

10 年国债盘中创新低，利率曲线牛陡

观点：

上周资金相对宽松，跨月资金分层现象缓解。截至 2 月 2 日，DR001 下行 9.30bp，DR007 下行 10.77bp，DR014 下行 18.13bp。银行间质押式回购利率方面，隔夜 R 利率下行 31.81bp，7 天 R 利率下行 27.96bp，14 天 R 利率下行 29.67bp。SHIBOR 隔夜为 1.72%；3 月期 SHIBOR 报收 2.37%，变动 3.10bp。截至 2 月 2 日，6M 期国股直贴票据利率较 1 月 26 日下行 40bp 至 1.80%。国债期货整体收涨，2 月 2 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 1 月 26 日变动 0.03%、0.15%、0.42%。截至 2 月 2 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 1 月 26 日收盘变动 -12.65bp、-3.51bp、-4.14bp、-7.30bp、-8.56bp、-8.63bp、-7.97bp 至 1.885%、2.203%、2.298%、2.427%、2.534%、2.646%、2.735%。

上周央行公开市场净回笼 2300 亿元，但跨月资金面整体平稳。存单收益率得益于资金面转松显著下行，国股大行 6M 一级价格下行在 5-8bp。得益于资金面比预期宽松以及 PMI 数据等符合预期，10 年国债活跃券行情创 2002 年以来新低；信用债继续演绎资产荒行情。当前息差水平和政策利率点位较低，如果后续没有打开新的政策利率空间，利率债收益率进一步持续下行的动能也略显不足，中短端仍需要关注降准落地后的资金情况。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 1月官方制造业 PMI 为 49.2%，前值 49%，制造业景气水平有所回升；综合 PMI 为 50.9%。1月官方非制造业 PMI 为 50.7%，前值 50.4%，高于临界点。

(2) 财政部发布数据显示，2023 年，全国一般公共预算收入 216784 亿元，同比增长 6.4%，其中，证券交易印花税 1801 亿元，同比下降 34.7%；国有土地使用权出让收入 57996 亿元，同比下降 13.2%。全国一般公共预算支出 274574 亿元，同比增长 5.4%。

(3) 美国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值为 50.7，预期 50.3，前值 50.3。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 为 49.1，预期 47，前值由 47.4 修正至 47.1。

(4) 1 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款（PSL）1500 亿元，期末抵押补充贷款余额为 34022 亿元。这是继 2023 年 12 月抵押补充贷款出现净新增之后，连续第二个月出现 PSL 净新增，两月累计总量达到 5000 亿元。据不完全统计，已有广州、南京、苏州、成都等十余个城市获得城中村改造专项借款，授信总金额达到约 3200 亿元。

1.2 时政新闻

(1) 国务院国资委：2024 年将对中央企业全面实施“一企一策”考核，即统筹共性量化指标与个体企业差异性，根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，“一企一策”签订个性化经营业绩责任书，引导企业努力实现高质量发展。

(2) 国务院副总理何立峰在部署走访上市公司工作、推动上市公司高质量发展全国视频会议上强调，各相关地方、部门要通过调研认真解决上市公司发展中面临的具体困难和问题，加大对优质上市公司支持力度，以推动上市公司高质量发展助力信心提振、资本市场稳定和经济高质量发展；要把推动上市公司业绩改善和投资意愿修复作为推动经济稳中求进、以进促稳、先立后破的重要举措。

(3) 珠海市国资委启动新一轮重组整合行动。具体而言：由华发集团整合九洲控股集团有限公司，全力支持华发集团冲击“世界 500 强”；整合交通集团、珠海港集团、航空城集团，组建新的珠海交通控股集团有限公司，强化市属企业对珠海交通物流领域的支撑作用；由海洋集团整合航空城集团、农控集团、格力集团、九洲控股集团下属相关涉海产业资源，支持海洋集团打造珠海海洋资源开发平台。

(4) 上海市住房城乡建设管理委、市房屋管理局联合印发《关于优化本市住房限购政策的通知》，规定自 1 月 31 日起，在本市连续缴纳社会保险或个人所得税已满 5 年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购 1 套住房，以更好满足居民合理住房需求，促进区域职住平衡、产城融合。

