



国开一级招标冲击市场 美欧贸易战陡生变数

一周债券市场跟踪

一、一周市场复盘：国开一级招标超预期 节前降准期望落空

1、资金面：央行缩量逆回购对冲 资金价格先下后上

上周 DR001 自高位回落，上周三回到了 1.50 下方，资金面维持紧平衡。上一周资金价格小幅上行，上周二和上周三下行。央行在上周开展了 3100 亿 7 天逆回购和 1900 亿 14 天逆回购操作，无逆回购到期，净投放 5000 亿元。市场比较关注的特别国债中规中矩，倒是 5Y 国开开发飞了对市场冲击比较大。除此之外，央行通过 OMO 调节资金面使得节前降准期望落空。从资金利率来看上周五 R001 加权平均利率为 1.49%，较前一周下行 69BP，R007 加权平均利率为 2.39%，较前一周上行 22BP。

2、基本面：央行偏鹰节前降准期望落空 美欧争端升级为贸易战

上周一央行开展 400 亿 7D 逆回购和 800 亿 14D 逆回购操作，当日无逆回购到期，净投放 1200 亿元。资金面维持紧平衡，DR001 和 DR007 均维持在前一个交易日的水平。现券方面，活跃券普遍低开 0.5-1BP，早盘上行 1-2BP 后进入震荡态势，临近端午节以及交易所资金面紧张使得资金总体而言较为谨慎。3 点后市场逐渐担忧周二的 700 亿 10Y 特别国债的发行，卖盘涌现，活跃券收益率上行了 2-3BP，全天 200205 和 200006 上行 4-5BP，200004 上行 2BP。权益方面，上证放量冲高回落，创业板指涨超 1%。板块方面，科技股领涨，半导体、消费电子、新能源车涨幅居前，水泥、抖音、物流概念跌幅居前。

上周二央行开展 900 亿元 7 天期和 1100 亿元 14 天期逆回购操作，当日无逆回购到期，净投放 2000 亿元。资金面紧张情况有所缓解，DR001 下行 19BP，DR007

下行 3BP。现券方面，200205 收益率高开 2BP，200006 和 200004 平开或者低开。早上 9:30 传来中美贸易战第一阶段协议生变的消息，长端活跃券普遍下行 2-3BP，随后特朗普出来辟谣，涨幅迅速回土。早上 5Y 国开的一级发在了 3.40，比二级高了近 40BP，带动市场迅速下跌，200205 一度较前一交易日上行了 8BP。午后资金面逐渐转松，抗疫国债和农发的一级发行情况都还可以，市场触底反弹，全天 200205 上行 2.5BP，200006 和 200004 下行 0.75BP。权益方面，上证探底回升，创业板再创新高。板块方面，白酒、网游、医药板块涨幅居前，农业、5G、卫星互联网概念跌幅居前。

上周三央行开展 1800 亿 7 天逆回购，当日无逆回购到期，净投放 1800 亿元。资金面有所分化，DR001 下行 46BP 至 1.50 下方，跨季资金依然较为紧张，DR007 上行 3BP。现券方面，受非银周日依然休息的影响，隔夜需求不足，DR001 下行幅度较大。活跃券普遍平开，早上央行开展了逆回购操作使得节前的降准预期落空，但债市对此反应有限。比较有意思的是昨天 5Y 国开的一级发在 3.40，今天二级的活跃券 200208 下了 10BP 至 3.00。在没有进一步利空的前提下跌无可跌，同时也有传言称资管新规延期的审批已经到央行，总体来看今天债市情绪较好，全天 200205 和 200006 下行 5BP，200004 下行约 3BP。权益方面，上证综指强势整理，三大指数全线上涨。板块方面，科技股全线反弹，半导体、5G、消费电子板块涨幅居前，广电、大豆、抖音概念跌幅居前。

