

资金面平稳，经济、金融数据出炉，债市震荡走强

——债市周评（2024年10月14日-10月18日）

摘要：

资金整体平稳，分层现象持续，关注跨月动态。本周公开市场全口径净回笼3247亿，但资金面整体平稳，资金利率较上周变动不大。资金分层现象持续，下周公开市场关注税期缴款、跨月需求冲击及MLF续作情况。

信贷数据不及预期，M2-M1剪刀差走阔。10月14日，人民银行发布9月金融数据，新增社融3.76万亿元，同比少增0.37万亿元；贷款新增1.59万亿元，同比少增0.72万亿元。M1、M2增速分别为-7.4%、+6.8%。社融数据略高于预期，政府债融资仍为社融支撑；信贷数据不及预期，企业居民杠杆意愿不足；财政存款减少显示财政支出加快，而非银存款大增，主因在于权益市场回暖；M2-M1剪刀差走阔，M2增速提高主因在于非银存款的回升。

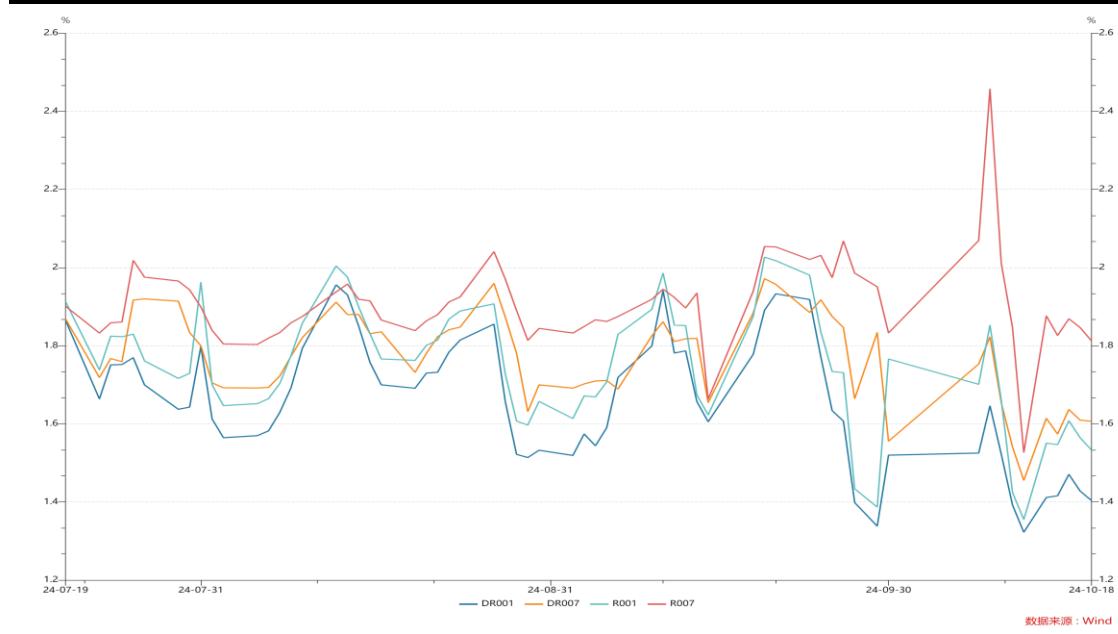
工业增长平稳，消费增长超预期，基建回暖、地产降幅收窄。我国前三季度国内生产总值949746亿元，按不变价格计算，同比增长4.8%，其中三季度GDP同比4.6%，前值4.7%。前三季度全国规模以上工业增加值同比增长5.8%；社会消费品零售总额353564亿元，同比增长3.3%；全国固定资产投资（不含农户）378978亿元，同比增长3.4%。工业增长平稳，环比上升，装备以及高新制造业为最大亮点；内需政策发力，消费数据超预期，汽车、家电销售向好；基建投资反弹，地产为拖累但降幅收窄。

展望下周，权益预期改善、股债跷跷板效应较强，但基本面矛盾未变，货币宽松下债市环境仍然较为友好。操作上，警惕权益市场继续走强带来可能的赎回风波，因此配置方面，长期信用债及超长利率债并不建议介入，建议等待人大常委会明确信号；交易方面，当前市场波动偏大，可抓时机进行快进快出。预计会议前债市处于震荡区间，10年期国债运行在2.10%-2.15%之间，30年国债运行在2.25%-2.30%之间。

