



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

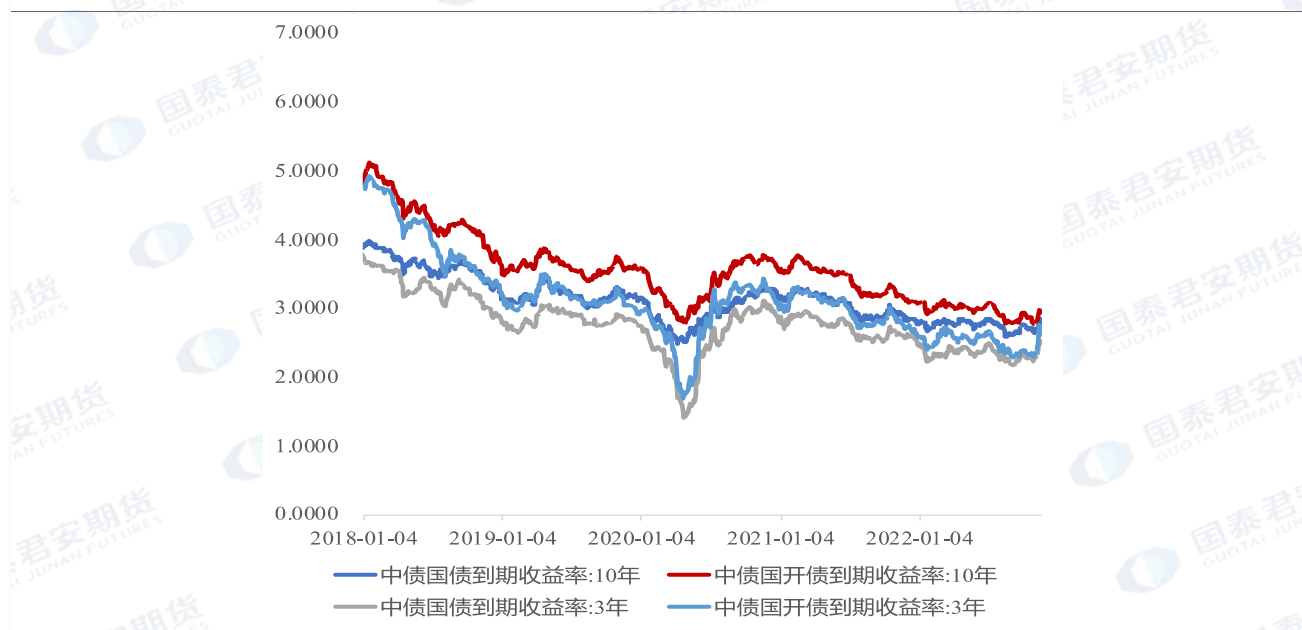
11 月以来债市发生剧烈波动。10 年期国债收益率、10 年期国开债收益率在一周左右的时间内迅速上升 10BP。

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。

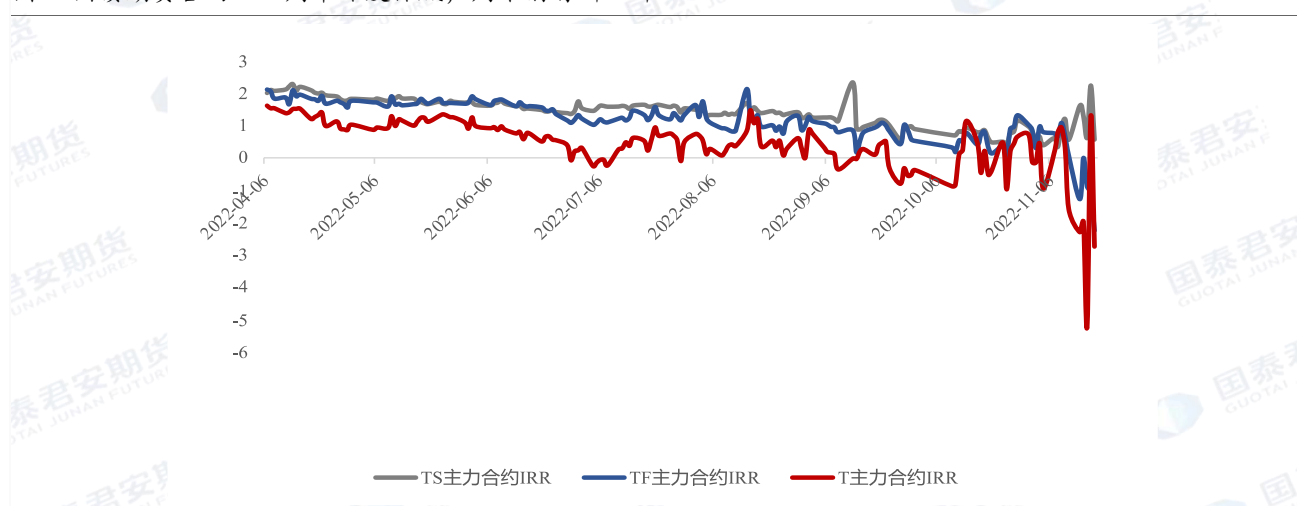
为了保证庞大的债券投资市场的稳定，央行在上周周中开始超额释放短期流动性，达到了债市托底的效果，债市短期超调或迎来喘息的时间窗口。但央行中期的货币政策与经济基本面的预期当前方向都较为明确，债市的长期配置逻辑或出现转变。

