资金面转松，以旧换新政策表现亮眼，收益率下行

——债市周评（2024 年 12 月 16 日-12 月 22 日）

摘要:

资金转松，跨年无需担忧。本周央行公开市场净回笼，但资金面整体宽松，，主要期限资金利率较上周下行。下周跨年高峰，但资金面整体预期较为乐观，主因在于 MLF 续作以及年末政府债发行收尾，缴款需求降低。

工业生产保持平稳，以旧换新政策表现亮眼，基建投资放缓。工业生产供给稳定增长，装备及高端制造业表现亮眼。11 月份装备制造业增加值增长 7.6%，高技术制造业增加值增长 7.8%。“双十一”错位，社零增速低于市场预期，11 月单月，社会消费品零售总额同比增长 3.0%，增速比 10 月下降 1.8 个百分点，但受以旧换新政策影响的消费品增速较为亮眼。政府债发行接近尾声以及政策转向消费为主，基建投资增速放缓。房地产市场仍处于调整，开发投资跌幅继续磨底，但新开工面积以及竣工面积企稳。12 月中央经济工作会议定调财政“更加积极”，明年基建投资预计将有将强支撑。

年末一级发行减少，收益率全面下行，“每调买机”仍为主基调。一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债）总发行量 1628.47 亿元，年末政府债券发行收尾，发行量较上周大幅减少。二级方面，受重要会议释放货币宽松信号、经济数据显示需求偏弱的影响，债市做多情绪高涨，周中风险提示也并未阻挡收益率下行势头。全周来看，长短端债券走势均强势。

展望下周，“每调买机”依旧是主基调，但 1.70%或为风险线。当前做多情绪成为主导短期行情的关键，且本轮收益率下行过快，部分机构存在踏空，因此“每调买机”依旧是接下来市场的主基调。但从央行敲打降温来看，10y 国债收益率 1.70%或为“风险线”，完全向下突破的概率较低，或在 1.70%-1.75%区间震荡，建议在此区间内波段交易。

一、资金转松，跨年无需担忧

本周央行公开市场共有 5385 亿元逆回购、14500 亿元 MLF 以及 1200 亿元国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了 16783 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼 4302 亿元。本周虽有净回笼但资金面整体宽松，资金利率较上周有所下行。截至 12 月 20 日，DR001 加权平均利率收于 1.42%，较 12 月 13 日基本持平，R001 加权平均利率为 1.54%，较 12 月 13 日下行约 9.10BP；DR007 加权平均利率收于 1.57%，较 12 月 13 日下行约 11.74BP，而 R007 加权平均利率收于 1.75%，较 12 月 13 日下行约 15.77BP。同业存单方面，同业存单净融资规模为 1599.30 亿元。其中，发行总额达 8718.20 亿元，平均发行利率为 1.69%，到期量为 7118.90 亿元。未来三周，将分别有 7026.80 亿元、445.40 亿元、3837.90 亿元的同业存单到期。下周跨年资金面整体较为乐观，主因在于央行 MLF 续作以及年末政府债发行收尾，缴款需求降低。

图 1.资金利率全面下行

二、工业生产保持平稳，以旧换新政策表现亮眼，基建投资放缓

根据国家统计局数据，11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.4%，环比增长 0.46%；全国服务业生产指数同比增长 6.1%，比上月下降 0.2 个百分点。社会消费品零售总额 43763 亿元，同比增长 3.0%，环比增长 0.16%；1-11 月全国固定资产投资（不含农户）465839 亿

元，同比增长 3.3%，比 1-10 月份回落 0.1 个百分点；货物进出口总额 37506 亿元，同比增长 1.2%，贸易顺差 6928 亿元。全国城镇调查失业率为 5.1%。

