

#### 权利及免责声明：

本文是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本文引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本文的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

#### 分析师：

王青 冯琳

时间：2020年10月09日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层100600

#### 主要观点：

- ▶ 四季度经济增速将向着潜在增长水平回升，但疫情冲击后的V型反弹已接近尾声，经济增速回升斜率将进一步放缓。预计全年GDP增速将在2.2%左右。通胀方面，预计四季度CPI向下、PPI向上，二者逐步向“零”附近收敛。
- ▶ 今年地方政府专项债发行将于10月收官，其后政府融资增速放缓，加之地产相关融资政策收紧，预计本轮信用扩张将在10月左右迎来拐点。但目前实体经济融资需求不弱，信贷增速将保持稳定，年内社融增速料将维持在13%以上的高位。
- ▶ 四季度货币政策将以稳为主，若不发生重大外部冲击，则降准、降息的概率不大。后续资金面将经历一个由紧到稳的过程。无论是DR007还是同业存单利率，都有望结束此前的持续回升。8月以来DR007已开始呈现围绕政策利率波动的状态，但9月同业存单利率仍在持续上行。预计后续央行还将优先通过超额续作MLF的方式，缓解银行负债端压力，四季度存单利率有望企稳并小幅下行。
- ▶ 四季度债市环境较三季度有所好转，主要体现在：经济增速回升斜率放缓，信用拐点有望出现，债市供需矛盾得到缓解，资金面趋稳，疫情反弹、美国大选、英国硬脱欧等因素或将冲击风险偏好，以及目前股债比价相对均衡，略偏向债券。在上述因素支撑下，四季度利率或难以持续上破之前的顶部，但趋势性反转还需要等待基本面的回落，以及央行基于政策目标和对基本面的评估对货币政策做出调整。因此，在基本面延续修复、货币政策维持中性基调的预期下，四季度债市将转入震荡格局，预计10年期国债收益率区间将在2.9%-3.2%之间。

## 一、 前三季度利率债市场走势回顾

今年前三季度债市“大起大落”。前4个月，海内外疫情接力扩散，严格的疫情防控导致国内外经济轮番“休克”，为对冲疫情影响，央行货币宽松力度加码，资金利率大幅下行，债市演绎“牛陡”行情。4月底以来，国内经济渐进修复，海外经济重启，带动风险偏好回升，同时央行货币政策开始向常态化回归，资金利率中枢抬升，利率曲线走向“熊平”，到8月下旬债市已回吐疫情后的全部涨幅。

4月底以来，债市利率调整的速度和幅度均超出市场预期，背后的根本原因在于，在国内疫情得到控制，经济持续改善，且疫情和经济拐点均领先于海外主要经济体的情况下，央行政策目标调整的节奏超出预期，即要比市场预期更快、也更加坚定地退出疫情期间的“危机模式”，转向更加注重稳增长和防风险平衡的“常态模式”。

图表 1 今年前三季度债市从“牛陡”走向“熊平”



回顾三季度债市，7月收益率走势一波三折，债市整体走弱。月初股市大涨，除了在情绪层面压制债市外，理财净值化转型强化了股市和债市之间的资金流动，加剧股债跷跷板效应，导致债市大幅调整。其后，随着股市“快牛”行情告一段落，加之摊余成本法债基扩容，中旬债市止跌回暖。不过，因基本面走强、政治局会议货币政策表述边际收紧、股市表现较好等因素压制市场情绪，7月最后一周债市结束反弹，中长端利率转为上行。

8月债市几乎单边下跌，背后的核心矛盾在于，货币政策回归中性、地方债供给放量、监管要求银行压降结构性存款等因素叠加，导致银行缺少中长期资金，债市供需矛盾凸显。同时，利率持续上行对市场情绪造成明显打压，债市悲观情绪蔓延，受此影响，市场将央行在8月21-25日连续开展14天期逆回购的操作解读为“变相加息”，债市陷入持续阴跌。

9月初，受存单利率上行、市场情绪偏弱影响，10年期国债收益率上破3.1%，此后债市多空较为平衡，利率基本上在3.05%-3.15%之间震荡。一方面，央行加大公开市场流动性投放，增量续作MLF，一定程度上缓和了市场对于流动性的担忧，同时，欧洲疫情反弹带动风险偏好下降，引发全球风险资产价格回调，国内股市表现也有所走弱；另一方面，银行负债端压力未解，存单利率持续上行，债市供需矛盾犹存，加之月内公布的经济和社融数据总体超出预期，市场情绪依然谨慎，制约利率下行空间。

