

税期季末资金面收敛，美联储降息落地推升国内双降预期，收益率曲线走平 ——债市周评（2024年9月18日-9月20日）

摘要：

在税期和季末叠加影响下，本周资金利率呈现上涨走势，全周DR001上行32bp至1.93%，R001上行40bp至2.02%，DR007上行31bp至1.96%，R007上行39bp至2.05%，本周资金面明显收紧，但从央行投放力度看，呵护流动性的态度不变，下周将面临的资金缺口压力较大叠加跨季和跨国庆节资金的需求，预计资金面仍然偏紧，密切关注央行公开市场操作的力度，或能缓解资金面由紧转松。

9月20日财政部发布2024年1-8月财政收支数据：全国一般公共预算收入147776亿元，同比下降2.6%；全国一般公共预算支出173898亿元，同比增长1.5%。总体看，财政收支增速均低于全年收支增长目标，因此四季度财政发力情况下或有增量的财政政策出台。若四季度有如增发特别国债等增量财政政策出台，或能一定程度上制约收益率的下行空间和节奏。

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量4819.89亿元，比上周发行量9005.85亿元少4185.96亿元。其中，国债发行1500亿元，地方政府债发行2389.89亿元，政策银行债发行930亿元。

本周受到资金面收紧资金价格抬升的影响，短端普遍上行；而长端则由于美联储首次降息50bp引发市场对国内降准降息的预期升温表现强势，30年期国债下破2.2%直逼2.15%位置，总体上，短端上行而长端下行，收益率曲线走平，长端表现优于短端。截至9月20日，1年期国债收1.39%，较上周上行6bp；5年期国债收1.73%，较上周上行3bp；10年期国债收2.04%，与上周基本持平；30年期国债收2.15%，较上周下行3bp。1年期国开债收1.66%，较上周上行1bp；5年期国开债收1.85%，较上周上行1bp；10年期国开债收2.12%，较上周下行1bp。

后续看，跨季跨节后资金面或边际转松叠加降准预期，短端资产利率或有所下行，基于央行调控曲线的决心，收益率曲线或重新走陡。考虑到目前债市收益率均触及历史低位，市场情绪转变迅速，债市波动或将加大，短期博弈点或在降息预期上，10年期国债2.0%位置或已定价OMO降息10bp的预期，若降息如期落地或走一波“利好出尽”的回调行情，但从当前弱修复的基本面和备受呵护的资金面看，债市仍是多头主导的市场，转折点还需关注政策效果和国内经济表现。

