

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

高级分析师 冯琳

时间

2024 年 2 月 6 日

- **主要受股市下跌以及宽松预期主导，上周债市大幅走强。**上周（1 月 29 日当周），尽管 1 月 PMI 数据小幅回升、机构止盈情绪有所上升等因素，对债市造成一定扰动，但在股市持续低迷，跨月资金面逐渐转向宽松，市场降息预期升温，以及机构欠配等利好因素提振下，债市延续强势，长端利率波动下行，周日（2 月 4 日）10 年期国债收益率下行至 2.4% 的低位。短端利率方面，上周资金面虽面临跨月以及政府债券发行缴款带来的压力，但在央行呵护下，整体仍平稳宽松，带动债市短端利率大幅下行，且下行幅度超过长端，收益率曲线陡峭化下移。
- **本周债市或震荡偏暖为主。**今年以来利率持续下行隐含了对债市较为乐观的预期，而目前 10 年期国债收益率创下 20 年来新低，不免引发市场对近期行情已过度反映的担忧，这可能带来止盈情绪的抬头以及债市的阶段性回调压力。但在基本面偏弱、“两会”前稳增长政策难以大幅加码、降准释放万亿流动性呵护资金面平稳、降息还未落地、市场风险偏好较弱以及机构欠配等多方面因素支撑下，目前看债市风向尚未逆转，利率大幅反弹仍缺少驱动。预计短期内 10 年期国债收益率将以震荡为主。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、上周关注：10年期国债收益率是否还有下行空间？

受资金面转松、宽松预期持续升温、机构欠配等因素支撑，上周日（2月4日）10年期国债收益率降至2.4%低位。往后看，10年期国债收益率或仍有下行空间。具体来看，一是资金面有望保持平稳向宽态势，本周一（2月5日）降准将落地，预计释放资金1万亿，再加上央行节前还可通过投放14天期逆回购等方式，灵活调节市场流动性，因此春节前后资金面压力可控。二是宽货币预期仍未出尽。尽管降准已落地，但目前楼市尚未企稳，股市也未得到明显修复，市场仍期待降息等宽货币政策工具出台。三是近期地产支持政策加码，但幅度不及市场预期，以及部分政策效果需等到春节后验证，因此，目前政策对地产销售的实际提振效果较小，房地产市场仍在调整过程中。四是在资产荒以及机构欠配的背景下，机构会继续加大债券配置力度。整体上看，尽管目前10年期国债收益率创下20年来新低，不免引发市场对近期行情已过度反映的担忧，这可能带来止盈情绪的抬头以及债市的阶段性回调压力。但在上述多方面因素支撑下，目前看债市风向尚未逆转，利率大幅反弹仍缺少驱动，后续或仍有下行空间。

二、上周市场回顾

2.1 二级市场

上周债市延续强势，长债利率大幅下行。全周看，10年期国债期货主力合约累计上涨0.41%；上周日10年期国债收益率较前一周五下行9.41bps，1年期国债收益率较前一周五下行14.26bps，期限利差大幅走阔。

- **1月29日**：周一，资金面改善以及股市走弱提振债市情绪。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，短端下行幅度更大，10年期国债收益率下行0.54bps；国债期货各期限主力合约集体上涨，10年期主力合约涨0.11%。
- **1月30日**：周二，受市场降息预期持续升温，资金面向宽，以及股市下跌等因素推动，机构加快配置步伐，债市延续强势。当日银行间主要利率债

收益率普遍大幅下行，10年期国债收益率下行3.83bps；国债期货各期限主力合约大幅收高，10年期主力合约涨0.25%。

- **1月31日**：周三，当日公布的1月PMI数据小幅回升，对市场情绪影响有限，债市因宽松预期延续暖势，但短债受跨月影响回调。全天看，当日银行间主要利率债收益率有所分化，中短端转而上行，长端持续下行，10年期国债到期收益率下行2.27bps；当日国债期货各期限主力合约涨跌不一，其中，10年期主力合约涨0.10%。
- **2月1日**：周四，因近期债市大幅走强，机构止盈情绪有所上升，叠加午后股市小幅反弹压制市场情绪，当日银行间主要利率债收益率普遍小幅上行，10年期国债收益率上行0.24bps；国债期货各期限主力合约全线下跌，10年期主力合约跌0.05%。
- **2月2日**：周五，随着市场宽松预期再次升温，尾盘债市回暖。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1.10bps；国债期货各期限主力合约多数下跌，其中，10年期主力合约基本持平。
- **2月4日**：周日，资金面宽松，叠加机构配置情绪上升，债市大幅回暖。当日银行间主要利率债收益率普遍下行，其中，10年期国债收益率下行1.91bps，降至2.4%；国债期货因调休工作日休市。

