



中信证券研究部



明明
中信证券首席经济学家
S1010517100001



章立聪
资管与利率债首席分析师
S1010514110002

如何看待超长债换手率达峰对债市的影响？

债市聚焦系列 | 2023.6.26

核心观点

6月13日降息落地后，止盈情绪发酵导致债市出现一定调整，超长债换手率一度升至1.02%，创下2020年4月以来的新高。然而结合历史周期分析，超长债换手率在降息落地后出现阶段性增长并非偶然，其达峰回落也并不必然对应债市牛熊切换的拐点。对于后续利率走势的展望，投资者仍应结合当下基本面、政策面及资金面的实际情况进行具体分析，而我们认为短期内的调整为债市提供了新一轮的布局窗口，其中长期的利好趋势仍未转变。

■ 超长债换手率升至20M4以来新高：OMO抢跑MLF落地降息，政策预期引导市场演绎“利多出尽”；部分机构的止盈行为是本轮债市调整的表征，交易属性更强的基金及券商资金现券市场持续卖出，但理财子和保险则延续买入；超长债换手率可以作为观测市场情绪的另一指标，其于23年1月筑底上行，6月12日至6月16日当周升至1.02%，为2020年4月以来新高，6月19日-6月21日周化后回落至0.74%。

■ 如何解读超长债换手率的波动变化？险资由于负债端保单产品期限较长，是超长债的主要配置力量；商业银行同样也是超长债的重要配置力量，但其主要通过在一二级市场认购的方式进行配置；基金则对超长债以交易盘为主，是换手率波动背后的主要推动力量；针对超长债换手率的波动，我们认为有两类情况值得投资者留意：一是超长债换手率在短时间内自低位跳跃上行至峰顶，反映市场情绪可能受到部分事件的特殊冲击而出现显著的预期反转；二是超长债换手率在较长时间中保持趋势上行，此类情况通常反映债市处于利多环境。

■ 超长债换手率达峰是反映债市牛熊切换的拐点吗？从超长债换手率飙升到回落，一般对应市场情绪在短期内的极致转换，此时债市往往出现较大的短期波动，但并不能指向长期的趋势波动；债市由牛转熊往往对应超长债换手率的阶段峰值，而其由熊转牛往往对应超长债换手率的低位上行，但并非所有峰值均能指向牛熊切换的节点；历史上各轮降息落地前后超长债换手率往往出现明显上涨，但后续利率走势却各不相同；超长债换手率仅是反映市场情绪变化的观测指标，其通常是债市牛熊切换的“必要条件”而非“充要条件”。

■ 市场情绪平复后，如何看待未来债市行情演绎？**（1）货币政策：**进入三季度后资金面阶段性收紧对债市造成的压力将减轻；海外加息周期对国内政策利率的掣肘也将逐步消退，考虑到居民和企业融资需求仍相对低迷，未来仍可期待进一步的降息空间；三季度至四季度MLF到期压力逐步增加，在央行货币投放保持相对中性的背景下，通过内部降准实现MLF置换的概率上升。**（2）财政政策：**“以收定支”视角下，2023年以来财政支出发力超过收入，宽财政对经济复苏的动能可能边际减弱；地产周期式微导致土地出让持续缩减是财政收入下滑的重要因素，而地方财政目前面临更大压力，市场对宽财政预期或更多落于中央政策工具的发力，但预计概率有限。

■ 债市展望：长期利好趋势不变，调整提供布局窗口。超长债换手率激增下部分投资者甚至开始担忧市场出现类似于去年11月的调整。然而考虑到6月16日国常会所提及的稳增长政策也尚无具体措施颁布，后续政策落地和地缘政治舆情可能对债市形成小幅度的点状冲击。而自5月以来，市场止盈情绪在利率下行和对宽财政、宽地产的预期期间始终存在犹疑，此次调整或有助于市场释放摇摆情绪，我们认为长债利率在2.65%水平以上具备较好的布局机会。长期来看，下半年宽货币仍有加码空间，而宽财政发力则受到一定约束，债市中长期利好趋势不变，长债利率中枢水平有望逐步下行至2.60%并保有走强空间。

■ 风险因素：货币政策边际收紧；财政政策超预期发力；海外流动性紧缩加剧。

目录

超长债换手率升至 20M4 以来新高	5
如何解读超长债换手率的波动变化?	7
发行端：集中于利率债，地方政府债是主力	7
配置端：险资银行是配置力量，基金是交易力量	8
换手率为何快速上涨：既有极值，亦观趋势	10
超长债换手率达峰是反映债市牛熊切换的拐点吗?	13
市场情绪平复后，如何看待未来债市行情演绎?	15
货币政策：宽货币仍有空间，关注降息降准可能	15
财政政策：下半年财政发力空间受到一定约束	17
债市展望：长期利好趋势不变，调整提供布局窗口	19
风险因素	19
国内宏观	19
高频数据	19
通货膨胀：猪肉价格震荡、鸡蛋价格小幅下跌，工业品价格大体上行	21
债市数据盘点：利率债收益率全面上行	22
一级市场：本周计划发行 2 只利率债	22
二级市场：利率债收益率全面上行	23
重大事件回顾	23
国际宏观	24
美国方面：	24
欧盟方面：	24
流动性监测：银行质押利率、SHIBOR 利率涨跌互现	25
公开市场操作	25
国际金融市场：美股、欧股全线下跌	26
美国市场：美股全线下跌	26
欧洲市场：欧股全线下跌	26

插图目录

图 1：7 天逆回购利率和 1 年期 MLF 操作利率（%）	5
图 2：10 年期国债到期收益率和的 DR007（%）	5
图 3：各机构现券市场净买入规模（亿元）	6
图 4：中长债基和短期债基久期测算值（年，20DMA）	6
图 5：信用债基和利率债基久期测算值（年，20DMA）	6
图 6：超长债换手率实际值和三周平滑均值	7
图 7：存量超长债结构分布（亿元）	8
图 8：超长债发行规模（亿元）	8
图 9：保险机构债券托管结构（2023 年 5 月）	8
图 10：保险机构地方政府债投资增速和 30Y-10Y 国债期限利差	8
图 11：商业银行债券托管结构（2023 年 5 月）	9
图 12：商业银行地方政府债托管净变动和地方政府债净融资规模	9
图 13：各机构 2022 年 12 月以来现券市场上超长债月度净交易规模（亿元）	9
图 14：超长债换手率实际值和 10 年期国债收益率	10
图 15：2016 年 8-12 月超长债换手率实际值和 10 年期国债收益率	11
图 16：2020 年 1-5 月超长债换手率实际值和 10 年期国债收益率	11
图 17：2022 年 8-9 月超长债换手率实际值和 10 年期国债收益率	12
图 18：2021 年 3-9 月超长债换手率平滑均值与 10 年期国债收益率	12
图 19：2023 年至今超长债换手率平滑均值与 10 年期国债收益率	12
图 20：超长债换手率峰值通常指向债市短期波动	13
图 21：债市牛熊转化一般对应超长债换手率的达峰回落或筑底回升，但反之则不然	14
图 22：各年月均 DR007 变动情况（bps）	16
图 23：CME FedWatch 对美联储加息节奏的预测	16
图 24：个人住房贷款加权平均年利率、5 年期 LPR 报价利率、RMBS 条件早偿指数 ...	16
图 25：制造业 PMI 和生产经营活动预期分项（%）	17
图 26：新增企业中长期贷款同比多增幅度逐渐放缓	17
图 27：各月 1 年期 MLF 到期情况（亿元）	17
图 28：公共财政预算累计收入两年复合增速	18
图 29：公共财政预算累计支出两年复合增速	18
图 30：商品房销售面积和国有土地使用权出让收入增速	18
图 31：中央和地方政府性基金收入	18
图 32：房地产成交量同比增	20
图 33：住宅价格环比增速	20
图 34：主要航运指数	20
图 35：CCBFI 同比与出口同比	20
图 36：PMI	20
图 37：发电量及同比增速	20
图 38：三大高频物价指数	21
图 39：猪肉价格	21
图 40：大宗商品价格	22
图 41：CRB 指数同比与 PPI 同比	22
图 42：大宗商品价格	22
图 43：CRB 指数同比与 PPI 同比	22

图 44：主要利率债产品上周变动.....	23
图 45：银行间国债收益率走势.....	23
图 46：银行间回购加权利率.....	25
图 47：银行间回购加权利率周变动.....	25
图 48：标普 500 和标普 500 波动率(VIX).....	26
图 49：美国国债收益率.....	26
图 50：欧洲交易所指数.....	27
图 51：欧元区公债收益率（%）.....	27

表格目录

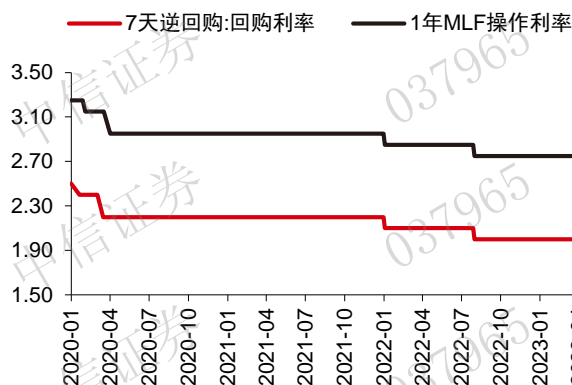
表 1：超长债换手率筑顶前后 10 年期国债到期收益率走势（周平均）.....	13
表 2：历史上六轮 MLF 降息前后超长债换手率和 10 年期国债收益率走势.....	15
表 3：本周计划发行利率债产品.....	22
表 4：上周公开市场操作情况（亿元）.....	25

6月13日降息落地后，止盈情绪发酵导致债市出现一定调整，超长债换手率一度升至1.02%，创下2020年4月以来的新高。然而结合历史周期分析，超长债换手率在降息落地后出现阶段式增长并非偶然，其达峰回落也并不必然对应债市牛熊切换的拐点。对于后续利率走势的展望，投资者仍应结合当下基本面、政策面及资金面的实际情况进行具体分析，而我们认为短期内的调整为债市提供了新一轮的布局窗口，其中长期的利好趋势仍未转变。

■ 超长债换手率升至 20M4 以来新高

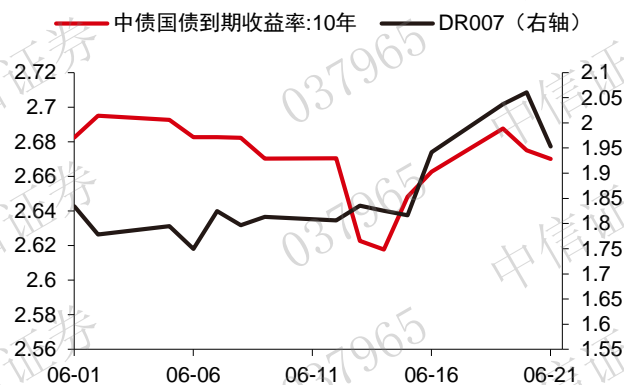
OMO 抢跑 MLF 落地降息，政策预期引导市场演绎“利多出尽”。6月13日，央行在15日MLF调整日之前，率先宣布下调OMO利率10个bps，降息抢跑的背后源于4月以来各项经济数据的表现不佳，短期内加大宽货币力度以呵护经济修复存在紧迫性和必要性。然而降息落地后，市场对后续跟随稳增长政策的期待也同步升温，6月16日国常会就四方面重点研究提出一批政策措施最终坐实市场预期，在“弱现实”被充分交易后，新一轮“强预期”因素引发债市调整，叠加资金面在税期波动中明显收紧，10年期国债收益率自6月15日启动调整，截至6月21日收于2.67%。

