

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门执行总监 冯琳

时间

2024年11月18日

- 上周债市震荡偏强，长债利率延续下行。上周（11月11日当周）前半周，受10月通胀、金融数据均不及预期，叠加股市走弱以及降准预期升温提振，债市延续强势。不过，后半周，在房地产税费政策优化、10月宏观数据普遍向好以及地方用于置换隐债的再融资债发行干扰下，债市有所回调。整体看，上周债市整体震荡偏强，长债利率延续下行。短端利率方面，尽管受到MLF大额到期叠加税期干扰，但在央行连续净投放呵护下，上周资金面整体均衡偏紧，带动上周债市短端利率整体下行，且降幅大于长端，收益率曲线略微走陡。

债市短期风险偏逆风。在稳增长政策不断加码，基本面边际改善，叠加长周期地方债供给压力来袭背景下，债市短期风向偏逆风。其中，从供给压力角度看，上周五，河南省率先发行再融资专项债，意味着年内增量置换隐性债务正式落地，后续供给将逐步放量。本周再融资债计划发行规模约2201亿元，且期限偏长，或对长债造成一定干扰。不过，在央行维稳资金面信号下，市场降准预期有所升温，或将利多短债。整体上看，短期内债市面临一定调整压力，但市场看空氛围并不浓，调整空间将有限，料难以摆脱震荡行情。预计本周长债收益率将偏弱震荡，短债情绪较好，收益率曲线料延续走陡。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、上周市场回顾

1.1 二级市场

上周债市震荡偏强，长债收益率延续下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计上涨0.17%；上周五10年期国债收益率较前一周五下行1.19bps，1年期国债收益率较前一周五下行1.87bps，期限利差略微走陡。

- **11月11日**：周一，上周末公布的10月通胀数据不及预期，加之增量财政政策博弈近尾声，债市因此整体偏强。当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10年期国债收益率下行1.47bp；国债期货各期限主力合约全天窄幅震荡，收盘涨跌不一，其中，10年期主力合约跌0.04%。
- **11月12日**：周二，10月金融数据低于市场预期，显示信贷需求仍不足，加之股市受海外政策预期影响下跌，债市延续强势。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行1.91bp；国债期货各期限主力合约多数上涨，其中，10年期主力合约涨0.29%。
- **11月13日**：周三，股市有所修复，股债跷跷板效应显现，加之市场对地方债供给和地产宽松政策的预期上升，债市震荡走弱。全天看，银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10年期国债收益率上行1.47bp；国债期货各期限主力合约收盘全线收跌，10年期主力合约跌0.04%。
- **11月14日**：周四，市场担忧年内新增政府债期限偏长，压制长债窄幅震荡，而央行进一步放量投放，资金面有所改善，提振中短债。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率小幅下行0.68bp；国债期货各期限主力合约收盘涨跌不一，其中，10年期主力合约持平。
- **11月15日**：周五公布的10月宏观经济数据普遍向好，显示经济增长动能转强，加之河南置换隐性债务的再融资债发行利率偏高，市场对后续供给担忧再起，长债因此走弱，而短债受央行维稳资金面提振延续偏强。当日

银行间主要利率债收益率走势有所分化，短端延续下行而中长端上行，其中，10年期国债收益率上行1.40bp；国债期货各期限主力合约收盘涨跌不一，其中，10年期主力合约涨0.01%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

