

日元大幅贬值，需要关注什么？

宏观利率周报（2022-07-03）

日元大幅贬值，后续大概率继续贬值，一方面，美日货币政策分化是诱因；另一方面，延续安倍经济学逻辑的日本央行有意无意间也接受贬值的结果。

日元贬值，是否会进一步引发全球金融市场和金融格局的变化？

联储加息以来，全球主要经济体货币政策和金融条件发生剧烈变化，日元贬值是这一变化的一个缩影。

目前联储加息和日元贬值引发新兴市场经济体竞争性贬值的可能性存在，但还不算高。

但是后续还是需要关注全球金融环境的进一步变化。

对于国内市场，今年外围环境波云诡谲，但是国内市场在央行的呵护下波澜不惊，国内债市走出不同于全球市场的独立行情，这一独立行情，是否还能延续，市场不乏隐忧。

对此，我们在保持外围关注的同时，也需要进一步认识我国经济与货币政策的独立性所在。

一方面，不同于日元是可自由兑换货币，我国实现的是有管理的浮动汇率制度。

另一方面，不同于其他新兴市场经济体，我国国内信用基础牢固，整体经济的外债依存度低，在有管理的浮动汇率制度安排下，能够较好的抵御外部冲击，维持央行货币政策的独立性。

当然，外有变化，内有压力，人民币继续适度贬值并不算坏事。对于国内债市，贬值环境也并非压力，建议市场合理评估外围环境变化与影响。

回到国内因素，虽然政策持续在做增量，但是总体力度仍然有限，因此半年末之后，7月债市虽然还是看调整，但调整幅度有限，还是窄幅波动格局，利率上限大概率很难轻易突破。

风险提示：全球经济放缓超预期、全球贸易增速放缓超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：康医转债，产业链一体化医疗器械供应商-申购建议：积极参与申购》2022-07-01
- 《固定收益：经济弱复苏，6月数据怎么看？-固收数据预测专题》2022-07-01
- 《固定收益：博22转债，新型土木工程材料供应商的龙头-申购建议：积极参与申购》2022-07-01

内容目录

1. 日元大幅贬值，需要关注什么？	5
1.1. 日元为何贬值？	5
1.2. 日央行如何看待日元贬值？	6
1.3. 日元是否还会持续贬值？	8
1.4. 日元贬值如何影响国际环境？	9
1.5. 小结：国内债市需要注意什么？	13
2. 市场点评与展望	14
2.1. 市场点评：资金面整体均衡，长债收益率震荡上行	14
3. 一级市场	14
4. 二级市场	15
5. 资金利率	16
6. 实体观察	17
6.1. 22年6月 PMI 点评：经济回升斜率有限，货币政策维持宽松	17
7. 国债期货：国债期货全线下跌	20
8. 利率互换：利率全线上行	20
9. 外汇走势：美元指数震荡	20
10. 大宗商品：原油价格回落	21
11. 海外债市：欧美债收益率回落	22

图表目录

图 1：美元指数与美元兑日元	5
图 2：美日国债走势和利差（%）	6
图 3：美日利差与美元兑日元（%）	6
图 4：日本贸易差额（十亿日元）	7
图 5：日本实际 GDP（十亿日元）	7
图 6：日本进出口同比（%）	7
图 7：日本 CPI（%）	7
图 8：美日利差与美元兑日元-2（%）	8
图 9：美国工资增速（%）	8
图 10：国际油价与隐含通胀预期（%）	8
图 11：美元指数与美元兑日元（%）	9
图 12：联邦基金利率与美元兑日元（%）	10
图 13：美元兑日元与国际油价（美元/桶）	10
图 14：日本国际贸易差额（十亿日元）	10
图 15：全球货物出口增速（%）	10
图 16：政府部门杠杆率（%）	10
图 17：各国短期外债占总储备比重（%）	10
图 18：美元兑日元与美元兑泰铢	11

图 19: 美元兑日元与美元兑菲律宾比索	11
图 20: 名义美元指数	11
图 21: 德意利差 (%)	11
图 22: 疫情后亚洲主要股指涨跌幅与美元兑日元 (%)	12
图 23: 1998 年亚洲金融危机前后亚洲主要股指涨跌幅与美元兑日元 (%)	12
图 26: 美元兑日元与美元兑人民币	13
图 27: 央行信用基础 (亿元)	13
图 28: 10 年期国债收益率上行 1BP 至 2.80%	15
图 29: 10 年国开债收益率上行 1BP 至 3.01%	15
图 30: 1 年与 10 年国债期限利差扩大 5BP 至 83BP	15
图 31: 1 年与 10 年国开债期限利差扩大 4BP 至 98BP	15
图 32: 银行间国债日均成交 1602 亿元	16
图 33: 银行间金融债日均成交 4840 亿元	16
图 34: 银行间存款类机构质押式回购规模	16
图 35: 上证所新质押式国债回购规模	16
图 36: CNH Hibor 利率日度变化	17
图 37: CNH Hibor 利率与 DR007 利率变化对比	17
图 38: PMI 指数	18
图 39: PMI 供货商配送时间	18
图 40: PMI 大中小企业指数	18
图 41: PMI 供货商配送时间	18
图 42: 非制造业 PMI 商务活动	19
图 43: 非制造业 PMI:建筑业	19
图 44: 人民币对美元汇率	20
图 45: 美元指数	20
图 46: 美元兑人民币 NDF 和 CNH	21
图 47: 美元与主要货币汇率	21
图 48: 大宗商品价格指数	21
图 49: 原油价格	21
图 50: 铜和铝价格	21
图 51: Mylpic 铁矿石价格指数	21
图 52: 大豆现货价格和期货价格	22
图 53: 天然橡胶期货价格	22
图 54: 美国 10 年期国债收益率	22
图 55: 德国 10 年期国债收益率	22
图 56: 意大利 10 年期国债收益率	22
图 57: 日本 10 年期国债收益率	22
表 1: 下周已披露发行计划利率债概况	14
表 2: 银行间市场质押式回购利率周变化	16
表 3: 上证所新质押式国债回购利率周变化	17

表 4: 香港 CNH Hibor 利率周变化	17
表 5: 未来一个月公开市场到期情况 (亿元)	17
表 6: 国债期货一周主要数据变动	20
表 7: 银行间回购定盘利率互换一周数据变动	20

1. 日元大幅贬值，需要关注什么？

1.1. 日元为何贬值？

复盘来看，引发日元贬值的是联储加速正常化。

本轮日元贬值始于 2021 年 9 月 22 日联储议息会议，会后鲍威尔宣布即将开始 TAPER¹，加速于 2022 年 3 月 3 日，鲍威尔明确表示将在 3 月议息会议上加息 25 个基点，且未来不排除进一步加速紧缩的可能²。

推动日元加速贬值的核心因素是日央行宽松货币政策选择与贬值意愿。

开启市场交易日元趋势性贬值的事件，一是 3 月 17 日日央行黑田行长在接受国会议员询问时表示，“日元当前的贬值是日央行愿意看到的³”；二是 3 月 28 日日央行宣布将按照固定利率无限量购买十年日债⁴。

因为日美政策选择不同，2022 年 3 月以来，美元兑日元的变化趋势与美日利差的变化趋势基本一致，资金套利驱动日元贬值的迹象明显。在此过程中，日央行至少是接受日元贬值。

当然，美国的默许态度也是日元能够快速贬值的关键。

2022 年 4 月 22 日，日美财长曾举行会谈讨论协同干预汇率问题⁵，当时美国对日元贬值表示出了积极态度，并未出面干预。

2022 年 6 月 11 日，美国财政部发布《美国主要贸易伙伴宏观经济和外汇政策报告》⁶，报告没有将日本列为汇率操纵国，但是把日本列入监测名单。报告在评价日本的外汇业务时表示，没有发现日本进行外汇干预，其“坚定的期望”是，干预应仅用于“经过适当事先协商的非常特殊的情况”。报告发布后，美元兑日元基本稳定在 135 左右水平，我们推测日央行或对汇市有所干预。

