

南京银行资金运营中心金融市场研究部 王丽君 邓露 刘怡庆

内容摘要:

宏观经济方面，10 月经济呈现供需两弱的局面。一方面受疫情多地散发影响，内需继续走弱，消费进入负增长。另一方面外需也加速下行，对国内制造业形成拖累。失业率维持在较高位置，经济整体修复程度较弱。在需求较差的背景下，通胀也低于预期，CPI 下行至 2.1%，PPI 由正转负。虽然经济较差，但 11 月疫情、地产政策放松后，之前对经济形成拖累的两大因素边际改善，市场普遍预期经济即将好转。

11 月以来资金利率整体上行，资金面稳中偏宽，流动性合理充裕。向后看，海外货币政策收紧制约我国货币政策进一步宽松。国内疫情再度发酵，近期经济金融数据均不及预期，货币政策难收紧。预计资金利率将围绕政策利率波动，资金面稳中偏宽。近期央行和银保监会联合发布了《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》，从多个方面支持优质房企融资，预计后续地产投资将逐步企稳，助力宏观经济稳定发展。

11 月以来，收益率快速上行，主要原因是之前对债市形成支撑的三大因素有所转变。一是资金面逐步趋紧，资金利率中枢上行带动债市去杠杆。二是疫情和地产政策放松，之前对经济形成拖累的两大因素边际好转，使得经济修复预期增强。总体而言，国内基本面对债市的支撑减弱，尽管出口开始加速下行、经济数据表现仍然欠佳，但受疫情和地产放松的影响，预期已经出现较大幅度反转，对债市形成利空。同时资金利率继续向政策利率收敛，将带动短端上行，收益率曲线或走平。建议交易盘保持谨慎，短期利空冲击较多，且数据真空期预期难以扭转，利率上行风险较大。但疫情放开初期，经济恢复或与预期仍有差距，带来交易性机会，若利率上行幅度较大、利空情绪释放后，可轻仓小幅介入。配置盘在 10Y 国债上行至 2.85% 以上后可逐步介入，品种上中等久期国债相对较好。

目录

一、宏观经济：疫情继续拖累经济，但预期边际好转	3
(一) 疫情冲击供需两弱，但预期边际好转	4
1、地产及制造业投资下行，基建支撑减弱。	4
2、地产：销售受疫情拖累继续下滑，新开工有所修复	4
3、消费当月负增长，受疫情和双十一促销挤出影响	6
4、失业率保持高位，大型城市受疫情冲击较大	7
5、外需明显走弱，出口加速下行	8
6、数据下行，但疫情、地产放松使得预期好转	11
(二) 生产：多数行业生产放缓，医药制造业增速提高	12
(三) CPI 低于预期，PPI 由正转负	14
1、食品增速放缓、基数抬升带动 CPI 下行	14
2、预计后续 CPI 先下后上	15
二、流动性及货币政策：资金面稳中偏宽，多渠道助力房企融资	17
(一) 流动性回顾：资金利率整体上行，质押式回购成交量回落	17
(二) 金融数据：社融不及预期，居民融资需求疲弱	21
(三) 下阶段流动性展望：重点发力稳地产，资金面稳中偏宽	24
三、利率债策略：预期反转资金抬升，警惕上行风险	25
(一) 利率债走势回顾	25
1、收益率快速上行	25
2、3Y、5Y 隐含税率上行幅度较大	27
(二) 利率债影响因素分析	28
1、经济基本面：数据仍然较差，但疫情和地产边际放松带动预期增强	28
2、通胀：CPI 和 PPI 均低于预期，显示内需较弱	28
3、广义流动性：社融增速再度回落，居民贷款同比少增	28
4、狭义流动性：资金利率中枢抬升，债市杠杆继续下降	29

5、债券供需：年底利率债供给规模有所上升.....	31
6、中美利差：倒挂幅度缩窄，外部约束放缓.....	32
(三) 利率债策略：预期反转资金抬升，警惕上行风险.....	32

一、宏观经济：疫情继续拖累经济，但预期边际好转

10月以来，经济数据表现欠佳。受地产和疫情拖累，10月内需仍然较为疲弱。海外方面外需明显走弱，出口增速加速下行。通胀数据均低于预期，核心CPI低位运行。但11月以来，疫情和地产政策边际放松，前期拖累经济的两大因素均有所改善，对市场预期形成较强提振。

从PMI指数来看，10月份制造业PMI为49.2%，较上月下降0.9个百分点，在连续2个月环比上升后再次下降，显示指数走势有所波动，经济恢复势头仍需巩固。指数下降，主要受价格和疫情两方面因素影响。一方面，国际大宗商品波动频频，我国制造业原材料价格加快上升。另一方面，10月国内疫情多点频发，对消费活动和人员上岗均有一定影响，加上原材料成本加快上升，企业生产有所放缓，市场需求继续下降。经济恢复势头有所波动，但仍有积极表现值得关注。新出口订单指数环比回升，出口贸易有所回稳，从出口结构来看，基础原材料行业出口好转，在国际基础原材料供给紧张的情况下，我国基础原材料出口为全球供应链稳定运行起到了重要作用。非制造业方面，市场供需和就业相关指数连续下降显示非制造业恢复力度有所不足。疫情对接触型服务业的持续扰动仍是拖累非制造业恢复的主导因素。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

	PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手 订单	产成品 库存	采购量	进口	出厂 价格	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	配送 时间	经营 预期
2022-10	49.2	49.6	48.1	47.6	43.9	48.0	49.3	47.9	48.7	53.3	47.7	48.3	47.1	52.6
2022-09	50.1	51.5	49.8	47.0	44.1	47.3	50.2	48.1	47.1	51.3	47.6	49.0	48.7	53.4
变动	-0.9	-1.9	-1.7	0.6	-0.2	0.7	-0.9	-0.2	1.6	2.0	0.1	-0.7	-1.6	-0.8

（一）疫情冲击供需两弱，但预期边际好转

1、地产及制造业投资下行，基建支撑减弱。

10月固定资产投资增速下行。1-10月，固定资产投资累计同比增速为5.8%（前值5.9%），回落0.1个百分点；当月同比增速4.27%，较上月降低2.39个百分点。

从当月增速来看，三大分项均下跌。其中房地产投资当月同比增速-16%，较前值下降3.88个百分点，延续快速下行趋势。制造业投资当月同比增速6.88%，较前值下降3.77个百分点，制造业投资前期一直保持较高增速，但10月出现较大幅度下行，主要受疫情影响生产、内需疲弱及出口加速下滑拖累。基建投资当月同比增速12.79%，较前值下降3.49个百分点，基建投资支撑有所减弱。

图表 2 固定资产投资当月同比增速（%）

指标名称	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建
2022-10	4.27%	-16.00%	6.88%	12.79%
2022-09	6.66%	-12.12%	10.66%	16.28%
2022-08	5.82%	-7.39%	10.00%	10.37%

从制造业各行业来看，10月中下游行业增速下行较多，高技术行业、有色金属增速小幅回升。具体来看，金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业累计同比增速分别下降1.6、2.1、1.6个百分点至11%、14.6%、13.4%。计算机、通信和其他电子设备业累计同比增速上行0.9个百分点至20.8%，有色金属制品业累计同比增速上行1.4个百分点至15.3%，汽车制造业累计同比增速上行0.1个百分点至12.8%，显示新能源汽车行业景气度仍然较高，带动相关原材料投资增速上行。

2、地产：销售受疫情拖累继续下滑，新开工有所修复

2022年10月，房地产投资累计增速-8.8%，较前值（-8%）下降0.8个百分点。当月同比增速-16%，较前值下降3.9个百分点。

从分项来看，竣工对地产继续形成支撑，累计同比增速-18.7%，较上月提高1.2个百分点。销售增速再度下行，受10月假期、疫情多地散发等影响，销售

当月同比增速下降7.1个百分点至-23.23%。但新开工增速略有好转，当月同比增速上行9.3个百分点至-35.08%，新开工增速降幅未再扩大。从资金来源看，受销售欠佳影响，当月资金来源增速下降4.7个百分点至-26%，与10月居民贷款降幅较大一致。

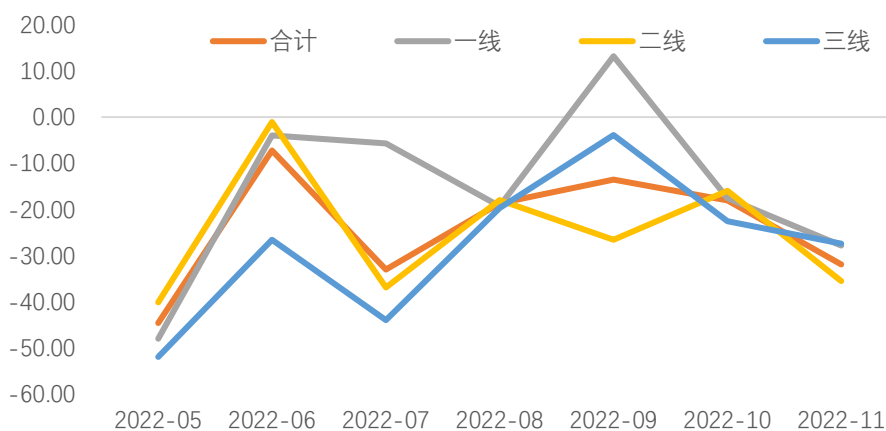
总体而言，受疫情等因素影响，地产销售的恢复较为曲折，但新开工增速逐步在低位企稳，竣工继续形成支撑。

图表 3 房地产分项当月同比增速 (%)

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源	购地面积
2022年10月	-23.23	-16.00	-35.08	-9.42	-26.00	-53.05
2022年9月	-16.16	-12.12	-44.35	-5.99	-21.27	-65.01
变动	-7.1	-3.9	9.3	-3.4	-4.7	12.0

30大中城市地产销售数据显示，11月地产销售仍然欠佳，一、二、三线城市销售增速均回落。截止11月13日，总体月均销售面积同比增速从-18.03%下降至-32.3%，一、二、三线城市普遍下跌。具体来看，一线城市销售同比增速从-17.54%下降至-27.55%，二线城市销售同比增速从-15.93%下滑至-35.31%，三线城市销售同比增速从-22.56%下滑至-30.02%。销售增速的持续下滑一方面受疫情散发下居民出行受限影响，另一方面也反映当前居民资产负债表仍然处于修复过程中，举债意愿较弱。