(5) 国家金融监管总局召开 2024 年工作会议，要求积极稳妥防控重点领域风险，强化信用风险管理，加大不良资产处置力度。加快推进城市房地产融资协调机制落地见效，督促金融机构大力支持保障性住房等“三大工程”建设、落实经营性物业贷款管理要求。配合防范化解地方债务风险，指导金融机构按照市场化方式开展债务重组、置换。

(6) 美联储利率决议及鲍威尔讲话要点汇总：①美联储将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%之间不变；②FOMC 声明显示，不会在通胀接近 2%的信心增强之前降息；③FOMC 声明显示，委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券；④鲍威尔称，根据今天的会议，认为三月份不太可能降息；⑤鲍威尔表示，不会说已经实现

了软着陆，还有一段路要走才能实现软着陆；⑥鲍威尔表示，将在三月会议上对资产负债表进行深入讨论，正逐渐进入关注资产缩表速度的时刻。在缩表之前，没有必要将隔夜逆回购规模降至零。

(7) 财政部：从财政支出看，将继续保持必要强度，对地方的转移支付也将保持一定规模；下一步，财政部将坚持稳中求进、以进促稳、先立后破、统筹扩大内需和供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和推进乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，加大财政宏观调控力度，实施好积极的财政政策，巩固和增强经济回升向好态势。

(8) 国家金融监管总局发布《固定资产贷款管理办法》《流动资金贷款管理办法》《个人贷款管理办法》，合理拓宽固定资产贷款和流动资金贷款用途及贷款对象范围；流动资金贷款不得用于股东分红，不得用于金融资产、固定资产、股权等投资；固定资产贷款期限一般不超过十年，个人消费贷款期限不得超过五年。《办法》允许商业银行通过视频形式履行个人贷款面谈，明确贷款人应要求借款人当面签订个人贷款合同，但对于金额不超过二十万元人民币的个人贷款，可通过电子银行渠道进行签订。

(9) 国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究进一步优化营商环境有关工作，审议通过《国务院关于进一步规范和监督罚款设定与实施的指导意见（送审稿）》，决定一揽子修改和废止部分行政法规，讨论《关于授权国务院在海南自由贸易港暂时调整适用〈中华人民共和国食品安全法〉有关规定的决定（草案）》，听取加强和改进应急管理工作情况汇报，部署近期低温雨雪冰冻灾害防范应对工作。

2、资金市场

1月29日-2月2日，央行公开市场净回笼资金2300亿元，其中7D逆回购投放17330亿元、到期19770亿元，14D逆回购投放140亿元。

短期资金压力略有下降，资金分层稍有缓解。DR007先下后上，周一录得最高点1.94%，周五录得1.84%，较前一周下行8bp，均值1.89%较前一周下行1bp；R007先下后上，周一录得2.37%，周四下降至低点2.22%，周五上升至2.23%，较前一周下行28bp，均值2.29%较前一周下行1bp；R001先下后上再下，周三录得最高点2.01%，周五回落至1.75%，较前一周下行32bp。R007-DR007均值40.30bp。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.822	2.421	1.660	1.879	2.478
2022	1.548	1.952	1.451	1.766	2.074
2021	2.032	2.319	1.948	2.172	2.519
2020	1.660	2.229	1.579	2.024	2.397
2019	2.239	2.671	2.168	2.527	2.833
今年-2019	-0.417	-0.250	-0.507	-0.648	-0.355

