存款利率下调，长端利率先上后下

观点：

上周流动性先紧后松，存款利率调整催化降息行情，长端利率先上后下。上周国债发行加速，逆回购余额高于去年同期，继前一周央行放量续作 MLF 后，资金供需有所改善叠加多家银行宣告降低存款利率，资金价格整体小幅下行，R007 下行 6.51bp 至 2.09%，DR007 下行 1.12bp 至 1.78%。债券收益率曲线进一步下行，1Y 国债收益率下行 5.50bp 至 2.25%，10Y 国债收益率下行 3.50bp 至 2.59%；超长债继续走强，30-10Y 国债期限利差下行 3.48bp。

市场供给方面，上周三发行 1Y 和 10Y 国债，周五发行 7Y 国债新券，发行量都较大，均是千亿规模；年内最后一周，利率债供给近尾声，国债和地方债暂无新发行计划。同时当前地方债提前批额度仍未下达，2024 年 1 月上半月地方债发行压力可能也相对较小。目前由于缺少更多的经济数据佐证，同时市场对降息的预期较强，叠加权益市场偏弱，债券市场保持震荡下行。元旦前除 PMI 预期博弈外可能没有太多的增量交易点，在宽货币预期较好的环境下，债市或延续偏强震荡格局。

1、周度要闻

1.1 重要数据

（1）12 月 LPR 报价：1 年和 5 年期以上品种均维持不变，分别为 3.45%、4.2%，连续四个月“按兵不动”。

1.2 时政新闻

（1）国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取关于加快建设全国统一大市场工作进展的汇报，讨论通过《关于推动疾病预防控制事业高质量发展的指导意见》，审议通过《煤矿安全生产条例（草案）》等法规。会议指出，要加快完善市场准入、产权保护和交易、数据信息、社会信用等方面的基础性制度，积极稳妥推进财税、统计等重点领域改革，加大先行先试探索力度，把有利于全国统一大市场建设的各种制度规则立起来。要深入开展市场分割、地方保护等问题专项整治，加大典型案例通报力度，把不利于全国统一大市场建设的各种障碍掣肘破除掉。

（2）第九次中俄财长对话联合声明称，双方将以两国元首共识为引领，秉持互利原则，持续深化和拓展务实合作。双方重申致力于深化中俄经济财金关系，加强宏观经济政策协调，就共同关注的财金议题深化沟通与合作，切实提升两国财金领域合作水平，助力两国创造更好政策环境。双方愿继续加强合作，支持新开发银行做大做强，妥善应对当前挑战。俄方重申支持“一带一路”倡议。双方将继续推动共建“一带一路”与欧亚经济联盟建设对接合作。双方欢迎两国财政部签署审计准则及监管等效备忘录，便利中俄两国跨境资本流动以及债券发行。

（3）国务院以“打造市场化法治化国际化一流营商环境，持续激发市场活力和社会创造力”为主题，进行第五次专题学习。国务院总理李强主持专题学习。李强指出，要围绕更好维护公平竞争进一步提升市场化水平，一视同仁支持各类所有制企业发展壮大，加快全国统一大市场建设，加大力度清理废除妨碍统一市场和公平竞争的规定做法，切实保障各类所有制企业公平参与竞争；要依托全国一体化政务服务平台推动政务服务效能提升常态化，进一步完善机制、优化流程，健全线上线下服务渠道，充分运用大数据、人工智能等新技术，不断提升政务服务标准化、规范化、便利化水平。

（4）央行党委书记、行长潘功胜主持召开经济金融形势专家座谈会，研究当前经济金融形势，并听取相关意见建议。潘功胜表示，我国外汇市场韧性明显增强，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。央行始终坚持“两个毫不动摇”，注重培养发展新动能，促进民营经济做大做优做强，提高科技创新、民营小微、先进制造、绿色发展等领域的贷款增量和占比，金融服务实体经济质效不断提升。央行将充分吸收各位专家的意见建议，保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，保持信贷合理增长、节奏平稳、结构优化，为经济持续回升向好营造良好的货币金融环境。

（5）时隔三个多月，国有大行存款利率再迎调降。12 月 22 日起，多家国有大行再次下调存款挂牌利率，不同期限的定期存款及大额存单利率下调幅度不等，存款期限涵盖一年期到五年期。有分析认为，根据以往下调存款利率“大行先行，中小银行跟进”的规律看，下一步，股份制银行、城农商行等中小银行将跟进调整存款挂牌利率。此外，存款利率的再度下行是否会带动贷款市场报价利率下调也值得关注。

（6）全国住房城乡建设工作会议指出，明年的工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，重点抓好 4 大板块 18 个方面工作。住房和房地产板块，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，适应房地产市场供求关系发生重大变化新形势；稳定房地产市场，坚

