

固收周报 20241110

周观：货币政策如何配合财政发力？—央行 Q3 货政执行报告解读（2024 年第 43 期）

2024 年 11 月 10 日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐沐阳

执业证书：S0600523060003
xumy@dwzq.com.cn

证券分析师 徐津晶

执业证书：S0600523110001
xujj@dwzq.com.cn

■ **2024 年第三季度货币政策执行报告公布，对于未来的货币政策框架有何启示？** 2024 年 11 月 8 日，2024 年第三季度货币政策执行报告公布，相较于此前的报告，我们认为主要有以下几点表述值得关注：第一，在货币政策基调上，重提“保持流动性合理充裕”，四季度降准可期。流动性合理充裕一方面是保证四季度用于置换隐性债务的地方政府债平稳发行的客观需要，另一方面也与“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”这一要求相契合。需要注意的是宽松的货币政策是否会对人民币汇率造成压力，特别是在美国大选结束后降息节奏发生变化，美元指数相对坚挺的情况下。在此次货币政策执行报告针对汇率的表述中不再提及“坚决对顺周期行为予以纠偏”，容忍度有所提升，更多通过预期管理来自我实现均值回归。第二，货币供应量统计口径的完善正在进行中，用完善后的口径进行历史回溯或更能够体现经济的复苏程度，当前金融“量”方面的数据的指示意义变弱。完善的方向包括把个人支付工具和非银行支付机构备付金纳入 M1。在未来的一段时间内，利率方面的调控更为重要。而利率的调控效率会受到存款利率高企的影响，正是因为银行存在高息揽储的情况，导致净息差不断收窄，降息和贷款利率的下调受到阻碍。因此，类似于取缔“手工补息”之类对于存款利率方面的监管会延续，近期同业存单利率的下调便是一个写照。

■ **美国结束总统大选、11 月份再次降息加之 PMI 等一系列经济数据发布后，后市美债收益率如何变化？** 本周，美联储宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间降至 4.50% 至 4.75%。这一决策是在美国总统大选落幕、特朗普上台背景下进行的。特朗普的一系列政策主张将对通胀造成上行压力，美国未来通胀局势难以把握，这一点在美联储最新的降息会议声明中得到了反映，声明中删除了“对通胀正在可持续地朝着目标迈进更有信心”的表述，显示出联储对通胀前景的谨慎态度。我们认为，美联储未来的降息步伐或将放缓。结合本周增量数据，美国 10 月 ISM 非制造业 PMI 创下新高，经济复苏势头强劲；但 10 月 ISM 制造业 PMI 的继续下行与首次申请失业救济和持续领取失业金的人数双双上升，似乎反驳了美国处于周期修复的观点。本周在“特朗普交易”的演绎下，美债市场下跌。大选宽财政预期下，货币政策正常化的延宕或将在中期增加中美利差收敛的可能性，市场如果针对中期逻辑定价，美债收益率将出现长端磨顶的迹象。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）**美国 10 月非制造业 PMI 指数创两年新高，非制造业 PMI 持续收缩。** 美国 10 月 ISM 制造业指数 46.5，低于前值 47.2，持续处于枯荣线下方。重要分项指数方面：新订单指数 47.1，较 9 月的 46.1 上升 1 个点；库存指数 42.6，较 9 月的 43.9 下降 1.3 个点，或因制造业新订单的回升导致制造业企业得以加速清理自有库存；制造业 PMI 就业指数有所上升，从 9 月的 43.9 升至 44.4，制造业的招聘行情有所好转。美国 5 月非制造业 PMI 指数 56，远高于前值 54.9 及预期 53.8。从重要分项指数上看，新订单指数大幅下降 2 个点至 10 月的 57.4，商业活动指数下降 2.7 点至 10 月 57.2，物价指数下降 1.3 点至 10 月的 58.1。但 10 月的就业指数攀升近 5 点至 53，为 2023 年 8 月以来的最高水平。服务业在 10 月的再次表现强劲，帮助抵消了制造业目前的疲软，在第四季度初再次推动整体经济增长。（2）**美国 11 月 2 日当周首次申请失业救济人数与 10 月 26 日当周续请失业救济人数双双上升。** 美国 11 月 2 日当周首次申请失业救济人数上升至 22.1 万人，低于预期的 22.2 万人，前值由 21.6 万人修正为 21.8 万人。10 月 26 日当周持续领取失业金人数为 189.2 万，高于预期的 187.3 万人，前值由 186.2 万人修正为 185.3 万人。本周劳动力市场状况并无实质性变化，飓风和罢工导致 10 月就业增长几乎停滞。相较于通胀数据，目前市场对于就业数据关注度同样也很高，后续失业率数据或将对后续的政策调整方向产生较大影响，应当密切关注。（3）**美联储降息步伐或将放缓，具体步伐仍需关注后续就业数据和通胀轨迹。** 在美联储宣布将联邦基金利率目

相关研究

《转债策略回到“双低”？》

2024-11-10

《绿色债券周度数据跟踪（20241104-20241108）》

2024-11-09

标区间下调 25 个基点之后，美联储主席鲍威尔在随后的新闻发布会明确指出，短期内，美国总统大选的结果不会对货币政策产生直接影响。他表示，通胀预期依然稳定。政策立场将随着时间推移向中性立场转变。随着接近中性利率，可能有必要放缓降息步伐，美联储才刚刚开始考虑调整降息步伐；已准备好调整对利率变化速度和目标的评估。他进一步阐释了美联储的灵活政策立场，表明没有预设的政策路径，“若经济保持强劲，通胀未能落回 2%，可以考虑更缓慢地调整政策；若劳动力市场意外走弱，或者通胀率下降速度快于预期，可以考虑更快地采取行动”。美联储官员 Kashkari 表示现在判断即将上任的特朗普政府和新国会的政策是否会推高通胀并最终导致降息次数减少还为时过早，美联储将需要观察哪些政策会真正落实，然后再将其纳入分析。他在福克斯新闻采访时说，“真正取决于的不是国会和新政府的短期计划，而是生产率和经济增幅”，“如果这能够维系，而且我们的经济未来在结构上更具生产力，那就说明我们可能最终不会降息那么多。”截至 11 月 9 日，Fedwatch 预期 2024 年 12 月降息 25bp 的概率下降至 64.6%，上周为 83.2%；25 年 1 月份在 24 年 12 月份降息 25bp 的基础上再次降息 25bp 的可能性为 24.9%，上周为 47.2%。

- **风险提示：**宏观经济增速不及预期、政策力度不及预期、地缘风险超预期。

内容目录

1. 一周观点	6
2. 国内外数据汇总	12
2.1. 流动性跟踪.....	12
2.2. 国内外宏观数据跟踪.....	16
3. 地方债一周回顾	19
3.1. 一级市场发行概况.....	19
3.2. 二级市场概况.....	20
3.3. 本月地方债发行计划.....	21
4. 信用债市场一周回顾	21
4.1. 一级市场发行概况.....	21
4.2. 发行利率.....	23
4.3. 二级市场成交概况.....	24
4.4. 到期收益率.....	24
4.5. 信用利差.....	26
4.6. 等级利差.....	29
4.7. 交易活跃度.....	33
4.8. 主体评级变动情况.....	34
5. 风险提示	35

图表目录

图 1: CPI 与 PPI 当月同比维持低位 (单位: %)	6
图 2: 同业存单利率较 1 年期国债利率下行更明显 (单位: %)	7
图 3: 美国 10 月制造业 PMI 收缩	8
图 4: 美国 10 月非制造业 PMI 上升	9
图 5: 美国 11 月 2 日当周初次申请失业金人数与 10 月 26 日持续领取失业金人数均上升 (单位: 万人)	10
图 6: 美国 11 月再次降息 (单位: %)	11
图 7: 市场对进一步降息预期下降 (截止 11 月 9 日)	11
图 8: 货币市场利率化 (单位: %)	12
图 9: 利率债两周发行量对比 (单位: 亿元)	12
图 10: 央行利率走廊 (单位: %)	13
图 11: 国债中标利率和二级市场利率 (单位: %)	13
图 12: 国开债中标利率和二级市场利率 (单位: %)	13
图 13: 进出口和农发债中标利率和二级市场利率 (单位: %)	14
图 14: 两周国债与国开债收益率变动 (单位: %)	14
图 15: 本周国债期限利差变动 (单位: BP)	14
图 16: 国开债、国债利差 (单位: BP)	15
图 17: 5 年期国债期货 (左轴单位: 亿元, 右轴单位: 元)	15
图 18: 10 年期国债期货 (左轴单位: 亿元, 右轴单位: 元)	15
图 19: 商品房总成交面积总体上行 (单位: 万平方米)	16
图 20: 焦煤、动力煤价格 (单位: 元/吨)	17
图 21: 同业存单利率 (单位: %)	17
图 22: 余额宝收益率 (单位: %)	17
图 23: 蔬菜价格指数 (单位: 元/吨)	18
图 24: RJ/CRB 商品及南华工业品价格指数	18
图 25: 布伦特原油、WTI 原油价格 (单位: 美元/桶)	18
图 29: 地方债发行量及净融资额 (亿元)	19
图 30: 本周地方债发行利差主要位于 0-10BP 之间 (只)	19
图 31: 分省份地方债发行情况 (单位: 亿元)	19
图 32: 分省份地方债成交情况 (单位: 亿元, %)	20
图 33: 各期限地方债成交量情况 (单位: 亿元, %)	20
图 34: 地方债发行计划 (单位: 亿元)	21
图 35: 信用债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	22
图 36: 城投债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	22
图 37: 产业债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	22
图 38: 短融发行量及净融资额 (单位: 亿元)	23
图 39: 中票发行量及净融资额 (单位: 亿元)	23
图 40: 企业债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	23
图 41: 公司债发行量及净融资额 (单位: 亿元)	23
图 42: 3 年期中票各等级信用利差走势 (单位: %)	27
图 43: 3 年期企业债信用利差走势 (单位: %)	28
图 44: 3 年期城投债信用利差走势 (单位: %)	29

图 45: 3 年期中票等级利差走势 (单位: %)	30
图 46: 3 年期企业债等级利差走势 (单位: %)	31
图 47: 3 年期城投债等级利差走势 (单位: %)	32
图 48: 各行业信用债周成交量 (单位: 亿元)	34
表 1: 2024/11/4-2024/11/8 公开市场操作 (单位: 亿元)	12
表 2: 钢材价格部分上行 (单位: 元/吨)	16
表 3: LME 有色金属期货官方价下行 (单位: 美元/吨)	16
表 4: 本周地方债到期收益率总体下行 (单位: %, BP)	20
表 5: 本周各券种实际发行利率	23
表 6: 本周信用债成交额情况 (单位: 亿元)	24
表 7: 本周国开债到期收益率全面上行 (单位: %, BP)	24
表 8: 本周短融中票收益率全面上行 (单位: %, BP)	24
表 9: 本周企业债收益率全面上行 (单位: %, BP)	25
表 10: 本周城投债收益率总体上行 (单位: %, BP)	26
表 11: 本周短融中票信用利差全面走扩 (单位: %, BP)	26
表 12: 本周企业债信用利差总体收窄 (单位: %, BP)	27
表 13: 本周城投债信用利差总体收窄 (单位: %, BP)	28
表 14: 本周短融中票等级利差呈分化趋势 (单位: %, BP)	29
表 15: 本周企业债等级利差总体走阔 (单位: %, BP)	30
表 16: 本周城投债等级利差总体走阔 (单位: %, BP)	31
表 17: 活跃信用债	33
表 18: 发行人主体评级或展望调高情况	34

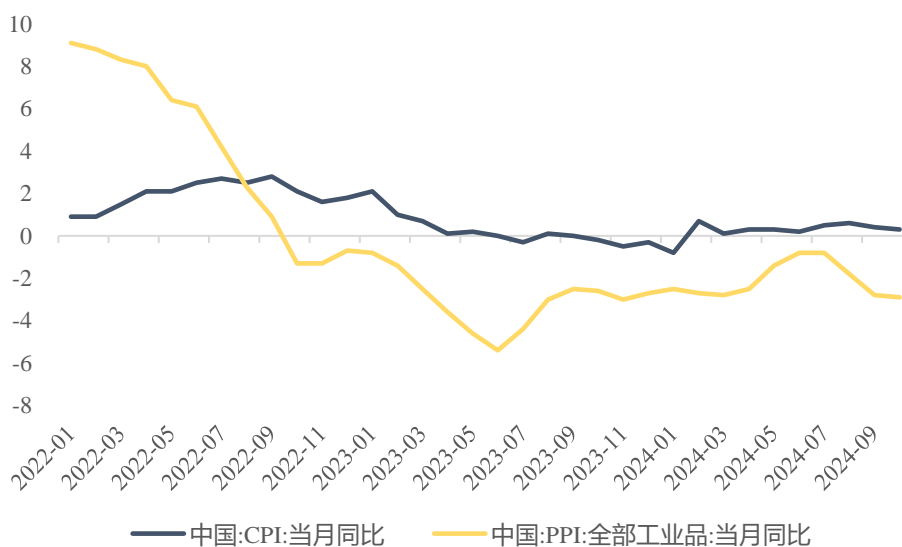
1. 一周观点

Q1: 2024年第三季度货币政策执行报告公布, 对于未来的货币政策框架有何启示?

