



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可：【2011】1780号

研究员：许方莉
期货从业资格号 F3073708
期货投资咨询从业证书 Z0017638
助理研究员：

廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

静待财政货币联动 关注曲线走陡机会

摘要

10月资金面趋紧与政府债券供给成为压制债市表现的主线，债市整体延续弱势调整。**国内经济基本面来看**，基本面或已阶段性筑底，月度经济数据等主要指标延续回升态势，但内需恢复仍偏弱以及10月高频经济数据显示产需季节性放缓，需求端增长动能能否持续转强仍待验证。**政策面上看**，中央财政发力更加积极，四季度增发万亿特别国债。为配合更为积极的财政政策，货币政策有望进一步加码。市场对四季度降准预期普遍升温，后续货币政策宽松力度或将成为债市的博弈主线。**流动性上看**，短期供给冲击或难以避免，但央行呵护资金面平稳的意愿较强，需重点关注降准及MLF超额续作的可能性。预计短期债券供给扰动仍存，后续资金利率有望将向政策利率水平逐步回归但快速重回前期宽松局面的可能性不大。**海外及汇率方面**，美国强劲的GDP数据或将支持利率在高位停留更久，美债收益率料将维持高位震荡，国际资本仍有一定外流压力。**对债市而言**，9月以来银行间R007等资金利率运行在政策利率中枢以上，资金面进一步收敛的空间有限，短端利率面临的调整压力可能相对较小，短久期利率债的波段交易相对性价比较高，同时当前收益率曲线趋于平坦，关注资金紧势边际缓解带来的曲线走陡机会。中长期来看，配置长久期利率债受基本面预期改善仍需耐心等待，以防守为主，实体需求依然偏弱的基本面支撑因素仍在，11-12月或可关注利率调整带来的修复机会。

在以上背景下，11月10年期国债收益率或将延续波动调整态势，目标位或在2.65-2.75%区间震荡，全年利率中枢在2.70%附近，目前10年期国债收益率在2.71%一线。操作上，中短线操作时，短期内短久期利率债的波段交易相对性价比较高；此外，建议投资者适当关注曲线走陡机会，10Y-2Y和10Y-5Y利差水平处于历史低位，若后续资金面转松，曲线重新变陡的可能性较大，期货上可通过做空T+做多TS，以及做空T+做多TF。长期可逢收益率高时逐步配置，密切观察宽信用政策落地效果以及债券供给增量对资金面的扰动影响。

策略方案：

	操作策略
操作品种合约	T2312, TF2312
操作方向	做陡曲线策略
入场点位	T2312: 101.600 以上空单; TF2312: 101.580 以上多单
盈亏比	2:1
出场点位	T2312: 101.240 附近; TF2312: 102.060 附近

风险提示： 经济增速超预期；稳增长政策力度超预期；流动性超预期变化。

目录

一、10月国债期货行情回顾	3
图 1: 四大国债期货主力收盘价	3
图 2: 国债期货日成交量	3
图 3: 国债期货持仓量	4
图 4: 国债期货主力之间的价差	4
二、经济基本面分析	4
图 5: 中国三季度 GDP 同比增长超预期	4
图 6: 10月 PMI 再次回落至收缩区间	4
图 7: 主要经济体制造业 PMI	5
图 8: 9月中国进出口数据	5
图 9: 中国固定资产投资各项累计同比	5
图 10: 中国社会消费品零售数据延续回升	5
图 11: 商品房成交面积 (30日移动平均)	7
图 12: 商品房销售面积与房地产开发投资同比	7
图 13: 挖掘机销量低位运行	7
图 14: 规模以上工业企业增加值增速	7
图 15: 中国 CPI 及 PPI 同比	7
图 16: 风险溢价小幅回落	7
三、资金面分析	8
图 17: 社会融资规模存量增速	8
图 18: 9月信贷增长动力边际转强	8
图 19: 银行间杠杆 (亿元)	10
图 20: 9月 MLF 加量续作	10
图 21: 各期限银行间质押式回购利率	10
图 22: 中证主要期限国债到期收益率小幅上行	10
图 23: 国债发行量 (亿元)	10
图 24: 公开市场货币净投放 (亿元)	10
四、海外经济与汇率分析	10
图 25: 美国核心通胀延续下行	11
图 26: 9月 ISM 制造业指数收缩程度改善	11
图 27: 美债收益率持续破新高	12
图 28: 美元兑人民币走势	12
五、11月期债投资建议	12
免责声明	13

