

## 供给扰动缓解，机构抢配利多债市

观点：

目前，全国已有江苏省、浙江省、山东省、四川省、河北省、河南省、湖南省、陕西省、辽宁省、甘肃省、贵州省、云南省、黑龙江省等 20 个省份和大连、宁波、青岛、厦门等 4 个计划单列市公告发行再融资专项债券置换存量隐性债务，合计金额达 14752.49 亿元。目前地方债机构的配置和交易热情依旧较高，地方债的发行或不会给未来 12 月的市场带来太大的负面影响。

银行和保险都存在开门红行情，为了在 2025 年一月能够抢跑收益，12 月是一个相对较好的配置时点，预计中长久期债券有望继续呈现收益率下行的态势。

后续需要关注 12 月召开的中央经济工作会议，预计召开前会有频繁的“小作文”干扰债券市场走向。

## 1、热点追踪

11月制造业 PMI 录得 50.3%，环比上升 0.2%；服务业 PMI 录得 50.1%，环比持平。建筑业 PMI 录得 49.7%，环比下降 0.7%。综合 PMI 产出指数录得 50.8%，环比持平。

**制造业生产延续扩张，价格升势暂缓。**11月制造业 PMI 连续第 3 个月上行，且表现仍强于季节性。生产指数在荣枯线以上进一步上升，采购量、进口、产成品库存等分项均有明显改善，表明在增量政策的持续落地显效之下，企业短期的生产扩张意愿仍在增强。内外因素共振驱动制造业景气度回升，国内方面，地方化债的迅速推进对于企业现金流修复和信心改善起到重要作用，生产经营活动预期指数较 10 月大幅上行；海外方面，产能周期建设、年末消费旺季前囤货和贸易政策不确定性下的“抢出口”共同带动外需走强，出口订单指数较 10 月明显上升，成为需求端的重要支撑。

**非制造业景气水平暂时性回落。**服务业指数与 10 月持平，建筑业指数跌至荣枯线下方。服务业方面，随着资本市场活跃度的提升，货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数均处在较高景气区间，是 11 月服务业 PMI 的重要支撑项；但是由于国庆假期效应消退，与居民出行消费相关的零售、住宿、餐饮相关的服务消费活动对 11 月服务业 PMI 造成一定拖累。建筑业 PMI 跌至荣枯线下方，主要受到天气转冷、施工逐渐进入淡季影响。但业务活动预期指数比 10 月提高 0.4 个百分点，建筑业企业对发展预期依然偏向乐观。

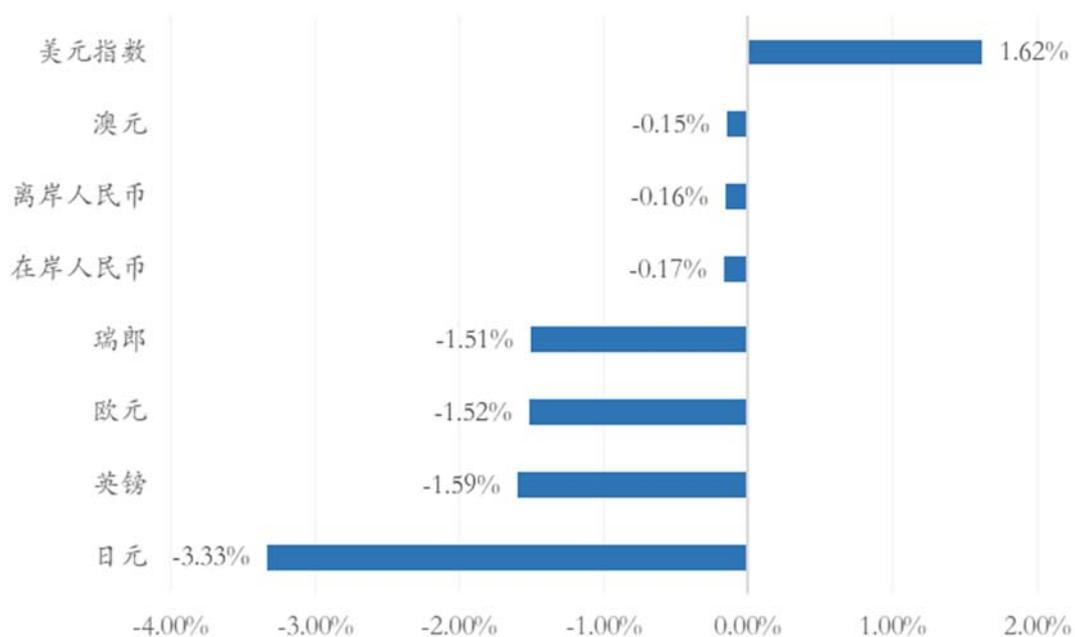
PMI 数据再次印证经济的阶段性企稳和脉冲，但数据的结构分化较大，当前的结构特征距离改变预期还有差距，且关键性的前瞻指标反映内生动能还需观察。市场对这一轮脱离再通胀和宽信用的数据脉冲相对脱敏，尤其在当前面临外部扰动、且宏观能见度偏低的情况下。后续基本面预期的改善还需要价格（大宗、PPI、房价等）、内生信用（剔除政府债券和票据的社融）、资金活化（M1-居民存款）等指标的确认。

