增量政策博弈升温，债市震荡走弱

观点：

上周税期资金面收敛，债券市场对增量政策预期反复博弈，叠加权益市场表现较好，债市整体震荡走弱。截至 10 月 26 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 10 月 18 日上行 9.4bp、10.9bp、13.9bp、12.9bp 至 1.63%、1.51%、1.95%、1.74%，R007-DR007 利差上行 1.0bp 至 21.6bp，OMO 余额升至 22515 亿。资金价格偏高导致短端利率上升，1 年 AAA 存单在降息后持续保持高位，基本上在 1.95%附近震荡。上周利率债和信用债收益率均上行，10 年国债累计上升 3.3bp 至 2.15%，30 年国债累计上升 5.5bp 至 2.36%；信用债利率上升更为明显，1 年期上行 4-5bp，3 年期上行 7-11bp，5 年期上行 12-15bp。

上周理财赎回导致非银机构资金偏紧，资金分层现象再次出现；债市情绪转弱，收益率震荡上行，一级市场超长端无论是地方债还是国债，都有一级市场发行利率高于二级市场成交利率的情况。人大常委会和年底中央经济工作会议对财政政策的表述，对债市可能还有扰动。短期来看，在增量政策预期、机构止盈诉求等多重因素扰动下，债市情绪较为脆弱，行情有所反复波动。短暂企稳的信用品种也再度回调，引发机构产品估值与流动性担忧。但在当前宏观图景下，无需过度担忧，预计货币政策和资金面仍将维持稳健宽松，且后续增量政策力度、经济实际修复效果及风险偏好的修复情况均还需进一步等待和观察。信用债方面，需要考虑流动性环境的变化，当前机构情绪与负债端仍不稳，大行二永债这类流动性较好的类利率品种，其利差性价比已再度凸显。

1、周度要闻

1.1 重要数据

（1）10 月 LPR 下调 25bp，1 年期 LPR 报 3.1%，上次为 3.35%，5 年期以上品种报 3.6%，上次为 3.85%。Wind 数据显示，自 2019 年 8 月 LPR 改革以来，1 年期 LPR 共下调 12 次，累计下调 121bp；5 年期以上品种共下调 10 次，累计下调 125bp。

（2）财政部公布 2024 年前三季度财政收支情况显示，1-9 月，全国一般公共预算收入 163059 亿元，同比下降 2.2%，全国一般公共预算支出 201779 亿元，同比增长 2%。其中，全国税收收入 131715 亿元，同比下降 5.3%；非税收入 31344 亿元，同比增长 13.5%；印花税 2336 亿元，同比下降 22.9%，证券交易印花税 712 亿元，同比下降 54.2%。土地和房地产相关税收中，契税同比下降 12%，房产税同比增长 19.9%。

（2）国家统计局：1-9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 52281.6 亿元，同比下降 3.5%。

1.2 时政新闻

（1）工信部：增强发展动能方面，深入实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程，推进制造业数字化转型；加快推进重点产业链高质量发展行动、国家科技重大专项和国家重点研发计划等，取得更多标志性成果；研究制定提升产业科技创新能力的政策措施，促进科技创新与产业创新深度融合；培育壮大低空经济、商业航天、生物制造等新产业新赛道。扩大有效需求方面，将推进“十四五”规划重大工程建设，加快形成实物工作量。加大智能家居家电消费推广力度，协同各地加快落实汽车、电动自行车等以旧换新政策，继续实施新能源汽车下乡等有关活动，充分激发市场潜力。

（2）工信部：扩大有效需求方面，将推进“十四五”规划重大工程建设，加快形成实物工作量。加大智能家居家电消费推广力度，协同各地加快落实汽车、电动自行车等以旧换新政策，继续实施新能源汽车下乡等有关活动，充分激发市场潜力。

（3）深圳就《深圳市促进创业投资高质量发展行动方案（2024-2026）（公开征求意见稿）》公开征求意见。其中提出，到 2026 年，力争形成万亿级政府投资基金群、千亿级“20+8”产业基金群，百亿级天使母基金和种子基金群；力争经备案的股权投资及创业投资基金超过 1 万家；建成香蜜湖、深圳湾、前海湾、光明科学城等创投生态示范集聚区，提供不少于 500 万平方米产业空间载体和配套设施。

（4）赵乐际主持召开十四届全国人大常委会第三十二次委员长会议，决定十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日至 8 日在京举行。委员长会议建议，十四届全国人大常委会第十二次会议审议学前教育法草案、矿产资源法修订草案、能源法草案、反洗钱法修订草案、各级人民代表大会常务委员会监督法修正草案。

