

债市预期转向 期债高位回调

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

【策略观点】

央行本周公开市场净回笼800亿，资金面边际收敛，资金利率走高。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。11月上旬市场基本面逻辑发生变化，外部方面市场开始考虑美联储加息周期或接近拐点，外部流动性预期边际好转。国内方面地产政策继续放松，优化疫情防控措施公布，经济企稳回升预期走强，债市对稳增长、宽信用的预期转向。由于构成前期债市运行逻辑的关键要素出现变化信号，市场预期转向，期债短线承压。建议逢高做空。

【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。资金波动加大，期债短端承压。本周初先后公布的通胀数据、进出口数据、金融数据均弱于预期，但由于期债对基本面的悲观预期已经充分消化，因此对经济数据的反应有所钝化。周五由于美国 CPI 数据低于预期美联储加息预期降温，叠加联防联控机制综合组发布了进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，市场风险偏好回升，股市大幅反弹。央行与银保监会联合发文支持房地产金融，经济企稳回升预期走强。多因素叠加协同作用下期债周五全线大跌。由于市场预期转向，期债后市承压。

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	101.225	-0.07%	-0.08%	47217	57606	-1873	-9,938
TF2212	101.685	-0.25%	-0.23%	90692	91952	-3283	-19,543
T2212	101.120	-0.38%	-0.23%	159324	154745	-808	-18,833

数据来源：Wind、国元期货

（二）现券市场

本周国债现券收益率全线上行，其中受资金利率上行带动短端上行幅度较大，曲线走平。短端：国债到期收益率曲线 2 年期收益率 2.20%，较上日+2.9BP，较上周+9.2BP；中期：5 年期国债收益率 2.53%，较上日+3.3BP，较上周+4.6BP；长端：10 年期国债收益率 2.74%，较上日+3.3BP，较上周+3.3BP。由最新公布的经济数据来看，当前经济恢复过程仍偏缓慢，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。当前美联储难以提出更加激进的加息路径，外部流动性预期临近拐点。本周国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控二十条措施，防疫政策调整。央行与银保监会联合发文支持房地产金融，基本面企稳回升的预期走强。本周出现的这些重大信号，对债市的预期有较大的影响。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，本周资金波动加大，现券短端承压明显。10 年期国债收益率运行在 2.70-2.75% 区间。当前债市的预期转向，看空情绪增强。后市重点关注央行 MLF 操作情况。

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	1.81	3.9	13.0
1Y	1.96	10.3	19.9
2Y	2.20	2.9	9.2
3Y	2.36	4.1	7.9
5Y	2.53	3.3	4.6
7Y	2.75	3.7	3.5

10Y	2.74	3.3	3.3
30Y	3.14	1.9	3.3

数据来源：Wind、国元期货

（三）行业要闻

1. 国务院联防联控机制：发布关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知。对密切接触者调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出；对入境人员调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。不再判定密接的密接。将风险区调整为“高、低”两类。取消入境航班熔断机制，调整为登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明。

2. 卫健委：国务院联防联控机制综合组发布的进一步优化新冠肺炎疫情防控工作的二十条措施，是对第九版防控方案的完善，不是放松防控，更不是放开、“躺平”，而是为了进一步提升防控的科学性、精准性。要坚定不移贯彻“动态清零”总方针。目前各地已经成立了整治“层层加码”工作专班。不排除再对我国隔离措施进行进一步的优化调整。

3. 央行党委强调，要继续保持货币信贷总量合理增长，维护币值稳定，加大金融对稳经济大盘重点领域支持力度，促进经济高质量发展。要强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业、群体的支持，建立健全金融风险防范、预警和处置机制。加快推动金融法治建设。

4. 证监会、国资委：发布支持中央企业发行科技创新公司债券的通知。支持中央企业开展基础设施 REITs 试点。鼓励商业银行、社保基金、养老金、保险公司等中长期资金加大科技创新公司债券投资，引导降低融资成本。重点支持高新技术产业和战略性新兴产业及转型升级等领域中央企业发行科技创新公司债券。

5. 海关总署：10 月，进出口总值 3.55 万亿元，同比增长 6.9%。其中，出口 2.07 万亿元，增长 7%；进口 1.48 万亿元，增长 6.8%；贸易顺差 5868.1 亿元，扩大 7.6%。1-10 月，进出口总值 34.62 万亿元，同比增长 9.5%。其中，出口 19.71 万亿元，增长 13%；进口 14.91 万亿元，增长 5.2%；贸易顺差 4.8 万亿元，扩大 46.7%。东盟、欧盟、美国 and 韩国为我国前四大贸易伙伴，分别进出口 5.26 万亿元、4.68 万亿元、4.21 万亿元和 2.02 万亿元；分别增长 15.8%、8.1%、6.8%和 6.5%。。

