

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 瞿瑞

部门总监 冯琳

时间

2024年9月23日

- 上周债市整体震荡，收益率曲线转而走平。上周三（9月16日），中秋节前经济金融数据走弱提振货币宽松预期，长债和超长债延续强势；周四，美联储降息50bp，市场宽货币预期进一步升温，但随着10年期国债收益率下行至接近2.0%的关键点位，市场情绪趋于谨慎，长债收益率有所上行；周五，当日公布的9月LPR报价持稳，降息预期阶段性落空，市场转而开始交易后续货币宽松预期，长债收益率转而下行。整体来看，上周债市呈现震荡行情，长债收益率波动微幅上行。短债方面，虽然上周央行持续大规模净投放，但适逢税期缴款、MLF到期，资金面有所收紧，推动短端收益率较大幅度上行，收益率曲线转而走平。

本周债市料仍将窄幅震荡。尽管9月降息预期阶段性落空，但在国内基本面偏弱以及美联储降息客观上为国内货币宽松提供更大空间背景下，市场对四季度降准降息以及调降存量房贷利率的预期仍在，短期内长债收益率下行趋势仍难以逆转。不过，目前10年期国债收益率已经接近2.0%的关键点位，市场或对宽松预期已相对充分定价，机构行为将更加谨慎。此外，本周临近跨季及国庆长假，加之逆回购到期规模大、政府债券供给大幅放量，资金面扰动或延续。我们判断，在基本面和宽松预期支撑以及机构行为扰动下，本周债市仍将窄幅震荡，预计10年期国债收益率将在2.0%左右盘整。



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

## 一、上周市场回顾

### 1.1 二级市场

上周债市窄幅震荡，收益率曲线有所走平。全周看，上周五 10 年期国债收益率较前一周六微幅上行 0.06bp，1 年期国债收益率较前一周六上行 6bp，期限利差大幅收窄。不过，上周国债期货表现强于现券，10 年期国债期货主力合约累计上涨 0.21%。

- **9月18日**：周三，中秋假期前公布的经济金融数据继续走弱，降息降准预期升温，加之股市延续弱势，比价效应下，长债和超长债延续强势，而受资金面明显收敛压制，中短债有所回调。当日银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10 年期国债收益率下行 0.22bp；国债期货各期限主力合约集体收涨，10 年期主力合约涨 0.15%，再创新高。
- **9月19日**：周四，在美联储宣布降息 50 个基点后，全球范围内货币宽松预期走强，带动国内降息预期急剧升温，早盘国内债市走暖。不过，在止盈情绪、股市反弹等因素压制下，午后债市有所回调，整体走弱。全天看，银行间主要利率债收益率普遍上行，10 年期国债收益率上行 0.47bp；国债期货各期限主力合约全线收跌，10 年期主力合约跌 0.12%。
- **9月20日**：周五，随着 LPR 连续第二个月持稳，降息预期阶段性落空，市场转而开始交易四季度货币政策宽松预期，带动债市整体走强。当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10 年期国债收益率下行 0.19bp；国债期货各期限主力合约集体收涨，10 年期主力合约涨 0.16%。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

