

利率曲线陡峭化下移，机构配置力量较强

观点：

债市延续上涨趋势的动力主要源于基本面波浪式修复格局的延续，以及临近年末持续演绎的跨年行情，机构配置诉求仍强，并一定程度上提前定价后续货币的宽松预期。短期内债市或已无较为明显的潜在利空因素，在上周（2024年12月16日至2024年12月20日，下同）走出强势表现。临近年末，理财或将面临一定季节性赎回压力，但随着“冲时点”行为的逐渐弱化，仅季节性赎回带来的影响和冲击或相对可控。

短期来看，10年国债利率1.7%或是当前关键位置，后续波动或将加大，一方面是债市“抢跑”交易后，止盈情绪在逐渐积累，另一方面，构建正常向上倾斜的收益率曲线诉求之下，也需进一步对利率风险保持关注。此外，关注跨年后地方债发行节奏对流动性和资金面的扰动。

1、热点追踪

11月的经济数据显示，2024年1-11月固定资产投资累计同比增3.3%，预期增3.4%，前值增3.4%；其中房地产投资累计同比-10.4%，前值-10.3%。11月社会消费品零售总额同比+3.0%，预期+5.3%，前值+4.8%。11月规模以上工业增加值同比+5.4%，预期+5.2%，前值+5.3%。11月城镇调查失业率5.0%，前值5.0%。具体来看：

基建方面，11月基建投资（不含电力）同比降至3.3%，淡季效应显现、施工节奏放缓，叠加电力投资增速持平，广义基建增速跟随下移至9.7%。

房地产方面，11月住宅销售面积同比回正，系2023年“小阳春”后首次。11月房地产投资累计增速-10.4%，当月增速约-11.6%、降幅收窄0.7pct。分项来看，竣工、施工增速走弱，新开工增速持平10月。

制造业投资方面，11月制造业投资累计同比+9.3%，测算单月同比+9.3%，较10月下滑。增速领先的包括：食品制造、纺织业、有色金属冶炼。结构上，中上游投资放缓，汽车等下游增速边际改善。

社零方面，11月社零增速回落至3.0%，弱于预期。其中，（1）网上商品零售同比-2.7%，双十一促销效应前置，造成基数错位、拖累同比读数下滑。（2）餐饮消费略有回升，或与部分城市发放消费券提振有关。（3）商品零售：家电依然居前，汽车消费也继续改善，“以旧换新”影响持续释放，而基数错位下，化妆品、通讯器材等网上零售强相关的消费同比大幅走弱。

工业方面，11月制造业生产增速继续走高，单月增速升至+6.0%，采矿业、能源生产供应业增速均有下滑。一揽子增量政策提振生产积极性、“抢出口”与年尾备货效应或也有支撑。

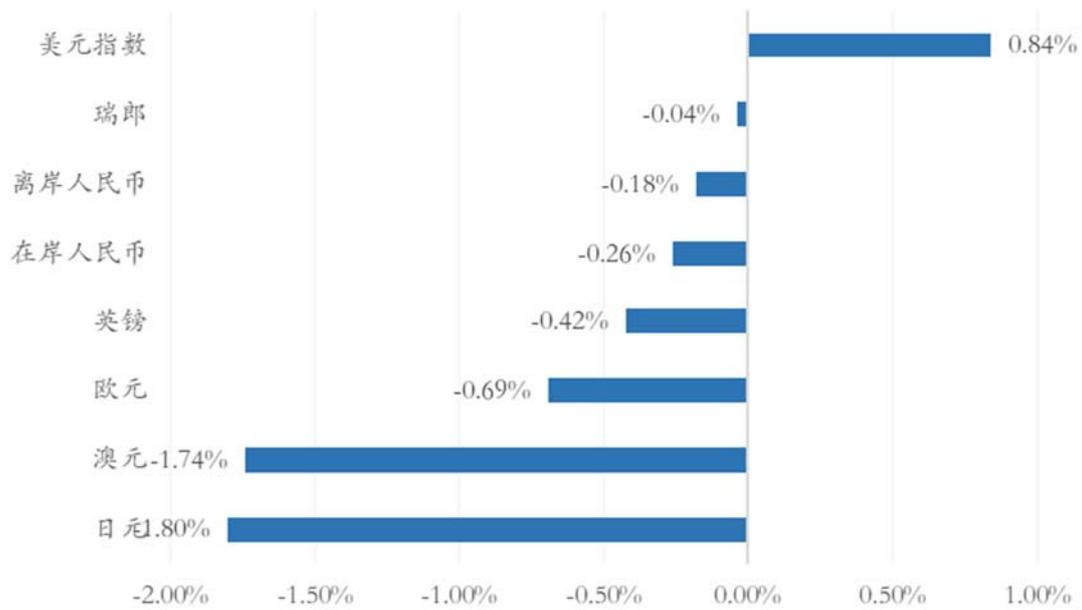
经济基本面环比9月-10月出现放缓迹象，且短期内或难有显著掣肘债市的因素，方向上依然支撑债市向好。节奏上，明年两会前后或是第二轮“稳增长”酝酿发力的阶段，市场也在等待两会给出更明确的政策细节和规模指引。在此之前，基本面的影响或比较有限。短期继续聚焦地产成交、房价对经济预期的影响，尤其是“以价换量”的改善，以及新政以来的成交量级能否保持。

