跨季后宏观流动性维持宽松

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

相关研究：

宏观市场：

【央行】6 月 28 日-7 月 2 日央行公开市场累计进行了 1100 亿元逆回购操作，净投放 200 亿元。本周央行公开市场将有 1100 亿元逆回购到期，其中周一到周五分别到期 300 亿元、300 亿元、300 亿元、100 亿元、100 亿元；此外本周四还有 700 亿元国库现金定存到期。

【财政】6 月 28 日-7 月 2 日国债期货震荡收涨，10 年期主力合约涨 0.06%，5 年期主力合约涨 0.01%，2 年期主力合约与上周基本持平。

【金融】6 月 28 日-7 月 2 日货币市场 DR007 再度降至 2.2%以下，股份行 1 年期存单发行利率降至 2.83%。主要银行同业存单发行 1502 亿元（不含农信社和民营银行），净融资-1023 亿元。6 月 21-25 日，主要银行同业存单发行 4639 亿元，净融资 1493 亿元。

【企业】6 月 28 日-7 月 2 日信用债交投活跃度回升，周度现券交易额为 50751.66 亿元，日均现券交易额为 10150.33 亿元，较前值有所增加。从收益率来看，上周信用债收益率普遍下行，下行幅度最大为 11bp，这可能与流动性压力略有缓解、推动债市情绪转暖有关，AAA 级信用利差全面走扩 1-6bp。

【居民】6 月 28 日-7 月 2 日四十城整体新房成交面积相较去年同期变化降 12%，环比升 22%。二手房市场中统计的 14 个城市成交面积同比变化降 21%，环比升 5%，年初以来，二手房成交面积累计同比变化涨 24%，较 2019 年累计同比涨 8%。

本周关注：美国政府资产负债表和债务上限

资产负债表结构变化。自 1960 年以来，美联邦政府资产负债表规模上持续扩张，结构上总体变化不大。从规模上具体来看，美联邦政府资产端和负债端总体呈现上行趋势，同时由于联邦政府长期处于财务赤字状态，负债总规模长期高于资产总规模，净资产持续为负且逐年走低。资产负债规模上行主要可以分为三个阶段：1960 年至 2007 年平稳增长、2007 年至 2019 年加快扩张、2020 至今增速再次加快，其变化主要受到美国经济走势变化影响。从结构上具体来看，资产端结构总体变化不大，1960 年 2008 年以前各分项维持平稳增长，其中以三大非金融资产项目为主，占总资产端约 80%左右。2008 年后，金融资产部分的“贷款”项目和“通货和存款”项目变动较为剧烈。负债端结构基本不变，第一大项“债务证券”长期占总负债端超越 80%，且逐年递增，截止 2020 年占比超过 89%。

美国债务上限。美国自 2019 年暂停的债务上限将于今年 7 月底重新生效。因此，美国财政部正面临越来越大的削减国库券供应的压力，以便能满足本月底势将恢复的债务上限目标。我们认为，在当前美国经济尚未从疫情中完全恢复的情况下，通过“开源节流”来降低财政赤字对经济造成的负面影响较大，同时耗时较长，因此可能性较小；而延长暂停期限或提高上限值的做法更符合当下美国环境。

本周关注：美国政府资产负债表和债务上限

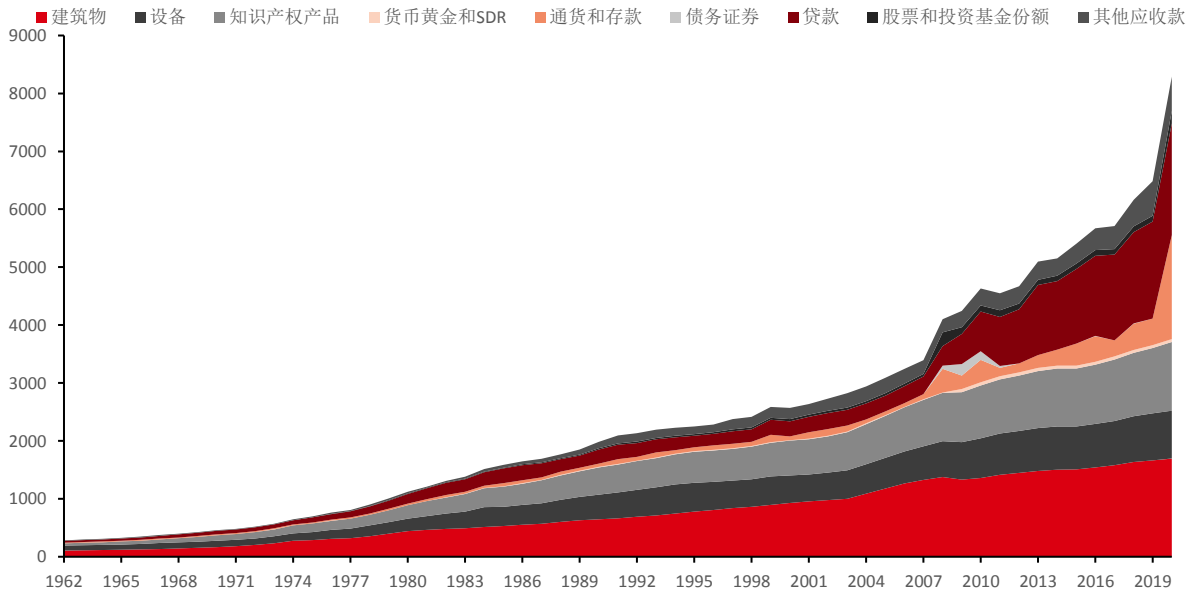
- 资产负债表结构变化

自 1960 年以来，美联邦政府资产负债表规模上持续扩张，结构上总体变化不大。

从规模上来看，美联邦政府资产端和负债端总体呈现上行趋势，同时由于联邦政府长期处于财务赤字状态，负债总规模长期高于资产总规模，净资产持续为负且逐年走低。资产负债规模上行主要可以分为三个阶段：**1960 年至 2007 年平稳增长、2007 年至 2019 年加快扩张、2020 至今增速再次加快，其变化主要受到美国经济走势变化影响**。在 2008 年以前，美国经济总体较为平稳，美国政府财政也处于平稳状态；而 2008 年受到金融危机影响，政府“看得见的手”对美国经济影响增大，通过财政政策刺激美国经济运用导致联邦政府资产端和负债端总规模加速上升；2020 年受到新冠疫情冲击，美国经济再次遭受重创，联邦政府加大财政力度刺激经济，总规模再次加速上行。同时观察联邦政府净资产走势也可以发现，联邦政府负债端上升速度逐步超越资产端，使得净资产负值逐步走低，联邦政府财政支出远高于财政收入。

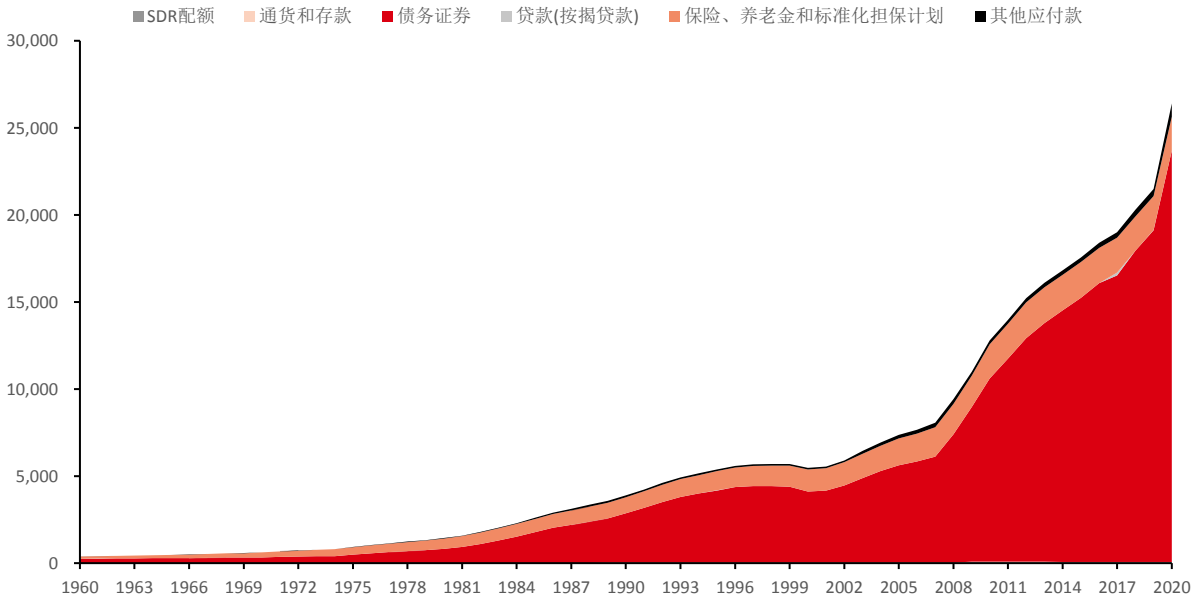
从结构上来看，资产端结构总体变化不大，1960 年至 2008 年以前各分项维持平稳增长，其中以非金融资产的“建筑物”、“设备”、“知识产权产品”三大项目为主，占总资产端约 80%左右。2008 年后，金融资产部分的“贷款”项目和“通货和存款”项目变动较为剧烈。具体来看，2008 年金融危机时期，联邦政府为了救济市场，维系金融体系和实体经济平稳发展，大量借出包括短期贷款、长期贷款以及持有股票和基金份额来维持经济稳定，因此资产端“贷款”项目增长迅速，从 2007 年的 888 亿亿美元，增长至 2008 年的 4048 亿美元。而 2020 年随着新冠疫情的黑天鹅冲击，联邦政府大量举债，导致其资产端“通货和存款”货币现金存量上涨迅速，从 2019 年的 4592 亿美元上涨至 2020 年的 17944 亿美元。**而联邦负债端结构基本不变，第一大项“债务证券”长期占总负债端超越 80%，且逐年递增，截止 2020 年占比超过 89%。**由于美联邦政府长年处于财政赤字状态，为了维持政府运营，维护经济平稳发展，联邦政府大幅举债导致美国成为全球第一大债务国。

