

超预期“政策组合拳”出台，债市收益率剧烈上行

——债市周评（2024年9月23日-9月29日）

摘要:

超预期的宽松货币政策由预告到落地，资金价格回落，资金面转松。本周二央行在国新办新闻发布会上预告将降准降息，最终政策于27日落地。此次降准降息一定程度超出预期，表明了央行加强逆周期调节的决心。降准和降息后资金价格回落，资金面转松。DR001、R001、DR007、R007分别较上周五变动-53.5、-58.4、-29.3、-6.7BP至1.40%、1.43%、1.66%、1.99%。资金价格均出现不同程度地回落。公开市场操作方面，本周央行实现净回笼413亿元。此外，本周银行体系净融出逐步回升至4万亿元以上。在央行降准和降息以加强逆周期调节的背景下，资金面明显转松，本周流动性整体充裕。本周1年期AAA同业存单收益率收于1.91%，较上周下行3BP。降准和降息后同业存单一度下行7BP，但周五受到市场情绪的影响有所反弹。预计下两周资金面会维持宽松的局面。

924“政策组合拳”的推出和926非常规政治局会议的召开均表明了决策层提振经济和资本市场的决心，释放了积极的信号，增强了市场的信心。9月24日，金融三部门于国新办新闻发布会上发声，超预期推出了“政策组合拳”，政策涵盖了货币市场、楼市和股市等。9月26日，中共中央召开了政治局会议，分析研究当前经济形势和部署下一步经济工作。此次会议是在非常规时点召开的，表明了决策层已经关注到经济的疲软和政策加码的紧迫性。本次会议对当前经济形势的描述有所变化，在货币和财政政策、地产、资本市场等方面均有积极表述。发布会和政治局会议直接鼓励消费、楼市和股市，释放了积极的信号，增强了市场的信心，不过后续还要看财政政策的发力情况。

稳增长政策抬升市场风险偏好，加上利多出尽，债市收益率剧烈回调。9月29日收盘价相比上周五，1年、3年、5年、7年、10年、30年国债收益率分别上行28BP、17BP、19.5BP、26BP、20.5BP、27.1BP至1.63%、1.66%、1.90%、2.15%、2.24%、2.42%；1年、3年、5年、7年、10年、30年国开债收益率分别上行4BP、15BP、18.25BP、22.5BP、22.2BP、23.05BP至1.70%、1.97%、2.02%、2.22%、2.34%、2.45%。

展望后市，超预期的“政策组合拳”和非常规政治局会议增强了市场信心，抬升了市场风险偏好，导致权益市场火爆，债券市场承压。加上利多出尽，债券市场出现大幅度回调。但在货币宽松和经济弱修复的背景下，短端收益率并不具备持续上行的基础，短端有望在节后回暖；而中长端趋势还不能判断为反转，还需等待政策落地的效果，调整后仍是机会。后续需密切关注风险偏好回升的持续性、财政的增量刺激政策及其落地效果，同时需警惕理财和基金出现“负反馈”。

