

## 地方债供给放量博弈，利率曲线震荡下移

观点：

本周面临月末和 7000 亿国债叠加大额政府债缴款的组合，如果央行呵护力度足够，资金面可能继续维持均衡偏宽松的状态。对于债市影响而言，由于再融资专项债发行期限主要集中于长期和超长期品种，对长端和超长端利率或有一定扰动，可以看到地方债与国债利差，30 年与 10 年国债利差走阔，曲线进一步陡峭化，如果调整幅度较大，保险和银行自营或将加大配置需求，一定程度上可以起到债市“稳定器”的作用。

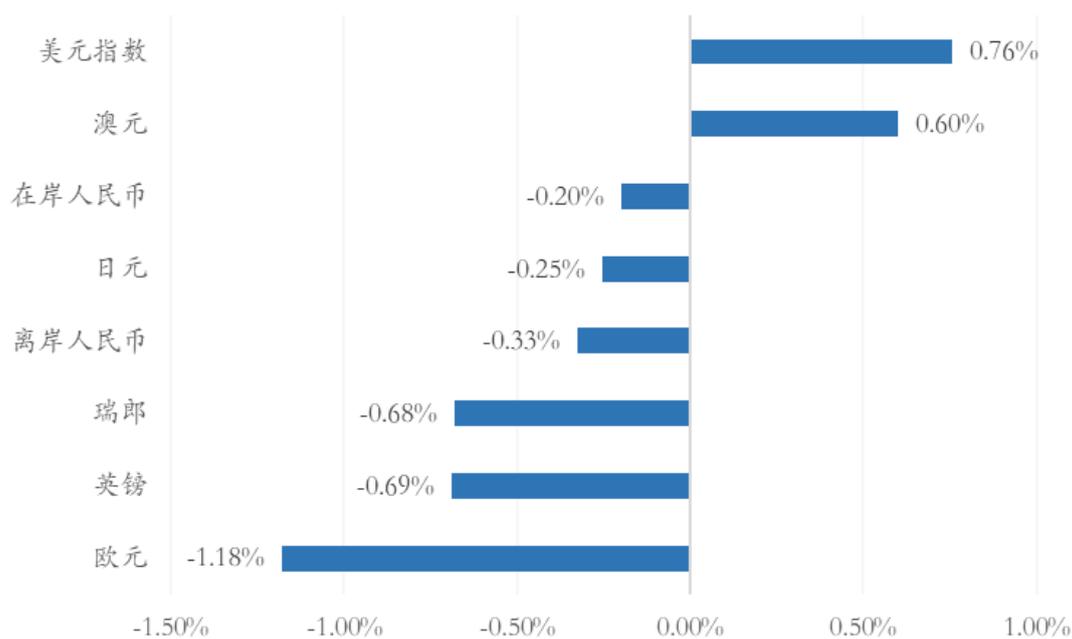
短期内债市或处于供给扰动与货币宽松的博弈期，震荡行情特征愈发明显，长期限地方置换债的集中供给或加大长债和超长债的调整压力。在支持性的货币政策基调下，预估央行将配合运用买断式逆回购、MLF 投放和国债买入等货币工具呵护流动性，且年内降准仍有可能，关注政府债供给与货币政策错位配合所带来的交易机会。

## 1、上周高频数据

上周生产节奏维持平稳，新房成交继续上行，强于同期，当前下游仍处于赶工期、财政资金支持强化，一揽子新政的影响仍在释放。通胀方面，食品价格跌幅收窄；出口方面，出口集运价格集体收跌，主要航线供需收窄。地产方面，新房延续季节性上行，同比保持正增、但增幅收窄；二手房成交高位回落，不过仍明显强于同期。

美元走强，非美货币整体走弱。截至 11 月 22 日，美元指数上行 0.76%，在岸人民币跌 0.20%，日元跌 0.25%，瑞郎跌 0.68%，欧元跌 1.18%，英镑跌 0.69%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金

表一：高频数据汇总

产业链	类别	指标名称	本月	单位	月环比
上游	原油	布伦特原油	75.17	美元/桶	5.81%
		WTI原油	71.24	美元/桶	6.30%
	煤炭	环渤海动力煤	833.00	元/吨	-1.77%
	有色	LME铜结算价	8829.00	美元/吨	-2.50%
中游	工业	水泥价格指数	133.85	点	0.60%
		兰格钢价指数	135.40	点	-0.22%
		PTA开工率	81.03%	%	-0.0152
		高炉开工率	81.91%	%	-0.0015
		南华玻璃指数	1675.08	点	-1.43%
	外贸	SCFI	2160.08	点	-4.08%
		CCFI	1467.91	点	2.01%
		CDFI	1100.63	点	-5.93%
BDI		1537.00	点	-13.89%	
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	210.53	万平方米	0.60%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	64.04	万平方米	29.46%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	113.88	万平方米	17.03%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	32.62	万平方米	54.18%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量	79225	辆	3%
	食品	蔬菜批发价格指数	4.95	2015年=100	-1.98%
猪肉平均批发价		23.48	元/公斤	-1.55%	
农产品批发价格200指数		120.91	2015年=100	-1.05%	