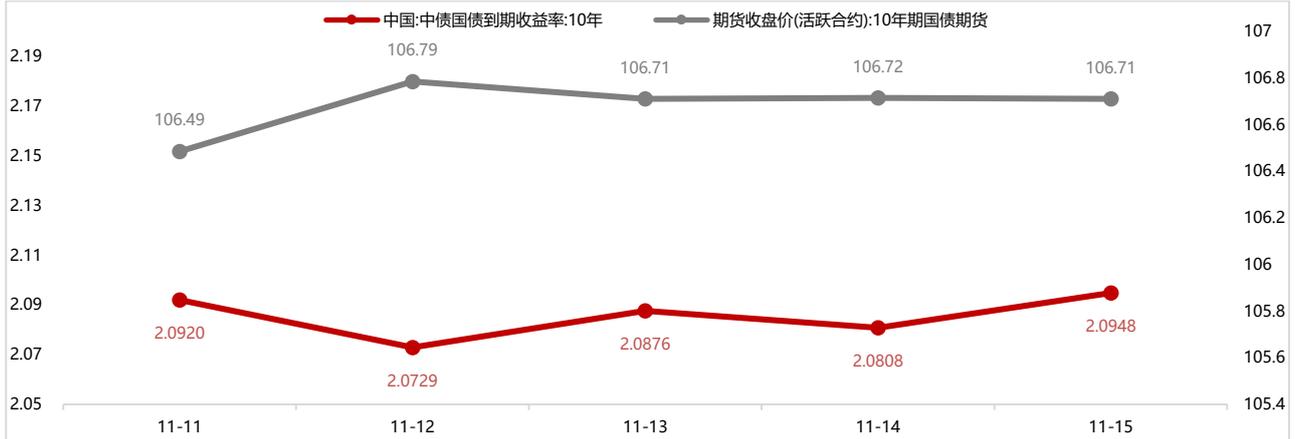


图 2 上周各期限国债利率延续下行

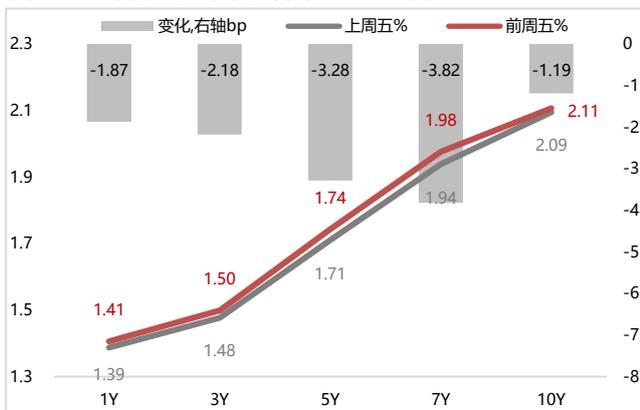


图 3 上周各期限国债利率延续下行



图 4 上周各期限国债期货继续上涨

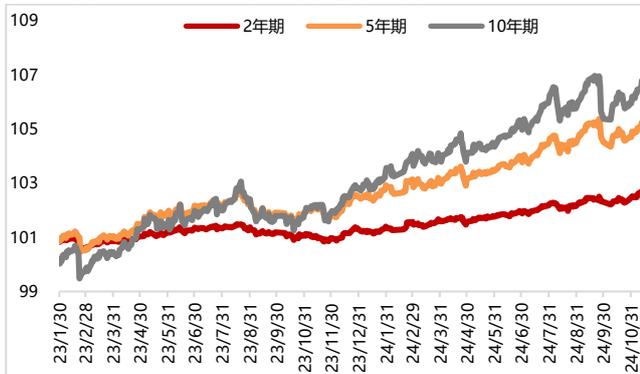


图 5 上周各期限国债隐含税率继续小幅上行(%)



图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差略微走阔

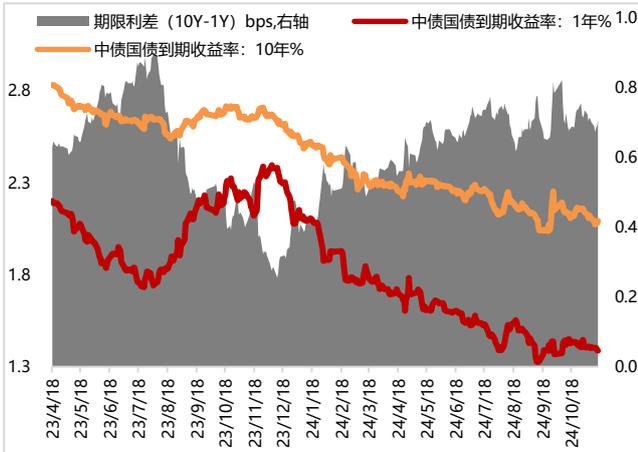
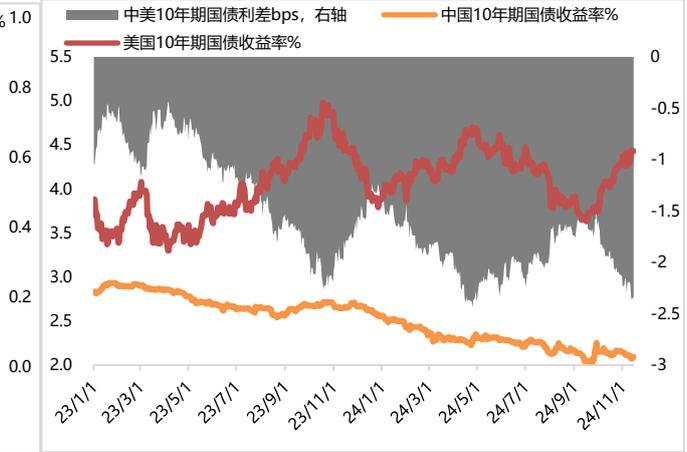


