

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 月经济数据显示经济继续修复，其中消费反弹力度超出预期，基建投资小幅回落，制造业投资保持稳定，地产投资仍然为主要拖累。生产端 10 月有所加快，采矿业、制造业增速上行。出口增速继续下行，但进口增速超出预期，显示内需逐步走强。失业率与前值持平，但 31 大城市失业率下行，显示就业情况有所好转。通胀方面，10 月 CPI 有所回落，主要受食品价格拖累，PPI 上行趋势暂缓，核心 CPI 有所回落。

11 月以来，短期资金利率较 10 月下旬整体下行，DR007 回归至政策利率附近，但多在政策利率上方，资金面整体中性略偏紧。货币政策方面，央行行长在新华社访谈中表示后续货币政策将更加注重做好跨周期和逆周期调节，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，持续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动实体经济融资成本稳中有降，着力为实体经济稳定增长营造良好的货币金融环境。综合来看，社融主要由政府债和票据融资拉动，居民和企业融资需求仍偏弱，货币政策对资金面的支持力度或加码，对债市有所支撑，但政府债大量发行或对资金面有所扰动，继续关注政府债发行进度。

11 月以来，受资金面边际宽松影响，收益率较之前高点有所回落。从经济基本面来看，10 月数据显示经济仍然处于修复过程中，目前政策放松效果有限。后续在增发国债落地的提振下，经济预计继续修复。货币政策方面，预计延续宽信用、稳货币的政策取向，资金利率保持在紧平衡状态。从债券供需来看，后续预计仍有 1.7 万亿政府债券新增，供给压力仍然较大。总体而言，目前基本面和政策对债市仍然偏利空，建议交易盘保持谨慎，关注 12 月中央经济工作会议；配置盘在当前点位可择机介入，目前收益率曲线较为平坦，可选择 3Y、7Y 国债。

## 目录

一、宏观经济：消费持续反弹，地产仍为主要拖累	3
(一) 消费、进口较好，地产仍为主要拖累	3
1、投资：继续下滑，地产仍为主要拖累，基建投资下行	3
2、地产：竣工支撑减弱，销售尚未明显反弹	4
3、消费：增速继续上行，地产、汽车、通讯器材消费增长较多	5
4、就业：失业率与前值持平	5
5、出口：进口增速超出预期，内需有所改善	6
6、高频数据：受10月假期影响，钢铁、煤炭生产放缓	8
(二) 生产：10月采矿业、制造业产业生产加速	12
(三) CPI受食品价格影响回落，PPI小幅下行	13
二、流动性及货币政策：资金面中性略偏紧，货币政策更注重逆周期调节	16
(一) 流动性回顾：短期资金利率中枢下行，长期资金利率中枢上行	16
(二) 金融数据：票据融资同比多增，居民端和企业中长期贷款较弱	19
(三) 下阶段流动性展望：政府债发行扰动延续，货币政策有支撑	22
三、利率债策略：经济修复叠加供给冲击，配置择机介入	22
(一) 利率债走势回顾	22
1、收益率逐步回落	22
2、隐含税率基本稳定	25
(二) 利率债影响因素分析	25
1、经济基本面：经济修复趋势延续	25
2、通胀：CPI下行至负，PPI回落	26
3、广义流动性：(社融-M2)持续回升	26
4、狭义流动性：资金利率中枢高于政策利率	27
5、债券供需：剩余供给压力仍然较大	28
6、中美利差：美债回落，中美利差倒挂幅度有所收窄	29
7、股债比价：股票性价比相对较高	29
(三) 利率债策略：经济修复延续，配置择机介入	30

## 一、宏观经济：消费持续反弹，地产仍为主要拖累

10 月经济延续修复趋势，虽制造业 PMI 指数下滑，但多为季节性规律，十一长假后需求端往往会有所放缓。

分项指数变化显示，市场需求季节性波动。国内需求下滑有一定季节性因素：一方面，在十一长假过后，前期较快增长的消费品需求季节性放缓；另一方面，进入 10 月后，化工产品市场需求逐步从旺季向淡季过渡，同时石油消费也偏弱运行，带动整个基础原材料行业市场需求有所收缩。海外需求持续收缩。从历史数据来看，多数年份内 10 月新出口订单指数较 9 月份有所下降，表明新出口订单指数下降也存在季节性影响。价格指数高位回落。原材料价格增速放缓叠加市场需求波动下行，对产成品价格的支撑也有所趋弱。

**图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)**

	PMI	非制造业	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
2023-10	49.5	50.9	49.5	46.8	44.2	48.5	49.8	47.5	47.7	52.6	48.2	48.0	50.2	55.6
2023-09	50.2	52.7	50.5	47.8	45.3	46.7	50.7	47.6	53.5	59.4	48.5	48.1	50.8	55.5
变动	-0.7	-1.8	-1.0	-1.0	-1.1	1.8	-0.9	-0.1	-5.8	-6.8	-0.3	-0.1	-0.6	0.1

### (一) 消费、进口较好，地产仍为主要拖累

#### 1、投资：继续下滑，地产仍为主要拖累，基建投资下行

1-10月固定资产投资累计同比增速2.9%，较前值降低0.2个百分点，投资增速继续下滑。

从累计同比增速看，固定资产投资三大分项中，地产投资增速继续下滑，制造业投资保持稳定、基建增速小幅下行。从当月同比增速看，固定资产投资当月同比增速小幅回升，其中房地产投资当月增速回升，制造业、基建当月增速下行。

制造业投资整体较为稳定，从行业来看，中游金属制品、通用设备制造业、专用设备制造业增速上行幅度较大。

**图表 2 固定资产投资当月同比增速 (%)**

指标名称	固定资产投资完成额	房地产	制造业	基建
2023-10	-11.34%	-16.69%	6.20%	5.57%
2023-09	-11.62%	-18.67%	7.86%	6.79%

## 2、地产：竣工支撑减弱，销售尚未明显反弹

1-10月，房地产投资累计增速-9.3%，较前值降低0.2个百分点。当月同比增速-16.39%，较前值提高2个百分点。

从当月同比增速来看，10月投资、资金来源增速上行较多，新开工、竣工增速均下行，销售增速较为稳定。从累计增速来看，除新开工增速小幅回升外，其余分项继续下滑。

**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
2023年10月	-20.34	-16.69	-21.23	13.38	-17.03
2023年9月	-19.76	-18.67	-15.18	23.91	-18.76
变动	-0.6	2.0	-6.0	-10.5	1.7

30大中城市地产销售数据显示，在限贷政策取消后，10月地产销售略有起色，但11月以来再度回落。11月日均成交面积同比增速从10月的-2.56%下降至-28.22%。其中一、二、三线城市均回落，同比增速分别为-28.64%、-20.98%、-43.36%，显示限贷政策放松后短期有一定效果，但11月以来市场再度转冷。

从土地成交情况来看，10月份土地成交增速有所回升，11月以来再度回落，从10月的-15.69%下降至-46.5%。从土地成交溢价率来看，11月平均土地溢价率继续小幅下行，从10月的3.46%下降至3.35%，地产商预期仍然较为低迷。

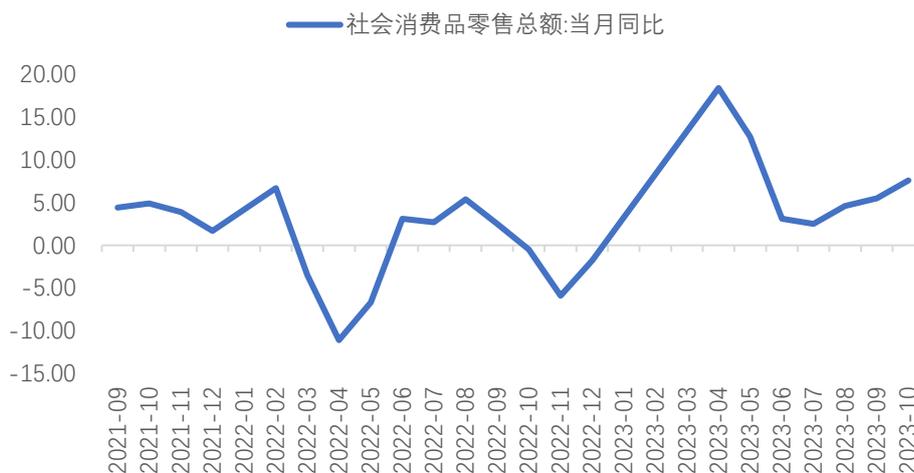
总体而言，10月地产当月增速有所回升，销售也在限贷政策放松的刺激下有所回暖。但11月以来，地产销售再度转冷，土地出让较为缓慢，显示预期仍然较为低迷。向后看预计地产短期内仍在底部区域徘徊，投资增速或随着基数的降低逐步企稳。

### 3、消费：增速继续上行，地产、汽车、通讯器材消费增长较多

10月消费增速继续上行，当月同比增速7.6%，较前值提高2.1个百分点。10月消费增速反弹，一方面是基数较低影响，另一方面地产相关、汽车以及通讯器材等消费也有所提振。

从细项看，10月石油制品消费降幅较大，化妆品消费增速小幅下降，其余类产品消费增速均回升。具体来看：一是地产相关消费回升较为明显，家电、家具、装潢增速分别提高11.9、1.2、3.4个百分点至9.6%、1.7%、-4.8%。二是汽车消费增速上行，较前值提高8.6个百分点至11.4%，或受当月部分车型促销热卖影响。三是通讯器材增速上行，较前值提高14.2个百分点至14.6%，或受10月华为、小米新机发布等因素影响。