图1 上周10年期国债现券收益率和期货价格走势

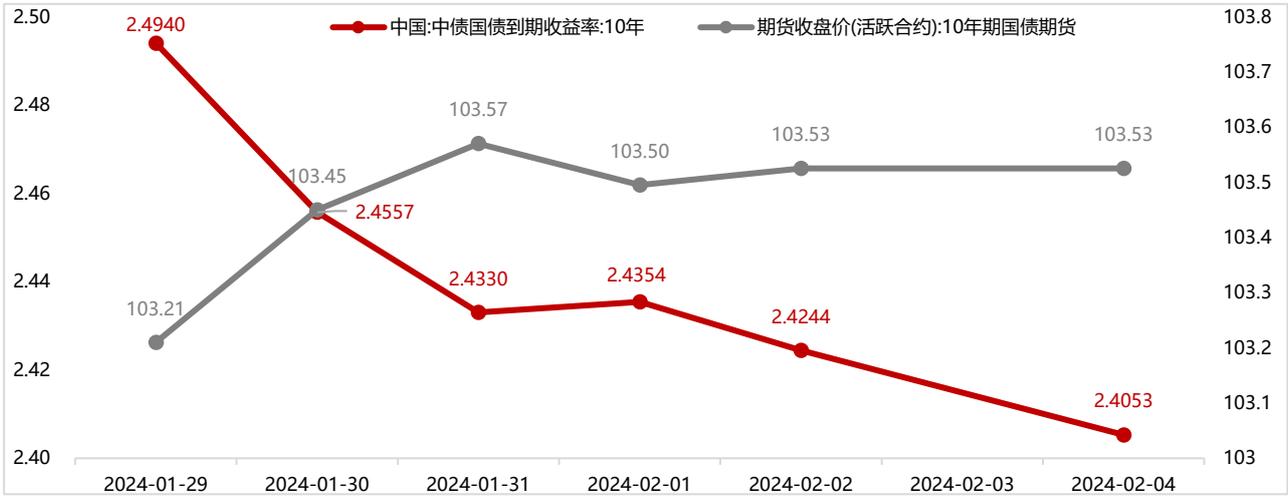


图 2 上周国债长短端利率大幅下行

图 3 上周各期限国开债利率大幅下行



图 4 上周国债期货各期限主力合约持续小幅上行

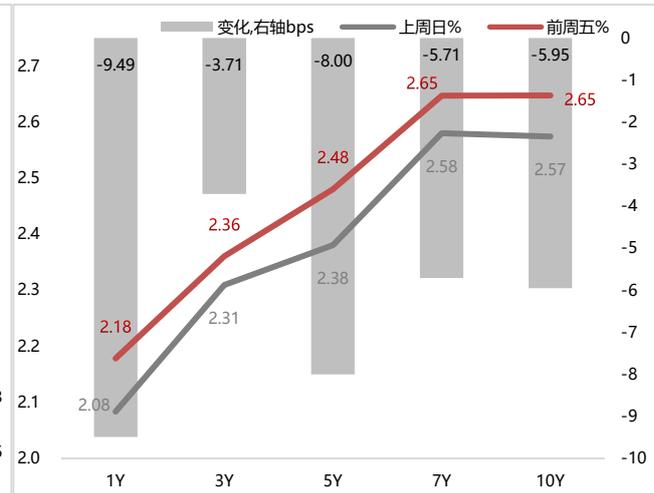


图 5 上周各期限国开债隐含税率明显上行(%)

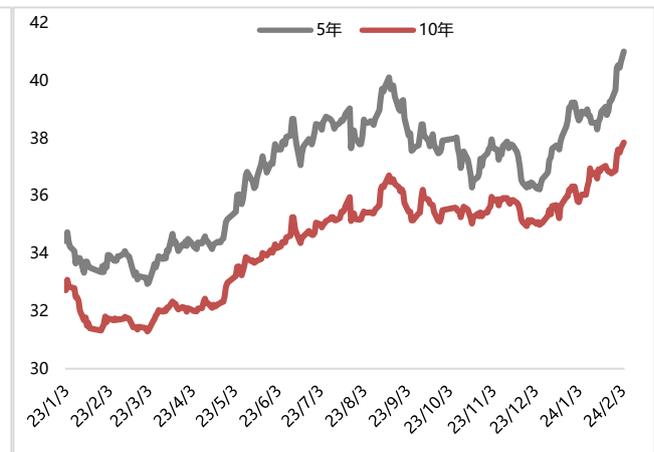
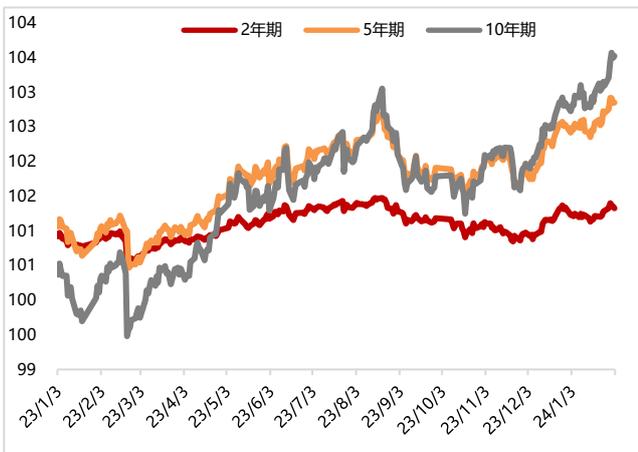


