



资金面先紧后松，债市有所企稳

观点：

国庆节前权益市场的显著上行与债券市场的回调，引发了市场风险偏好的提升。因此在上周初阶段投资者调整资产配置，非银金融产品面临赎回压力。随着股市的高开低走和较大幅震荡，以及债市的逐步企稳，上周后半段银行间流动性有所缓解。截至 10 月 11 日，DR001 较 9 月 30 日下行 12.8bp 至 1.39%，DR007 下行 1.5bp 至 1.54%，R001 下行 34.2bp 至 1.42%，R007 上行 1.4bp 至 1.85%。债市周初收益率大幅回调，股市降温、资金面转松后下半周债市走强。10 月 11 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 9 月 30 日变动 0.02%、0.24%、0.52%。10 月 11 日，1Y、5Y、10Y 和 30Y 国债较 9 月 30 日变动 +7.5bp、-2.2bp、-1.3bp、-5.5bp 至 1.44%、1.82%、2.14%、2.30%。

当前债市依然在围绕财政政策进行博弈，财政发力预期温和但仍有避险与止盈情绪。周六（10 月 12 日）财政部会议强调稳增长和化债，利率短期内可能面临波动，强化化债预期或较为利好城投债，信用风险的缓释有利于利差压缩。四季度潜在的地方债增量供给和基本面修复可能带来调整压力，债市短期内仍有政府债供给影响存在，但仍将回归基本面定价。整体看财政增量政策带来的利率上行压力或有限，短期内需关注 10 月下旬财政增量的具体体量是否超预期以及机构赎回是否企稳。

1、假期要闻

1.1 重要数据

(1) 央行披露，9月对金融机构开展常备借贷便利操作共28.55亿元，其中隔夜期13.55亿元，7天期4亿元，1个月期11亿元。期末常备借贷便利余额为28亿元。隔夜、7天、1个月常备借贷便利利率分别为2.35%、2.50%、2.85%，较上月均下降20个基点。9月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净归还抵押补充贷款700亿元。期末抵押补充贷款余额为25841亿元。

(2) 国家统计局数据显示，9月份CPI同比上涨0.4%。其中，城市上涨0.4%，农村上涨0.6%；食品价格上涨3.3%，非食品价格下降0.2%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.2%。1-9月平均CPI比上年同期上涨0.3%。9月份PPI同比下降2.8%，环比下降0.6%；1—9月平均PPI比上年同期下降2.0%。

(3) 经文化和旅游部数据中心测算，国庆节假日7天，全国国内出游7.65亿人次，按可比口径同比增长5.9%，较2019年同期增长10.2%；国内游客出游总花费7008.17亿元，按可比口径同比增长6.3%，较2019年同期增长7.9%。

(4) 中指研究院最新发布《百城价格指数报告》显示，9月份，百城新建住宅价格为16484元/平方米，创纪录新高，环比上涨0.14%，涨幅较上月扩大0.03个百分点，连续13个月上涨；同比上涨1.85%，涨幅较上月扩大0.09个百分点。从新建住宅价格涨跌城市数量看，17个城市房价环比上涨，63个城市房价环比下跌，20个城市房价环比持平；同比方面，55个城市房价同比上涨，45个城市房价同比下跌，0个城市房价同比持平。

(5) 美国劳工部公布数据显示，美国9月CPI同比上涨2.4%，较前值2.5%有所放缓，



为 2021 年 2 月以来最低水平，但超出预期值 2.3%。核心 CPI 同比上涨 3.3%，为 6 月以来新高，预期为持平于 3.2%。9 月 CPI 环比上涨 0.2%，核心 CPI 环比上涨 0.3%，均超出市场预期。美国 9 月 PPI 同比升 1.8%，预期升 1.6%，前值从升 1.7%修正为升 1.9%；环比持平，预期升 0.1%，前值升 0.2%。美国 9 月核心 PPI 同比升 2.8%，预期升 2.7%，前值从升 2.4%修正为升 2.6%；环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.3%。

1.2 时政新闻

(1) 证监会等七个部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》发布，系统全面部署 8 个方面 17 项政策措施。《意见》提出，要加强对各类交易行为的穿透式监管，研究对交易行为趋同账户实施有效监管；强化高频交易全过程监管，取消对高频交易的手续费减收。坚决抑制过度投机炒作，严防企业违规使用信贷资金从事大宗商品期货投机交易；从严查处操纵市场、内幕交易等违法违规行为，从严从快查办期货市场大要案件。丰富股指期货期权交易品种，稳妥有序推动商业银行参与国债期货交易试点，研究股指期货、国债期货纳入特定品种对外开放。