**图表4 社会消费品零售总额当月同比增速（%）**



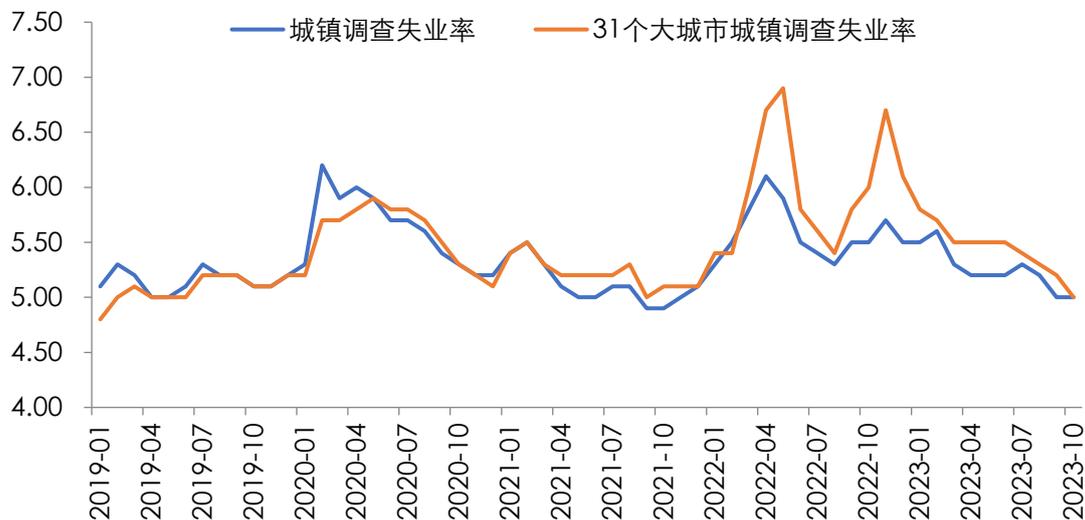
总体来看，10月消费延续上行趋势，且上行幅度略高于预期。从细项来看主要受10月汽车、通讯以及地产相关消费的拉动。向后看随着经济继续修复，居民收入有望继续改善，且后续消费基数较低，消费增速预计将继续上行。

### 4、就业：失业率与前值持平

10月，全国城镇调查失业率5%，与前值持平。31个大城市城镇调查失业率为5%，较前值下降0.2个百分点。随着经济持续修复，失业率也逐步下滑，31个

大城市失业率降幅较为明显。

**图表 5 城镇调查失业率(%)**



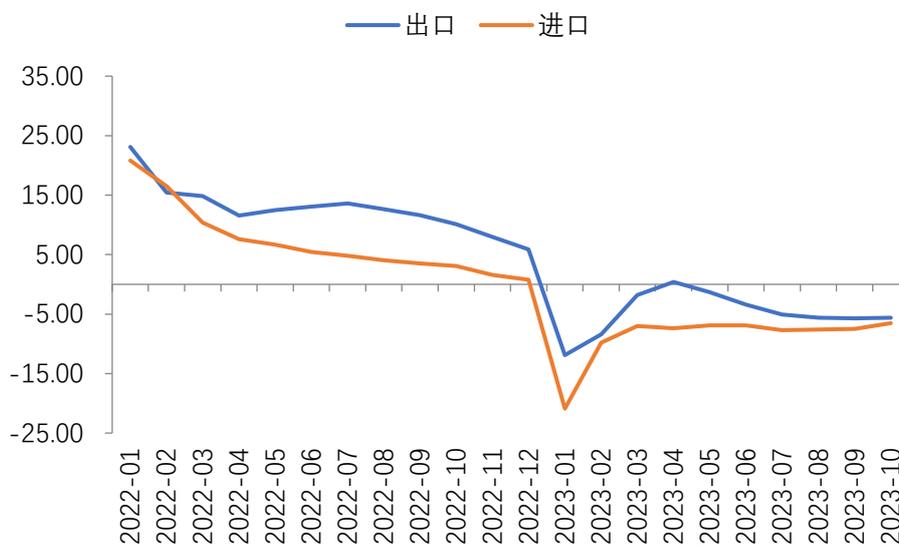
## 5、出口：进口增速超出预期，内需有所改善

### (1) 当月出口增速继续下降，显示外需疲弱

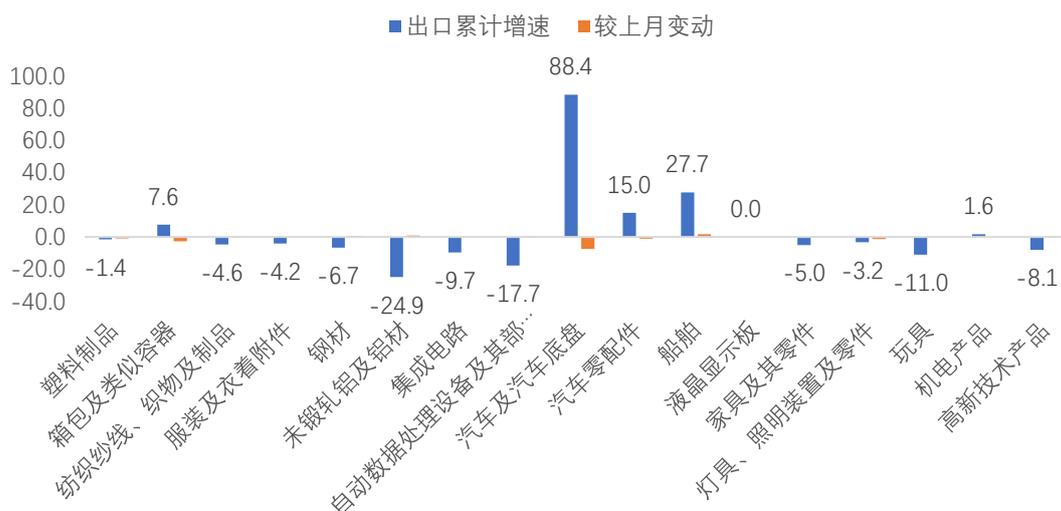
按美元计，1-10月份出口累计同比增速为-5.6%，较前值提高0.1个百分点。当月出口同比增速-6.4%，较前值降低0.2个百分点。

10月出口增速在基数下降的情况下继续下滑，显示外需较为疲弱。从出口产品来看，日用品类出口增速降幅较大，汽车出口景气度略有回落。对美国出口增速继续改善，但对新兴国家出口增速继续下滑。从11月第134届广交会成交情况来看，本届广交会线下出口成交223亿美元，比第133届增长2.8%，显示出口恢复较为缓慢。向后看，随着四季度基数的继续下行，出口增速预计能够有所回升，但全年来看回升幅度有限，预计仍为负增长。

图表 6 中国进出口累计增速（以美元计，%）



图表 7 中国出口累计增速（以美元计，%）

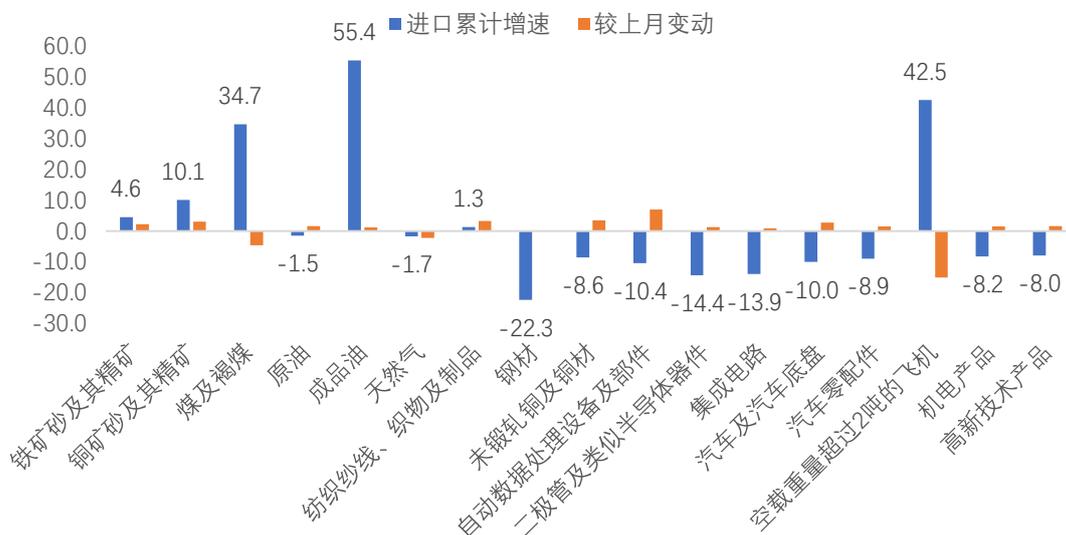


(2) 进口：增速高于预期，显示内需有所改善。

按美元计，1-10月进口累计同比增速-6.5%，较前值上升0.1个百分点。当月进口同比增速3%，较前值大幅提高9.3个百分点。

从进口产品类别看，1-10月进口呈现以下特点：一是能源类进口增速有所下滑。二是飞机进口增速继续下滑。三是其余各类产品进口增速均上行，显示内需或有所改善。

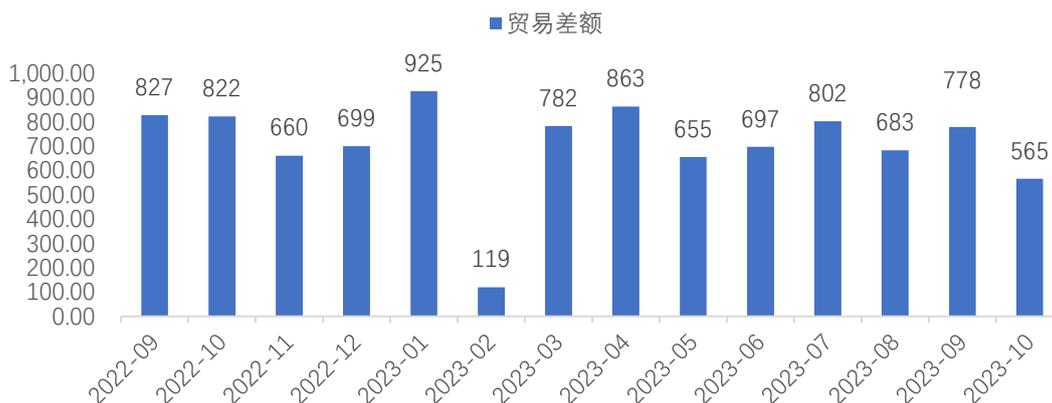
图表 8 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差环比下降。

