

宏观利率

周度专题

进一步阐明“震荡市”逻辑

2022年11月2日

宏观利率/专题报告

分析师:

姓名: 郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

核心观点:

- 10月以来,疫情散发、经济低基数消退,10月PMI数据的走弱一定程度影响市场对经济基本面的预期。站在当前的周期阶段,我们认为收益率不存在趋势性上行的基础,但目前至年底收益率是震荡还是趋势向下,市场存在分歧。我们进一步阐明“震荡市”的逻辑。
- 估值高位,收益率再下一层难度加大。2022年10月,10年期国债收益率分位数波动于2002年以来的2.2%~5.5%。2005年以来,10年国债收益率仅有四次分位数跌破2%,分别为2022年8月15日至9月8日、2020年3月4日至5月8日、2016年10月9日至10月24日、2016年8月10日至8月26日。更多情况下,收益率在3%-5%的分位数就会存在较大的向下阻力。
- 那么目前是否有足够的推力助力年末之前收益率趋势向下?我们选取2021年10月18日至2022年1月31日(第一个阶段)、2022年7月4日至8月18日(第二个阶段)这两个下行区间进行比较。上述两个区间收益率分别下行37bp、26bp,持续时长分别为76个交易日、34个交易日。
- 第一,当前经济基本面和前两个阶段不同。当前的经济状况是,经济弱恢复一段时期后边际下行压力开始显现,未来大概率处于分化状态,即制造业和基建高位回落但韧性仍在,地产投资降幅趋缓,消费不确定性较大,出口回落压力大。和上述两个阶段相比,当前经济下行压力稍微大于第二个阶段,但还未达到第一个阶段的程度。
- 第二,当前主要的担忧还是疫情。和上述两个阶段的风险因素相比,当前疫情、地缘政治风险、煤电保供等因素还在延续,全球经济衰退风险增加。风险事件是否出现增量变化还需要观察,政策预期可能较难统一,从而难以触发利率超预期下行。
- 第三,未来两个月融资规模大概率不会趋势向下。10月末国股银票转贴利率下降引发市场对当月社融担忧,我们认为在“尽量长时间保持正常的货币政策”的基调下,短期降准和LPR调降仍有可能。近期房地产销售和贷款投放已有边际改善。因此不必对未来两个月的社融过于悲观。
- 第四,货币政策克制,资金利率或弱低于政策利率运行。币值稳定是当前货币政策宽松的主要约束,降低实际贷款利率需要充分释放每一轮政策性降息的效力。从节奏上看,近两轮MLF、OMO降息间隔分别为9个月和7个月,因此年末之前降息概率较低。
- 市场启示:高质量发展目标下,无论是结构性货币政策,还是信贷政策和财政政策的发力,最终都会指向宽货币,对债市中长期是有利的。短期扰动主要在于“尽量长时间保持正常的货币政策,维护币值稳定”的基调下,基本面、风险因素等还不支持市场单边看多。我们倾向于认为目前至年底将是“震荡市”。预计10年国债收益率波动区间[2.60%, 2.76%]。
- 风险提示:疫情形势变化;人民币贬值压力加大;居民信心超预期变化。



目录

1. 10月国债收益率整体平坦化下移.....	3
2. 进一步阐明“震荡市”逻辑.....	3
2.1 估值高位，收益率再下一层难度加大.....	4
2.2 当前经济分化，和前两轮收益率下行期具有较大差异.....	4
2.3 当前的风险因素主要还是疫情.....	6
2.4 未来两个月融资规模大概率不会趋势向下.....	6
2.5 短期内货币政策克制，资金利率或弱低于政策利率运行.....	7
3. 市场启示：短期震荡，长期看多.....	7
4. 风险提示.....	7