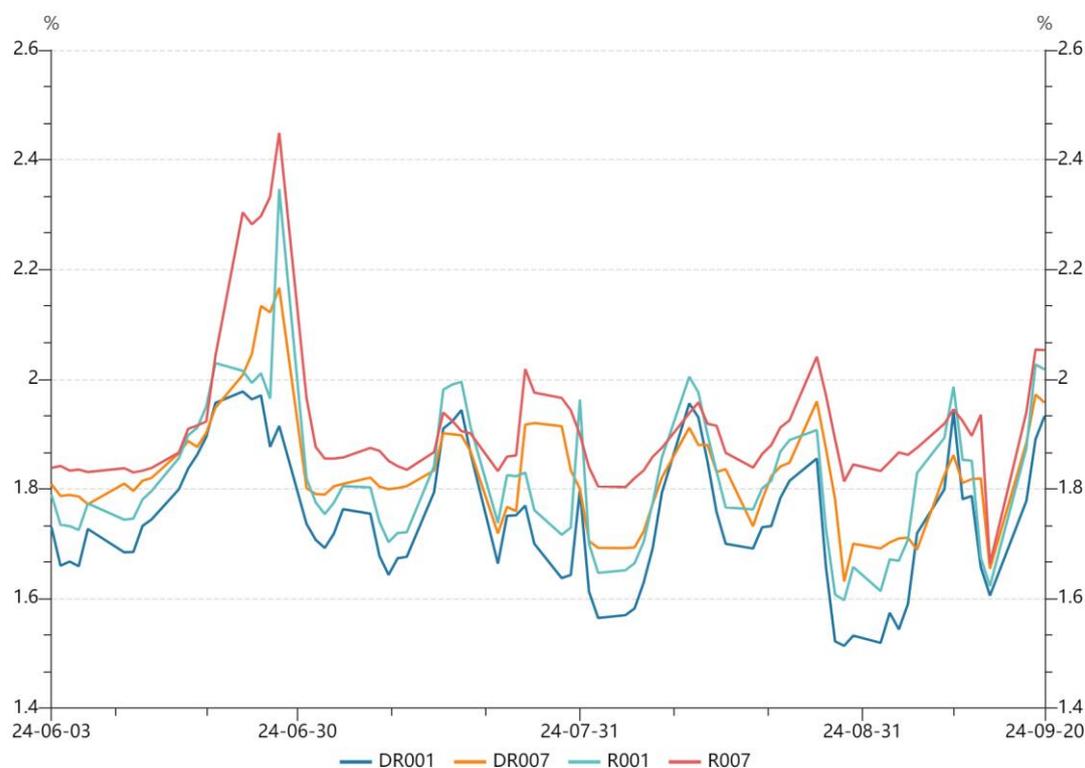
一、节后资金价格普遍大幅上行，央行加大投放力度，呵护税期季末资金面

在税期和季末叠加影响下，本周资金利率呈现上涨走势，全周 DR001 上行 32bp 至 1.93%，R001 上行 40bp 至 2.02%，DR007 上行 31bp 至 1.96%，R007 上行 39bp 至 2.05%，整体看，资金价格较节前均大幅上行。央行公开市场操作方面，本周央行投放 16637 亿元逆回购，到期回笼 8845 亿元逆回购和 5910 亿元 MLF（到期的 MLF 将于 9 月 25 日续做），实现净投放 1882 亿元。下周关注逆回购到期 18024 亿元和政府债净缴款 8276 亿元。

同业存单一级市场方面，本周平均发行利率为 1.93%，发行量 4803.7 亿元，到期量 8925.7 亿元，净融资为 -4122 亿元，较上周净融资额 2409.4 亿元大幅下降，下周将有 6646 亿元同业存单到期。二级市场方面，1 年期国有大行同业存单收益率 1.93%，6 个月期国有大行同业存单收益率 1.92%，均较上周末小幅上行。

本周资金面明显收紧，但从央行投放力度看，呵护流动性的态度不变，下周将面临的资金缺口压力较大叠加跨季和跨国庆节资金的需求，预计资金面仍然偏紧，密切关注央行公开市场操作的力度，或能缓解资金面由紧转松。

图 1 主要资金利率走势



数据来源：Wind

二、8 月财政收支数据出炉，关注后续增量财政政策出台

9 月 20 日财政部发布 2024 年 1-8 月财政收支数据：全国一般公共预算收入 147776 亿元，同比下降 2.6%，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长 1% 左右。分税收和非税收入看，全国税收收入 121059 亿元，同比下降 5.3%；非税收入 26717 亿元，同比增长 11.7%。全国一般公共预算支出 173898 亿元，同比增长 1.5%。全国政府性基金预算收入 26821 亿元，同比下降 21.1%，其中国有土地使用权出让收入 20218 亿元，同比下降 25.4%；全国政府性基金预算支出 48171 亿元，同比下降 15.8%。