A: 2024年11月8日, 2024年第三季度货币政策执行报告公布, 相较于此前的报告, 我们认为主要有以下几点表述值得关注:

第一, 在货币政策基调上, 重提“保持流动性合理充裕”, 四季度降准可期。流动性合理充裕一方面是保证四季度用于置换隐性债务的地方政府债平稳发行的客观需要, 另一方面也与“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”这一要求相契合。需要注意的是宽松的货币政策是否会对人民币汇率造成压力, 特别是在美国大选结束后降息节奏发生变化, 美元指数相对坚挺的情况下。在此次货币政策执行报告针对汇率的表述中不再提及“坚决对顺周期行为予以纠偏”, 容忍度有所提升, 更多通过预期管理来自我实现均值回归。

图1: CPI与PPI当月同比维持低位 (单位: %)

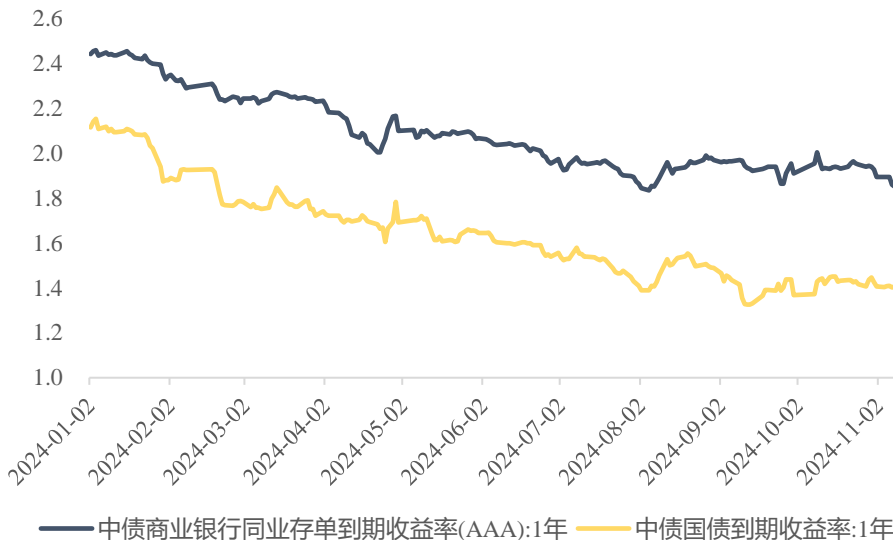


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

第二, 货币供应量统计口径的完善正在进行中, 用完善后的口径进行历史回溯或更能够体现经济的复苏程度, 当前金融“量”方面的数据的指示意义变弱。完善的方向包括把个人支付工具和非银行支付机构备付金纳入 M1。在未来的一段时间内, 利率方面的调控更为重要。而利率的调控效率会受到存款利率高企的影响, 正是因为银行存在高息揽储的情况, 导致净息差不断收窄, 降息和贷款利率的下调受到阻碍。因此, 类似于取缔“手工补息”之类对于存款利率方面的监管会延续, 近期同业存单利率的下调便是一个

写照。

图2：同业存单利率较1年期国债利率下行更明显（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

展望后期，财政发力需要货币的配合，支持性的货币政策立场不变。基本面数据的持续反转出现前，我们维持债券收益率的向上拐点未到来的判断。

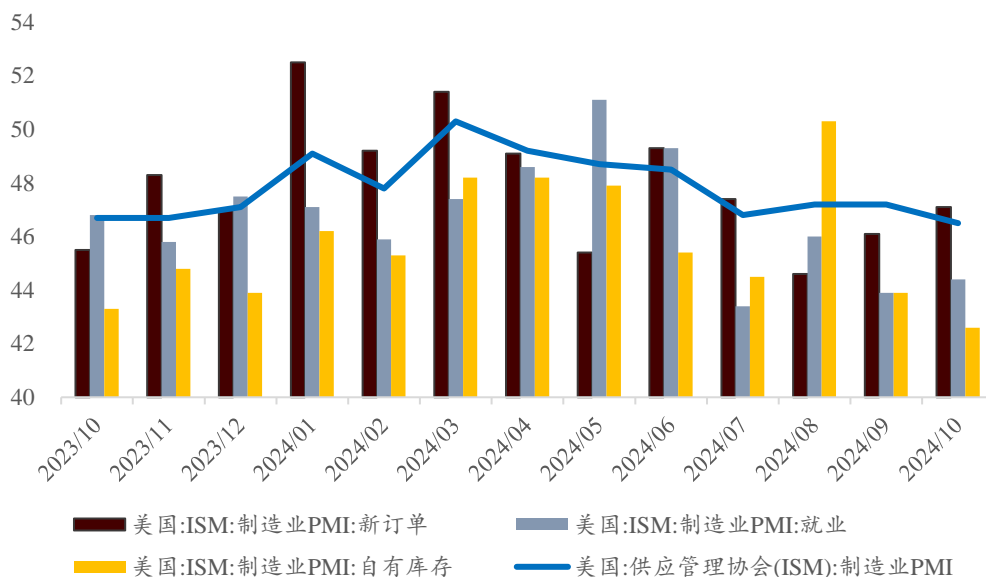
Q2：美国结束总统大选、11月份再次降息加之PMI等一系列经济数据发布后，后市美债收益率如何变化？

本周，美联储宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间降至4.50%至4.75%。这一决策是在美国总统大选落幕、特朗普上台背景下进行的。特朗普的一系列政策主张或将对通胀造成上行压力，美国未来通胀局势难以把握，这一点在美联储最新的降息会议声明中得到了反映，声明中删除了“对通胀正在可持续地朝着目标迈进更有信心”的表述，显示出联储对通胀前景的谨慎态度。我们认为，美联储未来的降息步伐或将放缓。结合本周增量数据，美国10月ISM非制造业PMI创下新高，经济复苏势头强劲；但10月ISM制造业PMI的继续下行与首次申请失业救济和持续领取失业金的人数双双上升，似乎反驳了美国处于周期修复的观点。本周在“特朗普交易”的演绎下，美债市场下跌。大选宽财政预期下，货币政策正常化的延宕或将在中期增加中美利差收敛的可能性，市场如果针对中期逻辑定价，美债收益率将出现长端磨顶的迹象。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：

(1) 美国10月非制造业PMI指数创两年新高，制造业PMI持续收缩。美国10

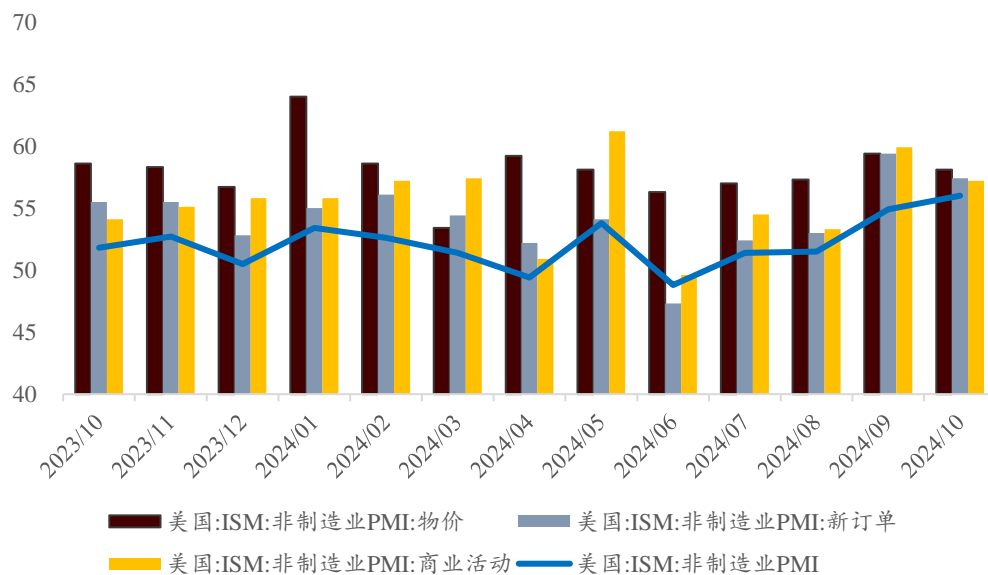
月 ISM 制造业指数 46.5，低于前值 47.2，持续处于枯荣线下方。重要分项指数方面：新订单指数 47.1，较 9 月的 46.1 上升 1 个点；库存指数 42.6，较 9 月的 43.9 下降 1.3 个点，或因制造业新订单的回升导致制造业企业得以加速清理自有库存；制造业 PMI 就业指数有所上升，从 9 月的 43.9 升至 44.4，制造业的招聘行情有所好转。美国 5 月非制造业 PMI 指数 56，远高于前值 54.9 及预期 53.8。从重要分项指数上看，新订单指数大幅下降 2 个点至 10 月的 57.4，商业活动指数下降 2.7 个点至 10 月 57.2，物价指数下降 1.3 个点至 10 月的 58.1。但 10 月的就业指数攀升近 5 个点至 53，为 2023 年 8 月以来的最高水平。服务业在 10 月的再次表现强劲，帮助抵消了制造业目前的疲软，在第四季度初再次推动整体经济增长。

