

## 货币紧缩风暴，欧美债券利率飙升

2022年09月25日

9月19日至9月23日，国内债券利率涨跌不一，股票市场和商品回调；海外风险资产回调，大部分非美货币大幅贬值，欧美债券利率大幅飙升。

本周国内资产受海外紧缩预期和资金流出压制。紧缩交易仍在主导海外市场，日本外汇干预和英国超预期的财政宽松计划则为市场平添了波动性。

### 国内股票：俄乌冲突深化，新旧能源板块逆市上涨

本周国内权益市场延续了上周的颓势，北上资金的流出更是加剧了下跌。价值风格继续相对强势，中盘价值和小盘价值是本周唯二录得正收益的风格。

A股各行业本周跌多涨少：煤炭、石油石化、有色金属、电力设备及新能源等涨幅靠前；医药、电子、建材和家电等板块下跌明显。本周权益市场涨幅集中在新旧能源板块，与俄乌冲突深化、以及欧洲新能源制裁预期消退有关。

### 国内债市：债券市场涨跌互现，季末资金面偏紧

临近季末，央行增加了逆回购投放规模，连续5天规模在200亿元左右。但货币市场资金仍偏紧，DR001和DR007均较上周走高。

1年期国债利率下跌2.26BP，10年期上升0.52BP。国债期货有所回升，2年期国债期货本周收至上涨0.07%，10年期国债期货上涨0.01%。

### 海外市场：美联储9月延续鹰派，日元干预和英国财政计划引起市场动荡

美联储9月会议如预期加息75BP。最新点阵图把终点利率提高至4.75%，并表示在2025年之前都会把利率维持高位。会议后，海外市场货币收紧预期继续发酵，全球风险资产承压。本周标普500跌4.65%、纳指跌5.07%，欧洲、日本、中国香港等主要股票市场均不同程度下跌。

由于日元兑美元连续多日快速贬值，日本财政厅在9月22日出手干预日元汇率。因此，即使本周大多数非美货币均大幅贬值，日元兑美元本周仍小幅升值0.29%。英国在周五公布了减税计划及超预期的发债计划。同时，英央行周四宣布将卖出英国国债进行缩表。巨量的债券供给叠加全球货币紧缩，英国国债带动欧美债券利率飙升。本周10年期美债、英债、德债利率分别上行24BP、56.4BP、和25.5BP。

### 大宗商品：货币收紧预期和衰退担忧发酵，主要商品价格大幅回落

货币收紧预期导致全球债券利率飙升和美元大幅升值，在估值上不利于大宗商品。过度紧缩带来的衰退担忧也使商品需求端承压。

本周大部分大宗商品明显回调，WTI原油本周下跌7.48%，LME铜下跌4.46%，伦敦黄金现货下降1.82%。

### 未来国内关注：9月PMI数据初窥经济成色

8月全国经济数据略超预期，经历7月地产下滑后，中国经济呈现“弱复苏”。9月30日，9月制造业PMI将公布，将为近期经济复苏和地产修复节奏提供指引。同时，关注未来保交楼政策对工业品的拉动效果。

### 未来海外关注：关键数据真空期关注央行官员的政策指引

未来一周，海外处于关键经济数据的真空期。但在“超级央行周”后，各国央行均安排了不少官员进行讲话，这将为未来的货币政策提供指引。同时，俄乌冲突的深化以及全球快速紧缩的货币政策可能会让市场的衰退预期再度发酵。

**风险提示：**地缘政治发展超预期；数据测算有误差；海外货币政策超预期；海外地缘政治发展超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

#### 相关研究

1. 美联储9月议息会议点评：关注未来更长的紧缩周期-2022/09/22
2. 宏观专题研究：人民币贬值最快阶段或已过去-2022/09/20
3. 宏观专题研究：美元指数110后往哪去？-2022/09/19
4. 8月经济数据点评：经济阶段性企稳-2022/09/17
5. 全球大类资产跟踪周报：人民币汇率短暂破7-2022/09/17

# 目录

1 大类资产价格表现.....	3
2 资金流动及机构行为 .....	8
3 主要的高频经济指标 .....	11
4 风险提示 .....	13
插图目录 .....	14

## 1 大类资产价格表现

临近季末，央行增加了逆回购投放规模，连续 5 天规模在 200 亿元左右，但货币市场资金仍偏紧。

DR001 平均为 1.52%，DR007 平均为 1.72%，较上周走高。

**本周国内股市继续回落，风格转换特征明显。**

上证下跌 1.22%，深证跌 2.27%，创业板指数下跌 2.68%，科创 50 指数下跌 3.76%。

中信消费、成长、周期和金融分别下跌 3.31%、2.12%、0.74%和 0.73%。

**行业方面，本周跌多涨少：煤炭、石油石化、有色金属、电力设备及新能源等涨幅靠前；医药、电子、建材和家电等板块下跌明显。**本周权益市场涨幅集中在新旧能源板块，与俄乌冲突深化、以及欧洲新能源制裁预期消退有关。

**国内债券市场利率涨跌互现，信用利差继续走阔。**

2 年期国债利率下行 4.46BP，5 年期国债利率上升 0.22BP，10 年期国债利率上升 0.72BP；国开 2 年期下行 1.95BP，5 年期下行 0.19BP，10 年期下行 0.22BP。