从数据看，非税收入的增长是一般公共预算收入主要贡献项，土地出让收入的下降是政府性基金预算收入的主要拖累项。总体看，财政收支增速均低于全年收支增长目标，因此四

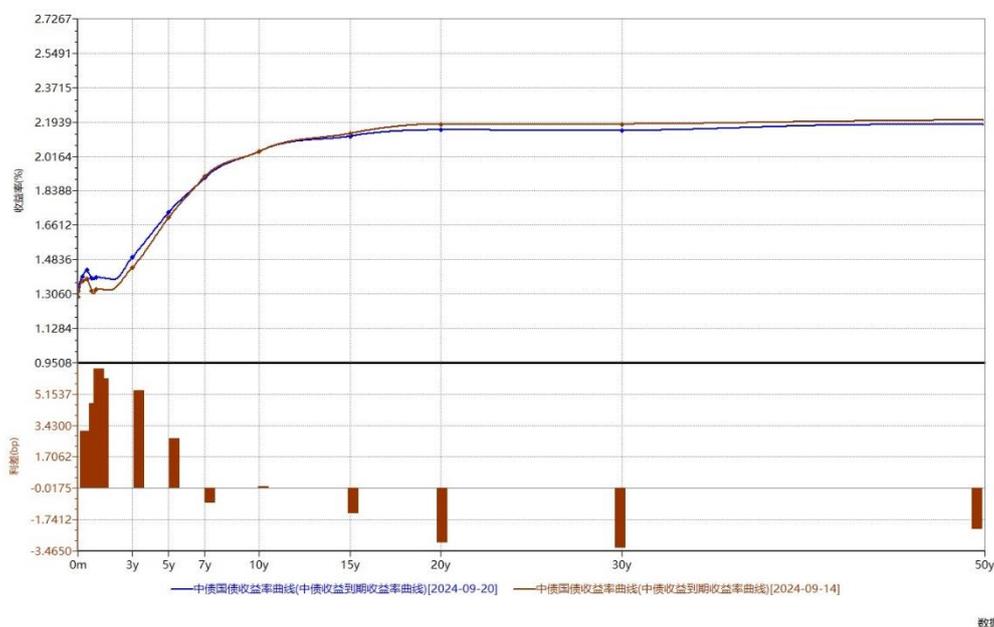
季度财政发力情况下或有增量的财政政策出台。若四季度有如增发特别国债等增量财政政策出台，或能一定程度上制约收益率的下行空间和节奏。

三、美联储降息落地，国内降准降息预期升温，长端表现较强，收益率曲线走平

一级发行方面，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）本周总发行量 4819.89 亿元，比上周发行量 9005.85 亿元少 4185.96 亿元。其中，国债发行 1500 亿元，地方政府债发行 2389.89 亿元，政策银行债发行 930 亿元。

本周受到资金面收紧资金价格抬升的影响，短端普遍上行；而长端则由于美联储首次降息 50bp 引发市场对国内降准降息的预期升温表现强势，30 年期国债下破 2.2% 直逼 2.15% 位置，总体上，短端上行而长端下行，收益率曲线走平，长端表现优于短端。截至 9 月 20 日，1 年期国债收 1.39%，较上周上行 6bp；5 年期国债收 1.73%，较上周上行 3bp；10 年期国债收 2.04%，与上周基本持平；30 年期国债收 2.15%，较上周下行 3bp。1 年期国开债收 1.66%，较上周上行 1bp；5 年期国开债收 1.85%，较上周上行 1bp；10 年期国开债收 2.12%，较上周下行 1bp。

图 2 国债收益率期限结构



数据来源:Wind

回顾本周：周三 MLF 延期续作，央行当日净回笼 5103 亿元，加之税期扰动，资金利率抬升，短端随之快速上行，长端不受影响反而表现强势，1 年期国债全日上行 3.5bp，30 年期国债全日下行近 2bp。周四央行净投放 3628 亿元，但资金面仍偏紧，凌晨美联储宣布降息 50bp，推动国内降息预期升温，但日内资金价格抬升仍带动短端收益率上行，1 年期国债全日上行 2.5bp。周五央行净投放 3357 亿元，资金面有所改善，当日 OMO 和 LPR 均维持不变，降息落空，但降息预期不灭，债市继续走强，30 年期国债较前日下行 2bp 至 2.15%。

展望下周：后续看，跨季跨节后资金面或边际转松叠加降准预期，短端资产利率或有所下行，基于央行调控曲线的决心，收益率曲线或重新走陡。考虑到目前债市收益率均触及历史低位，市场情绪转变迅速，债市波动或将加大，短期博弈点或在降息预期上，10 年期国债 2.0% 位置或已定价 OMO 降息 10bp 的预期，若降息如期落地或走一波“利好出尽”的回调行情，但从当前弱修复的基本面和备受呵护的资金面看，债市仍是多头主导的市场，转折点还需关注政策效果和国内经济表现。