



金融投资专业理财

瑞达期货柳瑜萍

从业资格号：F0308127

咨询资格证号：

Z0012251

咨询电话：4008-878766

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



国债：债市调整或将延续 继续关注基本面现实和宽信用预期的博弈

内容提要：

11月多地疫情扩散较快，经济供需两端持续走弱。10月工业生产、房地产投资、制造业投资、消费等都有不同程度的走弱，出口也面临外需回落的压力，出口同比增速转负，后续政策有待持续发力以支持经济企稳回升。10月份经济数据或表明经济恢复处于偏弱修复。11月中旬以来，近期防疫政策的优化和稳地产政策的密集出台大幅改善了市场对经济基本面企稳回升和宽信用进程推进的预期，同时资金利率持续上行，流动性趋紧，利率债迅速陷入大幅调整，并引发债基及理财产品的净值管理赎回潮，形成一定负反馈效应。至本月最后一周，消化小幅降准带来的短期利好，债市有所回暖。同时，海外通胀压力有所回落，10月美国物价水平低于预期，叠加美联储官员鸽派发言，市场对美联储将放缓加息的预期升温，全球金融市场的风险偏好明显回升，带动国内权益市场持续大幅反弹，进一步提升投资者的风险偏好，股债跷跷板效应明显，股市大幅上行对债市形成压制。美元指数仍保持强势，短期人民币贬值压力仍存，但预计货币政策仍将“以我为主、内外均衡”。海外货币政策紧缩或有所放松，同时经济基本面的韧性对汇率的支撑较强，预计汇率因素对货币政策的掣肘或将有所减弱。后续宽信用政策将会引导资金利率向政策利率靠拢，驱动资金脱虚向实，上行斜率放缓，市场的关注点仍是宽信用和稳增长预期。同时，需关注接下来政策效果显现下的宽信用和稳增长效果，若经济有所好转12月利率波动上行的可能性较大。

在以上背景下，12月10年期国债收益率偏弱震荡的概率较高，目标位在2.95%-3.00%区间，全年利率中枢在2.75%附近，目前10年期国债收益率在2.90%一线。操作上，近期期债主力合约大幅下挫，短期建议投资者宜以轻仓为主，保持谨慎看多，预计年内货币政策将保持稳健。重点关注12月份的政治局会议和中央经济工作会议，不排除对防疫和地产政策进一步推进的可能。短期短端利率或仍将波动上行，中短线操作时，TS2303可采取做空策略，在100.75 以上适当布局空单，止盈点位在100.55 附近，盈亏比设置在2:1。

策略方案：

	操作策略
操作品种合约	TS2303
操作方向	卖出
入场点位	100.75 以上空单
盈亏比	2:1
出场点位	100.85 附近

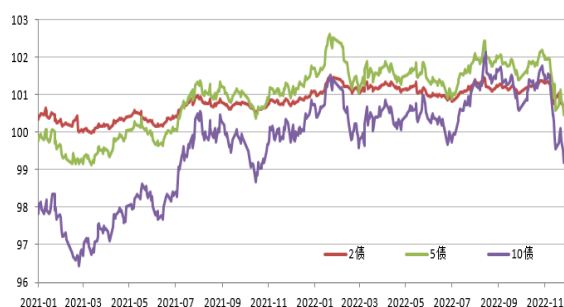
风险提示：

经济增速不如预期；货币政策超预期调整；流动性超预期变化。

一、11 月国债期货行情回顾

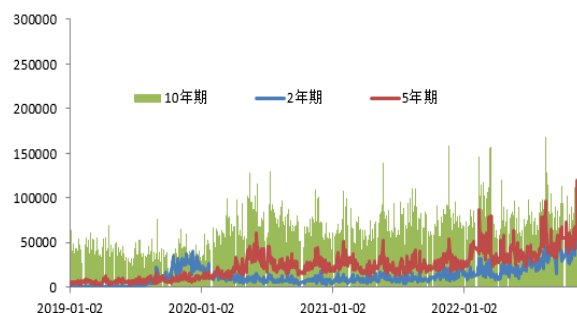
国内人民币贬值压力减弱叠加全球金融市场风险偏好抬升，截止 11 月 30 日收盘，十债主力报 99.30，月度下跌 2.49%，所有合约共成交 306.46 万手，环比增加 191.63 万手，日均持仓量增加 7.10% 至 21.22 万手；五债主力报 100.55，月度下跌 1.63%，所有合约成交量增加 108.39 万手至 190.29 万手，日均持仓量增加 0.85% 至 13.01 万手；二债主力报 100.67，月度下跌 0.70%，所有合约成交量增加 62.54 万手至 124.68 万手，日均持仓量增加 3.95% 至 7.04 万手。从价差上看，11 月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差均有所上升。