整体而言，本轮日元贬值的导火索是联储加速正常化，但决定日元贬值的主要原因还是日央行的宽松立场与贬值意愿。过程中，美国总体持默许态度。

图 1：美元指数与美元兑日元



资料来源：WIND、天风证券研究所

¹ <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20210922.pdf>

² <https://news.sina.com.cn/w/2022-03-04/doc-imcwipih6518431.shtml>

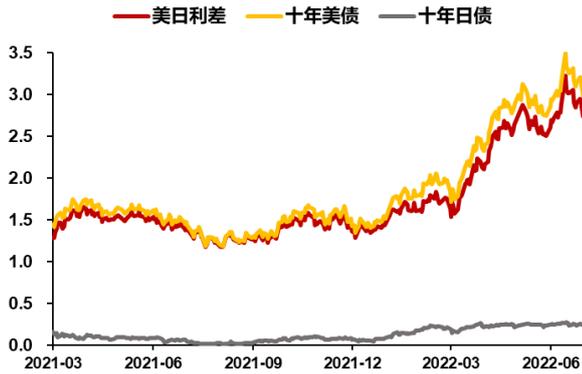
³ https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2022-03-25/doc-imcwipii0530606.shtml?finpagefr=p_115

⁴ https://finance.sina.com.cn/money/forex/forexroll/2022-03-28/doc-imcwipii1028418.shtml?finpagefr=p_115

⁵ <https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2022-04-22/doc-imcwist3383172.shtml>

⁶ <https://www.yicai.com/news/101440806.html>

图 2：美日国债走势和利差（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 3：美日利差与美元兑日元（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

1.2. 日央行如何看待日元贬值？

如前所述，日元贬值主要是日央行有意为之的结果。

3 月 25 日，黑田东彦在国会发表讲话时表示⁷，“弱势日元总体上对经济有利”。4 月 29 日，黑田东彦重申“日元贬值在总体上是有益的”⁸。

日央行推动日元贬值，主要原因还是日本经济基本面疲软，且仍未摆脱通缩风险。

2022 年 6 月 6 日，日央行行长黑田东彦明确表示⁹，“日央行有必要持续实施积极的宽松货币政策，主要有三方面原因，一是日本经济仍处在疫情后的复苏阶段，……实际 GDP 仍未恢复至疫情前水平，就业与收入状况仍相对疲软。二是日本是大宗商品进口国，近期国际大宗商品价格上涨，导致了日本贸易条件的恶化……有必要通过继续实施货币宽松来减轻这种负面影响。三是 2% 的价格稳定目标需要以可持续和稳定的方式实现。当前物价同比增速的快速上涨，主要反映了去年同期通信费用的大幅下调，这一影响正在逐步消退。剔除新鲜食品与能源后，CPI 同比增长仅为 0.8%，这表明除能源和食品外，日本当前并未出现广泛的价格上涨压力。……CPI 通胀率暂时突破 2% 不意味着实现了 2% 的价格稳定目标，希望看到在整个商业周期中通胀率平均为 2% 的情况。”

4 月 21 日，IMF 亚太部门副主管 Sanjaya Panth 表示¹⁰，“迄今为止我们所看到的日元走势是由基本面推动的，目前外汇市场还没有出现无序的市场状况。”

历史经验表明，日元贬值有利于提振出口，促进制造业生产回归，促进长期经济增长。

2022 年 6 月 2 日，日央行政策委员会委员足立诚司表示¹¹，“日元自 2013 年以来升值的逆转可能具有鼓励日本制造商将生产基地迁回国内的效果。我认为，在考虑日本未来的经济增长时，包括日本企业在生产基地和其他业务设施的位置方面，在建立企业存在方面的这些发展具有重要意义。无论如何，在研究汇率对经济活动和价格的影响时，我认为重要的是不仅要考虑狭义上的短期影响，而且要有长远的眼光。”

而且对日本央行而言，因为已经实施了定量与定性定量宽松（QQE），日央行在传统货币政策方面已经没有什么空间，汇率工具是日央行当前能够使用的工具之一。

⁷ <https://cj.sina.com.cn/articles/view/1704103183/65928d0f02002qbyo>

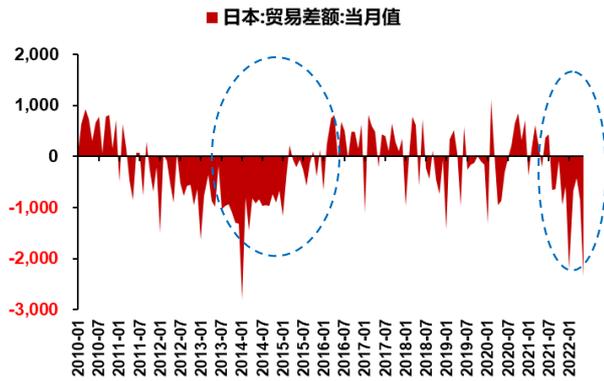
⁸ <https://www.jiemian.com/article/7402320.html>

⁹ https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/ko220606a.htm/

¹⁰ <https://usstock.jrj.com.cn/2022/04/21232736423316.shtml>

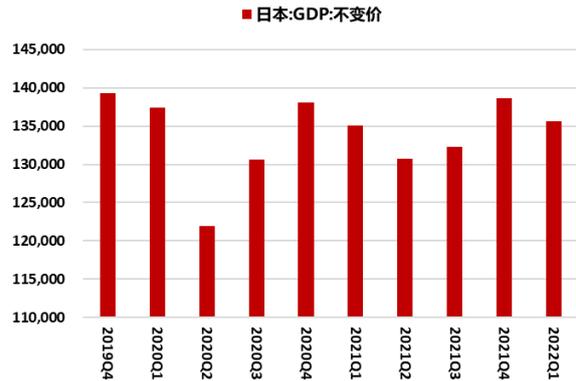
¹¹ https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/ko220609a.htm/

图 4：日本贸易差额（十亿日元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：日本实际 GDP（十亿日元）

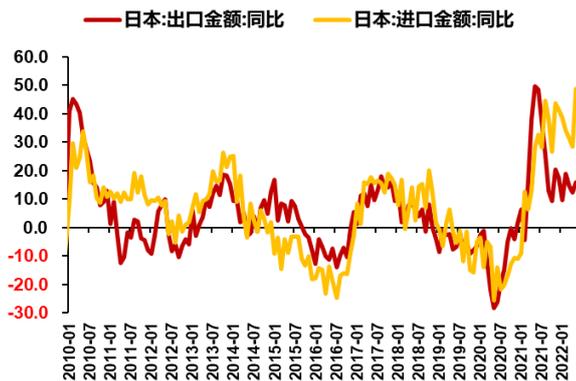


资料来源：WIND、天风证券研究所

日元快速贬值后，一方面，确实起到了稳定出口增速的效果。

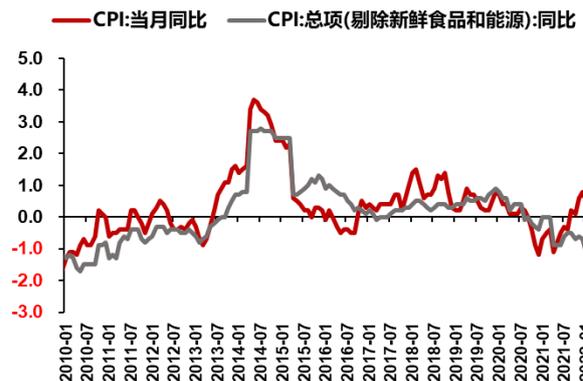
但另一方面，日本高度依赖能源与粮食进口，在全球大宗商品价格快速上涨的背景下，日元加速贬值也扩大了日本贸易逆差，加了输入性通胀压力。过去两个月日本国内通胀破 2%，但剔除新鲜食品与能源后，CPI 同比增长仅为 0.8%，这表明日本当前通胀压力主要来源于输入性因素。

图 6：日本进出口同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 7：日本 CPI（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

因此近期日央行对日元快速贬值的态度也有所调整。

6 月 18 日，日央行黑田行长罕见评论汇率称¹²，“日元近期快速贬值“不利”日本经济。日元汇率波动应稳定，反映经济和金融基本面。日本央行需要密切观察汇率市场走势”。

