

财政增量政策预期博弈，债市震荡走熊

资金面整体维持均衡，但分层现象仍存。税期及跨月临近，25日MLF平价小幅缩量续作，但在央行公开市场大额净投放下，资金面整体维持均衡。截至10月25日，DR001加权平均利率收于1.5126%，较10月18日上行约11BP，R001加权平均利率为1.63%，较10月18日上行约9BP；DR007加权平均利率收于1.74%，较10月18日上行约13BP，而R007加权平均利率收于1.95%，较10月18日上行约14BP，R007和DR007利差维持在20BP以上，下周关注跨月及大额OMO到期情况。

央行各项货币政策逐步落地，但9月规上工业企业利润仍疲弱。存款利率下降，1年、5年LPR均下调25BP，存量房贷利率下调陆续落地，证券、基金、保险公司互换便利首次操作等各项货币政策的迅速落地表明中央对于助力经济企稳回上的态度和决心。但9月规上工业企业利润增速录得-27.1%，较上月回落9.3个百分点，稍显疲弱。

财政增量政策未落地，债市在宽财政预期下震荡走熊。全周来看，除1年期国债外，各关键期限国债收益率有所回升，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y和30Y期限国债较上周五分别变动-1.6BP、+3.37BP、+5.46BP、+3.86BP、+3.3BP、+5.5BP。展望下周，在当前基本面复苏预期处于不可证伪阶段中，债市或会继续在增量财政政策出台、权益市场上继续博弈，风险偏好对负债端的扰动也需关注。短端利率在负债不稳、存单利率维持高位震荡的情况中下行空间或不大，而后续10年国债可能在2.05%-2.20%区间震荡。

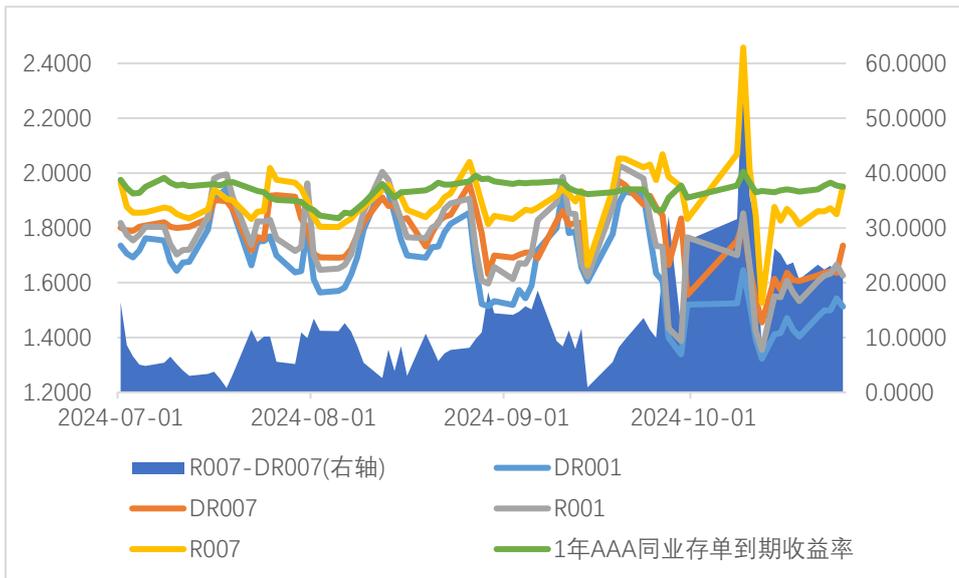
一、资金面整体维持均衡，但分层现象仍存

税期及跨月临近，央行公开市场大额净投放，资金面整体维持均衡但流动性分层仍存。本周MLF错位、税期与跨月因素对资金面的影响相对有限，25日MLF平价小幅缩量续作，但周内多日央行逆回购投放持续维持大额净投放，并未带来资金面的显著收紧。

资金方面，本周央行公开市场共有9944亿元逆回购到期，累计进行了22515亿元逆回购及7000亿元MLF操作，本周央行公开市场全口径净投放19571亿元，MLF虽小幅缩量平价续做，但央行呵护税期及跨月资金面态度未变。截至10月25日，DR001加权平均利率收于1.5126%，较10月18日上行约11BP，R001加权平均利率为1.63%，较10月18日上行约9BP；DR007加权平均利率收于1.74%，较10月18日上行约13BP，而R007加权平均利率收于1.95%，较10月18日上行约14BP，R007和DR007利差维持在20BP以上。全市场质押式回购成交量整体回落，本周五较上周五全市场成交量下降0.59万亿至7.49万亿。分机构来看，大行净融出震荡回落，主要非银机构的融出规模小幅抬升。存单方面，1年期AAA同业存单到期收益率较上周五上行1BP至1.95%，周内收益率整体维持在1.95%附近震荡，收益率曲线较为平坦。本周同业存单净融资规模为1157.8亿元，未来三周，将分别有5667.80亿元、4926.00亿元、6995.2亿元同业存单到期。流动性分层及存单利率在降准降息后仍维持高位波动的主因或在于存款搬家背景下，大行存款流失，缺少稳定的长期负债，货基在税期降低杠杆，除此之外，股票市场的上行以及活跃成交对银行间市场也造成流动性的负面扰动。

