

宏观逆周期力度加大，政策预期再起

——债市周评（2024 年 11 月 4 日-11 月 8 日）

摘要:

跨月后货币市场流动性充裕，银行体系净融出保持稳定，资金价格先下后上，围绕政策利率波动。至 11 月 8 日，DR001 较上周上行 13BP 至 1.47%，R001 上行 14BP 至 1.61%，DR007 上行 6BP 至 1.61%，R007 上行 5BP 至 1.80%。资金面流动性保持充裕，本周存单市场收益率单边下行，1 年期 AAA 存单利率下降 4.25bp，收于 1.8525%。下周，虽然有较大规模 MLF 到期，但预计资金价格仍然围绕政策利率波动，资金面将保持流动性充裕，但边际收敛。

本周，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）共发行 3,815.62 亿元，净融资 897.58 亿元。进入 11 月，政府融资节奏有所放缓，一方面是剩余额度较为有限，另一方面是年末新增项目较少。

总的来看，目前债券市场整体仍未摆脱“强预期、弱现实”的整体环境，目前资金面与基本面走势的现实情况是主要的利多因素，但对政策力度的预期仍是主要利空因素。阶段，债券市场投资者应更清晰的了解政策的底层逻辑，并推演其可能的实施节奏与方向，同时着重关注政策刺激对经济复苏的影响效用与影响路径，方可判断政策面刺激对债券市场走势的短期冲击与长期影响。

下周，预计周五晚间放出的三季度货政报告与 10 万亿化债方案将持续发酵，市场新一轮预期或重新影响债券定价，同时资金面流动性充裕边际小幅收敛，预计债券收益率整体小幅上行，收益曲线向上平移。

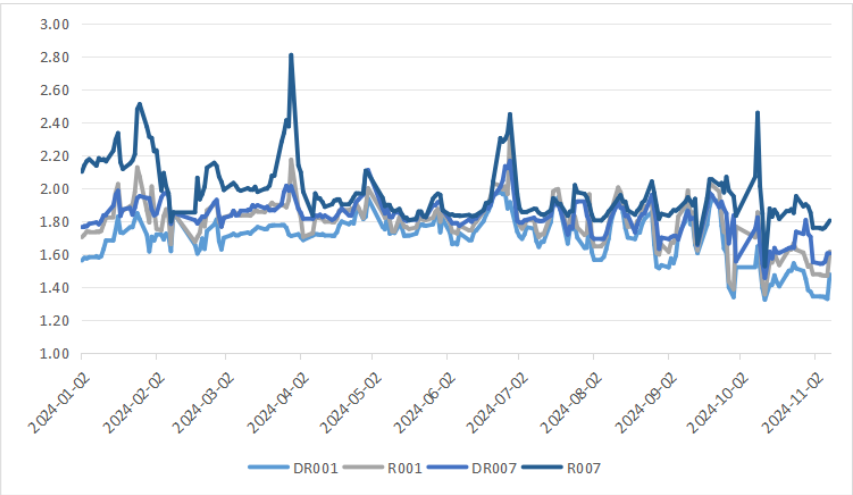
一、OMO 连续净回笼，流动性仍保持充裕

跨月后货币市场流动性充裕，银行体系净融出保持稳定，资金价格先下后上，围绕政策利率波动。至 11 月 8 日，DR001 较上周上行 13BP 至 1.47%，R001 上行 14BP 至 1.61%，DR007 上行 6BP 至 1.61%，R007 上行 5BP 至 1.80%。本周公开市场操作整体呈现净回笼，全周 7D 逆回购共投放 843 亿元，到期 14,001 亿元，净回笼 13,158 亿元。本周银行体系日均净融出保持在 5 万亿元以上，政策行、国股行与城商行均为净融出。

资金面流动性保持充裕，本周存单市场收益率单边下行，1 年期 AAA 存单利率下降 4.25bp，收于 1.8525%。本周存单发行量为 5,973.20 亿元，净融资额为 1,047.20 亿元。

当前央行维护货币市场流动性的意愿较强，公开市场操作保持适宜节奏，金融机构融入融出结构稳定。下周，虽然有较大规模 MLF 到期，但预计资金价格仍然围绕政策利率波动，资金面将保持流动性充裕，但边际收敛。