图 1：三大国债期货主力收盘价



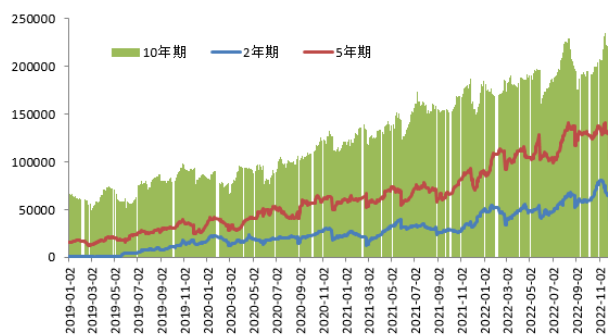
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 2：国债期货日成交量



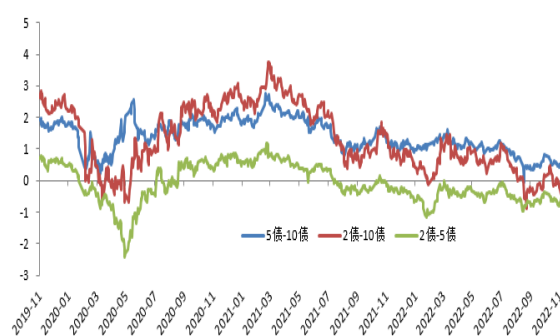
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 4：国债期货主力之间的价差

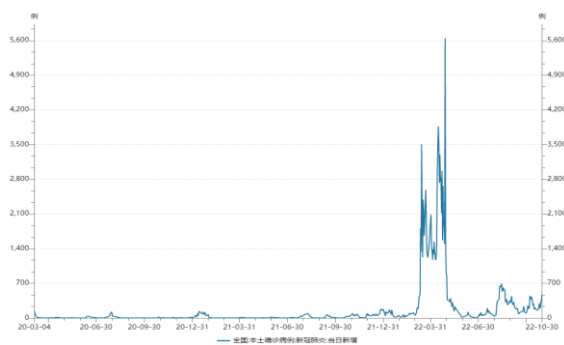


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

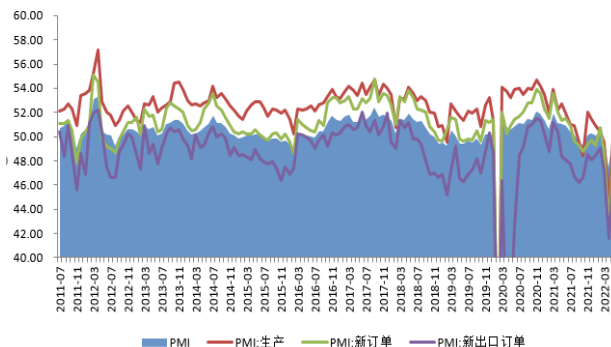
全球经济衰退预期不减，叠加国内新一轮疫情反复，内蒙古、广东、北京、山东等多省较为严重，对生产、需求、就业、出口多方面造成负面影响。消费受挫最为显著，增速由正转负，接触类行业均表现不佳。出口增速大幅下行，叠加地产行业依旧疲软，带动整体需求端和供给端不及预期。但随着稳增长、稳市场主体等各项政策短时间内加速落地，国内经济韧性较强。

图 5：国内疫情拐点确认



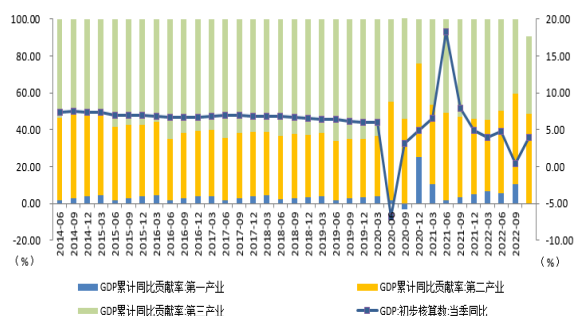
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：11 月中国制造业 PMI 继续走弱