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续小幅加深



数据来源: Wind 东方金诚

1.2 一级市场

上周共发行利率债 36 只, 环比小幅增加 3 只, 发行量 4459 亿, 环比增加 643 亿, 净融资额 2171 亿, 环比增加 1273 亿。分券种看, 上周国债、政金债、地方债发行量环比均增加; 国债、地方债净融资额环比增加, 而政金债净融资额环比减少。

表 1 利率债发行和到期 (亿元)

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	2605.5	2478.4	601.3	1140	2004.2	1338.4
政金债	1320	1220	1515.1	1396	-195.1	-176
地方政府债	533.55	117.2	361.48	382.04	172.07	-264.82
合计	4459.05	3815.62	2288.47	2918.04	2170.58	897.58

数据来源: Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可：共发行5只国债，平均认购倍数为2.81倍；共发行20只政金债，平均认购倍数为3.56倍；共发行11只地方政府债，平均认购倍数为24.28倍。（上周利率债发行情况详见附表1-3）

二、上周重要事件

- **10月金融数据显示稳增长发力。**11月11日，央行公布的数据显示，2024年10月新增人民币贷款5000亿，同比少增2384亿；10月新增社会融资规模为13958亿，同比少增4483亿。10月末，广义货币(M2)同比增长7.5%，增速较上月末加快0.7个百分点；狭义货币(M1)同比下降6.1%，降幅较上月末收窄1.3个百分点。

10月新增贷款同比延续大幅少增，主要受企业贷款表现较弱拖累，不过这很大程度上受地方化债影响，一些城投平台的存量贷款被提前偿还和置换。10月社融同比也大幅少增，主因发行节奏错位导致当月政府债券融资同比大幅少增。但事实上，剔除化债政策扰动、去年同期政府债券融资基数偏高等因素，今年10月的新增信贷和社融数据实际上都有所改善，显示货币政策在9月末降息降准，房地产支持政策大幅加码后，金融对实体经济的支持力度在加大。10月末M2同比增速大幅上行，主要源于理财资金向存款回流，以及财政稳增长发力；10月末M1同比降幅收窄，背后是楼市回暖以及企业经营活动修复。往后看，在新一轮隐债置换启动背景下，年底前两个月将出现政府债券发行高峰，有望推动新增社融恢复同比多增。

- **10月宏观数据普遍向好，显示经济增长动能转强。**11月15日，国家统计局公布的数据显示，10月规模以上工业增加值同比实际增长5.3%，9月为5.4%；10月社会消费品零售总额同比增长4.8%，9月为3.2%；1-10月全国固定资产投资累计同比增长3.4%，前值为3.4%。

10月工业增加值同比增速小幅放缓，这主要受发电量增速下滑扰动，当月制造业增加值同比则连续第二个月提速，背后是一揽子增量政策出台改善市场信心，提振工业品生产，以及“两新”政策持续推进拉动相关消费品产销增长。10月社零同比增速大幅加快，除了受去年同期基数偏低影响外，还受到支持耐用消费品以旧换新政策加码，一揽子稳增长政策出台、房地产市场边际回暖带动预期改善，以及今年“双十一”预售比去年提前10天等因素拉动。整体上看，10月宏观数据普遍向好，背后是9月末央行降息降准落地、房地产支持政策大幅加码等一揽子增量政策陆续出台，10月市场信心大幅改善，楼市显著回暖；此外，前期扩投资、促消费政策效果也在进一步显现。

