



金融投资专业理财

长期利率中枢下移 利率曲线轮动加快

摘要

上半年国内经济结构分化，外需强内需弱，制造业强、基建投资放缓，地产业是拖累项，央行在兼顾稳汇率、防资金空转、防利率风险的同时，还要稳定总需求，货币政策没有大水漫灌，资金利率水平不低，综合融资成本有待进一步降低。实际融资需求偏弱，流动性充裕，机构普遍欠配，积极配置国债，向久期要收益，非银机构投交易属性偏强，债市走牛。

下半年财政端积极发力，巩固经济回升动能，新质生产力持续扩大，超长期特别国债落地开工及政府债发行提速或提振基建，出口或维持稳定，消费难有大幅改善，政策维持宽松预期较强。三季度经济动能偏弱，信贷需求持续低迷，降低OMO或者LPR的概率较大，10年期国债收益率可能下探2.1%。从资金面上看，三季度或是债券发行高峰期，央行会在公开市场操作配合发债，整体流动性保持平稳。R007季节性特征明显，资金利率和短端收益率在8-9月或出现年内低点，四季度回升或对长端收益率有扰动。5月新成立债券型基金发行规模下滑至847亿元，同比增长131%，环比下滑28%。居民和理财端风险偏好较低，理财规模在大幅增长后可能出现回落，关注止盈、收益率下降是否会引发赎回潮。近期人民币对美元报价创阶段新低，央行在香港增发离岸央票，稳汇率信号强。欧美信用等级、安全等级最高的CMBS暴雷，且美国通胀有放缓迹象，高利率带来的危害开始显现，美联储年内或降息一次。但是，中美利差处相对高位，下半年人民币汇率继续承压。目前央行坚决防范汇率风险，守住7.3底线不动摇，后续关注央行汇率政策表态。

长期来看，利率中枢下移趋势难改。当前经济基本面偏弱加宽松预期，债市不具备大幅调整的可能性，下半年长债收益率或先下行再上行。从点位看，下半年30Y、10Y或分别在2.3%-2.6%、2.1%-2.4%区间震荡，在曲线上找机会，超长债建议波段操作。

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：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



目录

一、2024 年上半年国债期货行情回顾	3
1.1 中短债利率先破新低，30 年期国债期货收益率跌破 2.5%	3
1.2 流动性平稳宽松，央行货币政策环境边际改善	3
二、宏观展望	4
2.1 社零增速回升，内需消费有望改善	4
2.2 工业增加值增速回落，新质生产力拉动明显	5
2.3 制造业是固定资产投资的主要支撑，房地产偏弱，基建或边际改善	5
2.4 CPI 温和回升，PPI 年内降幅收窄，但转正仍有难度	6
2.5 出口整体维持稳定	6
2.6 三中全会改革预期强烈，新质生产力仍是主线	6
2.7 本章小结	6
三、下半年货币政策展望	11
3.1 房地产是主导债市走势的关键变量，下半年货币、社融增速可能保持低位	11
3.2 债券发行高峰或在三季度，央行或加大逆回购	11
3.3 下半年货币政策预计将以配合财政政策为主，流动性调控精细化	11
四、下半年期债投资建议	18
免责声明	19

图表目录

图 1	国债净融资及新增地方政府债（单位：亿元）	4
图 2	国债期货主力合约收盘价	4
图 3	社零增速及构成	8
图 4	社零项目分类	8
图 5	规模以上工业企业利润总额同比	8
图 6	固定资产投资完成额	9
图 7	房地产开发投资完成额同比及土地购置费	9
图 8	2022 年以来重点 11 城二手房周度成交套数走势	9
图 9	中国 CPI 与 PPI 同比	10
图 10	PPI 分行业环比增速（%）	10
图 11	我国出口同比增速（%）	10
图 12	制造业 PMI 及新出口订单	11
图 13	主要经济体 PMI	11
图 14	中国社会融规模规模存量及同比增速	15
图 15	M2、M1 同比增速（%）	15
图 16	2024 年 1-5 月新增人民币贷款 VS 五年均值	15
图 17	中国企业、居民中长期贷款	16
图 18	1-5 月新增地方债	16
图 19	中美利差维持高位	16
图 20	资金分层情况	17
图 21	利率走廊或适度收窄	17
图 22	R007 及 MLF 利率	17

一、2024 年上半年国债期货行情回顾

上半年债市走牛，围绕政策强预期以及基本面弱现实展开，资产荒逻辑驱动整体利率下行，整体表现强于年初市场预期。居民及企业部门风险偏好下降，加杠杆动力不足，对权益市场及房地产的配置力度减弱，对债市的配置增加，导致本轮资产荒比过去更剧烈，债券利率水平、期限利差均一度压缩至历史低位。另外，部分银行的负债成本与债券收益率倒挂，债市交易属性增加。