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差持续大幅走阔

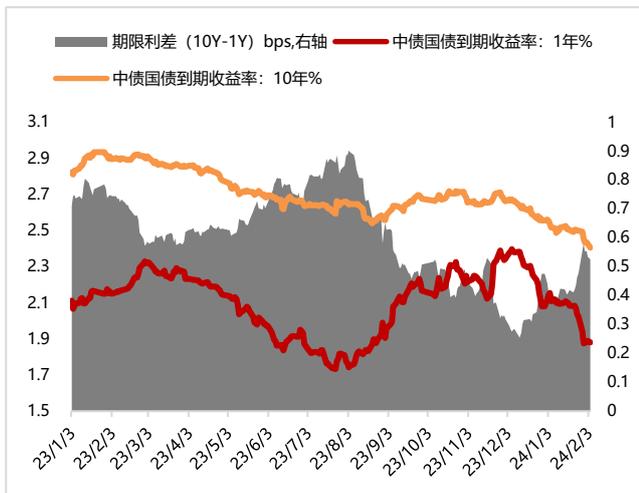
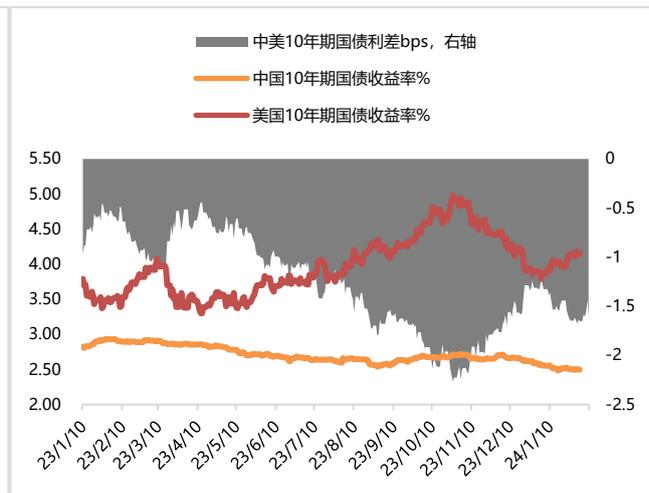


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度持续加深



数据来源: Wind 东方金诚

2.2 一级市场

上周共发行利率债 56 只, 环比增加 16 只, 发行量 4294 亿, 环比增加 125 亿, 净融资额 497 亿, 环比减少 2071 亿。上周国债和政金债发行量、净融资均环比减少; 上周地方债发行量、到期量均环比增加, 净融资环比增加 381 亿。

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	780	1190	950	951.2	-170	238.8
政金债	870	1090	1823.4	0	-953.4	1090
地方政府债	2644.44	1889.37	1024.19	650.14	1620.25	1239.23
合计	4294.44	4169.37	3797.59	1601.34	496.85	2568.03

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 3 只国债, 平均认购倍数为 3.65 倍; 共发行 11 只政金债, 平均认购倍数为 4.10 倍; 共发行 42 只地方政府债, 平均认购倍数为 22.81 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

二、上周重要事件

- **1月官方PMI数据小幅回升，宏观景气度有所改善。**国家统计局公布的数据显示，2024年1月，中国制造采购经理指数（PMI）为49.2%，高于上月0.2个百分点，连续四个月处于收缩区间；非制造业商务活动指数为50.7%，高于上月0.3个百分点，其中，建筑业PMI指数为53.9%，高于上月的56.9%，服务业PMI指数为50.1%，高于上月的49.3%，景气度有所改善。

1月制造业PMI小幅回升，符合市场预期，主要因为元旦假期消费和春节消费需求预期升温，以及近期稳增长政策发力下基建投资和制造业投资加快影响下，市场需求降势减缓。其中，新订单指数为49.4%，较12月回升0.3个百分点。1月服务业PMI指数为50.1%，比上月大幅上扬0.8个百分点，结束了此前连续两个月的收缩状态。主要受元旦假期服务消费升温，以及一些行业春节备货需求增加，带动交通物流行业景气度上行带动。这意味着短期内服务业仍将是拉动经济增长的主要引擎。总体来看，1月制造业PMI指数低位回稳，宏观经济景气度有所改善，但连续4个月处于收缩区间，经济运行仍面临一定下行压力。向前看，在居民消费存在一定内在修复动力，宏观政策将加大稳增长力度推动下，2024年2月制造业和服务业PMI指数有望继续改善。