## 二、 四季度利率债市场走势展望

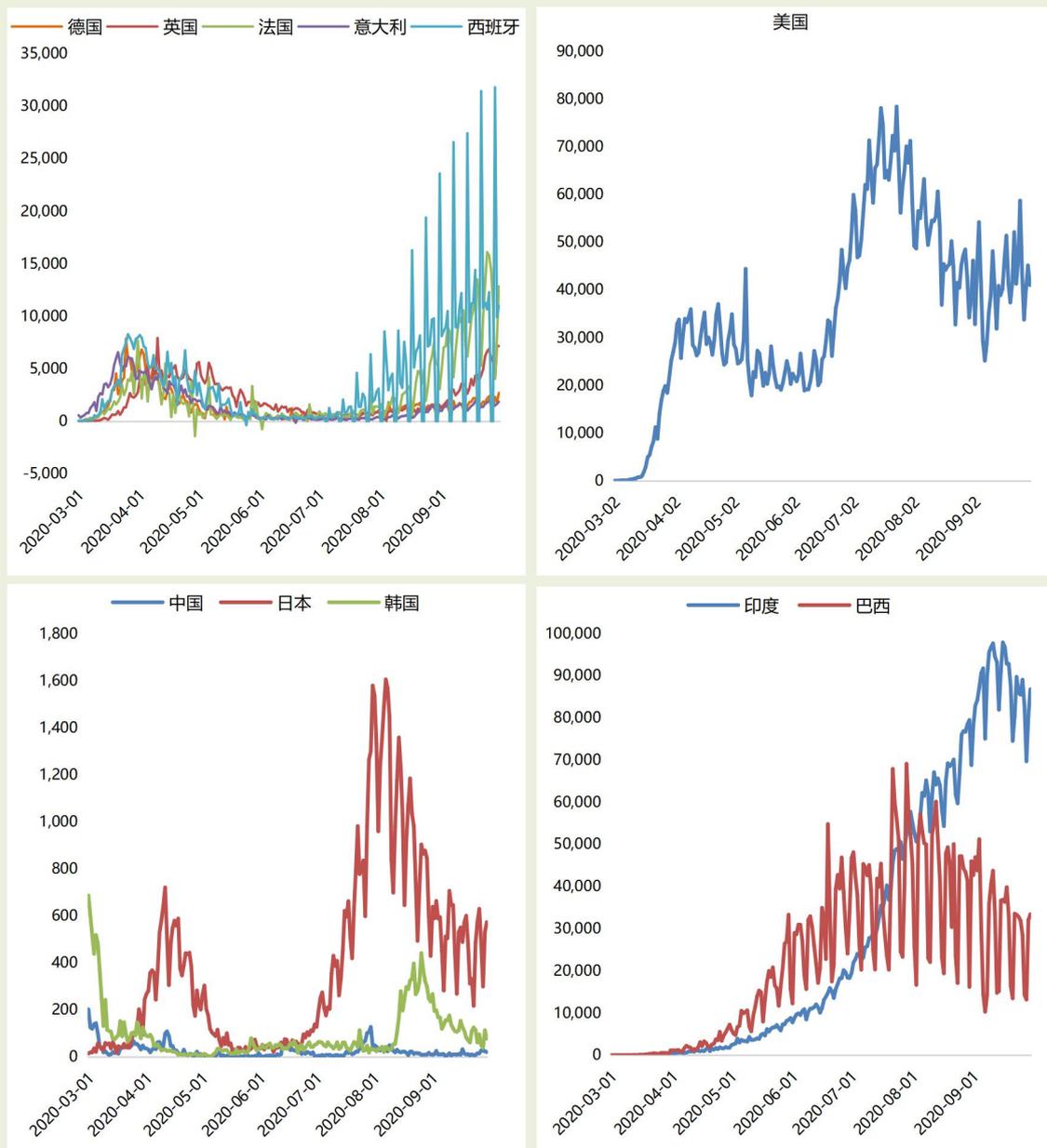
### 1. 全球疫情拐点未至，近期欧洲疫情大幅反弹，经济复苏前景蒙阴；需

## 关注四季度秋冬季节全球疫情超预期恶化，以及美国大选、英国硬脱欧等事件 对风险偏好的扰动

截至 9 月末，全球疫情拐点仍未到来，单日新增确诊病例数延续波动上升，远超此前各界普遍预期。同时，由于新冠肺炎传染性强，此次疫情表现出反复性、多高峰的特征，主要经济体在重启经济后均出现不同程度反弹，对经济复苏和资本市场产生扰动。

具体来看，日韩疫情在 7、8 月份接连回温，9 月以来均已缓和，暂时避免了疫情的进一步扩散。受经济重启和全国性抗议活动影响，6 月下旬美国新增确诊病例数跳跃式增长，7 月单日新增病例数基本在 6 万例以上，8 月好转后，9 月再现抬头趋势，目前单日新增病例数在 4 万例左右。8 月以来，欧洲疫情整体反弹，9 月下旬单日新增确诊病例数突破 6 万，已经超过 4 月疫情第一波高峰时的高点。欧洲主要经济体中，西班牙、法国单日新增病例数迭创新高，英国单日新增病例数已接近此前高点，德国和意大利疫情也在抬头。目前这些经济体均已加强疫情防控，未来料将重启部分封锁措施。这使得欧洲经济复苏前景蒙阴，尤其是需求走弱令服务业受到较大冲击，9 月欧元区服务业 PMI 再度落至荣枯线以下。

**图表 2 全球疫情拐点未至，欧洲疫情大幅反弹**



数据来源：WIND，东方金诚

展望四季度，疫苗研发虽已取得突破性进展，但实现量产预计要到年底或明年；而新冠肺炎为呼吸道传染病，秋冬季节传播风险加大，需关注四季度全球疫情再度超预期恶化的可能性。此外，美国大选将于11月举行，选举结果是四季度全球金融市场面临的最大不确定因素，但相对确定的是，特朗普为争取赢面，还将频繁打出“中国牌”，预计选举前后中美关系仍将波澜不断，对风险偏好也会造成压制。此外，尽管英欧均面临第二波疫情来袭和经济复苏前