按美元计，10月我国贸易顺差为565亿美元，较上月环比下降。受10月进口增速较为强劲，出口继续下行影响，贸易顺差较前值缩窄。目前中美债券收益率倒挂幅度仍然较大，外资流出压力仍存，叠加贸易顺差收窄，人民币仍有一定贬值压力。

图表 9 贸易差额当月值（单位：亿美元）



6、高频数据：受10月假期影响，钢铁、煤炭生产放缓

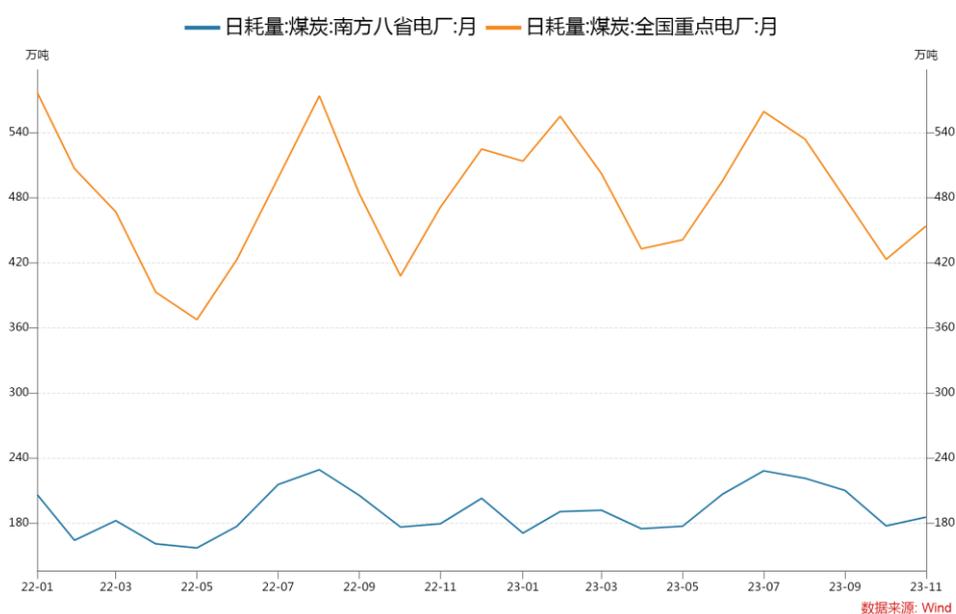
从高频数据来看，受10月假期影响，上半月钢铁、煤炭以及轮胎开工均有

所下降，显示生产有所放缓。钢铁价格也小幅下跌，库存再度累积。

(1) 电厂日耗煤量环比上升

从电厂耗煤量来看，11月以来南方电厂日耗煤量环比有所上升，从10月的178万吨/日上升至186万吨/日；全国重点电厂日耗煤量从423万吨/日上升至454万吨/日。电厂耗煤量的环比上升，或受11月以来天气转冷，居民用电需求上升影响。

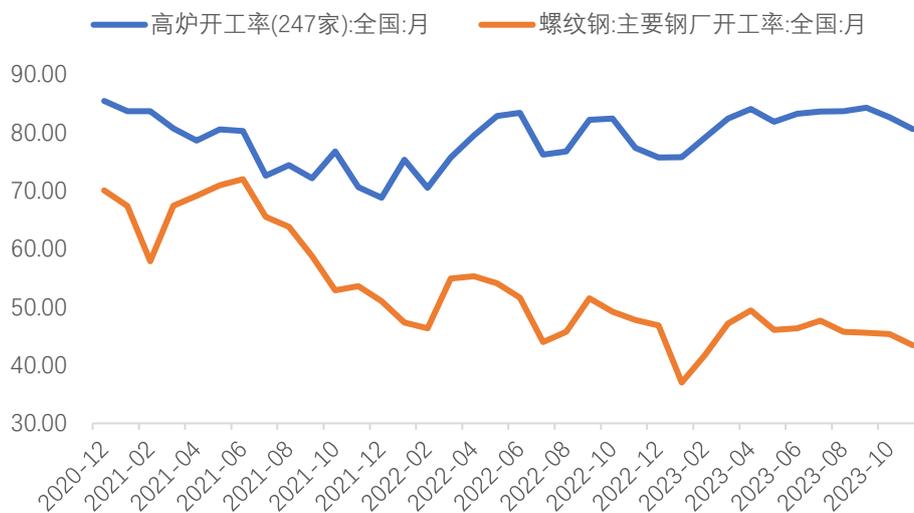
图表 10 重点电厂日耗煤量



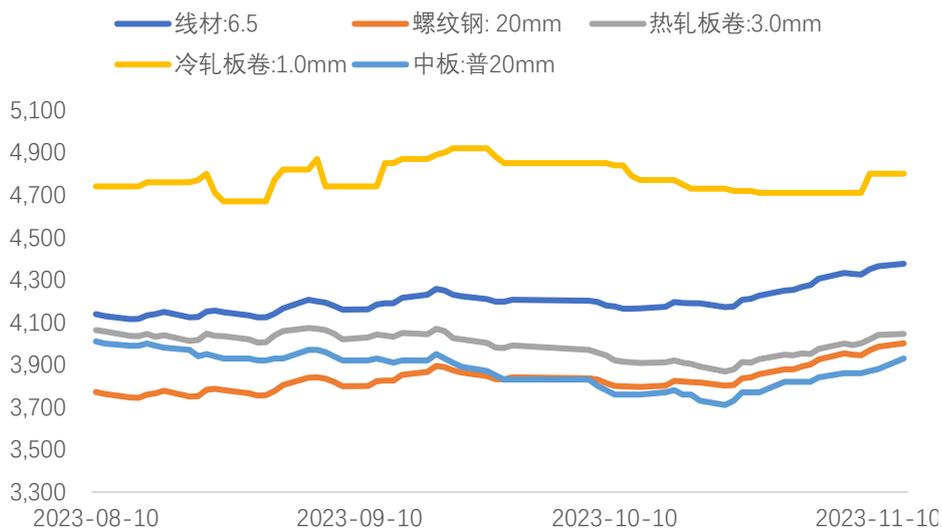
(2) 钢铁开工率回落、价格小幅上涨，库存下降速度慢于往年

从生产端来看，11月钢铁开工率较10月继续回落。其中全国247家钢厂高炉开工率从10月的82.61%下降至80.57%，螺纹钢主要钢厂开工率从45.33%下降至43.44%。各类钢材价格自10月以来小幅上涨。从库存来看，11月以来库存有所下降，但与往年同期相比，本年度库存下降速度相对较慢。