图3：美国 10 月制造业 PMI 收缩



数据来源：Wind，东吴证券研究所

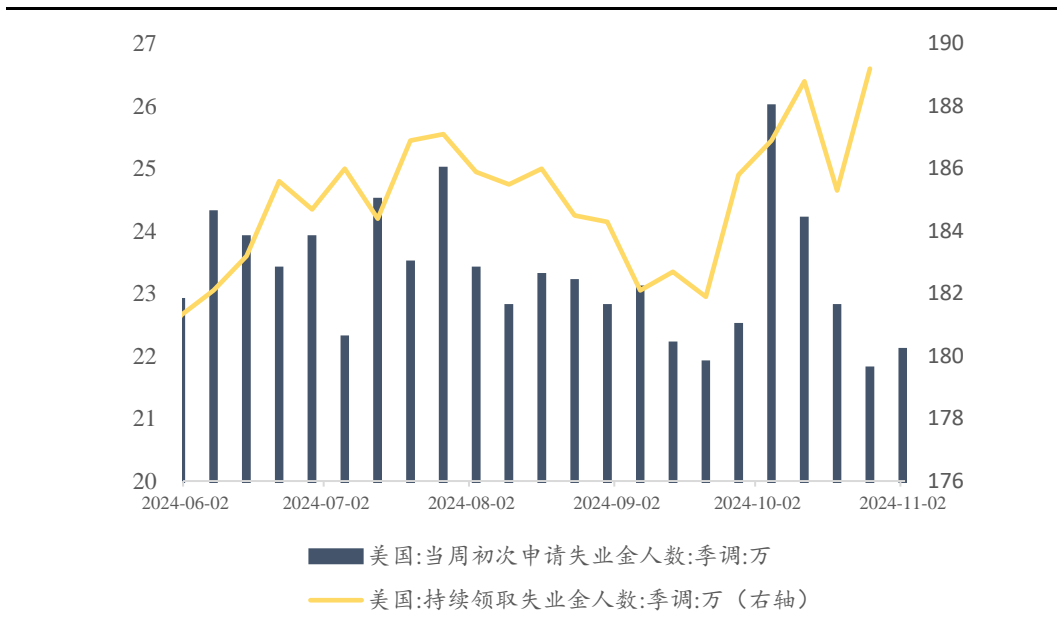
图4：美国 10 月非制造业 PMI 上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(2) 美国 11 月 2 日当周首次申请失业救济人数与 10 月 26 当周续请失业救济人数双双上升。美国 11 月 2 日当周首次申请失业救济人数上升至 22.1 万人，低于预期的 22.2 万人，前值由 21.6 万人修正为 21.8 万人。10 月 26 日当周持续领取失业金人数为 189.2 万，高于预期的 187.3 万人，前值由 186.2 万人修正为 185.3 万人。本周劳动力市场状况并无实质性变化，飓风和罢工导致 10 月就业增长几乎停滞。相较于通胀数据，目前市场对于就业数据关注度同样也很高，后续和失业率数据或将对后续的政策调整方向产生较大影响，应当密切关注。

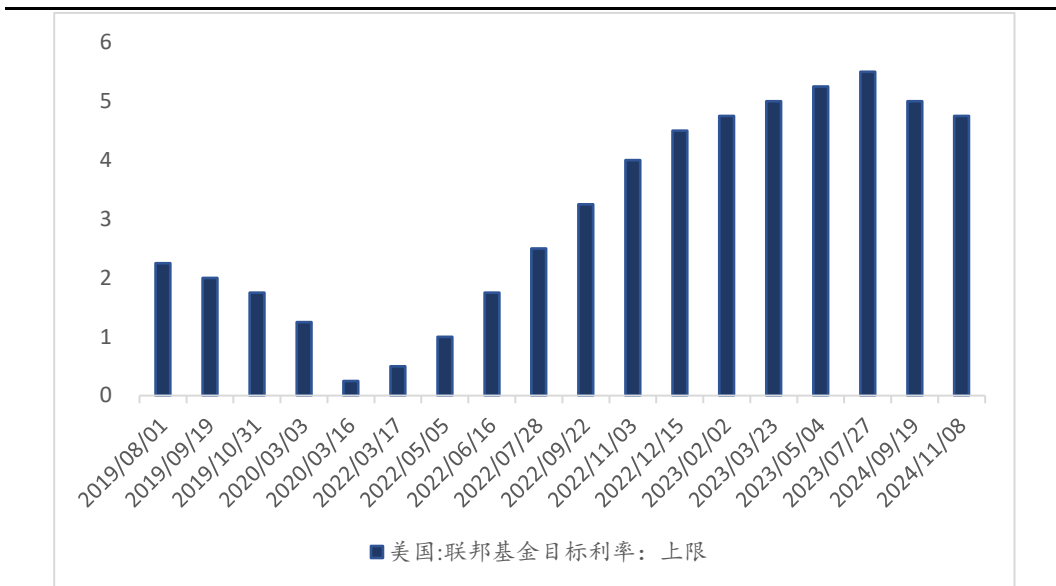
图5：美国 11 月 2 日当周初次申请失业金人数与 10 月 26 日持续领取失业金人数均上升
(单位：万人)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(3) 美联储降息步伐或将放缓，具体步伐仍需关注后续就业数据和通胀轨迹。在美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点之后，美联储主席鲍威尔在随后的新闻发布会明确指出，短期内，美国总统大选的结果不会对货币政策产生直接影响。他表示，通胀预期依然稳定。政策立场将随着时间推移向中性立场转变。随着接近中性利率，可能有必要放缓降息步伐，美联储才刚刚开始考虑调整降息步伐；已准备好调整对利率变化速度和目标的评估。他进一步阐释了美联储的灵活政策立场，表明没有预设的政策路径，“若经济保持强劲，通胀未能落回 2%，可以考虑更缓慢地调整政策；若劳动力市场意外走弱，或者通胀率下降速度快于预期，可以考虑更快地采取行动”。美联储官员 Kashkari 表示现在判断即将上任的特朗普政府和新国会的政策是否会推高通胀并最终导致降息次数减少还为时过早，美联储将需要观察哪些政策会真正落实，然后再将其纳入分析。他在福克斯新闻采访时说，“真正取决于的不是国会和新政府的短期计划，而是生产率和经济增幅”，“如果这能够维系，而且我们的经济未来在结构上更具生产力，那就说明我们可能最终不会降息那么多。”截至 11 月 9 日，Fedwatch 预期 2024 年 12 月降息 25bp 的概率下降至 64.6%，上周为 83.2%；25 年 1 月份在 24 年 12 月份降息 25bp 的基础上再次降息 25bp 的可能性为 24.9%，上周为 47.2%。

图6：美国 11 月再次降息（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：市场对进一步降息预期下降（截止 11 月 9 日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	35.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.9%	53.4%	21.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	41.4%	35.0%	9.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	23.2%	39.3%	26.6%	6.2%
2025/6/18	0.0%	0.0%	2.3%	13.7%	31.0%	33.1%	16.7%	3.2%
2025/7/30	0.0%	0.6%	5.1%	18.0%	31.6%	29.1%	13.3%	2.4%
2025/9/17	0.1%	1.7%	8.3%	21.4%	30.9%	25.1%	10.6%	1.8%
2025/10/29	0.4%	2.8%	10.6%	23.0%	29.9%	22.6%	9.1%	1.5%
2025/12/10	0.8%	4.0%	12.4%	24.0%	28.9%	20.6%	8.0%	1.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 国内外数据汇总

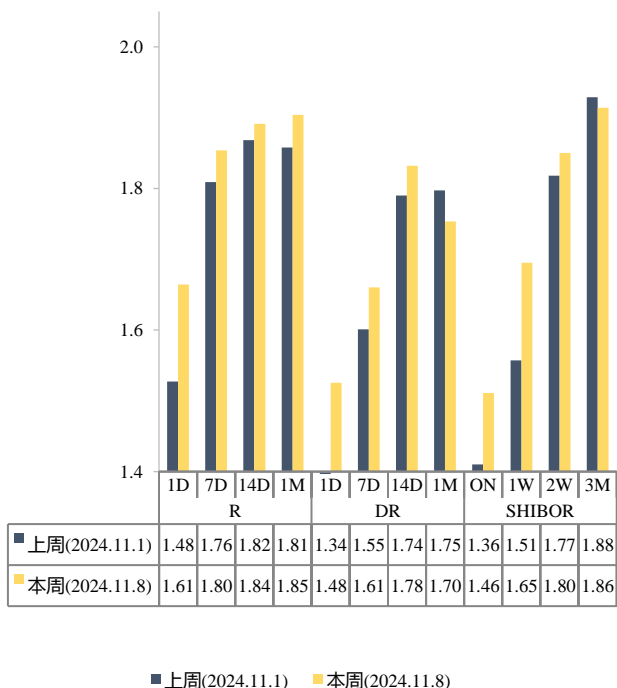
2.1. 流动性跟踪

表1: 2024/11/4-2024/11/8 公开市场操作 (单位: 亿元)

	逆回购				逆回购到期				MLF		TMLF		降准置换	净投放
	7D	14D	28D	63D	7D	14D	28D	63D	1Y	1Y	1Y	1Y		
8/11/2024	122				171									-49
7/11/2024	192				3276									-3084
6/11/2024	173				4310									-4137
5/11/2024	183				3828									-3645
4/11/2024	173				2416									-2243
合计	843	0	0	0	14001	0	0	0	0	0	0	0	0	-13158

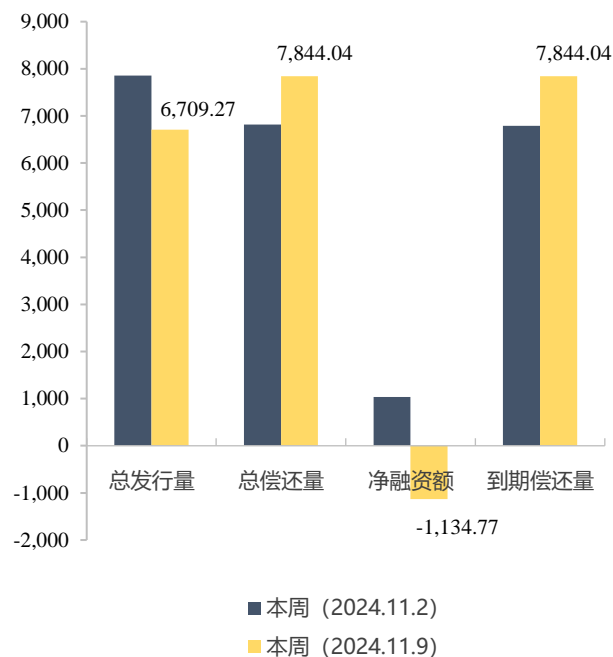
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 货币市场利率化 (单位: %)



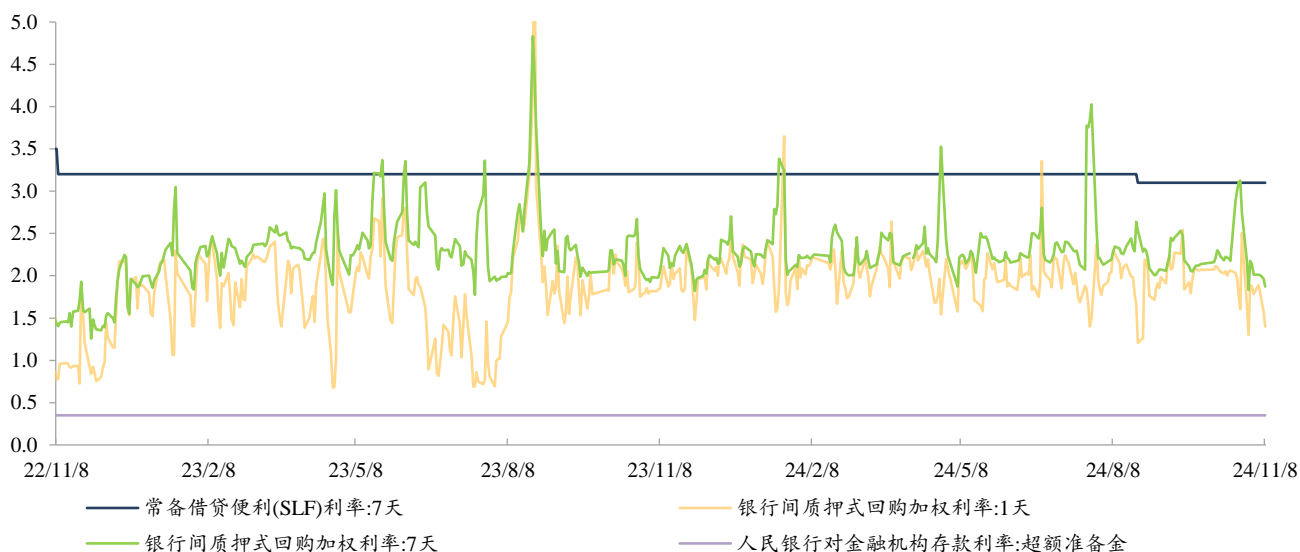
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 利率债两周发行量对比 (单位: 亿元)