一、10月国债期货行情回顾

10月特殊再融资债发行高峰叠加超预期增发1万亿国债，资金面维持紧势推动债市持续回调，且收益率曲线趋于平坦。10年期国债收益率窄幅震荡在2.70%附近，具体来看，长假后至中旬，债市受稳增长政策冲击、各地特殊再融资债券供给、资金面偏紧以及通胀和信贷数据表现平淡等多空因素交织影响，10年期国债收益率先上后下至2.67%后维持窄幅震荡。10月中下旬以来，9月经济数据超预期、资金面趋紧叠加政府债供给冲击等因素压制债市情绪，10年期国债收益率小幅爬升至2.72%。同时，央行呵护流动性意愿强烈，持续加大资金投放力度，随着缴税高峰及债券供给的短暂冲击过去，资金面紧势有所缓解，银行资金出回升、资金利率下行，10年期国债收益率小幅回落至2.69%附近。但需要注意的是，目前存单利率持续上行至2.58%，或反映了逆回购大额到期和债券供给仍对流动性有一定冲击，接下来银行间市场流动性或波动加大。

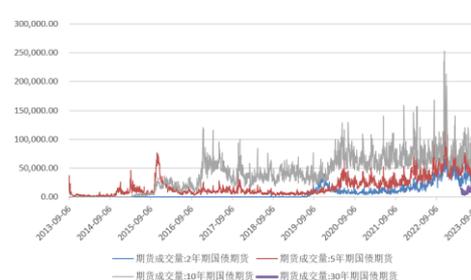
截止10月30日收盘，三十债主力报98.22，月度下跌0.61%，所有合约共成交38.69万手，环比减少13.14万手，日均持仓量增加4.93%至4.04万手；十债主力报101.73，月度下跌0.06%，所有合约共成交132.69万手，环比减少29.90万手，日均持仓量增加0.36%至19.53万手；五债主力报101.84，月度下跌0.07%，所有合约成交量减少11.68万手至105.73万手，日均持仓量增加0.34%至11.81万手；二债主力报101.07，月度下跌0.11%，所有合约成交量增加2.96万手至76.57万手，日均持仓量增加16.50%至7.55万手。从价差上看，10月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差、五年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差均有所收窄，其中十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差收敛幅度较大。

图1：四大国债期货主力收盘价



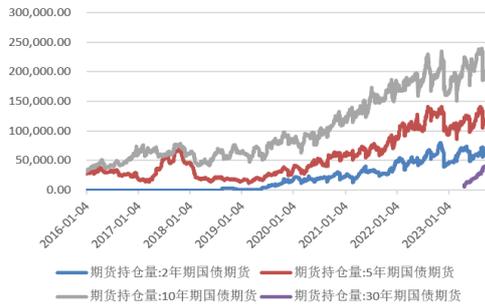
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



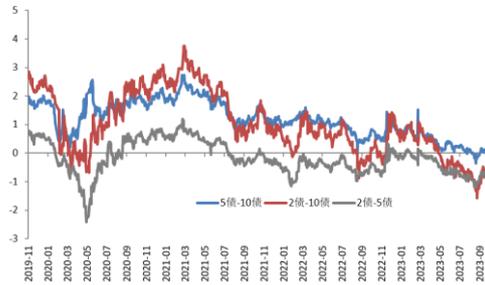
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 4：国债期货主力之间的价差



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

9 月份主要经济增长数据的当月同比总体企稳，维持弱复苏态势。三季度 GDP 恢复速度好于预期，但从复合增速看仍低于一季度，显示经济仍待进一步修复。本月经济增长回升主要是以下两方面因素：一是供需两端共同改善，制造业景气度重回扩张区间；受益于地方专项债发行重新加速，基建投资单月同比增速走阔，市场信心得到加强。二是在促消费政策及暑期到来居民出行增多的带动下，消费水平有了明显好转，成为本月最主要的拉动项目。接下来，地方政府债券加速发行，基建新开项目陆续起量，对基建投资有望形成支持；房地产市场仍处于底部阶段，市场购房需求疲软；居民消费需求在双节的带动下或持续释放。