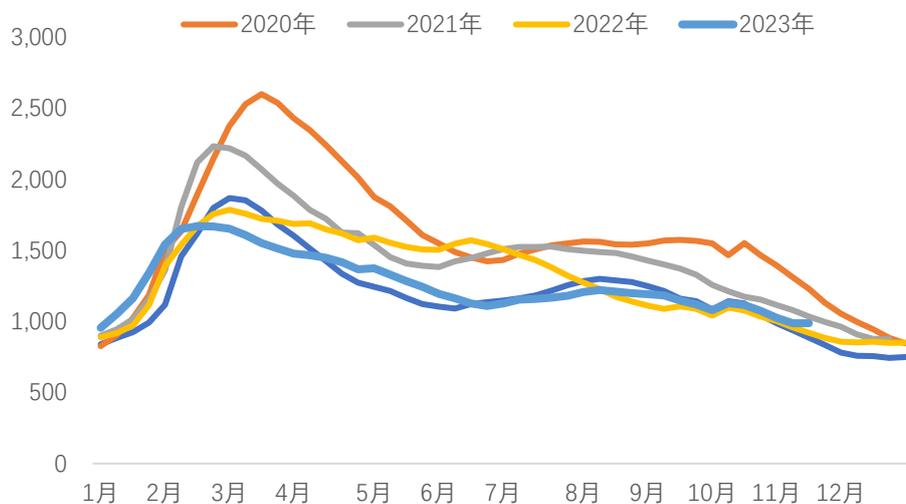
图表 11 钢铁高炉开工率



图表 12 各类钢材价格

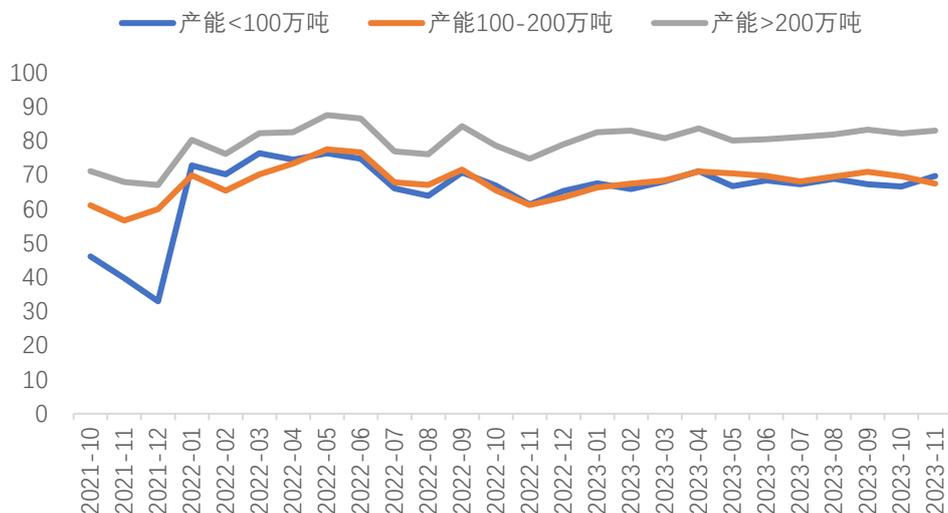


图表 13 钢材社会库存



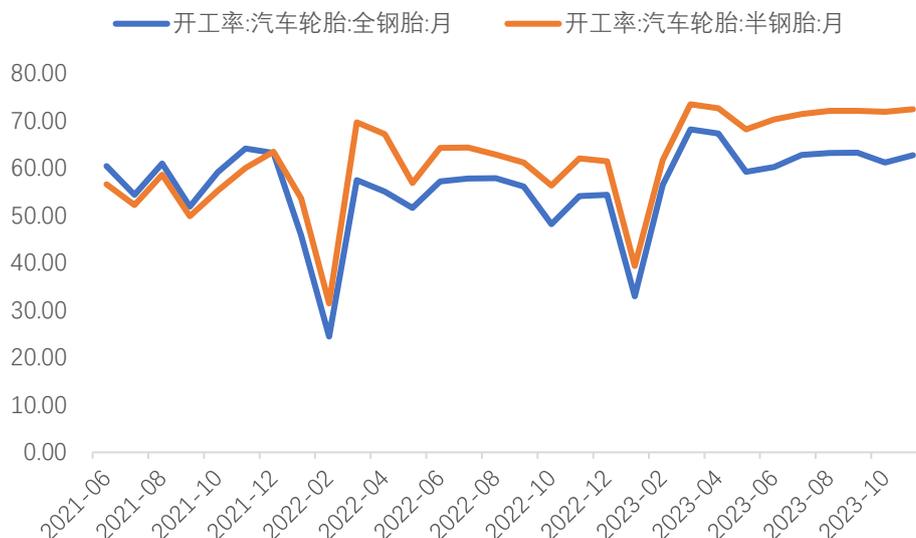
11月焦化企业开工率有升有降，大、小型焦炭企业开工率回升，分别较10月提高0.81、3.15个百分点；中型焦炭企业开工率小幅回落，较10月下降2.15个百分点。

图表 14 焦化企业开工率



从卡车轮胎开工率来看，10月开工率下降，11月以来有所回升。全钢胎和半钢胎开工率分别为62.74%、72.45%，分别较10月提高1.58、0.57个百分点。

**图表 15 汽车轮胎全钢胎开工率**



**(二) 生产：10月采矿业、制造业产业生产加速**

1-10月，规模以上工业增加值累计同比增长4.1%，较前值提高0.1个百分点。当月同比增速为4.6%，较前值提高0.1个百分点。10月随着经济修复、需求好转，生产端也较为旺盛。

**图表 16 规模以上工业增加值累计同比增速 (%)**

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
2023-10	4.10	1.80	4.50	3.30	1.90
2023-09	4.00	1.70	4.40	3.50	1.90
2023-08	3.90	1.70	4.30	3.50	1.80

从行业来看，10月采矿业、制造业生产加快，电力、燃气和水的生产供应业有所放缓，高技术产业保持稳定。具体从累计同比增速来看，采矿业增长1.8%，较前值提高0.1个百分点，或受近期煤炭需求增加影响。制造业增长4.5%，较前值提高0.1个百分点，继续随库存周期回升而上行。高技术产业增速较为稳定，与前值持平在1.9%。电力、燃气及水的生产和供应业增长3.3%，较前值下降0.2个百分点。

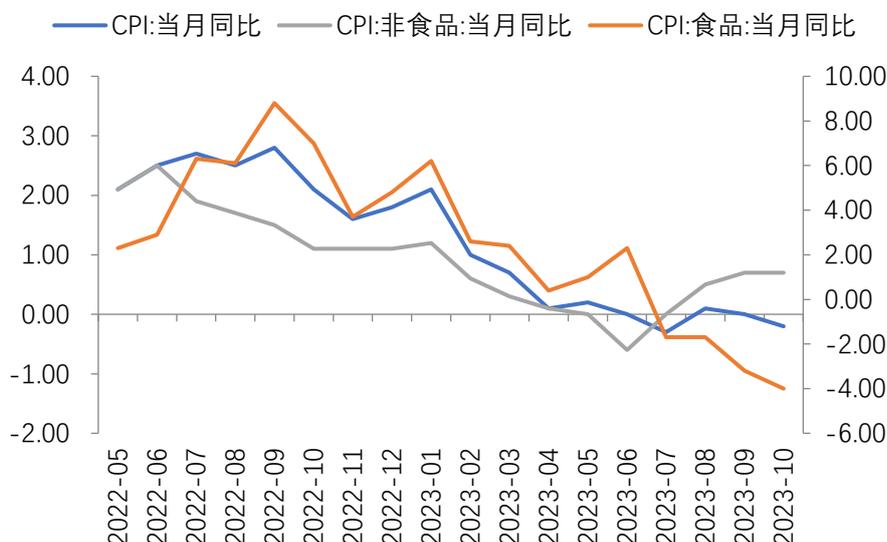
总体而言，10月经济数据显示经济继续修复，其中消费反弹力度超出预

期，基建投资小幅回落，制造业投资保持稳定，地产投资仍然为主要拖累。生产端10月有所加快，采矿业、制造业增速上行。失业率与前值持平，但31大城市失业率下行，显示就业情况有所好转。

### （三）CPI 受食品价格影响回落，PPI 小幅下行

10月通胀CPI低于市场预期，主要受食品价格拖累；PPI同比增速下行。

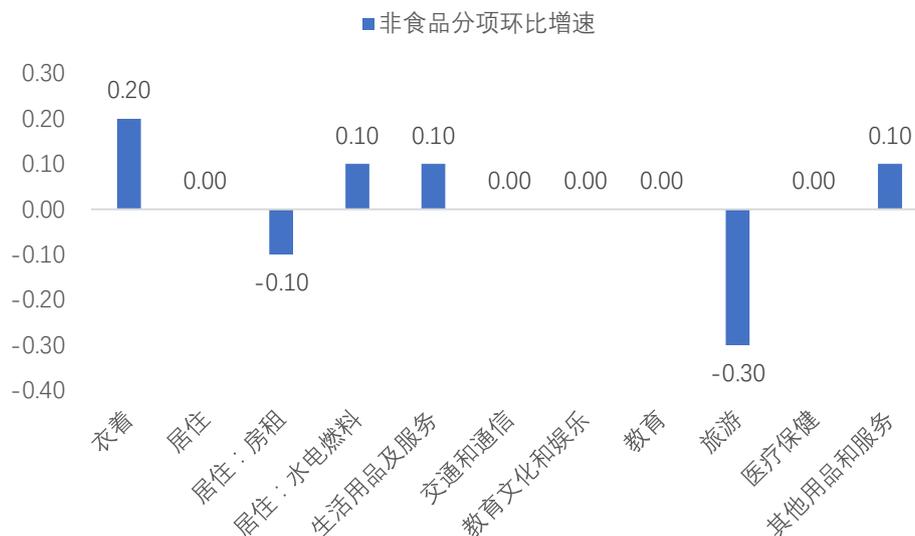
图表 17 CPI 变化趋势 (%)



#### 1、食品价格降幅较大，带动CPI下行。

10月CPI同比增速为-0.2%，环比下跌0.1%，低于近五年均值0.3%。其中食品价格环比下跌0.8%，是拖累CPI的主要因素，猪肉、鲜菜、蛋类价格跌幅较大。非食品价格较为稳定，衣着、生活用品类环比上涨，旅游价格环比下跌。

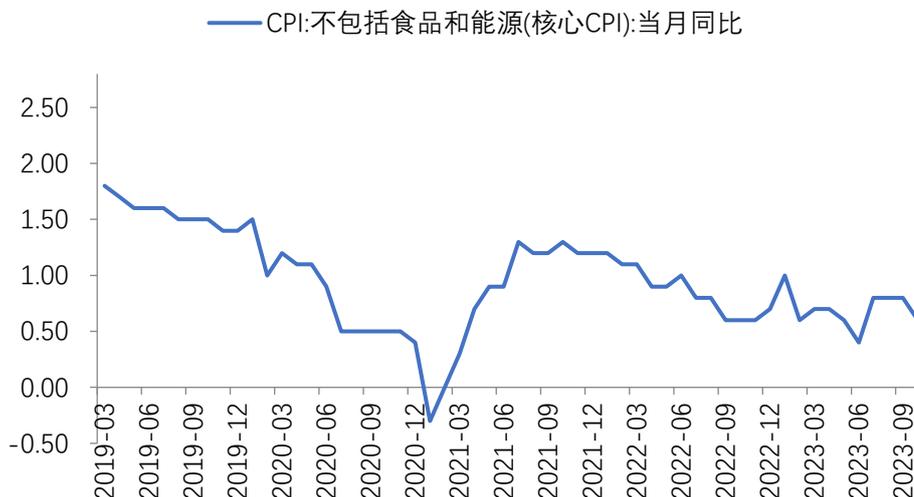
**图表 18 CPI 非食品分项环比涨跌幅 (%)**



## 2、核心 CPI 增速回落

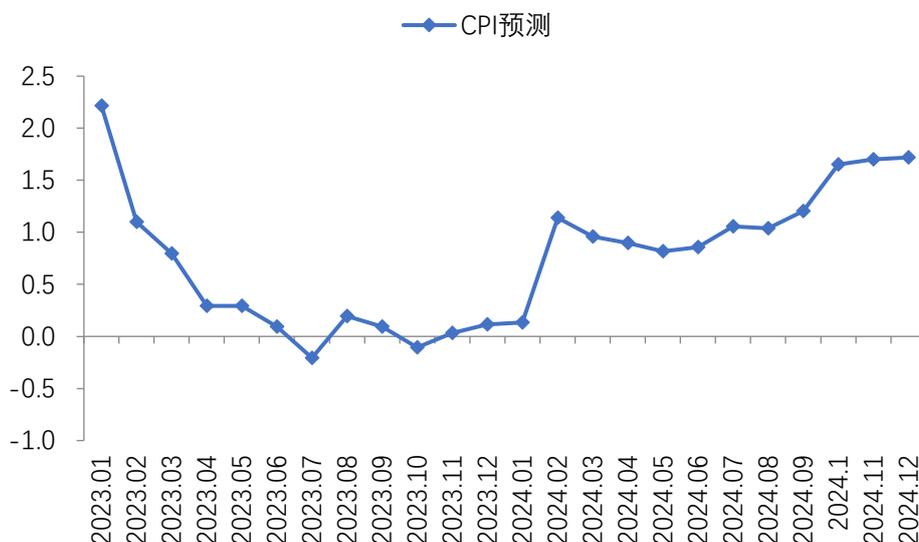
10月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为0.6%，较前值降低0.2个百分点；环比上涨0%，较前值降低0.1个百分点。核心CPI环比增速有所下降，主要受国庆假期过后，旅游类消费需求下降较多影响。