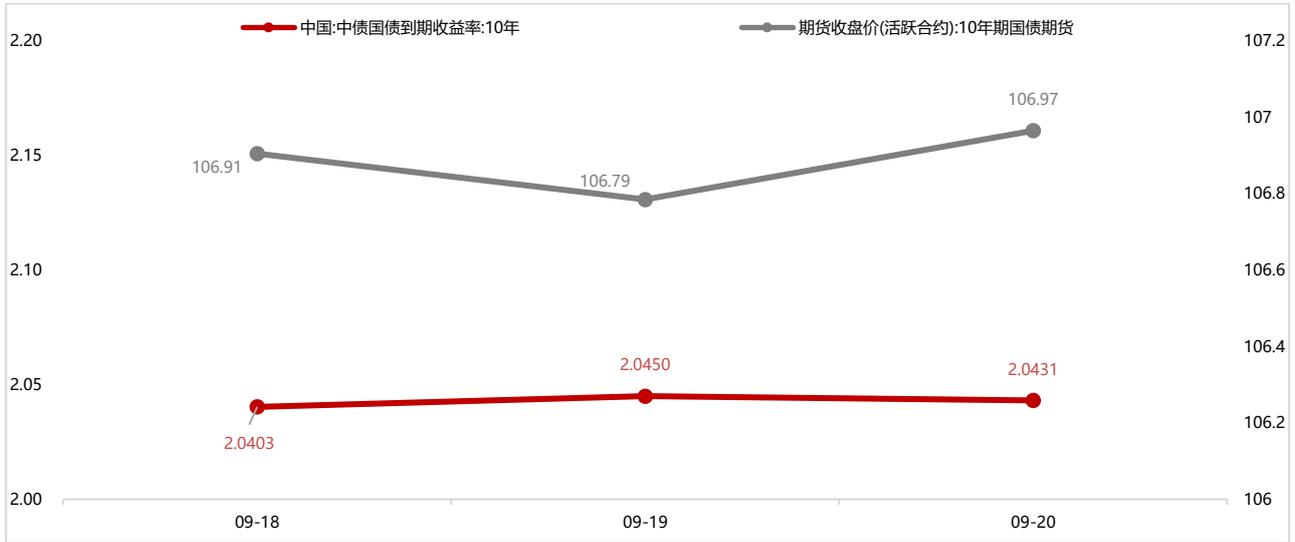


图 2 上周中短端国债利率大幅上行

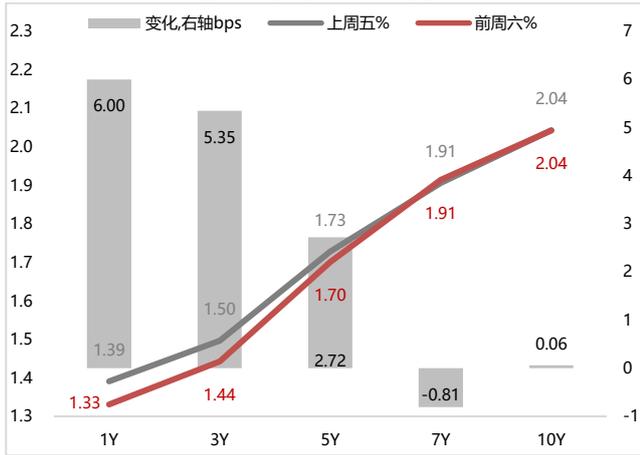


图 3 上周 10 年期国开债利率继续下行

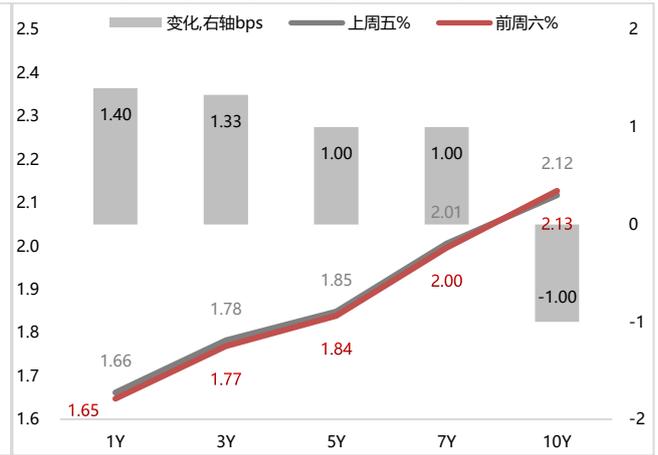


图 4 上周 5 年期和 10 年期国债期货继续上涨

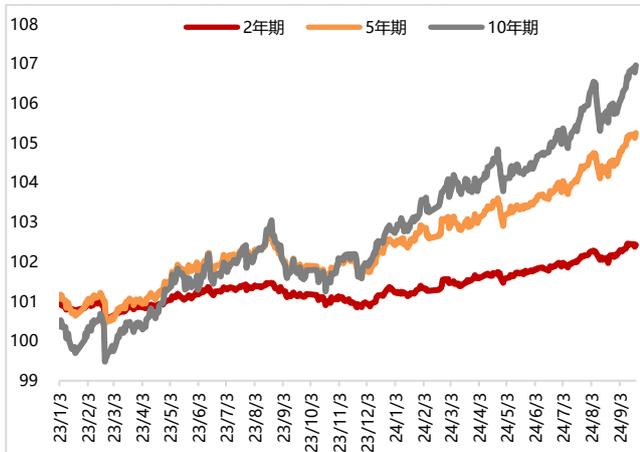


图 5 上周各期限国开债隐含税率继续上行(%)



图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差大幅收敛

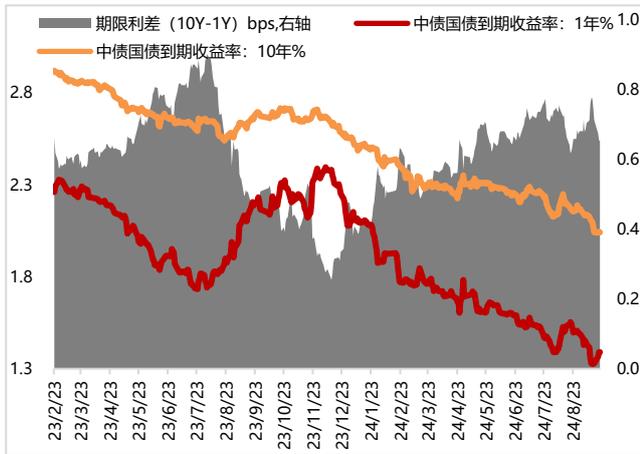
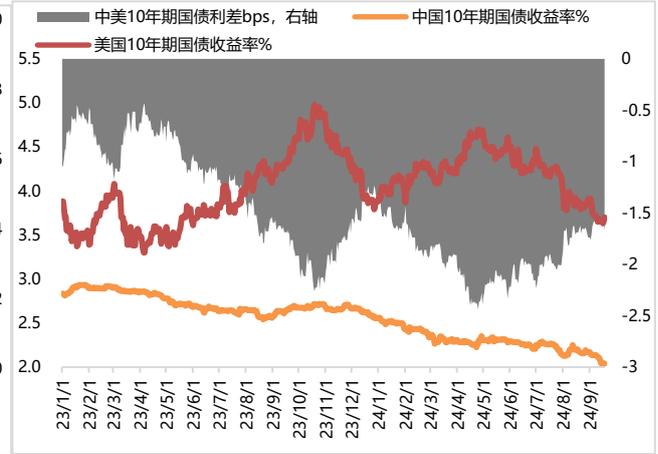


