

内容目录

一、 12月债市前瞻：供给冲击有限，年末利率易下难上	4
二、 11月债市复盘	5
2.1 债市走势复盘：市场博弈焦点由供给逐步转向政策预期	5
2.2 资金面：宽松	6
2.3 二级走势：收益率震荡下行	8
2.4 债市情绪：缩量上涨，久期续升	9
2.5 债券供给：利率债净融资创年内新高	10
三、 经济数据：地产反弹动力趋缓，出口量价均走强	14
四、 海外债市：会议纪要显示美联储倾向逐步降息	16
五、 大类资产：股债双牛	18
六、 政策梳理	19
七、 风险提示	24

图表目录

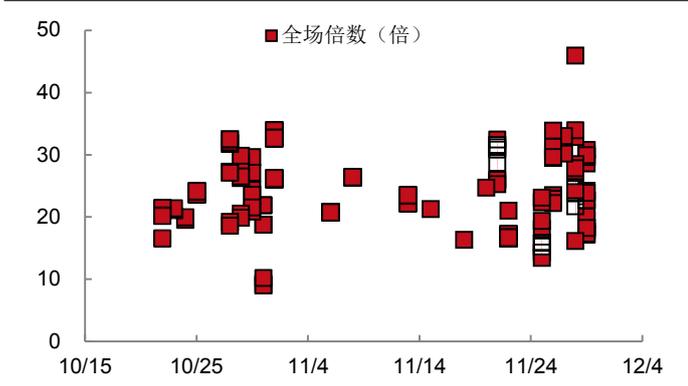
图 1：特殊再融资债一级投标倍数	4
图 2：特殊再融资债发行利差	4
图 3：特殊再融资债发行对债市冲击有限	4
图 4：11月央行综合使用四大工具净投放资金 2606 亿元	4
图 5：11月资金分层弱于季节性（DR007-R007，BP）	5
图 6：12月债市易下难上（10年期国债到期收益率，%）	5
图 7：每月公开市场投放规模（亿元）	7
图 8：隔夜回购利率（%）	7
图 9：七天回购利率（%）	7
图 10：存单发行利率和 FR007-1Y 互换利率（%）	8
图 11：半年国股银票转贴现利率（%）	8
图 12：30Y 国债换手率与国债利率（周度，%）	9
图 13：十年利率债活跃券换手率与国债利率（日度，%）	9
图 14：银行间债市杠杆率（%）	10
图 15：交易所债市杠杆率（%）	10
图 16：中长期纯债型基金中位数（年）与久期分歧度	10
图 17：中长期利率债基金中位数（年）与久期分歧度	10
图 18：利率债净融资额月度走势（亿元）	11
图 19：本周同业存单净融资转正	13

图 20: 2022 年以来 AAA 同业存单期限利差走势 (bp)	13
图 21: 本周五 1YNCD-R007 利差为 0.4bp, 环比收窄 6.6bp.....	13
图 22: 本周五 1YNCD-1Y 国债利差为 43bp, 环比走窄 9bp	13
图 23: 中美 10Y 国债收益率利差 (%)	18
图 24: 大类资产涨跌幅 (%)	18
表 1: 11 月情况总结与 12 月关注	5
表 2: 11 月国债和国开债收益率走势.....	8
表 3: 国债、地方债、政金债、同业存单发行情况	11
表 4: 本月国债发行情况与下月国债计划发行情况	11
表 5: 中观高频经济数据表现	14
表 6: 基建与物价高频数据表现	16
表 7: 各市场主权债变动情况	17

一、12月债市前瞻：供给冲击有限，年末利率易下难上

11月债市重点围绕美国大选、美联储议息会议、全国人大常委会、超长期再融资债供给冲击等事件交易，上旬在特朗普当选、美联储降息、化债方案落地等事件带动下，债市整体走强。中旬受到超长期特殊再融资债供给冲击预期影响，债市出现回调，尤其是长期和超长期债券收益率上行较多。不过随着21日之后特殊再融资放量发行，市场承接良好，叠加月末市场提前交易12月重要会议和配置行情，利率快速下行，10年期国债收益率下破9月低点。在整体情绪带动下，叠加股市进入调整期，信用债收益率多数下行，利差持续修复，低评级券种表现更好。