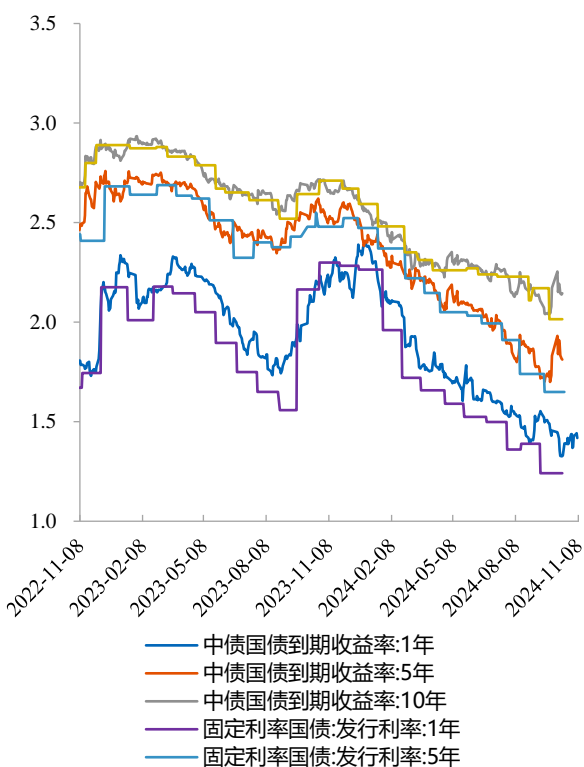
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 央行利率走廊 (单位: %)



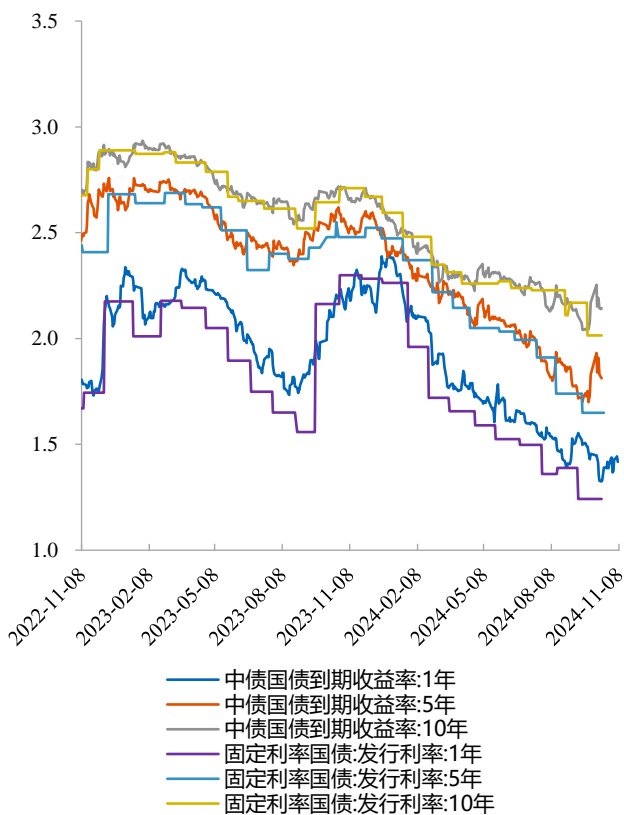
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 国债中标利率和二级市场利率 (单位: %)



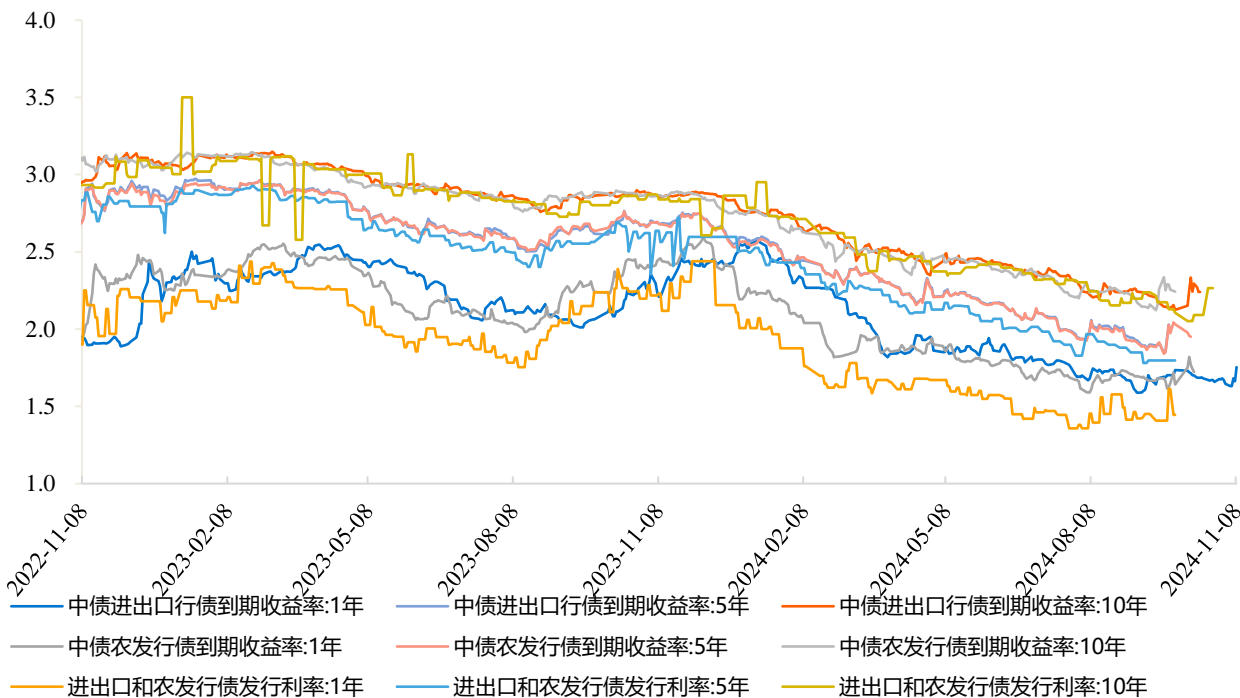
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 国开债中标利率和二级市场利率 (单位: %)



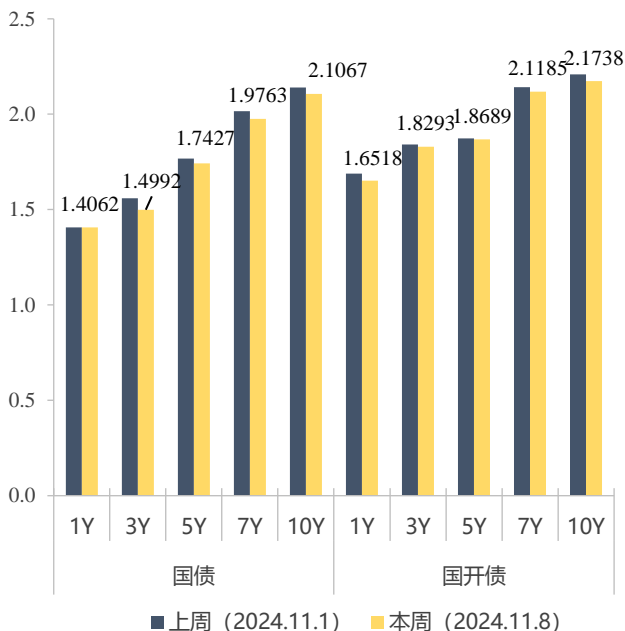
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 进出口和农发债中标利率和二级市场利率 (单位: %)



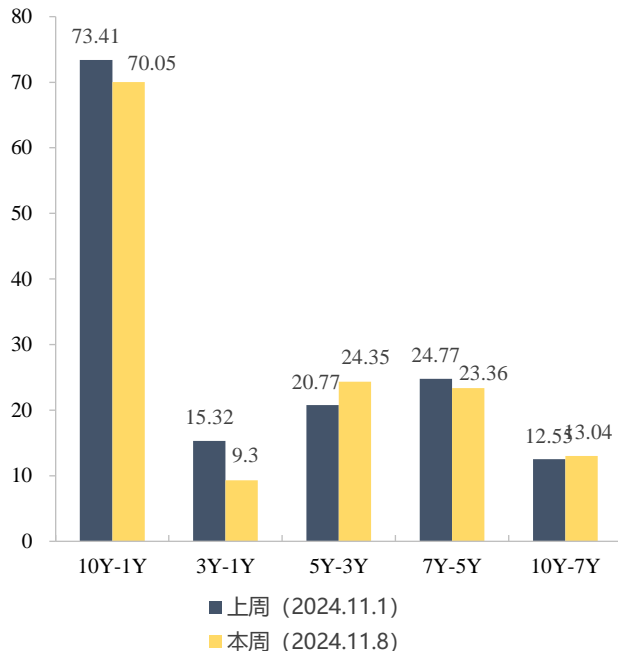
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 两周国债与国开债收益率变动 (单位: %)



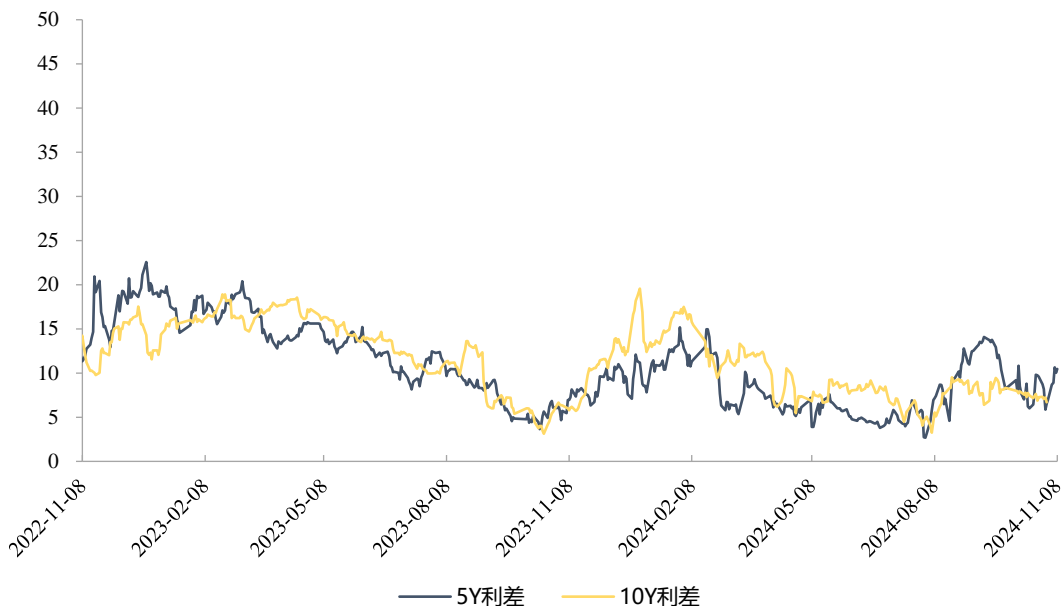
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 本周国债期限利差变动 (单位: BP)



