

欠配力量持续，利率延续下行走势

观点：

地方债供应量和市场承接能力牵动最近债券市场的走势，即便今年到明年政府债券净增量整体抬升，考虑到海外美联储等仍有降息空间、国内经济基本面修复仍需要货币政策宽松支持，有望看到国内货币政策进一步宽松。上周抢券行情持续，在宽货币周期以及利率中枢逐步下移的背景下，债券市场向好趋势或难言简单扭转，中期趋势之下债市或仍具配置价值。利率快速下行后，叠加超长信用供给持续放量反倒提升流动性的逻辑，债市仍有交易空间。

随着中央经济会议召开愈发临近，债市预期或受一定扰动，股债跷跷板效应凸显，叠加利率低位区间之下止盈情绪阶段性升温，债市或面临短暂波动和回调。

1、热点追踪

美国 11 月新增非农就业人数为 22.7 万人，前值为 3.6 万人；11 月失业率为 4.2%，前值为 4.1%；劳动力参与率为 62.5%，前值为 62.6%；平均时薪环比增速为 0.37%，前值为 0.42%。

美国 11 月新增非农就业人数明显回升但失业率边际上行。劳动力参与率小幅下降，而薪资环比增速则有所回落。

教育与保健服务业、休闲和酒店业、政府部门是新增非农就业的主要拉动项。此外，随着波音等大型公司罢工的陆续结束以及飓风扰动的消退，制造业、运输仓储业以及专业和商业服务业新增就业人数均由负转正。不过“黑色星期五”偏晚导致用工需求后置，相关就业人数未能反应在 11 月数据中，或受此影响零售业新增就业人数降幅有所扩大。

2024 年 11 月美国新增非农就业人数明显提升，这可能得益于 10 月飓风及罢工等临时性扰动因素消退。不过值得注意的是，美国 11 月失业率升至 4.246%，逼近 7 月 4.253% 的年内最高点，失业 15 周及以上人数也维持上行趋势。且在劳动力参与率小幅下降以及平均工作时长不变的背景下，平均时薪环比增速也有所回落，或反映出劳动力供需两端景气度均有所降低。考虑到近期美联储主席鲍威尔表示货币政策将依据经济走势决定，在失业率边际提升的背景下，美联储 12 月仍有降息可能。