图 1: 美国联邦政府资产端结构走势（十亿美元）



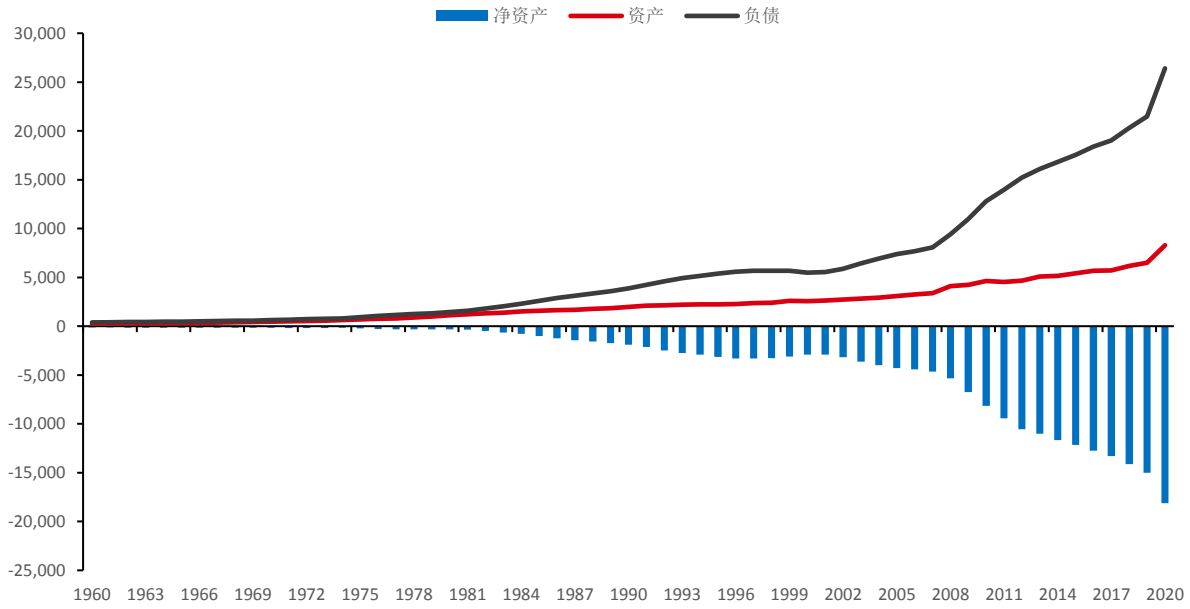
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 2: 美国联邦政府负债端结构走势（十亿美元）



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 3: 联邦政府净资产持续为负，2002 年后持续走低（十亿美元）



数据来源：wind 华泰期货研究院

· **美国债务上限历史回顾和展望**

美国自 2019 年暂停的债务上限将于今年 7 月底重新生效。因此，美国财政部正面临越来越大的削减国库券供应的压力，以便能满足本月底势将恢复的债务上限目标。

1) 什么是债务上限

根据美国财政部定义，**债务上限指美国联邦政府根据国会授权为了履行现有法定义务而能够举借的债务总额**，这些法定义务包括支付社会保障、医疗福利、军饷、国债利息、退税以及其他开支。

在 1917 年以前，美国政府每次进行借款都必须上报国会，以获得国会的批准和授权。到了一战时期，由于国家财政要有更大的灵活性来满足战时经济的需要，因此美国国会授予政府一揽子借款权限，同时以立法形式确立国债的限额发行制度，要求借款总额不超过一定时期内规定的总额限制，即设置政府债务上限。实施这一制度的法律依据是，美国的《第二次自由债券法案》。**而当债务达到上限时，财政部不能再发行任何国债，只能通过税收收入来偿还债务。**

2) 为什么要提高债务上限

债务上限的不断上调是美国财政赤字持续增加的表现。一般来说政府在缓解财政危机时会采取三种措施：1、增加税收提高财政收入；2、削减社会福利等方式减少财政支出；3、借新债以保证政府财政运营。而增加税收或减少政府开支都分别损害了高收入群体或低收入群体的整体利益，对经济增长产生负面影响，同时降低执政党的民调支持率，而借新债在定期还本付息的情况下只需要通过国会同意，便可以化解政府财政危机。当联邦政府借债规模越来越大，为了避免达到债务上限造成违约，政府和国会会提高债务上限继续维持政府正常运行。**当前，根据美国法律规定，提高债务上限的协议要经国会两院通过，最后由总统签署。**

3) 债务上限历史走势

1940 年至 1960 年，美国政府的预算赤字与债务利息支付基本维持平稳。**但自 1960 年以来，国会已经 79 次永久性提限、暂时延长提限日期或修订债务上限的数额。**两党的国会领导人都意识到提限的重要性，并通过对提限细节的调整来为各自党派谋取更多利益。**为了弥补财政赤字，刺激经济复苏，奥巴马政府时期（2008 年 11 月至 2017 年 1 月）连续 9 次上调债务上限，由 11 万亿美元调整至 18 万亿美元。特朗普政府上台后虽然提限次数较少，但也将债务上限从 18 万亿美元直接提升至 21.9 万亿美元，使得政府债务上限突破 20 万亿美元大关。**

4) 本次债务上限所遇问题

2019 年上半年，由于美国政府现金余额吃紧，政府依赖于财政部增加发债以求维持政府正常运行。美国彼时财长史蒂芬·姆努钦在 3 月连续三次提醒国会美国债务规模达到上限的情况，同时宣布财政部已经开始采取非常规措施，包括暂停出售国库券和地方政府系列债券；收回公务员退休和伤残基金、邮政退休人员健康福利基金的现有投资，并暂停新增投资；暂停对政府证券投资基金的再投资；暂停对外汇稳定基金的再投资，来避免政府再次违约。**为了解决此次问题，彼时美国总统特朗普于 2019 年 7 月签署了为期两年的借款上限法案，表示将在未来两年暂停政府举债上限，并增加政府支出。**

本次 7 月底债务上限重新生效后，为了满足债务上限要求需要财政部将其 TGA 账户（税收收入和出售国债获得收入）现金余额从 6 月 29 日的 7000 亿美元左右降低至 4500 亿元。由于美国财政部已经宣布本周维持国库券发行计划不变，因此财政部需要在剩下三周时间内减少国库券发行以帮助降低现金余额。与此同时，在债务上限不变的情况下，美国很有可能在今年下半年发生债务违约。

5) 美国应对债务上限的措施

我们认为，为了避免违约，美国政府可能通过以下三种手段进行补救。

1. **再次延长暂停债务上限的期限。**随着美国政府债务不断逼近上限的过程中，美国政府也曾多次暂停债务上限。在 2013 年 2 月奥巴马提出“No pay, No budget”法案以后，联邦政府第一次暂停债务上限，从 2013 年 2 月 4 日持续到 2013 年 5 月 18 日，长达三个月。因此，美国政府可能在短暂重启债务上限后再次开启暂停。
2. **提高债务上限值。**根据历史经验，美国政府在重启债务上限后常常提高上限以维护联邦政府正常运营。
3. **通过减少财政开支或增加税收来降低财政赤字。**如暂停债券销售、减少不必要的军事支出或降低福利水平，或提高税收。

在当前美国经济尚未从疫情中完全恢复的情况下，通过“开源节流”来降低财政赤字对经济造成的负面影响较大，同时耗时较长，因此可能性较小；而延长暂停期限或提高上限值的做法更符合当下美国环境。美国现财政部长珍妮特·耶伦在 6 月 24 日的参议院拨款委员会的听证会上，也请求国会在当前的债务上限暂停于 7 月 31 日告终之前提高或暂停美国的债务上限，否则美国最早可能在 8 月发生债务违约。

6) 美国债务违约的影响

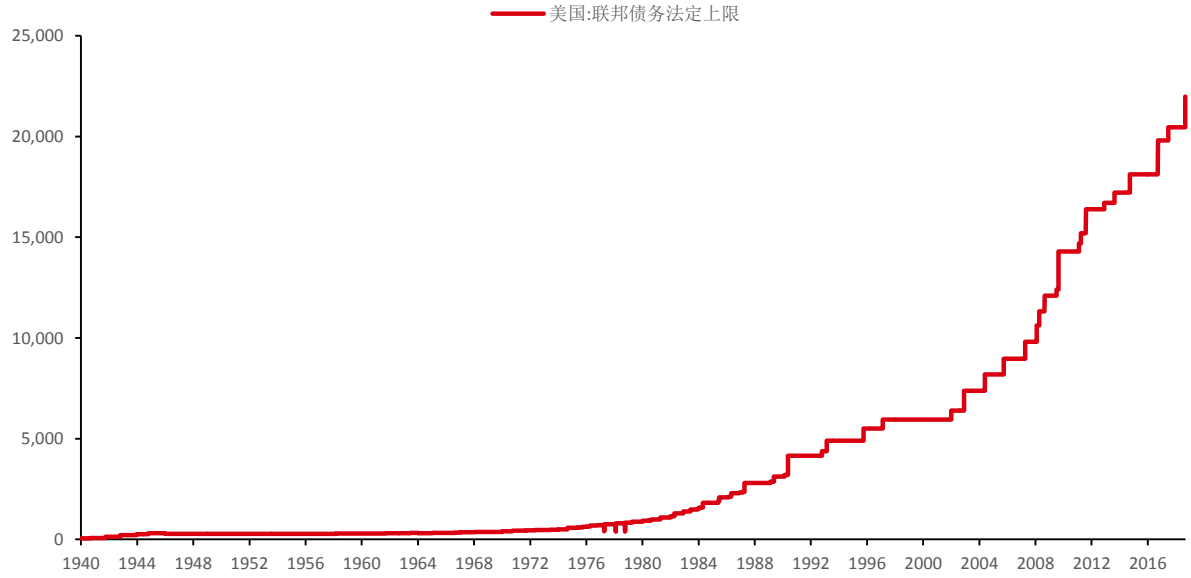
虽然美国债务近年来上升速度变快，数度触及债务上限，但至今尚未发生一起真正主权违约事件。不过从历史中违约风险上升时刻的市场变化，可以推断出美国债务违约的影响。

评估机构下调主权评级。在 2011 年 5 月，受到国际金融危机的影响，美国国债触及国会所允许的 14.29 万亿美元上限。彼时美国财政部部长将美国政府支付延期至同年 8 月 2 日。而到了 8 月，标普公司将美国主权评级从最高的 AAA 降至 AA+。在 2017 年美国的债务即将达到上限之际，标普也在 8 月份发表声明表示：若美国债务上限不及时提高，将会重新审视美国的主权评级。