(2) 工商银行、农业银行、中国银行、建设银行等多家银行陆续发布公告，10 月 25 日起，将对存量个人房贷利率进行批量调整。除贷款在北京、上海、深圳等地区且为二套房贷款的情形外，其他符合条件的房贷利率都将调整为贷款市场报价利率 LPR-30bp。

(3) 财政部：拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，相关政策待履行相关法定程序后再向社会做详尽说明，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大措施，这是一场及时雨，将大大减轻地方政府压力，可以腾出更多资源支持经济发展，巩固基层“三保”。

(4) 财政部：财政部将积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施，支持收购存量房。加大保障型住房的供给。考虑到当前已建待售的住房相对较多。主要采取两项支持措施：一项是用好专项债券来收购存量商品房，用作各地的保障性住房。另一项是继续用好保障型安居工程补助资金。将积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施，允许专项债券用于土地储备，主要是考虑当前各地闲置未开发的土地相对较多，确有需要的地区可以用于新增土地储备项目。



(5) 财政部：抓紧出台深化财税体制改革实施方案，将坚持问题导向、目标导向，注重加快推进改革和推动财政科学管理和有机结合，积极回应社会和基层关切。初步形成深化财税体制改革实施方案，作为今后改革总路线图。抓紧推动改革举措落地实施，拟在今明两年集中推出一批条件成熟、可感可及的改革举措，特别是一些事关顶层设计的基础性制度，如健全预算制度完善财政转移支付体系等。

(6) 央行决定创设“证券、基金、保险公司互换便利（简称 SFISF）”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产为抵押，从央行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。接近央行人士介绍，互换便利期限不超过 1 年，到期后可申请展期；抵押品范围未来可视情况扩大。这些操作上灵活性均表明，工具未来将很有很大发挥空间。央行将通过特定的一级交易商开展操作，通过观察一级交易商名单，可能是中债信用增进公司。业内人士表示，SFISF 将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。

(7) 央行、财政部建立联合工作组，并于近日召开工作组首次正式会议。综合市场分析来看，联合工作组的建立可视为货币政策和财政政策协同机制的建立，两者的协同性将在未来明显提升，宏观政策一致性将带来政策效果的共振。

(8) 住建部金融监管总局联合召开全国保交房工作推进视频会议，强调当前正处于打好保交房攻坚战的关键阶段，要牢牢把握房地产工作的人民性、政治性，充分发挥协调机制的重要作用。要加大“白名单”项目把关、推送、问题项目修复以及贷款投放力度，切实满足房地产项目合理融资需求。要建立完善工作机制，健全全口径监测制度，及时将获批的“白名单”项目纳入台账和系统管理。金融机构要建立完善绿色通道，及时按项目进度发放贷款，满足项目合理融资需求。

(9) 国家发改委表示，针对当前经济运行中的新情况新问题，我国加力推出一揽子增



量政策，推动经济持续回升向好。要针对经济运行中的下行压力，强化宏观政策逆周期调节，各方面都要持续用力、更加给力。针对国内有效需求不足等问题，把扩内需增量政策重点更多放在惠民生、促消费上，积极发挥投资对经济增长的拉动作用。针对当前一些企业生产经营困难，加大助企帮扶力度，切实优化营商环境，帮助企业渡过难关。针对楼市持续偏弱，采取综合性政策措施，促进房地产市场止跌回稳。针对前期股市震荡下行等问题，出台有力有效系列举措，努力提振资本市场。明年继续发行超长期特别国债，并优化投向，加力支持“两重”建设。国家发改委还表示，抓紧研究适当扩大专项债用于资本金的领域、规模和比例，尽快出台合理扩大地方政府专项债支持范围的具体改革举措。利用专项债等支持盘活存量闲置土地，加快消化存量商品房，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，加快构建房地产发展的新模式。将督促有关地方到10月底，完成今年剩余的大概2900亿元地方政府专项债额度发行工作，同时加快已发行地方政府专项债券项目的实施和资金使用的进度，推动了形成更多实物工作量。

(10) 财政部发布第四季度国债发行有关安排，四季度拟续发行6只超长期特别国债。其中，10月拟发行4只，包括1只20年期品种、2只30年期品种和1只50年期品种；11月拟发行2只，包括1只20年期品种和1只30年期品种。