图 5：中国三季度 GDP 同比增长超预期



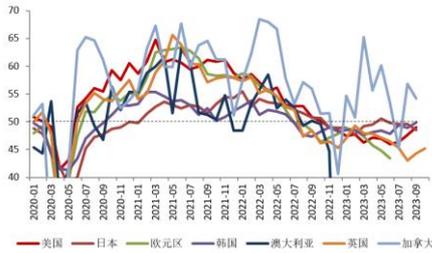
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：10 月 PMI 再次回落至收缩区间



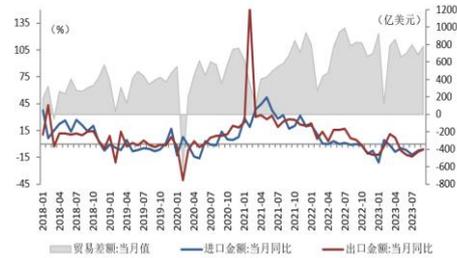
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：主要经济体制造业 PMI



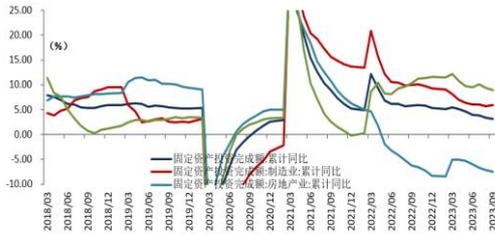
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 8：9 月中国进出口数据



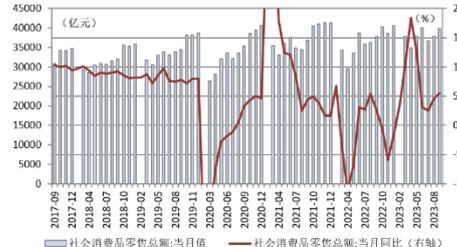
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国固定资产投资各项累计同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：中国社会消费品零售数据延续回升



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

从经济现行指标来看，供给生产同步回升，企业信心得到增强。10 月份，制造业 PMI 指数为 49.5，受“十一”节日休假和节前部分需求提前释放等因素影响，本月制造业景气水平重返收缩区间。具体来看，生产端保持扩张，但需求略显疲弱，新订单指数为 49.5，比上月下降 1 个百分点。表明制造业生产经营活动稳定，而市场需求景气度急需改善。大中小模企业 PMI 均回落，企业信心有所欠缺，就业指数低位运行。同时可以看到，海外发达经济体整体承压，导致外需继续承压，新出口订单指数疲软形势未改。10 月份，非制造业 PMI 较上月回落 1.1 个百分点至 50.6，不及市场预期，表明服务业处于弱恢复状态，增速有所放缓，结构分化特点明显。其中，“黄金周”假期效应带动与居民消费出行相关的交通运输、住宿餐饮等行业位于较高景气度区间；地产行业表现不佳，景气度偏弱的背景下，商品房销售长期不及预期，相关服务业表现依然低迷；专项债发行加速或对基建投资仍有支撑。

工业生产方面，9 月全国规模以上工业增加值增长 4.5%，与上月持平；环比增长 0.36%，工业生产增速保持平稳。分行业来看，原材料制造业增加值贡献亮点，同比增速持续高位运行。其中，化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、电气机械及器材制造业同比分别为 13.4%、9.9%、11.5%，前值分别为 14.8%、14.5%、10.2%。而在暑期旅游出行需求增加的背景下，服务业增加值同比增长 6.0%，食品饮料、交通运输生产指数较上月上升较多，这也与需求端边际恢复相印证。9 月工业产销率显著回升，意味着工业减产对于供需格局的优化更加有效。经济基本面的逐渐恢复，对原材料行业的拉动作用增强，使得相关

