20%。

(2) 财政部公布数据显示，1-7月累计，全国一般公共预算收入139334亿元，同比增长11.5%；一般公共预算支出151623亿元，增长3.3%。主要税收收入项目方面，国内增值税43578亿元，同比增长84.2%，主要是去年同期留抵退税较多，基数较低；个人所得税9027亿元，下降0.6%；关税1462亿元，下降13.2%；印花税2679亿元，同比下降8.3%，其中，证券交易印花税1280亿元，下降30.7%。前7月地方政府性基金预算本级收入26382亿元，同比下降15.5%，其中，国有土地使用权出让收入22875亿元，下降19.1%。

(3) 国家统计局：1-7月份，全国规模以上工业企业实现利润总额39439.8亿元，同比下降15.5%，降幅比1-6月份收窄1.3个百分点；在41个工业大类行业中，13个行业利润总额同比增长，28个行业下降，其中，电力、热力生产和供应业利润总额同比增长51.2%，电气机械和器材制造业增长33.7%；石油、煤炭及其他燃料加工业下降87.0%，黑色金属冶炼和压延加工业下降90.5%。

(4) 欧元区8月制造业PMI初值43.7，预期42.6，7月终值42.7；服务业PMI初值48.3，预期50.5，7月终值50.9；综合PMI初值47.0，预期48.5，7月终值48.6。

1.2 时政新闻

(1) 商务部、国家发改委、金融监管总局发布《关于推动商务信用体系建设高质量发展的指导意见》。《意见》还提出总目标，明确到 2025 年，信用信息、信用产品和信用服务在商务领域广泛应用，信用交易规模和质量不断上升，商务信用经济发展壮大。推动金融机构与商贸流通企业开展合作，合理增加对消费者购买汽车、家电、家居等产品的消费信贷支持，持续优化利率和费用水平。鼓励商贸流通企业在风险可控的前提下，积极打造面向消费者的信用应用场景，向消费者提供先用后付、减免押金等灵活交易安排。

(2) 工信部等四部门印发《新产业标准化领航工程实施方案（2023—2035 年）》，目标到 2025 年，支撑新兴产业发展的标准体系逐步完善、引领未来产业创新发展的标准加快形成；共性关键技术和应用类科技计划项目形成标准成果的比例达到 60%以上，标准与产业科技创新的联动更加高效。

(3) 国家主席习近平在“金砖+”领导人对话会上发表讲话称，中方已经成立总额 40 亿美元的全球发展和南南合作基金，中国金融机构即将推出 100 亿美元专项资金，专门用于落实全球发展倡议。全球发展倡议聚焦绿色发展、新型工业化、数字经济等重点领域，推进新工业革命伙伴关系建设，助力高质量发展。

(4) 证监会召开全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会。会议提出，在国内经济转型升级、金融市场改革深入推进、长期利率中枢下移的新形势下，养老金、保险资金和银行理财资金等中长期资金加快发展权益投资正当其时。各类机构要提高对中长期资金属性和责任的认知，坚持从战略高度看待和重视权益投资，不断加强投研能力建设，壮大投资人才队伍，建立健全投资管理体系，推动建立三年以上的长周期考核机制，着力提高权益投资规模和比重。下一步，证监会将认真研究相关机构提出的意见

建议，主动加强与有关部门的政策协同，共同为养老金、保险资金、银行理财资金等中长期资金参与资本市场提供更加有力的支持保障，促进资本市场与中长期资金良性互动。

(5) 住建部、央行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。通知明确，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。

(6) 财政部、税务总局公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。

(7) 上交所、深交所、北交所发布通知，修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。此调整将自2023年9月8日收市后实施。本次调整同时适用于新开仓合约及存量合约，投资者不必了结存量合约即可适用新的保证金比例。证券公司可综合评估不同客户征信及履约情况等，合理确定客户的融资保证金比例。

2、资金市场

8月21日-8月25日，央行公开市场净回笼570亿元。其中，7天期逆回购投放规模为7280亿元，到期规模7750亿元；国库现金定存投放500亿元，到期600亿元。

