



“宏观基本面”系列

宏观专题研究报告
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

地产债务再审视：曙光初现？

11月中旬以来，政策对地产行业融资关注度明显上升。当前融资现状、未来可能支持方向等，本文梳理，敬请关注。

一问：地产行业融资现状？贷款、债券、信托等非标融资整体依然偏弱，民企融资难尤其突出

从贷款上看，房地产相关贷款维持低位、部分股份行拖累较大。2023年前三季度，新增房地产开发贷款4800亿元、同比减少近3成，个人住房贷款前三季度累计净减少4000亿元。从上市银行报表也可窥见一斑，33家上市银行新增房地产贷款不足4000亿元、部分股份行拖累明显、年中房地产贷款增速-1%、低于整体平均增速的8%左右。

债券融资较前两年同期边际好转，内部结构分化突出、民企发债不足一成、利率高于整体水平。2023年前10月，地产债净融资-395亿元，2021年、2022年同期地产债净融资分别为-1370亿元和-405亿元左右。融资内部也呈现明显分化，国企发债占比大幅抬升30个百分点至90%左右，民企发债占比不足10%、且发行利率高于整体水平85BP左右。信托等非标融资断崖式收缩，前7月规模不足2018-2021年同期均值的1成、利率依然偏高。2023年以来房地产信托前7月发行不足330亿元、同比减少超6成，2018年至2021年同期发行均值为5460亿元左右。融资收缩的同时，发行利率边际有所回落、但依然偏高，2023年以来平均发行利率较2022年回落60BP左右至6.9%。

二问：反映在房企报表上？房企负债、筹资现金流等延续收缩，个别房企潜在风险仍需留意

融资渠道收缩，在上市房企报表上也可窥见一斑，负债增速大幅回落、尤其是民企。106家上市房企总负债增速于2023年9月跌至-8%、创近年新低，其中，民企负债增速回落幅度更大、-13%左右。与之类似，2023年三季度上市民营企业资产负债率较2020年底回落0.8个百分点、幅度大于整体水平。

筹资现金流自2021年来持续收缩，个别房企2023年前三季度筹资现金流进一步恶化。上市房企筹资现金流于2021年落入负值区间、单季度一度超-2800亿元，2023年来，筹资现金流季度平均收缩2300亿元左右。个别房企筹资现金流进一步恶化，例如，2023年前三季度某500强上市房企筹资现金流-900亿元左右、去年同期为170亿元左右。好在债务到期压力最大阶段或已过去，但个别房企负债压力边际回升、筹资现金流恶化，仍需留意尾部风险。2023年地产债到期近5000亿元、明年到期约为3000亿元左右，较2021年到期高峰已明显缓和；类似地，截至2023年9月，上市房企一年内到期非流动性负债较高位阶段已减少近35%。整体债务压力虽有缓解，但个别房企潜在风险仍需留意。

三问：未来或如何演绎？购房政策、信贷投放、房企融资约束等政策实施、落地效果待进一步跟踪

近期，针对地产行业融资偏弱现状，政策已释放积极信号，其中，因城施策下部分省市从供需两端已出台相关政策，但受制于收入和房企预期等，销售回款等后续还待跟踪。三季度末以来，一线城市继“认房不认贷”后，推出公积金政策优化、非核心区限购放松等政策；二、三线城市地产政策调整更为频繁，涉及优化住房信贷，降低购房门槛等。信贷投放方面、“三个不低于”，或向城中村改造等领域倾斜，对地产行业融资或有边际增量贡献。11月中旬，央行联合召开金融机构座谈会，强调金融机构要积极服务“城中村”改造、“平急两用”公共基础设施建设等。结合城区内自建户数数和建面、拆除比例等，中性情境下，“城中村”改造总投资或在2-4万亿元左右。

房企自身融资方面，部分房企“三条红线”约束、预售资金监管等会否优化，后续还待跟踪。除了稳定融资来源，此前部分融资约束条件会否优化，也值得关注。例如，2023年三季度报中，依然有59家上市房企不完全满足“三条红线”，部分省市商品房预售资金监管收严、债权人权益保全措施等一定程度上加大房企资金运转难度。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、地产债务再审视：曙光初现？	4
1.1、一问：地产行业融资现状？	4
1.2、二问：反映在房企报表上？	6
1.3、三问：未来或如何演绎？	8
2、流动性常规跟踪	12
风险提示	14

图表目录

图表 1： 二季度以来，房地产开发贷增速拐头向下	4
图表 2： 个人住房贷款增速年中以来落入负值区间	4
图表 3： 上市银行口径，地产贷款增量明显收缩	4
图表 4： 股份行房地产贷款投放拖累较为明显	4
图表 5： 前 10 月，地产债净融资同比边际好转	5
图表 6： 地产债发行结构中，短期占比相对较高	5
图表 7： 地产债发行主体中，国企占比近 9 成	5
图表 8： 民企地产债发行利率高于整体水平	5
图表 9： 地产信托规模较以往同期大幅收缩	6
图表 10： 地产信托收益率边际回落、仍处高位	6
图表 11： 上市房企负债增速整体回落	6
图表 12： 上市房企资产负债率也明显回落	6
图表 13： 房企筹资现金流自 2021 年来持续处于负值区间	7
图表 14： 部分房企筹资现金流同比进一步恶化	7
图表 15： 地产债到期规模最大阶段已经过去	7
图表 16： 上市房企一年年到期非流动性负债边际减少	7
图表 17： 部分房企到期债务压力边际回升	8
图表 18： 年中以来，地产政策边际放松	8
图表 19： 2023 年 9 月，地方地产政策放松政策密集出台	9
图表 20： 2023 年 9 月，四大一线城市持续优化地产政策	9
图表 21： 未来房价预期依然偏弱	9
图表 22： 居民可支配收入、收入信心尚未修复至疫前	9
图表 23： 近期各部门从多方面支持城中村改造	10
图表 24： 城中村改造年度投资测算	10



图表 25: 年中以来, 地产政策边际放松	10
图表 26: 部分房企“三条红线”仍未达标	11
图表 27: 部分地区预售资金监管一度趋严	11
图表 28: 11 月 25 日至 12 月 2 日间, 央行公开市场净回笼资金 310 亿元	12
图表 29: 货币市场利率整体回落	12
图表 30: SHIBOR 利率多数回落	12
图表 31: 质押回购成交规模向上修复	13
图表 32: 隔夜质押回购成交规模占比回升	13
图表 33: 利率债发行规模回落	13
图表 34: 11 月 24 日至 12 月 1 日间, 利率债发行与到期情况	14
图表 35: 长端收益率多数下行	14
图表 36: 国债与国开债期限利差情况	14



