

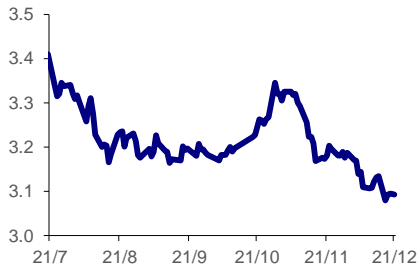
政策合力，债市牛陡

——解读中央经济工作会议

收益率指标 (2021/12/10)

期限	国债(%)
1Y	2.28
2Y	2.52
3Y	2.60
5Y	2.72
7Y	2.87
10Y	2.84
15Y	3.20

十年国开债收益率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

相关研究

- 《再提适时降准，债市寻找性价比》
2021.12.05
- 《解析今年利率债投资五大难点》
2021.11.28
- 《政策以我为主，宽信用弱启动》
2021.11.21

分析师:姜珺珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:孙丽萍

Tel:(021)23154124

Email:slp13219@htsec.com

投资要点:

● 解读中央经济工作会议：政策合力，债市牛陡

宽信用宽货币齐发力。中央经济工作会议重提“以经济建设为中心”、未提“保持宏观杠杆率稳定”，强调稳增长，政策发力适当靠前，上半年更侧重逆周期调控，财政货币协调联动。宽货币宽信用齐头并进，主要经济拉动方向包括基建制造业投资，地产更多是稳定，消费方面的内容不多。

曲线牛陡可期，杠杆套息确定性高。宽货币宽信用时期，利率下行胜率仍高，信用利差趋于收窄。当前收益率曲线较为平坦，随着降准政策的落地，建议关注曲线牛陡的机会。流动性平稳预期下，杠杆套息可能还是比较确定性的策略，但需要关注市场杠杆率抬升幅度。

利率拐点取决于宽信用传导力度。明年利率大方向可能是先下后上，维持明年10年国债利率区间2.7%~3.1%的判断。利率拐点取决于宽信用回升的斜率，若社融较为平缓，债牛有望延长至年中甚至下半年；若地产城投融资齐发力带动社融上半年陡升，则拐点提前。

隐债严控增量，城投风险可控。一方面要坚决遏制新增隐债，压实企业自救主体责任；另一方面强调化解风险要有充足资源，区域政策要增强发展的平衡性，且基建投资发力需要城投平台发挥融资作用。目前市场风险偏好较低，我们认为城投依然是信用债配置主力，整体风险可控，财力差、金融资源不佳、非标非公开债占比过高、付息压力过高的区域或存在估值波动风险。

转债关注跨年行情。配置上偏均衡，如低估的金融地产、高景气的硬科技（新能源等）、跟随修复的消费。

● 基本面：11社融反弹不及预期、PPI降CPI升，12月通胀或双降

11月社融存量同比增速小幅反弹0.1个百分点至10.1%，显示宽信用启动缓慢，其增速回升主要是企业债和政府债大幅同比多增7400多亿元拉动，而信贷总量偏弱、结构依旧不佳，展望后续，预计社融增速或维持缓慢回升的趋势。

12月以来中观高频数据显示，需求不佳，30城商品房成交面积和百城土地成交面积同比降幅均扩大，出口综合指数同比放缓。钢材产量续降，沿海耗煤量负增长，行业开工率大多下降。物价方面，11月PPI回落至12.9%、CPI上行至2.3%，预计12月CPI或小幅回调、PPI或继续下降，剪刀差或仍收敛。

● 上周回顾：年内二次降准，债市牛平行情

资金面偏松。上周，央行资金净回笼1800亿元；R001、R007周均值分别-20BP/-9BP；DR001、DR007周均值分别+2BP/-1BP；3M Shibor利率先下后上、3M存单发行利率震荡上行，1M/3M/1Y国股银票转贴现利率先下后上。

供给大幅回落。上周，利率债净供给环比减少2577亿元。一级市场招投标方面，国债和政金债需求均一般。截至12月10日，未来一周国债计划发行1460亿元、地方债计划发行168亿元，环比均明显回落。

债市牛平行情，隐含税率下行。上周，债市供给回落，资金面均衡偏松，年内二次降准，政策强调着力稳定宏观经济大盘，PPI如期回落但降幅不及预期，CPI继续抬升，社融增速反弹但力度偏弱，国内部分地区疫情继续散发，利多因素增多，债市整体收涨。其中10Y/30Y国债利率仍处于低位（14%分位数及以下），国债和国开债期限利差总体收窄，10年国开债隐含税率继续下行。

目 录

1. 政策聚焦&债市展望：政策合力，债市牛陡.....	4
1.1 解读中央经济工作会议	4
1.2 上周其他政策表态	5
2. 基本面：社融反弹不及预期，通胀剪刀差或收敛	6
3. 货币市场：资金面偏松	7
4. 一级市场：供给回落，需求一般	8
5. 二级市场：年内二次降准，债市牛平行情	10

表目录

表 1 2019-2021 年中央经济工作会议主要内容	4
表 2 利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 12 月 10 日）	9
表 3 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（截至 2021/12/10）	11