资金面波动加大。截至8月25日，R001和DR001较8月18日分别下行13.71bp、10.96bp至1.92%、1.83%，中枢较前一周下行6.10bp、3.86bp。R007和DR007较8月18日分别上行10.42bp、2.78bp至2.11%、1.95%，中枢较前一周上行3.03bp、下行2.49bp。3M-SHIBOR利率下行1.20bp至2.014%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.615	2.040	1.475	1.834	2.098
2022	1.548	1.952	1.451	1.766	2.074
2021	2.032	2.319	1.948	2.172	2.519
2020	1.660	2.229	1.579	2.024	2.397
2019	2.239	2.671	2.168	2.527	2.833
今年-2019	-0.624	-0.632	-0.692	-0.693	-0.735

数据来源：Wind，富荣基金

表 2、日度资金利率 (%)

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/8/25	1.92	2.11	1.83	1.95	2.014
2023/8/24	1.68	1.89	1.58	1.78	2.016
2023/8/23	1.83	1.95	1.74	1.80	2.016
2023/8/22	1.92	1.96	1.83	1.83	2.019
2023/8/21	2.04	1.96	1.94	1.89	2.024

数据来源：Wind，富荣基金

8月21日-8月25日主要银行同业存单发行5008亿元，净融资额为-898亿元，发行

规模增加，净融资额减少。同业存单发行利率有所分化：1 月期 CD 利率上行 6.8bp 至 1.9%，3 月期 CD 利率上行 3.8bp 至 2.1%，6 月期 CD 利率上行 3.2bp 至 2.3%，9 月期 CD（股份行）利率下行 2.0bp 至 2.2%，1 年期 CD（股份行）利率上行 1.8bp 至 2.3%。

二级市场方面，不同期限存单收益率普遍上行，1M、3M、6M、9M、1Y 期限存单收益率分别上行 3.0bp、5.0bp、6.3bp、6.5bp、4.3bp 至 1.8%、2.0%、2.2%、2.2%、2.3%。

图 1、CD 发行利率分化



数据来源：Wind，富荣基金

图 2、CD 收益率上行



数据来源：Wind，富荣基金

3、上周高频数据

生产方面，环渤海动力煤 822 元/吨环比上涨 1.73%；PTA 开工率 80.43%环比下跌 1.4pct。钢价窄幅波动，Myspic 综合全国钢铁价格指数环比-0.01%；高炉开工率环比-0.7pct 至 83.36%。南华玻璃指数环比+2.80%；现货方面，各地产销走弱，企业以消化库存为主，市场成交情绪下行，下游刚需采购为主，整体库存上升。长江有色铜周度均价 +0.62%。

出口方面，CCFI 涨幅收窄，CCFI 指数、SCFI 指数环比+0.58%、-1.67%左右，上周集运需求略有下滑，欧洲、北美、南美航线运价均有回调。BDI 指数、CDFI 指数环比-12.69%、-4.47%，国际干散货运输市场行情回落。

通胀方面，猪肉价格由跌转稳，全国猪肉平均批发价 22.66 元/公斤，环比上涨 0.09%。蔬菜、水果价格环比+1.39%、-3.34%，水果跌幅走扩。农产品批发价格 200 指数、菜篮子产品批发价格指数环比上涨 0.30%、0.35%，食品通胀涨幅继续收窄。

地产方面，30 城商品房成交面积环比+11.33%，一、二、三线城市成交全面上行，一、二、三线城市成交面积分别上涨 23.18%、1.93%和 31.90%。水泥价格指数环比+0.59%，同时水泥出库量略有上升，基建、市政项目需求支撑较强。