生产增速加快。展望未来，稳增长措施频频落地，政策底已现，降息降准也将逐步反应到经济上，工业生产料继续改善。

投资方面，固投表现偏弱。前三季度我国固定资产投资同比增长 3.1%，较上月回落 0.3 个百分点，基本符合预期。本月三项分类同比仅制造业有所回升，投资端在房地产景气度依旧偏弱的背景下总体承压。其中，民间投资累计同比下降 0.6%，降幅小幅缩窄，但远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。房地产开发投资同比降幅从上月的 8.8% 进一步扩大至 9.1%，多项指标如销售额、销售面积、新开工偏弱运行，居民购房需求显不足、地产需求仍待企稳。具体来看，房地产新开工、施工和竣工面积累计同比增速略微好转，但弱于历史均值。而从需求端来看，9 月商品房销售面积累计同比降幅进一步下行 0.4 个百分点至 -7.5%，居民信贷端的改善仍需一定时间才能传导至投资端。认房认贷调整和降限购城市首付比下限政策实施后，二手房成交起色明显，截至 10 月 20 日，18 个重点城市二手房成交面积约环比下降 4.8%，显著强于季节性，相比去年同期上升 47.3%，升幅相比 9 月进一步抬升，后续静待政策效果。

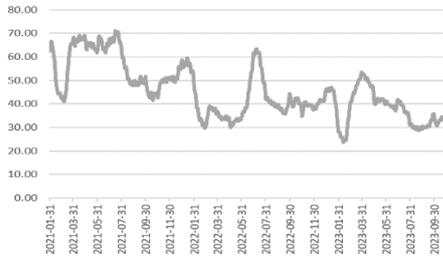
消费和就业方面，9 月以来，国内居民消费形态逐渐由商品消费为主向商品和服务消费并重转变，服务消费加快提振，为消费扩大提供了有力支撑。后续地产市场筑底回升以及居民收入和信心逐步改善，商品消费需求或将逐渐释放，预计四季度消费仍会延续前三季度恢复向好态势。就业规模及居民收入预期增加，也在一定程度上推动社零增速上行。下阶段，消费复苏的核心驱动因素仍为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

通胀方面，多数食品供需错配，价格不同幅度回落。未来一段时间，在不出现重大疫情的情况下，到明年上半年生猪供应仍或维持充裕局面，预计生猪的价格维持震荡的概率较大。核心 CPI 低位企稳，或在短期内维持。暑期到来，带动出行需求大幅增加，提振整体服务业。往后看，旅游旺季到来，服务业消费需求或维持较好态势，而 CPI 在稳内需政策支撑下或有好转。高基数效应延续走弱、国内稳增长措施效果显现及主要工业品价格上扬等因素带动，8 月份 PPI 延续底部运行态势。需求端仍偏弱运行，且与当前低通胀环境互相印证。随着去年高基数效应进一步回落，后续 PPI 同比降幅或将持续收窄并且有望筑底回升。但是在回升的过程中，需关注地产行业的持续低迷对该产业链的工业品价格影响较大。从政策端出发，上一次 CPI、PPI 双双负增后，国常会再次将稳经济作为主要议题，要求做好“一揽子政策”。近期，多部门明确要发力稳增长、促消费，多次强调“扩大内需”的重要性，后续静待政策效果显现。

外贸方面，9 月出口同比降幅收窄，但仍连续第五个月处于同比负增长状态，主要由于全球经济修复动能放缓，外需整体偏弱，出口商普遍反映订单不足。受价格因素拉动作用增强，进口同比降幅进一步收窄，但幅度有限，或表明尽管稳增长政策持续加码，市场信心有所回暖，但当前经济增长动能仍偏弱，转强势头的可持续性有待观察，因而对实际进口需求的拉动作用还比较有限。往后看，短期地缘政治冲突或难以结束，外需不确定性加大，预计四季度我国出口仍将保持较为稳定的增长态势，整体的进出口总额维持高位，但出口增速或将继续下降。随着国内政策发力和经济边际转暖，进口可能有一定支撑，提振内需

