

## 资金面延续宽松，经济波浪式修复

观点：

上周，资金面维持宽松，资金分层缓解，利率债期限利差扩大。资金面上周仍维持宽松，DR001、R001 均值分别较前一周上行 1bp、2bp，DR007 和 R007 利差缩窄至 37bp，资金分层现象有所缓解。12 月 11 日-12 月 15 日，银行日均净融出 4.7 万亿元，其中大行每日资金净融出量基本在 4.8 万亿元左右，中小行周内由净融出转为净融入。国债期货整体收涨，12 月 15 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 12 月 8 日变动+0.21%、+0.43%、+0.46%。截至 12 月 8 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 12 月 8 日收盘变动-8.00bp、-9.38bp、-7.38bp、-4.75bp、-3.84bp、-4.58bp、-6.46p 至 2.30%、2.38%、2.49%、2.63%、2.79%、2.90%、2.99%。

上周央行公开市场净投放 9990 亿元，后半周资金明显转松，短债情绪修复带动中短端整体走强。政治局会议强调未来工作仍以经济修复为重，财政政策继续发力的概率较高。一方面，上周公布的基本面及金融数据仍然体现了需求端稍弱的现状，随着政策的不断出台和逐渐发力或能看到增长动能的逐渐显现，但仍需要时间的验证。另一方面，短期严防资金空转仍是资金面的核心约束，但当前需要相对较为稳定偏松的货币环境，因此年内资金大概率仍然偏向宽松。

# 1、周度要闻

## 1.1 重要数据

(1) 11月广义货币(M2)余额291.2万亿元,同比增长10%,增速分别比10月末和上年同期低0.3个和2.4个百分点;预期10.1%,前值10.3%。11月新增人民币贷款1.09万亿元,同比少增1368亿元;预期1.21万亿元,前值7384亿元。分部门看,住户贷款增加2925亿元,其中,短期贷款增加594亿元,中长期贷款增加2331亿元;企(事)业单位贷款增加8221亿元,其中,短期贷款增加1705亿元,中长期贷款增加4460亿元,票据融资增加2092亿元;非银行业金融机构贷款减少207亿元。11月人民币存款增加2.53万亿元,同比少增4273亿元。1-11月,人民币贷款增加21.58万亿元,同比多增1.55万亿元。

(2) 国家统计局发布11月经济数据:①中国11月规模以上工业增加值同比增6.6%,预期5.7%,前值4.6%。②中国1-11月固定资产投资同比增2.9%,预期2.9%,前值2.9%。其中,中国1-11月房地产开发投资同比下降9.4%,预计-9.4%,前值-9.3%。③中国11月社会消费品零售总额同比增10.1%,预期12.6%,前值7.6%。④11月份,全国城镇调查失业率为5%,预期5%,前值5%。

(4) 日前,国家统计局公布了31省份2023年11月居民消费价格指数(CPI)。11月,26省份CPI同比下降。其中,贵州、河南、山西等3省份物价连续八个月回落。

## 1.2 时政新闻

(1) 国务院办公厅印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》。其中提出,促进

内外贸规则制度衔接融合。促进内外贸标准衔接，不断提高国际标准转化率。促进内外贸检验认证衔接，深化共建“一带一路”、《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）等框架下检验检疫、认证认可国际合作；促进内外贸市场渠道对接。支持外贸企业拓展国内市场，组织开展外贸优品拓内销系列活动。支持内贸企业采用跨境电商、市场采购贸易等方式开拓国际市场；优化内外贸一体化发展环境。加强知识产权保护，开展打击侵权假冒专项行动；加快重点领域内外贸融合发展。深化内外贸一体化试点，鼓励加大内外贸一体化改革创新力度；加大财政金融支持力度。落实有关财政支持政策，积极支持内外贸一体化发展。

(2) 国家金融监管总局近日印发《养老保险公司监督管理暂行办法》。机构管理方面，规定养老保险公司可以申请经营以下部分或全部类型业务：一是具有养老属性的年金保险、人寿保险，长期健康保险，意外伤害保险；二是商业养老金；三是养老基金管理；四是保险资金运用；五是国务院保险监督管理机构批准的其他业务。养老保险公司业务范围超出规定的，应当自《办法》印发之日起3年内完成业务范围变更。