美国债券市场动荡，短债收益率大幅上行。在美债违约风险上升或主权评级下调时，投资者对政府的信任度出现下降，从而使短期融资成本快速上行，短期国债收益率上行，而长债收益率变化不大；若违约风险难以消除，甚至会引发避险情绪导致长债收益率下降。

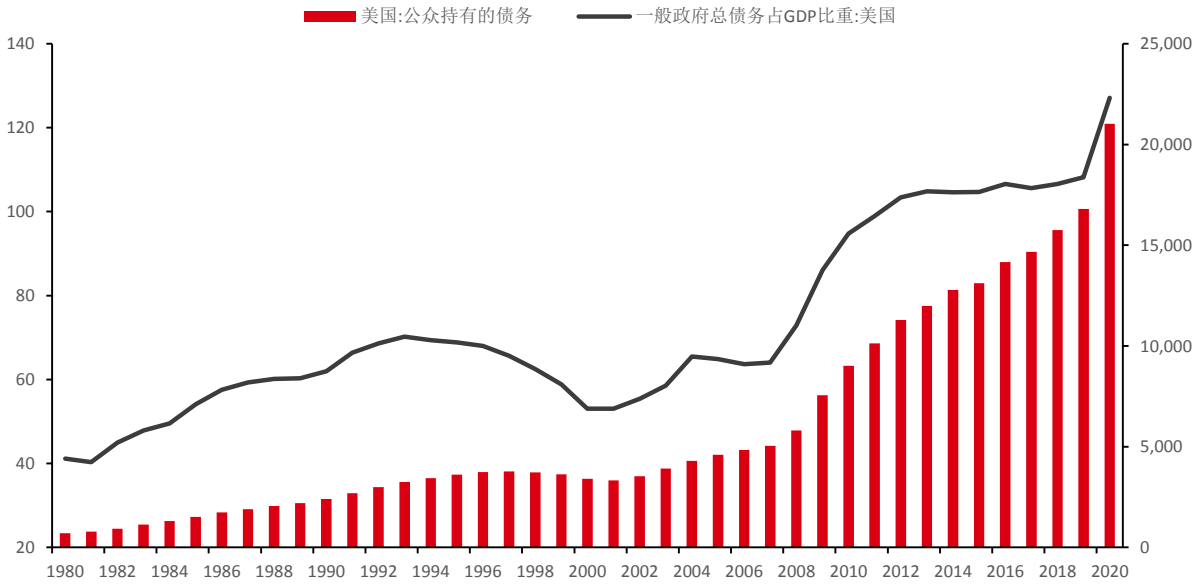
中国短债收益率出现上行，权益市场受影响不大。在美国债务违约风险上升或主权评级下调时，我们观察到中国短期国债收益率受美债短期收益率上行影响同步上行，但中国权益市场所受影响较小，无明显规律性。

图 4：　2019 年 7 月美国暂停 2 年债务上限并将其提高至 22 万亿美元（十亿美元）



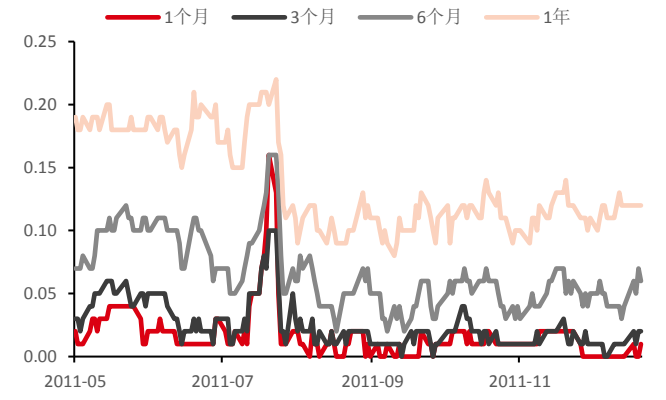
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 5： 2008 年金融危机后，美国债务总额快速上升（左轴：%；右轴：十亿美元）



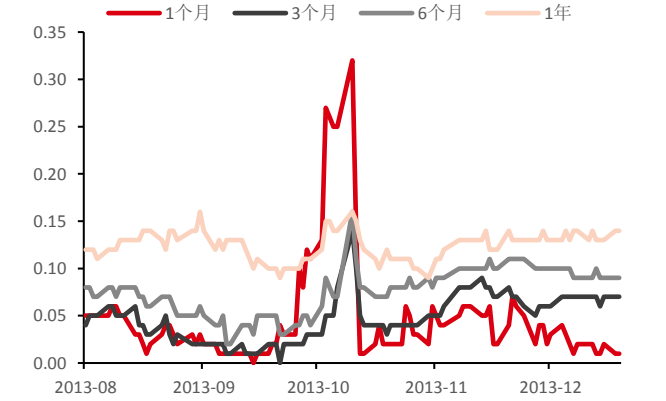
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 6： 2011 年美国债务首次触及上限时短期美债收益率上行幅度较大（%）



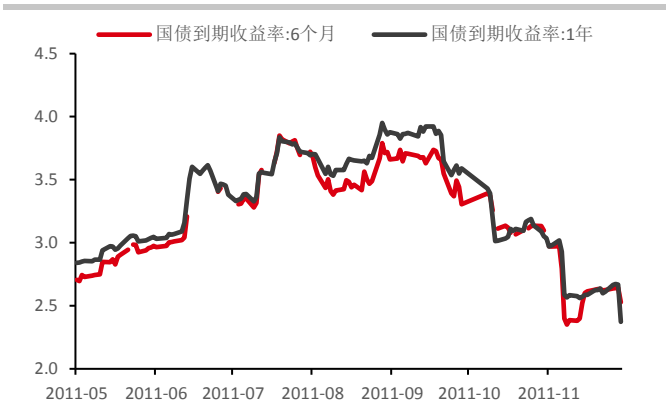
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 7： 2013 年美国触及债务上限后奥巴马签署暂停法案时美债短期收益率快速上行（%）



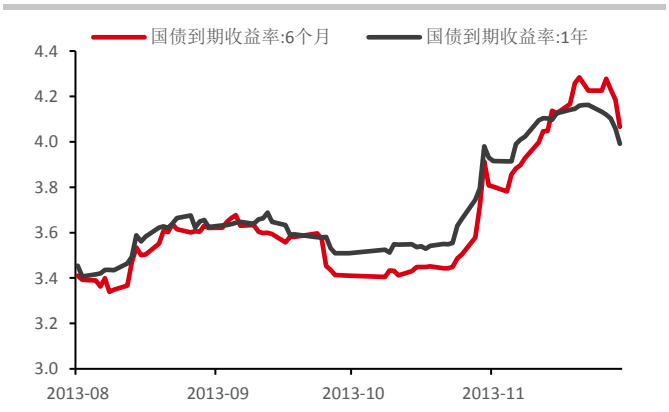
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 8：　2011 年 7 月美国债务首次触及上限时中国国债短期收益率上行幅度较大（%）



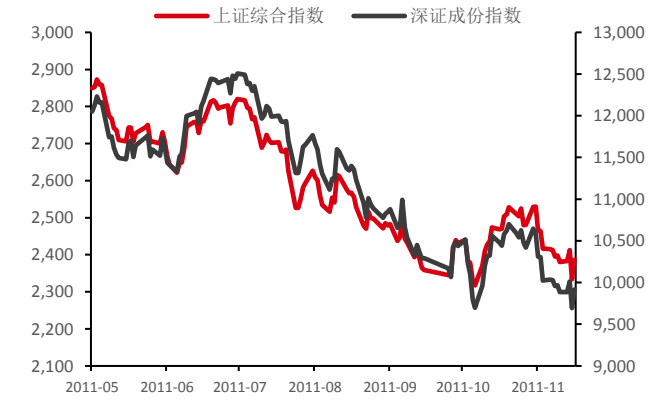
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 9：　2013 年 10 月美国触及债务上限后奥巴马签署暂停法案时中国国债短期收益率快速上行（%）



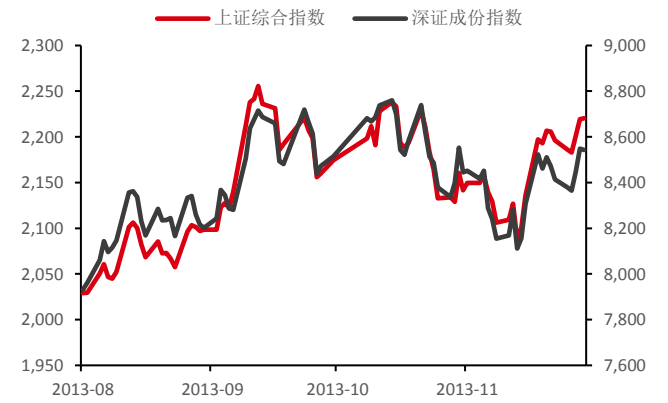
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 10：　美国债务触及上限对中国权益市场影响不大



