

基本面数据偏弱，10 年国债利率下破 2.1%

观点：

上周央行持续投放，资金转松，利率加速下行，10 年国债利率下破 2.1%，利率曲线整体下移。截至 9 月 13 日，DR001 下行 6.2bp 至 1.66%，DR007 上行 13bp 至 1.82%，R001 下行 15.5bp 至 1.67%，R007 上行 6bp 至 1.93%。在风险偏好走弱以及宽松预期之下，债市整体继续走强，各期限收益率下行 5-10bp，10 年期国债收益率下行 7bp 至 2.07%，30 年国债收益率下行 9bp 至 2.22%。

8 月社融同比少增，M1 持续走低，M2 低位持平；经济“外需好于内需、生产强于消费”的结构特征仍在延续。债市对货币政策宽松预期的利多敏感，对利空趋于钝化，长端和超长端再创年内新低，10Y 国债利率下破 2.10%，30Y 国债利率下行至 2.22%，曲线进一步下移。考虑到基本面延续弱势以及央行引导形成向上倾斜的收益率曲线之下，短端国债大幅上行的空间仍不高，与 DR007 的倒挂幅度短期内难以快速收敛。对于信用债而言，和利率债的分化或仍会延续，尤其是中低等级，中长久期信用利差有走阔的压力，但若后续有降准落地，存单提价现象或将缓和，有利于中短端资产定价的修复。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 8月CPI同比上涨0.6%，预期涨0.7%，前值涨0.5%。8月PPI同比下降1.8%，预期降1.4%，前值降0.8%。

(2) 乘联分会数据显示，8月全国狭义乘用车零售190.5万辆，同比下降1%，环比增长10.8%；今年以来累计零售1347.2万辆，同比增长1.9%。8月新能源乘用车市场零售102.7万辆，同比增长43.2%，环比增长17%。8月国内新能源车零售渗透率53.9%。

(3) 今年前8个月，按美元计价，我国进出口总值4.02万亿美元，增长3.7%。其中，出口2.31万亿美元，增长4.6%；进口1.71万亿美元，增长2.5%；贸易顺差6084.9亿美元，扩大11.2%。8月出口（以美元计价）同比增长8.7%，前值增7%；进口增长0.5%，前值增7.2%；贸易顺差910.2亿美元，前值846.5亿美元。

(4) 央行：8月末，M2余额305.05万亿元，同比增长6.3%，M1余额63.02万亿元，同比下降7.3%，M0余额11.95万亿元，同比增长12.2%。前8个月社会融资规模增量累计为21.9万亿元，比上年同期少3.32万亿元。前8个月人民币贷款增加14.43万亿元。

(5) 8月规模以上工业增加值同比增长4.5%，预期增4.7%，前值增5.1%。1-8月份，中国规模以上工业增加值同比增长5.8%。1-8月固定资产投资（不含农户）329385亿元，同比增长3.4%，预期增3.5%，1-7月增3.6%。全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点，31个大城市城镇调查失业率为5.4%。8月社会消费品零售总额38726亿元，同比增长2.1%。1-8月房地产开发投资69284亿元，同比下降10.2%。

(6) 美国8月末季调CPI同比升2.5%，为连续第5个月走低并创2021年2月以来最

低水平，预期升 2.6%，前值升 2.9%；季调后 CPI 环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.2%。美国 8 月末季调核心 CPI 同比升 3.2%，预期升 3.2%，前值升 3.2%；季调后核心 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值升 0.2%。

(7) 美国 8 月 PPI 同比升 1.7%，预期升 1.8%，前值从升 2.2%修正为升 2.1%；环比升 0.2%，预期升 0.1%，前值从升 0.1%修正为持平。核心 PPI 同比升 2.4%，预期升 2.5%，前值从升 2.4%修正为 2.3%；环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值从持平修正为降 0.2%。

1.2 时政新闻

(1) 中国证券业协会近期修订《证券公司全面风险管理规范》，并起草《证券公司市场风险管理指引》，进一步完善行业全面风险管理自律规则体系。《规范》修订稿细化了证券公司风险偏好及指标体系，强化子公司和境外子公司风险管理，新增了金融数据安全等内容。《指引》明确市场风险管理的总体原则和具体环节，强调建立健全市场风险限额管理和数据管理体系，以提升证券公司全面风险管理水平。

