

信义山证汇通天下

证券研究报告

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。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





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

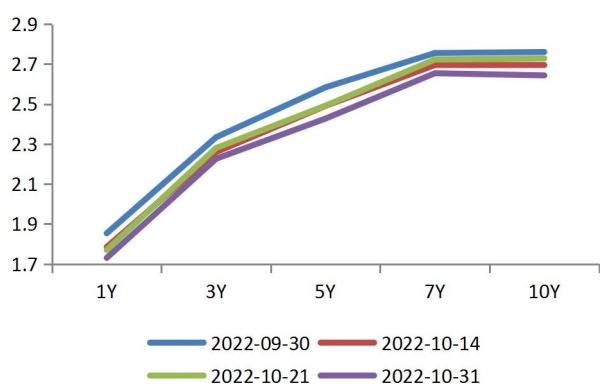
分阶段看，节后至10月20日，资金面度过9月末的紧张阶段重回均衡平稳，叠加市场等待经济数据的公布，收益率曲线陡峭化下移；20日后，资金面重回紧张，9月经济数据显示经济复苏进程较慢，尤其是美联储加息预期边际缓和，长端利率快速下行。10月26日，人民币汇率高位缓和，国内新冠确诊+无症状感染者数量持续回升，PMI回落，长端利率在最后两个交易日明显下行。

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（%）



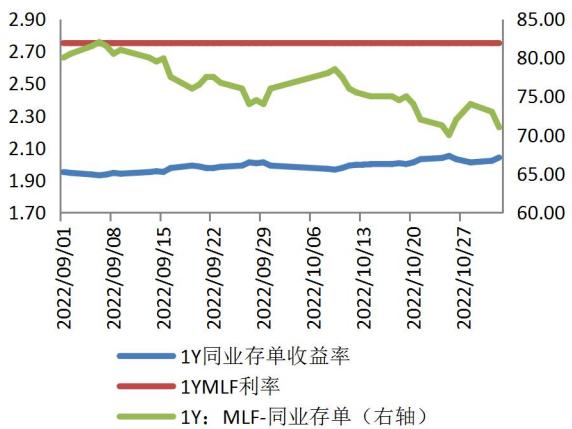
资料来源：wind, 山西证券研究所

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

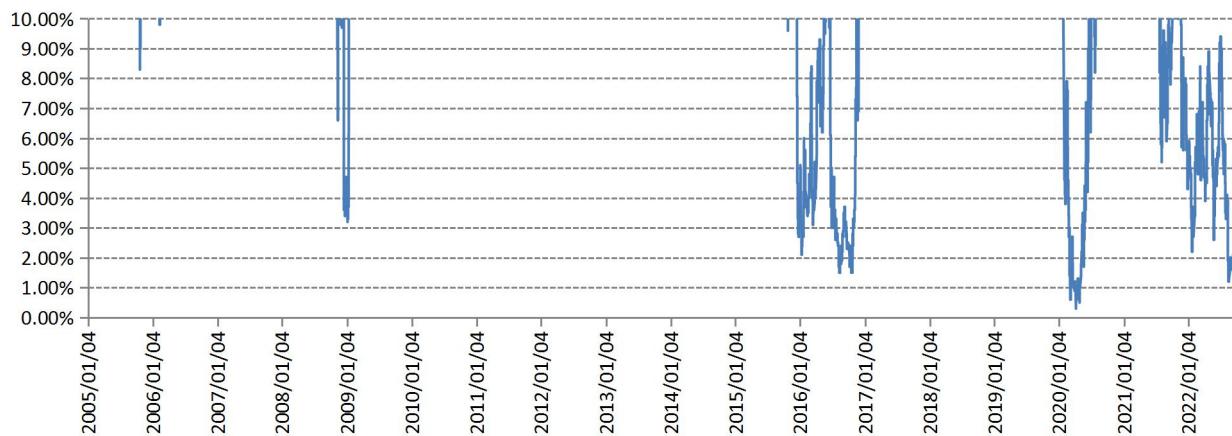
站在当前的经济周期阶段，我们认为收益率不存在趋势性上行的基础，但目前至年底，收益率是震荡还是趋势向下，市场存在分歧。我们进一步阐明“震荡市”的逻辑。根据市场风险因素的相似度，我们将当前的市场环境和2021年10月18日至2022年1月31日(第一个阶段)、2022年7月4日至8月18日(第

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。

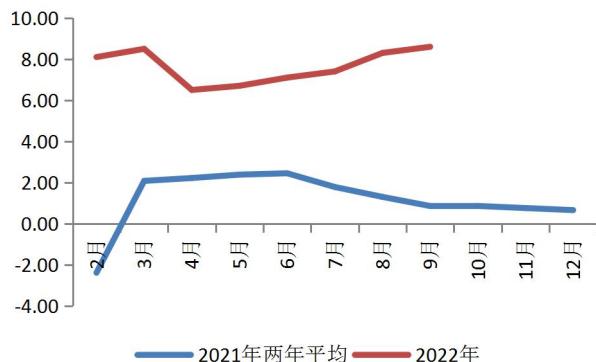
当前的经济状况是，经济弱恢复一段时期后边际下行压力开始显现。就业、消费、企业利润等顺周期项在疫情的反复下改善过程存在波动，基建等逆周期项的拉动力开始由顶端回落，地产政策效应需要进一步发挥，地产链条相关消费继续走弱，从而工业增加值、制造业投资在高库存下未来均可能面临回调的风险。整体上，经济短期内大概率处于分化状态，即制造业和基建高位回落但韧性仍在，地产投资降幅趋缓，消费不确定性较大，出口回落压力大。和上述两个阶段相比，当前经济下行压力稍微大于第二个阶段，但还未达到第一个阶段的程度。

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（%）

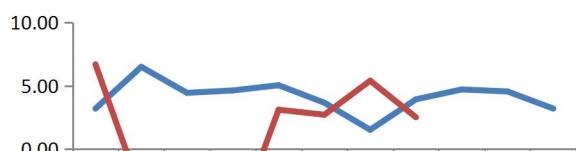


图 9：2021 年以来房地产投资累计增速（%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48189

