

债市震荡下行，关注增量财政政策

观点：

上周债市震荡下行，10年期国债收益率处于2.1%的分歧点。截至10月18日，R001、DR001、R007、DR007分别较10月12日上行17.8BP、8.1BP、28.6BP、15.2BP至1.53%、1.40%、1.81%、1.61%，R007-DR007利差上行13.5BP至20.6BP。截至10月18日，1Y、5Y、10Y和30Y国债收益率分别较10月12日变动+1.5BP、-2.4BP、-2.3BP、+0.5BP至1.43%、1.79%、2.12%、2.31%，曲线下移。

上周市场主要呈现股债跷跷板格局，前半周债市总体震荡，后半周国新办房地产发布会落地后债市上涨，周五股市再显著拉升，债市大幅下跌。市场此前对财政政策预期较高，财政发布会过后市场看法不一，市场仍需保持对增量财政政策的警惕。短期在财政端政策细节公布之前，市场波动或仍较大，在稳增长政策预期发酵和股债跷跷板效应影响下，债市长端或承压，而短端受到宽货币政策的支撑，表现或相对较好，曲线或仍将维持陡峭化。后续仍需关注全国人大常委会和政治局会议关于财政政策的具体措施安排。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 据海关统计，今年前三季度我国货物贸易进出口 32.33 万亿元，同比增长 5.3%；其中出口 18.62 万亿元，增长 6.2%；进口 13.71 万亿元，增长 4.1%。前三季度，我国货物贸易进出口额历史同期首次突破 32 万亿元，各季度分别进出口 10.15 万亿元、11 万亿元、11.17 万亿元，都超过 10 万亿，这在历史同期也是首次。9 月出口（以美元计价）同比增长 2.4%，前值增 8.7%；进口增长 0.3%，前值增 0.5%；贸易顺差 817.1 亿美元，前值 910.2 亿美元。

(2) 中国前三季度社会融资规模增量累计为 25.66 万亿元，比上年同期少 3.68 万亿元。9 月末广义货币（M2）余额 309.48 万亿元，同比增长 6.8%；狭义货币（M1）余额 62.82 万亿元，下降 7.4%；流通中货币（M0）余额 12.18 万亿元，增长 11.5%。中国前三季度净投放现金 8386 亿元。前三季度人民币贷款增加 16.02 万亿元，9 月末本外币贷款余额 257.71 万亿元，同比增长 7.6%；前三季度人民币存款增加 16.62 万亿元，9 月末本外币存款余额 306.83 万亿元，同比增长 7.1%。

(2) 国家统计局：9 月 70 个大中城市商品住宅销售价格环比降幅总体趋稳、同比降幅扩大；9 月，一线城市新建商品住宅销售价格环比降 0.5%，降幅扩大 0.2 个百分点，二手住宅销售价格环比降 1.2%，降幅扩大 0.3 个百分点。9 月规模以上工业增加值同比增长 5.4%，比 8 月加快 0.9 个百分点；环比增长 0.59%。9 月社会消费品零售总额同比增长 3.2%，预期增 2.3%，前值增 2.1%。前三季度，中国社会消费品零售总额 353564 亿元，同比增长 3.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额 318203 亿元，增长 3.8%。第三季度

GDP 同比增长 4.6%，预期增长 4.6%，第二季度增速为 4.7%。

(4) 美国 9 月零售销售环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.1%；核心零售销售环比升 0.5%，预期升 0.1%，前值从升 0.1%修正为升 0.2%。

1.2 时政新闻

(1) 工信部表示，将会同相关部门，四季度再推出一批促消费、扩内需的一些具体举措。其中：抓紧下达超长期特别国债支持项目批复和资金，加快已签约的1500亿元技术改造再贷款发放到位；向银行推荐一批新的专项再贷款项目，并提前谋划2025年制造业新型技术改造城市试点；支持空域资源较好、应用场景丰富的优势地区先行先试，因地制宜地打造低空多场景的应用示范体系；出台推动未来产业创新发展的实施意见，大力发展人形机器人、脑机接口、6G等新领域新赛道。目前，工业领域在建和年内开工项目大约有36000个，预计未来3年将拉动投资超过11万亿元。