图 7 上周中美 10 年期国债利差倒挂幅度继续加深



数据来源: Wind 东方金诚

## 1.2 一级市场

上周共发行利率债 96 只, 环比增加 6 只, 发行量 4820 亿, 环比减少 4186 亿, 净融资额 2624 亿, 环比减少 2119 亿。分券种看, 上周国债、政金债、地方债发行量环比均减少; 政金债净融资额环比增加, 而国债、地方债净融资额环比减少。

表 1 利率债发行和到期 (亿元)

	上周发行量	前周发行量	上周偿还量	前周偿还量	上周净融资额	前周净融资额
国债	1500	5003.1	1947.4	3312.4	-447.4	1690.7
政金债	930	1200	0	560	930	640
地方政府债	2389.89	2802.75	248.56	390.1	2141.33	2412.66
合计	4819.89	9005.85	2195.96	4262.5	2623.93	4743.36

数据来源: Wind 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可: 共发行 3 只国债, 平均认购倍数为 2.31 倍; 共发行 12 只政金债, 平均认购倍数为 3.81 倍; 共发行 81 只地方政府债, 平均认购倍数为 24.90 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

## 二、上周重要事件

- **美联储启动降息，首次降息幅度为 50bp。** 北京时间 9 月 19 日凌晨，美联储宣布，联邦基金利率的目标区间从 5.25%-5.50% 降至 4.75%-5.00%，降幅 50bp。这是美联储 2022 年 3 月启动本轮紧缩周期以来的首次降息。本次降息决策并未得到全体 FOMC 投票委员支持。决议声明显示，有一人投票反对降息 50bp，投反对票的美联储理事鲍曼支持降息 25bp。

最新公布的利率点阵图显示，相比今年 6 月美联储公布的上次更新点阵图，本次美联储官员对最近三年降息的预期力度大幅提升。点阵图预期的今年利率预期中位值从上次的 5.125% 降至 4.375%，明年、即 2025 年的利率中位值从 4.125% 降至 3.375%，降幅为 75bp，后年的利率预期中位值从 3.125% 降至 2.875%，降幅 25bp。

会后，鲍威尔在新闻发布会上表示，美联储并非急于降息，降息 50bp 主要是为了确保美国经济实现软着陆，并强调美国经济目前没有衰退迹象，也不认为经济衰退即将到来。他警告称所有人都不应当认为降息 50bp 是新的趋势，下一步的行动取决于经济数据，未来并没有设定任何固定的利率路径。

- **9 月 LPR 报价保持不变。** 9 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布新版 LPR 报价：1 年期品种报 3.35%，上月为 3.35%；5 年期以上品种报 3.85%，上月为 3.85%。

9 月两个期限品种的 LPR 报价保持不变，主要有两方面原因。首先，7 月 LPR 报价下调 10 个基点，当前处于 7 月降息后的政策效果观察期，短时间内连续下调政策利率并引导 LPR 报价跟进下调的迫切性并不大。其次，受银行净息差压力偏大影响，当前利率下调存在一定约束。展望未来，美联储较大幅度降息后，国内货币政策灵活调整空间扩大，短期内降息降准概率都在上升。综合考虑经济运行态势及物价水平，四季度央行还有可能再

度下调主要政策利率，届时将引导 LPR 报价跟进下调。

### 三、实体经济观察

上周生产端高频数据多数上涨，其中，高炉开工率、石油沥青装置开工率、日均铁水产量均小幅上涨，半胎钢开工率则小幅下跌。从需求端来看，上周 BDI 指数有所回升，而出口集装箱运价指数 CCFI 延续下跌；上周 30 大中城市商品房销售面积明显回落。物价方面，上周猪肉价格继续下跌，而大宗商品价格多数上涨，其中，铜、螺纹钢以及原油价格均继续上涨。

图 8 上周高炉开工率小幅上涨 (%)

