

存单发行利率倒挂，利率债期限利差收窄

观点：

机构跨月节奏加快，跨月当日资金面明显转松。上周央行净回笼 310 亿元，前半周央行公开市场净投放力度较大，机构跨月节奏提前，跨月当日流动性明显转松。截至 12 月 1 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 11 月 24 日下行 22.4bp、23.0bp、83.0bp、38.4bp 至 1.71%、1.61%、2.11%、1.80%，R007-DR007 利差大幅收窄 44.6bp 至 30.9bp。国债期货整体收涨，12 月 1 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 11 月 24 日变动+0.07%、+0.15%、+0.27%。截至 12 月 1 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 11 月 24 日收盘变动+1.45bp、-0.52bp、-1.79bp、-3.27bp、-0.75bp、-2.16bp、-1.62p 至 2.35%、2.47%、2.57%、2.67%、2.83%、2.95%、3.06%。

上周央行维稳跨月资金面，跨月后资金转松，隔夜成交占比持续回落，同时同业存单发行利率倒挂。债市偏强，10Y 国债收益率下行 4.3bp 至 2.663%；利率债期限利差收窄，短端利率上行，长端利率下行。PMI 小幅下降，经济延续弱复苏，增长动能偏弱。关注央行逆回购投放到期的续作情况及基本面数据。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 国家统计局公布数据显示，1-10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 61154.2 亿元，同比下降 7.8%，降幅比 1-9 月份收窄 1.2 个百分点。其中，采矿业实现利润总额 11142.5 亿元，同比下降 19.7%；制造业实现利润总额 44147.1 亿元，下降 8.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 5864.6 亿元，增长 40%。10 月份，规模以上工业企业实现利润同比增长 2.7%。

(2) 我国 11 月官方制造业 PMI 为 49.4%，预期 49.7%，前值 49.5%，制造业景气水平略有回落。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

(3) 美国 10 月核心 PCE 物价指数同比增 3.5%，为 2021 年 4 月以来新低，预期增 3.5%，前值增 3.7%；环比增 0.2%，预期增 0.2%，前值增 0.3%。美国 10 月 PCE 物价指数同比增 3%，预期增 3%，前值增 3.4%；环比持平，预期增 0.1%，前值增 0.4%。

(4) 美国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值为 49.4，预期 49.5，前值 49.4。美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 46.7，预期 47.6，前值 46.7。

1.2 时政新闻

(1) 央行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济 25 条具体举措。《通知》明确金融服务民营企业目标和重点。总量上，通过制定民营企业年度服务目标、提高服务民营企业相关业务在绩效考核中的权重等，加

加大对民营企业的金融支持力度，逐步提升民营企业贷款占比。结构上，加大对科技创新、“专精特新”、绿色低碳、产业基础再造工程等重点领域以及民营中小微企业的支持力度。

(2) 中共中央政治局召开会议，审议《关于进一步推动长江经济带高质量发展若干政策措施的意见》《中国共产党领导外事工作条例》。中央政治局会议强调，推动长江经济带高质量发展，根本上依赖于长江流域高质量的生态环境。要坚持把科技创新作为主动力，积极开辟发展新领域新赛道，加强区域创新链融合，大力推动产业链供应链现代化。要统筹抓好沿江产业布局和转移，更好联通国内国际两个市场、用好两种资源，提升国内大循环内生动力和可靠性，增强对国际循环的吸引力、推动力。要坚持省际共商、生态共治、全域共建、发展共享，提升区域交通一体化水平，深化要素市场化改革，促进区域协调发展。

(3) 央行发布《第三季度中国货币政策执行报告》：坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，建设现代中央银行制度，始终保持货币政策的稳健性，加强优质金融服务，更好支持扩大内需，促进稳外资稳外贸，为经济社会发展提供高质量服务。稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境，准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节；落实好房地产“金融 16 条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。下阶段，结合政府债券增发的形势需要，将进一步加强与财政政策的协调配合，加快债券市场建设，优化国债持有结构，推动银行发展政府债券柜台销售和交易，便利更多企业和居民持有国债，实现国债投资主体多元化，既有效保障政府债券顺利发行，又加快促进直接融资发展。