消费方面，8 月 1 日-20 日，乘用车零售日均 4.7 万辆，环比+1%、同比+5%；汽车批发日均 5.0 万辆，环比+0%、同比+8%。布伦特、WTI 油价环比分别-0.38%、-1.75%，偏弱震荡。一方面，伊拉克原油供应预期增加利空油价，同时我国 7 月进口原油环比减少、欧美经济数据不佳等，令市场对能源需求增长前景担忧，原油价格偏弱震荡。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	22.66	22.64	0.09%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.10	5.03	1.39%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	6.95	7.19	-3.34%
	鸡蛋(元/公斤)	11.49	11.32	1.50%
	农产品批发价格 200 指数	120.41	120.05	0.30%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	120.68	120.26	0.35%
进出口	CCFI	894.66	889.52	0.58%
	SCFI	1013.78	1031.00	-1.67%
	BDI	1080.00	1237.00	-12.69%
	CDFI	955.54	1000.29	-4.47%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	822.00	808.00	1.73%
	PTA 开工率	80.43%	81.78%	-0.014
	Myspic 综合钢价指数	143.31	143.33	-0.01%
	螺纹	149.65	149.57	0.05%
	线材	165.31	165.24	0.04%
	热卷	140.12	140.33	-0.15%
	高炉开工率(247 家)	83.36%	84.09%	-0.007
	南华玻璃指数	2260.96	2199.47	2.80%
	长江有色铜(元/吨)	69440.00	69010.00	0.62%
	LME 铜(美元/吨)	8381.50	8176.00	2.51%
投资	水泥价格指数	109.73	109.09	0.59%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	174.13	156.40	11.33%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市 (万平方米)	41.35	33.56	23.18%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市 (万平方米)	99.43	97.55	1.93%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市 (万平方米)	33.35	25.29	31.90%
	消费	布伦特原油(美元/桶)	84.48	84.8
	WTI 原油(美元/桶)	79.83	81.25	-1.75%

数据来源: Wind, 富荣基金

4、债券市场

利率债收益率整体上升，国债期限利差持续收窄。国债期货价格全线收跌，8月25日2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较8月18日变动-0.13%、-0.26%、-0.31%。截至8月25日，1年期、3年期、5年期、10年期、20年期、30年期、50年期国债收益率分别较8月18日收盘变动4.62bp、1.67bp、1.85bp、0.57bp、-1.73bp、-3.33bp、-5.12bp至1.90%、2.22%、2.38%、2.57%、2.77%、2.89%、2.97%。10Y国债、国开债、口行和农发分别处于7.21%、1.23%、1.27%和1.11%历史分位数。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	6.28	2.42	2.20	0.63
国开	7.99	1.76	2.06	-0.09
口行	5.14	0.79	1.73	0.26
农发	6.36	0.79	1.49	0.17

数据来源：Wind，富荣基金

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	35.86%	40.53%	34.63%	7.21%
国开	31.67%	25.70%	15.80%	1.23%
口行	32.24%	24.49%	12.40%	1.27%
农发	31.34%	24.38%	15.10%	1.11%

数据来源：Wind，富荣基金

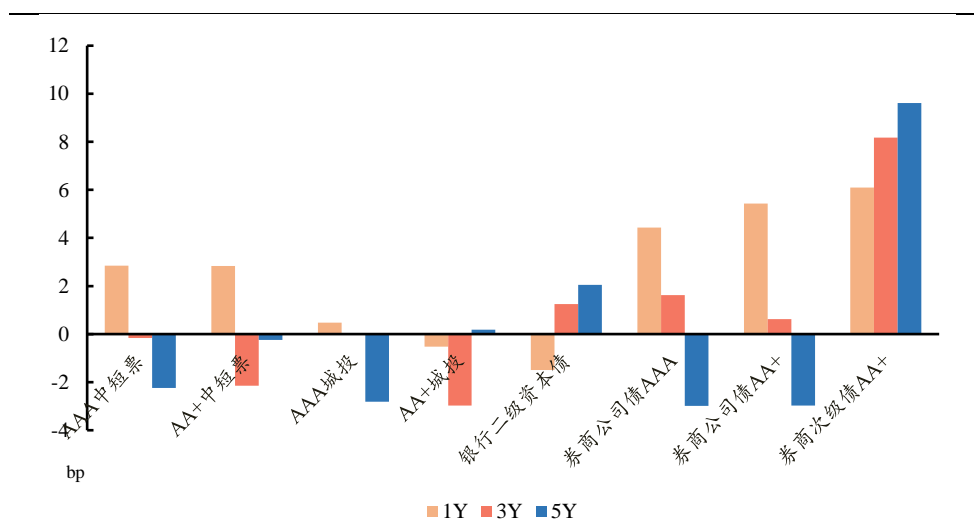
注：历史分位数为 2018 年至今

8月21日-8月25日信用债发行3788亿元环比上升，净融资684亿元。其中，产业债发行规模1891亿元，发行规模有所下降，净融资规模环比上升至277亿元；城投债