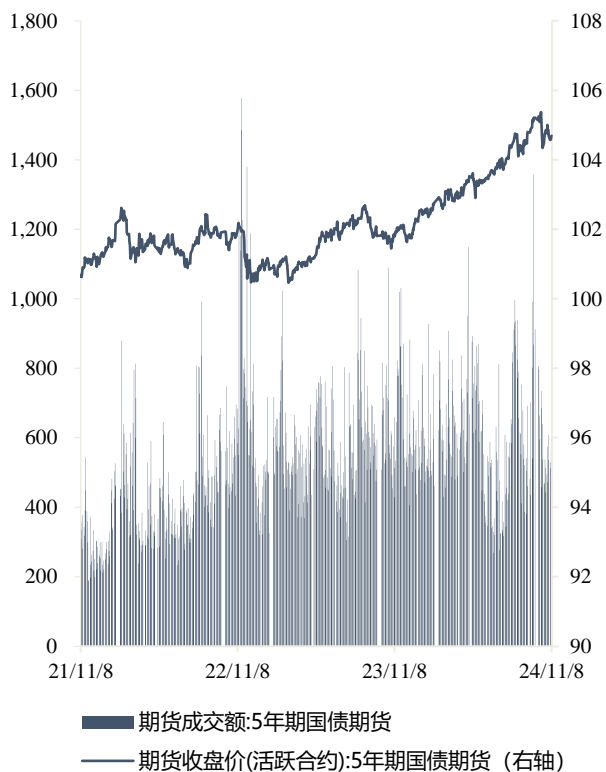
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 国开债、国债利差 (单位: BP)



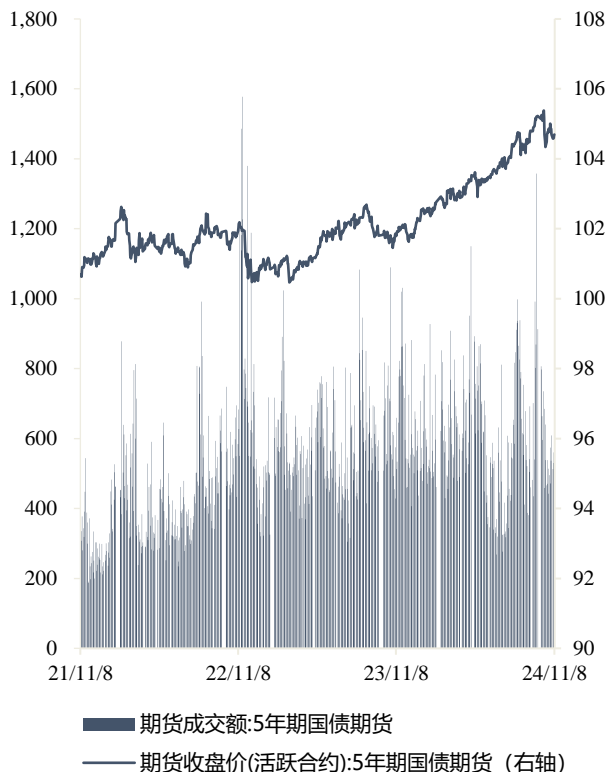
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 5年期国债期货 (左轴单位: 亿元, 右轴单位: 元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

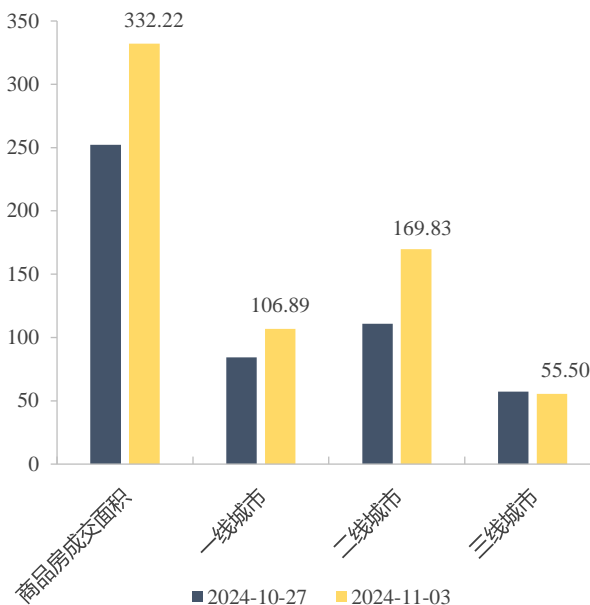
图18: 10年期国债期货 (左轴单位: 亿元, 右轴单位: 元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 国内外宏观数据跟踪

图19：商品房总成交面积总体上行（单位：万平方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：钢材价格部分上行（单位：元/吨）

	2024-11-01	2024-11-08	涨跌幅（元）
价格:螺纹钢:HRB400 20mm:全国	3,607.00	3,583.00	-24.00
价格:热轧板卷:Q235B:3.0mm:全国	3,641.00	3,664.00	23.00
价格:中板:普 8mm:全国	3,953.00	3,963.00	10.00

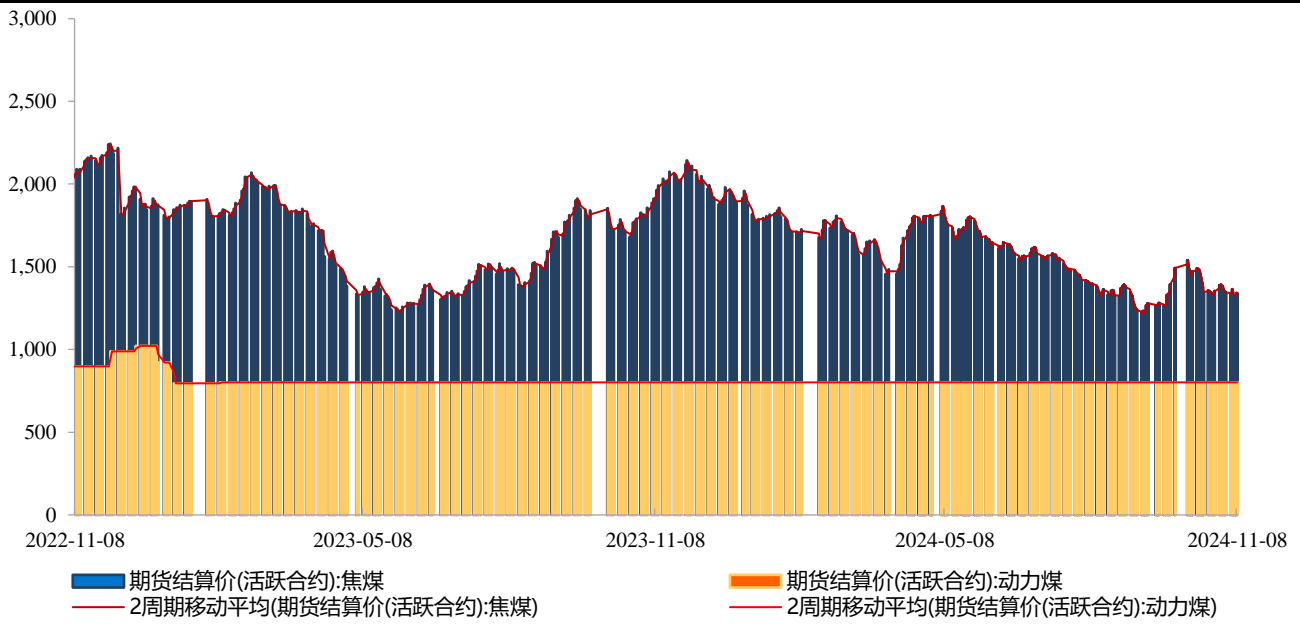
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3：LME 有色金属期货官方价下行（单位：美元/吨）

	2024-11-01	2024-11-08	涨跌幅（%）
期货官方价:LME3 个月锌	3,057.00	2,990.00	-2.19%
期货官方价:LME3 个月铅	2,069.00	2,031.50	-1.81%
期货官方价:LME3 个月铜	9,558.00	9,456.00	-1.07%
期货官方价:LME3 个月铝	2,642.00	2,635.00	-0.26%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20: 焦煤、动力煤价格 (单位: 元/吨)



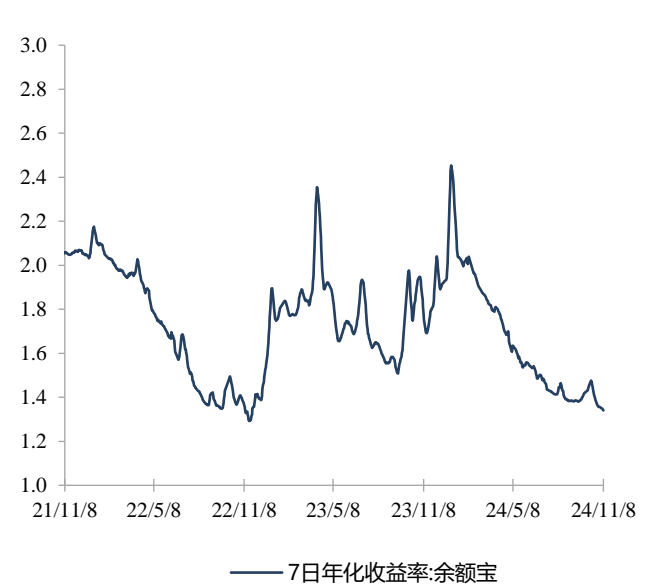
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 同业存单利率 (单位: %)



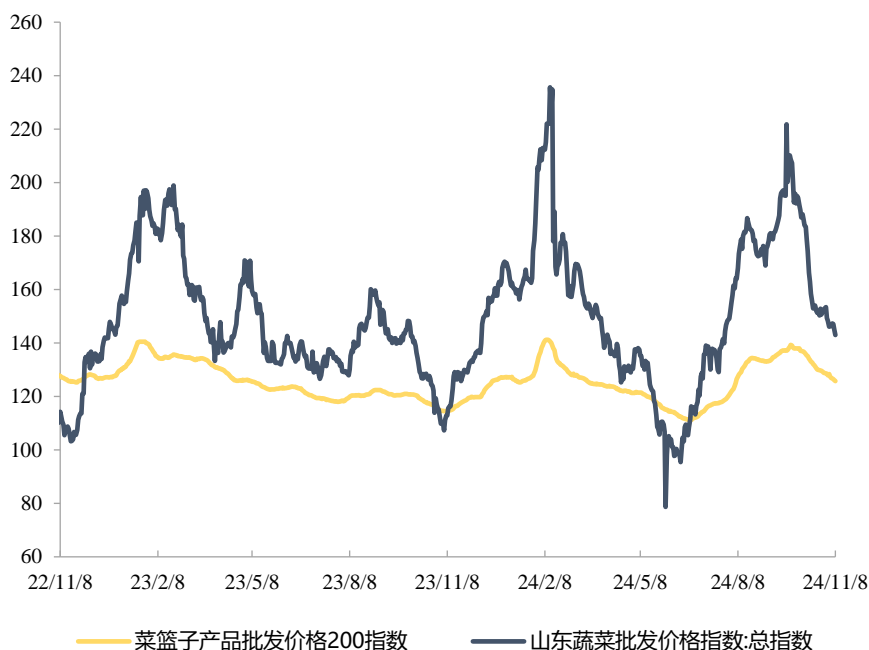
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 余额宝收益率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 蔬菜价格指数 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: RJ/CRB 商品及南华工业品价格指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 布伦特原油、WTI 原油价格 (单位: 美元/桶)



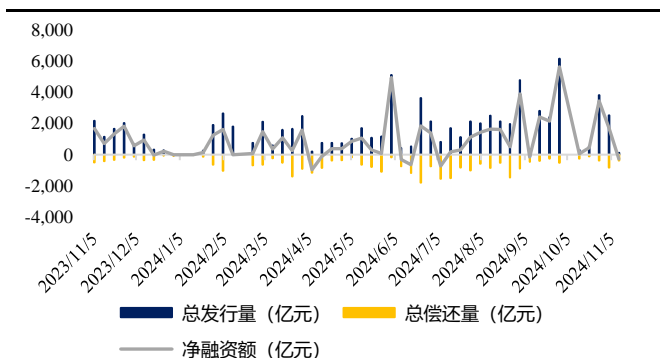
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 地方债一周回顾