- **美联储1月FOMC会议维持利率不变并暗示暂时不会降息。**北京时间2月1日凌晨，美联储在FOMC会议上宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变，并暗示暂时不会降息。不过，本次会议声明出现了明显调整，删除了暗示未来进一步加息的措辞，并称在对通胀降至目标更有信心以前，暗示3月基本不适合降息。声明还删除了评价银行系统健全、称金融环境收紧可能影响经济的言论，新增表述实现就业和通胀目标的风险平衡。另外，本次会议将经济的评价由较三季度放缓改称稳健扩张，重申缩表继续按计划进行。

本次美联储政策立场转向中性，并暗示加息周期已经结束，但降息并不急迫。虽然承认通胀在持续缓解，但除住房外的核心通胀并未更多地放缓。只有核心通胀大幅下行，才能让美联储“有信心”地认为通胀会稳定地回落至2%的政策目标。从年初以来的高频数据来看，美国经济仍保持较强韧性，这降低了美联储降息的迫切性，也给美联储留有足够的时间窗口，观察后续几个月的通胀与经济数据，再释放出关于降息路径的更为明确的信号。

四、实体经济观察

上周生产端高频数据多数下滑，其中，高炉开工率、石油沥青装置开工率以及半钢胎开工率均有所回落，但日均铁水产量持续小幅上涨。从需求端来看，上周进口干散货运价指数 CDFI、出口集装箱运价指数 CCFI 均小幅上涨，但 BDI 指数有所回落；上周 30 大中城市商品房销售面积略有回升，主要是受近期地产支持政策加码带动。通胀方面，上周猪肉价格因春节假期持续上涨，但大宗商品价格有所回落，其中，铜价、螺纹钢价格、原油价格均小幅下滑。

图 8 上周高炉开工率小幅回落 (%)

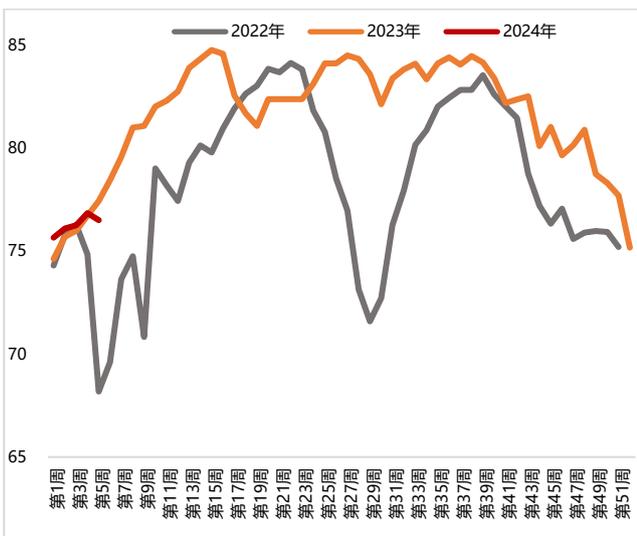


图 9 上周石油沥青装置开工率小幅下跌 (%)

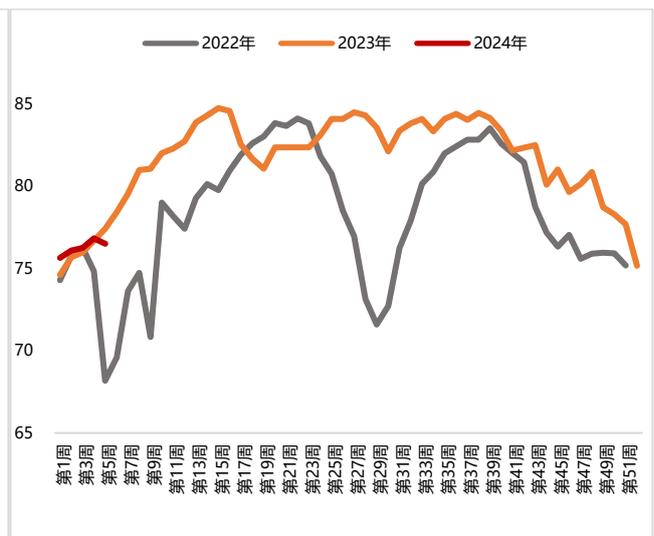


图 10 上周半钢胎开工率明显下跌 (%)

图 11 上周日均铁水产量(247家)持续小幅上涨(万吨)