国债期货有所回升。2 年国债期货本周收至 101.21，上涨 0.07%，5 年国债期货本周收至 101.82，上涨 0.07%，10 年国债期货收至 102.28，上涨 0.01%。

信用利差继续扩大。2 年期企业债与国债利差为 28.31BP，相比上周上升 4.56BP；2 年期城投与国债利差为 31.95，相比上周上升 3.11BP；2 年期 AAA 地产债与国债利差为 31.06，相比上周上升 3.57BP；2 年期 AAA-钢铁债与国债利差为 35.92BP，相比上周上升 1.56BP。

**货币收紧叠加衰退预期下，本周海外主要商品价格跌幅较大。**

南华综合指数上升 0.65%，贵金属、金属、工业品指数分别上升 2.33%、1.37%和 0.43%；能化和农产品指数分别下跌 0.23%和 0.81%。

重要商品方面，WTI 原油本周下跌 7.48%，上海螺纹钢上涨 0.20%，LME 铜下跌 4.46%，伦敦黄金现货下降 1.82%。

**利率上行背景下，海外股市大多下跌。**

标普 500 跌 4.65%、纳指下跌 5.07%，道琼斯指数下跌 4.00%，德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数、日经 225 均不同程度下跌，恒生指数下跌 4.42%。

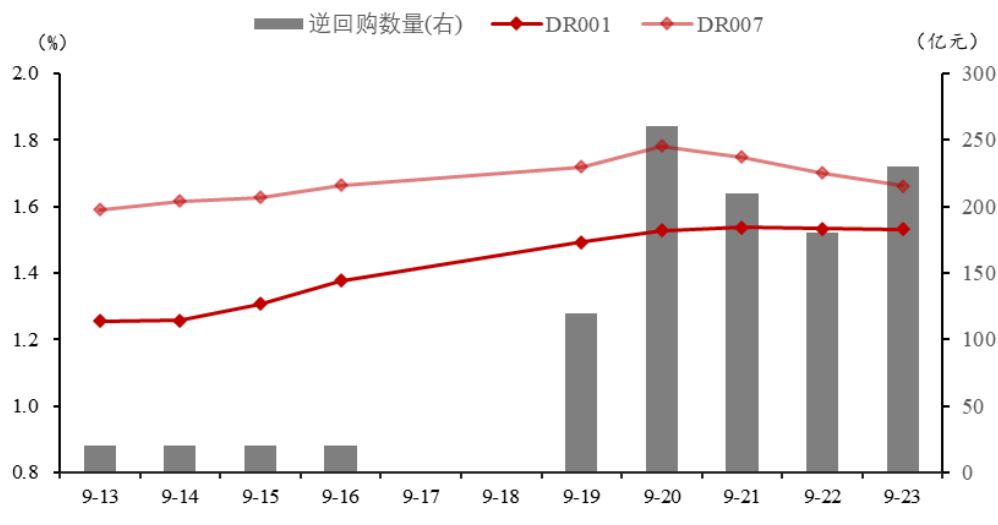
**海外债券利率普遍上行。**

10 年期美债利率上涨 24BP；英债、德债、法债、意债分别上行 56.4BP、25.5BP、29.6BP、和 31.9BP。日债则下行 2.8BP。

**美元指数走强，非美货币多数贬值。日本财政厅干预日元汇率，扭转日元下跌势头。**

在岸人民币、欧元、瑞郎、英镑和日元分别贬值 1.99%、3.23%、1.79%、5.05%，日元则上涨 0.29%。商品货币方面，加元贬值 2.43%，澳元上涨 2.83%。

图 1：季末央行增加逆回购投放，但资金面仍偏紧



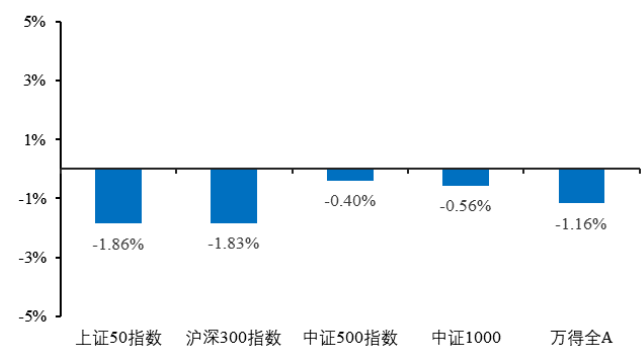
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：全球大类资产表现汇总