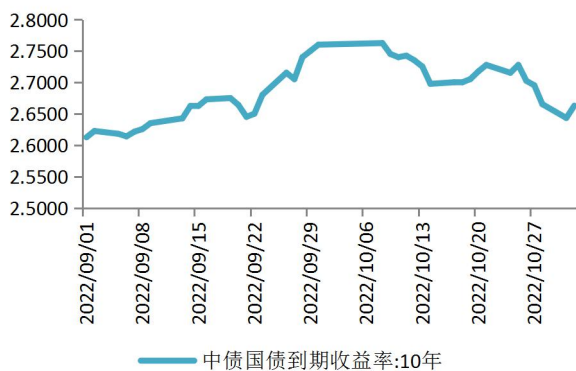
图表目录

图 1： 2022 年 9 月以来国债收益率走势（%）	3
图 2： 2022 年 10 月收益率曲线变化（%）	3
图 3： 2022 年 9 月以来 DR007 走势（%）	3
图 4： 2022 年 9 月以来 1Y 同业存单收益率走势（%）	3
图 5： 2005 年以来 10 年国债收益率分位数.....	4
图 6： 2021 年以来工业增加值同比增速（%）	5
图 7： 2021 年以来基建投资累计增速（%）	5
图 8： 2021 年以来社零当月增速（%）	5
图 9： 2021 年以来房地产投资累计增速（%）	5
图 10： 国股银票转贴利率和新增贷款（%、亿元）	6

1. 10月国债收益率整体平坦化下移

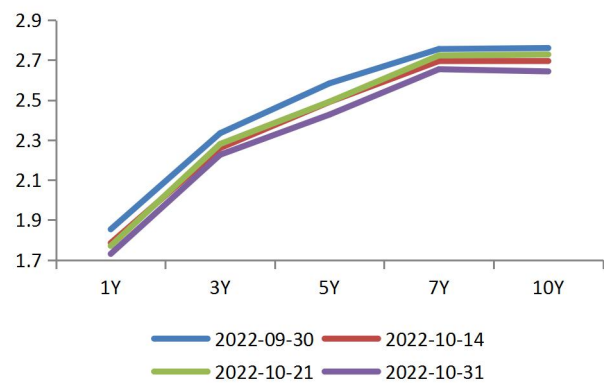
分阶段看，节后至10月20日，资金面度过9月末的紧张阶段重回均衡平稳，叠加市场等待经济数据的公布，收益率曲线陡峭化下移；20日后，资金面重回紧张，9月经济数据显示经济复苏进程较慢，尤其是美联储加息预期边际缓和，长端利率快速下行。10月26日，人民币汇率高位缓和，国内新冠确诊+无症状感染者数量持续回升，PMI回落，长端利率在最后两个交易日明显下行。

图1：2022年9月以来国债收益率走势（%）



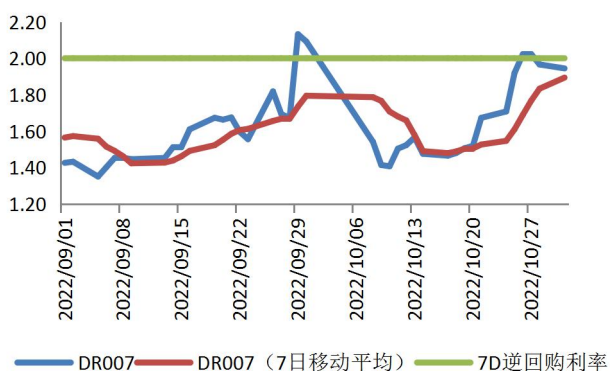
资料来源：wind，山西证券研究所

图2：2022年10月收益率曲线变化（%）



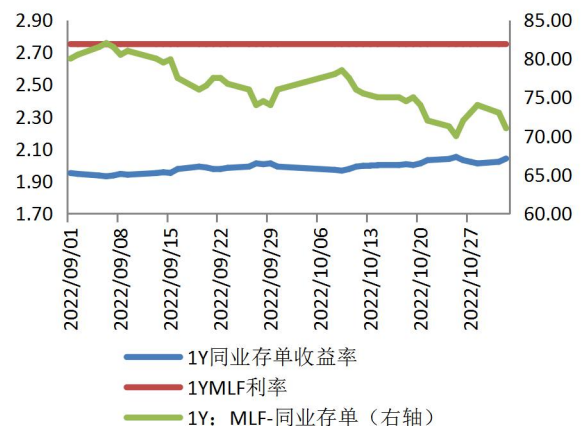
资料来源：wind，山西证券研究所

图3：2022年9月以来DR007走势（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图4：2022年9月以来1Y同业存单收益率走势（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 进一步阐明“震荡市”逻辑