(2) 天津市取消住房限制性措施，一是取消本市新建商品住房和二手住房购买、转让等方面限制性措施。不再对新建商品住房销售价格上限实施指导。二是取消本市普通住房和非普通住房标准。天津市同时调整差别化的最低首付款比例政策，对于在本市贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%。优化个人住房贷款利率定价，发挥市场利率定价自律机制作用，引导商业银行稳妥有序做好存量房贷利率批量调整工作。改革完善房地产开发管理制度，结合各区商品住房去化周期等情况，科学控制增量，合理把握商品住房供应节奏，促进房地产市场供需平衡。

(3) 国务院总理李强出席中俄蒙三国总理会晤。李强指出，中方愿同俄蒙两方以三国元首共识为根本遵循，着力落实三方合作中期路线图，加强发展战略对接，深化政策沟通协调，推动三方合作更加深入、更可持续、更有成效，打造邻国友好交往、互利共赢的典范。中方愿同俄蒙两方聚焦中蒙俄经济走廊下重点合作，深化在上海合作组织等平台多边协作，分享发展机遇，共享发展成果，维护共同利益，携手续写中俄蒙三方合作新篇章。

(4) 住建部部长倪虹在国新办新闻发布会上表示，将通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。据有关调查，仅在全国 35 个大城市，需要改造的城中村就有 170 万套，全国其他城市也有改造的需求；全国城市需要改造的危旧房有 50 万套。新增实施 100 万套，主要是对条件比较成熟、通过加大政策支持力度可以提前干的项目。这次主要采取货币化安置的方式，更有利于群众根据自己的意愿和需要来选择合适的房子，减少或者不用在外过渡，能够直接搬入新居。同时，也有利于消化存量商品房。

(5) 央行副行长陶玲表示，预计大部分存量房贷将在 10 月 25 日完成批量调整，意味着大家在 10 月 26 日就可以通过贷款银行的指定渠道查看调整结果。部分中小银行完成调整的时间可能会略晚，总体预计会在 10 月 31 日前全部完成。关于优化保障性住房再贷款政策，9 月 29 日，人民银行已正式发布通知，商业银行将于 10 月起申请再贷款，最近已经有商业银行做了申报。

(6) 国新办举行新闻发布会，住建部部长倪虹和财政部、自然资源部、央行、金融监管总局负责人介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况，就加大“白名单”项目贷款投放力度、新增实施 100 万套城中村和城市危旧房改造、专项债支持土地储备、特大城市放松限购的“虹吸效应”等问题答记者问。

(7) 国务院副总理丁薛祥在河南和江苏调研经济运行、科技创新和产业发展。他强调，要加力提效实施存量政策和一揽子增量政策，推动经济持续回升向好，努力完成全年经济社会发展目标任务。在河南郑州，丁薛祥来到保交房项目现场，调研项目建设，要求加大财税政策支持，促进房地产市场止跌回稳；在江苏苏州和江阴，丁薛祥强调，加大逆周期调节力度，积极用好用足地方政府专项债券，充分发挥政府投资带动作用。持续优化民营经济发展环境，着力为民间投资拓展更大空间。

(8) 10 月 18 日起多个国家大行将再度下调人民币存款挂牌利率，此次下调存款利率

涉及活期和定期等多种类。这是继 7 月后，时隔不到 3 个月央行再度下调存款利率，也将是自 2022 年 9 月以来央行第六次主动下调存款利率。东部省份一大行员工透露，该行此次将下调活期存款挂牌利率 5BP 至 0.1%，定期存款挂牌利率下调 25BP。另有其他大行人士补充，其所在银行的三个月期、一年期、三年期等主要期限定期存款挂牌利率均下调 25BP，7 天期通知存款利率下降 25BP。

(9) 央行与证监会印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，向参与互换便利操作各方明确业务流程等内容。委托特定的公开市场业务一级交易商（中债信用增进公司），与符合行业监管部门条件证券、基金、保险公司开展互换交易。互换期限 1 年，可视情展期。互换费率由参与机构招投标确定。可用质押品包括债券、股票 ETF、沪深 300 成分股和公募 REITs 等，折扣率根据质押品风险特征分档设置。通过这项工具获取资金只能投向资本市场，用于股票、股票 ETF 投资和做市。目前获准参与互换便利操作证券、基金公司 20 家，首批申请额度超两千亿元。即日起央行将根据参与机构需求正式启动操作，支持资本市场稳定发展。

