

风险偏好回升 期债小幅调整

【策略观点】

央行本周公开市场净回笼 7370 亿，资金面整体平稳充裕，资金利率处于低位。8 月以来期债处于高位震荡行情之中。主要是因为下半年以来国内疫情有所反复，经济恢复过程缓慢，基本面预期对期债价格有支撑。另一方面市场担忧持续宽松局面难以延续，普遍认为期债上行空间有限。因此基本面与市场预期的矛盾形成了高位震荡的行情。10 月份由于权益市场超预期调整，市场风险偏好下降，提供了期债价格上行动力。然而若是后期经济继续企稳回升，叠加风险偏好回归正常，期债则有回调压力。因此多空因素交织下，期债区间运行的概率较高，央行货币政策动向继续充当债市的方向性指引。建议震荡思路操作。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

许雯

电话：010-84555101

邮箱

xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3023704

投资咨询资格号

Z0012103

【目 录】

一、行情回顾.....	1
（一）期货市场.....	1
（二）现券市场.....	1
（三）行业要闻.....	2
二、资金面分析	2
三、综合分析	3
四、技术分析及建议.....	4

一、行情回顾

（一）期货市场

本周国债期货小幅下跌。本周公布的制造业、非制造业 PMI 均回落至收缩区间，但由于前期悲观预期已经消化的比较充分，市场对于基本面的利多反应已经有所钝化。本周权益市场大幅反弹，市场风险偏好回升，期债震荡回落，小幅下跌。当前利率债多空驱动尚不明朗，期债延续高位震荡格局的概率仍有，继续关注央行动向。

表 1 国债期货行情

合约	收盘价	日涨跌	周涨跌	成交量	持仓量	日增仓	周增仓
TS2212	101.185	-0.03%	-0.04%	39914	65653	1788	6,872
TF2212	101.755	-0.08%	-0.09%	43553	121625	-914	1,524
T2212	101.125	-0.08%	-0.22%	61169	183819	-1	3,477

数据来源：Wind、国元期货

（二）现券市场

本周国债现券收益率小幅上行，其中中端上行幅度略大。短端：国债到期收益率曲线 2 年期收益率 2.11%，较上日+1.7BP，较上周+2.8BP；中期：5 年期国债收益率 2.49%，较上日+2.6BP，较上周+5.5BP；长端：10 年期国债收益率 2.70%，较上日+2.5BP，较上周+3.7BP。由最新公布的 PMI 数据来看，当前经济恢复过程仍偏缓慢，并且在恢复过程中仍存在一些外部干扰与风险。在此背景下货币政策目标中稳增长的重要性提高，货币环境保持平稳宽松，政策环境对期债形成中长线利多，但市场也存在一定的宽信用预期。同时流动性对中短端国债的支撑较为关键，流动性边际收敛对债市有实质与心理上的双重影响。外部环境上，美联储持续加息美债收益率仍在高位。当前影响期债的因素较多，多空交织且市场情绪多变。10 年期国债收益率运行在 2.65-2.75%区间。震荡思路操作耐心等待关键驱动因素出现选择突破方向。

表 2：银行间国债到期收益率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
3M	1.68	0.4	2.6
1Y	1.76	1.0	2.3
2Y	2.11	1.7	2.8
3Y	2.28	1.9	4.3
5Y	2.49	2.6	5.5
7Y	2.71	2.3	5.2
10Y	2.70	2.5	3.7
30Y	3.10	1.8	2.5

数据来源：Wind、国元期货

（三）行业要闻

1. 人民日报：经济运行会有周期波动，但要避免大起大落。在一个较长的历史时期内，保持宏观经济稳定和持续增长，对于全面建设社会主义现代化国家具有重要基础性作用。要加强预期管理，提高宏观政策透明度、公信力和专业化水平，努力走在市场曲线前面。要发挥国家发展规划的战略导向作用，加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用，持续释放现代化建设蕴藏的巨大消费和投资潜力。

2. 证监会：公布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，基金管理人、基金销售机构对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期不得短于 5 年。基金评价机构业绩评价期限不得短于 5 年，不得使用单一指标进行排名或者评价，不得进行短期收益和规模排名。基金管理人、基金销售机构应当确保基金份额购买等款项来自个人养老金资金账户，基金份额赎回等款项转入个人养老金资金账户。

3. 财政部：9 月，全国发行新增地方政府债券 322 亿元，其中一般债券 81 亿元、专项债券 241 亿元。全国发行再融资债券 2689 亿元，其中一般债券 1723 亿元、专项债券 966 亿元。1-9 月，全国发行新增地方政府债券 42422 亿元，其中一般债券 6990 亿元、专项债券 35432 亿元。

4. 央行行长易纲：大规模的“他救”是特定历史时期的特殊安排。“自救”应成为当前和今后应对金融风险的主要方式。当前，我国社会主义市场经济体制已经全面确立，金融机构及股东作为市场主体，应当承担自主经营、自负盈亏、“自救”风险的主体责任。推动资不抵债的机构有序市场化退出，通过股权清零、大额债权打折承担损失。