图目录

图 1	12月 8-9 日 LPR 利率互换隐含一次降息预期	5
图 2	当前收益率曲线偏平 (%)	5
图 3	社融分项当月值同比变动 (亿元)	6
图 4	企业债率先反弹 (%)	6
图 5	沿海八省月耗煤量同比增速	7
图 6	PPI 同比实际增速与预测值 (%)	7
图 7	每周公开市场投放规模 (亿元, 更新至 12 月 10 日)	7
图 8	隔夜回购利率 (%)	8
图 9	七天回购利率 (%)	8
图 10	三个月 shibor 和存单发行利率 (%)	8
图 11	国股银票转贴现收益率 (%)	8
图 12	国债、政金债、地方债和信用债发行规模对比 (亿元)	8
图 13	各期限固息国开债认购倍数 (倍)	9
图 14	各期限固息国债认购倍数 (倍)	9
图 15	同业存单发行量和净融资额 (亿元)	10
图 16	同业存单发行利率 (%)	10
图 17	利率债收益率 (%)	10

1. 政策聚焦&债市展望：政策合力，债市牛陡

1.1 解读中央经济工作会议

2022年政策基调：稳经济大盘，政策发力前倾、宽松力度更为积极。2021年中央经济工作会议表示¹“必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，政策定调为“明年将召开党的二十大...着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开”，以及“明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”。我们认为宽松政策更加积极、出台节奏或加速，政策窗口期或在上半年。

表 1 2019-2021 年中央经济工作会议主要内容

年份	部署2022年经济工作（21年会议）	部署2021年经济工作（20年会议）	部署2020年经济工作（19年会议）
基调	<p>明年将召开党的二十大，这是党和国家政治生活中的一件大事……持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。</p> <p>明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。</p> <p>要正确认识和把握实现共同富裕的战略目标和实践途径……要正确认识和把握碳达峰碳中和。实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。</p>	<p>明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。</p> <p>宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。</p>	<p>实现全面建成小康社会和“十三五”规划目标任务是明年全党工作的重中之重。</p> <p>实现明年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。</p>
财政政策	<p>积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。</p>	<p>积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。</p>	<p>积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。要巩固和拓展减税降费成效，大力优化财政支出结构，进一步缓解企业融资难融资贵问题，多措并举保持就业形势稳定。</p>
货币政策	<p>稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。围绕保持经济运行在合理区间，加强和改善宏观调控，加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性。</p>	<p>稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。</p>
房地产	<p>要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。</p>	<p>要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。</p>	<p>要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。</p>
金融风险	<p>要正确认识和把握防范化解重大风险。要继续按照稳定大局……压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主体责任……化解风险要有充足资源，研究制定化解风险的政策，要广泛配合，完善金融风险处置机制。</p> <p>要坚持全国统筹、节约优先、双轮驱动、内外畅通、防范风险的原则。</p>	<p>明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。要增强忧患意识，坚定必胜信心，推动经济持续恢复和高质量发展。要办好自己的事，坚持底线思维，提高风险预见预判能力，严密防范各种风险挑战。</p> <p>要抓好发展和安全两件大事，有效防范化解各类经济社会风险，高度重视安全生产和防灾减灾工作，坚决防范重特大事故发生。</p>	<p>必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线。</p> <p>我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。</p>
工作重点	<p>一是宏观政策要稳健有效。</p> <p>二是微观政策要持续激发市场主体活力。</p> <p>三是结构政策要着力畅通国民经济循环。</p> <p>四是科技政策要扎实落地。</p> <p>五是改革开放政策要激活发展动力。</p> <p>六是区域政策要增强发展的平衡性协调性。</p> <p>七是社会政策要兜住兜牢民生底线。</p>	<p>一是强化国家战略科技力量。</p> <p>二是增强产业链供应链自主可控能力。</p> <p>三是坚持扩大内需这个战略基点。</p> <p>四是全面推进改革开放。</p> <p>五是解决好种子和耕地问题。</p> <p>六是强化反垄断和防止资本无序扩张。</p> <p>七是解决好大城市住房突出问题。</p> <p>八是做好碳达峰、碳中和工作。</p>	<p>一是坚定不移贯彻新发展理念。</p> <p>二是坚决打好三大攻坚战。</p> <p>三是确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。</p> <p>四是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。</p> <p>五是着力推动高质量发展。</p> <p>六是深化经济体制改革。</p>

资料来源：共产党员网，海通证券研究所整理，分别对应 2021 年²、2020 年³、2019 年⁴中央经济工作会议内容

纠偏“碳冲锋”、“运动式减碳”等，立足国情，科学减碳，预计碳中和力度或缓和。中央经济工作会议表示⁵“要正确认识和把握碳达峰碳中和，实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求...但不可能毕其功于一役...推动煤炭和新能源优化组合...防止简单层层分解。要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价...”。我们预计碳减

¹ <https://www.12371.cn/2021/12/10/ART11639136209677195.shtml>
² <https://www.12371.cn/2021/12/10/ART11639136209677195.shtml>
³ <https://www.12371.cn/2020/12/18/ART11608287844045164.shtml>
⁴ <https://www.12371.cn/2019/12/12/ART11576148359199968.shtml>
⁵ <https://www.12371.cn/2021/12/10/ART11639136209677195.shtml>