(10) 【金融街论坛年会】潘功胜表示，进一步健全货币政策框架，目标体系方面要把物价合理回升作为重要考量。执行机制方面，会持续丰富货币政策工具箱，发挥好结构性货币政策工具作用，在公开市场操作中逐步增加国债买卖。人民银行已与财政部建立了联合工作组，不断优化相关制度安排。

(11) 【金融街论坛年会】李云泽介绍，在以间接融资为主的国情下，如何更好发挥银行主力军作用，关键是要做到“善贷”“愿贷”“敢贷”。“善贷”，就是要加强信贷能力建设，善于发现并满足市场需求。“愿贷”，就是要健全激励约束机制，促进形成放贷内生动力。“敢贷”，就是要落实尽职免责要求，切实解除后顾之忧。金融与风险相伴相生，有风险并不等于失责，关键要看是否履职尽责。要加快制定实施操作性强的尽职免

责细则，精准定责、合理免责，鼓励担当作为。

(12) 习近平总书记在安徽合肥滨湖科学城，察看近年来安徽省重大科技创新成果集中展示，同现场科研人员和企业负责人亲切交流。习近平说，推进中国式现代化，科技要打头阵。科技创新是必由之路。党中央非常重视和爱惜科技人才。“人生能有几回搏”，大家要放开手脚，继续努力，为实现科技自立自强贡献聪明才智。安徽要全面贯彻新发展理念，发挥多重国家发展战略叠加优势，在打造具有重要影响力的科技创新策源地、新兴产业聚集地、改革开放新高地、经济社会发展全面绿色转型区上持续发力，在深度融入新发展格局、推动高质量发展、全面建设美好安徽上取得新的更大进展，奋力谱写中国式现代化安徽篇章。

(13) 中办、国办：要健全拖欠企业账款清偿的法律法规体系和司法机制；要加强政府投资项目和项目资金监管；督促国有企业规范和优化支付管理制度。要优化拖欠中小企业账款投诉管理运行机制，建立全国统一的违约拖欠中小企业款项登记（投诉）平台；健全投诉督办约束机制；要强化组织保障和监督，强化部门协同，加强对重点领域、重点行业拖欠成因及防范化解举措的研究，合力解决拖欠企业账款问题；健全失信惩戒机制。

(14) 国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究部署深入推进全国统一大市场建设的有关举措。会议指出，推进全国统一大市场建设是一项系统性改革，实质上是为企业营造更加公平有序的发展环境。要坚持标本兼治、综合施策，推动市场基础制度规则统一、市场监管公平统一、市场设施高标准联通，以更有力举措推动改革走深走实。要把推进全国统一大市场建设与实施一揽子增量政策结合起来，坚持从企业的实际关切出发，推动一批可感可及的改革事项，在深化改革中解决一个个具体问题。会议讨论并原则通过《中华人民共和国渔业法（修订草案）》，决定将草案提请全国人大常委会审议。

(15) 证监会党委书记、主席吴清在北京召开进一步全面深化资本市场改革专题座谈

会，与专家学者、财经媒体负责人代表深入交流，充分听取意见建议。座谈中，大家一致认为，一揽子有针对性的增量政策接续发力，释放了加力推动经济持续回升向好的积极信号，有效提振了资本市场投资者信心和活跃度，股市活力的提升也将促进“金融活、经济活”正反馈效应的释放。吴清强调，当今世界正经历百年未有之大变局，我国正处在迈向中国式现代化的关键时期，资本市场也正处于向高质量发展转变的关键阶段。希望专家学者、财经媒体客观理性讲好中国经济和中国资本市场故事，传递信心和正能量。

2、上周资金市场

10月14日-10月18日，公开市场净投放-3247亿元。其中，7天逆回购投放9712亿元，到期3469亿元，MLF回笼7890亿元，国库现金定存到期1600亿元。

