

资金面分层，PSL 重启

观点：

上周净回笼下资金分层，10Y国债破2023年8月低点。截至1月5日，DR001、R001、R007、DR007 分别较2023年12月29日下行10.1bp、7.2bp、7.5bp、12.5bp至1.73%、1.58%、2.18%、1.78%，R007-DR007 利差小幅走阔4.9bp至39.3bp。跨年后质押式回购成交规模快速回升全周日均成交规模约7.93万亿，较前一周上升约1.93万亿；质押式回购余额大幅回升，周五升至11.91万亿，创近半年新高。截至1月5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29日收盘变动1.16bp、0.56bp、-0.76bp、-4.11bp、-2.04bp、-2.50bp、-1.78bp至2.13%、2.30%、2.39%、2.52%、2.71%、2.80%、2.90%。

上周公开市场净回笼2.42万亿资金，跨年后资金面整体呈现紧平衡态势，存单各期限收益率小幅上行。PMI数据较弱叠加央行重启PSL引发降息降准预期，股市表现较弱，现券整体下行，10Y国债收益率突破2023年8月低点，下行至2.52%。在降息落地前，货币宽松预期或支撑债市行情延续；在化债背景下，政策性金融工具也可能相继出台。中长期来看，随着经济缓慢修复，地产风险得到对冲后，利率缺乏大幅下行的基础。当前处于政策的真空期，后续关注央行操作及社融数据。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 3500 亿元，期末抵押补充贷款余额为 32522 亿元；上一次净新增抵押补充贷款为 2023 年 2 月。

(2) 2023 年 12 月财新中国服务业 PMI 升至 52.9，为近五个月来最高，与官方制造业 PMI 存在一定分化。2023 年全年 12 个月，财新中国服务业 PMI 均位于扩张区间，显示服务业景气度持续修复。财新中国综合 PMI 从上月的 51.6 升至 12 月的 52.6，录得 2023 年 6 月以来最高，反映企业生产经营活动总量环比增长，制造业与服务业产出皆出现更强劲扩张。

(3) 美国 2023 年 12 月 Markit 制造业 PMI 终值为 47.9，预期 48.4，前值 48.2。

(4) 美国 2023 年 12 月 ADP 就业人数增 16.4 万人，预期增 11.5 万人，前值从增 10.3 万人修正为增 10.1 万人。

1.2 时政新闻

(1) 国务院国资委召开中央企业财务工作会议。会议指出，2024 年各中央企业要严守账数真实铁律，以决算管理为镜鉴，全面夯实经营管理决策基础；深挖价值创造潜力，以提质增效为主线，聚力实现经营效益稳步增长；顺应智能变革趋势，以司库建设为抓手，加快推进财务数智化转型；树牢风险底线思维，以控增化存为路径，确保重点领域风险可控，为推动中央企业增强核心功能、提高核心竞争力，加快实现高质量发展作出更大

贡献。

(2) 深圳市地方金融监督管理局发布《关于推动深圳社会金融发展的意见》，从完善社会金融发展框架、丰富社会金融市场化要素、优化社会金融发展环境三方面共 9 大举措推动深圳社会金融发展。据悉，该《意见》是国内首个市级层面提出支持社会金融发展的政策，有助于深圳打造更具全球影响力的经济中心城市，促进一批有影响力的社会金融成果落地。

(3) 多位财政部相关负责人透露，2024 年中国将坚持稳中求进工作总基调，围绕“适度加力、提质增效”做文章，并积极稳妥推进税制改革。其中，地方政府专项债券将城中村改造、5G 融合设施等纳入专项债券的投向领域；2024 年减税降费重点聚焦支持科技创新和制造业发展，强化政策供给；要着力健全以所得税和财产税为主体的直接税体系，逐步提高直接税比重。

(4) 国务院总理李强 1 月 2 日至 3 日在湖北调研。李强强调，要深入贯彻习近平总书记关于推动长江经济带高质量发展的重要指示精神，全面落实中央经济工作会议部署，以只争朝夕、奋发有为的精神状态，从头抓紧，干在实处，加快发展新质生产力，在高质量发展上迈出新步伐，推动今年经济工作开好局起好步。在宜昌，李强首先来到葛洲坝水利枢纽工程，听取湖北省长江大保护、三峡水运新通道和荆汉运河规划等情况汇报。他强调，要尊重科学规律，加快规划论证和项目推进，把长江的航运、水利、生态、文旅等综合效益进一步发挥出来。在武汉，李强先后来到长江存储、华工激光公司参观生产线，深入了解闪存芯片、激光产业发展等情况。李强指出，要集聚整合更多创新资源，在关键核心技术攻关上实现更大突破，为国家高水平科技自立自强多作贡献。