持因城施策、一城一策、精准施策，满足刚性和改善性住房需求，优化房地产政策，持续抓好保交楼保民生保稳定工作，稳妥处置房企风险，重拳整治房地产市场秩序；构建房地产发展新模式，建立“人、房、地、钱”要素联动的新机制。

（7）国家新闻出版署就《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》公开征求意见。意见稿拟规定，网络游戏不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励；网络游戏出版经营单位不得以炒作、拍卖等形式提供或纵容虚拟道具高价交易行为；所有网络游戏须设置用户充值限额，并在其服务规则中予以公示，对用户非理性消费行为，应进行弹窗警示提醒；网络游戏币的使用范围仅限于兑换自身提供的网络游戏产品和服务，不得用于支付、购买实物或者兑换其它单位的产品和服务，不得向用户提供网络游戏币兑换法定货币的服务；从事网络游戏出版活动，有从事网络游戏出版业务所需的必要的技术设备，相关服务器和存储设备须存放在中华人民共和国境内。

（8）全国财政工作会议在北京召开。会议指出，2024 年要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策，适度加力、提质增效。会议强调，2024 年积极的财政政策要聚焦高质量发展，着力推进中国式现代化。支持扩大国内需求。推进全国统一大市场建设，促进消费稳定增长，强化专项债券资金使用管理，继续用好增发国债资金，巩固外贸外资基本盘，支持增强内需主动力；会议要求，要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险；要积极稳妥谋划推进新一轮财税体制改革，健全现代预算制度，优化税制结构，完善财政转移支付体系。

2、上周资金市场

12 月 18 日-12 月 22 日，央行公开市场净投放 2160 亿元。其中 7 天期逆回购投放 6720 亿元，到期 12760 亿元，14 天期逆回购投放 9100 亿元，净投放 3060 亿元；国库现金定存到期 900 亿元。

资金利率分化，R007 和 DR007 利差缩窄。其中，DR001 利率下行 1.4bp 至 1.6%，DR007 下行 1.1bp 至 1.8%，R001 上行 0.3bp 至 1.7%，R007 下行 6.5bp 至 2.1%。3M-SHIBOR 利率上行 0.30bp 至 2.604%。R007 和 DR007 利差缩窄至 31bp，资金分层现象有所缓解。上周银行体系日均净融出 5.1 万亿元环比上升 0.4 万亿左右，其中大行每日资金净融出在 5 万亿元以上。

表 1、资金利率中枢跟踪（%）

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.923	2.341	1.737	1.943	2.466
2022	1.548	1.952	1.451	1.766	2.074
2021	2.032	2.319	1.948	2.172	2.519
2020	1.660	2.229	1.579	2.024	2.397
2019	2.239	2.671	2.168	2.527	2.833
今年-2019	-0.316	-0.331	-0.430	-0.584	-0.366

数据来源：Wind，富荣基金

表 2、日度资金利率（%）

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/12/22	1.71	2.09	1.58	1.78	2.604
2023/12/21	1.84	2.20	1.70	1.81	2.604
2023/12/20	1.73	2.19	1.58	1.80	2.601
2023/12/19	1.72	2.15	1.57	1.77	2.601

2023/12/18	1.75	2.21	1.61	1.84	2.603

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单发行规模下降，净融资额下降。上周同业存单总计发行 5987.7 亿元，净融资 713.1 亿元。本周同业存单到期量 5475.0 亿元。发行利率方面，短期限存单发行利率均有所下行，1 个月期同业存单发行利率下行 2bp 至 2.83%，3 个月期下行 2bp 至 2.80%，6 个月期下行 4bp 至 2.69，而 9 个月期上行 20bp 至 2.78%， 1 年期存单利率上行 8bp 至 2.68%。二级市场方面，1 月期同业存单收益率上行 10.00bp 至 2.79%，3 月期同业存单收益率上行 0.51bp 至 2.68%，6 月期同业存单收益率上行 0.54bp 至 2.65%，9 月期同业存单收益率上行 4.53bp 至 2.65%，1 年期同业存单收益率上行 2.50bp 至 2.63%。1 年期 AAA 同业存单收益率与 1 年 MLF 利率的利差上行至-12.50bp 左右。

图 1、存单一级发行利率

数据来源：Wind，富荣基金

图 2、存单二级收益率

数据来源：Wind，富荣基金

3、上周高频数据

生产方面，环渤海动力煤 950 元/吨，环比下降 0.42%；PTA 开工率 82.87%，环比上涨 1pct，PTA 开工率继续上升。兰格钢价指数 155.60，环比上涨 0.13%，高线、长材和角钢兰格指数分别下降 0.17%、0.18%、上涨 0.80%。高炉开工率环比下降 0.6pct 至 77.69%。南华玻璃指数 2609.98，环比上涨 5.29%。长江有色铜价周度均价环比上涨 0.59%，LME 铜均价周度上涨 0.33%，有色期货价格上升。