图 1：7 天逆回购利率和 1 年期 MLF 操作利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

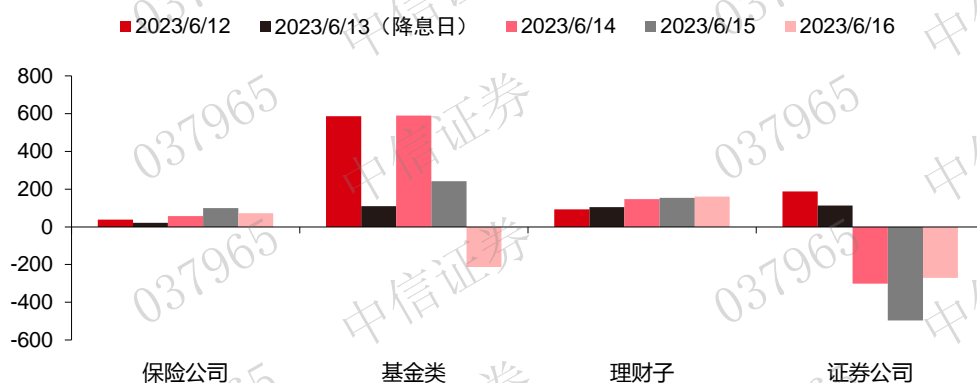
图 2：10 年期国债到期收益率和的 DR007（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

部分机构的止盈行为是本轮债市调整的象征，6月16日以来交易属性更强的基金及券商资金现券市场持续卖出，但理财子和保险则延续买入。观察现券市场的交易数据，负债压力较轻的券商自营资金交易属性相对更强，在债市利率受降息影响筑底后，其于6月14日即开始卖出现券，而基金类产品则于6月16日周五大幅卖出现券。然而我们也观察到商业银行、险资力量在局部回调后对抛售现券有一定承接，而理财子则延续规模修复趋势下对信用债和二永债的持续增配，截至2023年6月16日，理财子5个交易日于现券市场累计买入315.41亿元。

图 3：各机构现券市场净买入规模（亿元）

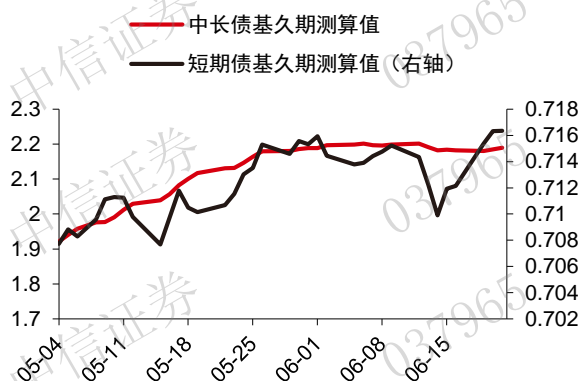


资料来源：Wind，中信证券研究部

对应基金类现券市场的净卖出，各类债基久期自降息落地后先涨后落，端午节前三天则基本走平。降息落地后长债利率先走牛后调整，基金在利率低点开始卖出长债收割资本利得，并在后续阶段秉持防御策略继续调整持仓。端午节前三天，市场调整情绪逐步降温，各类债基久期基本走平。根据我们测算得到的债基久期数据，截至 2023 年 6 月 21 日，中长债基的久期 20 日平滑均值收于 2.19 年，较 6 月 12 日降息当日下降 0.01 年，而短期债基则先跌后涨，久期收于 0.72 年，较 6 月 12 日降息当日上涨 0.002 年。此外，信用债基久期收于 2.16 年，同样低于 5 月末的高点，而利率债基由于自 5 月初即启动调整，其久期测算值仍维持在 2.12-2.13 年间水平窄幅波动。

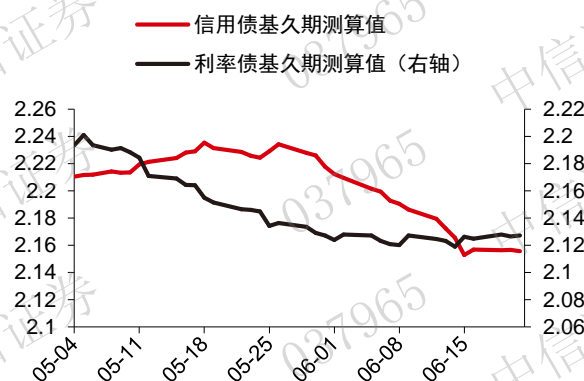
（久期测算方法详情参考《债市聚焦 20230523-分歧的路口，久期的抉择》和《债市聚焦系列 20230613—从久期波动观配债策略》）

图 4：中长债基和短期债基久期测算值（年，20DMA）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

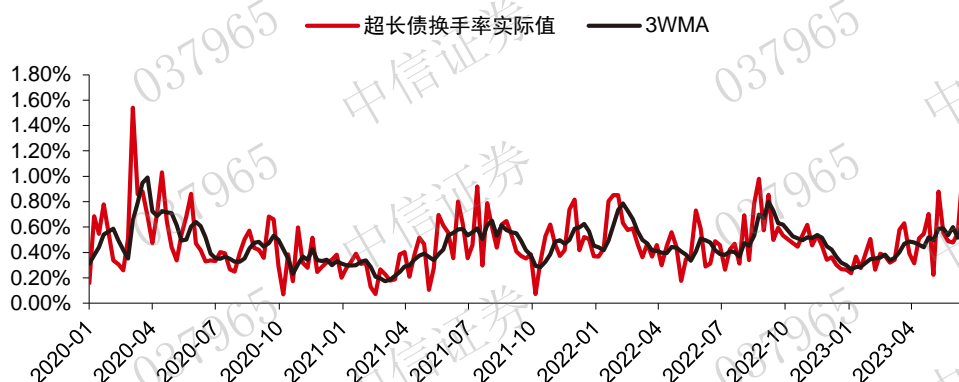
图 5：信用债基和利率债基久期测算值（年，20DMA）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

超长债换手率可以作为观测市场情绪的另一指标，其于 23 年 1 月筑底上行，6 月 12 日至 6 月 16 日当周升至 1.02%，为 2020 年 4 月以来新高，6 月 19 日-6 月 21 日周化后回落至 0.74%。我们统计了期限 15 年以上债券的成交金额和余额（包括存续和已到期），测算得到超长债的换手率数据，同时为剔除噪声对测算值进行了三周平滑计算。截至 2023 年 6 月 12 日-16 日当周，超长债换手率的实际值自前一周 0.55% 突升至 1.02%，为 2020 年 4 月以来新高，而三周平滑均值则收于 0.63%。超长债换手率突然走陡反映市场交易情绪走向极致，对应降息落地后阶段性的“利多出尽”逻辑驱动部分机构启动止盈。而截至 2023 年 6 月 21 日，受端午节假期影响当周仅 3 个交易日，超长债换手率实际值周化后收于 0.74%。

图 6：超长债换手率实际值和三周平滑均值



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

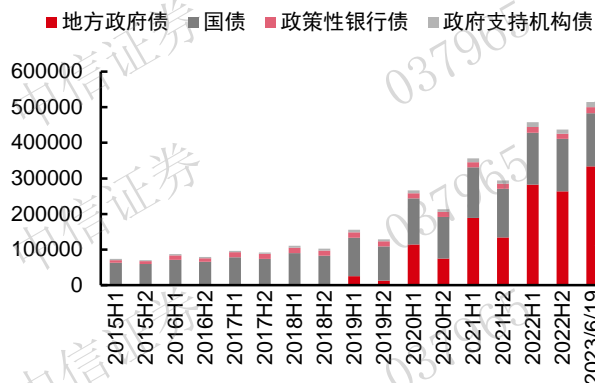
如何解读超长债换手率的波动变化？

如何解读超长率换手率的波动变化，指标增长与回落的背后又如何反映市场的情绪？为了厘清内在规律，我们首先需要对超长债的发行主体与交易主体进行深度分析。

发行端：集中于利率债，地方政府债是主力

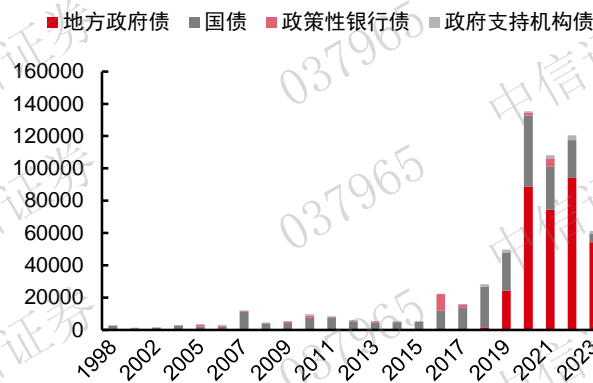
2018 年以前超长债以国债为主，而 2018 年起地方政府债加速发行，目前已成为存量超长债中的最大供给品种，此外超长债还包含部分政金债和以铁道债为代表的政府支持债券。2011 年以前，地方政府债仍采取中央代发代还模式，2014 年 9 月国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》，地方政府被正式赋予适度举债融资权限。而超长期地方债的发行则始于 2018 年，目前已成为存量超长债中最大的供给品种，截至 2023 年 6 月 19 日，存量超长债中地方政府债、国债、政策性银行债和政府支持机构债规模占比分别为 64.96%、28.97%、3.26% 和 2.81%。

图 7：存量超长债结构分布（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：超长债发行规模（亿元）

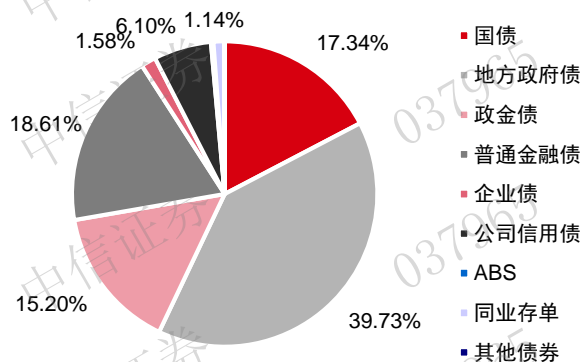


资料来源：Wind，中信证券研究部

配置端：险资银行是配置力量，基金是交易力量

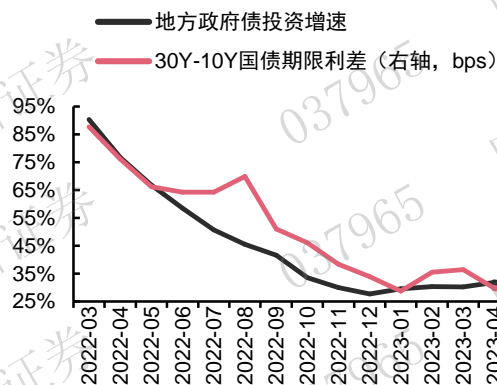
险资由于负债端保单产品期限较长，资产端往往追求久期匹配和安全策略，是超长债的主要配置力量。受限于负债端保单产品的长久期特点，保险机构对超长债有较高的配置需求。截至 2023 年 5 月，保险机构银行间市场债券托管中地方政府债占比接近 40%。而观察 30Y-10Y 国债期限利差与保险机构地方政府债投资增速走势，两者呈明显正相关，这也侧面印证了保险机构重视券种的长期配置价值，往往买在债市利率高点，通过持有至到期的方式收取稳定的高额票息，是超长债的主要配置力量。