排力度和节奏要配合稳经济大盘、稳社会大局，更加强调推动高质量发展的内在要求。

宽信用宽货币齐发力。中央经济工作会议强调“以经济建设为中心”、未提“保持宏观杠杆率基本稳定”，更加强调稳增长，政策发力适当靠前，上半年更加侧重逆周期增长，财政货币协调联动。这意味着宽货币宽信用齐头并进，主要经济拉动方向包括基建（“适度超前开展基础设施投资”）、制造业投资（减税降费、启动一批产业基础再造工程项目、激发涌现一大批“专精特新”企业），地产更多是稳定（因城施策、加快发展长租房市场、推进保障性住房建设、满足合理住房需求），消费方面的措施提及并不多（12月8日国新办吹风会上，发改委提到鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡⁶）。

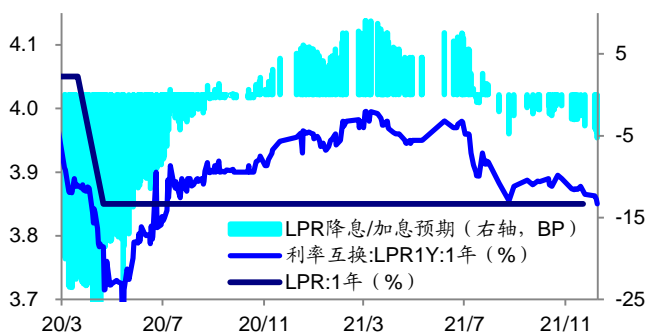
曲线牛陡可期，杠杆套息确定性高。稳增长宽信用需要宽货币配合，宽货币宽信用时期，利率下行胜率仍高，信用利差趋于收窄。当前收益率曲线较为平坦，随着降准政策的落地，建议关注曲线牛陡的机会，如年内关注3-5Y收益率下行机会。流动性平稳预期下，杠杆套息可能还是比较确定性的策略，但需要关注市场杠杆率抬升幅度，当前杠杆率回升但非过热，若过热则需控制杠杆。

利率拐点取决于宽信用传导力度。明年利率大方向可能是先下后上，中间有波段机会，维持明年10年国债利率区间2.7%~3.1%的判断。利率拐点取决于宽信用回升的斜率，若社融较为平缓、类似18年底至19年，债牛有望延长至年中甚至下半年；若地产城投投融资齐发力带动社融上半年陡升，则利率拐点有望提前。

隐债严控增量，城投风险可控。一方面中央经济工作会议强调要“坚决遏制新增地方政府隐性债务”，同时抓好风险处置工作，压实企业自救主体责任；另一方面强调化解风险要有充足资源，区域政策要增强发展的平衡性协调性，而且基建投资发力需要城投平台发挥融资作用。目前市场风险偏好仍然处于偏低水平，我们认为城投债依然是信用债配置主力，整体风险可控，财力差、金融资源不佳、非标非公开债占比过高、付息压力过高的区域或存在估值波动风险。

转债关注跨年行情。11月下旬来，海通策略团队提出跨年行情走在路上，配置上偏均衡，如低估的金融地产、高景气的硬科技（新能源等）、跟随修复的消费。

图1 12月8-9日LPR利率互换隐含一次降息预期



资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 当前收益率曲线偏平（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

1.2 上周其他政策表态

中国人民银行决定于2021年12月15日⁷下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。

【评】年内第二次降准，此次降准是对冲经济下行压力，为宽信用打配合，同时降

⁶ <http://www.gov.cn/xinwen/2021zccfh/55/wzsl.htm>

⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4407661/index.html>

准也有利于从流动性角度缓和恒大风险事件，此外央行强调此次降准是货币政策常规操作，我们认为有利于资金利率的稳定。详见《12月6日央行全面降准点评：全面降准落地，已是常规操作》。

时隔一年多（相比于20年7月1日⁸），12月7日央行下调⁹支农、支小再贷款利率25bp，3M/6M/1Y利率分别下调至1.70%、1.90%、2.00%。

【评】定向宽货币继续加码，支持相关领域信贷投放，助力宽信用。

12月中央政治局会议分析研究2022年经济工作强调“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开……明年经济工作要稳字当头、稳中求进……实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力……增强供应链韧性。要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。

【评】稳增长压力增大，强调“稳中求进”，支撑宽货币政策延续。

为加强金融机构外汇流动性管理，中国人民银行决定，自2021年12月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的7%提高到9%¹⁰。