出口方面，红海地区武装袭击事件影响下，出口集运价格环比明显上涨，CCFI 综合指数环比上涨 1.20%至 879.75 点，SCFI 综合指数环比上涨 14.77%至 1254.99 点。进口方面，CDFI 综合指数为 1209.09 点，较前一周下降 10.82%；**BDI 指数持续下跌**，波罗的海干散货指数环比下降 10.82%至 2094 点。

通胀方面，猪肉批发平均价格为 20.62 元/公斤，上涨 2.79%，天气转冷，猪肉消费开始上行，猪肉均价涨幅扩大；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 5.12 元/公斤，环比上涨 3.43%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.17 元/公斤，环比上涨 0.14%；农产品批发价格 200 指数为 125.09 点，环比上涨 1.82%。

地产方面， 30 大中城市商品房成交面积 249.11 万平方米，环周上涨 22.05%，延续季节性回升。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨 20.99%、26.60%、9.15%至 48.97 万平方米、156.19 万平方米、43.95 万平方米。水泥价格企稳，水泥价格指数 113.03 环比持平。

消费方面，截至 12 月 17 日，乘用车零售、批发同比+4%、+13%，相比前两周进一步上行，年底前车市冲刺效应或继续释放。地缘政治因素导致国际油价强势上涨，截至 12 月 22 日，布伦特、WTI 油价环比分别+3.29%、+2.98%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	20.62	20.06	2.79%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.12	4.95	3.43%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.17	7.16	0.14%
	鸡蛋(元/公斤)	9.88	10.16	-2.76%
	农产品批发价格 200 指数	125.09	122.85	1.82%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	126.00	123.36	2.14%
进出口	CCFI	879.75	869.34	1.20%
	SCFI	1254.99	1093.52	14.77%
	BDI	2094.00	2348.00	-10.82%
	CDFI	1209.09	1326.22	-8.83%
工业生产	环渤海动力煤（Q5500K）(元/吨)	950.00	954.00	-0.42%
	PTA 开工率	82.87%	81.89%	0.010
	兰格钢价指数	155.60	155.40	0.13%
	兰格钢价指数:高线	175.30	175.60	-0.17%
	兰格钢价指数:长材	165.00	165.30	-0.18%
	兰格钢价指数:角钢	176.50	175.10	0.80%
	高炉开工率(247 家)	77.69%	78.29%	-0.006
	南华玻璃指数	2609.98	2478.86	5.29%
	长江有色铜(元/吨)	69530.00	69120.00	0.59%
	LME 铜(美元/吨)	8499.00	8471.00	0.33%
投资	水泥价格指数	113.03	113.03	0.00%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	249.11	204.11	22.05%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	48.97	40.47	20.99%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	156.19	123.37	26.60%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	43.95	40.27	9.15%
消费	布伦特原油(美元/桶)	79.07	76.55	3.29%
	WTI 原油(美元/桶)	73.56	71.43	2.98%

数据来源：Wind，富荣基金

注：商品房成交面积口径为工作日

4、上周债券市场

上半周超长配置力量较强，周四盘中消息大行下调存款利率，现券收益率下行 4-5bp。国债期货整体收涨，12 月 22 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 12 月 15 日变动+0.05%、+0.099%、+0.14%。截至 12 月 22 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 12 月 15 日收盘变动-2.21bp、-0.4bp、-1.87bp、-3.35bp、-4.37bp、-6.28bp、-5.10bp 至 2.278%、2.3785%、2.4731%、2.5915%、2.7437%、2.8375%、2.9382%。10 年期国债、国开、口行和农发历史分位数分别为 9.50%、4.70%、2.54%和 2.30%。

表 4、利率品种收益率周变化（bp）

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-5.50	-1.89	-3.54	-3.50
国开	-2.00	-0.50	-2.88	-0.64
口行	1.46	1.23	-1.50	-3.74
农发	0.85	-1.08	-2.75	-3.88

数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	61.30%	53.61%	41.19%	9.50%
国开	62.48%	40.20%	23.79%	4.70%
口行	68.20%	40.10%	21.88%	2.54%
农发	64.41%	37.97%	22.63%	2.30%