三、实体经济观察

上周生产端高频数据涨跌不一，其中，石油沥青装置开工率、日均铁水产量有所回升，高炉开工率则小幅下跌，半胎钢开工率与前周基本持平。从需求端来看，上周BDI指数、出口集装箱运价指数CCFI均继续上涨，显示出口动能持续改善；而上周30大中城市商品房销售面积继续下跌。物价方面，上周猪肉价格继续小幅下滑，大宗商品价格也多数下滑，其中，铜、螺纹钢、原油价格均有所下跌。

图8 上周高炉开工率小幅下跌(%)

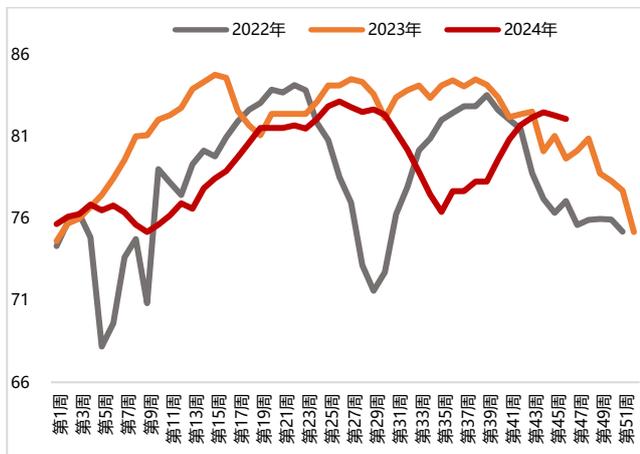


图9 上周石油沥青装置开工率明显回升(%)

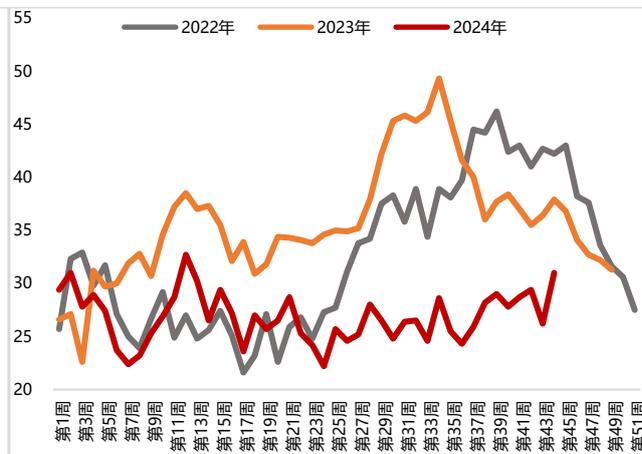


图 10 上周半钢胎开工率基本持平 (%)

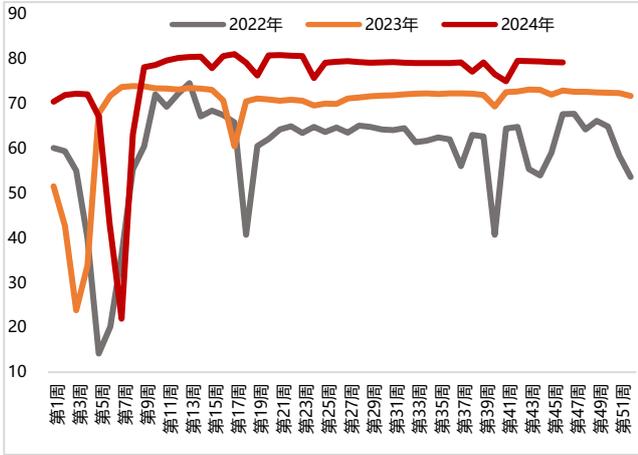


图 11 上周日均铁水产量(247家)小幅回升(万吨)