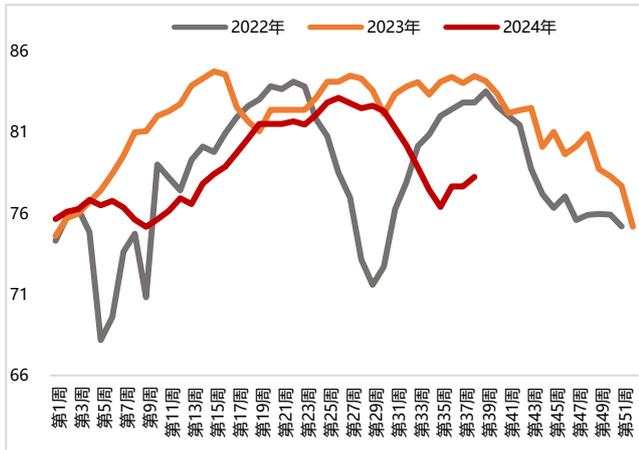


图 9 上周石油沥青装置开工率小幅回升 (%)

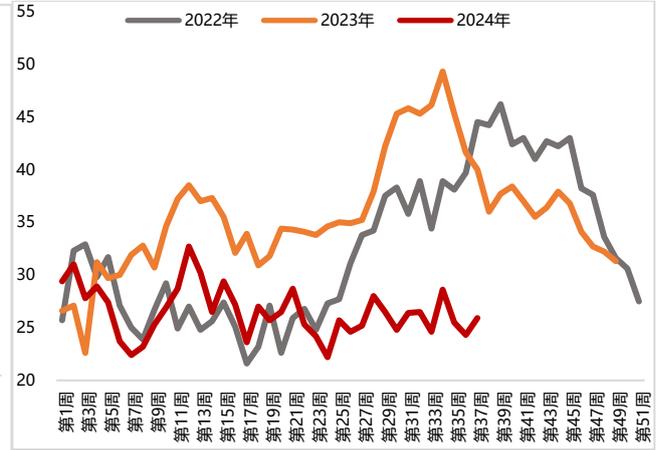


图 10 上周半钢胎开工率小幅下跌 (%)

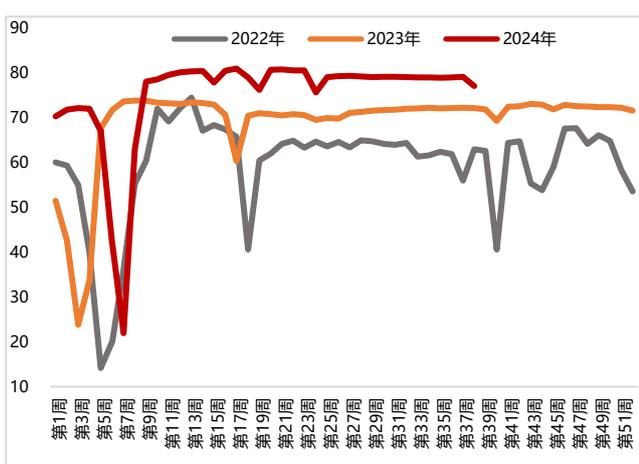


图 11 上周日均铁水产量(247 家)继续小幅上涨(万吨)

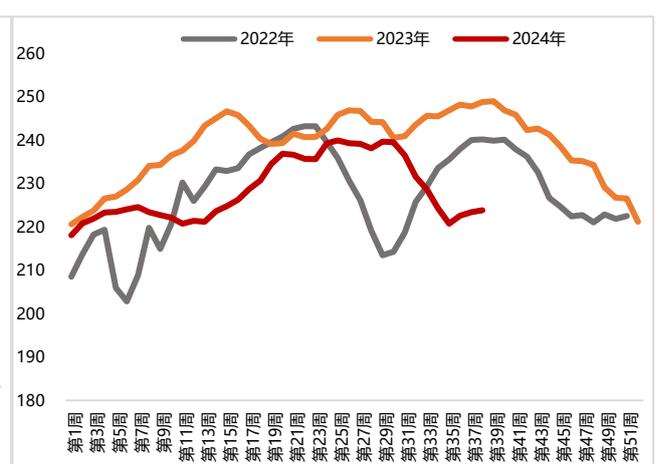


图 12 上周 30 城商品房成交面积明显回落 (万 m<sup>2</sup>)