全球大类资产涨跌幅 (2022.09.19—2022.09.23)									
国内股票		国内债券及国债期货		商品		外汇		海外股指及国债	
上证指数	-1.22%	2年国债 (BPs)	↓ -4.46	黄金	-1.82%	美元指数	3.08%	标普500	-4.65%
深证指数	-2.27%	5年国债 (BPs)	↑ 0.22	WTI原油	-7.48%	在岸人民币	-1.99%	纳斯达克指数	-5.07%
创业板指数	-2.68%	10年国债 (BPs)	↑ 0.72	LME铜现货	-1.65%	离岸人民币	-2.00%	道琼斯指数	-4.00%
科创50指数	-3.76%	2年国开 (BPs)	↓ -1.95	上海螺纹钢	0.20%	欧元	-3.23%	伦敦金融时报100	-3.01%
上证50	-1.80%	5年国开 (BPs)	↓ -0.19	南华工业品	0.43%	英镑	-5.05%	巴黎CAC40指数	-4.84%
沪深300	-1.95%	10年国开 (BPs)	↓ -0.22	南华农产品	-0.81%	日元	-0.29%	德国DAX指数	-3.59%
中证500	-1.09%	TS	0.07%	南华能化品	-0.23%	瑞郎	-1.79%	10年期美债 (BPs)	↑ 24.00
中证1000	-1.81%	TF	0.07%	南华综合指数	0.65%	加元	-2.43%	10年期德债 (BPs)	↑ 25.50
万得全A	-1.77%	T	0.01%	CRB综合指数	-1.48%	澳元	2.83%	10年期日债 (BPs)	↓ -2.80

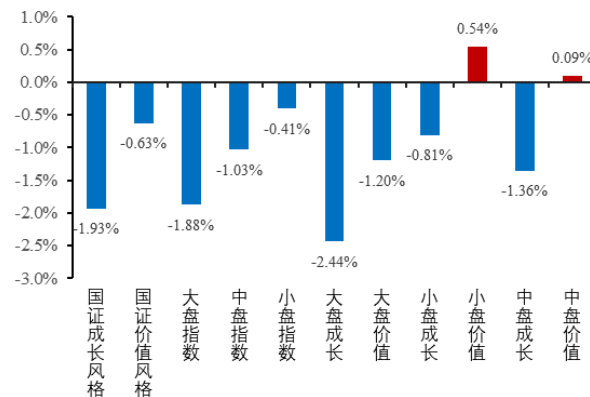
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：今年 9 月 19 日至 9 月 23 日 A 股市场表现



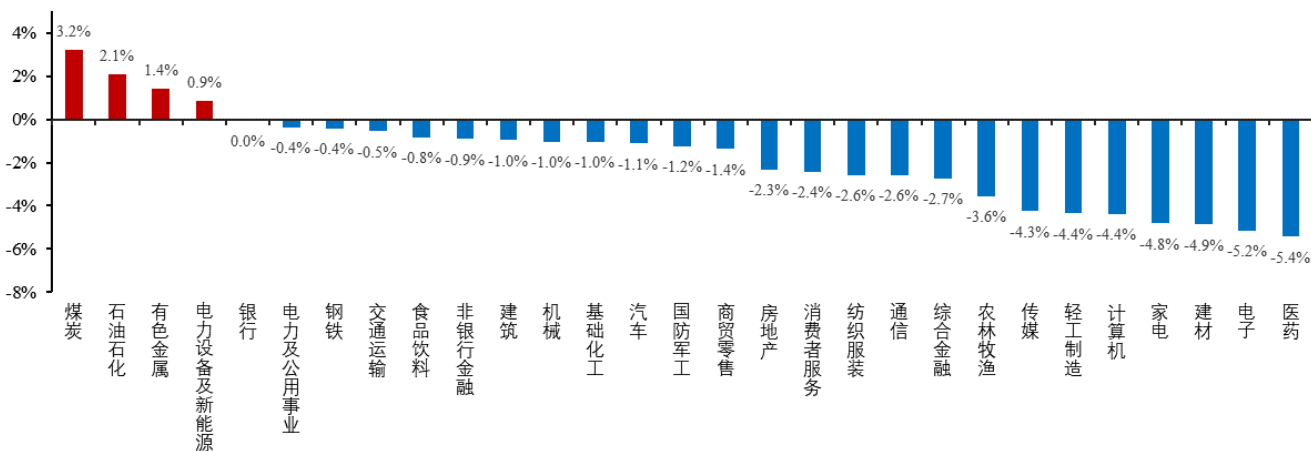
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：今年 9 月 19 日至 23 日 A 股权益风格表现



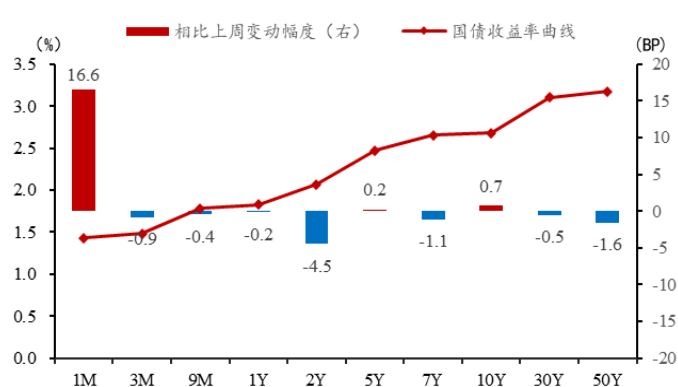
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：煤炭、石油石化、有色金属、电力设备及新能源等行业涨幅靠前