6. 银保监会：《中华人民共和国银行业监督管理法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见，将完善制度建设，实现监管全覆盖。修订银行业监督管理法 提高对股东、实际控制人违法违规行为的打击力度。一是加强股东监管。二是增加对银行业第三方机构的监管授权。三是增加域外适用条款。

7. 美国 10 月 CPI 升幅低于预期，通胀压力开始降温，暗示美联储本轮激进加息周期或正接近拐点。美国劳工部数据显示，美国 10 月 CPI 同比上涨 7.7%，为今年 2 月以来首次低于 8%，低于市场预期 7.9%，较前值 8.2%明显回落；环比涨幅回落至 0.4%，同样低于市场预期的 0.6%。10 月核心 CPI 同比上涨 6.3%，环比上涨 0.3%，也均低于市场预期。据芝商所“美联储观察”工具显示，数据发布后，交易员认为美联储 12 月加息 50 个基点的可能性升至 80.6%，加息 75 个基点的概率降至不足 20%。

二、资金面分析

本周央行公开市场累计开展了 330 亿 7 天逆回购，本周共有 1130 亿逆回购到期，因此本周全口径净回笼 800 亿。资金面整体平稳。受银行超储率偏低等因素影响，资金价格上行，同业存单利率持续走高。

资金利率普遍上行，仍处于 2% 之下。主要货币市场利率，周五 7 天回购定盘利率 1.85%，较上日-5BP，较上周+17BP；SHIBOR7 天报 1.89%，较上日-5BP，较上周+18.6BP；银行间隔夜质押式回购加权平均利率 1.75%，较上日-14BP，较上周+27.8BP。资金利率全线上升，隔夜利率较上周上行 30BP 左右。

表 3：主要货币市场利率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
FR001	1.75	-15.0	29.0
FR007	1.85	-5.0	17.0
FR014	1.90	5.0	25.0
Shibor 0/N	1.70	-12.2	31.8
Shibor 1W	1.89	-5.0	18.6
Shibor 2W	1.83	-2.1	19.7
R001	1.75	-14.0	27.8
R007	1.85	-5.5	16.9

数据来源：Wind、国元期货

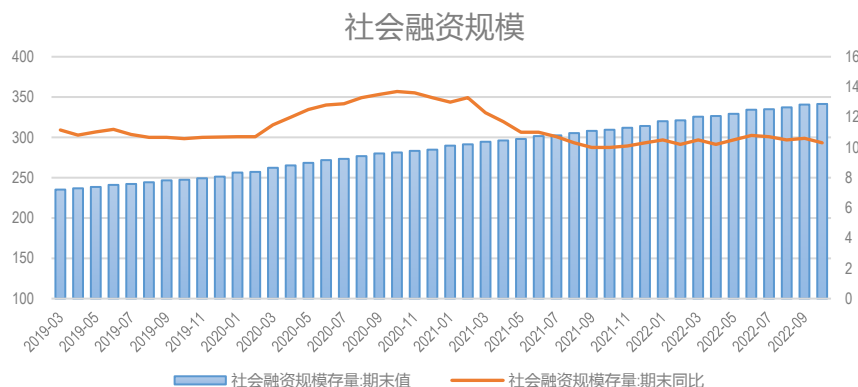
三、综合分析

央行本周公开市场净回笼 800 亿，资金面边际收敛，资金利率走高，资金价格波动对短端影响较大。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，但稳增长政策保持强势，经济由弱转强的预期又使得期债承压。

基本上，经济指标总体改善，由于一些内外部因素造成经济恢复的过程偏缓慢，但恢复的势头较为稳健。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。

10 月份金融数据弱于市场预期。2022 年 10 月社会融资规模存量 341.42 万亿，同比增长 10.3%；M2 余额 261.29 万亿，同比增长 11.8%；人民币贷款余额 211.37 万亿，同比增长 11.1%。社融、M2、信贷增速小幅回落，在 8、9 月份金融数据表现强势之后 10 月份回落，符合季末冲高季初回落的节奏，但走弱幅度超出季节性特征。主要是 10 月份受疫情影响经济景气有所下降，融资需求回落。总体来看，虽然经济恢复势头不改，但需求偏弱经济下行压力仍存，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助力内需走稳。