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 11：　美国暂停债务上限对中国权益市场影响不大



数据来源：wind 华泰期货研究院

中国主要宏观部门变化

图 12： 国家、银行、非银、企业、居民五大部门价量 Z 值*及其变动一览

	央行			银行间		非银金融机构			企业端		居民端	
Z-SCORE	逆回购价格	逆回购数量	人民币汇率	SHIBOR	同业存单	票据价格	票据数量	R-DR	企业信用利差	上游端价格	商品房成交面积	下游端价格
Δ1天(BP)	0.00	-0.01	-0.01	1.06	0.10	-1.77	-0.90	0.08	0.06	-0.01	-1.03	0.20
Δ5天(BP)	0.00	0.47	0.00	-3.15	0.26	-1.42	-1.00	-5.53	-0.21	-0.05	-1.12	0.02
Δ10天(BP)	0.00	-0.08	-0.22	-51.31	0.43	-1.54	-0.99	-0.51	-0.13	0.00	-1.01	0.46
2021-07-02	0.00	-0.52	-0.76	-0.33	-1.35	-0.80	0.00	0.23	-0.81	1.20	-0.01	-0.72
2021-07-01	0.00	-0.52	-0.77	-0.16	-1.23	1.04	0.05	0.21	-0.77	1.22	0.52	-0.60
2021-06-30	0.00	-0.34	-0.83	0.45	-1.05	2.54	1.67	-2.25	-0.75	1.21	1.01	-0.64
2021-06-29	0.00	-0.34	-0.85	0.40	-0.89	1.82	1.70	-0.78	-0.92	1.24	1.53	-0.69
2021-06-28	0.00	-0.35	-0.85	0.27	-1.04	2.60	1.97	-0.19	-1.01	1.25	1.74	-0.64
2021-06-25	0.00	-0.35	-0.77	0.15	-1.07	1.89	0.97	-0.05	-1.02	1.27	0.12	-0.71
2021-06-24	0.00	-0.35	-0.73	0.08	-1.04	1.12	0.56	-0.21	-1.03	1.28	-0.67	-0.66
2021-06-23	0.00	-0.54	-0.84	0.14	-0.87	0.80	0.65	0.36	-0.81	1.30	0.57	-0.70
2021-06-22	0.00	-0.55	-0.84	0.11	-0.83	0.37	0.54	0.32	-0.66	1.29	2.18	-0.64
2021-06-21	0.00	-0.55	-0.88	0.02	-0.85	1.59	1.05	0.43	-0.84	1.28	1.30	-0.66
2021-06-18	0.00	-0.56	-0.98	0.01	-0.95	1.48	0.83	0.48	-0.93	1.20	1.22	-0.50
2021-06-17	0.00	-0.57	-1.02	-0.24	-1.01	0.65	0.52	0.53	-0.98	1.23	0.26	-0.43
2021-06-16	0.00	-0.57	-1.14	-0.22	-1.06	0.18	0.40	0.53	-1.10	1.20	-0.20	-0.41
2021-06-15	0.00	-0.58	-1.15	-0.15	-1.09	-2.54	-2.69	0.56	-1.04	1.21	-0.71	-0.40
2021-06-14	0.00	-0.58	-1.26	-0.18	-1.23	0.86	0.73	0.71	-0.96	1.17	-0.76	-0.29
2021-06-11	0.47	-0.58	-1.21	0.03	-1.22	0.73	0.39	0.60	-1.04	1.25	0.23	-0.28
2021-06-10	0.46	-0.59	-1.22	0.04	-1.20	0.44	0.18	0.57	-1.00	1.32	-0.09	-0.38
2021-06-09	0.45	-0.59	-1.26	0.04	-1.32	0.25	0.07	0.48	-1.18	1.37	0.21	-0.34
2021-06-08	0.44	-0.60	-1.23	0.06	-1.36	-0.13	0.21	0.59	-1.33	1.36	-0.59	-0.26

数据来源：wind 华泰期货研究院

注：Z 值计算样本逆回购价格和数量为每日 7 天与 14 天利率和剩余存量值，人民币汇率采用美元兑人民币汇率值，SHIBOR 利率为隔夜、7 天、14 天和 1 个月 SHIBOR 利率平均值，同业存单为国有银行和股份制银行 6 个月与 1 年同业存单利率平均值，产业信用利差采用全体产业债信用利差，上游端价格由铝价、铜价、铁矿价和矿价综合指数联合编制而成，下游端价格由农产品蔬菜价格、猪肉价格、水果价格和其他鱼类肉类价格联合编制而成，时间区间为过去 200 个交易日。

一周央行财政

【央行】

28 日央行开展了 300 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 2.20%，同时当日 100 亿元逆回购到期，实现净投放 200 亿元。

29 日央行开展了 300 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 2.20%，同时当日 100 亿元逆回购到期，实现净投放 200 亿元。

30 日央行开展了 300 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 2.20%，同时当日 100 亿元逆回购到期，实现净投放 200 亿元。

7 月 1 日央行开展了 100 亿元逆回购操作。期限为 7 天，中标利率为 2.2%。今日有 300 亿元逆回购到期，实现净回笼 200 亿元。

7 月 2 日央行开展了 100 亿元逆回购操作。期限为 7 天，中标利率为 2.2%。今日有 300 亿元逆回购到期，实现净回笼 200 亿元。

【财政】

28 日国债期货各品种主力合约全线下跌。十年期主力合约跌 0.14%；五年期主力合约跌 0.09%；二年期主力合约跌 0.02%。利率债收益率全线上行，10 年期国开活跃券 210205 收益率上行 0.75bp 报 3.52%，全天成交 1529.29 亿元；5 年期国开活跃券 210203 收益率上行 12.5bp 报 3.2525%，全天成交 140.54 亿元；10 年期国债活跃券 200016 收益率上行 0.25bp 报 3.11%，全天成交 174.61 亿元；5 年期国债活跃券 210002 收益率上行 1.5bp 报 2.9375%，全天成交 64.35 亿元。

29 日国债期货小幅收涨，10 年期主力合约涨 0.12%，5 年期主力合约涨 0.05%，2 年期主力合约涨 0.01%。利率债收益率表现不一，10 年期国开活跃券 210205 收益率下行 0.81bp 报 3.5119%，全天成交 1355.93 亿元；5 年期国开活跃券 210203 收益率下行 1.25bp 报 3.24%，全天成交 163.30 亿元；10 年期国债活跃券 200016 收益率上行 0.25bp 报 3.1125%，全天成交 183.62 亿元；5 年期国债活跃券 210002 收益率持平报 2.9375%，全天成交 69.59 亿元。

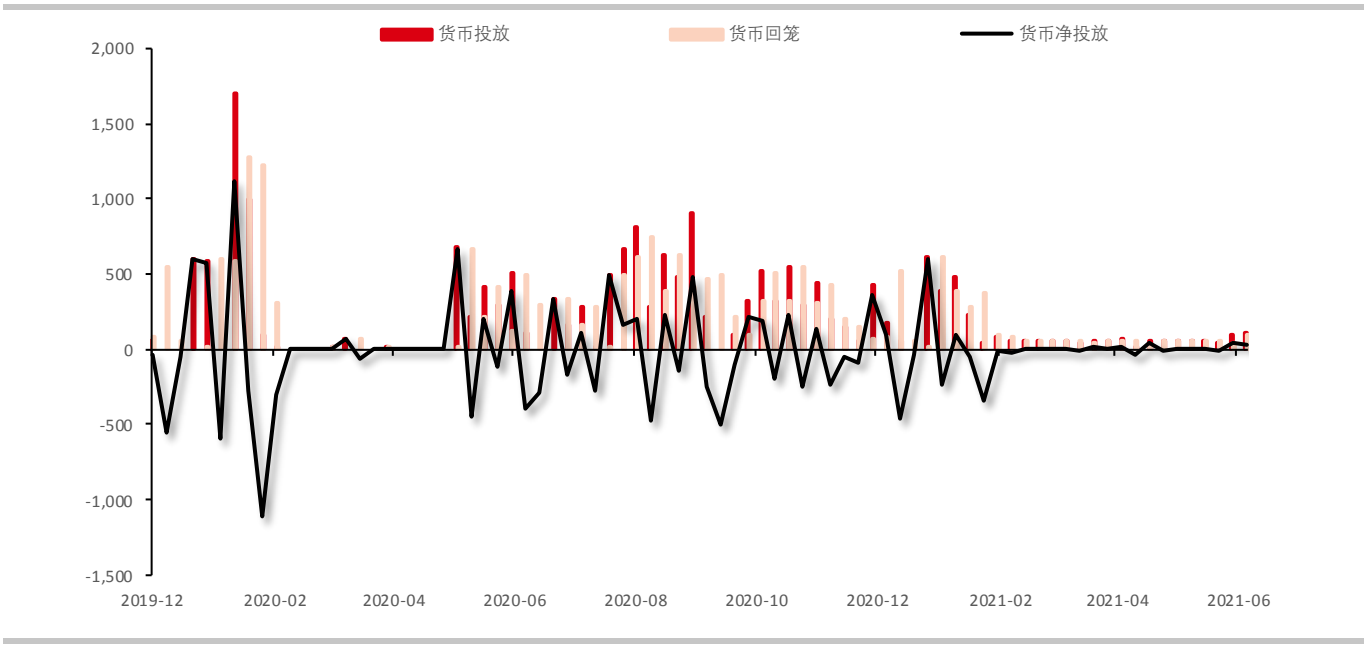
30 日国债期货全线收涨，10 年期主力合约涨 0.13%，5 年期主力合约涨 0.09%，2 年期主力合约涨 0.04%。利率债收益率集体下行，10 年期国开活跃券 21 国开 05 收益率下行 1.19bp 报 3.5%，5 年期国开活跃券 21 国开 03 收益率下行 1.25bp 报 3.2275%，10 年期国债活跃券 20 附息国债 16 收益率下行 1.25bp 报 3.1%，5 年期国债活跃券 20 附息国债 13 收益率下行 1.75bp 报 2.915%。

7 月 1 日国债期货全线收跌，10 年期主力合约跌 0.12%，5 年期主力合约跌 0.08%，2 年期主力合约跌 0.04%。利率债收益率全线上行，10 年期国开活跃券 21 国开 05 收益率上行 1.04bp 报 3.5104%，5 年期国开活跃券 21 国开 03 收益率上行 0.65bp 报 3.234%，10 年期国债活跃券 20 附息国债 16 收益率上行 1.25bp 报 3.1125%，5 年期国债活跃券 20 附息国债 13 收益率上行 0.5bp 报 2.92%。

7 月 2 日国债期货各品种主力合约全线上涨。10 年期主力合约涨 0.05%；5 年期主力合约涨 0.03%；2 年期主力合约涨 0.02%。利率债收益率多数下行，10 年期国开活跃券 21 国开 05 收益率下行 0.94bp 报 3.501%，5 年期国开活跃券 21 国开 03 收益率上行 0.1bp 报 3.235%，10 年期国债活跃券 20 附息国债 16 收益率下行 1.02bp 报 3.1023%，5 年期国债活跃券 20 附息国债 13 收益率下行 0.37bp 报 2.9163%。

