

## 内容目录

<b>1. 一周观点</b> .....	<b>6</b>
<b>2. 国内外数据汇总</b> .....	<b>12</b>
2.1. 流动性跟踪.....	12
2.2. 国内外宏观数据跟踪.....	16
<b>3. 地方债一周回顾</b> .....	<b>19</b>
3.1. 一级市场发展概况.....	19
3.2. 二级市场概况.....	20
3.3. 本月地方债发行计划.....	21
<b>4. 信用债市场一周回顾</b> .....	<b>21</b>
4.1. 一级市场发行概况.....	21
4.2. 发行利率.....	23
4.3. 二级市场成交概况.....	23
4.4. 到期收益率.....	24
4.5. 信用利差.....	27
4.6. 等级利差.....	30
4.7. 交易活跃度.....	33
4.8. 主体评级变动情况.....	34
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>35</b>

## 图表目录

图 1: 外汇储备及其环比 (单位: 亿元; %)	6
图 2: 财政存款环比变化 (单位: 亿元)	7
图 3: M0 环比变化 (单位: 亿元)	7
图 4: 美国 5 月制造业 PMI 创两个月新高, 服务业 PMI 创 12 个月新高	9
图 5: 美国新订单超预期上涨 (单位: %)	10
图 6: 美国 4 月成屋销售量略降, 年化环比仍为负 (单位: 万套, %)	10
图 7: 美国 5 月密歇根大学消费者信心指数回落	11
图 8: 美国降息预期进一步延后 (截止 5 月 24 日)	11
图 9: 货币市场利率对比分析 (单位: %)	12
图 10: 利率债两周发行量对比 (单位: 亿元)	12
图 11: 央行利率走廊 (单位: %)	13
图 12: 国债中标利率和二级市场利率 (单位: %)	13
图 13: 国开债中标利率和二级市场利率 (单位: %)	13
图 14: 进出口和农发债中标利率和二级市场利率 (单位: %)	14
图 15: 两周国债与国开债收益率变动 (单位: %)	14
图 16: 本周国债期限利差变动 (单位: BP)	14
图 17: 国开债、国债利差 (单位: BP)	15
图 18: 5 年期国债期货 (左轴单位: 亿元, 右轴单位: 元)	15
图 19: 10 年期国债期货 (左轴单位: 亿元, 右轴单位: 元)	15
图 20: 商品房总成交面积整体上行 (单位: 万平方米)	16
图 21: 焦煤、动力煤价格 (单位: 元/吨)	17
图 22: 同业存单利率 (单位: %)	17
图 23: 余额宝收益率 (单位: %)	17
图 24: 蔬菜价格指数 (单位: 元/吨)	18
图 25: RJ/CRB 商品及南华工业品价格指数	18
图 26: 布伦特原油、WTI 原油价格 (单位: 美元/桶)	18
图 27: 地方债发行量及净融资额 (亿元)	19
图 28: 本周地方债发行利差主要位于 0-10BP (只)	19
图 29: 分省份地方债发行情况 (单位: 亿元)	19
图 30: 分省份地方债成交情况 (单位: 亿元, %)	20
图 31: 各期限地方债成交量情况 (单位: 亿元, %)	20
图 32: 地方债发行计划 (单位: 亿元)	21
图 33: 信用债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	21
图 34: 城投债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	22
图 35: 产业债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	22
图 36: 短融发行量及净融资额 (单位: 亿元)	22
图 37: 中票发行量及净融资额 (单位: 亿元)	22
图 38: 企业债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	23
图 39: 公司债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	23
图 40: 3 年期中票各等级信用利差走势 (单位: %)	27
图 41: 3 年期企业债信用利差走势 (单位: %)	28
图 42: 3 年期城投债信用利差走势 (单位: %)	29

图 43: 3 年期中票等级利差走势 (单位: %)	30
图 44: 3 年期企业债等级利差走势 (单位: %)	31
图 45: 3 年期城投债等级利差走势 (单位: %)	32
图 46: 各行业信用债周成交量 (单位: 亿元)	34
表 1: 2024/5/17-2024/5/24 公开市场操作 (单位: 亿元)	12
表 2: 钢材价格上行 (单位: 元/吨)	16
表 3: LME 有色金属期货官方价上行 (单位: 美元/吨)	16
表 4: 本周地方债到期收益率总体下行 (单位: %, BP)	20
表 5: 本周各券种实际发行利率	23
表 6: 本周信用债成交额情况 (单位: 亿元)	23
表 7: 本周国开债到期收益率总体下行 (单位: %, BP)	24
表 8: 本周短融中票收益率全面下行 (单位: %, BP)	24
表 9: 本周企业债收益率总体下行 (单位: %, BP)	25
表 10: 本周城投债收益率总体下行 (单位: %, BP)	26
表 11: 本周短融中票信用利差全面收窄 (单位: %, BP)	27
表 12: 本周企业债信用利差总体收窄 (单位: %, BP)	28
表 13: 本周城投债信用利差总体收窄 (单位: %, BP)	29
表 14: 本周短融中票等级利差总体收窄 (单位: %, BP)	30
表 15: 本周企业债等级利差总体收窄 (单位: %, BP)	31
表 16: 本周城投债等级利差呈分化趋势(单位: %, BP)	32
表 17: 活跃信用债	33
表 18: 发行人主体评级或展望调低情况	34
表 19: 发行人主体评级或展望调高情况	34

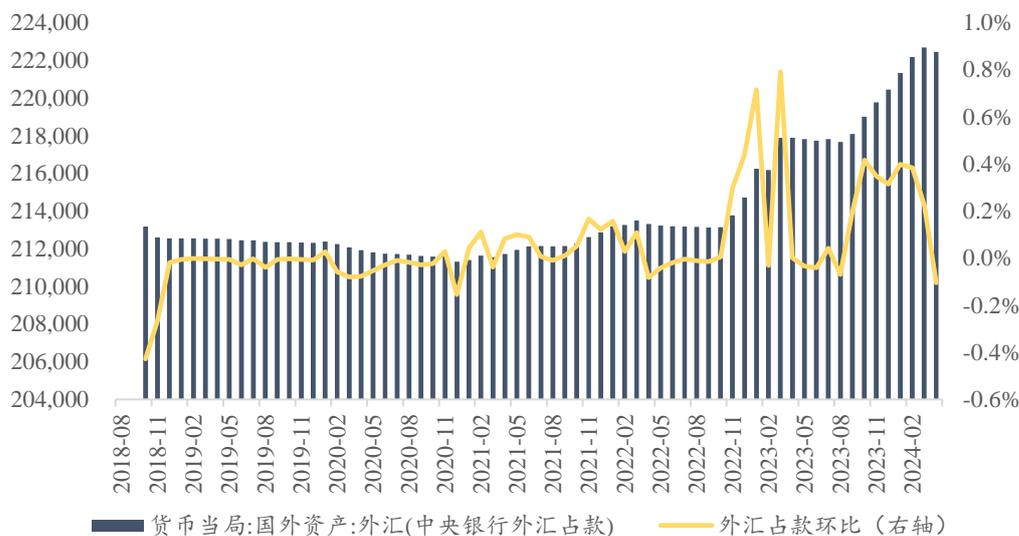
## 1. 一周观点

**Q1: 2024年5月以来，长债始终处于盘整状态，短债收益率则下行幅度较大，如何看待短债面临的流动性情况？**

A1: 从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 $\Delta$ 超额准备金 =  $\Delta$ 基础货币 -  $\Delta$ 货币发行 -  $\Delta$ 法定存款准备金 =  $\Delta$ 外汇占款 +  $\Delta$ 对其他存款性公司债权 -  $\Delta$ 财政存款 -  $\Delta$ M0 -  $\Delta$ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手，对2024年6月流动性情况进行预测。