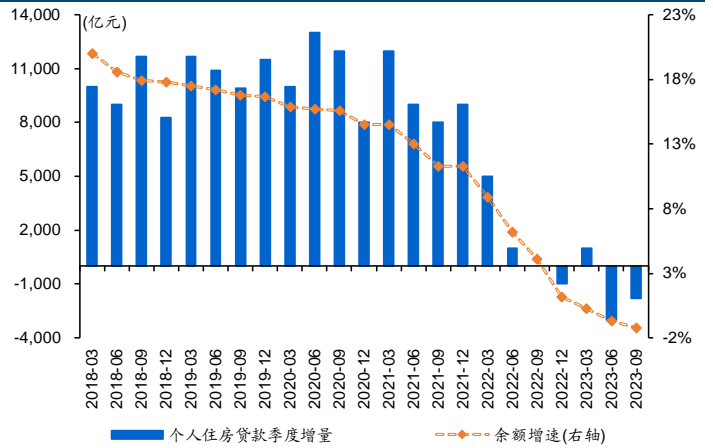
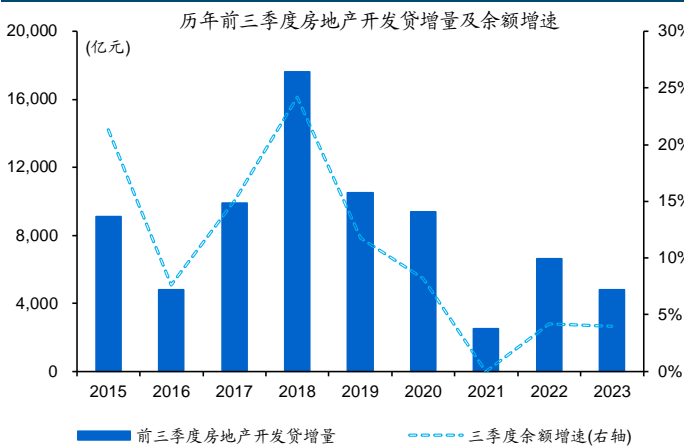
1、地产债务再审视：曙光初现？

1.1、一问：地产行业融资现状？

从贷款上看，房地产相关贷款增速维持低位、部分股份行拖累较大。2023 年前三季度，新增房地产开发贷款 4800 亿元、同比减少近 3 成，处于近年同期低位、仅比 2021 年同期略高；个人住房贷款季度增量自 2022 年底以来明显走弱、大多净收缩，2023 年前三季度累计净减少 4000 亿元，带动余额增速于 9 月创新低至-1.2%。从上市银行报表也可窥见一斑，2023 年上半年，33 家上市银行新增房地产贷款不足 4000 亿元、部分股份行拖累明显、年中房地产贷款增速-1%、低于整体平均增速的 8%左右。

图表1：二季度以来，房地产开发贷增速拐头向下

图表2：个人住房贷款增速年中以来落入负值区间

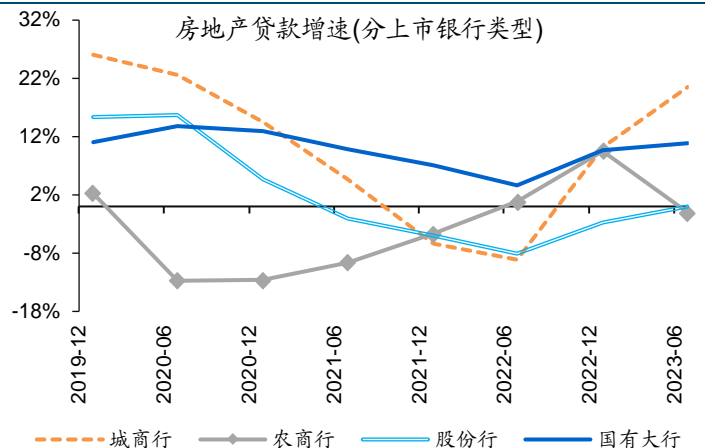
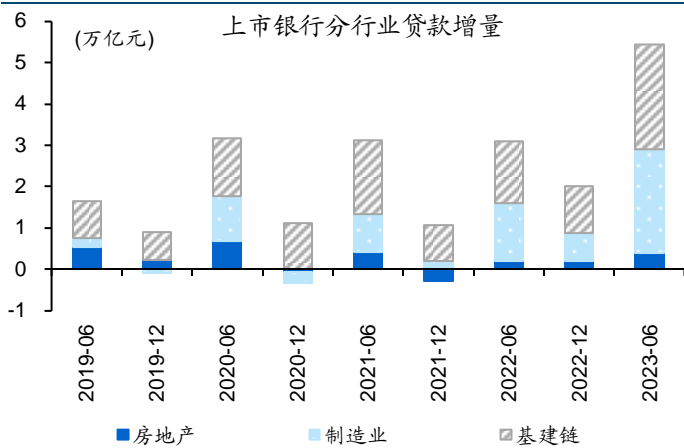


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：上市银行口径，地产贷款增量明显收缩

图表4：股份行房地产贷款投放拖累较为明显



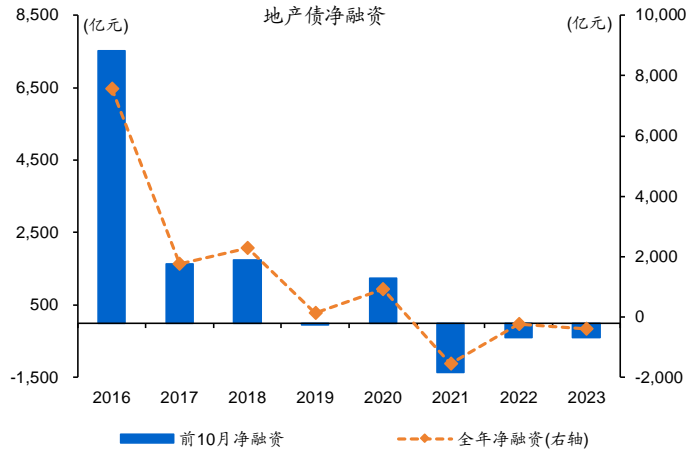
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

债券融资较前两年同期边际好转，内部结构分化突出、民企发债不足一成、利率高于整体水平。2023 年前 10 月，地产债净融资-395 亿元、较近两年同期边际好转，2021 年、2022 年同期地产债净融资分别为-1370 亿元和-405 亿元左右；发债期限依然偏短，其中，6 个月发行占比创新高至 11%。地产债融资内部也呈现明显分化，国企发债占比自 2021 年底来明显会大幅抬升 30 个百分点至 90%左右，民企发债占比不足 10%、且发行利率高于整体水平，2023 年前三季度平均发行利率 4.5%、高出平均水平 85BP 左右。