图1：特殊再融资债一级投标倍数

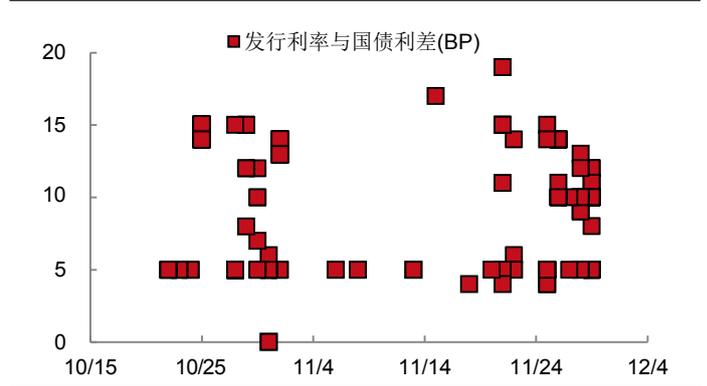


注：包含普通特殊再融资债和置

换债务特殊再融资债资料来源：

Quebee,

图2：特殊再融资债发行利差



注：包含普通特殊再融资债和置

换债务特殊再融资债资料来源：

Quebee,

12月预计央行持续呵护流动性，供给冲击有限。10月以来特殊再融资债已发行约1.4万亿，后续仍有1万亿待发（2万亿化债额度+4000亿地方债限额），特殊再融资债集中投放时，仍可能对债市造成干扰。不过从11月最后两个交易日来看，特殊再融资债分别集中发行2603亿元、3629亿元，但对债市冲击有限，主要是央行积极投放流动性，尤其是MLF操作改到25日后，月末流动性通常较为充裕。从全月来看，央行综合使用质押式逆回购、买断式逆回购、国债现券买卖、MLF四大工具净投放资金2606亿元，以对冲MLF到期和政府债供给冲击，资金分层显著好于季节性。展望12月，预计央行继续通过四大工具和降准呵护流动性，以抵消12月MLF到期、政府债供给及年末实体部门资金需求的冲击，资金分层情况有望继续好于季节性。

图3：特殊再融资债发行对债市冲击有限

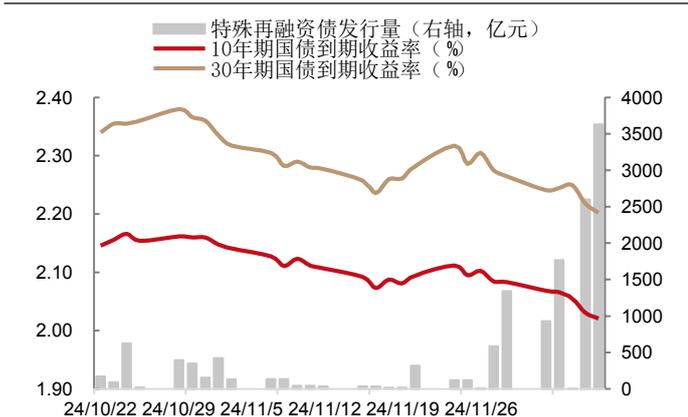
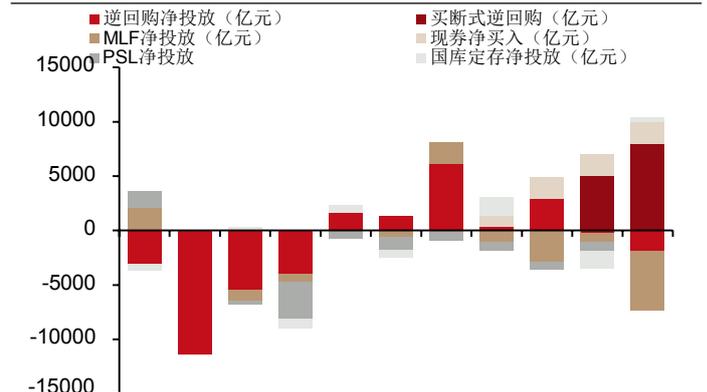