(4) 央行行长潘功胜在香港金融管理局—国际清算银行高级别会议上发表讲话称，我国经济持续恢复向好、总体回升态势更趋明显。前三季度，我国 GDP 同比增长 5.2%，预

计全年能够顺利实现 5% 的经济增长目标。展望未来我国拥有创新能力强、市场广阔、基础设施完善、产业链完整以及人力资源丰富且质量高等优势，加上前期出台的一系列政策效应逐步显现，相信 2024 年及以后我国经济将保持健康、可持续增长。下一阶段，央行将继续实施稳健的货币政策，支持实体经济发展。潘功胜表示，人民币已初步具备国际使用的网络效应，为境内外主体提供更加多元化的货币选择，有利于为跨境贸易和投融资活动提供便利、降低汇率风险和汇兑成本。央行坚定维护香港国际金融中心地位，将不断优化跨境人民币业务政策体系，强化香港国际资产管理中心和风险管理中心功能，支持香港打造亚太地区金融科技枢纽和可持续金融中心。

(5) 经济合作与发展组织（经合组织）：将 2023 年全球 GDP 增长预期下调至 2.9%（之前为 3.0%），2024 年为 2.7%（保持不变），2025 年为 3.0%；将 2023 年美国经济增长预测上调至 2.4%（之前为 2.2%），并将 2024 年预测上调至 1.5%（之前为 1.3%），预计 2025 年增长率为 1.7%；预计 2023 年欧元区经济增长率为 0.6%（与之前预测相同），将 2024 年增长率下调至 0.9%（之前为 1.1%），预计 2025 年增长率为 1.5%；预计 2023 年日本经济增长率为 1.7%（之前为 1.8%），预计 2024 年为 1.0%（与之前相同），预计 2025 年为 1.2%；预计欧洲央行不会在 2025 年春季之前降息，预计美联储不会在 2024 年下半年之前降息，预计英国央行不会在 2025 年初之前降息。

(6) 为了摸底重点房企在融资方面的相关需求，建行、农行、交行、浙商银行等多家主要金融机构与房企展开座谈，就信贷、债券等融资渠道进行交流。据统计，已有数十家房企参会。主要商业银行正在积极落实三部委会议精神，以及民企融资 25 条的相关内容。这传递出金融机构支持房地产企业融资、稳定房地产市场的信号。

(7) 中央金融委员会办公室、中央金融工作委员会在《求是》发表题为《坚定不移走中国特色金融发展之路》的文章。文章指出，要着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、

养老金融、数字金融五篇大文章，推动金融资源真正集聚到高质量发展的战略方向、重点领域和薄弱环节上来，不断满足经济社会发展和人民群众金融服务需求，以金融高质量发展为强国建设、民族复兴伟业提供坚实支撑。必须深化金融供给侧结构性改革，加快建设中国特色现代金融体系。要完善金融监管体制机制，实现金融监管全覆盖，坚决做到管合法更要管非法、管行业必须管风险、建立健全兜底机制，依法将所有金融活动纳入监管。必须有效防范化解金融风险。有力有效强化重点领域、重点行业、关键环节、关键岗位的风险管控，猛药祛疴治已病，抓早抓小治未病，持续完善金融风险监测、识别、预警、处置体制机制，强化风险源头管控，坚决维护好经济金融安全和社会大局稳定。

2、资金市场

11月27日-12月1日，央行公开市场净回笼310亿元，其中周一至周五分别投放5010亿元、4150亿元、4380亿元、6630亿元、1190亿元，全周共21670亿元逆回购到期。

机构跨月节奏提前，资金转松迅速。截至12月1日，R001和DR001较11月24日分别下行22.39bp、22.97bp至1.71%、1.61%，中枢较前一周下行8.61bp、17.00bp。R007和DR007较11月24日分别下行83.01bp、38.39bp至2.11%、1.80%，中枢较前一周上行45.12bp、2.63bp。3M-SHIBOR利率上行4.10bp至2.503%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.958	2.327	1.787	1.993	2.379
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
2019	2.239	2.671	2.168	2.527	2.833
今年-2019	-0.281	-0.344	-0.380	-0.534	-0.454