下周关注跨月及大额OMO到期情况，当前相信在宽货币背景下，央行后续会维持呵护态度，资金面出现大幅收紧或出现去年10月31日时间的概率相对有限，但资金波动与分层的现象或会在当前负债不稳的背景下仍存，整体延续量足价高局面。

图1 资金面整体维持均衡，但分层现象仍存



数据来源：wind

二、央行各项货币政策逐步落地，但9月规上工业企业利润仍疲弱

本周末，央行各项货币政策逐步落地，一是10月18日存款利率下调，活期存款挂牌利率下调5BP，下调至0.10%，三个月、六个月、一年、二年、三年、五年整存整取挂牌利率均下调25BP，分别降至0.8%、1%、1.1%、1.2%、1.5%和1.55%；二是10月21日，1年期和5年期LPR下调25BP，是2019年LPR报价改革以来最大幅度的一次下调；三是10月25日存量房贷利率下调批量落地；四是人民银行在10月21日开展了证券、基金、保险公司互换便利首次操作，该新政落地有利于支持资本市场稳定发展；这些货币政策的迅速落地也表明中央对于助力经济企稳回上的态度和决心。

统计局最新公布数据显示，前三季度规上工业企业营收累计同比增长2.1%，9月规上工业企业利润增速录得-27.1%，较上月回落9.3%。具体来看，行业利润增速普遍回落，成本费用继续上行，成为营收利润率的主要拖累项。但在政策密集出台的当下，市场更多交易的是对数据的预期而非解读已有的数据，随着财政政策和货币政策协同发力，四季度基本面改善预期增强，利润增速或会触底回升。

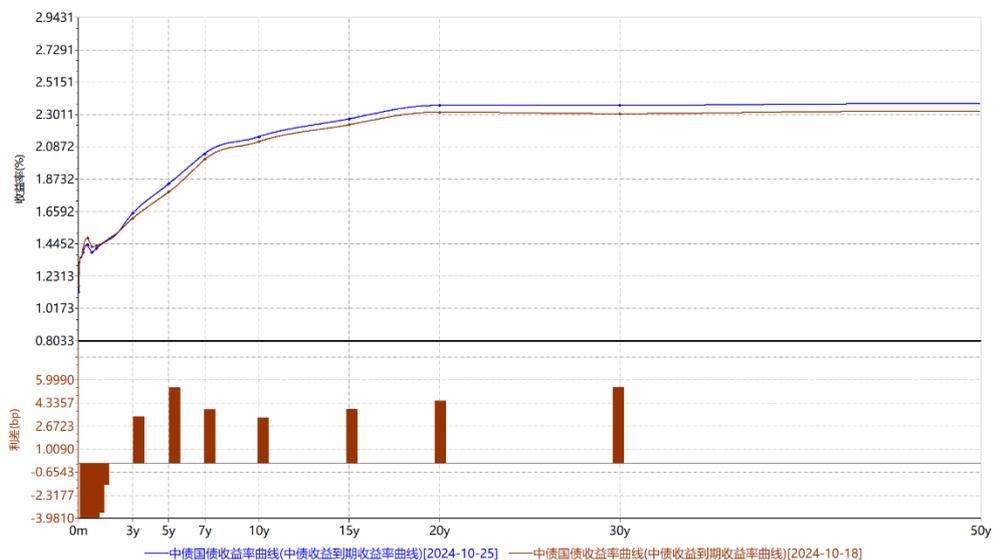
三、财政增量政策未落地，债市波动较大

小作文频出叠加股债跷跷板，债市在宽财政预期下震荡走熊。全周来看，除1年期国债外，各关键期限国债收益率有所回升，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y和30Y期限国债较上周五分别变动-1.6BP、+3.37BP、+5.46BP、+3.86BP、+3.3BP、+5.5BP；1Y、3Y、5Y、7Y、10Y期限国开债较上周五分别变动+2.67BP、+5.39BP、+1.49BP、+5.62BP、+3.1BP。周一LLPR下调25BP略超预期，但央行开展证券、基金、保险公司互换便利首次操作叠加税期和跨月临近资金面边际收紧，10Y国债收益率整日维持在2.12%附近震荡；周二，资金面仍呈小幅收敛，市场对于增量财政政策出台的预期进一步升温，“股债跷跷板”效应下，债市走熊；周三，央行大额逆回购净投放规模，资金面整体均衡，收益率先上后下；周四，央行逆回购单日净投放进一步加大至6663亿元，资金面先紧后松，“股债跷跷板”效应下债市跟随股市上下波动，长端震荡调整，短端小幅下行；周五，MLF平价小额缩量续作7000亿元，但央行逆回购投放维持高位，呵护态度明确，资金面整体均衡，午后人大常委会召开时间宣布确定，债市对于增量政策仍在观望和等待中，债市下行。

展望下周，在当前基本面复苏预期处于不可证伪阶段中，债市或会继续在增量财政政策出台、权益市场上继续博弈，风险偏好对负债端的扰动也需关注。短端利率在负债不稳、存

单利率维持高位震荡的情况下下行空间或不大, 而后续 10 年国债可能在 2.05%-2.20%区间震荡。

图 2 1Y 以上国债收益率均有回调



数据来源: Wind

数据来源: wind