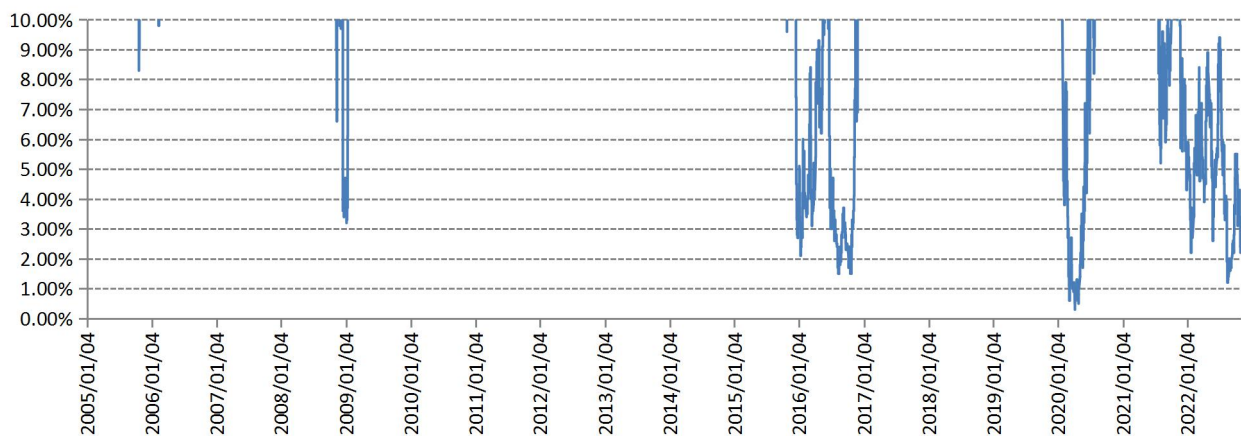
站在当前的经济周期阶段，我们认为收益率不存在趋势性上行的基础，但目前至年底，收益率是震荡还是趋势向下，市场存在分歧。我们进一步阐明“震荡市”的逻辑。根据市场风险因素的相似性，我们将当前的市场环境和2021年10月18日至2022年1月31日（第一个阶段）、2022年7月4日至8月18日（第

二个阶段) 这两个收益率下行区间进行对标。上述两个区间收益率分别下行 37bp、26bp，持续时长分别为 76 个交易日、34 个交易日。

2.1 估值高位，收益率再下一层难度加大

2022 年 10 月，10 年期国债收益率分位数波动于 2002 年以来的 2.2%~5.5%。2005 年以来，10 年国债收益率仅有四次分位数跌破 2%，分别为 2022 年 8 月 15 日至 9 月 8 日、2020 年 3 月 4 日至 5 月 8 日、2016 年 10 月 9 日至 10 月 24 日、2016 年 8 月 10 日至 8 月 26 日。从影响因素看，2016 年两个时间段收益率创新低的主要逻辑在于金融加杠杆和“资产荒”，另外还有房地产限购和对货币宽松的期待；2020 年收益率创新低主要原因是新冠疫情爆发；2022 年 8 月 15 日至 9 月 8 日的行情则得益于政策利率向市场利率的靠拢。更多情况下，收益率在 3%-5% 的分位数就会存在较大的阻力，这个点位往往市场情绪已经演绎到极致，若没有超预期增量信息和市场情绪的配合，收益率很难再往下。从相对估值看，当前债券估值相较于 A 股而言不具备优势，市场“看股做债”氛围浓厚。

图 5：2005 年以来 10 年国债收益率分位数



资料来源：wind，山西证券研究所

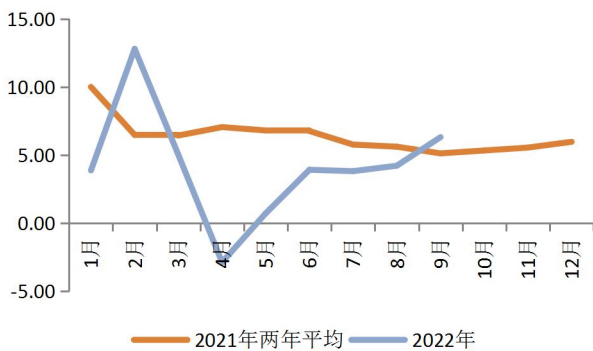
2.2 当前经济分化，和前两轮收益率下行期具有较大差异

前两轮收益率下行区间的经济表现并不相同。第一个阶段（2021 年 10 月 18 日至 2022 年 1 月 31 日）利率的快速下行所对应的基本面情况是经济大幅走弱，市场预期悲观，中央经济工作会议指出“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。工业增加值当月增速、基建投资、房地产开发投资累计增速（两年平均）已分别连续回落 5 个月、3 个月和 4 个月，消费波动较大，制造业投资和出口是支撑项；从信用情况看，社融累计同比下降 16.45%。第二个阶段（2022 年 7 月 4 日至 8 月 18 日）利率的快速下行