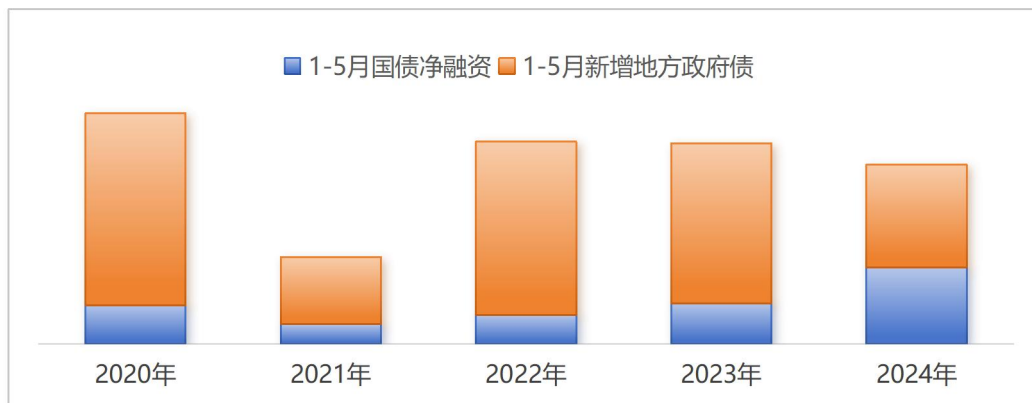
1.1 中短债利率先破新低，30 年期国债期货收益率跌破 2.5%

年初经济基本面较弱，宽松预期强，叠加资产荒、债券供给不足，债市走牛，长短债利率走势基本一致。年初至 2024 年 4 月 23 日，10 年期、30 年期国债收益率分别快速下行至 2.23%、2.4%，创新低。由于央行多次提及长端利率风险、地产新政导致预期边际改善，债市回调但幅度有限，长债转为震荡，30Y、10Y 收益率围绕 2.55%、2.3% 重要关口来回拉锯。5 月央媒表示如果长期国债收益率持续下行，会在必要时卖出国债，市场对长债保持谨慎。禁止商业银行手工补息导致存款搬家，理财规模持续增长，中短债配置需求旺盛，宽松预期下短端利率创新低。目前国内债券型基金规模达 9.62 万亿元，今年新发规模占全市场新发产品募集规模的 80%。5 月经济数据显示，内外需边际走弱，制造业投资增速放缓，出口环比降温，通胀低于预期，工业生产边际走低。超长债在 6 月打破震荡格局，30 年国债收益率跌破 2.5% 重要关口，TL 主力合约价格逼近历史新高，T 主力合约价格创历史新高。

1.2 流动性平稳宽松，央行货币政策环境边际改善

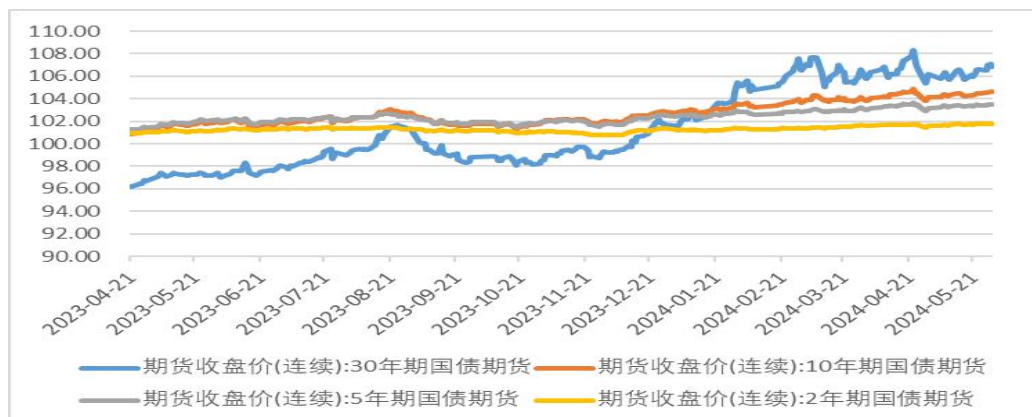
2024 年 1 万亿超长特别国债分为 22 次平滑发行，政府债发行节奏偏慢，并未对市场造成冲击。1-5 月地方政府新增债券发行约 1.45 万亿元，同比下降约 35%，达到全年新增限额 4.62 万亿元进度的 31.31%，明显慢于去年同期。截至 6 月 17 日，新增地方政府专项债券发行额约 1.35 万亿元，剩余 2.55 万亿元待发。中美利差持续高位，维持人民币汇率稳定制约央行货币政策空间。银行间资金宽松，央行在 1 月 24 日超预期降准 0.5% 以后，逆回购持续维持低位，在政府债发行提速时会加大投放量，呵护流动性。货币市场利率已经能够围绕政策利率中枢平稳运行，波动区间明显收窄，DR007 波动降至低位。上半年加拿大和欧洲央行降息 25 个基点，美联储年内降预期仍在，下半年全球或开启降息周期。

图 1 国债净融资及新增地方政府债（单位：亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 国债期货主力合约收盘价



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、宏观展望

上半年财政支出节奏偏慢，外需强内需弱，工业、出口等外需相关表现较好，内需相关的消费、固定资产投资增速低于 GDP 增速，其中房地产是主要拖累项，有效需求不足问题突出。信贷挤水分、禁止手工补息对金融数据有一定扰动，但金融数据偏弱最主要的原因还是居民企业信心不足，中长期贷款下降较多。预计下半年财政积极扩展，能提振国内需求。下半年外强内弱格局或延续，制造业、出口依旧是主要支撑，出口或出现回落但是整体稳定，通胀温和回升，PPI 降幅年内亦有望继续收窄。

2.1 社零增速回升，内需消费有望改善

1-5 月份，社会消费品零售总额 195237 亿元，同比增长 4.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.4%。5 月社零同比增长 3.7%，比上月加快 1.4 个百分点，打破连续下行的趋势，扩内需政策持续显效。消费仍以服务消费为主导，基本生活类和部分升级类商品销售增长较快。整体看，内需消费有所好转，关注后续延续性，以确定 4 月底部拐点的位置。下半年社零总额的同比增速或有所抬升。假期旅游消费数据和消费者信心指数等显示居民消费意愿有所改善，消费品以旧换新政策支持有关商品消费。预计未来服务和可选品消费恢复相对较好，电影消费及假期出游保持高速增长。

2.2 工业增加值增速回落，新质生产力拉动明显

1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.2%。5 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速回落 1.1 个百分点；环比增长 0.30%，高技术产业制造业依旧是主要支撑。TMT 增速 14.5%，芯片、工业机器人行业增速分别为 17%、14%。新能源汽车及光伏增速分别为 33%、15%，支撑出口。新能源汽车、光伏、锂电池行业存在以价换量的现象，未来随着供给侧改革的推进、需求恢复，价格有望回升。

2.3 制造业是固定资产投资的主要支撑，房地产偏弱，基建或边际改善

上半年投资端是制造业支撑、基建放缓、地产拖累的格局。1-5 月份我国固定资产投资（不含农户）188006 亿元，同比增长 4.0%。其中，基础设施投资同比增长 5.7%，制造业投资增长 9.6%，房地产开发投资下降 10.1%，降幅扩大 0.3 个百分点。下半年制造业依旧是固定资产投资的主要支撑，房地产偏弱，基建或边际改善。

