

精准科学防控下的市场 ——2022年11月宏观利率策略

2022年11月4日

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号：S1060519060001

邮箱：liulu979@pingan.com.cn

0 摘要

- **内外资产向衰退交易靠拢。** 10月海外市场是两条主线的对抗：前半段核心通胀再创新高，新增非农就业好于预期，紧缩交易升温。临近月末，美债流动性压力凸显，10月PMI两年来首次跌破荣枯线，衰退预期占据上风。全月原油和美股较强，美元和金属震荡偏弱，美债大幅调整。国内需求收缩、预期不稳，疫情多点散发，PMI低于预期，大类资产延续9月格局：股跌债涨、人民币贬值、商品分化。资金面波动收敛，市场青睐长久期，曲线平坦化。
- **现实弱，货币难转向，但短期扰动增多。** 实体融资需求低迷，新增确诊和医学隔离人数创新高，地产修复缓慢，消费者信心不足，基建延续托底但很难超预期，基本面对债市有支撑。向后看，货币政策也仍在宽松周期中，实体融资改善、企业盈利回正及房价企稳回升等路标可以辅助判断未来货币节奏，意味着利率下行也未结束。不过短期扰动确实在增多：（1）美债流动性问题需时刻警惕；（2）美联储加息higher & longer，汇率能否稳住有待检验；（3）精准科学防控正式开始演练，效果有待观察，路标是防控强度指数在50-60区间能稳定多久。
- **等待加息余震过去。** 站在当前视角，交易空间不大。从胜率看目前没有明显的预期差：基本面偏多，政策面中性（财政与准财政力度有限，货币或有利好，防控政策动向对债市偏空但还需观察），资金面的“关口”在汇率，有不确定性。从赔率看，10Y国债2.7%的水平距离年内低点10BP，处于相对中性位置。从估值看，中长久期利率债和3年AA&AA+信用债略好。建议等待加息余震过去、汇率平稳以后，根据赔率选择交易机会。在货币政策的窗口关闭前，不建议轻仓。
- **风险提示：** 1) 货币政策转向、2) 通胀超预期、3) 海外货币政策收缩持续性超预期。



目录CONTENTS

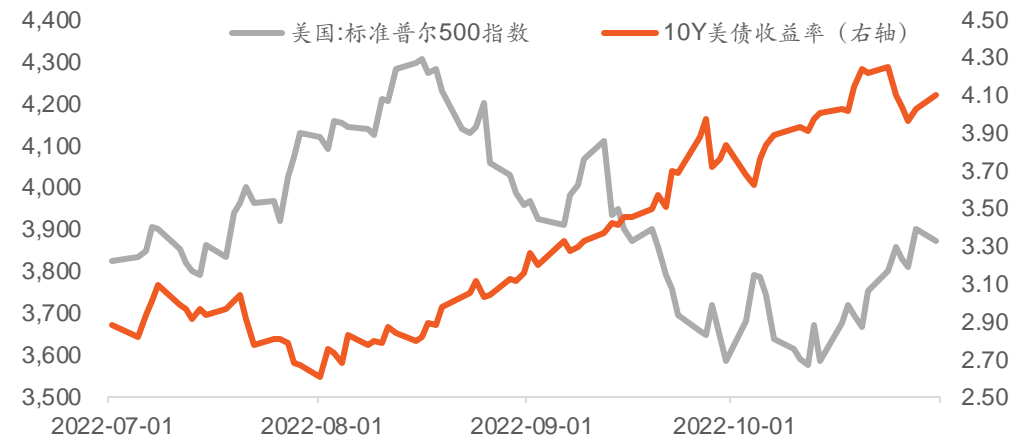
- 市场回顾：内外资产向衰退交易靠拢
- 宏观与政策：现实弱，货币难转向，但扰动增多
- 策略展望：等待加息余震
- 风险提示

1.1 紧缩交易 VS 美债流动性压力

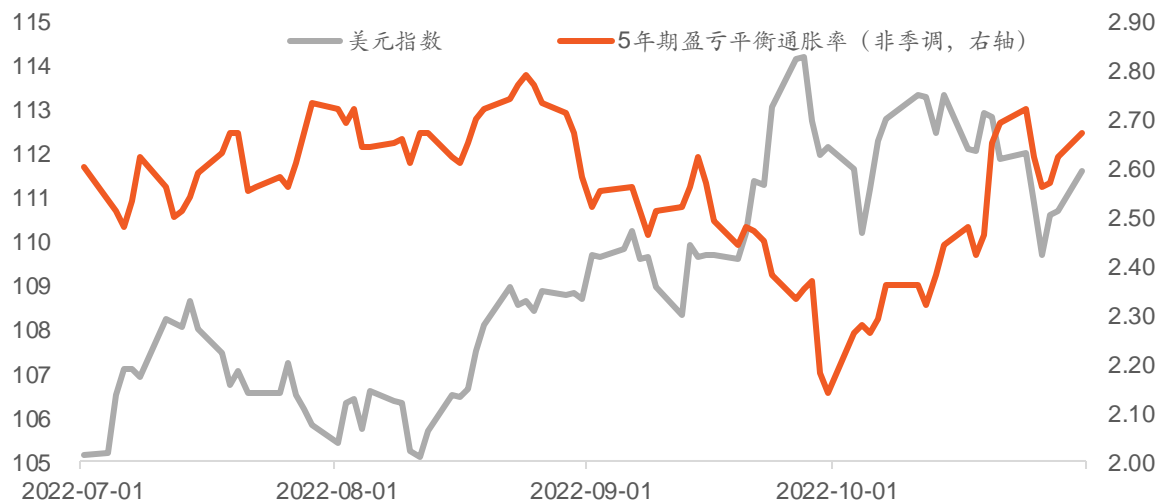
10月海外市场是两条主线的对抗：（1）前半段核心通胀再创新高，新增非农就业好于预期，紧缩交易升温。（2）临近月末，美债流动性压力凸显，10月PMI两年来首次跌破荣枯线，衰退预期占据上风。

