

资金面好转 期债震荡反弹

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 3780 亿，资金面充裕平稳。下半年以来期债一直处于高位震荡行情中，主要是国内疫情有所反复，经济恢复过程缓慢，基本面预期对期债价格有支撑，另一方面市场担忧货币宽松局面难以长期持续，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 月上旬市场预期发生变化。外部流动性预期逐渐好转，全球市场风险偏好提高。国内地产政策继续放松，对头部房企的扶持力度加大，宽信用的预期走强。技术上，期债反弹之后由于市场地产宽信用预期走强再次回调，也显示了市场预期转向，后市期债承压。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

本周国债期货震荡反弹后回落，全周小幅收涨。期债急跌之后止跌反弹，本周周一至周四震荡反弹，周五大幅下跌、明显收低。本周在降准预期下资金利率仍保持在较低水平，支撑了债市企稳反弹。但市场关注焦点仍在于地产宽信用，本周消息面支持房企的政策相对较多，宽信用的预期走强，债市情绪仍偏弱。由于债市预期发生了变化，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
TS2303	100.755	-0.10%	0.15%	54780	37166	619	4,134
TF2303	100.845	-0.27%	0.30%	69071	90467	2411	9,737
T2303	99.755	-0.35%	0.22%	120872	148932	9291	17,431

数据来源：Wind、国元期货

（二）现券市场

本周国债现券收益率整体下行，其中受短端受资金利率下行带动下幅度较大，中长端变化不大，曲线走陡。短端：国债到期收益率曲线 2 年期收益率 2.29%，较上日+1.4BP，较上周-6.2BP；中期：5 年期国债收益率 2.61%，较上日+4.2BP，较上周-1.4BP；长端：10 年期国债收益率 2.83%，较上日+3.5BP，较上周+0.5BP。本周资金面紧张的局面得以缓解，债市止跌反弹。但由于市场预期未能出现实质性改善，市场情绪仍偏弱。本周消息面上，金融支持地产商、地产行业的消息频出，地产宽信用保持了偏强预期。从经济数据来看，我国经济继续回升，总体呈现恢复态势，近期的防疫政策优化与地产金融支持增强也强化了基本面好转预期。但也观察到由于各种内、外部因素的影响，经济修复的过程较为缓慢。因此货币政策目标中稳增长的重要性仍高，货币环境保持平稳宽松。本周央行也宣布了全面降息 0.25%。10 年期国债收益率运行在 2.75-2.85% 区间。当前债市的预期转向，看空情绪增强。后市重点关注央行货币政策方向。

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	2.00	5.0	-10.0
1Y	2.07	1.0	-10.3
2Y	2.29	1.4	-6.2
3Y	2.42	5.5	-6.4
5Y	2.61	4.2	-1.4
7Y	2.82	3.3	-0.9
10Y	2.83	3.5	0.5
30Y	3.22	3.5	-0.5

数据来源：Wind、国元期货

（三）行业要闻

1. 央行：12月5日，降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。此次降准降低金融机构资金成本每年约56亿元，共计释放长期资金约5000亿元。着力支持实体经济，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。

2. 人社部：个人养老金制度启动实施。在北京、上海、广州、西安、成都等36个先行城市或地区，可通过国家社会保险公共服务平台等全国统一线上服务入口。首批23家入围个人养老金账户的银行，可正式开通个人养老金账户。易方达基金、广发基金、南方基金等逾30家基金公司发布公告称，自11月28日起，广大个人养老金投资者可以开始办理养老目标基金Y份额的申购业务。

3. 央行：10月，债券市场共发行各类债券45832.2亿元。银行间货币市场成交共计108.3万亿元，同比增加36.0%，环比减少26.9%。银行间债券市场现券成交19.6万亿元，同比增加28.4%，环比减少7.3%。

4. 金融时报：自11月23日以来，国有大行密集为房地产企业达成银企合作协议并提供授信。截至11月24日晚间，工行（12家）、农行（5家）、中行（3家）、建行（8家）、交行（2家）、邮储（5家）六大国有银行已与17家房企达成合作协议，已披露的意向性授信额度合计为12750亿元。

5. 央行、银保监会：发布关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知，做好房地产项目并购金融支持。鼓励商业银行稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质房地产企业兼并收购受困房地产企业项目。鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求。支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期。因城施策实施好差别化住房信贷政策，合理确定当地个人住房贷款首付比例和贷款利率政策下限。

6. 中新经纬：截至11月22日，本月信用债市场已有77只债券取消发行，包括公司债、短融、中期票据等，涉及发行规模达654.76亿元。其中，单就债券市场震荡剧烈的11月14日至20日来看，取消涉及规模为509.26亿元，创下今年以来单周取消发行量最高。