3.1. 一级市场发行概况

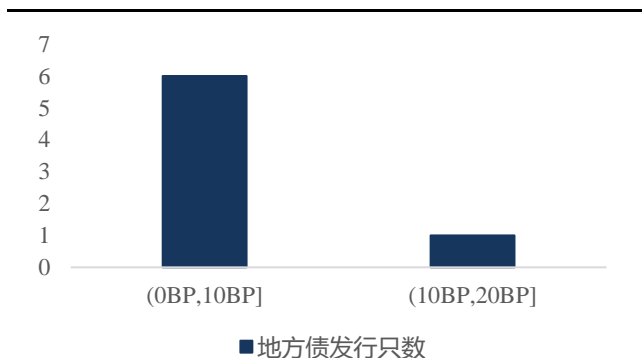
本周（11月4日-11月8日，下同）一级市场地方债共发行89只，发行金额117.22亿元，新增一般债12.27亿元、再融资债104.95亿元，本周无新增专项债，偿还量382.04亿元，净融资额-264.82亿元，主要投向为综合。

图29：地方债发行量及净融资额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

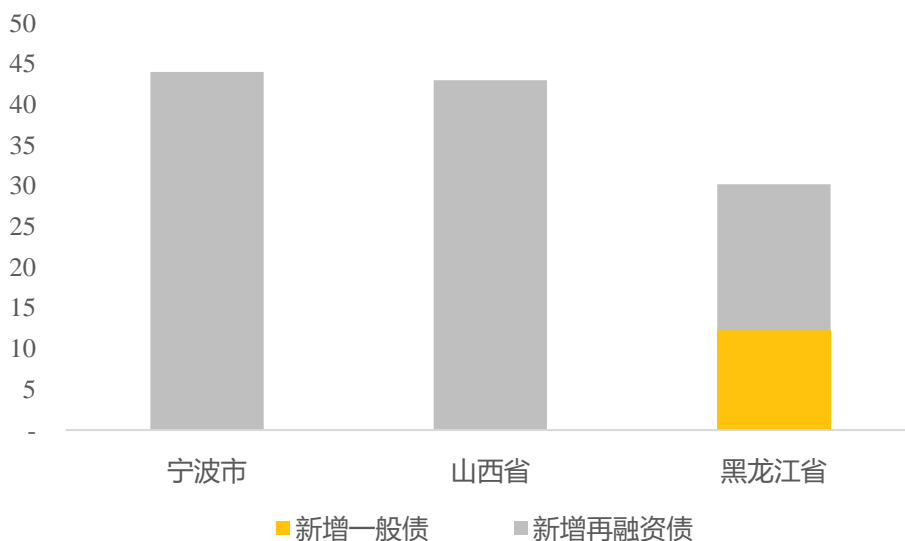
图30：本周地方债发行利差主要位于 0-10BP 之间（只）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周共有3个省市发行地方债，分别为福建省、山西省和黑龙江省，分别发行44.00亿元、43.00亿元、30.22亿元。

图31：分省份地方债发行情况（单位：亿元）

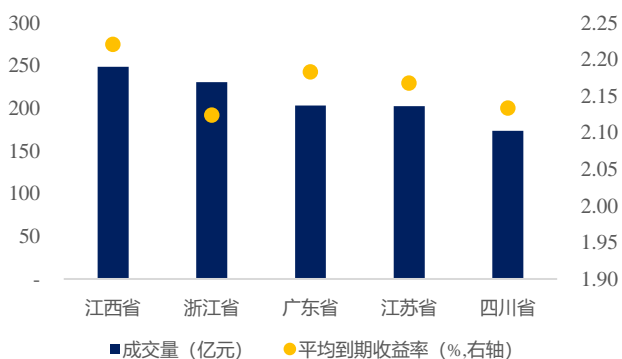


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 二级市场概况

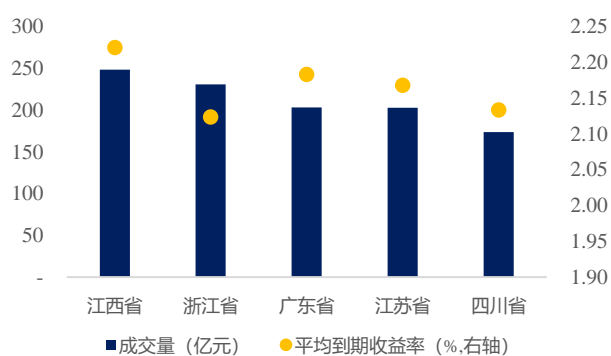
本周地方债存量 45.72 万亿元，成交量 2901.20 亿元，换手率为 0.64%。前三大交易活跃地方债省份分别为江西省、浙江省和广东省，前三大交易活跃地方债期限分别为 10Y、30Y 和 7Y。

图32: 分省份地方债成交情况 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 各期限地方债成交量情况 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

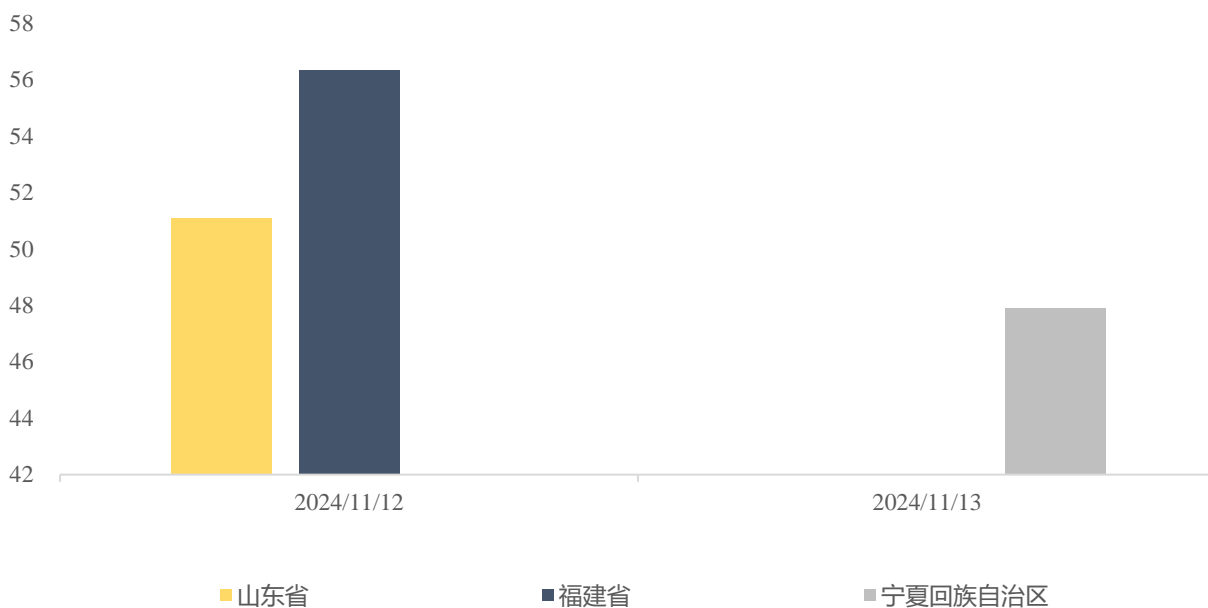
4: 本周地方债到期收益率总体下行 (单位: %, BP)

期限	1Y	3Y	5Y	7Y
到期收益率(%)	1.6000	1.7900	1.9900	2.1400
较上周变化 (BP)	3.00	-4.00	0.00	-7.00
期限	10Y	15Y	20Y	30Y
到期收益率(%)	2.2800	2.3500	2.3900	2.3900
较上周变化 (BP)	-1.00	-3.00	-3.00	-3.00

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 本月地方债发行计划

图34：地方债发行计划（单位：亿元）



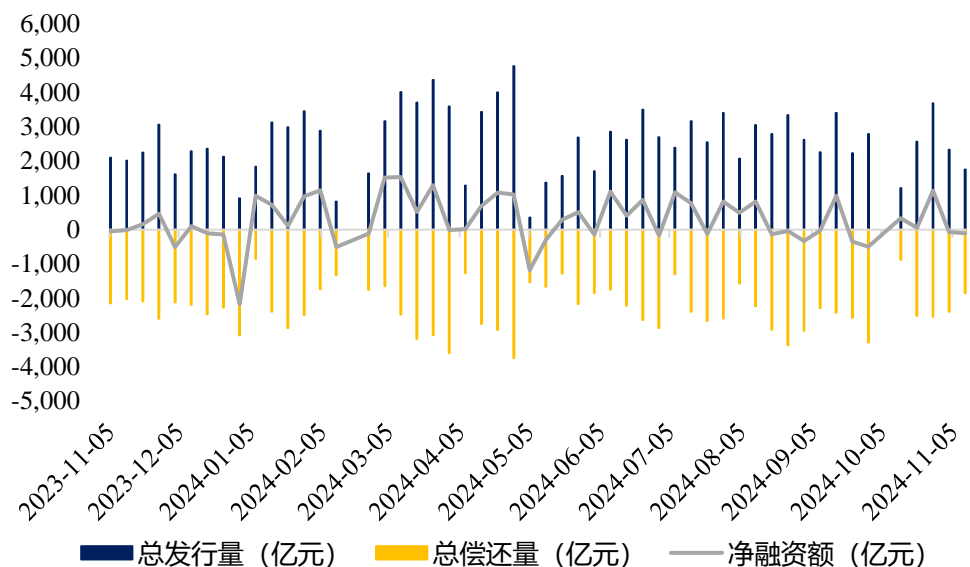
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 信用债市场一周回顾

4.1. 一级市场发行概况

本周一级市场信用债（包括短融、中票、企业债、公司债和PPN）共发行 230 只，总发行量 1,750.55 亿元，总偿还量 1,852.48 亿元，净融资额-101.93 亿元，净融资额较上周减少 34.81 亿元。

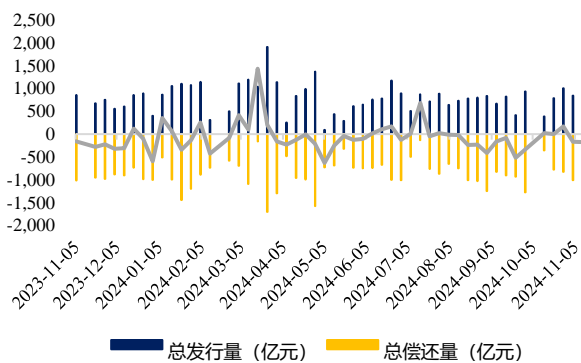
图35：信用债发行量及净融资额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

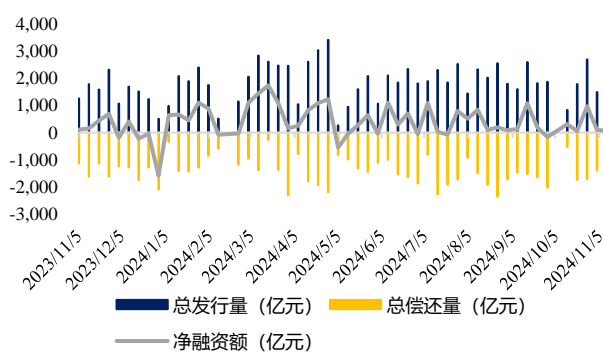
具体来看，本周城投债发行 566.74 亿元，偿还 738.49 亿元，净融资额-171.75 亿元；产业债发行 1,183.81 亿元，偿还 1,113.99 亿元，净融资额 69.82 亿元。

