



2022年11月21日

债市配置进入转折点

✍ 王笑

投资咨询从业资格号：Z0013736

✉ Wangxiao019787@gtjas.com

✍ 唐立(联系人)

期货从业资格编号：F03100274

✉ Tangli026575@gtjas.com

报告导读：

债市短、中、长期分别受资金面、政策面和基本面的影响。基本面的情况变化仍是债市未来走势的决定性因素。当下的情况为央行有意在理财产品大面积破净、赎回压力陡增的情况下呵护短期资金面，叠加年底的季节性宽松预期，**债市或在短期超调后迎来喘息，但中、长期因素均指向新的配置逻辑。**

短期资金面来看，央行上周公开市场全口径投放 2180 亿元。尤其是在周一、周二国债大幅下跌后，央行在周三、周四通过逆回购累计净投放 1860 亿元。周五央行又通过逆回购净投放 90 亿，但较周三、周四缩量明显。

中期政策面来看，央行刚刚发布的第三季度货币政策工作报告里提到了三点比较重要的内容：汇率风险、不把地产当做短期刺激、关注潜在通胀上行风险。因此，尽管对 12 月以及传统新年前有进一步下调 5 年期 LPR 利率的预期，**但宽松不是未来央行中期工作的主旋律，未来整体货币政策会相对克制。**

长期基本面而言，防疫优化“20 条”、地产“16 条”扭转了对中国基本面的预期，提升了市场的风险偏好，在当前的股债性价比权益的优势凸现。从以往的信用周期来看，宽货币到宽信用落地一般需要 3 个季度，本次从时间维度来看，**宽信用将逐步落地，在节奏上企业部门融资扩张先于居民部门，宽信用的逐步落地往往也标志着持续低利率环境的告一段落。**另外，从我国库存周期与大类资产的表现来看，**我国将从主动去库进入被动去库周期，被动去库周期中随着经济复苏长端利率中枢上移明显。**

(正文)

1. 近期债市调整幅度较大，短期踩踏超调，长期配置逻辑转变

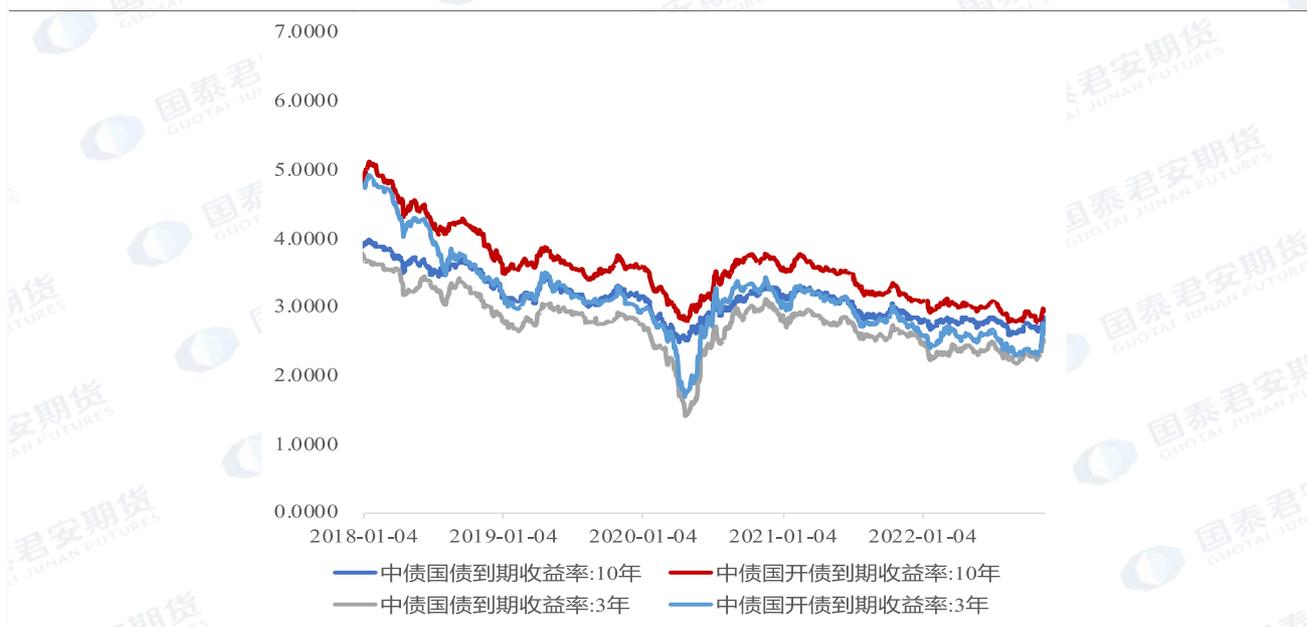
11月以来债市发生剧烈波动。10年期国债收益率、10年期国开债收益率在一周左右的时间内迅速上升10BP。

