

## 收益率延续下行，利率优于信用

观点：

上周政治局会议及中央经济工作会议接连落地，货币政策措辞更为积极，配置盘依旧强劲。地方债供应目前已经接近尾声，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需要货币政策宽松支持，即便长端、超长端政府债券存在一定规模增量供给，长端利率面临的上行风险或也较为有限。

## 1、热点追踪

11月新增人民币贷款5800亿元，同比少增5100亿元，信贷余额增速下滑至7.7%；新增社会融资规模2.3万亿，同比少增1197亿元，社融存量增速7.8%；M2同比回落至7.1%，M1增速-3.7%。

居民信贷总量转弱，中长贷边际改善。11月居民中长贷新增3000亿元，同比多增669亿元，新增中长贷连续两月改善，季节性上强于2022、2023年同期。企业中长贷表现弱于短贷，企业中长贷同比少增2360亿元，降幅边际扩大。

社融增加23357亿元，同比少增1197亿元。新增社融口径人民币贷款5223亿元，同比少增5897亿元，同比大幅走低。人民币信贷受企业贷款需求较低、化债偿还贷款和银行储备贷款等因素影响，对社融形成拖累。政府债券新增13101亿元，同比多增1589亿元。政府债券在较高基数下仍实现同比多增，四季度政府债发行仍有持续性，对社融形成了关键支撑。

M2增速回落0.4个百分点至7.1%。结构看，居民和非银存款同比少增，企业和财政存款同比多增。居民存款同比少增1189亿元，企业存款同比多增4913亿元，存款或出现居民向企业的转移。

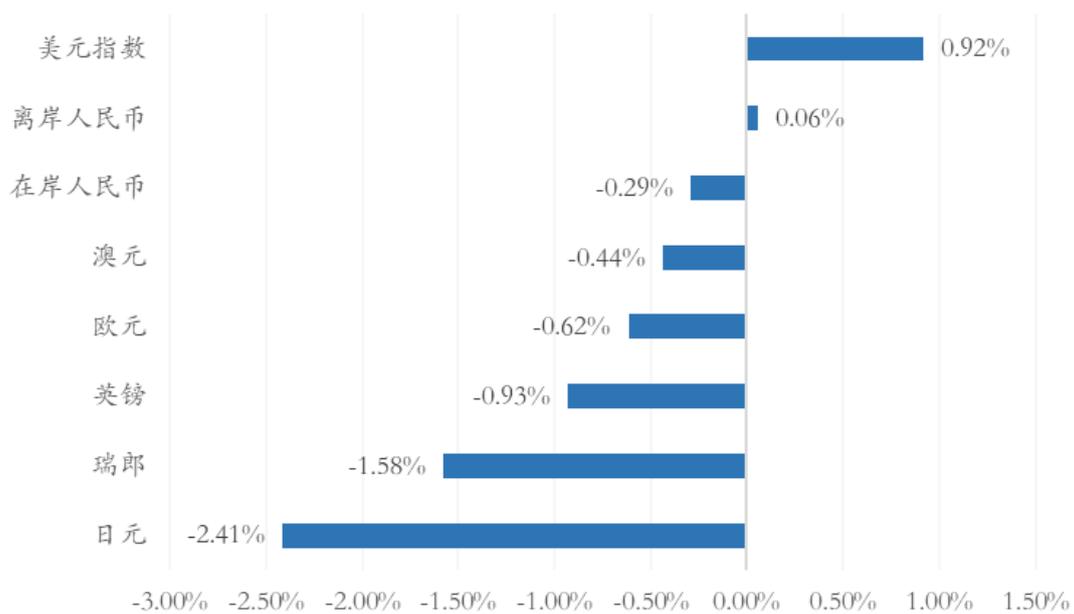
11月非银存款新增1800亿元，同比少增13900亿元，新增规模弱于季节性。非银存款大幅少增可能受两方面影响：一是银行对公存款规模回升，银行主动吸收同业存款减少，叠加11月底监管调整非银同业存款利率自律管理后同业活期存款倾向于流出；二是11月权益市场阶段性调整，部分金融机构此前快速增长的备付金可能有所回落。财政存款同比多增4693亿元，反映11月财政支出力度不及季节性，2024年财政收入增长缓慢，以收定支下支出增速会与收入保持相对平衡。