上周四和上周五为端午节法定假期。

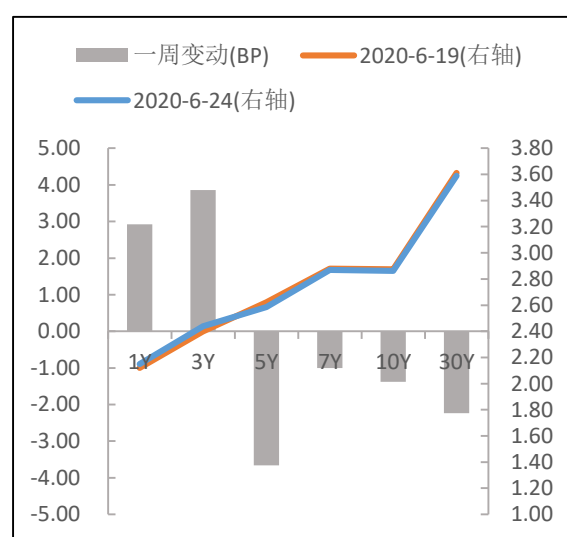
疫情方面从全周来看，印度的疫情仍在加速，美国的疫情快速反弹，暴乱和复工带来的二次疫情的负面影响越来越大。北京的疫情逐渐得到控制，没有大规模扩散的迹象，疫苗研发方面也在稳步推进。

期货方面，上周一黑色系普遍表现弱势，铁矿大跌超 2%，螺纹钢和焦炭跌幅在 0.5%以内。上周二黑色系普遍缩量整理，铁矿、螺纹钢和焦炭的跌幅都在 1%以内。上周三黑色系全线上涨，螺纹钢和焦炭日内震荡，小幅收涨不足 0.5%，铁矿单边上涨 2%。上周四和上周五为端午节法定假期。尽管印度的疫情持续加速，但铁矿的黄金炒作时点已经过去，维持对黑色系的判断，即可能会有投机行情，但难有趋势行情，投机价值方面不如股市。

3、市场走势：国债国开走势背离 利率总体表现强于信用

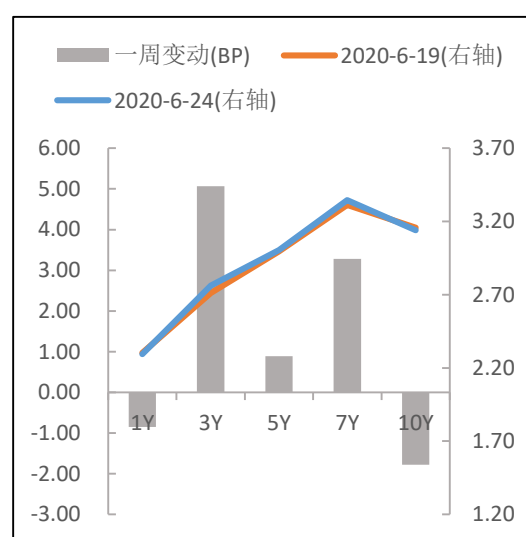
国债和国开上周走势分化，整周来看，国债表现出短端弱中长端强的特点，国开则短端长端强、中端弱。具体来看，国债 1Y 和 3Y 上行，5Y、7Y、10Y 和 30Y 下行，其中 3Y 上行幅度最大 (3.86BP)，5Y 下行幅度最大 (3.66BP)；国开 3Y、5Y 和 7Y 上行，1Y 和 10Y 下行，其中 3Y 上行幅度最大 (5.07BP)，10Y 下行幅度最大 (1.78BP)。国债表现出 1-3Y 和 5-7Y 的期限利差扩大，3-5Y、7-10Y 和 10-30Y 的期限利差缩小的特点；国开债表现出 1-3Y 和 5-7Y 的期限利差扩大，3-5Y 和 7-10Y 的期限利差缩小的特点。

图 1：国债收益率曲线一周变动



数据来源：WIND 鑫元基金整理

图 2：国开收益率曲线一周变动



数据来源：WIND 鑫元基金整理

上周 10Y 国开与国债的隐含税率下降至 9.74% 左右的水平，较前一周减少了 0.09%，所处历史分位数为 10.90%，上周隐含税率下降的原因是 10Y 国债和 10Y 国开均下行，但 10Y 国债比 10Y 国开少下行 0.40BP。另外，代表市场交易情绪的 30 年国债 190010 上周收益率下行了 2.24BP，30Y 国债依然在配置盘的配置区间内波动。