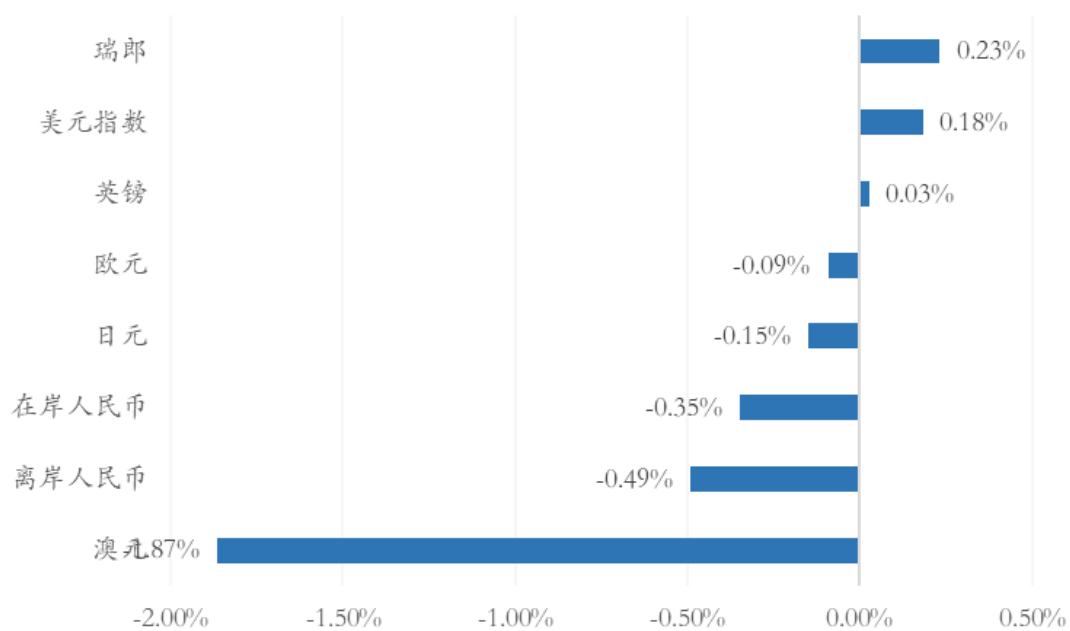
2、上周高频数据

通胀方面，食品价格走弱；出口方面，集运价格涨势收窄，尤其北美航线需求持续偏弱，BDI 跌幅扩大，全球贸易节奏边际放缓。投资方面，兰格钢价有所上涨，南方地区市政等项目增量对需求有支撑，水泥周度均价转跌。地产方面，12 月第一周商品房成交面积

环比走弱，月末冲刺效应消退。

美元走强，非美货币整体走弱。截至 12 月 6 日，美元指数上行 0.18%，瑞郎上涨 0.23%，英镑上涨 0.03%，在岸人民币跌 0.35%，日元跌 0.15%，欧元跌 0.09%，澳元跌 1.87%。

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	71.12	美元/桶	-2.50%
		WTI原油	67.2	美元/桶	-1.18%
	煤炭	环渤海动力煤	818.00	元/吨	-1.09%
	有色	LME铜结算价	9040.00	美元/吨	1.81%
中游	工业	水泥价格指数	132.66	点	-1.05%
		兰格钢价指数	135.50	点	0.37%
		PTA开工率	86.93%	%	0.0275
		高炉开工率	81.45%	%	-0.0015
		南华玻璃指数	1643.86	点	-3.65%
	外贸	SCFI	2256.46	点	1.01%
		CCFI	1465.16	点	-0.60%
		CDFI	934.39	点	-8.22%
BDI		1167.00	点	-13.81%	
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	201.36	万平方米	-1.05%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	47.94	万平方米	-23.04%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	117.07	万平方米	-24.46%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	36.35	万平方米	-27.16%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量	81522	辆	8%
	食品	蔬菜批发价格指数	5.00	2015年=100	-0.60%
猪肉平均批发价		23.13	元/公斤	-1.62%	
农产品批发价格200指数		121.08	2015年=100	-0.46%	

