

多空力量相对均衡，债市整体震荡

资金面整体维持均衡，但分层现象仍存。截至 12 月 27 日，DR001、R001、DR007、R007 加权平均利率分别收于 1.38%、1.80%、1.51%、2.14%，较 12 月 20 日分别变动-3BP、+23BP、-3BP、+39BP，R007 和 DR007 利差由周一的 17BP 走阔至周五的 34BP。下周关注跨年及央行买断式回购、买卖国债操作情况。

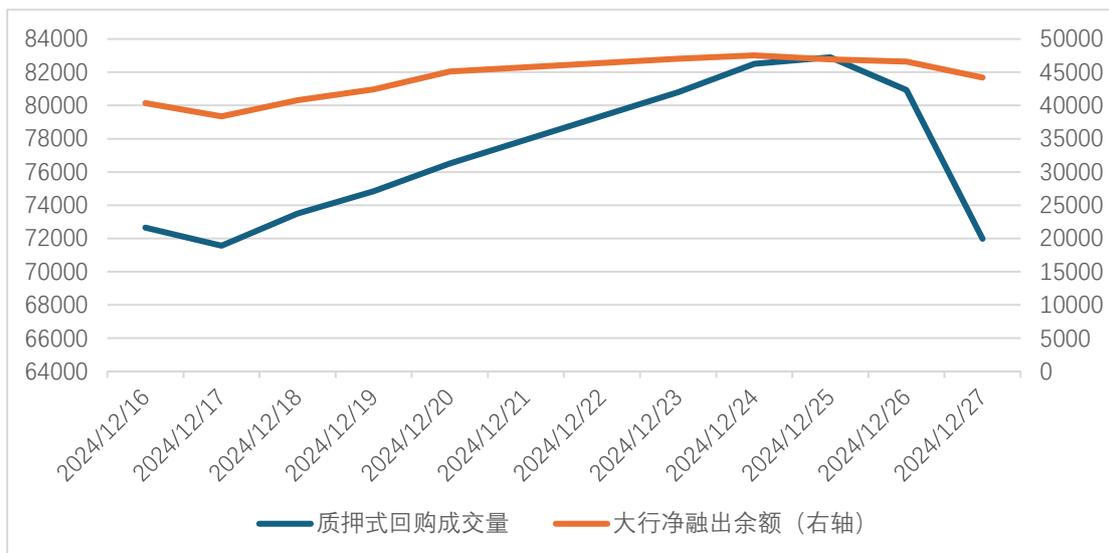
11 月工业企业利润数据弱改善，仍需等待政策效果释放。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 66674.8 亿元，同比下降 4.7%，前值-4.30%。从量、价和利润率来看均有改善，从具体行业来看，上游采矿业利润增速降幅收窄，中下游刚需性消费的食品和酒饮料茶利润因节假日需求增速提升。

债市整体维持震荡，超短端债券表现突出。全周来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 期限国债周五收于 1.04%、1.15%、1.41%、1.59%、1.69%、1.95%，较上周五分别变动 +5.86BP、+3.82BP、+3.32BP、-1.21BP、-0.82BP、-0.5 BP。超短券在机构跨年规模需求等因素驱动下下行幅度较大，其中 1 月到期的国债、国开债如 200203 单周下行 70BP 至 0.4%。展望下周，年末时点机构或将减少交易，债市窄幅波动；跨年后，机构业绩考核结束，可能兑现浮盈、卖出债券，且在降息之前资金利率下行幅度或有限。但月末财政支出支持资金面转松、12 月末央行公告买断式逆回购、买卖国债的操作或将进一步强化货币宽松基调、降准预期仍存以及一季度同业存款利率下调落地。预计短期内利率曲线将会震荡走陡，10 年国债 1.7%位置附近多空博弈将继续演绎，若进行调整则可逢高配置。

一、资金面整体维持均衡，但分层现象仍存

资金方面，本周央行公开市场共有 16783 亿元逆回购到期，累计进行了 5801 亿元逆回购及 3000 亿元 MLF 操作，本周央行公开市场全口径净回笼 7982 亿元。其中周一、周二大规模净回笼超 9000 亿元，但资金面整体宽松；周三 MLF 缩量平价续做，且全周净回笼金额较大叠加跨年资金需求渐增，流动性边际收紧。但在当前适度宽松的货币政策基调下，央行或会通过成本较低的买入国债、买断式回购向市场注入流动性，淡化 MLF 功能属性。截至 12 月 27 日，DR001、R001、DR007、R007 加权平均利率分别收于 1.38%、1.80%、1.51%、2.14%，较 12 月 20 日分别变动-3BP、+23BP、-3BP、+39BP。跨年资金价格不断上行，周五 7D 质押利率价格上行至 2.1%附近，资金分层现象加剧，R007 和 DR007 利差由周一的 17BP 走阔至周五的 34BP，其中周三、周四均超 40bp。在跨年因素影响融出银行指标背景下，全市场质押式回购成交量先升后降，整体规模在周三达到 8.29 万亿元高位后周四周五逐步回落，本周五较上周五全市场成交量下降 0.45 万亿至 7.20 万亿。分机构来看，大行净融出余额先升后降，周三后持续回落，而主要非银机构的融出规模抬升。