图 9：保险机构债券托管结构（2023 年 5 月）



资料来源：Wind，中信证券研究部

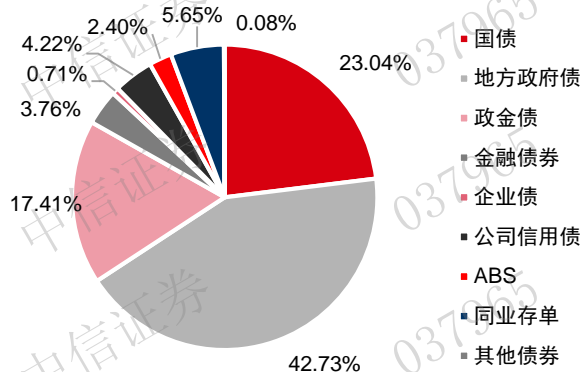
图 10：保险机构地方政府债投资增速和 30Y-10Y 国债期限利差



资料来源：Wind，中信证券研究部

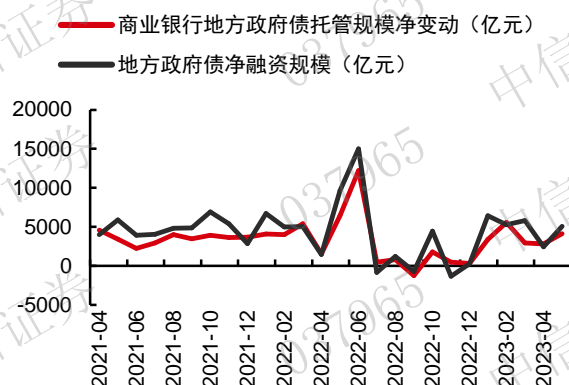
商业银行同样也是超长债的重要配置力量，但不同于险资在二级市场买入，商业银行主要通过在一二级市场认购的方式进行配置。截至 2023 年 5 月，商业银行银行间市场债券托管中地方政府债占比为 42.73%，然而不同于保险机构主要在二级市场买入，商业银行对超长债主要通过一级认购、二级卖出的模式。观察地方政府债净融资规模与商业银行地方政府债托管的净变动规模可发现，两者自有统计数据以来走势高度吻合，侧面说明商业银行是地方政府债在一级市场的主要承接者，同时也是超长债市场的重要配置机构。

图 11：商业银行债券托管结构（2023 年 5 月）



资料来源：Wind，中信证券研究部

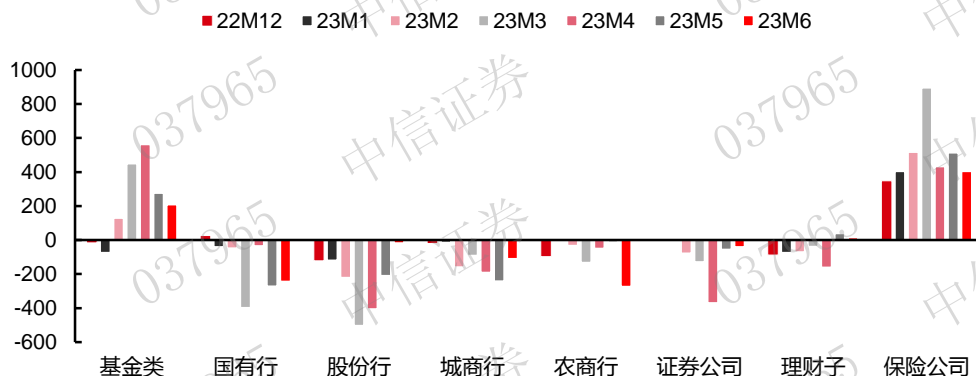
图 12：商业银行地方政府债托管净变动和地方政府债净融资规模



资料来源：Wind，中信证券研究部

基金则对超长债则以交易盘为主，是换手率波动背后的主要推动力量。观察去年 12 月以来二级市场上各类机构的现券交易情况，银行体系由于主要在一二级市场认购，二级市场上对超长债基本维持流出。而除保险机构每月稳定买入较大规模的超长债外，基金类机构在二级市场上对超长债的交易也具备一定规模，但同时又有明显的波动特征。体现为在 22M12-23M2 债市尚处于风险调整阶段时，基金类机构对超长债配置意愿较低，23M1 一度卖出，而当后续债市逐步走牛，基金类机构开始明显增配。而近期伴随机构止盈情绪开始逐步发酵，基金类机构对超长债的买入规模显著回落，近一周内再度显现流出迹象。

图 13：各机构 2022 年 12 月以来现券市场上超长债月度净交易规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023 年 6 月统计截至 21 日

总结来看，虽然险资和商业银行是超长债的配置主力，但其投资逻辑更多源于表内资产负债管理的内生目标。而基金作为净值化产品，是债市交易力量的极致演绎，其投资逻辑受到外部环境影响具有阶段性、周期性的特点，不仅是反映债市波动的“急先锋”，也是超长债换手率“达峰落谷”的波动变化背后的主要推手。因此，通过观测超长债换手率的变化，尤其是关注飙升、回落等极致涨跌的节点，可以判断市场情绪的趋势切换，提示投资者警惕债市潜在的“拐点”风险。

换手率为何快速上涨：既有极值，亦观趋势

超长债换手率是反映债市情绪的中性观测指标，其不必然对应市场走牛或走熊，而结合历史上的超长债换手率波动，我们认为有两类情况值得投资者留意：一是超长债换手率在短时间内自低位跳跃上行至峰顶，反映市场情绪可能受到部分事件的特殊冲击而出现显著的预期反转；二是超长债换手率在较长时间内保持震荡，但趋势上逐步上行，此类情况通常为债市处于利多环境，长债利率走牛推动各类交易力量追涨买入。

图 14：超长债换手率实际值和 10 年期国债收益率

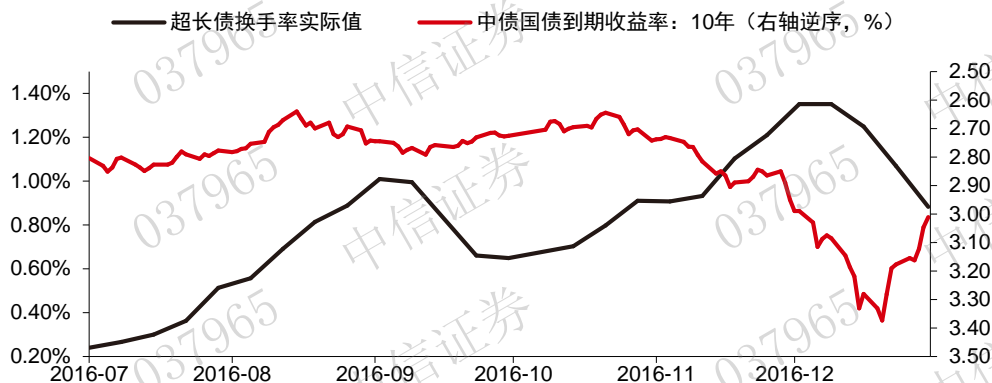


资料来源：Wind，中信证券研究部测算

2016 年 8-12 月、2020 年 3-4 月、2022 年 8-9 月，我们测算得到的超长债换手率均出现短期内多次激增，对应同期部分风险事件引发市场高频的预期反转。

（1）2016 年 8-12 月：债市在这一阶段经历了多轮情绪的切换，体现为超长债换手率短时间内的多次宽幅震荡。2016 年 8 月初，制造业 PMI 跌破 50%，叠加上旬披露 7 月数据多不及预期，弱现实因素推动债市交易情绪升温，超长债换手率短时间内出现跳跃式上行，对应此时债市小幅走牛。市场情绪平复后，9-10 月行情重回震荡，然而 11 月 9 日特朗普美国大选获胜，欧美和国内股市先跌后涨，海外经济强预期推动美债利率上行，人民币贬值压力加剧导致超长债换手率再度冲高，债市开始快速调整。行至 12 月初，某券商“萝卜章”事件加剧市场对债市风险的担忧，12 月 2 日当周超长债换手率升至 1.46%，此后债市陷入长达 1 年多的熊市。

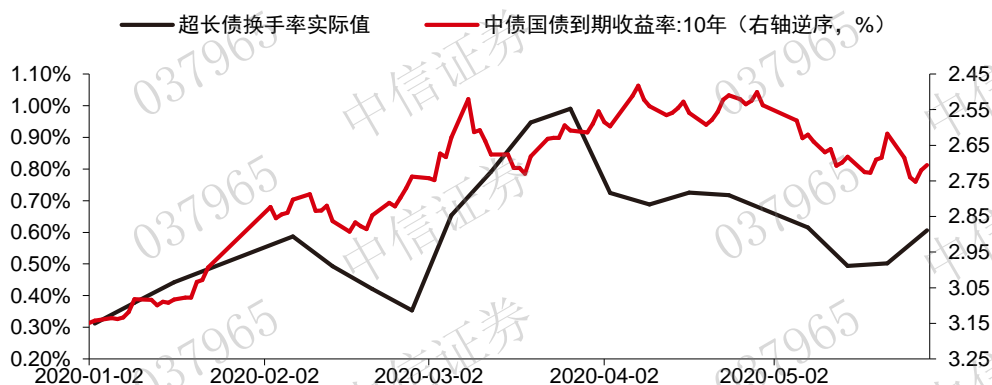
图 15：2016 年 8-12 月超长债换手率实际值和 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

(2) 2020 年 1-5 月：疫情风险的发酵与平复驱动市场交易情绪的极致演绎。2020 年初，美伊冲突助推全球资产避险情绪升温，而在基本面增长压力下我国央行于 1 月 6 日宣布全面降准 50bps，我们测算得到的超长债换手率小幅冲高。3 月初，虽然国内疫情得到初步控制，但海外疫情全面爆发，美联储于 3 月 4 日宣布紧急降息 50bp，美股半月内触发 4 次熔断，我国央行也于同期宣布实施普惠金融定向降准，全球金融市场的“大放水”叠加投资者风险偏好大幅回落，超长债换手率于 3 月 6 日当周升至 1.54%，长债利率在交易情绪的渲染下快速触底。4 月后，疫情逐步专项常态化控制，社会全面复工复产推动经济数据表现亮眼，同时央行开始有意收紧宽货币力度，伴随 4 月降息预期落空，债市再度开始交易紧缩和增长，超长债换手率再度拉升，国债利率也开始低位反弹。

图 16：2020 年 1-5 月超长债换手率实际值和 10 年期国债收益率

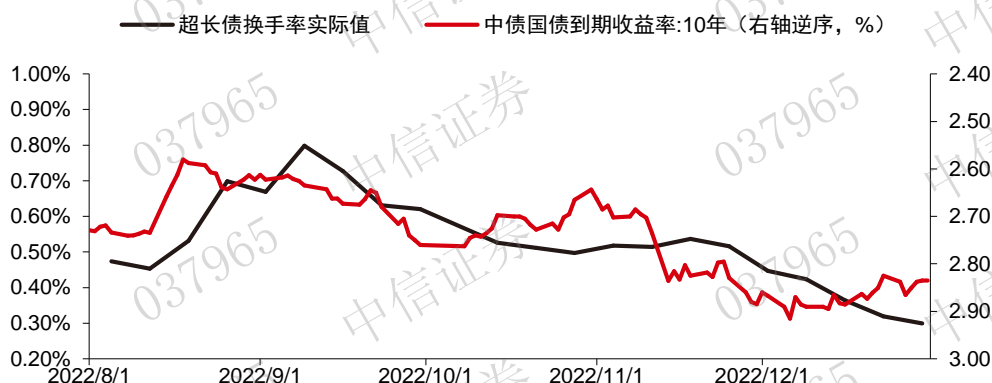


资料来源：Wind，中信证券研究部测算

(3) 2022 年 8-9 月：超预期降息催化超长债换手率急速攀升，但与之相伴的是此后债市的持续调整。牛熊切换的关键时间 2022 年 8 月 15 日，央行超预期降息推动债市行情进入最后的“高潮”，我们测算得到的超长债换手率陡然攀升至 0.78%。而在市场完成对宽货币和弱显示的充分交易后，超长债换手率在较长时间均维持在 0.40%水位以上，债市在利率触底后迅速陷入持续的止盈回调。11 月后，“地产三支箭”和“防疫二十条”再度触动市场对复苏的强预期，超长债换手率此时于高位继续震荡走强，债市第二轮调整自此