图4：11月央行综合使用四大工具净投放资金2606亿元



资料来源：iFinD，

注：11 月不包含 PSL 数据

资料来源：iFinD，

12月利率易下难上。从债市季节性变化来看，12月受到年末货币倾向宽松、银行理财和保险等机构提前配置长端利率债等因素影响，利率往往下行。当前货币政策坚持保持支持性立场，叠加政府债供给冲击影响有限，12月债市或延续季节性规律，易下难上。不过需要注意的是，今年以来央行多次提示银行减少“规模情结”，且金融业增加值核算方法已做调整，银行冲击“开门红”动力可能有所下降，因此“抢配”力度可能有所减弱。

图 5：11月资金分层弱于季节性（DR007-R007，BP）

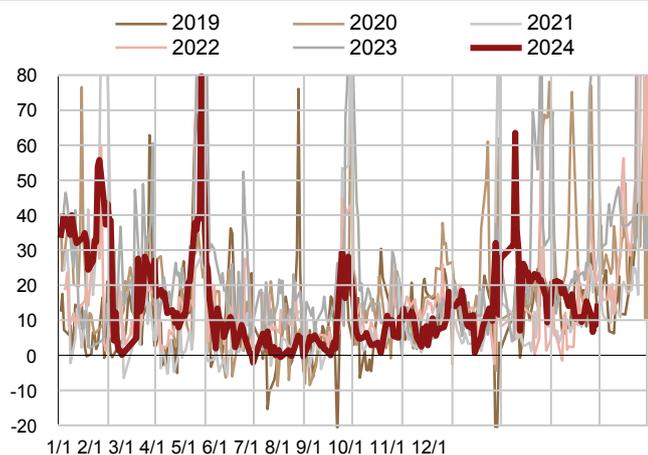
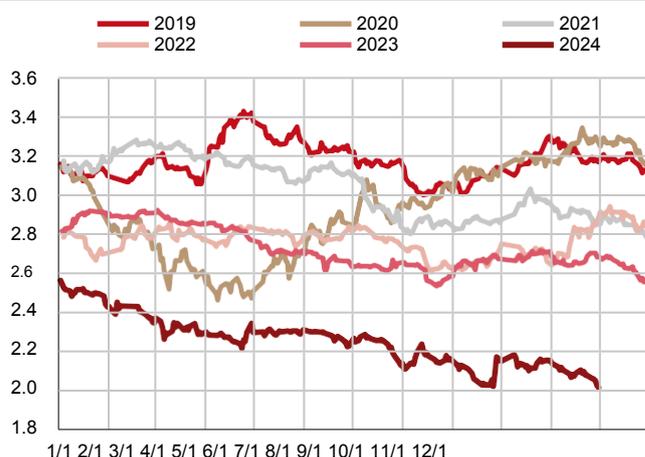


图 6：12月债市易下难上（10年期国债到期收益率，%）



资料来源：iFinD，

资料来源：iFinD，

12月市场或围绕资金面和政策面交易，关注年末配置行情。在12月配置行情、明年货币政策进一步宽松预期下，债市向好趋势尚难扭转，若政策超预期可能对债市造成一定扰动，建议关注调整中的增配机会。中央经济工作会议之前，预计十年国债在 2.0~2.1%、30Y 国债在 2.15~2.28% 区间震荡；会议后若宽松预期重燃，利率或再度突破前低。此外，优化非银同业存款利率自律管理的倡议意味着同业存款利率趋降，广谱利率延续下行趋势，比价优势下关注同业存单、高等级短久期债券的配置机会。

表 1：11月情况总结与12月关注

因子	11月总结	12月关注
整体走势	市场博弈焦点由供给逐步转向政策预期	中央经济工作会议、宽松货币政策
资金面	宽松	降准等宽松政策落地、同业存款利率下调情况
债市情绪	全月换手率与基金久期回升	年末机构“抢配”力度
经济数据	10月规上工业企业利润降幅收窄，11月制造业 PMI 扩张加快	11月通胀、社融、外贸、经济数据
政策方向	增加限额置换存量隐性债务，房地产多项税收调整稳定楼市	中央经济工作会议及各增量刺激政策落地
海外债市	会议纪要显示美联储倾向逐步降息	美联储货币政策会议、美国经济数据
权益市场	小幅走强	权益市场情绪的变化与增长持续性
商品市场	美元、原油走强，沪铜、螺纹钢走弱	美元、黄金走势