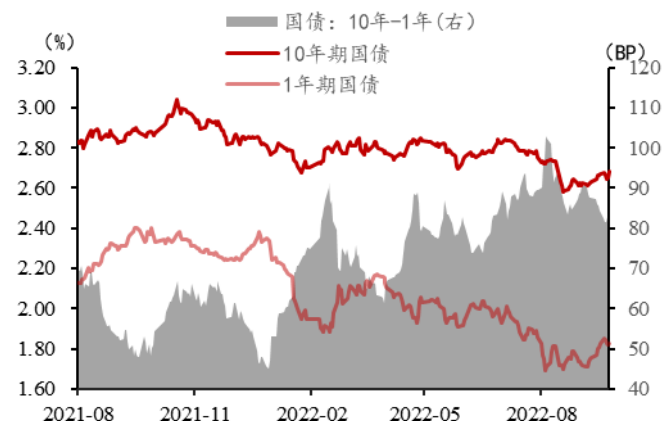
资料来源：wind，民生证券研究院；注：中信 I 级行业分类，涨跌幅取值区间 2022 年 9 月 19 日——2022 年 9 月 23 日

图 6：债券收益率普遍下降，1M 国债利率上升较多



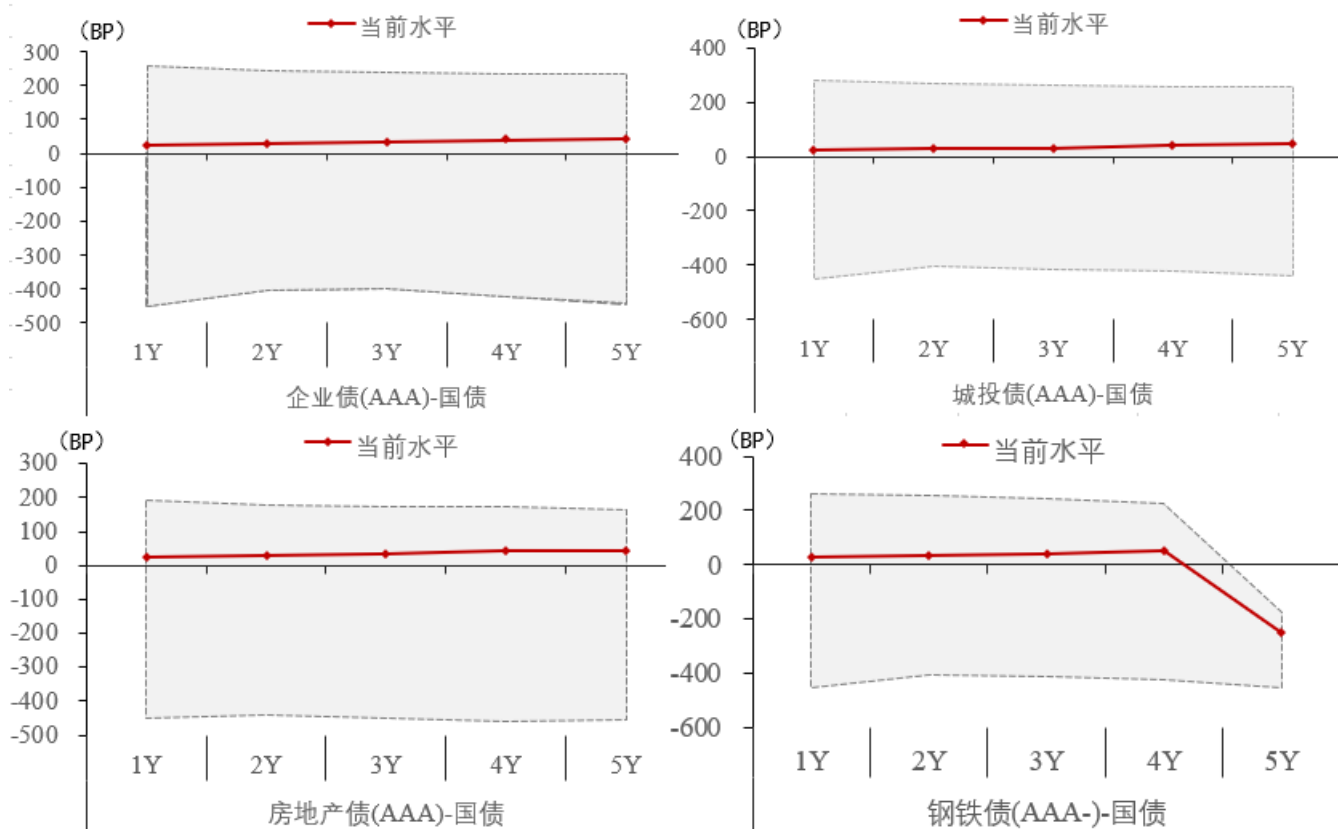
资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2022 年 9 月 19 日——2022 年 9 月 23 日