信用债方面，上周产业债的整体表现和城投债相近。产业债所有品种收益率均上行，其中 1YAA+ 的上行幅度最大 (13.62P)，3YAA 和 3YAA- 的上行幅度最小 (8.26BP)。城投债所有品种收益率均上行，其中 3YAA+ 上行幅度最大 (13.34BP)，1YAA- 上行幅度最小 (7.71BP)。总体来看，上周利率债在周一和周二上午的下跌后触底反弹，但信用滞后于利率，在上周做了一个补跌。

图 3：一周中短期票据收益率和信用利差变化

品种	期限	收益率周变化(BP)				收益率(%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
中短期票据	1Y	12.62	13.62	9.62	8.62	2.72	2.90	3.19	5.36
	3Y	11.26	13.26	8.26	8.26	3.19	3.40	3.74	5.91
	5Y	10.16	11.16	12.16	12.16	3.69	4.00	4.38	6.55
		信用利差变化(BP)				信用利差(BP)			
	1Y	13.47	14.47	10.47	9.47	43	61	90	307
	3Y	6.19	8.19	3.19	3.19	43	64	98	315
	5Y	9.27	10.27	11.27	11.27	69	100	138	355

数据来源：WIND 鑫元基金整理

信用利差方面，上周信用表现远不如利率，无论是产业债还是城投债，信用利差均有明显的扩大。

图 4：一周城投债收益率和信用利差变化

品种	期限	收益率周变化(BP)				收益率(%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
城投债	1Y	10.91	11.91	11.91	7.91	2.74	2.88	2.97	4.15
	3Y	12.34	13.34	12.34	9.34	3.25	3.39	3.56	5.66
	5Y	10.83	11.83	8.83	10.83	3.78	3.93	4.15	6.45
		信用利差变化(BP)				信用利差(BP)			
	1Y	11.76	12.76	12.76	8.76	45	59	68	186
	3Y	7.27	8.27	7.27	4.27	49	63	80	290
	5Y	9.94	10.94	7.94	9.94	77	92	115	345

数据来源：WIND 鑫元基金整理

二、 本周市场展望：关注央行节后是否降准 美欧贸易战影响风偏

1、基本面：6月 PMI 数据将公布 关注世界贸易冲突对经济复苏的影响

上周国内疫情逐渐得到控制，北京的核酸排查也将不少风险扼杀在摇篮中。海外疫情方面印度的新增确诊人数连创新高，美国的新增人数大幅反弹，同时也在向佛州等先前的非重灾区快速扩散。原本市场对特别国债的一级发行情况心存芥蒂，结果却被 5Y 国开开发的比二级市场高了 30+BP 打得措手不及。资金面的紧张始终制约了债市的反弹，压制着多头的情绪，在没有降准的情况下，整个 7 月预计都不会太舒服。

本周来看，本周的数据面上将公布 6 月 PMI 数据。上周日公布的工业企业利润数据持续回暖，目前来看卖方的一致预期对数据能否持续改善较为悲观，我们也是认为 6 月数据大概率会维持在 5 月数据附近的水平。上周特别国债一度吸引了市场较大的注意力，但引发上周市场波动的反而是上周二 5Y 国开的投标情

况，到上周三的时候二级活跃券下到了 3.0，低于前一天的一级中标价格 40BP，资金面的紧张总会通过某个细节展现出来，击垮市场脆弱的情绪。需要特别指出的是，上周三隔夜利率下行的原因主要在于非银需求的减少，并非资金面实质转松的结果。海外疫情持续发酵，印度新增数据在准确性存疑的情况下快速上涨，美国也持续恶化。疫苗研究方面，国药集团在阿联酋率先开展三期临床试验，陈薇团队也在抗体研究中获得重大突破，但这离大规模推广可用的疫苗尚有很长的路要走。上周三盘后传出了美国和欧盟开打贸易战的消息，新冠疫情的不见好转、贸易局势的日渐紧张、经济复苏前景黯淡，都使得海外风险偏好收缩。在上周末的央行二季度例会上，央行对疫情防控和经济的边际修复较为乐观，对总量政策的态度依然是比较谨慎，强调了促进贷款流向实体以及降低贷款利率，以及推动内需的提升，总体来看较为强硬。本周来看，本周二将公布的 PMI 数据会对市场有一定的冲击，但更大的影响在于修正市场对宏观经济走势的看法。节后市场的关注点依然没有大的变化，短线关注资金面以及是否降准、疫情是否快速恶化、贸易局势（包括中美、美欧等），中长期来看回归经济基本面的复苏情况。本周若无降准则之后再降准的可能性不大，央行的 OMO 操作也仅仅是维持资金面的紧平衡，短期来看债市的压力会比较大。地方债发行节奏方面，上周发行了 215 亿元，涉及青岛、黑龙江、湖北和大连等地区，本周将发行 842 亿元，涉及吉林、内蒙古、贵州、湖北和四川等地区，期限从 3Y 到 30Y，总体来看资质一般。本周地方债发行规模处于正常区间，对资金面的扰动不大。