(1) 2024年6月外汇占款环比增加约20亿元，对流动性略有正面影响。2024年4月份外汇占款为222450亿元，环比减少231亿元，2024年1-4月的外汇占款环比变动分别为0.4%、0.38%、0.23%和-0.1%。近年来我国外汇占款始终保持相对平稳，对流动性影响不大，我们预计2024年6月外汇占款环比增加约20亿元，对流动性略有正面影响。

图1：外汇储备及其环比（单位：亿元；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

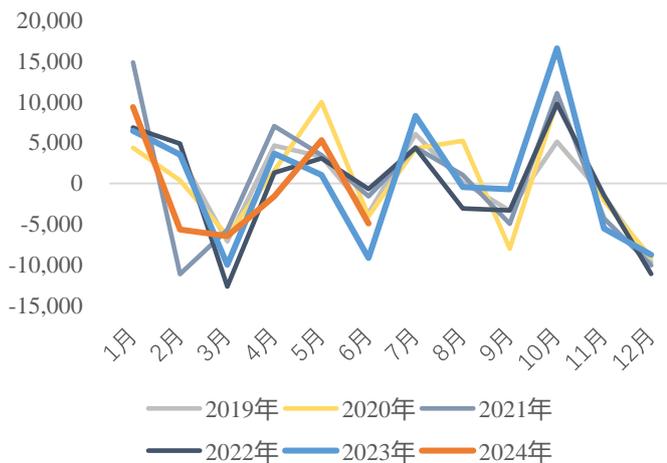
(2) 公开市场操作方面，央行5月始终保持每天20亿元的“地量”逆回购操作，同时MLF保持等量平价续作。我们预计6月将延续这一操作思路，在房地产政策应出尽出的情况下，1个月内通过宽松货币政策来刺激经济的可能性较低，对流动性的影响中性。

(3) 2023年6月财政存款净减少4900亿元左右。财政存款通常呈现“季初增加、

季末减少”的特征。2019-2023年6月财政存款环比变动额分别为-3663亿元、-4025亿元、-1574亿元、-666亿元和-9143亿元。考虑到公共财政的季节性，我们预计2024年6月份财政存款净减少约4900亿元，会弥补流动性缺口。

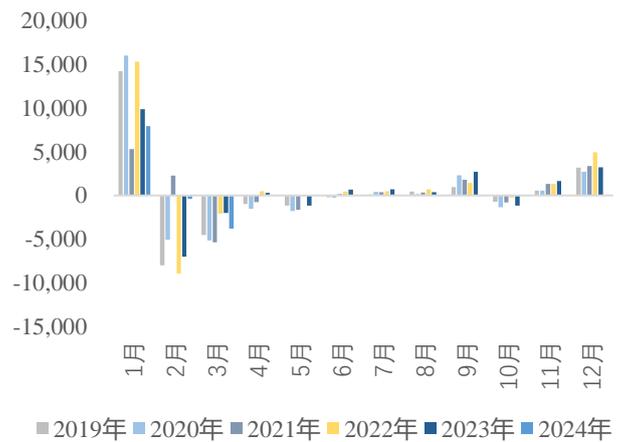
**(4) 2024年6月M0环比增加510亿元左右。**M0环比增速与季节性相关，2018-2023年6月M0的环比变动分别为-0.27%、-0.3%、-0.31%、0.2%、0.49%和0.63%，我们预计2024年6月M0环比约增加510亿元，对银行间流动性有一定的负面影响。

图2：财政存款环比变化（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：M0 环比变化（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**(5) 2024年6月法定存款准备金约增加4600亿元。**测算缴准对流动性的影响，首先需要预估缴准基数的变动，缴准基数的计算公式可以表示为：缴准基数=各项存款-非银机构存款-境外存款。我们预计2024年6月缴准基数环比增加约51000亿元，法定存款准备金环比增加约4600亿元。

考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2024年6月几乎不存在流动性缺口，预计资金利率保持平稳，短债方面受流动性影响较小。长债方面，我们依旧维持短期震荡，长期看多的观点。短期受到特别国债和地方债供给的“宽财政”以及房地产政策调整的“宽信用”扰动，但长期来看利率债仍然是风险偏好未完全修复下的资产配置选择。

**Q2：美国24年5月PMI、耐用品新订单、成屋新屋销售、5月密歇根大学消费者信心指数数据公布，后市美债收益率如何变化？**

A2：我们认为美国经济韧性较强，Fedwatch所预示的降息路径，后续步伐放缓、步幅收窄、不降息的可能性较大，市场甚至开始出现加息猜测。海外美债转跌，从前周低点反弹约10bp，美股出现一定分化，纳指连续第5周收阳，标普基本持平，道琼斯工业转跌，分化主要源于英伟达股价最后两个交易日的强势表现。美国经济短期滑向“再通胀”概率较大，长期转向“硬着陆”概率增加，需要保持警惕，在时间的纵向维度上进

行再配置；另一方面上周主要股指涨跌的分化，再一次反映本轮所谓的“再通胀”是一类不平衡的“再通胀”，资本在当前配置环境下既不应高估“再通胀”的整体性，也不应低估“再通胀”的持续性。结合增量数据，思考如下：