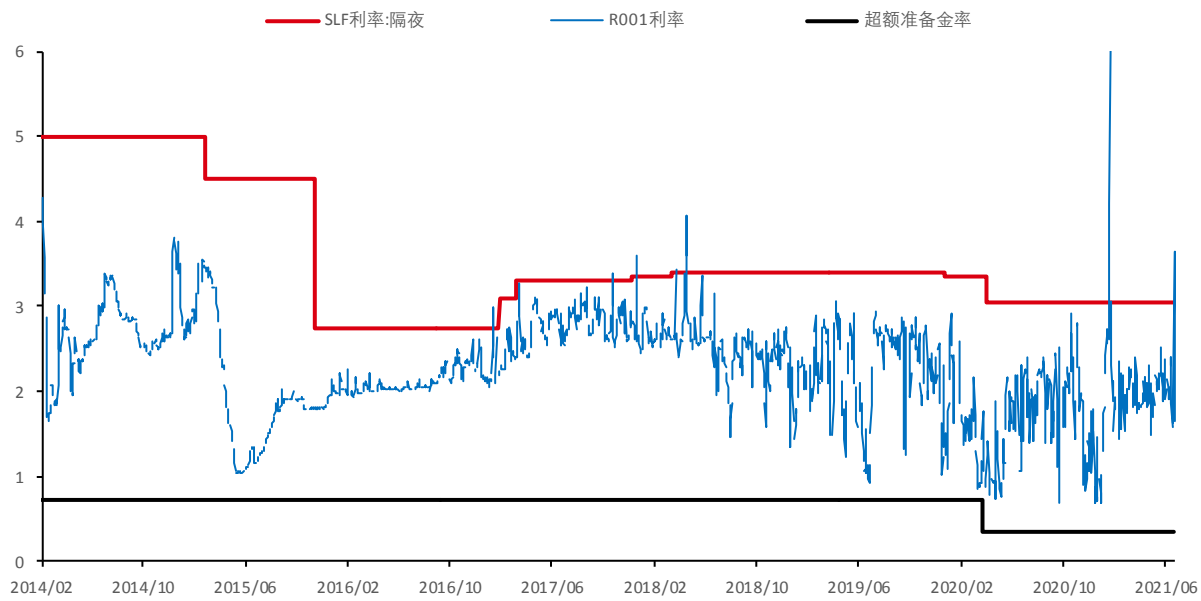
点评：上周央行季末净投放流动性，新一个季度季初净回笼流动性，国债期货持续震荡走势。

图 13： 公开市场操作数量情况（十亿）



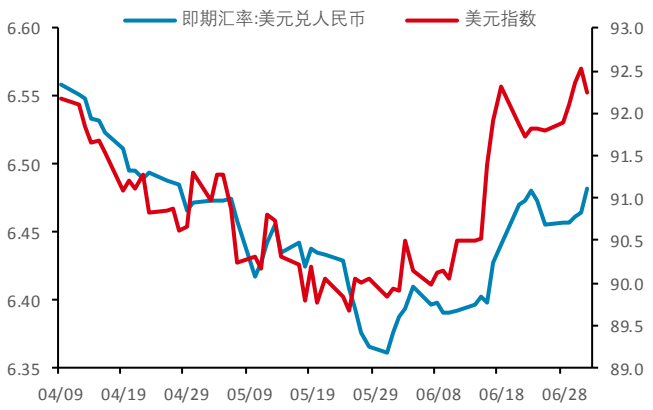
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 14： 中国利率走廊（%）



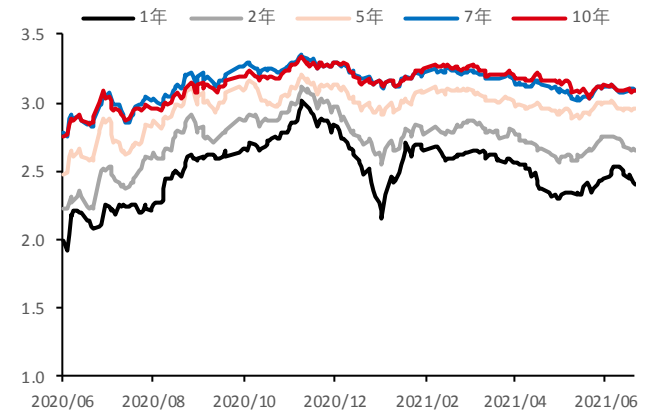
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 15： 人民币汇率走势



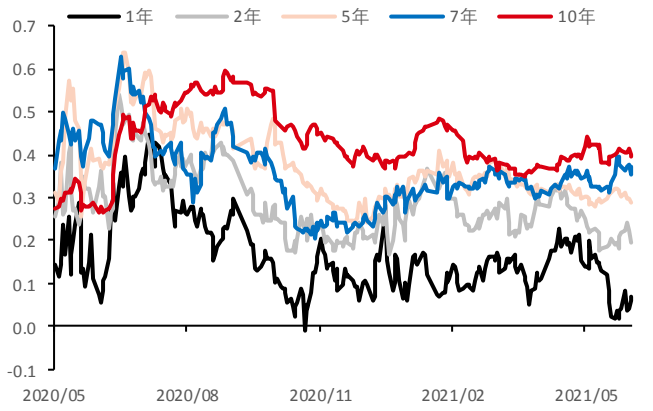
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 16： 国债收益率曲线走势



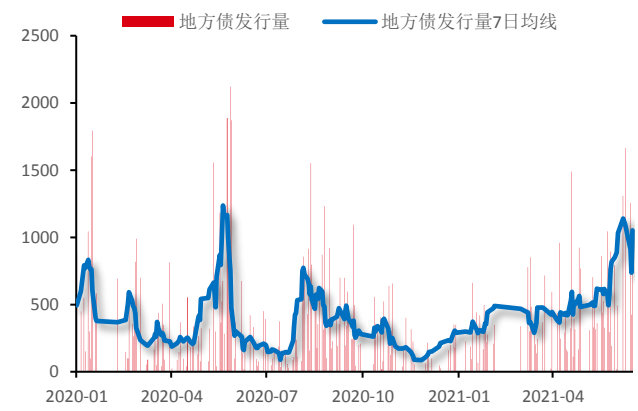
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 17： 国开债-国债利差走势



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 18： 地方债发行情况走势（亿元）



数据来源：wind 华泰期货研究院

一周银行部门

【金融】

28 日货币市场利率全线小幅上涨，银行间资金面整体维持均衡偏宽。银存间同业拆借 1 天期品种报 1.5739%，涨 1.05 个基点；7 天期报 2.32%，涨 3.51 个基点；14 天期报 2.9793%，涨 6.88 个基点；1 个月期报 3.5576%，涨 41.3 个基点。银存间质押式回购 1 天期品种报 1.5667%，涨 4.17 个基点；7 天期报 2.2904%，涨 9.32 个基点；14 天期报 2.8381%，涨 16.32 个基点；1 个月期报 2.70%，涨 8.44 个基点。

29 日货币市场利率多数上涨，银行间资金收敛。银存间同业拆借 1 天期品种报 1.8116%，涨 23.77 个基点；7 天期报 2.5226%，涨 20.26 个基点；14 天期报 2.9558%，跌 2.35 个基点；1 个月期报 3.1870%，跌 37.06 个基点。银存间质押式回购 1 天期品种报 1.7805%，涨 21.38 个基点；7 天期报 2.5219%，涨 23.15 个基点；14 天期报 2.9440%，涨 10.59 个基点；1 个月期报 2.70%，与前一交易日持平。

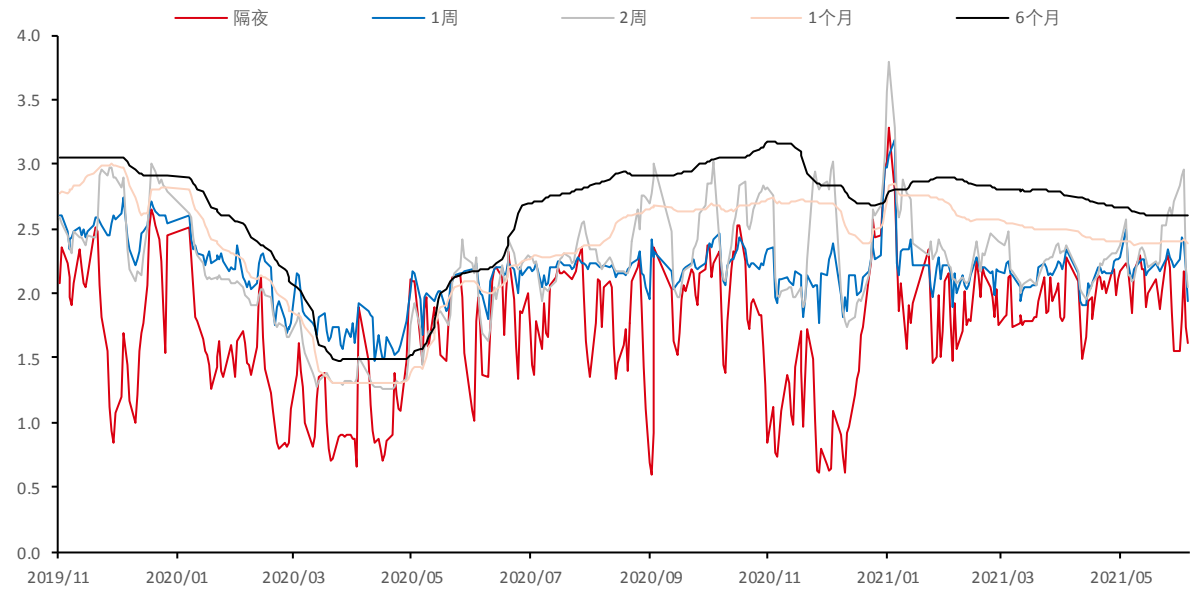
30 日货币市场利率全线上涨。银存间同业拆借 1 天期品种报 2.2563%，涨 44.47 个基点；7 天期报 2.7411%，涨 21.85 个基点；14 天期报 3.0027%，涨 4.69 个基点；1 个月期报 3.6262%，涨 43.92 个基点。银存间质押式回购 1 天期品种报 2.2461%，涨 46.56 个基点；7 天期报 2.5480%，涨 2.61 个基点；14 天期报 2.9853%，涨 4.13 个基点；1 个月期报 2.8910%，涨 19.1 个基点。