预计制造业有望维持较中高增速。制造业投资保持较高增速，新质生产力方向是核心拉动项，经济换挡初见成效，在政策持续发力之下，相关行业有望保持景气度，产能利用率偏低的行业投资增速或有所下行。

政府债发行提速或提振基建。受化债影响，部分地方新增政府投资项目偏谨慎，上半年财政支出偏慢，基建投资表现一般，5 月基建投资增速回落 1.1 个百分点至 6.7%。居民及企业部门风险偏好降低，实体信贷需求较弱，预计下半年财政扩展提振需求，财政支出进度要快于上半年，政府债券发行和投放进度会提速。但是目前新增专项债倾向于新质生产力方向，超长期特别国债落地或许能提振基建。

楼市仍在调整之中，未来政策仍有空间。（1）房地产供需两端政策持续优化，政府稳定房地产市场的决心超预期。4月30日，政治局会议明确“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。5月17日，多部门发布通知调整房地产信贷政策，包括下调公积金利率、取消商贷利率政策下限、降低首付比例、央行设立3000亿元保障性住房再贷款、政府收购部分商品房用作保障性住房等。6月7日，国务院常务会议强调“着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施”，持续释放出积极信号。（2）楼市尚未触底。1-5月份，全国房地产开发投资40632亿元，同比下降10.1%；新建商品房销售面积36642万平方米，同比下降20.3%；新建商品房销售额35665亿元，同比下降27.9%，其中5月份销售额7598亿元，同比下降26.4%。当前楼市还在调整之中，政策落地效果需要时间。（3）房地产政策或持续加码。在政策的疏导下，房企流动性压力明显改善，若未来几个月政策执行效果比较理想，会推动房地产市场逐步触底。当前地产去库化周期超过22个月，不排除政策继续加码。回顾2014-2016年周期，从基准利率下调的幅度、房贷利率打折水平来看，房地产政策还有空间。后续预计二手房先动，对新房投资建设的驱动作用偏后。

2.4 CPI温和回升，PPI年内降幅收窄，但转正仍有难度

近期燃气、水电、高铁等公共服务涨价，对通胀有一定抬升作用，但是成本端上涨可能伤害需求，整体影响预计可控。猪肉价格逐渐企稳，对物价回升有积极作用。核心商品方面，全球制造业回暖，中国新兴行业产能调控等相对有利于价格，核心商品价格环比有望筑底。5月PPI同比环比均拐头向上，主要受大宗商品价格以及受供给侧约束商品涨价驱动。对于PPI来说，关键是国内定价部分的方向和弹性，要看基建实物量跟进、地产投资情况，产能去化过程以及价格传导需要时间，年内PPI继续收窄，转正仍有挑战。

总体来看，猪周期叠加制造业供给约束，有望带动价格温和回升。CPI和PPI翘尾因素或呈现出6月走强、三季度走弱、四季度再度走强的趋势。

2.5 出口整体维持稳定

2024年以来全球制造业PMI指数连续5个月位于荣枯线之上，全球需求正在复苏，海外基本面好于预期。1-5月以美元计价的出口同比增速为2.7%，中国出口持续超预期。从

结构上看，中国对东盟等新兴市场出口持续增长，对传统欧美市场出口则由降转增，这是一个重要的变化，反映出中国制造业依旧具备很强的竞争优势，部分新质生产力也培育出新的竞争力，支撑人民币汇率。值得注意的是，5月新增出口订单放缓，当前欧美贸易保护主义抬头，警惕出口出现回落。美国5月综合PMI指数为2022年4月以来最高，预计美国经济韧性犹在，海外库存见底后有望补库存，预计下半年出口整体维持稳定。

2.6 三中全会改革预期强烈，新质生产力仍是主线

(1) 三中全会释放强烈改革信号，科创是主线之一。二十届三中全会将在7月底召开，会议将围绕中国式现代化展开，市场对进一步深化改革有较强预期，科创方面或有顶层设计出台。证监会强调支持突破关键核心技术“卡脖子”企业股债融资、增加科创方向的专项担保计划等政策密集推行，将助力经济高质量发展，预计本次三中全会对科创方向会有更多政策支持。(2) 科技创新再贷款加速落地，精准支持科技型企业。2024年4月，央行联合科技部等部门设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，其中1000亿元额度专门用于支持初创期、成长期科技型中小企业首次贷款，加强对初创期科技型企业融资支持。6月央行选出首批近7000家符合条件的企业，向21家全国性银行推送，首笔科技创新贷款近日已发放，后续其他贷款将陆续投放。第二批32万余家科技型企业创新积分评价正在组织，预计获支持企业名单很快会推送给银行。未来将继续强化政银企对接，将更多金融资源投向科技创新领域，加快发展新质生产力。

2.7 本章小结

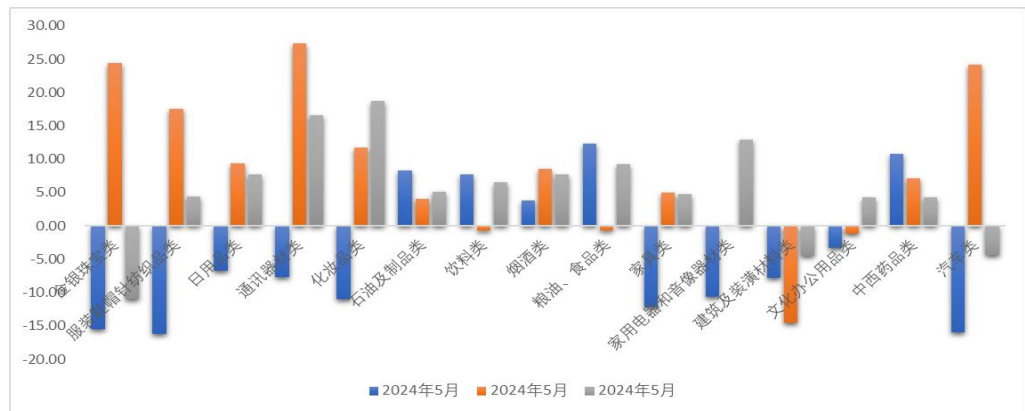
下半年出口、制造业依旧是经济的主要支撑，随着宏观组合政策逐步落地，市场需求有望回暖。制造业名义库存见底，随着价格与内需的修复，对生产或继续形成一定支撑。在输入性通胀的影响下，PPI降幅继续收窄，年内转正有难度。猪肉、公用事业涨价等对CPI有拉升效果。在三中全会落地前，宏观政策的基调预计不会有大的改变，最大不确定性在于房地产，当前政策底和基本面底已出现，市场底还有待确认。

