

【债市点评】 当前资金面较为宽松，债市或仍为震荡走势

核心观点：

上周收益率先上后下，整体小幅下行，国开债表现强于国债，国债各期限普遍下行1BP，国开债下行2-3BP。上周市场主要在博弈政策，政治局会议后各部门开始落实政策细则，不过出台的政策比较温和，市场担忧有所减弱，周中央行指导商业银行依法有序调整存量房贷利率，市场解读为将推动广谱利率下行，叠加跨月后资金转松，推动收益率有所下行。

策略信号方面，债基的久期中位数有所回落但仍处于极高水平，势能水平因回购利率回落而上升。汇率引导模型为看空，短期、长期利率引导模型，商品引导策略模型仍维持看多债市。

展望本周，市场预计仍在政策细则、7月份经济数据和宽松的资金面之间反复博弈，**债市或仍为震荡走势**。政治局会议的影响在逐步走弱，上周虽有部门出台了一些政策细则，不过力度并未超预期，后续可能还会有政策出台，预计仍是温和的。本周将公布7月份进出口、通胀、信贷数据，这些数据预计超预期的可能性均不大。当前资金面较为宽松，市场缺乏明显调整的基础。

一、主要数据与事件

1、7月PMI略超预期，连续2个月回升

中国7月官方制造业PMI 49.3，预期 48.9，前值 49。中国7月官方非制造业PMI 51.5，预期 53，前值 53.2。

7月是淡季，PMI一般表现为下行，2005-2022年7月制造业PMI环比均值为-0.5，当月环比回升表现还不错。分项看，表现最好的是新订单指数，环比回升0.9个百分点至49.5，生产指数回落0.1个百分点至50.2，新出口订单指数回落0.1个百分点至46.4。

2、央行下半年工作会议提出指导商业银行调整存量房贷利率

8月1日央行召开下半年工作会议，会议上提出“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”。

存量房贷利率调整的政策目标是降低居民债务负担和减少提前还贷，一方面能够帮

助居民减少利息支出，帮助居民提高净收入、促进消费支出。另一方面也能够减少提前还贷，降低银行的经营压力。不过这样会继续压缩银行目前已经非常低的息差水平，投资者预期央行会继续调降银行的负债成本，带来广谱利率下行，正是这样的预期推动周三债券收益率有所下行。

二、债券市场表现

上周1年国债下行7BP，其余期限均下行1BP，1年、5年国开下行3BP，3年下行1BP，10年下行2BP。周一收益率小幅上行1BP，主要受到政策担忧和7月PMI超预期影响。周二由于股市转跌及资金面宽松，收益率持平或小幅下行。周三股市继续调整，以及央行提到要指导商业银行调整存量房贷利率，市场解读为利好，收益率下行约1BP。周四隔夜利率下行至1.1%附近，市场延续较好情绪，叠加降准预期，收益率下行1-2BP。周五市场先是因早上将召开的发改委、财政部、央行联合发布会，止盈情绪带动收益率上行，随后的发布会没有超预期的内容，收益率重归回落，全天变化不大。