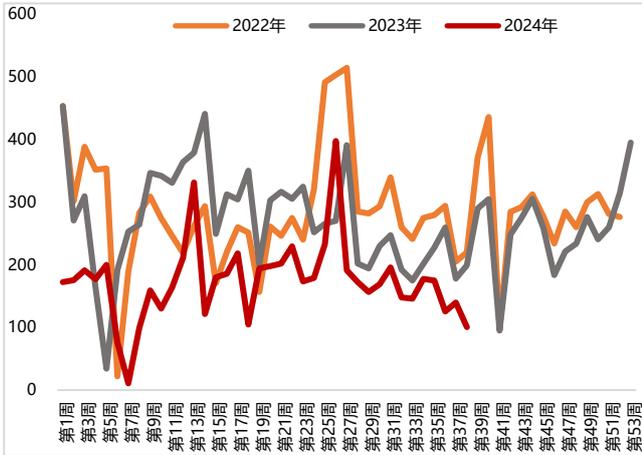


图 13 上周 BDI 指数明显回升

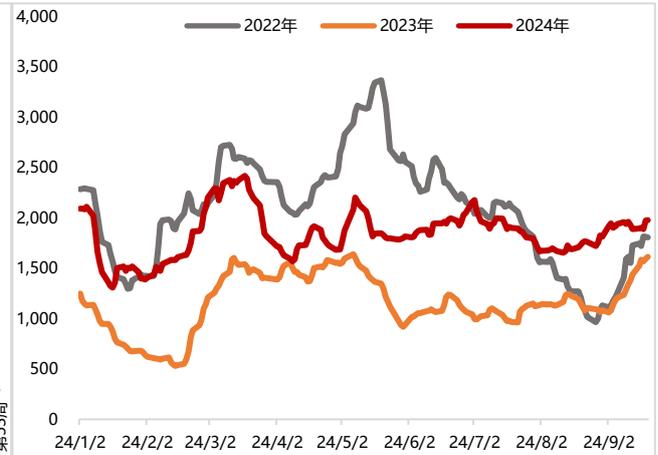


图 14 上周 CDFI 指数明显回升



图 15 上周 CCFI 指数继续下跌

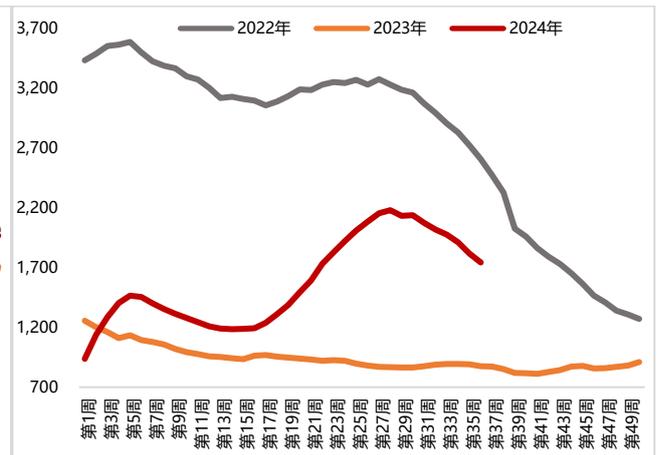


图 16 上周猪肉价格继续下跌

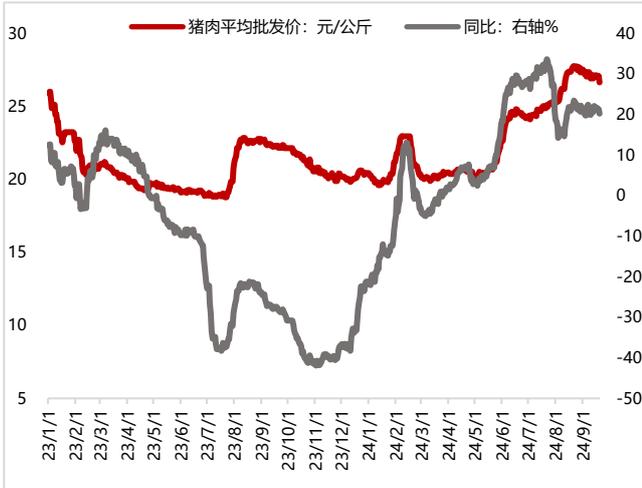


图 17 上周国际油价继续上涨

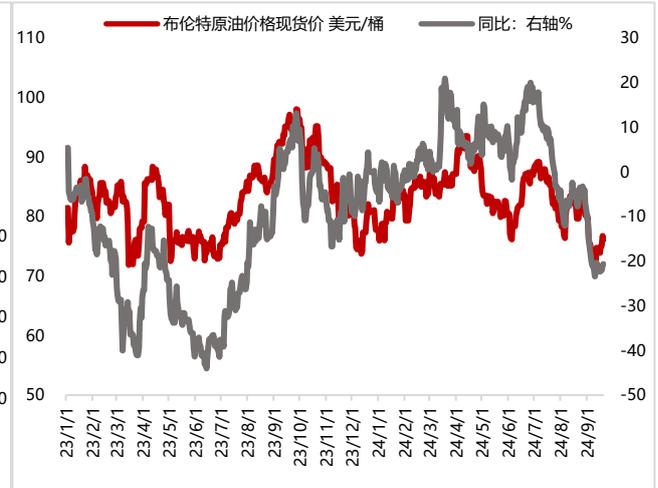


图 18 上周铜期货价格继续上涨

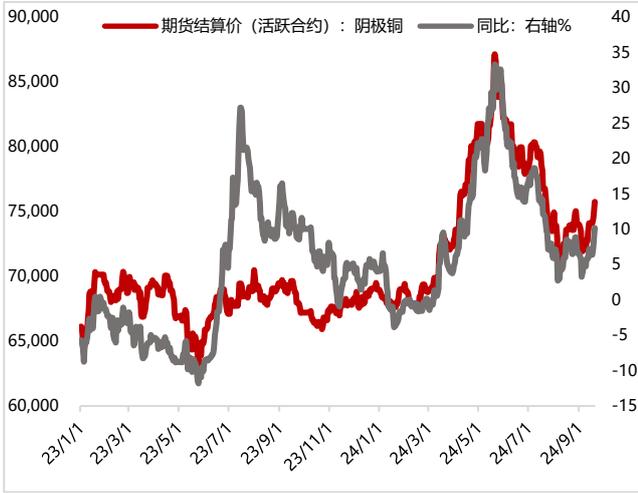
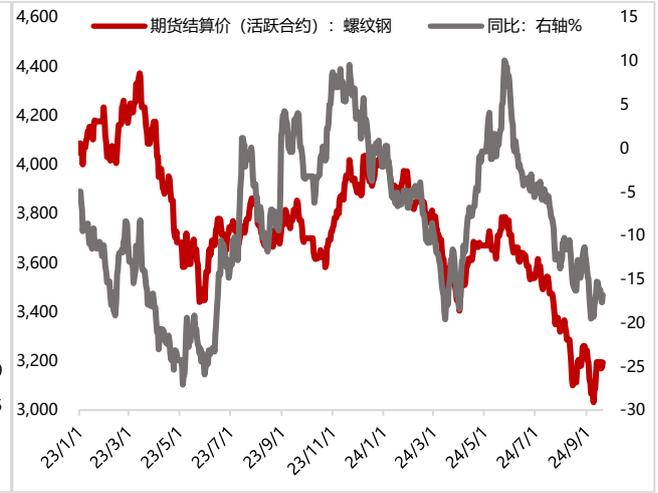


图 19 上周螺纹钢期货价格微幅上涨



数据来源: Wind 东方金诚