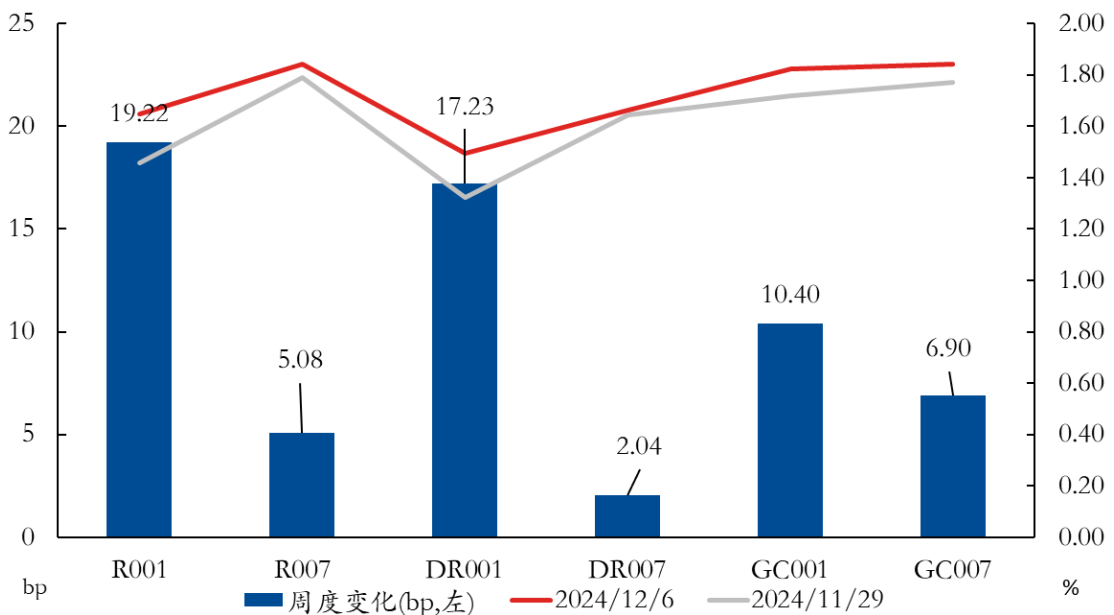
数据来源：wind，富荣基金

3、上周债券市场

上周政府债缴款规模偏高，资金面在月初并未明显放松，而随着逆回购持续净回笼，下半周资金面持续收敛。上周 R001、DR001、R007、DR007 分别较 11 月 29 日上行 19.2bp、17.2bp、5.1bp、2.0bp 至 1.65%、1.49%、1.84%、1.66%，R007-DR007 利差上行 3.0bp 至 17.9bp。

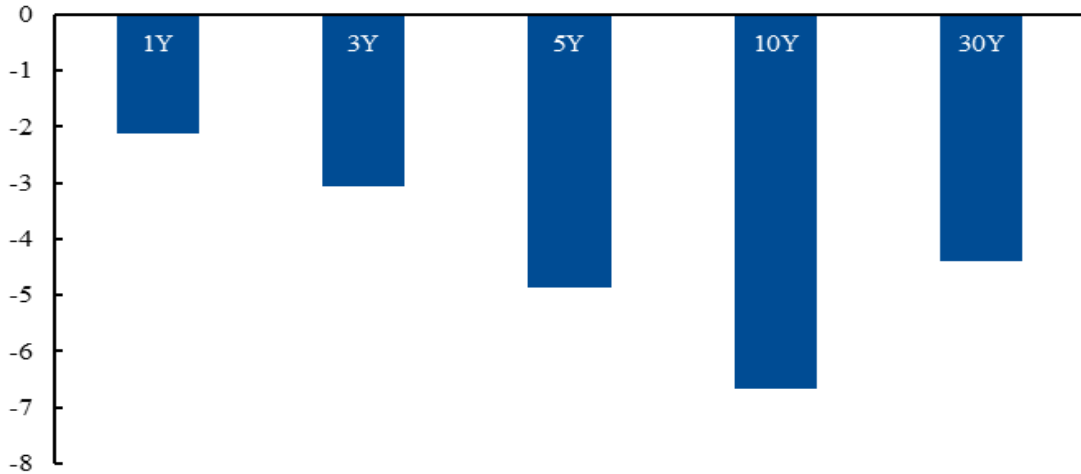
上周债市演绎年末抢券行情，市场仍处于资产荒的状态，机构欠配依然较为严重。上周国债收益率普遍下行，其中 3 年及以上品种创年内新低，1Y 下行 2.13bp 至 1.3485%，5Y 下行 4.87bp 至 1.6111%，7Y 下行 5.22bp 至 1.8238%，10Y 下行 6.67bp 至 1.9539%，30Y 下行 4.4bp 至 2.1585%。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金