（5）国务院总理李强主持召开国务院常务会议。会议强调，要紧紧围绕努力实现全年

经济社会发展目标，持续抓好一揽子增量政策的落地落实，及时评估和优化政策，加大逆周期调节力度，进一步提升宏观调控成效。同时更加注重政策和市场的互动，充分调动各方面积极性，更好激发增长动能；会议部署以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的有关举措。

（6）10 月 25 日，中国财政部副部长廖岷在美国华盛顿出席世界银行/国际货币基金组织年会期间，与美国财政部副部长尚博共同主持召开中美经济工作组第六次会议。双方就两国宏观经济形势与政策，应对全球性挑战、包括共同合作帮助低收入国家应对流动性挑战，以及下步沟通安排等议题进行了深入、务实、建设性的沟通。中方重点宣介当前中国宏观经济形势及近期正在推出的一揽子增量政策，并就美对华加征关税、涉俄制裁等措施表达关切。

（7）财政部副部长、世行中国副理事廖岷表示，除货币政策外，中国还将加大财政政策逆周期调节力度，在化解地方政府债务、稳定房地产市场、提高重点群体收入、保障民生、推动设备更新和消费品以旧换新等方面实施一系列强有力措施，通过政府支出撬动社会投资、刺激消费，增加有效需求。我国有信心实现全年 5%左右的经济增长目标，并继续为全球经济增长注入动力。

2、上周资金市场

10/21-10/25，公开市场净投放 19571 亿元。其中，7 天逆回购投放 22515 亿元，到期 9944 亿元，MLF 投放 7000 亿元。10/28-11/1，7 天逆回购到期 22515 亿元。

税期资金面小幅收敛。DR001 上行 10.9bp 至 1.51%，DR007 上行 12.9bp 至 1.74%，R001 上行 9.4bp 至 1.63%，R007 上行 13.9bp 至 1.95%。3MSHIBOR 利率较前一周上行 2.50bp 至 1.883%。票据利率方面，半年国股转贴利率、半年城商转贴利率分别较上周变动 1bp、1.1bp 至 0.98%、1.1%。

表 1、资金利率中枢跟踪（%）

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.691	1.927	1.587	1.730	1.851
2023	1.747	2.227	1.597	1.941	2.316
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
今年-2020	0.030	-0.303	0.009	-0.294	-0.546

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
2024/10/25	1.63	1.95	1.51	1.74	1.883
2024/10/24	1.67	1.85	1.54	1.64	1.879
2024/10/23	1.63	1.87	1.50	1.64	1.873
2024/10/22	1.63	1.86	1.50	1.64	1.869
2024/10/21	1.60	1.86	1.48	1.63	1.864

数据来源：Wind，富荣基金

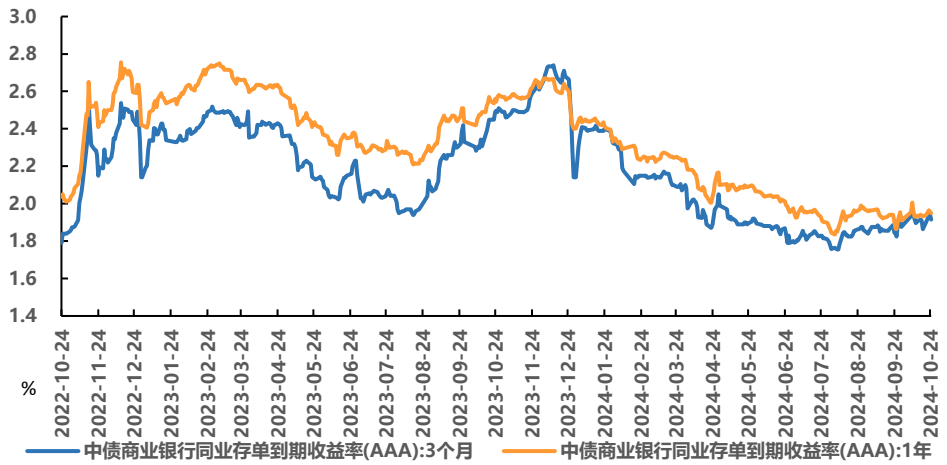
上周主要银行同业存单发行总额为 5053 亿元，净融资额为 1347 亿元，净融资额 986

亿元，发行规模减少，净融资额增加。发行利率方面，各期限的发行利率上行，1M、3M、6M、9M（股份行）、1Y（股份行）发行利率分别变动3.3bp、4.4bp、2bp、0bp、0.2bp至1.9%、2%、2%、1.9%、2%。二级市场方面，1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动 9.07bp、5.15bp、1.5bp、1.96bp、1.75bp 至 1.83%、1.92%、1.95%、1.95%、1.95%。