数据来源：Wind，富荣基金

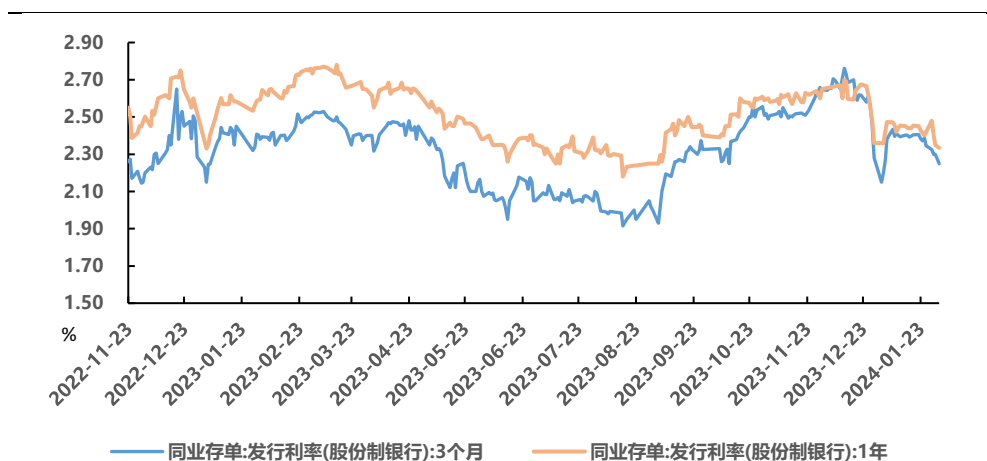
表 2、日度资金利率 (%)

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2024/2/2	1.75	2.23	1.72	1.84	2.369
2024/2/1	1.87	2.22	1.68	1.84	2.375
2024/1/31	2.01	2.30	1.70	1.87	2.388
2024/1/30	1.79	2.31	1.62	1.94	2.398
2024/1/29	1.87	2.37	1.72	1.94	2.400

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单净融资额增加，二级收益率分化。上周同业存单共发行 3621 亿元，较前一周 6097.8 亿元减少 2476.8 亿元，净融资 338.3 亿元。发行利率方面，一级收益率整体下行，1 个月期同业存单发行利率下行 15.96bp 至 2.17%，3 个月期下行 9.57bp 至 2.25%，6 个月期下行 7.67bp 至 2.33%，9 个月期下行 10.07bp 至 2.31%，1 年期存单利率下行 6.67bp 至 2.33%。不同期限存单收益率普遍下行，1M、3M、6M、9M、1Y 期限存单收益率分别下行 16.7bp、7.0bp、5.0bp、5.0bp、5.0bp 至 2.2%、2.3%、2.4%、2.3%、2.4%。

图 1、存单一级发行利率



数据来源：Wind，富荣基金

图 2、存单二级收益率



数据来源：Wind，富荣基金

3、上周高频数据

生产方面，环渤海动力煤 908 元/吨环比下降 0.66%；PTA 开工率 82.06%环比下降 0.8pct，工业生产节奏全面放缓。兰格钢价指数 155.00 环比下降 0.39%，高线、长材和角钢兰格指数分别下降 0.17%、0.24%、0.29%。高炉开工率环比下降 0.3pct 至 76.50%。南华玻璃指数 2410.58 环比下降 4.54%，南华玻璃期货持续下跌。铜均价有所转跌，长江有色铜价周度均价环比下降 0.33%；LME 铜均价周度下降 0.56%。

出口方面，CCFI 综合指数环比上涨 4.41%至 1464.81 点，SCFI 综合指数环比上涨 1.77%至 2217.73 点，临近春节假期市场整体保持平稳，出口整体回升。进口方面，CDFI 综合指数为 1058.62 点，较前一周上涨 1.37%；**春节假期影响，干散货市场较为平静，铁矿石、煤炭货盘表现一般，运力整体充足，干散货运价小幅下跌，波罗的海干散货指数环比下降 7.31%至 1407 点。**

通胀方面，猪肉批发平均价格为 21.79 元/公斤环比上涨 6.97%，临近春节猪肉均价涨幅扩大；28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 5.77 元/公斤环比上涨 11.39%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.30 元/公斤环比上涨 2.10%；农产品批发价格 200 指数为 132.38 点，环比上涨 5.92%。

地产方面，月末一周新房成交环比冲量，但较同期仍偏低，30 大中城市商品房成交面积 163.43 万平方米环周上涨 21.77%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别-14.87%、+30.26%、+54.86%至 33.10 万平方米、91.63 万平方米、38.70 万平方米。水泥市场交易基本停滞，成交活跃度低迷，水泥价格指数 107.82 环比下降 1.02%。