图 7：期限利差小幅回升



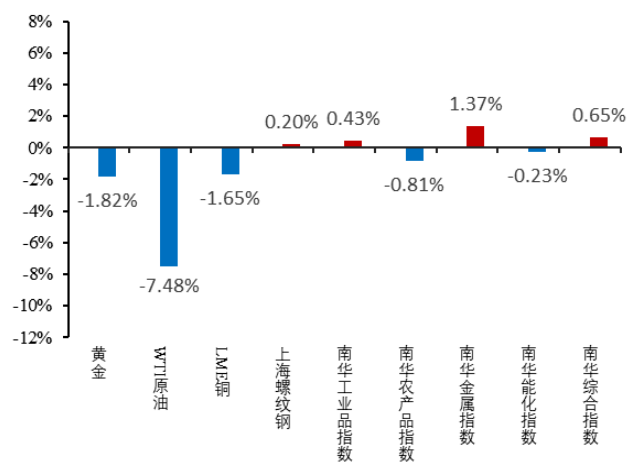
资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2022 年 9 月 23 日

图 8：信用利差有所收窄



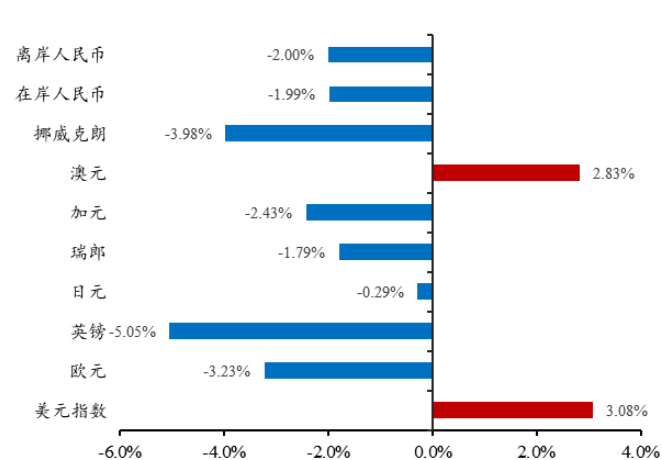
资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2022 年 9 月 23 日，国债指对应期限的国债收益率

图 9：流动性收紧预期渐浓，大宗价格承压



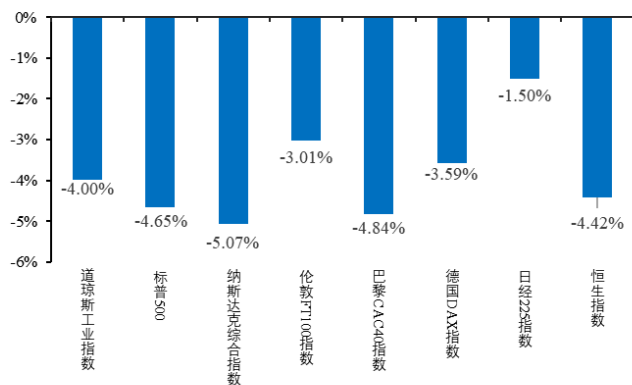
资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2022 年 9 月 19 日——2022 年 9 月 23 日

图 10：美元走强，多数货币走弱



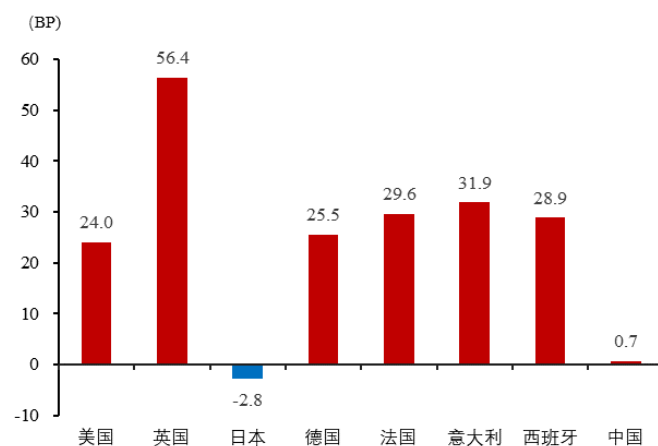
资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2022 年 9 月 19 日——2022 年 9 月 23 日

图 11：海外与中国香港地区主要股指本周涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2022 年 9 月 19 日——2022 年 9 月 23 日

图 12：主要经济体 10 年期国债收益率变动幅度



资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2022 年 9 月 19 日——2022 年 9 月 23 日

## 2 资金流动及机构行为

本周 A 股市场日均成交金额为 6553 亿元，融资融券交易占比约 6.6%，位于 2020 年以来的较低水平。

根据 wind 数据统计，本周新发基金金额（股票+混合型）为 29 亿元，相较于上周 48 亿元有所回落。本周北向资金累计净卖出 61.34 亿元，延续上周流出态势。