原油和美股较强，美元和金属震荡偏弱，美债大幅调整：标普500指数上涨8%、10Y美债收益率上行27BP、美元指数顶部震荡。大宗商品方面，油价上涨8%、黄金下跌2%，工业金属震荡偏弱。

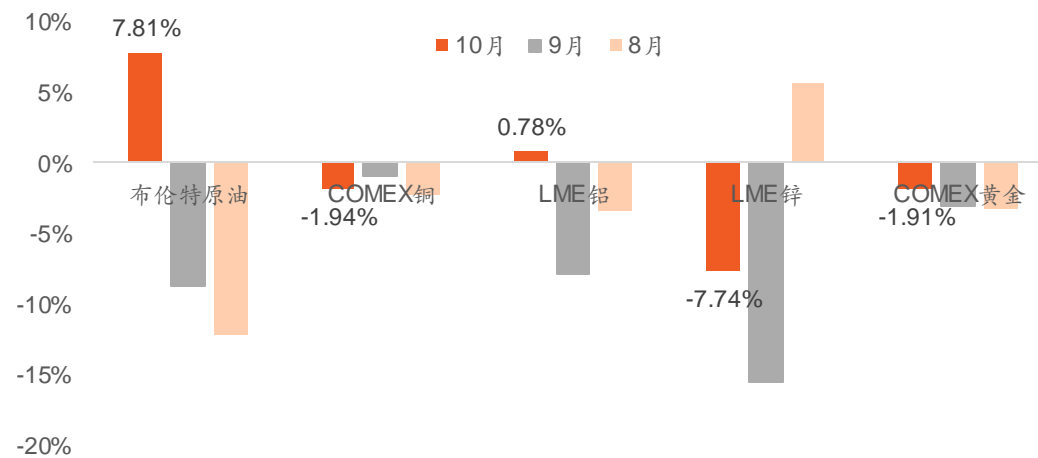
● 美股震荡，美债大幅调整（点，%）



● 通胀预期再次升温，美元指数顶部震荡（点，%）



● 油价坚挺，工业金属和贵金属下跌（%）

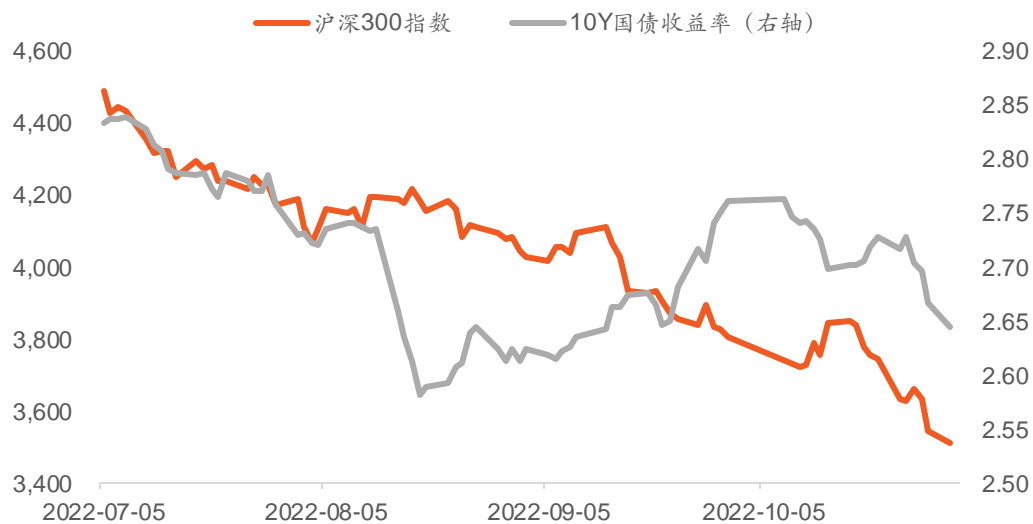


1.1 国内交易衰退逻辑

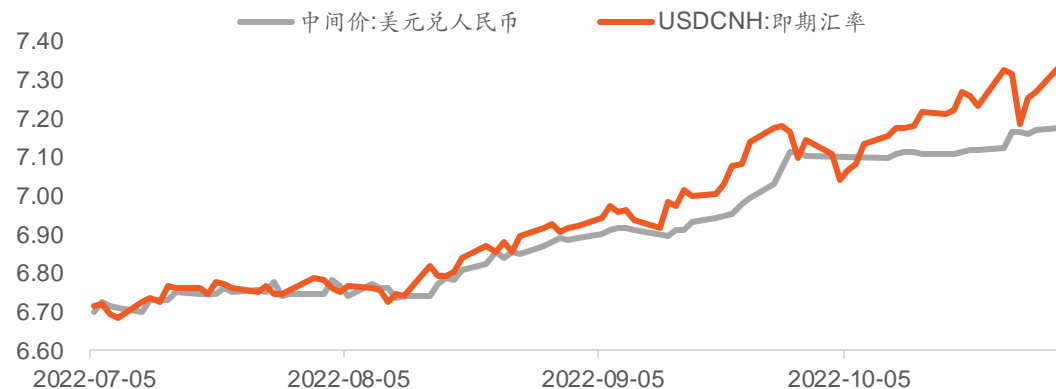
10月需求收缩、预期不稳：二十大胜利闭幕，疫情防控政策没有明确变化，地产销售未有明显改善，疫情多点散发，PMI低于预期，市场对基本面预期边际走弱。