一、资金整体平稳，分层现象持续，关注跨月动态。

本周央行公开市场共有 3469 亿元逆回购、7890 亿元 MLF 以及 1600 亿国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了 9712 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼 3247 亿元。本周虽有净回笼但资金面整体平稳，资金利率较上周变动不大。截至 10 月 18 日，DR001 加权平均利率收于 1.40%，较 10 月 11 日上行约 1.16BP，R001 加权平均利率为 1.53%，较 10 月 11 日上行约 10.85BP；DR007 加权平均利率收于 1.61%，较 10 月 11 日上行约 6.58BP，而 R007 加权平均利率收于 1.81%，较 10 月 11 日下行约 3.37BP。同业存单方面，同业存单净融资规模为 995.80 亿元。其中，发行总额达 6160.40 亿元，平均发行利率为 1.95%，到期量为 5164.60 亿元。未来三周，将分别有 3968.80 亿元、5667.80 亿元、4926.00 亿元的同业存单到期。下周关注税期缴款叠加跨月需求的冲击以及 MLF 续作情况。当前资金分层情况延续，主因在于禁止手工补息后银行负债缓解以及近期权益市场回暖后资金流向权益基金对于非银负债端的冲击，预计分层现象将延续。而央行在月尾的 MLF 续作也将对跨月期间的资金面起到平滑效果。

图 1. 资金利率先紧后松整体平稳



二、信贷数据不及预期，M2-M1 剪刀差走阔。

10 月 14 日，人民银行发布 9 月金融数据，新增社融 3.76 万亿元，同比少增 0.37 万亿元，余额增速+8.0%，环比-0.1%；贷款新增 1.59 万亿元，同比少增 0.72 万亿元。M1、M2 增速分别为-7.4%、+6.8%，分别环比-0.1%、+0.5%。

具体看，1) 社融低于预期，政府债仍为支撑项。9 月，社融增加 3.76 万亿，预期 3.52

万亿，前值 3.03 万亿，同比少增 3692 亿元。政府债支撑延续，实体信贷需求延续偏弱；企业债净融资大幅下滑转负，处于历史最低，或主因 9 月信用债市场调整影响。2) 信贷低于预期，企业居民端加杠杆意愿偏弱。信贷新增 1.59 万亿，预期 1.75 万亿，前值 0.90 万亿，同比少增 0.72 亿，是 2019 年来同期最低。居民、企事业信贷弱，票据多增。3) 财政存款减少，非银存款大增。存款增 3.74 万亿，同比多增 1.50 万亿。财政性存款显著减少，财政支出加快，但后 3 个月有 2.3 万亿专项债券资金可安排使用，而目前待发不足 7000 亿元，前期已发但未用资金较多；非银金融机构存款超季节大幅增加，9 月下旬资金流入权益市场，证券公司客户保证金计入该项。4) M1 同比继续走弱，M2-M1 剪刀差走阔。M2 同比 6.8%，预期和前值均为 6.3%，主因非银存款回升。M1 同比 -7.4%，预期 -7.5%，前值 -7.3%。M2-M1 剪刀差 14.2% (+0.6%)。

三、政策持续发力，基建回暖，消费增长超预期，地产降幅收窄。

10 月 18 日，国家统计局发布 9 月及前三季度经济数据情况。我国前三季度国内生产总值 949746 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%，其中三季度 GDP 同比 4.6%，前值 4.7%。前三季度全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%；社会消费品零售总额 353564 亿元，同比增长 3.3%；全国固定资产投资（不含农户）378978 亿元，同比增长 3.4%；分领域看，基础设施投资同比增长 4.1%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.1%。