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

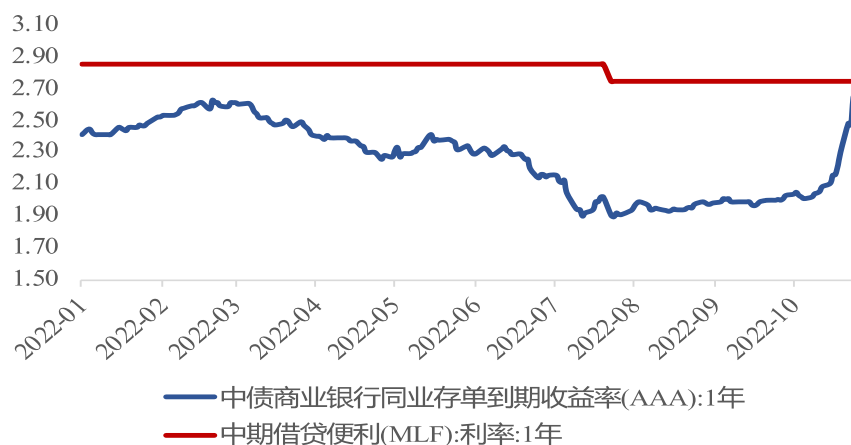
图 3: 信用债与可转债均遭受波及



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





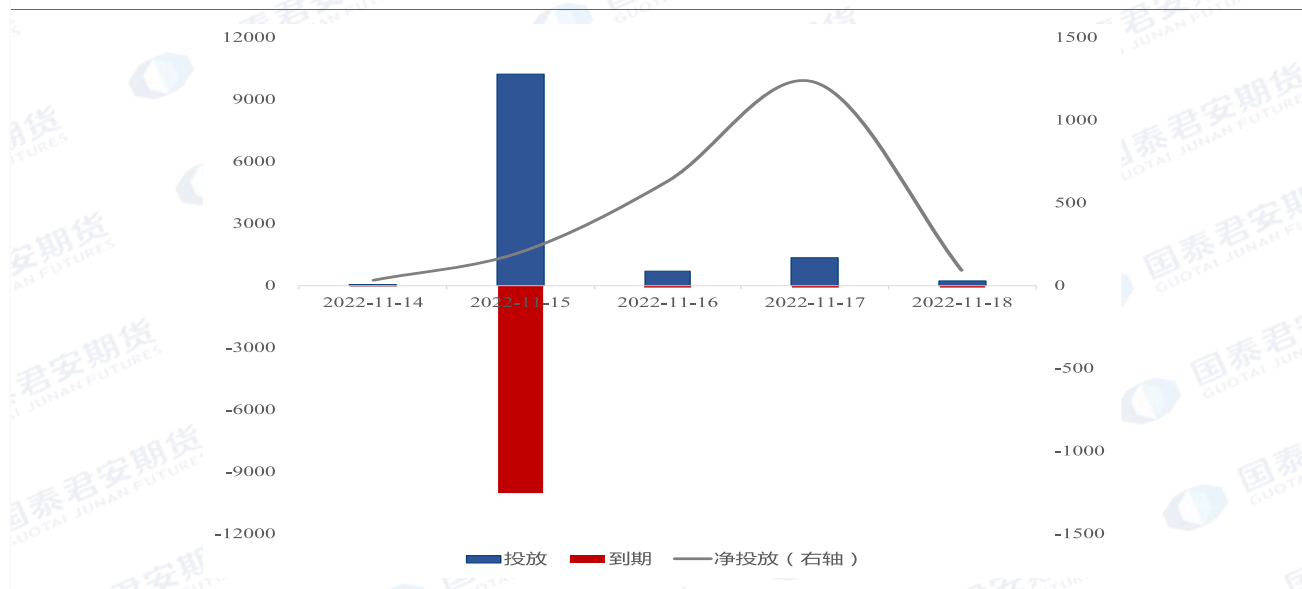
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