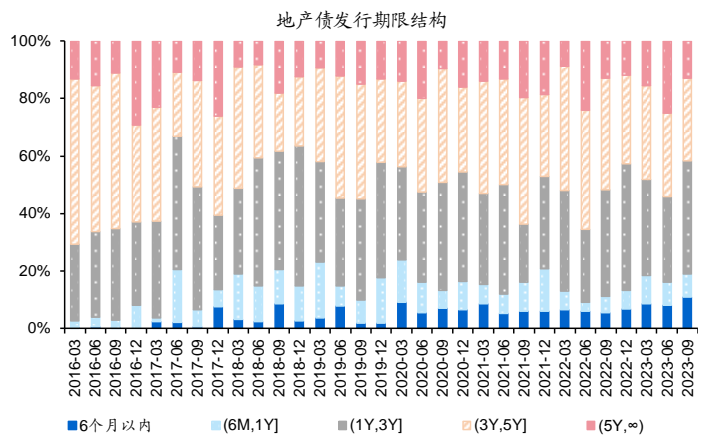


图表5: 前10月, 地产债净融资同比边际好转



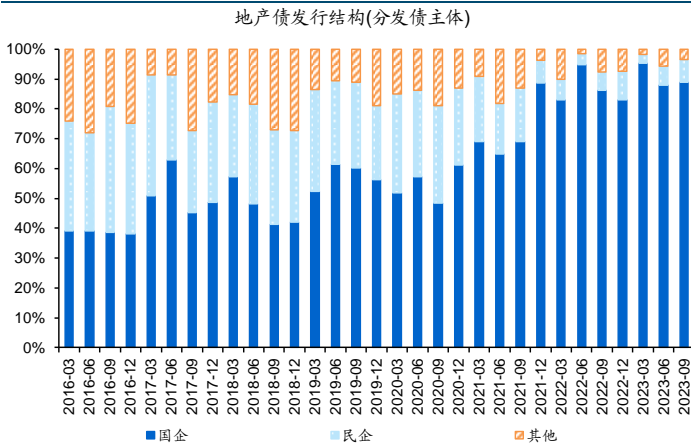
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 地产债发行结构中, 短期占比相对较高



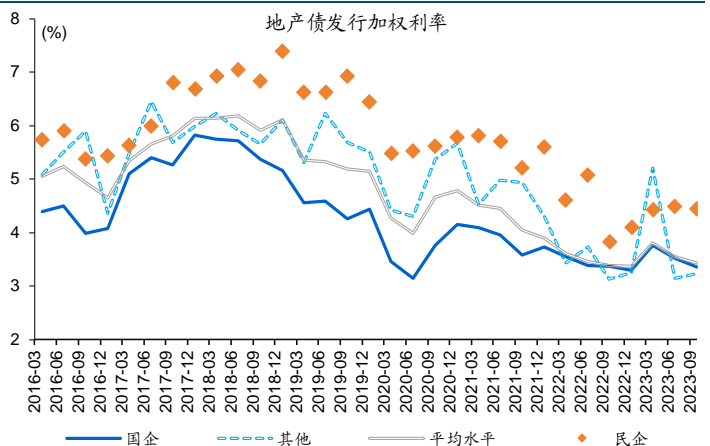
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 地产债发行主体中, 国企占比近9成



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 民企地产债发行利率高于整体水平

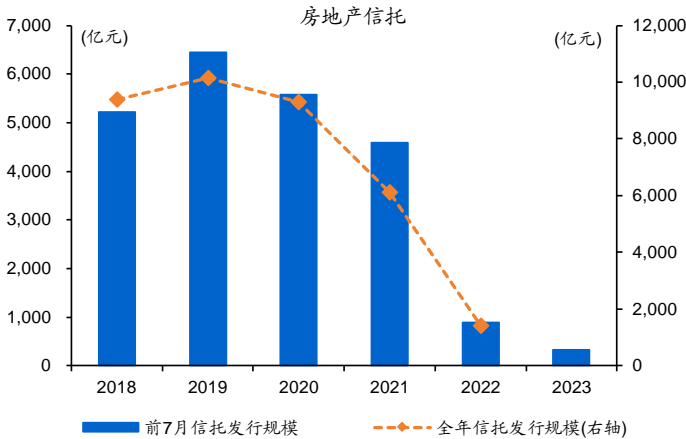


来源: Wind、国金证券研究所

信托等非标融资断崖式收缩, 前7月规模不足2018-2021年同期均值的1成、利率依然偏高。房地产信托发行规模自2022年来大幅锐减, 2022年全年发行1413亿元、同比减少77%; 2023年以来房地产信托发行未见明显好转, 前7月发行不足330亿元、同比减少超6成, 2018年至2021年同期发行均值为5460亿元左右。融资收缩的同时, 发行利率边际有所回落、但依然偏高, 2023年以来平均发行利率较2022年回落60BP左右至6.9%。

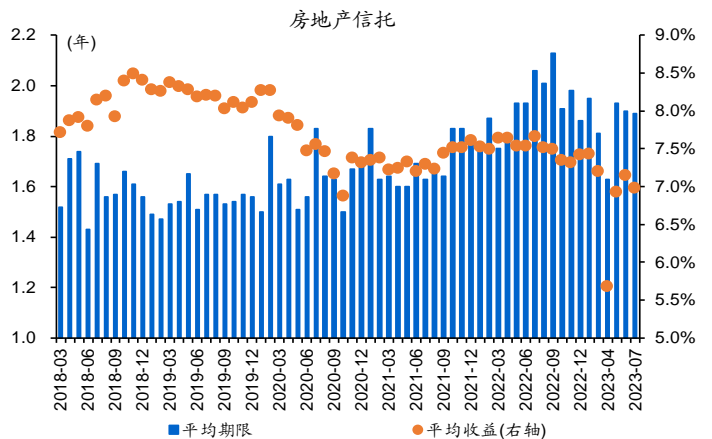


图表9：地产信托规模较以往同期大幅收缩



来源：用益信托网、国金证券研究所

图表10：地产信托收益率边际回落、仍处高位

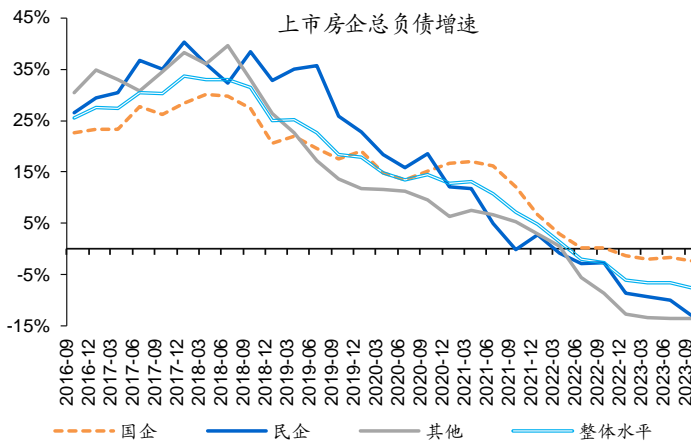


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、二问：反映在房企报表上？

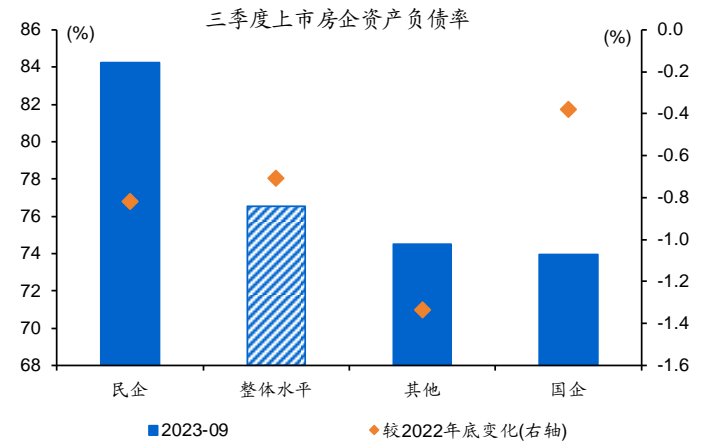
融资渠道收缩，在上市房企报表上也可窥见一斑，负债增速大幅回落、尤其是民企。贷款、债券、信托等融资渠道收缩，直接在房企报表上表现为负债的持续收缩，106家上市房企总负债增速于2023年9月跌至-8%、创近年新低，其中，民企负债增速回落幅度更大、-13%左右。与之类似地，2023年三季度上市房企整体资产负债率较去年底回落0.7个百分点至76.5%，其中，民企、国企分别回落0.8和0.4个百分点。