具体看，1) 工业生产平稳增长，环比上升。9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.4%，比上月加快 0.9 个百分点，前三季度同比增长 5.8%。从行业看，装备制造业增加值同比增长 7.5%，高技术制造业增加值增长 9.1%，增速分别快于全部规模以上工业 1.7 和 3.3 个百分点，为最大亮点。从产品看，新能源汽车、集成电路、3D 打印设备产品产量同比分别增长 33.8%、26.0%、25.4%。2) 扩内需政策持续发力，消费零售增长高于预期。前三季度社会消费品零售总额同比增长 3.3%，其中 9 月份同比增长 3.2%，比上月加快 1.1 个百分点；环比增长 0.39%。得益于以旧换新等补贴政策推动，汽车、家电等商品销售向好，9 月份限额以上单位家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类商品零售额分别增长 20.5%、12.3%、10.0%；汽车类、家具类商品零售额均增长 0.4%，增速由负转正。3) 基建投资回升，地产仍为拖累但小幅回暖。前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 3.4%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 7.7%。分领域看，基础设施投资同比增长 4.1%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.1%。其中，基建投资速显著反弹，当月同比较上月提升 11.3 个百分点至 17.5%。制造业投资有所提速，农副食品、通用设备等行业投资涨幅较大。房地产投资小幅改善，新开工、商品房销售面积边际好转。9 月，房地产投资累计同比下降 10.1%，降幅较上月小幅收窄 0.1 个百分点。房屋新开工面积延续修

复、累计同比较上月回升 0.3 个百分点至 -22.2%，但竣工端表现仍较低迷、累计同比较上月进一步下滑 0.8 个百分点至 -24.4%。

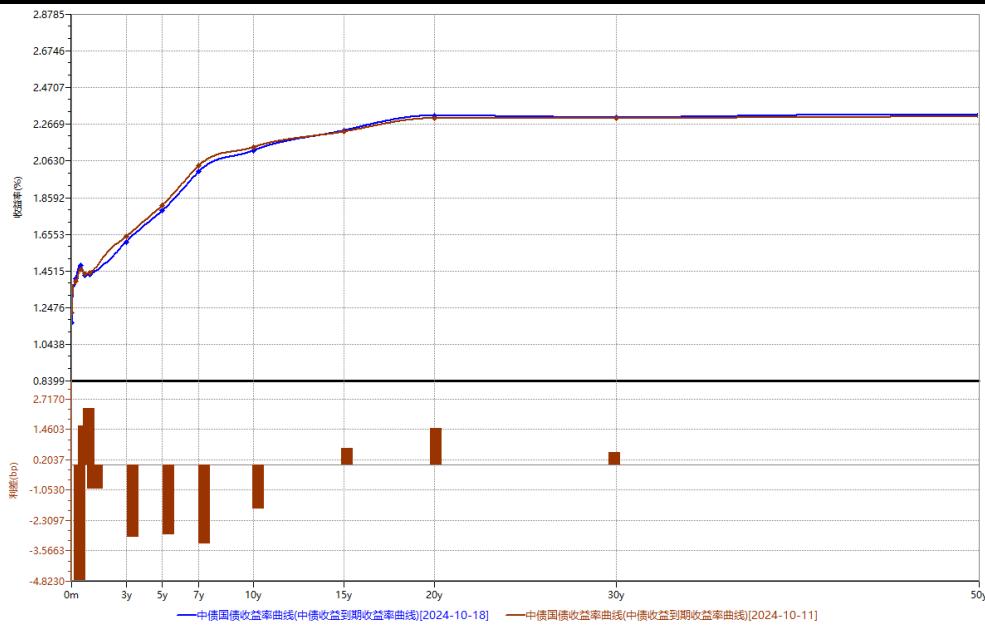
四、一级发行平稳，股债跷跷板效应明显。债市震荡走强。

一级方面，本周利率债一级发行利率债 43 只，合计发行 4446.7641 亿元，其中，国债 6 只，发行规模 3295.7 亿元；政策性金融债 19 只，发行规模 800.00 亿元；地方政府债发行 18 只，发行规模 351.0641 亿元。