高频数据上，22 省市猪肉均价环比上涨 1.07%，猪肉价格有所反弹。工业方面，上周 6 大电厂耗煤量环比减少 3.57%，工业生产在高位企稳，全国高炉开工率为 70.44%，较上上周回升了 0.41 个百分点。

投资方面，百大城市土地成交总价周环比减少 82.90%，拿地情况再次转冷；三十大城市住房销售面积环比增加 14.44%，地产销售基本恢复到正常水平。上周水泥价格环比下跌 1.58%，目前价格水平与去年秋天相当。

综合来看，国内疫情逐再次得到控制，印度疫情在加速恶化，巴西和俄罗斯未见好转，美国疫情的反弹速度要比之前预计的快很多。央行在资金面上持续强硬，通过公开市场操作来维持资金面的紧平衡，降准的概率已经很小了。美欧贸易战打响，中印冲突、中美贸易问题持续存在，在存量竞争的世界里不能再幻想

回到过去的繁荣中。没有降准带来的资金面压力会持续大半个月，这段时间的市场会跟着资金面和消息面来走，中长线依然看好债市。

2、货币政策：资金面中性偏紧 关注降准情况

上周资金面总体维持了紧平衡，央行开展了 3100 亿 7 天逆回购和 1900 亿 14 天逆回购操作，无逆回购到期，净投放 5000 亿元。本周一到周五分别有 1600 亿、900 亿、1800 亿、700 亿、1100 亿逆回购到期。资金利率上看，上周隔夜在逼近 2.20 后因为假期因素回落到 1.50 下方，跨季资金依然较为紧张。上周央行的操作较为谨慎，市场期待的降准也没有到来。目前的资金利率水平中性偏高，央行持续释放鹰派信号，资金面再次回到疫情期间的宽松状态已不可能。

3、市场供求因素：地方债发行规模正常 信用债净融资额持续为正

上周利率债一级市场发行规模较前一周大幅减少，发行规模为 2040 亿元，较前一周环比减少 57%，到期偿还总规模为 2088 亿元，净融资额为-48 亿元，较前一周增加 3225 亿元。上周信用债（含企业债、公司债、中票、短融、PPN）发行总规模为 1727 亿元，较前一周环比减少 42%，到期偿还总规模 1341 亿元，净融资额 386 亿元，较前一周减少 524 亿元，信用债净融资额虽然有所收窄，但依然维持在正数。上周地方政府债发行总规模为 215 亿元，较前一周减少 537 亿元，总偿还量为 475 亿元。

同业存单方面，上周同业存单总发行量为 3112 亿元，环比前一周减少 46%，总偿还量为 2499 亿元，净融资额为 613 亿元，净融资额较前一周减少 809 亿元。

