



“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

债市，又到十字路口

岁末年初，债市收益率强势下行，背后成因、或面临哪些“潜在”风险？本文梳理，敬请关注。

一问：近期债市有何新变化？债市走强，收益率曲线进一步下移、愈加“陡峭”

岁末年初，债市明显走强、10年期国债收益率一度下破2.5%。短端先下、中长端“紧随其后”，带动收益率曲线整体下移、愈加“陡峭”。具体来看，12月中旬，1年期、3年期收益率率先下行，单周下行幅度8BP左右；伴随短端下行，长债也明显走强，截至1月12日，30年期国债收益率自12月中旬累计下行超11BP。

经历一波“债牛”后，当前收益率水平、信用利差均处于历史绝对低位。截至1月12日，10年期国债收益率已处于历史绝对低位，5年期和30年期国债收益率分别处于历史7%和1%的分位数；信用债整体估值水平更低、中长端尤其明显，1年期、3年期和5年期AAA中票收益率所处历史分位数水平分别为3%、2%和0%。

二问：收益率强势下行原因？利率转松、降息预期发酵，配置资金“抢跑”，股债“跷跷板”效应等

债市收益率下行的触发因素，主要是资金利率的边际缓和，与政策呵护岁末“跨年”、降息预期持续发酵等有关。11月、12月MLF连续两月投放1.45万亿元、创历史新高，实现中长期资金净投放分别为6000亿元和8000亿元；年底为财政“花钱”大月、财政存款净投放超9200亿元，带动资金利率明显转“松”、R001平稳维持相对低位。

岁末部分中长期配置资金“抢跑”，一定程度上加剧机构“资产荒”、推动中长端收益率下行。12月中旬，基金和券商大幅增配长端利率债；保险抢配短端利率债和超长短利率债，其中，对1年以内利率债一周净买入规模一度达118.3亿元，此前约5亿元左右；20年至30年利率债增配规模也一度超84亿元。

此外，股债“跷跷板”效应的阶段性助推，也一定程度影响市场情绪。年初以来，以上证综指为代表的股票市场表现相对平淡、指数由去年底的2975点下跌至1月中旬的2880点左右；期间，国债收益率明显下行、开年第一周尤其明显，受股市情绪影响，1月4日至1月8日，10年期国债收益率累计下行近4BP。

三问：未来如何演化？潜在风险或在累积：总量宽松预期反复、基本面利空累积、债券发行扰动等

债市收益率的强势下行，已与资金利率走势相背，对基本面数据也有所“钝化”，潜在风险或在累积。流动性分层、非银资金利率边际上涨下，机构加杠杆现象依然突出、隔夜质押回购成交占比回升至90%左右。此外，债市对基本面释放的积极信号表现也较为“钝化”，例如，1月初央行公告新增3500亿元PSL支持稳增长后债市延续下行。

短期来看，降准降息预期对债市的利多已过度定价，或导致市场情绪反复等。当前DR007在1.8%附近小幅波动、流动性平稳宽松，叠加稳汇率等，总量宽松的必要性或相对较低，前期过度“定价”的市场情绪或有所反复。若稳增长压力下，总量政策进一步宽松，也需警惕止盈情绪发酵造成的债市调整，2023年8月中旬即为典型。

中期来看，稳增长“三级火箭”逐步落地过程中的经济修复，使得债市利空因素已在累积。2023年10月起，稳增长相关措施正有序推进，依次包括万亿国债项目落地、地产“三大工程”加速布局、重大项目积极部署等。伴随稳增长项目落地实施等，12月建筑业活动预期指数已扩张至65.7%，近期高频指标也有体现，例如，沥青开工率节后回升等。此外，政府债券集中发行等或干扰资金面，对债市造成扰动。经验显示，地方债提前批等或在年初集中放量，中性情景下，一季度地方债供给或达2万亿左右，或带动流动性环境边际收敛、2023年四季度较为典型。财政投放节奏虽会对流动性环境起到调节作用，但年初前两月是财政集中缴款阶段、2022-2023年前两月均值为1.16万亿元。

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、债市，又到十字路口.....	4
一问：近期债市有何新变化？.....	4
二问：收益率强势下行原因为何？.....	5
三问：未来或如何演化、潜在风险？.....	7
2、流动性常规跟踪.....	11
风险提示.....	14

图表目录

图表 1：岁末年初，债市明显走强.....	4
图表 2：节奏上，短端收益率先下、长端“紧随其后”.....	4
图表 3：国债收益率曲线经历了明显下移.....	4
图表 4：当前收益率水平、信用利差均处于历史绝对低位.....	5
图表 5：逆回购加码呵护岁末流动性.....	6
图表 6：年底，MLF 再度超额续作.....	6
图表 7：经验显示，年底是财政“花钱”大月.....	6
图表 8：R001 年底维持相对低温、波动较小.....	6
图表 9：年底部分中长期资金“抢跑”.....	7
图表 10：年底部分机构滚隔夜加杠杆现象再度凸显.....	7
图表 11：经验显示，股债间有“跷跷板”效应.....	7
图表 12：近期，股市低迷对债市也有阶段性助推.....	7
图表 13：债市与资金面已经明显背离.....	8
图表 14：资金分层现象依然较为突出.....	8
图表 15：机构滚隔夜加杠杆现象较为突出.....	8
图表 16：PSL 放量为稳增长提供资金支持.....	8
图表 17：货币政策委员会例会对汇率的关注度依然较高.....	8
图表 18：美元兑人民币仍处于高位.....	9
图表 19：2023 年 8 月，降息落地止盈情绪带动债市调整.....	9
图表 20：2023 年 10 月，新增万亿国债.....	9
图表 21：“三大工程”示意图.....	9
图表 22：12 月，建筑业活动预期指数升至高景气区间.....	10
图表 23：部分高频指标已有回暖信号.....	10
图表 24：近年，地方债分批次下达.....	10



图表 25: 一季度专项债发行占提前批额度约 75%左右.....	10
图表 26: 经验显示, 央行多会加码配合政府债券发行.....	11
图表 27: 年初前两月为财政缴款大月.....	11
图表 28: 1 月 6 日至 1 月 12 日间, 公开市场操作净回笼资金 1890 亿元.....	12
图表 29: 货币市场利率多数上涨.....	12
图表 30: SHIBOR 利率多数上涨.....	12
图表 31: 质押回购成交规模处于近年同期高位.....	13
图表 32: 隔夜质押回购成交规模占比回升.....	13
图表 33: 利率债发行规模有所回升.....	13
图表 34: 1 月 8 日至 1 月 14 日间, 利率债发行与到期情况.....	13
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