数据来源：Wind，富荣基金

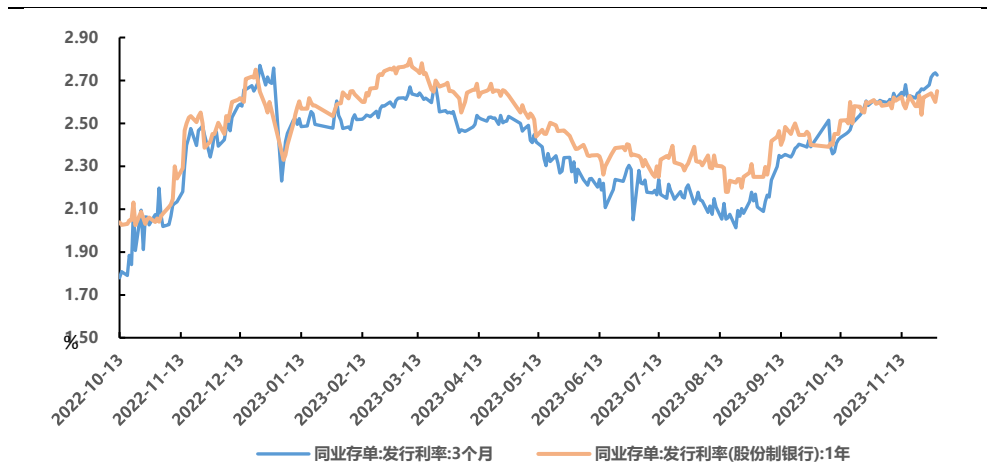
表 2、日度资金利率 (%)

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/12/1	1.71	2.11	1.61	1.80	2.503
2023/11/30	2.50	2.65	1.87	2.18	2.493
2023/11/29	1.72	3.32	1.60	2.16	2.481
2023/11/28	1.78	3.12	1.70	2.11	2.465
2023/11/27	1.88	3.03	1.79	2.13	2.463

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单净融资回升，存单收益率均上升。上周存单发行量回落至 3004.8 亿元，净融出减少至 140.9 亿元，本周存单到期 354.63 亿元。发行利率方面，存单发行持续提价，1M 上行 24.83bp 至 2.56%，3M 上行 6.89bp 至 2.73%，6M 上行 9bp 至 2.64%，9M 上行 1bp 至 2.57%，1Y 上行 3bp 至 2.65%。二级市场方面，所有期限收益率均上升，1M 上行 10.97bp 至 2.43%；3M 上行 3.30bp 至 2.62%；6M 上行 4.50bp 至 2.66%；1Y 上行 1.25bp 至 2.63%。

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937元/吨环比下行0.53%，煤价偏弱震荡；PTA开工率77.09%环比上升1.8pct，PTA开工率持续小幅抬升。兰格钢价指数154.50环比下降0.06%，高线、长材和角钢兰格指数分别变化-0.17%、-0.18%和-0.35%。高炉开工率环比上升0.70pct至80.88%。南华玻璃指数2680.17环比增长10.74%。长江有色铜价周度均价环比上升1.09%，LME铜均价周度上涨1.88%，铜价仍然处于震荡状态。

出口方面，出口集运价格表现分化，CCFI综合指数环比下降2.17%至857.72点，SCFI综合指数环比上涨1.77%至1010.81点。进口方面，CDFI综合指数为1385.95点，较前一周上涨17.88%；**BDI指数强势上涨**，波罗的海干散货指数环比上涨51.86%至3192点。

通胀方面，猪肉批发平均价格为20.19元/公斤上涨1.51%，猪肉均价环比上涨；28种重点监测蔬菜平均批发价格为4.73元/公斤；7种重点监测水果平均批发价格为7.04元/公斤环比上涨1.88%；农产品批发价格200指数为119.91点，环比上升1.33%。

地产方面，30大中城市商品房成交面积230.60万平方米环周上涨21.98%，月末销售冲刺。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨6.51%、26.74%、27.52%至48.69万平方米、140.91万平方米、41.00万平方米。水泥价格加速上涨，水泥价格指数113.53环比上涨3.01%。