图 1 质押式回购成交量、大行净融出余额均先升后降



数据来源: idata

存单方面, 1年期 AAA 同业存单到期收益率较上周五下行 2BP 至 1.60%, 周内收益率整体维持在 (1.6%-1.66%) 区间震荡, 收益率曲线延续上周倒挂的现象, 倒挂现象或会随着跨年因素在下周结束, 3-6M 期限迎来补涨行情。本周同业存单净融资规模为 2534 亿元, 未来三周, 将分别有 445 亿元、3838 亿元、3514 亿元同业存单到期。

下周关注跨年及央行买断式回购、买卖国债操作情况。虽 MLF 缩量续作, 但在当前宽货币背景下, 央行或会通过买入国债、买断式回购向市场注入相当规模的流动性, 且 12 月为财政支出大月, 或将支撑跨年资金面宽松无忧。但资金波动与分层的现象或仍会在跨年、税期等关键时点出现, 整体延续量足价高的局面。

图 2 资金面整体维持均衡, 但分层现象仍存



数据来源: Wind

数据来源: wind

二、11月工业企业利润数据弱改善，仍需等待政策效果释放

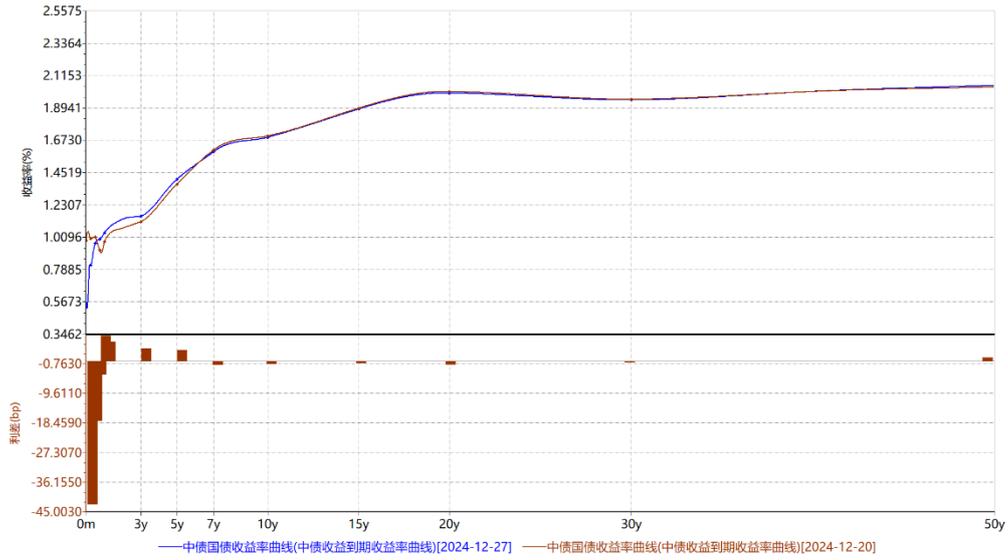
1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额66674.8亿元，同比下降4.7%，前值-4.30%。11月份，规模以上工业企业利润同比下降7.3%，前值-10.00%。从量、价和利润率均有回升，具体来看，工业增加值同比增速由10月的5.3%回升至5.4%；随着前期基数效应减弱，PPI同比跌幅由-2.9%收窄0.4%至-2.5；前11个月工业企业营收利润率环比改善，11月营收利润率累计值由10月的5.29%继续回升至5.40%。从具体行业来看，上游采矿业利润增速降幅收窄，中下游刚需性消费的食品和酒饮料茶利润因节假日需求增速提升。

三、债市整体维持震荡，超短端债券表现突出

本周债券利率维持低位震荡，长债先升后降，超短债表现较为突出。全周来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y和30Y期限国债周五收于1.04%、1.15%、1.41%、1.59%、1.69%、1.95%，较上周五分别变动+5.86BP、+3.82BP、+3.32BP、-1.21BP、-0.82BP、-0.5BP，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y期限国开债周五收于1.23%、1.39%、1.46%、1.70%、1.76%，较上周五分别变动-10.83BP、-3.56BP、+1.25BP、+1.12BP、-0.5BP。超短券在机构跨年规模需求等因素驱动下下行幅度较大，其中1月到期的国债、国开债如200203单周下行70BP至0.4%。周一跨年行情下机构止盈情绪不强，长端在多空博弈下维持震荡，超短券表现尤为突出；周二流动性收敛，全国财政工作会议召开，财政发力小作文频出，市场机构在1.7%以下附近较为恐高，债市回调；周三降准预期落空，MLF缩量平价续作，短端利率明显抬升，长端维持震荡。周四跨年资金面呈现“量足价高”现象，存单利率继续抬升，短债表现较弱；周五资金面平稳，年末机构“抢配”行情支撑着长端利率继续下行，10Y国债利率下行至1.69%。

展望下周，年末时点机构或将减少交易，债市将窄幅波动；跨年后，机构业绩考核结束，可能兑现浮盈、卖出债券，且在降息之前资金利率下行幅度或有限。但月末财政支出支持资金面转松、12月末央行公告买断式逆回购、买卖国债的操作或将进一步强化货币宽松基调、降准预期仍存以及一季度同业存款利率下调落地预计短期内利率曲线将会震荡走陡，10年国债1.7%位置附近多空博弈将继续演绎，若进行调整则可逢高配置。

图3 债市整体维持震荡



数据来源: Wind

数据来源: wind