资金面整体宽松，但资金分层现象没有明显缓解。截至10月18日，R001、DR001、R007、DR007分别较10月12日上行17.8BP、8.1BP、28.6BP、15.2BP至1.53%、1.40%、1.81%、1.61%，R007-DR007利差上行13.5BP至20.6BP。3MSHIBOR利率较10月11日上行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上周变动1BP、1.1BP至0.9%、1.02%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.711	1.926	1.611	1.742	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	0.051	-0.303	0.032	-0.282	-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
2024/10/18	1.53	1.81	1.40	1.61	1.858
2024/10/17	1.56	1.85	1.43	1.61	1.855
2024/10/16	1.61	1.87	1.47	1.64	1.846
2024/10/15	1.55	1.83	1.42	1.57	1.842
2024/10/14	1.55	1.88	1.41	1.61	1.841

数据来源：Wind，富荣基金

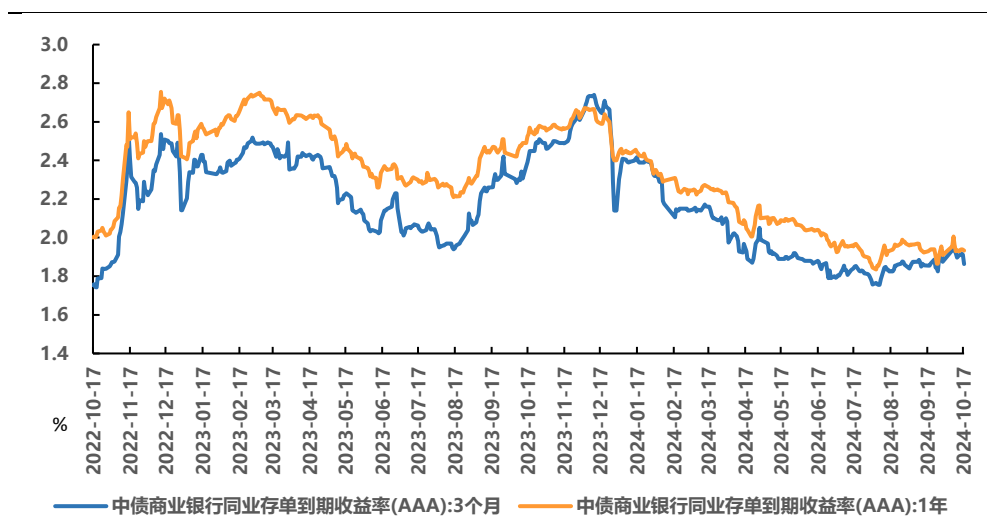
上周主要银行同业存单发行总额为 6103 亿元，净融资额为 1116 亿元，发行规模增加，净融资额增加。发行利率方面，各期限的发行利率上行，1 月期、3 月期、6 月期、9 月期、1 年期发行利率分别变动+1.31BP、+3.66BP、+2.27BP、+4.00BP、+2.75BP 至 1.8869%、1.903%、2.024%、1.940%、1.961%。二级市场方面，1 月期、3 月期、6 月期、9 月期、1 年期发行利率分别变动-0.13BP、-3.23BP、-0.33BP、-0.43BP、-0.25BP 至 1.744%、1.864%、1.930%、1.930%、1.933%。

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 856 元/吨环比下降 1.38%，煤价弱势加剧。PTA 开工率环比下降 1.41pct 至 81.65%，高炉开工率环比上涨 0.9pct 至 81.70%。兰格钢价指数 158.90 较前一周下降 3.19%，高线、长材和角钢兰格指数分别下降 3.87%、3.75%、3.56%。南华玻璃指数 1661.57 环比上涨 3.89%，玻璃价格小幅上涨，整体成交好转。长江有色铜价、LME 铜周度均价环比下降 1.32%、1.29%，海外市场风险偏好降低，国际铜价回调。

出口方面，集运需求继续走弱，CCFI 综合指数为 1405.22 下降 4.86%，SCFI 综合指数为 2062.15 点下降 0.02%。进口方面，国际干散货运输市场三大船型运输需求偏弱，市场船多货少，运价全线回调，CDFI 综合指数为 1100.10 点下降 6.65%，**BDI** 环比下降 12.88% 至 1576.00 点。