具体看，1）工业增长加快，装备制造业和高技术制造业较快增长。11 月份，装备制造业增加值同比增长 7.6%，高技术制造业增加值增长 7.8%，快于全部规模以上工业增加值 2.2 和 2.4 个百分点。具体来看，11 月份铁路、船舶、航空 航天和其他运输设备制造业同比增长 7.9%；计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 9.3%；2）“双十一”错位，社零增速低于市场预期， 以旧换新相关商品销售较好。1-11 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.5%，增速持平 1-10 月。11 月单月，社会消费品零售总额同比增长 3.0%，增速比 10 月下降 1.8 个百分点，不及市场预期，或因今年“双十一”提前，数据较多体现在 10 月份。此外，消费品以旧换新政策持续显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、建筑及装潢材料类商品零售额分别增长 22.2%、10.5%、6.6%、2.9%。3）基建投资放缓，房地产市场仍处于调整。1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）465839 亿元，同比增长 3.3%，增速较 1-10 月下降 0.1 个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 7.4%，增速较 1-10 月下降 0.2 个百分点。房地产开发投资仍在磨底，但新开工及竣工面积当月同比跌幅有所收窄。分领域看，基础设施投资同比增长 4.2%，制造业投资增长 9.3%，房地产开发投资下降 10.4%。基建投资增速走低或主要因为当前政府债发行接近尾声以及政策转向消费为主所致。12 月中央经济工作会议定调财政“更加积极”，尤其在赤字率、超长期特别国债和专项债方面，明年基建投资预计将有将强支撑。

三、年末一级发行减少，收益率全面下行，“每调买机”仍为主基调

一级方面，本周利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债），本周总发行量 1628.47 亿元，较上周的 7906.09 亿元减少 6277.62 亿元，其中国债发行 1010.70（上周为 2819.00 亿元），地方政府债发行 357.77 亿元（上周为 4586.99 亿元），政金债发行 260.00 亿元（上周 500.10 亿元）。

二级方面，本周受重要会议释放宽货币信号、经济数据显示需求偏弱的影响，债市做多情绪高涨，周中央行出手提示风险，债牛刹车，周四周五降准预期发酵，收益率继续下行。全周来看，债市全面下行，长短端走势均强势。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-17.75BP、-13.53BP、-5.75BP 和-7.53BP；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-14.01BP、-12.25BP、-11.49BP 和-11.80BP。具体看，周一，11 月经济数据公布，工业生产尚可，但社零偏弱，产能过剩问题仍较为突出，此外宽货币预期继续支撑债市，下午或因中央财办解读会议精神提及促消费扩内需等具体举措，叠加收益率偏低止盈情绪发酵，现券收益率阶段上行，当天 10 年国债活跃券 240011

收益率下行 5.75bp；周二，路透社称中国明年赤字率或达 4%、GDP 增速目标 5%，叠加债市连续大涨后有所调整，当天 10 年国债活跃券 240011 收益率上行 0.50bp；周三，央行约谈部分金融机构要求关注自身利率风险，债市疯牛急刹车，当天 10 年国债活跃券 240011 收益率上行 2.85bp；周四，早盘受美联储隔夜如期降息 25bp 影响，对中债偏利好，不过盘中传央行再次约谈部分基金公司，叠加明年地方置换债春节前发完等小作文扰动，债券收益率震荡上行，随后做多情绪再起，收益率转为震荡下行，当天 10 年国债活跃券 240011 收益率下行 2.50bp。周五债市情绪重回强势。12 月 LPR 维持不变，符合市场预期，叠加资金面延续宽松，做多情绪被点燃，长短端全面下行，1y 国债下破 1%，10y 下至 1.71%附近。午后降准预期发酵，短端强势行情传导长端，现券继续探底走出新低，10y 国债下破 1.70%点位。截至收盘，10 年国债活跃券 240011 收益率下行 4.00bp，收 1.6925%。

展望下周，当前市场对于货币宽松的预期已打满，做多情绪成为主导短期行情的关键，即便央行约谈也没有对市场产生较大影响，10y 国债仍下破 1.70%。临近年末，处于短期数据政策空窗期，且年内预告的降准还未落地，本轮收益率下行过快，部分机构存在踏空，因此“每调买机”依旧是接下来市场的主基调。不过从央行敲打降温来看，10y 国债收益率 1.70%或为“风险线”，完全向下突破的概率较低，或在 1.70%-1.75%区间震荡，建议在此区间内波段交易快进快出获取资本利得。