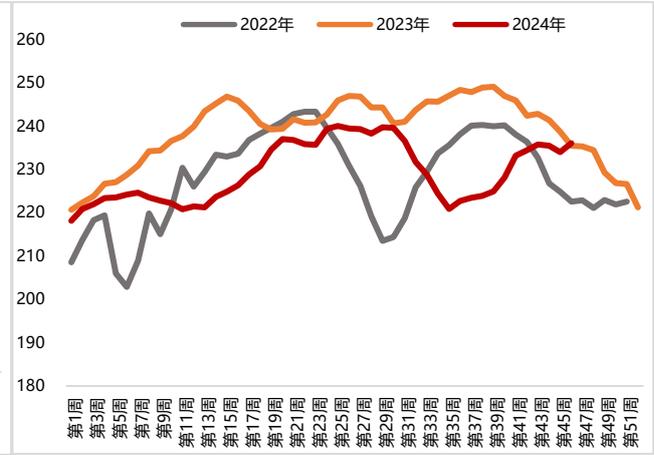


图 12 上周 30 城商品房成交面积继续下跌 (万 m²)

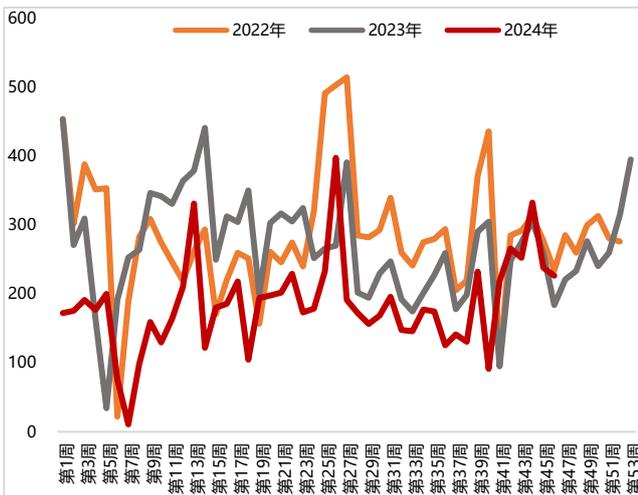


图 13 上周 BDI 指数继续上涨

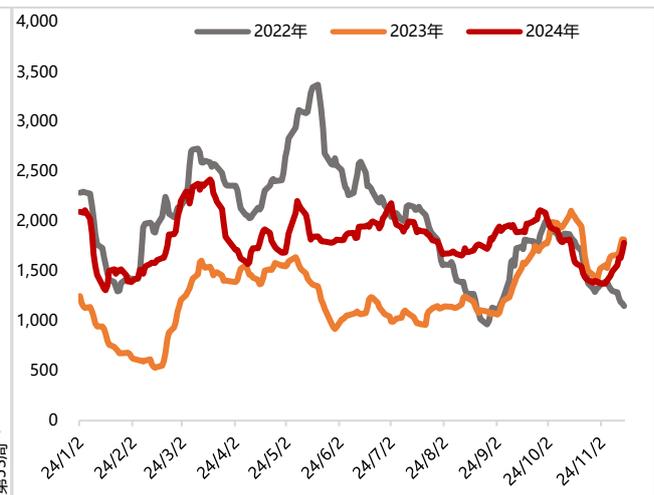


图 14 上周 CDFI 指数继续上涨

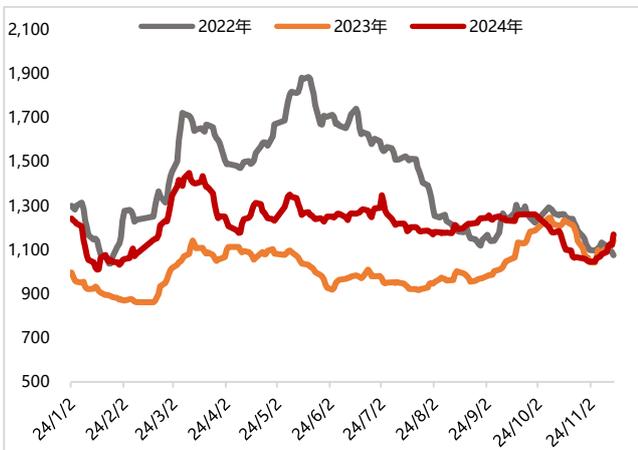