通胀方面，猪肉批发平均价格为 25.08 元/公斤上涨 0.24%；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 5.79 元/公斤环比下降 6.91%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.46 元/公斤环比上涨 3.04%；农产品批发价格 200 指数为 129.55 点，环比下降 2.43%。

地产方面，房地产“止跌回稳”定调，新房成交动能边际企稳，30 大中城市商品房成交面积 196.29 万平方米环周上涨 39.29%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨 48.45%、20.21%和 63.09%至 57.83 万平方米、78.04 万平方米、60.43 万平方米。水泥价格指数 128.47 环比上涨 2.97%，水泥价格继续攀升、涨势偏强。

消费方面，原油价格明显回调，布伦特、WTI 油价环比分别下降 7.57%、8.39%。“以旧换新”政策补贴鼓励下，国庆假期及节后购车消费整体偏强，10 月 8 日-13 日期间，乘用车日均零售 7.92 万辆，同比+48%，环比+31%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	25.08	25.02	0.24%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.79	6.22	-6.91%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.46	7.24	3.04%
	鸡蛋(元/公斤)	10.44	10.16	2.76%
	农产品批发价格 200 指数	129.55	132.78	-2.43%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	132.07	135.85	-2.78%
进出口	CCFI	1405.22	1476.98	-4.86%
	SCFI	2062.15	2062.57	-0.02%
	BDI	1576.00	1809.00	-12.88%
	CDFI	1100.10	1178.48	-6.65%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	856.00	868.00	-1.38%
	PTA 开工率	81.65%	83.06%	-0.0141
	兰格钢价指数	139.60	144.20	-3.19%
	兰格钢价指数:高线	158.90	165.30	-3.87%
	兰格钢价指数:长材	151.30	157.20	-3.75%
	兰格钢价指数:角钢	151.90	157.50	-3.56%
	高炉开工率(247 家)	81.70%	80.81%	0.009
	南华玻璃指数	1661.57	1599.43	3.89%
	长江有色铜(元/吨)	76480.00	77500.00	-1.32%
	LME 铜(美元/吨)	9472.50	9596.50	-1.29%
投资	水泥价格指数	128.47	124.77	2.97%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	196.29	140.92	39.29%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	57.83	38.96	48.45%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	78.04	64.92	20.21%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	60.43	37.05	63.09%
消费	布伦特原油(美元/桶)	73.06	79.04	-7.57%
	WTI 原油(美元/桶)	69.22	75.56	-8.39%

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

股债跷动效应显著，债市震荡下行，曲线牛陡。国债收益率方面，各期限收益率普遍下行，1Y 收益率上行 1BP，3Y 收益率下 3BP，5Y 和 10Y 收益率下行 2BP，7Y 收益率下行 4BP，15Y 收益率变化不足 1BP，30Y 收益率上行 1BP。

表 4、利率品种收益率周变化 (BP)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1.00	-2.99	-2.89	-1.83
国开	-2.97	-2.38	-0.67	-1.99
口行	-1.92	-2.69	-3.30	-2.36
农发	-2.50	-2.77	-4.14	-2.04

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	17.03%	12.01%	5.85%	6.32%
国开	27.51%	8.01%	5.14%	5.56%
口行	29.52%	4.89%	3.77%	5.10%
农发	28.11%	5.13%	4.08%	5.70%