### 银行间市场逆回购成交量小幅回落。

上周银行间逆回购量平均为 6.7 万亿元，相比上周 6.9 万亿规模有所回落。

银行间外汇市场即期询价成交规模保持在历史高位，高于往年同期。

同业存单发行利率小幅回落，1 年期国有银行同业存单发行利率为 1.95%，相比上周回落 1.00BP；1 年期城商行同业存单发行利率为 2.21%，相比上周回落 2.37BP；1 年期农商行同业存单发行利率为 2.13%，相比上周下行 3.04BP。

票据转贴利率上行，1 年期国股票据转贴利率为 1.67%，比上周上行 15BP；1 年期城商票据转贴利率为 1.82%，比上周上行 15BP。

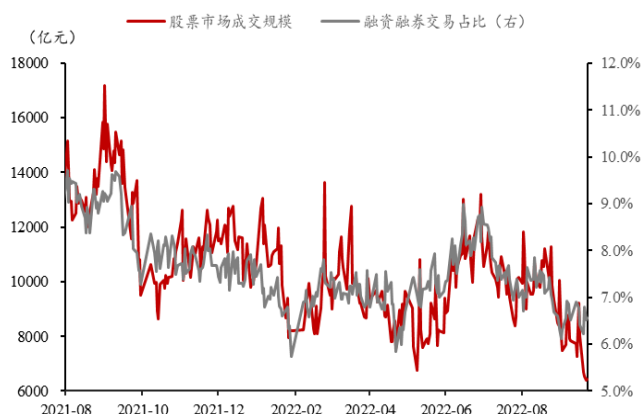
### 美股、美债、原油和 G7 货币波动率均有所上升。

### 离岸美元流动性边际有所收紧。

FRA/OIS 指标继续边际上升，美元兑欧元货币互换基差走阔。



图 13: 股票市场成交规模及融资融券交易占比



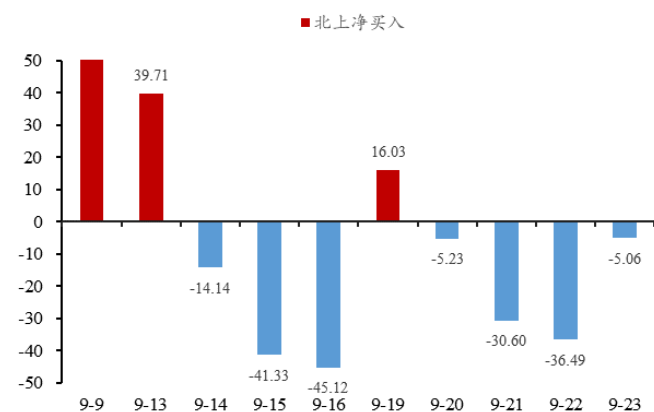
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14: 新基金发行情况



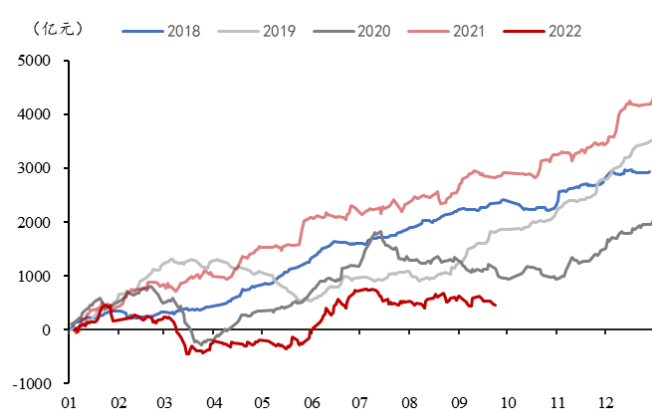
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 15: 北上资金近单日净买入 (单位: 亿元)



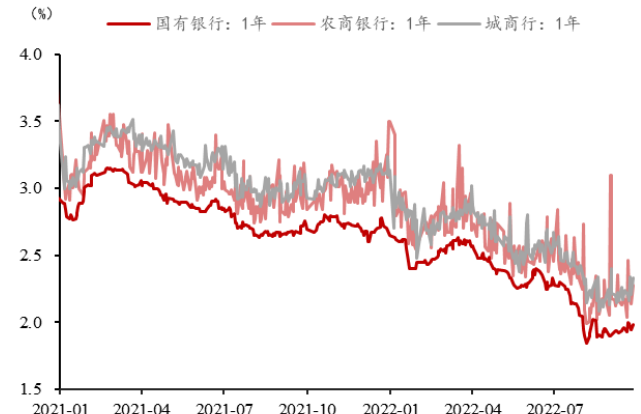
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16: 北上资金累计净买入



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 17: 同业存单发行利率



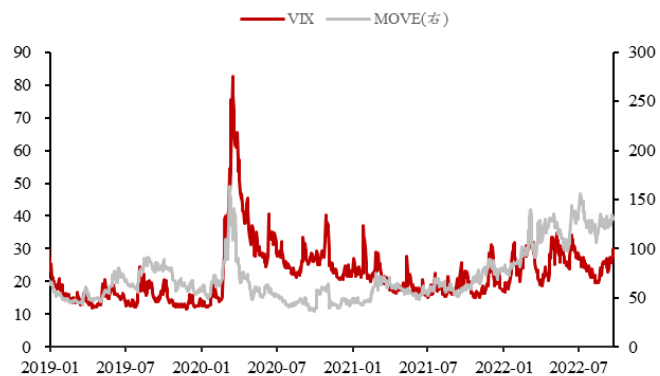
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 票据转贴利率