#### 四、上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净投放资金 1882 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)	名称	发生量 (亿元)	利率 (%)
2024/9/18	逆回购 7D	5682	1.7	逆回购 7D	4875	1.7
2024/9/18				MLF 366D	5910	2.5
2024/9/19	逆回购 7D	5236	1.7	逆回购 7D	1608	1.7
2024/9/20	逆回购 7D	5719	1.7	逆回购 7D	2362	1.7
<b>发行</b>	16637					
<b>到期</b>				14755		
<b>净投放</b>	1882					

数据来源: Wind 东方金诚

图 20 上周 R007、DR007 波动上行 (%)

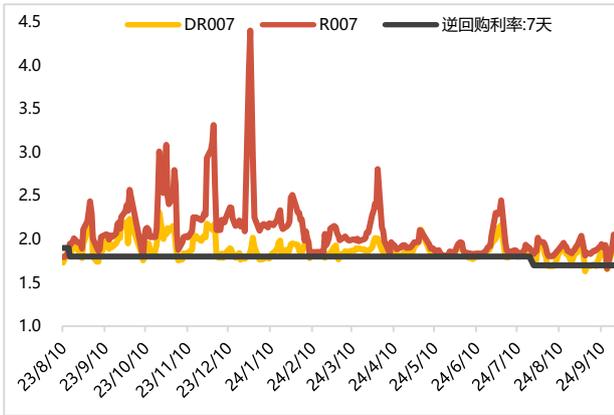


图 21 上周股份行同业存单发行利率继续波动下行 (%)



图 22 上周各期限国股直贴利率先下后上，整体下行 图 23 上周质押式回购成交量继续下跌 (亿元)