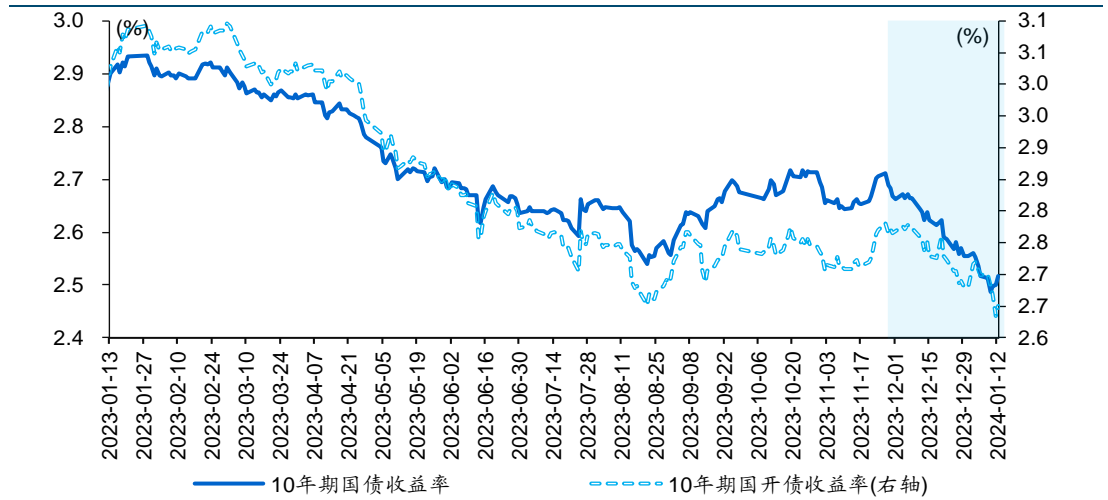


1、债市，又到十字路口

一问：近期债市有何新变化？

岁末年初，债市明显走强，10年期国债收益率一度下破2.5%。2023年12月以来，债市经历了一波明显的牛市，以10年期国债为例，自12月初的2.67%，大幅下行至2024年1月中旬的2.52%、下行幅度超15BP，一度下破2.5%、创2022年4月以来新低。10年期国开债也是如此，同期，收益率下行超11.5BP至2.65%左右。

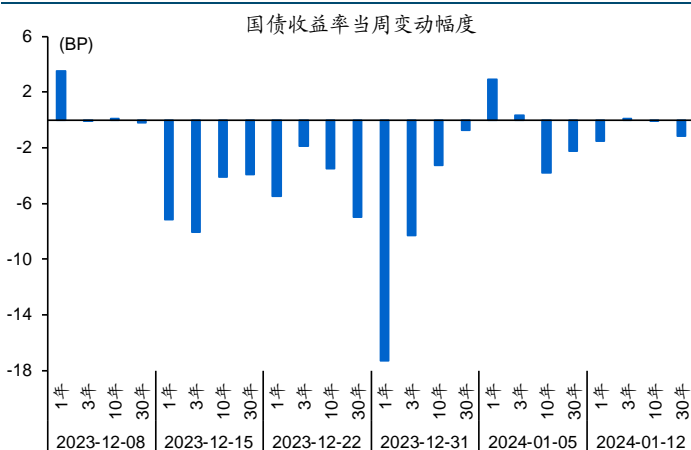
图表1：岁末年初，债市明显走强



来源：Wind、国金证券研究所

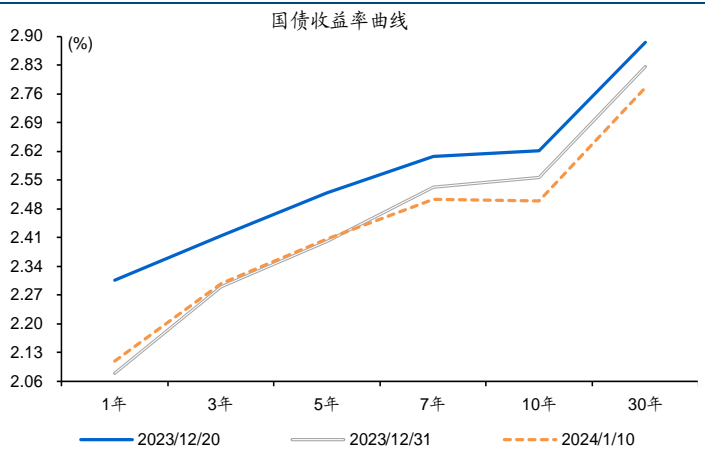
节奏上看，短端先下、中长端“紧随其后”，带动收益率曲线较12月整体下移、愈加“陡峭”。本文以国债收益率为例，将各个期限国债收益率按周度变化进行统计，发现，本轮收益率下行始于12月中旬，1年期、3年期收益率率先下行，单周下行幅度8BP左右；伴随短端下行，长债也明显走强，30年期国债收益率自12月中旬以来累计下行超11BP。一波“债牛”，带动收益率曲线整体向下平移、愈加“陡峭”，1年期累计下行超20BP。

图表2：节奏上，短端收益率先下、长端“紧随其后”



来源：Wind、国金证券研究所

图表3：国债收益率曲线经历了明显下移



来源：Wind、国金证券研究所



经历一波“债牛”后，当前收益率水平、信用利差均处于历史绝对低位。截至1月12日，10年期国债收益率已处于历史绝对低位，5年期和30年期国债收益率分别处于历史7%和1%的分位数；信用债整体估值水平更低、中长端尤其明显，1年期、3年期和5年期AAA中票收益率所处历史分位数水平分别为3%、2%和0%。除低评级外，3年期中票信用利差也均处于历史分位数3%以内，5年期AAA信用利差更是被压至历史低位。

图表4：当前收益率水平、信用利差均处于历史绝对低位

分类		当前水平 (%/BP)	所处历史分 位数	历史1/4分位 数	历史中位数	历史3/4分位 数	
收益率	国债	1Y	2.09	28%	2.0	2.4	3.0
		5Y	2.42	7%	2.6	3.0	3.5
		10Y	2.52	0%	3.0	3.3	3.7
		30Y	2.79	1%	3.3	3.7	5.4
	AAA级中票	1Y	2.31	3%	2.9	3.4	4.4
		3Y	2.65	2%	3.3	3.9	4.7
		5Y	2.91	0%	3.6	4.2	4.9
	3年中票	AAA	2.65	2%	3.3	3.9	4.7
		AA	3.15	3%	3.8	4.4	5.3
		AA-	5.57	10%	5.9	6.2	6.5
利差	国债期限 利差	5Y-1Y	32.2	19%	36.1	52.0	70.9
		10Y-1Y	42.3	11%	57.4	78.4	125.2
		30Y-10Y	27.6	11%	40.4	53.1	62.2
	3年期中票信 用利差	AAA	41.4	2%	70.5	106.9	137.0
		AA	69.7	1%	122.1	167.9	210.3
		AA-	304.7	36%	274.5	319.1	351.0
	AAA级中票信 用利差	1年	43.0	4%	60.1	93.1	129.6
		3年	41.4	2%	70.5	106.9	137.0
		5年	46.6	0%	80.7	112.2	145.5