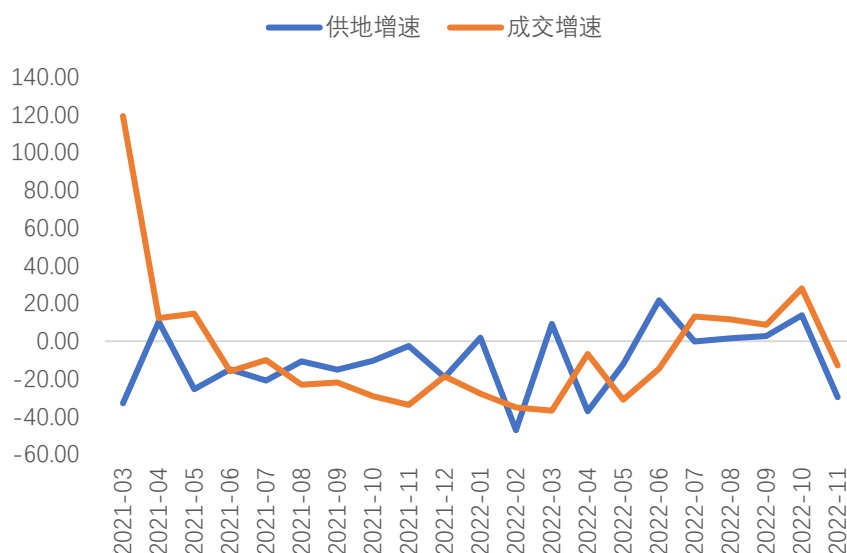
图表 4 30大中城市日均成交面积同比增速 (%)



从土地成交情况来看，10月土地成交增速回升明显，土地成交同比增速从

8.7%上升至 28.06%，但 11 月再度下滑，增速下降至-12.86%。土地供应同比增速从 13.81%下降至-29.66%。

图表 5 100 大中城市土地成交面积同比增速 (%)

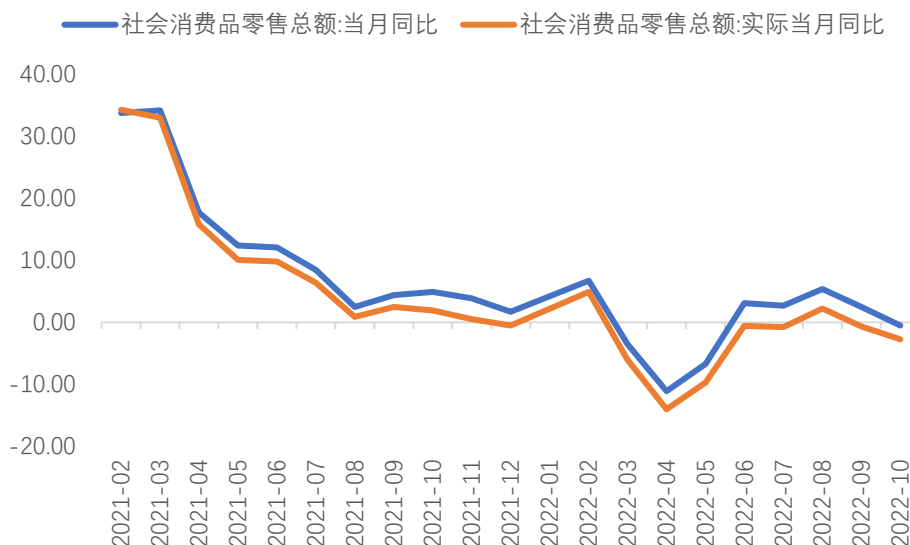


向后看，随着稳地产十六项政策的出台，房地产企业融资环境有所改善，预计能够对保交楼形成支撑。在地产负循环打破后，居民预期或有所好转，带动销售回升。

3、消费当月负增长，受疫情和双十一促销挤出影响

10 月消费当月负增长，同比增速-0.5%，较前值降低 3 个百分点。10 月消费较差的主要原因一是多地疫情散发，二是居民需求较弱，多个分项增速下降。

从细项看，对 10 月消费形成拖累的主要有四点：一是餐饮消费，受疫情多地散发影响，餐饮消费增速继续下降至-8.1%，较前值降低 6.4 个百分点。二是地产相关消费，家电、装潢当月同比增速分别为-14.1%、-8.7%，较前值分别下降 8、0.6 个百分点。三是日常用品消费，化妆品、金银珠宝、日用品、通讯器材同比增速分别下降 0.6、4.6、7.8、14.7 个百分点至-3.7%、-2.7%、-2.2%、-8.9%，或受双十一促销挤出影响，10 月消费多以定金方式支付。四是汽车消费，当月同比增速 3.9%，较前值大幅下降 10.3 个百分点。

图表 6 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)


从居民收入来看，前三季度，城镇居民可支配收入同比增速为4.3%，较前值提高0.7个百分点，但仍然低于一季度5.4%，居民收入处于缓慢回升的过程中。从央行公布的三季度储户调查问卷来看，选择更多消费的比例有所下降，为22.8%，较前值低1个百分点；选择更多储蓄的比例仍然较高，为58.1%，显示当前居民消费意愿仍然较弱。

从央行三季度调查问卷来看，选择更多消费的城镇储户占比继续下降，从23.8%下跌至22.8%，显示当前居民消费意愿仍然较弱，叠加失业率较高，预计消费恢复较为曲折。

4、失业率保持高位，大型城市受疫情冲击较大

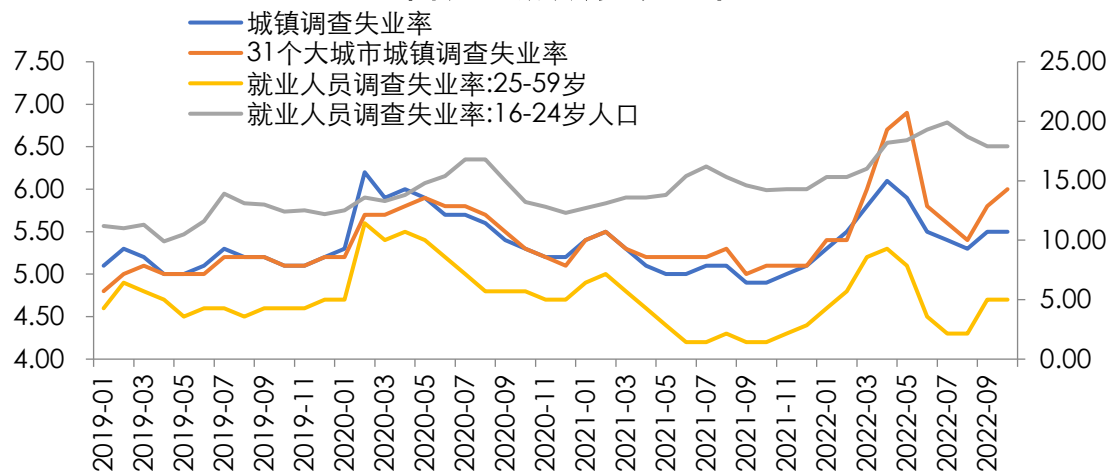
10月，全国城镇调查失业率5.5%，与前值持平。31个大城市城镇调查失业率为6%，较前值提高0.2个百分点。

从结构来看，10月大型城市失业率上升幅度较大，主要受10月郑州、广州、重庆等多个城市疫情反弹影响。外来农业户籍人员就业稳定性相对较低，受疫情影响更为明显，失业率保持在5.5%高位。

从年龄结构来看，25—59岁劳动力失业率为4.7%，与前值持平。16—24岁

群体调查失业率17.9%，与前值持平。青年团体失业率下行放缓，显示疫情对服务业冲击仍然较为严重。

图表 7 城镇调查失业率(%)



从PMI指数看，大、中、小型企业用人需求均有所恶化。10月PMI从业人员指数从49%下降至48.3%，BCI企业招工前瞻指数从57.1%下降至54.55%。

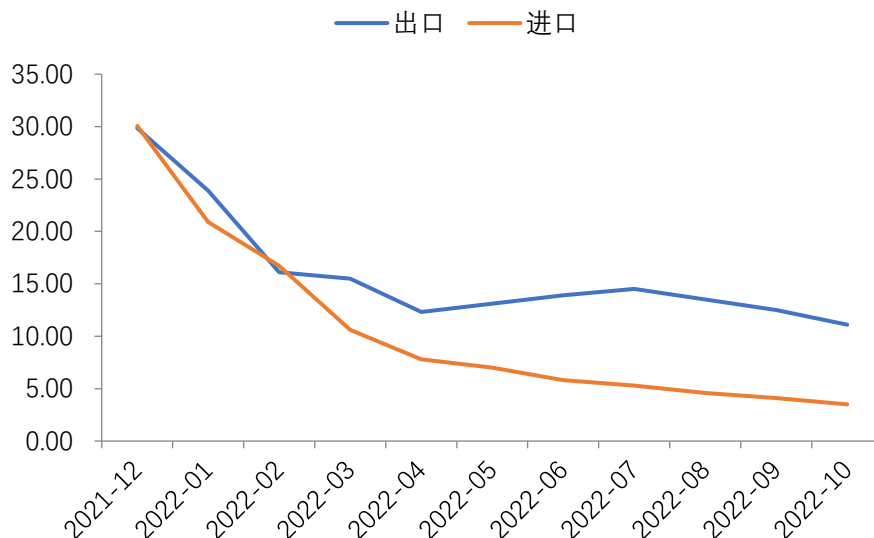
5、外需明显走弱，出口加速下行

10月出口增速延续下行趋势，且下行速度加快，主要受外需快速走弱拖累，进口仍然较为低迷，价格支撑进一步下降。贸易顺差维持高位，对汇率形成一定支撑。高频数据显示运价指数继续下行、加息对经济的负面冲击显现，预计后续出口增速继续下行。

(1) 出口增速加速下行，外需明显走弱。

按美元计，10月份出口累计同比增速为11.1%，较前值降低1.4个百分点。当月同比增速-0.3%，较前值（5.7%）下降6个百分点。出口增速快速下行。

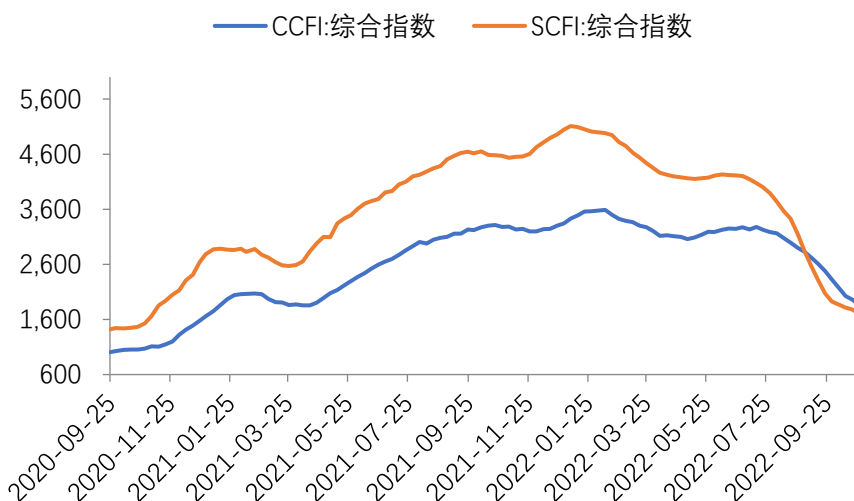
图表 8 中国进出口累计增速（以美元计，%）



从出口产品类别来看，10月份主要产品出口增速大多下行，主要原因有以下几点：一是海外需求的快速下行，出口细项中日用品类增速均下行。二是高科技类出口放缓，集成电路、自动数据处理设备、高新技术产品累计出口同比增速均下降。三是上游原材料需求减弱，钢材、未锻造铝材出口累计同比增速高位回落2.76、6.05个百分点。