(2) 十四届全国人大常委会第十一次会议审议了国务院关于提请审议关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定草案的议案。专家对此表示，当前人口老龄化已经成为最基本的国情，而人口高质量背景下，迫切需要进一步释放社会的劳动要素资源潜力，推动整个全要素生产率达到一个更加适宜的水平。无论是人口预期寿命的延长，健康水平的提高，特别是社会生产能力的改善，让劳动力与社会生产的结合方式，过去几十年里发生了明显的变化，这些都为调整相应的政策提供了一个客观的条件和政策的可能性。

(3) 国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》。《若干意见》强调，要严把保险市场准入关，严格保险机构持续监管，严肃整治保险违法违规行为，有力有序有效防范化解保险业风险。要丰富巨灾保险保障形式，积极发展第三支柱养老保险，扩大健康保险覆盖面，健全普惠保险体系。要聚焦国家重大战略和重点领域，服务科技创新和现代化产业体系建设，发挥保险资金长期投资优势，提升保险业服务实体经济质效。要持续健全保险市场体系，持续深化保险业重点领域改革，持续推进高水平对外开放。

(4) 国家主席习近平在甘肃省兰州市主持召开全面推动黄河流域生态保护和高质量发展座谈会并发表重要讲话。他强调，构建优势互补的区域经济布局和国土空间体系，特大

城市要走内涵式发展之路，沿黄城市群要提升人口集聚和产业协作能力；各地区各部门要认真贯彻落实党中央关于经济工作的部署和各项重大举措，抓好三季度末和四季度经济工作，努力完成全年经济社会发展目标任务。

(5) 第十四届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议决定：同步启动延迟男、女职工法定退休年龄，用十五年时间，逐步将男职工的法定退休年龄从原六十周岁延迟至六十三周岁，将女职工的法定退休年龄从原五十周岁、五十五周岁分别延迟至五十五周岁、五十八周岁。实施渐进式延迟法定退休年龄坚持小步调整、弹性实施、分类推进、统筹兼顾的原则。（从2030年1月1日起，将职工按月领取基本养老金最低缴费年限由十五年逐步提高至二十年，每年提高六个月。职工达到法定退休年龄但不满最低缴费年限的，可以按照规定通过延长缴费或者一次性缴费的办法达到最低缴费年限，按月领取基本养老金。

(6) 中国金融时报发文表示，在当前阶段，简单观察金融总量增速，已经不能全面、真实地反映金融支持实体经济的成效。随着我国经济正在经历转型升级并向高质量发展阶段迈进，实体经济需要的货币信贷增长由供给约束转为需求约束，一味追求金融总量增长难度较大，还可能产生资金空转等“副作用”。相较而言，“淡化总量、重视质效”对于金融支持实体经济意义更大，盘活已有资金存量，健全市场化利率调控机制，提高货币政策传导效率，才能更好支持实体经济高质量发展。

(7) 《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》提出，深化财税体制改革。加强财政资源统筹，提高预算管理完整性。拓展地方税源，研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，适当扩大地方税收管理权限和下沉部分非税收入管理权限。优化税制结构，完善个人所得税、增值税、资源税、环境保护税等制度。防范化解地方政府债务风险。统筹好风险化解和稳定发展，进一步落实好一揽子化债方案，省负总责、市县尽全力化债，逐步降低债务风险水平。加

强融资需求端和供给端管控，阻断新增隐性债务路径。建立全口径地方债务监测机制，加强跨部门数据信息共享应用，坚决遏制化债不实和新增隐性债务。

(8) 金融监管总局发布《关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》，从加大金融支持力度、优化内部管理体制机制和加大监管政策支持三个方面，鼓励非银机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动。其中提出，鼓励金融租赁公司探索支持科技设备、医疗设备、资源回收拆解再制造类企业设备租赁及更新需求，支持大型设备制造和使用、国产飞机、新能源船舶、首台（套）设备、重大技术装备、集成电路等设备。鼓励消费金融公司和汽车金融公司提供相关消费信贷和汽车金融服务。

(9) 国家主席习近平强调，要扎实做好下半年工作，坚定不移实现全年经济社会发展目标；要落实好宏观政策，积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力，加快培育外贸新动能，扎实推进绿色低碳发展，切实保障和改善民生；要落实好防范化解重点领域风险的各项举措；要有效应对外部风险挑战，主动塑造有利外部环境；搞好“五年规划”总结评估和谋划工作。