从国债期货TS、TF与T合约的IRR波动也能看出，上周不同期限的利率债全线走弱。

短期的恐慌也蔓延到了信用债与可转债，对大比例配置债券的银行理财“固收+”产品造成了较大的破净、赎回以及投资者未来信心的多重冲击。过去两三年内，随着资管新规的逐步落地，理财产品净值化比例不断提升，叠加整体的利率下行趋势，使得“固收+”类产品迎来了蓬勃的发展扩容。截止2022年3季度，银行理财规模逼近30万亿，其中超7成为债券类资产，而“固收+”类基金规模也已经在今年2季度超过1.8万亿。赎回的负反馈对债市的冲击需要持续的观测。

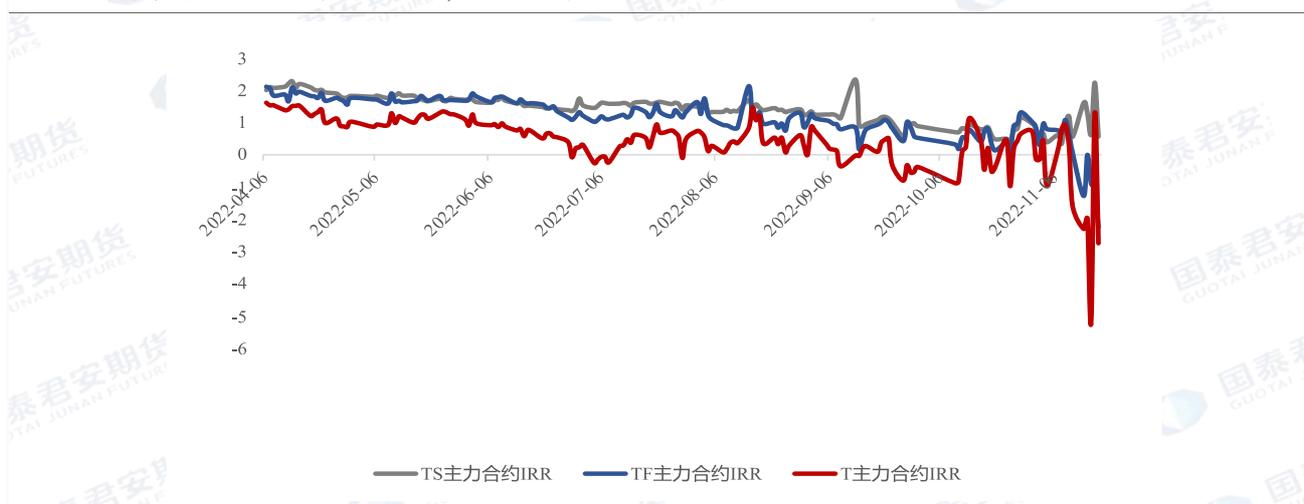
为了保证庞大的债券投资市场的稳定，央行在上周周中开始超额释放短期流动性，达到了债市托底的效果，债市短期超调下或迎来喘息的时间窗口。但央行中期的货币政策与经济基本面的预期当前方向都较为明确，债市的长期配置逻辑或出现转变。

图1: 国债利率、国开债利率陡升



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 2: 国债期货合约 IRR 周中深度探底，周末前有所回升



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 3: 信用债与可转债均遭受波及



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 4: 商业银行 AAA 级也在 11 月上旬逼近 MLF 利率