**图表 19 核心通胀走势 (%)**



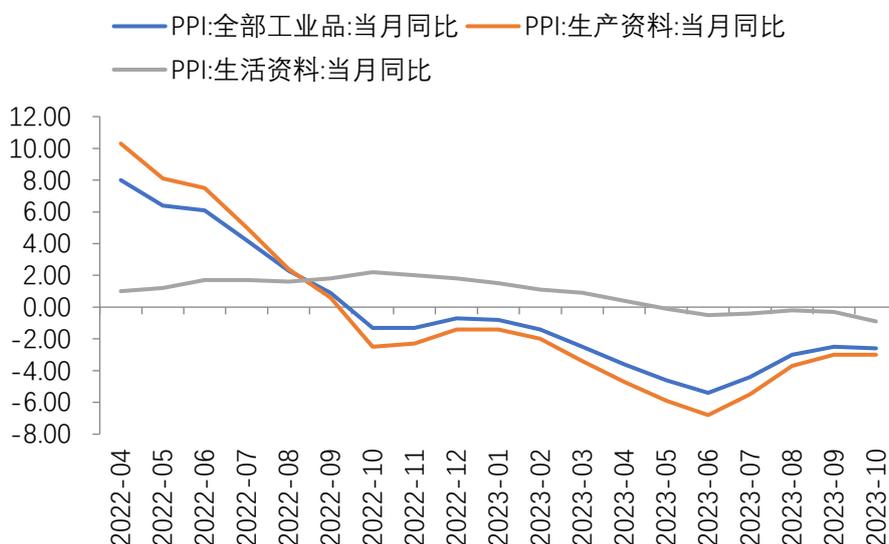
从CPI后续走势测算来看，10月CPI环比涨幅低于往年平均水平，主要受当月食品价格降幅较大拖累，使得10月CPI低于市场预期。向后看，后续CPI预计将继续回升，但受食品价格影响，预测回升幅度较之前降低，大致在0.2%附近。

图表 20 CPI 走势预测 (%)



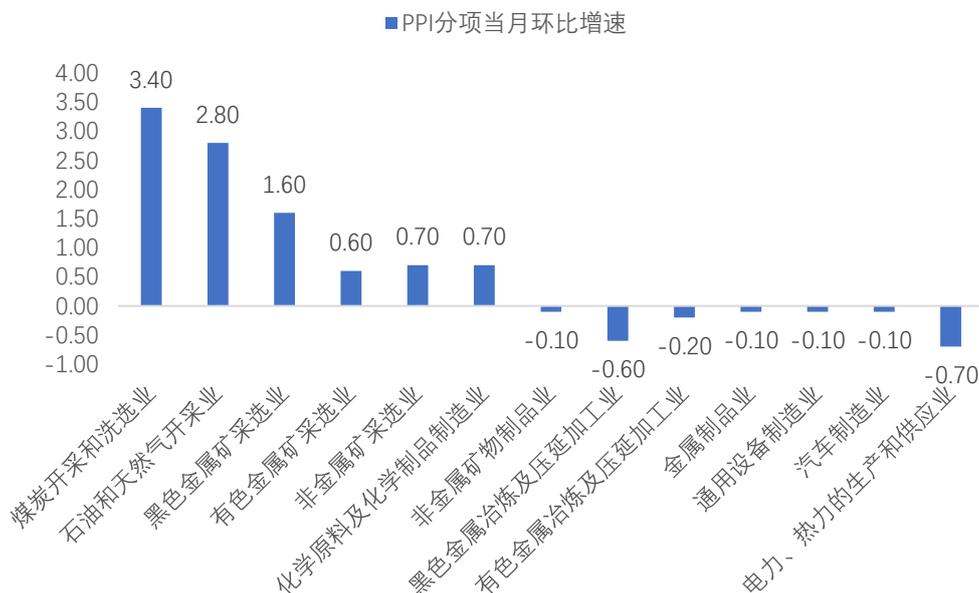
10月，PPI环比上涨0%，较前值降低0.4个百分点；同比增长-2.6%，较前值降低0.1个百分点。受国际原油、有色金属价格波动及上年同期对比基数走高等因素影响，全国PPI环比由涨转平，同比降幅略有扩大。

图表 21 PPI 及分项走势



从分项看，10月上游价格涨幅较大，中游价格涨幅缩窄，下游价格环比下跌。10月上游石油、煤炭、金属采选业环比涨幅较大，中下游钢铁、有色、水泥价格下跌。从高频数据看，11月以来工业品价格重回上涨，但后续PPI基数有所提升，预计后续PPI上行趋势暂缓。

图表 22 PPI 分项当月环比增速 (%)



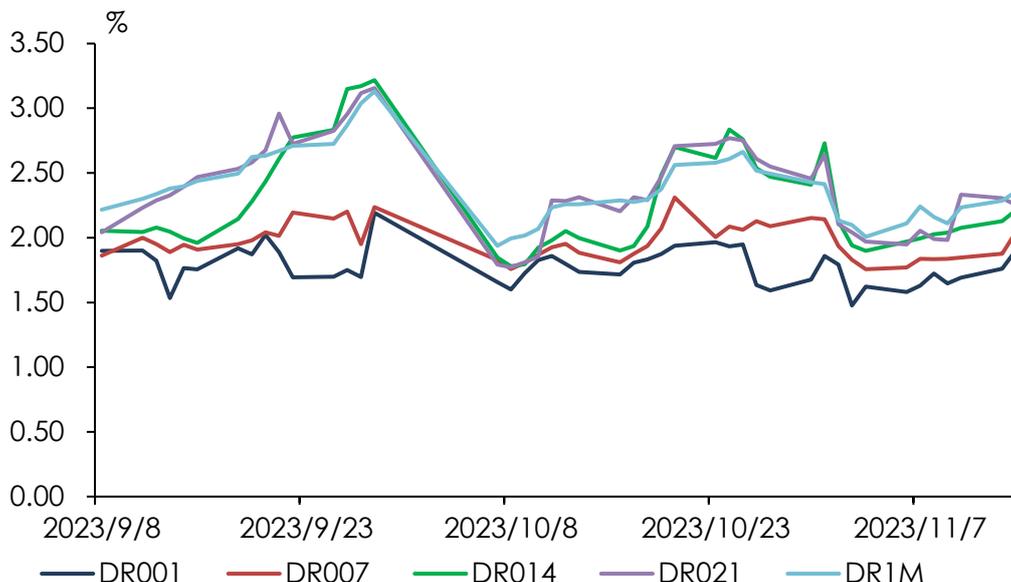
## 二、流动性及货币政策：资金面中性略偏紧，货币政策更注重逆周期调节

### (一) 流动性回顾：短期资金利率中枢下行，长期资金利率中枢上行

央行 11 月上半月每日开展 7 天逆回购，超量续作 MLF，上半月短期资金利率中枢整体较上月下移，DR007 回归至政策利率附近，临近月中缴税期有所走高。

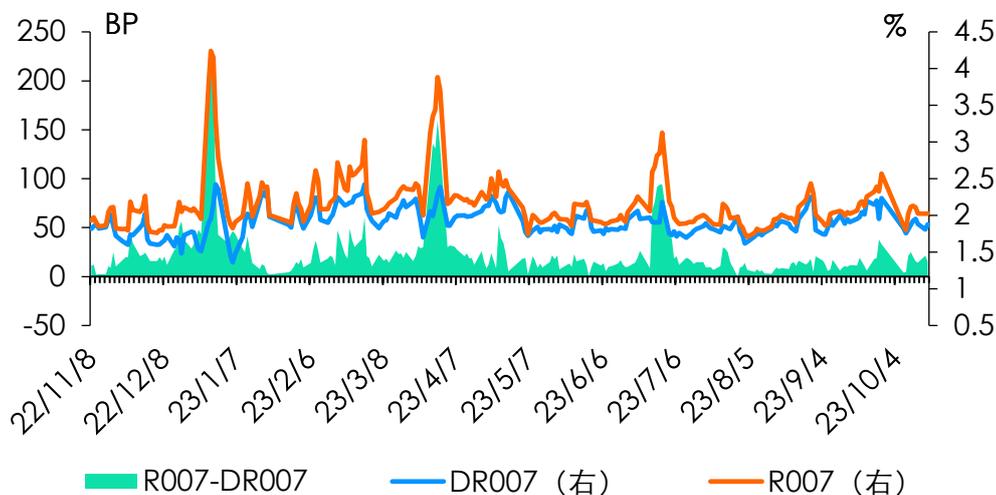
具体来看，截至 11 月 15 日，央行累计开展 11 期 7 天逆回购操作，投放金额 29100 亿元，超量续作 MLF 投放金额 14500 亿元。结合到期量来看，11 月上半月央行净回笼为 6560 亿元。短期资金方面，11 月以来资金面较上月下旬转松，但整体中性略偏紧，或与政府债发行及近缴税期有关。具体来看，截至 11 月 14 日，DR001 均值为 1.68%，DR007 均值为 1.86%，DR014 均值为 2.04%，DR021 均值为 2.1%，DR1M 均值为 2.17%。资金价格较上月月均下行，分别下行 11bp, 13bp, 21bp, 25bp 和 19bp。