2、上周资金市场

10月8日-10月12日，央行公开市场净投放-13250亿元。其中，7天逆回购投放3701亿元，到期3941亿元，14天逆回购到期12959亿元。10月14日-10月18日，公开市场到期14611亿元。其中7天逆回购到期3469亿元，MLF到期7890亿元，国库定存到期1600亿。

银行类机构均衡偏松，非银机构由紧转松。节前权益市场的显著上行与债券市场的回调，引发了市场风险偏好的提升。因此在上周初阶段投资者调整资产配置，非金融产品面临赎回压力。节后随着股市的高开低走和较大幅震荡，以及债市的逐步企稳，上周后两日银行间流动性有所缓解。

截至10月11日，DR001较9月30日下行12.8bp至1.39%，DR007下行1.5bp至1.54%，R001下行34.2bp至1.42%，R007上行1.4bp至1.85%。3MSHIBOR利率上行0.1bp至1.841%。

R001均值1.66%较节前一周走低8bp，DR001下行14bp至1.52%，周四的成交量已突破7万亿大关。R007均值上行8bp至2.10%，而DR007下行15bp至1.69%，非银受赎回预期影响，7天交投火热。

表1、资金利率中枢跟踪（%）

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.821	1.990	1.727	1.846	2.038
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	0.161	-0.239	0.149	-0.178	-0.359

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
2024/10/11	1.42	1.85	1.39	1.54	1.841
2024/10/10	1.66	2.01	1.52	1.65	1.841
2024/10/9	1.85	2.46	1.65	1.82	1.841
2024/10/8	1.70	2.07	1.53	1.75	1.840

数据来源：Wind，富荣基金

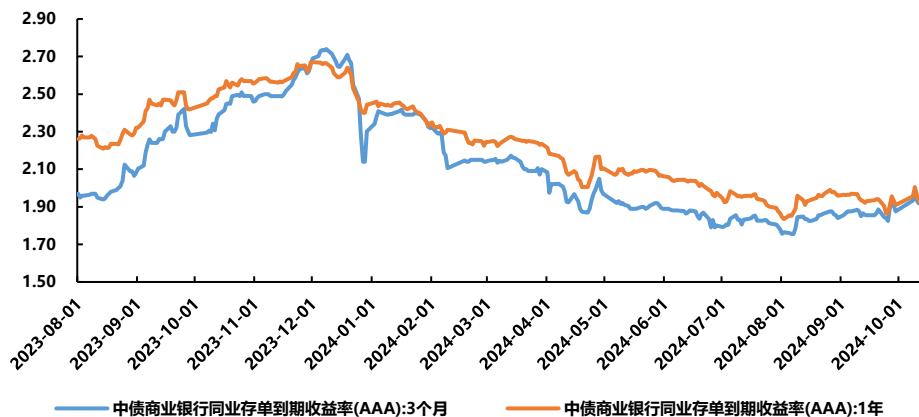
同业存单净融资转负，10月8日-10月12日同业存单发行896亿元，净融资-2334亿元。9月23-29日，同业存单发行8673亿元，净融资1229亿元。发行利率方面，1M、3M、6M、9M（股份行）、1Y（股份行）发行利率分别变动-10bp、5bp、2bp、-3bp、6.1bp至1.8%、1.9%、1.9%、1.9%、1.9%。二级市场方面，1M、3M、6M、9M、1Y存单收益率分别变动-17bp、-2.11bp、-1.57bp、-2bp、-2.5bp至1.84%、1.92%、1.94%、1.94%、1.93%。

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 868 元/吨环比下降 0.34%，国庆节后下游采购补库节奏放缓，市场交投氛围转淡，煤价转为下跌。PTA 开工率环比上涨 3.94pct 至 83.06%，高炉开工率环比上涨 2.6pct 至 80.81%。兰格钢价指数 144.20 较节前一周上涨 9.49%，高线、长材和角钢兰格指数分别上涨 8.68%、9.47%、6.92%，涨势走阔。南华玻璃指数 1599.43 环比下降 1.82%。长江有色铜价、LME 铜周度均价环比下降 1.86%、2.67%，节后市场进入财政政策等待期，落地前对有色金属需求的提振暂时有限，风险偏好降温。

出口方面，近期亚欧航线运输市场持续走弱，即期市场订舱价格继续下行；北美航线长假后运输恢复较慢，供求平衡情况不理想，市场运价继续下跌，CCFI 综合指数为 1476.98 下降 9.85%，SCFI 综合指数为 2062.57 点下降 3.40%。进口方面，海岬型船市场太平洋、远程航线货盘持续偏少，过剩运力累积，加之 FFA 远期合约价格下行，运价较大幅度下跌，CDFI 综合指数为 1178.48 点下降 6.54%，BDI 环比下降 14.27% 至 1809 点。