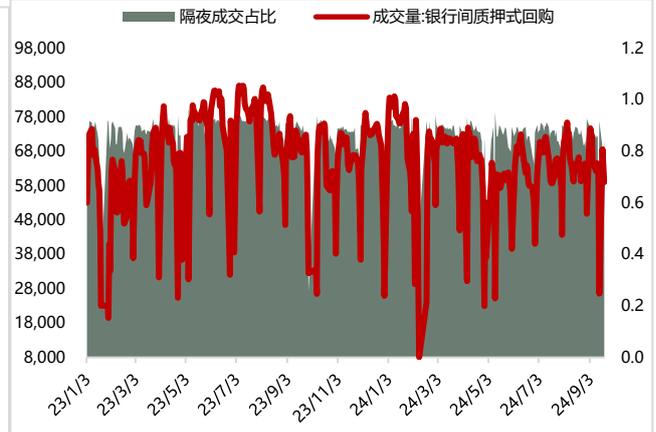
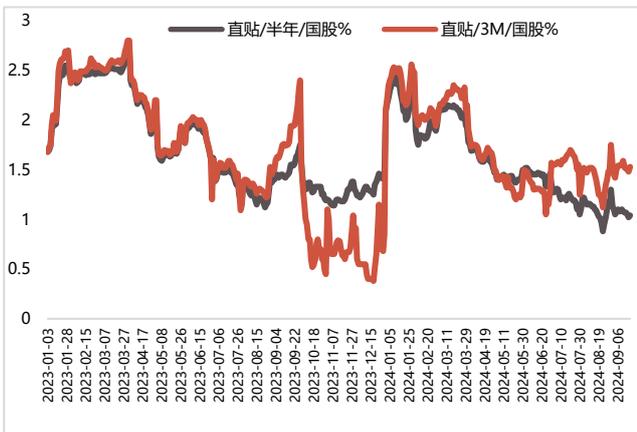
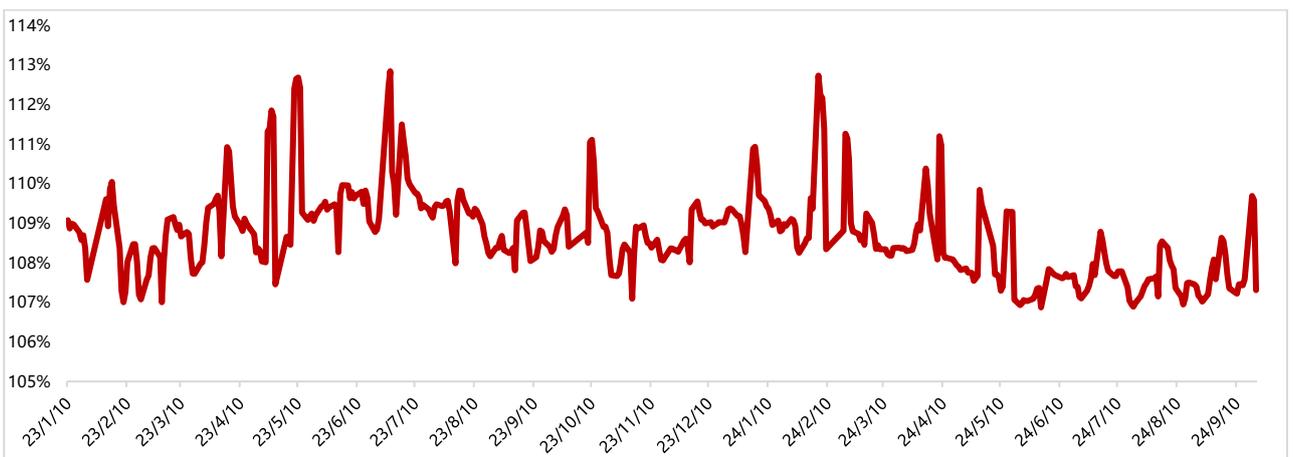


图 24 上周银行间市场杠杆率先上后下，整体小幅下行



注：杠杆水平=银行间债券市场托余额/（银行间债券市场托余额-待回购质押式回购余额），其中银行间债券市场托余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计  
数据来源：Wind 东方金诚

## 附表:

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率 (%)	全场倍数
24 贴现国债 57	400	0.2493	1.312	2.206
24 贴现国债 56	650	0.4986	1.3408	1.9945
24 特别国债 05(续发)	450	20	2.33	2.7358

数据来源: Wind 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率 (%)	全场倍数
24 国开清发 03(增发 3)	40	3	1.6384	5.33
24 国开清发 01(增发 19)	50	7	1.9326	3.94
24 进出 09(增 3)	90	1	1.45	4.3833
24 进出 11(增 4)	50	10	2.0525	6.294
24 国开 04(增 2)	70	2	1.5513	3.06
24 国开 14(增 15)	30	3	1.7941	4.45
24 国开 08(增 15)	110	5	1.7483	3.18
24 国开 15(增 16)	150	10	2.0678	2.46
24 农发 21(增 8)	110	1	1.4342	2.1927
24 农发 13(增 8)	50	3	1.6707	3.626
24 农发 15(增 2)	40	5	1.7813	4.03
24 农发 20(增 11)	140	10	2.1061	2.7743

数据来源: Wind 东方金诚

附表 3 上周地方债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率 (%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度 (bps)	全场倍数	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行利率 (%)	较前 5 日国债收益率均值上浮幅度 (bps)	全场倍数
24 大连债 14	26.30	10	2.11	5	24.70	24 辽宁 20	0.75	10	2.12	5	28.27
24 大连债 15	0.30	15	2.19	5	25.33	24 辽宁 21	4.20	15	2.2	5	27.00
24 大连债 16	34.66	20	2.24	5	23.92	24 辽宁 22	16.05	20	2.26	5	27.75
24 大连债 17	0.94	30	2.25	5	24.13	24 辽宁 23	2.90	10	2.12	5	26.31
24 宁波 16	19.30	7	1.98	5	19.87	24 辽宁 24	4.33	15	2.2	5	26.58