5. 银保监会主席郭树清：要加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任。金融稳定保障基金、存款保险基金及其他行业保障基金不能成为“发款箱”，要健全职能，强化组织体系，充分发挥市场化法治化处置平台作用。

6. 美联储再次大幅加息 75 个基点，将联邦基金利率的目标区间提升至 3.75%-4%，符合市场预期。这是美联储今年以来第六次加息，也是连续第四次加息 75 个基点，今年已累计加息 375 个基点。从本次美联储决议声明来看，美联储措辞略偏鸽派，美联储暗示可能放缓加息步伐。不过，美联储主席鲍威尔虽承认 12 月会议可能放慢加息，但又称考虑暂停加息操之过急，这番鹰派言论打压市场风险情绪。

二、资金面分析

本周央行公开市场累计开展了 1130 亿 7 天逆回购，本周共有 8500 亿逆回购到期，因此本周全口径净回笼 7370 亿。资金面较为宽松、整体平稳，资金利率处于低位。

资金利率处于低位，隔夜利率小幅上行。主要货币市场利率，周五 7 天回购定盘利率 1.68%，较上日+3BP，较上周-31BP；SHIBOR7 天报 1.70%，较上日-1.6BP，较上周-26.1BP；银行间隔夜质押式回购加权平均利率 1.47%，较上日+5.9BP，较上周+5.6BP。资金利率处于低位，隔夜利率上行，7 天回购利率下降。

表 3：主要货币市场利率

期限	利率 (%)	日涨跌 (bp)	周涨跌 (bp)
FR001	1.46	6.3	8.1
FR007	1.68	3.0	-31.0
FR014	1.65	-5.0	-25.0
Shibor 0/N	1.39	6.2	5.9
Shibor 1W	1.70	-1.6	-26.1
Shibor 2W	1.63	2.0	-33.2
R001	1.47	5.9	5.6
R007	1.68	2.0	-30.1

数据来源：Wind、国元期货

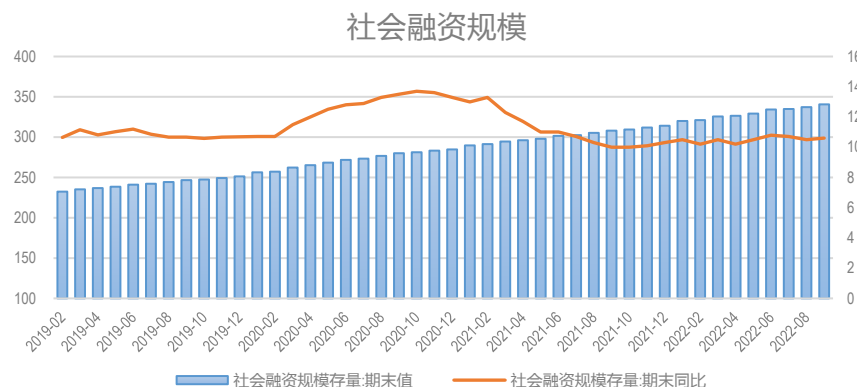
三、综合分析

央行本周公开市场净回笼 7370 亿，资金面整体充裕平稳，资金利率处于低位。8 月降息之后债市冲高，现券收益率创下年内新低，之后 9 月债市下跌现券收益率回到了 7 月底 8 月初的水平。10 月份权益市场超预期调整，市场风偏下降，期债再次上行，形成了一个宽幅震荡区间。经济数据上来看我国经济已经见底，但底部回升过程仍有较多的不确定风险，虽然经济修复过程偏缓慢，但市场目前对年内的经济形势尚不悲观，经济修复过程中经历波折亦属常态。基本面偏弱支撑期债价格运行在高位，但经济底部回升的预期又使得期债上行空间受限。

基本上，我国主要经济指标总体改善，生产端偏强，消费端偏弱。领先指标来看，10 月份制造业、非制造业 PMI 均回落，经济景气偏弱、恢复过程较缓慢，供需两端均有所放缓。10 月官方制造业 PMI 为 49.2%，较 9 月回落 0.9 个百分点，由扩张区间进入收缩区间。10 月财新中国制造业 PMI 为 49.2%，较 9 月回升 1.1 个百分点，连续第三个月处于收缩区间。10 月受疫情等因素影响，经济景气度下滑，制造业修复进程偏缓慢。经济增长恢复进程中压力与风险仍存。

9 月份金融数据继续好于预期，但也符合季末冲高的季节性特征。2022 年 9 月社会融资规模存量 340.65 万亿，同比增长 10.6%；M2 余额 262.66 万亿，同比增长 12.1%；人民币贷款余额 210.76 万亿，同比增长 11.2%。居民信贷仍偏弱；企业信贷转强，中长期贷款增幅较大，实体融资状况有所改善。年内经济下行压力仍存、内需偏弱，经济恢复过程中依然面临诸多风险，因此货币政策大概率继续保持宽松协助内需走稳。