图表11：上市房企负债增速整体回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表12：上市房企资产负债率也明显回落

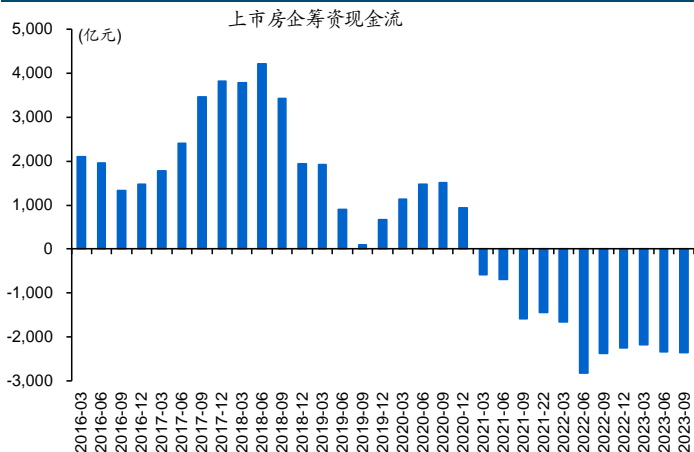


来源：Wind、国金证券研究所

筹资现金流自2021年来持续处于负值区间，个别房企2023年前三季度筹资现金流甚至进一步恶化。现金流表现也较为“紧绷”，上市房企筹资现金流于2021年落入负值区间、单季度一度超-2800亿元；2023年来，筹资现金流季度平均收缩2300亿元左右。个别房企前三季度筹资现金流同比进一步恶化，例如，例如，2023年前三季度某500强上市房企筹资现金流-900亿元左右、去年同期为170亿元左右。

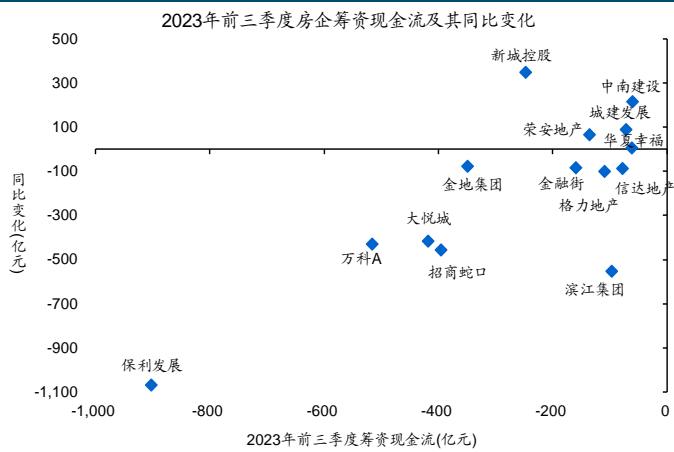


图表13: 房企筹资现金流自2021年来持续处于负值区间



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 部分房企筹资现金流同比进一步恶化



来源: Wind、国金证券研究所

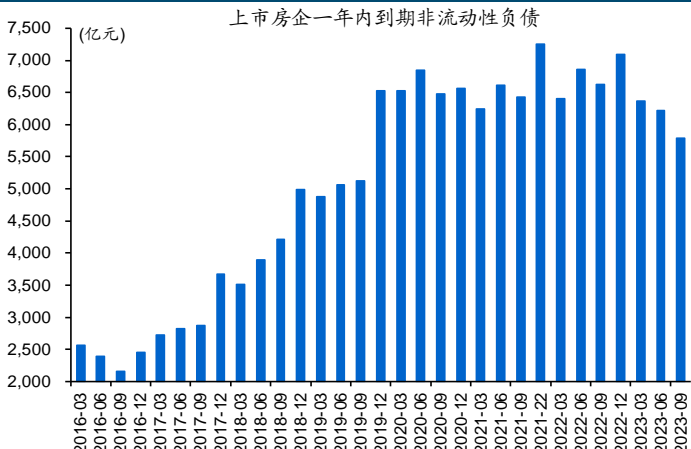
好在债务到期压力最大阶段或已过去,但部分房企负债压力边际回升、仍需留意尾部风险。2023年地产债到期近5000亿元、明年到期约为3000亿元左右,较2021年8000亿元的到期高峰已明显缓和;类似地,截至2023年9月,上市房企一年内到期非流动性负债为56亿元左右、到期压力较高位阶段已减少近35%。整体债务到期压力虽有缓解,但债务到期边际增加、筹资现金流边际恶化的个别房企潜在风险仍需留意。

图表15: 地产债到期规模最大阶段已经过去



来源: Wind、国金证券研究所

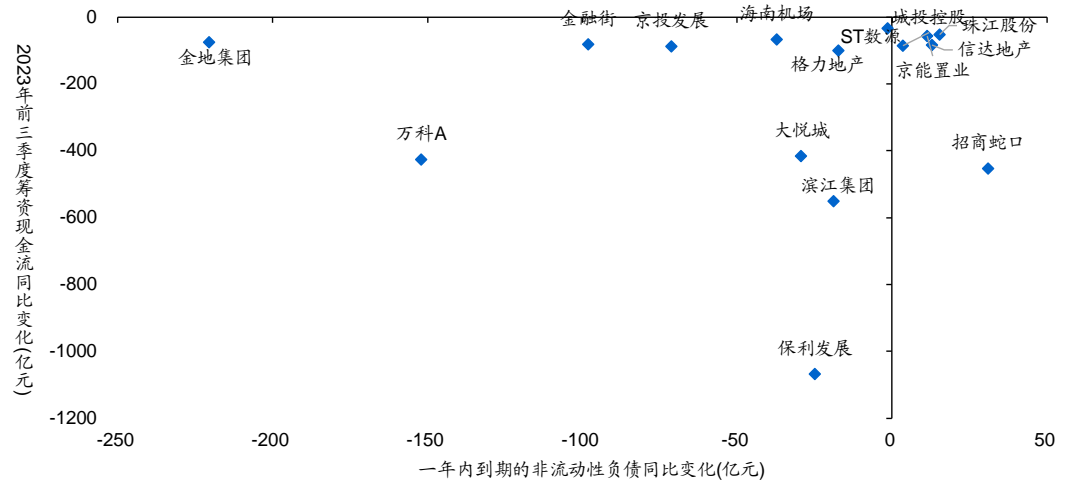
图表16: 上市房企一年年到期非流动性负债边际减少



来源: Wind、国金证券研究所



图表17: 部分房企到期债务压力边际回升



来源: Wind、国金证券研究所

1.3、三问：未来或如何演绎？

近期，针对地产行业融资偏弱现状，政策从购房政策、信贷投放、房企融资等方面释放积极信号。为适应房地产供需关系的重大改变，7月政治局会议对房地产政策优化的关注度明显上升，提出要因城施策用好政策工具箱，促进房地产市场平稳健康发展，更好满足居民刚性和改善型住房需求；稳定房地产开发贷投放、支持个人住房贷款合理需求等；保持债券融资基本稳定、信托等资管产品融资稳定等(详情参见《稳地产，政策的“金九银十”》)。