大类资产延续9月格局：股跌债涨、人民币贬值、商品分化（能源与农产品涨价、建材上游跌下游涨、石化大部分下跌）。

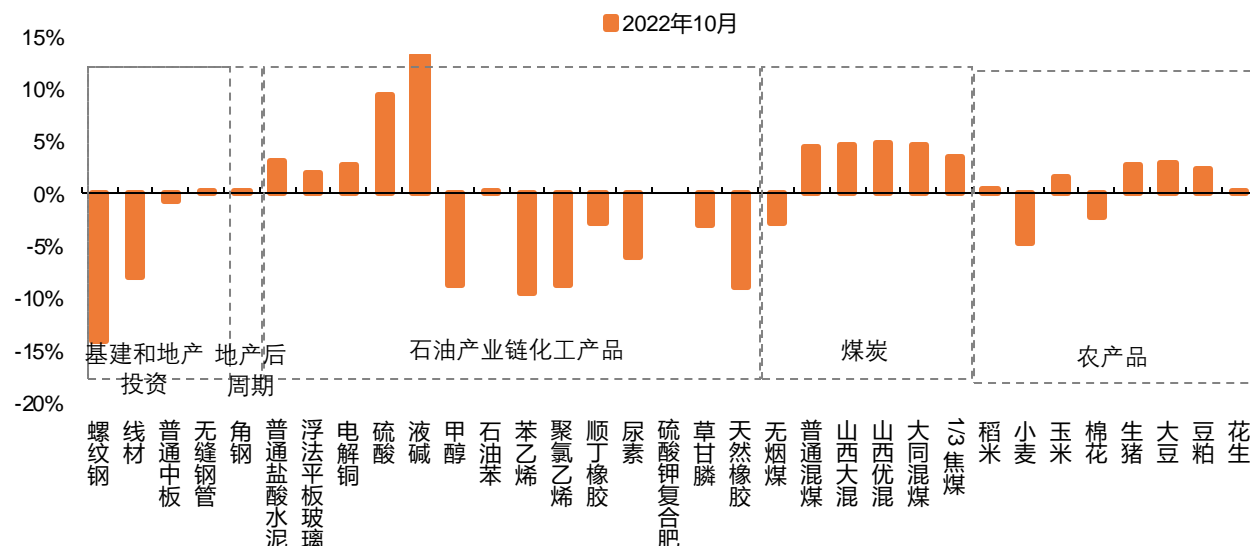
10月股市下跌，债券上涨（点，%）



10月人民币对美元贬值1%，突破7.2关口（元）