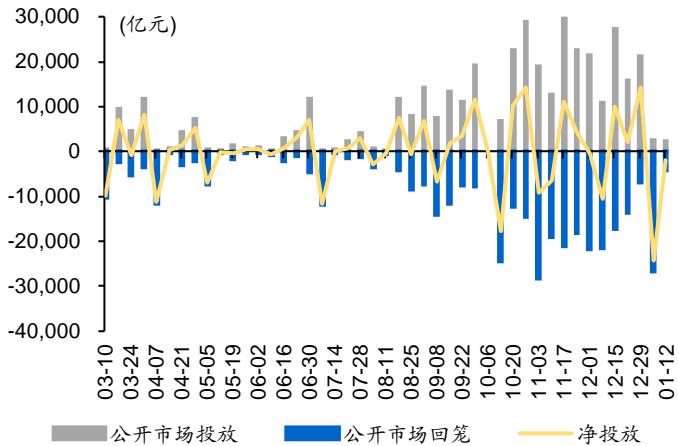
来源：Wind、国金证券研究所（截至2024年1月12日收盘）

二问：收益率强势下行原因为何？

债市收益率下行的触发因素，主要是资金利率的边际缓和、与政策呵护岁末“跨年”、降息预期持续发酵等有关。政府债券发行加快下，资金利率自8月以来一度明显回升、DR007一度上涨至11月的2.2%。伴随利率的回升，公开市场操作已然加码，11月、12月中旬MLF投放量均为1.45万亿元、创历史新高，考虑到到期等，实现中长期资金净投放分别为6000亿元和8000亿元；叠加，年底为财政“花钱”大月、财政存款净投放超9200亿元，带动流动性环境明显转“松”，资金利率平稳“跨年”、R001平稳维持相对低位。

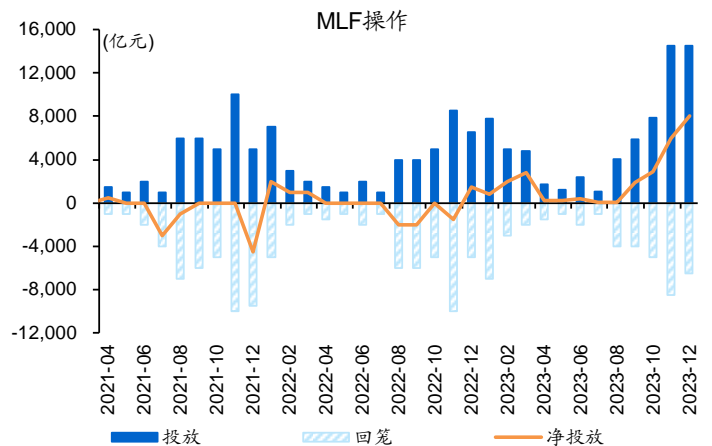


图表5: 逆回购加码呵护岁末流动性



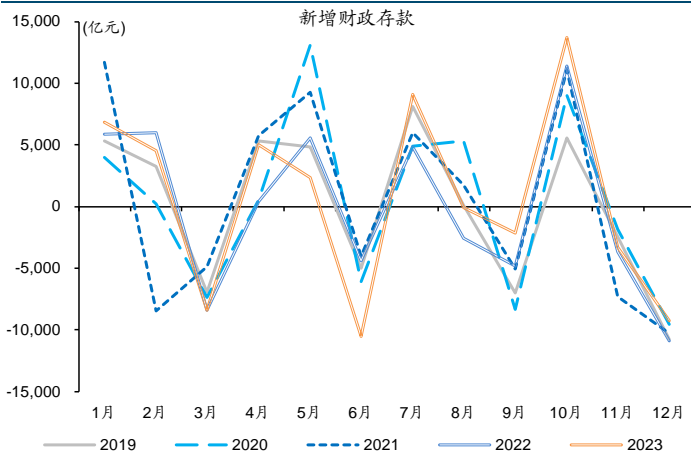
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 年底, MLF 再度超额续作



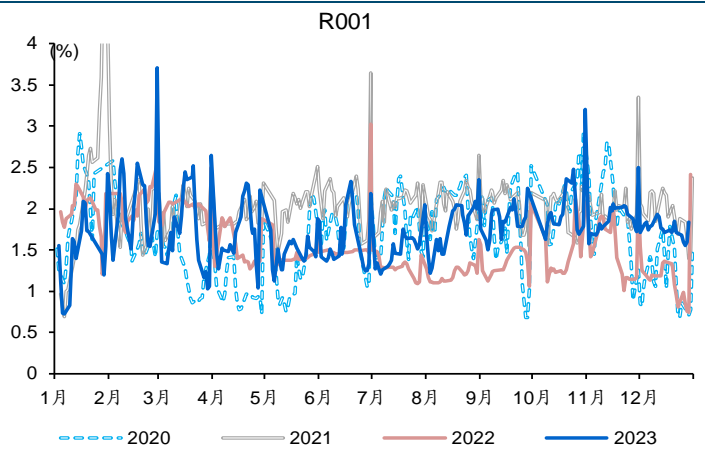
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 经验显示, 年底是财政“花钱”大月



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: R001 年底维持相对低温、波动较小

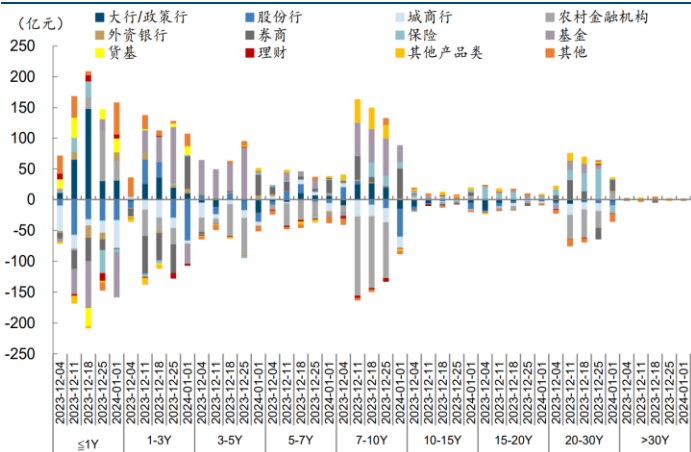


来源: Wind、国金证券研究所

岁末部分中长期配置资金“抢跑”，一定程度上加剧机构“资产荒”、推动中长端收益率下行。12月11日-15日各期限利率债的周度买盘规模较前一周大幅增加，基金和券商为长端利率债的主要增配力量，保险抢配短端利率债和超长短利率债，其中，对1年以内利率债一周净买入规模一度达118.3亿元，此前约5亿元左右；20年至30年利率债增配规模也一度超84亿元（详情参见《哪些机构“抢跑”24年行情》）。

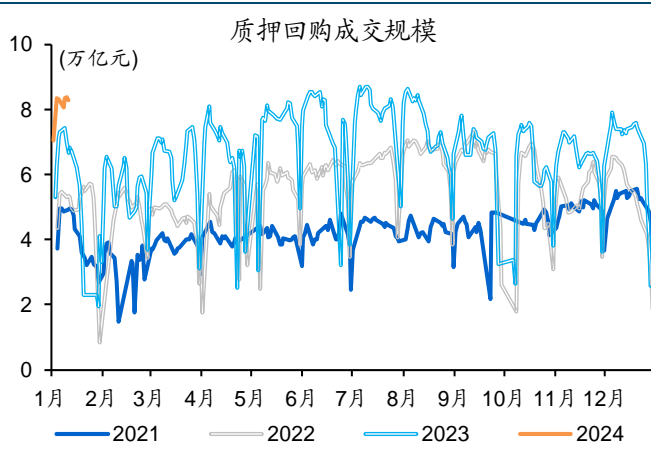


图表9：年底部分中长期资金“抢跑”