从出口集装箱指数看，10月份以来，中国出口集装箱运价指数（CCFI）和上海出口集装箱运价指数（SCFI）延续下行趋势。目前下行趋势尚未有停止的迹象，显示随着海外需求的走弱，出口运力充裕，价格指数持续下行。

图表 9 集装箱运价指数走势（%）

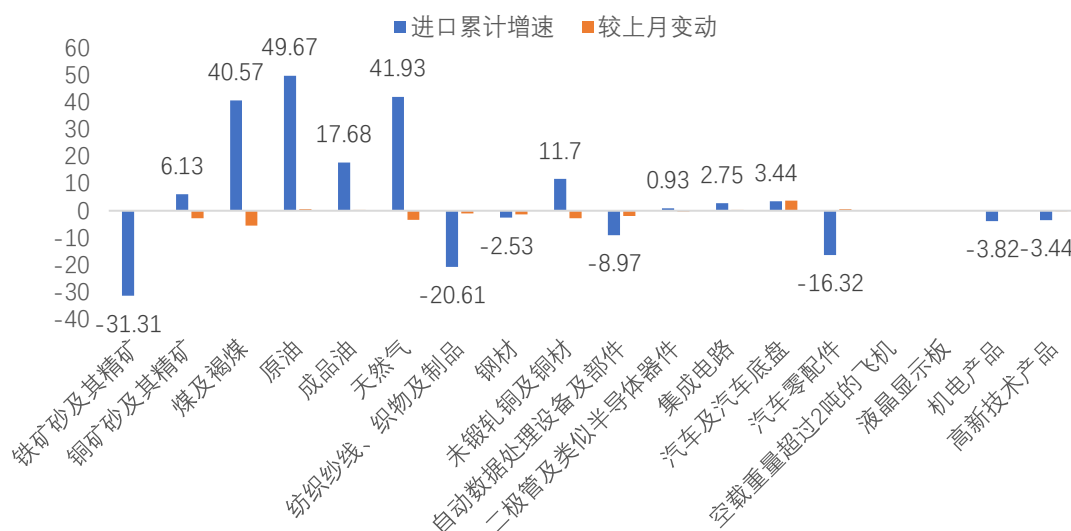


(2) 进口增速继续下行，价格支撑减弱。

按美元计，10月进口累计同比增速3.5%，较前值降低0.6个百分点。当月同比增速-0.7%，较前值降低1个百分点，进口增速降幅有所扩大，也与10月国内经济受疫情冲击较大有关。

从进口产品类别看，10月进口呈现以下几个特点：一是多数产品进口累计同比增速为下行，显示内需较为低迷。二是能源类进口增速多数下行，煤炭、天然气进口累计同比增速下降，原油、成品油进口累计同比增速小幅上升。三是价格支撑减弱，进口农产品和原材料工业品价格下滑幅度较大。

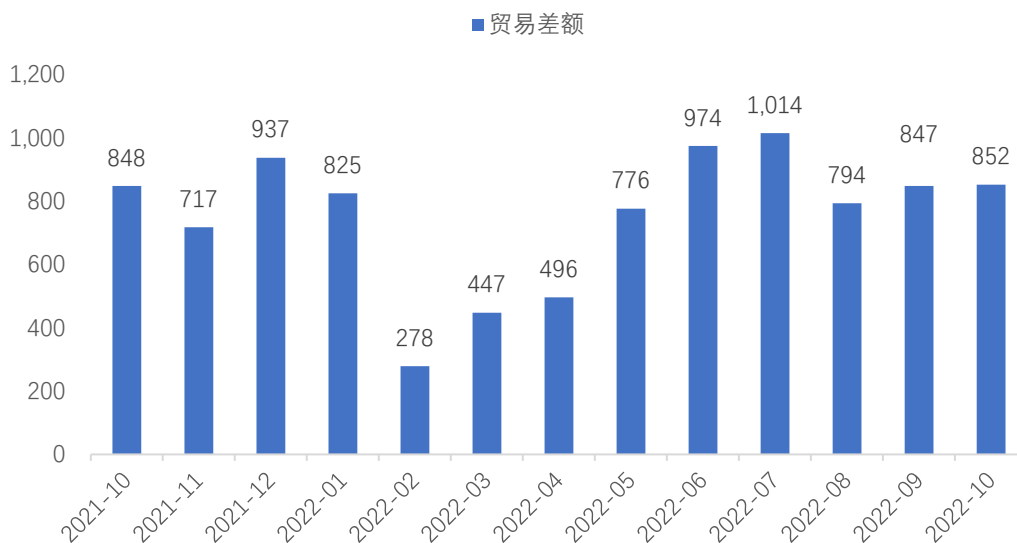
图表 10 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差维持高位。

按美元计，10月我国贸易顺差为852亿美元，较上月继续小幅反弹。

尽管出口增速下行，但进口的价格支撑减弱，使得贸易顺差仍然维持在高位。对于人民币汇率而言，贸易顺差的支撑仍在。近期在国内疫情边际放松的预期下，人民币汇率有所升值，显示对国内经济的预期有所好转。但中美利差仍然倒挂，对汇率继续形成贬值压力。

图表 11 贸易差额当月值（单位：亿美元）


6、数据下行，但疫情、地产放松使得预期好转

尽管10月经济数据较差，但在11月11日以来，疫情防控20条和稳地产16条措施发布后，市场预期有较大程度好转。

（1）疫情：防控政策边际放松，经济摩擦成本降低

11月11日，国务院联防联控机制公布优化疫情防控的20条措施，包括：密接管理措施调整为5+3；风险区由三类调整为高低两类；严禁随意静默长时间不解封；一般不按行政区域开展全员核酸检测；不再判定密接的密接；取消入境航班熔断机制等。与以往的防疫政策相比，新的20条措施对次密接的管控较为宽松，同时对层层加码行为也进行了严控，预计对经济的冲击较之前下降。

尽管放松后短期内可能会感染人数上升，但是在经济下行压力持续增大、病毒毒性下降的背景下，放松将是大势所趋，这对市场预期形成较强的提振。

图表 12 全国新冠疫情感染人数


(2) 地产：房地产开发融资环境改善

11月11日，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》，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。

从政策内容来看，银行业金融机构可以合理延长房地产贷款集中度管理政策过渡期，意味着房地产贷款投放或将边际改善，居民端支持刚性和改善性住房需求，房地产销售或将逐渐回稳；企业端支持合理融资需求支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。

随后，11月12日，中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。

两项《通知》的出台，对房地产行业形成较强的提振。前期房地产行业的放松政策主要集中在保需求、保项目，但实际效果有限，两项通知出台后，地产政策逐步进入保主体阶段，有助于房地产市场回归正反馈。

(二) 生产：多数行业生产放缓，医药制造业增速提高

1-10月份，规模以上工业增加值同比增长4%，较前值（3.9%）回升0.1个百分点。当月增速5%，较前值降低1.3个百分点。10月工业生产再度放缓，主要受

疫情及内外需走弱影响。

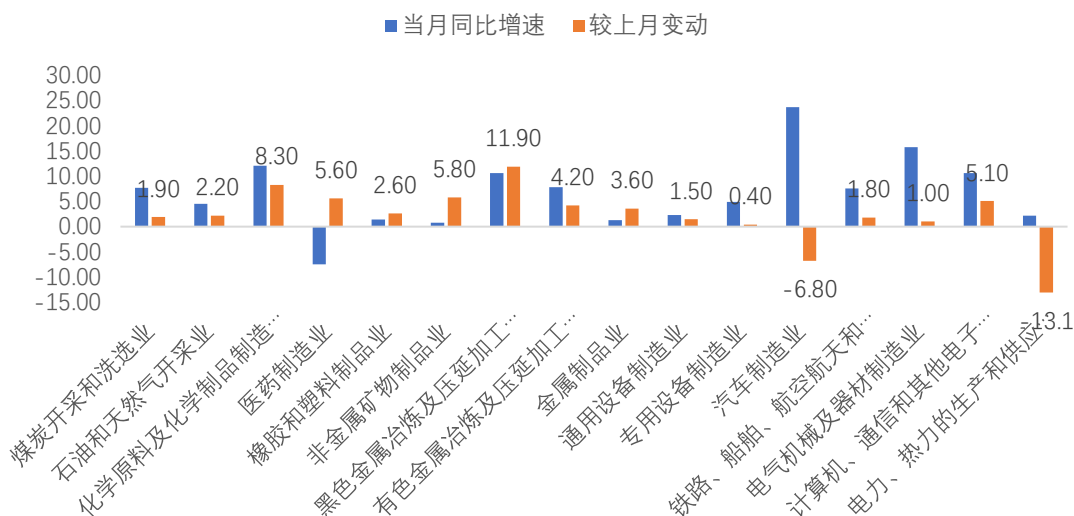
图表 13 规模以上工业增加值当月同比增速 (%)

指标名称	工业增加值	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业	高技术产业
2022-10	5.00	4.00	5.20	4.00	10.60
2022-09	6.30	7.20	6.40	2.90	9.30
2022-08	4.20	5.30	3.10	13.60	4.60

从当月同比增速看，上游采矿业和中游制造业增速下行较多，电力、燃气及水的生产供应业以及高技术产业增速上行。具体来看，采矿业当月同比增速4%，较前值下降3.2个百分点，制造业当月同比增速5.2%，较上月下降1.2个百分点。电力、燃气及水的生产和供应业当月同比增速4%，较前值提高1.1个百分点；高技术产业当月同比增速10.6%，较前值提高1.3个百分点。

从行业看，10月医药制造业、石油和天然气开采业、电力、热力的生产和供应业当月同比增速上行，其余行业增速大多下行。具体来看，医药制造业生产较为旺盛，当月同比增速上行9.1个百分点至1.6%，可能受疫情多地散发、相关医疗设备需求增大影响。上游能源行业中，煤炭开采增速下降4.7个百分点至3%，石油及天然气开采增速上行2.2个百分点至6.7%。中游制造业及下游汽车、铁路船舶等行业增速均下行。计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比增速为9.4%，较前值下降1.2个百分点。