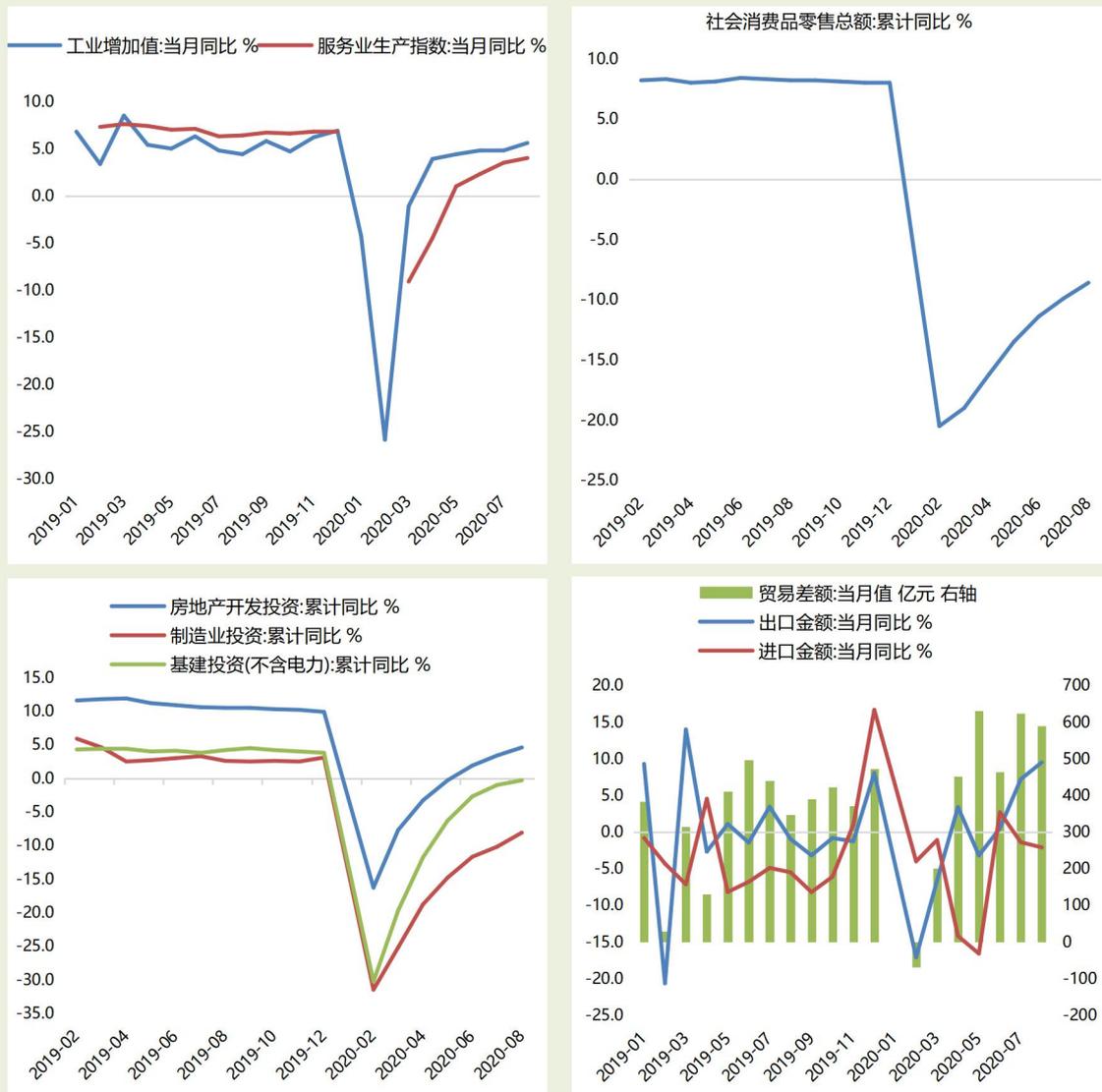
景的不确定性，经济及民意压力或将驱使双方打破僵局，但英国硬脱欧风险仍无法排除。

从风险偏好和外资流入的角度来看，疫情的反弹和海外政治风险事件将对国内债市构成利好。但参考 6-7 月美国疫情反弹时的经验，如果海外风险事件没有打断国内宏观经济修复和货币政策常态化的趋势，那么其对国内债市而言，也仅能带来短时间的交易窗口，很难开启趋势性行情。

**2. 四季度国内经济将延续二季度以来的渐进修复过程，基本面向好趋势不变，但改善斜率会进一步放缓；预计四季度 GDP 增速将回升至潜在增长水平（6.0%）附近，全年增速将在 2.2%左右**

三季度以来，尽管存在局部地区强降水和洪灾扰动，国内经济依然延续了工业生产和服务业回升、消费回补、投资加速的态势，商品房、汽车销售表现亮眼，出口贸易也保持了较强韧性。我们估计，三季度 GDP 增速将升至 5.0% 左右，比上季度加快约 1.8 个百分点。从结构来看，三季度经济修复仍存在非均衡的特点，主要体现在生产端恢复速度快于需求端，需求端投资增速明显高于消费——社零增速改善缓慢、核心 CPI 持续低迷显示终端需求偏弱，以及从产业角度看，工业恢复速度仍快于服务业。

**图表 3 三季度国内经济继续修复**



数据来源: WIND, 东方金诚

展望四季度, 国内经济将延续二季度以来的渐进修复过程, 但斜率会进一步放缓, 这也是目前市场的普遍预期。从需求端“三驾马车”来看, 后续经济回升的潜力将主要集中在前期恢复较慢的消费, 投资也有望进一步加速, 出口的方向则存在一定不确定性。我们预计, 四季度 GDP 增速将接近 6.0%, 较三季度 (估计值) 加快约 1.0 个百分点, 这样全年增速将在 2.2% 左右。

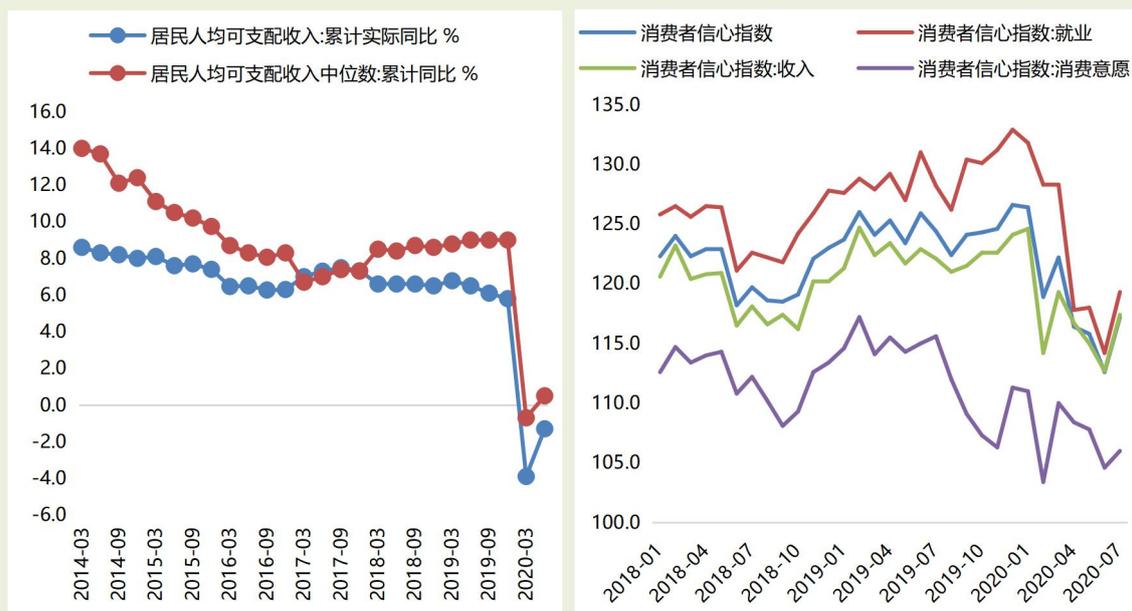
**图表 4 四季度 GDP 增速有望回升至潜在增长水平附近**



数据来源：WIND，F为东方金诚预测值

**(1) 消费方面**，8月社零同比增速年内首度转正，小幅增长0.5%，1-8月累计增速仍为负值（-8.6%），远低于去年同期的8.2%，后续改善的空间很大。但考虑到上半年居民实际收入增速为负、消费信心虽边际回升但仍处较低水平，以及疫情期间积压需求已集中释放和基数的走高，可能导致前期对社零回暖起到重要拉动作用的汽车销售增速放缓，四季度社零增速大幅跳升的可能性不大。预计年底仅能回升至4%-5%的单月同比增长水平，这也意味着全年累计增速难以转正，仅将在-4.5%左右。