7 月 1 日货币市场利率全线下跌，月初资金面较为宽松。银存间同业拆借 1 天期品种报 1.7484%，跌 50.79 个基点；7 天期报 2.3048%，跌 43.63 个基点；14 天期报 2.2991%，跌 70.36 个基点；1 个月期报 2.4915%，跌 113.47 个基点。银存间质押式回购 1 天期品种报 1.7355%，跌 51.06 个基点；7 天期报 2.1117%，跌 43.63 个基点；14 天期报 2.0932%，跌 89.21 个基点；1 个月期报 2.2393%，跌 65.17 个基点。

7 月 2 日货币市场利率继续全线下跌，银行间资金非常宽松。银存间同业拆借 1 天期品种报 1.6271%，跌 12.13 个基点；7 天期报 1.9841%，跌 32.07 个基点；14 天期报 2.1045%，跌 19.46 个基点；1 个月期报 2.2731%，跌 21.84 个基点。银存间质押式回购 1 天期品种报 1.61%，跌 12.55 个基点；7 天期报 1.8895%，跌 22.22 个基点；14 天期报 2.0220%，跌 7.12 个基点；1 个月期报 2.2124%，跌 2.69 个基点。

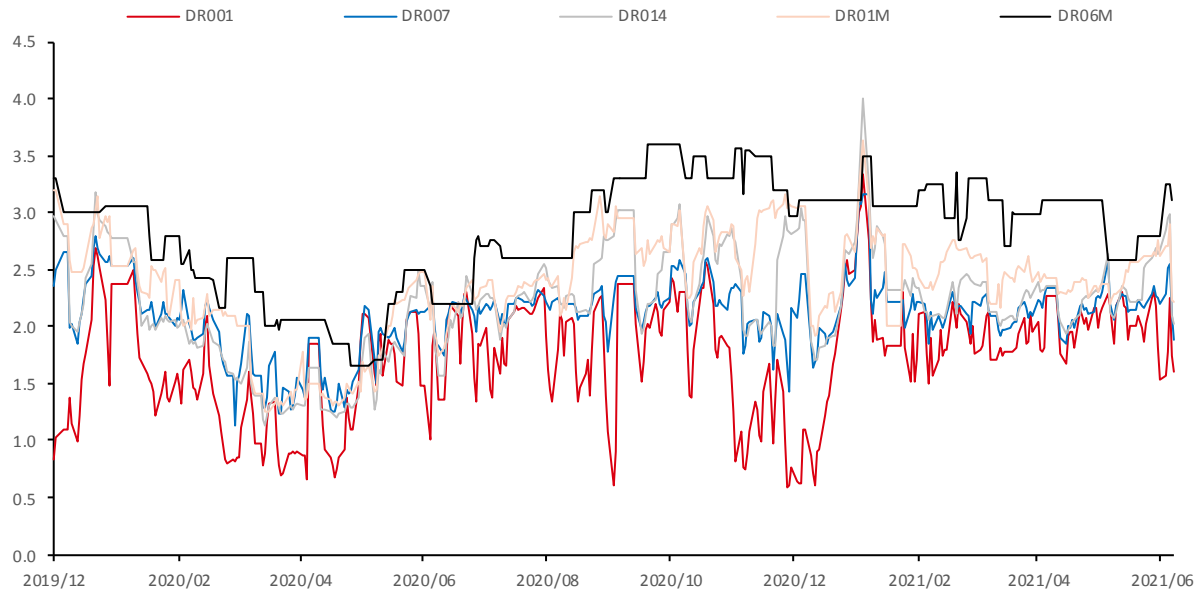
点评：上周季末流动性边际收紧但总体符合预期。

图 19： SHIBOR 利率走势（%）



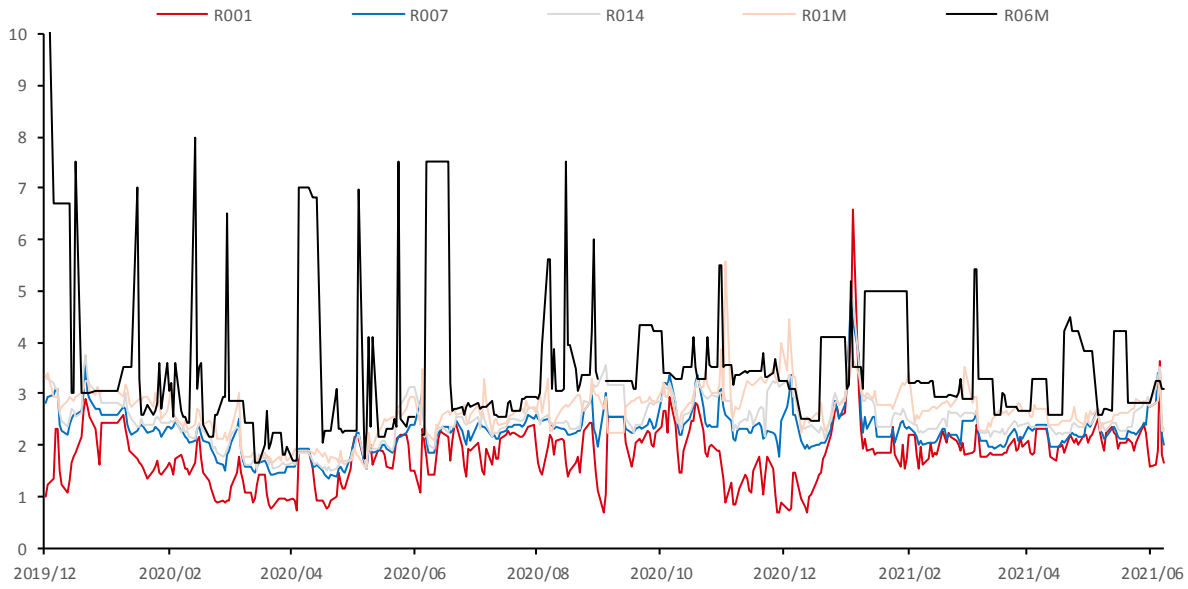
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 20： DR 利率走势（%）



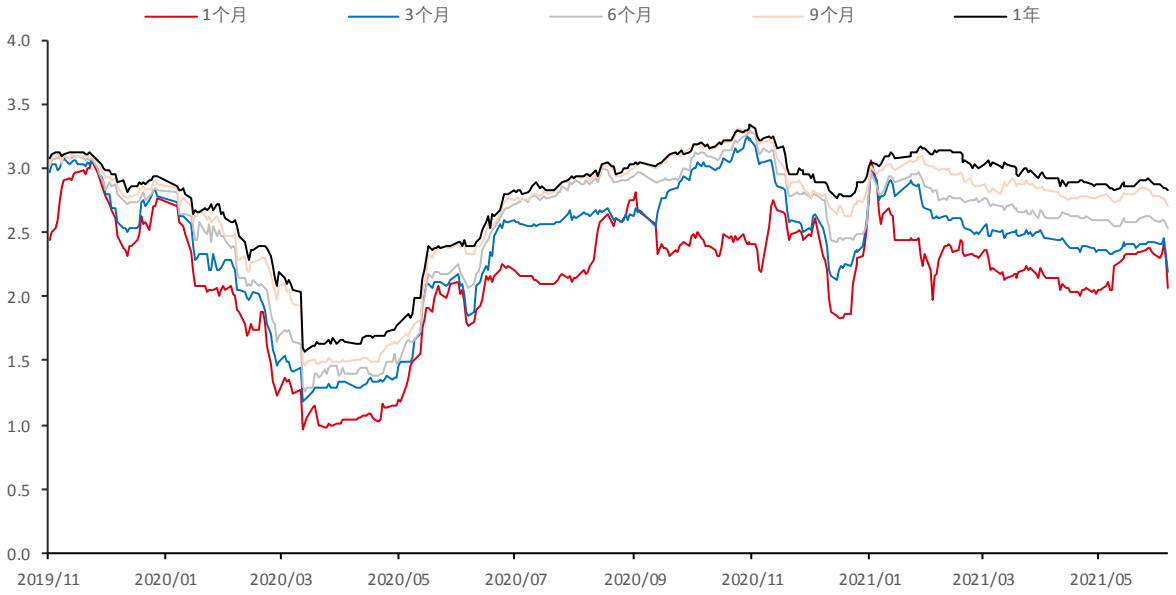
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 21： 银行间质押式回购加权利率走势（%）



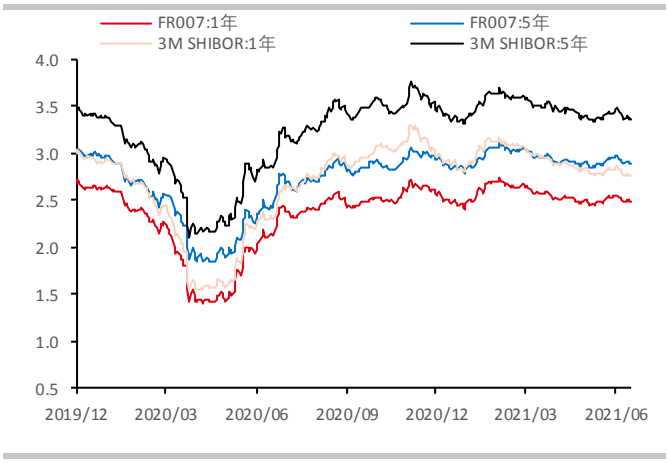
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 22： 同业存单到期收益率走势（%）



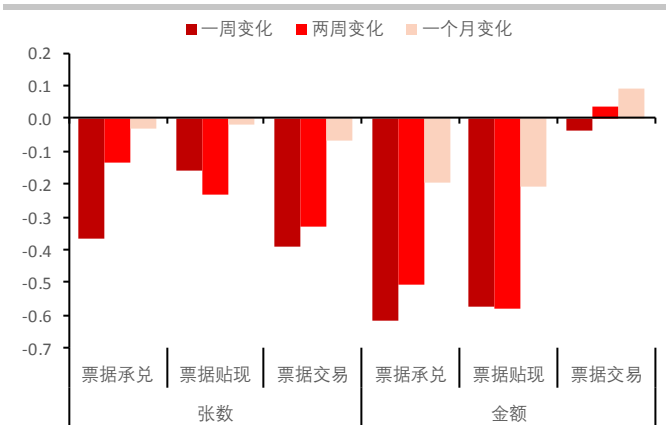
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 23： 银行间利率互换走势（%）