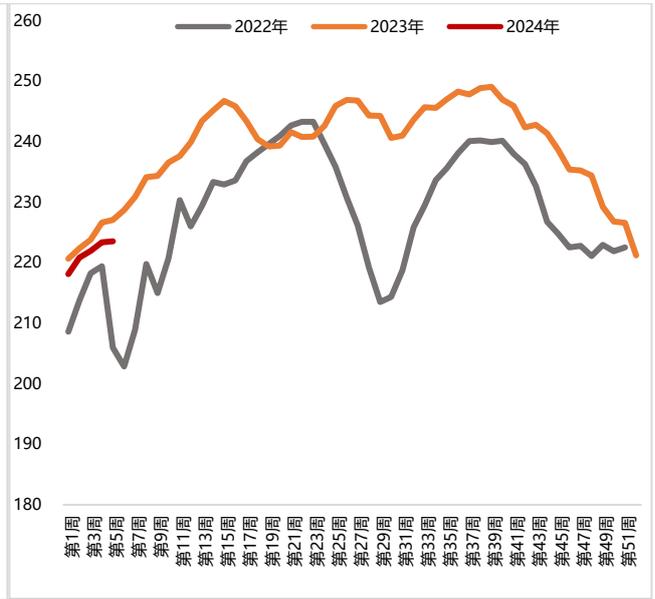
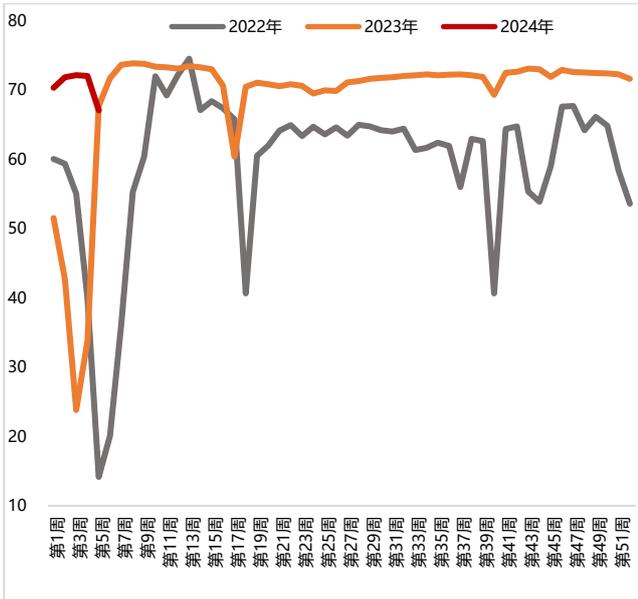


图 12 上周 30 城商品房成交面积略有上升(万 m²)

图 13 上周 BDI 指数持续小幅回落

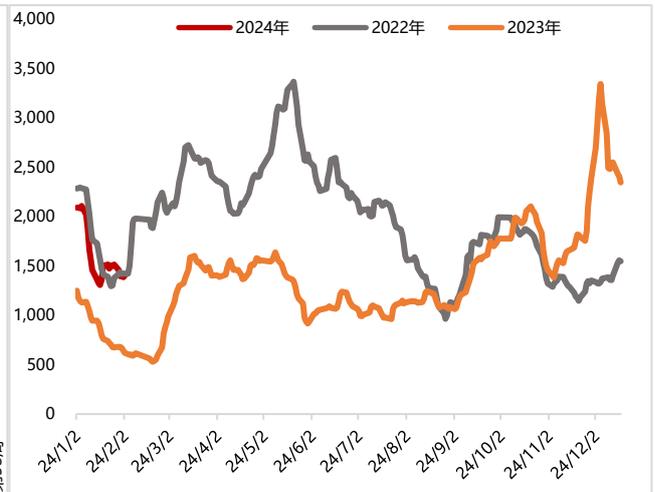
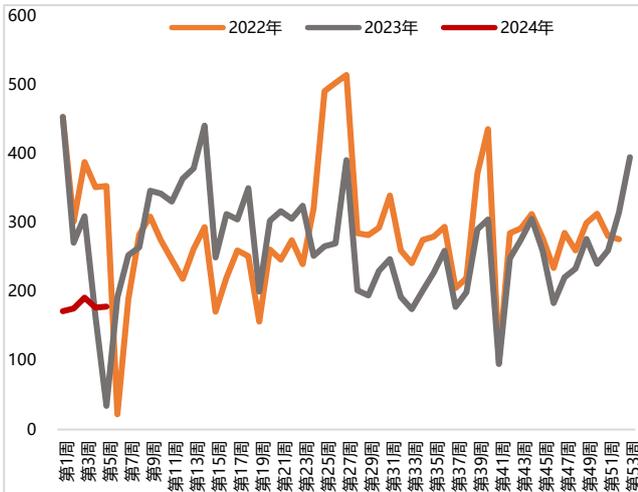