资料来源：iFinD，

二、11月债市复盘

2.1 债市走势复盘：市场博弈焦点由供给逐步转向政策预期

第一周：10Y 国债利率下行 3bp 至 2.11%。11 月月初收益率波动加剧、震荡下行。当周的市场交易重心在三个重要的事件（美国大选、美联储议息会议、全国人大常委会），市

场主要在博弈重要会议落地后政策发力的节奏与规模，以及对于后续市场预期的影响。美国大选落地后市场进入到“特朗普 2.0”交易，潜在的关税冲击或影响国内政策的力度，全国人大常委会公布政策组合拳，整体围绕“化债”为主，减轻了地方政府的债务压力，和市场预期较为接近，债市再次进入到做多胜率逐步修复，赔率中性的阶段。从基本面而言，财政政策发力后或形成短期的经济脉冲，包括地缘政治影响下的“抢出口”效应也会提升短期经济动能，在 10 月财新服务业 PMI 高于预期、出口高增等最新数据中得到验证。

第二周：10Y 国债利率下行 1bp 至 2.09%。当周债市回归基本面定价，供给扰动市场情绪，收益率中短端牛平，长端走陡。当周前半周通胀数据表现偏弱、金融数据显示社融增速回落，叠加货币宽松预期，长债收益率一度牛陡逼近前期低点。周中长端整体维持震荡态势，多空彼此僵持。当周三财政部等三部门发布多项楼市税收优惠新政。当周五 10 月宏观数据显示经济边际企稳，债市定价力度有限，盘中扰动主要围绕“置换存量隐性债务”再融资专项债券，发行节奏超预期，引发市场对供给及承接端担忧，超长端品种承压明显，当日河南首批置换债落地，尾盘超长端跌幅较大。当周临近税期且巨量 MLF 到期，流动性压力较大，但央行呵护态度明显，资金价格周内走势有所波动但整体平稳。

第三周：10Y 国债利率下行 1bp 至 2.08%。第三周债市继续围绕地方债供给动态博弈，收益率中短端走陡，长端牛平。当周周初多地公告置换隐性债务专项债发行计划，债市持续担忧对于地方债供给冲击市场缺少稳定的承接力量，且大行等机构卖长买短“腾挪空间”，超长端国债引领跌幅，短端收益率普遍小幅下行。周中市场有关年内发债节奏和期限偏克制的消息带动债市情绪好转，叠加股市表现偏弱、地方专项债发行结果好于预期、年末降准落地宽松预期，市场供给担忧缓释，债市震荡走强。

第四周：10Y 国债利率下行 5bp 至 2.02%。第四周年末“抢跑”行情提前启动引债市牛陡。当周一 MLF 意外延迟公布，市场对货币宽松预期加理财自建估值模型或增加债市配置需求，年末首波“抢跑”情绪被点燃。当周中前 10 个月工业企业利润降幅走扩，置换债供给上量但市场承接到位，市场焦点逐步转向 12 月政策预期，收益率震荡下行。当周五资金均衡宽松，两项存款利率自律倡议 12 月 1 日生效，短端收益率显著下行，尾盘央行公布 11 月开展 8000 亿元买断式逆回购操作并净买入国债 2000 亿元，收益率加速下行。

2.2 资金面：宽松

央行资金净回笼 6994 亿元。11 月月初，央行 OMO 连续净回笼，资金面仍偏宽松，叠加当周政府债发行较少，流动性充裕。中旬以来，巨量 MLF 到期、地方债供给放量扰动资金面，但央行逆回购加量投放，缴税影响消除，资金面恢复平衡偏松。月末，MLF 缩量平价续作，央行持续投放跨月资金，同时开展 8000 亿元买断式逆回购操作，全月净买入国债 2000 亿元，新“月末效应”下，资金利率中性偏松，跨月无忧。具体来看，11 月(11/1-11/29)央行逆回购投放 52572 亿元、逆回购到期 54466 亿元，MLF 投放 9000 亿元、MLF 到期 14500 亿元，国库现金定存发行 1200 亿元、国库现金定存到期 800 亿元。

