

多部门密集发声，债市震荡走平

——债市周评（2024年10月8日-10月12日）

摘要：

资金面先紧后松，资金利率中枢继续下移。上半周，DR007和R007由1.75%、2.07%上行至1.82%、2.46%，流动性分层加剧，而后边际转松，下行至1.45%、1.53%。本周央行公开市场净回笼13250亿元。全周同业存单净融资-2334亿元，1年期存单发行利率上行，呈陡峭化。**下周重要关注因素：**一是逆回购到期3469亿元、MLF到期7890亿元，留意15号到25号MLF续作带来的资金缺口；二是同业存单到期5025.0亿元，到期压力上升；三是政府债净缴款规模将大幅降至570亿元。**当前经济仍处于筑底阶段，且当前通胀读数、内需情况依然偏弱，货币政策难言转向，在支持性的货币政策下短期流动性充裕会继续保持。**

财政部召开新闻发布会，披露五大方面稳增长一揽子措施安排：一是支持地方化解政府债务风险，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务；二是拟运用特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；三是允许专项债券用于土地储备、支持收购存量房等；四是加大对重点群体的支持保障力度；五是同时正在研究其他政策工具，“中央财政还有较大举债空间和赤字提升空间”。**这次财政部发布会虽然没有明确说明财政扩张的规模与政策细节，但其态度和决心超出市场预期。**这次发布会明确了中央部门愿意加大债务发行与赤字率，以中央加杠杆的形式化解地方债务压力、促进地产部门止跌回稳的决心，有助于缓解内需持续收缩。9月CPI同比0.4%，较前月回落0.2个百分点，环比由0.4%转为0.0%；PPI同比-2.8%，降幅较前月扩大1.0个百分点，环比由-0.7%转为-0.6%。总的来说，当前CPI显著分化，主要受食品价格上涨影响，内生消费需求仍然偏弱。PPI则受国际大宗商品价格波动及国内市场有效需求不足等因素影响，环比降幅收窄，同比降幅扩大。展望10月，CPI同比可能继续下行，PPI随着9月底宏观预期改善支撑商品价格，10月价格或有抬升。

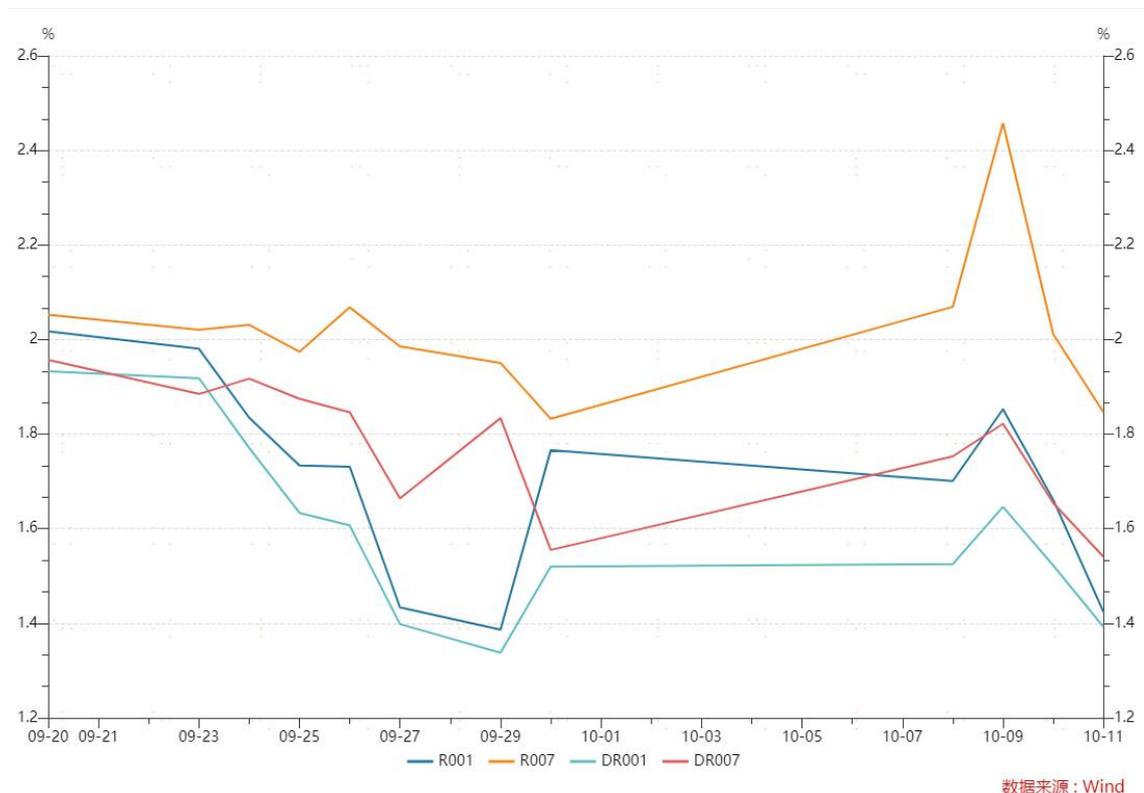
预期现实反复博弈，债市震荡走平。1年、3年、5年、10年国债收益率分别上行5.0BP、上行8.0BP、下行2.7BP、下行0.8BP，国债10Y-1Y利差收窄6bp至73bp。**信用方面，全周来看，主要信用品种走出“倒V”型行情，且信用利差呈扩展态势。**展望后市，短期宽货币、“弱修复”格局下债市虽然会有扰动，但仍然难有大幅回调，下周债市将继续围绕权益市场、政策的强度和延续性继续展开博弈。如果长端债券出现10BP左右的回调行情，则成为较佳的左侧配置介入机会。