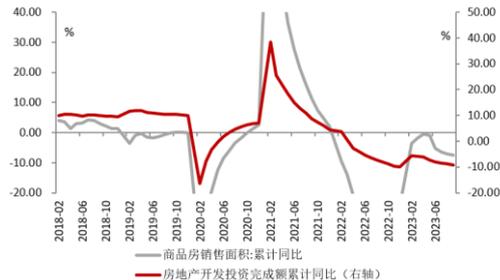
是国内政策的主要方向。

图 11：商品房成交面积（30 日移动平均）



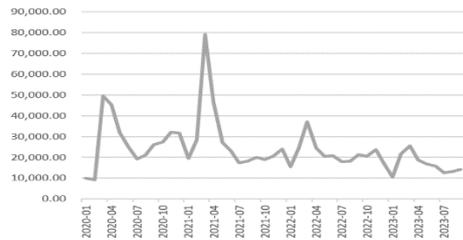
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 12：商品房销售面积与房地产开发投资同比



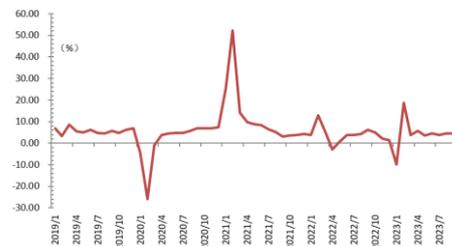
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 13：挖掘机销量低位运行



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14：规模以上工业企业增加值增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

从资本市场的风险偏好来看，十一国庆假期结束后，A 股市场不仅没能受到经济不断回暖的刺激反弹，反而进一步加速下跌。而后汇金公司入市有效提振市场信心，财政政策超预期发力加速推进经济修复，影响市场流动性的内外因素开始缓和，活跃资金的风险偏好开始提升，市场或正形成阶段底部。比价指标中，A 股风险溢价率与 A 股股债收益比均接近历史底部水平。后期市场或仍有扰动，但下行空间相对可控。预计在政策支持力度加大、经济复苏预期改善、投资者信心提振下，权益市场的交易情绪将有所回升，或将对债市形成一定压制。

图 15：中国 CPI 及 PPI 同比

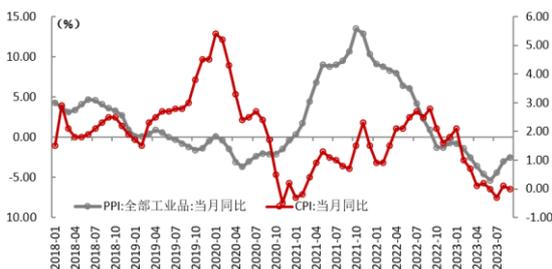


图 16：风险溢价小幅回落



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

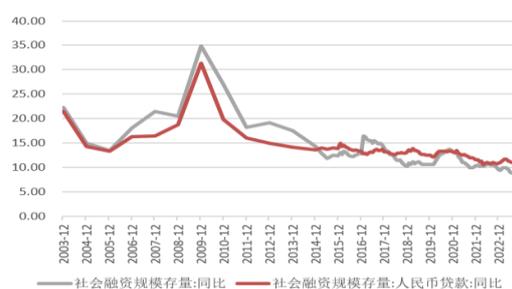
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

三、资金面分析

九月份金融数据来看，存量政策逐步加力显效，社融、信贷有望持续修复。季末投放加码，叠加货币当局积极引导和相关政策落地显效，9 月新增社融与信贷继续回升。具体来看，9 月社融增长好于市场预期，政府债继续对其形成强力支撑，信贷持续向好但总量不及预期，结构上有所改善；此外，9 月 M1M2 同比增速继续回落，剪刀差环比改善。往后看，9 月末票据利率达到下半年高点或预示银行信贷投放逐步发力，表外票据融资增加也体现出经济景气度回升，与表内票据融资同比多减相呼应。随着松地产政策逐步传导至销售端，居民中长贷或有进一步改善。

值得注意的是，9 月 M1 和 M2 同比均延续回落，也与 9 月以来资金市场利率运行中枢明显抬升相印证。此外，M2-M1 剪刀差较上月 0.2 个百分点缩窄至 8.2%，但仍处于年内较高水平，或表明企业、居民存款活期意愿比例边际改善，资金活化程度或有所提升，资金在金融体系“淤积”现象有所改善，但消费者、投资者的信心仍需进一步增强。9 月 M2 增速小幅回落，同时社融增速小幅下滑，两者剪刀差也延续小幅缩窄趋势，反映实体融资需求得到一定支撑，后续宽信用继续推进的关键仍在于提振市场信心并有效扩内需。若年内银行体系的流动性需求持续较高，预计再度降准仍存在一定可能性。