启动。

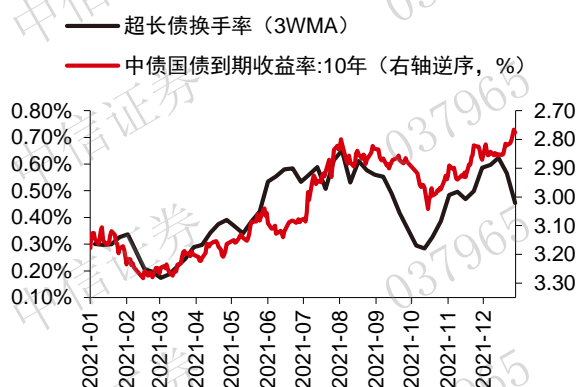
图 17：2022 年 8-9 月超长债换手率实际值和 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

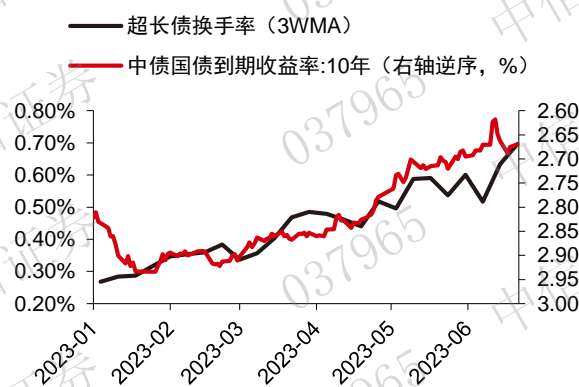
除关注超长债换手率的短期跃迁可能指向市场预期的极致反转外，超长债换手率中长期的趋势性增长一般意味着债市环境正处于较为积极的利多环境。在持续相对较长的债牛行情中，市场对利率的锚定预期逐步清晰，追涨情绪升温往往推动超长债换手率伴随利率下行出现同步上涨。我们可以通过三周平滑均值反映超长债换手率的趋势变化，2021 年 3 月-9 月、2023 年 2 月至今均能较好地印证上述观点。以 2021 年 3 月-9 月为例，2021 年 3 月起权益市场开始回调，在资金面维持平稳宽松的情况下，债市二季度维持慢牛，债市配置情绪伴随利率下行而温和上升，我们测算得到的超长债换手率出现趋势增长。而伴随同期基本面压力逐步上升，央行于 7 月启动全面降准，宽货币推动债市再度迎来一波交易高潮，超长债换手率加速上行并伴随长债利率的阶段筑底而达到顶峰。

图 18：2021 年 3-9 月超长债换手率平滑均值与 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 19：2023 年至今超长债换手率平滑均值与 10 年期国债收益率



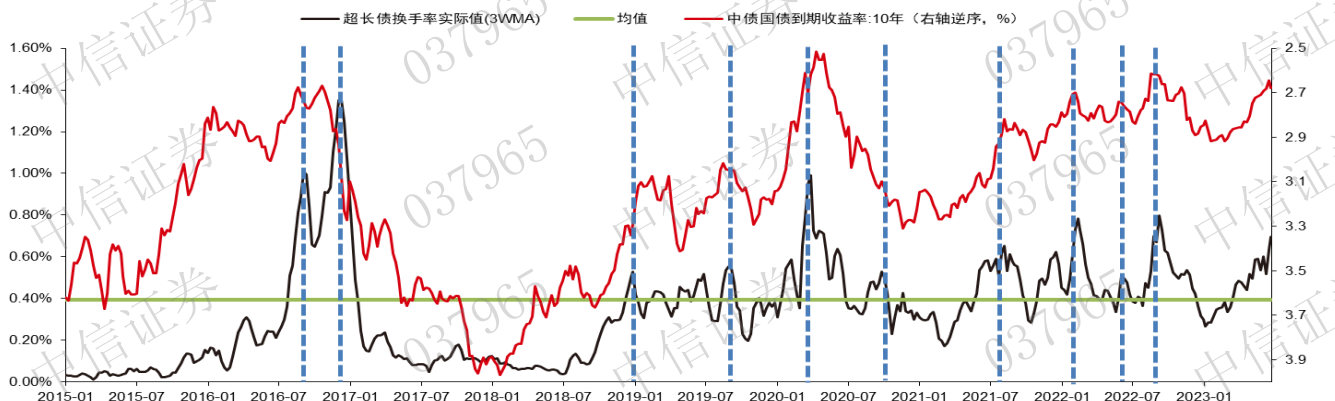
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

观察 2023 年以来超长债换手率的变化情况，其既有中长期趋势性的稳步上涨，对应一季度以来基本面因素推动债市情绪始终较为积极。但降息落地后的超长债换手率的跳跃式增长也开始让投资者担忧，在长债利率阶段筑底后市场预期是否出现了新一轮的极致反转，此轮调整又将延续多久？

■ 超长债换手率达峰是反映债市牛熊切换的拐点吗？

从超长债换手率飙升到回落，一般对应市场情绪在短期内的极致转换，此时债市往往出现较大的短期波动，但并不能指向长期的趋势波动。伴随超长债市场的不断扩容，尤其在 2018 年地方政府债开始发行并提供较大增量后，市场对超长债的交易也趋于频繁，我们测算得到的超长债换手率的中枢明显抬升。若以 2018 年以来 0.40% 的平均水平作为标准，观察超长债换手率出现急涨急跌的各轮时点，国债利率在 1-2 周内往往也会出现同步的调整。逻辑上，超长债换手率本身是交易行为的折射，而投资者预期对利率的影响亦是通过对市场交易反映的，因此情绪的“跌宕起伏”在短期内对债市走势有较为明显的传导效应。然而市场对“盈满则亏”的担忧不必然对应后续债市将出现趋势性的调整，如 2018 年 12 月、21 年 7 月、22 年 1 月、22 年 5 月四轮阶段中，超长债换手率短期内先飙升后回落，此时债市虽有局部回调，但国债收益率中长期的趋势下行仍未中止。

图 20：超长债换手率峰值通常指向债市短期波动



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

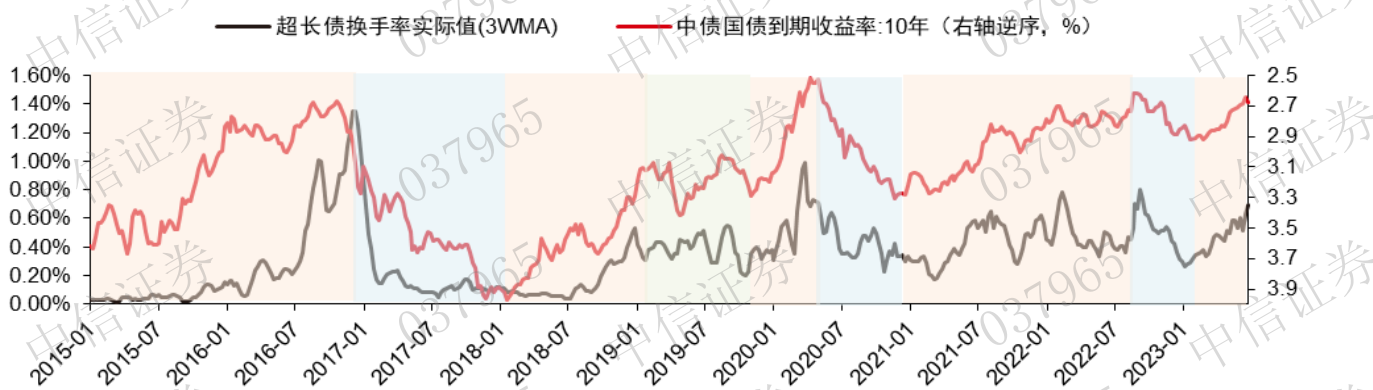
表 1：超长债换手率筑顶前后 10 年期国债到期收益率走势（周平均）

超长债换手率筑顶时间	T-4	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
2016/8/26	2.7917	2.7714	2.7025	2.6751	2.7086	2.7384	2.7683	2.7716	2.7497	2.7217	2.6920	2.6700	2.6950
2016/11/18	2.6700	2.6950	2.7362	2.7767	2.8737	2.8629	2.9340	3.0787	3.2325	3.2709	3.0998	3.1406	3.1890
2018/12/7	3.4963	3.4251	3.3819	3.3800	3.2981	3.2962	3.3402	3.2926	3.1909	3.1178	3.1019	3.1207	3.1173
2019/12/7	3.1595	3.1510	3.0474	3.0174	3.0452	3.0486	3.0433	3.0519	3.1063	3.1246	3.1422	3.1251	3.1693
2020/3/6	2.8328	2.8275	2.8739	2.7878	2.6949	2.6110	2.7029	2.6185	2.5882	2.5141	2.5514	2.5521	2.5239
2020/4/17	2.7029	2.6185	2.5882	2.5141	2.5514	2.5521	2.5239	2.6105	2.6764	2.6890	2.7207	2.7956	2.7897
2021/7/16	3.1270	3.0868	3.0843	3.0419	2.9406	2.9269	2.8867	2.8203	2.8716	2.8634	2.8657	2.8362	2.8610
2022/1/21	2.8338	2.7879	2.8072	2.7953	2.7392	2.7049	2.7005	2.7406	2.7930	2.8005	2.8075	2.8246	2.7922
2022/5/27	2.8340	2.8278	2.8157	2.7974	2.7395	2.7451	2.7623	2.7732	2.7852	2.8299	2.8375	2.8043	2.7782
2022-08-26	2.7720	2.7271	2.7368	2.6145	2.6184	2.6186	2.6228	2.6602	2.6629	2.7342	2.7355	2.7102	2.7012

资料来源：Wind，中信证券研究部测算，渐进色块表示区间内的利率水平的高低，红色对应利率走低，蓝色对应利率走高

结合周期视角观察，债市由牛转熊往往对应超长债换手率的阶段峰值，而其由熊转牛往往对应超长债换手率的低位上行，但并非所有峰值均能指向牛熊切换的节点，投资者仍应结合基本面、资金面的具体情况进行分析。2015 年以来，债券市场已经历了多轮牛熊周期，而在债市由牛转熊时，预期引导市场交易行为激增，往往对应超长债换手率短时间内的飙升；而在债市由熊转牛时，市场对基本面利空的定价往往是缓慢的，因此超长债换手率往往伴随利率下行而自底部缓慢抬升。然而在部分阶段这一规律也会“失效”，如 2018 年初债市由牛转熊，但市场情绪始终未开始定价交易。此外，2021 年至 2022 年第三季度的债牛行情中，我们测算得到的超长债换手率虽也出现多轮走高，但长债利率始终保持趋势下行。逻辑上，超长债换手率作为市场交易行为的映射，对利率走势的指向更多是“被动”的，投资者对债市的长期展望仍应结合基本面、资金面等具体情况进行分析。