来源：国金固收、国金证券研究所

图表10：年底部分机构滚隔夜加杠杆现象再度凸显



来源：Wind、国金证券研究所

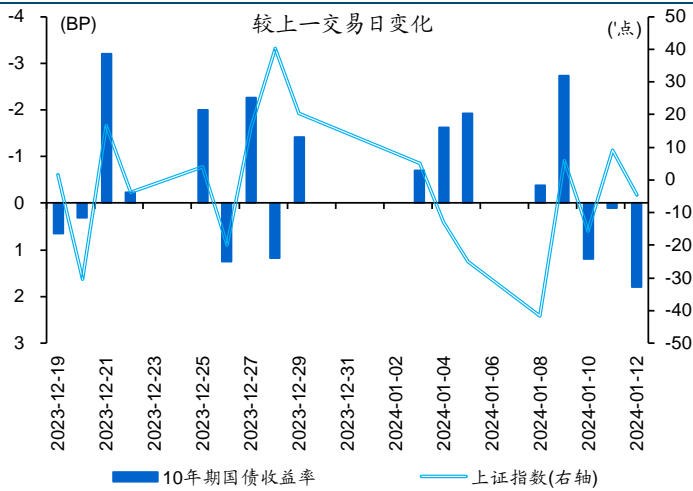
此外，股债“跷跷板”效应的阶段性助推，也一定程度影响市场情绪。经验显示，股票市场和债市收益率之间呈现较为明显的负相关关系。年初以来，以上证综指为代表的股票市场表现相对平淡、指数由去年底的2975点下跌至1月中旬的2880点左右；期间，国债收益率明显下行、开年第一周尤其明显，受股市情绪影响，1月4日至1月8日，10年期国债收益率累计下行近4BP。

图表11：经验显示，股债间有“跷跷板”效应



来源：Wind、国金证券研究所

图表12：近期，股市低迷对债市也有阶段性助推



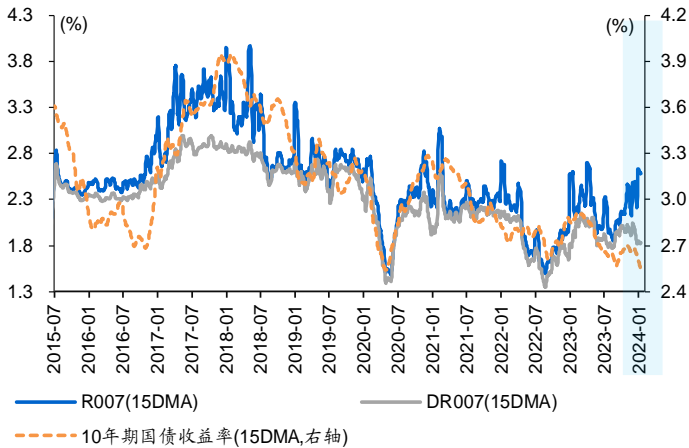
来源：Wind、国金证券研究所

三问：未来或如何演化、潜在风险？

债市收益率的强势下行，已与资金利率走势相背，对基本面数据也有所“脱敏”，潜在风险或在累积。经验显示，债市收益率与资金利率呈同向走势，10年期国债收益率持续大幅下行，资金利率中枢并未有明显回落，DR007站在同期政策利率上方、R007甚至明显上涨至2.59%。资金分层、非银资金利率边际上涨下，机构滚隔夜加杠杆现象依然突出、隔夜质押回购成交占比甚至回升至90%左右。此外，债市对基本面释放的积极信号表现也较为“钝化”，例如，1月初央行公告新增3500亿元PSL支持稳增长。

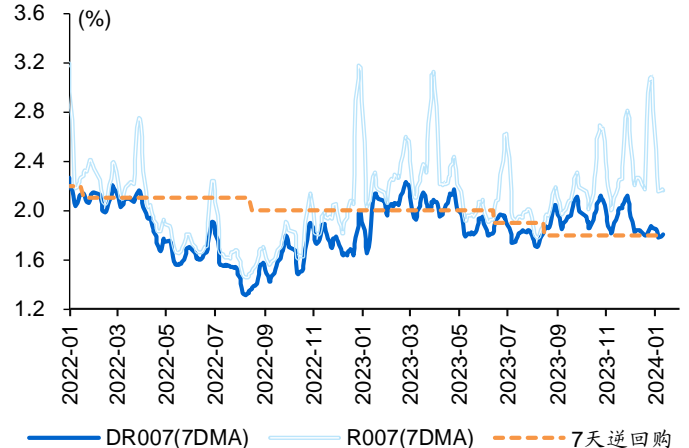


图表13: 债市与资金面已经明显背离



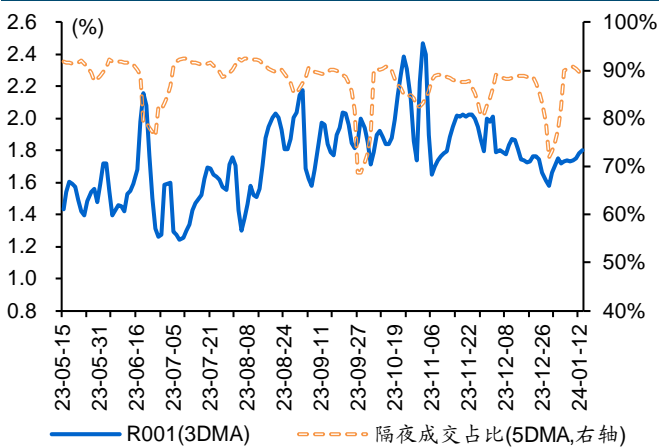
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 资金分层现象依然较为突出



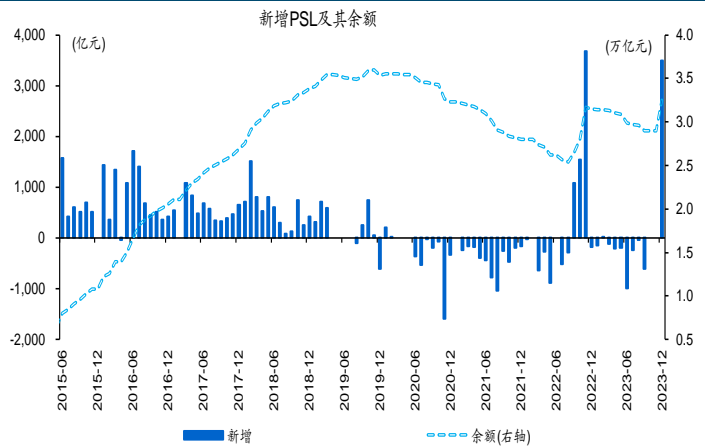
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 机构滚隔夜加杠杆现象较为突出