**图表 5 疫情对居民收入和消费者信心均产生明显负面影响**



数据来源：WIND，东方金诚

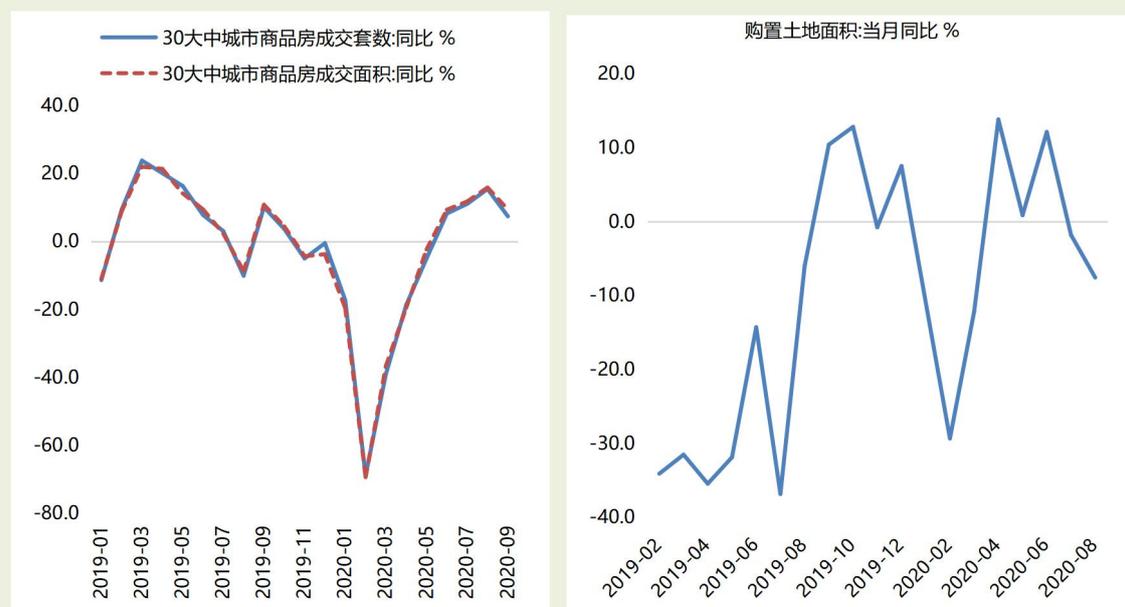
**(2) 投资方面**，我们判断四季度基建投资增速将有所加快，房地产和制造业投资增速则可能小幅放缓；基建拉动下，整体投资增速有望延续回升，但回升幅度将较三季度进一步收敛。

具体来看，受强降水和洪灾扰动，7-8月基建投资增速连续放缓。今年以来，作为稳增长重要抓手的基建投资表现并不及预期，1-8月累计增速仅为-0.3%。这一方面体现了不搞“强刺激”的政策思路，地方政府大搞基建动力不足；另一方面也与优质项目较少有关。从资金来源角度看，今年基建资金主要来自于专项债、特别国债、城投债和贷款等标准化债务，非标等资金来源可能构成拖累。展望四季度，8月地方政府专项债发行明显提速，而在今年约11.6万亿广义财政赤字中，约7.6万亿会在下半年落地，加之洪灾后的重建需求，预计在气候扰动期过后，基建投资仍有发力空间。但在项目储备、配套资金等制约下，也不会出现基建项目“遍地开花”的局面。我们预计，四季度基建投资同比增速将加快至10%，全年增速将在4.0%左右。

与基建投资不及预期相比，三季度房地产投资表现突出。1-8月房地产投

资同比增速已升至 4.6%，8 月当月同比增速达 10.9%，连续两个月实现两位数增长。主要原因在于，受房贷利率下调、积压需求释放等因素推动，二季度以来商品房销售迅速回暖，同时，通过销售回款、信贷和债券等渠道，房企资金来源也有明显好转。不过，8 月 20 日重点房企座谈会召开，“三条红线”政策出台，部分重点房企融资受到限制，而各地房地产调控风向也明显趋紧。由此，在政策面加大抑制房地产泡沫前景下，四季度房地产投资增速将受到一定制约，单月增速可能降至个位数，全年增速达到上年 9.9% 的难度较大。