图 1：利率市场表现

| 利率 | | 2023-08-04 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|------------|--------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|------|------|------|------|
| 债券品种 | 收益率 | YTD(bp) | 日变(bp) | | | | | 周变(bp) | | | | | 月变(bp) | | | | | 年变(bp) | | | | |
| | | | 08/04 | 08/03 | 08/02 | 08/01 | 07/31 | 08/04 | 07/28 | 07/21 | 07/14 | 07/07 | 23/08 | 23/07 | 23/06 | 23/05 | 23/04 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
| R001(MA5) | 1.52 | 37 | -6 | -6 | -3 | 1 | 8 | -6 | -5 | 23 | 14 | -19 | -14 | 21 | -14 | -1 | 18 | -61 | 84 | -47 | -57 | -91 |
| R007(MA5) | 1.83 | -182 | -5 | -6 | -6 | -5 | 2 | -21 | 9 | 3 | -10 | -79 | -23 | -75 | 67 | -31 | -105 | 6 | 76 | -8 | -152 | -67 |
| GC001(MA5) | 1.8 | -254 | -11 | -4 | -3 | -3 | 3 | -19 | 15 | -2 | -24 | -164 | -22 | -172 | 162 | -5 | -239 | 2 | 46 | 99 | -250 | -588 |
| GC007(MA5) | 1.81 | -258 | -6 | -7 | -8 | -8 | -5 | -33 | 23 | -4 | -7 | -126 | -28 | -119 | 113 | -34 | -156 | -24 | 83 | 74 | -362 | -258 |
| FR007:1Y | 1.98 | -21 | -1 | -3 | -1 | 0 | 0 | -5 | 3 | -4 | 2 | 1 | -6 | 2 | -5 | -26 | -1 | -3 | -27 | -17 | 2 | -108 |
| FR007:5Y | 2.46 | -30 | 0 | -3 | -1 | 0 | 1 | -4 | 7 | -4 | 1 | 1 | -5 | 7 | -7 | -25 | -6 | 21 | -28 | -15 | 5 | -110 |
| 5年期债(%) | 102.3 | 132 | 1 | 10 | 1 | 7 | -6 | 14 | -21 | 27 | -8 | 1 | 20 | -6 | 28 | 40 | 41 | -73 | 191 | -14 | 57 | 289 |
| 10年期债(%) | 102.24 | 200 | 4 | 11 | 5 | 8 | -11 | 18 | -29 | 40 | 1 | -1 | 28 | -1 | 47 | 25 | 79 | -52 | 285 | -19 | 46 | 487 |
| 国债1Y | 1.75 | -35 | 1 | -2 | -1 | -4 | -1 | -7 | 8 | -10 | 1 | -4 | -6 | -6 | -11 | -16 | -9 | -15 | -23 | 11 | -24 | -119 |
| 国债3Y | 2.24 | -17 | 1 | -2 | 0 | 0 | 1 | -1 | 4 | -4 | 1 | 2 | -2 | 3 | -3 | -20 | -6 | -5 | -36 | 9 | -14 | -91 |
| 国债5Y | 2.43 | -22 | 0 | -3 | -1 | 1 | 1 | -1 | 5 | -6 | 2 | 0 | -3 | 3 | -3 | -16 | -7 | 4 | -34 | 6 | -8 | -88 |
| 国债7Y | 2.62 | -20 | 0 | -1 | -1 | 0 | 1 | -1 | 4 | -3 | 0 | 0 | -2 | 1 | -4 | -8 | -9 | 4 | -39 | 13 | -13 | -74 |
| 国债10Y | 2.65 | -19 | 0 | -1 | -1 | 0 | 1 | -1 | 5 | -4 | 0 | 1 | -1 | 2 | -5 | -9 | -7 | 6 | -37 | 1 | -9 | -65 |
| 国债30Y | 2.99 | -20 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 | -1 | 2 | -3 | 0 | 1 | -2 | 0 | -7 | -6 | -10 | -13 | -40 | 1 | 1 | -66 |
| 国开债1Y | 2.01 | -23 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 | -3 | -2 | -3 | 3 | -3 | -2 | -6 | -1 | -29 | 0 | -8 | -24 | 6 | -25 | -193 |
| 国开债3Y | 2.37 | -17 | 0 | -2 | 0 | 0 | 1 | -1 | 3 | -3 | 2 | -1 | -3 | 2 | -8 | -18 | -2 | -3 | -41 | 7 | -33 | -155 |
| 国开债5Y | 2.53 | -30 | 1 | -4 | -2 | 0 | 1 | -3 | 5 | -3 | 2 | -2 | -5 | 5 | -7 | -17 | -5 | 5 | -48 | -11 | -13 | -131 |
| 国开债7Y | 2.74 | -25 | 0 | -1 | -1 | -1 | 0 | -2 | 3 | -2 | 0 | -1 | -2 | 0 | -6 | -11 | -8 | 2 | -46 | -9 | -21 | -124 |
| 国开债10Y | 2.75 | -24 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 | -2 | 3 | -4 | 0 | 0 | -2 | -1 | -7 | -10 | -8 | -9 | -45 | -4 | -7 | -118 |
| 国开债20Y | 3.04 | -33 | 0 | -1 | 0 | -1 | 1 | -1 | 1 | -6 | -2 | -1 | -2 | -7 | -4 | 0 | -10 | -2 | -48 | -8 | 3 | -124 |