图 15 上周 CCFI 指数明显上涨

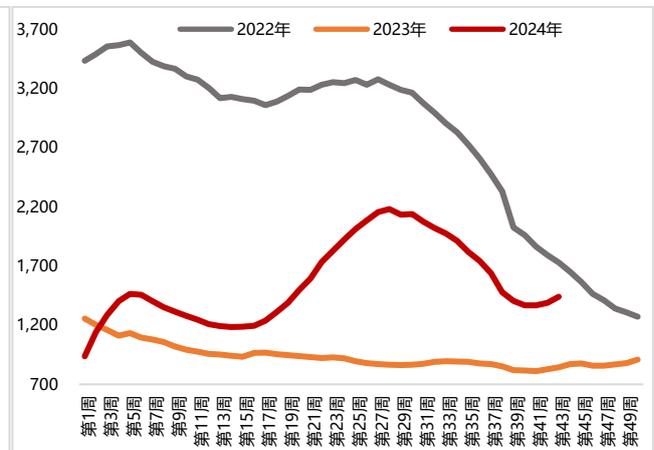


图 16 上周猪肉价格继续小幅下跌



图 17 上周国际油价波动下跌

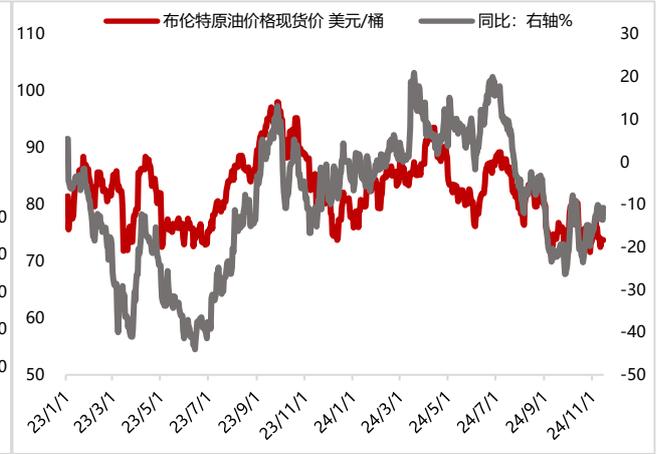


图 18 上周铜期货价格明显回落

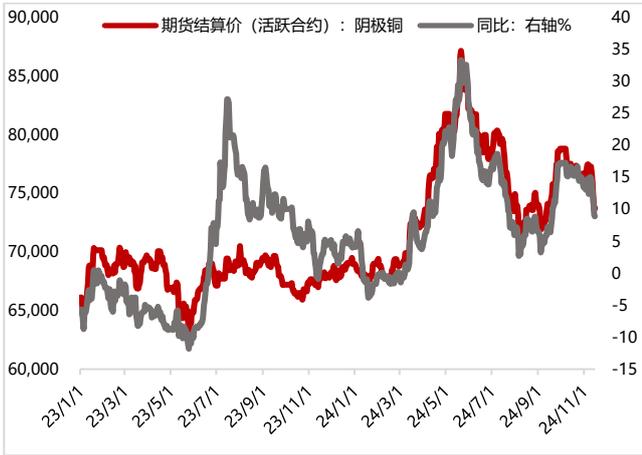
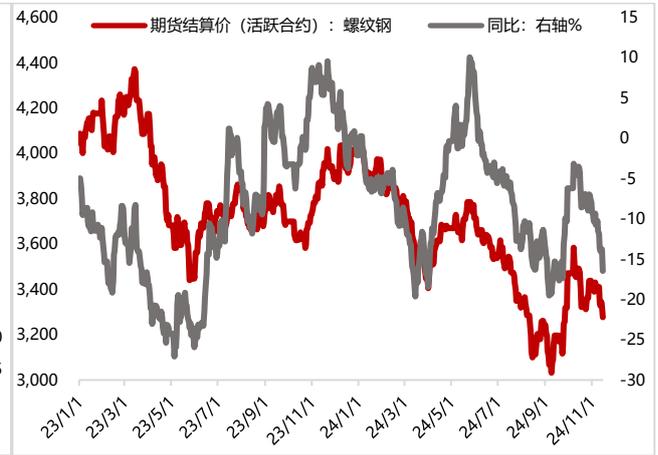