目前看来，日本央行不会放弃宽松立场，但日元继续快速贬值确实也会造成制约和困扰。站在日央行角度，当前希望看到的是日元较为平缓的温和贬值。

¹² <http://japan.people.com.cn/n1/2022/0620/c35421-32450633.html>

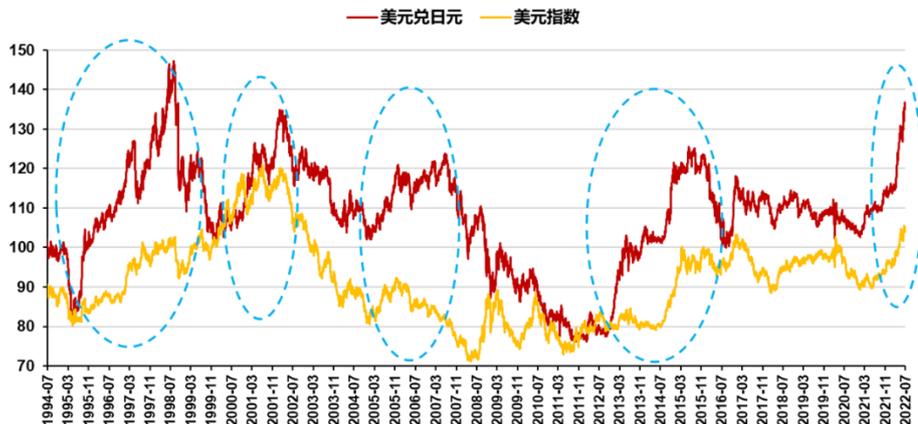
1.3. 日元是否还会持续贬值?

历史来看，资金套利推动的利差交易，确实是影响日元汇率的重要基本面因素。

但历史上也不乏日元脱离美日利差趋势性贬值的案例，例如，1995年4月日本经济泡沫后日元贬值，1997年7月泰铢放弃盯住美元后日元加速贬值，2000年11月日本经济连续下滑后加速贬值，以及2014年7月安倍经济学推动日元继续加速贬值。说明日元汇率的决定性因素还是日央行。

当然，美国态度也是日元汇率的重要影响因素。

图 8：美日利差与美元兑日元-2 (%)



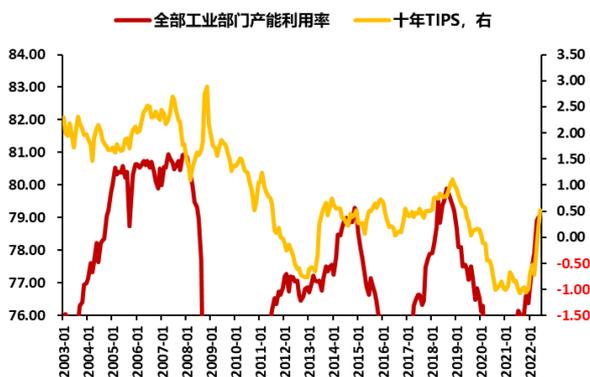
资料来源：WIND、天风证券研究所

首先，考虑资金套利对日元汇率的影响，即美日利差对日元汇率的影响。逻辑上，在日央行维持收益率曲线控制的情况下，美日利差取决于十年美债。

那么，如何看待后续十年美债走势？我们在近期团队报告《联储紧缩加速，国内债市怎么看？》中有过分析，一方面取决于联储应对通胀采取的紧缩立场，即通胀预期如何演绎；另一方面，取决于联储紧缩过程中，美国经济周期的实际位置，即十年 TIPS 表征的实际利率位置。

当前美国通胀风险尚未完全解除。市场虽然已经逐步展开衰退交易，但是美国经济仍有持续扩张的可能。站在当前时点，决定十年美债的两方面都存在较高不确定性。美债仍有突破前高 3.5%，进而带动美日利差突破前期高点的可能。所以，仅从资金套利带来的贬值压力考虑，后续美日利差与日元汇率的方向也存在较高不确定性。

图 9：美国工资增速 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：国际油价与隐含通胀预期 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

其次，美国方面，目前日元贬值对美国直接的冲击不大，美国需要关注的是可能产生的竞争性贬值问题。今年以来，韩国已经就日元贬值问题多次表示关切，并且近期韩元已经跟随日元大幅贬值¹³。7月美国财长接连访问日本、韩国，明显也有协调各方利益的意图。

据环球网报道¹⁴，2022年7月15-16日，日美财长会谈拟在东京举行。耶伦7月还将访韩。各方或探讨汇率、经贸等问题展开讨论。建议市场关注事态进展。

第三，日本方面，央行转变其宽松立场的可能性不大，因为基于当前经济基本面，日本央行大概率继续维持宽松，而且日元贬值有利于提振出口。

整体来看，后续美日利差仍是影响日元汇率的重要因素之一，但并非决定性因素。如果日本经济持续疲软，日央行持续维持宽松立场，即使美国介入，日元仍有可能脱离美日利差继续贬值。

1.4. 日元贬值如何影响国际环境？

历史上日元大幅贬值并非首次，1995-1998年、2000-2002年、2005-2008年与2013-2016年，日元都曾出现大幅贬值的情况。

本轮日元贬值与历史上那一轮较为类似？历史能否对后续国际环境发展给出启示？

图 11：美元指数与美元兑日元（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

第一，本轮日元贬值发生在联储正常化过程中，与1995年、2005年和2013年的场景较为类似。1995年与2005年是联储加息，2013年是联储TAPER。

第二，本轮日元贬值发生在国际油价快速上涨时期，与2005年和2013年的场景类似，在这两轮日元贬值的过程中，国际油价的明显回落都推动了日元的进一步贬值。

¹³ https://www.dzwww.com/xinwen/guojixinwen/202204/t20220425_10152516.htm

¹⁴ <https://finance.sina.com.cn/jjxw/2022-06-30/doc-imizmscu9482189.shtml>

图 12：联邦基金利率与美元兑日元（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 13：美元兑日元与国际油价（美元/桶）

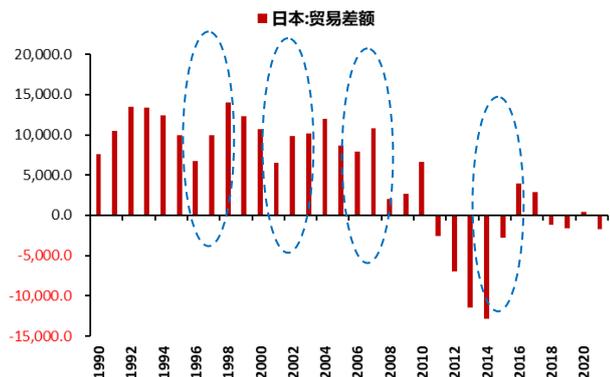


资料来源：WIND、天风证券研究所

第三，本轮日元贬值发生在全球贸易增速放缓时期，且日本贸易差额减少时期。过去几轮日元贬值均符合全球贸易增速放缓的条件，但本轮与 2013 年的情况最接近，日本贸易差额均处在逆差环境中。而且我们认为，随着日本出口日渐式微，日元贬值对全球贸易环境的冲击边际降低。

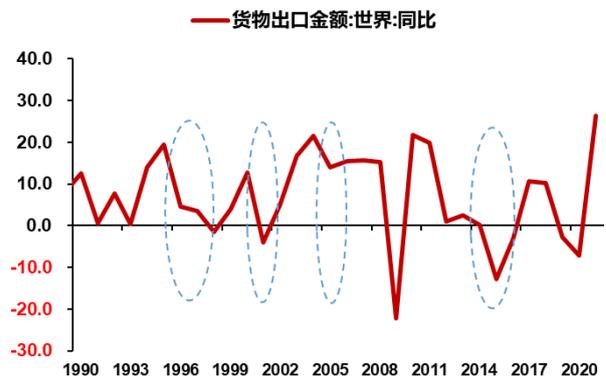
第四，本轮日元贬值发生在全球政府部门加杠杆后，与 2005 年和 2013 年比较类似。与 1995 年的场景也比较类似，不同的是，1998 年亚洲国家短期外债压力较高，当前亚洲国家的短期外债压力基本可控。