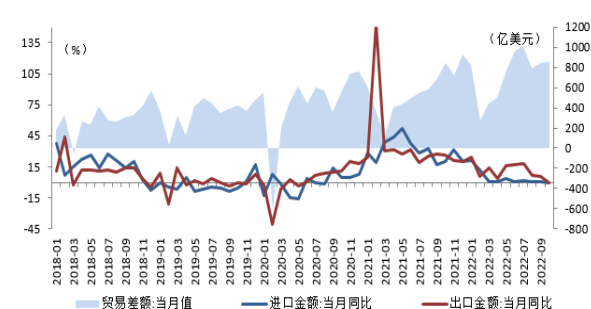
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：三季度 GDP 同比增长



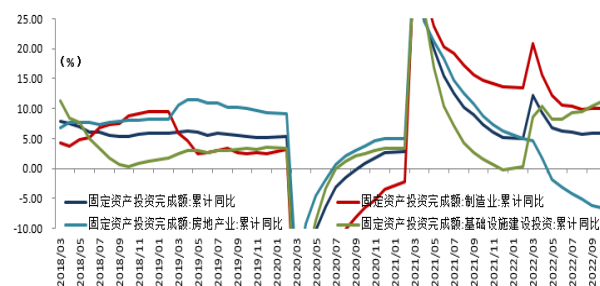
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：10 月中国进出口数据



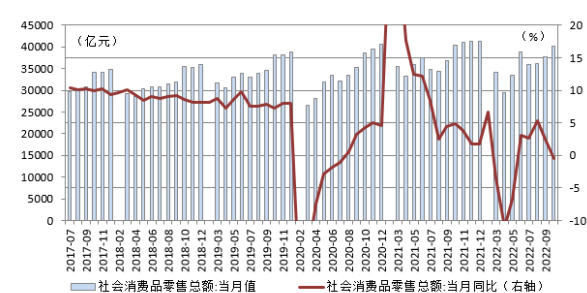
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 11：中国固定资产投资各项累计同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 12：中国社会消费品零售销售数据回落



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

投资方面，今年以来，投资对于经济发展的支撑作用更为显著。直至10月，固定资产投资同比增长5.8%，涨幅小幅回落0.1个百分点。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业延续疲弱态势，多数指标降幅持续扩大。但在政策端持续加码的背景下，地产行业后续料有所回暖。

目前，就前三季度数据看来，距离全年5.5%的经济增长速度仍有差距，因而作为传统重要抓手的基建，接下来政府仍有提前下达明年新增专项债额度的可能，通过加力引导民间投资参与基础设施建设，有助于缓解项目资金压力，助力现代基建，从而达成稳经济这一目标。

贸易方面，10月份中国外贸进出口5115.9亿美元，同比减少0.4%。其中，出口2983.7亿美元，同比-0.3%，预期4.5%，前值5.7%；进口2132.2亿美元，同比-0.7%，预期0.0%，前值0.3%；贸易顺差851.5亿美元，低于预期959.7亿美元。我国10月份进出口增速双双由正转负，且均弱于市场预期。随着内外需不足产生的负面影响逐步显现，叠加疫情再度反复以及去年同期基数的走高，外贸数据大幅回落，预计接下来出口同比增速仍将低位运行。进口延续价涨量跌的特征，当前我国经济内生需求依然较为疲弱，因而未来大宗商品价格回落或将拖累进口增速。

10月份我国规模以上工业增加值同比实际增长5.0%，较9月增速回落1.3个百分点。环比上看，十月份，规模以上工业增加值比上月增长0.33%。前十个月整体来看，规模以上工业增加值同比增长4.0%。10月份规模以上工业增速整体有所放缓，但仍保持较强韧性。目前，海外需求动能趋缓，但国内扩内需政策效果持续显现，近期疫情防控优化以及稳地产政策持续加码，经济修复制约将减弱。展望未来，国内需求复苏有望加快，叠加国际能源大宗商品价格回落，中下游制造业企业的经营压力将得到缓解，带动工业生产保持恢复态势。

