

---

## 债券十一月看市 | 关注资金面波动，维持债市中性策略

10月资金面维持宽松、美债利率大幅上行后回落、经济延续弱修复走势，长短端利率月中窄幅震荡后大幅下行。

分阶段来看：

10月上旬，长短端利率均降。节后资金面充裕，短债利率下行；长债方面，9月社融增速超预期、美国非农偏强+通胀再超预期引发美债利率再度上行，但国内疫情多地散发、海外地缘政治冲突不确定性仍大、国内通胀压力较小，多重因素作用下长端利率下行；

10月中旬，债市窄幅震荡。央行等量平价续作MLF，资金面保持均衡偏松；10Y美债利率续升至10月20日的4.24%，人民币汇率继续承压；增量信息有限，市场保持观望，债市利率维持窄幅震荡；

10月下旬，长短端利率均下行。短债方面，受税期扰动因素影响，资金面边际收敛，短债利率先小幅上行；月末税期结束叠加央行加大逆回购投放力度，资金面转松，短债利率明显回落。长债方面，24日公布的9月经济数据显示经济弱复苏延续，当天10Y国债利率小幅下行；10Y期美债利率回落，10月27日降至3.96%的低位，人民币汇率升值。

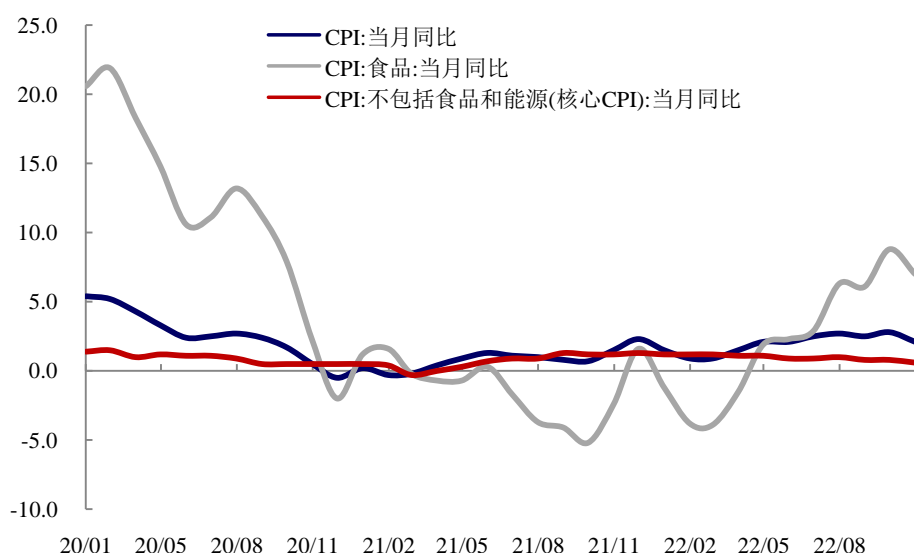
### 基本面：10月产需环比偏弱、CPI走低

10月以来中观高频数据显示产需环比偏弱。需求方面：百城土地成交面积月均值同比增速略升但环比增速放缓，30城商品房成交面积月均值同比降幅扩大且环比增速转负，汽车零售批发销量环比增速均转负，出口SCFI和CCFI综合指数降幅仍较大，八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量上旬同比增速为-9.4%。工业生产方面：沿海八省月均耗煤量环比降幅收窄且同比增速回升，以及钢材周度产量先下后上，行业开工率涨跌各半。（数据来源于Wind）

10月CPI同比回落，PPI同比转负。CPI方面，10月份，受节后消费需求回落、去年同期对比基数走高等因素影响，居民消费价格涨幅有所回落。CPI同比上涨2.1%，涨幅比上月回落0.7个百分点，同比涨幅回落较多，主要是受去年

同期对比基数走高影响。从环比看，CPI 上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。食品中，果蔬及水产品大量上市，加之节后消费需求有所回落，鲜菜、鲜果和水产品价格均由涨转降；受生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响，猪肉价格上涨 9.4%，涨幅比上月扩大 4.0 个百分点。PPI 方面，10 月份，部分行业需求有所增加，全国 PPI 环比小幅上涨，但受去年同期对比基数较高影响，同比由上月上涨 0.9% 转为下降 1.3%。从环比角度来看，石油相关行业价格继续下降；冬季储煤需求提升，煤炭开采和洗选业价格上涨 3.0%，涨幅扩大 2.5 个百分点。受水泥价格上涨影响，非金属矿物制品业价格由下降 0.4% 转为上涨 0.6%。

CPI 同比走势 (%)