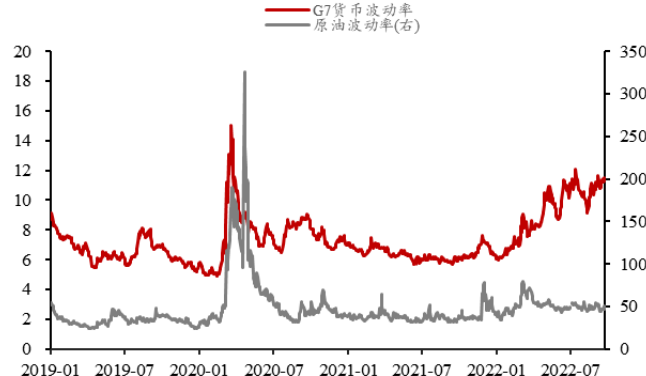
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 美股和美债市场波动率



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 20: 原油和 G7 外汇波动率



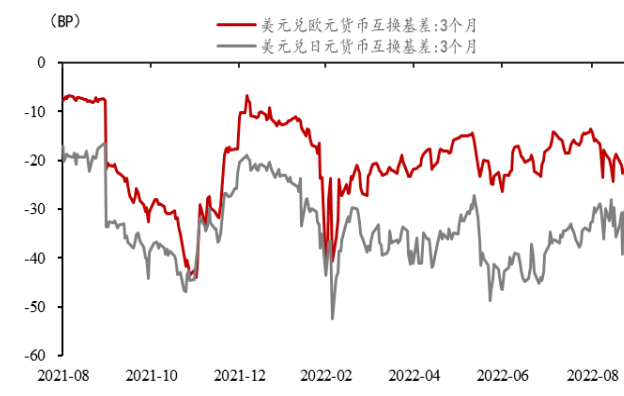
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 21: FRA/OIS 走势



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 22: 主要货币对交叉货币互换基差



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

### 3 主要的高频经济指标

**30 城房地产销售面积大幅反弹，乘联会汽车销量保持强劲。**

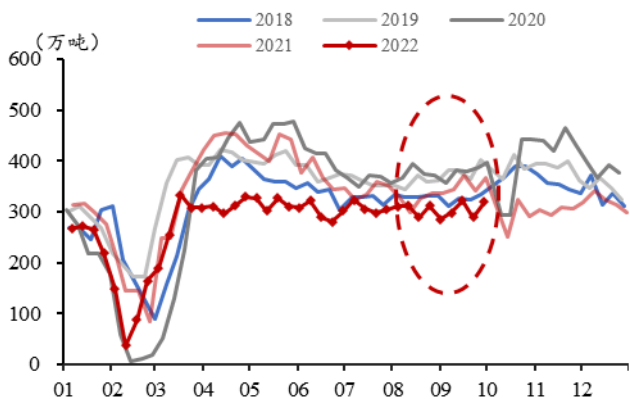
螺纹钢表观消费 319.8 万吨，环比上周上升 30.7 万吨，但仍弱于过往几年同期水平；

全国水泥价格指数 148.0，相较上周上升 2.5，弱于 2021 年水平；全国气温逐步回落，因此六大电厂日耗煤量继续回落，但仍强于历史同期。

30 城商品房销售 7 日移动平均值录得 47.3 万平方米，相较上周大幅上升 19.7 万平方米，但仍弱于历史同期；上周乘联会汽车当周日均销量录得 5.51 万辆，同比大幅增长 29.2%。

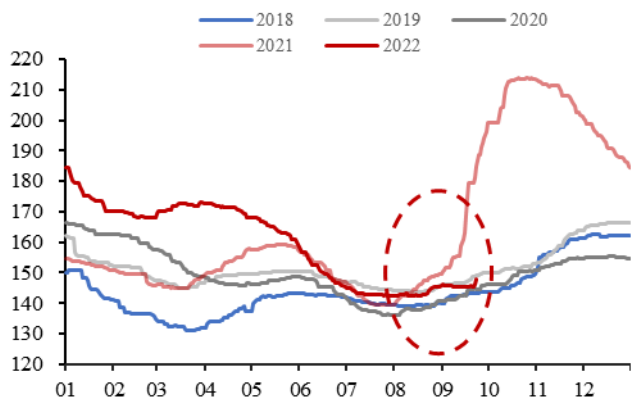
10 城地铁出行 7 日移动平均值录得 4130 万人次，同比下滑 15.4%。