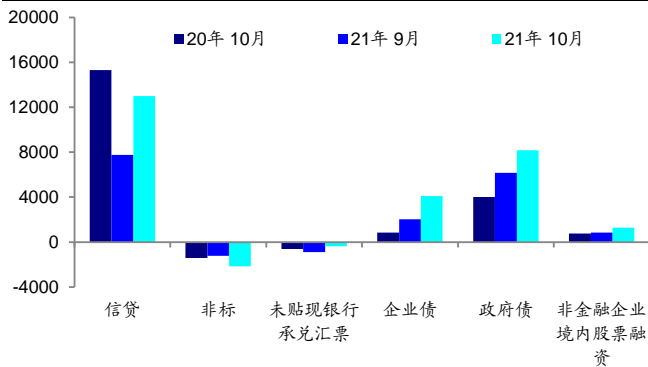
【评】缓解人民币单边升值压力，维持人民币双向波动的常态。

2. 基本面：社融反弹不及预期，通胀剪刀差或收敛

社融反弹不及预期，信贷总量结构齐弱。11月社融存量同比增速小幅反弹0.1个百分点至10.1%，显示宽信用启动缓慢，其增速回升主要是企业债和政府债大幅同比多增7400多亿元拉动，而信贷总量偏弱（当月新增1.3万亿元、低于市场预期值）、结构依旧不佳，其中企业中长贷依旧疲弱，显示实体融资需求依旧偏弱。宽货币政策效果已传导至企业债融资并带动其规模多增，但信贷增速的拐点尚需等待，从银行继续以票充贷来看，银行放贷需求较强，以往房地产、城投融资率先反弹，进而带动社融回升，本轮这两项或属于慢变量，我们认为本轮信贷增速的拐点或尚需结构性宽信用政策效果显现带动相关融资需求蓄力反弹。展望后续，预计社融增速或维持缓慢回升的趋势。

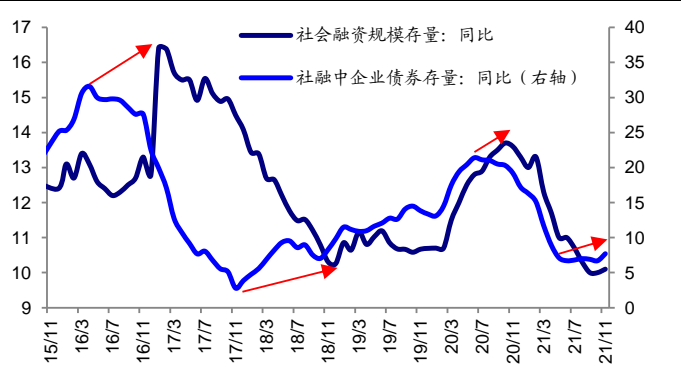
此外，社融-M2增速差走阔至1.6个百分点。其中，M2增速回落0.2个百分点至8.5%，信贷投放不及预期拖累M2、财政存款同比多减5424亿元正向支撑M2。

图3 社融分项当月值同比变动（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图4 企业债率先反弹（%）



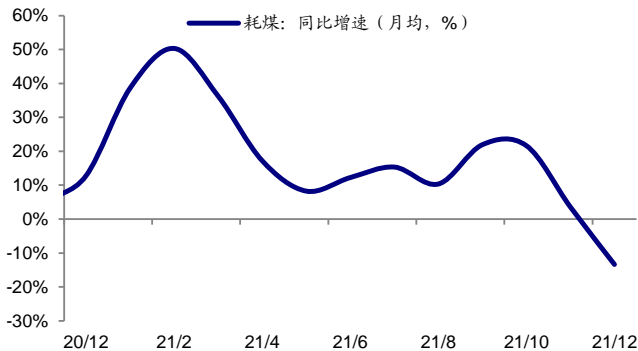
资料来源：WIND，海通证券研究所

⁸ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125838/125885/125896/4048161/index.html>

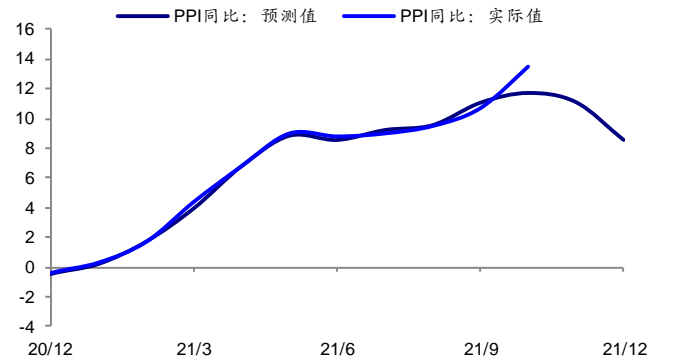
⁹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125838/125885/125896/4408854/index.html>

¹⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4410950/index.html>

12月以来，**产需不佳**。从12月以来的中观高频数据来看，一方面，需求不振，30城商品房成交面积和百城土地成交面积同比降幅均扩大，出口SCFI、CCFI综合指数环比改善、同比放缓。另一方面，工业生产偏弱，样本钢企钢材产量维持下降，沿海八省月均耗煤量同比增速负增长，行业开工率大多下降。

图5 沿海八省月耗煤量同比增速


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据已更新至最新 (12月9日)

图6 PPI同比实际增速与预测值 (%)