## 2、上周高频数据

12月第二周，商品房成交环比有所增长。通胀方面，食品价格走弱；出口方面，国际干散货运输市场需求持续疲弱，国内集运价格则相对走强，但存在短期技术性涨价因素，实际供需变化不大。投资方面，水泥持续走弱，春节较早、投资施工短期增量或较有限。生产整体稍有走弱，高炉开工率环比走弱，PTA开工率较上周下降。

美元走强，非美货币整体走弱。截至12月13日，美元指数上行0.92%，在岸人民币跌0.29%，日元跌2.41%，瑞郎跌1.58%，欧元跌0.62%，澳元跌0.44%，英镑跌0.93%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241209-20241213

表一：高频数据汇总

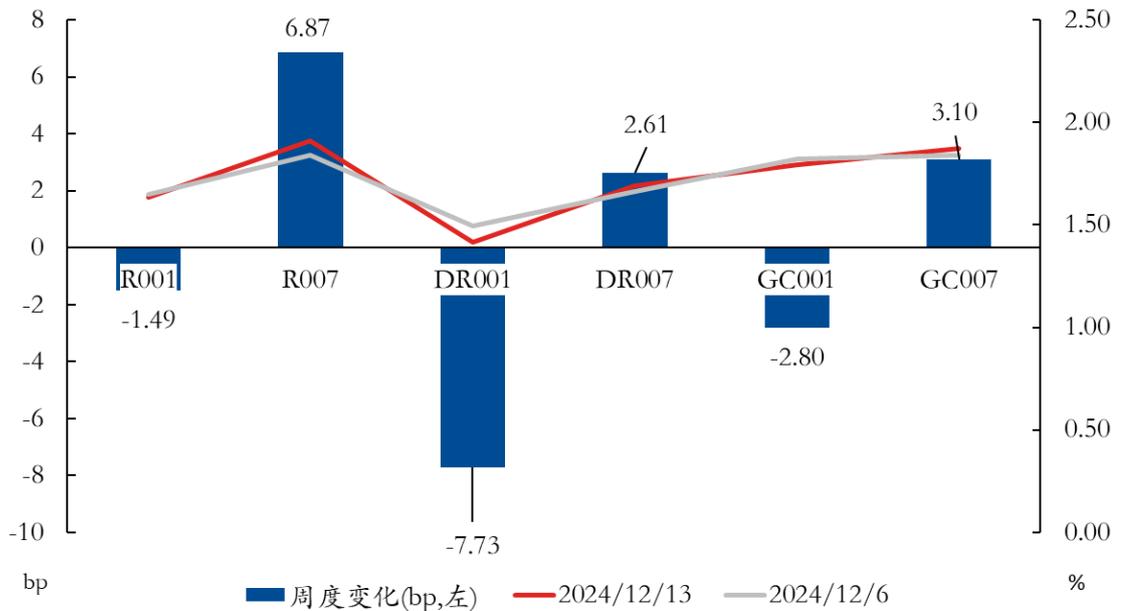
产业链	类别	指标名称	本月	单位	环比
上游	原油	布伦特原油	74.49	美元/桶	4.74%
		WTI原油	71.29	美元/桶	6.09%
	煤炭	环渤海动力煤	800.00	元/吨	-2.20%
	有色	LME铜结算价	8989.00	美元/吨	-0.56%
中游	工业	水泥价格指数	132.63	点	-0.02%
		兰格钢价指数	136.70	点	0.89%
		PTA开工率	84.47%	%	-0.0246
		高炉开工率	80.53%	%	-0.0092
		南华玻璃指数	1645.05	点	0.07%
	外贸	SCFI	2384.40	点	5.67%
		CCFI	1486.06	点	1.43%
		CDFI	892.25	点	-4.51%
BDI		1051.00	点	-9.94%	
下游	房地产	30大中城市商品房成交面积	243.85	万平方米	-0.02%
		30大中城市一线城市商品房成交面积	71.47	万平方米	19.82%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	126.03	万平方米	49.11%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	46.35	万平方米	5.70%
	汽车	乘用车厂家零售日均销量	62730	辆	11%
	食品	蔬菜批发价格指数	5.02	2015年=100	0.40%
猪肉平均批发价		23.14	元/公斤	0.04%	
农产品批发价格200指数		120.96	2015年=100	-0.11%	