### **(1) 美国 5 月 Markit PMI 数据超乎预期、创下近年新高，昭示经济有回温趋势。**

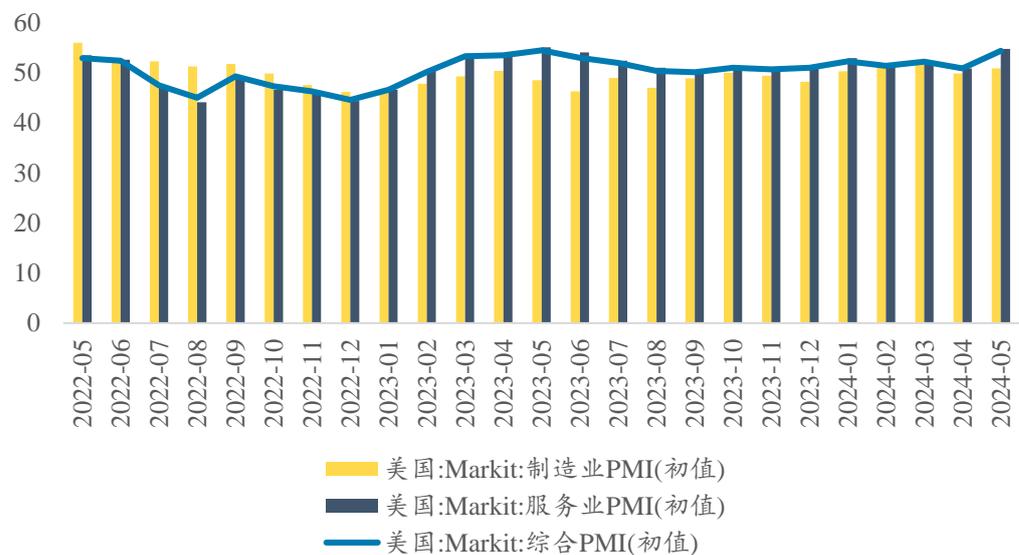
据 2023 年 5 月 23 日发布的数据显示，5 月制造业 PMI 初值 50.9，高于预期 49.9，且位于枯荣线之上，创两个月新高；服务业 PMI 初值 54.8，高于预期 51.2，达到 12 个月以来新高；综合 PMI 指数亦创下 25 个月新高，预示美国整体经济活力的显著提升。数据公布后，美元指数持续走高，短线涨幅近 30 点，交易员将美联储首次降息时间预估从 11 月推迟到 12 月。标准普尔全球市场情报首席商业经济学家 Chris Williamson 指出，这些数据反映出美国经济正在稳步恢复，预计第二季度 GDP 将持续稳健增长，通胀问题依然顽固。总的来看，这些经济指标的积极表现证实了美国经济的复苏势头，但通胀的持续高企和美联储的政策预期仍是未来市场动向的关键变量。

**(2) 美国 4 月耐用品订单超预期上涨，成屋销售却不及预期下滑；5 月消费者信心虽较预期和初值有所改善，但整体情绪依然是近半年的低点，反映出对经济前景的持续谨慎。**美国 4 月耐用品新增订单超预期增长，除国防外耐用品订单环比上涨 0.3%，高于预期 0.1%和前值-0.1%；除运输外耐用品订单环比上涨 0.4%，高于预期 0.1%和前值 0.2%。然而，5 月 22 日公布的 4 月成屋销售年化总量为 414 万户，未达到预期的 423 万户，环比下降 1.9%。成屋售价的中位数上涨 5.7%，至 40.76 万美元，创下 1999 年以来 4 月份的最高纪录。房价创出新高，成屋销售的下滑以及库存的持续增长表明市场正面临压力。截至 4 月底，待售房屋库存为 121 万户，较去年同期上升 16%，当前库存消耗速度显示需约 3.5 个月时间来清空现有库存。未来随着库存的增加，成屋市场的价格上涨势头可能会逐步放缓。由此可见，尽管房屋市场因当前 7%的房屋按揭贷款利率和持续的高通胀环境受压，耐用品订单表现反映出消费者在非住房相关领域的支出意愿仍然强劲。5 月 24 日发布的 5 月密歇根大学消费者信心指数终值为 69.1，高于初值和预期，但比 4 月下降 8.1 点，为自 2021 年 8 月以来最大的单月跌幅。分项数据显示，消费者现况指数终值为 69.6，消费者预期指数终值为 68.8，皆超出预期与初值，显示短期内消费者对经济的预期略有回升。尽管如此，调查数据反映出消费者对高物价和借贷成本的担忧依然存在，部分消费者认为这些因素继续对其生活造成负担。此外，对劳动力市场的担忧也在增加，许多人预计失业率将上升，收入增长将放缓。值得注意的是，尽管自 2022 年以来实际通胀有所缓解，消费者对未来一年美联储降息的可能性保持悲观，目前仅有四分之一的受访者预计会有降息，相较于 1 月份的 37%有所减少，恶化的预期表明多种因素对消费者支出构成下行风险。

**(3) 美联储降息预期再度降温，降息时点需关注通胀轨迹，亦存在进一步加息可能。**5 月 21 日，美联储理事沃勒就美国经济前景进行了讲话，他强调了将通胀率降至 2% 的重要性。沃勒指出，即使美联储将利率保持稳定三到四个月，这对经济也不会产生不利影响。虽然 4 月的通胀数据显示了一定的进展——美国消费者价格指数（CPI）环比

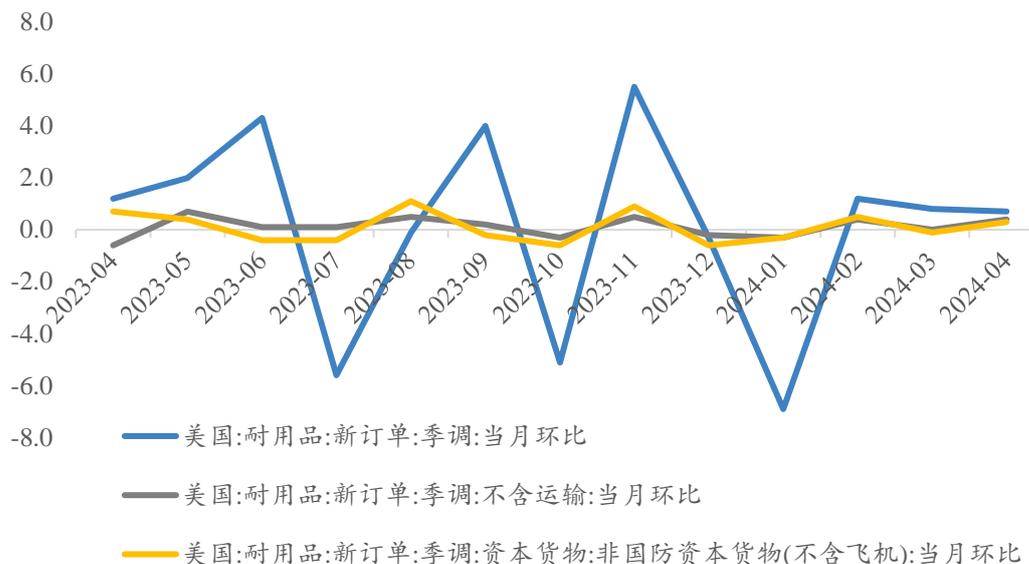
上涨 0.3%，同比增长 3.4%，但这一改变幅度较小，进展缓慢。在劳动力市场表现依然强劲的情况下，沃勒认为需要观察到连续几个月的美好通胀数据后，才能考虑降息。此外，美联储理事巴尔也表示，需要为现行的限制性政策留出更多时间以发挥其效果。克利夫兰联储主席梅斯特对于短期内降息持悲观态度，并提出在即将到来的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，可能会下调对 2024 年降息的预期。截止 5 月 24 日，Fedwatch 预期 2024 年 6 月降息 25bp 的概率为 0%，上周为 8.9%；7 月份降息的可能性为 10.2%，上周为 29.6%；9 月份在 7 月降息基础上再次降息的可能性为 44.9%，上周为 15.8%。