图 21：债市牛熊转化一般对应超长债换手率的达峰回落或筑底回升，但反之则不然



资料来源：Wind，中信证券研究部测算，红色对应债券牛市，蓝色对应债券熊市，绿色则对应震荡市

历史上各轮降息落地前后超长债换手率往往出现明显上涨，但后续利率走势却各不相同。2016 年以来六轮 MLF 降息，我们测算得到的超长债换手率在降息落地后数周内均有明显拉升，反映宽货币驱动下债市交易拥挤度出现阶段性升温。然而观察长债利率，降息当周长债利率往往有明显下行，但后续走势则各不相同：（1）**2016 年 2 月**：MLF 作为新型工具，其政策利率的定价属性尚不明显，对债市难以形成趋势性指导，国债收益率整体呈震荡波动。（2）**2019 年 11 月**：降息当周 10 年期国债收益率小幅下行，此后数周内缓步下行并维持在 3.18% 水平波动，主要由于当时“猪周期”影响下通胀高涨，淡化了市场对宽货币加码的反映。（3）**2020 年 2 月-4 月**：受疫情影响，央行两次降息累计 30bps，其中 4 月降息得益于疫情解封和复工复产加速，迅速撬动市场对基本面复苏的预期，国债收益率在降息后转跌为涨。（4）**2022 年 1 月**：2021 年末的中央经济工作会议指提出我国经济发展面临的三重压力，市场对降息预期已有预期，降息落地后国债利率下行幅度相对有限，后续则在 2.80% 水平震荡。（5）**2022 年 8 月**：美联储持续加息的背景下，本轮降息略超市场预期，国债收益率在降息落地后大幅下行，超长债换手率也反映市场追涨情绪高涨，但后续伴随稳增长政策预期发酵和 9 月 PSL 抵押补充贷款大幅新增，国债利率开始底部回调。

表 2：历史上六轮 MLF 降息前后超长债换手率和 10 年期国债收益率走势

降息日	指标	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	降息后利率走势
2016/2/19	10Y 国债 (%)	2.86	2.85	2.83	2.86	2.87	2.89	2.83	2.83	2.85	震荡
	超长债换手率 (3WMA)	0.101%	0.071%	0.056%	0.070%	0.122%	0.179%	0.236%	0.264%	0.296%	
2019/11/5	10Y 国债 (%)	3.22	3.29	3.27	3.25	3.18	3.17	3.18	3.18	3.20	下行
	超长债换手率 (3WMA)	0.229%	0.355%	0.380%	0.401%	0.377%	0.319%	0.355%	0.381%	0.360%	
2020/2/17	10Y 国债 (%)	2.83	2.83	2.87	2.79	2.69	2.61	2.70	2.62	2.59	下行
	超长债换手率 (3WMA)	0.587%	0.493%	0.421%	0.353%	0.653%	0.791%	0.947%	0.991%	0.724%	
2020/4/15	10Y 国债 (%)	2.59	2.51	2.55	2.55	2.52	2.61	2.68	2.69	2.72	先下后上
	超长债换手率 (3WMA)	0.724%	0.688%	0.726%	0.717%	0.709%	0.616%	0.493%	0.502%	0.606%	
2022/1/17	10Y 国债 (%)	2.81	2.80	2.74	2.70	2.70	2.74	2.79	2.80	2.81	先下后上
	超长债换手率 (3WMA)	0.442%	0.419%	0.493%	0.613%	0.734%	0.785%	0.728%	0.663%	0.566%	
2022/8/15	10Y 国债 (%)	2.73	2.74	2.61	2.62	2.62	2.62	2.66	2.66	2.73	先下后上
	超长债换手率 (3WMA)	0.474%	0.453%	0.532%	0.699%	0.669%	0.798%	0.727%	0.631%	0.621%	

资料来源：Wind，中信证券研究部测算，渐进色块表示区间内的超长债换手率和利率水平的高低，红色对应换手率走高、利率走低，蓝色对应换手率走低、利率走高

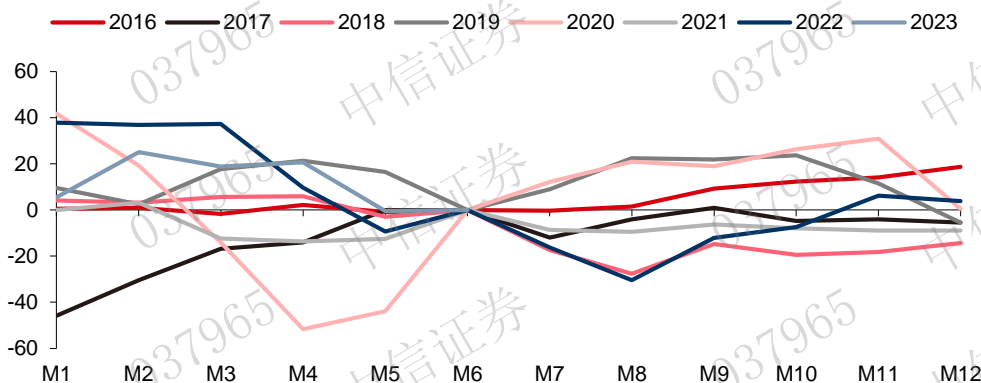
结合上述分析，不难看出超长债换手率仅是反映市场情绪变化的观测指标，其通常是债市牛熊切换的“必要条件”而非“充要条件”。对于未来债市的预测，仍应结合实际的基本面、政策面和资金面变情况进行具体分析。

■ 市场情绪平复后，如何看待未来债市行情演绎？

货币政策：宽货币仍有空间，关注降息降准可能

进入三季度后，预计资金面阶段收紧对债市造成的压力将减轻，政策利率中枢下移带来的流动性宽松利好将逐步显现。此轮债市回调中，除机构在利率见底后的止盈情绪发酵外，资金面受月中税期走款和月末跨季考核影响而有所收紧也是一大诱因。而结合历史上各年 DR007 利率走势，除 2019 年和 2020 年受央行控制货币投放资金面利率自年中后有所收紧，其余年份三季度资金面利率均见明显宽松。我们预计进入三季度后，短期内资金面对债市的压力将减轻，而政策利率中枢下移带来的利好也将逐步显现，下半年流动性宽松或推动债市表现走强。

图 22：各年月均 DR007 变动情况 (bps)



资料来源：Wind，中信证券研究部，以各年 6 月平均值为基准

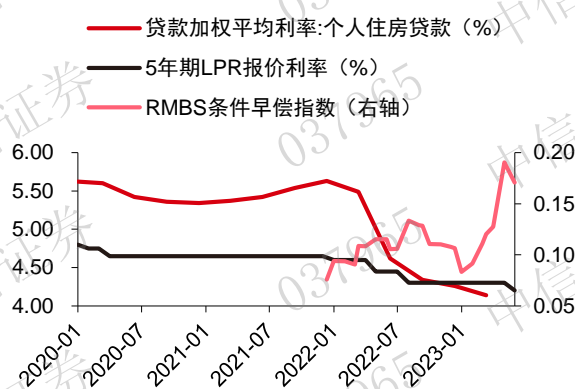
海外加息周期对国内政策利率的掣肘也将逐步消退，考虑到宽货币传导至实体经济存在时滞，居民和企业融资需求仍相对低迷，未来仍可期待进一步的降息空间。美联储六月 FOMC 会议点阵图显示 2023 年可能仍有 50bps 的加息空间，叠加我国央行 6 月降息决议，当前人民币汇率面临较大的贬值压力。但根据 CME FedWatch 的预测，目前市场主流观点预期 7 月或将是美联储最后一次加息，因此三季度乃至四季度海外流动性紧缩对国内政策利率的掣肘将逐步消退。同时从内需上看，居民端虽然目前贷款利率持续压降，2023Q1 个人住房贷款加权平均利率跌至 4.14%，已低于 6 月 5 年期 LPR 报价的 4.20%，但截至 6 月 21 日全国银行同业拆借中心公布的 RMBS 条件早偿指数为 0.1717，仍处于历史相对高位，反映居民“提前还贷”现象仍然存在；而企业端，5 月 PMI 和信贷数据双双收缩，也显示社会融资需求仍待更多政策呵护，未来仍可期待进一步的降息空间。

图 23：CME FedWatch 对美联储加息节奏的预测

MEETING PROBABILITIES																
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600			
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	76.9%	0.0%	0.0%			
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%	67.2%	13.8%	0.0%			
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.8%	61.7%	19.9%	1.6%			
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	26.6%	52.6%	15.9%	1.2%			
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	14.8%	39.2%	34.8%	8.8%	0.6%			
2024/3/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	9.3%	29.0%	36.7%	19.7%	4.1%	0.3%			
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.3%	26.6%	35.7%	21.8%	6.0%	0.7%	0.0%			
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.0%	18.5%	31.7%	28.0%	13.0%	3.1%	0.3%	0.0%			
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.2%	16.0%	29.2%	28.6%	15.7%	4.9%	0.8%	0.1%	0.0%			
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	3.5%	13.9%	26.8%	28.7%	18.1%	8.8%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%			
2024/11/6	0.0%	0.3%	3.2%	12.8%	25.5%	28.5%	19.2%	8.0%	2.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%			
2024/12/18	0.2%	1.9%	8.4%	19.7%	27.1%	23.4%	13.1%	4.8%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%			

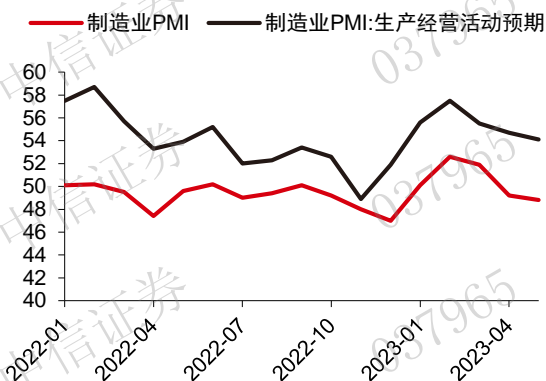
资料来源：CME FedWatch，中信证券研究部

图 24：个人住房贷款加权平均年利率、5 年期 LPR 报价利率、RMBS 条件早偿指数



资料来源：Wind，中国货币网，中信证券研究部

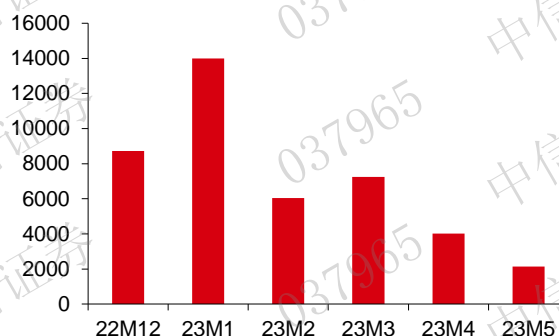
图 25：制造业 PMI 和生产经营活动预期分项（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：新增企业中长期贷款同比多增幅度逐渐放缓

新增企业中长期贷款：同比净变动（亿元）

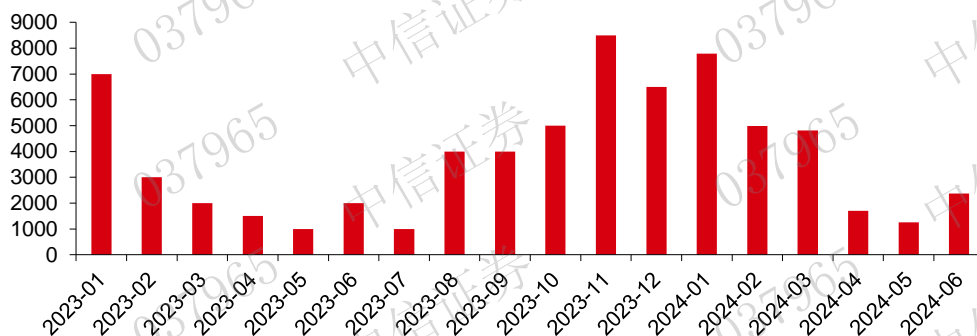


资料来源：Wind，中信证券研究部

三季度至四季度 MLF 到期压力逐步增加，在央行货币投放保持相对中性的背景下，通过内部降准实现 MLF 置换的概率上升。一季度以来，央行在货币投放上始终保持定力，各月 MLF 基本维持小额续作反映其避免“大水漫灌”、强调“精准有利”的政策思路。在此般背景下，考虑到 8 月后银行体系将迎来 MLF 到期高峰，通过降准释放内部资金压力以实现 MLF 置换的概率上升，其对于债市或也将形成同步的长期利好。