主要发生在金融数据不及预期和 MLF 利率调降的情况下。经济表现上，基建和制造业投资表现较强，房地产投资和消费边际表现差。

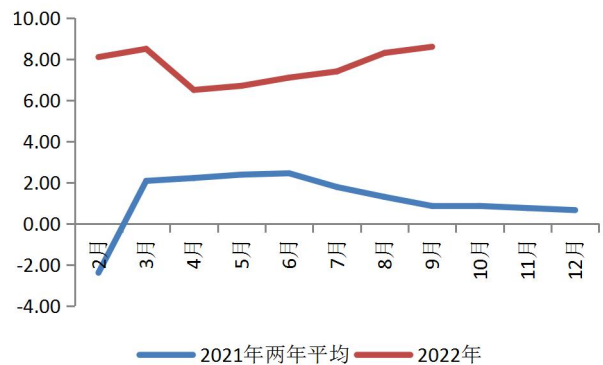
当前的经济状况是，经济弱恢复一段时期后边际下行压力开始显现。就业、消费、企业利润等顺周期项在疫情的反复下改善过程存在波动，基建等逆周期项的拉动力开始由顶端回落，地产政策效应需要进一步发挥，地产链条相关消费继续走弱，从而工业增加值、制造业投资在高库存下未来均可能面临回调的风险。整体上，经济短期内大概率处于分化状态，即制造业和基建高位回落但韧性仍在，地产投资降幅趋缓，消费不确定性较大，出口回落压力大。和上述两个阶段相比，当前经济下行压力稍微大于第二个阶段，但还未达到第一个阶段的程度。

图 6：2021 年以来工业增加值同比增速 (%)



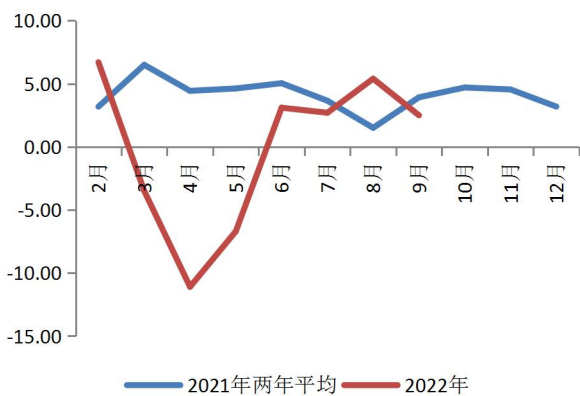
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：2021 年以来基建投资累计增速 (%)



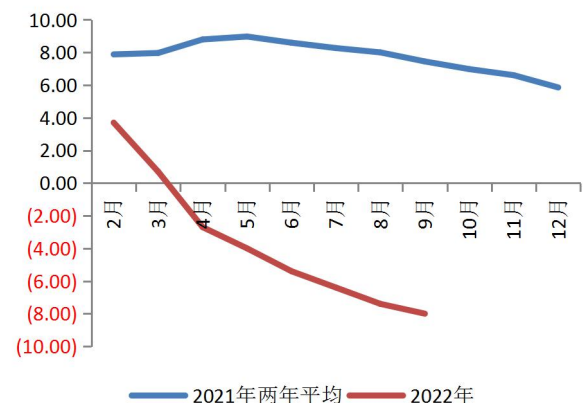
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：2021 年以来社零当月增速 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：2021 年以来房地产投资累计增速 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