图36：城投债发行量及净融资额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

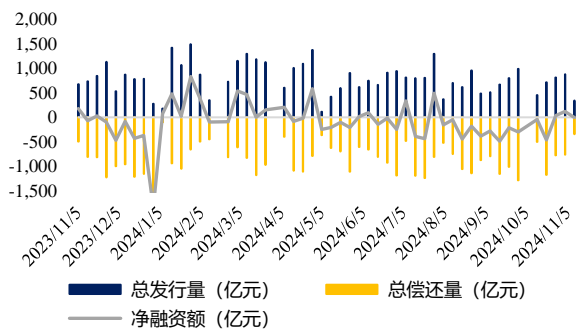
图37：产业债发行量及净融资额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

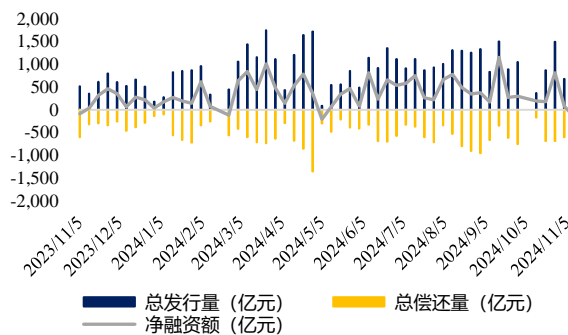
按照债券类型细分，短融净融资额-6.85 亿元，中票净融资额-147.10 亿元，企业债净融资额-35.45 亿元，公司债净融资额 82.07 亿元，定向工具净融资额 5.40 亿元。

图38: 短融发行量及净融资额 (单位: 亿元)



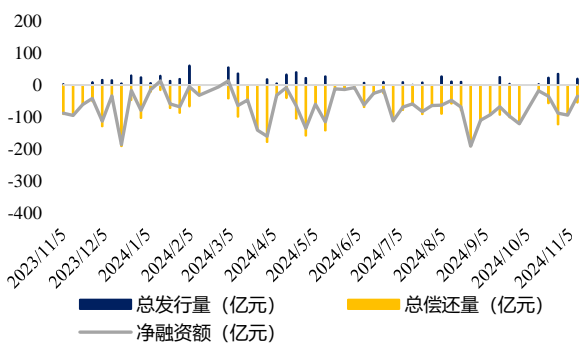
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 中票发行量及净融资额 (单位: 亿元)



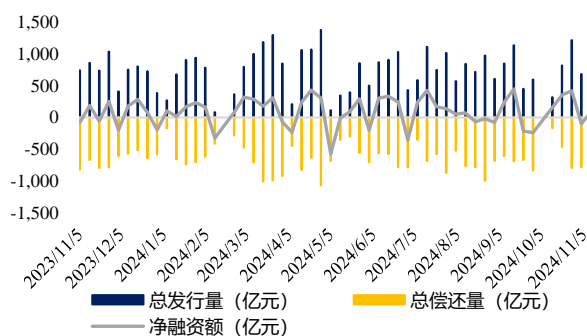
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 企业债发行量及净融资额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 公司债发行量及净融资额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 发行利率

5: 本周各券种实际发行利率

品种	短融		中票		企业债		公司债	
	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)
发行利率	2.2071	2.91	2.6695	-17.67	2.6750	28.36	2.5955	1.26

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3. 二级市场成交概况

6: 本周信用债成交额情况 (单位: 亿元)

	AAA	AA+	AA	AA-及以下	合计
短融	1434.61	231.04	46.21	0.80	1712.66
中票	2382.53	822.54	270.14	1.70	3476.91
企业债	55.92	54.28	46.69	9.07	165.96
公司债	260.88	85.48	21.96	0.25	368.57
PPN	94.03	380.75	158.28	8.37	641.43
合计	4227.97	1574.08	543.29	20.20	6365.53

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.4. 到期收益率

7: 本周国开债到期收益率全面上行 (单位: %, BP)

品种	2024/11/01 (%)	2024/11/08 (%)	涨跌幅 (BP)
1Y 国开债	1.6878	1.6518	-3.60
3Y 国开债	1.8418	1.8293	-1.25
5Y 国开债	1.8739	1.8689	-0.50
7Y 国开债	2.1414	2.1185	-2.29
10Y 国开债	2.2093	2.1738	-3.55

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

8: 本周短融中票收益率全面上行 (单位: %, BP)

品种	评级	2024/11/01 (%)	2024/11/08 (%)	涨跌幅 (BP)
1Y 短融	AAA	2.0450	1.9837	-6.13
	AA+	2.1750	2.0988	-7.62

	AA	2.3450	2.2787	-6.63
	AA-	3.0850	3.0288	-5.62
3Y 中票	AAA	2.2420	2.1559	-8.61
	AA+	2.3920	2.3009	-9.11
	AA	2.5820	2.5109	-7.11
	AA-	3.5620	3.5409	-2.11
	AAA	2.3732	2.3001	-7.31
5Y 中票	AA+	2.5682	2.5001	-6.81
	AA	2.8482	2.8101	-3.81
	AA-	4.0182	4.0101	-0.81

数据来源：Wind，东吴证券研究所

9：本周企业债收益率全面上行（单位：%、BP）

品种	评级	2024/11/01	2024/11/08	涨跌幅（BP）
		（%）	（%）	
3Y 企业债	AAA	2.2400	2.1540	-8.60
	AA+	2.3892	2.2982	-9.10
	AA	2.5779	2.5018	-7.61
	AA-	3.5628	3.5418	-2.10
5Y 企业债	AAA	2.3735	2.2974	-7.61
	AA+	2.5343	2.4632	-7.11
	AA	2.8405	2.8094	-3.11
	AA-	4.0206	4.0095	-1.11
7Y 企业债	AAA	2.4065	2.3479	-5.86
	AA+	2.6126	2.5641	-4.85
	AA	2.8940	2.8754	-1.86
	AA-	4.1792	4.1206	-5.86

数据来源：Wind，东吴证券研究所

10: 本周城投债收益率总体上行 (单位: %, BP)

品种	评级	2024/11/01 (%)	2024/11/08 (%)	涨跌幅 (BP)
3Y 城投债	AAA	2.2677	2.1836	-8.41
	AA+	2.3367	2.2425	-9.42
	AA	2.4467	2.3725	-7.42
	AA-	2.9917	3.0775	8.58
5Y 城投债	AAA	2.4142	2.3201	-9.41
	AA+	2.5337	2.4496	-8.41
	AA	2.6487	2.6146	-3.41
	AA-	3.7587	3.8046	4.59
7Y 城投债	AAA	2.4341	2.3854	-4.87
	AA+	2.6027	2.5540	-4.87
	AA	2.7727	2.7240	-4.87
	AA-	3.9827	4.0040	2.13

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.5. 信用利差

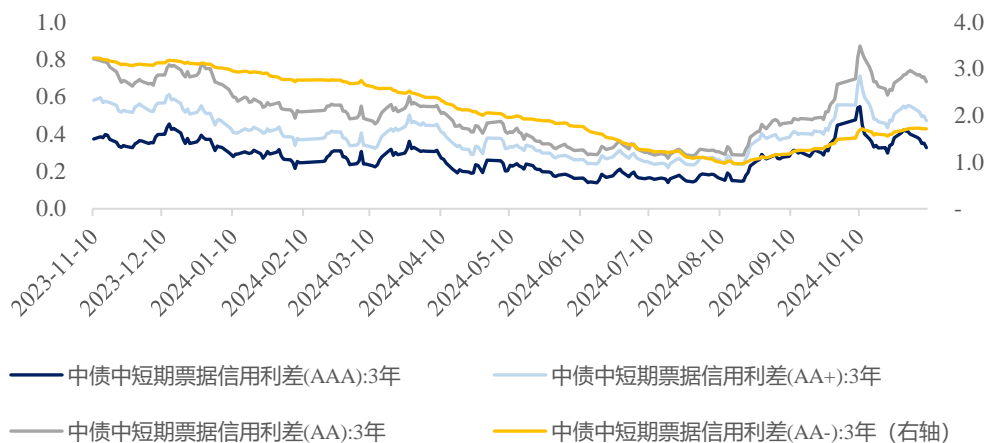
11: 本周短融中票信用利差全面走扩 (单位: %, BP)

品种	评级	2024/11/01 (%)	2024/11/08 (%)	涨跌幅 (BP)
1Y 短融	AAA	0.3572	0.3319	-2.53
	AA+	0.4872	0.4470	-4.02
	AA	0.6572	0.6269	-3.03
	AA-	1.3972	1.3770	-2.02
3Y 中票	AAA	0.4002	0.3266	-7.36
	AA+	0.5502	0.4716	-7.86
	AA	0.7402	0.6816	-5.86
	AA-	1.7202	1.7116	-0.86
	AAA	0.4993	0.4312	-6.81

5Y 中票	AA+	0.6943	0.6312	-6.31
	AA	0.9743	0.9412	-3.31
	AA-	2.1443	2.1412	-0.31

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图42：3年期中票各等级信用利差走势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究

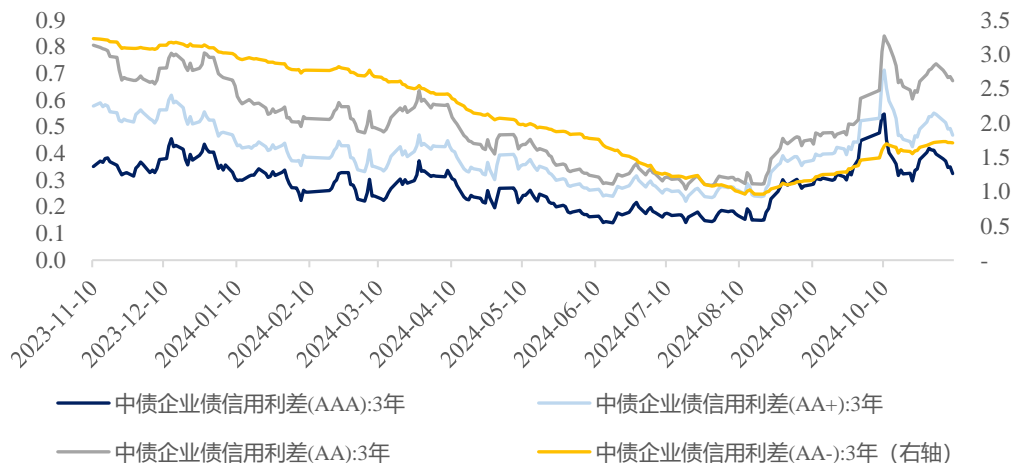
12：本周企业债信用利差总体收窄（单位：%、BP）

品种	评级	2024/11/01	2024/11/08	涨跌幅 (BP)
		(%)	(%)	
3Y 企业债	AAA	0.3982	0.3247	-7.35
	AA+	0.5474	0.4689	-7.85
	AA	0.7361	0.6725	-6.36
	AA-	1.7210	1.7125	-0.85
5Y 企业债	AAA	0.4996	0.4285	-7.11
	AA+	0.6604	0.5943	-6.61
	AA	0.9666	0.9405	-2.61
	AA-	2.1467	2.1406	-0.61
7Y 企业债	AAA	0.2651	0.2294	-3.57
	AA+	0.4712	0.4456	-2.56
	AA	0.7526	0.7569	0.43

AA- 2.0378 2.0021 -3.57

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图43：3年期企业债信用利差走势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