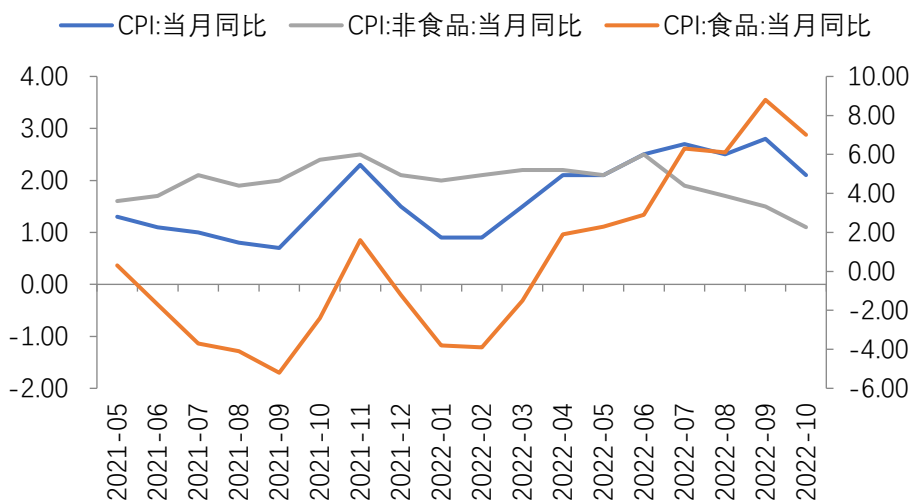
图表 14 规模以上企业工业增加值当月同比增速 (分行业, %)



(三) CPI 低于预期, PPI 由正转负

从通胀数据来看, 10 月通胀低于市场预期, CPI 同比增长 2.1%, PPI 同比增长从 0.9% 下降至 -1.3%。

图表 15 CPI 变化趋势 (%)



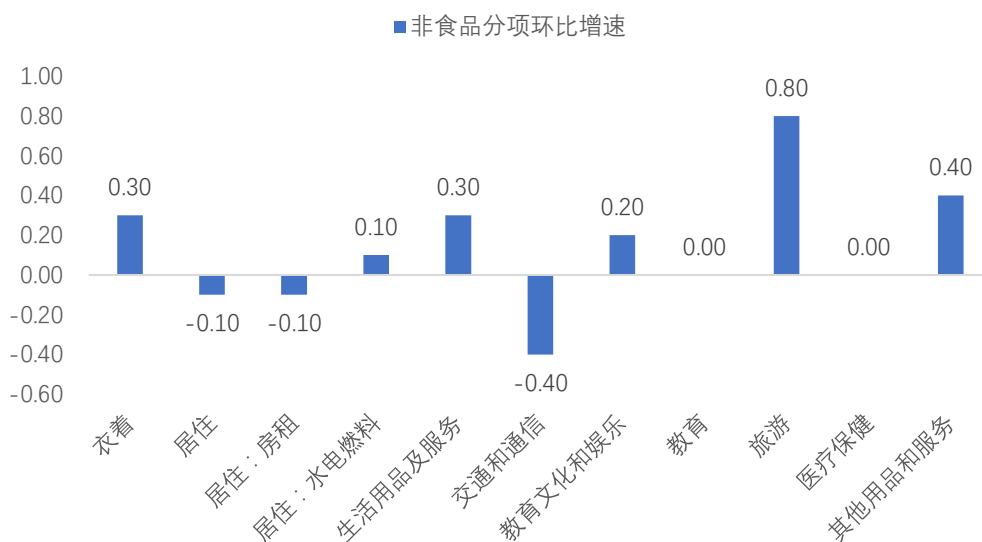
1、食品增速放缓、基数抬升带动 CPI 下行

10 月 CPI 同比上涨 2.1%，较前值降低 0.7 个百分点，环比上涨 0.1%。其中食品价格环比上涨 0.1%（前值 1.9%），非食品价格环比持平（前值 0%），食品价格放缓、基数抬升是 CPI 下行的主要原因。

在食品细项中，鲜菜、鲜果环比下跌，猪肉价格上涨速度加快。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，分别下降 4.5%、1.6%和 2.3%；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。

非食品分项中，10 月非食品中涨幅较大的主要是衣着、生活用品及服务、旅游，环比下跌的主要是交通通信价格、房租价格。具体来看，受 10 月国庆出游增加影响，旅游价格环比上涨 0.8%；秋冬装上市，服装价格上涨 0.3%。国际油价变动影响国内汽油和柴油价格分别下降 1.2%和 1.3%；房租价格也受房地产市场疲弱而下行，环比下跌 0.1%。

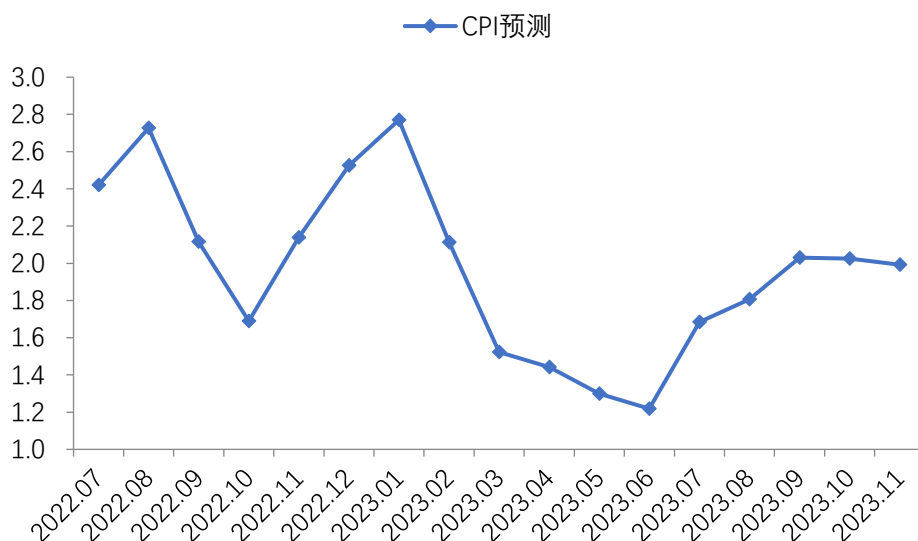
图表 16 CPI 非食品分项环比涨跌幅 (%)



2、预计后续 CPI 先下后上

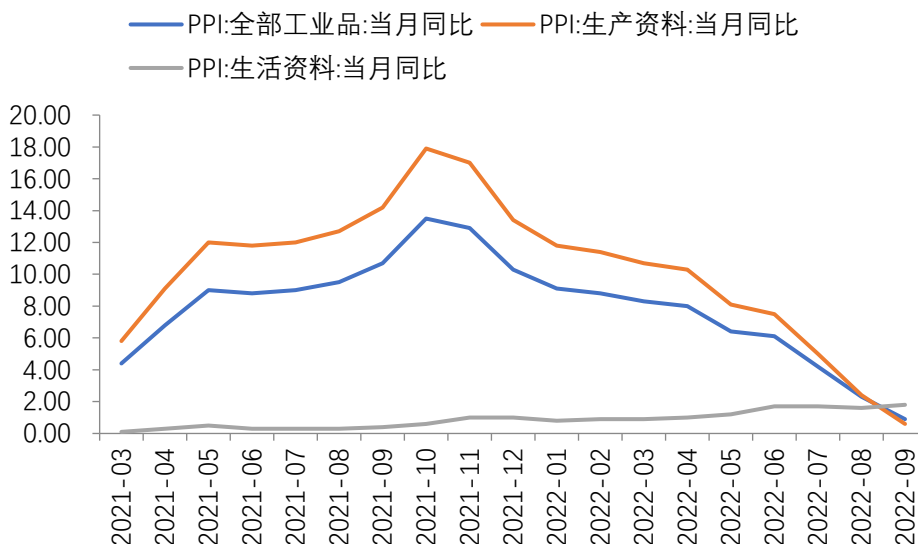
对CPI后续走势进行测算，预计CPI后续先下后上。11月预计将下行至2%以下。12月至明年2月受基数下降影响，或有所反弹。

图表 17 CPI 走势预测 (%)

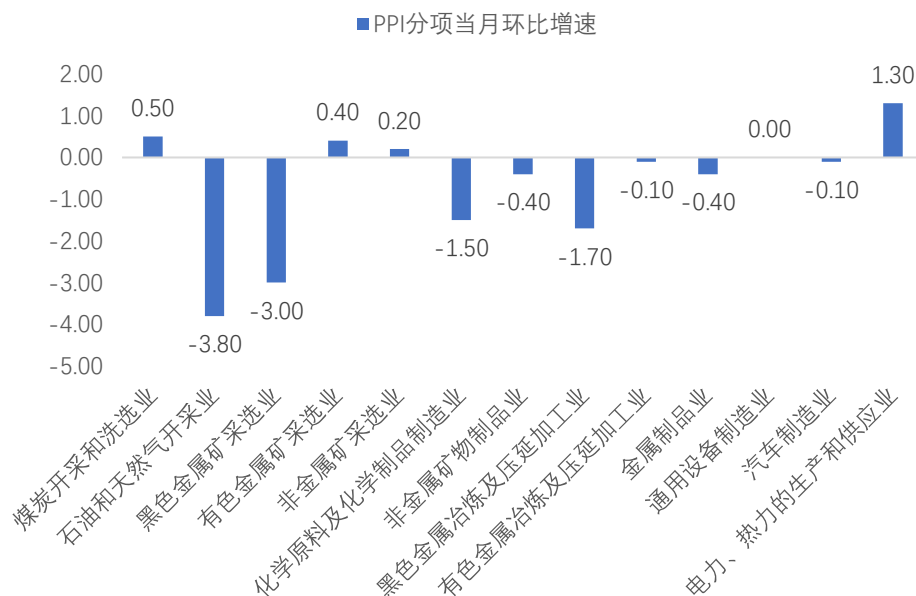


PPI方面，10月环比上涨0.2%，较上月提高0.3个百分点；同比增速从0.9%下降至-1.3%，低于市场预期。PPI增速由正转负，主要受基数抬升的影响，环比增速已经转正，显示工业品价格逐步企稳。

图表 18 PPI 及分项走势



从行业来看，10月份PPI环比增速企稳主要受煤炭、有色、水泥、化工价格拉动，分别环比上涨3%、1.1%、0.6%、0.4%，有色金属价格环比持续上涨，主要受新能源行业景气度较高、需求较好拉动。钢铁类工业品价格继续环比下跌，黑色金属采选、冶炼分别环比下跌1.4%、0.4%，显示地产投资仍然较弱。