发行规模 1902 亿元，净融资规模环比上升至 412 亿元。

中高等级短久期信用债收益率上行 3bp 左右，3-5Y 信用债收益率下行 0-2bp。分品种来看，中高等级城投债收益率变化较小，其中 AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 0.48bp、上行 0.04bp 和下行 2.81bp；二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 1.49bp、上行 1.25bp 和 2.05bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 4.43bp、1.62bp 和下行 2.98bp。从信用利差来看，中高等级信用利差收窄 2-5bp。分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 7.51bp、1.72bp 和 4.87bp；二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 9.48bp、0.51bp 和 0.01bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 3.56bp、0.14bp 和 5.04bp。

图 3、信用品种收益率每周变化



数据来源：Wind，富荣基金

表 6、信用品种信用利差周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	-5.14	-1.92	-4.3
AA+中短票	-5.15	-3.91	-2.3
AAA 城投	-7.51	-1.72	-4.87

AA+城投	-8.51	-4.73	-1.87
银行二级资本债	-9.48	-0.51	-0.01
券商公司债 AAA	-3.56	-0.14	-5.04
券商公司债 AA+	-2.56	-1.14	-5.03
券商次级债 AA+	-1.89	6.41	7.55

数据来源：Wind，富荣基金

表 7、信用品种信用利差分位数

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	15.39%	25.72%	25.10%
AA+中短票	7.81%	15.87%	41.20%
AAA 城投	15.36%	23.22%	35.76%
AA+城投	9.17%	23.22%	42.49%
银行二级资本债	11.80%	32.87%	30.88%
券商公司债 AAA	19.34%	36.71%	29.70%
券商公司债 AA+	15.60%	30.06%	50.11%
券商次级债 AA+	12.95%	32.56%	46.11%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周央行公开市场整体净回笼，资金面转松的节奏偏缓，截至 8 月 25 日，R001、DR001 分别较 8 月 18 日下行 13.7bp、11.0bp 至 1.92%、1.83%，而 R007、DR007 分别上行 10.4bp、2.8bp 至 2.11%、1.95%，R007-DR007 利差走阔 7.6bp 至 16.3bp。8 月 21 日-8 月 25 日质押式回购成交规模缓慢回升，但周五跨月资金需求增加，隔夜资金成交下降，质押式回购成交金额回落至 6.97 万亿，全周日均成交金额环比下降 0.24 万亿至 7.05 万亿。国债期货价格全线收跌，8 月 25 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 8 月 18 日变动-0.13%、-0.26%、-0.31%。截至 8 月 25 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收益率分别较 8 月 18 日收盘变动 4.62bp、1.67bp、1.85bp、0.57bp、-1.73bp、-3.33bp、-5.12bp 至 1.90%、2.22%、2.38%、2.57%、2.77%、2.89%、2.97%。

近期资金面波动加大，本月税期前后资金面的波动明显高于历史同期。同时由于 LPR 非对称调整，市场短期对于宽信用的预期或有所减弱，叠加股债跷跷板效应，债市明显走强。上周五，住建部等三部门推动落实首套房贷款“认房不用认贷”政策。周末，财政部、证监会和三大交易所推出“政策组合拳”：印花税减半；上市公司破发、破净、未现金分红情况下不得减持；融资保证金比例由 100%降至 80%；阶段性收紧 IPO，限制再融资规模等政策。短期来看，关注后续市场风险偏好的转变以及情绪端对债市的压制；中长期来看，关注经济基本面的边际变化。

风险提示：

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。