图表18: 年中以来，地产政策边际放松

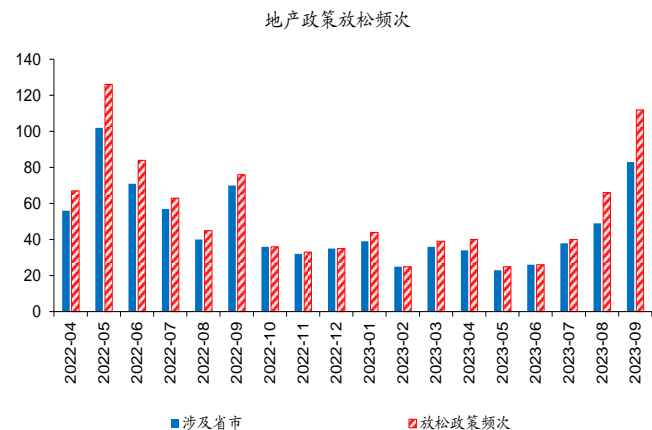
时间	会议/文件	主要内容
7月24日	政治局会议	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势， 适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱 ，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
11月23日	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》	因城施策支持刚性和改善性住房需求， 保持房地产融资合理适度 ，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展... 稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资基本稳定，保持信托等资管产品融资稳定 ...鼓励金融机构提供配套融资支持，推动化解未交接个人住房贷款风险...
11月27日	三季度货币政策执行报告	完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求， 对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营企业发债融资。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。因城施策用好政策工具箱 ，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

来源: 政府网站、中国人民银行、国金证券研究所

其中，因城施策下部分省市从供需两端已出台相关政策，但受制于收入和房企预期等，销售回款等后续还待跟踪。三季度末以来，一线城市继“认房不认贷”后，推出公积金政策优化、非核心区域限购放松等政策，其中，上海调整购买存量住房最长贷款年限、广州放开部分地区限购等。二、三线城市地产政策调整更为频繁，涉及优化住房信贷，降低购房门槛、降低二手房交易成本等方面政策。但商品房库存较高下，受制于收入和房价预期等，居民购房能力和意愿整体偏弱，例如，三季度央行问卷显示，预期未来房价下降占比依然维持16.5%的高位(详情参见《棚改“2.0”时代》)。



图表19: 2023年9月, 地方地产政策放松政策密集出台



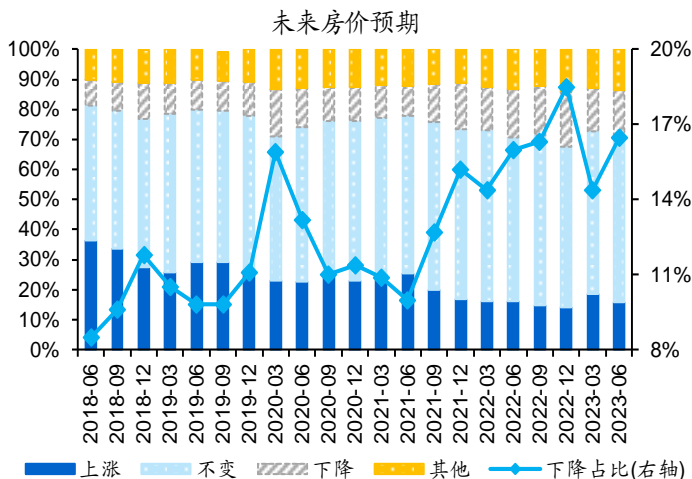
来源: CRIC、国金证券研究所

图表20: 2023年9月, 四大一线城市持续优化地产政策

地市	政策	日期	政策核心
北京市	认房不认贷	2023/9/1	执行“认房不认贷”
	海淀区解除部分二手房指导价限制	2023/9/8	2021年海淀区为抑制学区房热度而出台“二手房指导价”, 号召中介不再挂牌高于指导价房源。目前, 海淀区29个小区的二手房交易指导参考价格已取消。
上海市	认房不认贷	2023/9/1	执行“认房不认贷”
	调整购买存量住房最长贷款年限	2023/9/8	所购存量住房房龄为6(含)至20年之间的, 住房公积金最长贷款期限从原来的不超过“35减房龄”的计算规则调整为不超过30年; 所购存量住房房龄为20(含)至35年之间的, 住房公积金最长贷款期限从原来的不超过15年调整为不超过“50减房龄”
广州市	认房不认贷	2023/8/30	执行“认房不认贷”
	降低首套房贷款利率	2023/9/8	广州买二套房首付比例最低达到四成, 此前这种情况的首付比例为五成(普通商品住房)或七成(非普通商品住房)。购买二套房最低首付比例降为四成, 这一政策超出市场预期。 首套房利率由LPR下降至LPR-10BP, 底线下调10BP。 二套房利率由LPR+60BP下降至LPR+30BP, 底线下调30BP
	优化住房供给、增增值税免税年限	2023/9/20	1、放开本地单身(离异)2套限制 2、外地户籍社保由5年降至2年 3、从化、增城、番禺、花都等区取消限购 4、增值税免征年限 从5年调整为2年
深圳市	认房不认贷	2023/8/30	执行“认房不认贷”
	提高住房公积金租房提取额度	2023/9/15	职工本人及其家庭成员在本市无商品住房, 政策性住房和保障性住房, 每月最高可按申请当月应缴存额的80%提取; 新市民或者青年人职工每月最高可按申请当月应缴存额提取。
	调整优化个人住房贷款利率下限	2023/9/28	首套房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)减10个基点, 二套房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)加30个基点。

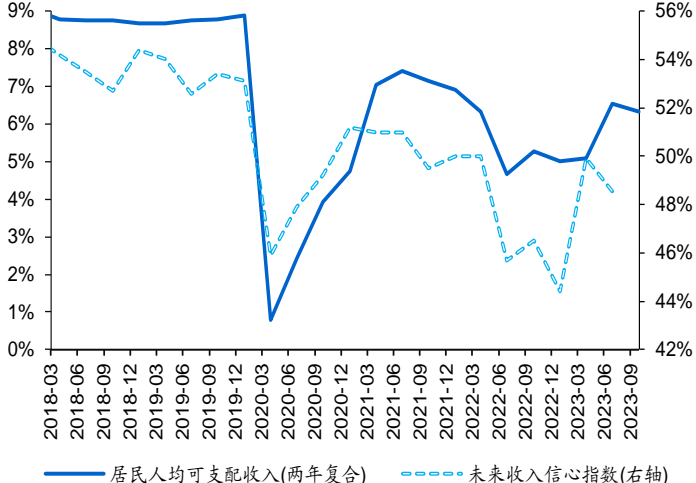
来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 未来房价预期依然偏弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 居民可支配收入, 收入信心尚未修复至疫前