数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241209-20241213

### 3、上周债券市场

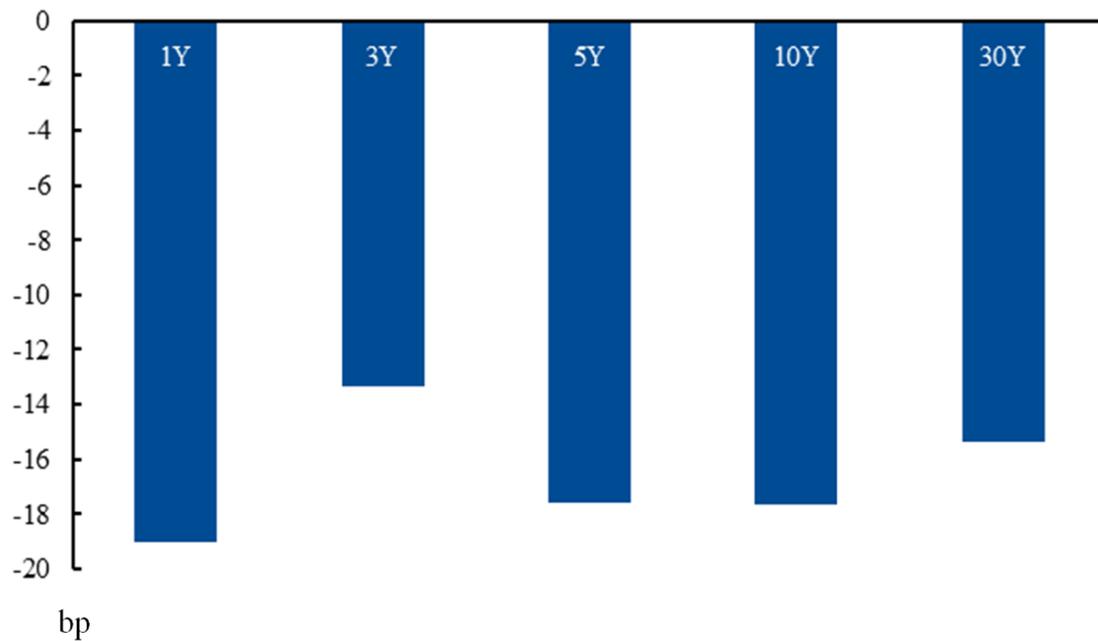
上周央行累计进行 5385 亿元 7 天逆回购。当周(2024 年 12 月 9 日-12 月 13 日)共有 3541 亿元 7 天逆回购到期，累计净投放 1884 亿元。隔夜资金价格有所下行，7 天和 14 天价格则有小幅上行。在 12 月 10 日政治局会议和 12 日经济工作会议未有明确增量政策宣布的情况下，二级市场收益率出现明显大幅下行。全周来看，各期限收益率降幅普遍在 15bp 以上，其中 10 年期国债收益率下行 18bp 至 1.78%，30 年期国债收益率下行 15bp 至 2.01%。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20241209-20241213