消费方面，1 月 1 日-28 日，乘用车零售、批发同比+64%、+52%，环比 12 月同期分别-15%、-28%。截至 2 月 2 日，布伦特、WTI 油价环比分别-7.44%、-7.35%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	21.79	20.37	6.97%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.77	5.18	11.39%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.30	7.15	2.10%
	鸡蛋(元/公斤)	9.65	9.63	0.21%
	农产品批发价格 200 指数	132.38	126.05	5.02%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	134.58	127.20	5.80%
进出口	CCFI	1464.81	1403.00	4.41%
	SCFI	2217.73	2179.09	1.77%
	BDI	1407.00	1518.00	-7.31%
	CDFI	1058.62	1044.34	1.37%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	908.00	914.00	-0.66%
	PTA 开工率	82.06%	82.91%	-0.008
	兰格钢价指数	155.00	155.60	-0.39%
	兰格钢价指数:高线	174.60	174.90	-0.17%
	兰格钢价指数:长材	163.90	164.30	-0.24%
	兰格钢价指数:角钢	174.60	175.10	-0.29%
	高炉开工率(247 家)	76.50%	76.84%	-0.003
	南华玻璃指数	2410.58	2525.30	-4.54%
	长江有色铜(元/吨)	68800.00	69030.00	-0.33%
	LME 铜(美元/吨)	8400.00	8447.00	-0.56%
投资	水泥价格指数	107.82	108.93	-1.02%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	163.43	134.21	21.77%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	33.10	38.89	-14.87%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	91.63	70.34	30.26%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	38.70	24.99	54.86%
	布伦特原油(美元/桶)	77.33	83.55	-7.44%
消费	WTI 原油(美元/桶)	72.28	78.01	-7.35%

数据来源：Wind，富荣基金

注：商品房成交面积口径为工作日

4、债券市场

长端持续下行，周内 10 年国债下探至 2.40%附近。国债期货整体收涨，2 月 2 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 1 月 26 日变动 0.03%、0.15%、0.42%。截至 2 月 2 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 1 月 26 日收盘变动-12.65bp、-3.51bp、-4.14bp、-7.30bp、-8.56bp、-8.63bp、-7.97bp 至 1.885%、2.203%、2.298%、2.427%、2.534%、2.646%、2.735%。10 年期国债、国开、口行和农发历史分位数均创新低。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-13.26	-5.05	-6.42	-7.50
国开	-7.49	-3.71	-8.00	-5.95
口行	-9.01	-4.18	-7.95	-8.55
农发	-7.96	-4.25	-8.00	-8.45

数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	41.73%	45.61%	33.18%	0.00%
国开	47.93%	35.10%	16.27%	0.00%
口行	49.59%	31.70%	11.73%	0.00%
农发	48.38%	31.78%	13.73%	0.00%

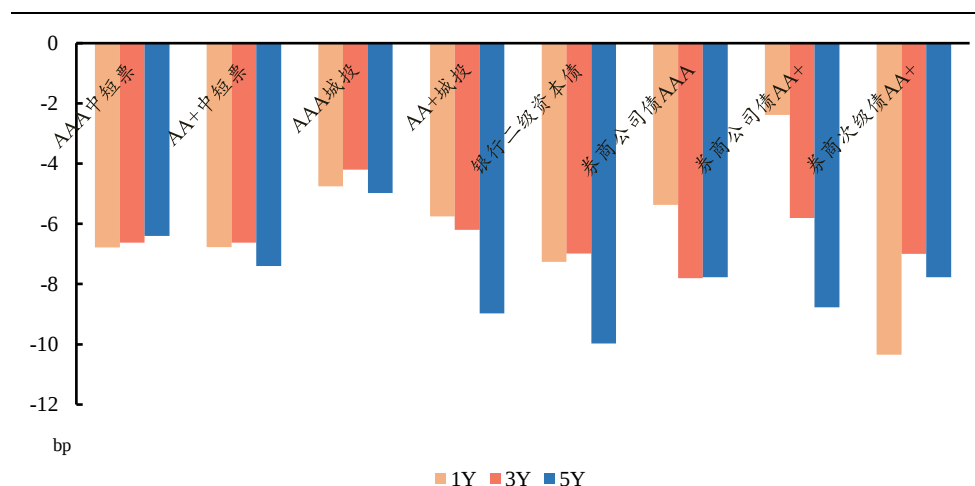
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