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: PSL 放量为稳增长提供资金支持



来源: 中国人民银行、国金证券研究所

短期来看,降准降息预期对债市的利多已过度定价,或导致市场情绪反复等。政策对稳汇率的关注度依然较高,四季度货政例会延续强调“坚决对顺周期行为予以纠偏”、“坚决防范汇率超调风险”等;银行间流动性水平也处于平稳宽松阶段,DR007在1.8%左右小幅波动,总量宽松的必要性或相对较低,前期过度“定价”的市场情绪或有所反弹。若稳增长压力下,降息等总量政策进一步宽松,也需警惕政策落地止盈情绪发酵造成的债市调整,2023年8月中旬即为典型(详情参见《结构支持“高质量发展”》)。

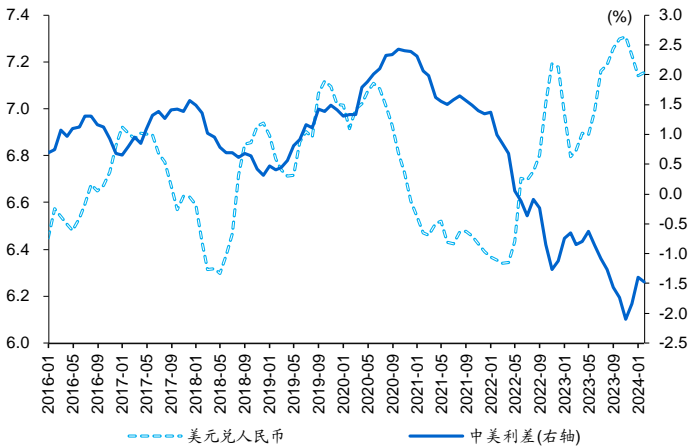
图表17: 货币政策委员会例会对汇率的关注度依然较高

货币政策委员会例会主要内容对比	
2023Q4	2023Q3
深化汇率市场化改革,引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念,综合施策、校正背离、稳定预期,坚决对顺周期行为予以纠偏,坚决防范汇率超调风险,防止形成单边一致性预期并自我强化,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	深化汇率市场化改革,引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念,综合施策、校正背离、稳定预期,坚决对单边、顺周期行为予以纠偏,坚决防范汇率超调风险,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

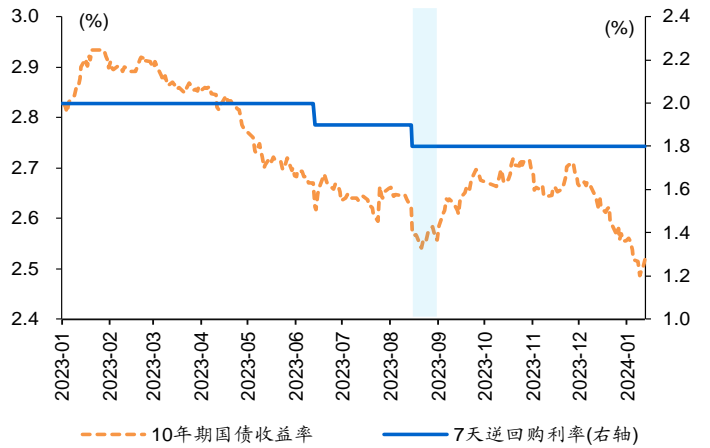


图表18: 美元兑人民币仍处于高位



来源: Wind、国金证券研究所

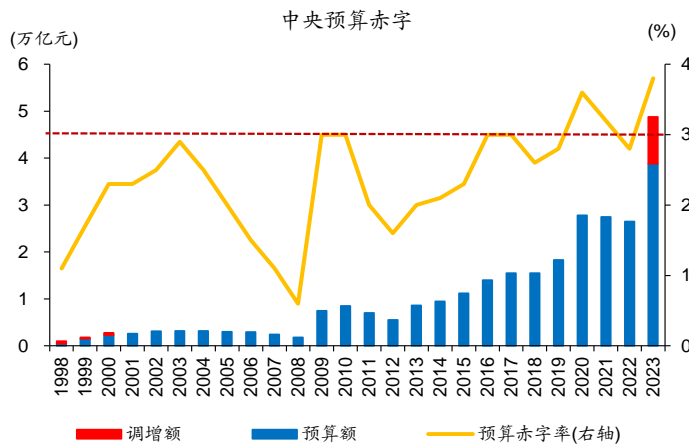
图表19: 2023年8月, 降息落地止盈情绪带动债市调整



来源: Wind、国金证券研究所

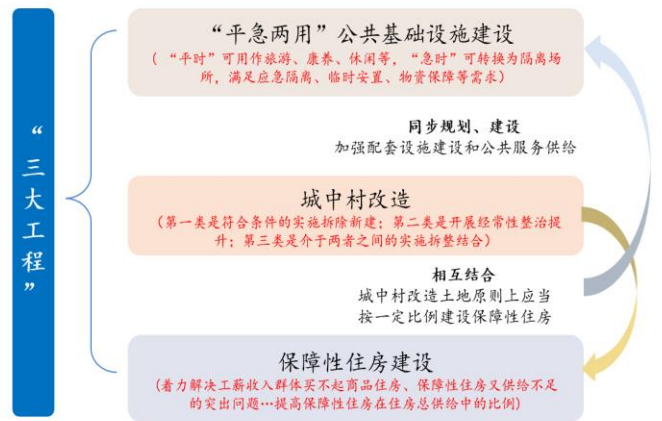
中期来看, 稳增长“三级火箭”逐步落地过程中的经济修复, 导致债市利空因素已在逐步累积。从2023年10月起, 稳增长相关措施正有序推进, 依此包括万亿国债项目落地、地产“三大工程”加速布局、重大项目积极部署等。伴随稳增长项目落地实施等, 12月建筑业活动预期指数已扩张至65.7%, 近期高频指标也有所体现, 例如, 节后沥青开工率已有所回升(详情参见《地产“三大工程”进展如何?》、《建筑业景气显著扩张》)。