图4：美国 5 月制造业 PMI 创两个月新高，服务业 PMI 创 12 个月新高



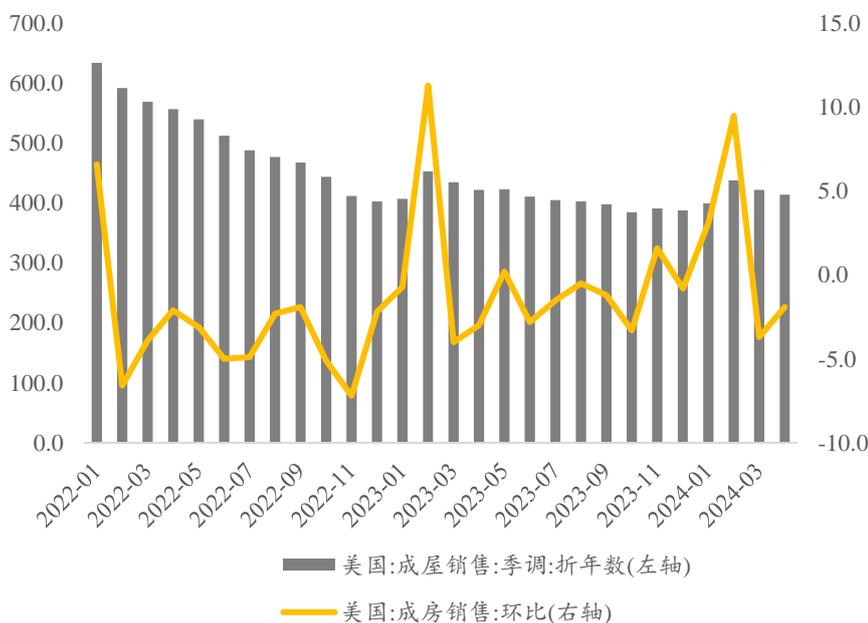
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：美国新订单超预期上涨（单位：%）



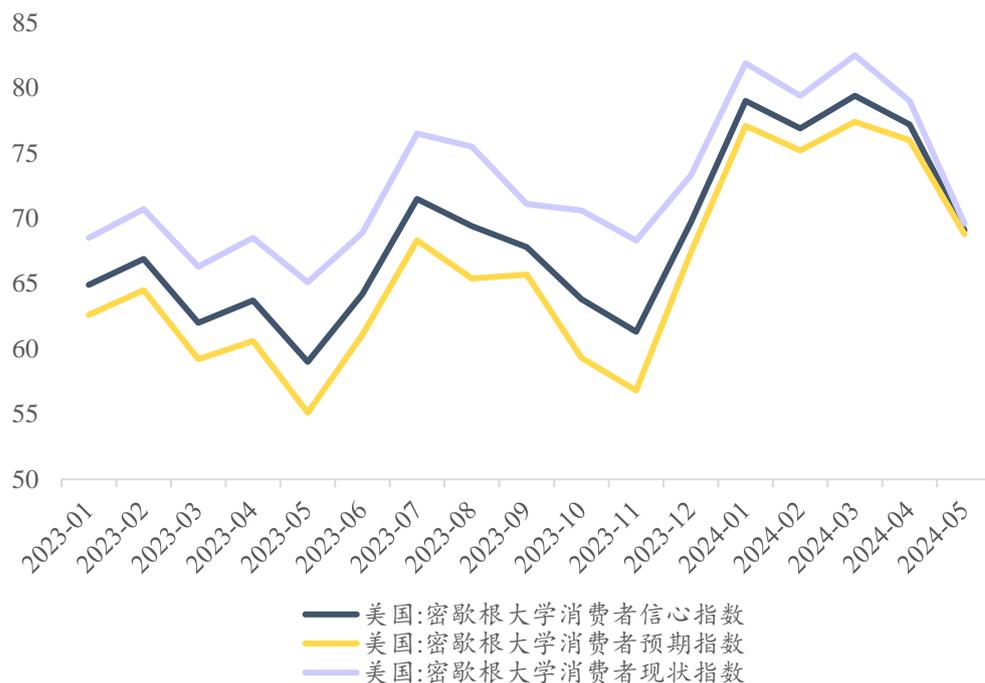
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：美国4月成屋销售量略降，年化环比仍为负（单位：万套，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：美国 5 月密歇根大学消费者信心指数回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：美国降息预期进一步延后（截止 5 月 24 日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.1%	0.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	88.9%	0.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	44.9%	50.2%	0.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	14.3%	46.2%	38.1%	0.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.6%	8.0%	31.1%	41.9%	18.2%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.0%	15.4%	34.6%	34.3%	12.4%	0.1%
2025/3/19	0.1%	1.4%	8.6%	24.0%	34.4%	24.5%	6.9%	0.1%
2025/4/30	0.5%	3.7%	13.4%	27.3%	31.4%	19.0%	4.8%	0.0%

数据来源：CME，东吴证券研究所

## 2. 国内外数据汇总

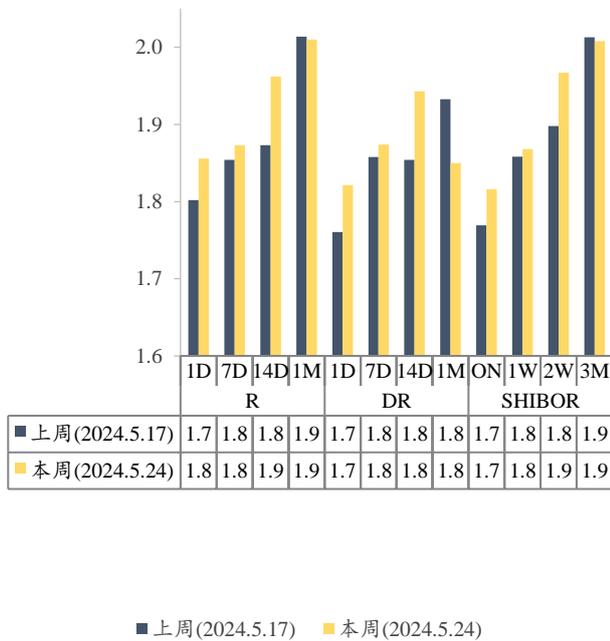
### 2.1. 流动性跟踪

表1: 2024/5/17-2024/5/24 公开市场操作 (单位: 亿元)

	逆回购				逆回购到期				MLF	MLF 到 期	TMLF	TMLF 到期	降准 置换	净投放
	7D	14D	28D	63D	7D	14D	28D	63D	1Y	1Y	1Y	1Y		
24/5/2024	20				20									0
23/5/2024	20				20									0
22/5/2024	20				20									0
21/5/2024	20				20									0
20/5/2024	20				40									0
合计	100	0	0	0	120	0	0	0	0	0	0	0	0	0

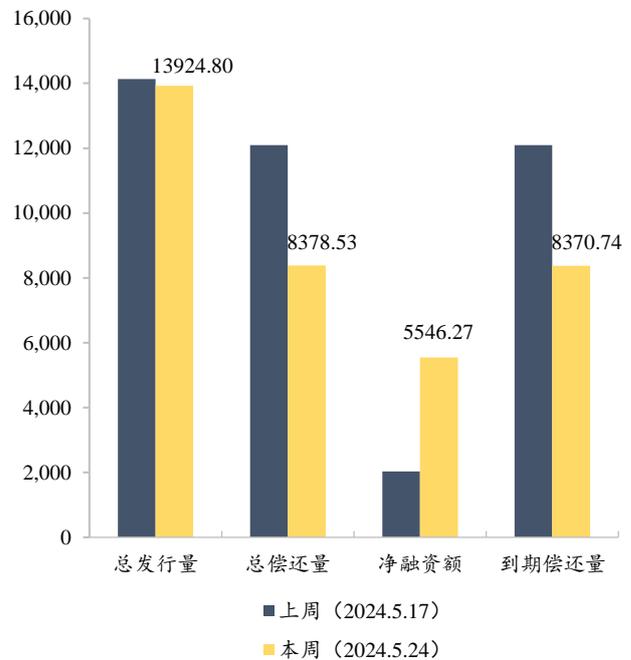
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 货币市场利率对比分析 (单位: %)