图表 23 各期限短期资金利率均值整体下行



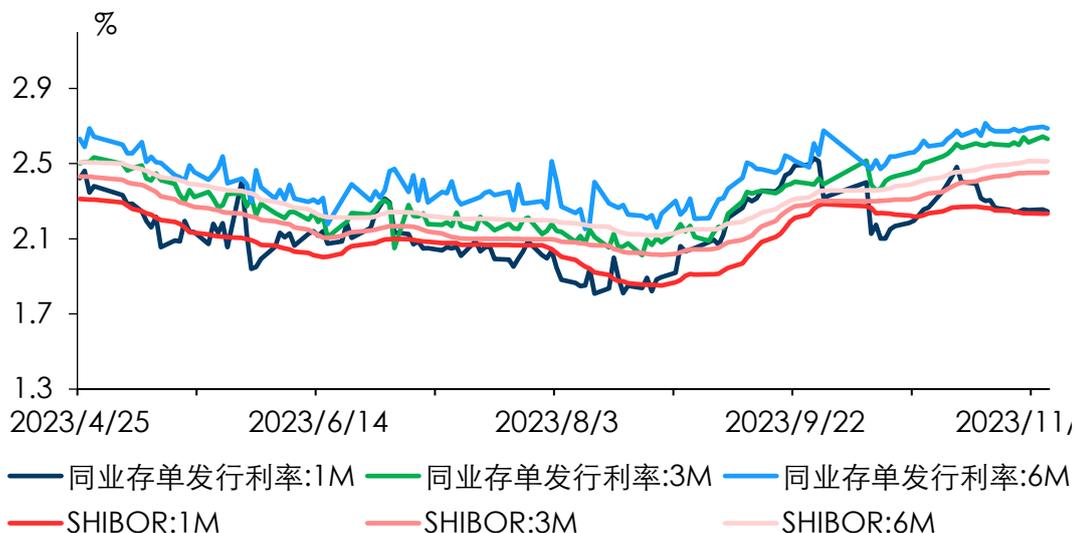
11月以来，机构流动性分层较上月改善。截至11月14日，R007-DR007的均值为24.27bp，较10月的均值35.03bp下降。

图表 24 机构流动性分层改善



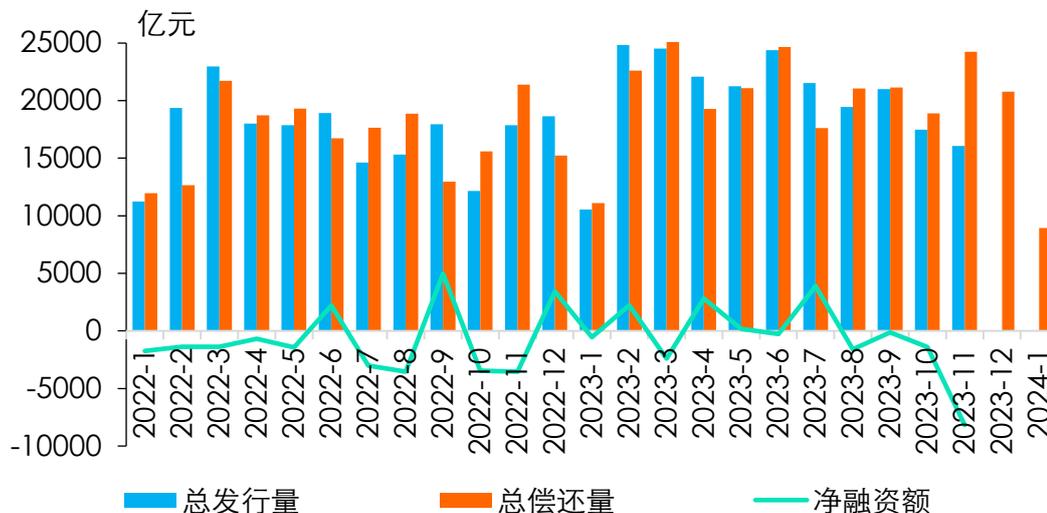
长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢除 1M 同业存单发行利率外，其余较上月上行。具体来看，同业存单方面，至 11 月 15 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 2.26%，3M 为 2.62%，6M 为 2.68%，分别较 10 月均值下行 1bp、上行 13bp 和上行 10bp；Shibor 方面，截至 11 月 14 日，各期限平均利率：1M 为 2.25%，3M 为 2.44%，6M 为 2.5%，分别较 10 月均值持平、上行 10bp 和上行 9bp。

图表 25 长期资金价格多数上行



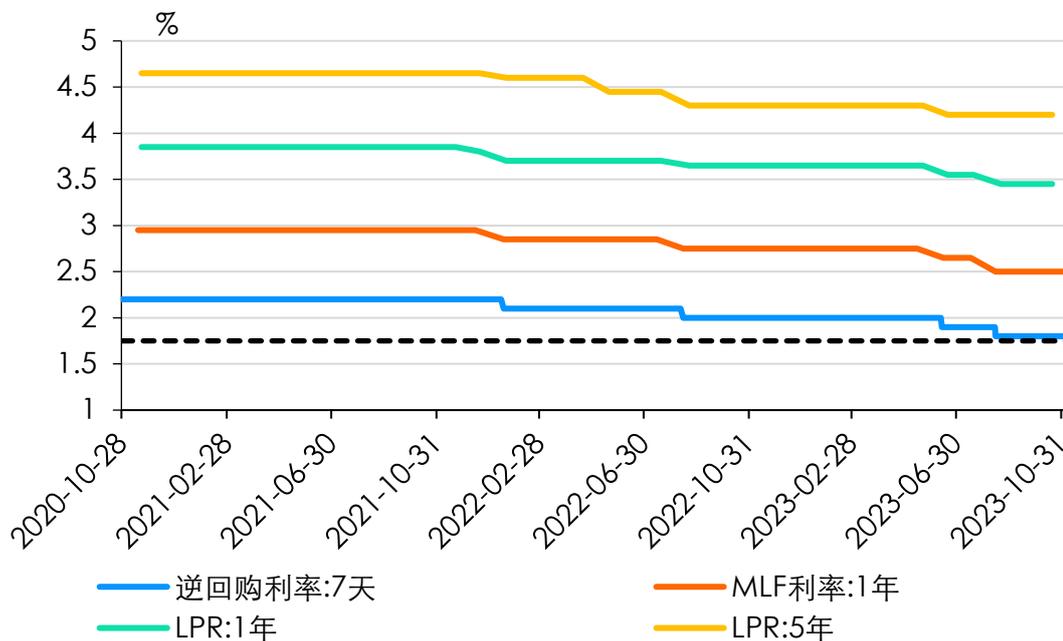
向后看，11、12月同业存单偿还量分别为2.4万亿元和2.1万亿元，偿还量有所增加，同业存单发行利率上行压力边际增加。

图表 26 同业存单发行与到期情况（亿元）



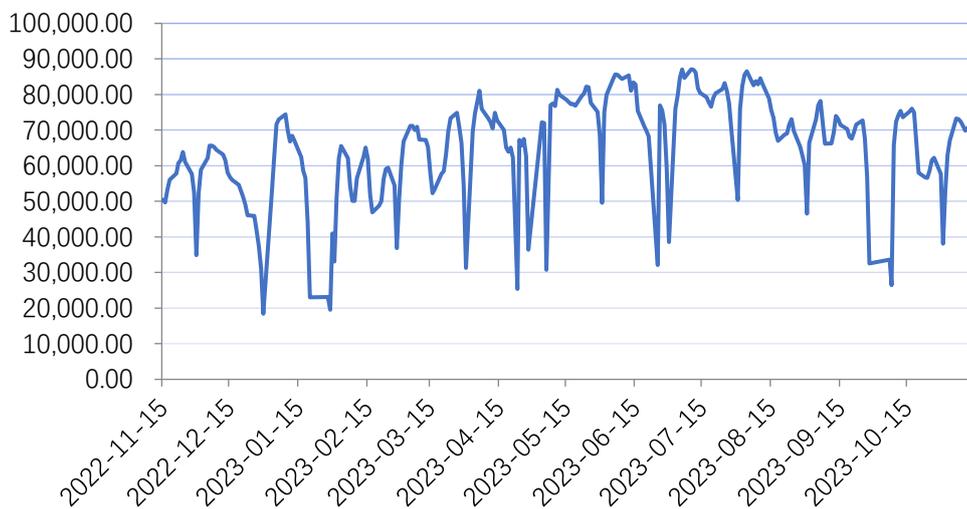
利率走廊方面，本月7天期逆回购操作利率为1.8%，MLF操作利率为2.5%，1年LPR为3.45%，5年LPR为4.2%，较上月持平。

图表 27 利率走廊变化 (%)



11 月上半月，银行间质押式回购日成交量均值为 6.8 万亿，较上月均值 6.1 万亿有所增加。上半月质押式回购日成交量最高为 7.3 万亿，较上月 7.6 万亿有所减少。整体来看，本月振幅有所降低。

图表 28 银行间质押式回购日成交量 (亿元)

