

政府债发行扰动，债市收益率小幅震荡

——债市周评（2024年11月18日-11月22日）

摘要：

本周资金面整体收敛。DR001较上周末下行2BP至1.46%，R001下行2BP至1.62%，DR007下行8BP至1.64%，R007下行1BP至1.83%，银行方面，本周周一、周二银行走款日，全周存单到期共7000多亿元，政府债净缴款4000多亿，银行走款较多，银行融出减少，资金面收敛，资金价格走高。周中后边际略有好转，但资金价格仍然保持在较高水平。非银方面，整体宽松，隔夜-14D价格均在1.8%-1.9%区间，14D及更长期限成交寥寥，回归期限利差压缩局面。**本周同业存单净融资规模-960.7亿元，存单利率与上周相比变化不大，1Y期收于1.87%。**

回顾本周：周一-周三，债券市场整体呈现为熊陡，主要是受到市场担忧长周期地方债供给冲击的影响。长周期地方置换债的发行可能导致银行久期管理压力增加，市场观点认为，受此影响，大行会通过卖长买短为未来承接长周期地方债做准备。周一-周三10Y国债收益率分别上行2BP至2.11%、下行2BP至2.09%、上行1BP至2.10%。周四、周五随着地方债发行逐步落地、中短期供给出现，市场对于长周期政府债供给的担忧逐步缓解，叠加海外因素、以及股市下跌影响，债市收益率重回下行态势，10Y国债收益率下行2BP至2.08%。

展望后市：债市收益率下行、曲线趋于平坦的可能性较大。目前来看，主要的利空因素在于政府债供给，尤其是长周期政府债供给对债市的扰动，但市场对于供给扰动和地产类政策的定价已经比较充分，化债也难以起到信用扩张的作用，因此带来的上行动力较为有限。从利多因素看，接下来下一轮降准降息的可能性较大。此外，特朗普上台后可能的关税政策或重新带来出口压力，长端下行的可能性较大；同时，在汇率压力之下短端下行空间有限。未来可能的扰动在于政策预期的影响，目前已有消费券、增加假期等利好消费的政策出台，但量级仍然偏小，年末中央经济工作会议如果能有较大力度的内需刺激政策出台，那么将有利于债市收益率转为上行。