图 17：社会融资规模存量增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 18：9 月信贷增长动力边际转强



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

货币政策方面，10 月央行进行等价加量续作 MLF2890 亿，加量幅度在上月 1910 亿的基础上进一步扩大。对于 10 月 MLF 加量幅度显著上升，主要是信贷投放保持高水平及政府债券融资规模大幅上升影响下，近期市场资金面持续收紧，银行对 MLF 操作需求增加。而 MLF 价平符合预期，近期数据显示实体融资呈现回暖态势，居民消费信心和楼市呈现复苏迹象，此时 MLF 再度降息的必要性不大。在 10 月 MLF 利率维持不变的情况下，加之存量首套房贷利率较大幅度下调，银行净息差进一步承压，当前报价行降低 LPR 报价加动力不足，本月 LPR 报价也保持平稳。

财政政策方面，本月国债超预期增发 1 万亿元引发市场关注。2023 年 10 月 24 日人大常委会批准了国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案，根据新华社公布的相关明细，为支持灾后恢复重建、提升

防灾减灾救灾能力，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，作为特别国债管理但是计入赤字，并通过转移支付方式全部安排给地方。其中，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。调节预算、发行特别国债意味着中央政府明确加杠杆并释放强烈的稳增长稳预期信号，也进一步打开了后续政策想象空间。此外，择时发行特殊国债存在一定必要性，本次增发国债供地方使用的方式不仅将减轻地方的财政压力，也能进一步的避免地方债务风险的扩张。但需要注意的是，国债增发短期内对流动性带来一定压力，对债市产生利空扰动。

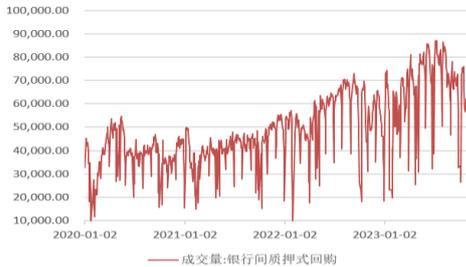
流动性方面，10 月下旬以来，央行公开市场操作进行持续大额净投放以对冲地方债供给和税期因素扰动。从央行超量续作 MLF 和公开市场巨额净投放来看，央行呵护资金面平稳的意愿较强，预计税期过后资金利率将向政策利率水平逐步回归但快速重回前期宽松局面的可能性不大。

10 月资金利率波动较大，主要期限国债到期收益率整体小幅上行，曲线趋于平坦化。截至 10 月 27 日，隔夜银行间质押式回购利率较 9 月 27 日下行 21.02bp，7 天期上行 7.65bp，14 天期、21 天期分别大幅上行 183.30bp、138.20bp，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期、10 年期和 30 年期国债收益率较 9 月 27 日分别上行 16.95bp、9.73bp、6.21bp、3.92bp 和 5.00bp。

供给方面，在特殊再融资债和此次增发国债供给的影响下，四季度利率债供给规模明显抬升并高于以往年份。Wind 数据显示，截至 10 月 25 日，今年地方政府债券发行规模达到 8.2 万亿，这是地方债年度发行规模首度迈上 8 万亿的关口，相比 2021 年全年增长 9%。其中，再融资债券发行 4 万亿，相比 2021 年增长 26%，今年地方债发行增加主要由再融资债券放量所致。此外，在地方政府债务化解背景下，特殊再融资债券的发行也有增加。10 月迎来地方政府特殊再融资债券的发行高峰期，全国已有 17 地公告发行特殊再融资债，包括内蒙古、天津、辽宁、重庆、云南、山东、广西、青海、吉林、江西、大连、宁夏、福建、甘肃等发行特殊再融资债券总额为 7262.5358 亿元。往后看，考虑到今年新增地方债额度还有约 4000 亿尚未发完以及特殊再融资债继续发行，今年全年发行规模大概率超过 8.5 万亿。