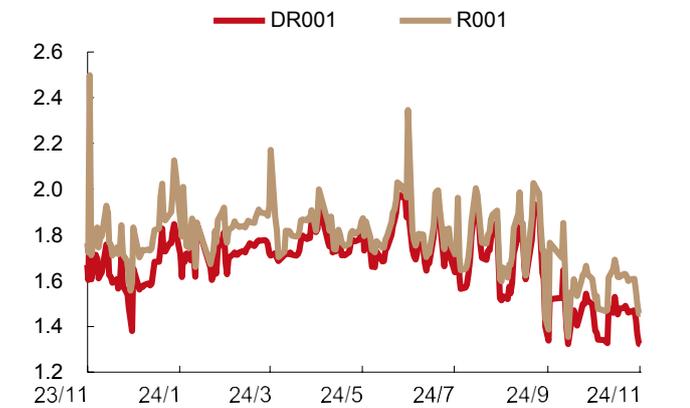
图 7：每月公开市场投放规模（亿元）



资料来源：iFind,

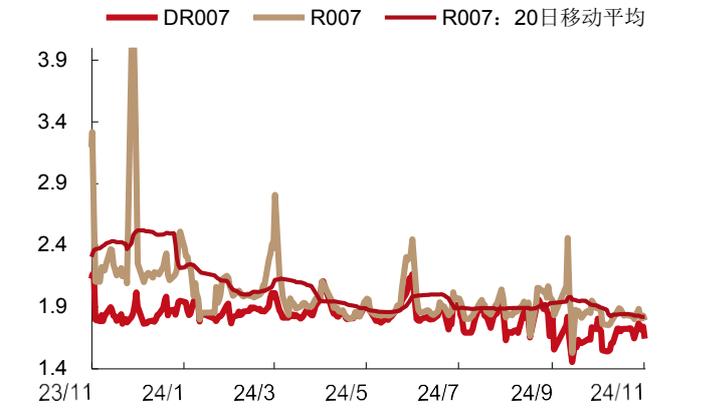
11 月资金面转松。11 月 R001 月均值环比下行 2BP 至 1.56%、R007 月均值环比下行 8bp 至 1.82%；DR001 月均值环比下行 4bp 至 1.42%、DR007 月均值环比上行 2BP 至 1.67%。3M 同业存单发行利率震荡下行后下旬回升，FR007-1Y 互换利率区间震荡后月末大幅下行，国股行票据利率震荡下行后下旬先上后下。截至 11 月 29 日，半年国股银票利率为 0.77%，11 月均值(11/1-11/29)环比同比均降。

图 8：隔夜回购利率（%）



资料来源：iFind,

图 9：七天回购利率（%）



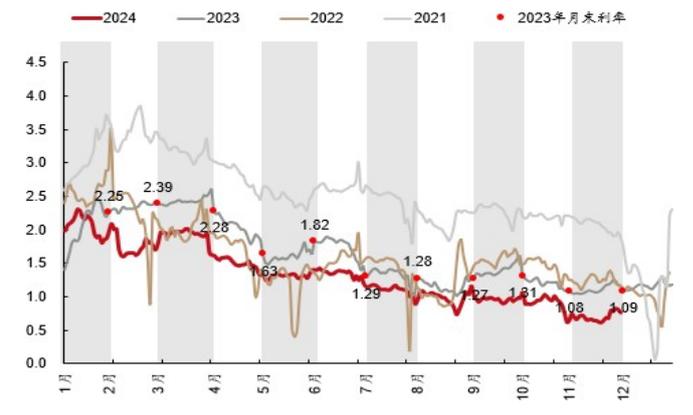
资料来源：iFind,

图 10: 存单发行利率和 FR007-1Y 互换利率 (%)



资料来源: iFinD,

图 11: 半年国股银票转贴现利率 (%)



资料来源: iFinD,

2.3 二级走势：收益率震荡下行

11月收益率震荡下行，10Y、30Y 国债利率分别至 2.02%、2.20%。其中，各关键期限的国债利率均下行；除 5Y-3Y、10Y-7Y 外其余关键期限的国债期限利差均收窄。截至 11 月 29 日，3y、7y 国债收益率较 10 月末下行 17bp、15bp 至 1.41%、1.88%，下行幅度较大；3Y-1Y 期限利差较 10 月末收窄 11bp 至 4bp，收窄幅度较大。