消费方面，11月20日-26日，乘用车零售、批发同比+11%、+15%，环比10月同期分别-24%、-30%。11月前四周，零售、批发同比+17%、+19%，同比增幅有所下降。国际油价跌幅扩大，截至12月1日，布伦特、WTI油价环比前周五分别-2.11%、-1.95%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	20.19	19.89	1.51%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	4.73	4.70	0.64%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.04	6.91	1.88%
	鸡蛋(元/公斤)	10.38	10.22	1.57%
	农产品批发价格 200 指数	119.91	118.50	1.19%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	119.91	118.34	1.33%
进出口	CCFI	857.72	876.74	-2.17%
	SCFI	1010.81	993.21	1.77%
	BDI	3192.00	2102.00	51.86%
	CDFI	1385.95	1175.71	17.88%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	937.00	942.00	-0.53%
	PTA 开工率	77.09%	75.25%	0.018
	兰格钢价指数	154.50	154.60	-0.06%
	兰格钢价指数:高线	175.20	175.50	-0.17%
	兰格钢价指数:长材	165.10	165.40	-0.18%
	兰格钢价指数:角钢	173.30	173.90	-0.35%
	高炉开工率(247 家)	80.88%	80.14%	0.007
	南华玻璃指数	2680.17	2420.26	10.74%
	长江有色铜(元/吨)	69490.00	68740.00	1.09%
	LME 铜(美元/吨)	8456.00	8300.00	1.88%
投资	水泥价格指数	113.53	110.21	3.01%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	230.60	189.05	21.98%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	48.69	45.71	6.51%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	140.91	111.19	26.74%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	41.00	32.15	27.53%
消费	布伦特原油(美元/桶)	78.88	80.58	-2.11%
	WTI 原油(美元/桶)	74.07	75.54	-1.95%

数据来源: Wind, 富荣基金

4、上周债券市场

基本面偏弱叠加后半周资金面边际转松，上周利率债收益率震荡下行。国债期货整体收涨，12月1日2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较11月24日变动+0.07%、+0.15%、+0.27%。截至12月1日，1年期、3年期、5年期、10年期、20年期、30年期、50年期国债收益率分别较11月24日收盘变动+1.45bp、-0.52bp、-1.79bp、-3.27bp、-0.75bp、-2.16bp、-1.62p至2.35%、2.47%、2.57%、2.67%、2.83%、2.95%、3.06%。10年期国债、国开、口行和农发历史分位数分别为14.79%、7.08%、7.08%和6.81%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	1.22	-1.86	-2.96	-4.28
国开	2.07	-0.54	0.21	-0.29
口行	2.90	0.70	0.02	-0.37
农发	0.98	3.78	-0.28	-0.79

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	64.07%	54.45%	45.00%	14.79%
国开	68.52%	42.66%	27.65%	7.08%
口行	69.21%	39.23%	25.14%	7.08%
农发	67.82%	41.34%	25.96%	6.81%

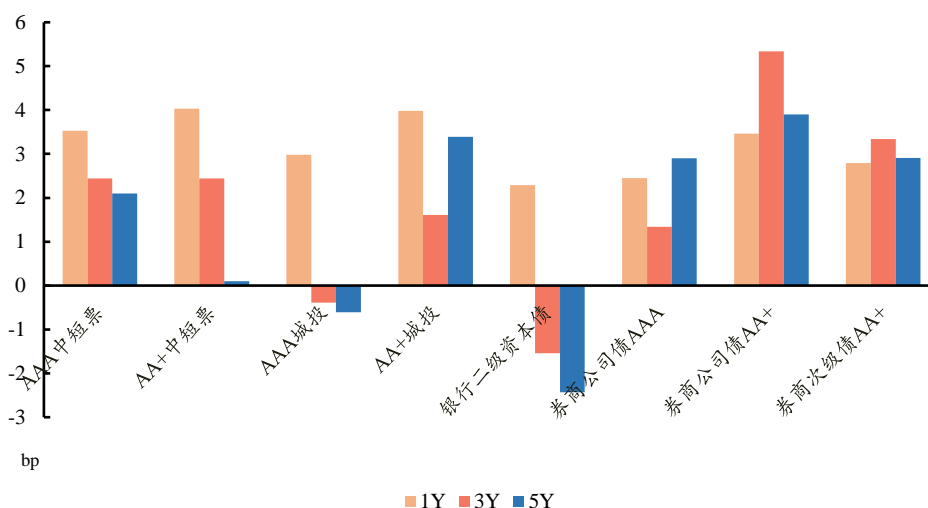
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为2018年至今