7. 上证报：当前银行及理财公司现金管理类产品整改进度不一，部分公司提前按照监管要求完成了整改任务；部分公司先扩张再整改，11月刚进入最后冲刺阶段。现金管理类产品整改过后，对投资者吸引力减弱。截至11月21日，现金管理类产品存续规模约7.5万亿元。

二、资金面分析

本周央行公开市场累计开展了230亿7天逆回购操作，本周共有4010亿逆回购到期，因此本周实现净回笼3780亿。资金面转宽松，资金利率整体下行。全国和主要股份制银行一年期同业存单报价在2.40%左右水平。周五央行宣布降准0.25%，资金面应无忧。

本周资金利率下行，隔夜回购利率在1%关口上方波动，跨月资金利率略高。主要货币市场利率，周五7天回购定盘利率2.15%，较上日+5BP，较上周+34BP；SHIBOR7天报1.74%，较上日-2.5BP，较上周-4.7BP；银行间隔夜质押式回购加权平均利率1.15%，较上日-1.3BP，较上周-26.1BP。资金利率回落，隔夜利率较上周下行。

表 3：主要货币市场利率

期限	利率(%)	日涨跌(bp)	周涨跌(bp)
FR001	1.10	0.0	-30.0
FR007	2.15	5.0	34.0
FR014	2.05	-5.0	-10.0
Shibor 0/N	1.02	-2.3	-34.3
Shibor 1W	1.74	-2.5	-4.7
Shibor 2W	1.96	0.3	-7.7
R001	1.15	-1.3	-26.1
R007	2.07	-11.4	24.9

数据来源: Wind、国元期货

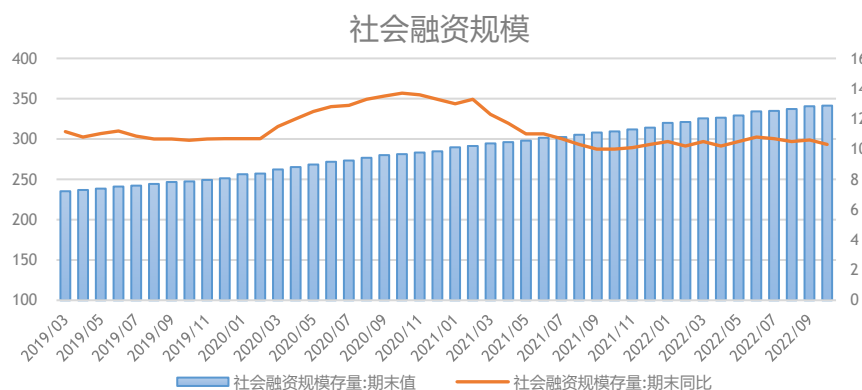
三、综合分析

本周央行公开市场净回笼 3780 亿,周内流动性充裕资金利率处于低位,周五央行宣布了降准。10 月份权益市场超预期调整,市场风偏下降,期债再次上行至高位。经济数据上来看我国经济已经见底,虽然受到内外部因素的干扰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,四季度大概率延续增长态势。中短期央行与银保监会联合发文出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展,经济企稳回升预期得到加强,债市宽信用的预期快速走强。长期来看市场对明年国内宏观经济形势的预期偏积极,对短期内的基本面预期也有所增强。

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,需求端偏弱。生产方面,工业生产持续增长,规模以上工业增加值增速回落。1-10 月中国规模以上工业增加值同比增长 4%,较 1-9 月回升 0.1 个百分点。投资方面,1-10 月中国固定资产投资 47.1 万亿元,同比增长 5.8%,增速较 1-9 月回落 0.1 个百分点。投资主要构成中房地产开发投资收缩、制造业投资增速高位回落、基建投资小幅提高。消费方面,2022 年 1-10 月社会消费品零售总额 36.1 万亿,同比增长 0.6%,增速较 1-9 月下降 0.1 个百分点。消费延续恢复态势,但速度不及市场预期,整体表现偏弱。地产对各个方面的拖累依然较大。

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,政府债券融资、票据融资增速下降较多。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。从政策层面上来看,由于经济修复的过程偏缓慢,因此货币政策目标中稳增长的重要性仍高,因此货币政策大概率继续保持宽松助力内需走稳。从央行的三季度货币政策执行报告中的表述来看,对主要央行货币政策变化较为关注,在“内外兼顾”的情况下由于汇率等因素对货币政策有一定的约束,再加上刚刚降准,短期内进一步宽货币的想象空间不大,而继续宽信用的政策诉求较高。