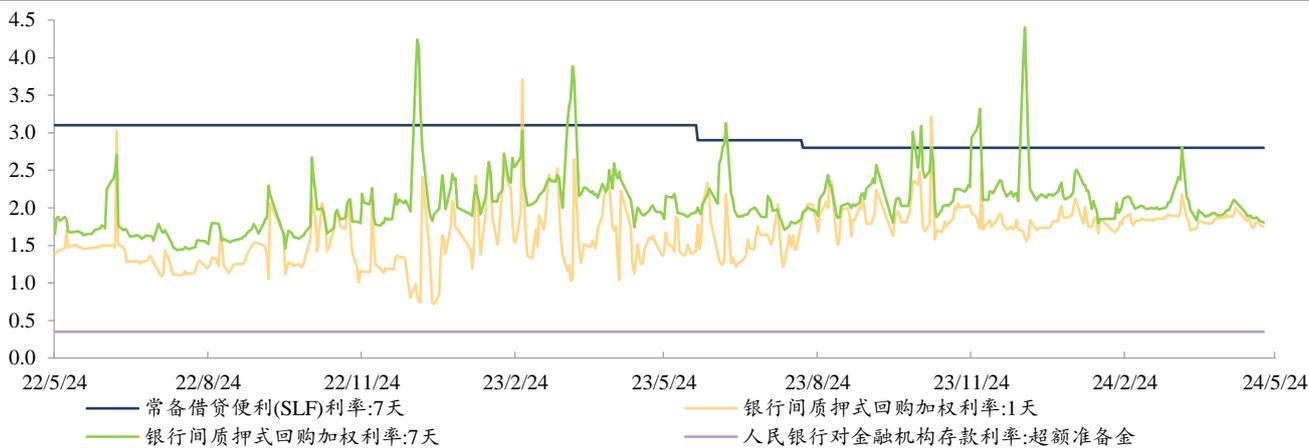
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 利率债两周发行量对比 (单位: 亿元)



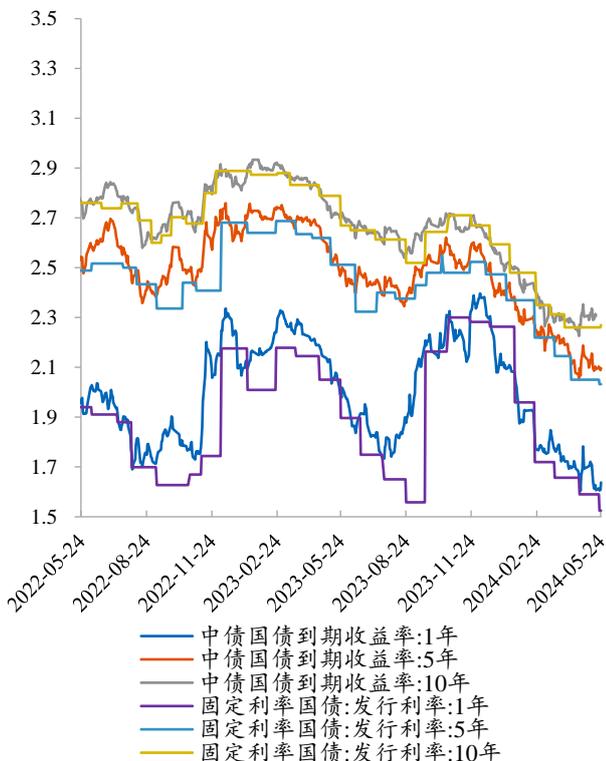
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 央行利率走廊 (单位: %)



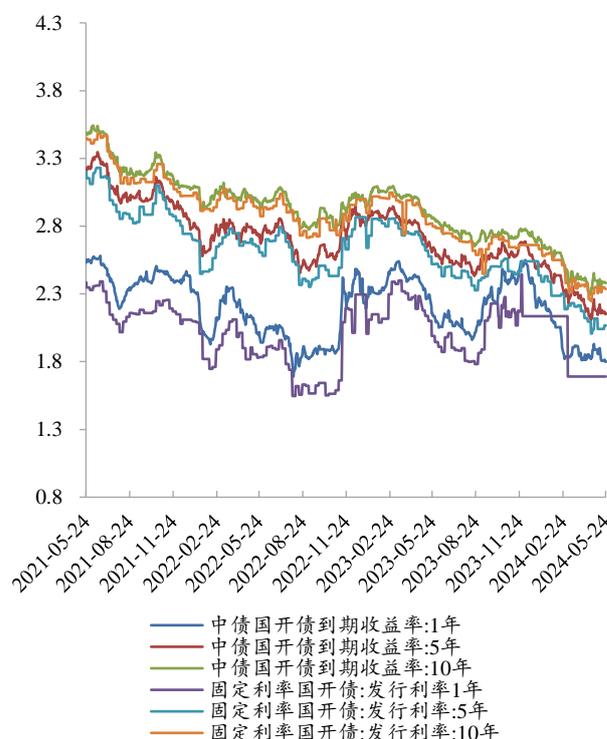
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 国债中标利率和二级市场利率 (单位: %)



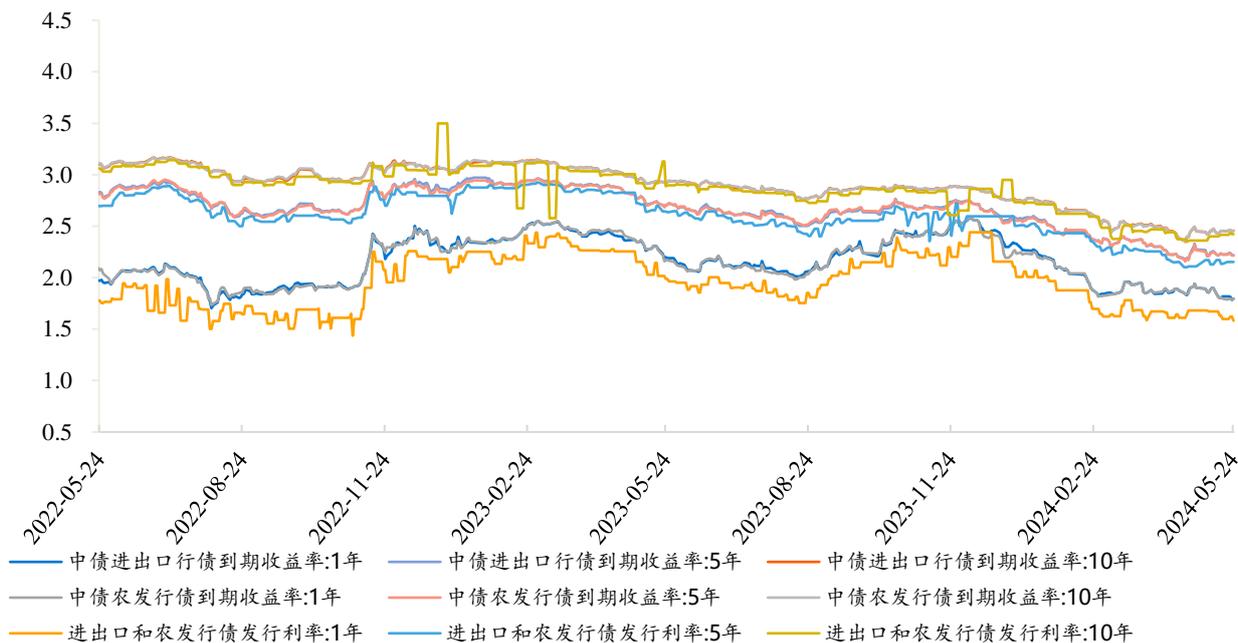
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 国开债中标利率和二级市场利率 (单位: %)