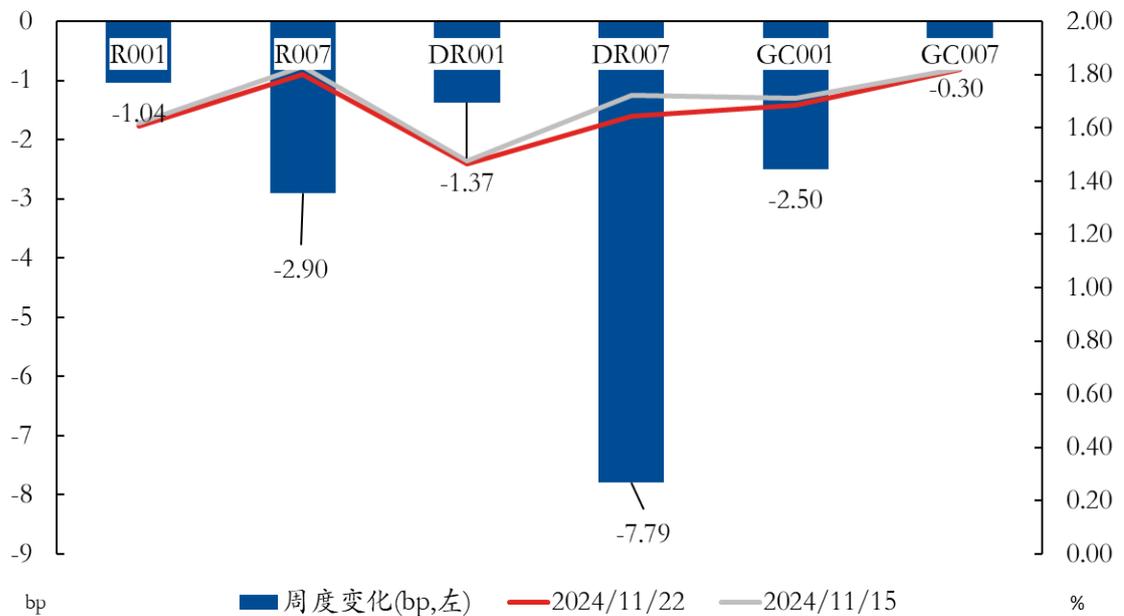
数据来源：wind，富荣基金

## 2、上周债券市场

**税期资金面维持宽松。**上周公开市场净投放 1868 亿元。其中，7 天逆回购投放 18682 亿元，到期 18014 亿元，国库现金定存投放 1200 亿。DR001 下行 1.4BP 至 1.46%，DR007 下行 7.8BP 至 1.65%，R001 下行 1BP 至 1.61%，R007 下行 2.9BP 至 1.8%。

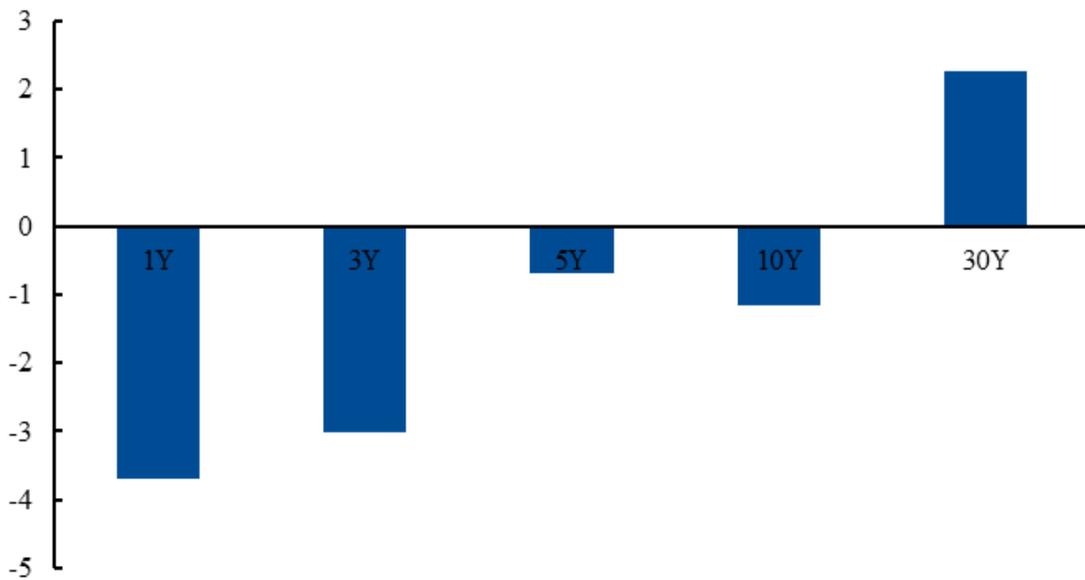
**宽财政逐步落地，宽货币预期再起，债市维持偏强格局，利率曲线震荡下移。**截至 11 月 22 日，1Y、2Y、10Y、30Y 国债收益率较上周五分别下行 3.7BP、1.4BP、1.2BP、1.8BP 至 1.35%、1.39%、2.08%、2.27%。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金