图 27：各月 1 年期 MLF 到期情况（亿元）

1年期MLF到期金额（亿元）

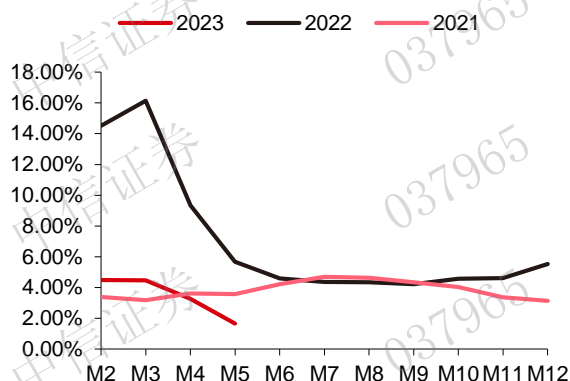


资料来源：Wind，中信证券研究部

财政政策：下半年财政发力空间受到一定约束

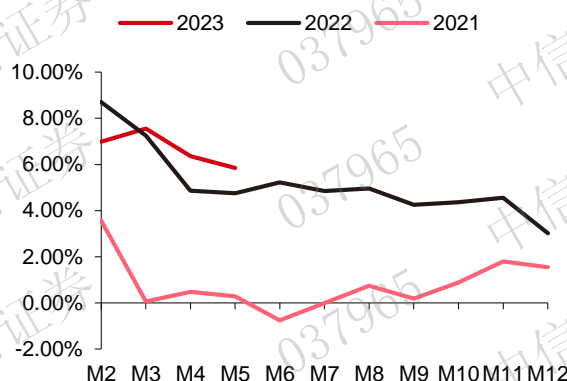
“以收定支”视角下，2023 年以来财政支出发力超过收入，宽财政对经济复苏的动能可能边际减弱。影响债市走势的另一因素来源于市场对宽财政以及与之相伴的经济复苏节奏的预期。为剔除疫情的低基数影响，我们计算了公共财政预算累计收入和支出的两年复合增速，在财政“以收定支”视角下，2023 年以来财政收入的增速低于往年水平，而财政支出的增速高于往年水平。财政收入与预算的不协调增长一定程度上也导致中央政府开始逐渐加强对局部地区地方政府债务风险的管控，下半年宽财政对经济复苏的动能可能边际减弱。

图 28：公共财政预算累计收入两年复合增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

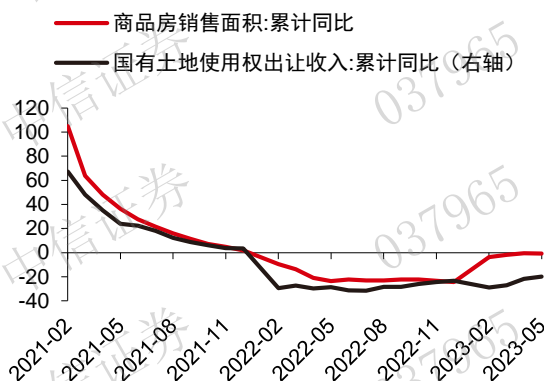
图 29：公共财政预算累计支出两年复合增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

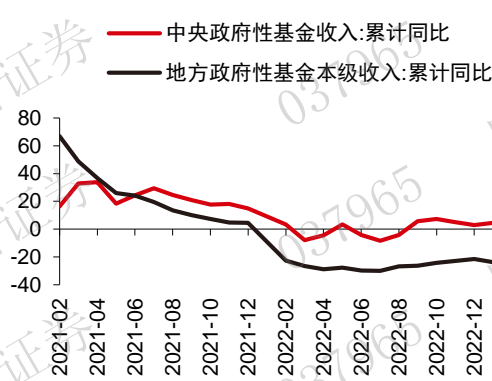
地产周期式微导致土地出让持续缩减是财政收入下滑的重要因素，而地方财政目前面临更大压力，市场对宽财政预期或更多落于中央政策工具的发力，但预计概率有限。2022年11月以来，尽管政府已先后落实“地产三支箭”、“金融十六条”等多项支持政策，目前地产市场表现仍相对低迷。前端销售数据下滑促使开发商后端拿地开工意愿不强，进而影响土地出让收入增长，是导致政府财政收入下滑的重要原因之一，其中地方政府相较而言面临更大的压力。而在存量的债务压力和地方政府债限额约束下，下半年依靠地方财政推动经济复苏的难度较高，市场对宽财政的预期或更多落于中央政策工具的发力。近期市场对特别国债的发行可能较为关注，但回顾前三次特别国债的发行时点，当时经济修复的不确定性和对政策托底的诉求更强，考虑到全年5%较为稳健适中的经济增长目标，我们预计相应政策的兑现概率较低，运用结构性货币政策工具或参考去年6月通过政策性金融工具替代财政发力的可能性更高。

图 30：商品房销售面积和国有土地使用权出让收入增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：中央和地方政府性基金收入



资料来源：Wind，中信证券研究部

债市展望：长期利好趋势不变，调整提供布局窗口

结合前述分析，我们认为市场不必过于担忧降息落地后债市的阶段回调，在超长债换手率达峰回落后，债市大方向的利好趋势不变，短期内长债利率在 2.65% 水平以上具备较好的布局机会，中长期中枢水平或下行至 2.60% 并仍保有走强空间。6 月降息落地和宽财政预期一度引导市场情绪震荡，超长债换手率激增下部分投资者甚至开始担忧市场出现类似于去年 11 月的调整。然而考虑到 6 月 16 日国常会所提及的稳增长政策尚无具体措施颁布，交易性较强的基金和券商的现券抛售规模也显著低于去年 11 月中的水平，后续市场政策落地和地缘政治事件可能对债市形成小幅度的点状冲击，但仍不至于形成趋势性拐点。而自 5 月以来，市场止盈情绪在利率下行和对宽财政、宽地产的预期间始终存在犹疑，此次调整或有助于市场释放摇摆情绪，我们认为长债利率在 2.65% 水平以上具备较好的布局机会。长期来看，下半年宽货币仍有加码空间，而宽财政发力则受到一定约束，债市中长期利好趋势不变，长债利率中枢水平有望逐步下行至 2.60% 并保有走强空间。

■ 风险因素

货币政策边际收紧；财政政策超预期发力；海外流动性紧缩加剧。

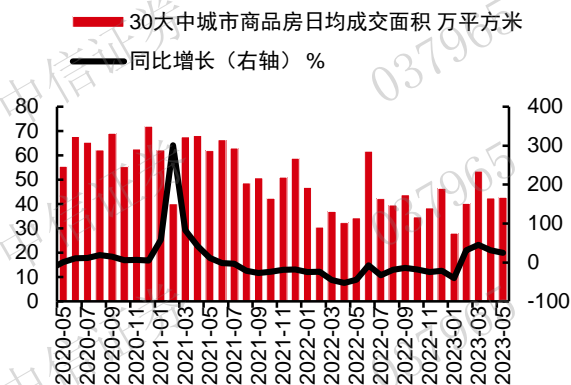
■ 国内宏观

高频数据

房地产市场方面，截至 6 月 23 日，30 大中城市商品房成交面积累计同比上升 5.17%，其中一线城市累计同比上升 23.61%，二线城市累计同比下降 2.32%，三线城市累计同比上升 8.58%。上周整体成交面积较前一周下降 11.83%，一、二、三线城市周环比分别为 -16.87%、-6.45%、-19.29%。重点城市方面，北京、上海、深圳商品房成交面积累计同比涨跌幅分别为 17.27%、54.84%、3.71%，周环比涨跌幅分别为 -25.09%、-27.77%、-19.68%。6 月 21 日，按照济南市统计局公布 2022 年度济南市城镇非私营单位就业人员年平均工资计算的 2023 年度住房公积金最高月缴存基数为 30975 元。各住房公积金缴存单位及受委托银行要严格按本规定执行，各受委托银行要及时将汇缴的住房公积金计入职工个人账户。

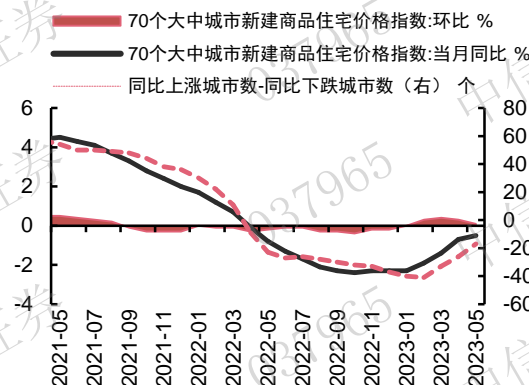
航运指数方面，截至 6 月 21 日，BDI 指数上涨 5.47%，收 1138 点。CDFI 指数下降 0.17%。波罗的海干散货运价指数连续第三周上涨，受海岬型船舶需求强劲支撑。波罗的海干散货运价指数为这一个月以来最高水平。

图 32: 房地产成交量同比增



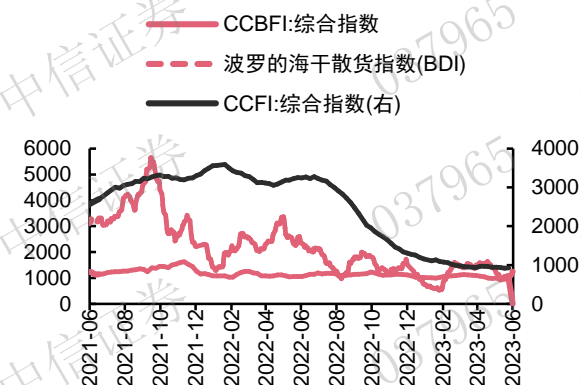
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 33: 住宅价格环比增速



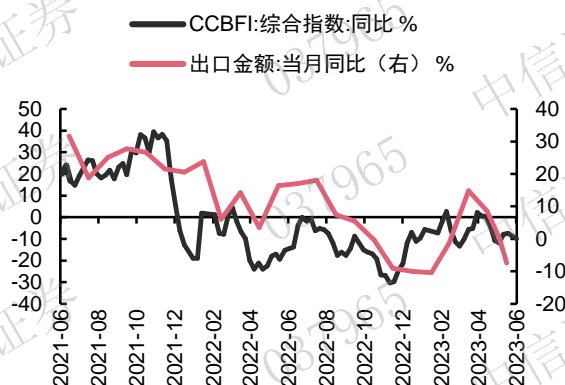
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 34: 主要航运指数



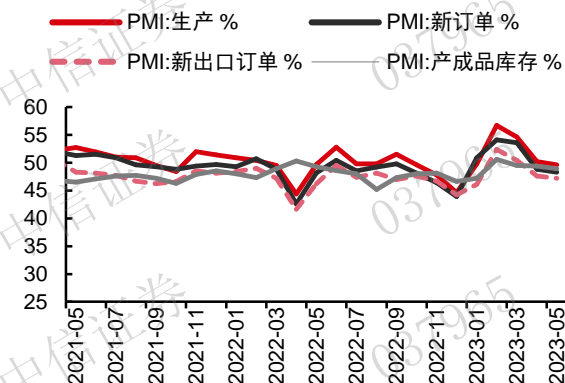
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 35: CCBFI 同比与出口同比



