

资金面影响回归后 债市转向货币预期

内容提要:

- ◆ 10 月国债期货走势主要受到资金面的影响，本月整体流动性偏紧，资金面受到再融资债券发行量及进度超预期扰动，期债震荡运行。1 万亿国债增发释放财政发力信号，但债市情绪快速消化，盘面影响有限。另外值得注意的一点是，10 月股债之间的联动性有所减弱，股市债市走势均不强，“股债跷跷板”效应有所减弱。
- ◆ 资金面方面，10 月份隔夜 Shibor 波动较大，月初一度曾下探到 1.6%，随后开启缓慢上升，月末创出月内新高达 1.95%，回到 2% 附近。不过最终未能突破 2%，随后大幅回落，反映了银行间流动性仍保持着充裕态势。
- ◆ 三季度 GDP 同比增长 4.9%，显著高于市场预期 4.5%，带动三季度 GDP 累计增长 5.2%。今年二季度经济动能走弱，三季度迎来修复。
- ◆ 政策执行的累计效果接下来仍会逐步体现，社融波动性或将持续减弱，总量层面短期有望延续多增。
- ◆ 9 月 CPI 通胀读数归零，PPI 通胀继续修复。后续来看，四季度 PPI、CPI 同比增速或继续改善。在政策持续支持之下，中国经济增长的内生动能有望缓慢恢复，需求的温和复苏有助于价格的平稳运行。另外，低基数对四季度物价的支撑仍较强。
- ◆ 10 月以来国债发行量抬升，特殊再融资债密集发行推升利率债供给量，发行节奏明显快于市场预期，使得 10 月成为年内政府债券供给高峰。
- ◆ 新增 1 万亿元国债在四季度发行，以及特殊再融资债仍在继续发行（量较 10 月或显著放缓），故 11-12 月仍有供给压力。同时还需关注货币政策对冲供给压力的可能性，
- ◆ 在政府债券供给多增的背景下，市场对于后续央行进一步加大宽货币力度存在一定预期，四季度降准预期普遍升温，债市所受影响程度还要取决于货币政策取向。
- ◆ 后续在政府债券供给多增的背景下，短期债市主线或转向货币宽松预期。债市经讨论近期的回调，利空情绪充分释放，进一步下行压力减弱，资金扰动因素消退，期债或存在上行可能，后续走势还需关注 11 月资金面变化。