图 14：日本国际贸易差额（十亿日元）



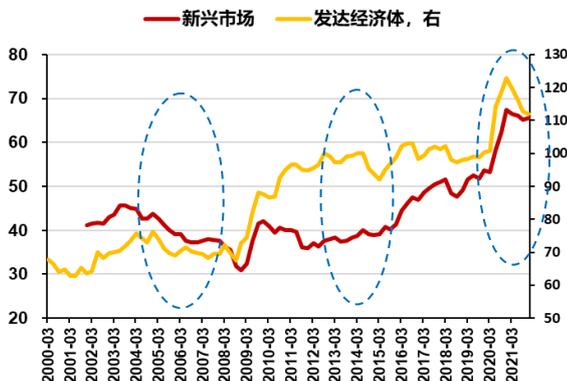
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 15：全球货物出口增速（%）



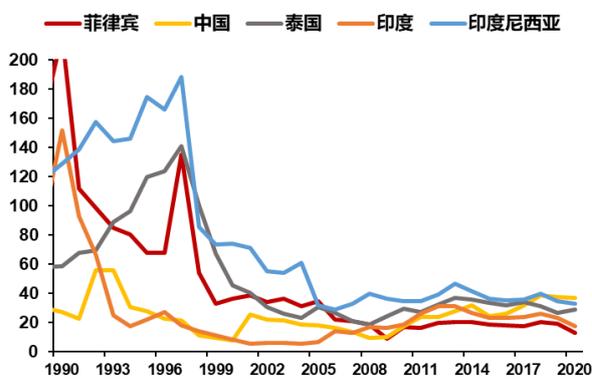
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 16：政府部门杠杆率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 17：各国短期外债占总储备比重（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

第五，本轮日元贬值尚未引起广泛的竞争性贬值压力，韩元已经跟随日元快速贬值，但是泰铢等新兴市场经济体并未明显跟随日元贬值。

从美元名义指数观察，今年以来，资金从发达国家向美元回流的迹象明显，但尚未出现资金从新兴市场加速流出的迹象。这与 2013 年日元贬值的情形类似。

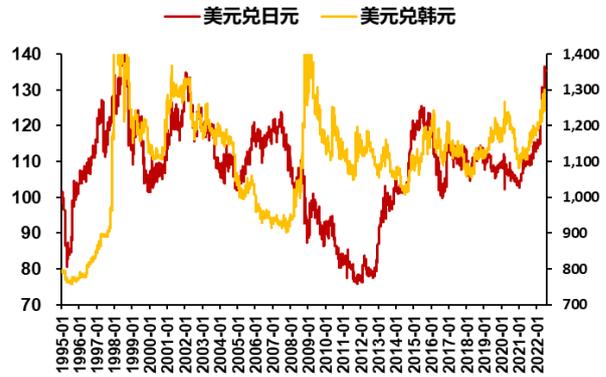
相较于新兴市场，当前欧债主权债务碎片化的风险似乎更值得关注。

图 18：美元兑日元与美元兑泰铢



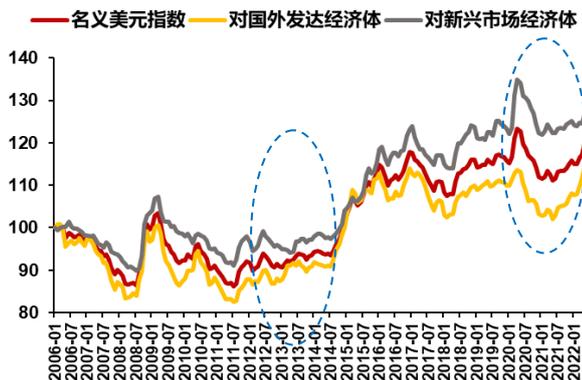
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 19：美元兑日元与美元兑菲律宾比索



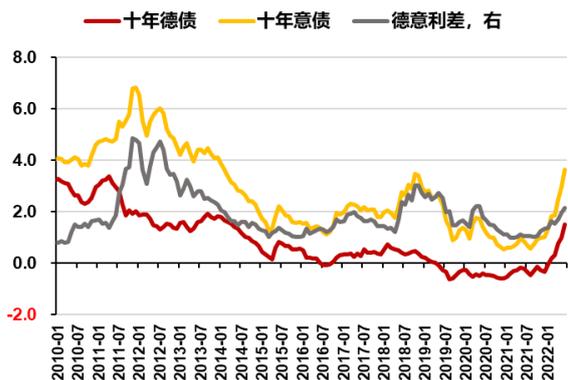
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 20：名义美元指数



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 21：德意利差 (%)

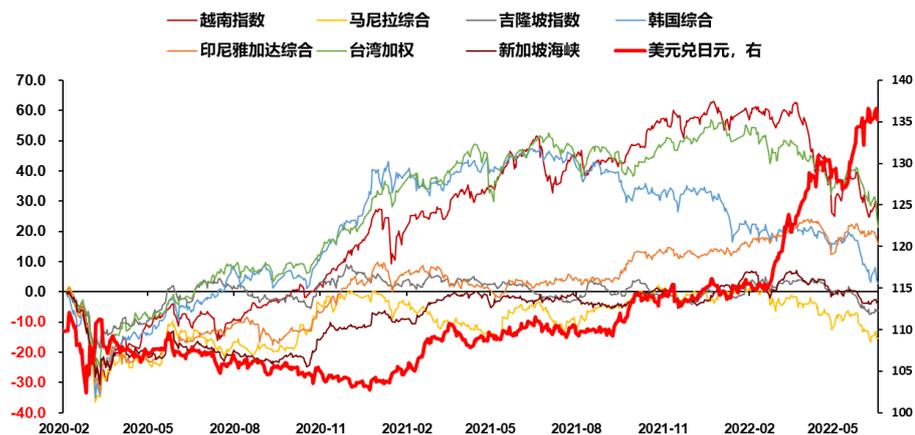


资料来源：WIND、天风证券研究所

最后，与 1998 年金融危机前相比，日元加速贬值对亚洲主要股指的冲击有限。

相较而言，我们认为，当前日元贬值对国际环境的影响可能更类似于 2015 年，新兴市场经济体的风险还未明显暴露。

图 22：疫情后亚洲主要股指涨跌幅与美元兑日元（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所。注：起点为 2020 年 2 月 14 日。

图 23：1998 年亚洲金融危机前后亚洲主要股指涨跌幅与美元兑日元（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所。注：起点为 1996 年 1 月 4 日。

1.5. 小结：国内债市需要注意什么？

日元大幅贬值，后续大概率继续贬值，一方面，美日货币政策分化是诱因；另一方面，延续安倍经济学逻辑的日本央行有意无意间也接受贬值的结果。

日元贬值，是否会进一步引发全球金融市场和金融格局的变化？

联储加息以来，全球主要经济体货币政策和金融条件发生剧烈变化，日元贬值是这一变化的一个缩影。

目前联储加息和日元贬值引发新兴市场经济体竞争性贬值的可能性存在，但还不算高。

但是后续还是需要关注全球金融环境的进一步变化。

对于国内市场，今年外围环境波云诡谲，但是国内市场在央行的呵护下波澜不惊，国内债市走出不同于全球市场的独立行情，这一独立行情，是否还能延续，市场不乏隐忧。

对此，我们在保持外围关注的同时，也需要进一步认识我国经济与货币政策的独立性所在。

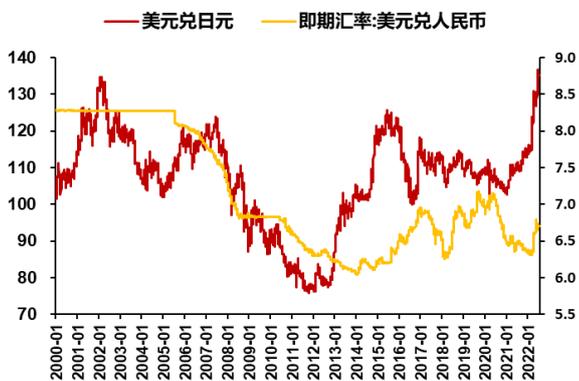
一方面，不同于日元是可自由兑换货币，我国实现的是有管理的浮动汇率制度。

另一方面，不同于其他新兴市场经济体，我国国内信用基础牢固，整体经济的外债依存度低，在有管理的浮动汇率制度安排下，能够较好的抵御外部冲击，维持央行货币政策的独立性。