(5) 国家发改委等四部门发布《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》提出，到 2025 年，我国车网互动技术标准体系初步建成，充电峰谷电价机制全面实施并持续

优化，力争参与试点示范的城市 2025 年全年充电电量 60%以上集中在低谷时段、私人充电桩充电电量 80%以上集中在低谷时段，新能源汽车作为移动式电化学储能资源的潜力通过试点示范得到初步验证。研究探索新能源汽车和充换电场站对电网放电的价格机制。

(6) 《上海市促进在线新经济健康发展的若干政策措施》提出，加大总部型企业支持力度，支持平台企业发挥链主作用，鼓励种子企业上市融资。支持符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的在线新经济企业按照规定纳入改制上市培育企业库。鼓励符合条件的在线新经济红筹企业回归境内资本市场，依法依规支持符合条件的平台企业在境内外上市。

(7) 国家金融监管总局就《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，修改完善主要发起人制度，增加国有金融资本投资、运营公司和境外制造业大型企业两类发起人；提高主要发起人的总资产、营业收入等指标标准，促进股东积极发挥支持作用，切实承担股东责任；提高金融租赁公司最低注册资本金要求，增强风险抵御能力。《征求意见稿》将主要发起人持股比例要求由不低于 30%提高至不低于 51%。国家金融监管总局指出，金融租赁公司作为不吸收公众存款的非银行金融机构，为避免其盲目扩张，新增杠杆率、财务杠杆倍数等监管指标。其中，杠杆率指标监管要求为金融租赁公司一级资本净额与调整后的表内外资产余额的比例不得低于 6%，财务杠杆倍数指标监管要求为金融租赁公司总资产不得超过净资产的 10 倍，优化拨备覆盖率和同业拆借比例监管指标。按照逆周期监管的思路，将拨备覆盖率由不低于 150%下调为不低于 100%。

(8) 国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究发展银发经济、增进老年人福祉的政策举措，审议进一步优化政务服务、提升行政效能、推动“高效办成一件事”的指导意见，听取保障农民工工资支付情况汇报，讨论《中华人民共和国会计法（修正草案）》和《中华人民共和国能源法（草案）》，审议通过《碳排放权交易管理暂行条例（草案）》。会

议强调，发展银发经济是积极应对人口老龄化、推动高质量发展的重要举措，既利当前又惠长远。要切实履行政府保基本、兜底线职责，加强老年人基本民生保障，增加基本公共服务供给。要运用好市场机制，充分发挥各类经营主体和社会组织作用，更好满足老年人多层次多样化需求，共同促进银发经济发展壮大。

(9) 2024年中国人民银行工作会议1月4日-5日在京召开。会议强调，2024年重点抓好十项工作：一是持续推进全面从严治党；二是稳健的货币政策灵活适度、精准有效；三是聚焦“五篇大文章”支持重点领域和薄弱环节；四是持续加强金融市场建设；五是稳妥推进重点领域金融风险防范化解；六是积极参与国际金融治理，深化国际金融合作，推动高水平开放；七是稳慎扎实推进人民币国际化；八是持续深化金融改革；九是持续提升金融服务和管理水平；十是扎实推进机构改革和业务流程优化再造工作。央行要求，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构，确保社会融资规模全年可持续较快增长。价格上，兼顾内外均衡，持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。

(10) 国务院印发《关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》指出，扩大国有资本经营预算覆盖范围，健全国有独资企业和国有独资公司收益上交机制，优化国有控股、参股企业国有股收益上交机制；优化支出结构，聚焦关键领域和薄弱环节，增强对国家重大战略任务的财力保障，强化资本金注入，重点用于推进国有经济布局优化和结构调整等；加强支出管理，国有企业可根据国有资本经营预算重点支持方向和企业发展的需要，向出资人单位申报资金需求。资金注入后形成国家股权和企业法人财产，由企业按规定方向和用途统筹使用。

2、资金市场

1月2日-1月5日，央行净回笼资金 24230 亿元。其中，7 天逆回购投放 2410 亿元，7 天逆回购到期 17540 亿元，14 天逆回购到期 9100 亿元。本周逆回购到期 4160 亿元，其中 7 天逆回购到期 2410 亿元，14 天逆回购到期 1750 亿元。