宏观经济/国债

葛妍

国债期货分析师

从业资格证：F3052060

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

英国萨塞克斯大学管理与金融专业理学硕士，FRM 持有人，中级经济师。主要从事国债及航运期货研究，具备全面的金融风险管理知识框架，擅长基本面分析。

近期报告回顾

政策利好刺激经济动能 期债上行受到阻碍

2023-09-280

政策逐步落地 债市再承压

2023-09-01

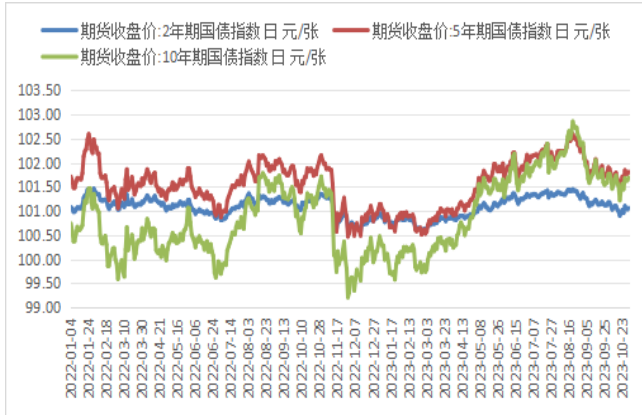
关注政策落地有效性 期债操作需谨慎

2023-07-28

第一部分国债期货行情回顾

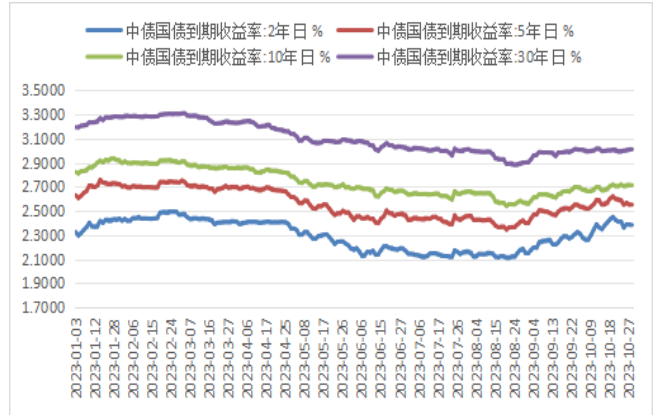
10月国债期货走势主要受到资金面的影响，本月整体流动性偏紧，资金面受到再融资债券发行量及进度超预期扰动，期债震荡运行。1万亿国债增发释放财政发力信号，但债市情绪快速消化，盘面影响有限。另外值得注意的是，10月股债之间的联动性有所减弱，股市债市走势均不强，“股债跷跷板”效应有所减弱。

图 1. 国债期货上行受阻



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

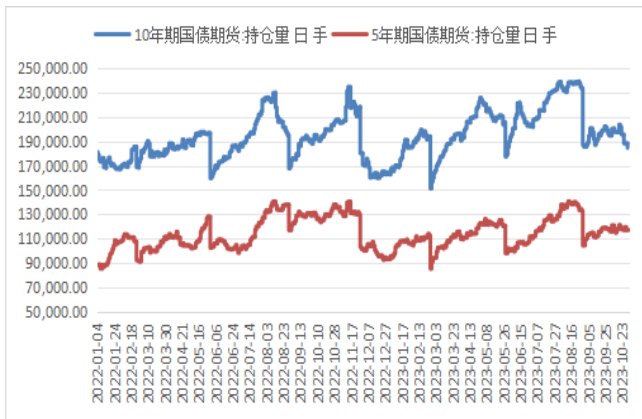
图 2. 中债国债到期收益率重心上升



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

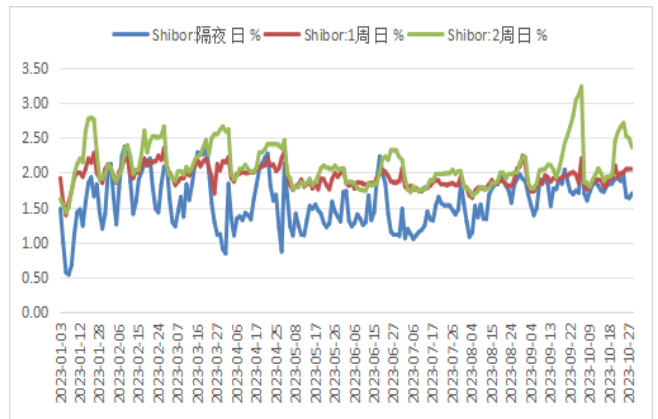
资金面方面，10月份隔夜 Shibor 波动较大，月初一度曾下探到 1.6%，随后开启缓慢上升，月末创出月内新高达 1.95%，回到 2%附近。不过最终未能突破 2%，随后大幅回落，反映了银行间流动性仍保持着充裕态势。

图 3. 止盈需求增加



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 4. Shibor 有所上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

第二部分宏观经济与政策分析

一、宏观经济回顾与展望

(一) 经济弱复苏

三季度 GDP 同比增长 4.9%，显著高于市场预期 4.5%，带动三季度 GDP 累计增长 5.2%。今年二季度经济动能走弱，三季度迎来修复。消费方面，社零 8 月和 9 月连续两个月同比上升，延续上升态势；出口方面，受助于全球需求的韧性以及我国产业链优势，8、9 月两个月出口增速下滑速度趋缓，超市场预期；投资方面，8、9 月制造业以及基建投资增速均上行，带动整体投资增速持续上行。但房地产投资依然有待改善。