图 14 上周 CDFI 指数小幅上涨

图 15 上周 CCFI 指数持续上涨



图 16 上周猪肉价格持续上涨

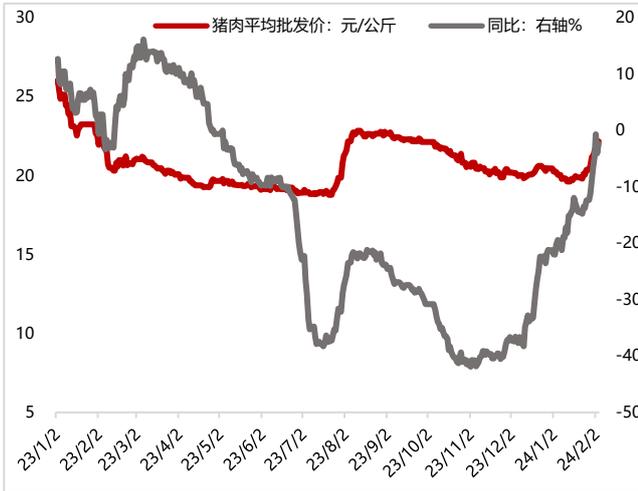


图 18 上周铜期货价格小幅下跌

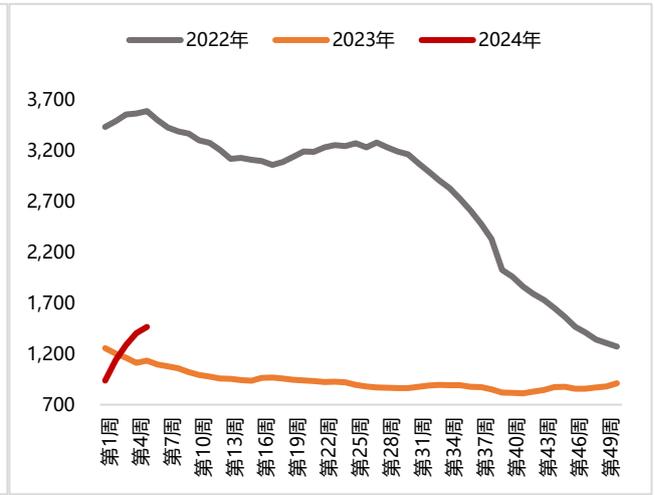
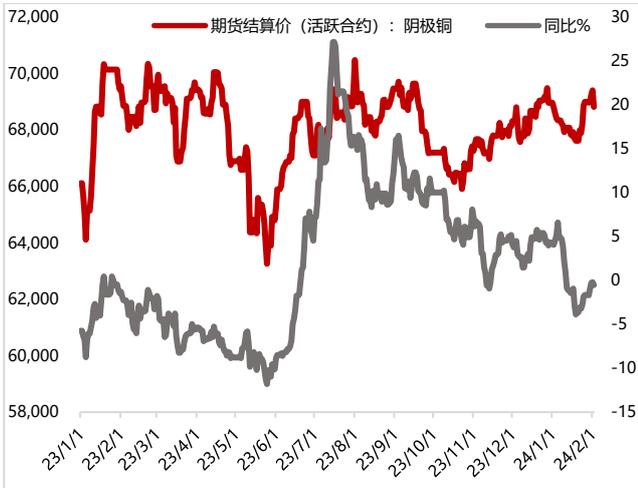
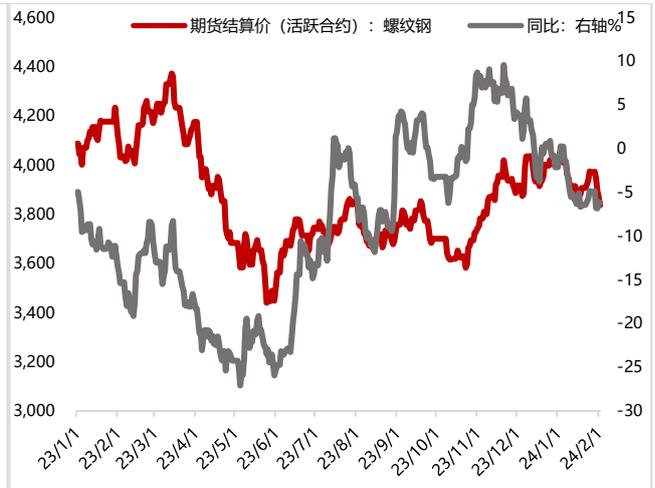


图 17 上周国际油价明显回落



图 19 上周螺纹钢期货价格小幅回落



数据来源: Wind 东方金诚

五、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净回笼资金 2300 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 (%)
2024/1/29	逆回购 7D	5000	1.8	逆回购 7D	1220	1.8
2024/1/30	逆回购 7D	5630	1.8	逆回购 7D	4650	1.8
2024/1/31	逆回购 7D	5440	1.8	逆回购 7D	4630	1.8
2024/2/1	逆回购 7D	430	1.8	逆回购 7D	4660	1.8
2024/2/2	逆回购 7D	830	1.8	逆回购 7D	4610	1.8
2024/2/2	逆回购 14D	140	1.95			
投放				17470		
到期				19770		
净投放				-2300		

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007, DR007 均大幅下行 (%)

图 21 上周股份行同业存单发行利率明显回落 (%)