消费方面，1-10月份，社会消费品零售总额360575亿元，同比增长0.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额323702亿元，增长0.5%。10月份，社会消费品零售总额40271亿元，同比下降0.5%，增速有所回落存在去年同期基数走高扰动的影响。其中，除汽车以外的消费品零售额36575亿元，下降0.9%。10月疫情散发，对餐饮、零售和出行等线下消费方面产生一定冲击，消费复苏节奏较慢。此外，十月份多地疫情散发对就业也产生了一定影响，失业率形势总体稳定但大城市失业率有所上行。城镇调查失业率为5.5%，与上月持平；31个大城市城镇调查失业率为6.0%，较上月回升0.2个百分点。具体来看，25-59岁调查失业率和16-24岁调查失业率分别为17.9%和4.7%，均与上月持平。就业局势的持续回暖需要进一步落实稳就业政策和加大稳就业力度，预计后续随着工业生产回暖、企业活力提升叠加稳就业政策发力，我国就业形势将保持稳定。

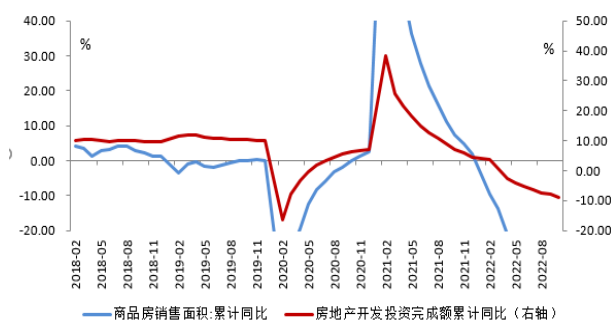
从领先指标看，11 月份制造业 PMI 录得 48，比上月回落 1.2 个百分点，降幅扩大，恢复基础尚需稳固。制造业产需两端继续放缓，生产指数和新订单指数双双走弱，分别较上月下降 1.8 和 1.7 个百分点，持续位于荣枯线以下，内需不足的现象依旧严峻。同时，与生产端趋势相一致，企业原材料采购力度减弱，采购量指数在临界线下运行，制造业市场氛围较冷；新出口订单已连续十九个月处于收缩区间，外需压力较为明显，在外贸数据中已有所体现；不同规模企业 PMI 持续受成本较高、疫情反复、需求端不足等多因素影响，经营压力仍大，景气度水平有所回落，均位于临界点以下。全国疫情持续反复，服务业市场活跃度减弱，景气度降至 45.1，较上月下滑 1.9 个百分点。而建筑业 PMI 指数虽较上月回落 12.8 个百分点至 55.4，但始终位于高景气区间，支撑整体非制造业景气水平，反映出基建稳增长力度较大。总的来看，目前我国经济下行压力依旧比较明显，需求端疲软是关键。后续随着高效疫情防控政策的落实，叠加一揽子稳增长政策逐步显效，我国经济料企稳回升。但需要注意的是，就业压力增大，11 月从业人员指数降幅进一步扩大，后续政策目标仍要以稳就业为主。

图 15：商品房成交面积（30 日移动平均）



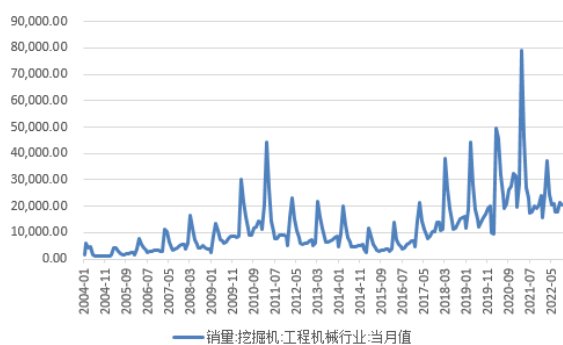
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 16：商品房销售面积与房地产开发投资同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 17：挖掘机销量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 18：规模以上工业企业增加值增速