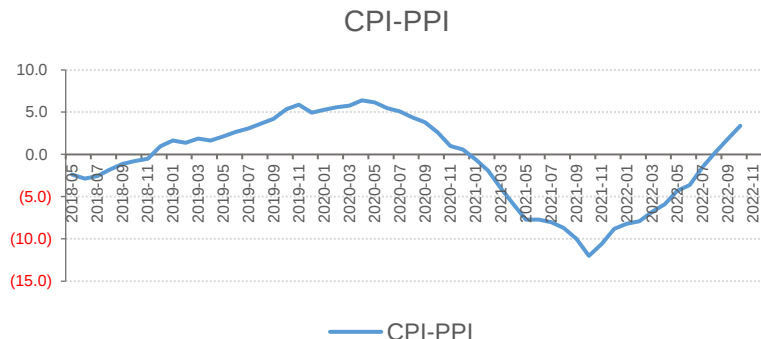
图 1、社会融资规模



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。工业品价格矛盾由供应端转向需求端，依据当前供需形势工业品价格继续走弱依旧是大概率趋势。通胀预期下降，当前内部通胀不是市场关注重点。

图 2、CPI-PPI



数据来源：Wind、国元期货

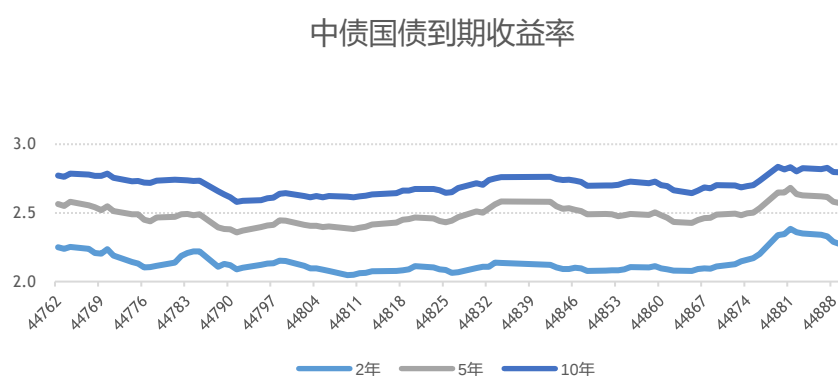
外部环境来看，欧美经济由盛转衰，欧美等主要经济体经济数据走弱。美国 10 月 CPI 显示其通胀压力也开始回落，美联储 12 月议息会议上加息 50 个基点的可能性上升，激进加息周期或临近拐点。市场对外部流动性的预期逐渐转向。美联储货币政策对全球金融市场影响较大，非美货币、大宗商品、权益市场普遍反弹，美元指数、美债收益率有所回落。

四、技术分析及建议

期债止跌反弹冲高后再次大幅调整，周五跌幅明显。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

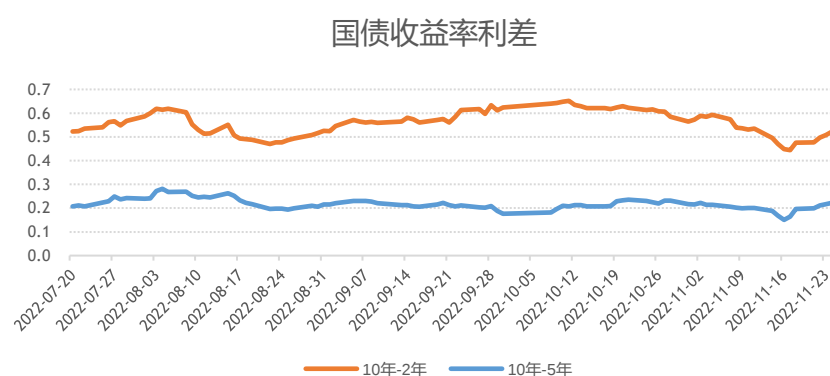
滑等。虽然经济修复过程偏缓慢，目前市场对今后的经济形势尚不悲观。外部环境方面美联储强硬的加息路径对全球资本市场造成了较大影响，当前市场预期美联储加息周期或接近拐点，外部流动性预期边际好转。国内方面地产政策继续放松，对头部房企的扶持力度加大，宽信用的预期走强。技术上，本月 11 日以来期债破位急跌，在资金面回暖之后，期债止跌反弹，之后由于市场地产宽信用预期走强再次回调。目前 10 年前国债现券收益率尚未突破 2.85% 的年内高点。市场预期转向，后市期债承压。建议逢高做空。

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