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 24： 票据市场变化走势（%）



数据来源：wind 华泰期货研究院

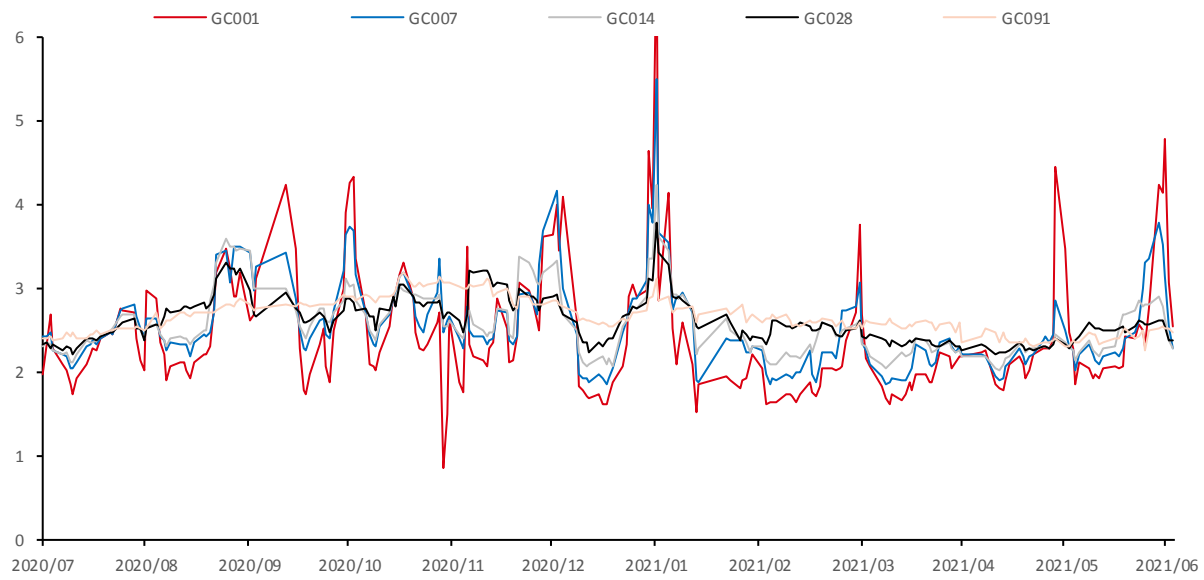
一周非银金融

【非银】

6 月 28 日至 7 月 2 日保险Ⅲ(申万)下跌 6.78%,跑输沪深 300 指数 3.75%。10 年期国债到期收益率环比-0.24BP 至 3.0803%。本周市场行情降温，沪深 300 下跌 3.03%，β行情下证券Ⅲ(申万)深度回调，跌幅达 7.11%，板块整体估值回落至 1.67 倍。

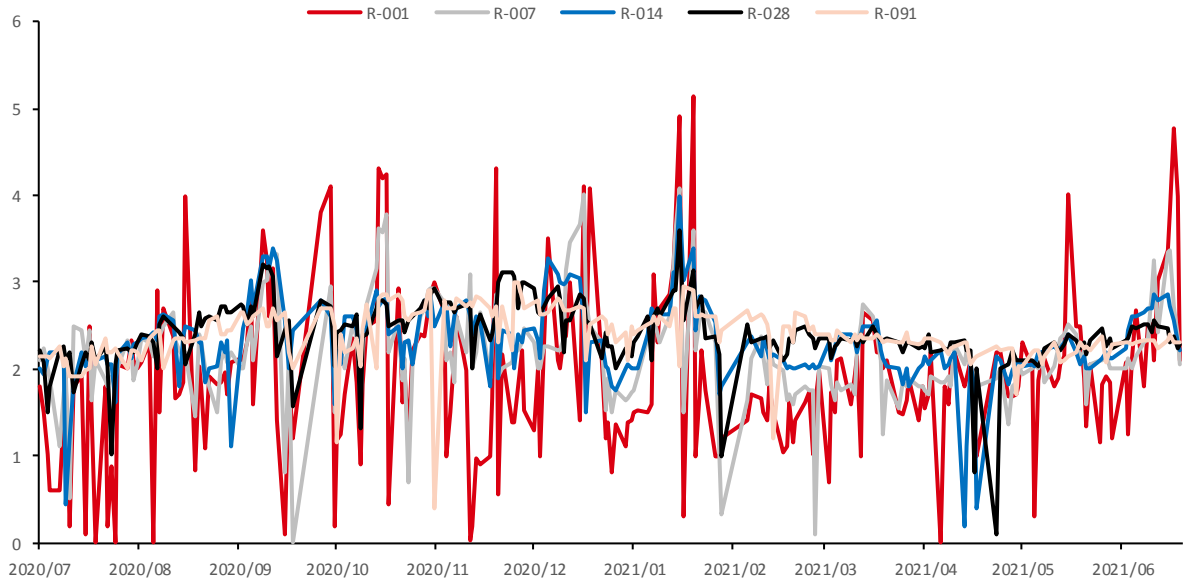
点评：上周非银流动性较为平稳，板块估值持续低位，市场情绪较为悲观。

图 25： 上证国债逆回购收益率走势（%）



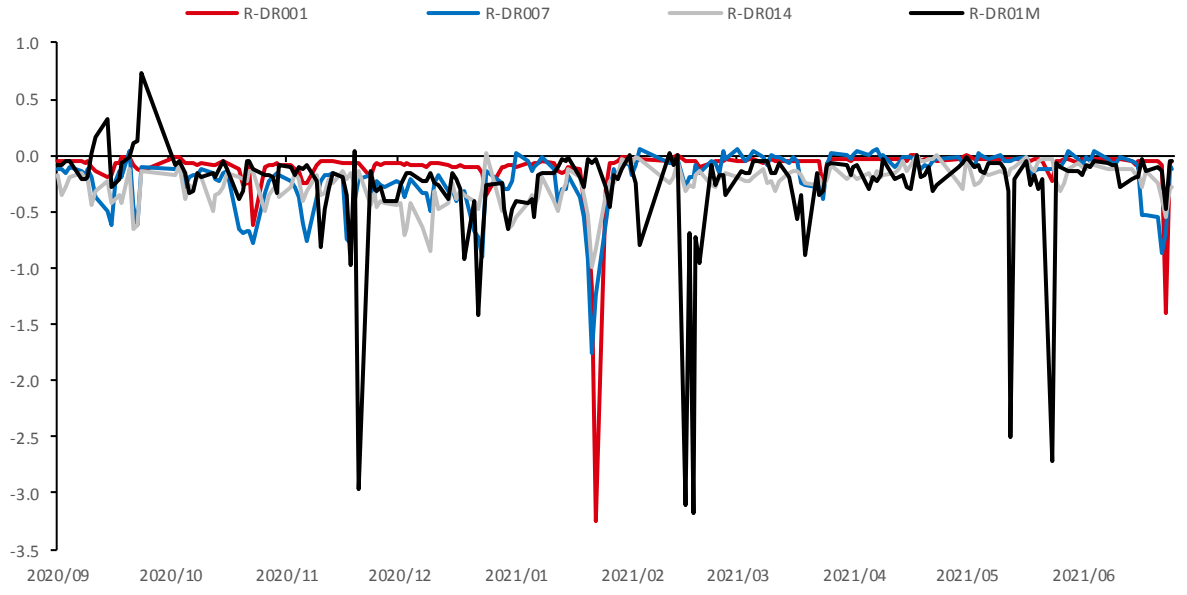
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 26： 深证国债逆回购收益率走势（%）



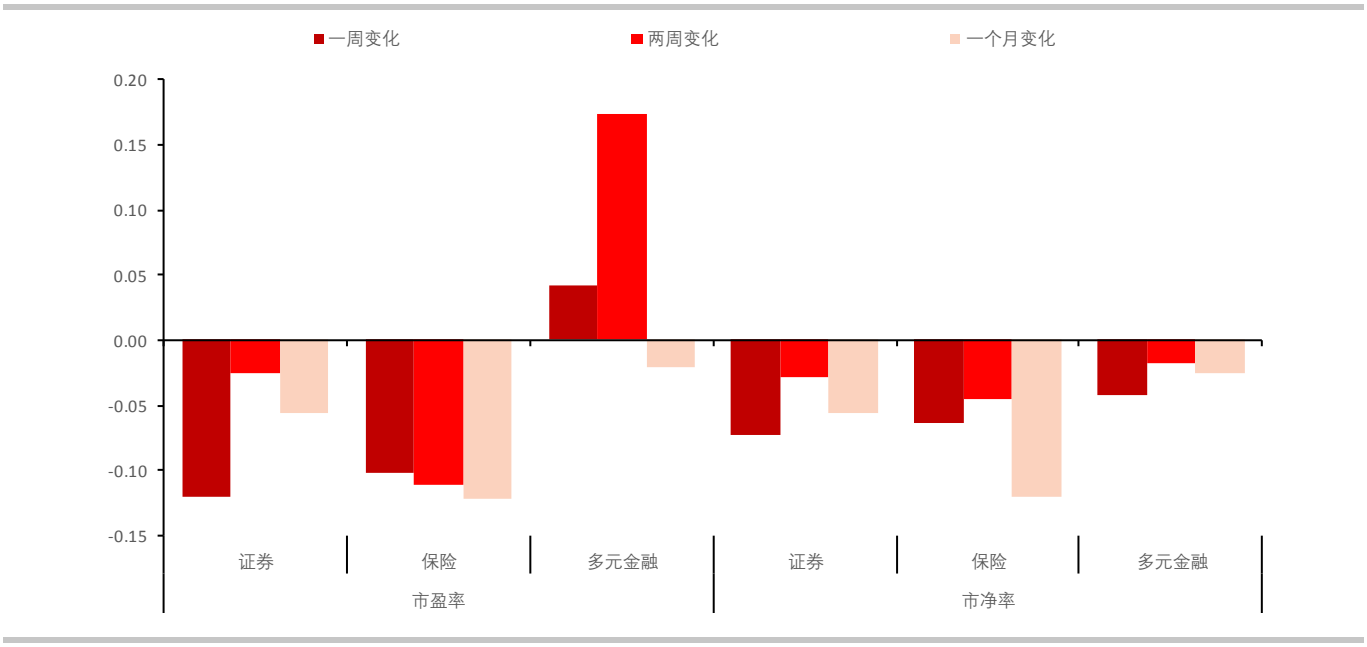
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 27： R-DR 收益率走势（%）