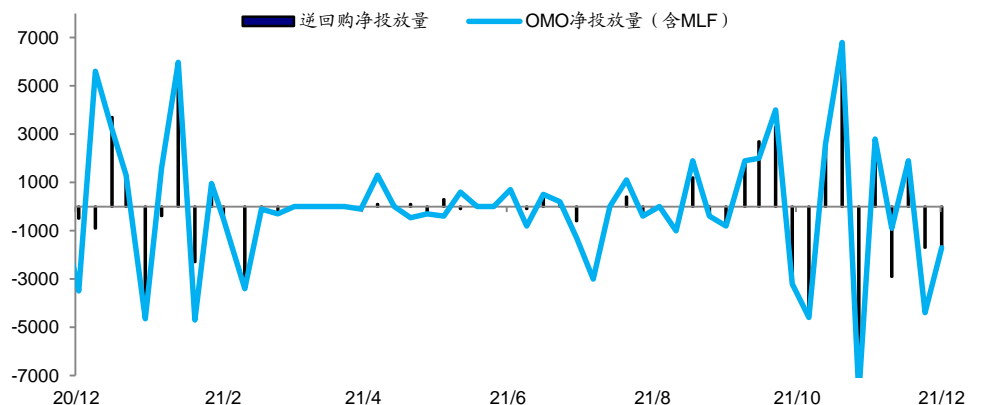
资料来源: WIND, 海通证券研究所测算, 12月数据为预测值

11月PPI高位回落、CPI快速上行,剪刀差收敛。11月PPI同比小幅回落至12.9%、降幅不及市场预期,煤炭保供稳价政策效果显现,相关价格涨幅回落,部分高耗能行业产品价格涨势也有所减弱;CPI同比继续抬升至2.3%、上行幅度略低于市场预期,其中除了低基数效应外,鲜菜价格上涨影响CPI上涨约0.60个百分点,猪肉继续拖累CPI约0.68个百分点,非食品项中交通通信项环比增速放缓以及交通工具用燃料、居住水电燃料项环比涨势均回落,显示油价对CPI的传导效果减弱,此外CPI服务项环比负增长,主要是国内疫情散发对其有一定制约。

12月通胀或双降。12月以来猪价同比降幅走阔,水果和蔬菜价格同比涨幅下降,叠加CPI基数转正,预计12月CPI同比增速或回落;PPI方面,12月以来国际原油价格反弹但同比增幅大幅下降,国内煤价、钢价、油价同比增速放缓,生产资料价格指数环比降幅增大、同比继续放缓,南华工业品指数地位震荡,预计12月PPI或继续回落。

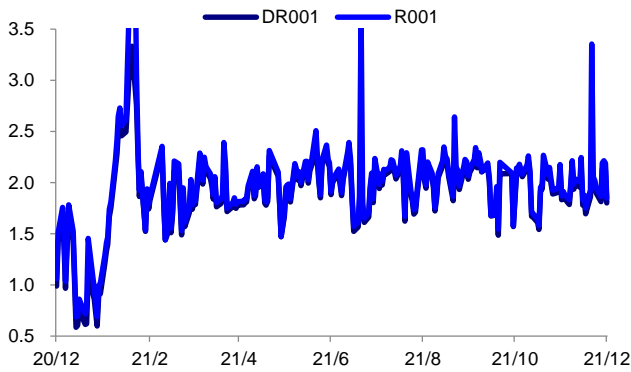
3. 货币市场: 资金面偏松

央行资金净回笼1800亿元。上周,央行公开市场逆回购投放500亿元、逆回购到期2300亿元,公开市场净回笼1800亿元。**资金利率整体下行**,具体来说,R001均值下行20BP至2.06%,R007均值下行9BP至2.30%;DR001均值上行2BP至2.00%,DR007均值下行1BP至2.16%。3M Shibor利率先下后上、3M存单发行利率震荡上行,国股银票1M、3M、1Y转贴现利率均先下后上。

图7 每周公开市场投放规模 (亿元,更新至12月10日)


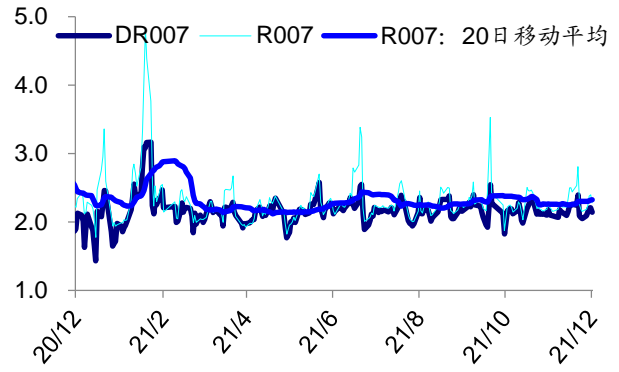
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 隔夜回购利率 (%)



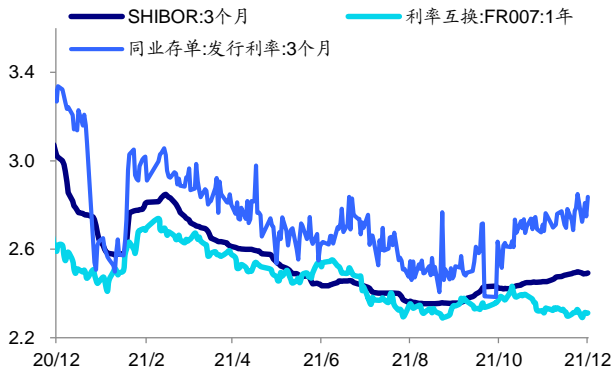
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图9 七天回购利率 (%)



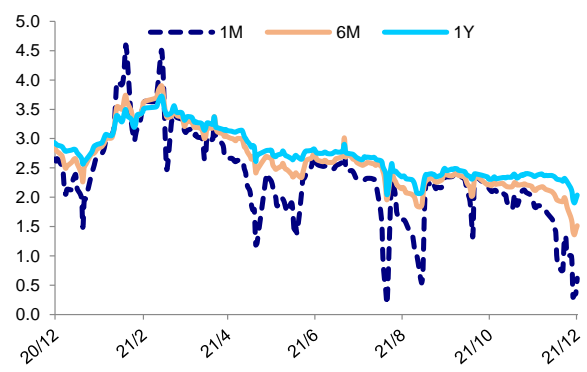
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图10 三个月 shibor 和存单发行利率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图11 国股银票转贴现收益率 (%)