## 2、上周高频数据

通胀方面，食品价格止跌回涨；出口方面，集运价格延续上涨，但干散货运输需求偏弱。投资方面，钢价指数下跌，水泥涨价落实情况不及预期，淡季需求对涨价的支撑略显不足。地产方面，月末冲刺效应下，新房与二手房成交反弹。12月高频继续聚焦地产政策验证，尤其成交量能否维持高位，以及中上旬中央经济工作会议定调，预计市场继续博弈货币宽松与稳增长。本轮地产政策效果持续性好于以往、11月成交量保持高位，关注量对价的传导。

美元走强，非美货币整体走弱。截至11月29日，美元指数上行1.62%，在岸人民币跌0.17%，日元跌3.33%，瑞郎跌1.51%，欧元跌1.52%，澳元跌0.15%，英镑跌1.59%。

**图一：主要货币变化率**



数据来源：wind，富荣基金

**表一：高频数据汇总**

产业链	类别	指标名称	本月	单位	月环比
上游	原油	布伦特原油	72.94	美元/桶	-2.97%
		WTI原油	68	美元/桶	-4.55%
	煤炭	环渤海动力煤	827.00	元/吨	-0.72%
	有色	LME铜结算价	8879.00	美元/吨	0.57%
中游	工业	水泥价格指数	134.07	点	0.16%
		兰格钢价指数	135.00	点	-0.30%
		PTA开工率	84.18%	%	0.0315
		高炉开工率	81.60%	%	-0.0031
		南华玻璃指数	1706.15	点	1.85%
	外贸	SCFI	2233.83	点	3.41%
		CCFI	1474.00	点	0.41%
		CDFI	1018.10	点	-7.50%
		BDI	1354.00	点	-11.91%
	下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	260.22	万平方米
30大中城市一线城市商品房成交面积			63.47	万平方米	21.65%
30大中城市二线城市商品房成交面积			159.29	万平方米	-0.90%
30大中城市三线城市商品房成交面积			37.47	万平方米	35.85%
汽车		乘用车厂家零售日均销量	76002	辆	6%
食品		蔬菜批发价格指数	5.03	2015年=100	1.62%
	猪肉平均批发价	23.51	元/公斤	0.13%	
	农产品批发价格200指数	121.57	2015年=100	0.66%	