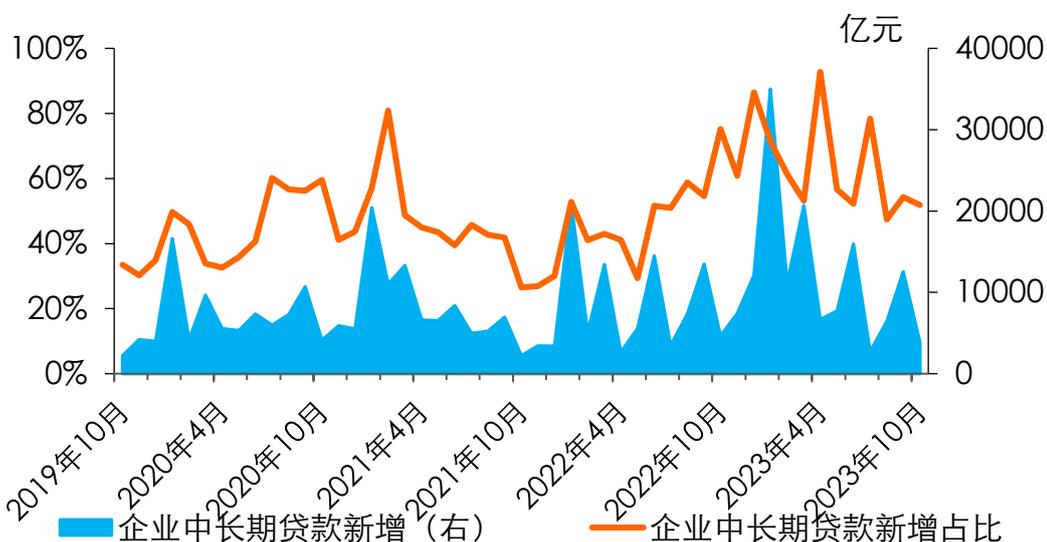


## (二) 金融数据：票据融资同比多增，居民端和企业中长期贷款较弱

10 月信贷总量同比多增，主要由于票据融资同比多增，但居民端和企业中

长期贷款均表现较弱。居民端，短期贷款同比多减，消费需求较弱；中长期贷款绝对规模较低，同比多增主要由于同期基数低，地产销售方面，除二线城市商品房销售面积同比改善外，一线和三线城市均回落，三线城市回落尤其明显。向后看，房地产销售高频数据同比和环比回落明显，居民购房需求改善趋势未见延续。企业端，短期贷款同比小幅少减，中长期贷款同比少增较多，前十个月对公信贷投放规模同比多增，对存量信贷项目储备消耗较多。向后看，11 月票据利率较 10 月末略有上行，整体处于低位，反映出信贷投放可能稍有改善。

**图表 29 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）**



**图表 30 半年国股转贴现利率**



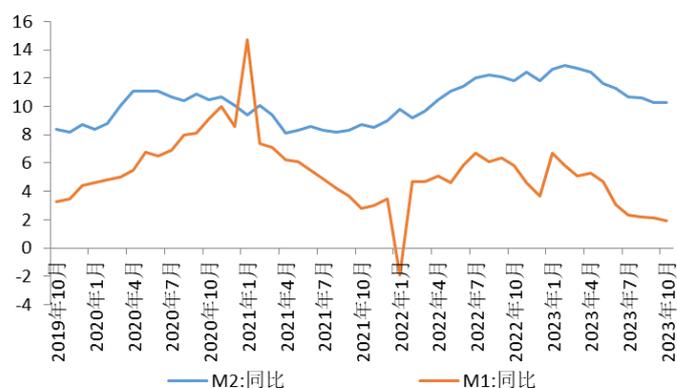
政府债券同比多增较多带动社融同比多增。特殊再融资债接力地方专项债大规模发行，截至目前披露的计划，总规模超 12500 亿。

图表 31 社会融资规模各细项新增（亿元）

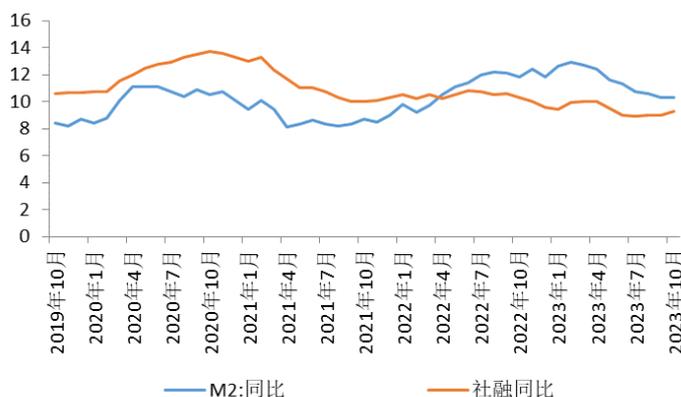
日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	票据融资	企业债券	股票	政府债券
2023年3月	53850	39487	427	175	-45	1792	3340	614	6015
2023年4月	12250	4431	-319	83	119	-1345	2941	993	4548
2023年5月	15540	12219	-338	35	303	-1795	-2164	753	5571
2023年6月	42245	32413	-191	-56	-154	-692	2229	700	5371
2023年7月	5357	364	-340	8	230	-1963	1281	786	4109
2023年8月	31269	13412	-201	97	-221	1129	2778	1036	11759
2023年9月	41227	25369	-583	208	402	2397	554	326	9920
2023年10月	18500	4837	152	-429	393	-2536	1144	321	15600
2022年10月	9134	4431	-724	470	-61	-2156	2413	788	2791

10月M2同比增长10.3%，不及预期10.5%。M1同比增速1.9%，预期2.5%，前值2.1%。M2增速持平上月，M1增速同比小幅回落，反映出企业活力稍弱，M1与M2剪刀差较上月扩大。社融增速小幅回升，整体仍处于底部，通胀低于预期，基本面整体较弱。债券供给增速情形下，银行间资金面整体维持紧平衡，央行对资金面的呵护或有所加码。

图表 32 M2及M1同比增速（%）



图表 33 M2及社融同比增速（%）



### **（三）下阶段流动性展望：政府债发行扰动延续，货币政策有支撑**

11月以来，短期资金利率较10月下旬整体下行，DR007回归至政策利率附近，但多在政策利率上方，资金面整体中性略偏紧。央行超量续作MLF共1.45万亿，呵护资金面意图强烈。同业存单发行利率多上行，年底前同业存单到期量偏高，发行利率上行压力较前期边际增加，叠加特殊再融资债和政府债供给增加，资金面仍然面临扰动。房地产销售高频数据显示销售量同比和环比均回落，票据利率整体处于低位但有回升趋势，居民和企业信贷需求或稍有改善但整体较弱，另外，受美元加息预期减弱影响，汇率贬值压力减小，大行的资金融出量较10月下旬也有所增加，资金面收紧压力边际减小。

货币政策方面，央行行长在新华社访谈中表示后续货币政策将更加注重做好跨周期和逆周期调节，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，持续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动实体经济融资成本稳中有降，着力为实体经济稳定增长营造良好的货币金融环境。综合来看，社融主要由政府债和票据融资拉动，居民和企业融资需求仍偏弱，货币政策对资金面的支持力度或加码，对债市有所支撑，但政府债大量发行或对资金面有所扰动，继续关注政府债发行进度。

## **三、利率债策略：经济修复叠加供给冲击，配置择机介入**

### **（一）利率债走势回顾**

#### **1、收益率逐步回落**

11月以来，受资金面逐步宽松、经济修复已有预期、债券供给放缓等因素影响，债券收益率从前期高点逐步回落。但由于基本面和货币政策对债市仍然偏不利，回落幅度较小。目前10Y国债下行至2.65%附近，10Y国开债下行至2.71%。

图表 34 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，短端受资金面扰动较大，下行速度较慢，使得期限利差进一步收窄，收益率曲线继续走平，但 11 月中旬以来期限利差有逐步走阔的迹象。

图表 35 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略有下行。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 5.1%、1.0%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 21.4%、17.5%、9.8%、6.3%、5.1%。国开债关键期限所处的分位数分别为 26.6%、9.8%、6.5%、5.6%、1.0%。

**图表 36 国债关键期限分位数**

2023/11/14	期限(国债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前水平	2.17	2.43	2.50	2.66	2.66	2.94
历史均值	2.65	2.94	3.10	3.27	3.28	3.81
当前-均值	-0.48	-0.52	-0.59	-0.61	-0.63	-0.87
<b>分位数</b>	<b>21.4%</b>	<b>17.5%</b>	<b>9.8%</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.1%</b>	<b>0.6%</b>

**图表 37 国开债关键期限分位数**

2023/11/14	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	2.42	2.50	2.59	2.81	2.72	3.01
历史均值	3.03	3.42	3.61	3.81	3.78	4.17
当前-均值	-0.61	-0.92	-1.03	-0.99	-1.06	-1.16
<b>分位数</b>	<b>26.6%</b>	<b>9.8%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.9%</b>

从期限利差来看，国债和国开债收益率曲线均较 10 月小幅走平。其中国债期限利差分位数处于 30%左右，3年、7年较陡；国开债期限利差分位数处于 5%~10%左右，7年较陡。

**图表 38 国债期限利差**

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.26	0.33	0.49	0.49
历史均值	0.29	0.45	0.62	0.63
当前-均值	-0.04	-0.11	-0.13	-0.14
<b>历史分位数</b>	<b>43.70%</b>	<b>27.80%</b>	<b>28.70%</b>	<b>26.60%</b>

**图表 39 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	0.09	0.17	0.40	0.30
历史均值	0.40	0.58	0.78	0.75
当前-均值	-0.31	-0.41	-0.38	-0.45
<b>历史分位数</b>	<b>4.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>11.20%</b>	<b>8.30%</b>

## 2、隐含税率基本稳定

11 月以来，政金债与国债同步下行，隐含税率基本保持稳定。目前各关键期限的隐含税率分别为 10.1%、3%、3.2、5.5%、2.2%，所处的历史分位数分别为 37.9%、1.1%、1%、5%、1%，隐含税率仍然处于历史较低位置。

**图表 40 国开债隐含税率分位数**

2023/11/14	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	10.1%	3.0%	3.2%	5.5%	2.2%
历史均值	0.13	0.14	0.14	0.14	0.13
当前-均值	-0.03	-0.11	-0.11	-0.08	-0.11
分位数	37.90%	1.10%	1%	5%	1%