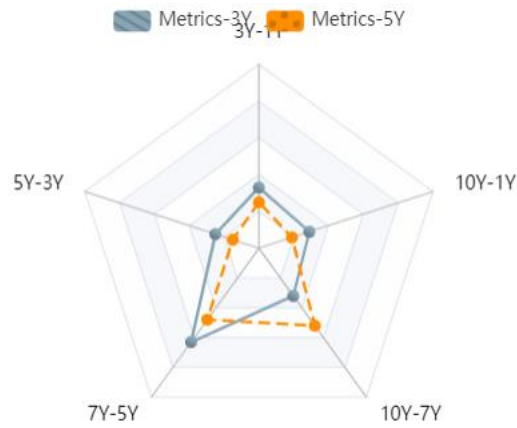
图 2：信用市场表现

| 概览 | | 2023-08-04 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|------|------|------|------|------|
| 债券品种 | 收益率 | YTD(bp) | 日变(bp) | | | | | 周变(bp) | | | | | 月变(bp) | | | | | 年变(bp) | | | | | |
| | | | 08/04 | 08/03 | 08/02 | 08/01 | 07/31 | 08/04 | 07/28 | 07/21 | 07/14 | 07/07 | 23/08 | 23/07 | 23/06 | 23/05 | 23/04 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | |
| NCD(AAA):3M | 1.95 | -19 | -2 | -4 | -2 | -2 | 0 | -9 | 1 | -4 | 2 | -10 | -9 | -11 | 2 | -23 | 1 | -25 | 4 | -38 | -24 | -222 | |
| NCD(AAA):1Y | 2.26 | -15 | 1 | -3 | -1 | -1 | 1 | -3 | 2 | -3 | 4 | -4 | -4 | 0 | -9 | -19 | -1 | -18 | -25 | -12 | -40 | -177 | |
| 中短债(AAA):1Y | 2.38 | -33 | -2 | -2 | -2 | -1 | 3 | -4 | 6 | -4 | -1 | -6 | -7 | -3 | 1 | -22 | -9 | 4 | -39 | -4 | -41 | -163 | |
| 中短债(AAA):3Y | 2.74 | -43 | -2 | -1 | 0 | 0 | 3 | 0 | 7 | -4 | 1 | -8 | -3 | -1 | -10 | -9 | -10 | 26 | -63 | 11 | -38 | -148 | |
| 中短债(AAA):5Y | 3.01 | -49 | 0 | -1 | -1 | -1 | 0 | -3 | 5 | -3 | -2 | -3 | -3 | -3 | -2 | -12 | -10 | 23 | -52 | 9 | -34 | -137 | |
| 中短债(AA+):1Y | 2.48 | -53 | -2 | -2 | -1 | -1 | 3 | -3 | 7 | -5 | -2 | -6 | -6 | -3 | 0 | -22 | -9 | 14 | -57 | 16 | -54 | -168 | |
| 中短债(AA+):3Y | 2.97 | -60 | -2 | -1 | 0 | 1 | 3 | 1 | 4 | -6 | -2 | -4 | -2 | -5 | -4 | -2 | -10 | 44 | -89 | 47 | -50 | -149 | |
| 中短债(AA+):5Y | 3.32 | -59 | 0 | 0 | -2 | 0 | 0 | -2 | 5 | -3 | -2 | -4 | -2 | -4 | 8 | -12 | -13 | 38 | -82 | 35 | -34 | -132 | |
| 中短债(AA):1Y | 2.56 | -88 | -2 | -1 | 0 | -1 | 0 | -4 | 7 | -3 | -3 | -6 | -4 | -6 | 0 | -21 | -8 | 44 | -84 | 45 | -74 | -157 | |
| 中短债(AA):3Y | 3.34 | -66 | -1 | -1 | 0 | -2 | 1 | 1 | 3 | 5 | -4 | 0 | -6 | -4 | -4 | -5 | -11 | -7 | 34 | -73 | 60 | -65 | -130 |
| 中短债(AA):5Y | 3.73 | -61 | 0 | 0 | -1 | -1 | 0 | -2 | 6 | -3 | -2 | -2 | -2 | -1 | 2 | -16 | -11 | 19 | -59 | 33 | -61 | -84 | |
| 商金债(AAA):3Y | 2.63 | -22 | -1 | -2 | -1 | -1 | 4 | -2 | 4 | -3 | 5 | -3 | -5 | 7 | -9 | -9 | -4 | 6 | -58 | 19 | -51 | -149 | |
| 二级资本债(AAA-):3Y | 2.95 | -47 | 0 | -3 | 0 | -2 | 6 | 0 | 12 | -9 | 2 | -5 | -5 | 5 | -9 | -4 | -18 | 35 | -87 | 38 | -61 | | |
| 二级资本债(AAA-):5Y | 3.15 | -58 | 0 | -2 | -1 | -1 | 3 | -1 | 7 | -8 | 0 | -3 | -4 | -1 | -9 | -8 | -16 | 41 | -100 | 38 | -46 | | |