表 2: 11 月国债和国开债收益率走势

		利率水平 (%)								
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	20y	30y	
国债	中位数	1.68	1.95	2.30	2.49	2.66	2.68	2.93	3.07	
	最新水平	1.37	1.37	1.41	1.66	1.88	2.02	2.23	2.20	
	变动情况 (bp)	-4	-6	-17	-13	-15	-13	-12	-13	
	11月走势									
	最新分位数	1	2	0	0	0	0	1	1	
		经调整后分位数	32	32	2	4	8	18	22	13
国开债	中位数	1.78	2.07	2.45	2.59	2.82	2.80	3.15	3.18	
	最新水平	1.53	1.60	1.73	1.77	2.01	2.10	2.25	2.26	
	变动情况 (bp)	-6	-11	-13	-11	-14	-12	-12	-11	
	11月走势									
	最新分位数	10	0	0	0	1	0	1	1	
		经调整后分位数	67	44	10	8	12	16	13	9
		期限利差								
		3年-1年	5年-3年	7年-5年	10年-7年	20年-10年	30年-20年	30年-10年		
国债	中位数	(bp)	30	17	17	2	22	13	36	
	最新水平	(bp)	4	25	22	14	21	-3	18	
	变动情况	(bp)	-11	3	-2	3	-1	-2	-1	
	11月走势	/								
	最新分位数	(%)	0	96	79	95	45	2	8	

前一期分位数 (%)		8	84	91	92	39	3	10
		3年-1年	5年-3年	7年-5年	10年-7年	20年-10年		
中位数 (bp)		29	13	20	1	30		
最新水平 (bp)		13	4	24	9	15		
变动情况 (bp)		-3	2	-3	2	0.3		
国开债 11月走势	/							
最新分位数 (%)		10	3	74	90	15		
前一期分位数 (%)		14	0	88	84	13		
		1y	3y	5y	7y	10y	20y	30y
国开债 中位数		6.84	6.19	4.88	5.52	5.01	6.53	3.61
隐含税率 (%)	最新利率水平	14.57	18.45	6.43	6.86	3.95	0.97	2.71
最新分位数		92	99	77	75	30	7	30