来源: Wind、国金证券研究所

信贷投放方面、“三个不低于”, 或向城中村改造等领域倾斜, 对地产行业融资或有边际增量贡献。11月中旬, 央行联合召开金融机构座谈会, 聚焦房地产金融等领域, 强调金融机构要积极服务保障性住房、“城中村”改造、“平急两用”公共基础设施建设等。根据七普统计的 21 超大特大城市统计的城区内自建房屋户数及总建面, 推测其城中村总面积或在 7 亿平方米左右。假设拆除比例在 10%-30%, 总投资或在 2-4 万亿元, 5 年改造周期下年度投资规模为 4000-9000 亿元, 7 年改造周期下年度投资为 3000-6000 亿元(详情参见《稳地产, 政策的“金九银十”》)

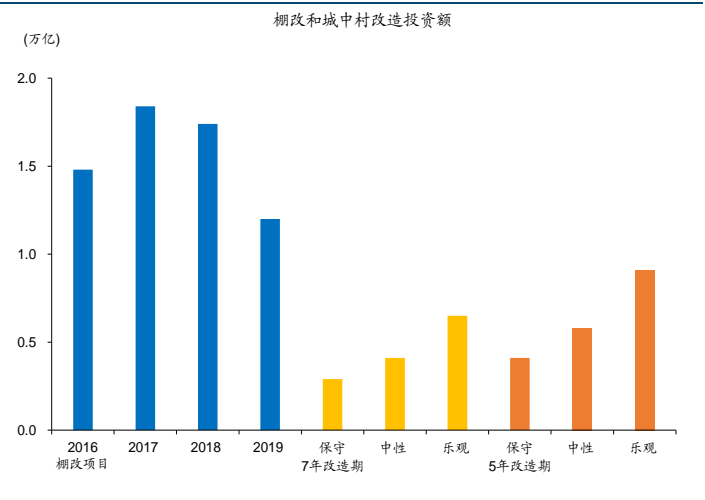


图表23: 近期各部门从多方面支持城中村改造

类型	部门	日期	文件/会议	主要内容
建设主体	住建部	2023年7月28日	企业座谈会	希望建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。
金融支持	央行、外汇管理局	2023年8月1日	2023年下半年工作会议	加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。
	国开行	2023年8月2日	2023年年中党建和经营工作座谈会	积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
土地要素	自然资源部	2023年9月14日	《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	部决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点，探索创新政策举措，完善激励约束机制。以城中村和低效工业用地改造为重点，推动城乡发展从增量依赖向存量挖潜转变。

来源: 各部委网站、国金证券研究所

图表24: 城中村改造年度投资测算



来源: 住建部、国家统计局、国金证券研究所

房企自身融资方面，部分房企“三条红线”约束、预售资金监管等会否有进一步优化，后续还待跟踪。11月中旬，央行联合召开金融机构座谈会、发布三季度货币政策执行报告等，均对房企融资的关注度明显上升，强调“三支箭”的作用。除了稳定融资来源，此前的部分融资约束条件会否优化，后续还待进一步跟踪。例如，2023年三季度报中，依然有59家上市房企不完全满足“三条红线”，部分省市商品房预售资金监管收严、债权人权益保全措施等一定程度上加大房企资金运转难度（详情参见《货币政策更聚焦中长期》、《债务视角看地产，黎明前的黑暗？》）

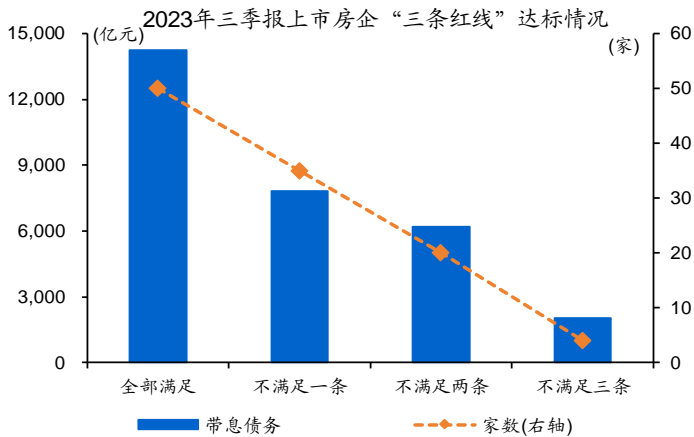
图表25: 年中以来，地产政策边际放松

部分银行近期召开房企座谈会的相关情况			
银行	时间	参加房企	座谈内容
建设银行	11月24日	万科、龙湖、美的置业、新城发展、滨江集团以及大华集团等6家房企	听取各家融资需求，就债券承销与投资、经营性物业贷款、银行授信增额、境外及跨境融资等方面进行交流。
农业银行	11月21日、22日	万科集团、龙湖集团、朱孟依家族集团等企业	积极听取企业诉求，开展项目对接；围绕商品房、租赁住房、城市更新等重点领域，在房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、经营性物业贷款、并购贷款、债券承销与投资等业务方面，进一步深化合作。
交通银行	11月27日	万科集团、绿城中国、龙湖集团、滨江集团、信达地产、新城控股、美的置业、卓越集团、首开股份、大华集团、仁恒置地、新希望地产、陆家嘴集团、浦发集团、伟星集团等15家房企	提出以三专和两重的“3+2”机制做好对公领域房企金融支持服务，围绕住房场景做好零售信贷领域合作。双方还就授信额度、债券发行与投资、供应链金融、跨境业务等具体需求与合作点进行了沟通交流。
浙商银行	11月22日	省内外20余家代表性房地产企业	浙商银行积极配合行业主管部门和地方政府，从房地产市场供需两端综合施策，保持信贷、债券等融资渠道稳定，积极做好“保交楼”工作。与会代表性房地产企业表示，当前房地产市场得益于国家相关扶持政策的积极出台以及各家金融机构的大力支持，企业对未来自身经营发展和中国房地产市场长期稳健向好发展充满信心。
其他	近期还有多家主要金融机构与万科、碧桂园、龙湖、绿城等非国有房地产企业开展座谈，加强沟通交流，加快解决企业合理诉求，改善房企融资环境。		