10月大宗商品表现



资料来源：Wind，平安证券研究所

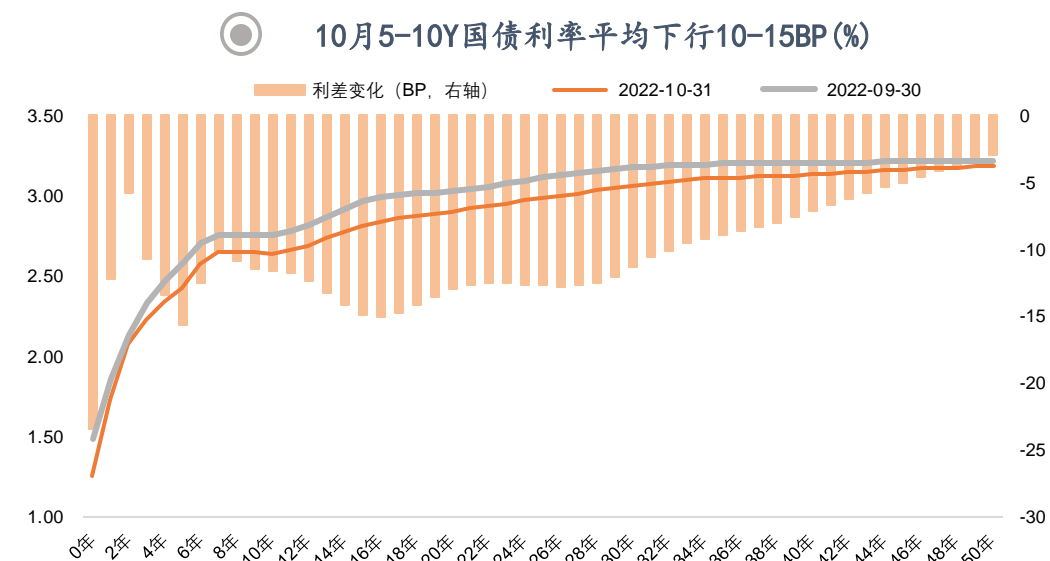
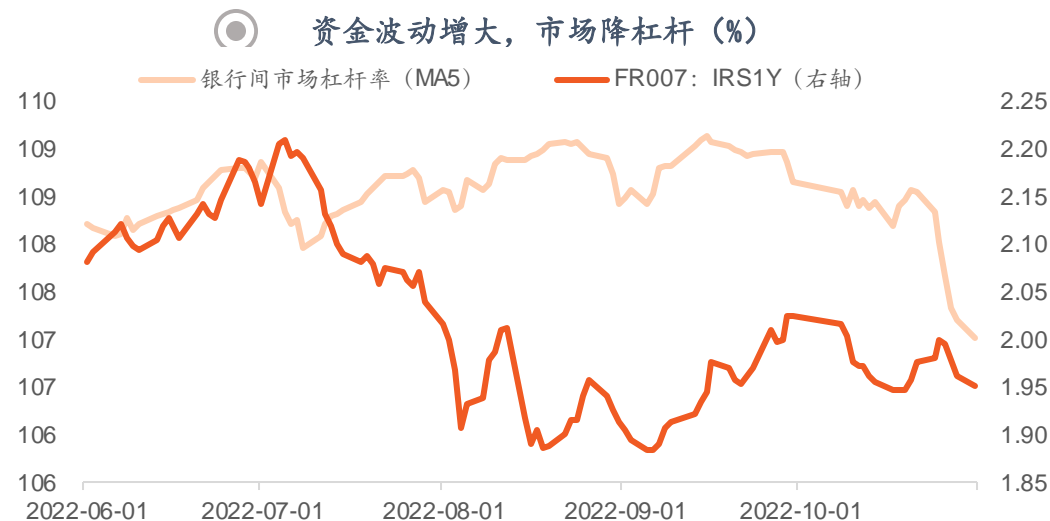
1.2 资金面波动，市场青睐长久期