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 28： 非银金融机构市盈率/市净率走势



数据来源：wind 华泰期货研究院

一周企业部门

【企业】

28 日各期限信用债收益率多数下行，全天成交金额近千亿。银行间及交易所信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）共成交 1106 只，总成交金额 978.08 亿元。其中 524 只信用债上涨，98 只信用债持平，428 只信用债下跌。

29 日各信用债收益率继续下行，全天成交超千亿。银行间及交易所信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）共成交 1058 只，总成交金额 1004.58 亿元。其中 460 只信用债上涨，108 只信用债持平，446 只信用债下跌。

30 日各信用债各期限收益率表现分化，全天成交约 800 亿元。银行间及交易所信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）共成交 728 只，总成交金额 622.31 亿元。其中 295 只信用债上涨，92 只信用债持平，293 只信用债下跌。若包含上证固收平台交易数据，信用债全天共成交 1111 只，总成交金额达 809.27 亿元。

30 日国家统计局公布 6 月中国制造业 PMI 基本持平，消费品制造业景气度上升；非制造业 PMI 扩张有所放缓，建筑业在高位景气区间平稳运行；综合 PMI 产出指数继续保持扩张，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张，但力度有所减弱。

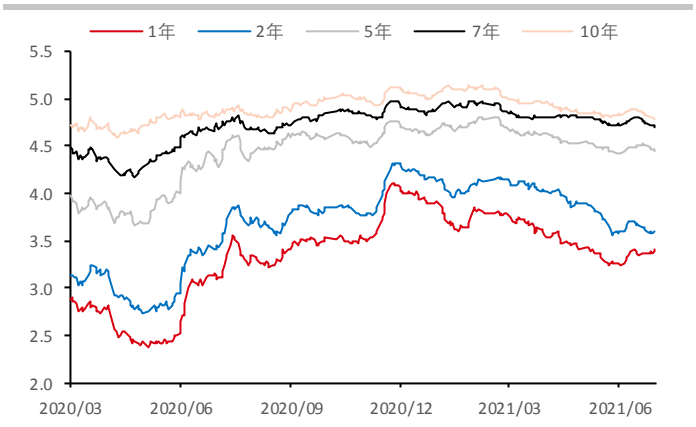
7 月 1 日信用债收益率集体下行，全天成交超 1300 亿元。银行间及交易所信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）共成交 1077 只，总成交金额 1051.16 亿元。其中 545 只信用债上涨，128 只信用债持平，352 只信用债下跌。若包含上证固收平台交易数据，信用债全天共成交 1616 只，总成交金额达 1331 亿元。

7 月 1 日公布 6 月财新中国制造业 PMI 微降至 51.3，低于 5 月 0.7 个百分点，为三个月以来的低点，显示受疫情反复和供应链受阻影响，6 月中国制造业增长势头减弱。

7 月 2 日信用债收益率多数下行，全天成交近 1300 亿元。银行间及交易所信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）共成交 1211 只，总成交金额 1015.01 亿元。其中 700 只信用债上涨，102 只信用债持平，394 只信用债下跌。若包含上证固收平台交易数据，信用债全天共成交 1739 只，总成交金额达 1276.71 亿元。

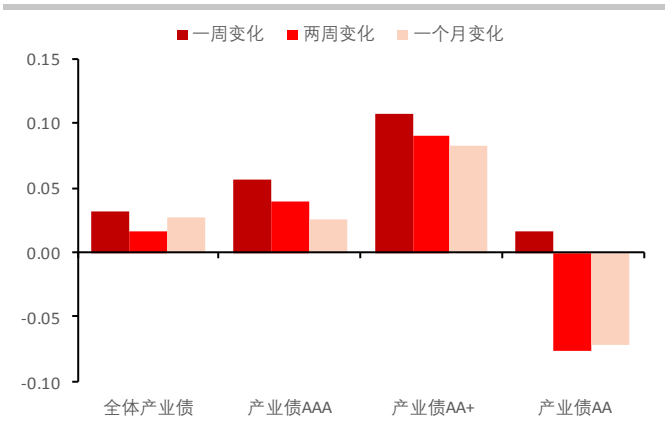
点评：信用利差整体持续下行，上游端大宗商品价格走势分化。

图 29： 企业债收益率走势（%）



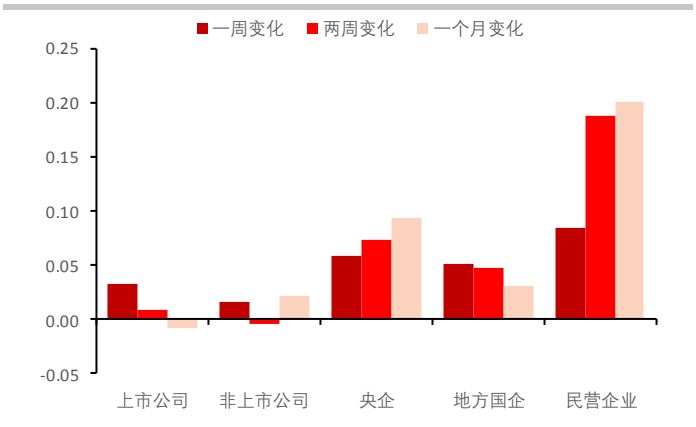
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 30： 企业信用利差变化走势（按等级区分）（%）



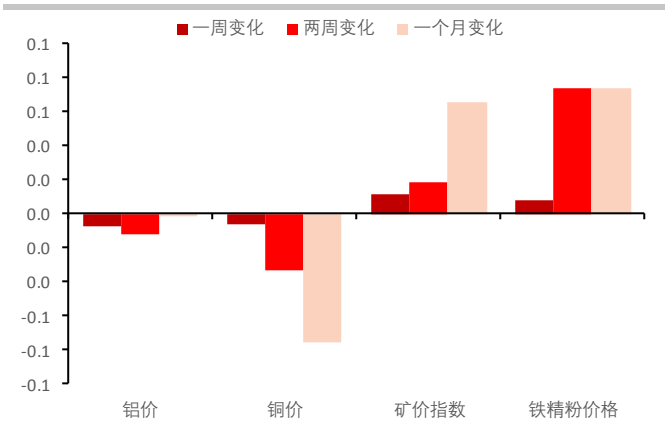
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 31： 企业信用利差变化走势（按企业性质区分）（%）



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 32： 上游生产端价格变化走势（%）



数据来源：wind 华泰期货研究院

一周居民部门

【居民】

28 日居民部门国家发改委在回复一位网民提问时表示，与国际上其他国家相比，中国居民电价偏低，工商业电价偏高，下一步要完善居民阶梯电价制度，使电力价格更好地反映供电成本。

29 日猪肉批发价格较前日小幅回落至 19.53 元/公斤，但一周来持续震荡上行。对此，中国农科院北京畜牧兽医研究所研究员朱增勇表示，近期猪价已经跌至阶段性低位，在猪价止跌企稳时，资本助长猪价超预期反弹，背离了猪肉供需基本面。在猪肉供给充裕的前提下，最近几天的猪价上涨不具备持续性，短期上涨后猪价将会面临回调，建议养殖户利用市场反弹时机，及时出栏。

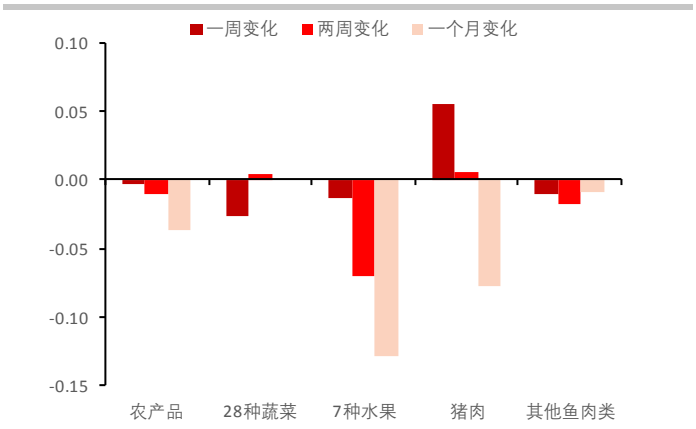
30 日上交所发布了《关于下调基金交易经手费和交易单元使用费收费标准的通知》，深交所发布了《关于下调基金交易经手费收费标准的通知》。

7 月 1 日四部门印发《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》提出，到 2025 年，在中央和地方共同努力下，基本建成体系完整、布局合理、分工明确、功能互补、密切协作、运行高效、富有韧性的优质高效整合型医疗卫生服务体系。

7 月 2 日保障性租赁住房再次迎来重大政策支持。国务院印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求突出住房民生属性，扩大保障性租赁住房供给。保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体住房困难问题，以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主。保障性租赁住房由政府给予土地、财税、金融等政策支持。

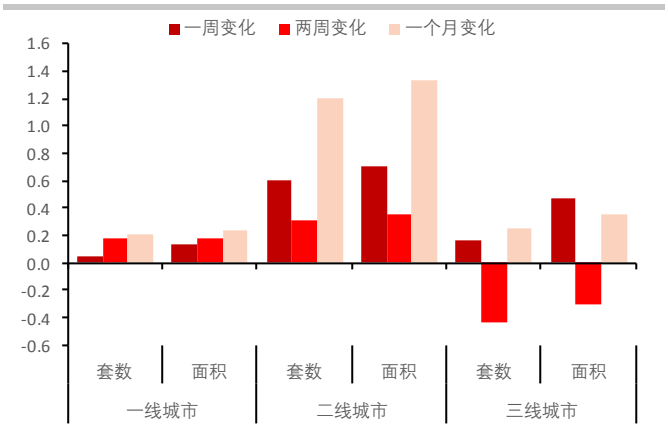
点评：下游端商品价格小幅走低，一二线商品房成交情况有所回暖。

图 33：　下游消费端价格变化走势（%）



数据来源：wind 华泰期货研究院

图 34：　商品房成交情况变化走势（%）



数据来源：wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com