(3) 中央经济工作会议12月11日至12日在北京举行。中央经济工作会议提出，要以坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。中央经济工作会议指出，明年要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。积极的财政政策要适度加力、提质增效。稳健的货币政策要灵

活适度、精准有效。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。

(4) 韩文秀表示，加强和改善宏观调控，要坚持稳中求进，以进促稳，先立后破。稳中求进就是把稳作为大局和基础，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性、抑制性举措。以进促稳，就是要把进作为方向和动力，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，巩固稳中向好的基础。先立后破就是要统筹兼顾稳和进，该立的要积极主动地立起来。该破的要在立的基础上坚决地破。同时要稳扎稳打，把握好时、度、效，不能脱离实际，急于求成。

(5) 住建部副部长董建国表示，针对部分房企出现债务违约风险，金融管理部门已出台了一系列支持政策，但风险出清还需要一个过程，将继续配合金融管理部门，抓好各项政策的落实，一视同仁，满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，支持暂时资金链紧张的房企解决短期现金流紧张问题，促进其恢复正常经营，坚决防止债务违约风险集中爆发。对于违法违规导致资不抵债、失去经营能力的企业，要按照法治化、市场化原则出清，这也是市场优胜劣汰的结果。社会上把部分房企债务违约称为“爆雷”“资金链断裂”，其实用语是不准确的，会造成企业完全停摆的错误认识，导致社会对企业产生信任危机，进而冲击市场销售，加剧企业困难。各方面应该理性地看待房地产市场出现的问题，共同维护房地产市场的平稳健康发展。

(6) 中国和越南发表《关于进一步深化和提升全面战略合作伙伴关系、构建具有战略意义的中越命运共同体的联合声明》。双方同意，推动中越跨境标准轨铁路联通，研究推进越南老街-河内-海防标准轨铁路建设，适时开展同登-河内、芒街-下龙-海防标准轨铁路研

究。办好经贸合作区，重点加强农业、基础设施、能源、数字经济、绿色发展等领域的投资合作。按照平衡、可持续方向采取切实举措扩大双边贸易规模。发挥好《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)、中国东盟自贸区作用，加强在中国国际进口博览会、中国东盟博览会、中国进出口商品交易会等平台的合作，扩大两国优势产品向对方国家出口。

(7) 鲍威尔 12 月新闻发布会要点总结：1、利率方面：FOMC 不希望排除继续加息的可能性。增加“任何”这个词，以体现出美联储承认利率处于、或接近峰值。同时决策者正在思考、讨论何时降息合适；降息已开始进入视野。利率水平已进入限制性领域；关于降息时机的讨论仍在进行中，将非常谨慎地做出决定。2、通胀方面：美联储预计，美国 11 月 PCE 物价指数同比上升 2.6%，核心 PCE 同比上升 3.1%。核心通胀取得实实在在的进展；通胀已经缓解，而失业率没有显著上升；全力致力于将通胀率恢复至 2%；通胀仍然过高，前进之路具有不确定性。3、经济方面：目前没有什么根据认为经济正在衰退；明年总会存在出现经济衰退的可能性；认为经济有可能避免衰退。

(8) 北京发布《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》，调整首套房、二套房的首付比例，首套房首付比例统一降至 30%，二套房首付比例最低为 40%。此外，商业银行新发放房贷利率政策下限也将调整，按 11 月贷款市场报价利率 (LPR) 计算，首套房贷利率最低为 4.2%。

(9) 上海调整优化房地产市场相关政策，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率 (LPR) 减 10 个基点，最低首付款比例调整为不低于 30%；二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率 (LPR) 加 30 个基点，最低首付款比例调整为不低于 50%。同时，为支持推进“五个新城”和南北转型重点区域高质量发展，促进产城融合、职住平衡，在自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域实行差异化政策，二套住房商业性个

人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点，最低  
首付款比例调整为不低于 40%。

## 2、上周资金市场

12月11日-12月15日，央行公开市场净投放9990亿元，其中MLF净投放8000亿元。12月18日-12月22日，7天期逆回购到期12760亿元。

上周央行公开市场净投放9990亿元，全周资金面前紧后松。截至12月15日，R001和DR001较12月8日分别下行8.45bp、4.61bp至1.71%、1.59%，中枢较前一周上行1.66bp、1.18bp。R007和DR007较12月8日分别下行9.12bp、5.72bp至2.15%、1.79%，中枢较前一周上行6.91bp、2.94bp。3M-SHIBOR利率上行3.70bp至2.601%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.932	2.328	1.753	1.949	2.437
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	-0.307	-0.344	-0.415	-0.578	-0.396