当然，外有变化，内有压力，人民币继续适度贬值并不算坏事。对于国内债市，贬值环境也并非压力，建议市场合理评估外围环境变化与影响。

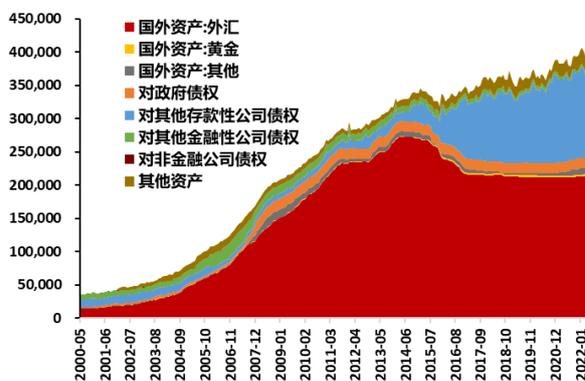
回到国内因素，虽然政策持续在做增量，但是总体力度仍然有限，因此半年末之后，7月债市虽然还是看调整，但调整幅度有限，还是窄幅波动格局，利率上限大概率很难轻易突破。

图 24：美元兑日元与美元兑人民币



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 25：央行信用基础（亿元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

2. 市场点评与展望

2.1. 市场点评：资金面整体均衡，长债收益率震荡上行

本周（6.27-7.1）央行公开市场净投放 3000 亿元，资金面整体均衡。周一，央行开展逆回购操作 7 天 1000 亿元，当日逆回购到期 100 亿元；周二，央行开展逆回购操作 7 天 1100 亿元，当日逆回购到期 100 亿元；周三，央行开展逆回购操作 7 天 1000 亿元，当日逆回购到期 100 亿元；周四，央行开展逆回购操作 7 天 800 亿元，当日逆回购到期 100 亿元；周五，央行开展逆回购操作 7 天 100 亿元，当日逆回购到期 600 亿元，公开市场净投放 3000 亿元。本周资金面整体均衡。

长债收益率震荡上行。本周基本面及疫情方面无重大消息，债市走势受股市影响较大，股市走强，对资金面造成压力，收益率震荡上行。

3. 一级市场

根据已公布的利率债招投标计划，从 7 月 4 日至 7 月 10 日将发行 35 支利率债，共 3965.22 亿元，其中地方政府债 28 支，政策银行债 4 支。

表 1：下周已披露发行计划利率债概况

招投标日期	债券简称	计划发行 总额(亿)	债券期 限(年)	招 标 方 式	招 标 的	是否增发	债券评级	票面 利率(%)	利率类型
2022-07-06	22 附息国债 11(续 2)	850.0000	3.0000	混合式	价格	是	-	2.2400	固定利率
2022-07-08	22 附息国债 08(续 3)	300.0000	30.0000	荷兰式	价格	是	-	3.3200	固定利率
2022-07-06	22 附息国债 12(续发)	850.0000	7.0000	混合式	价格	是	-	2.7500	固定利率
2022-07-06	22 湖南债一般(五期)IB	164.4279	10.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 天津债专项(四十八期)IB	12.6000	15.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 天津债专项(四十九期)IB	7.3000	30.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 广东债 46	5.6332	15.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 广东债 44	76.8675	7.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 河南债 67	7.3640	15.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 河南债 68	100.6926	5.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-06	22 重庆债 31	57.7840	3.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 江苏债 24	161.6300	10.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 江苏债 22	12.0000	3.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 吉林债 39	5.2200	30.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-06	22 云南债 27	144.2430	5.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 江苏债 23	124.0000	10.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 广东债 43	80.0714	7.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 吉林债 38	7.6000	20.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 吉林债 40	64.6980	10.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 天津债专项(四十六期)IB	41.5000	7.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-06	22 重庆债 33	42.5400	5.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 安徽债 54	9.2756	7.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 天津债专项(五十期)IB	0.4000	30.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-06	22 重庆债 32	90.0000	5.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 吉林债 41	137.4360	7.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-06	22 湖南债一般(四期)IB	125.9825	10.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 广东债 45	194.2723	15.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 天津债专项(五十一期)IB	30.0000	30.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-07	22 安徽债 53	18.6773	7.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-08	22 天津债专项(四十五期)IB	2.0000	5.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率

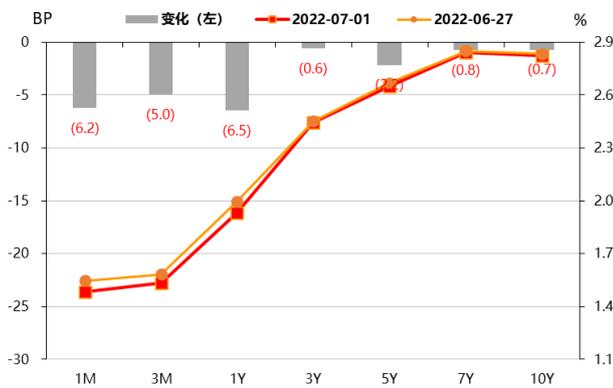
2022-07-08	22 天津债专项(四十七期)IB	1.0000	10.0000	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2022-07-04	22 农发 02(增发 16)	70.0000	5.0000	荷兰式	价格	是	-	2.7400	固定利率
2022-07-05	22 农发清发 03(增发 2)	60.0000	2.0000	荷兰式	价格	是	-	2.3700	固定利率
2022-07-05	22 农发清发 02(增发 18)	50.0000	7.0000	荷兰式	价格	是	-	2.9100	固定利率
2022-07-04	22 农发 03(增发 10)	60.0000	3.0000	荷兰式	价格	是	-	2.6100	固定利率

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 二级市场

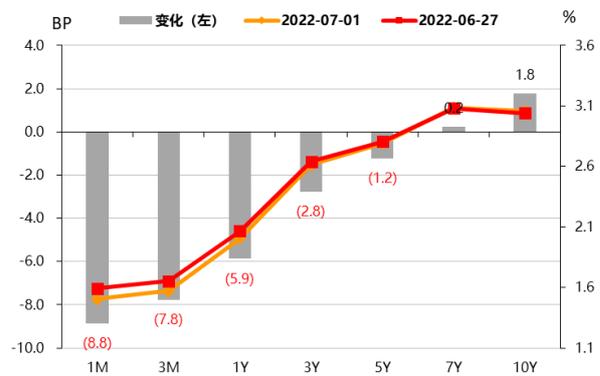
本周长债收益率上行。全周来看，10 年期国债收益率下行-1BP 至 2.83%，10 年国开债收益率上行 2BP 至 3.06%。1 年与 10 年国债期限利差扩大 6BP 至 89BP，1 年与 10 年国开债期限利差扩大 8BP 至 105BP。

图 26：10 年期国债收益率下行-1BP 至 2.83%



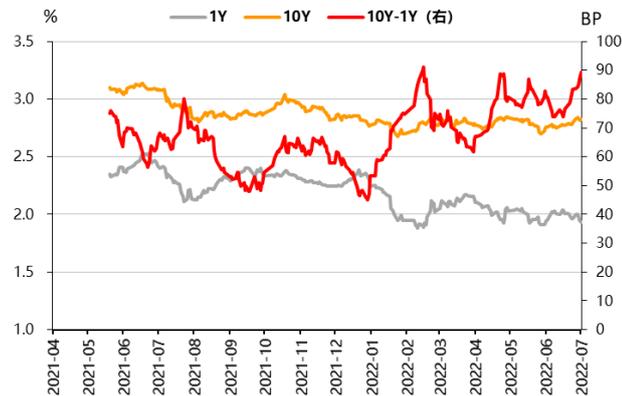
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：10 年国开债收益率上行 2BP 至 3.06%



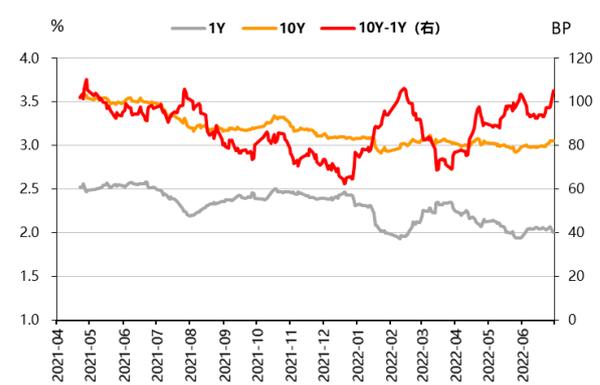
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：1 年与 10 年国债期限利差扩大 6BP 至 89BP



