

风险偏好回升，债券市场震荡加剧

观点：

国庆节前在政策提振之下，短期交易强预期，股债“跷跷板”效应明显，风险偏好回升叠加债市资金面受到冲击，债市震荡加剧。截至9月27日，DR001下行53.5bp至1.4%，DR007下行29.3bp至1.66%，R001下行58.4bp至1.43%，R007下行6.7bp至1.99%。债市波动较大，曲线熊陡。9月27日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较9月20日变动-0.09%、-0.53%、-1.24%。9月27日，1Y、5Y、10Y和30Y国债较前一周变动+4.7、10.3、12.8、19.8bp至1.44%、1.83%、2.17%、2.35%。9月30日，官方制造业PMI季节性回升至49.8%，但内需仍然偏弱，当天国债收益率全面下行，幅度在3-11bp不等，10Y、30Y国债收益率回落至2.15%、2.34%。

9月国内债市受到央行降息、国常会新闻发布及后续一揽子政策影响，国债收益率先下后上，9月底受利好政策提振影响，长债收益率上行幅度较大。后续增量政策的具体出台时间、实际力度及后续效果，或仍需要进一步的等待、观察和验证，尤其是财政政策的力度，增量政策或在10月底全国人大常委会会议。当前至10月底可能都是政策密集出台期，政策和预期扰动预计对债券市场造成冲击。本次债券市场大幅调整的压力或在节后一周体现，需关注节后机构赎回压力。

1、假期要闻

1.1 重要数据

(1) 中国9月官方制造业PMI为49.8%，预期49.1%，前值49.1%，制造业景气度回升。9月份，综合PMI产出指数为50.4%，前值50.1%，表明我国企业生产经营活动总体扩张有所加快。9月官方非制造业PMI为50.0%，前值50.3%。

(2) 国家外汇管理局：截至2024年9月末，我国外汇储备规模为33164亿美元，较8月末上升282亿美元，升幅为0.86%。9月末黄金储备报7280万盎司（约2264.33吨），与上个月持平，连续5个月保持不变。

(3) 美国9月季调后非农就业人口增25.4万人，预期增14万人，前值由14.2万人修正为15.9万人。9月失业率4.1%，为2024年6月以来新低，预期4.2%，前值4.2%。

1.2 时政新闻

(1) 国家发改委组织召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新部际联席会议全体会议指出，锚定目标任务，坚持问题导向，采取务实管用措施，提高“两新”政策针对性、有效性，确保“真金白银”优惠直达企业和消费者；严格资金和项目管理，确保资金发挥效益；加强产品质量和价格监管，营造良好市场环境；畅通废旧物资循环利用，加快推进标准提升行动。

(2) 国家外汇管理局党组传达学习中央政治局会议精神，强调要以强烈的责任感和紧迫感，勇于担当、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步加大外汇管理政策对实体经济支持力度，加强政策评估和跟踪问效，促进经济持续回升向好。

(3) 财政部拟 10 月 9 日发行三期国债，其中包括第二次续发行 1150 亿元 3 年期记账式付息国债，第一次续发行 1000 亿元 7 年期记账式付息国债，发行 600 亿元 182 天记账式贴现国债。

(4) 北京：将首套房贷最低首付款比例由不低于 20% 下调至不低于 15%，二套房贷由不低于 35%（购买五环内住房）、不低于 30%（购买五环外住房）统一下调至不低于 20%；引导商业银行稳妥有序将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近；更好发挥住房公积金贷款作用，京籍二孩以上家庭购房的，公积金可贷款额度上浮 40 万元。对非京籍家庭购买五环内住房的，社保或个税缴纳年限由“购房之日前连续缴纳满 5 年及以上”调减为“购房之日前连续缴纳满 3 年及以上”，购买五环外住房进一步调减为“购房之日前连续缴纳满 2 年及以上”，高层次和急需紧缺人才为“购房之日前连续缴纳满 1 年及以上”；通州区按全市统一政策执行；京籍成年单身人士与未成年子女共同生活的，按京籍居民家庭执行住房限购政策；将及时取消普通住房和非普通住房标准。

(5) 市场监管总局、国家数据局联合印发《关于开展向平台企业开放信用监管数据试点推动平台经济规范健康发展的通知》，选取 8 个试点城市开放信用监管数据，支持移动支付平台核验个体工商户相关信息，以便捷开通网上商户、支持信用卡支付，有利于拓宽个体工商户的获客渠道，对于习惯信用卡支付的境外来华人员将进一步提升其支付便利性。通知提出在江苏苏州、浙江杭州、山东济南、湖北武汉、湖南长沙、广东深圳、四川成都和陕西西安等 8 个城市开展向移动支付平台企业开放信用监管数据试点工作。