数据来源：Wind，富荣基金

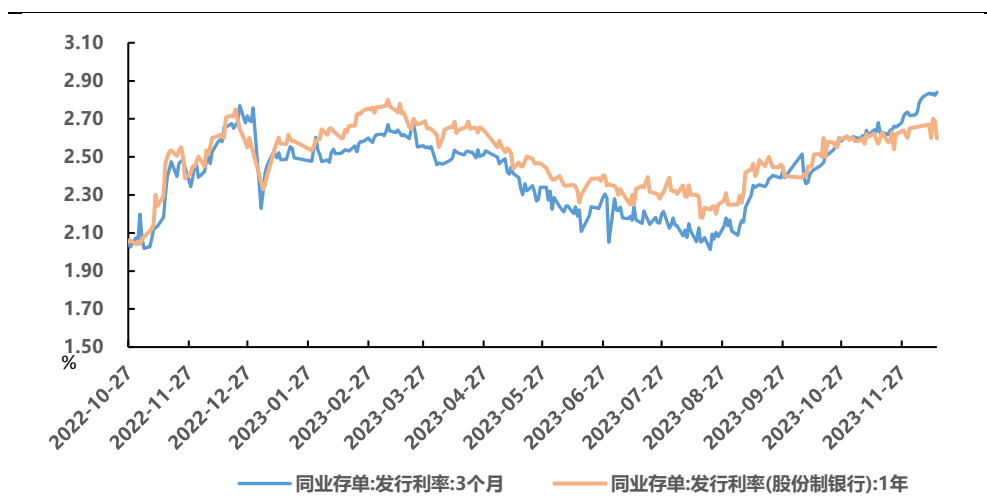
表 2、日度资金利率 (%)

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/12/15	1.71	2.15	1.59	1.79	2.601
2023/12/14	1.76	2.20	1.62	1.82	2.597
2023/12/13	1.77	2.24	1.62	1.83	2.593
2023/12/12	1.90	2.36	1.75	1.88	2.585
2023/12/11	1.93	2.37	1.76	1.90	2.572

数据来源：Wind，富荣基金

存单发行规模和融资规模回升。上周存单发行量回升至 8248.2 亿元，净融资升至 2243 亿元，本周存单到期量 5103.2 亿元。发行利率方面，1M 上行 6bp 至 2.85%，3M 上行 2.25bp 至 2.84%，6M 下行 8.67bp 至 2.69%，9 个月上行 3bp 至 2.60%，1Y 下行 5.25bp 至 2.60%。二级市场方面，1M 上行 7.65bp 至 2.69%，3M 下行 6bp 至 2.67%，6M 下行 8bp 至 2.64%，9M 下行 9.25bp 至 2.60，1Y 下行 6bp 至 2.60%。

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954元/吨环比上涨1.81%；PTA开工率81.89%环比上涨6pct，PTA开工率由跌转涨。兰格钢价指数155.40环比下降0.70%，高线、长材和角钢兰格指数分别下降0.85%、1.02%和0.17%。高炉开工率环比下降0.4pct至78.29%。南华玻璃指数2478.86环比下降6.97%。长江有色铜价周度均价环比上涨0.70%，LME铜均价周度上涨1.47%，有色期货价格上升。

出口方面，出口集运价格环比持续上涨，CCFI综合指数环比上涨1.27%至869.34点，SCFI综合指数环比上涨5.94%至1093.52点。进口方面，CDFI综合指数为1326.22点，较前一周上涨3.70%；**BDI指数持续下跌**，波罗的海干散货指数环比下降5.44%至2348点。

通胀方面，猪肉批发平均价格为20.06元/公斤上涨0.20%，猪肉均价环比微升；28种重点监测蔬菜平均批发价格为4.95元/公斤环比上涨4.65%；7种重点监测水果平均批发价格为7.16元/公斤环比上涨1.13%；农产品批发价格200指数为122.85点，环比上涨3.58%。