来源: Wind、国金证券研究所



图表26: 部分房企“三条红线”仍未达标



来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 部分地区预售资金监管一度趋严

时间	城市	政策内容
2020/9	福建	切实加强预售资金监管, 防范预售资金违规拨付, 专款用于建设
2020/10	石家庄	使用全市统一的交易资金监管信息系统, 对预售资金缴存和支出进行监管
2020/10	北京	开展预售资金监管专项检查
2020/11	江西	预售资金列入监管范围
2020/12	西安	建立预售资金监管银行信用管理体系, 对存在挪用的银行暂停预售业务
2020/12	太原	首付款、贷款等资金全部存入专用账户
2020/12	成都	预收款应全部存入监管账户, 不得在监管账户外有收存预收款
2020/12	佛山	预收款应全部存入监管账户, 不得在监管账户外有收存预收款
.....		
2021/9	嘉兴	排查商品房预售资金监管和企业风险, 保障工程建设交付
2021/9	东莞	将商品房预售资金, 包括购房人按照认购协议、合同约定支付的全部房价款全部存入预售款专用账户
2021/9	重庆	取消此前预售资金监管比例的核减规定, 全部按照之前最高标准“纳入监管的首付款按照预售总额的35%确定”
2021/10	青岛	承购人须将全部购房款直接存入监管账户; 预售人不得直接收存购房款, 不得提供任何其他预售资金收存账户等

来源: Wind、住建部、政府网站、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 房地产行业融资现状: 从贷款上看, 房地产相关贷款维持低位、部分股份行拖累较大; 债券融资较前两年同期边际好转, 内部结构分化突出、民企发债不足一成、利率高于整体水平; 信托等非标融资断崖式收缩, 前7月规模不足2018-2021年同期均值的1成、利率依然偏高。

(2) 融资渠道收缩, 在上市房企报表上也可窥见一斑, 负债增速大幅回落、尤其是民企。筹资现金流自2021年来持续收缩, 个别房企2023年前三季度筹资现金流进一步恶化。好在债务到期压力最大阶段或已过去, 但个别房企负债压力边际回升、筹资现金流恶化, 仍需留意尾部风险。

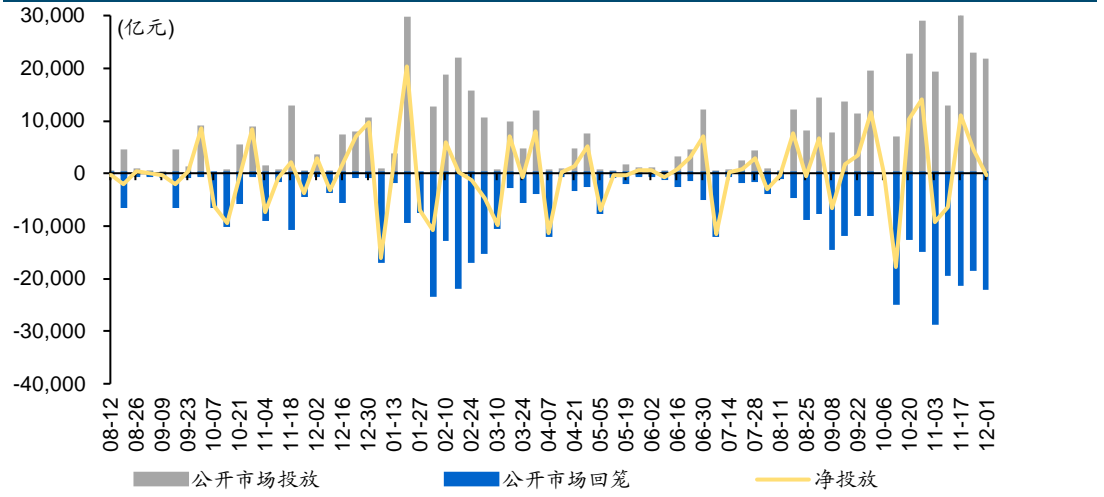
(3) 近期, 针对地产行业融资偏弱现状, 政策已释放积极信号, 其中, 因城施策下部分省市从供需两端已出台相关政策, 但受制于收入和房企预期等, 销售回款等后续还待跟踪。信贷投放方面、“三个不低于”, 或向城中村改造等领域倾斜, 对地产行业融资或有边际增量贡献。房企自身融资方面, 部分房企“三条红线”约束、预售资金监管等会否优化, 后续还待跟踪。



2、流动性常规跟踪

本周资金净回笼。11月25日至12月2日间，央行公开市场净回笼资金310亿元，其中，7天逆回购投放21360亿元、利率持平于1.8%，7天逆回购到期21670亿元。本周（11月11日至11月17日），将有21360亿元7天逆回购到期。

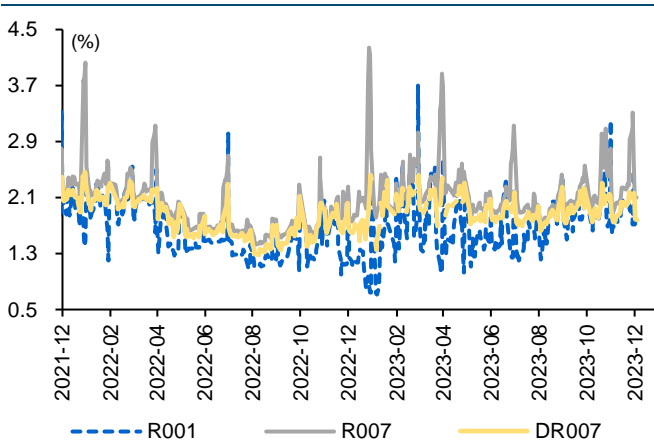
图表28：11月25日至12月2日间，央行公开市场净回笼资金310亿元



来源：Wind、国金证券研究所

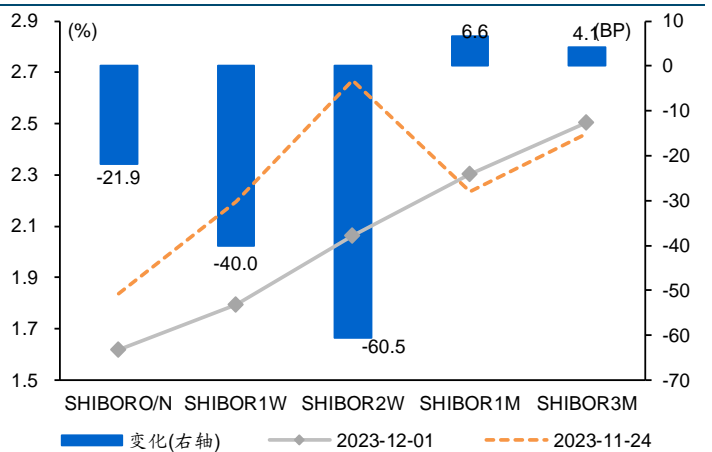
货币市场利率整体回落。11月24日至12月1日间，R001和R007分别较上周回落22.4BP和83BP至1.71%和2.11%，DR007较上周回落38.4BP至1.8%、持平于同期政策利率%。SHIBOR隔夜和1周利率分别为1.62%和1.8%，分别较上周回落21.9BP和40BP。

图表29：货币市场利率整体回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表30：SHIBOR利率多数回落