图 2. 各期限国债到期收益率不同程度下行（2024.12.20 对比 2024.12.13）

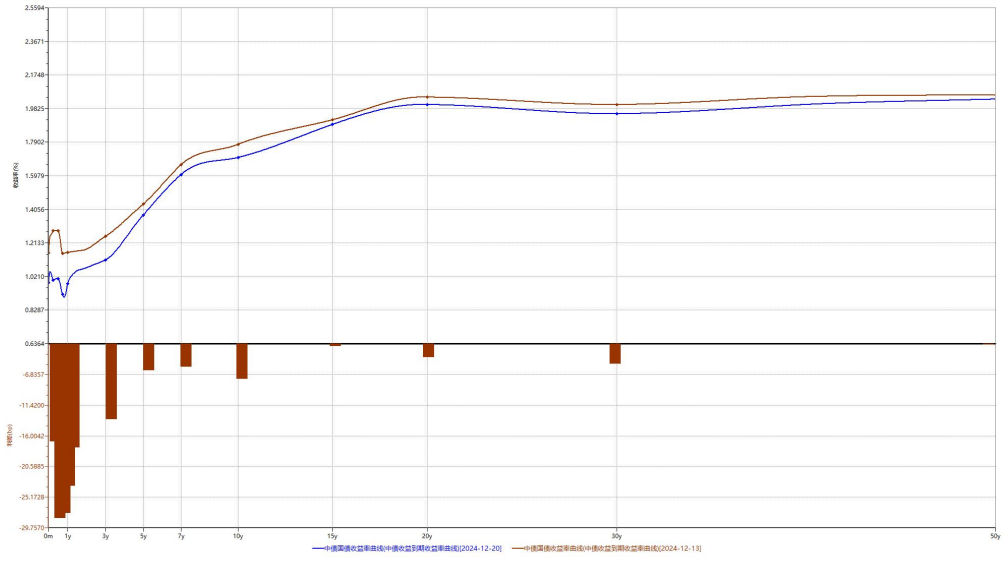
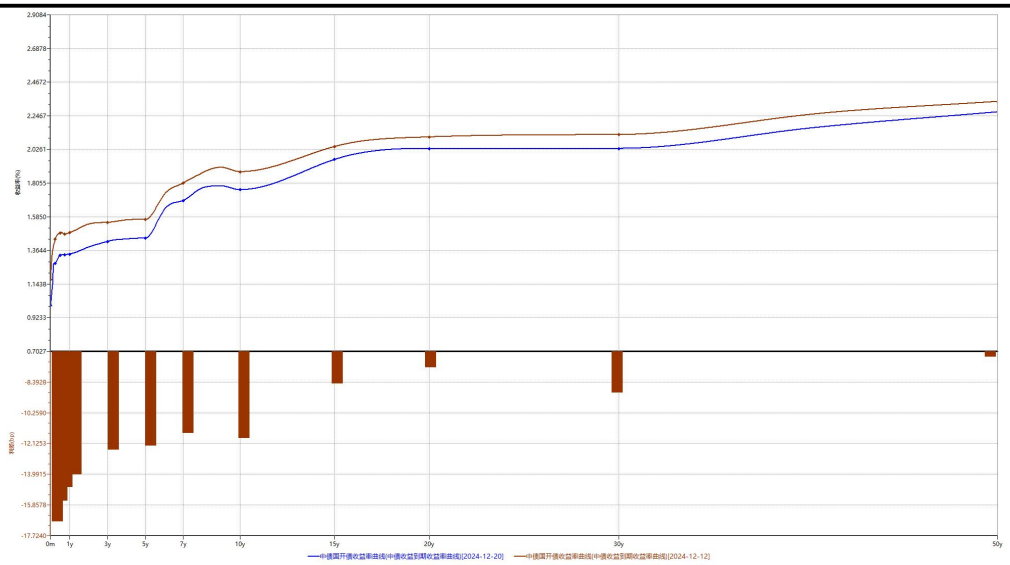


图 3. 各期限国开债不同程度下行（2024.12.20 对比 2024.12.13）



数据来源:Wind