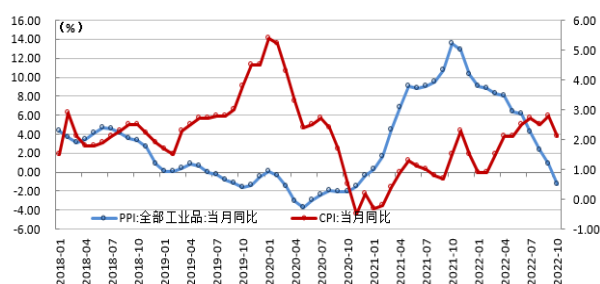


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

10 月 CPI 环比上涨 0.1%，同比上涨 2.1%，均较上月有所缩窄，主要是受到去年同期对比基数走高以及食品中果蔬水产品和非食品中工业消费品价格拖累，通胀水平有所回落。从剔除食品和能源后的核心 CPI 来看，同比增速为 0.6%，与上月持平，位于一个较为温和的水平，说明食品价格明显回落是导致总体 CPI 涨幅减小的最主要影响因素，终端消费端通胀压力依旧处于可控区间，但同时也显示终端需求仍旧偏弱。随着后续政策落地生效和持续发力，经济保持企稳复苏态势，国内需求对生产带动效应逐步增强，预计核心 CPI 将逐渐走出低位。

中国 10 月 PPI 同比由上月上涨 0.9% 转为下降 1.3%；从环比看，10 月 PPI 由上月下降 0.1% 转为上涨 0.2%。生产资料放缓趋势有所改善，但由于去年高基数的影响，同比由上涨 0.6% 转为下降 2.5%，环比上涨 0.1%。石油相关行业价格受国际定价影响继续下降，煤炭行业价格季节性回升。生活资料同比上涨 2.2%，环上涨 0.5%，涨幅扩大 0.4 个百分点。从细分类别来看，食品、衣着、一般日用品、耐用消费品不论是同比或是环比增速，均有所增长。可以看出，上游压力进一步向下传导，居民消费承压。PPI 下滑印证了目前内外需求不足的现象，而在全球经济步入衰退的环境下，未来 PPI 或将进一步放缓。

图 21：中国 CPI 及 PPI 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 22：PPI 分项同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

三、资金面分析

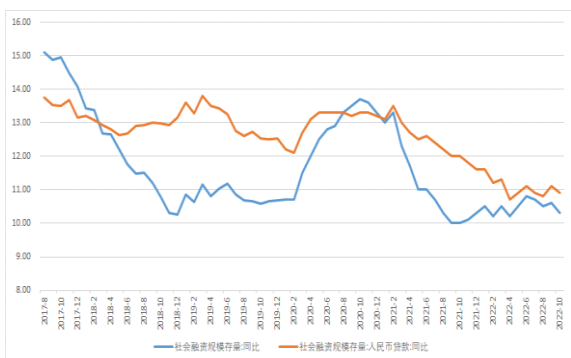
总量上，10 月新增社融 9079 亿，环比季节性少增约 2.62 万亿，同比也大幅少增 7097 亿，表现明显弱于 9 月份，且低于市场预期。新增社融走弱直接导致 10 月末社融存量增速较上月末下滑 0.3 个百分点至 10.3%。主要结构上，10 月投向实体经济的人民币贷款环比少增约 2.13 万亿，同比少增 3321 亿，成为 10 月份社融低迷的重要因素。10 月政府债券融资环比少增 2742 亿，同比少增 3376 亿。另外，10 月疫情扰动下经济修复边际放缓，在票据冲量抬头、贴现量增加的影响下，当月表外票据融资负增 2157 亿，同比多减 1271 亿。10 月份政府债券融资明显下行的重要原

因或在于，10月加发的5000多亿元新增专项债集中发行，10月份国债到期量大幅增加的影响下净融资收缩，同时去年同期效应下，专项债也处于发行高峰。其他分项来看，10月信用债发行有所回暖，企业债券融资环比多增，但由于当前城市投融资政策偏紧、地产债发行困难、债券融资相对贷款性价比有所下滑，企业债券融资仅实现小幅度多增；10月委托贷款延续正增速，或受到当前公积金贷款条件放宽的影响。整体上看，10月社融数据低迷主要受到贷款和政府债券两项拖累，其中政府债券融资萎缩与国债到期节奏有关，而贷款走弱则显示当前内需尚未明显回暖，地产延续低迷、疫情干扰经济运行等因素对实体经济融资需求仍存在干扰。