资金面波动抬升，市场降杠杆，长债表现好于短债。

(1) 由于人民币贬值压力的影响，资金价格波动抬升，市场主动降杠杆。

(2) 由于疫情点状散发+防控政策保持不变+外需加速走弱，5-10Y长端利率下行较为顺畅。

(3) 信用利差没有明显压缩，久期策略胜于信用下沉。



资料来源: Wind, 平安证券研究所



目录CONTENTS

● 市场回顾：内外资产向衰退交易靠拢

● 宏观与政策：现实弱，货币难转向，但扰动增多

● 策略展望：等待加息余震

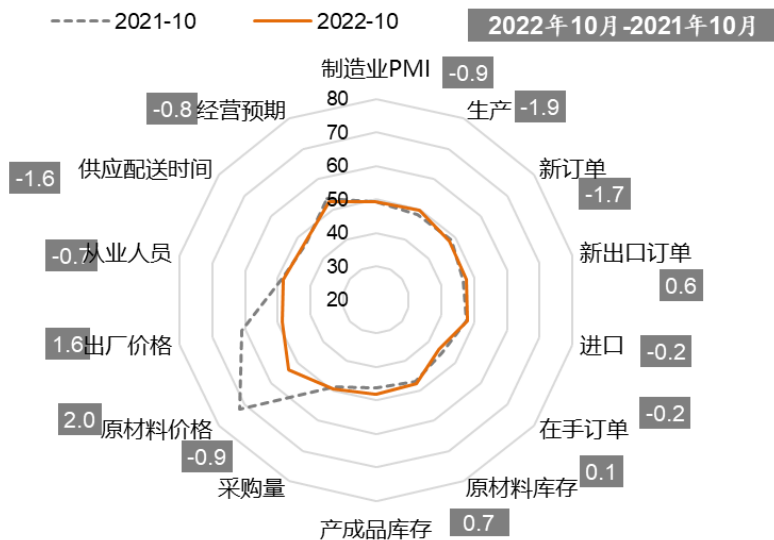
● 风险提示

2.1 现实经济仍然偏弱

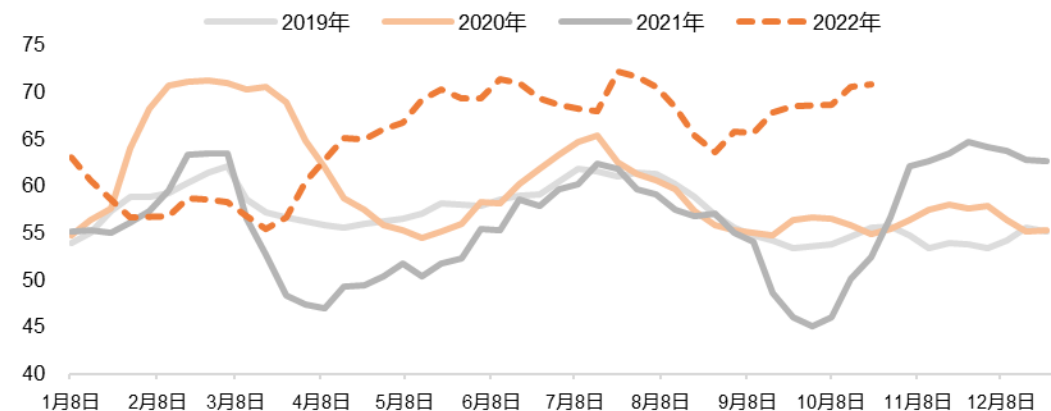
10-11月基本面如期显露颓势：PMI大幅回落0.9个百分点至49.2%，季节性、环保限产和疫情散点多发物流受阻是主要原因。

工业生产见顶回落：9月生产在政策刺激下明显发力，10月开始显现颓势。高炉开工率月中见顶回落。一方面，地产链条的预期很弱，另一方面基建链条的水泥、沥青由于环保限产、物流受阻等因素，库存堆积，同样压制生产。

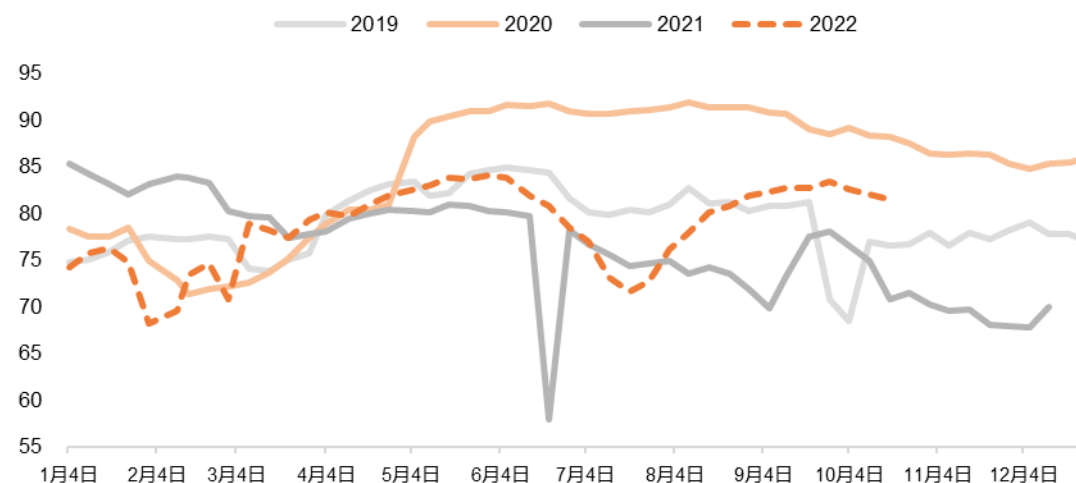
10月P制造业PMI回落0.9%至49.2% (%)



水泥库存高企，压制生产 (水泥库容率, %)



10月全国高炉开工率见顶回落 (%)