2、上周资金市场

9.9-9.14, 公开市场净投放 8130 亿元。其中, 7 天逆回购投放 10232 亿元, 到期 2102 亿元。9.18-9.20, 公开市场到期 14755 亿元。其中, 7 天逆回购到期 8845 亿元, MLF 到期 5910 亿元。

资金面紧张状态有所缓解。截至 9 月 13 日, DR001 下行 6.2bp 至 1.66%, DR007 上行 13bp 至 1.82%, R001 下行 15.5bp 至 1.67%, R007 上行 6bp 至 1.93%。上周半年期票据利率下行至 1.02%, 3M 票据利率下行至 1.41%。截至 9 月 13 日, 隔夜 SHIBOR 利率较 9 月 6 日下行 6bp 至 1.66%, 3M 期 Shibor 利率持平 9 月 6 日于 1.85%, 6M 期 Shibor 利率较 9 月 6 日上行 1bp 至 1.91%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.782	1.884	1.708	1.787	1.845
2023	1.747	2.227	1.597	1.941	2.316
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
今年-2020	0.122	-0.345	0.129	-0.237	-0.552

数据来源: Wind, 富荣基金

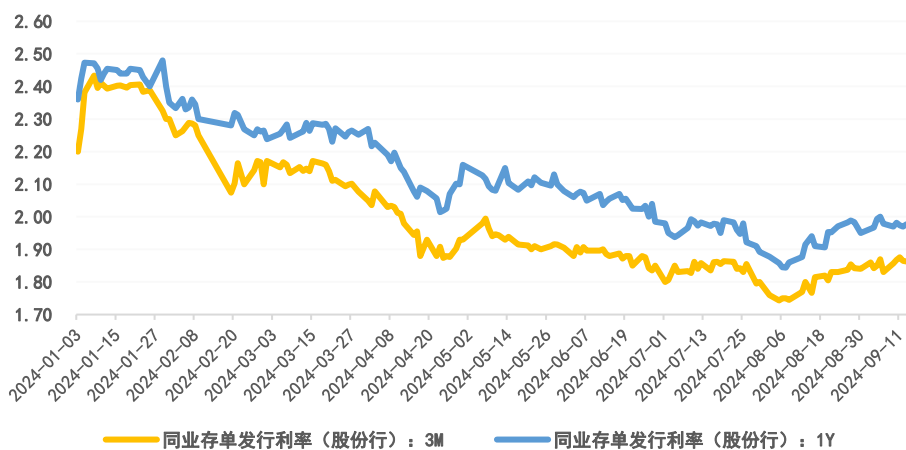
表 2、日度资金利率 (%)

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2024/9/13	1.67	1.93	1.66	1.82	1.850
2024/9/12	1.85	1.90	1.79	1.82	1.850
2024/9/11	1.85	1.92	1.78	1.81	1.851
2024/9/10	1.99	1.94	1.94	1.86	1.851
2024/9/9	1.89	1.92	1.80	1.83	1.850

数据来源：Wind，富荣基金

上周主要银行同业存单发行总额为 8827 亿元，净融资额为 2681 亿元，发行规模增加，净融资额减少。发行利率方面，1M、3M、6M、9M（股份行）、1Y（股份行）发行利率分别变动 3.9bp、2bp、-0.6bp、-4.5bp、-0.2bp 至 1.9%、1.9%、2%、1.9%、2%。二级市场方面，各期限存单收益率分化，1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动 0.65bp、-0.98bp、-2.8bp、-3.5bp、-3.5bp 至 1.87%、1.87%、1.93%、1.93%、1.93%。

图 1、存单一级发行利率



数据来源：Wind，富荣基金

图 2、存单二级收益率



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 859 元/吨环比上涨 1.78%，涨幅扩大。PTA 开工率环比下降 3.02pct 至 81.28%，高炉开工率环比持平。兰格钢价指数 127.40 较前一周上涨 2.25%，高线、长材和角钢兰格指数分别上涨 2.25%、3.15%、1.91%。南华玻璃指数 1379.24 环比下降 9.08%，国内玻璃市场维持弱势，各地玻璃现货价格普遍下行。长江有色铜价、LME 铜周度均价环比上涨 2.53%、0.75%，海外降息周期开启，铜价小幅上涨。