信用债净融资量环比降低。受 OMO 缩量、跨月资金面收紧等因素影响，Wind 口径上周一级信用债供给量环比较大幅回落，共发行 1613.95 亿元，较前一周 3058.28 亿元环比减少 47.28%；同时发行数量由 321 只降低至 203 只；上周债券到期偿付量环比降幅低于发行量，信用债融资表现为净融出 505.15 亿元。城投债方面，上周城投债发行规模 557.27 亿元，较前一周的 735.28 亿元环比降低 24.21%，城投债融资继续表现净融出，环比降低 33.31%至-324.21 亿元，净融出规模扩大。

信用债收益率整体上行，信用利差略有走阔。AAA 中短票 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 3.53bp、2.44bp、2.10bp。分行业看，高等级城投债中长端略有下行，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别变化+2.98bp、-0.39bp、-0.61bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 2.29bp、下行 1.54bp、2.43bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 2.45bp、1.34bp、2.90bp。信用利差略有走阔，AAA 中短票 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别扩大 1.46bp、2.98bp、1.89bp。分行业看，AAA 城投债利差 1Y、3Y 和 5Y 利差分别走阔 0.91bp、0.15bp、收窄 0.82bp；银行二级资本债信用利差 1Y、3Y 和 5Y 分别变化+0.22bp、-1.00bp、-2.64bp，处于 2018 年的 14.66%、37.24%和 35.99%历史分位数；AA+券商债 1Y、3Y 和 5Y 利差分别扩大 1.39bp、5.88bp、3.69bp，分别处于 2018 年的 11.65%、28.16%和 28.37%历史分位数。

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	1.46	2.98	1.89
AA+中短票	1.96	2.98	-0.11
AAA 城投	0.91	0.15	-0.82
AA+城投	1.91	2.15	3.18
银行二级资本债	0.22	-1.00	-2.64
券商公司债 AAA	0.38	1.88	2.69
券商公司债 AA+	1.39	5.88	3.69
券商次级债 AA+	0.72	3.88	2.70

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	13.63%	33.79%	23.46%
AA+中短票	6.93%	26.55%	29.08%
AAA 城投	18.18%	32.54%	22.79%
AA+城投	14.86%	23.52%	22.92%

银行二级资本债	14.66%	37.24%	35.99%
券商公司债 AAA	16.13%	39.04%	24.94%
券商公司债 AA+	11.65%	28.16%	28.37%
券商次级债 AA+	15.47%	36.68%	47.98%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

机构跨月节奏加快，跨月当日资金面明显转松。上周央行净回笼 310 亿元，前半周央行公开市场净投放力度较大，机构跨月节奏提前，跨月当日流动性明显转松。截至 12 月 1 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 11 月 24 日下行 22.4bp、23.0bp、83.0bp、38.4bp 至 1.71%、1.61%、2.11%、1.80%，R007-DR007 利差大幅收窄 44.6bp 至 30.9bp。国债期货整体收涨，12 月 1 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 11 月 24 日变动+0.07%、+0.15%、+0.27%。截至 12 月 1 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 11 月 24 日收盘变动+1.45bp、-0.52bp、-1.79bp、-3.27bp、-0.75bp、-2.16bp、-1.62p 至 2.35%、2.47%、2.57%、2.67%、2.83%、2.95%、3.06%。

上周央行维稳跨月资金面，跨月后资金转松，隔夜成交占比持续回落，同时同业存单发行利率倒挂。债市偏强，10Y 国债收益率下行 4.3bp 至 2.663%；利率债期限利差收窄，短端利率上行，长端利率下行。PMI 小幅下降，经济延续弱复苏，增长动能偏弱。关注央行逆回购投放到期的续作情况及基本面数据。

风险提示：

1、本报告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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告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、本报告中的资料、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。