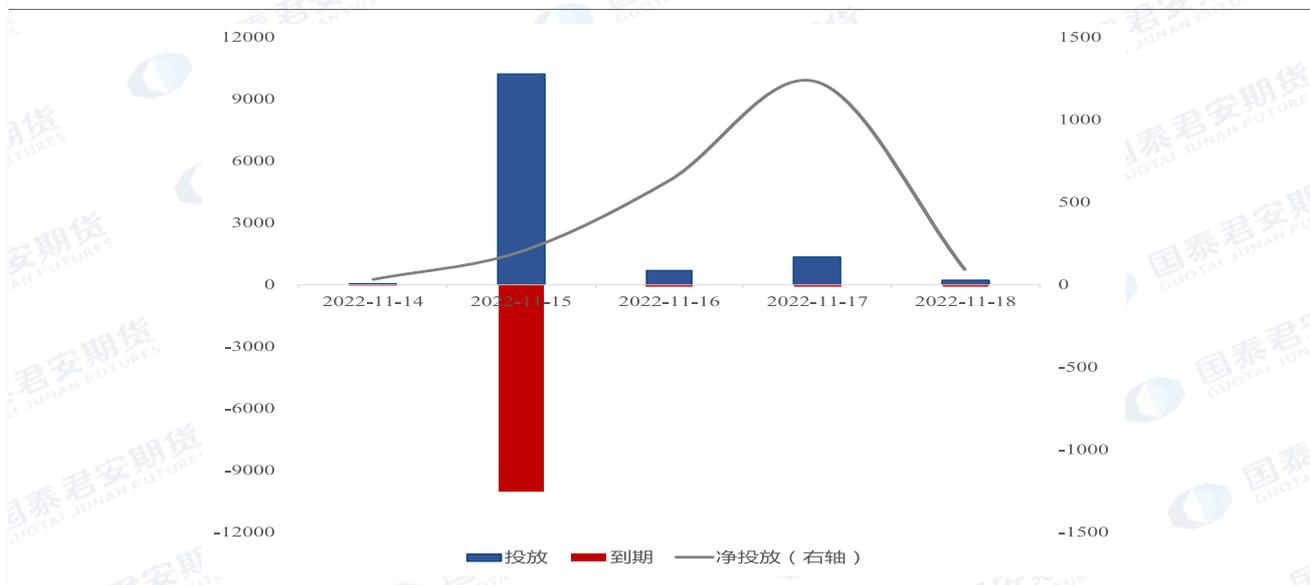
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

2. 短期资金面

央行上周公开市场全口径投放 2180 亿元。在周一、周二国债大幅下跌后，央行在周三、周四通过逆回购累计净投放 1860 亿元。周五央行又通过逆回购净投放 90 亿，但较周三、周四缩量明显。

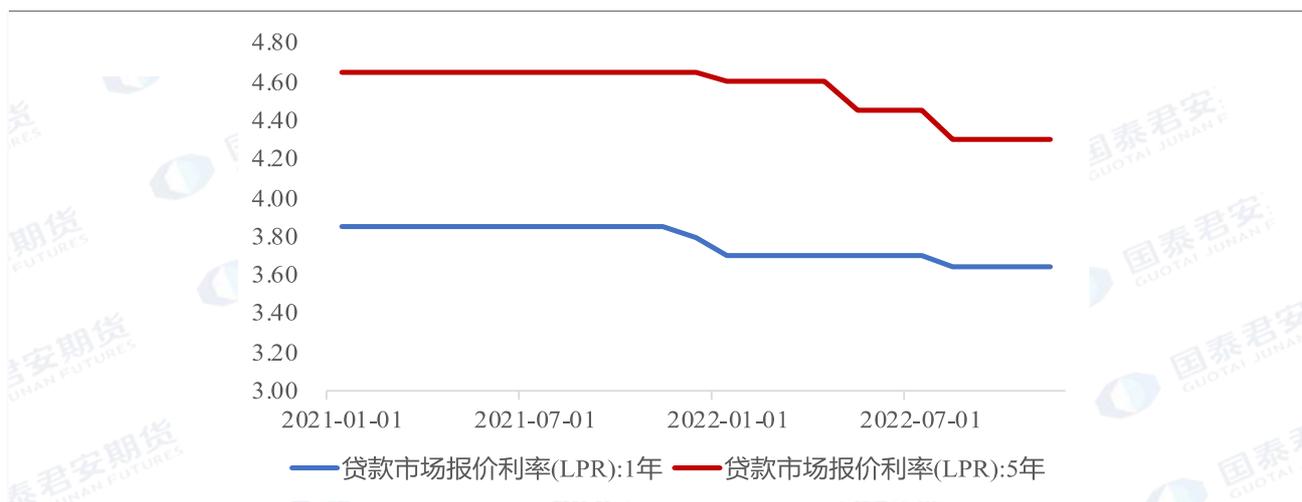
本周一央行公开市场开展了 30 亿 7 天逆回购操作，当日到期 50 亿元，净回笼 20 亿元，并没有延续上周的每日净投放趋势。同时，11 月 LPR 报价持稳，1 年期、5 年期 LPR 维持在 3.65% 和 4.30% 的水平，自 8 月份下调后并无新的改变。