图三：国债周度变化

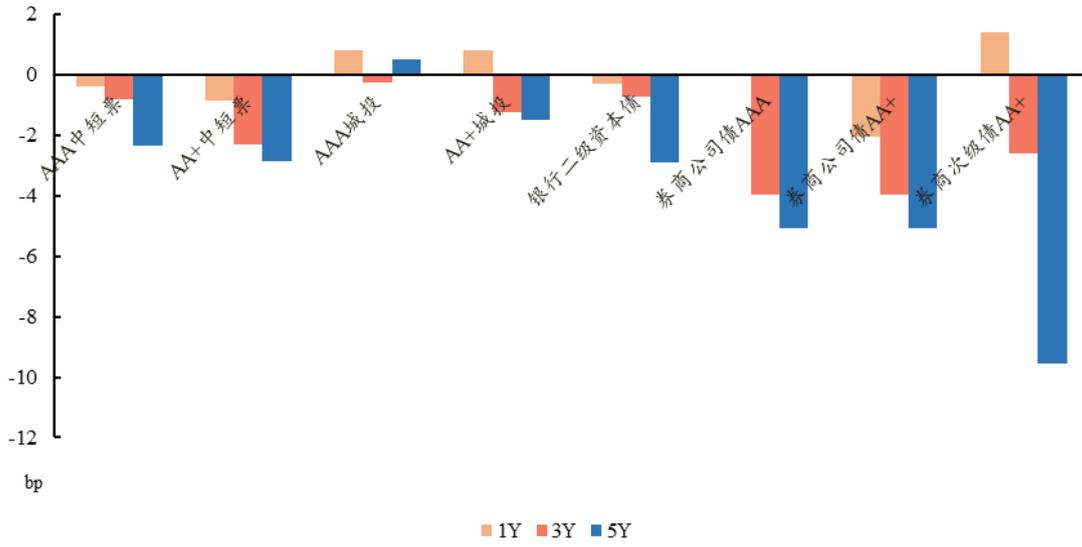


数据来源: wind, 富荣基金

**信用债收益率下行，信用利差持续压缩。**信用债一级发行量继续小幅增长，净增量受到期量增长拖累小幅降至 1000 亿元以下。二级市场方面，信用债延续回暖，收益率多有下行，在财政化债的影响下，中低等级下行幅度仍相对较大。AAA 和 AA+ 评级下行 0-3BP，AA 评级下行 3-5BP。国开债 1-5 年收益率小幅震荡，导致信用利差整体压缩。从历史分位数来看，目前各评级和期限信用利差多数在 5-20% 分位数左右。

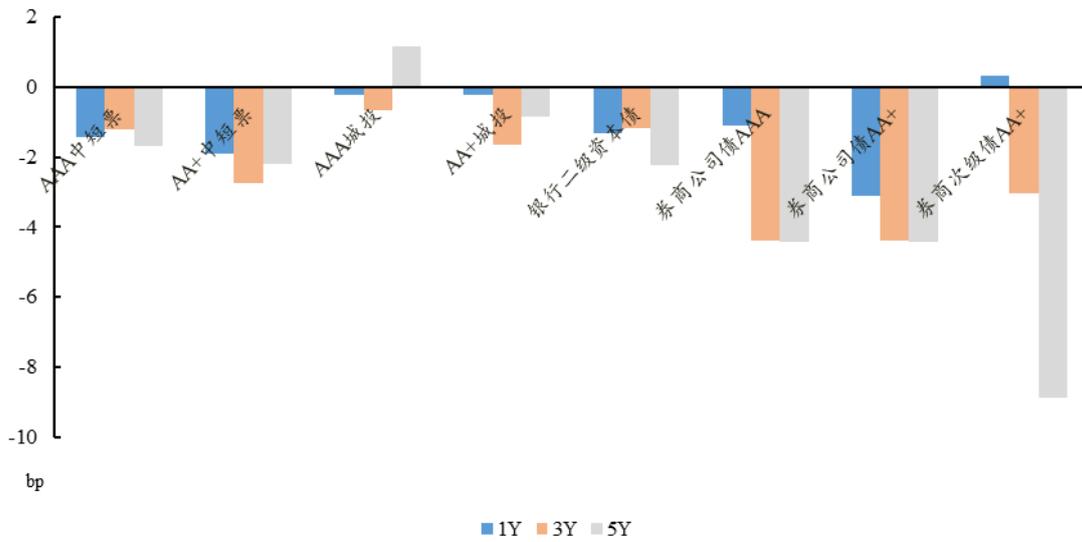
上周信用债延续回暖，中低等级品种在化债背景下表现延续较好。展望未来，短期来看，在经济基本面尚未有明显改善的情况下，债市收益率出现大幅上行的概率较低。同时临近年末，理财和保险开门红开始，债市或有增量资金进入，市场或整体偏强，但可能仍会受到尚未落地的财政政策预期和政府债券供给增加的影响，市场波动或持续。

**图四：信用债收益率变化**



数据来源: wind, 富荣基金

图五: 信用利差变化



数据来源: wind, 富荣基金

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。