图 19 上周螺纹钢期货价格明显回落



数据来源: Wind 东方金诚

四、上周流动性观察

表 2 央行公开市场净投放资金 1871 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2024/11/11	逆回购 7D	1337	1.50	逆回购 7D	173	1.50
2024/11/12	逆回购 7D	1255	1.50	逆回购 7D	183	1.50

2024/11/13	逆回购 7D	2330	1.50	逆回购 7D	173	1.50	
2024/11/14	逆回购 7D	3282	1.50	逆回购 7D	192	1.50	
2024/11/15	逆回购 7D	9810	1.50	逆回购 7D	122	1.50	
2024/11/15				MLF1 年期	14500	2.50	
2024/11/15				国库定存 3 个月	800	2.28	
发行						18014	
到期						16143	
净投放						1871	

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 继续上行 (%)

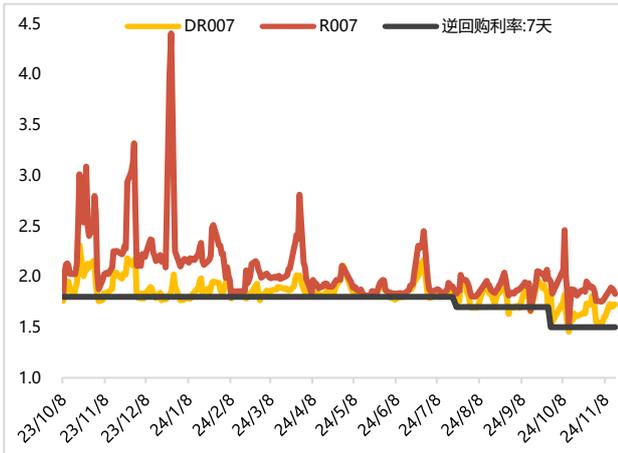


图 21 上周股份行同业存单发行利率继续下行 (%)



图 22 上周各期限国股直贴利率均下行

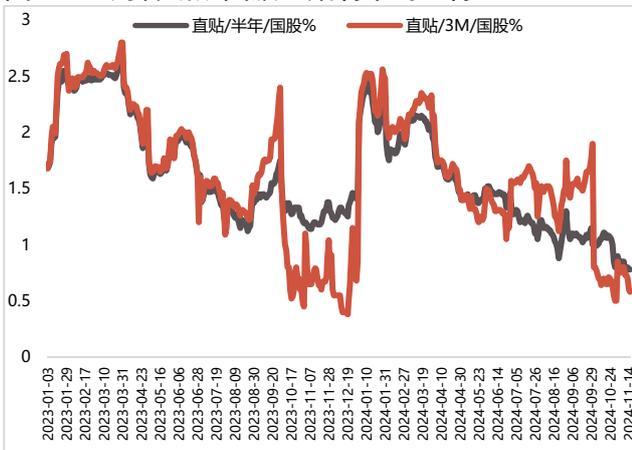


图 23 上周质押式回购成交量明显回落 (亿元)