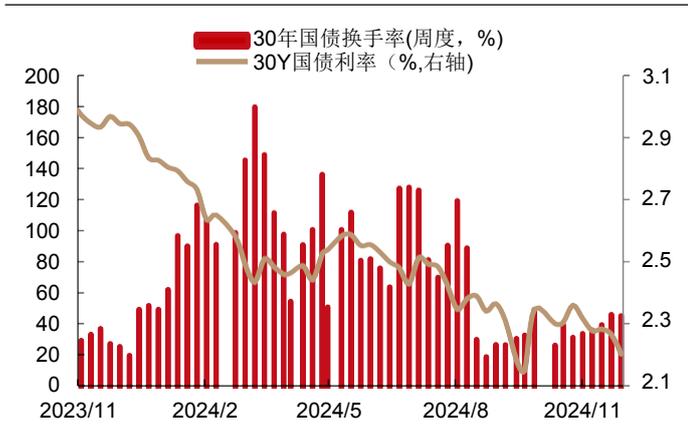
资料来源：iFinD，注：

数据为滚动三年分位数

2.3 债市情绪：缩量上涨，久期续升

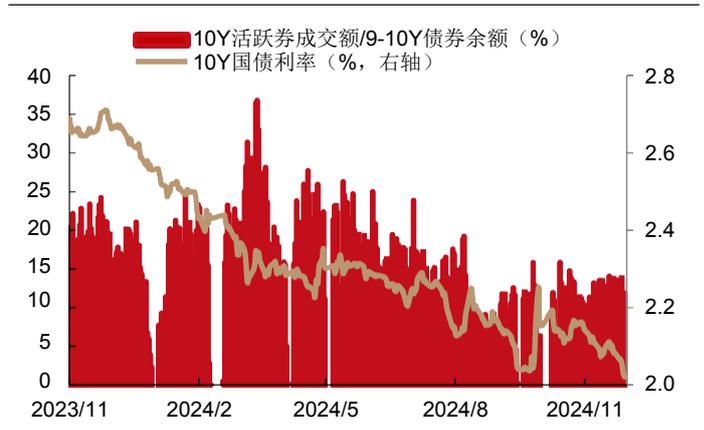
本周债市缩量上涨（11月25日~11月29日当周，下同），基金久期和交易所杠杆率续升，但换手率微降、隐含税率走扩。其中，30Y国债换手率微降至43%；10Y利率债活跃券换手率周均值微降至13%；银行间杠杆率持平、交易所杠杆率续升；基金久期中位数续升至2.60年，其中的利率债基金久期续升至3.02年、周内走势先升后降；10年国开债隐含税率继续走扩。