13：本周城投债信用利差总体收窄（单位：%、BP）

品种	评级	2024/11/01 (%)	2024/11/08 (%)	涨跌幅 (BP)
3Y 城投债	AAA	0.4259	0.3543	-7.16
	AA+	0.4949	0.4132	-8.17
	AA	0.6049	0.5432	-6.17
	AA-	1.1499	1.2482	9.83
5Y 城投债	AAA	0.5403	0.4512	-8.91
	AA+	0.6598	0.5807	-7.91
	AA	0.7748	0.7457	-2.91
	AA-	1.8848	1.9357	5.09
7Y 城投债	AAA	0.2927	0.2669	-2.58
	AA+	0.4613	0.4355	-2.58
	AA	0.6313	0.6055	-2.58

AA- 1.8413 1.8855 4.42

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图44：3年期城投债信用利差走势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

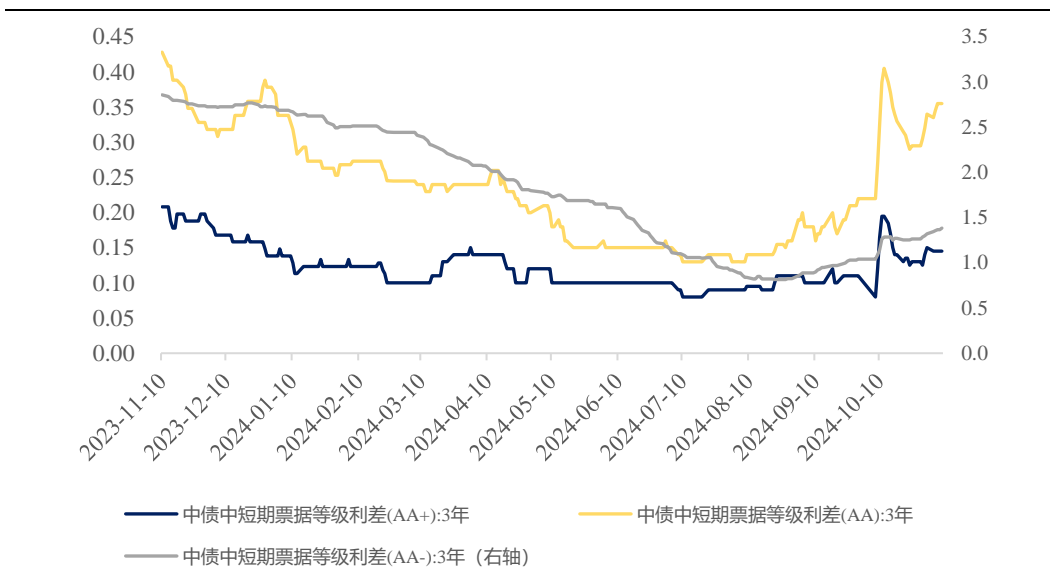
4.6. 等级利差

14：本周短融中票等级利差呈分化趋势（单位：%、BP）

品种	评级	2024/11/01 (%)	2024/11/08 (%)	涨跌幅 (BP)
1Y 短融	AA+/AAA	0.1300	0.1151	-1.49
	AA/AAA	0.3000	0.2950	-0.50
	AA-/AAA	1.0400	1.0451	0.51
3Y 中票	AA+/AAA	0.1500	0.1450	-0.50
	AA/AAA	0.3400	0.3550	1.50
	AA-/AAA	1.3200	1.3850	6.50
5Y 中票	AA+/AAA	0.1950	0.2000	0.50
	AA/AAA	0.4750	0.5100	3.50
	AA-/AAA	1.6450	1.7100	6.50

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图45：3年期中票等级利差走势（单位：%）



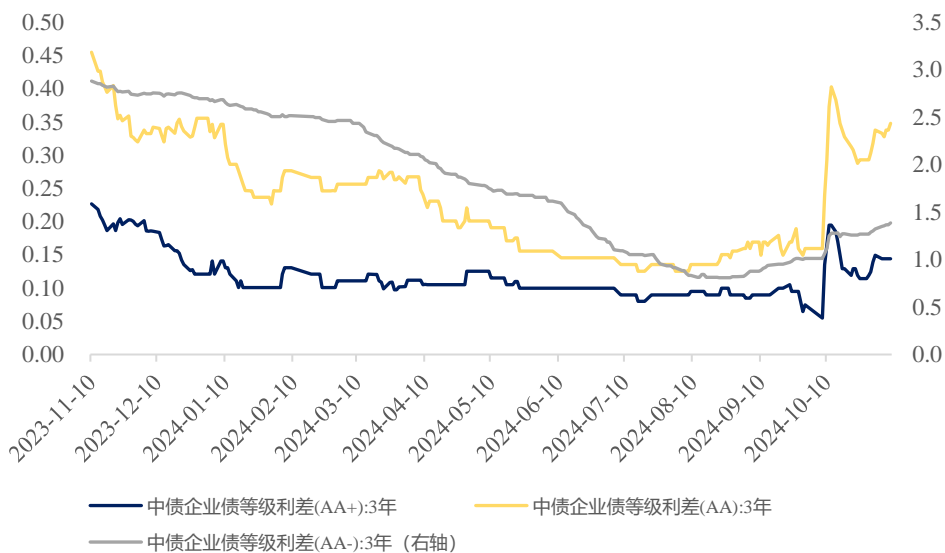
数据来源：Wind，东吴证券研究所

15：本周企业债等级利差总体走阔（单位：%、BP）

品种	评级	2024/11/01 (%)	2024/11/08 (%)	涨跌幅 (BP)
3Y 企业债	AA+/AAA	0.1492	0.1442	-0.50
	AA/AAA	0.3379	0.3478	0.99
	AA-/AAA	1.3228	1.3878	6.50
5Y 企业债	AA+/AAA	0.1608	0.1658	0.50
	AA/AAA	0.4670	0.5120	4.50
	AA-/AAA	1.6471	1.7121	6.50
7Y 企业债	AA+/AAA	0.2061	0.2162	1.01
	AA/AAA	0.4875	0.5275	4.00
	AA-/AAA	1.7727	1.7727	0.00

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图46: 3 年期企业债等级利差走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

16: 本周城投债等级利差总体走阔 (单位: %, BP)

品种	评级	2024/11/01 (%)	2024/11/08 (%)	涨跌幅 (BP)
3Y 城投债	AA+/AAA	0.0690	0.0589	-1.01
	AA/AAA	0.1790	0.1889	0.99
	AA-/AAA	0.7240	0.8939	16.99
5Y 城投债	AA+/AAA	0.1195	0.1295	1.00
	AA/AAA	0.2345	0.2945	6.00
	AA-/AAA	1.3445	1.4845	14.00
7Y 城投债	AA+/AAA	0.1686	0.1686	0.00
	AA/AAA	0.3386	0.3386	0.00
	AA-/AAA	1.5486	1.6186	7.00

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图47：3年期城投债等级利差走势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.7. 交易活跃度

本周各券种前五大交易活跃度债券如下表所示：

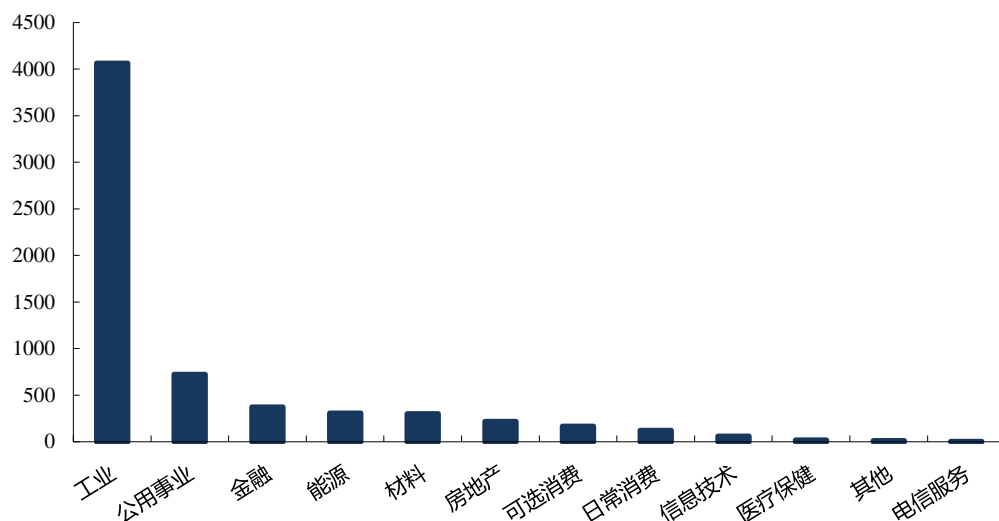
表17：活跃信用债

品种	债券简称	周成交量(亿元)	债项评级	主体评级	剩余期限(年)	是否城投债
短融	24 国家能源 SCP018	65.60	-	AAA	0.21	否
	24 伊利实业 SCP021	44.00	-	AAA	0.07	否
	24 伊利实业 SCP020	41.80	-	AAA	0.07	否
	24 亦庄投资 SCP003	38.50	-	AAA	0.45	否
	24 国家管网 CP002	35.80	-	AAA	0.98	否
中票	24 邮政 MTN011	39.00	-	AAA	2.96	否
	24 大唐集 MTN014	33.70	AAA	AAA	2.99	否
	22 国新控股 MTN002(能源保供特别 债)	29.90	AAA	AAA	2.83	否
	24 长春轨交 MTN003	22.50	-	AA+	4.99	是
	24 蜀道投资 MTN015	21.60	-	AAA	6.99	是
企业债	24 宁波通商债 01	4.70	AAA	AAA	9.99	是
	17 西安高新债 01	4.50	AAA	AAA	0.13	是
	24 苏交 03	4.20	-	AAA	4.96	否
	19 青岛地铁绿色债 02	4.00	AAA	AAA	0.09	是
	22 滨江新城债	3.40	AA+	AA	4.44	是
公司债	24 萧控 02	7.50	-	AAA	9.97	是
	23 高控 02	5.70	-	AAA	0.60	是
	24 金街 07	4.90	AAA	AAA	4.79	否
	24 赣水 K1	4.40	-	AAA	2.96	是
	24 资本 K1	3.80	AA+	AA+	4.71	否
定向工具	21 信投集团 PPN001	10.05	AA+	AA	2.04	是
	24 泉港国资 PPN001	6.80	-	AA	2.98	是
	24 重南新城 PPN004	6.10	-	AA+	2.99	是
	24 溧水城建 PPN008	4.30	-	AA+	1.00	是
	24 郴投集团 PPN001	4.20	-	AA+	4.99	是

数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周工业行业债券周交易量最大，达 4064.81 亿元，其次分别为公用事业、金融、能源和材料。

图48：各行业信用债周成交量（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.8. 主体评级变动情况

本周共有 3 位发行人主体评级调高，分别为靖江港口集团有限公司、杭州之江城市建设投资集团有限公司和山东明水国开发展集团有限公司。

18：发行人主体评级或展望调高情况

发行人	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级
靖江港口集团有限公司	联合评级国际有限公司	2024-11-08	BBB	稳定	BBB-
杭州之江城市建设投资集团有限公司	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2024-11-06	AAA	稳定	AA+
山东明水国开发展集团有限公司	联合评级国际有限公司	2024-11-04	BBB	稳定	BBB-

数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周无主体评级或展望调低债券。

5. 风险提示

- (1) **宏观经济增速不及预期**：经济内部结构不均衡或致经济走势超预期下行；
- (2) **政策力度不及预期**：财政部直接增加地方化债资源，略超市场预期，其他增量政策仍在推进、弱于市场预期，政策效果存在较大不确定性。
- (3) **地缘风险超预期**：特朗普政权对待全球地缘政治版图及相应的地缘政治策略皆不同于拜登政权，带来的风险却仍可能超预期。

免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>