2、上周高频数据

生产端主要钢材品种库存较上周下降，高炉开工率环比下降，生产端有所走弱。30大中城市商品房成交面积相对平稳，波罗的海干散货指数下降，CCFI综合指数上升，SCFI综合指数上升。通胀方面，主要食品价格分化，猪肉价格走低；原油现货价格整体下降。

美元走强，非美货币整体走弱。截至12月20日，美元指数上行0.84%，在岸人民币跌0.26%，日元跌1.80%，瑞郎跌0.04%，欧元跌0.69%，澳元跌1.74%，英镑跌0.42%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241216-20241220

表一：高频数据汇总

产业链	类别	指标名称	本月	单位	周环比
上游	原油	布伦特原油	72.94	美元/桶	-2.08%
		WTI原油	69.46	美元/桶	-2.57%
	煤炭	环渤海动力煤	777.00	元/吨	-2.88%
	有色	LME铜站竞价	8793.00	美元/吨	-2.18%
中游	工业	水泥价格指数	131.49	点	-0.86%
		兰格钢价指数	134.80	点	-1.39%
		PTA开工率	82.22%	%	-0.0225
		高炉开工率	79.61%	%	-0.0092
		南华玻璃指数	1642.66	点	-0.15%
	外贸	SCFI	2390.17	点	0.24%
		CCFI	1491.29	点	0.35%
		CDFI	855.53	点	-4.12%
BDI		990.00	点	-5.80%	
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	251.67	万平方米	-0.86%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	58.00	万平方米	2.73%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	150.97	万平方米	-18.84%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	42.71	万平方米	18.71%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量		辆	
食品		蔬菜批发价格指数	5.03	2015年=100	0.20%
		猪肉平均批发价	22.81	元/公斤	-1.43%
		农产品批发价格200指数	121.13	2015年=100	0.18%

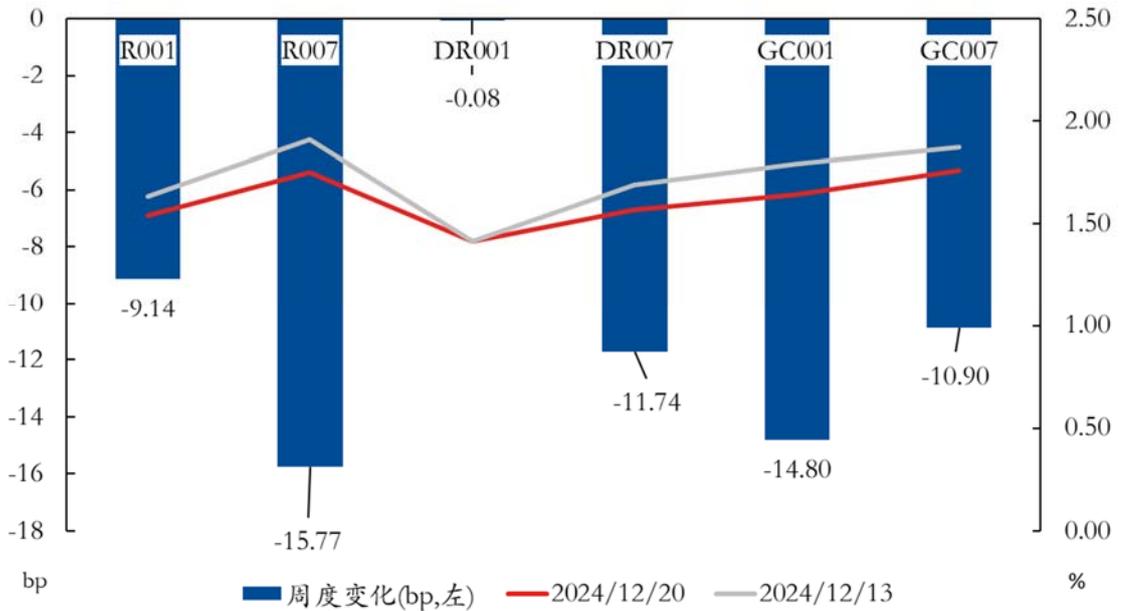
数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241216-20241220