图表 19 PPI 分项当月环比增速 (%)


从高频数据看，工业品价格也呈现明显的结构性特征，阴极铜价格继续上行，但煤炭、螺纹钢价格继续震荡下行。也从侧面反映了我国经济结构中旧动能的贡献持续降低，而新兴经济持续发展。向后看四季度PPI基数仍然较高，预计PPI仍然为负。

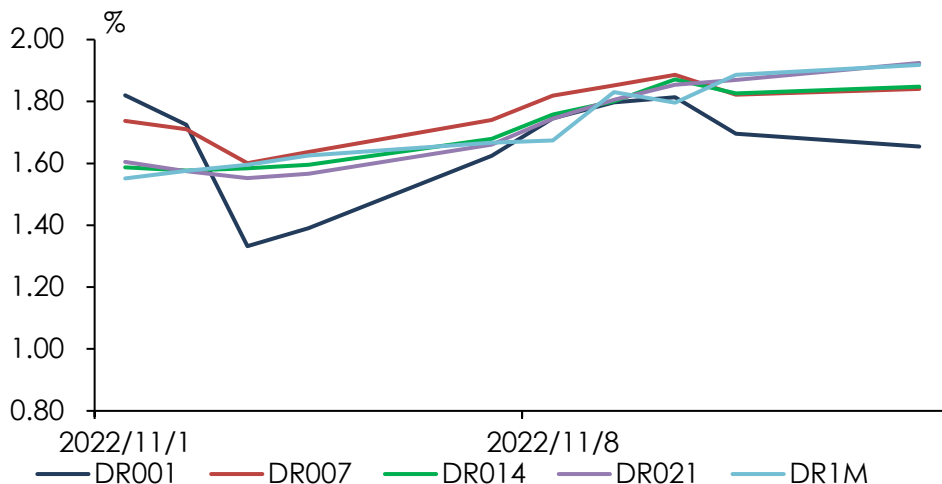
二、流动性及货币政策：资金面稳中偏宽，多渠道助力房企融资

(一) 流动性回顾：资金利率整体上行，质押式回购成交量回落

央行 11 月上半月每日开展 7 天逆回购，资金利率整体上行，流动性合理充裕。

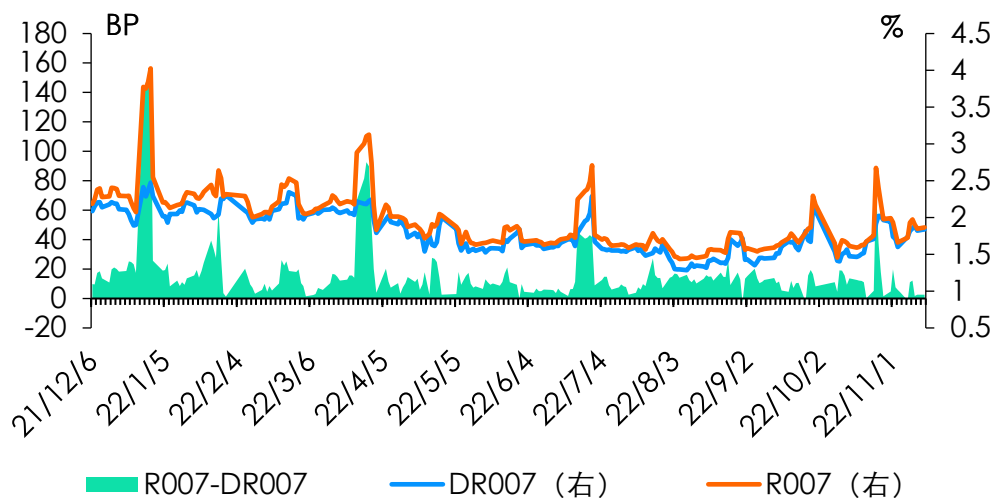
具体来看，截至 11 月 15 日，央行累计开展 11 期逆回购操作，投放金额 2530 亿元，缩量开展 MLF 操作，投放 8500 亿元。结合到期量来看，11 月 15 日 MLF 到期 10000 亿元，11 月上半月央行净回笼为 8540 亿元。短期资金方面，11 月以来资金面持续收敛，具体来看，截至 11 月 14 日，DR001 均值为 1.66%，DR007 均值为 1.76%，DR014 均值为 1.71%，DR021 均值为 1.72%，DR1M 均值为 1.71%，DR3M 均值为 1.99%。

图表 20 各期限短期资金利率



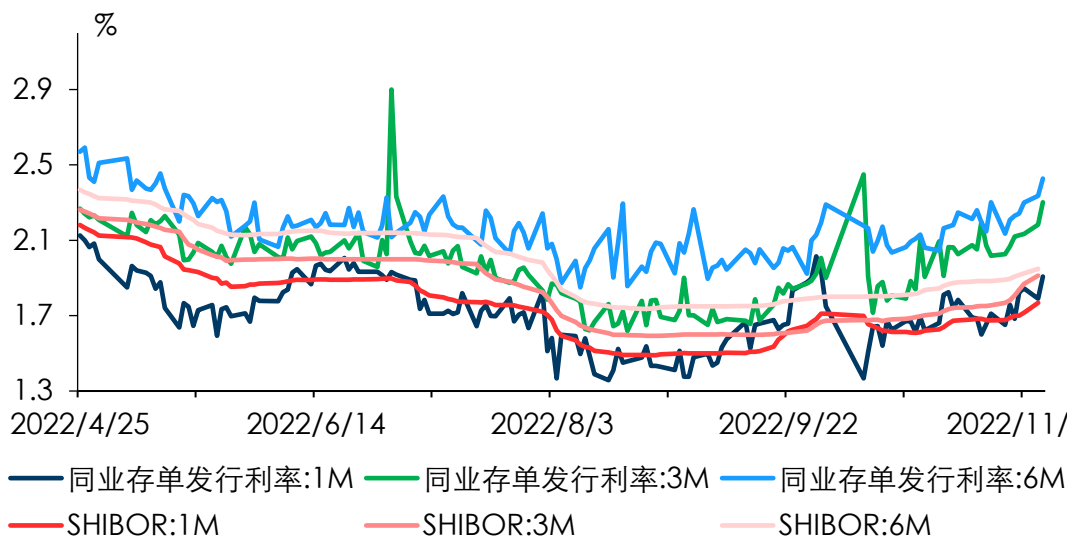
央行在上半月继续弹性逆回购操作，资金面整体稳中偏宽，存款类金融机构和非银机构 11 月上半月的流动性压力不大。截至 11 月 14 日，R007-DR007 的均值为 6.64bp，较 10 月的均值 15.71bp 下降。

图表 21 流动性分层缩小



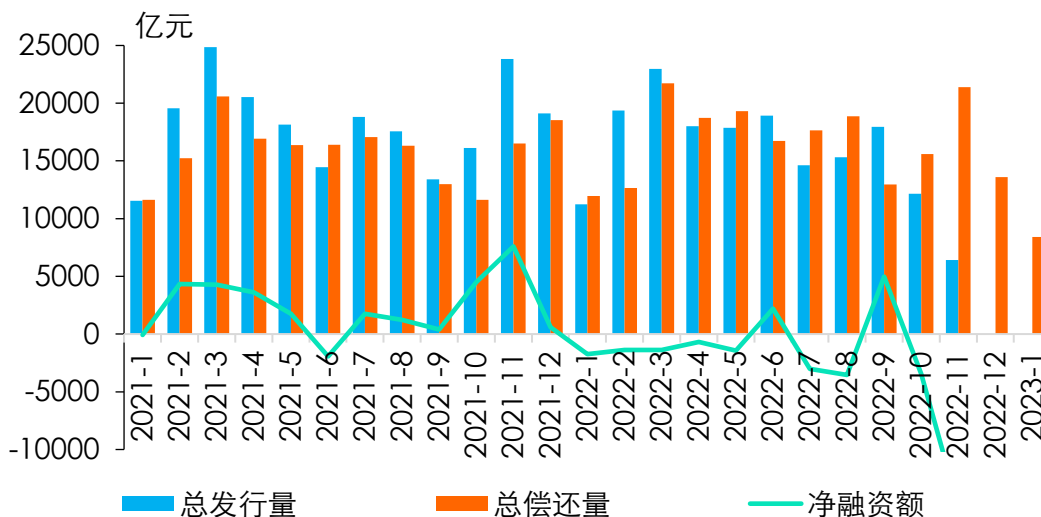
长期资金价格方面，1M、3M 和 6M 同业存单发行利率和 1M、3M 和 6M Shibor 利率较 10 月上行。具体来看，同业存单方面，至 11 月 15 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 1.74%，3M 为 2.12%，6M 为 2.25%，分别较 10 月均值上行 8bp、17bp 和 13bp；Shibor 方面，截至 11 月 14 日，各期限平均利率：1M 为 1.70%，3M 为 1.80%，6M 为 1.90%，分别较 9 月均值上行 6bp、10bp 和 7bp。

图表 22 长期资金价格中枢整体上行



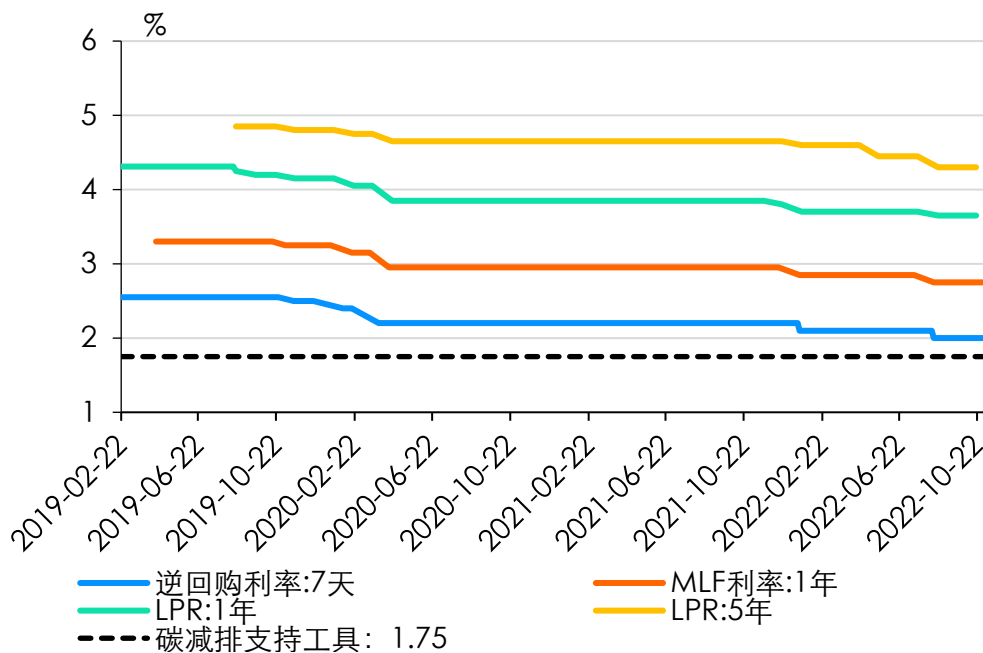
向后看，11月、12月同业存单偿还量位于2.1、1.4万亿元，11月偿还量较大，同业存单利率面临上行压力。