二级方面，本周债市在资金面均衡偏松，9 月基本面数据偏弱，财政部、住建部发布会增量政策不及预期等因素支撑下，收益率呈现震荡下行格局，中短端表现强于超长端，股债跷跷板效应明显。截至周五收盘中债国债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动 -1.00BP、-2.99BP、-2.89BP 和 -1.83BP；中债国开债到期收益率 1 年、3 年、5 年和 10 年分别较前周变动 -2.97BP、-2.38BP、-0.67BP 和 -1.99BP。具体看，周一，或因财政部发布会提及加力化债，信用债迎来修复行情，发布会释放的强预期信号到强现实落地仍有待确认，叠加周末通胀数据公布不及预期，债市情绪偏多，尾盘出口、信贷数据不及预期，当天 10 年国债活跃券 240011 收益率下行 0.25bp；周二，或因人大会议推迟及下调存款利率等利多传闻影响，叠加股市表现不佳的跷跷板效应，当天 10 年国债活跃券 240011 收益率下行 2.10bp；周三，受大规模 MLF 到期，央行净回笼资金叠加明日住建部新闻发布会增量政策传闻和预期等扰动，长端收益率震荡上行，当天 10 年国债活跃券 240011 收益率上行 2.10bp；周四，住建部发布会政策情况不及预期，市场对 9 月经济数据抢跑定价，叠加股市冲高回落，股债跷跷板行情再现，债券顺势走强，当天 10 年国债活跃券 240011 收益率下行 2.75bp。

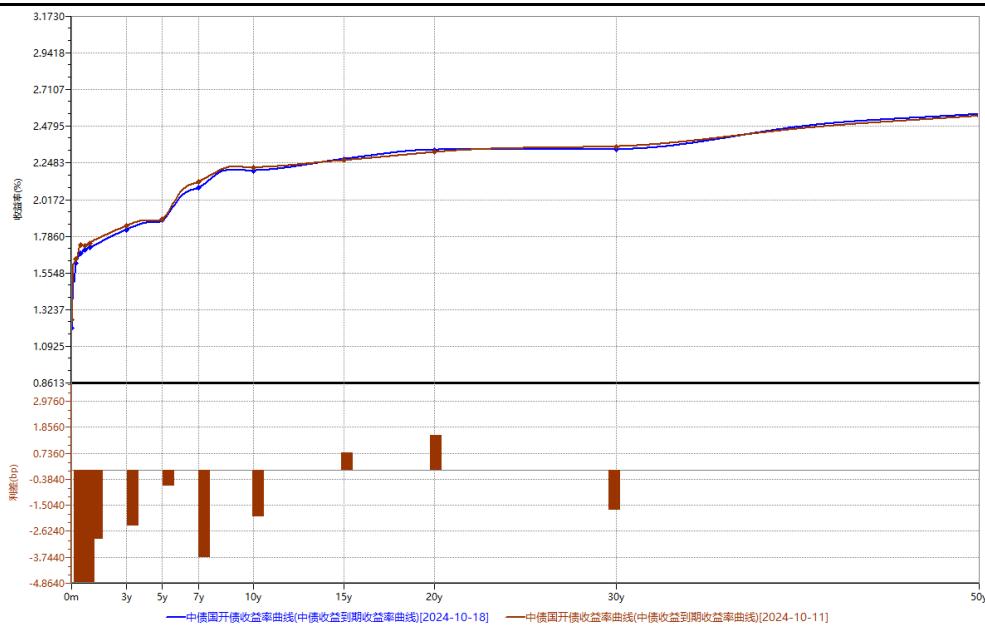
展望下周，当前超长债的股债跷跷板效应较为明显，权益市场回暖对债市带来短期冲击仍然需要重视。金融、经济数据显示的基本面核心矛盾并未改变，虽然市场预期已有所改善，但是考虑到货币宽松主基调下，对债市仍然较为友好，后续需观察财政发力能否带来基本面的实际改善。操作上，当前资金分层现象已出现反映出受权益影响下非银端负债的压力，股票预期若进一步改善或又带来赎回冲击，配置方面，长周期信用债及超长利率债并不建议介入，建议等待人大常委会明确信号；而交易方面，当前市场波动偏大，可抓时机进行快进快出。预计会议前债市处于震荡区间，10 年期国债运行在 2.10%-2.15% 之间，30 年国债运行在 2.25%-2.30% 之间。

图 2.10Y 内国债到期收益率不同程度下行 (2024.10.18 对比 2024.10.11)



数据来源:Wind

图 3.10Y 内国开债不同程度下行 (2024.10.18 对比 2024.10.11)



数据来源:Wind