3、上周债券市场

上半周资金面偏紧，叠加利率风险再度受到关注，中长端、长端下行阻力增加，债市迎来调整。后半周随着资金面转松，在基本面延续波浪式修复、机构配置需求仍存、市场继续定价货币宽松预期等因素助推之下，债市利率持续下行，尤其短端表现更为强势，1年、10年国债分别下行至0.98%、1.70%的新低水平，曲线走陡。

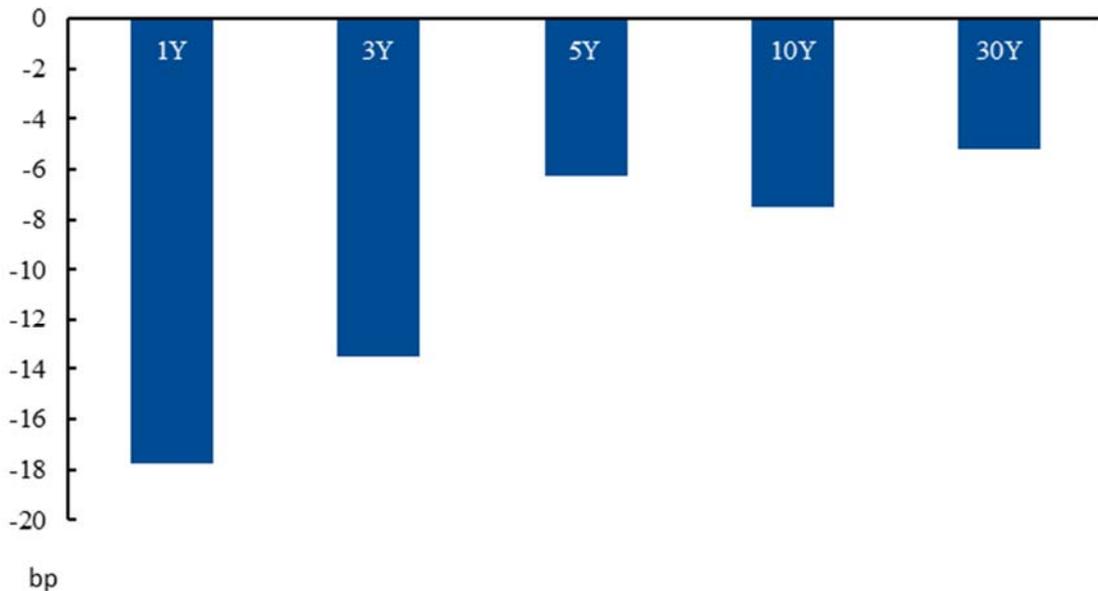
截至12月20日，DR001、R001、DR007、R007分别变动-0.1bp、-9.1bp、-11.7bp、-15.8bp至1.42%、1.54%、1.57%、1.75%。截至12月20日，1Y、5Y、10Y和30Y国债收益率分别变动-17.8bp、-6.3bp、-7.5bp、-5.2bp至0.98%、1.37%、1.70%、1.95%，曲线陡峭化下移。存单方面，主要期限收益率整体回落，1M、3M、9M、1Y存单收益率变动-1.9bp、-0.6bp、-0.6bp、-1.5bp至1.71%、1.68%、1.64%、1.63%。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241216-20241220