图 3 社零增速及构成



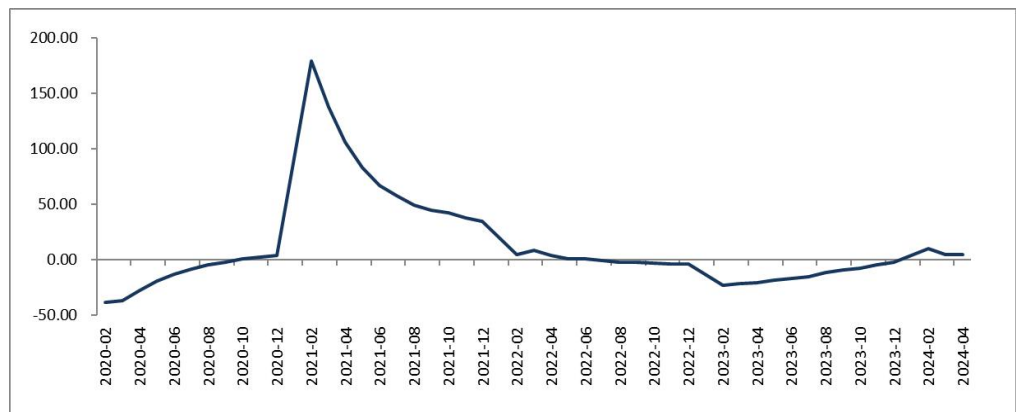
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 4 社零项目分类



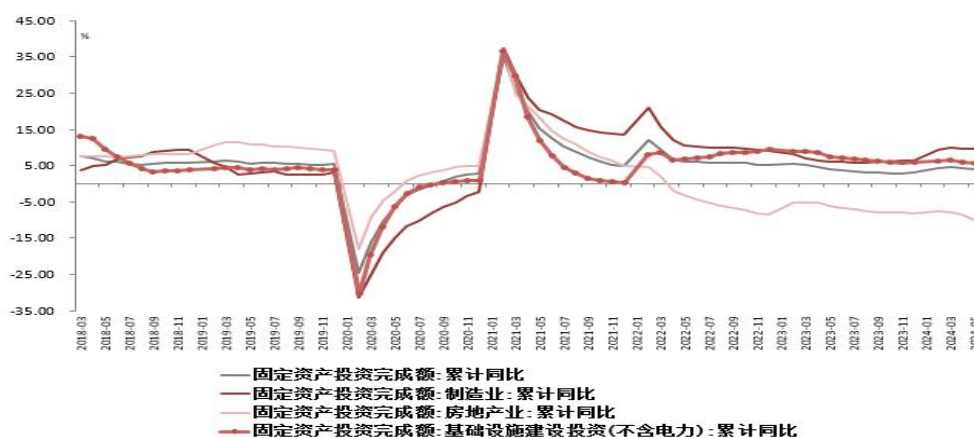
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 5 规模以上工业企业利润总额同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 6 固定资产投资完成额



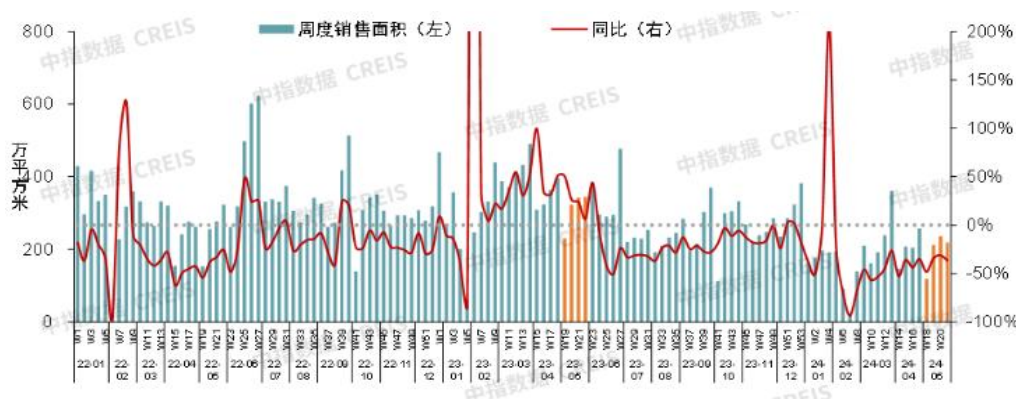
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 7 房地产开发投资完成额同比及土地购置费



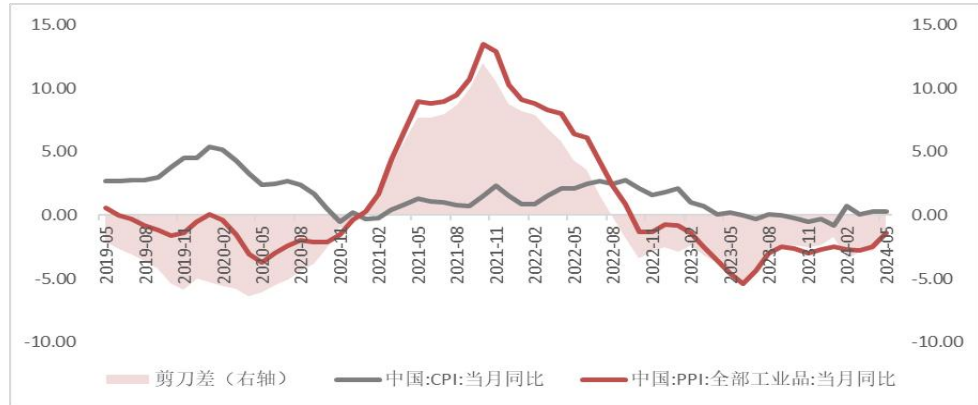
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 8 2022 年以来重点 11 城二手房周度成交套数走势