图 5: 短期央行通过逆回购释放超额流动性，托底债市



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 6: 11 月 LPR 维持原水平



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

3. 中期政策面

央行近期发布了三季度货币政策执行报告，在报告中**有三个关键点**值得注意。

首先，未来要“推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持”。但同时要牢牢坚持“房住不炒”定位，**坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段**。

第二，“坚决平抑汇率大起大落”的态度表明了尽管海外的加息速度边际放缓，**但外汇风险仍是央行当下的工作观察重点**。

第三，本次报告中**首次提到对于我国潜在通胀压力的警惕**，尤其是猪周期上行趋势下对CPI端的带动。

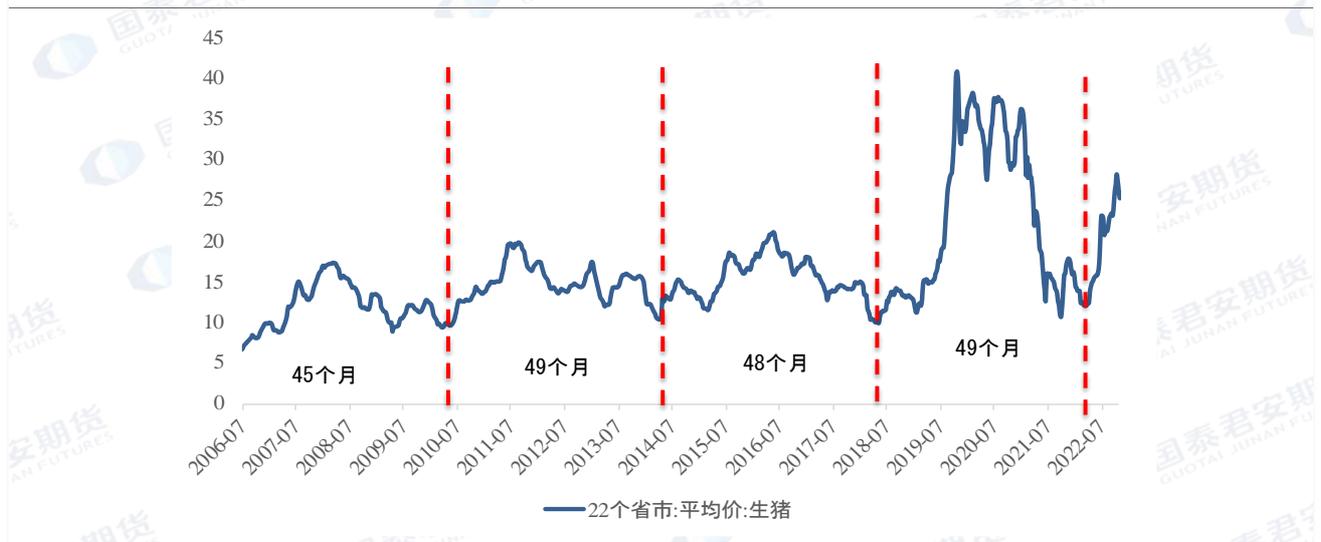
综上，央行对于“坚决不搞大水漫灌”的态度维持坚定，在当下的环境下，经济支持可能更多用到结构性宽松工具，**整体的表态较为克制**。