**图表 6 调控加码后，商品房销售和房企拿地出现降温迹象**



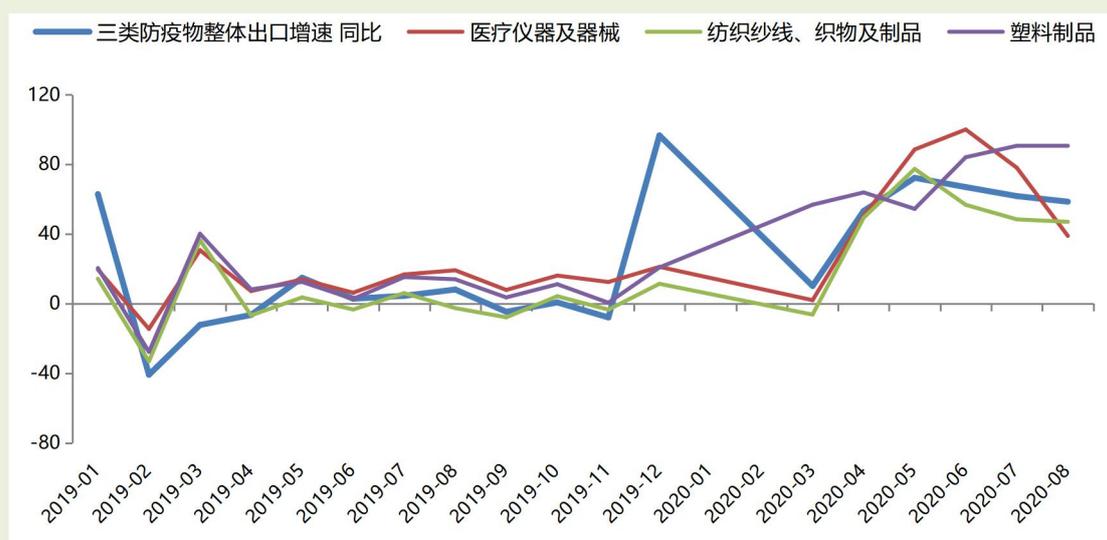
数据来源：WIND，东方金诚；

二季度以来制造业投资修复相对缓慢，1-8 月累计同比仍处-8.1% 的深度负增状态。8 月当月制造业投资同比增长 5.0%，为疫情以来首度正增，一改此前复苏迟缓的疲弱状态，除因经济复苏、PPI 通缩改善带动企业利润增速回升，政策层面加大对制造业企业融资支持力度外，也在很大程度上受到低基数拉动，因此这种大幅改善势头难以持续。我们预计，未来几个月外部不确定性因素仍然较多，月度制造业投资能否连续保持正增长还有待进一步观察。同时

考虑到去年四季度制造业投资增长较快，基数走高影响下，今年四季度制造业投资增速持续上扬难度较大，全年增速回正的可能性很小。

**(3) 出口方面**，今年以来，全球经济和贸易在疫情冲击下同步衰退，我国出口却保持较强韧性，主要有两方面原因：一是防疫物资出口高增；二是我国疫情和经济拐点早于海外，这意味着我国出口供给能力相较竞争对手的优势阶段性提升，全球市场份额扩大。展望四季度，我国出口贸易面临的积极因素包括：全球经济触底反弹，需求渐进修复；短期内全球疫情拐点难现，防疫物资出口高增势头还会保持一段时间；8月中美两国贸易官员对第一阶段中美经贸协议执行情况做出积极评估，11月美国大选前中美经贸关系不确定性有所下降。不利因素包括：伴随经济重启，海外产能也在恢复，我国出口商品替代效应将会减弱；欧洲疫情大幅反弹，美国疫情重新抬头，将制约全球经济和贸易回升幅度，四季度我国出口能否保持强势仍需谨慎观察。

**图表 7 今年以来防疫物资出口高速增长**



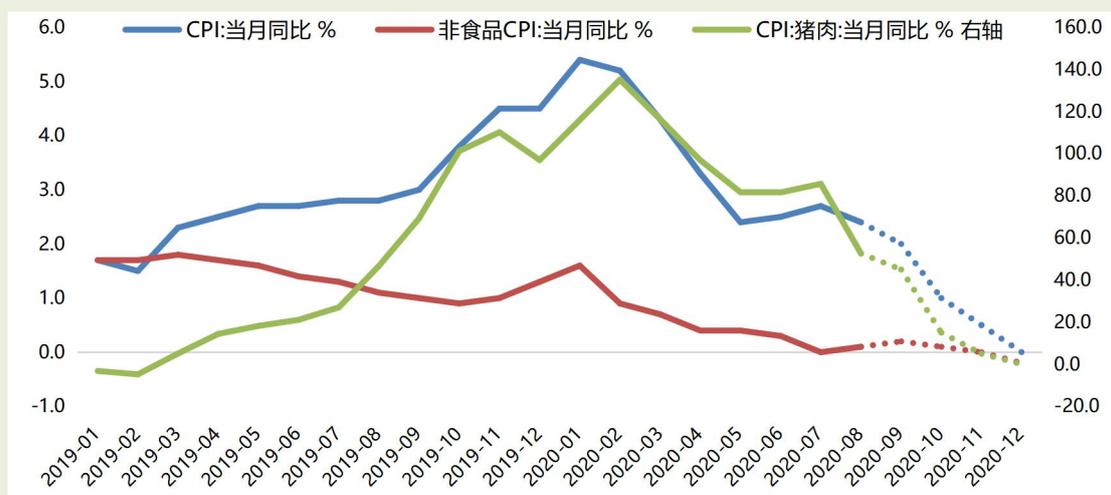
数据来源：WIND，东方金诚

### 3. 预计四季度 CPI 向下、PPI 向上，二者逐步向“零”附近收敛，短期

## 内通胀不会对货币政策构成约束，也不会成为影响债市的主要矛盾

在经历了 3-5 月涨幅的快速下行后，6 月餐饮业复工加大猪肉需求，加之洪灾影响供给，猪肉价格阶段性止跌反弹，带动 6-7 月 CPI 同比连续两个月小幅回升。8 月之后，伴随上年猪肉价格基数开始跳涨，国内生猪产能持续改善，猪肉价格同比涨幅大幅下行。同时，在疫情影响周期拉长背景下，居民消费心理仍比较谨慎，其他各类商品价格缺乏上涨动力，核心 CPI 徘徊在近十年低点附近。由此，8 月 CPI 同比重回下行通道，预计四季度这一下行过程还会持续，年底前有可能向同比零涨幅收敛。这也意味着今年以来的货币扩张加速不会给物价带来明显的推升效应。

图表 8 四季度猪肉价格涨幅将大幅回落，年末 CPI 同比将接近“零值”



数据来源：Wind，东方金诚

注：虚线代表预测值

PPI 方面，5 月以来国际油价波动回升，国内基建和地产投资扩张，对工业品价格构成支撑，带动 PPI 通缩在 6-8 月持续收敛。展望四季度，OPEC+ 对减产的强势立场、全球经济复苏带动需求边际回升将对油价构成支撑；基建将进一步发力，房地产投资韧性犹存，对国内工业品价格仍有拉动；同时，前

期上游涨价对中下游产品价格的影响还将逐步显现。因此，预计后续 PPI 通缩状况将继续缓解。但另一方面，目前全球经济复苏势头正在减弱，欧美疫情反弹，将压制油价上升空间，加之国内政策回归常态、房企融资政策收紧，预示后续 PPI 新涨价动能趋弱。同时考虑到四季度 PPI 翘尾因素稳定在零附近，预计 PPI 同比回升斜率将趋于放缓，年末实现转正的难度较大。