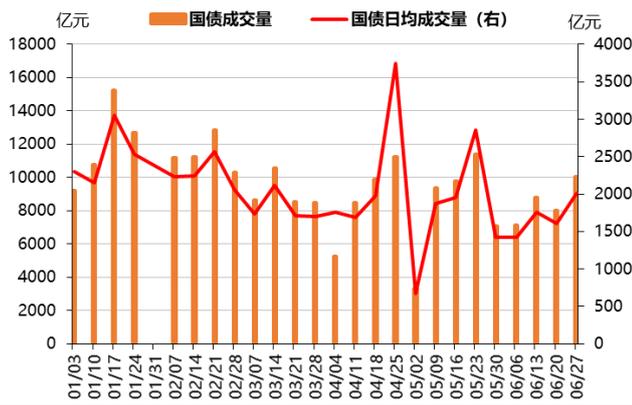
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：1 年与 10 年国开债期限利差扩大 8BP 至 105BP



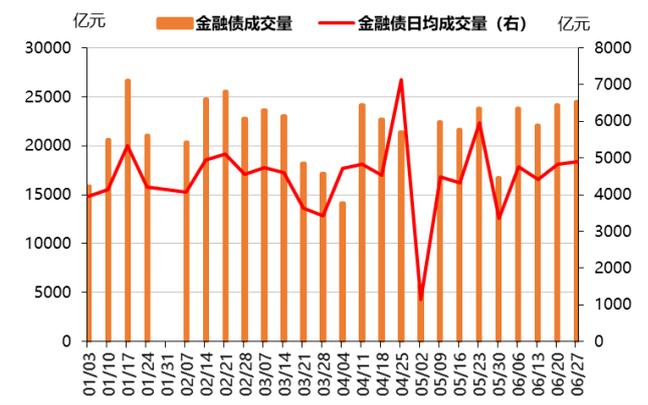
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：银行间国债日均成交 2010 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：银行间金融债日均成交 4903 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 资金利率

本周央行公开市场净投放 3000 亿元，资金面总体均衡。银行间隔夜回购利率下行-1BP 至 1.42%，7 天回购利率下行-6BP 至 1.67%；上交所质押式回购 GC001 上行 20BP 至 2.35%；香港 CNH Hibor 隔夜利率下行-6BP 至 1.58%；香港 CNH Hibor7 天利率下行-54BP 至 2.17%。

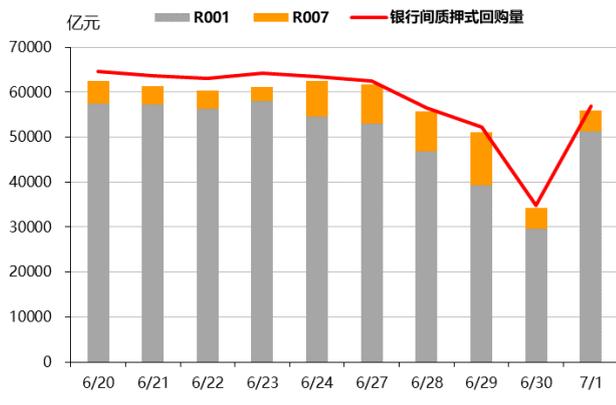
表 2：银行间市场质押式回购利率周变化

单位：%	DR001	DR007	DR014	DR021	DR1M	DR2M	DR3M	DR6M
2022-07-01	1.4208	1.6748	1.6227	1.5445	1.6231	1.6508	1.8000	/
2022-06-27	1.4325	1.9536	2.0905	2.0000	1.9747	/	2.2000	2.3000
涨跌幅（BP）	-1.17	-27.88	-46.78	-45.55	-35.16	/	-40.00	/

资料来源：Wind，天风证券研究所

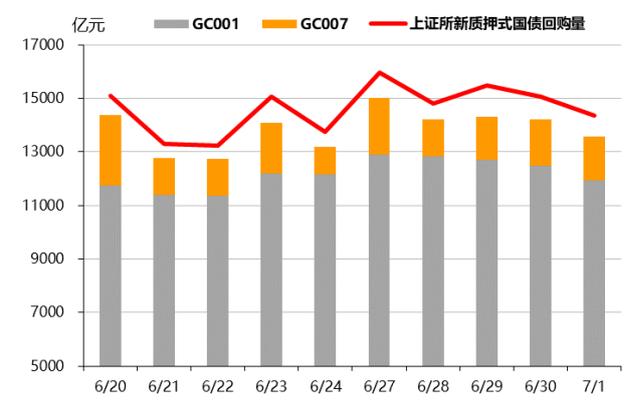
注：回购利率为存款类机构质押式回购加权利率

图 32：银行间存款类机构质押式回购规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：上交所新质押式国债回购规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：上证所新质押式国债回购利率周变化

单位：%	GC001	GC002	GC003	GC004	GC007	GC014	GC028	GC091
2022-07-01	2.3530	2.1470	2.1060	2.0060	1.8670	1.7960	1.8920	1.9860
2022-06-27	2.1490	2.1760	2.6550	2.5540	2.5440	2.1560	1.9790	1.9390
涨跌幅 (BP)	20.40	-2.90	-54.90	-54.80	-67.70	-36.00	-8.70	4.70

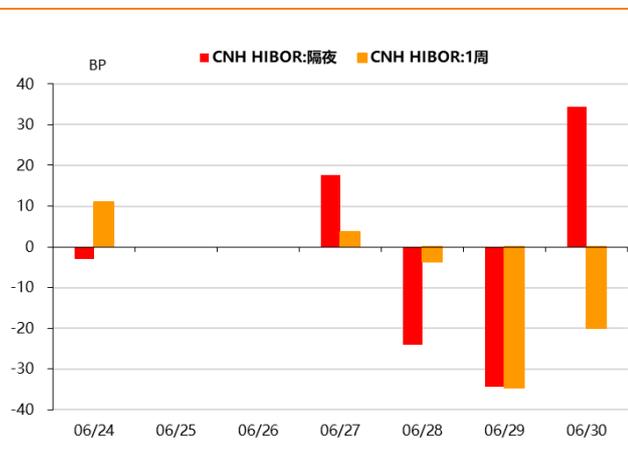
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：香港 CNH Hibor 利率周变化

单位：%	CNH HIBOR:隔夜	CNH HIBOR:1周	CNH HIBOR:2周	CNH HIBOR:1个月	CNH HIBOR:3个月	CNH HIBOR:6个月	CNH HIBOR:9个月	CNH HIBOR:12个月
2022-06-30	1.5792	2.1718	2.2042	2.4140	2.6275	2.8473	2.9865	3.3786
2022-06-24	1.6430	2.7155	2.7025	2.7970	2.9030	2.9980	3.1065	3.4127
涨跌幅 (BP)	-6.38	-54.37	-49.83	-38.30	-27.55	-15.07	-12.00	-3.41

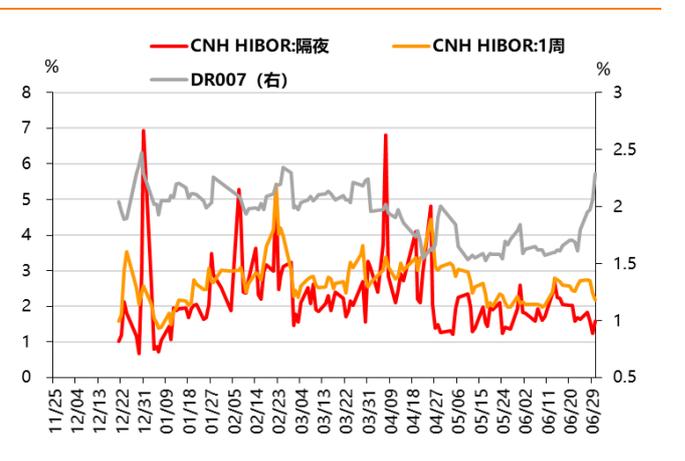
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：CNH Hibor 利率日度变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：CNH Hibor 利率与 DR007 利率变化对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周央行公开市场净投放 3000 亿元，下周逆回购到期 4000 亿元。