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 858 元/吨环比上涨 0.23%，煤价环比上涨。PTA 开工率环比下降 0.84pct 至 80.81%，高炉开工率环比上涨 0.5pct 至 82.60%。兰格钢价指数 137.50 较前一周下降 1.50%，高线、长材和角钢兰格指数分别下降 3.15%、3.11%、0.39%。南华玻璃指数 1822.33 环比上涨 9.67%，市场交投氛围由弱转强，整体产销持续好转。长江有色铜价、LME 铜周度均价环比上涨 0.35%、下降 0.92%，美债、美元高位区间运行，LME 铜价承压。

出口方面，集运价格延续下跌，CCFI 综合指数为 1366.40 下降 2.76%，SCFI 综合指数为 2185.33 点上涨 5.97%。进口方面，CDFI 综合指数为 1065.30 点下降 3.16%，BDI 指数跌幅扩大，贸易淡季临近，BDI 环比下降 10.53%至 1410.00 点。

通胀方面，食品价格继续下跌，猪肉批发平均价格为 24.67 元/公斤下降 1.63%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 5.50 元/公斤环比下降 5.01%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.24 元/公斤环比下降 2.95%；农产品批发价格 200 指数为 127.53 点，环比下降 1.56%。

地产方面，成交动能边际略有转弱，但表现明显好于 9 月，30 大中城市商品房成交面积 182.71 万平方米环周下降 6.92%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别下降 10.87%、上涨 9.80%和下降 24.57%至 51.54 万平方米、85.70 万平方米、45.47 万平方米。水泥价格指数 129.90 环比上涨 1.11%，水泥价格涨势继续偏强。

消费方面，原油价格由跌转涨，布伦特、WTI 油价环比分别上涨 4.09%、3.70%。10 月汽车零售市场表现好于预期、购车消费表现强势，10 月 14 日-20 日期间，乘用车日均零售 6.30 万辆，同比+9%，环比+4%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	24.67	25.08	-1.63%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.50	5.79	-5.01%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.24	7.46	-2.95%
	鸡蛋(元/公斤)	10.42	10.44	-0.19%
	农产品批发价格 200 指数	127.53	129.55	-1.56%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	129.70	132.07	-1.79%
进出口	CCFI	1366.40	1405.22	-2.76%
	SCFI	2185.33	2062.15	5.97%
	BDI	1410.00	1576.00	-10.53%
	CDFI	1065.30	1100.10	-3.16%
工业生产	环渤海动力煤（Q5500K）(元/吨)	858.00	856.00	0.23%
	PTA 开工率	80.81%	81.65%	-0.0084
	兰格钢价指数	137.50	139.60	-1.50%
	兰格钢价指数:高线	153.90	158.90	-3.15%
	兰格钢价指数:长材	146.60	151.30	-3.11%
	兰格钢价指数:角钢	151.30	151.90	-0.39%
	高炉开工率(247 家)	82.16%	81.70%	0.005
	南华玻璃指数	1822.33	1661.57	9.67%
	长江有色铜(元/吨)	76750.00	76480.00	0.35%
	LME 铜(美元/吨)	9385.00	9472.50	-0.92%
投资	水泥价格指数	129.90	128.47	1.11%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	182.71	196.31	-6.92%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	51.54	57.83	-10.87%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	85.70	78.05	9.80%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	45.47	60.43	-24.75%
消费	布伦特原油(美元/桶)	76.05	73.06	4.09%
	WTI 原油(美元/桶)	71.78	69.22	3.70%

数据来源：Wind，富荣基金

注：商品房成交面积口径为工作日数据

4、上周债券市场

上周债市震荡走弱，股债跷跷板效应延续。债市利率整体震荡上行，截至 10 月 25 日，1Y、5Y、10Y 和 30Y 国债收益率分别较前一周变动-1.6bp、+5.5bp、+3.3bp、+5.5bp 至 1.42%、1.84%、2.15%、2.36%，曲线陡峭化。当前市场对增量政策预期有所反复，同时股市续涨对债市情绪继续形成一定压制。后续增量政策力度、经济实际修复效果及风险偏好的修复情况均还需进一步等待和观察。

表 4、利率品种收益率周变化（bp）

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1.60	3.37	5.46	3.30
国开	2.67	5.39	1.49	3.10
口行	3.62	5.75	4.35	3.75
农发	2.22	5.48	4.58	5.13

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	16.16%	13.98%	9.46%	8.84%
国开	28.91%	11.10%	5.94%	7.42%
口行	31.39%	8.22%	6.15%	7.17%
农发	29.28%	8.33%	6.58%	8.56%