## (二) 利率债影响因素分析

11 月以来，收益率逐步从 10 月高位开始回落。主要原因一是前期资金面的紧张情况有所缓解；二是债券供给量较前期下降，供需矛盾缓解；三是经济修复已经基本在市场预期内，且 10 月 PMI 环比下降，对市场冲击减弱。

### 1、经济基本面：经济修复趋势延续

10 月经济数据显示经济继续修复。从经济数据来看，消费反弹力度超出预期，基建投资小幅回落，制造业投资保持稳定，地产投资仍然为主要拖累。生产端 10 月有所加快，采矿业、制造业增速上行。失业率与前值持平，但 31 大城市失业率下行，显示就业情况有所好转。从进出口数据来看，进口增速超出预期，显示内需逐步走强。从金融数据来看，社融也基本符合预期，社融与 M2 增速差持续回升。

总体来看，10 月 PMI 指数虽然回落，但多为季节性环比下行。后续的经济数据显示经济修复的趋势仍在延续，基本面对债市仍然偏利空。

## 2、通胀：CPI 下行至负，PPI 回落

10 月份通胀略微低于预期。其中 CPI 下行至-0.2，主要受近期食品供应较为充足、食品价格降幅较大影响；非食品价格保持稳定。向后看，随着 CPI 基数的下降，后续 CPI 预计能够再度回升，但是受食品拖累，回升幅度可能较小。

PPI 方面，10 月 PPI 较前值小幅回落，前期的上行的趋势暂缓。向后看 11 月以来工业品价格重回上涨，但后续 PPI 基数有所提升，预计后续 PPI 上行趋势暂缓。

总体而言，通胀目前处于小幅上涨的阶段，且涨幅较低，对债市影响偏中性。

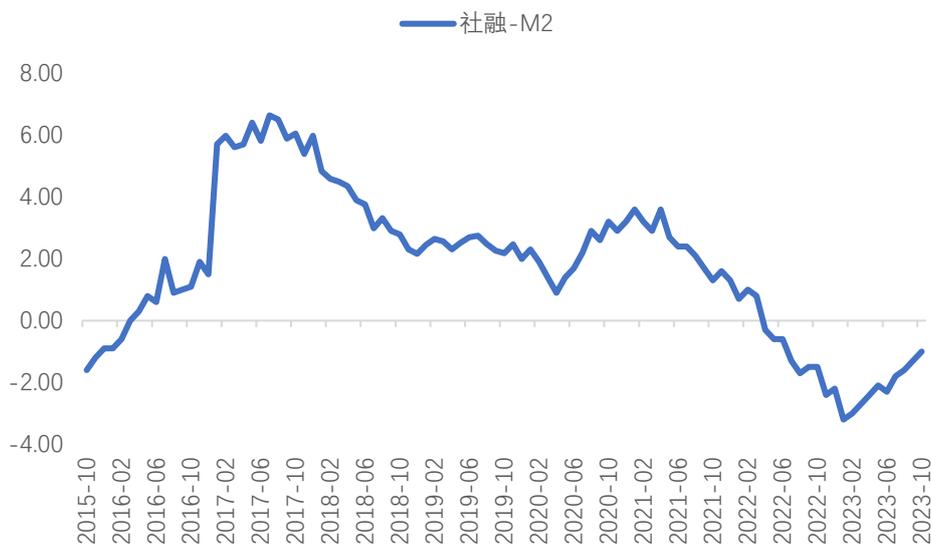
## 3、广义流动性：（社融-M2）持续回升

10 月社融基本符合市场预期，新增 1.85 万亿，增速从 9% 上升至 9.3%。从细项来看，地方债新增量较大是社融的主要支撑，10 月新增 1.56 万亿。10 月贷款新增 7384 亿，较去年同期多增 1232 亿。其中居民贷款减少 346 亿，显示居民融资意愿仍然较弱。企业贷款新增 5163 亿，主要来源于中长期贷款。

从存款端来看，居民存款增速保持稳定，M2 与前值持平在 10.3%。M1 增速下行 0.2 个百分点至 1.9%，显示经济活力仍然欠佳。（社融-M2）增速之差较前值继续上行，从-1.3% 上升至-1%，显示广义资金需求有所好转。

总体而言，10 月社融基本符合预期，但主要依靠政府信用的扩张，居民和企业部门的融资意愿仍然不强，经济活力有待提升。社融与 M2 增速之差继续回升，也带来一定利率上行压力。

图表 41 (社融-M2) 增速 (%)



#### 4、狭义流动性：资金利率中枢高于政策利率

11 月份以来，资金面紧张程度较 10 月有所缓解，但资金利率中枢仍然处于较高位置，高于同期限政策利率。

具体来看，银行间质押式回购利率（7D）较 10 月底有所下行，但仍然保持在 2%左右，较同期限政策利率（1.8%）高 20BP。1Y 同业存单发行利率从前期 2.5%上行至 2.57%左右，较同期限 MLF 利率 2.5%高 7BP，资金利率中枢整体偏高。

图表 42 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



图表 43 1Y AAA 同业存单利率 (%)



随着资金利率的逐步上行，银行间质押式回购成交量也有所回落。11 月以来日均成交量约为 6.8 万亿，略低于 10 月平均水平。向后看，随着经济逐步修复，资金利率可能很难再度下行至较低水平。

### 5、债券供需：剩余供给压力仍然较大

从国债和地方债发行进度来看，截至 11 月 15 日，国债新增 2.86 万亿，占全年新增比例为 90%，剩余新增规模 3000 亿。地方债新增 4.4 万亿，占全年新增 97%，地方债发行基本结束。地方政府特殊再融资债券新增 1.2 万亿，按照全年新增 1.5 万亿测算，剩余新增规模 3000 亿左右。叠加增发国债 10000 亿，后续预计仍有 1.7 万亿政府债券新增，月均发行规模约为 1 万亿，供给压力仍然较大。

图表 44 国债、地方债发行进度 (亿元, %)

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	31600	28590	3010	90%
地方债	45200	43984	1216	97%
特殊再融资债券	15000	12025	2975	
增发国债	10000	0	10000	0%
合计	101800	84599	17201	

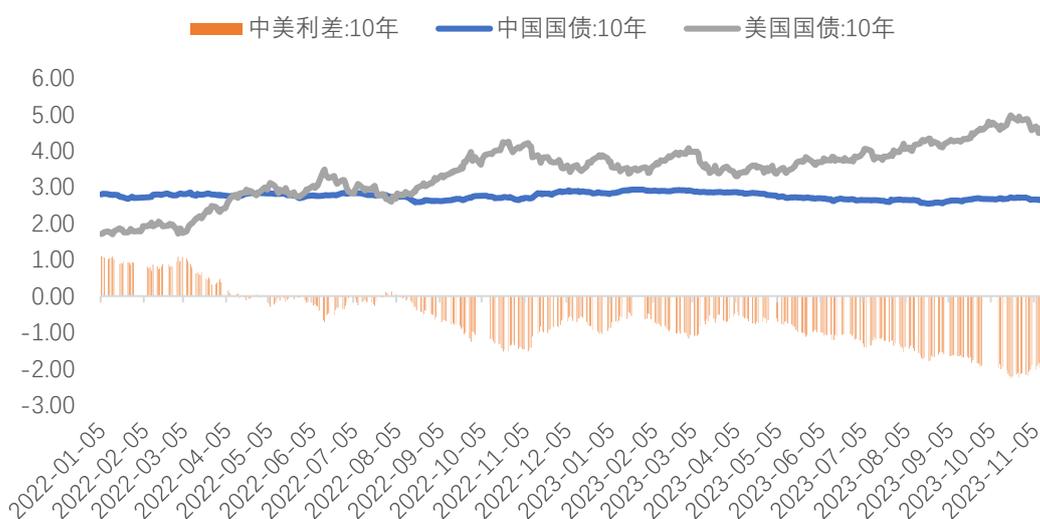
## 6、中美利差：美债回落，中美利差倒挂幅度有所收窄

11月以来，美国经济有一定走弱迹象，带动美债收益率小幅回落，中美利差倒挂幅度有所收窄。

具体来看，10Y美债收益率下行至4.63%左右，10Y中国国债收益率下行至2.65%附近，10Y中美利差从220BP收窄至198BP左右，中美利差倒挂幅度较前期略有收窄，但仍然处于较高水平。

中美利差倒挂幅度的收窄，使得汇率贬值压力有所减轻。但从10月进出口数据来看，由于进口需求较为旺盛，贸易顺差较前期收窄，对汇率的支撑较前期减弱。总体而言汇率预计维持震荡趋势，对于债券市场而言，在高中美利差下，货币政策的放松空间仍然受汇率制约。

**图表 45 中美利差走势（10Y，%）**



## 7、股债比价：股票性价比相对较高

11月以来，权益市场从低位有所回升，从股债比价来看，目前股票的性价比仍然偏高。截至11月15日，股债比价为2.22，处于近十年分位数88.8%。从下图可以看出，目前股债比价也处于近三年较高位置。同时叠加当前经济修复延续，从大类资产配置角度来看，权益市场的性价比相对更优。

**图表 46 股债比价走势**


### (三) 利率债策略：经济修复延续，配置择机介入

11月以来，受资金面边际宽松影响，收益率较之前高点有所回落。从经济基本面来看，10月数据显示经济仍然处于修复过程中，目前政策放松效果有限。后续在增发国债落地的提振下，经济预计继续修复。货币政策方面，预计延续宽信用、稳货币的政策取向，资金利率保持在紧平衡状态。从债券供需来看，后续预计仍有1.7万亿政府债券新增，供给压力仍然较大。总体而言，目前基本面和政策对债市仍然偏利空，建议交易盘保持谨慎，关注12月中央经济工作会议；配置盘在当前点位可择机介入，目前收益率曲线较为平坦，可选择3Y、7Y国债。

### 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。