图表 23 同业存单发行与到期情况（亿元）



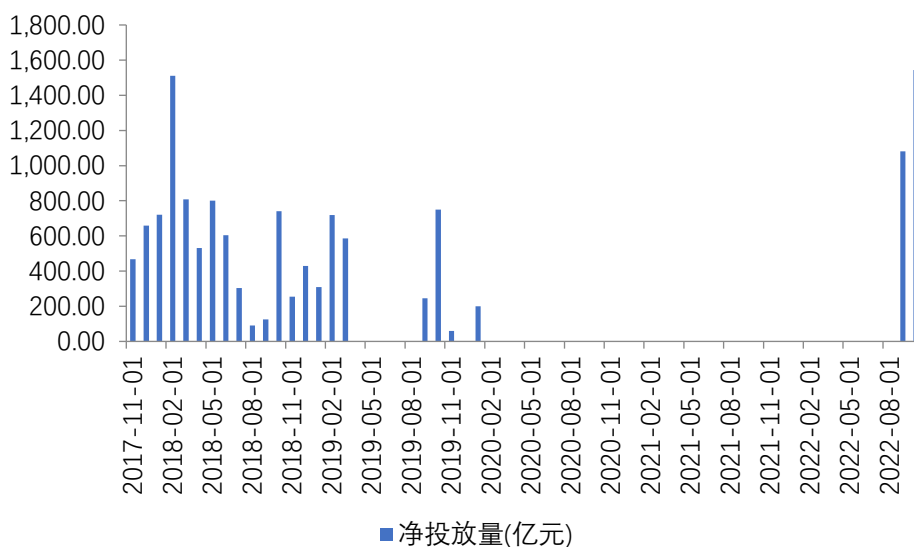
利率走廊方面，11月上半月中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均无变化。

图表 24 利率走廊变化 (%)



央行时隔 2 年后重启抵押补充贷款 (PSL)，10 月净投放 1543 亿元，可能和“保交楼”项目借款有关。

图表 25 银行间质押式回购日成交量 (亿元)



11 月以来银行间质押式回购日成交量下降，回落至 6 万亿以下。流动性从宽松回到稳中偏宽，机构加杠杆的意向较上月减弱。

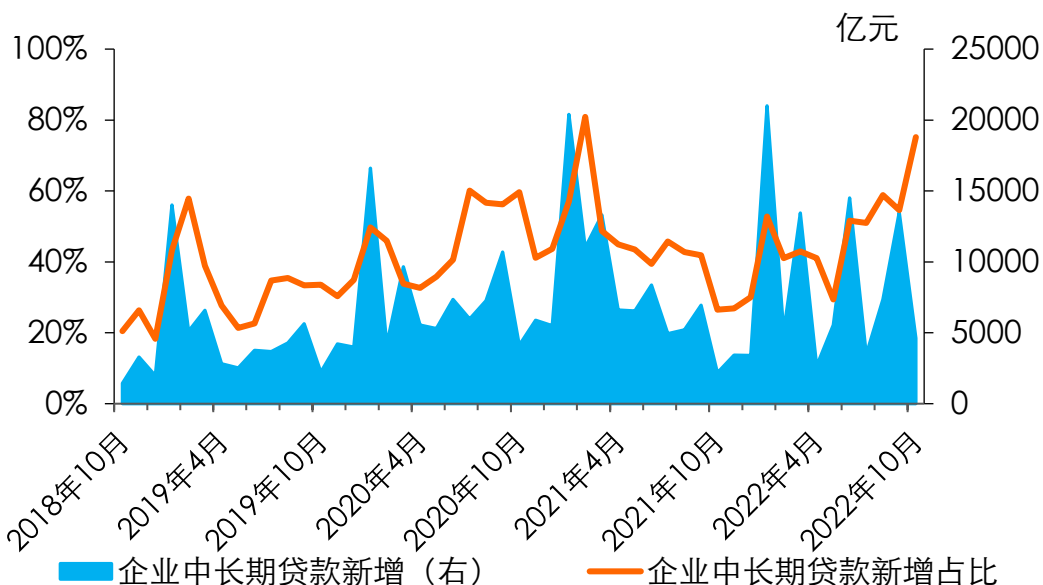
图表 26 银行间质押式回购日成交量（亿元）



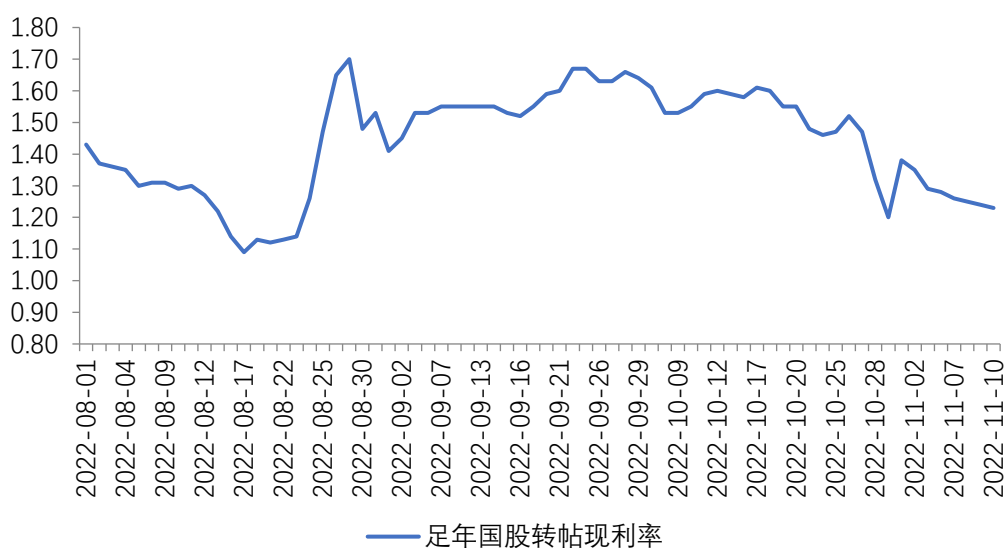
（二）金融数据：社融不及预期，居民融资需求疲弱

10月信贷总量同比少增，唯企业中长期贷款表现尚可。企业端，短期贷款同比多减，中长期贷款同比多增，更新改造专项再贷款以及政策性金融工具等为10月的人民币贷款提供支撑，票据冲量再现，但疫情对小微企业的影响较大可能造成短期融资需求走弱。居民端，短期贷款同比多减，主要由于10月疫情影响加大，消费复苏比较缓慢，中长期贷款同比少增，10月以来房地产销售高频数据再度转弱，房地产销售继续磨底。

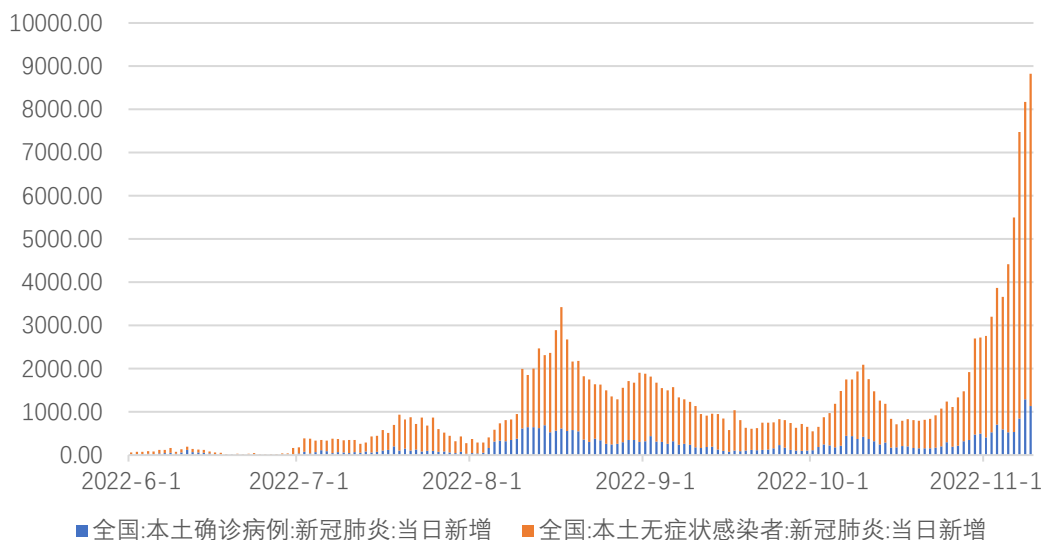
图表 27 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



图表 28 足年国股转贴现利率



图表 29 新冠肺炎疫情感染人数统计



10月社融新增表现为同比少增，主要由于人民币贷款和政府债券的拖累。居民消费需求受疫情影响较大，收入预期的降低以及房企资金链紧张也影响了居民购房信心，另外，今年财政靠前发力，上半年基本完成专项债发行，当月政府债券融资量较小。

图表 30 社会融资规模各细项新增（亿元）

日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	票据融资	企业债券	股票	政府债券
2022年3月	46542	32291	239	107	-259	287	3728	958	7074
2022年4月	9453	3616	-760	-2	-615	-2557	3778	1166	3912
2022年5月	28363	18230	-240	-132	-619	-1068	314	292	10582
2022年6月	51802	30540	-291	-380	-828	1066	2222	589	16216
2022年7月	7722	4088	-1137	89	-398	-2744	897	1437	3998
2022年8月	24608	13344	-826	1755	-472	3486	1407	1251	3045
2022年9月	35271	25686	-713	1508	-191	132	185	1022	5533
2022年10月	9079	4431	-724	470	-61	-2157	2325	788	2791
2021年10月	16176	7752	-33	-173	-1061	-886	2261	846	6167

10月M2同比增长11.8%，低于预期12%。M1同比增速5.8%，低于前值6.4%。M1与M2剪刀差较上月略扩大，M2与社融增速差值不变，宽货币向宽信用的传递未见明显改善，显示经济恢复基础仍不牢固，随着“第二支箭”助力民企融资条件改善，地产政策放松和其他稳增长措施的持续发力，预计未来宽货币向宽信用的传递会继续边际改善。