表 5：未来一个月公开市场到期情况（亿元）

周	逆回购	MLF	国库现金定存	合计
2022/7/04 - 2022/7/10	0	0	0	0
2022/7/11 - 2022/7/17	0	1000	0	1000
2022/7/18 - 2022/7/24	0	0	0	0
2022/7/25 - 2022/7/31	0	0	0	0

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 实体观察

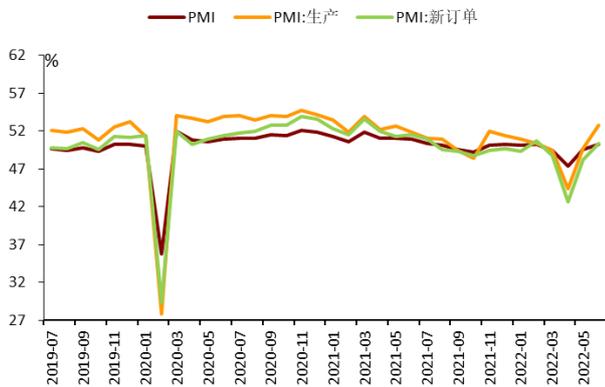
6.1. 22 年 6 月 PMI 点评：经济回升斜率有限，货币政策维持宽松

(1) 供应链压力缓解，产需有所回升

6 月制造业 PMI 上行 0.6 个百分点至 50.2%，仍然低于季节性。大企业 PMI 回落 0.8 个百分点至 50.2%，中小企业 PMI 回升 1.9 个百分点，分别达到 51.3%、48.6%。

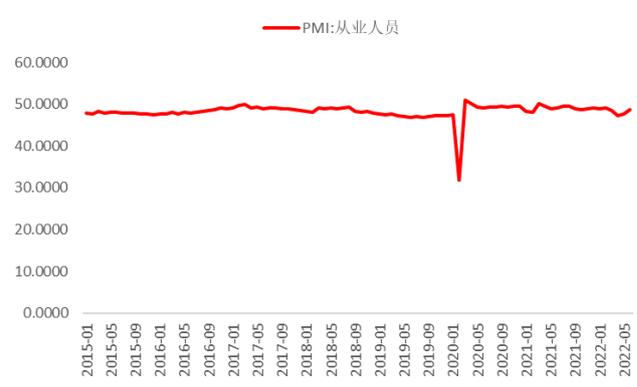
细致观察，各分项指数均有回升，其中生产、新订单、供应商配送指数回升较多，重回景气度以上，分别录得 52.8%、50.4%、51.3%，对 PMI 总指数贡献 0.775、0.66、-1.08 个百分点；原材料库存和从业人员指数分别上行 0.2、1.1 个百分点至 48.1%、48.7%。

图 36: PMI 指数



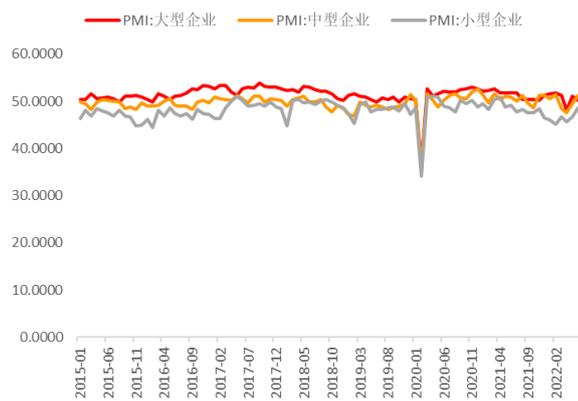
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 37: PMI 供货商配送时间



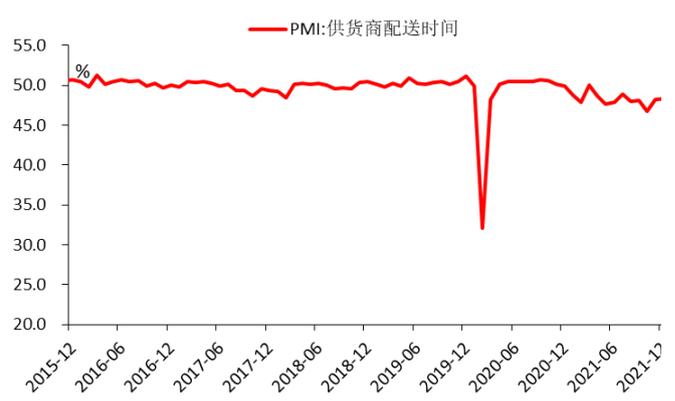
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 38: PMI 大中小企业指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: PMI 供货商配送时间



资料来源: Wind, 天风证券研究所

(2) 经济缺口短期回补，但压力仍然较大

6 月 PMI 好在哪？一方面，生产指数和新出口订单指数均创年内新高，另一方面，企业经营活动预期亦有大幅改善，似乎显示经济明显好转，生产强劲、需求端出口有韧性，能支撑实体快速复苏。此外，供应商配送指数对 PMI 总指数有一定拖累，真实经济情况比 PMI 总指数所反映的更乐观。

但需要注意以下几个方面：第一，政策呵护下中小企业经营压力边际改善，但大企业 PMI 下行，表明经济压力仍然较大；第二，从业人员指数回升，但继续低于季节性，叠加毕业季等因素影响，失业率下降幅度可能有限；第三，PMI 显示的是经济环比，6 月初北京、上海防疫政策调整，经济短期回补是正常现象，PMI 显示的经济复苏斜率并不算高，持续性也有待跟踪。

(3) 通胀压力继续缓解

6 月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数继续回落，分别下行 3.2 和 3.8 个百分点至 46.3%、52%，工业品价格环比负增长，PPI 回落节奏加快。

总体而言，下半年通胀中枢仍然不低，“猪油”共振下，需要密切跟踪国内稳增长带来的内部定价商品价格变化。

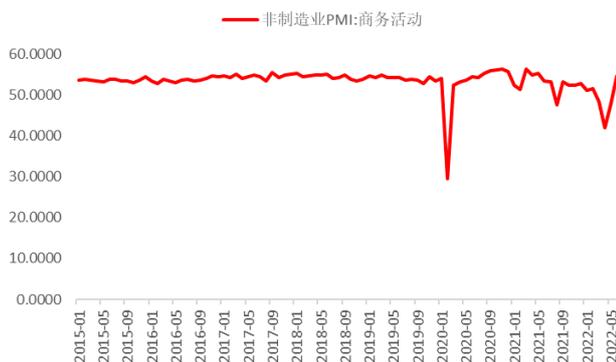
(4) 服务业高于季节性，地产仍然拖累建筑业

6月非制造业商务活动指数回升6.9个百分点至54.7%，其中服务业PMI回升7.2个百分点至54.3%，建筑业回升4.4个百分点至56.6%。

服务业快速回升至高于季节性水平。调查的21个行业中，商务活动指数位于扩张区间的由上月6个增加至19个，服务业景气面明显扩大。其中，前期受疫情冲击严重的行业商务活动指数均有所回升。但需要注意，疫情期间服务业受创最严重、疫后大幅回补是正常现象，从观影、餐饮等角度观察，服务业景气度与疫情前还有一定差距，需要政策持续引导。

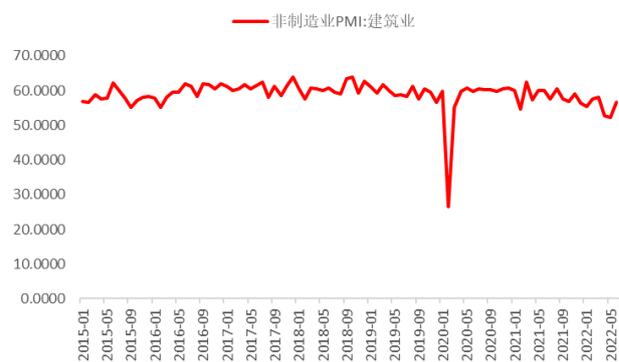
建筑业PMI回升，但仍然低于季节性。今年以来建筑业PMI持续低于季节性，地产拖累是主要因素，近期地产销售有明显回升，需要关注持续性、以及房企信心改善情况。