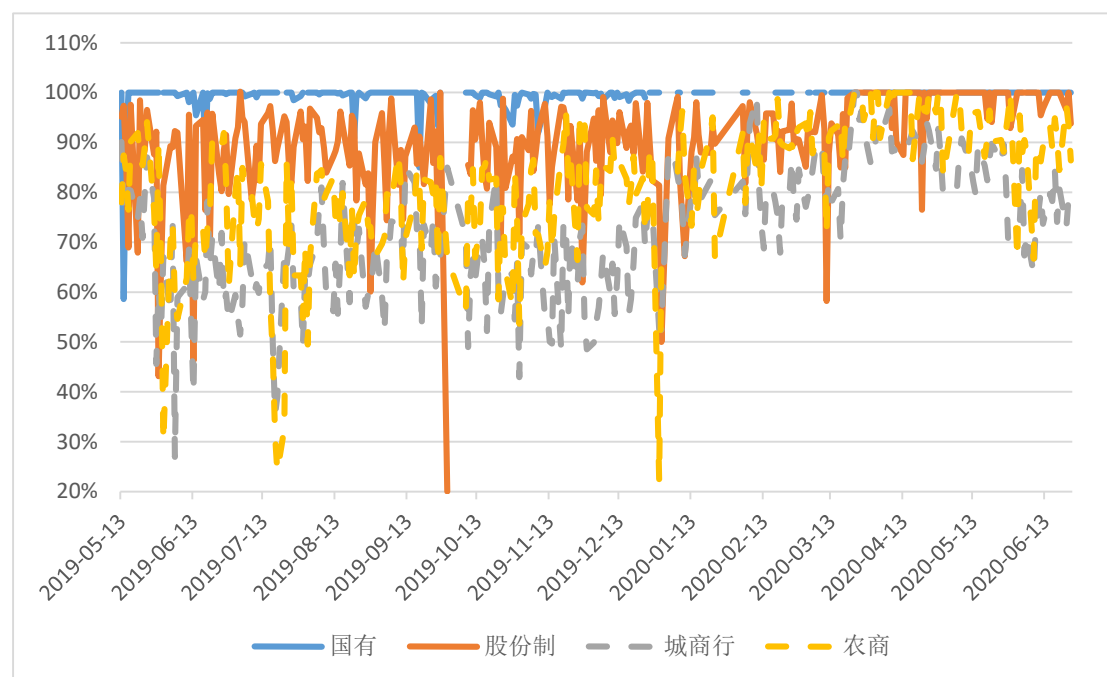
图 5：分类型银行存单不同期限的发行价格（%）

		2020/06/15	2020/06/16	2020/06/17	2020/06/18	2020/06/19	2020/06/22	2020/06/23	2020/06/24	
股份制	1M	2.06	2.18	2.12	2.23	2.10	2.18	2.09	2.00	股份制
	3M	2.20	2.15	2.13	2.18	2.12	2.10	2.14	2.19	
	6M	2.27	2.32	2.19		2.20	2.25	2.25	2.18	
	9M	2.39	2.38	2.38	2.38	2.39	2.38			
	1Y	2.43	2.38	2.40	2.48	2.43	2.41	2.42	2.40	
城商	1M	2.23	2.32	2.23	2.27	2.30	2.31	2.35	2.36	城商
	3M	2.31	2.23	2.25	2.46	2.38	2.46	2.50	2.27	
	6M	2.38	2.35	2.38	2.80	2.38	2.48	2.77	2.88	
	9M	2.49	2.45	2.60	2.74	2.53	2.60	2.51	2.64	
	1Y	2.57	2.55	2.62	2.59	2.95	2.79	2.62	2.62	
农商	1M	2.21	2.24	2.32	2.23	2.29	2.26	2.33	2.40	农商
	3M	2.19	2.27	2.23	2.22	2.37	2.28	2.28	2.40	
	6M	2.43	2.33	2.38	2.29	2.34	2.29	2.54	2.69	
	9M	2.45	2.62	2.51	2.62	2.49	2.54	2.55		
	1Y	2.53	2.68	2.54	2.78	2.57	2.83	2.83	2.62	
全部	1M	2.20	2.29	2.18	2.25	2.29	2.30	2.33	2.37	
	3M	2.21	2.19	2.17	2.31	2.18	2.20	2.25	2.26	
	6M	2.40	2.34	2.29	2.48	2.34	2.31	2.67	2.66	
	9M	2.40	2.40	2.40	2.63	2.43	2.47	2.52	2.64	
	1Y	2.54	2.55	2.49	2.59	2.70	2.58	2.57	2.60	

数据来源：WIND 鑫元基金整理

从上周具体的发行情况来看，国有行的发行成功率维持在高位，股份行的发行成功率有小幅的下滑，城商行和农商行的发行成功率与上上周接近。价格方面来看，上周资金面依然中性偏紧，所有品种的存单价格基本维持在上上周的水平。