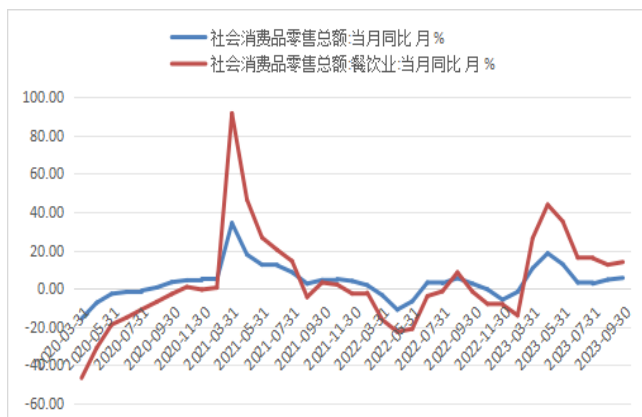
1、工业稍弱于预期

9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%，持平前值，好于预期 4.4%。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.36%。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 1.5%，制造业增长 5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.5%。从 9 月数据看，工业生产增速并未受高基数影响而有所回落，高于市场预期，需求边际改善带动工业生产景气度回升。

2、社零增幅延续上升势头

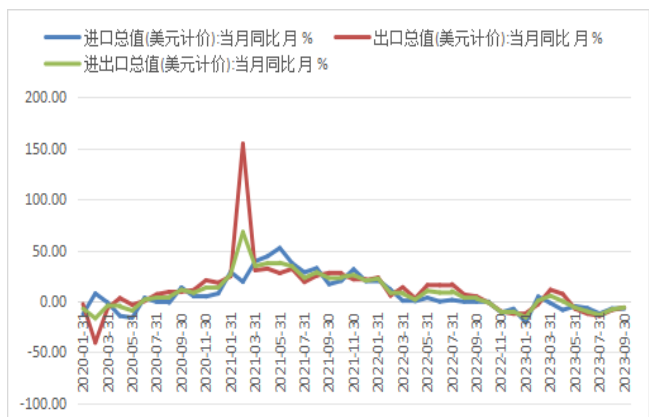
社零增速超预期，消费延续上升态势。9 月份，社零同比增速 5.5%，连续两个月当月同比增速超预期上涨。临近双节叠加在扩内需等利好政策，9 月社零同比增幅延续 8 月回升势头。同时，2022 年同期基数走低，这也有助于社零同比增速持续回升。食品类表现较为突出，其中烟酒类同比增长 23.1%。服务业表现亦较强，餐饮收入同比增长 13.8%。

图 5. 消费有所回升



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 6. 进出口数据有所回升



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

2、固定资产投资继续回升

1-9 月固定资产投资同比增长 3.1%，较前值与预期下降 0.1 个百分点。其中制造业和基建同比改善，地产边际下行。基础设施投资同比增长 6.2%，较前值回落 0.2 个百分点；制造业投资增长 6.2%，增速比 1-8 月份加快 0.3 个百分点；房地产开发投资同比下降 9.1%，较前值跌幅增加 0.3 个百分点，不及预期下降 8.9%。固定资产投资进一步回落，房地产仍是最大的拖累。

9 月制造业投资同比增速回暖，与 PMI 所释放的持续恢复信号一致，随着融资利率回落，国内需求缓慢恢复及工业盈利数据改善，企业扩产信心有所恢复。分行业来看，9 月电气机械、运输设备和汽车同比增速较高，是

制造业投资的主要拉动项，当前制造业复苏的核心驱动力依然是产业升级。

随着专项债发行加速，9月基建投资单月同比增速相对8月上行1个百分点至5%，但受到去年的同期高基数影响，1-9月广义基建同比增长较1-8月略有放缓。8月单月新增专项债已经显著放量，9月继续保持较快的发行节奏，10月还有剩余专项债发行任务4000亿元左右，继续对基建投资形成支撑。