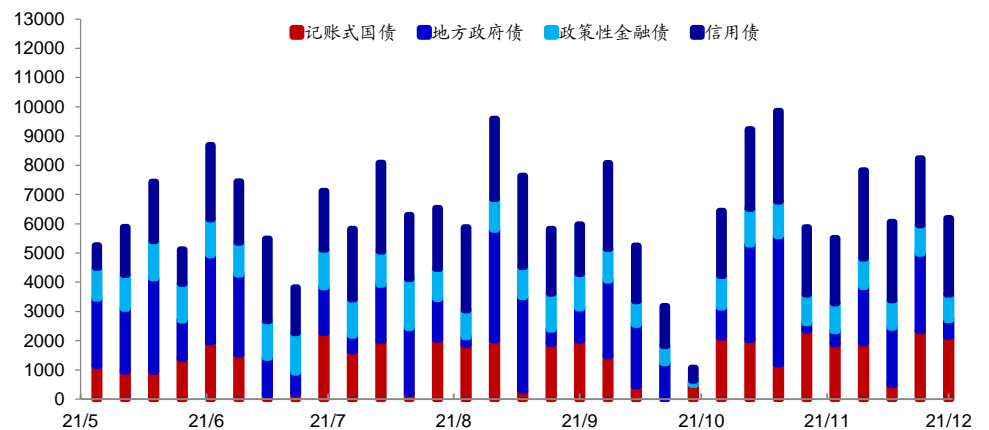


资料来源: WIND, 海通证券研究所

4. 一级市场: 供给回落, 需求一般

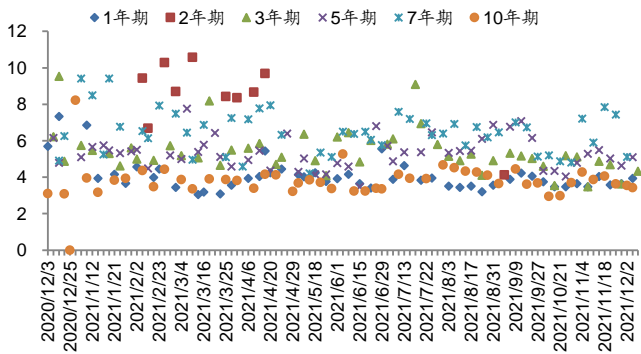
上周, 利率债净供给 2355 亿元, 环比减少 2577 亿元。总发行量 3666 亿元, 环比减少 2296 亿元。其中, 记账式国债发行 2149 亿元, 环比减少 191 亿元; 政金债发行 941 亿元, 环比减少 23 亿元; 地方债发行 575 亿元, 环比减少 2082 亿元。截至 12 月 10 日, 未来一周地方债计划发行 168 亿元 (环比回落)、国债计划发行 1460 亿元。

图12 国债、政金债、地方债和信用债发行规模对比 (亿元)



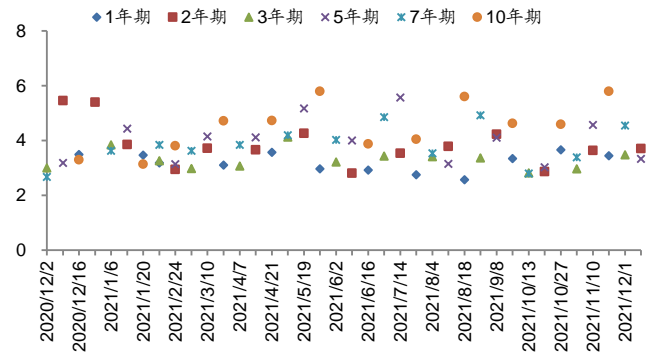
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图13 各期限固息国债认购倍数(倍)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图14 各期限固息国债认购倍数(倍)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

上周, 利率债一级市场招投标需求一般, 国债+政金债总计划发行规模 3081 亿元, 实际发行规模 3090 亿元。国债和政金债需求整体一般, 具体来说:

国债需求一般, 21 附息国债 14(续 2)的认购倍数为 3.67 倍, 需求尚可; 21 附息国债 15(续 2)、21 附息国债 11(续 4)、21 贴现国债 61 的认购倍数分别为 3.7、3.33、2.07 倍, 需求一般。

进出口行债需求一般, 21 进出 05(增 26)的认购倍数为 5.51 倍, 需求较好; 21 进出 08(增发)的认购倍数为 4.78 倍, 需求尚可; 21 进出 13(增 5)、21 进出 22(增 9)、21 进出 10(增 18)的认购倍数分别为 4.71、4.68、4.01 倍, 需求一般。

国开债需求一般, 21 国开 08(增 11)、21 国开绿债 04 清发、21 国开 16(增 5)、21 国开 15(增 11)的认购倍数分别为 5.1、4.32、3.94、3.43 倍, 均需求一般。