10月份M2同比增长12.1%，增速较上月下降0.3个百分点。M2增速有所回落但仍处于高位，与社融增速剪刀差与上月持平，或表明资金淤积和资金空转的问题仍存，宽信用传导路径尚未通畅，不排除央行后续通过引导MLF和LPR利率下行手段刺激实体经济融资需求的可能性，政策支持下信贷进一步回暖，剪刀差有望收敛。10月份M1同比增长5.8%，增速较上月下降0.6个百分点，主要原因或是10月疫情多地散发影响下企业投资、经营活动减少，带动M1增速有所下降。值得注意的是，当前M1已下降至6月水平，处于较低位置，或意味着经济仍待恢复至增长水平，居民消费和企业经营活力仍待提升。本月M2-M1剪刀差较9月剪刀差回升0.3个百分点至6.0%，或表明疫情扰动下实体经营活力受到明显抑制。

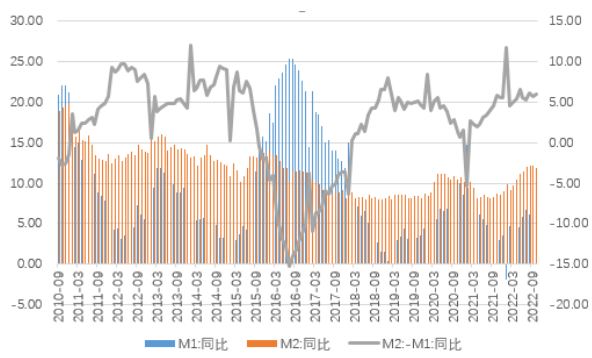
展望未来，在季末效应缓解以及财政货币政策稳增长效应逐步落实的情况下，11月新增信贷有望恢复同比多增，各项贷款余额增速也有望恢复上行，其中企业中长期贷款或成为主要增长点。

图 23：社会融资规模存量增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24：货币供应量 M1、M2 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

11月份，人民银行累计开展8050亿元逆回购与8500亿元MLF操作，月内合计有13940亿元7天逆回购及10000亿元MLF到期，公开市场合计净回笼7390亿元。十一月下旬为呵护流动性以稳定债市，央行加大逆回购投放量，隔夜资金利率一度下行至1%位置，但对债市提振效果有限。

10月15日，央行开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作，操作利率为2.75%，同时本月MLF

到期量为 8500 亿元，这意味着本月 MLF 为小幅缩量平价续作。备受关注的 MLF 小幅缩量续做，结合本月 PSL、科技创新再贷款等中长期资金投放叠加短期流动性逆回购大量投放补位，未造成流动性缺口，但也意味着并未释放明显的宽松信号，目前流动性充裕且多的状态已有边际收敛趋势。10 月 21 日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。与 10 月 LPR 相比，11 月的 1 年期和 5 年期 LPR 均未发生变化。本月 LPR 利率保持稳定，主要原因一是本月 LPR 的报价基础（MLF 利率）未变，LPR 与之保持同步调整。二是随后公布的三季度央行货币政策报告中宽松措辞减少，市场倾向于认为后续总量货币政策工具的使用会更谨慎。

11 月 16 日，央行发布三季度货币政策执行报告，整体对债市形成一定利空。具体来看，相比二季度货币政策执行报告，对于国内经济复苏形势的描述更为积极，由二季度的“巩固经济回稳向上态势”改为“巩固和拓展经济回稳向上态势”，经济基本面企稳回升的预期大幅改善。此次报告明确提出经济发展的着力点放在实体经济上，新增“引导商业银行扩大中长期贷款投放”和再提“降低个人消费信贷成本”更强调金融支持信贷恢复和居民消费需求以引导市场对宽信用实现的预期。此外，报告中新增“加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测，灵活开展公开市场操作”的表述，同时描述年末流动性环境为“适宜”，或表明央行提高了对金融市场流动的重视程度，结合最近债市宽幅调整，预计央行将在公开市场灵活调整逆回购规模以对冲月末年底等因素平稳资金利率。值得注意的是，央行给予了通胀压力更高的关注度，体现在三季度货币政策执行报告中新增了“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”。央行认为未来仍将承受海外的输入性通胀压力，同时也关注到防控措施优化后国内需求快速释放可能会带来的结构性通胀压力，为此延续了“不大水漫灌和超发货币”的货币基调并删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”，意味着央行在货币政策工具的选择上将更为谨慎，当前实施总量宽松的货币政策的必要性不高。对于债市而言，重点推进宽信用和警惕通胀压力都将形成一定压制，利率或仍有一定上行空间。