图表 31 M2及M1同比增速（%）

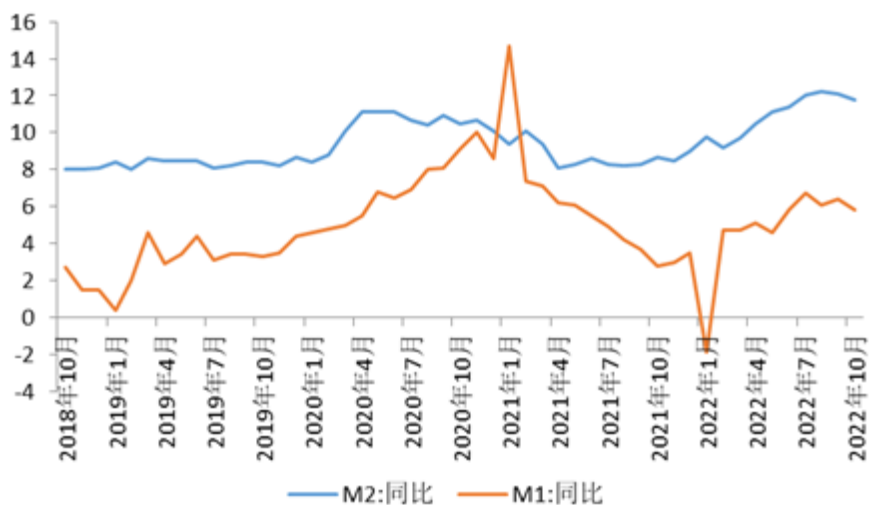
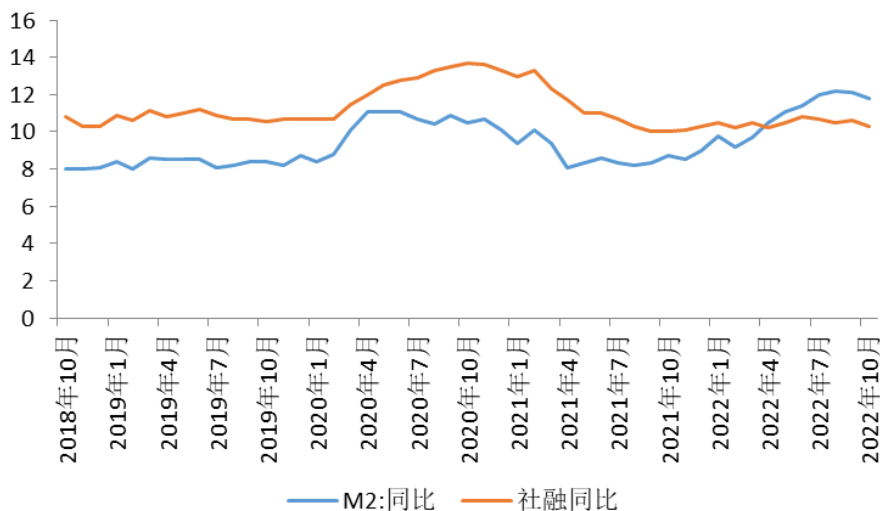


图 32 M2 及社融同比增速 (%)



资金面边际变化、疫情是否得到有效控制、房地产市场是否回暖是债券市场短期内最大的影响因素。货币环境方面，经济恢复基础尚未稳固，但是资金利率上行限制了收益率下行空间，预计资金面维持稳中偏宽。

(三) 下阶段流动性展望：重点发力稳地产，资金面稳中偏宽

11月以来资金利率整体上行，DR007始终处于公开市场OMO操作利率以下的水平，资金面稳中偏宽，流动性合理充裕。向后看，海外货币政策收紧制约我国货币政策进一步宽松。国内疫情再度发酵，近期经济金融数据均不及预期，货币政策难收紧。预计资金利率将围绕政策利率波动，资金面稳中偏宽。货币政策方

面，央行提出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，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。近期央行和银保监会联合发布了《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》（金融 16 条），从多个方面支持优质房企融资，预计后续地产投资将逐步企稳，助力宏观经济稳定发展。

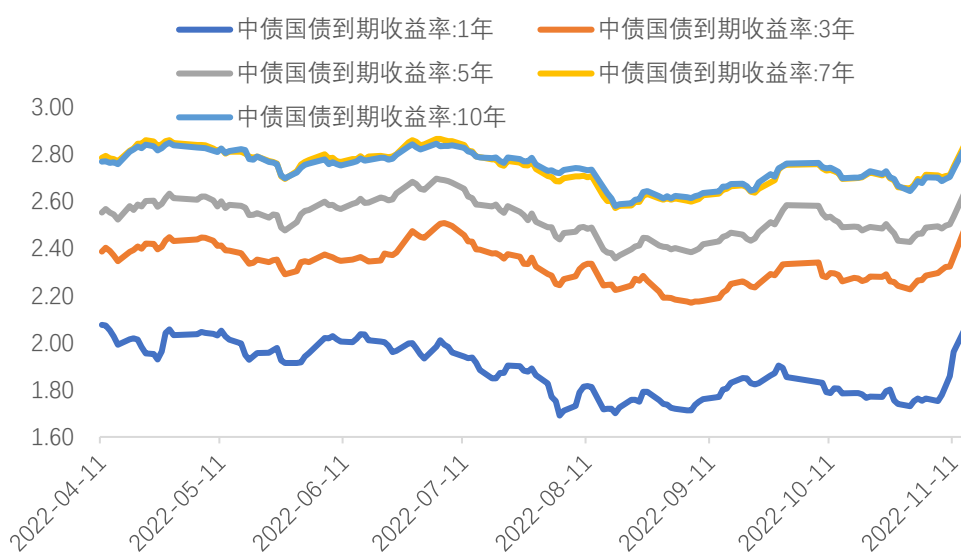
三、利率债策略：预期反转资金抬升，警惕上行风险

（一）利率债走势回顾

1、收益率快速上行

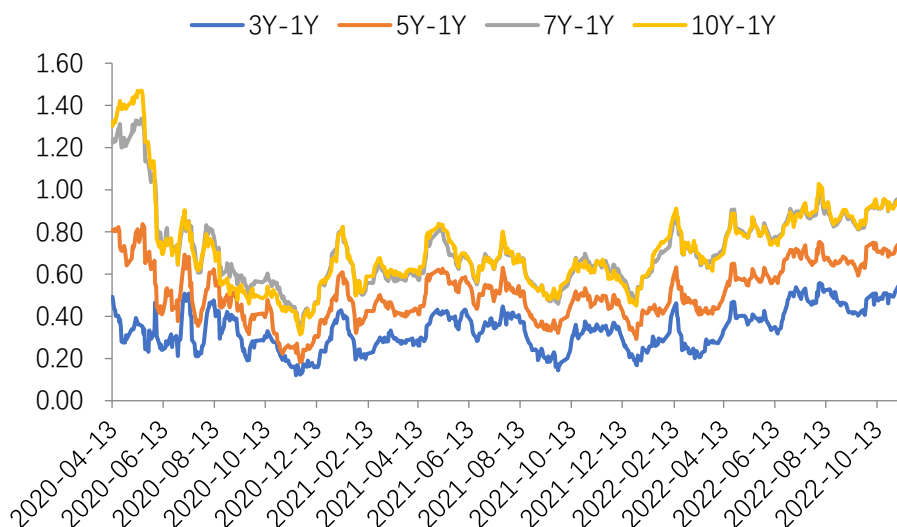
10 月下旬以来，受经济预期较差影响，收益率延续下行趋势。但 11 月 11 日，疫情防控二十条政策发布，以及后续地产十六条发布，使得市场预期发生较大转变，带动收益率快速上行。10Y 国债上行至 2.82%附近，10Y 国开债上行至 2.99%附近。

图表 33 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，由于资金利率中枢抬升，收益率曲线整体平坦化，期限利差快速压缩。

图表 34 国债期限利差走势 (%)



目前利率债收益率所处的分位数较之前有大幅上行。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 16.4%、4.5%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 11.4%、17.1%、16.8%、17.8%、16.4%。国开债关键期限所处的分位数分别为 10.8%、11.8%、11.2%、4.5%、4.5%。

图表 35 国债关键期限分位数

2022/11/14	期限(国债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前水平	2.07	2.49	2.65	2.85	2.84	3.22
历史均值	2.73	3.00	3.15	3.33	3.35	3.91
当前-均值	-0.66	-0.51	-0.51	-0.48	-0.51	-0.68
分位数	11.4%	17.1%	16.8%	17.8%	16.4%	4.1%

图表 36 国开债关键期限分位数

2022/11/14	期限(国开债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	20年
当前水平	2.22	2.69	2.86	2.97	2.97	3.30
历史均值	3.13	3.55	3.74	3.92	3.90	4.31
当前-均值	-0.91	-0.86	-0.88	-0.95	-0.93	-1.01
分位数	10.8%	11.8%	11.2%	4.5%	4.5%	2.6%

从期限利差来看，收益率曲线较之前均走平。国债期限利差分位数处于 80% 左右，7Y 较陡；国开债收益率曲线较为平坦，期限利差分位数处于 35%~60%左右，3Y、5Y 较陡。

图表 37 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.43	0.58	0.78	0.77
历史均值	0.28	0.43	0.61	0.63
当前-均值	0.15	0.15	0.18	0.14
历史分位数	86.30%	81.10%	82.40%	77.00%

图表 38 国开债期限利差

国开期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.46	0.64	0.75	0.75
历史均值	0.42	0.61	0.80	0.78
当前-均值	0.05	0.02	-0.05	-0.03
历史分位数	60.10%	48.10%	35.10%	38.30%

2、3Y、5Y 隐含税率上行幅度较大

由于本次利率上行过程中政金债调整幅度更大，使得隐含税率上行。尤其是 3Y、5Y 上行幅度较大。。目前各关键期限的隐含税率分别为 7%、7.2%、7.3%、4.1%、4.5%，所处的历史分位数分别为 24.8%、8.7%、5%、0%、0%。

图表 39 国开债隐含税率分位数

2022/11/14	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	7.0%	7.2%	7.3%	4.1%	4.5%
历史均值	0.14	0.15	0.15	0.14	0.13
当前-均值	-0.07	-0.08	-0.08	-0.10	-0.09
分位数	24.80%	8.70%	5%	0%	0%

2022/10/21	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	0.06	0.03	0.04	0.04	0.05

历史均值	0.14	0.15	0.15	0.14	0.13
当前-均值	-0.07	-0.12	-0.11	-0.10	-0.08
分位数	21.70%	0.20%	1%	0%	0%

(二) 利率债影响因素分析

11月以来，收益率从低位快速上升。主要原因一是资金利率中枢上行，二是疫情防控政策有所放松、地产稳定政策陆续出台，对市场预期形成较大冲击。之前对债市形成支撑的疫情和地产均发生边际转变，带动收益率快速上行。