(6) 上交所发布通知，决定对接受指定交易申报指令时间进行调整。接受指定交易申报指令时间由每个交易日的 9:15 至 9:25、9:30 至 11:30、13:00 至 15:00 调整为每个交易日的 9:15 至 11:30、13:00 至 15:00。本通知自 2024 年 10 月 8 日起施行。

2、节前资金市场

9月23日-9月29日，央行公开市场净投放-413亿元。其中，7天逆回购投放1601亿元，到期18024亿元，14天逆回购投放13010亿元；MLF投放3000亿元。9月30日-10月12日，公开市场到期14611亿元。9月30日，7天逆回购到期1601亿元；10月8日-10月12日，14天逆回购到期13010亿元。

资金利率下行。截至9月27日，DR001下行53.5bp至1.4%，DR007下行29.3bp至1.66%，R001下行58.4bp至1.43%，R007下行6.7bp至1.99%。3MSHIBOR利率较前一周下行1.70bp至1.847%。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前一周变动0.9bp、1bp至0.96%、1.08%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.780	1.920	1.699	1.802	1.847
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	0.120	-0.310	0.121	-0.222	-0.550

数据来源：Wind，富荣基金

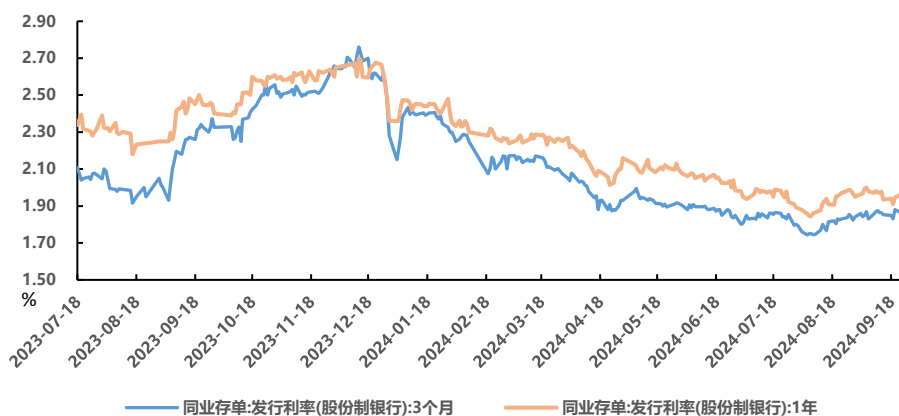
表 2、日度资金利率 (%)

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2024/9/27	1.43	1.99	1.40	1.66	1.835
2024/9/26	1.73	2.07	1.61	1.85	1.836
2024/9/25	1.73	1.97	1.63	1.87	1.845
2024/9/24	1.83	2.03	1.77	1.92	1.850
2024/9/23	1.98	2.02	1.92	1.89	1.854

数据来源：Wind，富荣基金

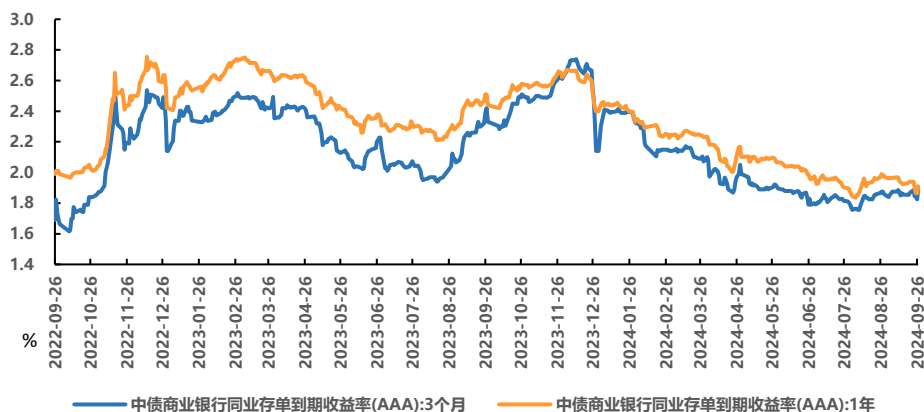
节前一周主要银行同业存单发行总额为 8991 亿元，净融资额为 2914 亿元，发行规模增加，净融资额增加。发行利率方面，1M、3M、6M、9M（股份行）、1Y（股份行）发行利率分别变动-4.7bp、-7.3bp、4bp、-9bp、-8bp 至 1.9%、1.8%、2.1%、1.9%、1.9%。二级市场方面，1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动 9.94bp、2.91bp、-2.5bp、-3bp、-3bp 至 1.99%、1.89%、1.91%、1.91%、1.91%。