通胀方面，猪肉价格继续下跌，猪肉批发平均价格为 25.02 元/公斤下降 4.25%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 6.22 元/公斤环比下降 3.72%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.24 元/公斤环比下降 1.50%；农产品批发价格 200 指数为 132.78 点，环比下降 2.16%。

地产方面，整体成交有所回落，30 大中城市商品房成交面积 132.97 万平方米环比下降 24.08%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别下降 29.57%、19.08% 和 26.04% 至 36.68 万平方米、61.24 万平方米、35.05 万平方米。水泥价格指数 124.77 环比上涨 8.24%，节后下游逐步复工，水泥需求有所恢复，叠加煤炭等材料成本涨价，多地区水泥价格上调。

消费方面，布伦特、WTI 油价环比分别上涨 9.81%、10.82%，油价涨势偏强。9 月全月，乘用车日均零售 6.9 万辆，同比+2%，环比+8%。其中同比增速由负回正、零售动能相



对 8 月改善。

表3、高频数据汇总

		上周	节前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	25.02	26.13	-4.25%
	28种重点监测蔬菜(元/公斤)	6.22	6.46	-3.72%
	7种重点监测水果(元/公斤)	7.24	7.35	-1.50%
	鸡蛋(元/公斤)	10.16	10.65	-4.60%
	农产品批发价格200指数	132.78	135.71	-2.16%
进出口	菜篮子产品批发价格200指数	135.85	139.25	-2.44%
	CCFI	1476.98	1638.42	-9.85%
	SCFI	2062.57	2135.08	-3.40%
	BDI	1809.00	2110.00	-14.27%
工业生产	CDFI	1178.48	1260.96	-6.54%
	环渤海动力煤(Q5500K)(元/吨)	868.00	871.00	-0.34%
	PTA开工率	83.06%	79.12%	0.0394
	兰格钢价指数	144.20	131.70	9.49%
	兰格钢价指数:高线	165.30	152.10	8.68%
	兰格钢价指数:长材	157.20	143.60	9.47%
	兰格钢价指数:角钢	157.50	147.30	6.92%
	高炉开工率(247家)	80.81%	78.25%	0.026
	南华玻璃指数	1599.43	1629.15	-1.82%
	长江有色铜(元/吨)	77500.00	78970.00	-1.86%
投资	LME铜(美元/吨)	9596.50	9860.00	-2.67%
	水泥价格指数	124.77	115.27	8.24%
	30大中城市:商品房成交面积(万平方米)	132.97	175.15	-24.08%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	36.68	52.08	-29.57%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	61.24	75.68	-19.08%
消费	30大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	35.05	47.39	-26.04%
	布伦特原油(美元/桶)	79.04	71.98	9.81%
	WTI原油(美元/桶)	75.56	68.18	10.82%

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

上周债券市场受资金面变动、股市波动及赎回压力影响较大，周初收益率大幅回调。

股市降温、资金面转松后下半周债市走强。10月11日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较9月30日变动0.02%、0.24%、0.52%。10月11日，1Y、5Y、10Y和30Y国债较9月30日变动+7.5、-2.2、-1.3、-5.5bp至1.44%、1.82%、2.14%、2.30%。

表4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	7.50	7.96	-2.17	-1.26
国开	9.31	-2.66	-5.41	-2.60
口行	7.01	-3.28	-3.89	-0.04
农发	10.16	-6.06	-1.68	-0.48

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	17.57%	13.76%	7.76%	7.71%
国开	29.06%	9.38%	5.50%	6.75%
口行	30.51%	6.45%	5.58%	6.40%
农发	29.42%	6.75%	6.34%	6.84%