图 1 近期资金利率走势



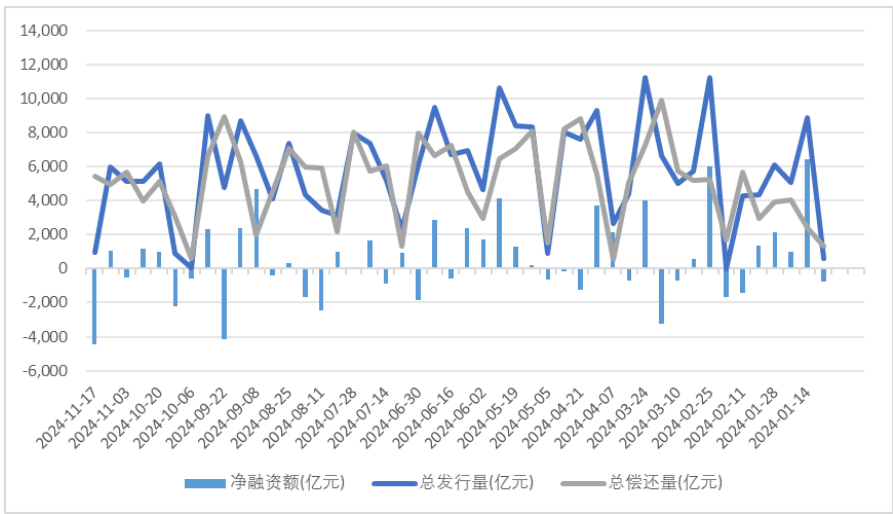
数据来源：wind

图 2 存单利率走势



数据来源：wind

图 3 存单发行与净融资情况

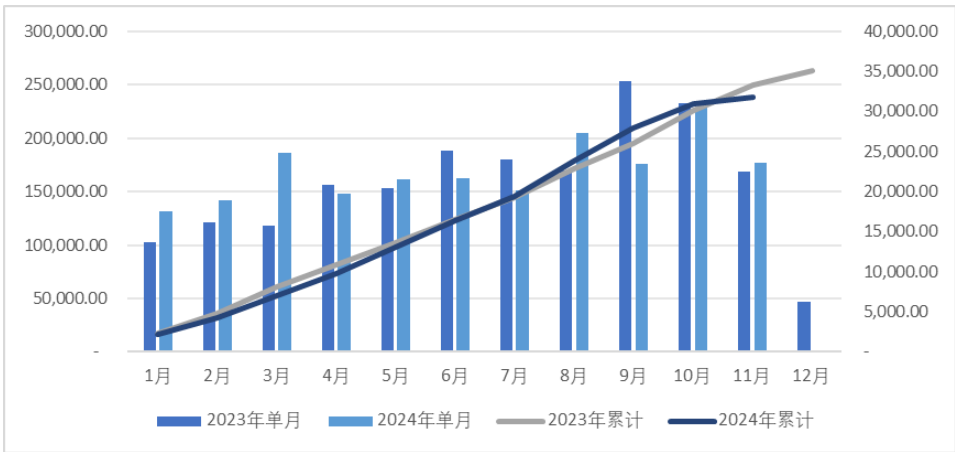


数据来源：wind

二、政策密集出台，债市波动提升

本周，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）共发行 3,815.62 亿元，净融资 897.58 亿元。进入 11 月，政府融资节奏有所放缓，一方面是剩余额度较为有限，另一方面是年末新增项目较少。从结构上来看，地方债发行量较前 8、9、10 月有显著减少趋势，国债单期发行量亦出现下降，政策性金融债则保持较为平稳节奏。