一、资金面先紧后松，资金利率中枢继续下移。

资金面先紧后松，资金利率中枢继续下移。上半周，DR001 和 R001 由 1.53%、1.70% 上行至 1.65%、1.85%，DR007 和 R007 由 1.75%、2.07% 上行至 1.82%、2.46%，流动性分层加剧。下半周资金面边际转松，DR001 和 R001 分别下行至 1.32%、1.35%，DR007 和 R007 下行至 1.45%、1.53%。本周央行公开市场净回笼 13250 亿元，其中逆回购投放 3701 亿元，到期 16951 亿元。全周同业存单发行 896 亿元，净融资-2334 亿元，净融资显著转负，加权发行利率小幅下行至 1.92%，但 1 年期存单发行利率上行，呈陡峭化。

下周重要关注因素：一是逆回购到期 3469 亿元、MLF 到期 7890 亿元，留意 15 号到 25 号 MLF 续作带来的资金缺口；二是同业存单到期 5025.0 亿元，高于前一周的 3230.6 亿元，到期压力上升；三是政府债净缴款规模将大幅降至 570 亿元。下周，政府债计划发行 2841.1 亿元，其中，国债 2490 亿元，地方债 351.1 亿元。**展望后续，须关注 2.3 万亿专项债券资金对财政支出、债券发行的后续影响；另一方面，当前经济仍处于筑底阶段，且当前通胀读数、内需情况依然偏弱，货币政策难言转向，在支持性的货币政策下短期流动性充裕会继续保持。**

图 1 本周资金利率走势 来源:Wind



二、财政部发布会定调积极，通胀数据仍有压力。

10.12 财政部召开新闻发布会，介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。披露五大方面稳增长一揽子措施安排：一是支持地方化解政府债务风险，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，“是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，这无疑是一场政策及时雨，将大大减轻地方化债压力”；二是拟运用特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；三是支持推动房地产市场止跌回稳，允许专项债券用于土地储备、支持收购存量房、及时优化完善相关税收政策；四是加大对重点群体的支持保障力度，尤其是学生群体奖优助困，加大奖学金、助学金补助力度；五是同时正在研究其他政策工具，表明“逆周期调节绝不仅仅是以上的四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策”、“中央财政还有较大举债空间和赤字提升空间”。