2.1 实体融资需求仍然低迷，疫情散点爆发影响实体信心

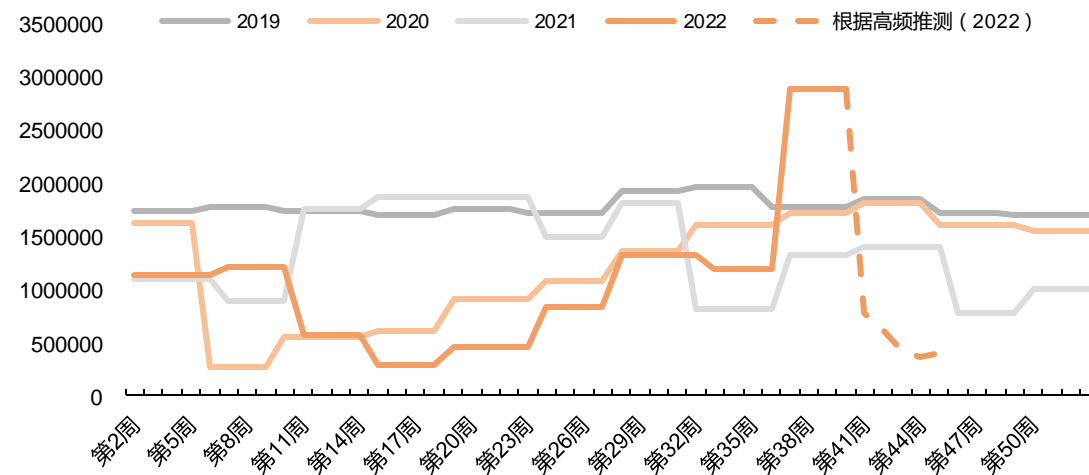
内生融资需求偏弱：10月1年国股银票利率大幅回落25BP。

物流和商务活动效率维持在疫情以来最低值附近。持续病毒持续变异+十一返乡潮带动航班客运大幅修复，客观上增加了疫情防控难度。10月制造业PMI中物流配送效率再次下降。

10月以来，票据利率累计下行25BP (%)



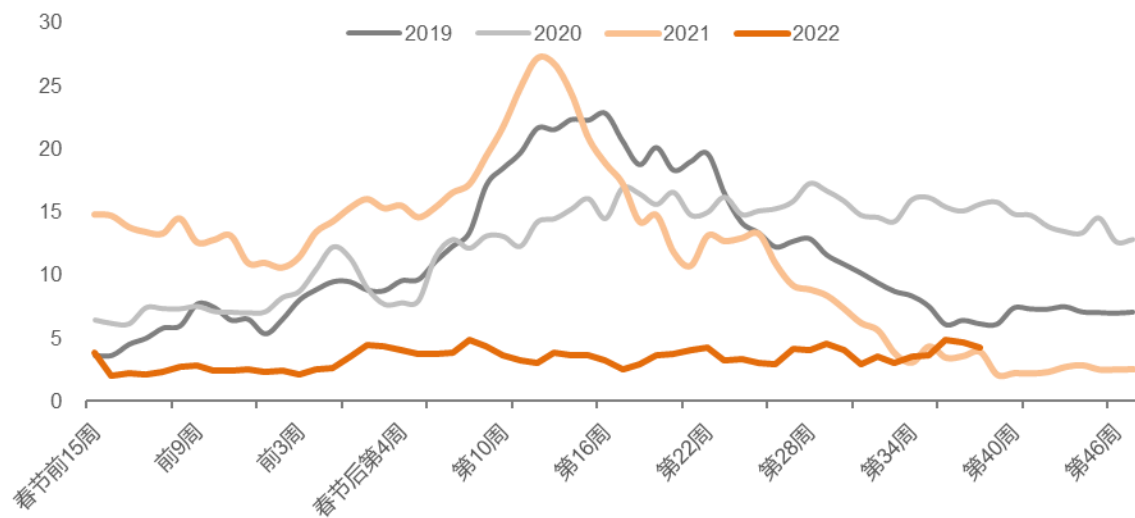
十一航班客运周转量上升后，增加了防疫难度 (万人公里)