资金面整体宽松，流动性分层现象仍然存在。上周央行通过缩量续作逆回购净回笼资金 24230 亿元，逆回购余额降至 4160 亿元。隔夜资金利率整体低位震荡，DR001、R001 均值分别较前一周上行 8bp、7bp；DR007、R007 均值分别较前一周跨年时下行 12bp、131bp。资金面分层现象仍然存在，R007 和 DR007 利差仍然在 30-40bp 左右。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.722	2.145	1.573	1.771	2.417
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	0.062	-0.085	-0.006	-0.253	0.020

数据来源：Wind，富荣基金

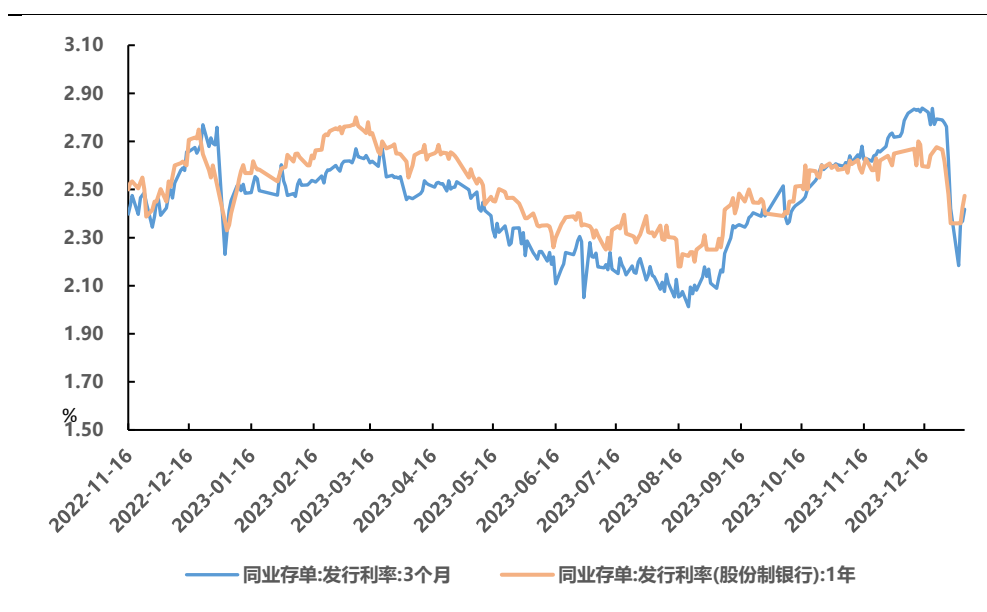
表 2、日度资金利率 (%)

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2024/1/5	1.73	2.18	1.58	1.78	2.396
2024/1/4	1.74	2.16	1.57	1.77	2.399
2024/1/3	1.72	2.14	1.58	1.77	2.423
2024/1/2	1.70	2.10	1.56	1.76	2.450

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单净融资继续为负。上周同业存单发行 575 亿元，净融资-249 亿元，加权发行期限 8.8 个月。发行利率方面，6M 以上存单发行利率上行较多，1 个月期同业存单发行利率下行 8.26bp 至 2.15%，3 个月期下行 0.31bp 至 2.42%，6 个月期上行 6.50bp 至 2.40%，9 个月期上行 8bp 至 2.46%，1 年期存单利率上行 11bp 至 2.47%。存单收益率上行，1 个月期同业存单收益率上行 37.21bp 至 2.89%，3 个月期同业存单收益率上行 26.96bp 至 2.41%，6 个月期同业存单收益率上行 9.79bp 至 2.44%，9 个月期同业存单收益率上行 4.41bp 至 2.43%，1 年期同业存单收益率上行 3.50bp 至 2.44%。

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、高频数据

生产方面，环渤海动力煤 934 元/吨环比上涨 0.76%；PTA 开工率 82.90%环比上涨 2.10pct，PTA 开工率有所上升。兰格钢价指数 156.10 环比上涨 0.39%，高线、长材和角钢兰格指数分别上涨 0.40%、0.43%、0.17%。高炉开工率环比上涨 0.5pct 至 75.65%。南华玻璃指数 2566.27 环比下降 1.78%。长江有色铜价周度均价环比下降 0.65%，LME 铜均价周度下降 1.53%，有色期货价格下降。

出口方面，需求改善，CCFI 综合指数环比上涨 3.04%至 936.83 点，CCFI 指数连续五周上行，红海地区的紧张局势并未得到缓解，SCFI 综合指数环比上涨 7.79%至 1896.65 点。进口方面，散货船市场需求涨跌互现，BDI 指数较前一周上涨 0.29%；CDFI 综合指数为 1219.15 点，较前一周下降 2.48%。