图 6：各种类型银行存单发行成功率走势



数据来源：WIND 鑫元基金整理

三、 本周市场操作策略

从上周的市场走势来看，上周一因为担心上周二特别国债的发行情况，市场已经主动在走弱。没想到周二发飞的不是特别国债而是 5Y 国开，导致了日内的大振幅。上周三市场在没有利空的情况下跌无可跌，走出了一波反弹。央行通过公开市场操作平稳资金面的举措，也使得市场对降准的预期降温，上周三隔夜利率的下行更多地是因为非银需求的减弱而非供给端的充裕，资金面依然是中性偏紧的。在地方债的供给冲击消失的情况下，上周央行公开市场净投放 5000 亿元，5Y 国开一级投标结果比二级高了近 40BP，上周三活跃券 200208 下到了 3.00，比上周二的中标利率整整低了 40BP。美国的新增确诊人数大幅反弹，印度屡创新高，巴西在恶化，俄罗斯也尚未出现明显的拐点，疫苗离推广尚需时日，疫情方面始终对债市是利好。本周来看，数据面上将公布 6 月 PMI 数据，从已公布的海外 PMI 数据来看，主要经济体都有所修复，外需的回暖对数据有一定的支撑，但从内需来看，消费依然不振，经济复苏的道路任重而道远。海外疫情二次爆发

的迹象明显，美国和欧洲开打贸易战，尽管美国第一批加征关税的标的是杜松子酒、啤酒、土豆、卡车这样的边缘类贸易品，但背后所反映的实质不言而喻。第四次工业革命遥遥无期，世界陷入存量博弈的陷阱，美国意在欧洲的汽车工业，欧洲意在培育本土的互联网产业，现在尚处于互相试探的过程，矛盾不能根本解决只会愈演愈烈。央行在上周末二季度例会上态度依然偏鹰，总量政策不松口，对疫情和宏观经济的判断较为乐观。地方债的发行节奏上，上周发行了 215 亿，本周将发行 842 亿，地方债发行规模逐渐趋于平稳，本周二将发行 500 亿 5Y 和 700 亿 10Y 特别国债，本周三将发行 500 亿 7Y 特别国债，本周四则将发行 700 亿 10Y 特别国债，合计 2400 亿元。本周债市观点偏向中性，海外疫情的反弹速度超出了预期，印度新增连创新高，美国主要州的疫情均抬头，巴西甚至取代了美国每日新增确诊第一的位置。上上周我们提到在第四次工业革命没有完成的情况下，世界各地的刺激政策只是治标不治本，很快会陷入“流动性陷阱”之中。上周美国和欧洲开打贸易战就是这一论断的现实延伸，尽管目前来看规模并不大，但背后围绕汽车工业和互联网产业两个巨大体量蛋糕的争夺，将会使得本就脆弱的国际贸易局势雪上加霜，无论是宽松政策还是经济不景气，长线上都支撑了债市走强。短期来看央行降准概率不大，特别国债的发行和央行的鹰派态度压制了资金面，债市在没有外部冲击的情况下难以大幅反弹，但同时进一步下跌的动能亦不足，还是以震荡行情为主。上周中美利差变化不大，依然处于 210~220BP 的历史极值位置。操作上以波段操作为主，5BP 的隔日差价即具有不错的性价比，更多地关注日内的“低吸”机会。长端 30-10Y 国债的期限利差历史分位数在 88% 的位置，中期来看有收窄的需求，但短端受资金面紧张的影响下不去，长端也很难有好的表现。

上周三大指数均放量上攻，周线收了阳线。板块上来看，科技股复苏，医药震荡，消费依然表现较好，市场呈现出比较明显的抱团行情。本周来看，抱团行情尚未出现终结的信号，建议围绕主流板块的标的操作。

期货方面，商品的投机情绪一般，尽管印度疫情的恶化可能会再度催化铁矿石的投机行情，但强度上肯定不如之前。我们依然维持先前的观点：黑色期货可能有投机性行情，但其赚钱效应远不如股市的结构性投机机会。

四、 本周重要事件日历

日期	指标	前值及预期
2020/6/30	中国 6 月官方非制造业 PMI:商务活动	前值 53.60
2020/6/30	中国 6 月官方制造业 PMI	前值 50.60，预期 50.50
2020/7/1	美国 6 月制造业 PMI	前值 43.10
2020/7/2	美国 6 月 Markit 制造业 PMI:季调	前值 39.80
2020/7/2	美国 6 月新增非农就业人数:季调(千人)	前值 2,509.00
2020/7/3	中国 6 月财新制造业 PMI	前值 50.70

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。