三、利差变动

期限利差方面，上周曲线变化不大。曲线在 1-5Y 的部分相对平坦，利差在历史分位数的 30%左右，曲线在 5-10Y 的部分略陡峭。

图 3：国开债期限利差分位数（近 3 年或 5 年）



信用利差方面，上周信用利差变化不大，目前 AAA 信用利差在近五年 50%左右分位数。AA+等级 1-2Y 信用利差在近五年 35%分位数附近，3-5Y 信用利差在近五年 50%-60%分位数区间。

图 4：AAA 及 AA+信用利差分位

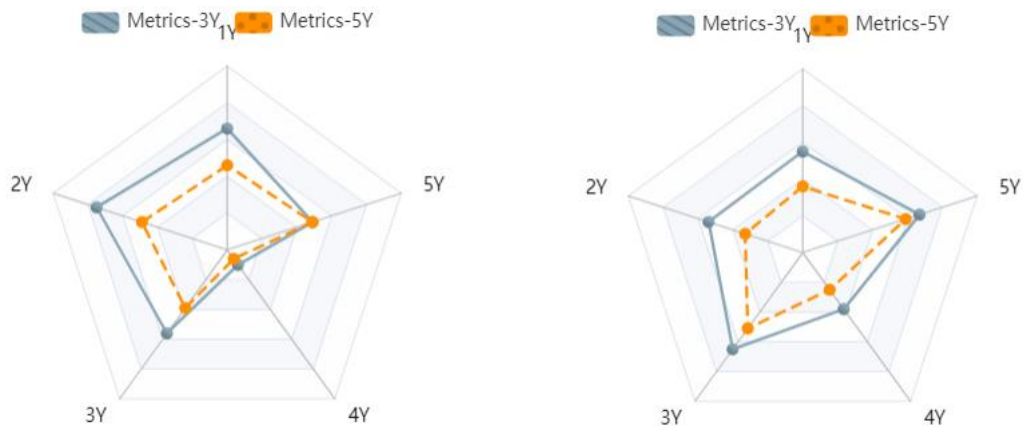
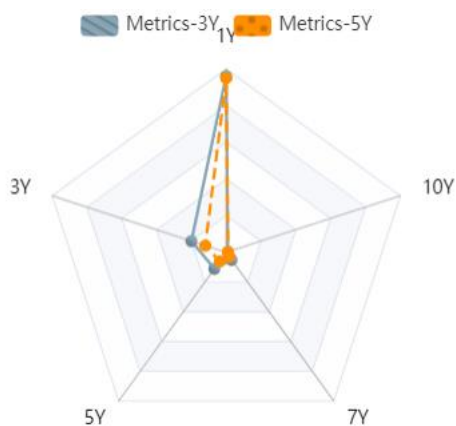