1、经济基本面：数据仍然较差，但疫情和地产边际放松带动预期增强

10月经济数据显示经济仍然较弱。出口增速加速下行，CPI和PPI指数不及预期，核心通胀低位运行，显示内需较为疲弱。11月以来高频数据也显示生产和需求表现均欠佳。

尽管数据较弱，但受疫情和地产政策放松的影响，经济修复预期走强。向后看，短期内经济仍然较弱，但地产行业逐步筑底，市场预期好转，叠加本轮库存周期即将进入底部，将使得基本面对债券市场的支撑减弱。

2、通胀：CPI和PPI均低于预期，显示内需较弱

受10月内外需均较弱的影响，当月通胀数据均低于预期。CPI下行至2.1%，PPI由正转负，核心CPI下行至2020年疫情后的低位。

向后看，按照测算，CPI预计先下后上，11月继续回落，下行至2%以下，12月至明年一季度，在基数效应下将再度走高。PPI方面，环比增速已经企稳，但基数仍然较高，预计下行趋势延续，但速度有所放缓。

3、广义流动性：社融增速再度回落，居民贷款同比少增

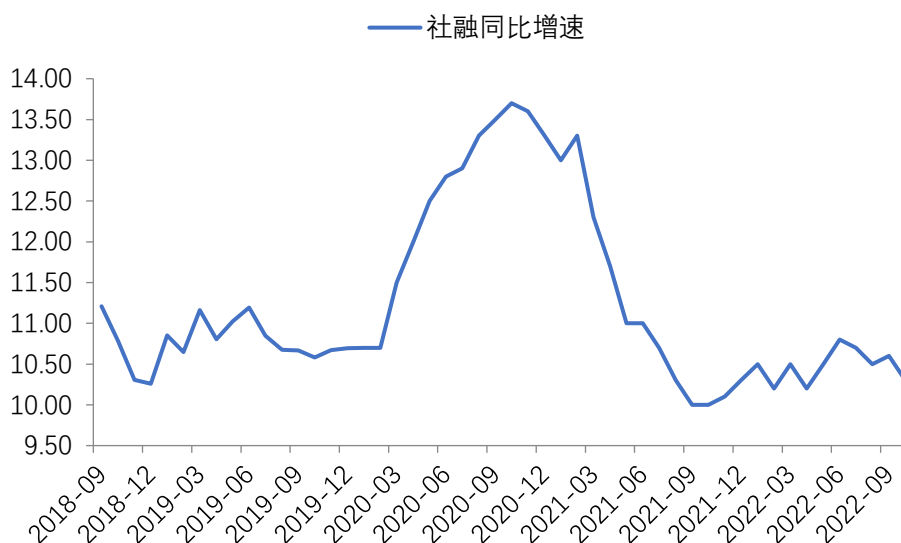
10月，社融增速再度回落，从10.6%下降至10.3%。社融增速的下行，一方面受地方政府债券发行速度放缓，10月地方债新增较去年同期减少3376亿。另

一方面季度初贷款新增较为乏力，同比少增 3321 亿。

从结构来看，10 月贷款主要受企业中长期贷款支撑，居民贷款下滑幅度较大。当月居民贷款减少 180 亿，较去年同期少增 4827 亿，尤其是居民中长期贷款少增 3889 亿，显示居民购房意愿较弱，资产负债表仍然处于修复过程中。

向后看，在稳地产十六项措施出台之后，预计能够对信用扩张形成一定支撑，房地产有望筑底回暖，预计后续社融增速小幅回升。

图表 40 社融增速 (%)



4、狭义流动性：资金利率中枢抬升，债市杠杆继续下降

10 月份以来，资金利率中枢整体有所抬升，质押式回购利率和同业存单利率均上行。

具体来看，银行间质押式回购利率（7D）逐步上行至 1.85%左右，较同期限政策利率（2%）低 15BP。1Y 同业存单发行利率上行至 2.3%，较前期提高 30BP 左右，较同期限 MLF 利率 2.75%低 45BP，资金利率中枢整体抬升。

图表 41 银行间 7 天质押式回购利率 (%)

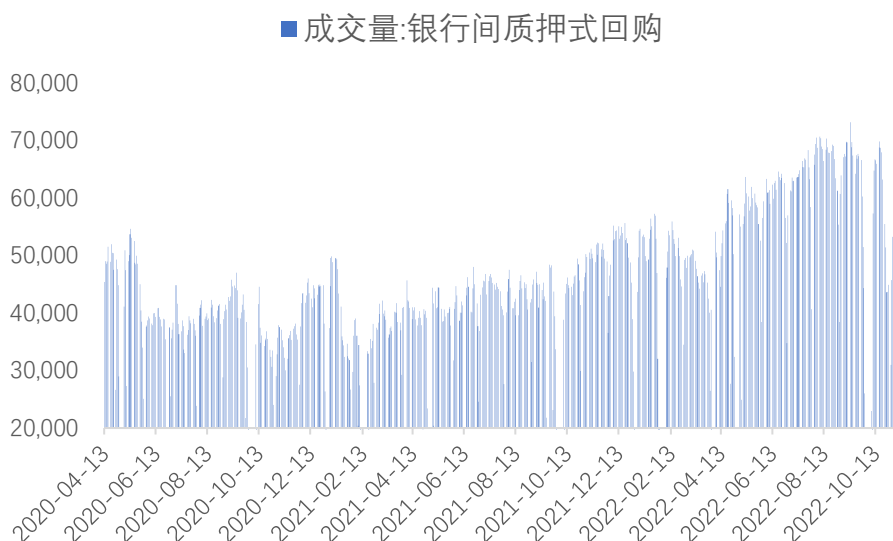


图表 42 1Y AAA 同业存单利率 (%)



受资金利率整体上行影响，银行间质押式回购成交量继续下滑。日均成交量从前期的 6.5 万亿进一步下降至 4.8 万亿，显示在收益率快速上行和资金成本抬升的背景下，债市逐步开始去杠杆，质押式回购成交量恢复至以往 4~5 万亿的中枢水平。

图表 43 银行间质押式回购成交量攀升（亿元）



向后看，资金利率预计继续向政策利率收敛。随着疫情和地产政策的放松，经济好转预期增强，资金面预计维持充裕，但价格中枢可能随之抬升。

5、债券供需：年底利率债供给规模有所上升

从利率债发行情况来看，四季度剩余时间仍有国债 5244 亿、政金债 7600 亿（按照全年新增 2.5 万亿测算）左右新增，月均新增规模约为 10400 亿。供给压力较往年有所增大。

具体来看，截至 11 月 11 日，地方债已基本发行结束。国债新增 21256 亿，剩余新增规模 5244 亿，叠加 5000 亿地方债限额内新增，月均约 5300 亿。政金债全年预计新增 2.5 万亿，已新增 17303 亿，后续新增规模 7600 亿，月均约为 5100 亿。二者合计月均新增 10400 亿，供给规模有所上升。

图表 44 政府债券净增规模（亿元，截至 11.11）

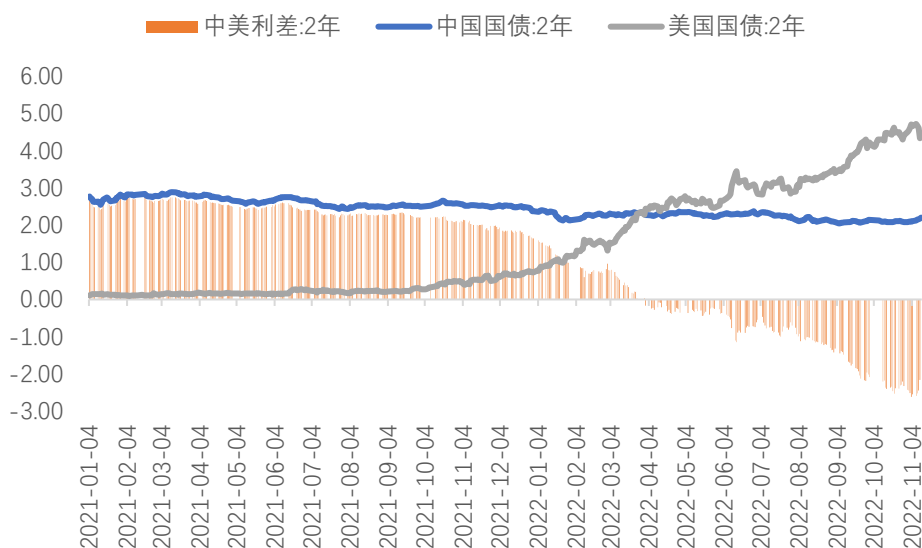
债券类型	全年新增额度	累计净增规模	剩余新增规模	发行进度
国债	26500	21256	5244	80%
地方债	43700	45904	-2204	105%

合计	70200	67160	3040	96%
----	-------	-------	------	-----

6、中美利差：倒挂幅度缩窄，外部约束放缓

由于美国 10 月通胀数据高位回落，市场预期美联储加息步伐或有所放缓，带动美债利率高位回落，同时中国国债收益率快速上行，使得中美利差倒挂幅度缩窄。

图表 45 中美利差走势（2Y，%）



具体来看，10 月以来 10Y 美债收益率最高上行至 4.72%，与中国 10Y 国债的利差达到 152BP 左右；但 11 月以来 10Y 美债收益率下行至 4.34%，中美利差下降至 112BP。2Y 美债收益率从高点 4.22% 下降至 3.82%，与中国利差从 260BP 缩窄至 217BP。中美利差倒挂幅度缩窄，叠加国内经济预期好转，带动汇率大幅升值。美元兑人民币下降至 7.05 附近，汇率贬值压力减轻，对债市的约束也有所放缓。

（三）利率债策略：预期反转资金抬升，警惕上行风险

11 月以来，收益率快速上行，主要原因是之前对债市形成支撑的三大因素有所转变。一是资金面逐步趋紧，资金利率中枢上行带动债市去杠杆。二是疫情

和地产政策放松，之前对经济形成拖累的两大因素边际好转，使得经济修复预期增强。总体而言，国内基本面对债市的支撑减弱，尽管出口开始加速下行、经济数据表现仍然欠佳，但受疫情和地产放松的影响，预期已经出现较大幅度反转，对债市形成利空。同时资金利率继续向政策利率收敛，将带动短端上行，收益率曲线或走平。建议交易盘保持谨慎，短期利空冲击较多，且数据真空期预期难以扭转，利率上行风险较大。但疫情放开初期，经济恢复或与预期仍有差距，带来交易性机会，若利率上行幅度较大、利空情绪释放后，可轻仓小幅介入。配置盘在 10Y 国债上行至 2.85% 以上后可逐步介入，品种上中等久期国债相对较好。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。