一、超预期的宽松货币政策由预告到落地，资金价格回落，资金面转松。

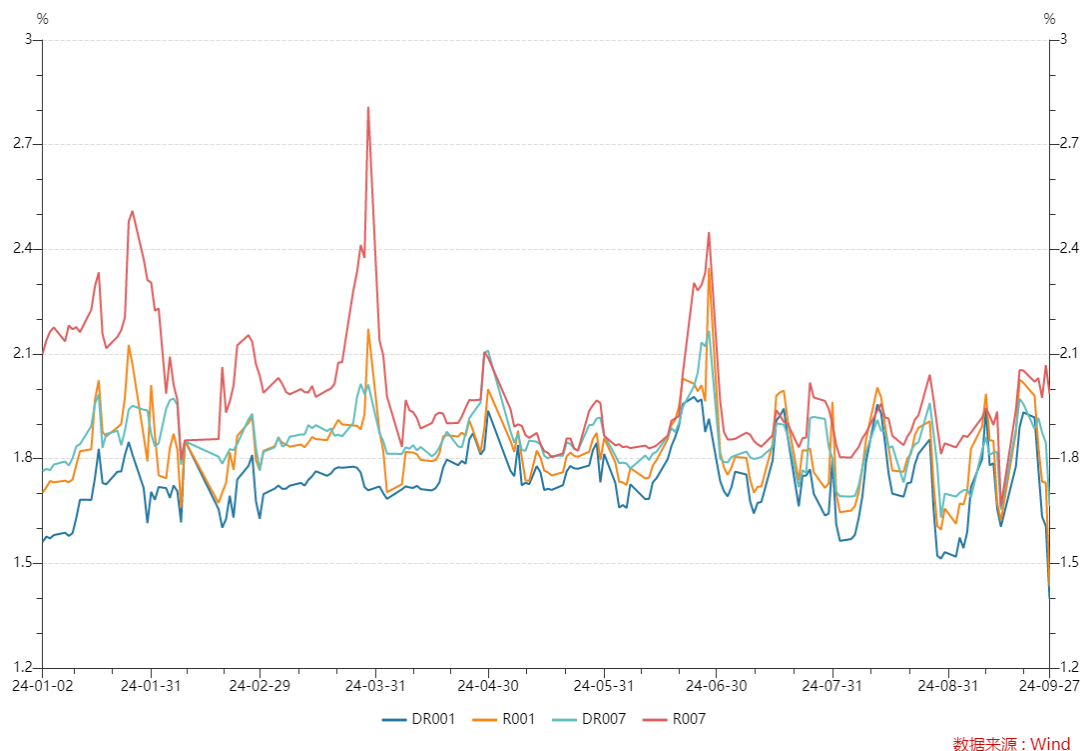
本周超预期的宽松货币政策由预告到落地，央行调降了存款准备金率和OMO利率。本周二央行在国新办发布会上预告将降准0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元，年内可能择机进一步降准0.25-0.5个百分点；同时调降7天逆回购利率0.2个百分点，并引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行。9月25日开展的MLF操作中标利率随之下降30个基点。9月27日，央行连发公告，首先下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，其次调降OMO利率20个基点至1.50%，紧接调降SLF利率各个品种均20个基点。此次央行降准和降息一定程度超出预期，表明了央行加强逆周期调节的决心，首先降准降息同时落地非常罕见，其次本次政策利率下调幅度为近四年最大，再者央行表示未来仍有宽松空间。笔者认为以下原因触发此次降准降息：一是**逆周期调节的必要性**。三季度GDP同比预测为4.8%，低于全年总目标5.0%，基本面弱修复提升了货币政策加码、逆周期调节的必要性。二是**外围局势的缓和**。美国9月份大幅降息50BP，美联储议息会议新的散点图显示今年还要降息50BP，人民币汇率的压力有所缓和，这给国内的货币政策留有操作空间。

降准和降息后资金价格回落，资金面转松。DR001、R001、DR007、R007分别较上周五变动-53.5、-58.4、-29.3、-6.7BP至1.40%、1.43%、1.66%、1.99%。资金价格均出现不同程度地回落。公开市场操作方面，本周央行投放17611亿元，资金回笼18024亿元，实现净回笼413亿元。此外，本周银行体系净融出逐步回升至4万亿元以上。在央行降准和降息以加强逆周期调节的背景下，资金面明显转松，本周流动性整体充裕。

同业存单一级市场方面，本周加权发行利率为1.93%，较上周下行0.9BP；本周发行量为9036亿元，到期量为6646亿元，净融资规模为2390亿元。下两周将有580.8亿元、3097.5亿元同业存单到期，预计对流动性影响不大。二级市场方面，本周1年期AAA同业存单收益率收于1.91%，较上周下行3BP。降准和降息后同业存单一度下行7BP，但周五受到市场情绪的影响有所反弹。随着宽货币政策的实施，银行负债端的压力趋于缓解，同业存单或能在节后企稳。

预计下两周资金面会维持宽松的局面。下两周政府债净缴款为1630亿元，同业存单净到期量为3678亿元，两者均低于本周，预计对流动性影响不显著。尽管下两周将有16431亿元的资金回笼，但回笼量少于本周且降准大约投放1万亿元长期流动性，预计资金面会维持宽松的局面，关注央行公开市场的投放情况。

图1 近期资金利率走势



二、924“政策组合拳”的推出和926非常规政治局会议的召开均表明了决策层提振经济和资本市场的决心，释放了积极的信号，增强了市场的信心。

9月24日，金融三部门于国新办金融支持经济高质量发展新闻发布会上发声，超预期推出了“政策组合拳”，政策涵盖了货币市场、楼市和股市等。

货币政策方面，降准0.5个百分点且未来择机降准0.25-0.5个百分点；调降OMO利率0.2个百分点，并引导LPR和存款利率同步下调。此次降准降息力度超预期，并且让市场知晓了全年的货币政策空间，充分体现了决策层以实际行动努力完成全年经济社会发展目标的决心。本次降准释放了1万亿元长期低成本资金，有利于缓解银行负债端的压力。本次降息并同步引导存款利率下行，意在保持银行净息差稳定的同时，推动实体经济综合融资成本的降低和支持经济稳定地增长。