通胀方面，猪肉批发平均价格为 20.04 元/公斤下降 2.00%，猪肉均价继续下降；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 5.27 元/公斤环比上涨 1.15%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.20 元/公斤环比持平；农产品批发价格 200 指数为 126.07 点，环比持平。

地产方面，30 大中城市商品房成交面积 124.83 万平方米环周下降 61.48%，30 大中城市商品房成交面积下降。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别下降 55.72%、59.42%、72.33%至 24.41 万平方米、81.76 万平方米、18.67 万平方米。水泥淡季特征较为突出，水泥价格指数 113.06 环比下降 0.27%。

消费方面，截至 12 月 31 日的一周，乘用车批发日均销量为 18.18 万辆，周环比上升 127.66%，月初至今同比上升 50.29%，乘用车零售日均销量为 11.94 万辆，本周环比上升 43.48%，月初至今同比上升 15.21%。截至 1 月 5 日，布伦特、WTI 油价环比分别+2.23%、+3.01%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	20.04	20.45	-2.00%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.27	5.21	1.15%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.20	7.20	0.00%
	鸡蛋(元/公斤)	9.82	9.72	1.03%
	农产品批发价格 200 指数	126.07	126.07	0.00%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	127.18	127.17	0.01%
进出口	CCFI	936.83	909.19	3.04%
	SCFI	1896.65	1759.58	7.79%
	BDI	2110.00	2094.00	0.29%
	CDFI	1219.15	1250.15	-2.48%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	934.00	927.00	0.76%
	PTA 开工率	82.90%	80.76%	0.021
	兰格钢价指数	156.10	155.50	0.39%
	兰格钢价指数:高线	175.70	175.00	0.40%
	兰格钢价指数:长材	165.40	164.70	0.43%
	兰格钢价指数:角钢	176.30	176.00	0.17%
	高炉开工率(247 家)	75.65%	75.17%	0.005
	南华玻璃指数	2566.27	2612.71	-1.78%
	长江有色铜(元/吨)	68830.00	69280.00	-0.65%
	LME 铜(美元/吨)	8346.50	8476.00	-1.53%
投资	水泥价格指数	113.06	113.37	-0.27%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	124.83	324.06	-61.48%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	24.41	55.12	-55.72%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	81.76	201.49	-59.42%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	18.67	67.46	-72.33%
消费	布伦特原油(美元/桶)	78.76	77.04	2.23%
	WTI 原油(美元/桶)	73.81	71.65	3.01%

数据来源: Wind, 富荣基金

注: 商品房成交面积口径为工作日

4、债券市场

风险偏好下行，长债走强。国债期货表现分化，1月5日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较12月29日变动-0.07%、+0.03%、+0.14%。截至1月5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29日收盘变动1.16bp、0.56bp、-0.76bp、-4.11bp、-2.04bp、-2.50bp、-1.78bp 至 2.13%、2.30%、2.39%、2.52%、2.71%、2.80%、2.90%。10年期国债、国开、口行和农发历史分位数分别为3.30%、3.22%、0.00%和0.00%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	2.95	0.37	-0.98	-3.78
国开	4.34	5.06	1.90	1.96
口行	2.97	3.98	1.48	-0.49
农发	3.94	4.56	1.75	-0.26

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	53.55%	49.64%	39.19%	3.30%
国开	55.24%	38.60%	21.48%	3.22%
口行	61.29%	36.65%	19.13%	0.00%
农发	55.12%	36.34%	19.95%	0.00%