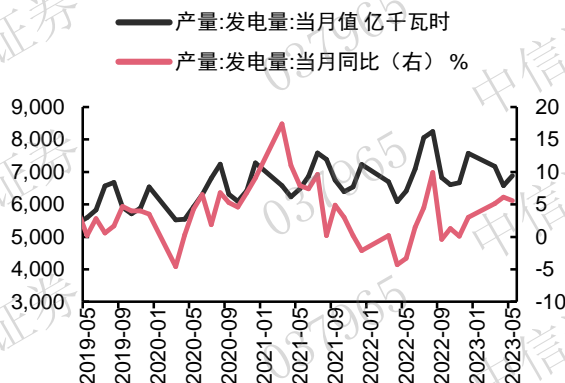
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 36: PMI



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 37: 发电量及同比增速



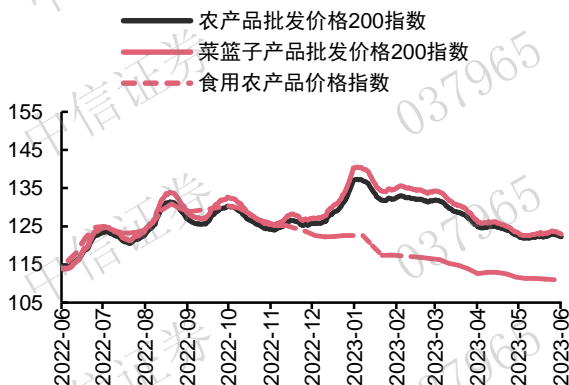
资料来源: Wind, 中信证券研究部

通货膨胀：猪肉价格震荡、鸡蛋价格小幅下跌，工业品价格大体上行

截至 6 月 21 日，农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周上升 0.80%。从主要农产品来看，生意社公布的外三元猪肉价格为 14.23 元/千克，较前周下跌 0.49%；鸡蛋价格为 8.30 元/千克，较上周下跌 1.31%。本周猪肉价格继续震荡前行，国内生猪价格呈现节前上涨节后回落趋势。受夏日高温天气影响，生猪出栏减少。而本周鸡蛋价格继续下跌。持续受国内高温天气的影响，鸡蛋存储时间减短、鸡蛋发霉的现象依旧。

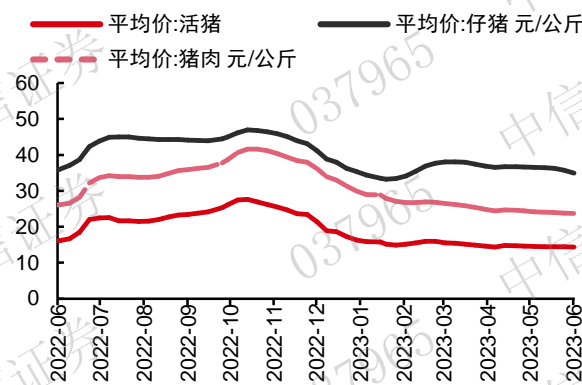
截至 6 月 21 日，南华工业品指数较前一周上升 0.73%。能源价格方面，WTI 原油期货价报收 72.53 美元/桶，较前周上升 6.24%。钢铁产业链方面，Myspic 综合钢价指数为 143.51，较前周上升 0.09%。经销商螺纹钢价格为 3714.44 元/吨，较前周下跌 0.83%，上游澳洲铁矿石价格为 867.22 元/吨，较前周下跌约 0.14%。建材价格方面，水泥价格为 342.0 元/吨，较前周下跌 0.29%。本周螺纹钢价格震荡前行，低供应、低库存给予钢价支撑，但产量将再度回升，利好效应不强，相反淡季需求持续下行。预计钢价运行逻辑仍持续博弈，短期内价格将小幅震荡下行。

图 38：三大高频物价指数



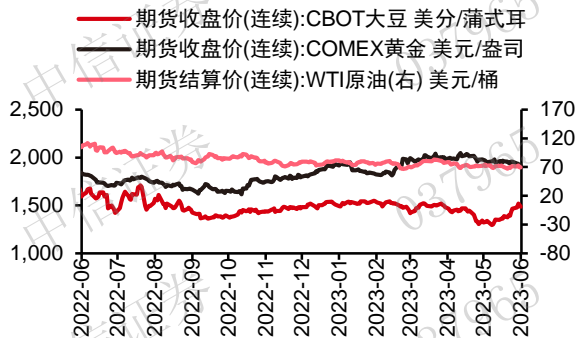
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：猪肉价格



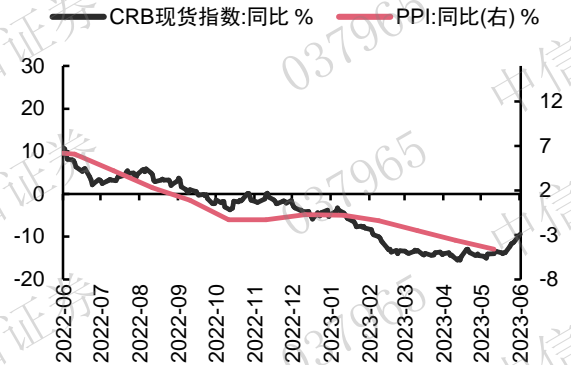
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：大宗商品价格



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 41：CRB 指数同比与 PPI 同比



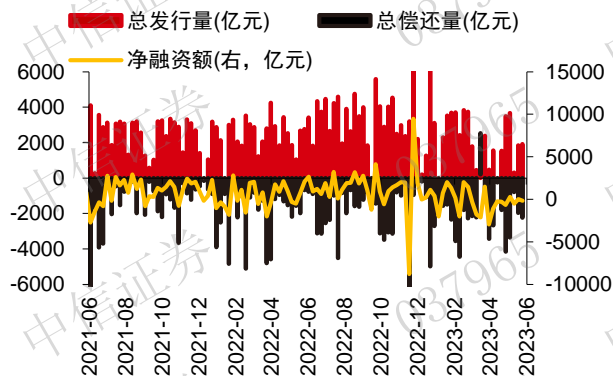
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 债市数据盘点：利率债收益率全面上行

一级市场：本周计划发行 2 只利率债

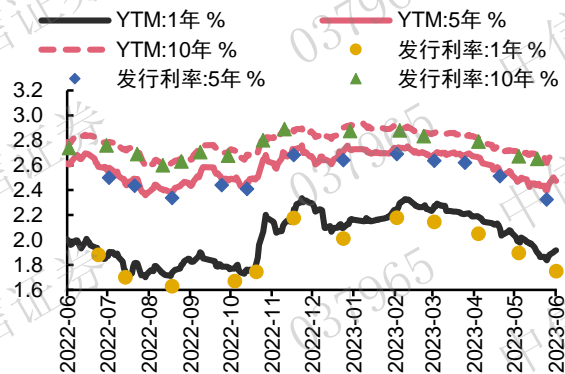
上周（6月19日-6月23日）一级市场共发行 15 只利率债。本周（6月26日-6月30日）计划发行 2 只利率债，计划发行总额 130 亿元。

图 42：大宗商品价格



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：CRB 指数同比与 PPI 同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3：本周计划发行利率债产品

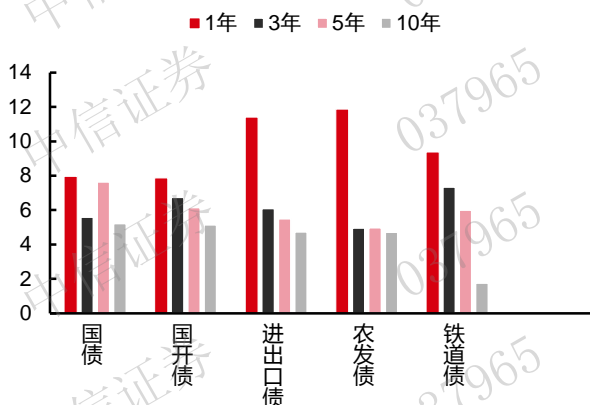
交易代码	债券简称	发行起始日	计划发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
230405Z7.IB	23 农发 05(增 7)	2023-06-26	60.0000	3	政策银行债
230407Z3.IB	23 农发 07(增 3)	2023-06-26	70.0000	5	政策银行债
合计			130		

资料来源：Wind，中信证券研究部

二级市场：利率债收益率全面上行

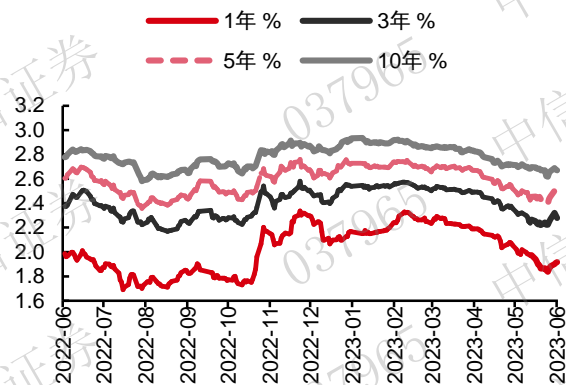
利率债收益率全面上行。截至 6 月 16 日，国债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 7.96bps、5.59bps、7.64bps、5.23bps。国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 7.87bps、6.75bps、6.15bps、5.15bps。

图 44：主要利率债产品上周变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：银行间国债收益率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

重大事件回顾

6 月 19 日，国家主席习近平会见美国国务卿布林肯。习近平强调，世界需要总体稳定的中美关系，中美两国能否正确相处事关人类前途命运。两国之间存在的共同利益应该得到重视，各自取得成功对彼此都是机遇而非威胁。两国应该本着对历史、对人民、对世界负责的态度，处理好中美关系，为全球和平与发展作出贡献，为变乱交织的世界注入稳定性、确定性、建设性。大国竞争不符合时代潮流，更解决不了美国自身的问题和世界面临的挑战。中国尊重美国的利益，不会去挑战和取代美国。同样，美国也要尊重中国，不要损害中国的正当权益。任何一方都不能按照自己的意愿塑造对方，更不能剥夺对方正当发展权利。中方始终希望中美关系能够健康稳定，相信两个大国能够排除万难，找到相互尊重、和平共处、合作共赢的正确相处之道。（中国外交部）

6 月 20 日，国务院总理李强同德国总理朔尔茨共同主持第七轮中德政府磋商。两国总理听取了双方外交、经贸、工业、财金、司法等 22 个部门负责人关于推动中德在有关领域合作进展情况的汇报。李强表示，双方要抓住绿色转型机遇，推动合作提质升级。中方倡议中德成为“绿色同行”伙伴，就绿色、环保等议题加强沟通协调，推动绿色能源科技研发、产业技术升级，深化新能源汽车、绿色金融、第三方市场等领域合作。要坚持务实开放态度，更好实现互利共赢。要加强全球经济治理合作，保障国际产业链供应链稳定，推动世界经济早日复苏。（人民网）

6 月 21 日，中国人民银行党委书记郭树清主持召开金融系统座谈会。会议指出，要加强金融监管、纪检监察与审计监督的贯通协同，促进行业监管与督促审计整改有机结合，

提升审计整改成效。会议强调，要充分认识审计工作的政治属性和政治功能，增强支持审计、接受监督、抓好整改的自觉性和主动性。金融系统各单位要强化组织领导，依法自觉接受审计监督，积极支持配合审计工作。要紧扣审计关注重点问题，加大力度推动审计发现的涉及重大项目、重大战略、重大举措等问题的整改落实落地。（中证网）