出口方面，中国出口集装箱运输市场货量总体下滑，主要远洋航线运价再次下跌，CCFI 综合指数为 1818.31 下降 4.92%，SCFI 综合指数为 2510.95 点下降 7.91%。进口方面，CDFI 综合指数为 1233.35 点，干散货运价整体转弱，BDI 环比下降 2.63% 至 1890 点。

通胀方面，猪肉价格连续下跌，猪肉批发平均价格为 26.91 元/公斤下降 1.64%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 6.10 元/公斤环比上涨 0.66%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.24 元/公斤环比下降 1.63%；农产品批发价格 200 指数为 132.30 点，环比上涨 1.34%。

地产方面，商品房成交小幅反弹，30 大中城市商品房成交面积 105.58 万平方米环周上涨 1.46%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨 8.20%、下降 12.01% 和上涨 29.18% 至 31.64 万平方米、48.50 万平方米、25.44 万平方米。水泥价格指数 115.72 环比上涨 0.27%，涨势弱于前周。

消费方面，油价走势先弱后强，，美国经济数据走弱令美联储降息预期升温，推动原油价格上涨。布伦特、WTI 油价环比分别上涨 0.77%、1.45%。9 月 1 日-8 日期间，乘用车日均零售 4.8 万辆，同比+10%，环比+5%，政策效应持续释放。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	26.91	27.36	-1.64%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	6.10	6.06	0.66%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.24	7.36	-1.63%
	鸡蛋(元/公斤)	11.11	10.69	3.93%
	农产品批发价格 200 指数	132.30	130.55	1.34%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	135.32	133.26	1.55%
进出口	CCFI	1818.31	1912.46	-4.92%
	SCFI	2510.95	2726.58	-7.91%
	BDI	1890.00	1941.00	-2.63%
	CDFI	1233.35	1246.76	-1.08%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	859.00	844.00	1.78%
	PTA 开工率	81.28%	84.30%	-0.0302
	兰格钢价指数	127.40	124.60	2.25%
	兰格钢价指数:高线	146.80	142.50	3.02%
	兰格钢价指数:长材	137.70	133.50	3.15%
	兰格钢价指数:角钢	144.40	141.70	1.91%
	高炉开工率(247 家)	77.65%	77.65%	0.000
	南华玻璃指数	1379.24	1517.03	-9.08%
	长江有色铜(元/吨)	74590.00	72750.00	2.53%
	LME 铜(美元/吨)	9080.50	9013.00	0.75%
投资	水泥价格指数	115.72	115.41	0.27%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	105.58	104.06	1.46%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	31.64	29.25	8.20%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	48.50	55.12	-12.01%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	25.44	19.69	29.18%
消费	布伦特原油(美元/桶)	71.61	71.06	0.77%
	WTI 原油(美元/桶)	68.65	67.67	1.45%

数据来源: Wind, 富荣基金

注: 商品房成交面积口径为工作日数据

4、上周债券市场

上周利率债整体表现优于信用债，利率债及高流动性信用债收益率呈现下行的状态，中低资质城投涨幅不比优质债，信用债内部出现分化。后半周，大行买入短债的操作有所放缓，中短端相对平淡，不过长端受存量房贷利率调降传言、基本面数据偏弱、人大会议无超预期政策等因素影响，无视大行的长债卖出，收益率均下行突破前低。具体价格而言，国债 7Y/10Y/30Y 期限活跃券分别从 1.98%/2.14%/2.30%下行至 1.91%/2.07%/2.22%，幅度分别为 7bp/7bp/8bp。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-10.92	-8.78	-5.85	-6.64
国开	-2.54	-3.14	-5.91	-7.80
口行	-1.44	-2.50	-4.59	-6.03
农发	-3.00	-4.40	-4.00	-6.40

数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	11.25%	3.24%	1.29%	2.29%
国开	24.65%	5.27%	0.92%	1.37%
口行	27.30%	3.84%	1.18%	1.39%
农发	25.40%	1.90%	1.18%	1.47%