此外，11 月 23 日国常会再提适时适度运用降准等货币政策工具，随后 11 月 25 日晚间，央行宣布 2022 年 12 月 5 日降准 0.25 个百分点，共计释放长期资金约 5000 亿元，这也是央行年内第二次降准。在补充流动性水位、稳定债市预期、对冲疫情压力的目标下央行降准 0.25 个百分点，整体符合市场预期。预计后续总量宽货币空间或较为有限，实现宽信用和稳增长的目标仍需结构性政策支持。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，同时高频数据并没有快速好转，预计货币宽松方向年内不会改变，资金利率持续上行的可能性较小，但跨年因素或导致资金利率波动加大。

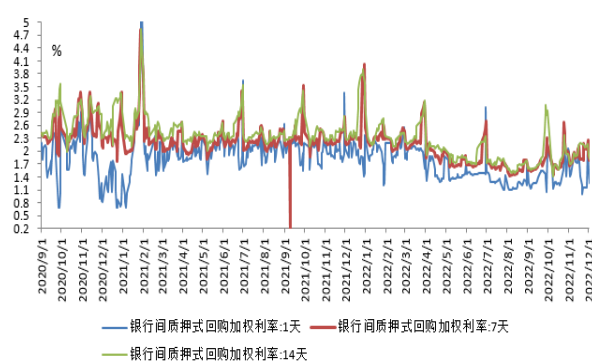
11 月货币市场资金面整体“前紧后松”，整体资金利率相较上月末均有所上行，主要期限国债

到期收益率小幅上行。截至 11 月 30 日，隔夜银行间质押式回购利率较 10 月 31 日上升 10.90p，7 天期、14 天期、21 天期分别上升 27.34bp、22.08bp、5.17bp，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期国债收益率分别较 10 月 30 日下降 20.04bp、9.03bp、8.95bp、6.42bp 和 6.48bp。

在债券发行量方面，10 月份，债券市场共发行各类债券 45832.2 亿元。国债发行 8271.8 亿元，地方政府债券发行 6687.3 亿元，金融债券发行 7660.9 亿元，公司信用类债券 1 发行 10983.2 亿元，信贷资产支持证券发行 375.1 亿元，同业存单发行 11722.1 亿元。

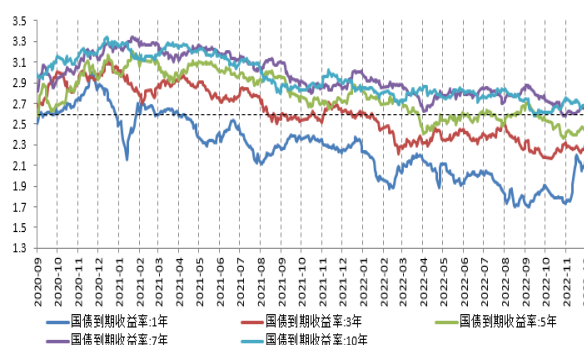
在债券市场运行方面，10 月份，银行间债券市场现券成交 19.6 万亿元，日均成交 10904.6 亿元，同比增加 28.4%，环比减少 7.3%；单笔成交量在 500-5000 万元的交易占总成交金额的 44.1%，单笔成交量在 9000 万元以上的交易占总成交金额的 48.8%，单笔平均成交量 4945 万元。交易所债券市场现券成交 2.0 万亿元，日均成交 1246.9 亿元，同比减少 3.5%，环比增加 12.9%。商业银行柜台市场债券成交 11.4 万笔，成交金额 113.3 亿元。

图 25：各期限银行间质押式回购利率



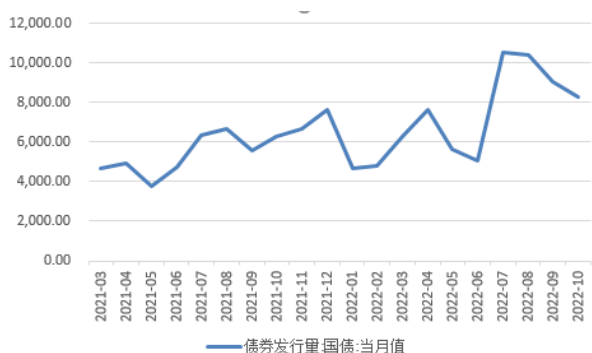
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 26：中证主要期限国债到期收益率整体上行



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：国债发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：公开市场货币净投放（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院，仅含正逆回购及央票。