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、节前高频数据

生产方面，环渤海动力煤 871 元/吨环比上涨 0.35%，煤价延续上涨。PTA 开工率环比下降 0.95pct 至 79.12%，高炉开工率环比持平于 78.25%。兰格钢价指数 131.70 较前一周上涨 2.89%，高线、长材和角钢兰格指数分别上涨 2.63%、3.25%、1.66%。南华玻璃指数 1629.15 环比上涨 16.18%，宏观政策利好提振成交表现。长江有色铜价、LME 铜周度均价环比上涨 3.80%、4.95%，宏观政策提振预期，铜价涨幅扩大。

出口方面，出口集运需求仍然增长乏力，CCFI 综合指数为 1638.42 下降 5.96%，SCFI 综合指数为 2135.08 点下降 9.77%。进口方面，前期台风对运力周转影响持续，可用运力偏紧，三大船型涨多跌少，远东干散货租金指数继续上涨，CDFI 综合指数为 1260.96 点，BDI 环比上涨 6.73%至 2110 点。

通胀方面，猪肉价格连续下跌，猪肉批发平均价格为 26.13 元/公斤下降 1.99%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 6.46 元/公斤环比上涨 2.22%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.35 元/公斤环比上涨 0.55%；农产品批发价格 200 指数为 135.71 点，环比上涨 1.34%。

地产方面，地产成交季末冲刺效应显现，30 大中城市商品房成交面积 146.55 万平方米环周上涨 79.63%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨 89.87%、72.11%和 85%至 39.35 万平方米、71.97 万平方米、35.22 万平方米。水泥价格指数 115.27 环比下降 0.26%，宏观政策组合密集落地、提振需求预期，水泥价格虽稍有波动但仍维持稳定。

消费方面，9 月份欧元区、美国制造业 PMI 均不及预期，引发市场对原油需求的担忧，布伦特、WTI 油价环比分别下降 3.37%、3.97%。9 月 16 日-22 日期间，乘用车日均零售 5.93 万辆，同比-3%，环比+6%。

表 3、高频数据汇总

		节前一周	节前两周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	26.13	26.66	-1.99%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	6.46	6.32	2.22%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.35	7.31	0.55%
	鸡蛋(元/公斤)	10.65	10.90	-2.29%
	农产品批发价格 200 指数	135.71	133.92	1.34%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	139.25	137.19	1.50%
进出口	CCFI	1638.42	1742.19	-5.96%
	SCFI	2135.08	2366.24	-9.77%
	BDI	2110.00	1977.00	6.73%
	CDFI	1260.96	1259.10	0.15%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	871.00	868.00	0.35%
	PTA 开工率	79.12%	80.07%	-0.0095
	兰格钢价指数	131.70	128.00	2.89%
	兰格钢价指数:高线	152.10	148.20	2.63%
	兰格钢价指数:长材	143.60	139.10	3.24%
	兰格钢价指数:角钢	147.30	144.90	1.66%
	高炉开工率(247 家)	78.25%	78.25%	0.000
	南华玻璃指数	1629.15	1402.21	16.18%
	长江有色铜(元/吨)	78970.00	76080.00	3.80%
	LME 铜(美元/吨)	9860.00	9395.00	4.95%
投资	水泥价格指数	115.27	115.57	-0.26%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	146.55	81.59	79.63%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	39.35	20.73	89.87%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	71.97	41.82	72.11%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	35.22	19.04	85.00%
消费	布伦特原油(美元/桶)	71.98	74.49	-3.37%
	WTI 原油(美元/桶)	68.18	71	-3.97%

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、节前债券市场

节前受政策利好、风险偏好提振的影响，债市波动较大，曲线熊陡。9月27日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较9月20日变动-0.09%、-0.53%、-1.24%。9月27日，1Y、5Y、10Y和30Y国债较前一周变动+4.7、10.3、12.8、19.8bp至1.44%、1.83%、2.17%、2.35%。9月29日仍继续大幅回调，9月30日国债收益率全面下行，幅度在3-11bp不等，10Y、30Y国债收益率回落至2.15%、2.34%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	4.69	6.86	10.31	12.83
国开	-1.03	2.20	7.47	14.36
口行	-4.19	2.00	4.84	10.97
农发	-3.00	2.55	5.30	11.69

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	17.30%	9.19%	8.69%	10.17%
国开	24.21%	6.72%	7.11%	9.21%
口行	25.26%	4.99%	5.24%	6.90%
农发	24.56%	4.67%	5.32%	7.58%