图三：国债周度变化

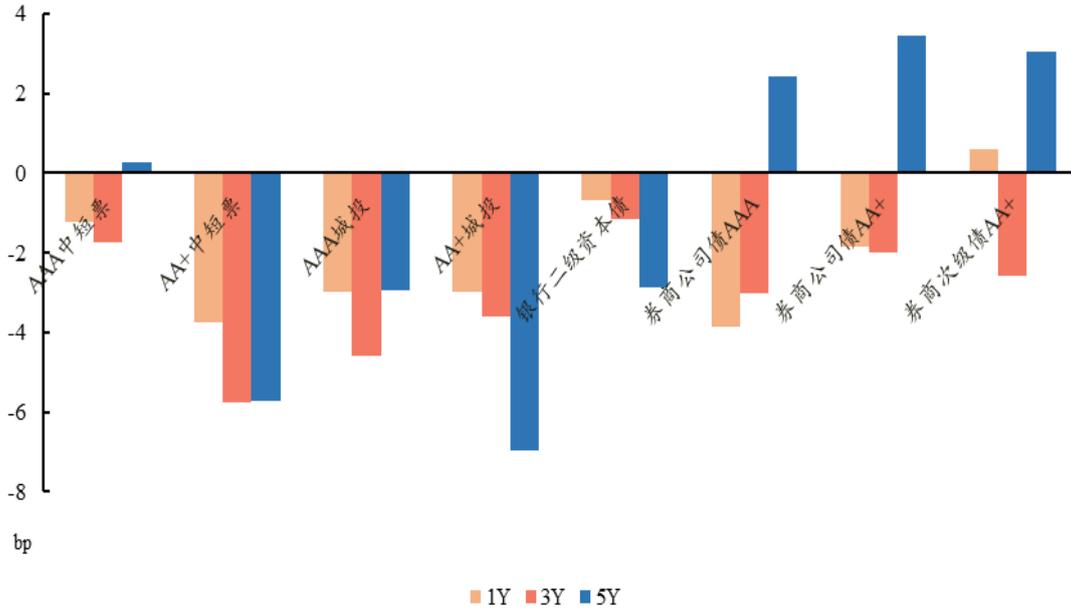


数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20241209-20241213

非金融信用债一级发行量回升, 但到期量增幅不及发行量, 使得净增量出现回升。二级市场方面, 信用债在利率债收益率下行带动下各评级和期限收益率下行 7-11bp。国开债 1-5 年收益率下行 13-19bp、幅度大于信用债, 导致信用利差被动走扩 5-10bp。从历史分位数来看, 目前 AAA 评级信用利差在 10-30%分位数、AA+和 AA 评级在 6-7%分位数左右。

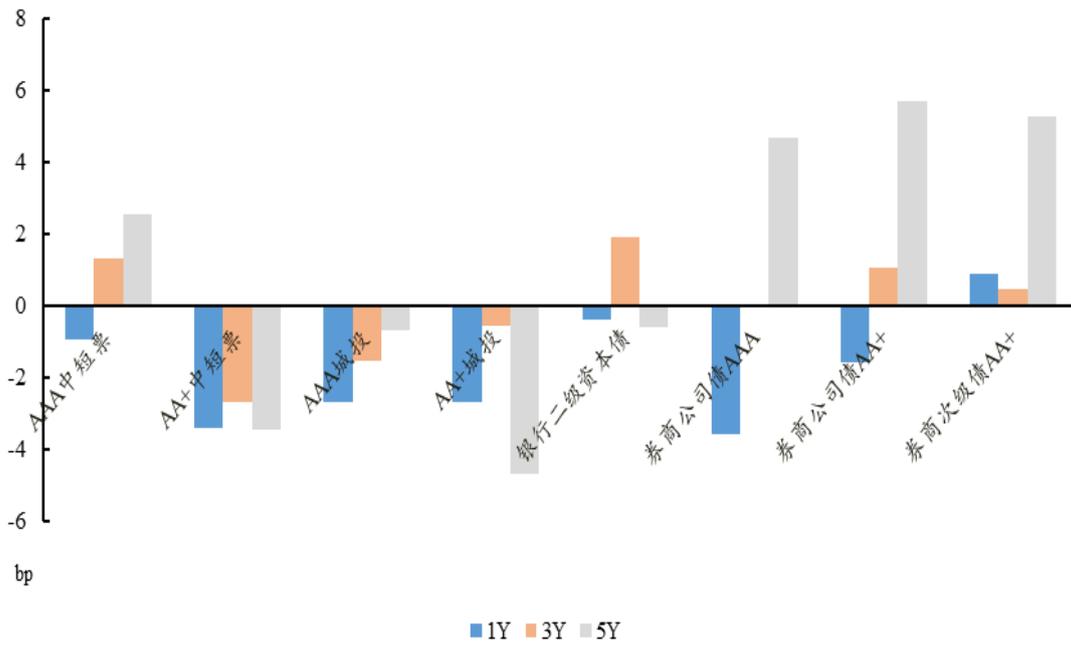
短期未有新增政策出台, 同时宽货币预期增强下, 债券走势整体偏强。同时随理财估值整改、正偏离释放后, 理财收益率可能会出现短期上行, 从而会吸引资金流入, 叠加今年底明年初理财开门红, 规模或继续维持增长, 信用利差仍会有边际压缩的空间, 尤其是高等级品种。如果未来降准落地, 资金价格出现回落也会带动短端存单和中短期高等级信用债收益率下行。

**图四: 信用债收益率变化**



数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20241209-20241213

图五: 信用利差变化



数据来源: wind, 富荣基金; 统计区间: 20241209-20241213

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。