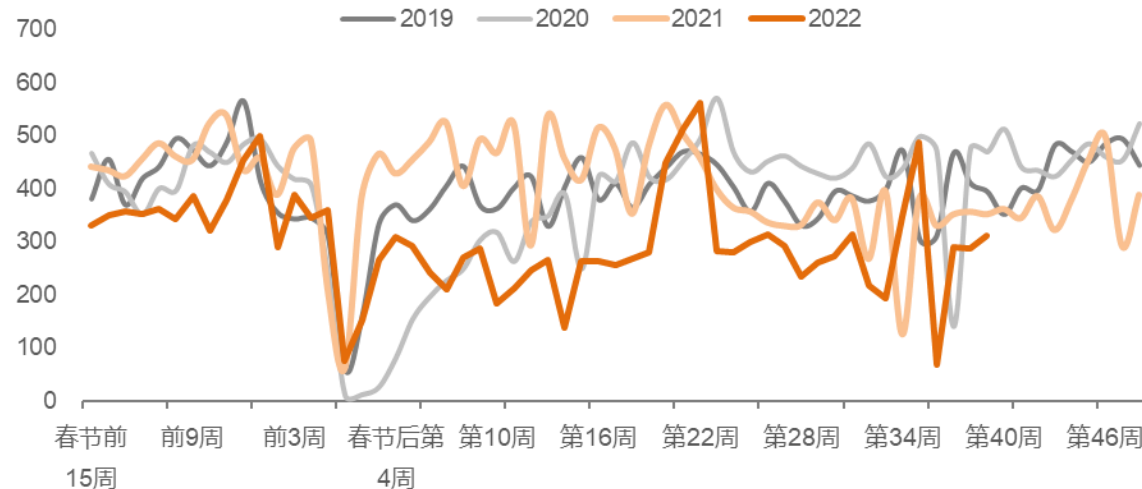
2.1 地产修复缓慢

地产销售未见明显改善，地产债经历主流机构新一轮出库抛售：由于旭辉超预期违约，主流机构对地产债开展新一轮抛售，民营地产融资压力仍大。

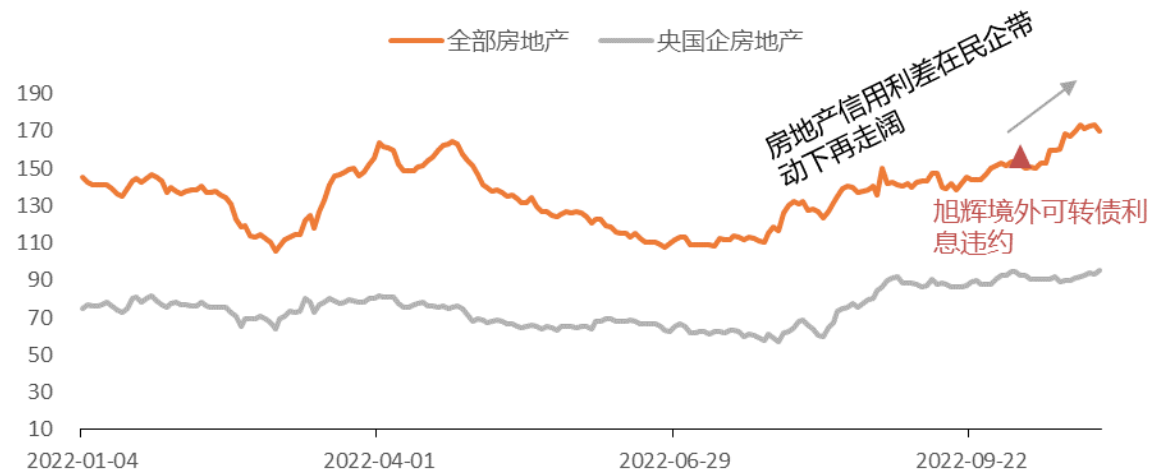
土地溢价率 (MA4) 底部微幅改善 (%)



30大中城市地产成交面积未见明显改善 (万平方米)



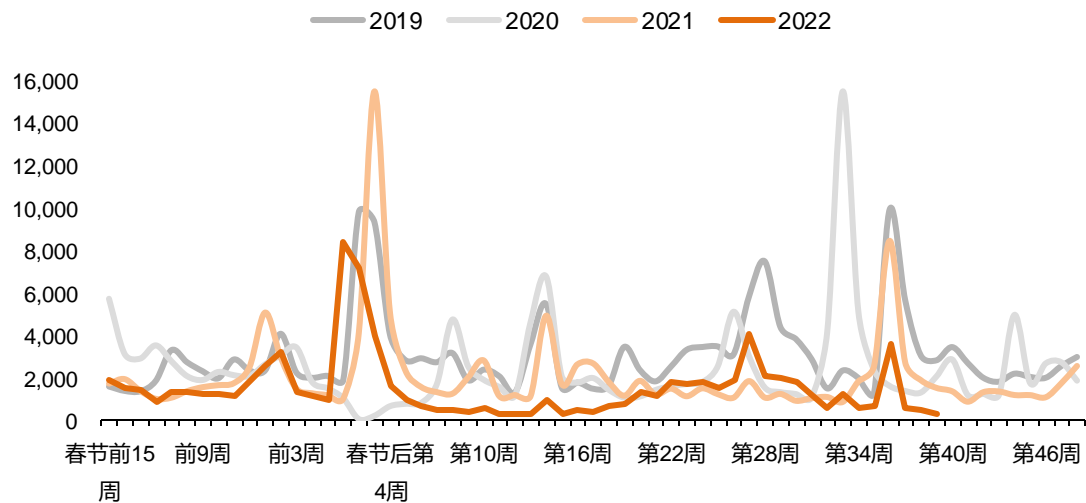
非国企地产债利差再度扩大，民营地产债再次经历暴跌 (BP)