资料来源: Wind

## 10 月二级市场：债市大涨

### 长短债利率均于 10 月中旬窄幅震荡后大幅下行

具体来看，Wind 数据显示，相比于 9 月 30 日，10 月 28 日 1 年期国债利率下行 11BP 至 1.74%，10 年期国债利率下行 9BP 至 2.67%；1 年期国开债利率下行 1BP 至 1.88%，10 年期国开债利率下行 15BP 至 2.79%。

---

## 国债国开债 3M 利率上行，其余各关键期限利率大幅下行，30Y 利率位于 0%分位数水平附近

Wind 数据显示，截至 10 月 28 日，从收益率绝对水平来看，3M 国债利率较 9 月末上升 5BP 至 1.65%，其余国债各关键期限利率均大幅下降，其中，中长端利率分位数水平下行幅度最大，3Y、5Y、7Y、10Y 利率分位数较 9 月末下行 7~16pcts 至 9%~13%分位数；30Y 国债利率下行至 0%分位数附近。国开债方面，除 3m 国开债利率上升 5BP 至 1.71%，其余关键期限利率均大幅下降。其中，10Y 国开债利率由 9 月末的 9%分位数下降至 1%分位数，30Y 国开债利率由 4%分位数下降至 0%分位数。

## 国债、国开债利差走势分化，国债 3Y-1Y、国开债 5Y-3Y 期限利差最陡，国债 30Y-10Y 期限利差降至 0%分位数附近

从期限利差来看，国债 3Y-1Y 利差由 9 月末的 91%分位数小幅上升至 95%，且仍为最陡；10Y-1Y 上升至 91%分位数，10Y-5Y 大幅上升至 78%分位数，5Y-3Y 和 30Y-10Y 利差均收窄。国开债 5Y-3Y 利差最陡，由 9 月末的 79%分位数小幅下降至 78%分位数，3Y-1Y、10Y-5Y 和 10Y-1Y 分别大幅下降至 32%、38%和 46%分位数，30Y-10Y 大幅上升至 22%分位数。

国开债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（截至 2022/10/28）

		利率水平(%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	1.93	2.25	2.58	2.72	2.89	2.88	3.50
	当前水平	1.65	1.74	2.24	2.43	2.66	2.67	3.08
	当前分位数	22	8	10	11	11	9	0
国开债	中位数	2.01	2.40	2.78	3.01	3.23	3.22	3.82
	当前水平	1.71	1.88	2.30	2.56	2.80	2.79	3.21
	当前分位数	23	11	7	9	6	1	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)	33	17	19	69	57		
	当前水平 (bp)	50	19	23	93	41		
	当前分位数 (%)	95	68	78	91	0		
	9月末分位数 (%)	91	91	39	89	1		
国开债	中位数 (bp)	47	21	24	92	52		
	当前水平 (bp)	42	26	22	90	43		
	当前分位数 (%)	32	78	38	46	22		
	9月末分位数 (%)	65	79	75	83	5		
		1y	3y	5y	7y	10y	30y	
国开债隐含税率 (%)	中位数	4.68	8.74	9.85	9.55	10.61	9.21	
	当前利率水平	7.60	2.54	4.99	5.08	4.33	4.18	
	当前分位数	83	1	8	3	0	12	

注：数据为滚动三年分位数

资料来源：Wind

## 债市展望：关注资金面波动

随着冬季到来、疫情变异等因素，国内疫情多地散发，疫情防控难度以及对经济的影响都在加大。

10 月份国内 PMI 数据明显走弱，不管是制造业还是服务业，经济基本面依然承压。海外方面美国 11 月份继续加息 75BP，短期还将维持鹰派，加息的速度有所减慢但加息的上限在提高。11-12 月国内 MLF 到期量依然较大，但在美联储加息、人民币汇率大幅波动的情况下，预计短期降准降息的概率偏低，不过随着央行的公开市场操作以及结构化的政策实施，资金面整体还是会维持宽松，但波动加大。

我们预计 11 月债市或将维持窄幅震荡走势，建议投资者关注资金面边际变化和相关增量政策的发力效果。整体看，债市还是维持中性策略，适度杠杆与久期。

具体来看，目前信用债收益率和利差仍处于低水平，压缩空间已经不大。

---

地产债层面，十一假期前多部委出台多项政策来稳地产行业发展，政策端维稳意愿强烈，但从目前数据来看，主体端负面舆情仍不断，市场异常成交规模仍大，整体看来行业拐点还未到。

城投债方面，市场之前下沉已较为充分，当前利差空间已经不大，经济下行背景下，地方财政承压，10月份财政部下发《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》，指出“不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”。建议对区域风险进行整体把控，努力规避尾部风险。

（市场有风险，基金投资需谨慎）