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。

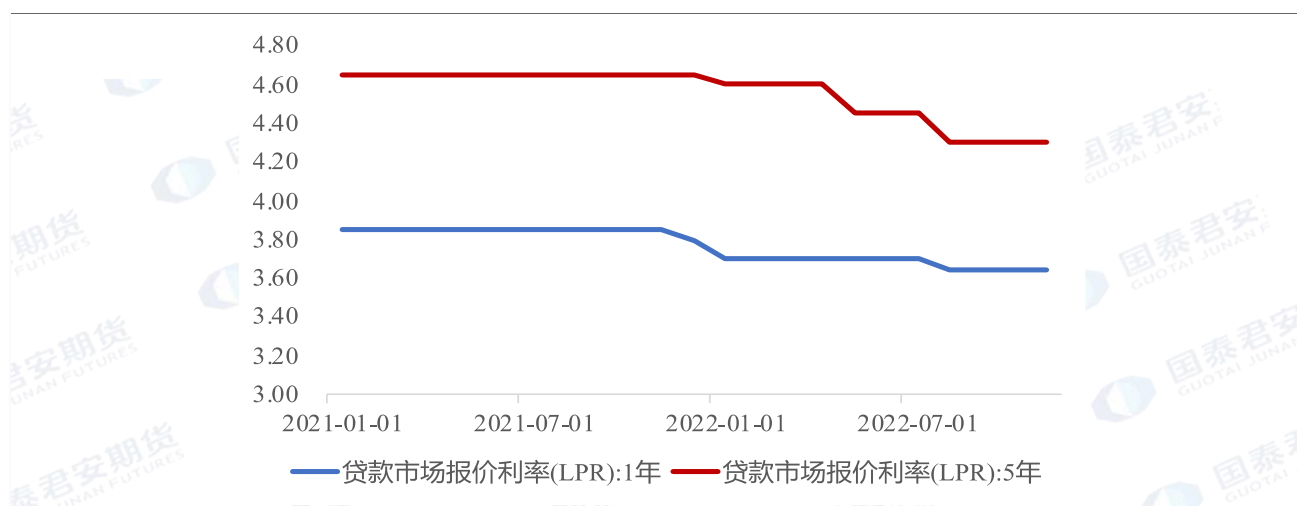
本周一央行公开市场开展了 30 亿 7 天逆回购操作，当日到期 50 亿元，净回笼 20 亿元，并没有延续上周的每日净投放趋势。同时，11 月 LPR 报价持稳，1 年期、5 年期 LPR 维持在 3.65% 和 4.30% 的水平，自 8 月份下调后并无新的改变。

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。

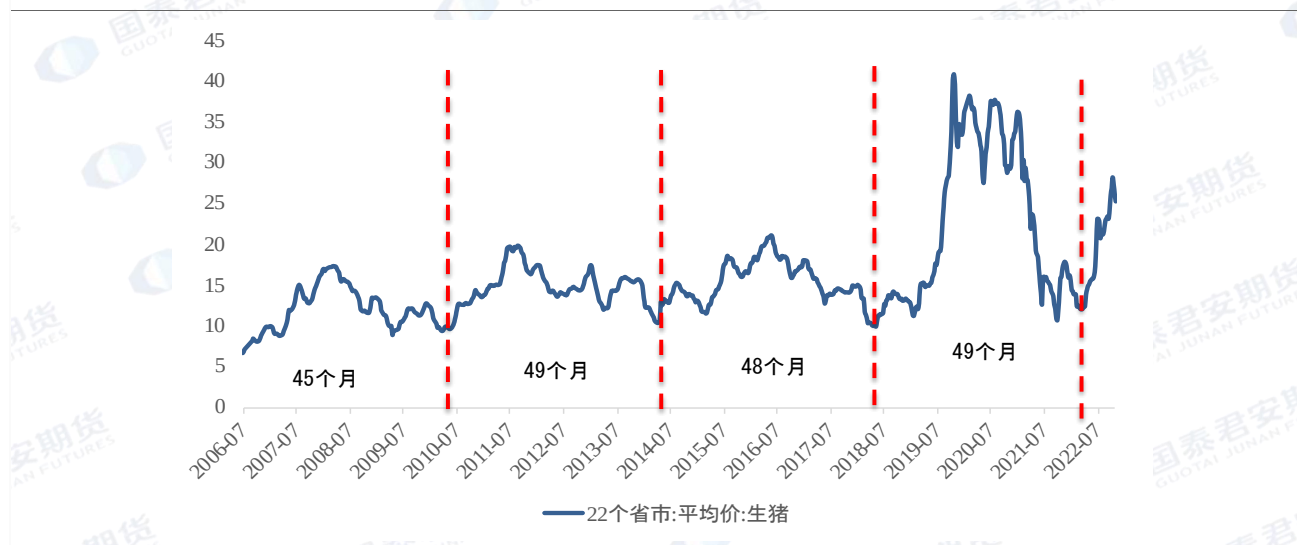
综上，央行对于“坚决不搞大水漫灌”的态度维持坚定，在当下的环境下，经济支持可能更多用到结构性宽松工具，**整体的表态较为克制**。

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

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_49008

