



孙彬彬：节后市场怎么看？



意见领袖 | 孙彬彬

1. 固收：节后债市需要关注什么？

我们谈谈近期市场高度关注的两个方面：一是节后国内债市的可能变化；二是外围市场波动，包括美债美元和人民币汇率等。



首先是国内角度，本周利率周报已有明确详尽阐述，在错综复杂的环境中抓住主要逻辑：8月15日降息后利率走势分两个阶段，第一阶段利率下已经完成，决定第二阶段走势的关键是社融。

从8月数据，我们认为8-10月社融都会处于弱修复状态，可能谈不上强，但也并不会弱。这得益于一系列政策安排，包括近期结存限额内的5000多亿专项债开始发行、3000亿元政策性金融工具、2000亿元能源

保供特别债，这使得资金利率和长端利率会有向下的阻力。

今年复杂的宏观图景中，我们反复强调资金面的逻辑，就是看货币政策中介目标。虽然 9 月资金利率向上有所收敛，但隔夜仍然在 1.5% 附近。原因在于货币政策需要盯住中介目标也就是社融。政策生变的逻辑在于社融根本性修复，具体表现为企业和居民的扩张意愿恢复，而目前并没有看到这一点。但当下财政有所发力，由此看到社融弱修复，资金利率局部收敛。往后看，我们依然保持这一逻辑，隔夜利率看 1.2%-1.5%，近期偏向区间上沿，节后可能有所回落。

图 1：资金利率走势

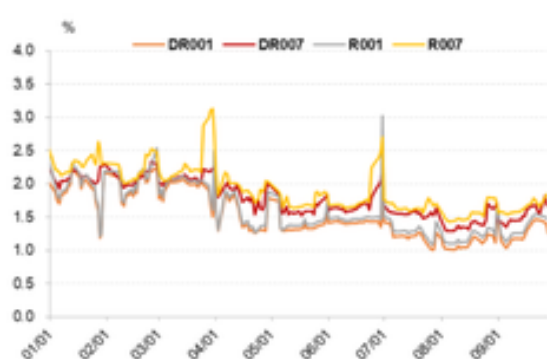


图 2：长端利率走势



至于长端，依然是社融逻辑，当前向下有阻力。但毕竟社融修复弱，且 11-12 月增速可能还会再度走低，利率走势还会有反复，我们此前判断一段时间内会在 2.65% 附近做横向移动。目前看短期变化比我们预想要略大，市场结合前期的仓位和久期需要对近期一系列修复做消化。

外部压力在增大怎么看？

建议大家关注我们近期关于汇率贬值环境下的利率走势报告。决定汇

率贬值的根本在于国内基本面承压和政策预期走弱，叠加美元自身走强，而中美利差并不主导汇率变化。且从目前的欧美宏观图景看，美元仍然偏强。总之，人民币汇率仍然有进一步贬值的趋势。

这对货币政策意味着什么？央行一方面强调政策调控既不缺数量工具也不缺价格工具，另一方面也提到人民银行能够有效管理市场预期，说明外部环境还是对政策施加了一定压力，虽然不会导致政策方向的改变。从历史来看，汇率贬值、利率稳或下行，并不罕见。但政策多少会面临一定约束，至少是不舒服。从 M2 同比-外储同比增速差角度出发，当前降准的概率边际下降。我们认为可能年底降准，明年初降息。

在此情形下，后续资金利率怎么看？外围压力可能会影响资金利率波动区间下限，但不会影响上限。上限还是由社融逻辑决定。至于长端，如果美元指数继续走高，利率虽然不会亦步亦趋，但下行必然有阻力。往节后会看，除了内部的基本面、社融、资金面逻辑和外部压力，还要关注大会情况。过去一段时间，会议公告不及预期时，往往带来利率阶段性下行。再比如 2012 年 11 月大会后，利率在宏观环境诸多不利因素中下行。

总之，既要合理考虑国内的弱修复，也要参考历史上大会的影响，兼顾外围压力，边走边看。目前资金利率按 1.5% 附近，十年国债在 2.7% 附近横向移动估计。

对于市场而言，长期问题仍在，但是短期变化更突出，现阶段是市场应对短期变化的再评估阶段。对于未来展望，从逻辑上可以参考借鉴今年

一季度和 2012 年 10-11 月，债市需要寻找一个新的平台整理一下有点凌乱的思绪，但这个平台位置并不会很高，至少不会简单站上降息前的位置，除非发生类似于今年 1 月社融大幅超预期的情形。

风险提示：疫情蔓延超预期，经济复苏不及预期，政策调整超预期。

2. 金工：布局高胜率的做多节点！

上周周报认为：市场的反弹时机来自两点，第一成交量的再度萎缩，预期成交额低于 7000 亿将迎来反弹；第二，宏观风险的兑现；两个信号有一个落地，有望开启反弹。但市场在信号出现后，仍在低位反复拉锯，全周来看，wind 全 A 下跌 1.77%。市值维度上，上周代表小市值股票的国证 2000 指数下跌 1.62%，中盘股中证 500 下跌 1.09%，沪深 300 下跌 1.95%，上证 50 下跌 1.8%，创业板指下跌 2.68%；上周中信一级行业中，煤炭和石化表现较强，煤炭上涨 3.21%；医药与电子调整最大，医药周下跌 5.42%。上周成交活跃度上，消费者服务和钢铁板块资金流入明显。

从择时体系来看，我们定义的用来区别市场整体环境的 wind 全 A 长期均线（120 日）和短期均线（20 日）的距离继续缩小，最新数据周二 20

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_46615