图 4 利率债净融资走势

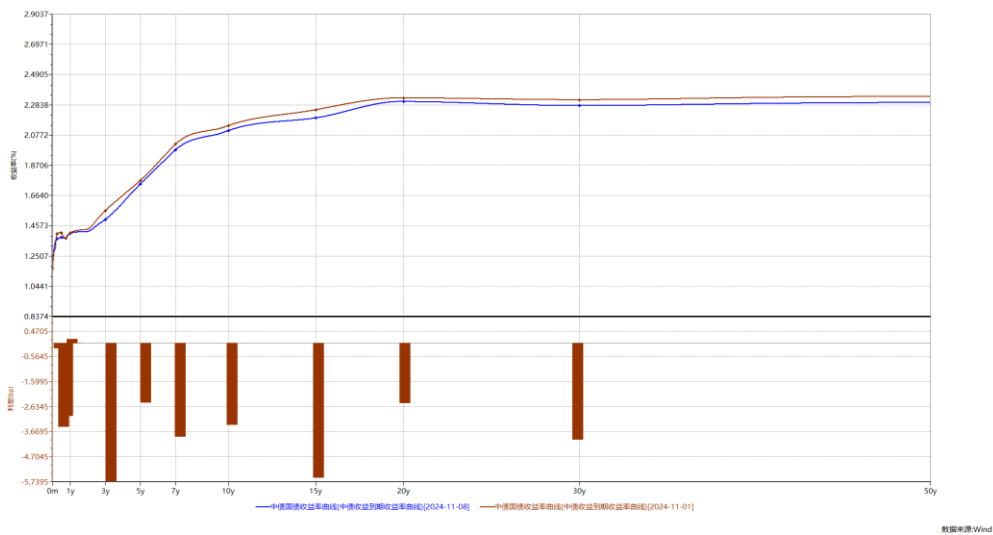


数据来源：wind

本周债券市场受政策面影响，各期限债券收益率普遍下行，收益率曲线形态牛平。周一与周二，受资金面宽松与美联储降息预期影响，收益率小幅下行；周三，市场关注重点转为美国总统大选，特朗普获胜利空国内资产，收益率小幅上行；周四，受 10 月进出口数据影

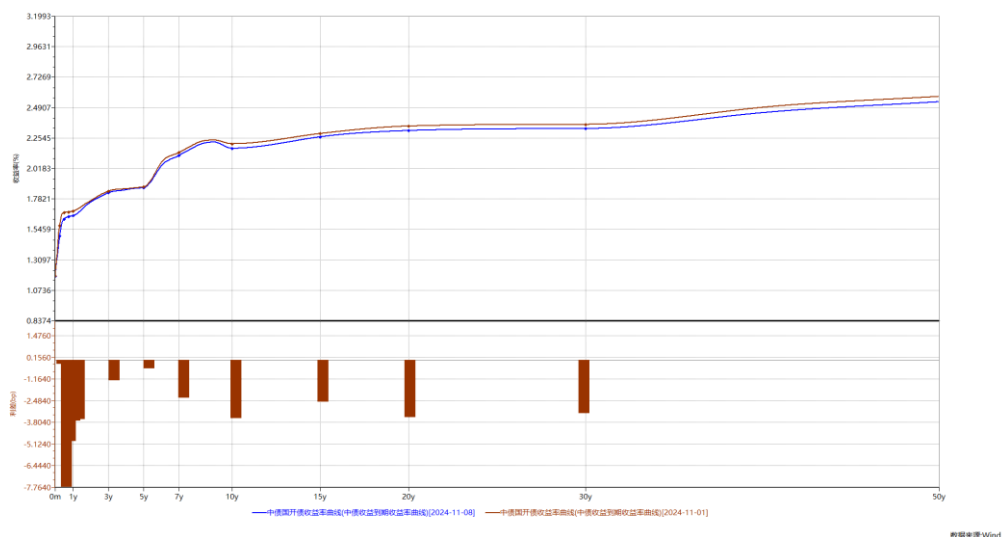
响，收益率回落至至周内低点，晚间央行公布同业活期存款将纳入利率定价自律机制公告；周五，美联储公布降息 25bp，早盘债券收益率小幅下行，下午十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过地方政府债券置换存量隐性债务决议，市场普遍认为不及预期，收益率快速下行，而后财政部部长蓝佛安在新闻发布会中明确：从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元，收益率迅速反弹。截至 11 月 8 日，1 年期国债收 1.4062%，较上周上行约 0.2BP；5 年期国债收 1.7427%，较上周下行约 2.5BP；10 年期国债收 2.1067%，较上周下行约 3.5BP，30 年期国债收 2.2775%，较上周下行约 3.5BP。1 年期国开债收 1.6518%，较上周下行约 3BP；5 年期国开债收 1.8689%，较上周下行约 0.5BP；10 年期国开债收 2.1738%，较上周下行约 3.6BP。

图 5 国债收益率期限结构



数据来源：wind

图 6 国开收益率期限结构



数据来源：wind

总的来看，目前债券市场整体仍未摆脱“强预期、弱现实”的整体环境，目前资金面与基本面走势的现实情况是主要的利多因素，但对政策力度的预期仍是主要利空因素。从宏观来看，受到海外局势动荡、国内内需不足、预期偏弱等因素的影响，我国经济复苏动能仍有较大提升空间，与此同时，我国政府加大宏观逆周期调节力度，货币政策、财政政策的改革创新与出台实施给予了市场对未来经济保持增长的预期。

当前，市场整体博弈的核心仍然在预期，政策面的总量与节奏都会对债券市场产生不同的合力。现阶段，债券市场投资者应更清晰的了解政策的底层逻辑，并推演其可能的实施节奏与方向，同时着重关注政策刺激对经济复苏的影响效用与影响路径，方可判断政策面刺激对债券市场走势的短期冲击与长期影响。

下周，预计周五晚间放出的三季度货政报告与 10 万亿化债方案将持续发酵，市场新一轮预期或重新影响债券定价，同时资金面流动性充裕边际小幅收敛，预计债券收益率整体小幅上行，收益曲线向上平移。