这次财政部发布会虽然没有明确说明财政扩张的规模与政策细节，但其态度和决心超出市场预期。这次发布会明确了中央部门愿意加大债务发行与赤字率，以中央加杠杆的形式化解地方债务压力、促进地产部门止跌回稳的决心，有助于缓解内需持续收缩，通过收储等方式也避免了再一轮建筑业过剩。由于更多披露尚需法定程序，后续持续关注 10 月底人大常委会、12 月政治局会议的相关表态。除了超预期的“化债”力度外，继续关注促进民生、消费的进一步措施，以确保风险偏好与通胀的修复。

9 月 CPI 同比 0.4%，较前月回落 0.2 个百分点，环比由 0.4% 转为 0.0%；PPI 同比-2.8%，降幅较前月扩大 1.0 个百分点，环比由-0.7% 转为-0.6%。分项看，9 月份，食品烟酒类价格同比上涨 2.3%，影响 CPI 上涨约 0.66 个百分点。其中鲜菜价格上涨 22.9%、猪肉价格上涨 16.2%、合计 CPI 上涨约 0.69 个百分点。其他七大类价格同比五涨两降。其中，其他用品及服务、衣着、医疗保健价格分别上涨 3.5%、1.3% 和 1.2%，教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别上涨 0.6% 和 0.1%；交通通信、居住价格分别下降 4.1% 和 0.1%。环比看，食品烟酒类价格环比上涨 0.5% 仍为主要贡献项，而交通通信、教育文化娱乐、居住价格均为拖累项。PPI 方面，生产资料价格同比下降 3.3%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.41 个百分点。其中，采掘工业价格下降 2.5%，原材料工业价格下降 3.2%，加工工业价格下降 3.3%。工业生产者购进价格中，黑色金属材料类价格下降 6.8%，建筑材料及非金属类价格下降 4.2%，燃料动力类价格下降 4.1%。

总的来说，当前 CPI 显著分化，主要受食品价格上涨影响，内生消费需求仍然偏弱。PPI 则受国际大宗商品价格波动及国内市场有效需求不足等因素影响，环比降幅收窄，同比

降幅扩大。展望10月，CPI同比可能继续下行，蔬菜水果价格大概率回落，叠加猪肉价格下行，10月CPI环比下行概率大。但10月CPI基数逐渐走低，对同比有一定支撑。对于PPI，9月底宏观预期改善支撑商品价格，10月价格或有抬升。

三、预期现实反复博弈，债市震荡走平。

预期现实反复博弈，债市震荡走平。1年、3年、5年、10年国债收益率分别上行5.0BP、上行8.0BP、下行2.7BP、下行0.8BP，1年、3年、5年、10年国开债收益率分别上行7.9BP、下行2.7BP、4.7BP、2.1BP。国债10Y-1Y利差收窄6bp至73bp，但仍然偏陡。周二，发改委发布会未超预期，现券收益率先走低，但资金面尾盘收紧、权益市场略有回升，现券在赎回压力下有所回调。周三，权益市场走弱，股债跷跷板带动现券收益率震荡走低。周四，债市做多情绪修复，跨季后资金面继续转松，叠加权益市场走弱，现券收益率震荡下行。周五、周六，宽财政预期升温，现券收益率小幅上行。**信用方面，全周来看，主要信用品种走出“倒V”型行情，且信用利差呈扩展态势：**（1）中高等级信用债收益率下行为主，其中二永收益率下行幅度较大；（2）中低等级品种收益率多上行，弱资质城投债上行幅度较大，但周六财政部发布会后显著修复最多。**展望后市，短期宽货币、“弱修复”格局下债市虽然会有扰动，但仍然难有大幅回调，下周债市将继续围绕权益市场、政策的强度和延续性继续展开博弈。如果长端债券出现10BP左右的回调行情，则成为较佳的左侧配置介入机会。**

图2 本周收益率震荡走平 来源:Wind