地产方面，9月地产政策“松绑”，多个地区继续推动限购政策调整，叠加一线城市集中落地“认房不用认贷”，对商品房销售带来支撑。全国商品房销售面积单月同比增速由8月的-12.2%收窄至9月的-10.1%。受销售景气度回升拉动，新开工和竣工面积增速也出现改善。但是，地产开发投资单月增速从8月的-11.0%回落至9月的-11.3%，目前高频数据看，地产市场热度波动及分化仍然较大，政策效果有待进一步观察。

4、出口边际改善

2023年9月我国进、出口金额同比降幅均延续收窄，贸易顺差同比有所收敛。按美元计价，进出口总金额5205.5亿美元，同比下降6.2%。其中，出口2,991.3亿美元，同比-6.2%，市场预期-7.6%；进口2214.2亿美元，同比-6.2%，市场预期-5.7%；贸易顺差777.1亿美元，同比收敛49.6亿美元。往后看，四季度基数中枢将有所下降，同时美国经济的韧性支撑了部分外需，但高利率环境下依存不确定性，出口增速的降幅可能延续收窄，压力阶段性减小。

出口表现超预期，外需略有分化。9月出口在基数抬升的情况下，同比降幅收窄，环比5.0%，明显强于季节性（近5年同期均值为2.67%），为2009年以来同期最高。分国别看，对主要经济体出口降幅多数有所收窄。9月对美国（-9.3%）、欧盟（-11.6%）、日本（-6.5%），出口降幅均较前值有所收窄，对东盟（-15.8%）出口降幅小幅扩大。季节性上对东盟、欧盟、日本出口超季节性，对美国出口略弱于季节性。对俄罗斯、非洲出口增速为20.6%、-3.1%，仍然高于整体出口增速。分商品看，粮食、水产品量升价跌，成品油价跌量升。劳密产品中箱包量跌价升，鞋靴量价齐跌。电子产品中手机环比价格、数量均有大幅提升，家用电器量微跌价格回升，集成电路价升量跌，船舶价跌量升。

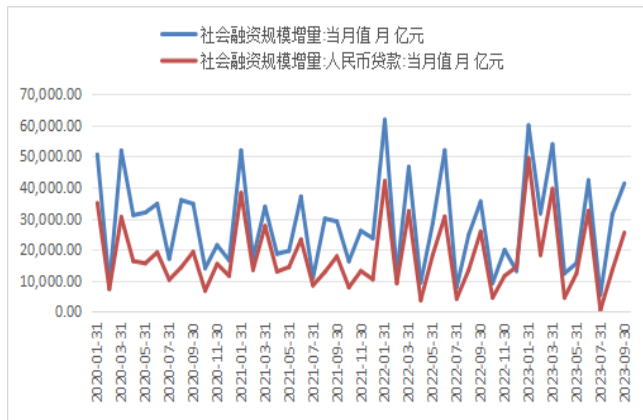
进口增速回升反映内需有所改善。进口环比2.3%，虽然略低于近5年均值3.7%，但2020年同期异常值（14.7%）拉高了均值，除此之外显著高于2022、2021和2019年同期水平，与2018年同期基本持平。从同比来看，进一步验证7月进口增速可能是年内底部。考虑到进口增速回升的斜率仍缓，同时商品价格较6月底部已有明显回升，剔除价格贡献因素，内需仍然不强。大宗商品涨价对进口有贡献。9月机电产品进口金额同比降幅扩大至9.9%，也明显低于整体进口增速，进口贡献改善依然来自于上游资源品。其中9月国际原油价格涨幅明显，原油进口金额同比小幅回落至0.0%，数量同比回落幅度更大，由30.9%降至13.7%，反映价格贡献的因素增加。相似的特征也反映在铜矿砂、铁矿砂、煤及褐煤、未锻造铜等大宗商品的进口上。

9月贸易顺差777.1亿美元，同比下降13.1%，预期700亿美元，前值683.6亿美元。贸易顺差中最大的是汽车，为52亿美元，增加13.07亿美元；其次是汽车零配件，贸易顺差50.07亿美元，减少3.27亿美元。贸易逆差的商品较为集中。其中逆差最大的是原油，逆差288.32亿美元，减少18.12亿美元；其次是集成电路，逆差189.15亿美元，增加4.32亿美元；第三是农产品，逆差96.76亿美元，减少8.99亿美元。整体来看，9月贸易顺差好于预期。主要由于出口好预期所致。

整体而言，目前商品外需有所回暖，内需恢复有所加快的局势导致国内顺差结构有所改善。未来随着欧美经

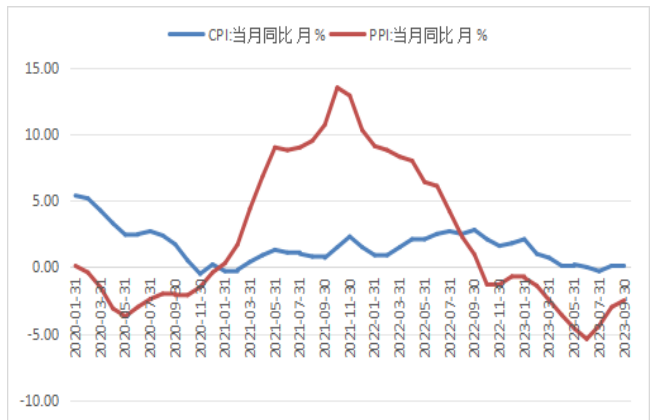
济边际回暖，出口压力或将进一步减弱，而且对一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑。而进口由于投资有望加快，商品需求逐步恢复；且随着去年进口价格高基数效应逐步下降以及国内政策刺激进一步增强，需求提升，预计进口增速有望收窄，但短期净出口对经济的拖累仍将存在。

图 7. 社融数据表现超预期



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 8. 物价数据有所改善



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

(二) 社融超预期

社融同比多增，延续偏强态势。9月新增社融4.12万亿，同比多增5789亿，社融存量同比为9.0%，明显高于历史同期水平，延续偏强态势。稳增长政策组合拳落地的有效性进一步验证。结构上看，政府债和未贴现票据是主要拉动项。政府债券当月新增9949亿，同比多增4416亿，主要与专项债发行节奏错位有关。二季度以来，政府债错位发行是影响社融新增的重要变量，在年内专项债额度使用完毕前，预计政府债仍将为社融提供支撑。未贴现票据当月新增2396亿，同比多增2264亿，表外票据融资规模回升，或指向季末信贷投放景气度较高，票据冲量力度有所减弱，信贷结构有所优化。

9月人民币贷款增加2.31万亿元，同比少增1600亿元，虽然同比由多增转为少增，但绝对规模为历史同期次高水平，其中，居民中长贷渐进好转，同比转为正增长，源于2022年同期基数不高，另外二手房成交量有所改善，并有部分成交较早地反馈在贷款数据上。此外，存量房贷利率调整步入尾声，后续可关注存量房贷利率下调后提前还贷的缓解情况。企业中长贷同比略有少增，但仍高于季节性水平，主要源于2022年下半年政策性开发性金融工具密集投放，使得企业中长贷基数较高。此外，企业融资需求结构有所好转，票据融资冲量现象明显减轻。

M1、M2增速均继续回落。M1方面，企业活存增速连续降至0.6%，创年内新低，拖累M1增速下滑至2.1%，或指向实体经济活动仍然偏弱。M2方面，一是人民币贷款增速下滑；二是理财资金持续回流为表内存款有所缓解；三是财政存款向企业存款转化力度持续偏弱。共同导致M2增速下滑至10.3%。M1、M2剪刀差小幅收窄至-8.2%。仍处于低位，或指向实体经济活力偏弱的情况并无显著改善，资金仍淤积在金融体系内。

政策执行的累计效果接下来仍会逐步体现，社融波动性或将持续减弱，总量层面短期有望延续多增。长期看，随着市场对存量政策反应逐步钝化，政策落地效果或逐步走向温和，社融结构的脆弱性或再度凸显。总体而言，当前社融结构改善有待持续观察，后续增量政策的出台或仍有必要。

(三) CPI 持平 PPI 持续改善

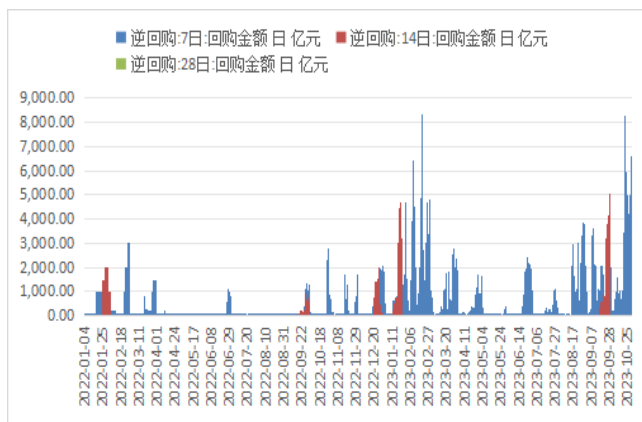
9月CPI通胀读数归零，PPI通胀继续修复。CPI同比增速0，市场预期0.2%；环比增速0.2%，三季度持续为正。PPI同比增速-2.5%，市场预期-2.4%，跌幅持续收敛；环比涨幅走阔至0.4%。

CPI同比回落、受基数拖累明显，食品、非食品涨价双双不及预期。9月，CPI同比持平、低于预期的0.2%，较上月回落0.1个百分点，受基数影响明显，翘尾因素拖累0.1个百分点。基数影响在8月、9月物价中较为明显，除了基数拖累外，新涨价因素表现相对平淡，食品环比回落0.2个百分点至0.3%、低于预期的1.2%；非食品环比持平于0.2%、低于同期均值的0.3%。食品低预期受部分商品供给扰动，非食品主因部分服务价格回落拖累。9月，食品环比中，猪肉、鸡蛋环比回落11.2和4.2个百分点，为主要拖累，与节前供货充足等有关。非食品环比中，服务价格拖累相对明显，与暑期出行活动减少等有关，十一假期或对服务价格有阶段性提振、持续性还待跟踪。

PPI同比、环比增速均回升。9月，PPI同比降幅收窄0.5个百分点至-2.5%，环比涨幅扩大0.2个百分点至0.4%。大类环比中，生产资料环比延续回升、涨幅扩大0.2个百分点至0.5%，采掘、加工均有贡献；生活资料环比持平于0.1%，食品拖累明显，衣着、一般日用和消费耐用品环比均由负转正。分行业来看，原油链、有色链等中上游价格回升。9月，受原油涨价提振，石油开采、石油加工、化学制品延续上涨，环比分别为4.1%、3.1%和2%；供给收紧、需求边际回升推动部分有色、黑色链价格回升，其中，黑色矿采、有色矿采、有色冶炼分别较上月涨幅扩大2.3、0.7和0.8个百分点；环比价格回落行业相对较少、主要分布在下游制造业。

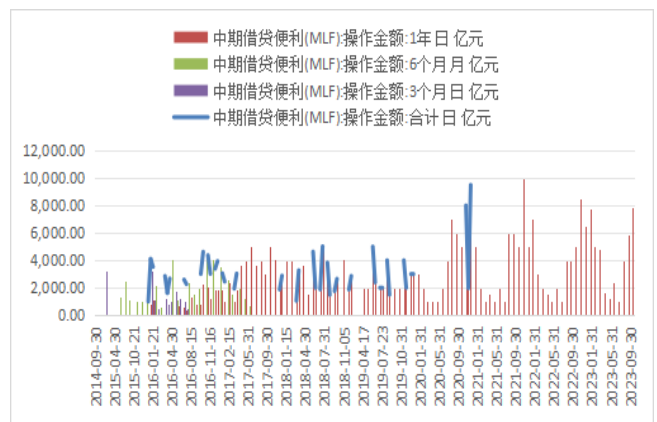
后续来看，四季度PPI、CPI同比增速或继续改善。在政策持续支持之下，中国经济增长的内生动能有望缓慢恢复，需求的温和复苏有助于价格的平稳运行。另外，低基数对四季度物价的支撑仍较强。

图 8：逆回购投放放量



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 10：MLF 平稳续作



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

二、货币政策灵活精准

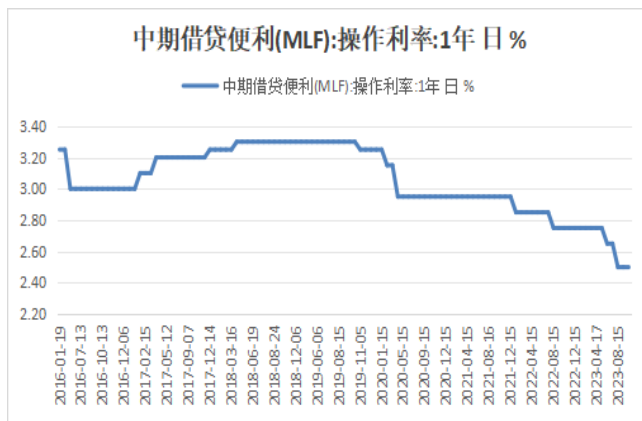
10月份在政府债发行提速，银行间流动性偏紧的环境下，MLF延续宽幅超额续作，10月16日人民银行开展7890亿元中期借贷便利(MLF)操作和1060亿元公开市场逆回购操作，充分满足了金融机构需求。当日共有2400亿元逆回购和500亿元国库现金定存到期，当月共有5000亿元MLF在10月17日到期，考虑这一部分资金到期

实现了流动性净投放 1050 亿元。价格方面，MLF 操作利率维持 2.5% 不变，7 天逆回购操作利率维持 1.8% 不变。这体现了央行压降银行负债成本、支持信贷投放的政策意图，而 MLF 超额续作、逆回购回笼资金的操作模式则体现了呵护银行间流动性市场合理宽松，以及避免资金脱实向虚目标间的平衡。

MLF 连续两月大幅超额续作，央行支持年内信贷投放的目标更为明确。9 月央行降准 0.25pct，并将 MLF 超额续作幅度抬升至 1910 亿元，而 10 月 MLF 净投放规模进一步抬升至 2890 亿元的今年以来高位。10 月 20 日，2023 年 10 月 LPR 报价出炉：1 年期品种报 3.45%，5 年期以上品种报 4.2%，均与上期持平。10 月 MLF 量宽价平，LPR 报价缺乏下调引导。1 年期和 5 年期的 LPR 主要由 MLF 加点而来，通常伴随 MLF 调整，因此在缺乏 MLF 的降息引导下，本次 LPR 报价和上一期持平。今年 8 月 MLF 降息 15bps 后 5 年期 LPR 并未跟随调降，而 5 年期 LPR 对 MLF 加点抬升了 15bps，这一部分加点的增量截至当下仍被保留。当前市场流动性持续偏紧，银行负债压力较高，主动压降 LPR 加点动力不足。

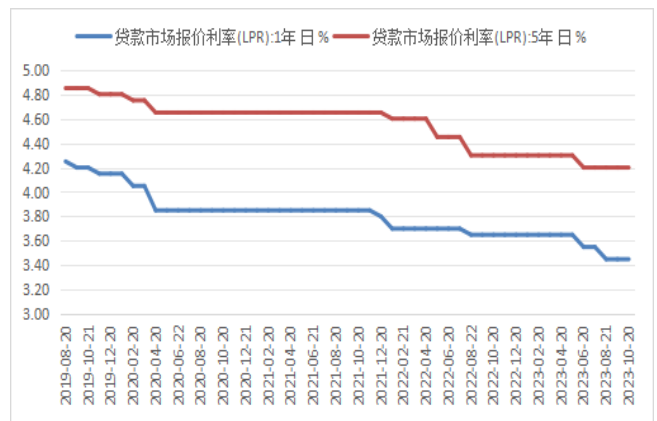
流动性方面，10 月 18 日以来，央行连续开展千亿元级逆回购操作。上周（10 月 21 日-10 月 27 日）以来已实现公开市场净投放 13700 亿元。当前税期高峰已过，影响正逐渐消退，同时前期连续大额净投放的累计效应正持续显现。后续，在政府债券供给多增的背景下，市场对于后续央行进一步加大宽货币力度存在一定预期，四季度降准预期普遍升温，债市所受影响程度还要取决于货币政策取向。

图 11：MLF 维持不变



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 12：LPR 利率未出现下调



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

三、利率债供给压力

10 月以来国债发行量抬升，特殊再融资债密集发行推升利率债供给量，发行节奏明显快于市场预期，使得 10 月成为年内政府债券供给高峰。10 月 1-26 日发行地方债 12150 亿元，其中新增一般债 35 亿元，新增专项债 1563 亿元，再融资债 10561 亿元（普通再融资债 1456 亿元、特殊再融资债 9105 亿元），

按募集资金用途划分，地方债可分为新增、置换、再融资三种类型。再融资债是地方债的一种，是为偿还到期的一般债券和专项债券本金而发行的地方政府债券，不形成增量。2023 年 10 月，特殊再融资债再度启动发行”，其中以云南、内蒙古、贵州、辽宁发行较多。

从发行利率来看，地方债发行成本与国债利率变化趋势明显同步。10 月债市出现调整，地方债发行利率亦同步上行。

发行利差方面，10月以来发行利差反常上行，主要受到供需两个方面影响，供给方面地方债供给压力显著加大；需求层面则叠加资金利率走高、宏观预期波动、配置需求减弱。

四、增发国债释放积极信号

中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元。10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元。

本次增发国债不仅是对灾后重建等重点民生相关问题的针对性措施，更是宏观政策持续发力稳经济的体现。本次增发国债后，2023年全国财政赤字38800亿元提高至48800亿元，财政赤字率预计由3%提高到3.8%左右。

本轮年中赤字预算调增为2001年以来首次。关注11-12月政府债净供给压力。此次新增1万亿元国债在四季度发行，以及特殊再融资债仍在继续发行（量较10月或显著放缓），故11-12月仍有供给压力。同时还需关注货币政策对冲供给压力的可能性，从历史情况看，政府债净供给放量时期债市跌多涨少，但收益率上行幅度也看政策。如果货币政策或资金面处于边际收紧时，债市利率将上行明显，关注年内再度降准降息的可能性。

五、美联储加息预期回落

11月2日，美联储将公布利率决议，市场对央行再次按兵不动的预期达到94.2%。美国9月核心PCE数据延续回落态势，美联储再度加息的预期再度回落，美债收益率和美元指数承压。此前公布的美三季度GDP、耐用品订单、MarkitPMI、个人支出及消费者信心指数等数据均凸显美国经济韧性，受高企的中长端美债收益率，以及加息对经济的滞后效应影响，美联储官员已经提前释放11月不加息信号，还需保持密切关注。

第三部分 国债期货市场展望

经济数据方面，今年二季度经济动能走弱，三季度迎来修复。三季度GDP同比增长4.9%，显著高于市场预期4.5%，带动三季度GDP累计增长5.2%。月度数据看，工业增加值同比增速持平，社零同比增速明显上升，固投累计同比增速较1-8月小幅下降，基建和制造业出现不同程度上行，房地产依然偏弱，环比有一定改善，9月数据验证经济触底回升，经济稳步复苏开始逐渐体现。

政策方面，增发国债释放积极信号，在政府债券供给多增的背景下，市场对于后续央行进一步加大宽货币力度存在一定预期，四季度降准预期普遍升温，债市所受影响程度还要取决于货币政策取向。

从近期走势来看，后续在政府债券供给多增的背景下，短期债市主线或转向货币宽松预期。债市经过近期的回调，利空情绪充分释放，进一步下行压力减弱，资金扰动因素消退，期债或存在上行可能，后续走势还需关注11月资金面变化。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8