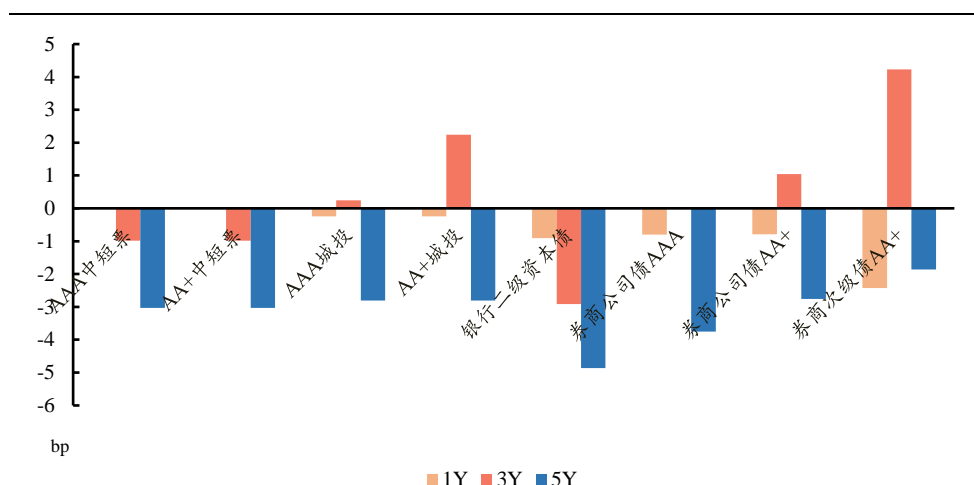
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

上周信用债方面，信用债共计发行 365 只，发行金额 3,402 亿，到期金额 2,416 亿，净融资 986 亿。市场供给仍然偏低，需求有所上升但存在结构性分化，受增量政策预期影

响，信用债尤其是长端品种情绪未完全恢复。信用债取消发行共计 50 只，取消发行金额 280 亿元，除双向回拨品种的长期限取消以外，偏弱资质标的发行不佳，信用债情绪未完全恢复，拉久期趋势放缓。利率债目前已突破新低，但广义基金未出现大幅上量，机构行为回归理性，交易盘卖出长久期规避利率风险导致期限利差走阔。整体来看，信用债 3-5 年期小幅下行 1-3bp 左右，信用利差多数走扩 2-3bp。从历史分位数来看，目前 1 年期信用利差在历史 20-30%分位数左右，3-5 年在 15-25%分位数左右。

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	2.54	2.16	2.88
AA+中短票	2.54	2.16	2.88
AAA 城投	2.30	3.38	3.10
AA+城投	2.30	5.38	3.10
银行二级资本债	1.63	0.23	1.05
券商公司债 AAA	1.74	3.18	2.16
券商公司债 AA+	1.75	4.18	3.15
券商次级债 AA+	0.11	7.37	4.05

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	30.14%	24.98%	18.45%
AA+中短票	21.66%	20.09%	18.76%
AAA 城投	33.02%	25.76%	22.58%
AA+城投	25.21%	18.69%	18.20%
银行二级资本债	25.70%	16.18%	14.46%
券商公司债 AAA	32.13%	30.91%	20.11%
券商公司债 AA+	21.05%	23.34%	16.96%
券商次级债 AA+	24.03%	18.28%	20.15%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周央行持续投放，资金转松，利率加速下行，10 年国债利率下破 2.1%，利率曲线整体下移。截至 9 月 13 日，DR001 下行 6.2bp 至 1.66%，DR007 上行 13bp 至 1.82%，R001 下行 15.5bp 至 1.67%，R007 上行 6bp 至 1.93%。在风险偏好走弱以及宽松预期之下，债市整体继续走强，各期限收益率下行 5-10bp，10 年期国债收益率下行 7bp 至 2.07%，30 年国债收益率下行 9bp 至 2.22%。

8 月社融同比少增，M1 持续走低，M2 低位持平；经济“外需好于内需、生产强于消费”的结构特征仍在延续。债市对货币政策宽松预期的利多敏感，对利空趋于钝化，长端和超长端再创年内新低，10Y 国债利率下破 2.10%，30Y 国债利率下行至 2.22%，曲线进一步下移。考虑到基本面延续弱势以及央行引导形成向上倾斜的收益率曲线之下，短端国债大幅上行的空间仍不高，与 DR007 的倒挂幅度短期内难以快速收敛。对于信用债而言，和利率债的分化或仍会延续，尤其是中低等级，中长久期信用利差有走阔的压力，但若后续有降准落地，存单提价现象或将缓和，有利于中短端资产定价的修复。

风险提示：

1、本材料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，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任何变更，且本材料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、本材料中的资料、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。