**图表 9 四季度 PPI 通缩状况将继续缓解**



数据来源：Wind，东方金诚

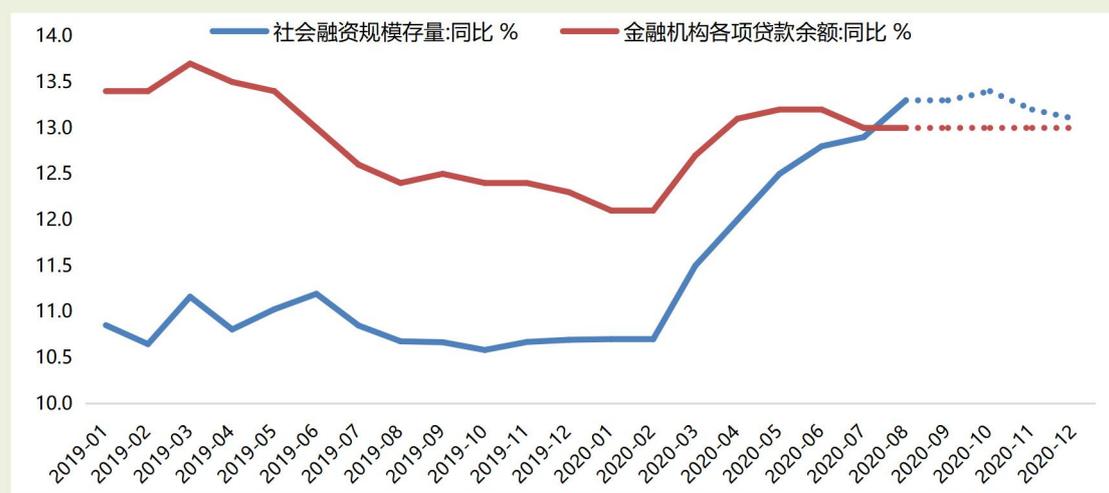
注：虚线代表预测值

#### **4. 四季度财政融资增速放缓将带动社融拐点出现，但目前实体经济融资需求不弱，信贷增速将保持稳定，年内社融增速将维持在 13%以上的高位**

三季度以来社融存量增速进一步加快，8 月超出市场预期，引发债市调整。8 月社融增量主要由政府债券贡献，地方政府专项债发行放量为主要拉动，同时当月人民币贷款表现不弱，表外融资超出预期，指向企业融资需求改善。值得注意的是，7-8 月社融和 M2 走势出现背离，主要原因就是政府债券大规模发行在推升社融增速的同时，由于财政资金投放力度跟不上财政融资进度，造成财政存款大量增加而无法参与信用派生，拉低 M2 增速。

展望后续，地方政府专项债发行将于 10 月收官，其后政府融资增速下降将带动社融增速放缓。同时财政存款转化为支出，有望拉动 M2 增速回升，这也意味着社融和 M2 的剪刀差将会收敛。在年内新增信贷总量 20 万亿目标引领下，加之企业融资需求改善，四季度信贷增长将保持平稳，尤其是基建和制造业投资加速对企业中长期贷款有较强支撑，预计四季度信贷余额增速将稳定在 13.0%附近，而如果信贷需求维持，表外票据融资也有望保持同比多增。再加上虽然专项债发行收官，但四季度国债净发行规模将高于去年同期，因此我们预计年内社融增速不会出现太大幅度的放缓，存量同比增速仍能维持在 13.0%以上的相对高位。

**图表 10 四季度信贷增速将保持稳定，社融增速或将迎来拐点**



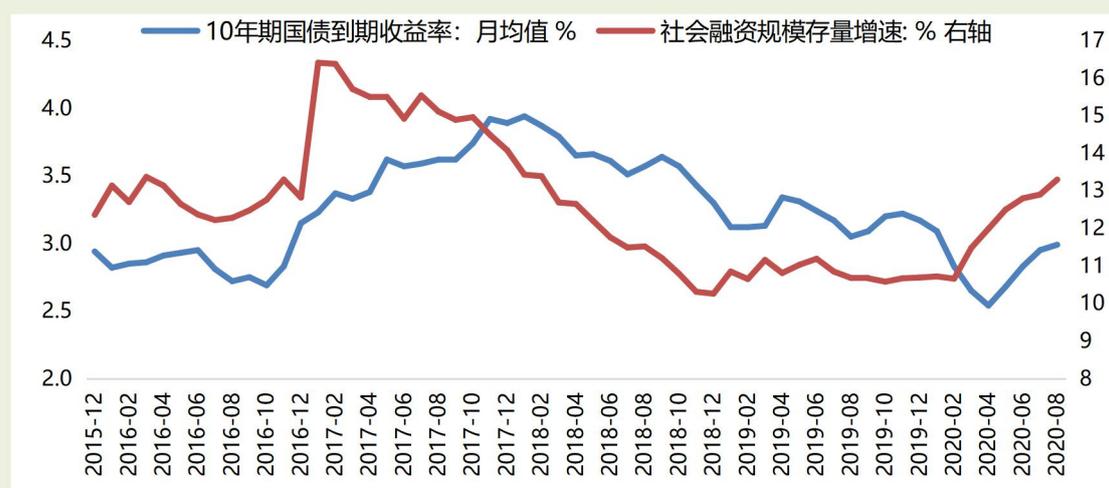
数据来源：Wind，东方金诚

注：虚线代表预测值

对于债市来说，社融拐点出现，释放出三方面“利多”信号，一是四季度政府债券供给减少，债市面临的供需矛盾将得到缓解；二是信用扩张对经济回升的支持边际减弱，将在一定程度上影响市场的利率预期；三是信用拐点的出现主要受政府融资节奏影响，不需要央行进一步收紧货币政策配合，“稳货币+稳信用”的环境相较此前的“紧货币+宽信用”对债市更加友好。

但另一方面，社融拐点出现并不意味着债市转牛拐点即将到来。原因在于当前实体经济融资需求不弱，年内社融增速仅将小幅放缓，不会影响经济复苏的大方向和货币政策取向。根据历史经验，从社融传导至基本面再传导至利率需要一定时间，通常来说社融拐点要领先于利率拐点 1-2 个季度。