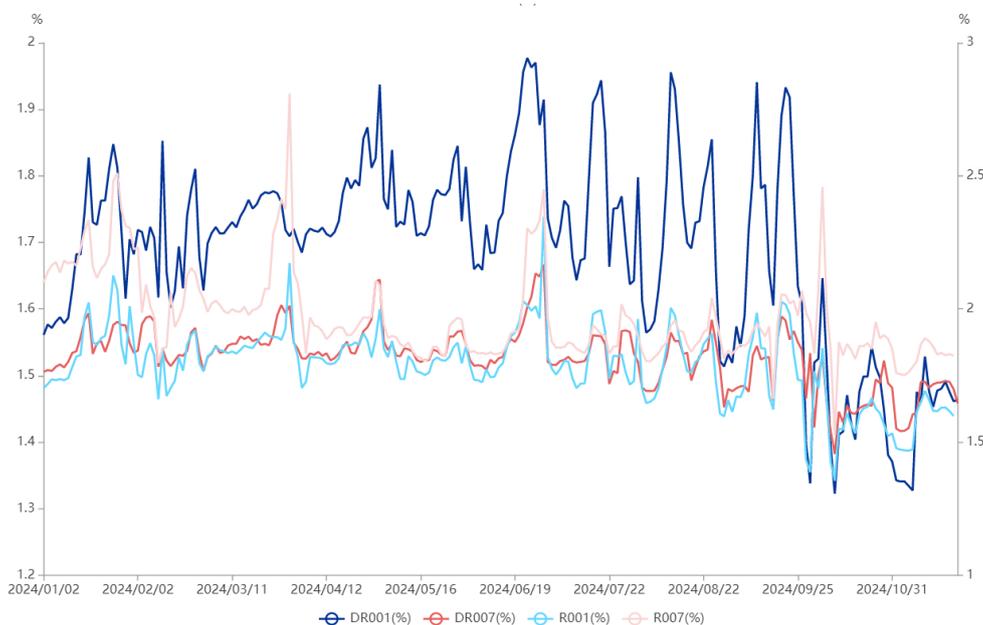
一、资金面先紧后松，隔夜价格走高

本周资金面整体收敛。DR001 较上周末下行 2BP 至 1.46%，R001 下行 2BP 至 1.62%，DR007 下行 8BP 至 1.64%，R007 下行 1BP 至 1.83%，银行方面，本周周一、周二银行走款日，全周存单到期共 7000 多亿元，政府债净缴款 4000 多亿，银行走款较多，银行融出减少，资金面收敛，资金价格走高。周中后边际略有好转，但资金价格仍然保持在较高水平。非银方面，整体宽松，隔夜-14D 价格均在 1.8%-1.9% 区间，14D 及更长期限成交寥寥，回归期限利差压缩局面。

下周进入跨月周期，政府债缴款近 7000 亿，存单到期 2000 多亿，预计资金面紧平衡，资金价格偏高。下周跨月，考虑到政府债缴款量较大，加上目前跨月进度稍慢，预计下周财政款到账前资金面紧平衡概率较大，资金价格偏高。如果 25 号 MLF 投放量大，央行有力呵护，可能缓解银行体系偏紧的态势。

本周同业存单净融资规模-960.7 亿元，存单利率与上周相比变化不大，1Y 期收于 1.87%。本周同业存单发行总额 6034.5 亿元，到期量 6995.2 亿元，净融资-960.7 亿元。存单发行利率较为稳定。1 年期存单收益率和 1 年期国债收益率扩大到 50BP 左右。

图 1 近期资金利率走势



数据来源：choice

图 1 近期存单利差走势



数据来源：choice

二、供给扰动下本周债市小幅震荡，逐步回归下行态势。

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 7224.04 亿元，较上周 4459.05 亿元明显增加。其中，国债发行 3135.9 亿元，地方政府债发行 2747.74 亿元，政金债发行 1340.4 亿元，本周净融资 5993.03 亿元。周一、周四、周五分别发行浙江债、贵州和江苏化债再融资专项债，一级市场接受度较高，市场对政府债供给的担忧缓和。

本周债市长短端小幅震荡，长端回归下行态势。截至 11 月 22 日，1 年期国债收 1.35%，较上周下行 4BP；5 年期国债收 1.70%，较上周下行 1BP；10 年期国债收 2.08%，较上周下行 1BP，30 年期国债收 2.26%，较上周下行 2BP。1 年期国开债收 1.66%，较上周上行约 1BP；5 年期国开债收 1.84%，较上周下行约 1BP；10 年期国开债收 2.15%，较上周持平；30 年期国开债收 2.31%，较上周下行 3BP。

回顾本周：周一-周三，债券市场整体呈现为熊陡，主要是受到市场担忧长限期地方债供给冲击的影响。长限期地方置换债的发行可能导致银行久期管理压力增加，市场观点认为，受此影响，大行会通过卖长买短为未来承接长限期地方债做准备。周一-周三 10Y 国债收益率分别上行 2BP 至 2.11%、下行 2BP 至 2.09%、上行 1BP 至 2.10%。周四、周五随着地方债发行逐步落地、中短期限供给出现，市场对于长限期政府债供给的担忧逐步缓解，叠加海外因素、以及股市下跌影响，债市收益率重回下行态势，10Y 国债收益率下行 2BP 至 2.08%。

展望后市：债市收益率下行、曲线趋于平坦的可能性较大。目前来看，主要的利空因素在于政府债供给，尤其是长限期政府债供给对债市的扰动，但市场对于供给扰动和地产类政策的定价已经比较充分，化债也难以起到信用扩张的作用，因此带来的上行动力较为有限。从利多因素看，接下来下一轮降准降息的可能性较大。此外，特朗普上台后可能的

关税政策或重新带来出口压力，长端下行的可能性较大；同时，在汇率压力之下短端下行空间有限。未来可能的扰动在于政策预期的影响，目前已有消费券、增加假期等利好消费的政策出台，但量级仍然偏小，年末中央经济工作会议如果能有较大力度的内需刺激政策出台，那么将有利于债市收益率转为上行。

图 3 近期国债收益率利差走势



数据来源：choice