图7:人民币汇率近期较强，但美联储加息终点不确定下，央行口风仍紧



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 8: 新一轮的猪周期上行仍在继续



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

4. 长期基本面

长期基本面而言，防疫优化“20条”、地产“16条”扭转了对中国基本面的预期，后续仍需关注具体落实进度。

尽管美联储多个委员近日坚定放鹰，延续着加息预期管理，但海外通胀数据的超预期回落与劳动力市场数据的转松迹象提升了全球市场短期的风险偏好，股债的配置面临再平衡。

从以往的信用周期来看，宽货币到宽信用落地一般需要3个季度，本次从时间维度来看，宽信用将逐步落地，在节奏上企业部门融资扩张先于居民部门，尽管居民部门的贷款需求扩张仍需数据支撑，但宽信用的逐步落地往往也标志持续的低利率环境告一段落。

从我国库存周期与大类资产的表现来看，我国将从主动去库进入被动去库周期，被动去库周期中随着经济复苏长端利率中枢上移明显。

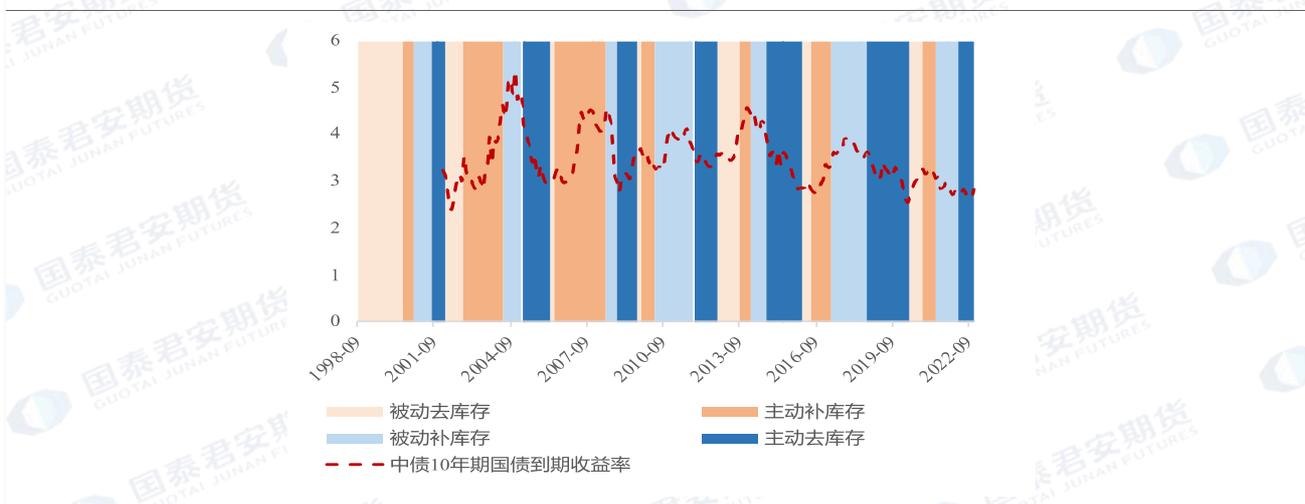
未来在波动率逐渐降低的前提下，债市配置策略或需要进行适当的信用下沉与可转债精选来应对中长期市场逻辑的变化。

图9:宽信用的逐渐落地，也是股市走牛的信号，大类资产中股债面临再平衡



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图10:10年期国债收益率在被动去库阶段中枢抬升



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 11: 历史数据统计也显示切换至被动去库存周期后, 利率区间表现转正

库存周期	10年期国债收益率		3年期AA产业债利差	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	20%	-74	0.00%	-67
被动去库存	67%	19	0.00%	-24
主动补库存	67%	46	33.00%	-5
被动补库存	50%	-16	67.00%	20

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521