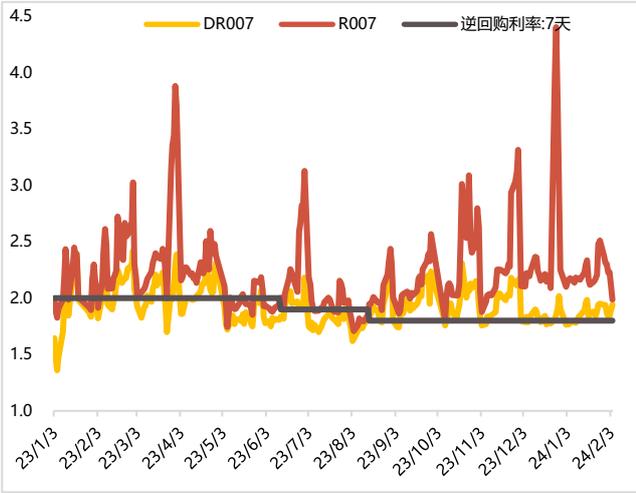


图 22 上周票据利率先上后下

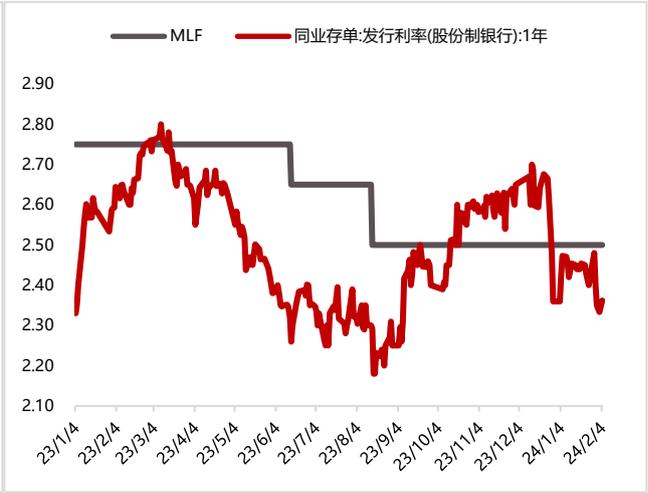


图 23 上周质押式回购成交量明显回升

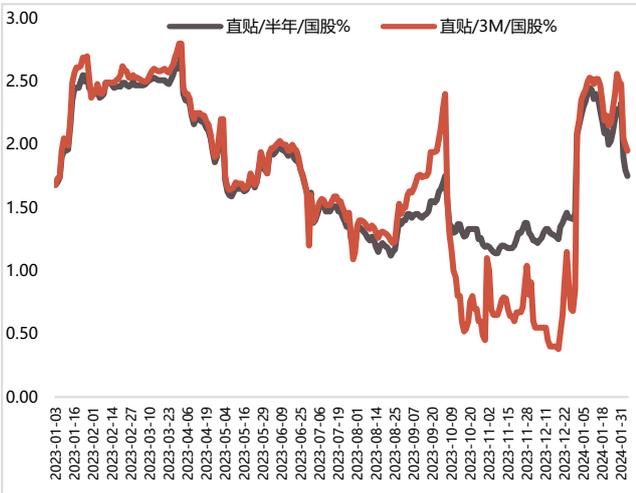
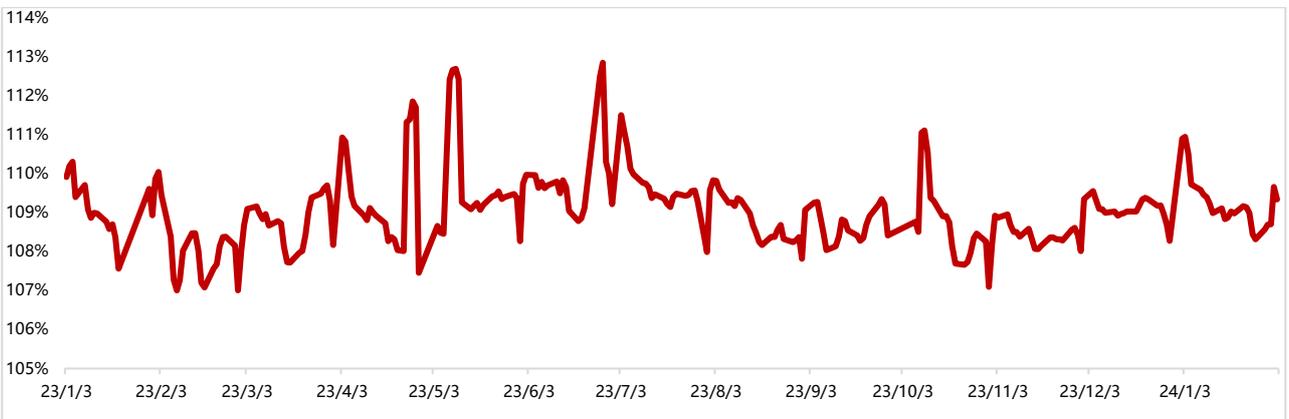
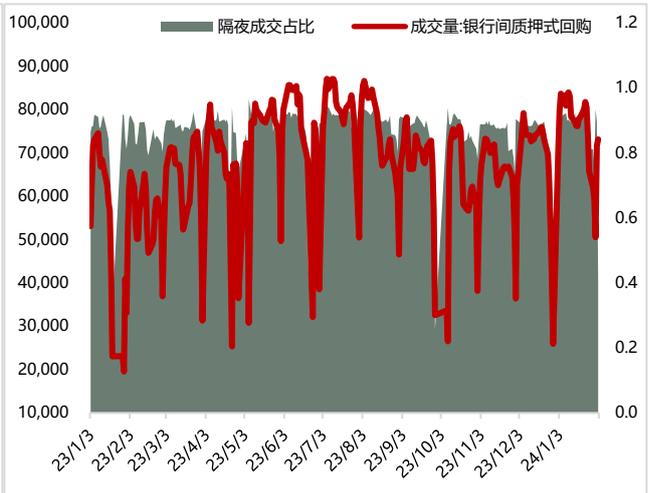