24 宁波 17	4.90	10	2.11	5	19.16	24 辽宁 25	12.93	20	2.26	5	26.95
24 宁波 18	3.00	5	1.77	5	20.50	24 辽宁 26	0.84	30	2.27	5	27.02
24 宁波 19	111.00	10	2.11	5	18.81	24 黑龙江债 16	10.60	5	1.77	5	19.56
24 宁波 20	1.20	10	2.11	5	20.17	24 黑龙江债 17	21.13	7	1.98	5	17.72
24 宁波 21	4.00	15	2.19	5	20.30	24 黑龙江债 18	96.31	10	2.12	5	16.49
24 宁波 22	1.65	10	2.11	5	19.52	24 黑龙江债 19	31.39	15	2.2	5	18.22
24 宁波 23	1.21	15	2.19	5	19.01	24 黑龙江债 20	2.14	5	1.77	5	18.18
24 宁波 24	28.22	20	2.24	5	17.13	24 黑龙江债 21	3.00	10	2.12	5	18.93
24 宁波 25	32.72	30	2.25	5	19.09	24 黑龙江债 22	3.52	10	2.12	5	17.82
24 重庆债 31	10.00	3	1.56	10	24.61	24 黑龙江债 23	2.42	15	2.2	5	18.33
24 重庆债 32	1.84	10	2.12	5	24.46	24 黑龙江债 24	29.09	20	2.26	5	18.53
24 重庆债 33	59.85	15	2.2	5	23.39	24 黑龙江债 25	37.20	30	2.27	5	20.05
24 重庆债 34	16.68	20	2.26	5	29.41	24 黑龙江债 26	126.00	10	2.12	5	15.45
24 重庆债 35	109.72	30	2.27	5	30.08	24 黑龙江债 27	2.21	3	1.51	5	14.96
24 重庆债 36	4.28	10	2.12	5	26.66	24 黑龙江债 28	33.35	20	2.26	5	18.12
24 重庆债 37	80.00	5	1.77	5	25.40	24 山东 51	34.80	7	1.98	5	21.72
24 重庆债 38	5.00	5	1.77	5	26.68	24 山东 52	166.18	30	2.27	5	23.95
24 安徽债 62	56.63	7	1.98	5	27.65	24 山东 53	1.33	20	2.26	5	21.88
24 安徽债 63	17.90	5	1.77	5	30.01	24 山东 54	3.41	10	2.12	5	24.99
24 安徽债 64	10.18	7	1.98	5	31.00	24 山东 55	20.39	7	1.98	5	22.09
24 安徽债 65	4.76	10	2.12	5	31.30	24 山东 56	5.73	10	2.12	5	24.43
24 安徽债 66	1.40	10	2.12	5	29.79	24 山东 57	1.35	7	1.98	5	22.96
24 安徽债 67	4.53	10	2.12	5	31.28	24 山东 58	39.26	10	2.12	5	19.85
24 安徽债 68	40.39	15	2.2	5	29.27	24 湖南债 39	80.07	5	1.51	-21	24.48
24 安徽债 69	49.61	20	2.26	5	39.87	24 湖南债 40	7.96	15	1.77	-39	26.67
24 安徽债 70	8.30	30	2.27	5	39.65	24 湖南债 41	2.98	15	2.21	5	26.14
24 安徽债 71	141.17	7	1.98	5	28.19	24 湖南债 42	43.84	20	2.21	-2	24.95
24 安徽债 72	249.83	10	2.12	5	24.88	24 湖南债 43	35.86	30	2.28	4	28.44
24 吉林债 32	8.72	7	1.98	5	21.50	24 湖南债 44	58.55	30	2.29	5	28.35
24 吉林债 33	11.77	18	2.26	5	23.40	24 陕西 27	35.98	10	2.13	4	33.80
24 吉林债 34	1.30	10	2.12	5	22.85	24 陕西 28	2.07	5	1.77	5	35.94
24 吉林债 35	3.37	15	2.2	5	21.96	24 陕西 29	5.10	7	1.99	5	37.71
24 吉林债 36	2.95	18	2.26	5	24.51	24 陕西 30	53.49	20	2.28	5	44.31
24 吉林债 37	2.00	26	2.27	5	26.05	24 陕西 31	42.16	10	2.13	4	34.97
24 吉林债 38	15.99	5	1.77	5	21.20	24 陕西 32	85.47	7	1.99	5	34.37
24 辽宁 19	36.00	10	2.12	5	25.94						

数据来源: Wind 东方金诚

**权利及免责声明：**

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

**地址：**北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

**电话：**86-10-62299800（总机）

**传真：**86-10-62299803

**邮箱：**DFJCPX@coamc.com.cn