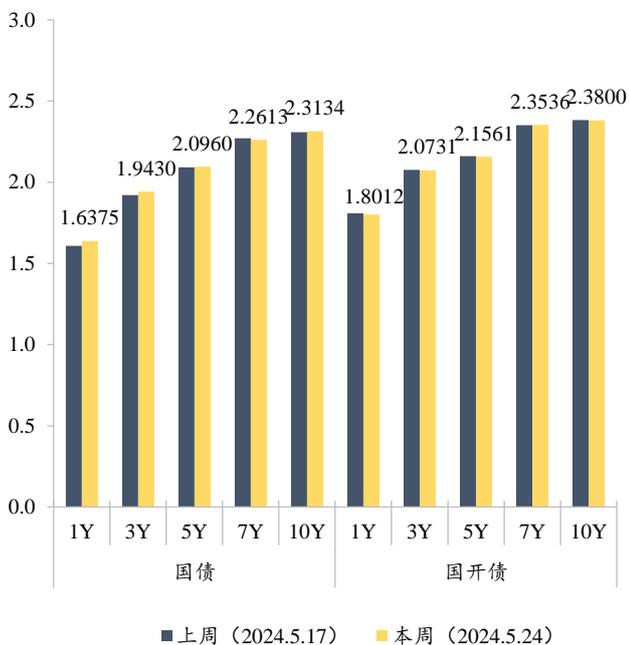
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 进出口和农发债中标利率和二级市场利率 (单位: %)



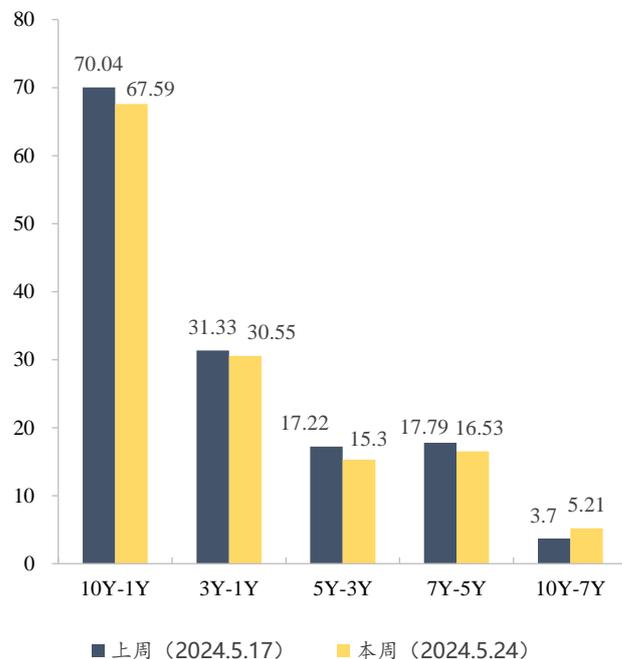
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 两周国债与国开债收益率变动 (单位: %)



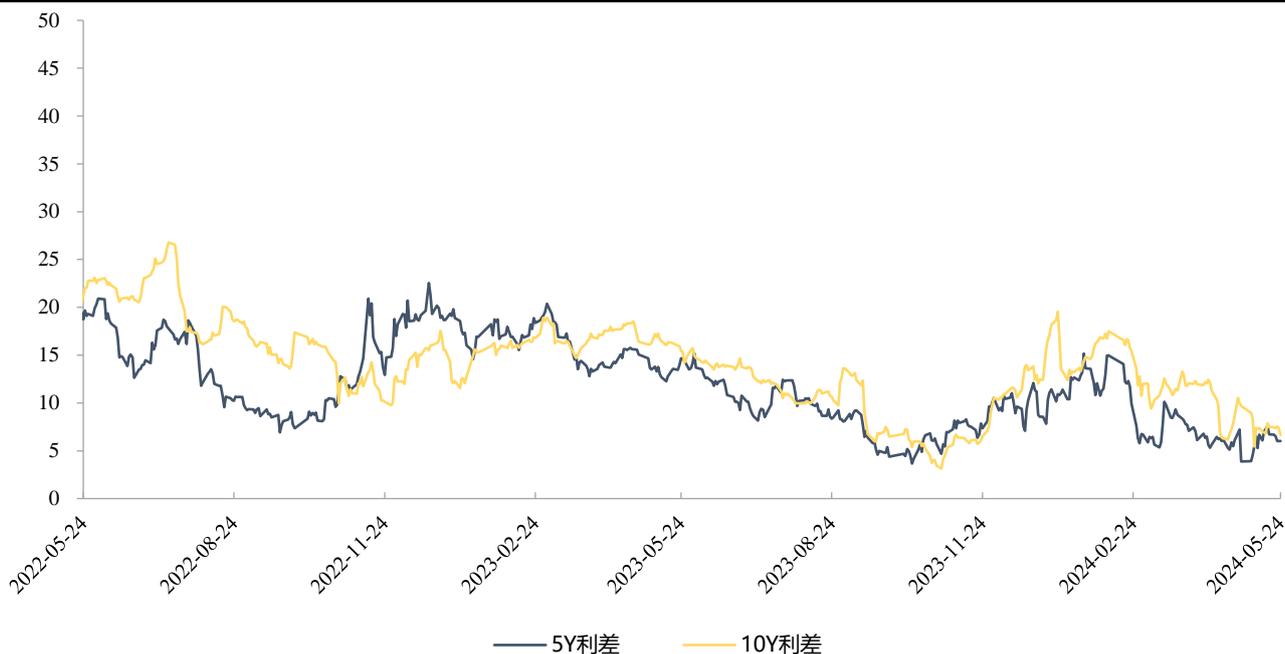
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 本周国债期限利差变动 (单位: BP)