地产政策方面，一是降低存量房贷利率至新发贷款利率附近，平均降幅约为0.5个百分点，此举尽管影响了银行的净息差，但有利于减少居民提前还贷，意在刺激居民消费和投资，扩大内需；二是统一首套房和二套房贷款的最低首付比例至15%，此举最大的获益者或为改善性需求购房者；三是优化保障性住房再贷款政策，央行资金的支持比例由60%提高至100%，增强对银行和收购主体的市场化激励；四是将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”两项文件延期至2026年底，此举意在缓解房企偿债压力。五是研究允许政策性银行、商业银行贷款支持企业市场化收购房企土地，此举意在盘活用地和缓解房企资金压力。本次地产政策意在刺激居民消费和投资，其效果还需时间去验证。

资本市场方面，一是**创设两项结构性货币政策工具**：包括创设证券、基金、保险公司互换便利，机构通过质押获取的流动性只能用于投资股票市场，首期操作规模为 5000 亿元；同时创设股票回购、增持再贷款，首期额度为 3000 亿元。该举措是对现有制度的一个突破，信号意义很强，意在扭转投资者的悲观情绪，增加权益市场的活跃度，提振羸弱的权益市场。**二是促进中长期资金入市。三是支持并购。四是研究制定上市公司市值管理指引等。**

9 月 26 日，中共中央召开了政治局会议，分析研究当前经济形势和部署下一步经济工作。此次会议是在非常规时点召开的，表明了决策层已经关注到经济的疲软和政策加码的紧迫性。**本次会议对当前经济形势的描述有所变化**，从“经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势”变为“经济运行总体平稳、稳中有进”，并且指出“要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感”，“主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策”。从政策部署上来看：**货币和财政政策方面**，会议指出“加大财政货币政策逆周期调节力度”，“降低存款准备金率，实施更有力度的降息”，“保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，发挥政府投资带动作用”。大幅度的降准降息已于 27 日落地，财政政策定调积极但增量政策尚未出台，引发市场的期待，预计最快在 10 月下旬出台。**地产方面**，会议指出“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地”、“调整住房限购政策，降低存量房贷利率”。其中止跌回稳的表述传递出积极的信号；严控增量的表述表明会调整供给推动地产市场供需均衡；调整住房限购政策主要是一线城市仍有放开空间，需关注后续政策的变化。**资本市场方面**，会议指出“努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施”。相较于 7 月会议的“要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性”的表述，此次会议的描述更加具体，也表明了决策层提振资本市场的决心。

924 的“政策组合拳”和 926 的非常规政治局会议相呼应，直接鼓励了消费、楼市和股市，表明了决策层已经关注到经济的疲软，以及显示了他们努力完成全年经济社会发展目标任务的决心。发布会和政治局会议均释放了积极的信号，增强了市场的信心，不过后续还要看财政政策的发力情况。

三、稳增长政策抬升市场风险偏好，加上利多出尽，债市收益率剧烈回调。

一级发行方面，本周国债累计发行 3690 亿元，净发行 3040 亿元，较上周增加 3487 亿元，未来两周有 750 亿元国债到期；本周政策性金融债累计发行 1060 亿元，净发行 238.8 亿