信用债净融资额环比增加，城投债持续净融入。上周信用债发行规模 2,885.38 亿元，较前一周减少 645.80 亿元，净融资额 1,143.50 亿元，较前一周增加 114.85 亿元。其中城投债发行规模 1,544.16 亿元，较前一周减少 87.47 亿元，净融资额 359.23 亿元，较前一周增加 285.35 亿元。

上周信用债收益率整体下行，信用利差 3 年期收窄。具体来看，1Y 期各品种收益率下行 5-10bp，3Y 期各品种下行 4-7bp，5Y 期各品种下行 5-9bp。分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 4.75bp、4.20bp、4.98bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 7.26bp、6.99bp、9.97bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 5.37bp、7.80bp、7.77bp；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 10.34bp、7.00bp、7.77bp。各期限信用利差分化，3 年期信用利差收窄。分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别扩大 2.74bp、收窄 0.49bp、扩大 3.02bp，分别处于 2018 年的 29.31%、21.26%和 13.01%历史分位数；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别扩大 0.23bp、收窄 3.28bp、1.97bp，分别处于 2018 年的 21.54%、15.10%和 0.85%历史分位数；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 2.85bp、3.29bp、扩大 0.23bp，分别处于 2018 年的 25.90%、16.33%和 16.80%历史分位数。

图 3、信用品种收益率每周变化



数据来源：Wind，富荣基金

表 6、信用品种信用利差周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	0.71	-2.91	1.60
AA+中短票	0.72	-2.91	0.60
AAA 城投	2.74	-0.49	3.02
AA+城投	1.74	-2.49	-0.97
银行二级资本债	0.23	-3.28	-1.97
券商公司债 AAA	2.12	-4.09	0.23
券商公司债 AA+	5.11	-2.09	-0.77
券商次级债 AA+	-2.85	-3.29	0.23

数据来源：Wind，富荣基金

表 7、信用品种信用利差分位数

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	23.67%	17.54%	11.88%
AA+中短票	17.21%	4.44%	2.86%
AAA 城投	29.31%	21.26%	13.01%
AA+城投	24.10%	11.32%	5.68%
银行二级资本债	21.54%	15.10%	0.85%
券商公司债 AAA	30.26%	26.82%	12.51%
券商公司债 AA+	24.42%	9.87%	15.55%
券商次级债 AA+	25.90%	16.33%	16.80%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周资金相对宽松，跨月资金分层现象缓解。截至 2 月 2 日，DR001 下行 9.30bp，DR007 下行 10.77bp，DR014 下行 18.13bp。银行间质押式回购利率方面，隔夜 R 利率下行 31.81bp，7 天 R 利率下行 27.96bp，14 天 R 利率下行 29.67bp。SHIBOR 隔夜为 1.72%；3 月期 SHIBOR 报收 2.37%，变动 3.10bp。截至 2 月 2 日，6M 期国股直贴票据利率较 1 月 26 日下行 40bp 至 1.80%。国债期货整体收涨，2 月 2 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 1 月 26 日变动 0.03%、0.15%、0.42%。截至 2 月 2 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 1 月 26 日收盘变动 -12.65bp、-3.51bp、-4.14bp、-7.30bp、-8.56bp、-8.63bp、-7.97bp 至 1.885%、2.203%、2.298%、2.427%、2.534%、2.646%、2.735%。

上周央行公开市场净回笼 2300 亿元，但跨月资金面整体平稳。存单收益率得益于资金面转松显著下行，国股大行 6M 一级价格下行在 5-8bp。得益于资金面比预期宽松以及 PMI 数据等符合预期，10 年国债活跃券行情创 2002 年以来新低；信用债继续演绎资产荒行情。当前息差水平和政策利率点位较低，如果后续没有打开新的政策利率空间，利率债收益率进一步持续下行的动能也略显不足，中短端仍需要关注降准落地后的资金情况。

风险提示：

1、本报告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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告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、本报告中的资料、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。