农发债需求一般, 21 农发 06(增 17)的认购倍数为 6.19 倍, 需求较好; 21 农发 08(增 16)、21 农发 10(增 5)、21 农发 11(增 6)的认购倍数分别为 4.68、3.25、2.91 倍, 需求一般。

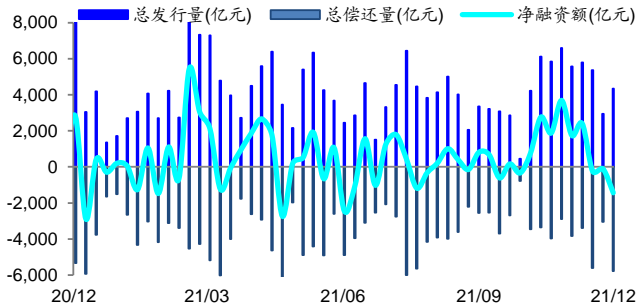
表 2 利率债已发行与未来一周计划发行情况(截至 12 月 10 日)

发行起始日	债券简称	计划发行(亿元)	发行规模(亿元)	期限(年)	中标利率(%)	招标标的	发行前一日二级市场利率(%)	发行当日二级市场利率(%)	认购倍数(倍)
国债+政金债: 上周已发行		3081	3090						
2021/12/6	21 农发 06(增 17)	30	30	3	2.60	价格	2.71	2.68	6.19
2021/12/6	21 农发 08(增 16)	40	40	5	2.90	价格	3.04	2.98	4.68
2021/12/8	21 附息国债 11(续 4)	640	641	5	2.67	价格	2.70	2.71	3.33
2021/12/8	21 农发 10(增 5)	81	81	10	3.22	价格	3.24	3.25	3.25
2021/12/8	21 附息国债 15(续 2)	640	646	2	2.46	价格	2.50	2.50	3.70
2021/12/8	21 农发 11(增 6)	70	70	1	2.09	价格	2.35	2.36	2.91
2021/12/9	21 进出 05(增 26)	30	30	5	2.91	价格	2.99	2.99	5.51
2021/12/9	21 进出 10(增 18)	60	60	10	3.21	价格	3.25	3.24	4.01
2021/12/9	21 国开 15(增 11)	180	180	10	3.02	价格	3.09	3.09	3.43
2021/12/9	21 进出 13(增 5)	30	30	3	2.64	价格	2.72	2.74	4.71
2021/12/9	21 国开 16(增 5)	100	100	1	2.08	价格	2.38	2.39	3.94
2021/12/9	21 国开 08(增 11)	90	90	5	2.80	价格	2.94	2.93	5.10
2021/12/10	21 进出 22(增 9)	40	40	2	2.40	价格	2.58	2.56	4.68
2021/12/10	21 国开绿债 04 清发	150	150	3	2.19	利率	2.75	2.72	4.32
2021/12/10	21 进出 08(增发)	40	40	1	2.01	价格	2.38	2.37	4.78
2021/12/10	21 附息国债 14(续 2)	260	260	30	3.37	价格	3.37	3.37	3.67
2021/12/10	21 贴现国债 61	600	602	91D	2.14	价格	2.32	2.32	2.07
国债、政金债 未来一周计划发行		1460、0							
2021/12/15	21 附息国债 17(续发)	600		10		价格			
2021/12/15	21 附息国债 16(续 2)	600		1		价格			
2021/12/17	21 附息国债 03(续 3)	260		50		价格			
地方债 未来一周计划发行		168							

资料来源: Wind, 海通证券研究所

存单量跌价稳。上周, 同业存单发行 4345 亿元、环比增加 1405 亿元, 到期 5781 亿元, 净发行量-1436 亿元、环比减少 1332 亿元; 股份制银行 1 年同业存单发行利率收于 2.69%, 与前一周持平。

图15 同业存单发行量和净融资额 (亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图16 同业存单发行利率 (%)