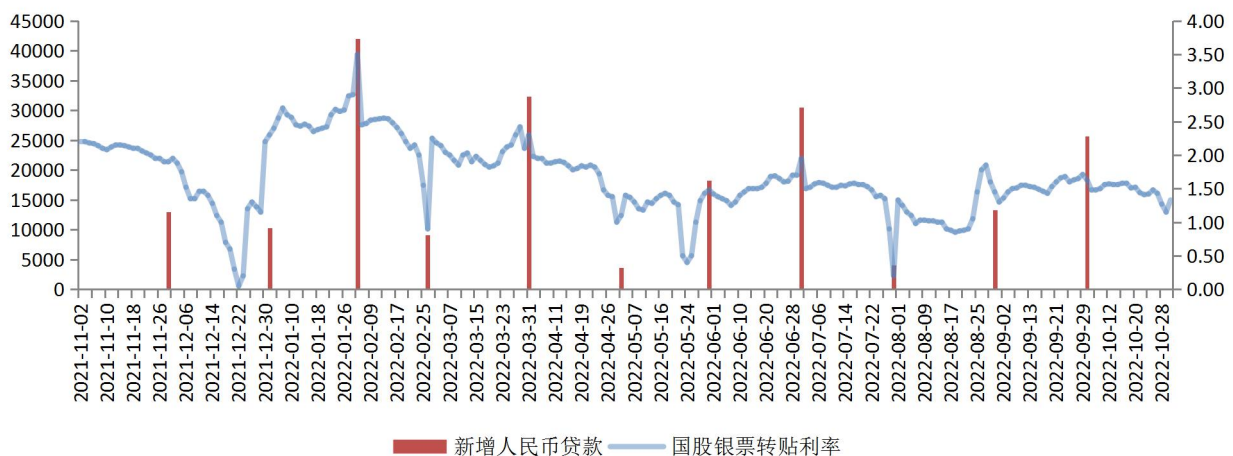
2.3 当前的风险因素主要还是疫情

前两个阶段和当前，疫情均是主要扰动因素之一。不同之处是第一个阶段“奥密克戎”疫情初发，多国采取限制入境措施，12月14日，国内首次发现“奥密克戎”毒株。此外，第一个阶段的风险因素还包括拉闸限电、晋陕等地汛情等，第二个阶段也有疫情复发、局部地区限电、地缘政治风险的困扰。目前来看，疫情、地缘政治风险、煤电保供等因素还在延续，全球经济衰退风险增加。整体上，从目前的经济基本面和主要的风险事件看，一段时期内市场对于未来政策基调的判断较难统一，从而难以触发利率超预期下行。

2.4 未来两个月融资规模大概率不会趋势向下

10月末国股银票转贴利率下降引发市场对当月社融担忧，我们认为在“尽量长时间保持正常的货币政策”的基调下，短期降准和LPR调降仍有可能。近期房地产销售和贷款投放已有边际改善。因此不必对未来两个月的社融过于悲观。第一，年末前降准可能性较高，一是同业存单显示长期资金利率自9月以来有所回升，在发展仍是第一要务的情况下，降准支撑信用是必要的。二是11月至12月有1.5万亿元MLF到期，存在降准置换的可能。三是若专项债提前下达，货币政策有降准配合的需要。未来需进一步观察美联储紧缩预期降温能否延续。第二，LPR调降方面，央行近期继续强调“深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用，释放贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革效能”。9月15日以来，多家国有大行和股份制银行再度下调个人存款利率，为LPR进一步下调释放空间。

图 10：国股银票转贴利率和新增贷款（%、亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

2.5 短期内货币政策克制，资金利率或弱低于政策利率运行

10月末短期资金利率波动加大，同业存单收益率也稳定于2%上方。当前至年末，资金利率或弱低于政策利率运行。第一，币值稳定是当前货币政策的重要目标，制约政策性降息的节奏。这种情况下，降低实际贷款利率需要充分释放每一轮政策性降息的效力。从节奏上看，近两轮MLF、OMO降息间隔分别为9个月和7个月，因此短期内启动降息我们认为确定性不高。第二，从10月MLF等量续作和10月25日逆回购扩大的角度看，央行并不希望资金利率明显超过政策利率，资金利率大幅上行也不符合当前经济形势的边际变化。若有必要，降准也能缓解资金利率压力。

3. 市场启示：短期震荡，长期看多

高质量发展目标下，无论是结构性货币政策，还是信贷政策和财政政策的发力，最终都会指向宽货币，对债市中长期是有利的。短期扰动主要在于“尽量长时间保持正常的货币政策，维护币值稳定”的基调下，基本面、风险因素等还不支持市场单边看多。我们倾向于认为目前至年底将是“震荡市”。预计10年国债收益率波动区间[2.60%，2.76%]。

4. 风险提示

疫情形势变化；人民币贬值压力加大；居民信心超预期变化；稳增长政策超预期。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话：010-83496336