图 23：螺纹钢表观消费



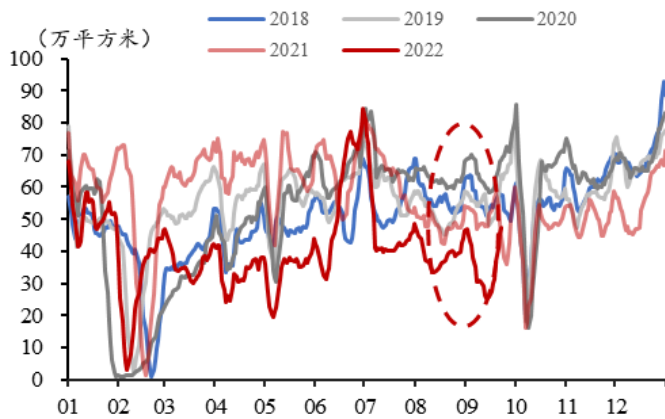
资料来源：iFind，民生证券研究院

图 24：全国水泥价格指数



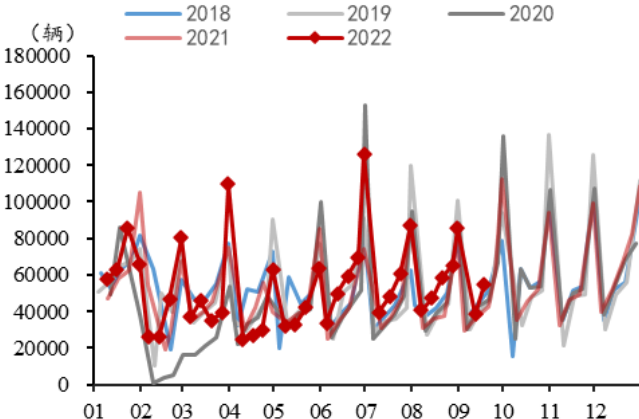
资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：30 城商品房成交 7 天移动平均



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：乘联会汽车销售数据



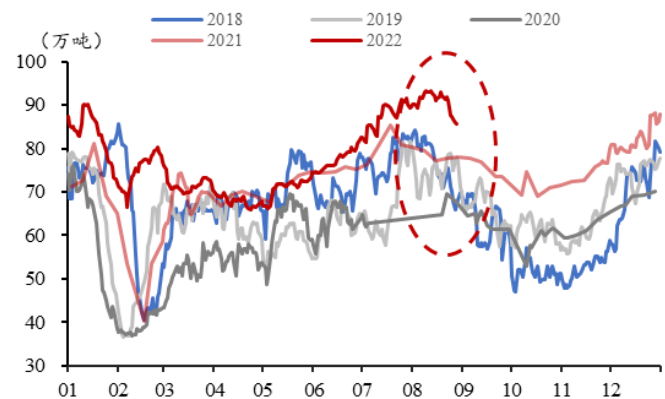
资料来源：wind，民生证券研究院

图 27: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 10 城分别为北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、西安、郑州、长沙

图 28: 沿海六大电厂日耗



资料来源: iFind, 民生证券研究院; 注: 沿海六大电厂集团为: 浙电、上电、粤电、国电、大唐、华能

## 4 风险提示

**1) 地缘政治发展超预期。**若地缘政治影响范围和时间继续超预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。

**2) 数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对金融市场走向判断。

**3) 海外央行货币政策超预期。**若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动极大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

**4) 海外地缘政治发展超预期。**若由于海外地缘政治变化超预期，会导致金融市场波动极大，从而影响对后续市场走向判断。

## 插图目录

图 1: 季末央行增加逆回购投放, 但资金面仍偏紧 .....	4
图 2: 全球大类资产表现汇总 .....	4
图 3: 今年 9 月 19 日至 9 月 23 日 A 股市场表现 .....	4
图 4: 今年 9 月 19 日至 23 日 A 股权益风格表现 .....	4
图 5: 煤炭、石油石化、有色金属、电力设备及新能源等行业涨幅靠前 .....	5
图 6: 债券收益率普遍下降, 1M 国债利率上升较多 .....	5
图 7: 期限利差小幅回升 .....	5
图 8: 信用利差有所收窄 .....	6
图 9: 流动性收紧预期渐浓, 大宗价格承压 .....	6
图 10: 美元走强, 多数货币走弱 .....	6
图 11: 海外与中国香港地区主要股指本周涨跌幅 .....	7
图 12: 主要经济体 10 年期国债收益率变动幅度 .....	7
图 13: 股票市场成交规模及融资融券交易占比 .....	9
图 14: 新基金发行情况 .....	9
图 15: 北上资金近单日净买入 (单位: 亿元) .....	9
图 16: 北上资金累计净买入 .....	9
图 17: 同业存单发行利率 .....	9
图 18: 票据转贴利率 .....	9
图 19: 美股和美债市场波动率 .....	10
图 20: 原油和 G7 外汇波动率 .....	10
图 21: FRA/OIS 走势 .....	10
图 22: 主要货币对交叉货币互换基差 .....	10
图 23: 螺纹钢表观消费 .....	11
图 24: 全国水泥价格指数 .....	11
图 25: 30 城商品房成交 7 天移动平均 .....	11
图 26: 乘联会汽车销售数据 .....	11
图 27: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均 .....	12
图 28: 沿海六大电厂日耗 .....	12

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026