图三：国债周度变化

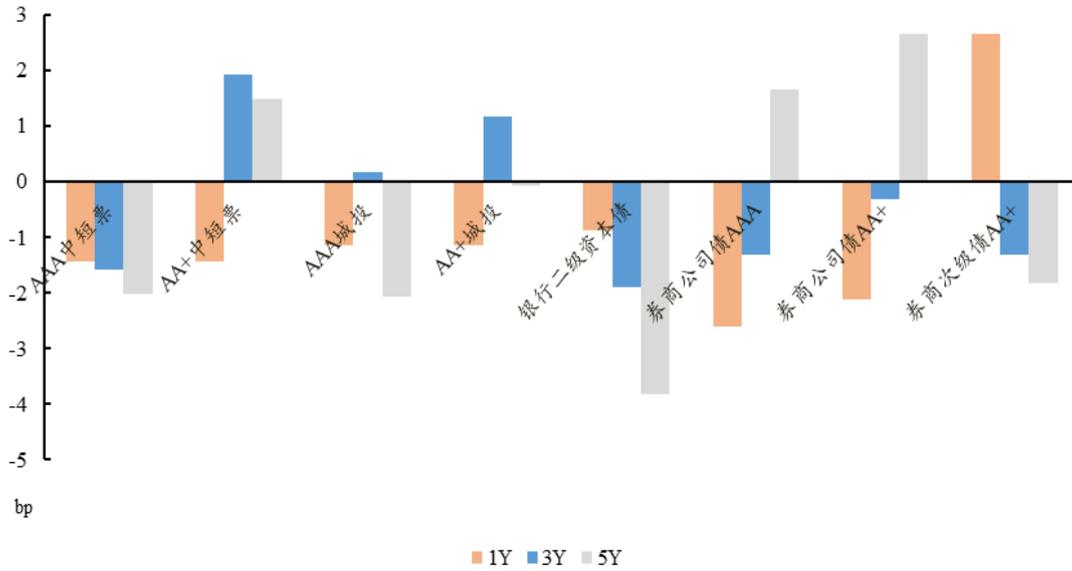


数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241216-20241220

信用债一级发行量小幅下降，到期量基本持平，使得净增量整体变化不大。二级市场方面，信用债收益率涨跌互现，以小幅下行1-2bp居多。国开债1-5年收益率下行8-9bp，表现好于信用，导致信用利差被动走扩6-10bp。从历史分位数来看，目前AAA评级信用利差在25-45%分位数、AA+和AA评级在10-20%分位数左右。

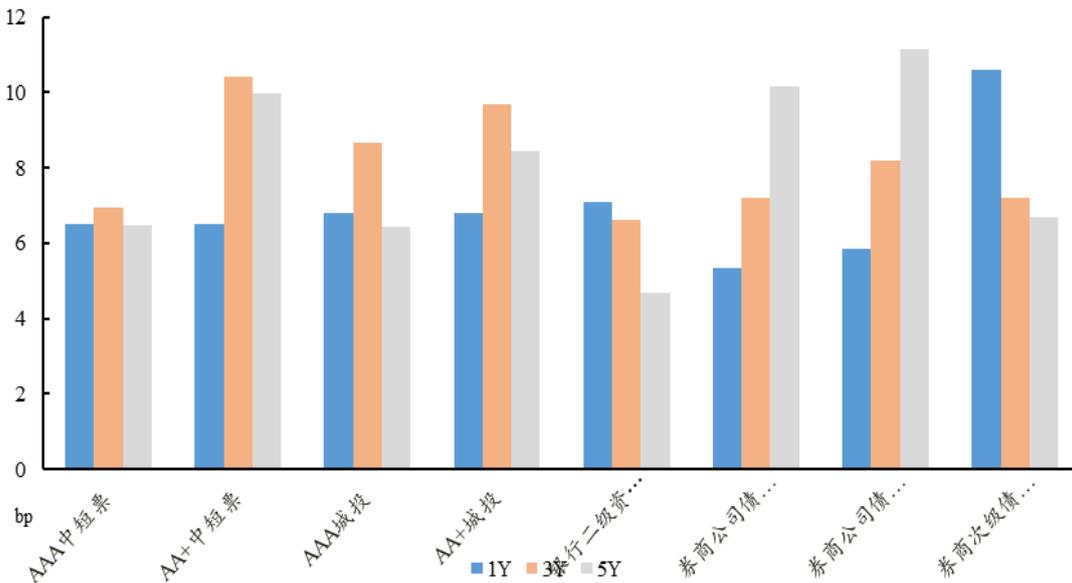
在短期未有新增政策出台，同时宽货币预期增强下，债券或仍整体向好。需求方面，临近年末，理财仍有回表使得整体规模下降，但是结构上来看或主要来自现金管理类产品，对信用债需求影响或有限。如果年内降准落地，资金价格出现回落也会带动短端存单和中短期限高等级信用债收益率下行，信用利差或在被动走扩之后再度压缩。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241216-20241220

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241216-20241220

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。