数据来源：wind，富荣基金

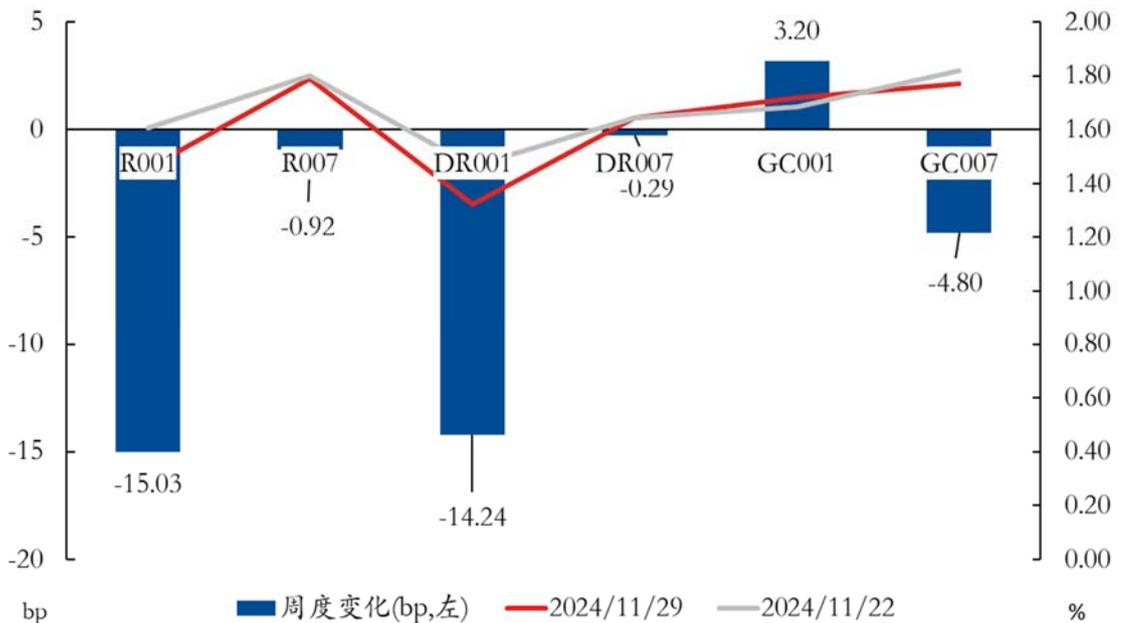
### 3、上周债券市场

**虽然央行净投放资金，但在税期和月末因素扰动下，不同期限资金价格涨跌互现。**

DR001 下行 14.2bp 至 1.32%，DR007 下行 0.3bp 至 1.64%，R001 下行 15bp 至 1.46%，R007 下行 0.9bp 至 1.79%；14 天和 21 天期限质押式回购利率分别上行 6bp 和 1bp。Shibor 方面，3 月期和 1 年期 Shibor 与上一期基本持平，两者之间利差小幅收窄。

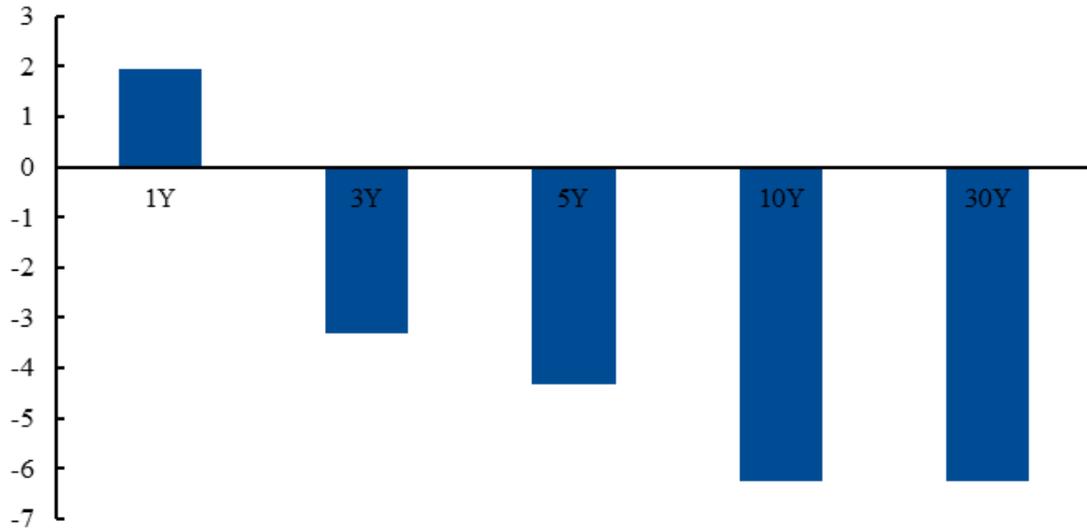
**利率收益率曲线趋平，10 年国债再度触及 2%，市场对短期供给扰动不敏感。**债券收益率多数下行，不同期限国债和国开债收益率普遍下行，幅度在 1-4bp 之间，其中 10 年国债收益率下行 1bp 收于 2.08%。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金