数据来源：Wind，富荣基金

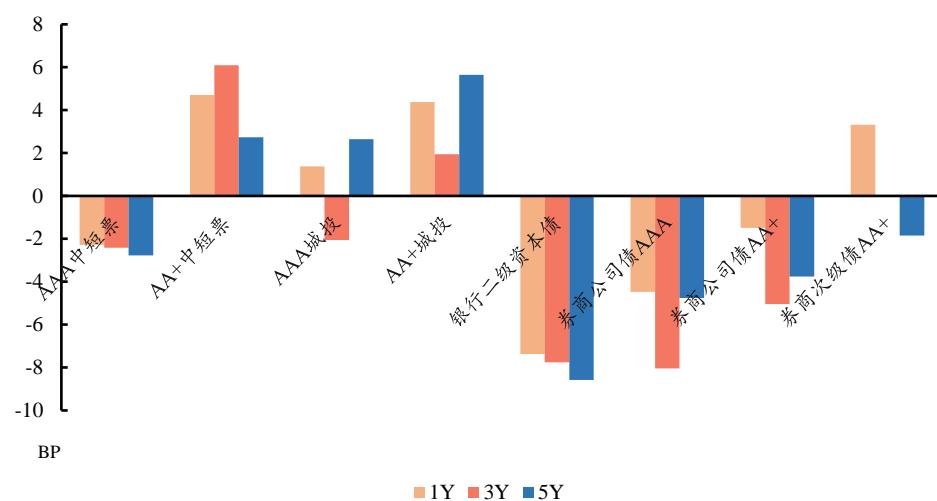
注：历史分位数为2018年至今

上周信用债总发行量处于相对低位区间，Wind口径信用债上周一级信用债供给量环比节前一周转为降低，共发行1207.51亿元，较节前一周2745.74亿元环比减少56.02%；同时发行数量由312只减少至140只；上周债券到期偿付量较节前一周减少73.31%，信用债转为净融入，净融资规模增加872.22亿元至329.85亿元。城投债方面，上周城投债发行

规模 383.18 亿元，较节前一周的 909.29 亿元环比减少 57.86%，城投债融资转为小幅净融入，净融资规模环比增加 387.20 亿元至 23.27 亿元。

二级市场方面，信用分化较为明显，1 年期收益率下行 7bp 上行 5bp，3 年期收益率下行 8bp-上行 6bp，5 年期下行 9bp-上行 7bp 左右。信用债利差整体呈现修复状态，高等级短久期信用债利差收窄较为明显，其中高等级二级资本债、券商公司债、中短票分别收窄 17bp、14bp、12bp。从历史分位数来看，目前 1 年期信用利差在历史 20-40% 分位数左右，3-5 年在 25-50% 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	-11.59	0.25	2.64
AA+ 中短票	-4.60	8.75	8.14
AAA 城投	-7.93	0.60	8.05
AA+ 城投	-4.93	4.60	11.05
银行二级资本债	-16.68	-5.10	-3.17
券商公司债 AAA	-13.79	-5.38	0.66
券商公司债 AA+	-10.80	-2.38	1.66



券商次级债 AA+	-5.99	2.66	3.57
-----------	-------	------	------

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	37.45%	48.96%	40.96%
AA+中短票	38.44%	48.12%	46.87%
AAA 城投	41.41%	43.33%	47.39%
AA+城投	40.80%	35.62%	43.93%
银行二级资本债	29.87%	27.54%	29.39%
券商公司债 AAA	27.65%	40.65%	30.56%
券商公司债 AA+	24.50%	32.62%	26.60%
券商次级债 AA+	34.63%	30.01%	34.74%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

国庆节前权益市场的显著上行与债券市场的回调，引发了市场风险偏好的提升。因此在上周初阶段投资者调整资产配置，非银金融产品面临赎回压力。随着股市的高开低走和较大幅震荡，以及债市的逐步企稳，上周后半段银行间流动性有所缓解。截至 10 月 11 日，DR001 较 9 月 30 日下行 12.8bp 至 1.39%，DR007 下行 1.5bp 至 1.54%，R001 下行 34.2bp 至 1.42%，R007 上行 1.4bp 至 1.85%。债市周初收益率大幅回调，股市降温、资金面转松后下半周债市走强。10 月 11 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 9 月 30 日变动 0.02%、0.24%、0.52%。10 月 11 日，1Y、5Y、10Y 和 30Y 国债较 9 月 30 日变动 +7.5bp、-2.2bp、-1.3bp、-5.5bp 至 1.44%、1.82%、2.14%、2.30%。

当前债市依然在围绕财政政策进行博弈，财政发力预期温和但仍有避险与止盈情绪。周六（10 月 12 日）财政部会议强调稳增长和化债，利率短期内可能面临波动，强化化债预期或较为利好城投债，信用风险的缓释有利于利差压缩。四季度潜在的地方债增量供给和基本面修复可能带来调整压力，债市短期内仍有政府债供给影响存在，但仍将回归基本面定价。整体看财政增量政策带来的利率上行压力或有限，短期内需关注 10 月下旬财政增量的具体体量是否超预期以及机构赎回是否企稳。



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。