**图表 11 社融拐点通常领先于利率拐点**



数据来源: Wind, 东方金诚

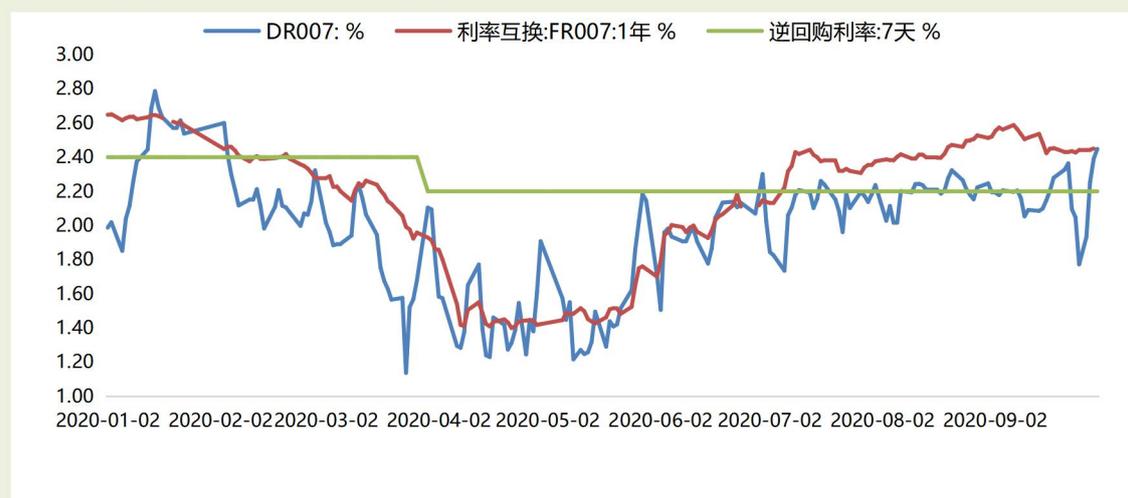
### 5. 货币政策“中性”特征显现，市场利率将围绕政策利率波动，后续央行进一步收紧流动性的概率较低

在经济边际回升势头基本确立的过程中，央行货币政策从之前的重在“救急纾困”，开始转向更加关注稳增长与防风险之间的平衡。5月初市场降准降息预期落空后，资金利率开始从底部抬升，随后5月26日央行重启逆回购但保持利率不变，6月2日推出直达实体经济的新货币政策工具，同时出手整顿资金空转套利，6月18日特别国债启动市场化发行。在这个过程中，市场宽松预期不断落空，资金利率经历了一段持续上行过程。到6月下旬，DR007已经从4月低点时的低于1.5%回升至2.1%左右。

在经历了5-6月的持续收紧、DR007回升到7天期逆回购利率(2.2%)

附近后，7月以来央行展现出了更加呵护流动性的态度，资金利率开始呈现围绕政策利率波动的状态。这也表明央行无意引导资金利率进一步大幅上行，围绕政策利率附近波动即是当前流动性管理的主要目标，货币政策“中性”特征开始显现。这既有助于保持资金面合理充裕，又可抑制资金空转套利，实现货币政策多目标之间的平衡。从近期央行政策表述来看，四季度货币政策将以稳为主，若不发生重大外部冲击，则降准降息的概率不大。但央行对资金面的态度较为呵护，进一步收紧流动性的概率也比较低。

**图表 12 7月以来 DR007 持续围绕 7 天期逆回购利率波动**



数据来源：WIND

值得关注的是，7月以来，在以 DR007 为代表的短端资金利率波动中枢逐步趋稳的同时，以 SHIBOR3M 和 SHIBOR1Y 为代表的中长端资金利率、以及同业存单利率仍在持续上行。9 月份 1Y 国股存单发行利率已超过 3.0%，高于 1 年期 MLF 利率 (2.95%)。主要原因是在信贷大规模投放、政府债券供给压力较大的情况下，银行资产端扩张较快，但央行未实施降准，且公开市场操作以补充短期流动性为主，中长期流动性投放不足，再加上监管要求压降结构性存款，导致银行体系缺少长钱。因此，为补充中长期资金，银行加大了同

业存单发行力度，而在流动性预期不稳定的情况下，存单市场需求相对不足，由此推升存单利率，也对债券利率和贷款利率产生了拖累。

后续存单利率走势将如何演变？从四季度来看，随着地方债发行收官，政府债券供给压力将明显缓解，银行扩表速度料将放缓，同时财政投放力度有望加大，也将给流动性提供支持。但从监管角度来看，四季度结构性存款压降规模仍将较大，结构性存款腾挪过程中银行负债端仍面临收缩压力。央行数据显示，8月商业银行结构性存款压降至9.42万亿元，提前1个月完成窗口指导第一阶段要求，而要完成窗口指导第二阶段要求，9-12月结构性存款还要压降近3万亿元，略高于4-8月压降规模。

在这种情况下，后续同业存单利率走势将主要取决于央行的态度。我们注意到，7月以来，央行MLF操作从缩量转变为增量，且操作规模连续两个月扩大，表明央行有意遏制存单利率持续上行的势头，控制其对MLF利率的偏离度。预计后续央行还将优先通过超额续作MLF的方式，帮助银行缓解负债端压力，存单利率有望企稳并小幅下行。当然，具体效果仍需看后期银行压降结构性存款的节奏和力度、银行负债端的稳定性状况，以及银行对流动性的预期。如果效果不佳，存单利率持续上行，并继续拖累贷款利率，影响金融体系向实体经济让利目标的完成，那么降准窗口仍有可能在四季度打开。