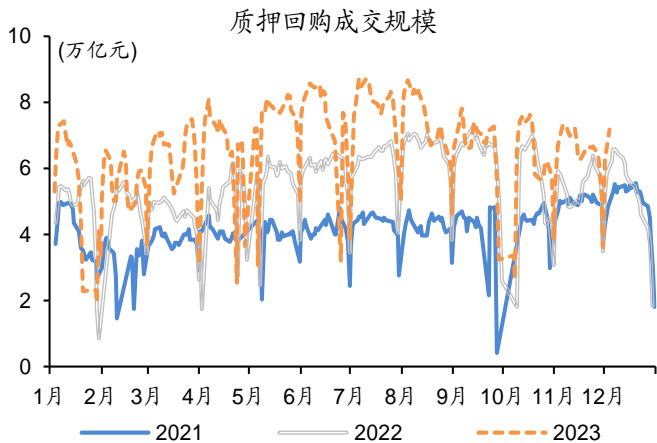


来源：Wind、国金证券研究所

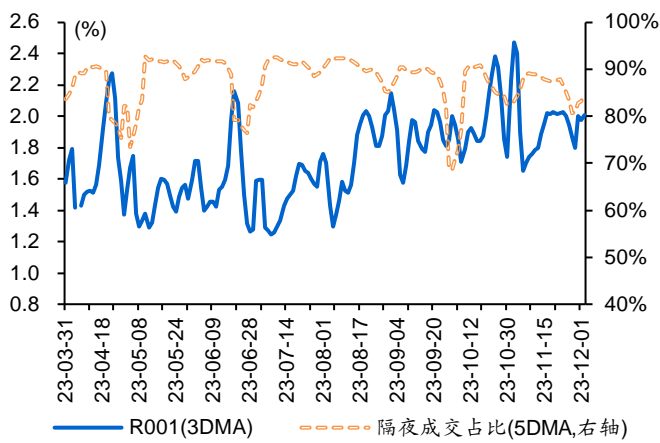


质押回购成交规模向上修复。11月24日至12月1日间，银行间质押回购成交规模日均5.46万亿元、略高于去年同期的5.12万亿元，其中，隔夜质押回购成交占比回升、单日突破90%，机构“滚隔夜”加杠杆行为有所恢复。

图表31: 质押回购成交规模向上修复



图表32: 隔夜质押回购成交规模占比回升

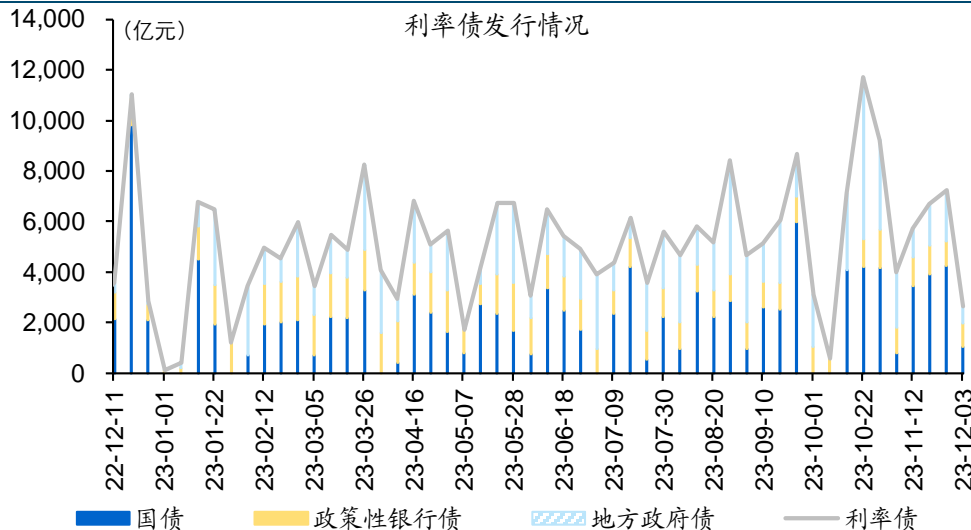


来源：中国货币网、国金证券研究所

来源：中国货币网、国金证券研究所

利率债发行回落。11月24日至12月1日间，利率债总计发行2636亿元、较前周减少4574亿元，净融资1655亿元、较前周减少3984亿元。其中，国债发行1020亿元、较前周减少3233亿元；政策性银行债发行918亿元、较前周减少22亿元；地方政府债发行698亿元、较前周减少1319亿元；国债、政策性银行债和地方政府债净融资分别为479亿元、608亿元和568亿元。

图表33: 利率债发行规模回落



来源：Wind、国金证券研究所



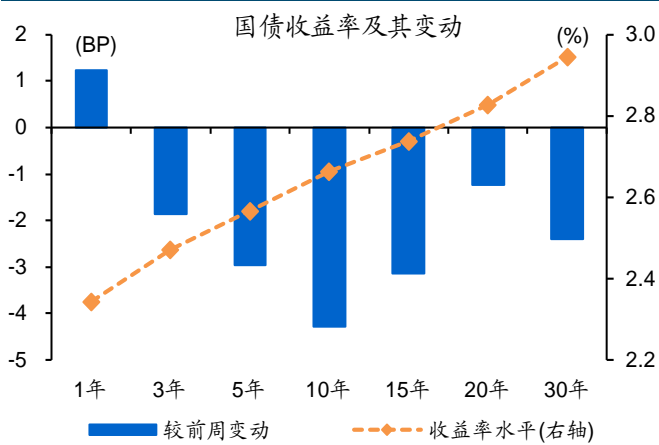
图表34: 11月24日至12月1日间, 利率债发行与到期情况

类别	发行只数	总发行量	总偿还量	净融资额
国债	2	1020	541	479
政策银行债	17	918	310	608
地方政府债	29	698	130	568
合计	48	2636	981	1655

来源: Wind、国金证券研究所

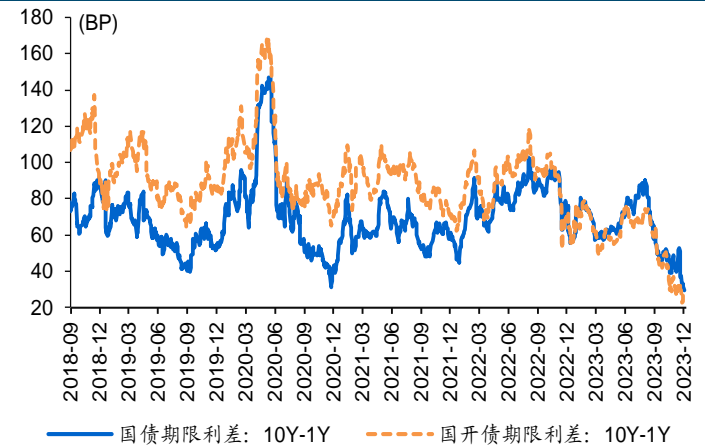
利率债收益率多数下行、中长端较为明显。11月24日至12月1日间, 10年期国债收益率小幅下行4.3BP至2.66%, 3年期、5年期、15年期、20年期和30年期收益率分别较前周下行1.9BP、3BP、3.1BP、1.2BP和2.4BP, 1年期较前周上行1.2BP。国债10年期与1年期期限利差较上周收窄5.5BP, 同期限国开债收窄2.4BP。

图表35: 长端收益率多数下行



来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 国债与国开债期限利差情况



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究