地产方面，30大中城市商品房成交面积204.11万平方米环周上涨13.40%，月初新房成交季节性回落。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨27.38%、8.92%、15.21%至40.47万平方米、123.37万平方米、40.27万平方米。水泥价格周内偏弱，水泥价格指数113.03环比下跌0.59%。

消费方面，截至12月10日，乘用车批发日均销量4.57万辆环比下降81.26%；乘用车零售日均销量16.8万辆，环比下降71.76%，月初至今同比上升45.44%。国际油价由跌转涨，截至12月8日，布伦特、WTI油价环比前周五分别+0.94%、+0.28%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	20.06	20.02	0.20%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	4.95	4.73	4.65%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.16	7.08	1.13%
	鸡蛋(元/公斤)	10.16	10.20	-0.39%
	农产品批发价格 200 指数	122.85	119.76	2.58%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	123.36	119.74	3.02%
进出口	CCFI	869.34	858.40	1.27%
	SCFI	1093.52	1032.21	5.94%
	BDI	2348.00	2483.00	-5.44%
	CDFI	1326.22	1278.94	3.70%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	954.00	937.00	1.81%
	PTA 开工率	81.89%	75.91%	0.060
	兰格钢价指数	155.40	156.50	-0.70%
	兰格钢价指数:高线	175.60	177.10	-0.85%
	兰格钢价指数:长材	165.30	167.00	-1.02%
	兰格钢价指数:角钢	175.10	175.40	-0.17%
	高炉开工率(247 家)	78.29%	78.73%	-0.004
	南华玻璃指数	2478.86	2664.61	-6.97%
	长江有色铜(元/吨)	69120.00	68640.00	0.70%
	LME 铜(美元/吨)	8471.00	8348.00	1.47%
投资	水泥价格指数	113.03	113.70	-0.59%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	204.11	180.00	13.40%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	40.47	31.77	27.38%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	123.37	113.27	8.92%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	40.27	34.95	15.21%
消费	布伦特原油(美元/桶)	76.55	75.84	0.94%
	WTI 原油(美元/桶)	71.43	71.23	0.28%

数据来源: Wind, 富荣基金

注: 商品房成交面积口径为工作日

## 4、上周债券市场

现券受资金转松影响走高，利率曲线小幅陡峭化。国债期货整体收涨，12月15日2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较12月8日变动+0.21%、+0.43%、+0.46%。截至12月8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12月8日收盘变动-8.00bp、-9.38bp、-7.38bp、-4.75bp、-3.84bp、-4.58bp、-6.46p至2.30%、2.38%、2.49%、2.63%、2.79%、2.90%、2.99%。10年期国债、国开、口行和农发历史分位数分别为12.38%、5.00%、4.75%和4.65%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-7.15	-8.09	-6.54	-4.09
国开	-12.49	-10.88	-7.33	-4.48
口行	-11.52	-9.50	-7.19	-3.70
农发	-16.40	-12.93	-7.06	-3.85

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	64.27%	53.98%	42.65%	12.38%
国开	63.53%	40.45%	25.08%	5.00%
口行	67.44%	38.71%	21.77%	4.75%
农发	63.96%	38.21%	23.44%	4.65%

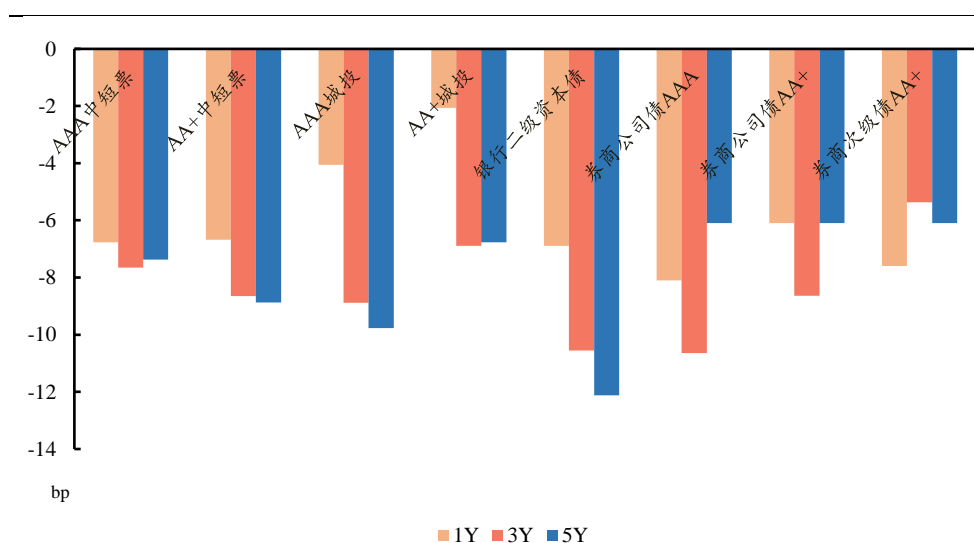
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为2018年至今