**图表 13 6月以来同业存单利率持续走高**



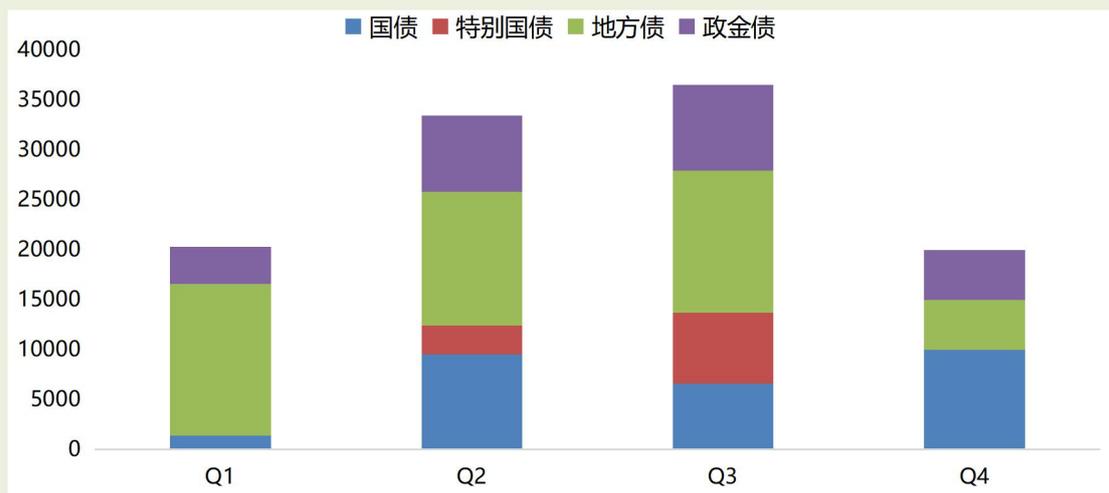
数据来源：WIND

## 6. 四季度利率债净发行规模将明显下降，债市供给压力得到缓和

财政扩张背景下，今年利率债发行大幅放量。具体来看，今年预算赤字 3.76 万亿，其中，中央财政赤字 2.78 万亿，对应记账式国债净发行约 2.5 万亿；新增专项债额度为 3.75 万亿，新增一般债额度为 9800 亿；特别国债 1 万亿。同时，作为准财政工具的政金债同步发力，预计全年净发行将达 2.5 万亿。综合来看，今年利率债净发行约 10.7 万亿，比去年增加约 4.5 万亿。

前三季度利率债净发行已经达到约 8.7 万亿，其中三季度约 3.7 万亿，为年内债市供给压力最大的时期，供需矛盾突出也是三季度债市大幅回调的重要原因。从全年估计值来看，四季度剩余净发行规模约为 2.0 万亿，较三季度明显回落，这意味着四季度债市供给压力将得到缓和。具体来看，前三季度一般国债净发行约 1.5 万亿，四季度净发行将为 1 万亿；地方债和政金债净发行规模将分别在 5000 亿左右。考虑到地方政府专项债需在 10 月底发行完毕，预计 10 月利率债净发行规模将在 9000 亿，供给压力仍然不小，11-12 月将回落至月均 5500 亿左右的水平。

图表 14 四季度利率债净发行规模明显回落

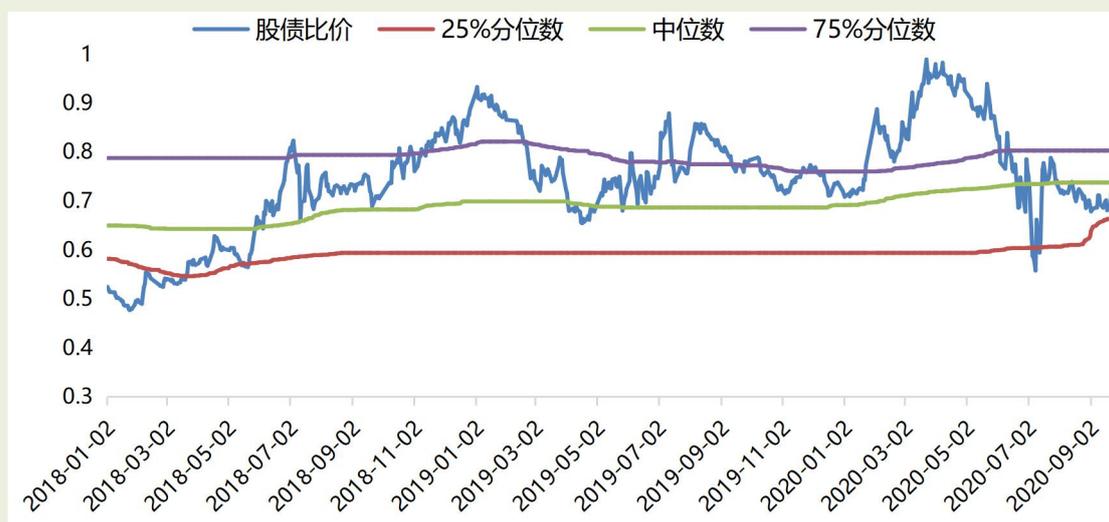


数据来源: 东方金诚

### 7. 股债比价相对均衡，略偏向债券

在经过前期股市的上涨和债券收益率的持续回升之后，股债比价已自 3、4 月份的高点大幅回落，截至 9 月底已降至三年移动中位数和 25%分位数之间，显示股债比价已回归均衡，且略偏向于债券性价比更优。

图表 15 股债比价已重新偏向于债市性价比更优



数据来源: Wind, 东方金诚

### 8. 四季度债市环境较三季度有所好转，但要想突破近期的震荡格局，仍然缺乏必要的触发因素

在经历了 5 月以来的持续回调后, 9 月债市进入了多空平衡的窄幅震荡阶段。市场情绪在保持谨慎的同时, 也发生了微妙的变化, 前期高度一致的悲观预期出现松动。目前来看, 四季度债市“利多”信号确实有所增多, 主要体现在: 经济增速回升斜率将进一步放缓; 信用拐点将在 10 月左右出现; 四季度政府债券供给减少, 债市面临的供需矛盾将得到缓解; 资金面将经历由紧到稳的过程, DR007 和同业存单利率已分别达到或略高于相应的短期、中期政策利率水平, 进一步上行的空间不大; 疫情反弹、美国大选、英国硬脱欧等因素或将冲击风险偏好; 股债比价略偏向于债券性价比更优。

整体上看, 四季度债市环境较三季度有所好转, 但并不代表市场行情会出现趋势性逆转。上述利多信号或仅意味着债市面临的调整压力缓解, 或仅能带来短期交易窗口, 目前来看债市要想突破近期的震荡格局, 仍然缺乏必要的触发因素。换言之, 在上述利多因素支撑下, 四季度利率或难以持续上破之前的顶部, 但趋势性反转还需要等待基本面的回落, 以及央行基于政策目标和对基本面的重新评估对货币政策做出调整。我们判断, 在不发生重大外部冲击的情况下, 四季度基本面将延续修复, 货币政策将维持中性基调, 因此, 债市将难以实现熊转牛的突破, 预计 10 年期国债收益率将在 2.9%-3.2%之间震荡。