图表20: 2023年10月, 新增万亿国债



来源: Wind、国金证券研究所

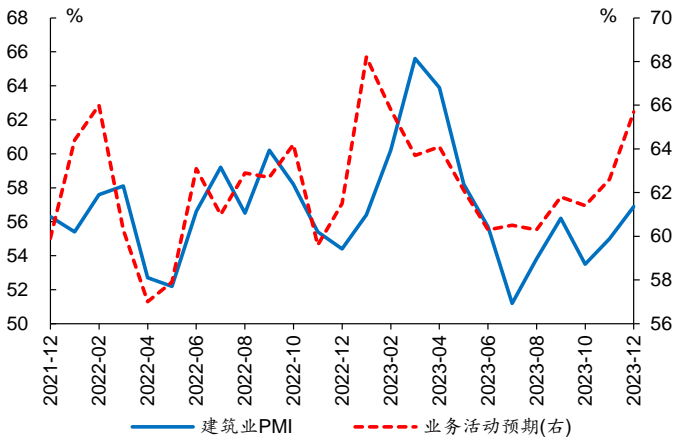
图表21: “三大工程”示意图



来源: 政府网站、国金证券研究所

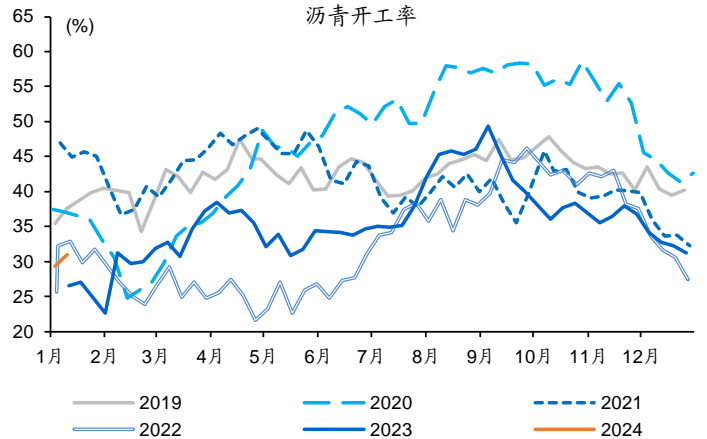


图表22: 12月, 建筑业活动预期指数升至高景气区间



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 部分高频指标已有回暖信号



来源: Wind、国金证券研究所

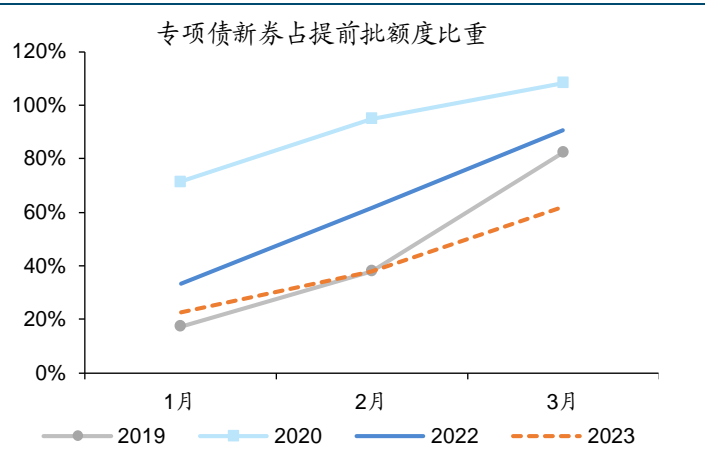
此外, 政府债券集中发行等或干扰资金面, 对债市造成扰动。2023年10月底, 相关决议通过地方债提前批额度、理论规模或超2.7万亿元; 经验显示, 地方债提前批于年底下达, 第二年开年发行节奏或快于以往、2022-2023年一季度专项债新券占提前批额度比重均值为75%左右。由于政府债券募集缴款到资金运用存在时滞, 当供给放量时, 资金面压力往往容易上升。过往经验显示, 央行多会加大货币支持来应对潜在的流动性压力; 财政投放节奏也会对流动性环境起到调节作用, 但和年底“花钱”大月不同的是, 年初前两月是财政集中缴款阶段、2022-2023年前两月均值为1.16万亿元(详情参见《地方债来袭, 流动性“拐点”信号?》)。

图表24: 近年, 地方债分批次下达

时间	批次	每批次下达额度(亿元)		累计下达额度(亿元)	
		一般债	专项债	一般债	专项债
2019	2018年12月 第1批	5800	8100	5800	8100
	2019年3月 第2批	3500	13400	9300	21500
2020	2019年11月 第1批	0	10000	0	10000
	2020年2月 第2批	5580	2900	5580	12900
	2020年4月 第3批	0	10000	5580	22900
	2020年7月 第4批	4220	12600	9800	35500
	2020年11月 第5批	0	2000	9800	37500
2021	2021年3月 第1批	5880	17700	5880	17700
	2021年5月 第2批	2120	16976	8000	34676
2022	2021年12月 第1批	3300	14600	3300	14600
	2022年3月 第2批	-	19900	-	34500
2023	2022年11月 第1批	4320	21900	4320	21900

来源: 政府网站、国金证券研究所

图表25: 一季度专项债发行占提前批额度约75%左右



来源: Wind、国金证券研究所

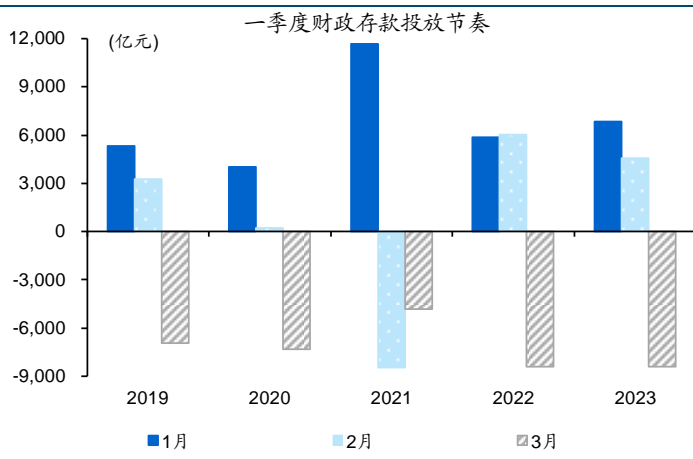


图表26: 经验显示, 央行多会加码配合政府债券发行

日期	央行操作	备注	
7月17日	7天逆回购12000亿元, 14天逆回购4000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款, 金融和机构法定存款准备金和央行逆回购到期等	
7月18日	7天逆回购13000亿元, 14天逆回购7000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款和央行逆回购, MLF到期等	
7月24日	7天逆回购2000亿元, 14天逆回购15000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款和逆回购, MLF到期等	
8月14日	7天逆回购6000亿元, 14天逆回购3000亿元, 28天逆回购1000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
8月18日	7天逆回购28000亿元, 28天逆回购2000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款和MLF到期等	
8月19日	7天逆回购13000亿元, 28天逆回购2000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
9月25日	14天逆回购16000亿元, 28天逆回购6000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
10月19日	7天逆回购8000亿元, 14天逆回购6000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款和逆回购到期等	
10月23日	7天逆回购11000亿元, 14天逆回购9000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款和央行逆回购到期等	
10月24日	7天逆回购13000亿元, 14天逆回购12000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款和逆回购到期等	
11月14日	7天逆回购13000亿元, 14天逆回购12000亿元, 63天逆回购3000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款和央行逆回购到期等	
11月15日	7天逆回购18000亿元, 14天逆回购14000亿元, 63天逆回购3000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款, 金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等	
11月16日	7天逆回购16000亿元, 14天逆回购14000亿元, 63天逆回购3000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款, 央行MLF和逆回购到期等	
12月18日	7天逆回购12000亿元, 14天逆回购11000亿元, 28天逆回购7000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款, 央行MLF和逆回购到期等	
.....			
5月27日	7天逆回购12000亿元	央行净投放, 政府债券发行	
6月28日	7天逆回购24000亿元	央行净投放, 政府债券发行, 企业所得税汇算清缴等	
6月29日	7天逆回购30000亿元	央行净投放, 政府债券发行, 企业所得税汇算清缴等	
6月4日	7天逆回购7000亿元	央行净投放, 政府债券发行和央行逆回购等	
6月11日	7天逆回购8000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
8月13日	7天逆回购15000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
8月14日	7天逆回购15000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
8月21日	7天逆回购10000亿元, 14天逆回购4000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
10月24日	7天逆回购10000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
10月21日	7天逆回购10000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
10月22日	7天逆回购10000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
10月25日	7天逆回购20000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
10月26日	7天逆回购20000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
10月27日	7天逆回购20000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等	
2022	10月25日	7天逆回购20000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等
2022	10月26日	7天逆回购20000亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款等
2022	1月18日	7天逆回购13000亿元, 14天逆回购44700亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款, 逆回购续作
2022	1月19日	7天逆回购6500亿元, 14天逆回购46700亿元	央行净投放, 政府债券发行缴款, 逆回购续作