图 5：隐含税率



衍生品方面，NDD 收在-0.04，上行 2BP，处在过去五年 71%分位数。Bondswap 较上周上行 1BP，在过去 5Y 的 10%分位数，处于偏低水平。

图 6: NDD 5Y

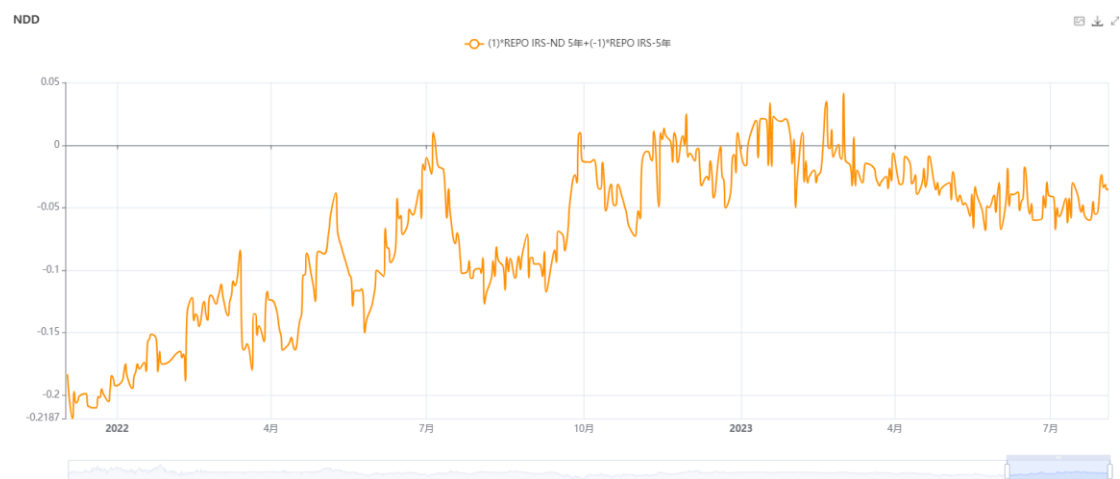


图 7: 国开/国债 Bondswap



四、策略信号

中长期债基久期中位数较前周有所回落，无平滑中位数由 3.93 降至 3.82，位于过去五年 99.1%分位数。

图 8：市场久期中位数水平



势能水平较前周回升 13BP，主要由于 R007 回落，历史分位数处于 25%。

图 9：势能水平



动能角度来看，汇率引导模型为看空，短期、长期利率引导模型，商品引导策略模型仍维持看多。自动驾驶模型推荐 2.15Y 的杠杆后久期。

图 10：利率引导模型（短期-10Y 国开）



图 11：利率引导模型（长期-10Y 国开）

策略说明: 基于IRS和国债开债的趋势型策略



图 12: 汇率引导策略

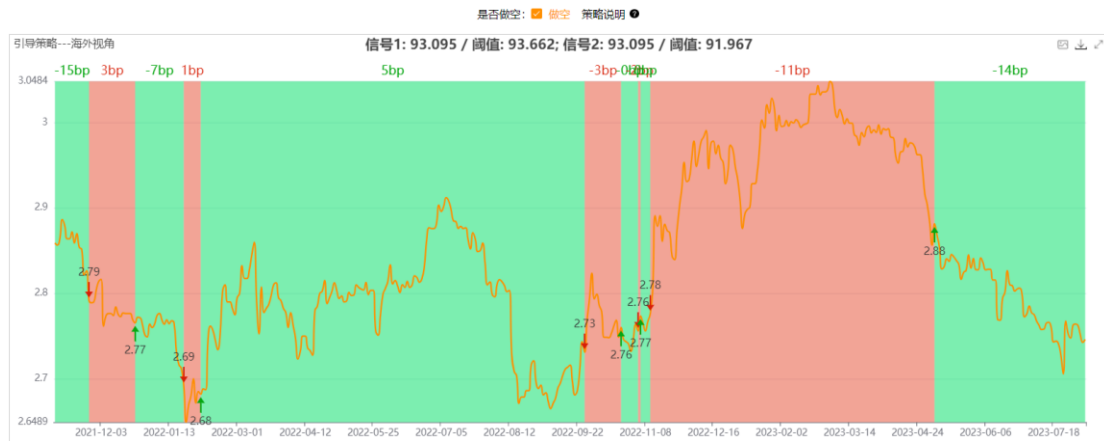


图 13: 商品引导策略

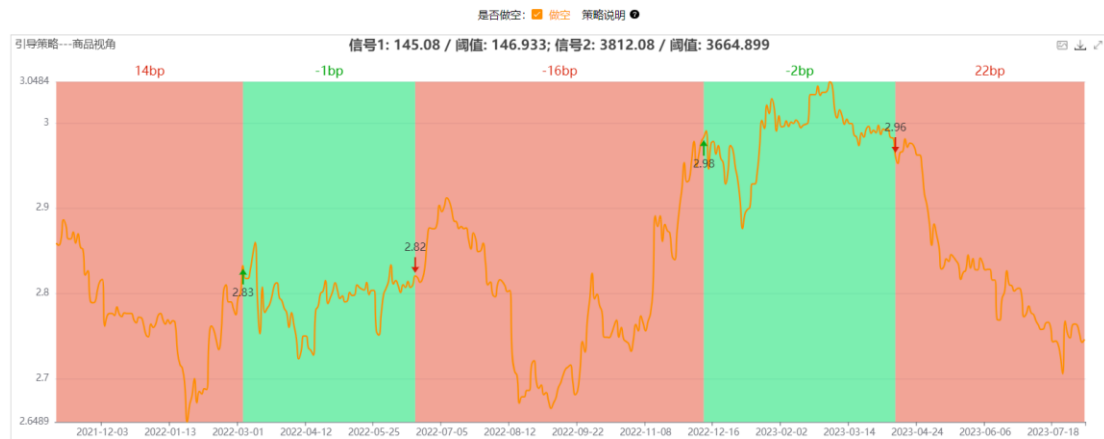


图 14: 自动驾驶



五、本周关注

- 1、周二（8.08） 7月进出口数据
- 2、周三（8.09） 7月CPI/PPI 数据
- 3、7月金融数据（时间待定）

文中数据来源浙商基金，wind，截至2023年8月6日。

基金有风险，投资须谨慎。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。本材料仅为宣传材料，不构成任何投资建议，不作为任何法律文件。投资人应认真阅读《基金合同》、《招募说明书》及《产品资料概要》等基金法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等因素充分考虑自身的风险承受能力，理性判断并谨慎做出投资决策。投资基金应当通过基金管理人或具有基金销售业务资格的其他机构购买和赎回基金，基金销售机构名单详见基金《招募说明书》以及相关公告。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。基金的过往业绩不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。人工智能投资存在固有缺陷，投资者应当充分了解基金运用人工智能投资的风险收益特征。以上观点和预测仅代表当时观点，随着市场变化今后可能发生改变。