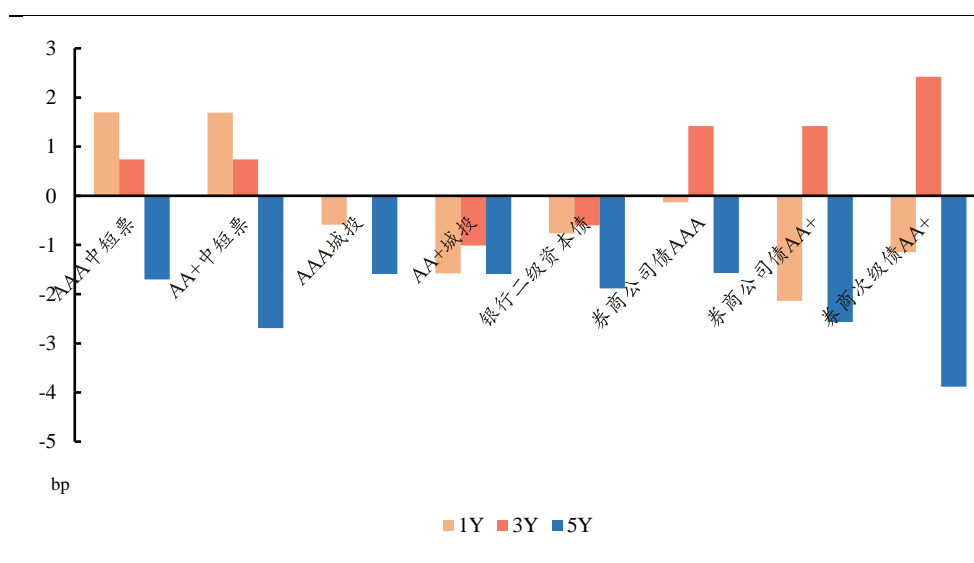
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为2018年至今

上周信用债共发行 1838.76 亿元，净融资 991.23 亿元环比转正。分产业债和城投债来看，产业债发行规模 730.38 亿元，净融资规模环比上升至 531.95 亿元；城投债发行规模 1108.38 亿元，净融资规模环比上升至 459.28 亿元。

上周信用债收益率整体下行，中短端下行较多。具体来看，1Y 期各品种收益率下行 1-2bp，3Y 期各品种变化-1-+2bp，5Y 期各品种下行 1-4bp。分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 0.59bp、0.01bp、1.59bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 0.76bp、0.60bp、1.88bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 0.13bp、上行 1.42bp、下行 1.57bp。各品种信用利差整体收窄，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 4.93bp、5.07bp、3.49bp，分别处于 2018 年的 21.96%、29.83%和 17.40% 历史分位数；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 5.10bp、5.66bp、3.78bp，分别处于 2018 年的 21.76%、28.31%和 16.28%历史分位数；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 4.47bp、3.64bp、3.47bp，分别处于 2018 年的 21.96%、38.29%和 21.52% 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	-2.64	-4.32	-3.60
AA+中短票	-2.65	-4.32	-4.59
AAA 城投	-4.93	-5.07	-3.49
AA+城投	-5.92	-6.07	-3.49
银行二级资本债	-5.10	-5.66	-3.78
券商公司债 AAA	-4.47	-3.64	-3.47
券商公司债 AA+	-6.48	-3.64	-4.47
券商次级债 AA+	-5.49	-2.64	-5.78

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	18.71%	28.22%	21.35%
AA+中短票	12.46%	15.27%	21.01%
AAA 城投	21.96%	29.83%	17.40%
AA+城投	22.05%	20.55%	18.97%
银行二级资本债	21.76%	28.31%	16.28%
券商公司债 AAA	21.96%	38.29%	21.52%
券商公司债 AA+	19.04%	23.61%	25.21%
券商次级债 AA+	27.37%	29.39%	34.31%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周净回笼下资金分层，10Y 国债破 2023 年 8 月低点。截至 1 月 5 日，DR001、R001、R007、DR007 分别较 2023 年 12 月 29 日下行 10.1bp、7.2bp、7.5bp、12.5bp 至 1.73%、1.58%、2.18%、1.78%，R007-DR007 利差小幅走阔 4.9bp 至 39.3bp。跨年后质押式回购成交规模快速回升全周日均成交规模约 7.93 万亿，较前一周上升约 1.93 万亿；质押式回购余额大幅回升，周五升至 11.91 万亿，创近半年新高。截至 1 月 5 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 29 日收盘变动 1.16bp、0.56bp、-0.76bp、-4.11bp、-2.04bp、-2.50bp、-1.78bp 至 2.13%、2.30%、2.39%、2.52%、2.71%、2.80%、2.90%。

上周公开市场净回笼 2.42 万亿资金，跨年后资金面整体呈现紧平衡态势，存单各期限收益率小幅上行。PMI 数据较弱叠加央行重启 PSL 引发降息降准预期，股市表现较弱，现券整体下行，10Y 国债收益率突破 2023 年 8 月低点，下行至 2.52%。在降息落地前，货币宽松预期或支撑债市行情延续；在化债背景下，政策性金融工具也可能相继出台。中长期来看，随着经济缓慢修复，地产风险得到对冲后，利率缺乏大幅下行的基础。当前处于政策的真空期，后续关注央行操作及社融数据。

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。