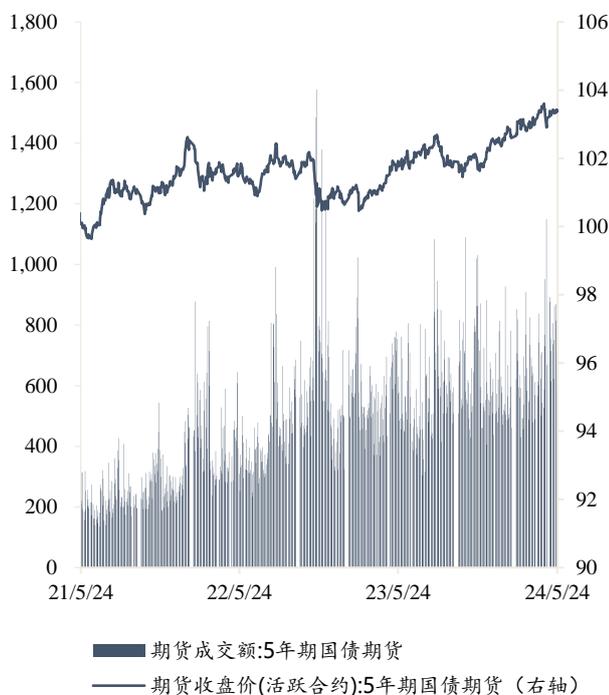
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 国开债、国债利差 (单位: BP)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 5年期国债期货 (左轴单位: 亿元, 右轴单位: 元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

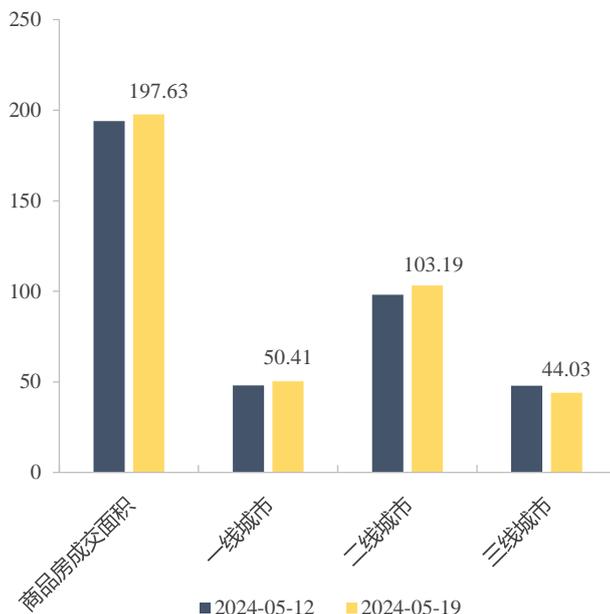
图19: 10年期国债期货 (左轴单位: 亿元, 右轴单位: 元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 国内外宏观数据跟踪

图20：商品房总成交面积整体上行（单位：万平方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：钢材价格上行（单位：元/吨）

	2024-5-17	2024-5-24	涨跌幅（元）
价格:螺纹钢:HRB400 20mm:全国	3849.00	3891.00	42
价格:热轧板卷:Q235B:3.0mm:全国	3903.00	3930.00	27
价格:中板:普 8mm:全国	4217.00	4242.00	25

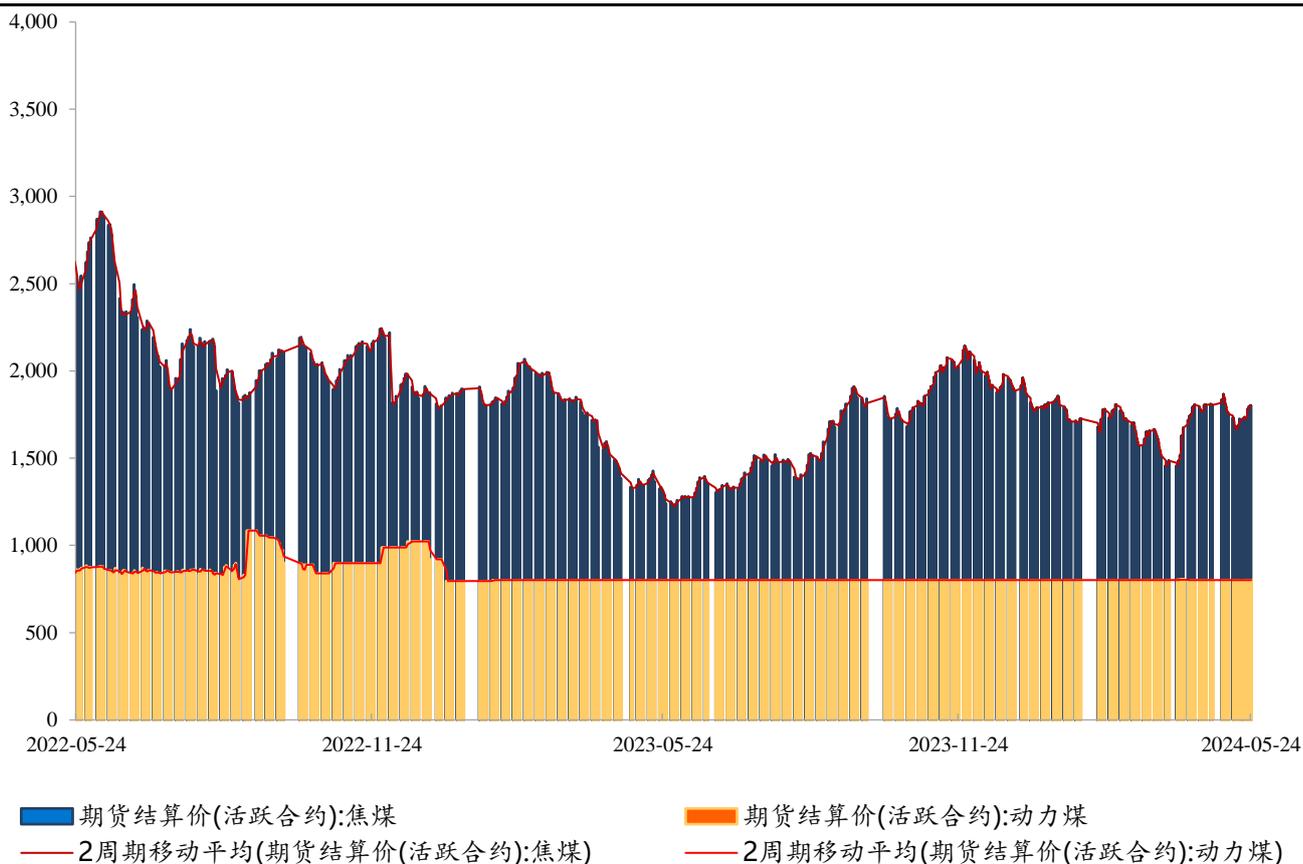
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3：LME 有色金属期货官方价上行（单位：美元/吨）

	2024-5-17	2024-5-24	涨跌幅（%）
期货官方价:LME3 个月锌	2974.00	3061.00	2.93%
期货官方价:LME3 个月铅	2285.00	2295.00	0.44%
期货官方价:LME3 个月铜	10480.00	10365.00	-1.10%
期货官方价:LME3 个月铝	2597.50	2649.50	1.98%