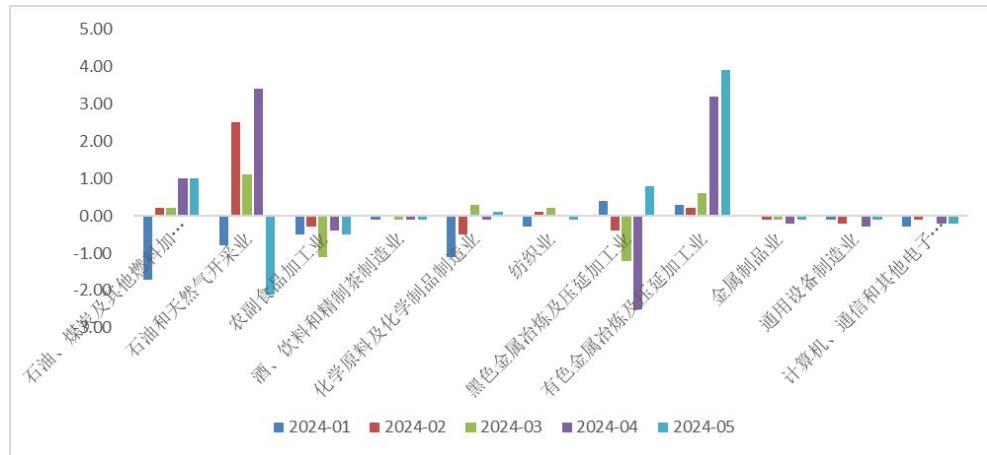
资料来源: 中指数据 CREIS

图 9 中国 CPI 与 PPI 同比



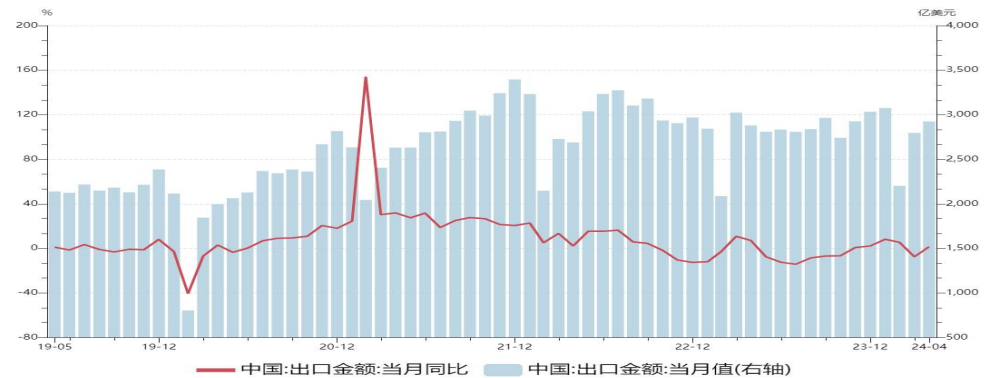
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 10 PPI 分行业环比增速 (%)



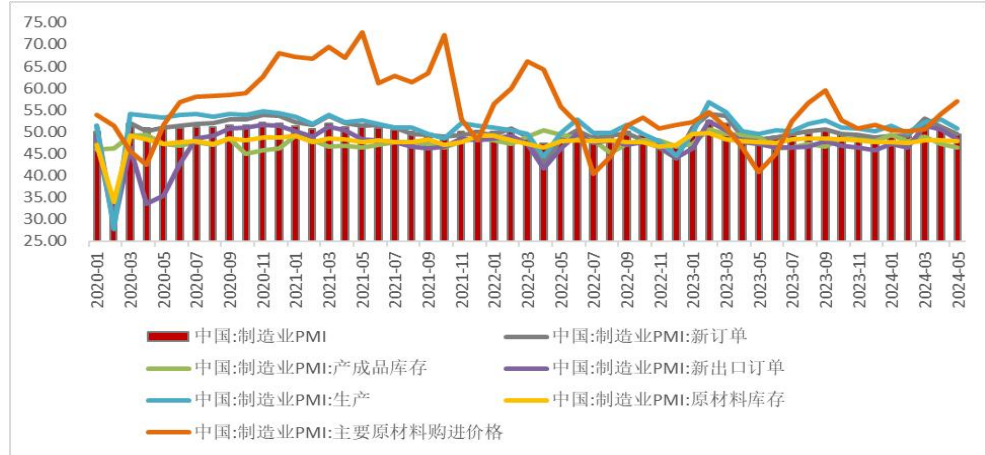
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 我国出口同比增速 (%)



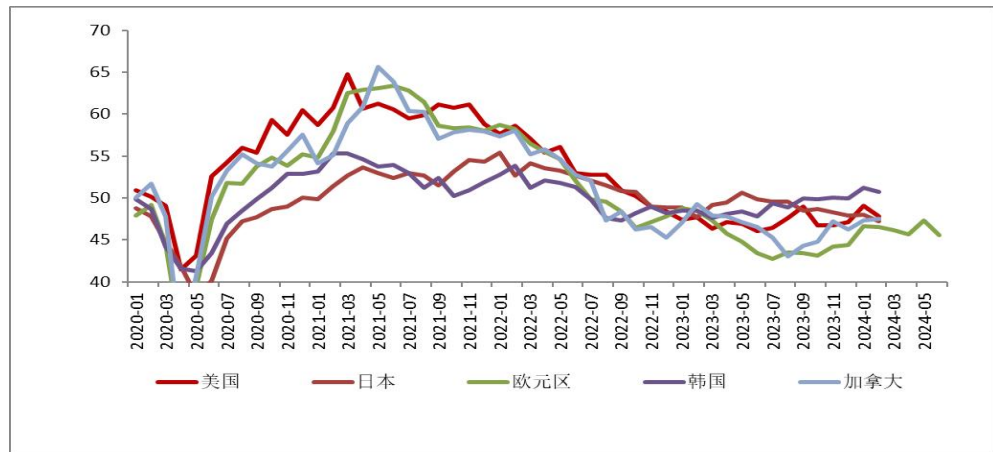
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 12 制造业 PMI 及新出口订单