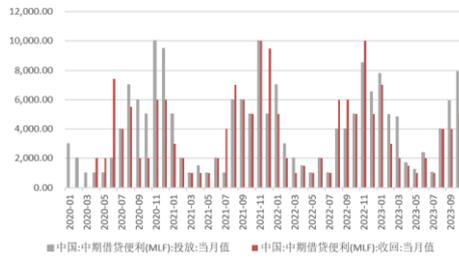
总的来说，当前中央政府杠杆率保持在相对合理水平，通过增发国债，中央政府适当加杠杆，在缓解地方政府财政压力的同时，有望进一步增强市场信心，打通宽货币向宽信用的传导，助力新一轮信用周期。10 月超过 1 万亿元的特殊再融资债叠加新增 1 万亿元国债，年末政府债券供给压力较大，同时增发将消耗一定的银行体系流动性。国内经济复苏的可持续性仍需时日验证，货币政策基调大概率延续宽松，同时为配合宽财政政策，不排除四季度货币政策进一步放松的可能，央行或将采用降准或超额续作 MLF 来对冲流动性，这将有助于缓解市场对资金面趋紧的担忧情绪。但基本面预期改善、资金面扰动仍存、风险偏好回升对债市仍形成一定利空，后续货币政策宽松力度或将成为债市的博弈主线。

图 19：银行间杠杆（亿元）



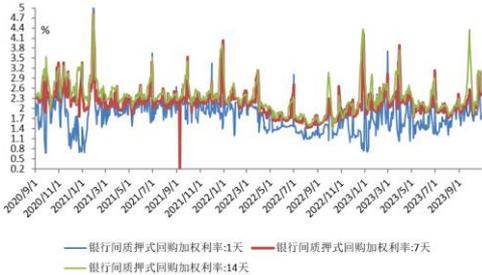
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20：10 月 MLF 加量续作



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 21：各期限银行间质押式回购利率



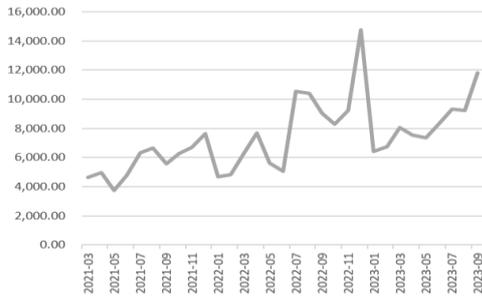
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 22：中证主要期限国债到期收益率小幅上行



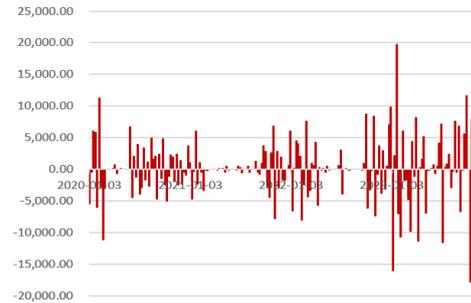
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 23：国债发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24：公开市场货币净投放（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院，仅含正逆回购及央票。

四、海外经济与汇率分析

9 月份，美国通胀整体温和。9 月美国 CPI 同比为 3.7%，与上一月持平；环比为 0.4%，较上一月回落 0.2 个百分点。核心通胀延续下行。9 月核心 CPI 同比回落至 4.1%，主要来自于核心商品通胀的缓解，但

核心服务通胀环比连续 3 个月回升，出现一定隐患。三季度美国 GDP 再超预期，环比折年率录得 4.9%，预期 4.5%，创本轮加息周期以来新高，其中私人消费支出表现强劲，经济内生需求尚未明显转弱。汇率方面，9 月中旬以来，虽然美元指数继续保持强势，美债收益率持续走高，但在岸及离岸人民币对美元汇率围绕 7.3 波动，走势都相对平稳，或表明市场普遍预期汇率走势接近触顶。值得注意的是，近期期限溢价的增加或是当前美债收益率上行的最关键因素，而国债供需动态的变化则为影响期限溢价的要素之一。期限溢价不断增加反映了市场对美国财政继续扩张的担忧。美国四季度仍面临长长期国债的供给高峰，根据财政部公布的季度再融资计划，四季度计划国债净融资额为 8520 亿美元，其中中长期国债（2 年及以上）净融资额为 3385.5 亿美元，高于第三季度的 1779.7 亿美元。特别是，11 月为 10 年、20 年、30 年国债的季节性发行高峰。展望未来，当前宏观政策调控力度正在加大，四季度国内实际经济复苏动能大概率转强。同时，美债利率大幅攀升加大了美国经济下行风险和美债抛售压力，美联储货币政策在明年年初转向预期升温。