图 40：非制造业 PMI 商务活动



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：非制造业 PMI:建筑业



资料来源：Wind，天风证券研究所

(5) 经济回升斜率有限，货币政策维持宽松

6月PMI回升，经济缺口边际回补，但PMI所显示的经济回升斜率低于预期，也低于2020年水平，实体压力仍然较大，失业率维持较高水平；另一方面，通胀压力继续缓解。对于央行而言，货币政策仍需保持支持，预计7月资金利率维持高于“合理充裕”水平。

再向后展望，一方面需要关注经济复苏斜率，而非简单关注同比读数，前提在于社融回升斜率。由于今年发行地方债发行节奏前置，且财政增量政策迟迟未落地，因此7月社融回升放缓、8月甚至有回落风险，从这个角度来看债市压力不大。

但另一方面，政策行为仍然是关键因素，关注7月底政治局会议是否会公布财政增量政策，以及防疫政策调整对经济修复斜率的提振。

此外，对于通胀角度，梳理2019年以来央行行为和表述，货币政策更关心核心CPI，当前总需求偏弱，总量政策仍以稳增长为主。

因此，7月债市看调整，但调整幅度有限，我们预计长端利率仍维持窄幅波动格局，利率上限大概率很难轻易突破。

7. 国债期货：国债期货全线下跌

表 6：国债期货一周主要数据变动

	收盘价	收盘价涨跌幅 (%)	结算价	结算价涨跌幅 (%)	持仓量	持仓量变动	日均成交额 (亿元)	日均成交额变动 (亿元)
TF2209.CFE	101.14	-0.13	101.17	-0.14	93215	-5978	359.40	70.27
TF2212.CFE	100.75	-0.19	100.78	-0.18	4847	2454	23.28	17.20
T2209.CFE	99.96	-0.23	99.99	-0.27	165795	-5220	910.01	311.36
T2212.CFE	99.46	-0.33	99.51	-0.35	14985	4245	56.37	40.19
TS2212.CFE	100.80	-0.04	100.80	-0.04	1246	105	4.08	1.68
TS2209.CFE	100.96	-0.01	100.97	-0.02	45824	5	535.59	73.10

资料来源：Wind，天风证券研究所

8. 利率互换：利率全线上行

表 7：银行间回购定盘利率互换一周数据变动

	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y	5Y	5Y-1Y
2022-07-01	1.9057	2.0121	2.0905	2.1413	2.2833	2.4178	2.6202	47.89
2022-06-27	1.9762	2.0830	2.1600	2.1878	2.3252	2.4440	2.6396	45.18
变动 (BP)	-7.05	-7.09	-6.95	-4.65	-4.19	-2.62	-1.94	2.71

资料来源：Wind，天风证券研究所

9. 外汇走势：美元指数震荡

图 42：人民币对美元汇率



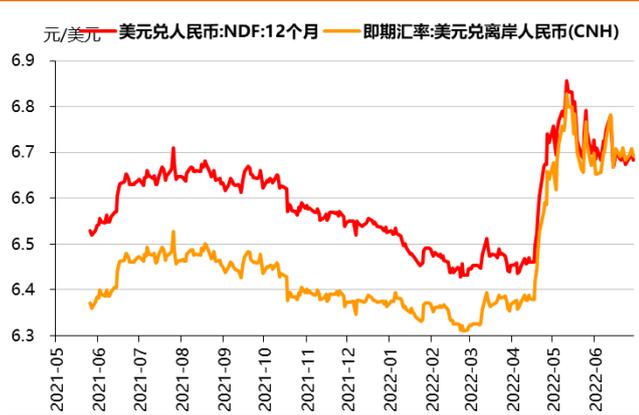
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：美元指数



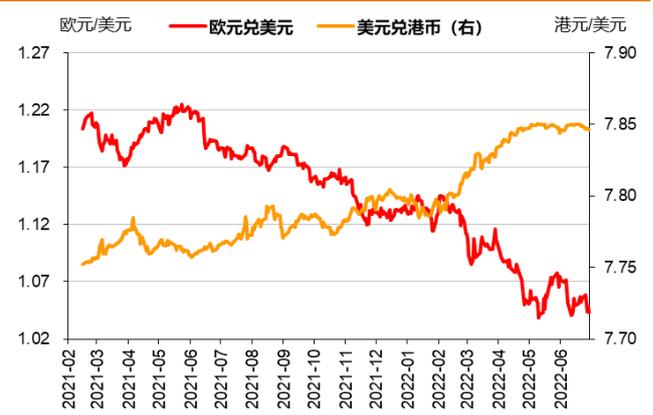
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44: 美元兑人民币 NDF 和 CNH



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 45: 美元与主要货币汇率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

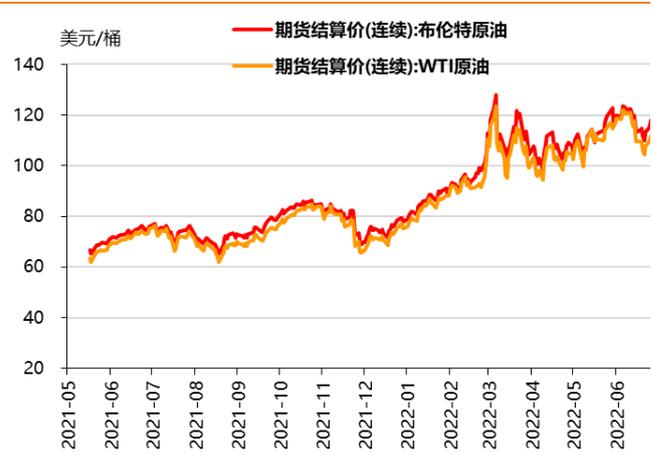
10. 大宗商品: 原油价格回落

图 46: 大宗商品价格指数



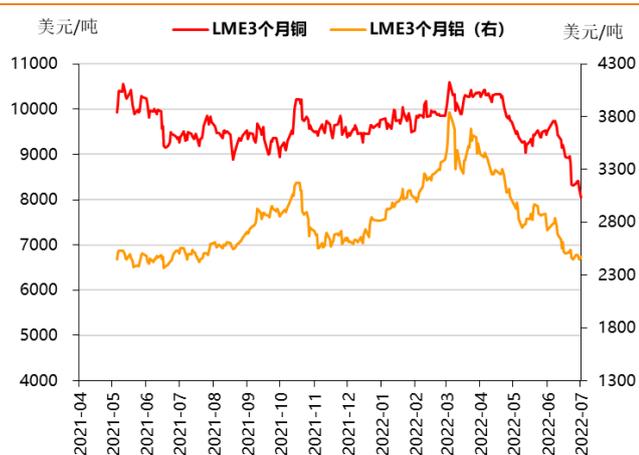
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 47: 原油价格



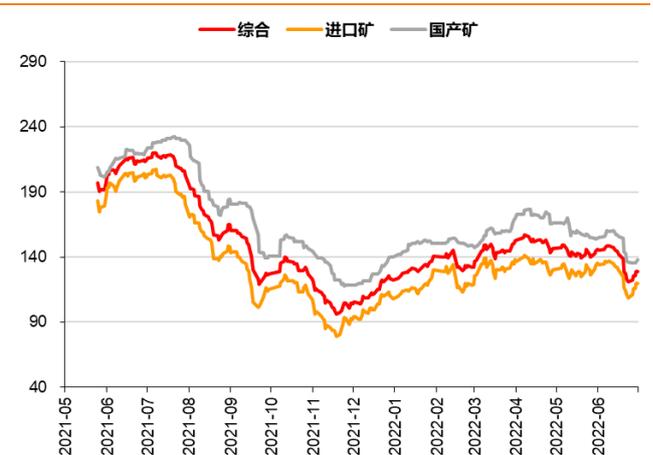
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 48: 铜和铝价格



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 49: Mylpic 铁矿石价格指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 50：大豆现货价格和期货价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 51：天然橡胶期货价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

11. 海外债市：欧美债收益率回落

图 52：美国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：德国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：意大利 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：日本 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com