四、海外经济与汇率分析

美联储 11 月如期加息 75 基点，同时美联储主席鲍威尔在会议上表示利率终值将高于预期但加息步伐或有所放缓，而后继放出的会议纪要也反映出整体基调有所转鸽。在通胀持续稳步下行且失业率逐渐提高的情况下市场的风险偏好在 11 月有所回升，美债收益率与美元指数价格皆大幅回落，而美股也迎来了一波上涨。然而本次美联储开启加息周期的时间节点较晚，同时供应链及能源价格问题皆有所好转，整体通胀或已见顶。往后看通胀水平或受需求下降的影响继续回落，而经济衰退的迹象也将愈加明显，若非农数据显示劳动力缺口有所缩小且薪资增速放缓，市场对美联储转鸽的预期或继续加重。然而加息周期尚未结束，美股及美债反弹空间相对有限，而美元指数在高利率环境下或于底部震荡。

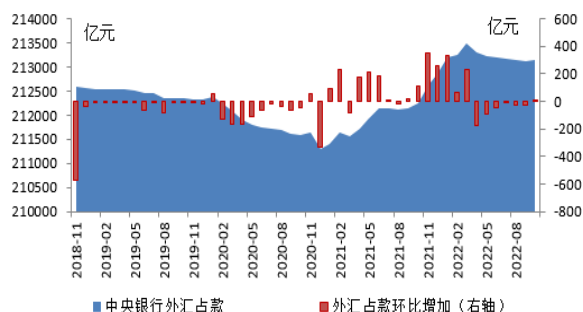
当前稳汇率的关键不是守住某一固定点位，而是保持三大人民币汇率指数基本稳定，稳定汇市预期。现阶段人民币最主要的贬值压力来自于外部，而人民币汇率稳定还在于对国内经济的基本面预期，目前国内经济修复还不稳固且美元保持强势，预计人民币汇率短期仍将维持贬值态势，未来国内货币政策更多坚持“以我为主”，同时也将“内外兼顾”，汇率问题将是后续国内货币政策的影响因素之一。

图 29：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 30：外汇占款及变动额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

五、12 月期债投资建议

11 月多地疫情扩散较快，经济供需两端持续走弱。10 月工业生产、房地产投资、制造业投资、消费等都有不同程度的走弱，出口也面临外需回落的压力，出口同比增速转负，后续政策有待持续发力以支持经济企稳回升。10 月份经济数据或表明经济恢复处于偏弱修复。11 月中旬以来，近期防疫政策的优化和稳地产政策的密集出台大幅改善了市场对经济基本面企稳回升和宽信用进程推进的预期，同时资金利率持续上行，流动性趋紧，利率债迅速陷入大幅调整，并引发债基及理财产品的

净值管理赎回潮，形成一定负反馈效应。至本月最后一周，消化小幅降准带来的短期利好，债市有所回暖。同时，海外通胀压力有所回落，10月美国物价水平低于预期，叠加美联储官员鸽派发言，市场对美联储将放缓加息的预期升温，全球金融市场的风险偏好明显回升，带动国内权益市场持续大幅反弹，进一步提升投资者的风险偏好，股债跷跷板效应明显，股市大幅上行对债市形成压制。美元指数仍保持强势，短期人民币贬值压力仍存，但预计货币政策仍将“以我为主、内外均衡”。海外货币政策紧缩或有所放松，同时经济基本面的韧性对汇率的支撑较强，预计汇率因素对货币政策的掣肘或将有所减弱。后续宽信用政策将会引导资金利率向政策利率靠拢，驱动资金脱虚向实，上行斜率放缓，市场的关注点仍是宽信用和稳增长预期。同时，需关注接下来政策效果显现下的宽信用和稳增长效果，若经济有所好转12月利率波动上行的可能性较大。

在以上背景下，12月10年期国债收益率偏弱震荡的概率较高，目标位在2.95%-3.00%区间，全年利率中枢在2.75%附近，目前10年期国债收益率在2.90%一线。操作上，近期期债主力合约大幅下挫，短期建议投资者宜以轻仓为主，保持谨慎看多，预计年内货币政策将保持稳健。重点关注12月份的政治局会议和中央经济工作会议，不排除对防疫和地产政策进一步推进的可能。短期短端利率或仍将波动上行，中短线操作时，TS2303可采取做空策略，在100.75以上适当布局空单，止盈点位在100.55附近，盈亏比设置在2:1。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。