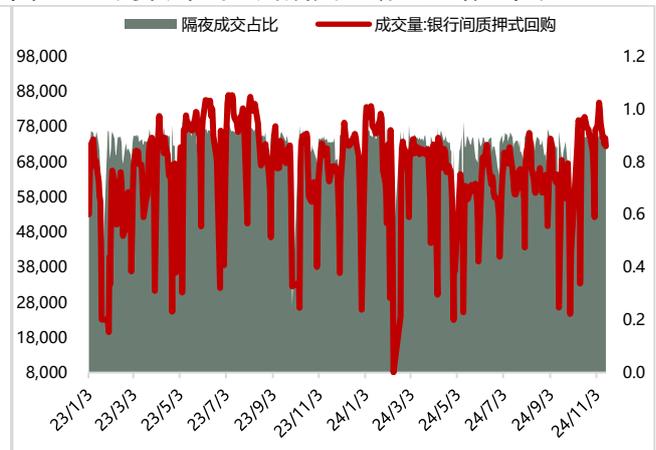
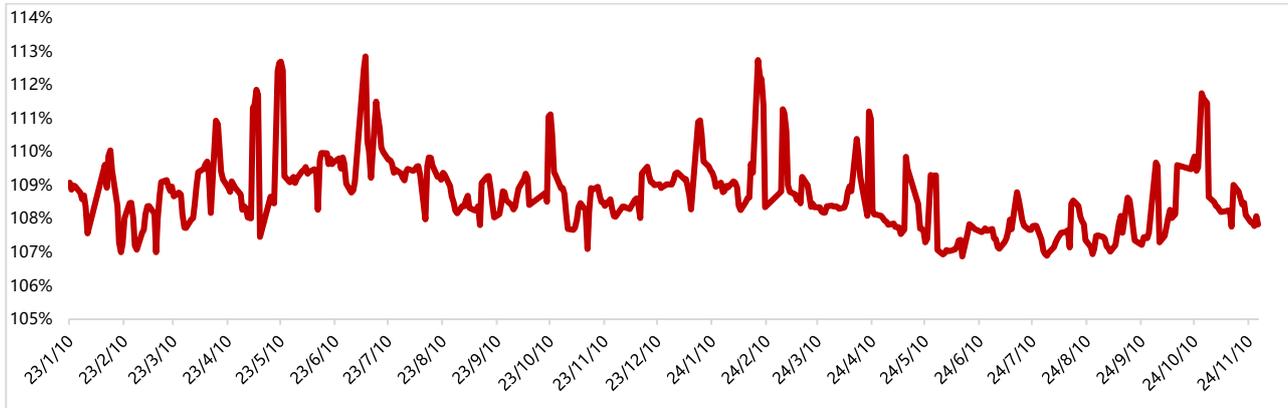


图 24 上周银行间市场杠杆率继续波动下行



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额/（银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额），其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计
数据来源：Wind 东方金诚

附表：

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率 (%)	全场倍数
24 特别国债 06(续 3)	500	30	2.19	2.9674
24 附息国债 22	700.9	3	1.42	3.1353
24 附息国债 18(续 2)	501.6	7	1.87	3.835
24 贴现国债 67	303	0.1726	1.2425	2.1033
24 贴现国债 68	600	0.2493	1.3361	2.0022

数据来源：Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率 (%)	全场倍数
24 国开绿债 03 清发	50	3	-	2.64
24 进出 14(增发)	110	1	1.3962	2.39
24 进出 12(增 6)	50	2	1.6203	3.4
24 国开清发 03(增发 9)	80	3	1.6792	3.32
24 国开清发 01(增发 26)	40	7	1.9957	3.91
24 进出 13(增 6)	60	3	1.7234	3.4
24 进出 15(增发)	60	5	1.859	2.81
24 进出 11(增 9)	70	10	2.1811	3.06

24 国开 13(增 21)	20	3	1.8111	3.81
24 国开 08(增 23)	90	5	1.71	2.98
24 进出清发 17	20	7	-	3.82
24 农发 31(增 6)	100	1.0548	1.3933	3.054
24 农发 30(增 6)	130	10	2.1745	2.8577
24 国开 08(增 22)	100	5	1.7257	2.85
24 国开 15(增 23)	130	10	2.0666	2.84
24 农发清发 22(增发 11)	40	2	1.602	5.13
24 农发清发 17(增发 7)	20	7	2.0493	6.98
24 农发贴现 25(增发)	20	0.4986	1.4014	4.56
24 农发 13(增 14)	70	3	1.723	3.5114
24 农发 15(增 8)	60	5	1.8265	3.935

数据来源: Wind 东方金诚

附表 3 上周地方债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率 (%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度 (bps)	全场倍数
24 河南债 65	60.048	5	1.77	5	23.30
24 河南债 66	318.17	10	2.26	17	21.28
24 宁夏债 19	22.23	15	2.34	15	20.13
24 宁夏债 20	7.68	10	2.15	5	22.35
24 宁夏债 21	9.00	10	2.15	5	23.39
24 宁夏债 22	9.00	10	2.15	5	22.16
24 青岛债 65	4.40	5	1.86	10	25.48
24 青岛债 66	45.60	10	2.21	10	24.34
24 青岛债 67	1.10	20	2.39	8	23.45
24 福建 38	25.62	7	2.03	5	31.26
24 福建 39	30.71	7	2.03	5	29.92

数据来源: Wind 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn