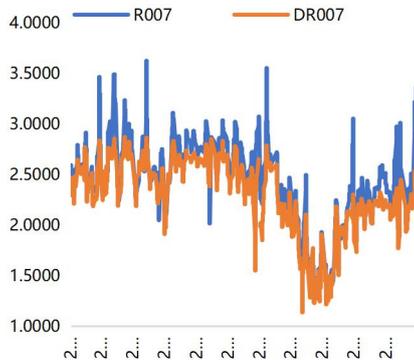


十年期国债收益率(%)：



质押式回购利率(%)：



中美10年期国债利差(BP)：



分析师：

王青 冯琳

时间：2020年11月3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：

● 债市运行环境：

(1) **宏观经济运行：**10月服务业和消费接力工业和投资，继续推动经济改善，但经济回升斜率正在放缓；当月猪肉价格跌幅明显，CPI同比涨幅将大幅回落，PPI同比跌幅则将小幅收敛。

(2) **流动性环境：**10月政府债券供给压力较大，且最后一周资金面超预期收紧，当月短端资金利率均值较9月有所抬升；因银行结构性存款继续压降、存单续发压力较大，10月同业存单发行利率持续上行。展望11月，主要受利率债供给下降、财政投放有望增加影响，银行间流动性料将边际转松；存单利率上行压力也有望得到缓解，但难有明显下行。

(3) **中美利差：**10月美债收益率震荡上行，主因拜登获选且民主党将重新夺回参议院的预期，带动风险偏好有所回升；月末中美10年期国债利差收敛至230.1bp，仍处很高水平。

● **一级市场：**10月利率债发行和净融资规模较9月明显下行，但因工作日较少，发行节奏紧凑，供给压力并未减轻；当月各券种加权平均发行利率涨跌互现，与9月相比变动幅度不大。

● **二级市场：**10月中长端利率先上后下，短端利率在月初走高后大致先走平后上行，不过，利率向上和向下的斜率都较缓，整体呈现横盘震荡格局。因资金面边际收紧，10月国债短端利率上行幅度超过中长端；当月5年期收益率下行幅度最大，与配置盘买债动能增强有关。此外，10月国开债表现整体要好于国债，也可反映出债市情绪的回暖。

- 
- **11月利率债市场展望：**11月债市环境相较10月将更为友好一些，体现在：（1）经济回升斜率料将放缓，（2）新增地方债发行接近收官，利率债供给压力将得到缓和，（3）资金面可能会边际转松，同业存单利率上行势头趋缓，（4）外围风险因素较多，可能会带动避险情绪升温，但也需警惕避险情绪发酵引发美元流动性危机的风险。我们认为，短期内利率进一步大幅上行的风险明显缓和，但出现趋势性反转的时机仍不成熟，原因在于经济还在继续回升，同时央行货币政策维持中性。预计11月债市仍难以突破利率上下两难的格局，10年期国债收益率会在3.0%-3.2%之间震荡，中枢与10月相比将会有小幅下移。

## 1. 债市运行环境

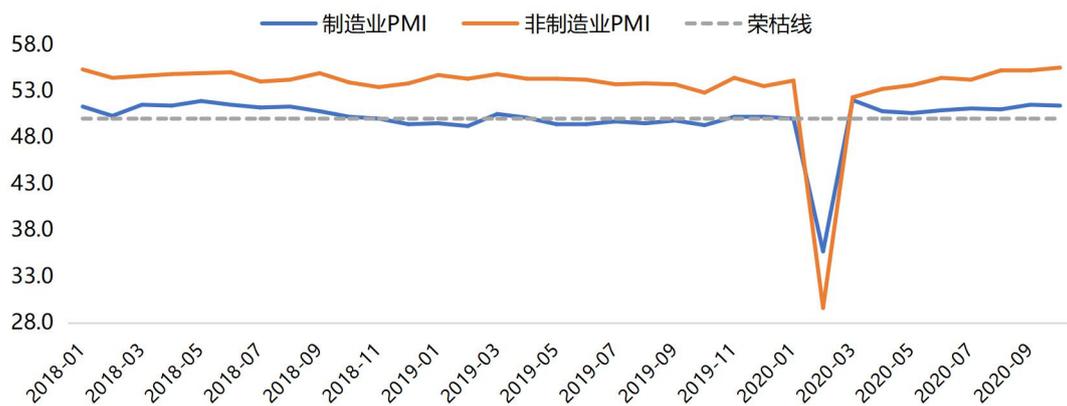
### 1.1 宏观经济运行

#### **10月宏观经济供需两端保持良好修复态势，服务业和消费接力工业和投资，继续推动经济回升**

生产端，10月制造业PMI为51.4%，略低于前值51.5%。其中，PMI生产指数环比小幅下调0.1个百分点至53.9%，延续疫情得到控制以来的平均扩张水平。受国庆及中秋假期影响，10月法定工作日从9月的23天缩短至17天，对企业生产节奏造成一定影响。但从高频数据来看，当月高炉开工率、半钢胎开工率延续9月以来的较高水平，焦化、PE、PP、涤纶等中上游生产企业的开工率处于持续上升态势，生铁、粗钢、水泥、汽车的产量连续数月保持较快同比增长。不过，9月工业生产增速已超过疫情前水平，进一步加速的空间非常有限，同时考虑到今年10月工作日比去年少2天，预计10月工业增加值增速会从9月的6.9%回落至6.2%附近。

服务业方面，10月服务业PMI为55.5%，环比和同比分别上扬0.3和4.1个百分点，再创疫情以来新高，表明当月服务业积极复苏。从行业情况看，“黄金周”居民出行意愿增强，消费需求加快释放，铁路运输、航空运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于59.0%以上的较高运行区间；批发零售、生态保护及环境治理等行业商务活动指数继续位于临界点以上，且均高于上月2.5个百分点以上，显示企业业务总量加快增长。可以看出，在工业修复基本到位的情况下，服务业已经接棒制造业继续推动经济回升。

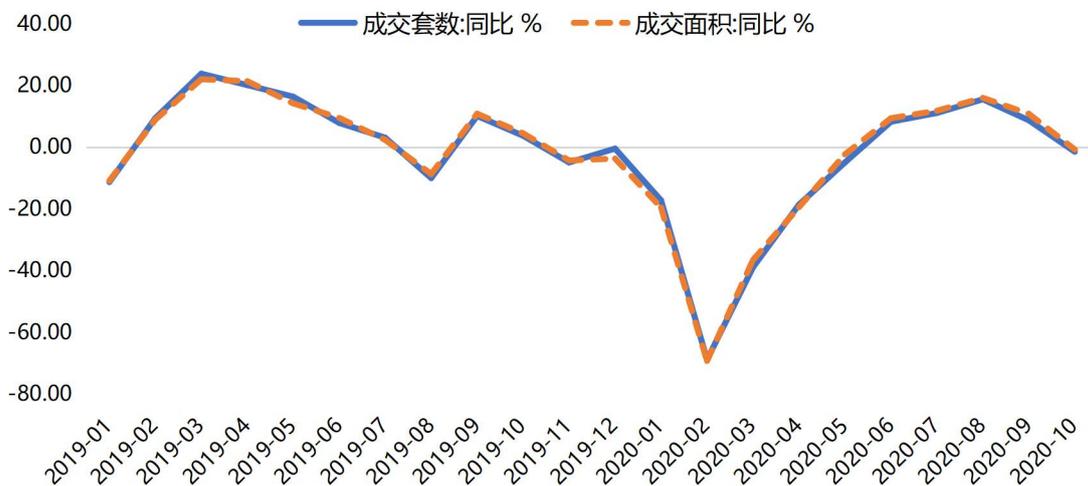
**图1 制造业和非制造业PMI指数（季节调整）**



数据来源：WIND，东方金诚

从需求侧来看，拉动经济增长的主要力量正在由投资向消费切换。投资方面，预计 10 月财政支出效率提升将推动基建投资增速加快；制造业投资有望保持正增；但在房企融资政策收紧、商品房销售增速明显放缓背景下，房地产投资单月增速料将有所下滑。整体来看，10 月固定资产投资单月增速或现一定幅度回落，但累计增速有望进一步上行。消费方面，10 月消费改善趋势不变，经济回暖背景下，居民就业和收入预期趋于好转，是当前消费持续回升的前提。从在社零中占比较高的汽车销售来看，据乘联会数据，10 月乘用车销量同比表现较好，有望对社零继续产生正向拉动。我们预计，10 月社零增速将延续回升，但回升幅度将有所放缓。

图 2 30 大中城市商品房成交情况



数据来源：WIND，东方金诚

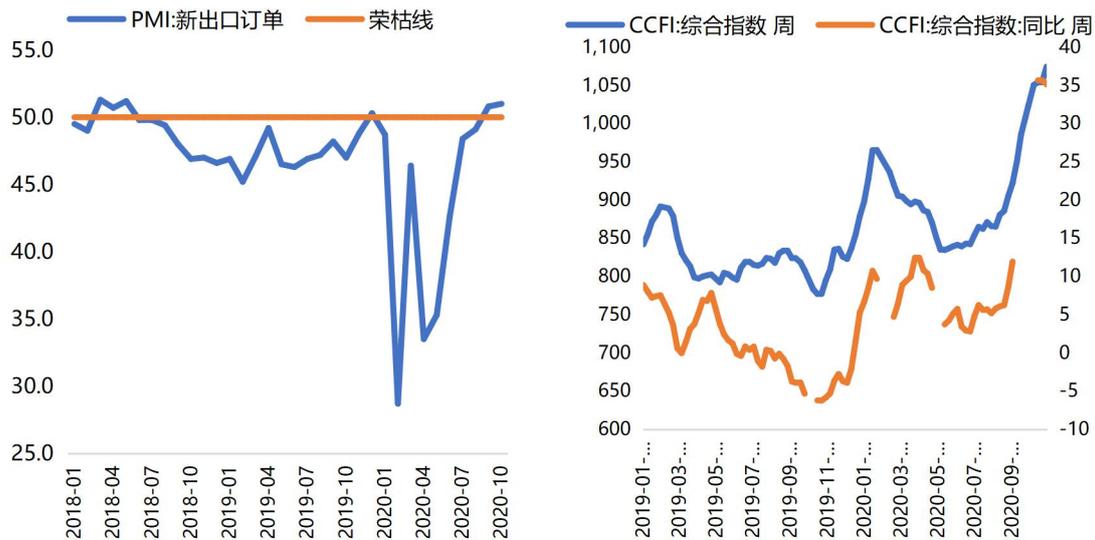
**表 1 乘用车销售情况**

	乘用车当周日均批 发量: 辆	乘用车当周日均批发 量:同比 %	乘用车当周日均零 售量: 辆	乘用车当周日均零 售量:同比 %
2020-06-07	33,773	60	25,725	-10
2020-06-14	39,746	16	36,600	-17
2020-06-21	49,626	7	43,899	-11
2020-06-27	49,794	-35	51,627	-37
2020-06-30	133,423	18	152,553	-2
2020-07-05	28,635	11	24,884	-15
2020-07-12	36,555	12	31,347	-5
2020-07-19	40,028	3	38,390	8
2020-07-26	44,050	6	48,486	20
2020-07-31	89,358	-5	94,598	9
2020-08-09	28,965	6	29,815	3
2020-08-16	36,591	3	39,095	9
2020-08-23	50,283	10	44,849	23
2020-08-31	87,777	5	88,529	7
2020-09-06	36,958	3	30,333	6
2020-09-13	48,063	18	42,500	39
2020-09-20	53,330	10	46,582	16
2020-09-26	68,737	-8	66,694	3
2020-09-30	124,028	25	136,287	11
2020-10-08	17,089	-18	24,760	6
2020-10-11	54,046	11	63,535	43
2020-10-18	54,017	9	53,138	18
2020-10-25	62,304	22	53,412	19

数据来源：WIND，东方金诚

外需方面，新冠疫情大流行的背景下，中国出口弥补了全球供给能力的不足。从前瞻性指标和高频数据来看，10月新出口订单指数为51.0%，继上月突破临界值后进一步上扬，达到2018年6月以来的最高点；当月CCFI（出口集装箱运价指数）持续运行在1000点以上，同比涨幅进一步走阔。预计10月出口仍将维持较强韧性，同比将延续高增。

**图 3 相关指标显示 10 月出口仍将持续较强韧性**

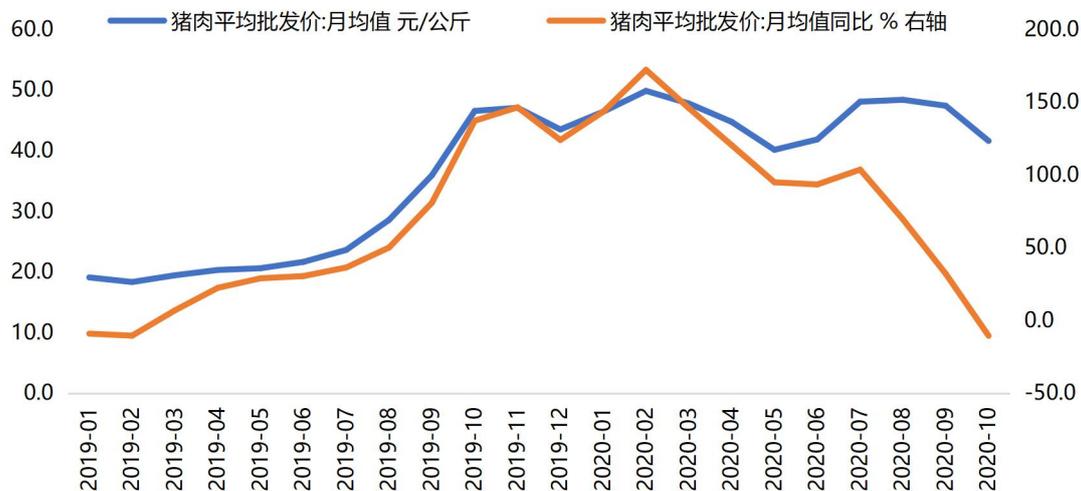


数据来源: WIND, 东方金诚

### 10 月 CPI 同比涨幅延续大幅回落, PPI 同比跌幅将小幅收敛

10 月猪肉供给继续改善, 猪肉价格持续下跌。更为重要的是, 上年 10 月猪肉价格涨幅曾跳升 32 个百分点, 高基数带动今年 10 月猪肉价格同比涨幅大幅回落, 并带动食品 CPI 同比涨幅走低。根据农业部数据, 10 月猪肉平均批发价同比下降 10.6%, 增速较上月下滑 42.6 个百分点。同时考虑到非食品价格涨幅难有明显加速, 预计 10 月 CPI 同比涨幅将回落至 1.0% 左右。

图 4 10 月猪肉价格跌幅明显



数据来源: WIND, 东方金诚

PPI 方面，随着北半球进入深秋、天气转冷，海外疫情反弹势头显现，部分欧洲国家每日新增确诊病例数接近甚至超过第一阶段峰值，美国疫情也现明显反弹，引发 10 月下旬国际油价下跌。但从月均值来看，10 月油价均值与上月大致持平，且因基数走低，同比降幅略有收敛。另外，从高频数据来看，南华工业品指数、制造业 PMI 出厂价格指数和商务部生产资料价格指数均指向 10 月 PPI 同比降幅有望小幅收窄。

**图 5 10 月国际原油和国内工业品价格同比跌幅小幅收敛**



数据来源: WIND, 东方金诚

## 1.2 流动性环境

10 月央行公开市场操作延续“削峰填谷”特征，致力于维持市场利率围绕政策利率运行。具体来看，10 月中上旬资金面宽松，DR007 一度下破 2.0%，截至 14 日央行连续暂停逆回购操作，期间到期的 7,700 亿元逆回购全部实现自然净回笼。但自 10 月 15 日起，为对冲政府债券发行缴款和缴税压力，央行重启逆回购并连续 12 个交易日开展 7 天期逆回购操作，且在最后一周加大了逆回购投放力度，意在遏制当周资金利率快速上行的趋势。

从全月来看,央行通过逆回购共投放资金 9,300 亿,但因到期量达到 1.19 万亿,因而净回笼资金 2,600 亿。同时,10 月央行开展了 5,000 亿元 MLF 操作,超额续作当月到期量 2,000 亿,净投放资金 3,000 亿,符合市场预期。此外,10 月央行还开展了 500 亿元国库现金定存操作,当月到期量 800 亿,净回笼资金 300 亿。整体上看,10 月央行公开市场操作净投放资金 100 亿。

**表 2 10 月央行资金投放量**

单位: 亿元	降准	TML F	逆回购				MLF	国库现金定存	合计
			7 天	14 天	28 天	63 天			
投放	0	0	9300	0	0	0	5000	500	14800
到期	0	0	11900				2000	800	14700
净投放	0	0	-2600				3000	-300	100

数据来源: WIND, 东方金诚

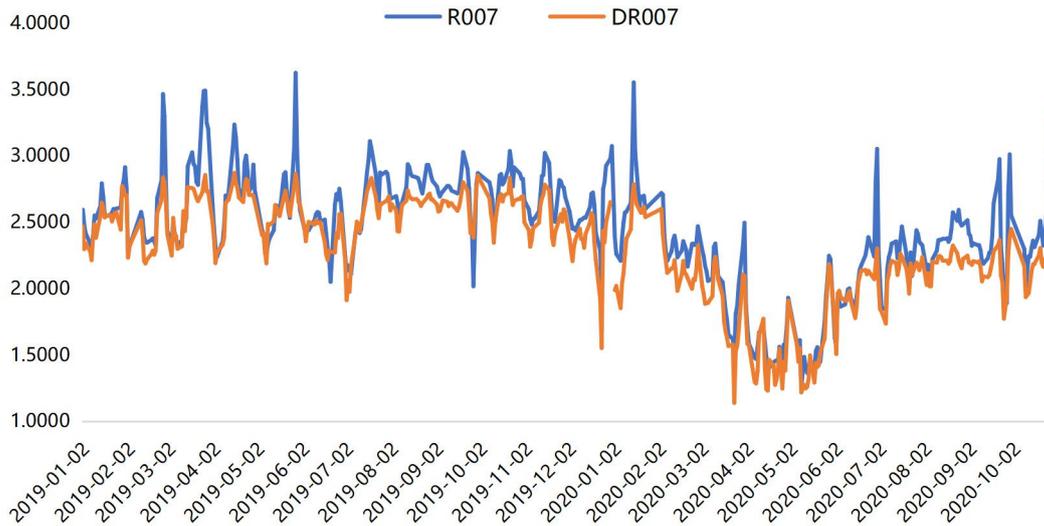
10 月政府债券净发行规模虽较 9 月大幅下降,但因工作日较少,供给压力并未减轻。当月资金面维持紧平衡状态,短端资金利率均值较 9 月有所抬升。其中,DR007 和 R007 月均值分别上行 7.3bp 和 17.6bp,隔夜上行幅度更大,同时 R 与 DR 之间的利差进一步扩大,显示非银资金更为紧张。从月内走势看,10 月中上旬资金面相对平稳,且在央行流动性呵护和财政支出多增对冲下,中下旬税期也未引发资金利率的大幅波动。但 10 月最后一周资金面超预期收紧,除因政府债券供给压力较大外,可能也与 IPO 打新,以及银行为应对“双十一”期间的资金清算需求、提前备足头寸有关。

**表 3 质押式回购加权利率变动情况**

	2020 年 9 月均值 (%)	2020 年 10 月均值 (%)	变动 (BP)
R001	1.7466	2.1556	40.91
R007	2.3930	2.5689	17.59
DR001	1.6702	2.0347	36.45
DR007	2.1707	2.2437	7.30

数据来源: WIND, 东方金诚

图 6 银行间/存款类机构质押式回购加权利率



数据来源：WIND，东方金诚

SHIBOR 方面，10 月各期限 SHIBOR 均值普遍高于上月，且隔夜和跨年利率上行幅度较大。当月中长期 SHIBOR 中枢进一步抬升，9M 和 1Y 利率月均值均超过 3.0%，反映银行体系中长期流动性继续收紧。与此相印证，10 月同业存单发行利率仍在持续上行，月内国股 1 年期存单发行利率最高升至 3.21%，超出 1 年期 MLF 利率 26bp，银行结构性存款继续压降、存单续发压力较大是主要原因。

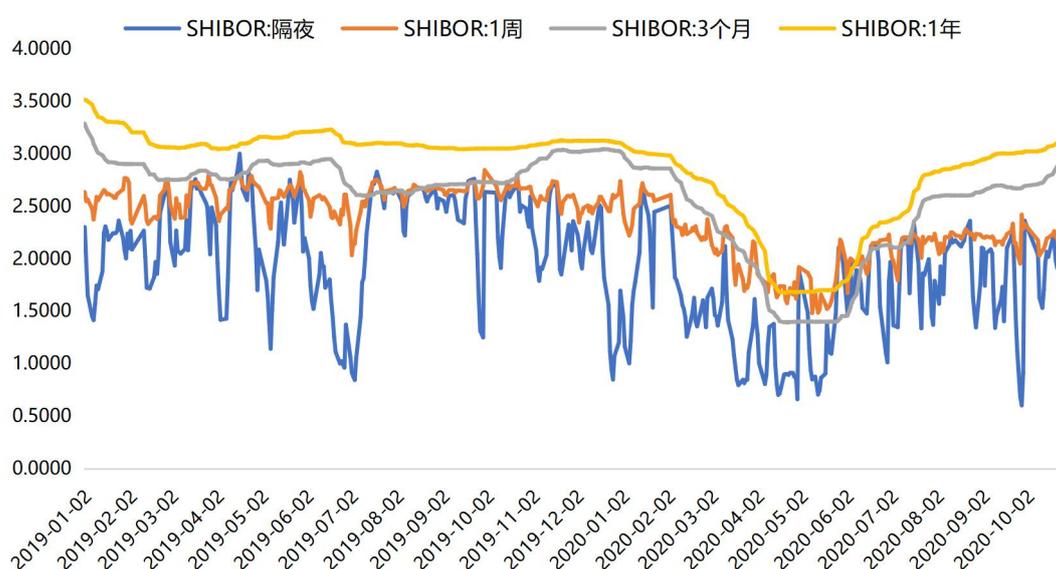
具体来看，9 月末各类银行结构性存款总量为 8.98 万亿，结合年末压降到年初 2/3 的要求，四季度仍然需要压降 2.58 万亿元的结构性存款，月均压降规模约 8600 亿，这要高于 5-9 月份月均 6300 亿的水平。其次，10 月为年内同业存单到期次高峰，当月到期量达到 1.9 万亿，续发压力也对发行利率产生一定的推升作用。不过，从净融资来看，9-10 月同业存单净融资规模已较 7-8 月明显下降，10 月仅为 281 亿元，或预示同业存单发行利率已接近其顶部，后续进一步上行的空间有限。

表 4 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2020年9月均值 (%)	2020年10月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.6794	2.0381	35.87
1W	2.1976	2.2176	2.00
2W	2.4254	2.4182	-0.72
1M	2.5602	2.6528	9.26
3M	2.6767	2.8344	15.77
6M	2.9087	2.9707	6.21
9M	2.9563	3.0505	9.42
1Y	2.9913	3.0902	9.89

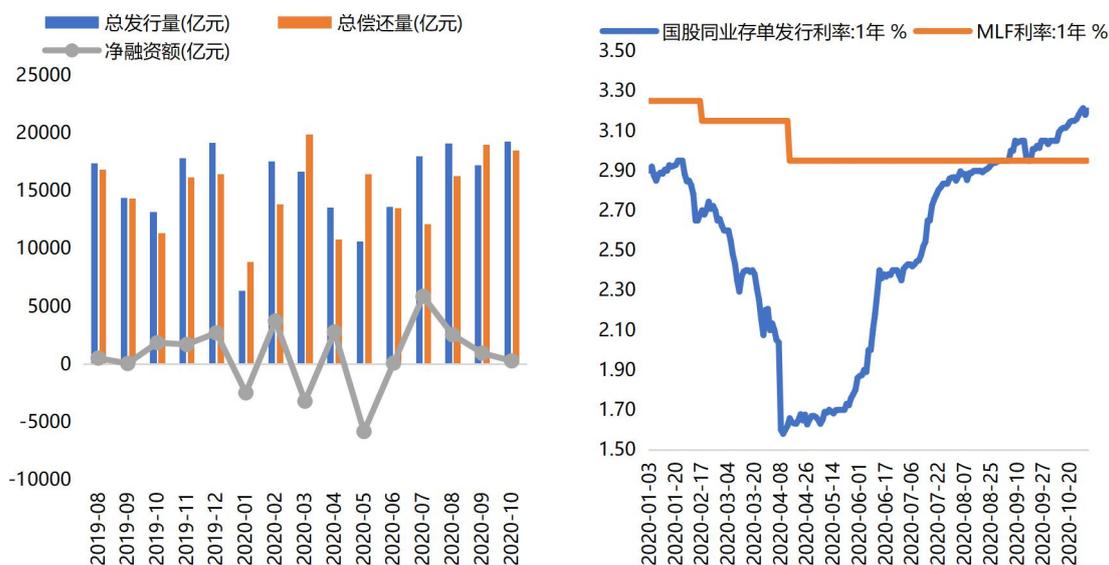
数据来源: WIND, 东方金诚

图7 上海银行间同业拆放利率走势 (%)



数据来源: WIND, 东方金诚

图8 10月同业存单发行利率进一步走高



展望 11 月，主要受利率债供给下降、财政投放有望增加影响，银行间流动性料将边际转松。一方面，11 月国债发行仍有一定的供给压力，但伴随 10 月底地方政府新增一般债和专项债额度仅剩约 5%，后续地方债发行将以再融资债券为主，净发行规模将明显下降。另一方面，从财政收支角度来看，11 月并非财政收入大月，缴税压力较小，财政收入规模较 10 月会有明显的季节性回落，同时今年以来财政支出进度偏慢——前 9 个月财政支出进度为 70.7%，慢于去年同期进度 74.8%，也滞后于序时进度 75%，临近年底财政支出节奏有望加快，也有利于缓解银行间流动性压力。

11 月公开市场到期压力较 10 月有所下降。全月公开市场共有 1.21 万亿资金到期，低于 10 月的 1.47 万亿，其中逆回购到期 5,600 亿元，MLF 到期 6,000 亿元，国库现金定存到期 500 亿元。预计在 11 月，央行仍将维持“削峰填谷”，维护流动性合理充裕。同时，在结构性存款压降持续、超储率维持低位的背景下，预计央行将继续超额续作 MLF。

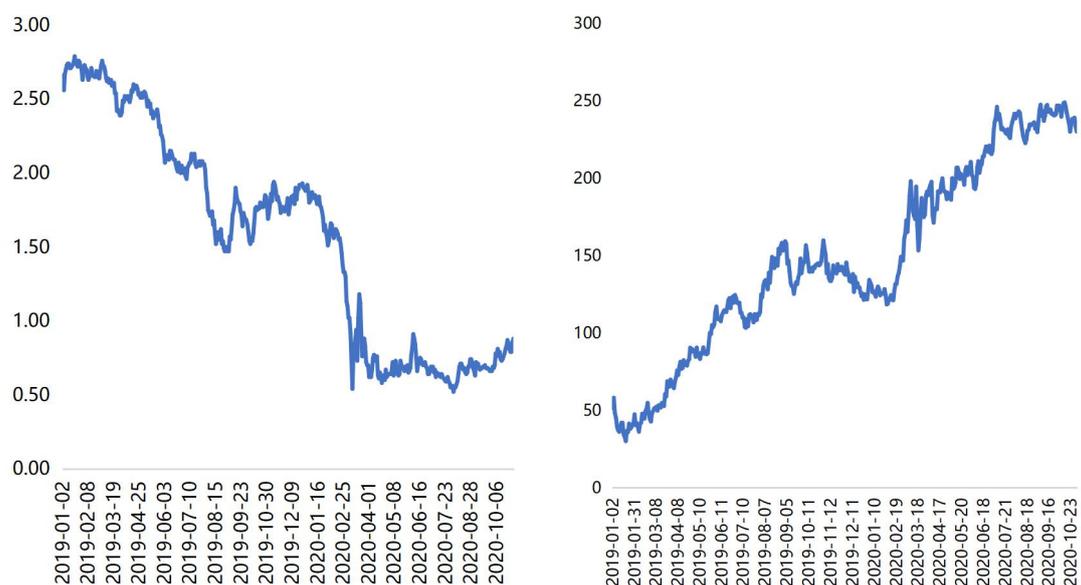
我们判断，11 月 DR007 还将继续贴近 7 天期逆回购利率波动，中枢将较 10 月小幅下移。但在低超储率背景下，资金利率仍面临较大的波动风险，尤其是 11 月首周面临着 IPO 缴款、银行为“双十一”增加备付金、以及公开市场到期规模较大（当周有 5,100 亿元逆回购到期+4,000 亿元 MLF 到期）的压力，预计央行将加大公开市场对冲力度。同时，11 月财政存款投放、政府债券供给减少，也有利于缓解同业存单发行利率上行的压力，但考虑到结构性存款仍需压降，且存单到期量偏大——11 月到期量为 1.85 万亿，因此同业存单买方市场格局难以逆转，利率也难有明显下行。预计 11 月存单利率将

呈现高位徘徊的状态。

### 1.3 中美利差

10月美债收益率震荡上行,原因是拜登获选且民主党将重新夺回参议院,以及民主党上台后将出台大规模财政刺激政策的预期,带动风险偏好有所回升。期间虽因新一轮财政刺激计划缺乏进展,以及欧美疫情快速反弹,加剧避险情绪,引发美债收益率的小幅回落,但从全月来看,10月末10年期美债收益率从上月末的0.69%震荡上升至0.88%,上行幅度为19bp。从中美利差角度来看,当月美债收益率上行幅度更大,月末中美10年期国债利差较上月末收敛15.7bp至230.1bp。

图9 美国10年期国债收益率(左,%)及中美10年期国债利差(右,BP)



数据来源: WIND, 东方金诚

展望11月,当前市场对拜登获选且民主党将重新夺回参议院存在一定预期,但美国大选结果不确定性仍然较大。如果大选结果与市场预期不符,美债收益率可能会再度下行。另外,通常情况下大选结果会在投票日当晚出炉,但

今年受疫情影响，邮寄选票数量大增，可能会导致大选结果延迟公布或引发争议。在这期间美债收益率波动可能会有所加剧。考虑到当前中美利差仍处较高水平，对国内债市影响料将有限，但需警惕美元流动性危机再现向国内债市的传导。

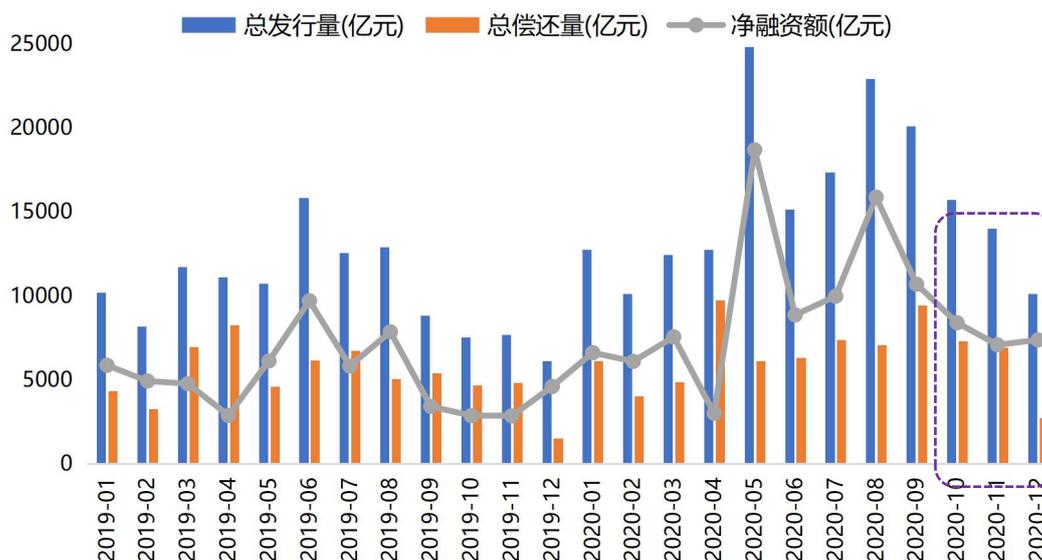
## 2. 一级市场

### 2.1 发行情况

10月利率债发行和净融资规模较9月明显下行，但因工作日较少，发行节奏紧凑，供给压力并未减轻。当月利率债总发行量15,725亿，环比减少4,402亿，同比增加8,184亿；净融资额8,399亿，环比减少2,294亿，同比增加5,534亿。分券种看，10月国债和地方政府债发行量和净融资额、政金债发行量均低于上月，仅政金债净融资额环比有所增加。不过，当月各券种发行量和净融资额均高于去年同期。

11月利率债供给压力将有所缓解。具体来看，今年国债净发行额度为3.78万亿（含特别国债1万亿），截至10月底，净发行规模为2.87万亿，剩余约9,000亿，11-12月月均4,500亿；考虑到偿还量，预计11月发行量约为6,400亿。地方债方面，根据Wind数据，截至10月底，年内新增专项债和一般债额度剩余约2,500亿，同时结合未来两个月地方债到期规模估算再融资债券发行量，预计11月地方债发行量在5,000亿左右，净融资额约1,200亿。再加上政金债，预计11月利率债发行量约为1.4万亿，净融资额约7,000亿，与10月相比有所下降，但仍明显高于去年同期。

图 10 利率债发行与到期



数据来源：WIND，东方金诚；注：11月、12月数据为预测值

表 5 各类利率债发行量与净融资额 (亿元)

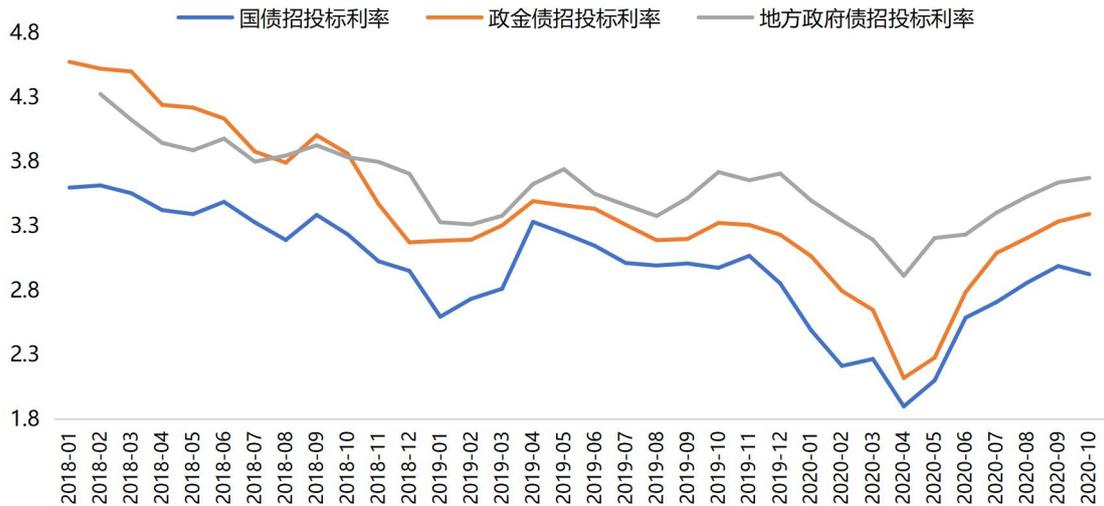
	发行量			净融资额		
	2020.10	2020.09	2019.10	2020.10	2020.09	2019.10
国债	7,943	8,004	3,722	4,014	4,535	1,624
政金债	3,353	4,914	2,854	2,133	1,373	1,114
地方政府债	4,429	7,209	965	2,252	4,784	127

数据来源：WIND，东方金诚

## 2.2 发行利率

10月利率债各券种加权平均发行利率涨跌互现，与9月相比变动幅度不大。其中，国债加权平均发行利率环比下行6.4bp，地方债和政金债加权平均发行利率环比分别上行3.5bp和5.8bp。

图 11 利率债发行利率走势 (加权均值, %)



数据来源：WIND，东方金诚

### 3. 二级市场

#### 3.1 到期收益率

10月债市未延续此前的单边下跌态势，债券收益率整体横盘震荡。从全月来看，长端利率大致先上后下，短端利率在月初走高后大致先走平后上行，但是利率往上和往下的斜率都不大。月末10年期国债收益率较9月末小幅上行3.3bp，1年期国债收益率较9月末上行8.1bp。

从月内走势看，10月9日利率大幅上行，主要原因是国庆期间海外市场风险偏好回升，国内旅游、消费等数据表现较好，以及由于市场预期10月流动性缺口仍然较大，但央行并没有开展逆回购操作，引发了市场对于后期流动性的担忧。此后几个交易日，存单利率上扬对债市的拖累仍然存在，再加上贸易和金融数据超预期，长端利率基本上连续小幅上行。到10月15日，10年期国债收益率升至3.23%，创下本轮新高。

不过，随着利率再创本轮新高，同时9月份宏观经济数据出炉之后，三季度经济增速不及预期，基本面利空暂时出尽，再加上央行连续开展逆回购操

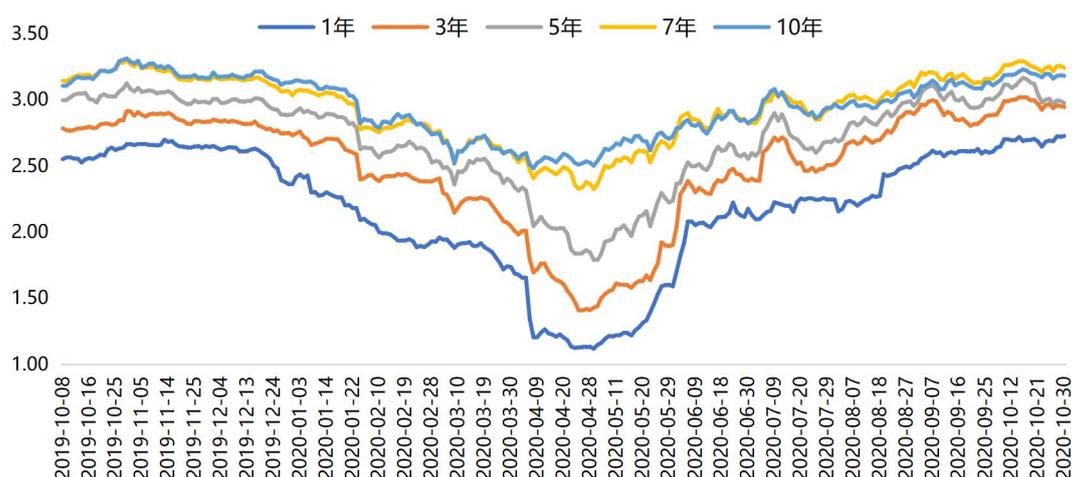
作和超额续作 MLF 缓解了资金面压力，市场情绪也出现回暖迹象，这不仅体现在交易情绪上，也体现于配置盘买债动能也有所增强。此外，尽管存单利率还在往上走，但是随着存单利率和债券收益率的利差拉大到一定程度，其对债券收益率的影响弱化。因此，10月中下旬长端收益率波动小幅下行，10年期国债收益率到月末已从高点 3.23% 降至 3.18%。值得一提的是，10月最后一周资金面超预期收紧，债券短端利率走高，不过市场对于资金面紧张和短端利率上行的持续性存疑，因此并未给长端造成明显的调整压力。

**表 6 10 月末各期限利率债到期收益率较上月末变动情况 (BP)**

国债		国开债		地方债 (AAA)	
1Y	8.11	1Y	1.09	1Y	3.07
3Y	1.58	3Y	-5.82	3Y	-6.85
5Y	-7.82	5Y	-6.36	5Y	-0.85
7Y	2.85	7Y	-5.24	7Y	1.98
10Y	3.28	10Y	-6.19	10Y	-2.75

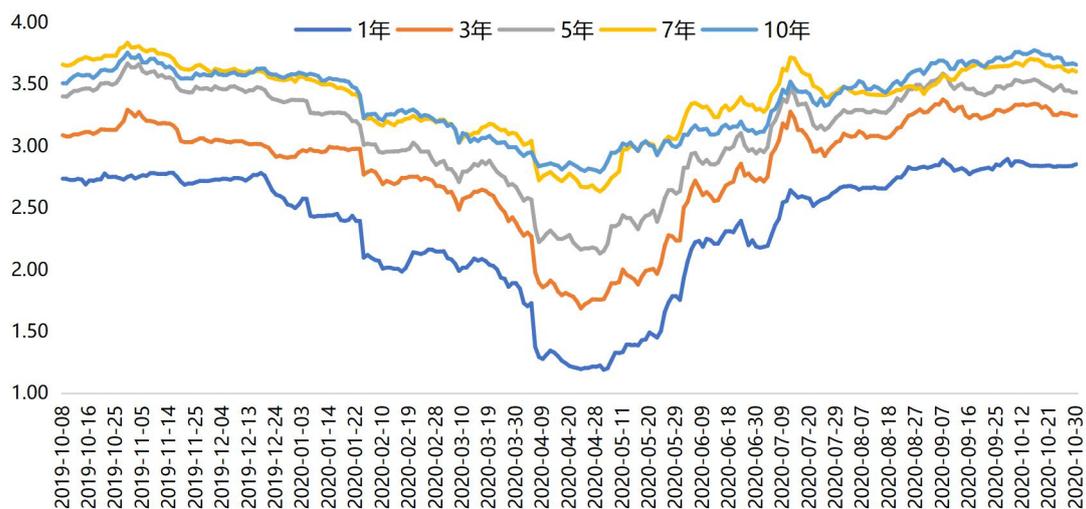
数据来源：WIND，东方金诚

**图 12 各期限国债到期收益率 (%)**



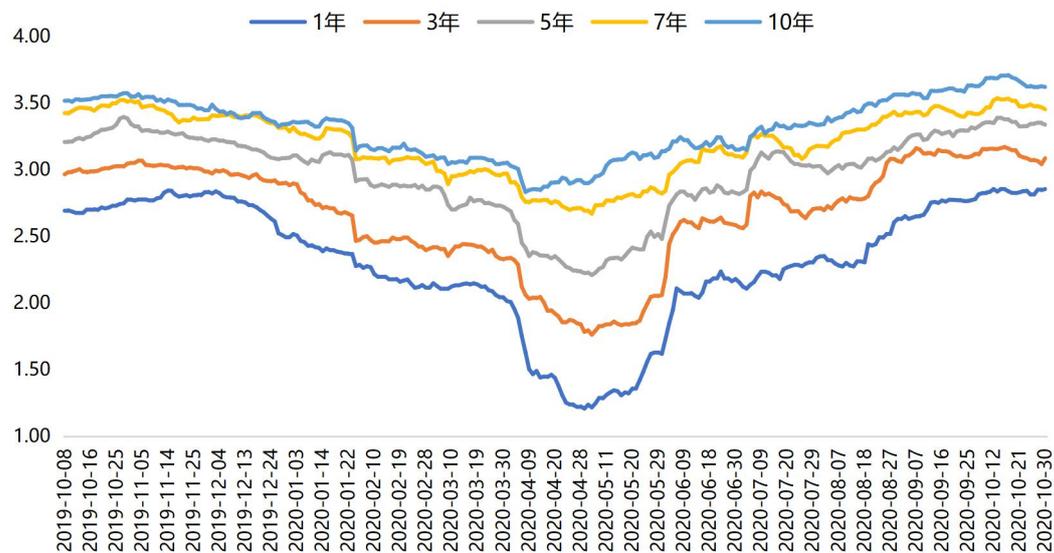
数据来源：WIND，东方金诚

**图 13 各期限国开债到期收益率 (%)**



数据来源：WIND，东方金诚

**图 14 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)**



数据来源：WIND，东方金诚

### 3.2 利差走势

10月短端利率因资金面边际收紧而走高，且上行幅度超过中长端，10Y-1Y期限利差有所收窄。当月曲线形态变化最明显的部分在5年期，月内5年期收益率下行幅度最大，与配置盘买债动能增强有关，月末国债10Y-5Y期限利差较上月末走阔11.1bp至20.55bp。