上周信用债发行 2363 亿元，净融出 105.95 亿元。分产业债和城投债来看，产业债发行规模 1347 亿元，净融资规模环比下降至 5.91 亿元；城投债发行 1016 亿元，净融出规模环比下降至 112 亿元。上周信用债发行主要分布在北京、江苏、山东等地区，信用债发行和净融资变化幅度较大的地区主要为发债大省，以及陕西等地区。

上周信用债收益率下行较多，信用利差 3Y 以内走阔较多。具体来看，1Y 期各品种收益率下行 4-8bp，3Y 期各品种下行 5-10bp，5Y 期各品种下行 6-12bp。分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 4.06bp、8.88bp、9.77bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 6.89bp、10.55bp、12.12bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 8.10bp、10.64bp、6.10bp。各品种信用利差上行，1Y 期各品种上行 4-10bp，3Y 期各品种上行 1-5bp。分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别走阔 8.43bp、2.00bp、收窄 2.44bp，分别处于 2018 年的 31.14%、40.23% 和 28.87% 历史分位数；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别走阔 5.60bp、0.33bp、收窄 4.79bp，分别处于 2018 年的 28.33%、37.69% 和 28.72% 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	5.72	3.23	-0.04
AA+中短票	5.81	2.23	-1.54
AAA 城投	8.43	2.00	-2.44
AA+城投	10.43	3.99	0.56
银行二级资本债	5.60	0.33	-4.79
券商公司债 AAA	4.39	0.24	1.23
券商公司债 AA+	6.39	2.24	1.23
券商次级债 AA+	4.89	5.51	1.24

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	27.10%	44.60%	28.48%
AA+中短票	19.83%	31.47%	28.09%
AAA 城投	31.14%	40.23%	28.87%
AA+城投	29.02%	32.13%	27.37%
银行二级资本债	28.33%	37.69%	28.72%
券商公司债 AAA	26.50%	43.09%	31.45%
券商公司债 AA+	23.17%	30.33%	35.72%
券商次级债 AA+	34.72%	41.52%	54.53%

数据来源：Wind，富荣基金

## 5、市场回顾和展望

上周，资金面维持宽松，资金分层缓解，利率债期限利差扩大。上周资金面仍维持宽松，DR001、R001 均值分别较前一周上行 1bp、2bp，DR007 和 R007 利差缩窄至 37bp，资金分层现象有所缓解。12 月 11 日-12 月 15 日，银行日均净融出 4.7 万亿元，其中大行每日资金净融出量基本在 4.8 万亿元左右，中小行周内由净融出转为净融入。国债期货整体收涨，12 月 15 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 12 月 8 日变动+0.21%、+0.43%、+0.46%。截至 12 月 8 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 12 月 8 日收盘变动-8.00bp、-9.38bp、-7.38bp、-4.75bp、-3.84bp、-4.58bp、-6.46p 至 2.30%、2.38%、2.49%、2.63%、2.79%、2.90%、2.99%。

上周央行公开市场净投放 9990 亿元，后半周资金明显转松，短债情绪修复带动中短端整体走强。政治局会议强调未来工作仍以经济修复为重，财政政策继续发力的概率较高。一方面，上周公布的基本面及金融数据仍然体现了需求端稍弱的现状，随着政策的不断出台和逐渐发力或能看到增长动能的逐渐显现，但仍需要时间的验证。另一方面，短期严防资金空转仍是资金面的核心约束，但当前需要相对较为稳定偏松的货币环境，因此年内资金大概率仍然偏向宽松。

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。