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表27: 年初前两月为财政缴款大月



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 岁末年初, 债市明显走强、10年期国债收益率一度下破2.5%。经历一波“债牛”后, 当前收益率水平、信用利差均处于历史绝对低位。

(2) 债市收益率下行的触发因素, 主要是资金利率的边际缓和, 与政策呵护岁末“跨年”、降息预期持续发酵等有关。岁末部分中长期配置资金“抢跑”, 一定程度上加剧机构“资产荒”、推动中长端收益率下行。此外, 股债“跷跷板”效应的阶段性助推, 也一定程度影响市场情绪。

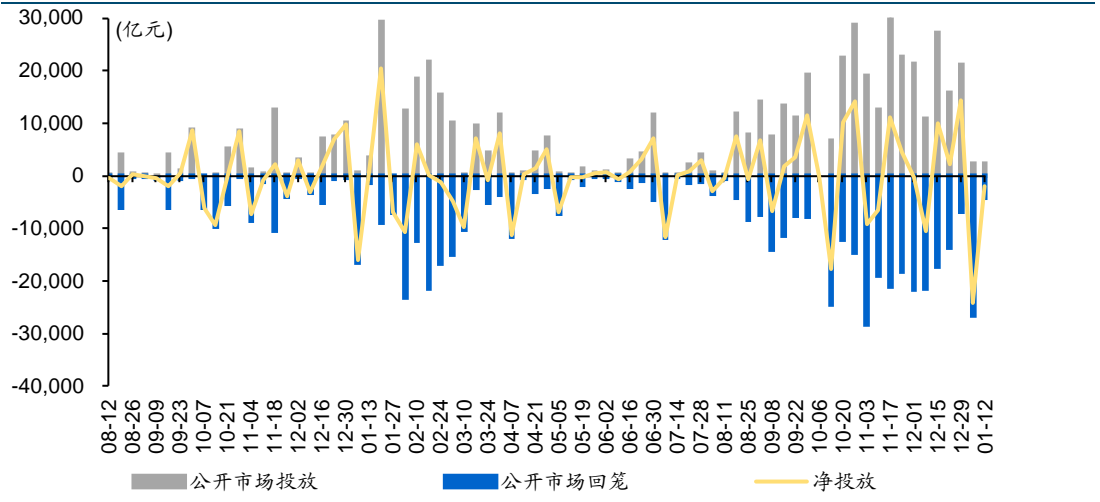
(3) 债市收益率的强势下行, 已与资金利率走势相背, 对基本面数据也有所“钝化”, 潜在风险或在累积。短期来看, 降准降息预期对债市的利多已过度定价, 或导致市场情绪反复等。中期来看, 稳增长“三级火箭”逐步落地过程中的经济修复, 使得债市利空因素已在累积。此外, 政府债券集中发行等或干扰资金面, 对债市造成扰动。

2、流动性常规跟踪

本周资金净回笼。1月6日至1月12日间, 央行公开市场净回笼资金1890亿元, 其中, 7天逆回购投放2270亿元, 7天逆回购到期2410亿元、14天逆回购到期1750亿元。本周(1月13日至1月19日), 将有10060亿元资金到期, 其中包括2270亿元的7天逆回购和7790亿元的1年期MLF。



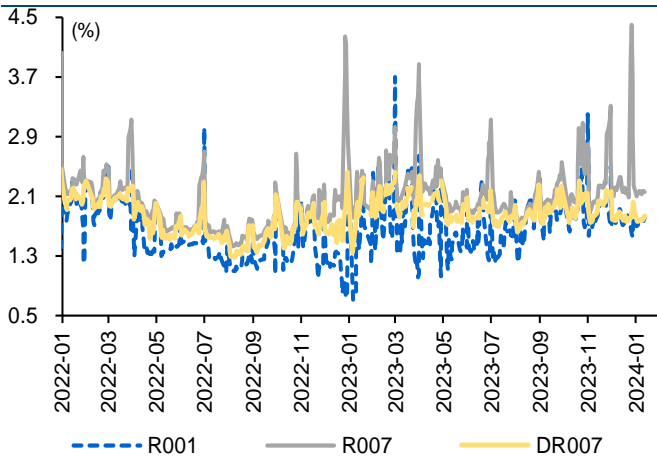
图表28: 1月6日至1月12日间, 公开市场操作净回笼资金1890亿元



来源: Wind、国金证券研究所

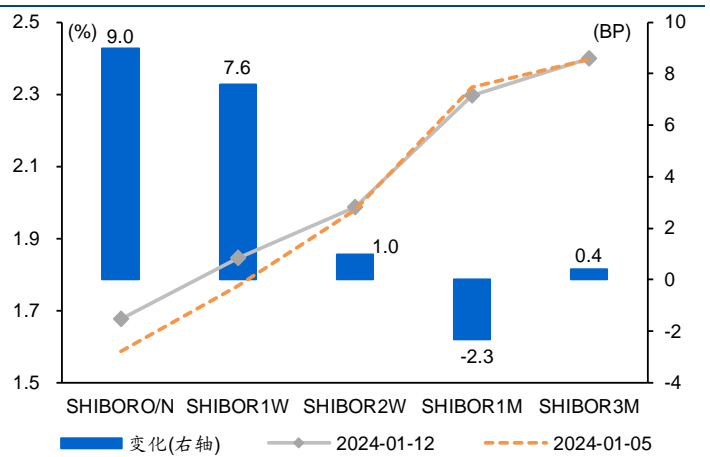
货币市场利率多数上涨。1月6日至1月12日间, R001和R007分别较上周上涨8.9BP和回落1.4BP至1.82%和2.16%, DR007较上周上涨5.8BP至1.84%、略高于同期政策利率的1.8%。SHIBOR隔夜和1周利率分别为1.68%和1.85%, 分别较上周上涨9BP和7.6BP。

图表29: 货币市场利率多数上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表30: SHIBOR利率多数上涨