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 13 主要经济体 PMI



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

三、下半年货币政策展望

3.1 房地产是主导债市走势的关键变量，下半年货币、社融增速可能保持低位

(1) 经济处于转型升级的换挡期，货币信贷增长随之变化，预计下半年实际信贷需求整体延续偏弱，房地产仍是主导债市走势的关键变量。

当前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，价格低位的根本原因是需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够。从信贷结构上看，投向房地产领域的新增信贷比重大幅下降，而投向普惠、小微、新经济的比重上升。当前贷款余额近 250 万亿元，房地产、地方融资

平台贷款占比很大，这块不增反降，传统产业融资需求弱，新兴产业融资需求对债市依赖少，信贷很难保持过去 10% 以上的增速，房地产企稳对经济至关重要。

当前企业债融资持续改善，政府债发行进度偏慢，对社融支撑不足，下半年政府债发行提速对社融有一定支撑。信贷方面，企业、居民中长期贷款偏弱，融资需求恢复还需时间，预计下半年信贷或边际改善，但是整体依旧偏弱。

(2) 价格型调控将在货币政策实施中发挥更重要作用，市场对总量数据波动或逐渐脱敏。

今年金融业考核重点由存贷增速变为收入，季末冲量行为减少，加上整顿手工补息等防资金空转行为，金融行业挤水分对社融数据有一定影响。另外，我国 M1 统计口径较窄，个人活期存款以及部分有支付功能的金融产品具备 M1 属性，却没有纳入统计，未来或优化 M1 统计口径。随着金融总量目标淡化，我国货币政策调控模式将从数量型向价格型转变。高质量增长重点看效率，盘活存量，长期有益。后续货币、社融增速可能保持低位，市场对总量数据波动或逐渐反应钝化。

3.2 债券发行高峰或在三季度，央行或加大逆回购

(1) 下半年政府债发行提速，关注超长期特别国债能否提振基建。

截至 6 月 14 日，财政部已发行 4 期次超长期特别国债共 1600 亿元，其中，20 年期 400 亿元，30 年期 850 亿元，50 年期 350 亿元，将尽快投入重大项目加快建设以稳投资稳经济。按照均衡发行来估算，2024 年 7 月-11 月单月 2024 年超长期特别国债发行规模维持在 1700 亿元左右。第二批新增债券额度 6 月份陆续下达至地方，下半年各地加快发债，发挥其扩投资、稳增长作用。

虽然超长期特别国债发行及政府债放量，但尚未大量落地开工转为实物工作，5 月基建投资增速回落 1.1 个百分点至 6.7%。发改委表示万亿增发国债已落地项目开工率超过 70%，争取在 6 月底前将剩余项目全部开工。专项债从发行落地到项目开工仍需 2-3 个月时间，预计将在三、四季度提振有色品种下游需求。从投向来看，新增专项债倾向于新质生产力方向，各地抢发低空经济和车路云一体化项目，关注超长期特别国债能否提振基建。

(2) 三季度或是债券发行高峰，央行呵护流动性概率较高。

政府债或在三季度密集发行，若特殊再融资债券也在三季度发行，叠加特别国债发行，

则三季度债券发行放量，会对市场带来一定冲击，但影响可控。上半年央行逆回购维持低位，每逢发债高峰，逆回购会放量，缓解资金面紧张情绪，资金分层以及波动率均降至近年来的最低水平。若三季度是政府债发行高峰，预计央行会适当投放流动性，维持资金面利率稳定。

3.3 下半年货币政策预计将以配合财政政策为主，流动性调控精细化

(1) 央行增发离岸央票，稳汇率信号强，制约货币政策空间。

当前人民币对美元汇率创年内新低点，再次逼近 7.3 关口。6 月 19 日，央行在香港发行 200 亿元央行票据，期限为 6 个月。这是自 2023 年 8 月以来央行第 6 次在港增发离岸人民币央票，累计增发规模达 600 亿元，离岸人民币央票余额达 1400 亿元，6 个月及以上央票余额占比近 80%。在港常态化发行离岸人民币央票，强化离岸人民币流动性调节，释放稳定人民币汇率的重要政策信号。

英国购物中心支持的贷款 AAA 级部分投资者罕见遭遇亏损，巴巴克莱银行报告显示，以曼哈顿中城百老汇一栋大楼的抵押贷款为支持的 3.08 亿美元票据 AAA 部分购买者也遭遇 25% 亏损。欧美最高信用等级、最安全的投资产品爆雷，2008 年金融危机以来商业地产支持的最高评级债券首次出现这类损失。欧美信用等级、安全等级最高的 CMBS 暴雷，高利率带来的危害显现。美国 5 月 PPI、CPI 全面低于预期，年内降息一次的确定性较高。

瑞士、瑞典、加拿大和欧洲已开启降息周期，美联储年内降息概率较大，中国货币政策环境边际改善。但是，中美利差仍在相对高位，下半年人民币汇率依旧承压。6 月份国际货币基金组织（IMF）将我国 2024 年经济增长预期上调至 5%，我国出口依旧保持较强竞争力，支撑人民币汇率，加上央行坚决防范汇率超调风险，下半年人民币汇率预计保持基本稳定。