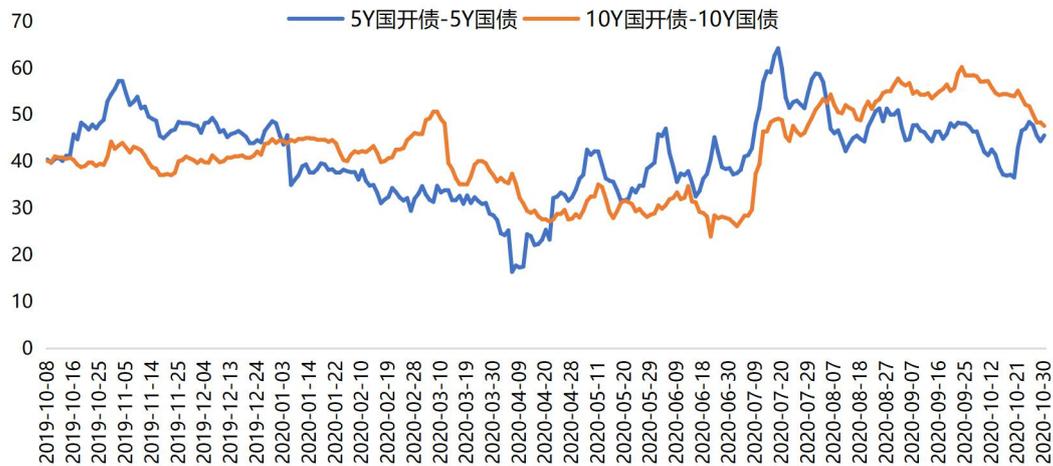
**表 7 10月国债期限利差变动情况 (BP)**

	9月末	10月末	变动幅度
3Y-1Y	28.39	21.86	-6.53
5Y-3Y	12.36	2.96	-9.40
7Y-5Y	15.89	26.56	10.67
10Y-1Y	50.20	45.37	-4.83
10Y-3Y	21.81	23.51	1.70
10Y-5Y	9.45	20.55	11.10
10Y-7Y	-6.44	-6.01	0.43

数据来源：WIND，东方金诚

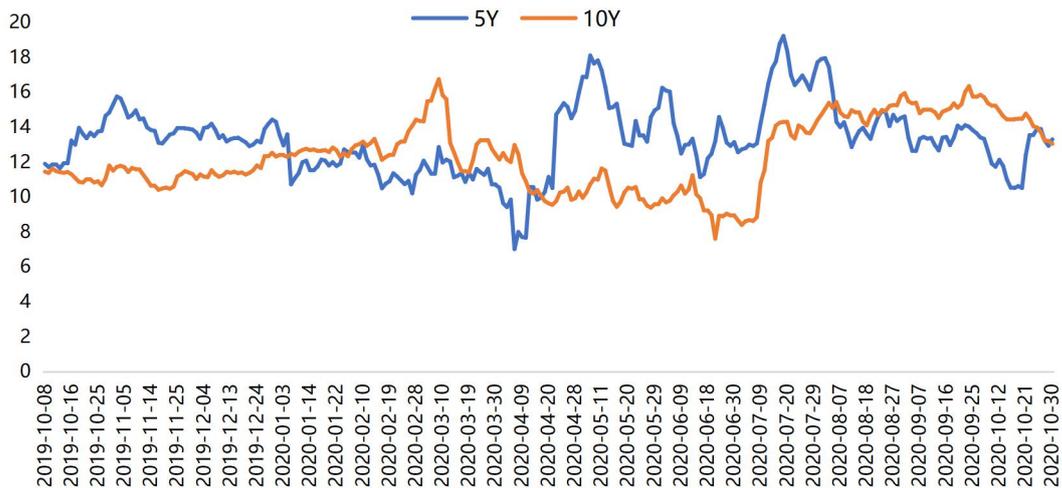
国开债和国债利差方面，10月国开债短端收益率小幅上行，中长端收益率则普遍走低，表现整体要好于国债，反映出债市情绪的回暖。从二者利差来看，10月末5年期国开债和国债利差较上月末小幅走阔1.5bp，10年期利差收窄9.5bp；同期5年期国开债隐含税率上升0.7个百分点，10年期国开债隐含税率下降2.3个百分点。

图 15 国开债和国债利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

图 16 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

#### 4. 11月利率债市场展望

展望 11 月，债市环境相较 10 月将更为友好一些，主要原因包括以下方面：（1）宏观经济虽然仍在修复，但回升斜率料将放缓，市场对于基本面的反应钝化。我们注意到，10 月 PMI 数据公布后，市场反映较为平淡，原因可能是 PMI 数据虽超预期，但经济修复斜率放缓的预期也无法证伪。（2）随着今年新增地方债发行接近收官，11-12 月地方债发行将以再融资债券为主，净发行会明显较少，利率债整体供给压力将得到缓和。（3）11 月银行间流动性可能会边际转松，这主要受利率债供给下降、财政投放有望增加影响。这也有利于缓解同业存单发行利率上行势头，但考虑到结构性存款仍需压降，且 11 月存单到期量偏大，因此同业存单买方市场格局仍难以逆转，短期内发行利率也难有明显下行。（4）11 月外围风险因素较多。包括美国大选、欧美疫情二次爆发引发再次封锁，以及最近法国、奥地利等国发生恐怖袭击事件等，这些风险因素的集中释放，可能会带动避险情绪升温。不过，也需警惕避险情绪发酵导致美元流动性危机，进而冲击国内债市的可能性。

综合来看，我们认为当前利率的顶部已经基本上明确，10 年期国债收益

率升至 3.2%，安全边际已显著提升，短期来看利率进一步大幅上行的风险缓和，可以积极关注交易性机会。当然，出现趋势性反转的时机仍不成熟，核心逻辑在于经济还在继续回升，同时央行货币政策维持中性。我们注意到，10月14日举行的三季度金融统计数据新闻发布会上，央行货币政策司司长孙国峰表示，“利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的”，10月21日央行行长易纲在金融街论坛年会上重提“把好货币供应总闸门”，这些表述都表明短期内货币再宽松的可能性很小。因此，在基本面和货币政策制约下，债市仍难以突破利率上下两难的格局。预计11月10年期国债收益率会在3.0%-3.2%之间震荡，中枢与10月相比将会有小幅下移。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告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。本报告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。