图 12：30Y 国债换手率与国债利率（周度，%）



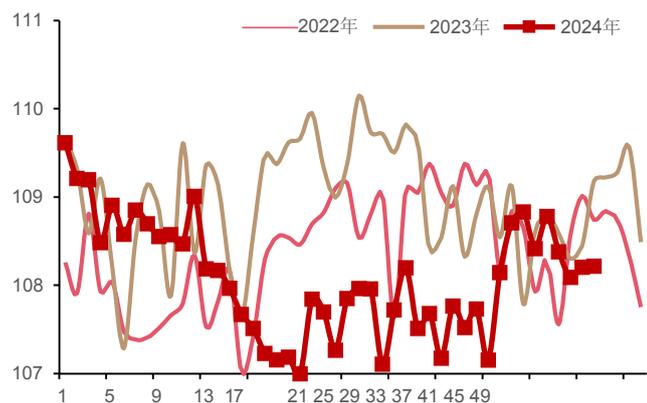
资料来源：iFinD，

图 13：十年利率债活跃券换手率与国债利率（日度，%）



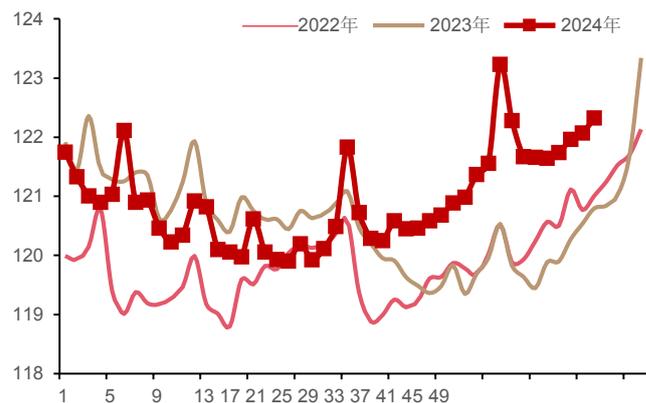
资料来源：iFinD，

图 14：银行间债市杠杆率（%）



资料来源：iFinD、中债登、上清所， 测算

图 15：交易所债市杠杆率（%）



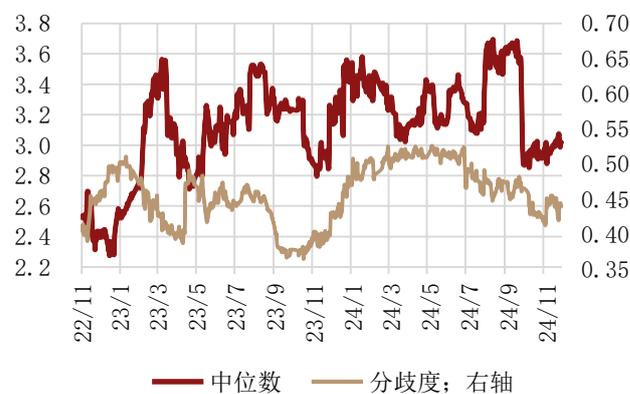
资料来源：iFinD、上交所， 测算

图 16：中长期纯债型基金中位数（年）与久期分歧度



资料来源：iFinD， 测算

图 17：中长期利率债基金中位数（年）与久期分歧度

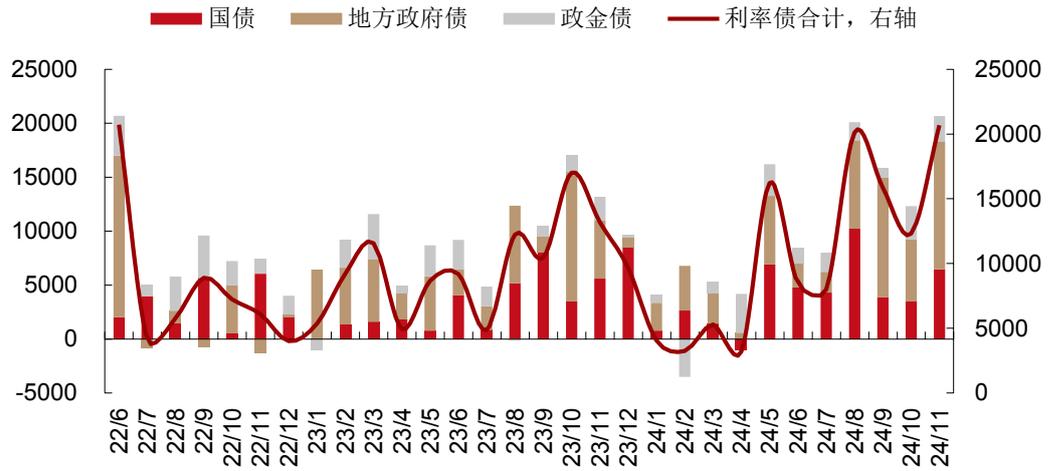


资料来源：iFinD， 测算

2.5 债券供给：利率债净融资创年内新高

利率债净融资创年内新高。截至 11 月 30 日，11 月利率债净融资额为 20680 亿元，较上月大幅增加 8367 亿元，较去年同期增加 7496 亿元。国债、地方政府债净融资额上升，政金债净融资额下降。其中，11 月国债净融资额为 6481 亿元，较上月增加 2995 亿元；11 月地方政府债净融资额为 11850 亿元，较上月大幅增加 6085 亿元；11 月政金债净融资额为 2350 亿元，较上月减少 713 亿元。

图 18: 利率债净融资额月度走势 (亿元)



资料来源: iFinD, , 数据截至 2024 年 11 月 30 日。

表 3: 国债、地方债、政金债、同业存单发行情况

债券类型	发行规模 (亿元)				下月计划发行量
	2024.11	2024.10	2024.9	2023 同期	
同业存单	25252	16462	29168	25166	507
地方政府债	13141	6831	12843	6672	5487
政金债	5762	4360	4550	4556	190
国债	8822	11287	13615	12405	1010
利率债总计	27724	22478	31009	23633	6687
同业存单	3136	-1116	4979	912	-20079
地方政府债	11850	5765	11056	5375	5078
政金债	2350	3064	911	2207	-1370
国债	6481	3486	3895	5603	-4815
利率债总计	20680	12314	15862	13185	-1107

资料来源: iFinD,

注: 下月计划为截至 2024 年 11 月 30 日公布的数据, 实际多为未来一周供给计划, 后续或还有新增。

国债发行规模较上月有所下降。11 月 1 日-11 月 30 日共发行国债 17 只, 合计发行规模 8822 亿元, 较上月下降 2465 亿元, 其中发行期限 1 年及以内的占比为 51%。11 月财政部续发了一期 20 年特别国债, 续发规模 300 亿元; 另续发了一期 30 年特别国债, 续发规模 500 亿元。

表 4: 本月国债发行情况与下月国债计划发行情况

交易代码	债券简称	发行起始日	本月国债发行情况				历史分位数 (%)	历史分位数 (%)	历史分位数 (%)
			发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	全场倍数			
249971.IB	24 贴现国债 71	2024-11-27	602.00	0.25	1.31	2.66	40.70	1.50	45.80
240023.IB	24 付息国债 23	2024-11-22	500.00	10.00	2.04	4.83	95.10	3.69	74.60
249970.IB	24 贴现国债 70	2024-11-20	600.00	0.25	1.33	2.56	37.40	1.63	48.10

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/066030151243011010>