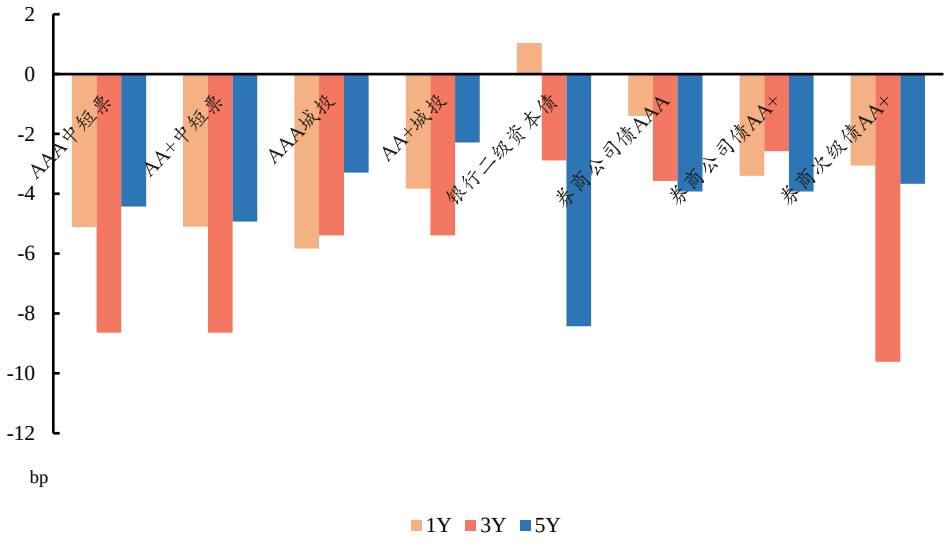
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

上周信用债发行 2123 亿元，净融资-144.22 亿元环比下降。 分产业债和城投债来看，产业债发行规模 952 亿元，净融资规模环比下降至-59.25 亿元；城投债发行 1170 亿元，净融资规模环比上升至-84.97 亿元。一级信用债发行主要分布在江苏、北京、山东等地区；整体来看，各地区信用债发行总量和净融资总量较前一周皆有所下降，信用债发行和净融资变化幅度较大的地区主要为发债大省，以及天津等地区。

上周信用债收益率整体下行，信用利差中短久期收窄较多，短久期二级资本债微幅上行。具体来看，1Y 期各品种收益率下行 1-5bp，3Y 期各品种下行 3-8bp，5Y 期各品种下行 2-5bp。分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 5.83bp、5.39bp、3.29bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 1.04bp、下行 2.88bp、8.42bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 1.40bp、3.57bp、3.92bp。各品种信用利差走窄，1Y 期各品种收窄 1-3bp，3Y 期各品种收窄 3-8bp。分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 3.83bp、4.89bp、0.41bp，分别处于 2018 年的 26.85%、33.01%和 28.17%历史分位数；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别走阔 3.04bp、收窄 2.38bp、5.54bp，分别处于 2018 年的 31.52%、34.73%和 21.25%历史分位数。

图 3、信用品种收益率每周变化



数据来源：Wind，富荣基金

表 6、信用品种信用利差周变化（bp）

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	-3.11	-8.14	-1.55
AA+中短票	-3.10	-8.14	-2.05
AAA 城投	-3.83	-4.89	-0.41
AA+城投	-1.83	-4.89	0.59
银行二级资本债	3.04	-2.38	-5.54
券商公司债 AAA	0.60	-3.07	-1.04
券商公司债 AA+	-1.40	-2.07	-1.04
券商次级债 AA+	-1.06	-9.11	-0.79

数据来源：Wind，富荣基金

表 7、信用品种信用利差分位数

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	23.40%	31.43%	26.15%
AA+中短票	16.34%	20.59%	25.02%
AAA 城投	26.85%	33.01%	28.17%

AA+城投	26.96%	27.00%	28.11%
银行二级资本债	31.52%	34.73%	21.25%
券商公司债 AAA	27.18%	38.44%	29.95%
券商公司债 AA+	21.71%	27.64%	34.33%
券商次级债 AA+	33.29%	32.74%	53.38%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周流动性先紧后松，存款利率调整催化降息行情，长端利率先上后下。上周国债发行加速，逆回购余额高于去年同期，继前一周央行放量续作 MLF 后，资金供需有所改善叠加多家银行宣告降低存款利率，资金价格整体小幅下行，R007 下行 6.51bp 至 2.09%，DR007 下行 1.12bp 至 1.78%。债券收益率曲线进一步下行，1Y 国债收益率下行 5.50bp 至 2.25%，10Y 国债收益率下行 3.50bp 至 2.59%；超长债继续走强，30-10Y 国债期限利差下行 3.48bp。

市场供给方面，上周三发行 1Y 和 10Y 国债，周五发行 7Y 国债新券，发行量都较大，均是千亿规模；年内最后一周，利率债供给近尾声，国债和地方债暂无新发行计划。同时当前地方债提前批额度仍未下达，2024 年 1 月上半月地方债发行压力可能也相对较小。目前由于缺少更多的经济数据佐证，同时市场对降息的预期较强，叠加权益市场偏弱，债券市场保持震荡下行。元旦前除 PMI 预期博弈外可能没有太多的增量交易点，在宽货币预期较好的环境下，债市或延续偏强震荡格局。

风险提示：

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。