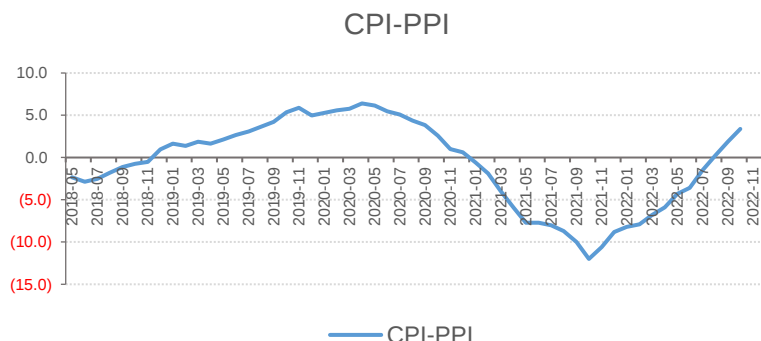
图 1、社会融资规模



数据来源: Wind、国元期货

2022 年 10 月价格指数下行, CPI 回落超预期, PPI 同比转负。10 月 CPI 同比增长 2.1%, 环比上涨 0.1%; PPI 同比下降 1.3%, 环比上涨 0.2%, 由于 PPI 下降速度更快, CPI-PPI 剪刀差继续上升。CPI 方面, 10 月消费品价格同比涨幅回落, 核心 CPI 增速平稳, 能源与食品价格表现转弱, 服务与可选消费表现延续弱势。10 月份受疫情影响, 服务业景气有所下降, 服务与可选消费价格继续走弱。

图 2、CPI-PPI



数据来源: Wind、国元期货

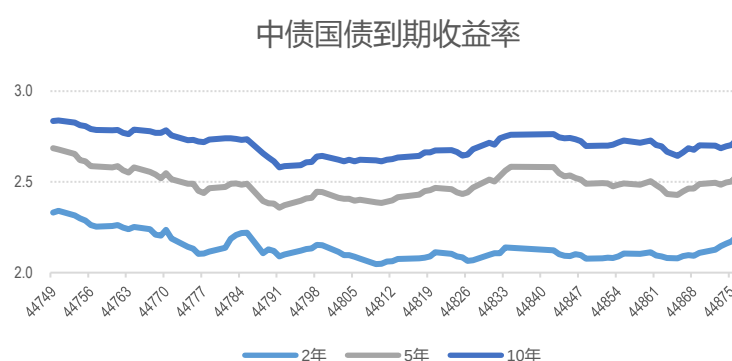
外部环境来看, 欧美经济由盛转衰, 欧美等主要经济体经济数据走弱。本周公布的美国 10 月 CPI 显示通胀压力也开始回落, 美联储 12 月议息会议上加息 50 个基点的可能性上升, 激进加息周期或临近拐点。美联储极度紧缩的货币政策对全球经济的影响剧烈, 国际资本市场剧烈波动, 本周非美货币、大宗商品、权益市场普遍剧烈反弹, 美元指数、美债收益率回落。

四、技术分析和建议

期债全线下行。8 月以来期债处于高位震荡行情之中。经济数据上来看我国经济已经见

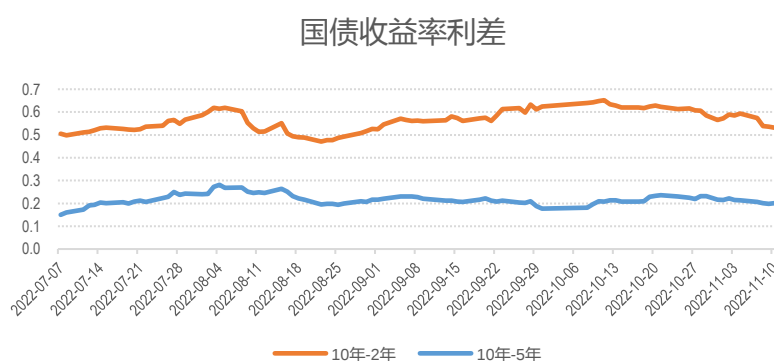
底，但底部回升过程仍有较多的不确定风险，如地产链收缩、突发疫情、国际市场波动、外需下滑等。虽然经济修复过程偏缓慢，目前市场对今后的经济形势尚不悲观。前期外部环境美联储强硬的加息路径对全球资本市场造成了较大影响，本周市场开始考虑美联储加息周期或接近拐点，外部流动性预期边际好转。国内方面地产政策继续放松，优化疫情防控措施公布，经济企稳回升预期走强，债市对稳增长、宽信用的预期转向。由于构成前期债市运行逻辑的关键要素出现强烈变化信号，市场预期转向，期债短线承压。建议逢高做空。

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