图三：国债周度变化

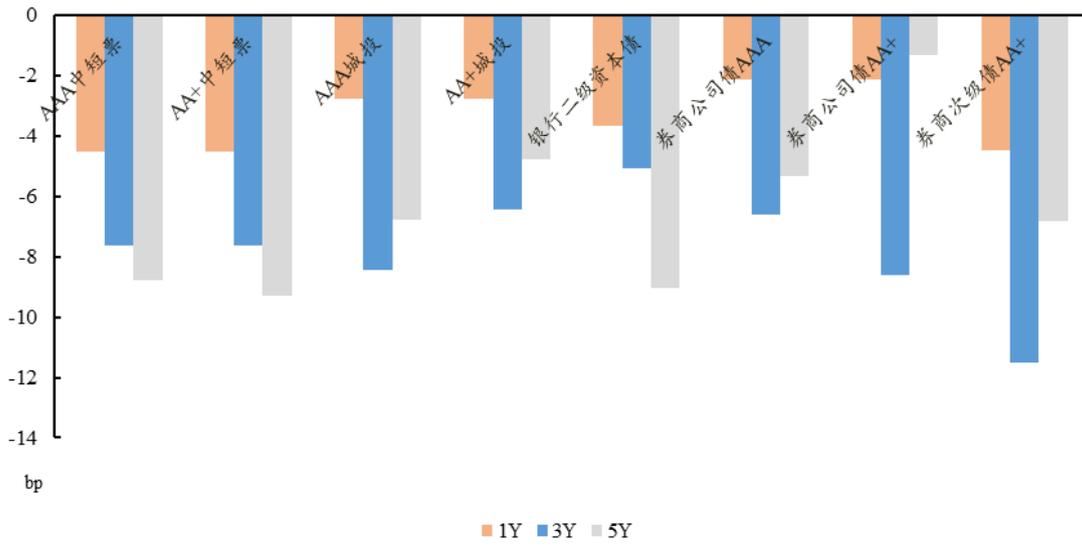


数据来源：wind，富荣基金

信用债方面，除 1 年期、7 年期部分等级债券收益率有所上行外，其余品种信用债收益率较前一期均有所下行，变化幅度在 5-9bp 之间。

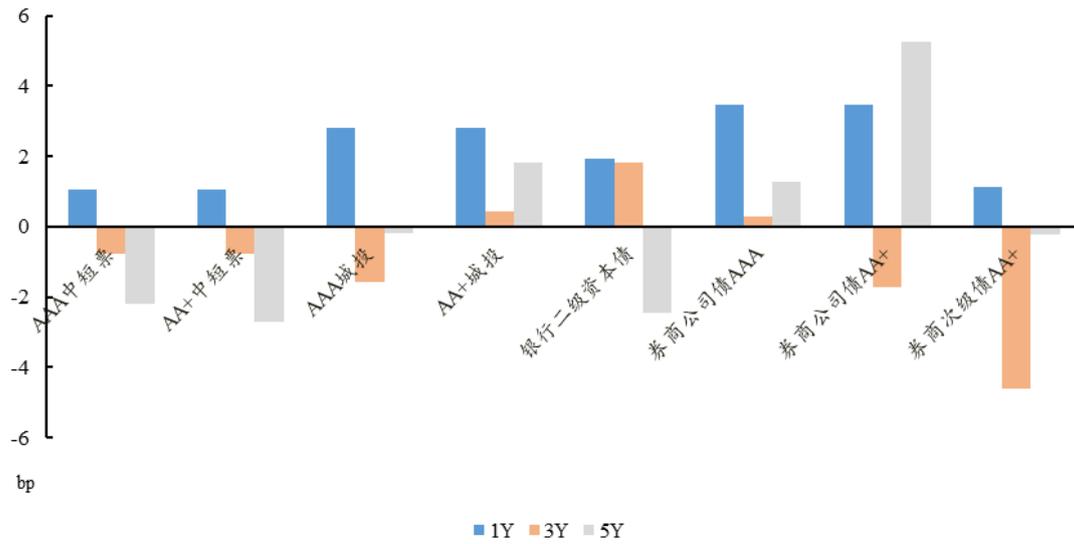
信用利差方面，各期限信用利差涨跌互现，幅度从 1-4bp 不等。其中，1 年和 3 年期限信用利差有所走扩，5 年期以上信用利差多数收窄。评级利差方面，不同等级间利差有涨有跌，幅度最大不超过 4bp。

**图四：信用债收益率变化**



数据来源: wind, 富荣基金

图五: 信用利差变化



数据来源: wind, 富荣基金

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。