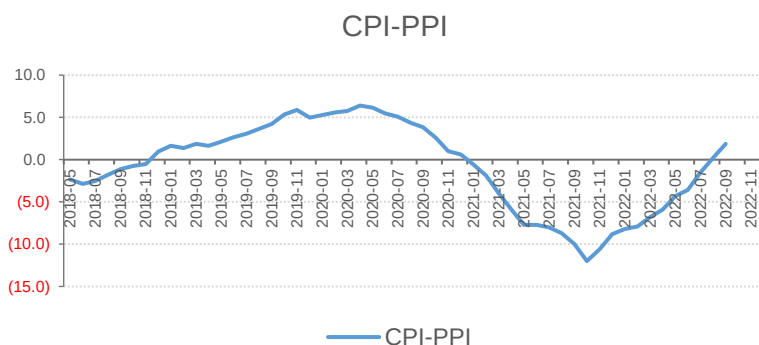
图 1、社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

2022 年 9 月价格指标弱于预期，CPI 上升 PPI 下行，通胀预期转弱。9 月 CPI 同比增长 2.8%，环比上涨 0.3%；PPI 同比增长 0.9%，环比下降 0.1%，CPI-PPI 剪刀差继续上升。CPI 方面，9 月核心 CPI 增速回落，食品价格涨幅扩大，能源价格涨幅有所回落，服务与可选消费表现延续弱势。价格指标弱于预期对期债价格处于高位有利。

图 2、CPI-PPI



数据来源：Wind、国元期货

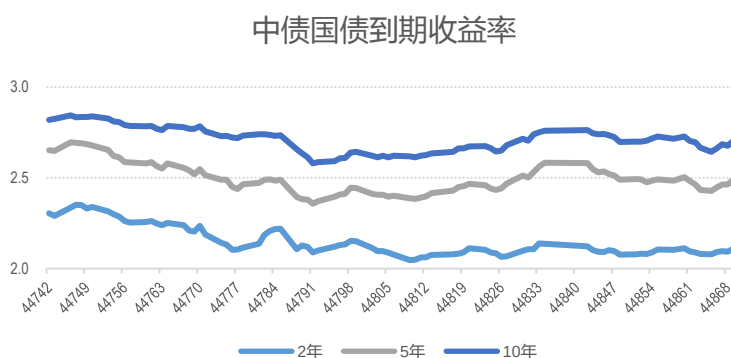
外部环境来看，欧美经济由盛转衰，欧美等主要经济体经济数据走弱，而其通胀数据仍处于历史高位区间。美联储在 11 月议息会议加息 75 个基点，货币政策展望保持激进紧缩，美元指数、美债收益率处于高位。美联储极度紧缩的货币政策对全球经济的影响剧烈，国际资本市场剧烈波动。

四、技术分析及建议

期债小幅下行。经济数据上来看我国经济已经见底，但底部回升过程仍有较多的不确定风险，如地产链收缩、突发疫情、国际市场波动、外需下滑等。虽然经济修复过程偏缓慢，目前市场对今后的经济形势尚不悲观。外部环境美联储强硬的加息路径对全球资本市场造成了较大影响。我国货币当局在复杂的国际形势与外部压力下，依然坚持“以我为主”的政策方针。当前货币政策稳增长的政策意图比较清晰，货币政策大方向无疑延续偏宽松。技术上，期债强势突破创下新高之后在高位震荡。当前影响期债的因素较多，多空驱动因素暂时难以

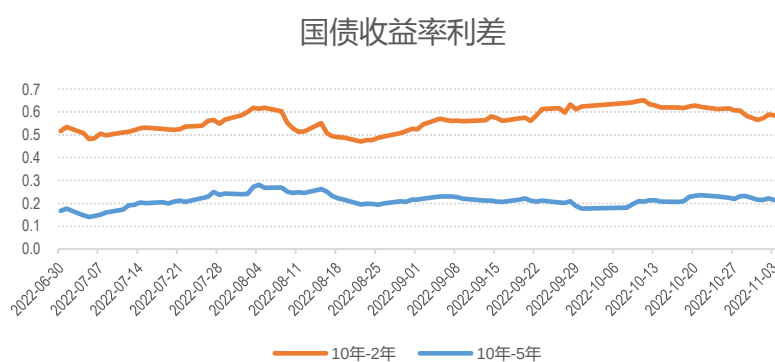
判定。建议震荡思路操作。

图 3、国债收益率



数据来源：Wind、国元期货

图 4、国债期限利差



数据来源：Wind、国元期货

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，
9 层 906、908B

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼
601-607

电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即
磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A
座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔
6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际
楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008
号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢
2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦
12 层西侧

电话：0475-6380818

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A
单元

电话：020-89816681