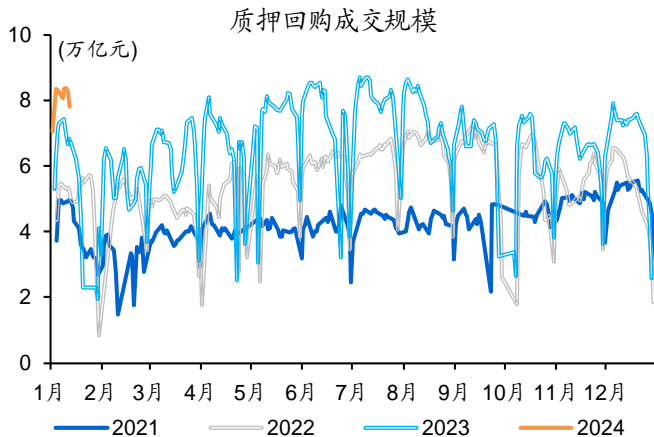


来源: Wind、国金证券研究所

质押回购成交规模向上修复。1月6日至1月12日间, 银行间质押回购成交规模日均8.2万亿元、远高于去年同期的6.9万亿元, 其中, 隔夜质押回购成交占比回升至90%左右、单日接近91%, 机构“滚隔夜”加杠杆行为有所恢复。

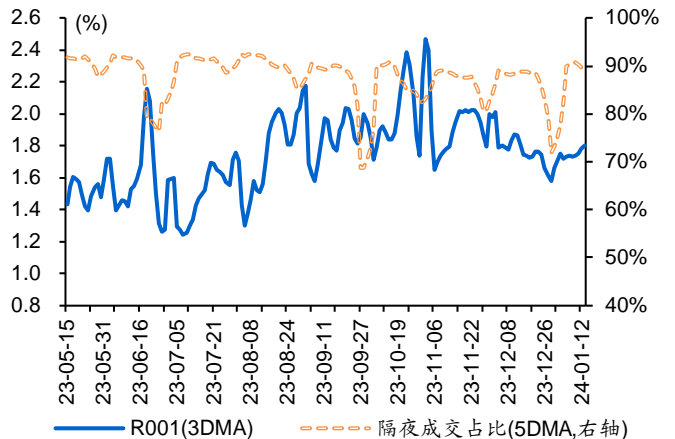


图表31: 质押回购成交规模处于近年同期高位



来源: 中国货币网、国金证券研究所

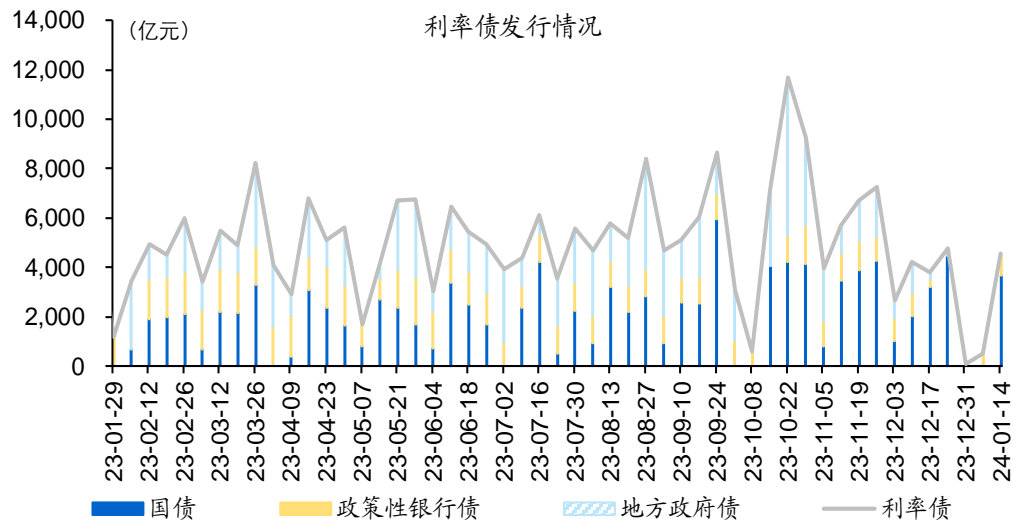
图表32: 隔夜质押回购成交规模占比回升



来源: 中国货币网、Wind、国金证券研究所

利率债发行回升。1月8日至1月14日间,利率债总计发行4790亿元、较前周增加3890亿元,净融资1480亿元、前周为-351亿元。其中,国债发行3670亿元、前周无发行;政策性银行债发行1120亿元、较前周增加220亿元;地方政府债无发行、前周也是;国债、政策性银行债和地方政府债净融资分别为2768亿元、-1278亿元和-9亿元。

图表33: 利率债发行规模有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 1月8日至1月14日间,利率债发行与到期情况

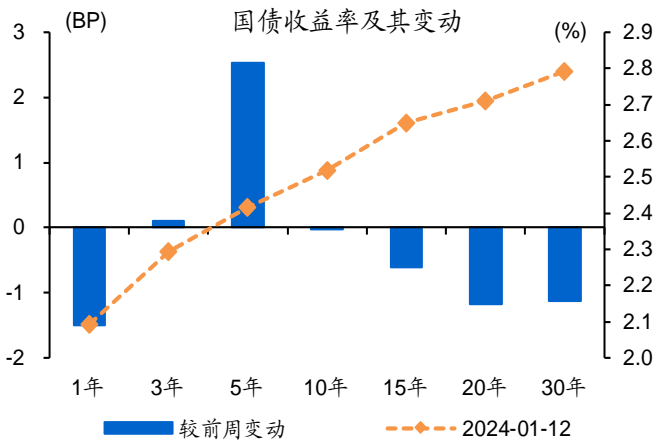
类别	发行只数	总发行量	总偿还量	净融资额
国债	6	3670	902	2768
政策银行债	16	1120	2398	-1278
地方政府债	0	0	9	-9
合计	22	4790	3310	1480

来源: Wind、国金证券研究所

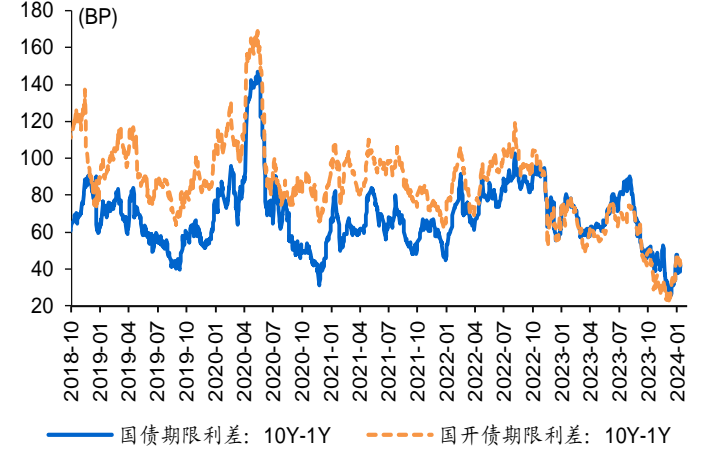


利率债收益率多数下行、短端和超长短较明显。1月6日至1月12日间，10年期国债收益率持平于上周的2.52%，1年期、15年期、20年期和30年期收益率分别较上周下行1.5BP、0.6BP、1.2BP和1.1BP至2.09%、2.65%、2.71%和2.79%，3年期和5年期分别较上周上行0.1BP和2.5BP至2.29%和2.42%。

图表35：长端收益率多数下行



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

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