6月22日，国务院总理李强在巴黎同法国总理博尔内举行会谈。李强指出，双方要不断挖掘绿色发展、科技创新、数字贸易等方面合作潜力，助力两国实现“双碳”目标，为双方经贸合作扩容提质增效。中方愿同欧方加强宏观政策协调，为双方开展长期稳定合作创造条件。博尔内表示，不会采取针对中国企业的歧视性措施，愿深化双边贸易、投资、航空、农食、绿色发展、医疗健康等领域合作。（新华社）

6月23日，国务院总理李强在巴黎出席新全球融资契约峰会闭幕式并发表讲话。李强表示，坚定推进经济全球化和自由贸易，为发展中国家注入新的增长动力。中方愿与国际社会一道，促进贸易和投资自由化便利化，旗帜鲜明反对贸易保护主义和各种形式的“脱钩断链”。（人民日报）

■ 国际宏观

美国方面：

6月19日，美国6月NAHB房产市场指数今值55，预期51，前值50。（全美住房建筑商协会）

6月22日，美国6月16日当周EIA原油库存变动(万桶)今值-383.1，前值791.9。（美国能源信息署）美国一季度经常帐(亿美元)今值-2193，预期-2171，前值-2162。（美国经济分析局）

6月23日，美国6月Markit综合PMI初值53，预期53.5，前值54.3。（IHS Markit）

欧盟方面：

6月20日，德国5月PPI同比今值1%，预期1.7%，前值4.1%。（德国联邦统计局）德国5月PPI环比今值-1.4%，预期-0.7%，前值0.3%。（德国联邦统计局）

6月21日，英国5月CPI同比今值8.7%，预期8.4%，前值8.7%。（英国国家统计局）英国5月CPI环比今值0.7%，预期0.5%，前值1.2%。（英国国家统计局）

6月23日，德国6月制造业PMI初值41，预期43.5，前值43.2。（IHS Markit）欧元区6月制造业PMI初值43.6，预期44.8，前值44.8。（IHS Markit）

■ 流动性监测：银行质押利率、SHIBOR 利率涨跌互现

公开市场操作

上周（6月19日-6月25日）有6120亿元逆回购投放，500亿元逆回购到期，500亿元国库现金定存到期，流动性净投放5120亿元。

表 4：上周公开市场操作情况（亿元）

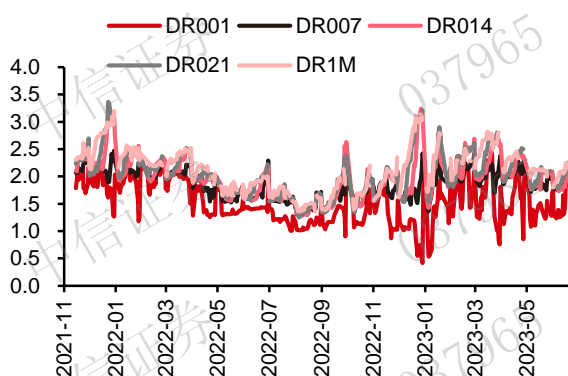
	2023-06-19		2023-06-20		2023-06-21		2023-06-25	
	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼
7 天逆回购	890	20	1820	20	1450	20	1960	440
14 天逆回购								
28 天逆回购								
6 个月 MLF								
1 年期 MLF								
1 年期 TMLF								
降准								
国库现金定存				500				
投放总计	6120							
到期总计		1000						
净投放	5120							

资料来源：Wind，中信证券研究部

货币市场：银行质押利、SHIBOR 利率涨跌互现。截至6月21日，DR001 加权平均利率为 1.7908%，较上周变动 -14.09bps；DR007 加权平均利率为 1.9531%，较上周变动 1.15bps；DR014 加权平均利率为 2.3027%，较上周变动 40.2bps；DR021 加权平均利率为 2.2975%，较上周变动 21.66bps。

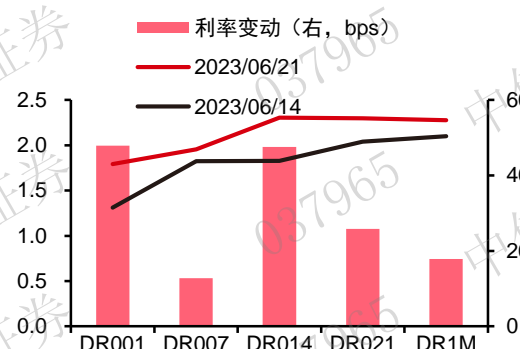
截至6月21日，SHIBOR 方面，隔夜、7天、1个月、3个月对比上周分别变动-7.6bps、8.4bps、5.7bps、3bps至1.844%、2.009%、2.061%、2.135%。

图 46：银行间回购加权利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 47：银行间回购加权利率周变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

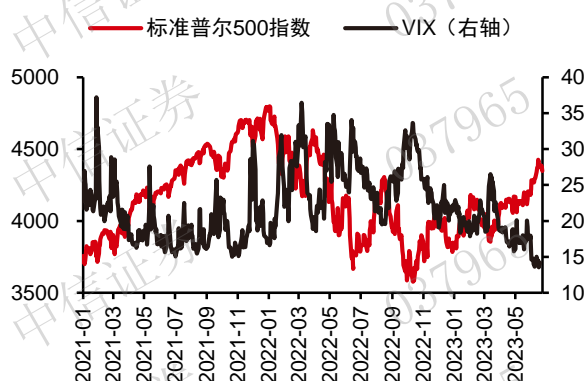
■ 国际金融市场：美股、欧股全线下跌

美国市场：美股全线下跌

6月19日-6月23日：美股全线下跌，道指跌 1.67%，标普 500 指数跌 1.39%，纳指跌 1.44%

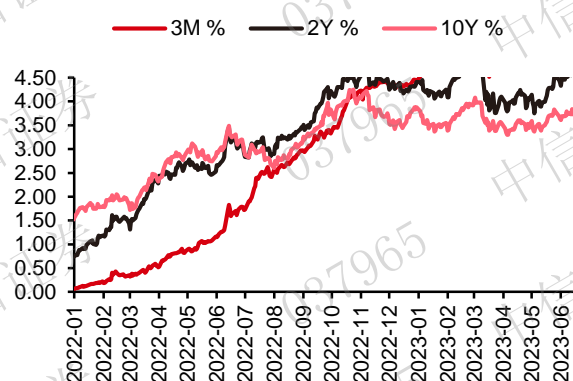
周一，因六月节假期，美股休市一天。周二，道指跌 0.72% 报 34053.87 点，标普 500 指数跌 0.47% 报 4388.71 点，纳指跌 0.16% 报 13667.29 点。周三，美联储主席鲍威尔在国会众议院作证时强调，6 月只是“暂缓”加息，通胀压力仍然很高，未来可能会有更多的加息。利率决议将根据经济数据逐次做出，并不存在预设的路线。加息幅度已不再那么重要，按更加温和的幅度继续加息可能是合理的。道指跌 0.3% 报 33951.52 点，标普 500 指数跌 0.52% 报 4365.69 点，纳指跌 1.21% 报 13502.2 点。周四，美联储巴尔金：尽管通胀率从峰值有所下降，但美国的通胀率仍然过高；如果通胀不朝着目标前进，将对进一步加息的做法感到满意；在确信通胀走势下行时，我将支持降息；美联储离 2% 的通胀目标还有很长一段路要走。道指跌 0.01% 报 33946.71 点，标普 500 指数涨 0.37% 报 4381.89 点，纳指涨 0.95% 报 13630.61 点。周五，美联储戴利表示，今年再加息两次是“非常合理”的预测；但再加息两次只是一种预测，我们还不确定；目前过度宽松和过度紧缩的风险“大致平衡”；我们对潜在的额外紧缩保持警惕，这是减缓加息步伐的又一个充分理由。美联储博斯蒂克表示，预计金融标准将在夏季收紧，而更严格的金融标准将导致经济放缓；通胀已经显著放缓，但很难恢复至 2%；实现 2% 的通胀目标还需要一段时间；我支持今年不再加息。道指跌 0.65% 报 33727.43 点，标普 500 指数跌 0.77% 报 4348.33 点，纳指跌 1.01% 报 13492.52 点。

图 48：标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 49：美国国债收益率



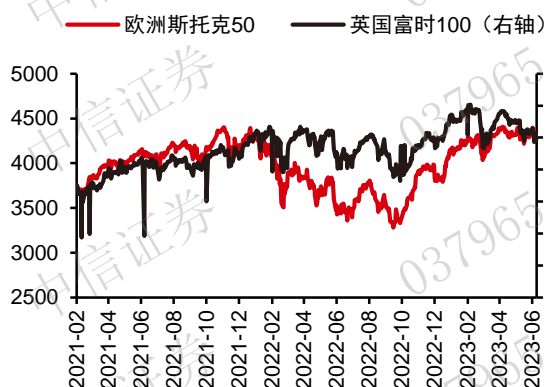
资料来源：Wind，中信证券研究部

欧洲市场：欧股全线下跌

6月19日-6月23日：欧股全线下跌，德国 DAX 指数跌 3.23%，法国 CAC40 指数跌 3.05%，英国富时 100 指数跌 2.37%。

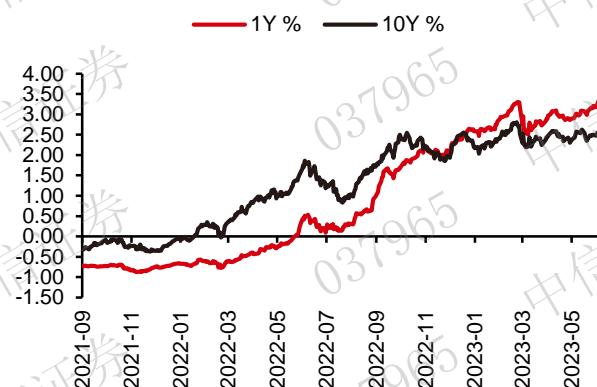
周一，欧洲央行执委施纳贝尔表示，需要继续加息，直到看到令人信服的证据。欧洲央行首席经济学家连恩表示，7月份再次加息似乎是合适的，然后将在9月份再看情况。德国DAX指数跌0.96%报16201.2点，法国CAC40指数跌1.01%报7314.05点，英国富时100指数持平报7588.48点。周二，欧洲央行管委维勒鲁瓦：通胀率可能在2024年底接近2%；未来的欧洲央行决策将取决于通胀数据；终端利率的持续时间比水平更重要；法国和欧元区的通货膨胀已过峰值；欧洲央行加息的大部分路径已经完成。德国DAX指数跌0.55%报16111.32点，法国CAC40指数跌0.27%报7294.17点，英国富时100指数跌0.25%报7569.31点。周三，英国国家统计局表示，由于借贷高于预期，截至5月底，英国不包括国有银行在内的公共部门净债务达到2.567万亿英镑，相当于GDP的100.1%，自1961年3月以来首次超过100%。德国DAX指数跌0.55%报16023.13点，法国CAC40指数跌0.46%报7260.97点，英国富时100指数跌0.13%报7559.18点。周四，英国央行宣布将指标利率从4.50%上调至5.00%，市场预估为4.75%，为连续第13次加息。为2008年9月以来最高水平。英国央行预计第二季度GDP持平，与5月预期一致；通胀率料在2023年大幅下降。德国DAX指数跌0.22%报15988.16点，法国CAC40指数跌0.79%报7203.28点，英国富时100指数跌0.76%报7502.03点。周五，德国DAX指数跌0.99%报15829.94点，法国CAC40指数跌0.55%报7163.42点，英国富时100指数跌0.54%报7461.87点。

图 50：欧洲交易所指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 51：欧元区国债收益率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。