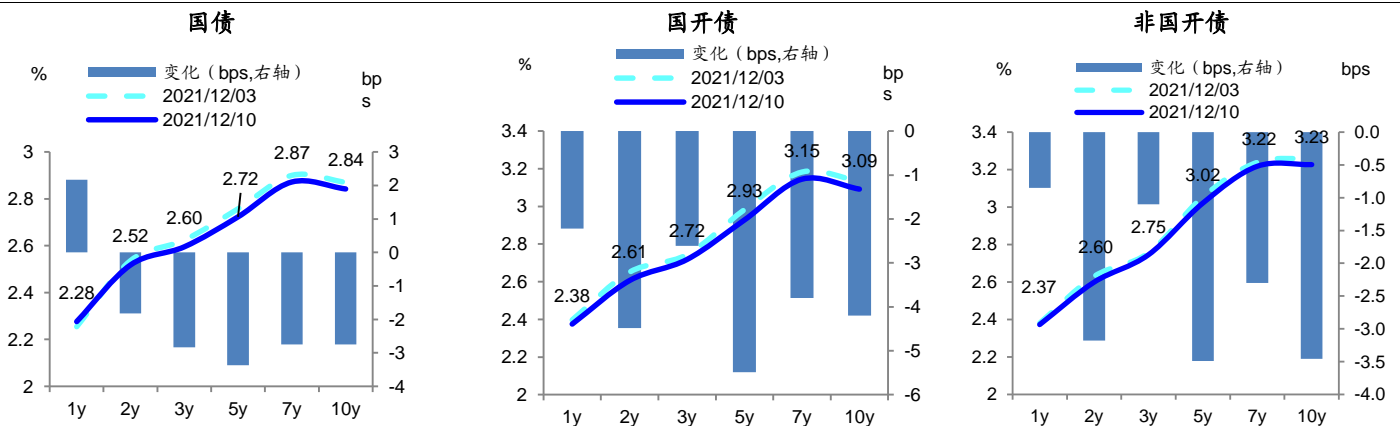


资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 二级市场：年内二次降准，债市牛平行情

债市多涨。上周, 债市供给大幅回落, 资金面均衡偏松, 年内二次降准, 政策强调着力稳定宏观经济大盘, PPI 如期回落但降幅不及预期, CPI 继续抬升, 社融增速反弹但力度偏弱, 国内部分地区疫情继续散发, 利多因素增多, 债市整体收涨。具体来看, 1 年期国债收益率上行 2BP 至 2.28%, 10 年期国债收益率下行 3BP 至 2.84%; 1 年期国开债收益率下行 2BP 至 2.38%, 10 年期国开债收益率下行 4BP 至 3.09%。

图17 利率债收益率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

超短债利率偏高, 长债和超长债利率仍低, 国开债收益率整体更低。从收益率绝对水平来看, 至 12 月 10 日 30Y 国债利率处于低位、分位数仅为 6% (滚动三年分位数, 下同), 整体来看长债和超长债利率整体偏低, 除 3M 国债利率偏高、处于 73%分位数, 其余中短期国债利率尚可、处于 19%~25%分位数区间。相比于国债, 国开债收益率所处分位数水平整体更低, 除 3M 期限位于 60%分位数之外, 整体位于 19%分位数及以下。

表 3 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（截至 2021/12/10）

		利率水平(%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	2.13	2.46	2.77	2.96	3.11	3.12	3.72
	当前水平	2.32	2.28	2.60	2.72	2.87	2.84	3.37
	当前分位数	73	25	24	22	19	14	6
国开债	中位数	2.26	2.61	3.08	3.34	3.52	3.54	4.14
	当前水平	2.35	2.38	2.72	2.93	3.15	3.09	3.53
	当前分位数	60	19	13	10	7	8	0
		期限利差						
		3年-1年	5年-3年	10年-5年	10年-1年	30年-10年		
国债	中位数 (bp)	30	16	17	63	60		
	当前水平 (bp)	32	13	12	57	53		
	当前分位数 (%)	57	21	15	29	17		
	上周末分位数 (%)	76	24	11	43	15		
国开债	中位数 (bp)	45	25	20	89	58		
	当前水平 (bp)	34	21	16	72	44		
	当前分位数 (%)	11	31	35	4	14		
	上周末分位数 (%)	12	45	30	7	15		
国开债隐含税率(%)	中位数		1y	3y	5y	7y	10y	30y
	当前利率水平		5.22	10.03	11.57	12.44	11.40	10.00
	当前分位数		4.15	4.53	7.01	8.68	8.08	4.40
	当前分位数		33	0	0	9	1	2

注：数据为滚动三年分位数

资料来源：Wind，海通证券研究所

期限利差总体收窄。上周，10Y-1Y 国债利差收窄 5BP 至 57BP；3Y-1Y 国债期限利差最陡，处于 57%分位数；国开债曲线 10Y-5Y 期限利差最陡（处于 35%分位数），5Y-3Y、10Y-5Y 国开债期限利差均比国债更为陡峭。

隐含税率仍处低位。从隐含税率来看，至 12 月 10 日 10 年期国开债隐含税率震荡下行至 8.08%，位于 1%分位数；1 年期国开债隐含税率震荡下行至 4.15%，位于 33%分位数，其余期限隐含税率均回落且所处分位数整体偏低（均处于 9%分位数及以下）。

信息披露

分析师声明

姜珺珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李姝醒(021)23219635 lsx11330@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
联系人
孟陆(021)23219671 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com
联系人
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余政翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜(021)23219399 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅(021)23219480 zjy12711@htsec.com
余金花(021)23219480 sjh13785@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com
华晋书(021)23154139 hjs14155@htsec.com
联系人
文灿(021)23219963 wxc13799@htsec.com
薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com
李潇(010)58067830 lxp13920@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
联系人
姚望洲(021)23154184 yawz13822@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 联系人
 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
 夏凡(021)23154128 xf13728@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com
 曹锐 010-56760090 ck14023@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com
 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒恒 zhx10170@htsec.com
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com
 联系人
 董栋梁(021)23219356 ddl13206@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com
 联系人
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
 王祎婕(021)23219768 wjy13985@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 郭庆龙 gq13820@htsec.com
 联系人
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com
 王文杰 wwj14034@htsec.com
 吕科佳 lkj14091@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 谭德康 tdk13548@htsec.com
 王祎宁 wyn14183@htsec.com

北京地区销售团队

朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com
 高瑞 gr13547@htsec.com
 上官灵芝 sglz14039@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
 电话: (021) 23219000
 传真: (021) 23219392
 网址: www.htsec.com