数据来源：Wind，富荣基金

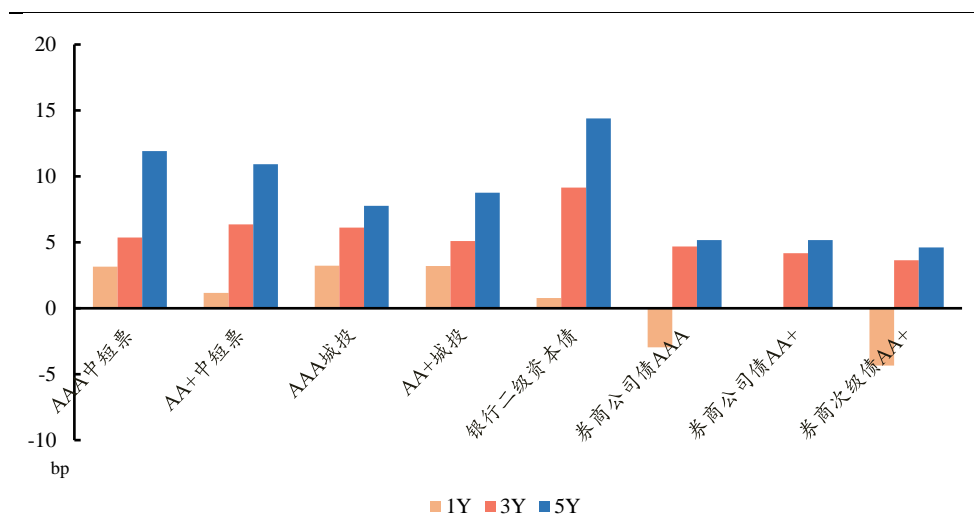
注：历史分位数为 2018 年至今

节前信用债方面，发行 326 支非金融信用债，金额合计 2806 亿元，净增量为-480 亿元，发行量环比抬升 27%，净偿还量环比收缩 16%。取消发行方面，合计取消发行 22 支债券，计划发行金额约 125 亿元。行业上，城投发行量在 1270 亿元，净增量为-423 亿元，

地产债的发行和净增量分别为 19 亿元和-35 亿元。

二级市场方面，信用债跟随利率债调整，1 年期收益率上行 1-5bp，3 年期收益率上行 5-9bp，5 年期上行 11-15bp 左右。整体表现弱于基准利率，导致信用利差全面走扩，其中中高等级走扩 2-4bp，低等级走扩 6-7bp。从历史分位数来看，目前 1 年期信用利差在历史 20-30%分位数左右，3-5 年在 15-20%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	4.19	3.16	4.45
AA+中短票	2.20	4.16	3.45
AAA 城投	4.25	3.91	0.29
AA+城投	4.24	2.90	1.29
银行二级资本债	1.80	6.94	6.92
券商公司债 AAA	-1.93	2.48	-2.30
券商公司债 AA+	1.06	1.98	-2.30
券商次级债 AA+	-3.31	1.43	-2.85

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	35.98%	32.90%	23.78%
AA+中短票	25.40%	26.92%	24.32%
AAA 城投	38.81%	32.04%	21.74%
AA+城投	30.67%	22.05%	19.65%
银行二级资本债	29.16%	24.52%	21.07%
券商公司债 AAA	30.42%	32.21%	15.72%
券商公司债 AA+	24.53%	23.19%	13.35%
券商次级债 AA+	21.56%	18.51%	15.95%

数据来源：Wind，富荣基金

5、节前市场回顾和展望

国庆节前在政策提振之下，短期交易强预期，股债“跷跷板”效应明显，风险偏好回升叠加债市资金面受到冲击，债市震荡加剧。截至9月27日，DR001下行53.5bp至1.4%，DR007下行29.3bp至1.66%，R001下行58.4bp至1.43%，R007下行6.7bp至1.99%。债市波动较大，曲线熊陡。9月27日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较9月20日变动-0.09%、-0.53%、-1.24%。9月27日，1Y、5Y、10Y和30Y国债较前一周变动+4.7、10.3、12.8、19.8bp至1.44%、1.83%、2.17%、2.35%。9月30日，官方制造业PMI季节性回升至49.8%，但内需仍然偏弱，当天国债收益率全面下行，幅度在3-11bp不等，10Y、30Y国债收益率回落至2.15%、2.34%。

9月国内债市受到央行降息、国常会新闻发布及后续一揽子政策影响，国债收益率先下后上，9月底受利好政策提振影响，长债收益率上行幅度较大。后续增量政策的具体出台时间、实际力度及后续效果，或仍需要进一步的等待、观察和验证，尤其是财政政策的力度，增量政策或在10月底全国人大常委会会议。当前至10月底可能都是政策密集出台期，政策和预期扰动预计对债券市场造成冲击。本次债券市场大幅调整的压力或在节后一周体现，需关注节后机构赎回压力。

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。