元，较上周有所减少；本周地方政府债累计发行 6133.47 亿元，净发行 5618.06 亿元，净发行量达到今年以来的周峰值。

二级市场方面，超预期的“政策组合拳”和非常规政治局会议增强了市场信心，市场风险偏好上升，加上利多出尽，债市收益率剧烈回调。9 月 29 日收盘相比上周五，1 年、3 年、5 年、7 年、10 年、30 年国债收益率分别上行 28BP、17BP、19.5BP、26BP、20.5BP、27.1BP 至 1.63%、1.66%、1.90%、2.15%、2.24%、2.42%；1 年、3 年、5 年、7 年、10 年、30 年国开债收益率分别上行 4BP、15BP、18.25BP、22.5BP、22.2BP、23.05BP 至 1.70%、1.97%、2.02%、2.22%、2.34%、2.45%。**周一，静等国新办新闻发布会，债市收益率先下后上：**早盘中国网预告明日将会召开国新办新闻发布会，金融三部门均会发声，债市多头情绪蔓延，主要收益率普遍下行。随后权益市场企稳，债市有所回调，中短端收益率转绿，超长端以上收益率则较为坚挺。1 年、5 年国债均上行 1BP 至 1.39%、1.70%，10 年、30 年国债分别下行 0.05BP、1.15BP 至 2.03%、2.14%。**周二，“政策组合拳”出台，债市收益率先下后上，日终收益率大幅回调：**央行先宣布降准降息，货币政策超预期，现券各期限大幅走强，10 年和 30 年国债一度下行至 2.0%和 2.097%。随后利多出尽以及地产、股市等政策出台，债市收益率悉数回调，10 年和 30 年国债收于 2.06%和 2.18%。**周三，MLF 利率调降 30BP，债市走强，收益率曲线走陡：**MLF 调降 30BP 至 1.85%，债市走强，短端收益率表现亮眼，收益率曲线走陡。1 年、3 年、5 年、10 年和 30 年国债分别下行 3BP、6BP、5BP、3.26BP、3.25BP 至 1.38%、1.62%、1.68%、2.03%和 2.15%。**周四，非常规政治局会议召开，债市显著回调：**9 月非常规时点召开政治局会议，会议指出加大财政货币政策逆周期调节力度，房地产要止跌回稳，并大力支持资本市场，权益市场走强，债市显著回调，超长端回调幅度最大。30 年国债较前一日上行 8.5BP 至 2.235%。**周五，权益市场继续走强，债市延续回调态势：**924 政策和 926 政治局会议均增强了市场信心，市场风险偏好上升，权益市场继续走强，债市受降准降息落地小幅走强后延续回调态势。全天债市快速上行，长端及超长端回调幅度最大，10 年、30 年国债分别上行 8.25BP、9.5BP 至 2.18%、2.33%。**周日，非银抛售债券，债市继续回调：**非银均在加班抛售债券，债市继续回调，3 年及以上国债均回调 6BP 以上。本周总体来看债市剧烈上行。

展望后市，超预期的“政策组合拳”和非常规政治局会议增强了市场信心，抬升了市场风险偏好，导致权益市场火爆，债券市场承压。加上利多出尽，债券市场出现大幅度回调。但在货币宽松和经济弱修复的背景下，短端收益率并不具备持续上行的基础，短端有望在节后回暖；而中长端趋势还不能判断为反转，还需等待政策的落地效果，调整后仍是机会。后续需密切关注风险偏好回升的持续性、财政的增量刺激政策及其落地效果，同时需警惕理财

和基金出现“负反馈”。

图 2 国债收益率期限结构

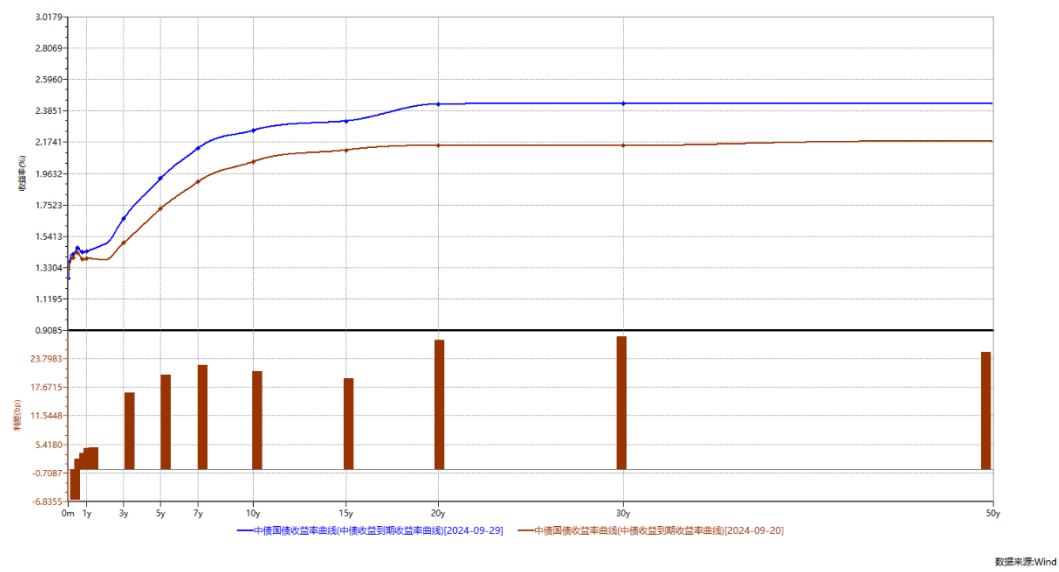


图 3 国开债收益率期限结构