数据来源：Wind，富荣基金

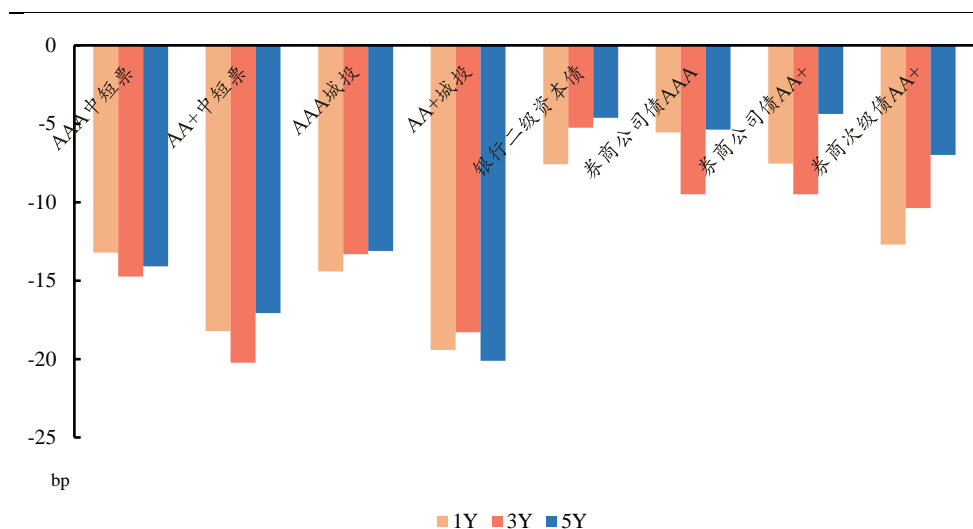
注：历史分位数为 2018 年至今

10月14日-10月18日，信用债发行规模环比增加 2357 亿元，较去年同期减少 580 亿元。信用债净融资额环比增加 356 亿元，分类型来看，城投债、金融债净融资额环比分别增加 128 亿元和 459 亿元，产业债净融资额环比减少 232 亿元。

二级市场方面，信用债收益率总体下行，各券种 3Y 以内收窄幅度多数在 5~15BP 之间，但城投债 AA(2)、城投债 AA-收益率下行幅度超 30BP，显著大于其余券种；各券种 5Y 收益

率收窄幅度也多数在 5~15BP 之间，城投债的收窄幅度在 20BP 左右。信用利差方面，各券种信用利差普遍修复，短端利差修复快于长端，低评级利差修复多于高评级。短端除城投以外，信用利差收窄幅度大多在 7BP 以内，较低评级城投债收窄幅度则超过了 30BP。2Y 及以上的信用利差整体收窄近半数收窄幅度超过了 10BP，城投债的信用利差收窄幅度明显高于其他券种。

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	-10.25	-12.36	-13.41
AA+中短票	-15.25	-17.86	-16.41
AAA 城投	-11.44	-10.93	-12.44
AA+城投	-16.44	-15.92	-19.44
银行二级资本债	-4.60	-2.87	-3.95
券商公司债 AAA	-2.58	-7.11	-4.71
券商公司债 AA+	-4.57	-7.11	-3.71
券商次级债 AA+	-9.74	-7.99	-6.31

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	22.78%	29.46%	23.70%
AA+中短票	16.40%	27.85%	29.12%
AAA 城投	25.91%	27.96%	30.06%
AA+城投	19.78%	20.22%	23.77%
银行二级资本债	23.14%	24.21%	25.08%
券商公司债 AAA	24.12%	29.88%	24.67%
券商公司债 AA+	18.69%	24.79%	22.78%
券商次级债 AA+	21.43%	23.01%	28.40%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周债市震荡下行，10年期国债收益率处于2.1%的分歧点。截至10月18日，R001、DR001、R007、DR007分别较10月12日上行17.8BP、8.1BP、28.6BP、15.2BP至1.53%、1.40%、1.81%、1.61%，R007-DR007利差上行13.5BP至20.6BP。截至10月18日，1Y、5Y、10Y和30Y国债收益率分别较10月12日变动+1.5BP、-2.4BP、-2.3BP、+0.5BP至1.43%、1.79%、2.12%、2.31%，曲线下移。

上周市场主要呈现股债跷跷板格局，前半周债市总体震荡，后半周国新办房地产发布会落地后债市上涨，周五股市再显著拉升，债市大幅下跌。市场此前对财政政策预期较高，财政发布会过后市场看法不一，市场仍需保持对增量财政政策的警惕。短期在财政端政策细节公布之前，市场波动或仍较大，在稳增长政策预期发酵和股债跷跷板效应影响下，债市长端或承压，而短端受到宽货币政策的支撑，表现或相对较好，曲线或仍将维持陡峭化。后续仍需关注全国人大常委会和政治局会议关于财政政策的具体措施安排。

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。