图三：国债周度变化

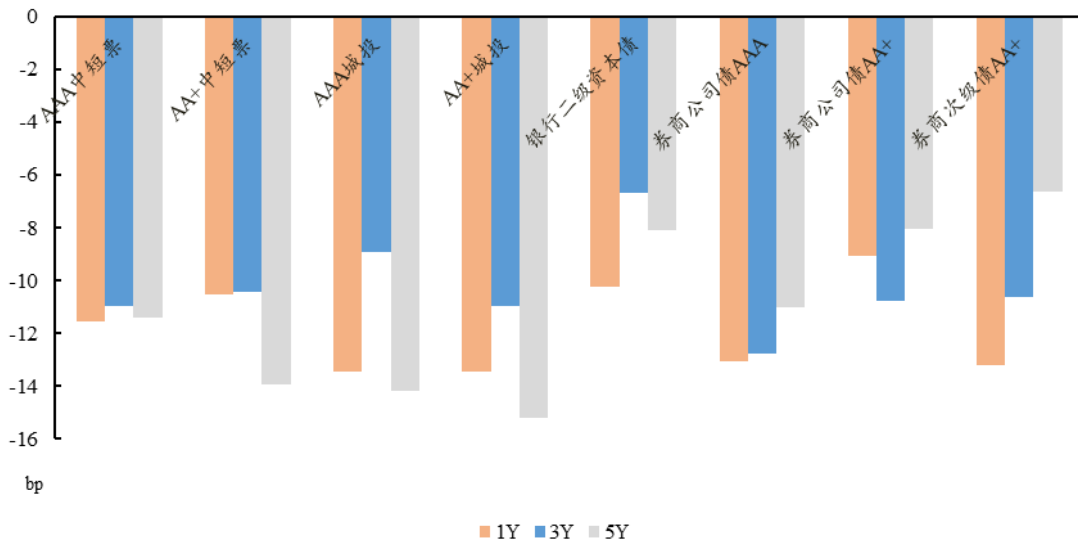


数据来源：wind，富荣基金

在同业存款自律新规影响下，同业存单和利率债收益率一起出现明显回落，且回落幅度相对更大，信用利差出现明显收窄。信用债在利率债收益率下行以及非银资金配置需求旺盛的情况下，收益率下行明显。AAA 和 AA+评级下行 10-14bp，AA 评级下行 12-19bp。国开债 1-5 年收益率下行 5bp，导致信用利差整体压缩，AAA 和 AA+评级收窄 5-9bp，AA 评级收窄 7-14bp。从历史分位数来看，目前各评级和期限信用利差下行至 10%分位数以下。

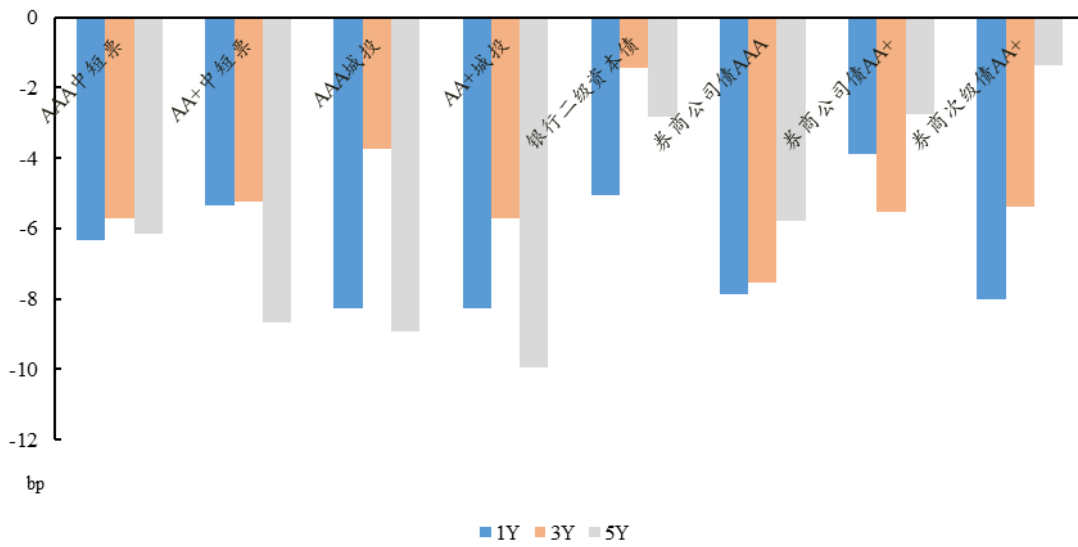
短期市场的不确定性上升，叠加中央经济工作会议即将召开，债市或面临一定的短期波动压力。债市情绪偏热的背景下，若市场风险偏好因政治局会议与中央经济工作会议释放的政策信号而提升，或资金面的波动与分层程度加大，长债或面临利率波动风险。

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。