图 24 上周银行间市场杠杆率整体明显上行



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 贴现国债 06	300	0.4986	1.5621	3.2863
24 贴现国债 07	200	0.0767	1.1579	2.751
23 附息国债 23(续 4)	280	30	3	4.9261

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 13(增 2)	20	3	2.3988	4.22
24 国开 05(增 4)	180	10	2.5514	2.9
23 农发 31(增 5)	100	1	1.8753	3.01
23 农发 09(增 6)	20	3	2.3925	3.45
23 农发 20(增 12)	100	10	2.6209	4.58
24 国开 02(增 4)	100	3	2.2297	3.72
23 国开 08(增 31)	110	5	2.2859	3.58
23 农发清发 22(增发 5)	80	2	2.1795	3.2
23 农发清发 07(增发 17)	30	7	2.5445	6.42
23 农发 13(增 15)	60	3	2.2859	5.36
23 农发 15(增 14)	70	5	2.4309	4.71

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		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					国债收益 率均值上 浮幅度 (bps)	全场倍数
24 贵州债 01	51.00	5	2.41	10	33.29	24 四川 05	60.00	10	2.59	10	17.77
24 贵州债 02	49.23	5	2.41	10	33.18	24 河北债 01	67.00	10	2.59	10	21.21
24 贵州债 03	130.00	7	2.54	9	28.74	24 河北债 02	8.19	5	2.43	10	24.31
24 贵州债 04	79.29	10	2.61	15	29.29	24 湖南债 01	100.00	5	2.45	10	28.25
24 贵州债 05	66.06	30	2.79	10	41.31	24 浙江债 01	158.70	10	2.55	5	18.96
24 青岛债 02	39.00	10	2.58	10	20.52	24 海南债 01	38.47	7	2.59	10	26.26
24 青岛债 03	15.70	10	2.58	10	21.45	24 海南债 02	30.00	10	2.68	18	27.85
24 青岛债 04	9.30	15	2.66	10	23.33	24 广东债 01	126.35	5	2.41	5	18.76
24 青岛债 05	40.98	20	2.7	10	22.56	24 广东债 02	71.65	10	2.6	10	18.90
24 青岛债 06	11.10	30	2.8	10	23.68	24 广东债 03	36.44	7	2.54	5	21.06
24 青岛债 07	3.50	15	2.66	10	22.74	24 广东债 04	157.18	10	2.65	15	15.86
24 青岛债 08	25.90	20	2.7	10	21.38	24 广东债 05	79.05	15	2.74	15	19.81
24 青岛债 09	10.40	30	2.8	10	23.63	24 广东债 06	79.08	20	2.78	15	17.41
24 青岛债 10	0.30	5	2.41	10	24.33	24 广东债 07	115.37	30	2.78	5	21.99
24 青岛债 11	29.70	10	2.58	10	20.00	24 广东债 08	31.67	8	2.65	15	18.02
24 青岛债 12	3.00	15	2.66	10	23.37	24 广东债 09	69.02	13	2.74	15	17.41
24 江苏债 02	31.95	30	2.75	5	20.93	24 广东债 10	85.43	10	2.6	10	18.19
24 江苏债 03	97.17	7	2.51	5	20.92	24 广东债 11	58.75	10	2.65	15	18.23

24 江苏债 04	253.56	3	2.26	5	21.22	24 广东债 12	19.95	15	2.64	5	22.29
24 山西债 01	19.07	5	2.43	10	25.46	24 广东债 13	35.85	5	2.41	5	20.08
24 四川 04	161.99	7	2.57	9	25.52	24 广东债 14	88.09	7	2.54	5	18.38

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