(2) 市场流动性宽裕，LPR 有待进一步下调。

5 月下旬，国家发改委等四部门发布《关于做好 2024 年降成本重点工作的通知》，提出要保持流动性合理充裕，避免资金沉淀空转，推动贷款利率稳中有降。持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，在保持商业银行净息差基本稳定基础上，促进社会综合融资成本稳中有降，优化税费优惠政策。一季度商业银行

净息差将至 1.54% 历史低位，考虑到银行净息差收窄压力及汇率因素，6 月 LPR 报价按兵不动。LPR 要更真实反映贷款市场利率水平，下半年有望进一步下降，先调降存款利率之后再降低 LPR 利率或同两者步下调。

(3) 央行货币政策表态从“中性偏松”转向“支持性”，明确以 7 天期逆回购操作利率为主要政策利率。

6 月 19 日，央行行长在陆家嘴论坛上表示，货币政策支持性立场不变，以 7 天期逆回购操作利率为主要政策利率，淡化 MLF 的政策利率色彩，并将适度收窄利率走廊的宽度，发挥利率走廊对短端利率调控作用。此前，中期政策利率 MLF 利率时常偏离市场利率，未来将引导 MLF 利率向市场利率贴近，或者直接市场化定价。7 天逆回购利率（DR007）一直是利率走廊的中枢，和 MLF 利率时间周期不同，两者并不冲突。

此外，央行提及非银机构大量持有中长期债券的期限错配和长债利率风险，并再次强调，国债买卖是作为基础货币投放渠道和流动性管理工具使用，并不是量化宽松。短期内，央行短期买卖国债迫切性不强，央行持有的长债占比非常低，可操作性较低，买卖国债对长端利率调控实际影响有限。央行关注非银端的利率风险，后续监管或需要部门间协同。

(4) 短期流动性调节以逆回购为主，或通过调控短端利率来指导长端利率。

三季度是政府债发行高峰，预计货币政策宽松配合发债，通过增加逆回购加码释放流动性，维持资金面利率稳定，降准、降息更为谨慎。待存款利率下调以后再降息，或待美联储开启降息周期以后再宽松，操控空间更大，具体还是要看经济基本面以及房地产情况。

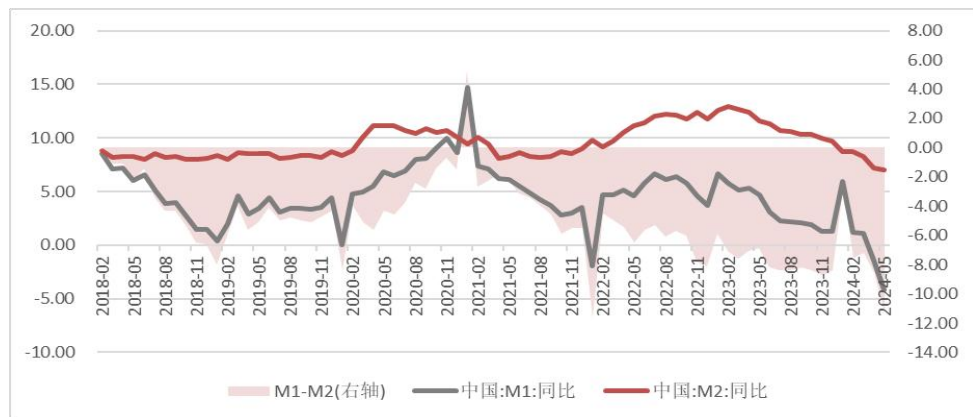
MLF 作为政策利率的指导意义淡化，7 天逆回购利率或将成为核心政策利率，而 7 天逆回购利率是围在 7 天公开市场操作利率（OMO）运行。常备借款便利 SLF 和超额准备金存款利率作为走廊的上下限，收窄利率走廊意味着未来 SLF 利率可能下调，当前资金价格上下限距离较远，调整中枢 OMO 利率或许更为有效。短端利率央行控制度较高，市场预期央行或以调控短端来引导长端，资金面要提高关注度。

图 14 中国社会融资规模存量及同比增速



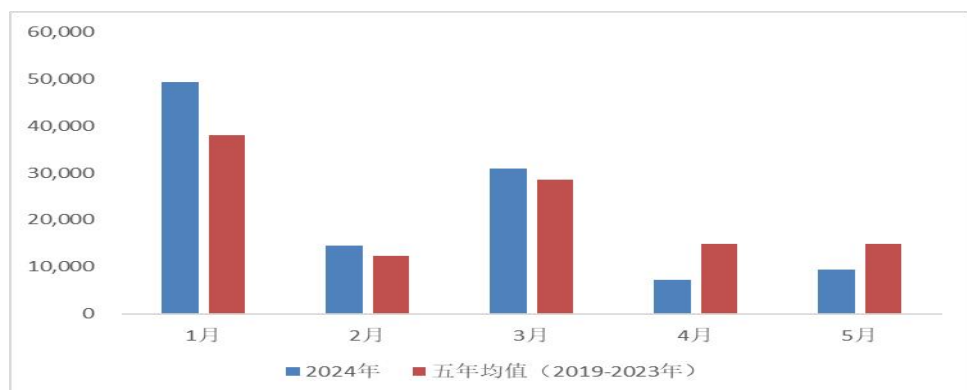
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 M2、M1 同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 2024 年 1-5 月新增人民币贷款 VS 五年均值