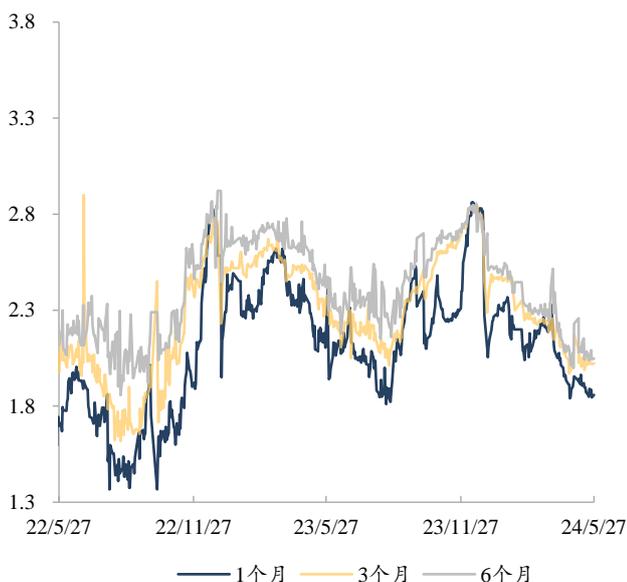
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图21: 焦煤、动力煤价格 (单位: 元/吨)



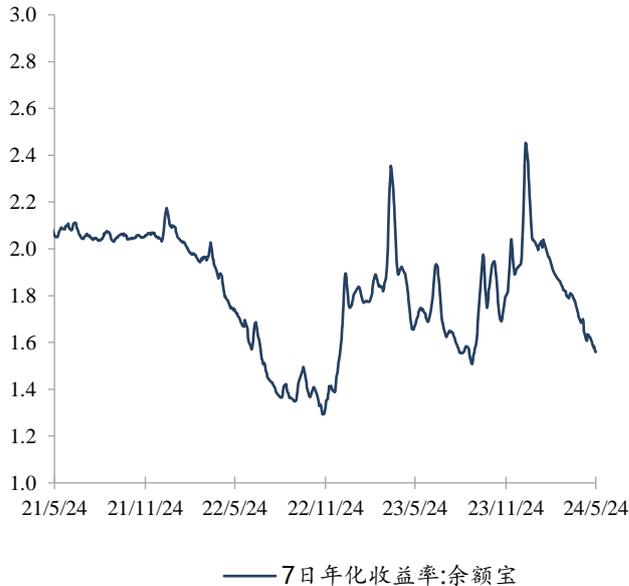
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 同业存单利率 (单位: %)



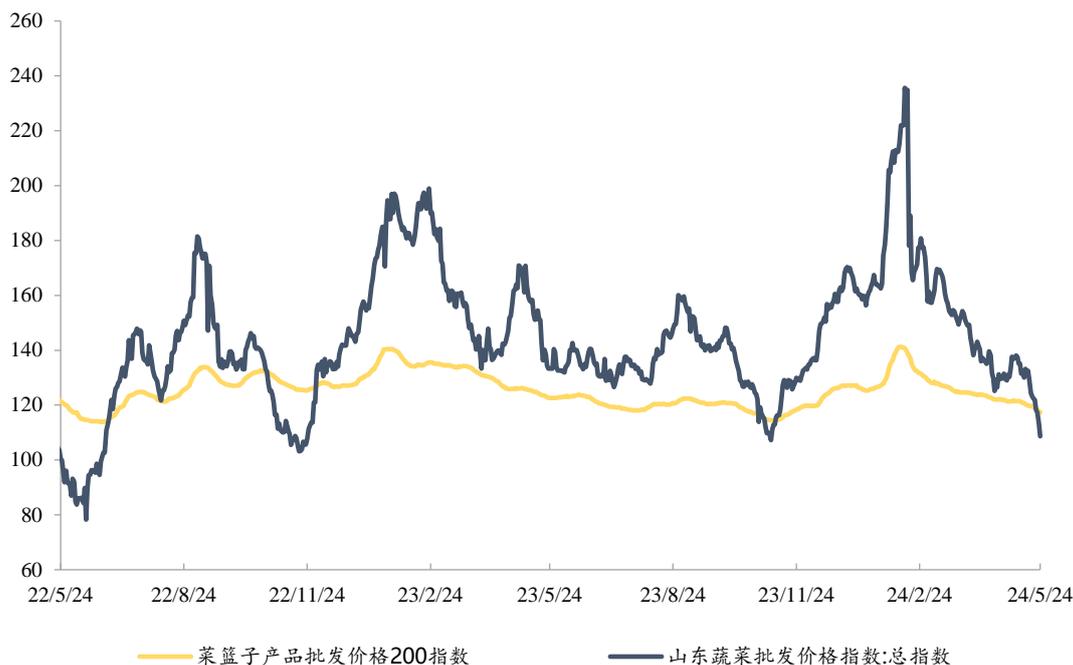
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 余额宝收益率 (单位: %)



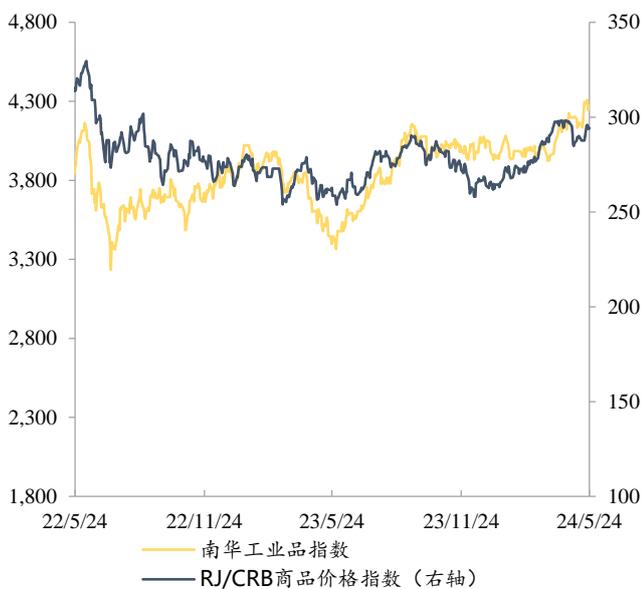
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 蔬菜价格指数 (单位: 元/吨)



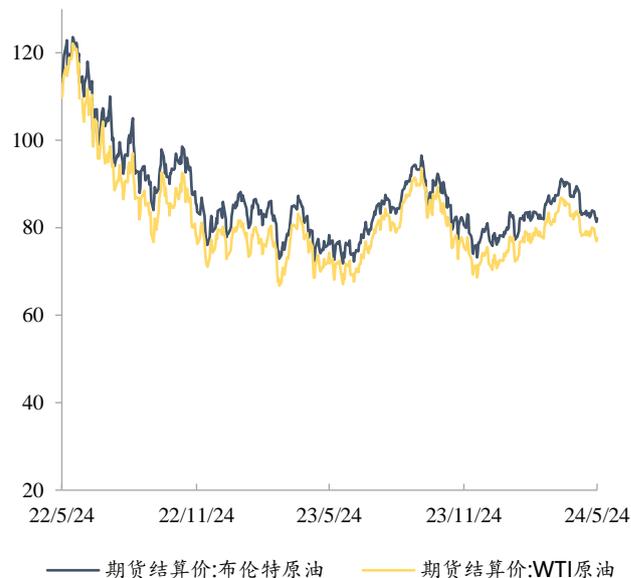
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: RJ/CRB 商品及南华工业品价格指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 布伦特原油、WTI 原油价格 (单位: 美元/桶)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/235113323043011222>