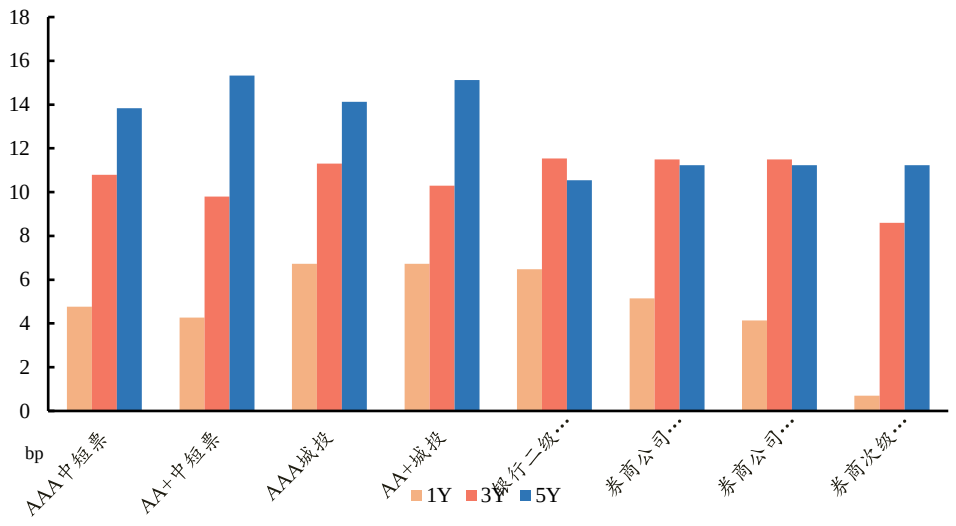
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

上周一级市场信用债发行 428 支，金额合计 3693 亿元，净增量为 980 亿元，发行量环比抬升 43%，净增量转正。取消发行方面，上周合计取消发行 16 支债券，计划发行金额约 120 亿元。二级市场方面，信用债表现较弱，收益率全面上行，1 年期上行 4-5bp，3

年期上行 7-11bp，5 年期上行 12-15bp，曲线形态走陡。国开债 1-5 年收益率上行 1-5bp，表现好于信用债，信用利差全面走扩，5 年走扩 10bp 以上幅度更大。从历史分位数来看，目前各期限和评级信用利差升至历史 10-40%分位数左右。

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	2.09	5.40	12.34
AA+中短票	1.60	4.40	13.84
AAA 城投	4.06	5.92	12.63
AA+城投	4.06	4.91	13.63
银行二级资本债	3.80	6.14	9.05
券商公司债 AAA	2.48	6.11	9.74
券商公司债 AA+	1.47	6.11	9.74
券商次级债 AA+	-1.98	3.21	9.74

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	25.77%	37.98%	39.58%
AA+中短票	18.71%	32.85%	44.09%

AAA 城投	31.41%	36.29%	47.65%
AA+城投	24.97%	24.97%	37.90%
银行二级资本债	28.70%	31.34%	34.96%
券商公司债 AAA	27.52%	39.13%	36.84%
券商公司债 AA+	20.56%	31.52%	32.81%
券商次级债 AA+	18.75%	25.82%	38.19%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周税期资金面收敛，债券市场对增量政策预期反复博弈，叠加权益市场表现较好，债市整体震荡走弱。截至 10 月 26 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 10 月 18 日上行 9.4bp、10.9bp、13.9bp、12.9bp 至 1.63%、1.51%、1.95%、1.74%，R007-DR007 利差上行 1.0bp 至 21.6bp，OMO 余额升至 22515 亿。资金价格偏高导致短端利率上升，1 年 AAA 存单在降息后持续保持高位，基本上在 1.95%附近震荡。上周利率债和信用债收益率均上行，10 年国债累计上升 3.3bp 至 2.15%，30 年国债累计上升 5.5bp 至 2.36%；信用债利率上升更为明显，1 年期上行 4-5bp，3 年期上行 7-11bp，5 年期上行 12-15bp。

上周理财赎回导致非银机构资金偏紧，资金分层现象再次出现；债市情绪转弱，收益率震荡上行，一级市场超长端无论是地方债还是国债，都有一级市场发行利率高于二级市场成交利率的情况。人大常委会和年底中央经济工作会议对财政政策的表述，对债市可能还有扰动。短期来看，在增量政策预期、机构止盈诉求等多重因素扰动下，债市情绪较为脆弱，行情有所反复波动。短暂企稳的信用品种也再度回调，引发机构产品估值与流动性担忧。但在当前宏观图景下，无需过度担忧，预计货币政策和资金面仍将维持稳健宽松，且后续增量政策力度、经济实际修复效果及风险偏好的修复情况均还需进一步等待和观察。信用债方面，需要考虑流动性环境的变化，当前机构情绪与负债端仍不稳，大行二永债这类流动性较好的类利率品种，其利差性价比已再度凸显。

风险提示：

1、本材料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，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任何变更，且本材料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、本材料中的资料、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。