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 17 中国企业、居民中长期贷款



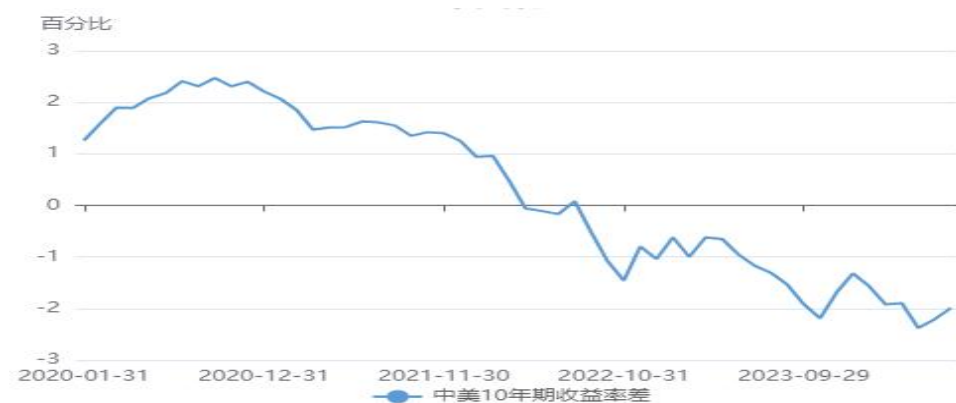
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 18 1-5月新增地方债



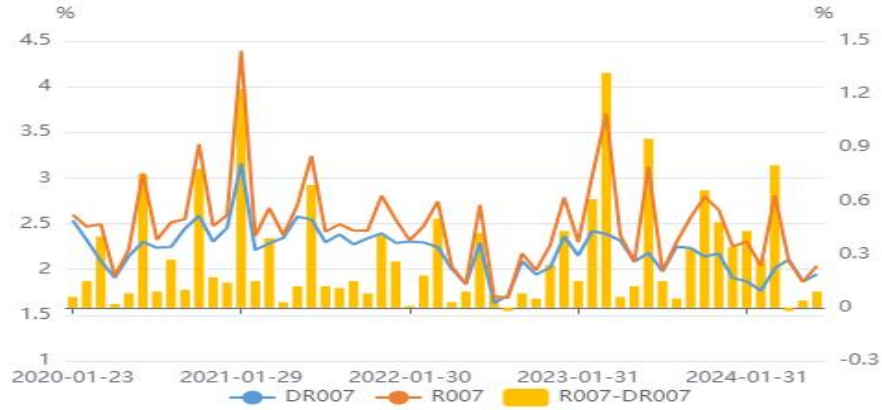
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 中美利差维持高位



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 20 资金分层情况



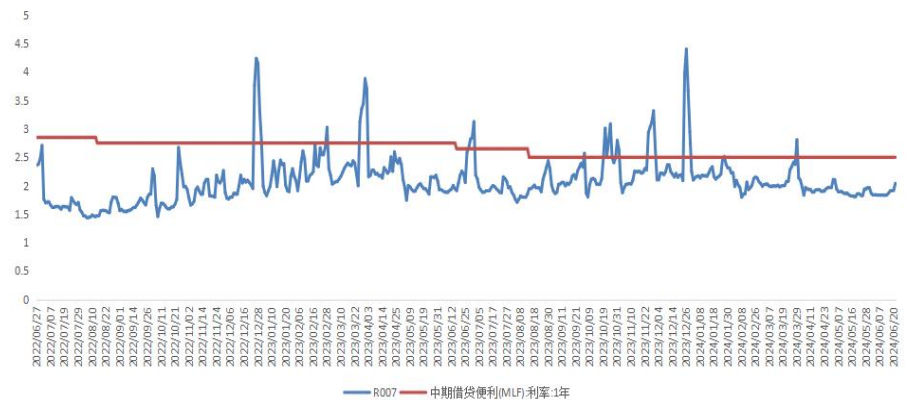
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 21 利率走廊或适度收窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 R007 及 MLF 利率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

四、下半年期债投资建议

下半年地产延续偏弱格局，内需弱于外需，信贷增速反弹概率较低，PPI 年内转正较难。央行在稳增长、防空转及稳汇率的目标下，首要考虑推动通胀回升，配合财政发债，总体将延续宽松的货币政策，降准概率较低，降息要等时机。（1）全球流动性改善，美联储年内降息时点或许在 11 月，届时人民币汇率压力缓解，降息可能性更大。当前中美利差在相对高位，6 月人民币对美元报在 7.26，创阶段性新低，央行坚守 7.3% 关口，稳汇率政策信号强，掣肘央行货币政策空间。（2）下半年央行在保持商业银行净息差基本稳定的基础上，推动社会融资成本下降的主要方式或是引导 LPR 的进一步下降，并加快科技创新、保障性住房再贷款的投放节奏。单纯为了配合财政发债而降准的概率不大，如果再贷款投放节奏较快，降准的必要性下降。考虑到一季度商业银行净息差降低至 1.54% 的低水平，短期内 LPR 下调的概率较小，存款利率会先于 LPR 利率下调或同步下调。（3）央行明确以短期操作利率为主要政策利率，或通过调控短端利率来指导长端利率，OMO 利率有望下调，短期流动性调节大概率以逆回购为主。今年三季度 GDP 将面对较高的基数，若经济动能继续转弱，美欧贸易保护主义抬头若导致出口回落，三季度有望降息。（4）房地产处于以价换量的阶段，上海二手房有企稳迹象，三季度较为关键，若重点城市房价企稳，四季度债市或有阶段性调整。

利率中枢下移带动国债收益率下行，降息将进一步打开长债收益率下行空间。若房地产企稳，四季度债市或面临较大调整。实物市场整体呈现出“以价换量”的特征，总量保持稳定，部分类别量价齐跌，经济结构延续分化，内外景气度分化。中国长期边际资本回报下降，实体融资需求偏弱使得债市继续面临资产荒，下半年利率中枢下移的可能性较大。虽然超长期国债发行落地、政府债发行提速，但整体利率债和信用债供给没有大幅增加，无法改善债市供需不平衡的状态。50 年期特别国债发行利率 2.53%，也会引导长债利率下行。若短期内短端利率没有下行，期限利差会进一步压缩。中长期看，存款利率及房贷利率进一步下调，短端利率下行空间打开，将带动长债和超长债收益率进一步下行。下半年从收益率点位来看，10 年国债或在 2.1%-2.4% 区间震荡，30 年国债收益率或在 2.3%-2.6% 区间震荡。建议继续配置债市，逢低买入，沿着曲线找机会，超长债考虑波段交易。

（一）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。