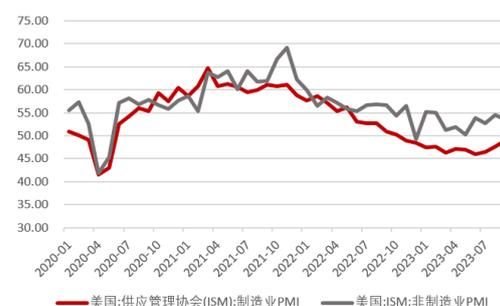
总体来说，美国强劲的 GDP 数据或将支持利率在高位停留更久，但或对美联储 11 月利率决策影响有限，预计美联储会继续暂停加息，等待更多四季度的数据公布。短期人民币汇率仍有所承压，中美货币政策进一步分化或导致中美利差倒挂加剧，美债收益率料将维持高位震荡，国际资本仍有一定外流压力，美联储货币政策的负面溢出效应可能还会出现，全球风险偏好也将受到一定抑制。

图 25：美国核心通胀延续下行



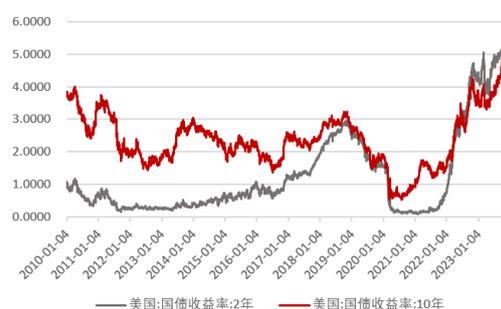
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 26：9 月 ISM 制造业指数收缩程度改善



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：美债收益率持续破新高



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：美元兑人民币走势



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

五、11 月期债投资建议

10 月资金面趋紧与政府债券供给成为压制债市表现的主线，债市整体延续弱势调整。国内经济基本面来看，基本面或已阶段性筑底，月度经济数据等主要指标延续回升态势，但内需恢复仍偏弱以及 10 月高频经济数据显示供需季节性放缓，需求端增长动能能否持续转强仍待验证。政策面上看，中央财政发力更加积极，四季度增发万亿特别国债。为配合更为积极的财政政策，货币政策有望进一步加码。市场对四季度降准预期普遍升温，后续货币政策宽松力度或将成为债市的博弈主线。流动性上看，短期供给冲击或难以避免，但央行呵护资金面平稳的意愿较强，需重点关注降准及 MLF 超额续作的可能性。预计短期债券供给扰动仍存，后续资金利率有望将向政策利率水平逐步回归但快速重回前期宽松局面的可能性不大。海外及汇率方面，美国强劲的 GDP 数据或将支持利率在高位停留更久，美债收益率料将维持高位震荡，国际资本仍有一定外流压力。对债市而言，9 月以来银行间 R007 等资金利率运行在政策利率中枢以上，资金面进一步收敛的空间有限，短端利率面临的调整压力可能相对较小，短久期利率债的波段交易相对性价比较高，同时当前收益率曲线趋于平坦，关注资金紧张边际缓解带来的曲线走陡机会。中长期来看，配置长久期利率债受基本面预期改善仍需耐心等待，以防守为主，实体需求依然偏弱的基本面支撑因素仍在，11-12 月或可关注利率调整带来的修复机会。

在以上背景下，11 月 10 年期国债收益率或将延续波动调整态势，目标位或在 2.65-2.75% 区间震荡，全年利率中枢在 2.70% 附近，目前 10 年期国债收益率在 2.71% 一线。操作上，中短线操作时，短期内短久期利率债的波段交易相对性价比较高；此外，建议投资者适当关注曲线走陡机会，10Y-2Y 和 10Y-5Y 利差水平处于历史低位，若后续资金面转松，曲线重新变陡的可能性较大，期货上可通过做空 T+ 做多 TS，以及做空 T+ 做多 TF。长期可逢收益率高时逐步配置，密切观察宽信用政策落地效果以及债券供给增量对资金面的扰动影响。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。