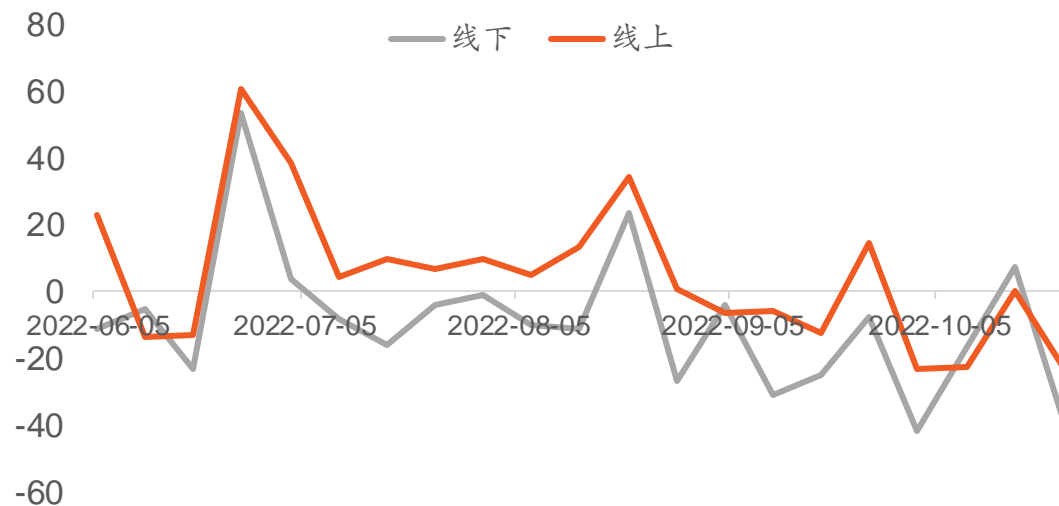
2.1 消费信心不足

消费信心不足：从高频数据看，以观影人数为代表的场景消费低迷，家电消费下行。9月社零同比增长2.5%，其中主要支撑力量来自汽车和必选消费品（粮油、药品、文化办公）

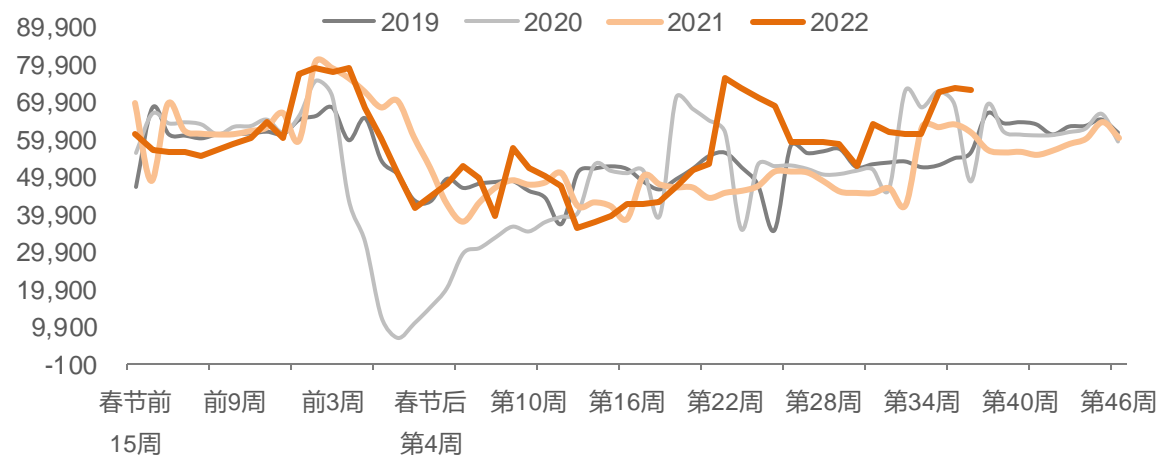
● 观影人数低迷（万人次）



● 10月奥维云网家电同比销量继续下探（%）



● 汽车日均销量维持相对高位（辆）

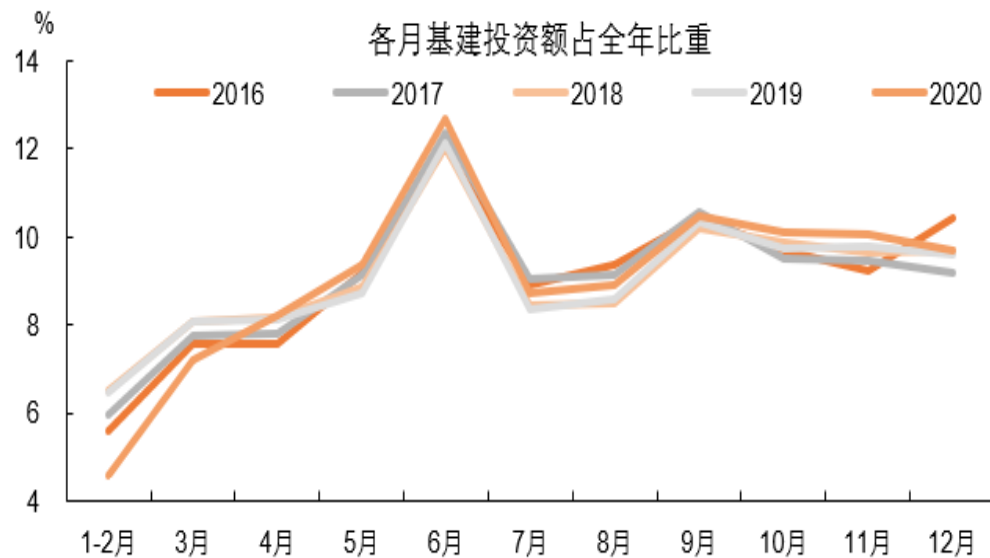


2.1 11-12月是财政空窗期，基建稳增长难以超预期

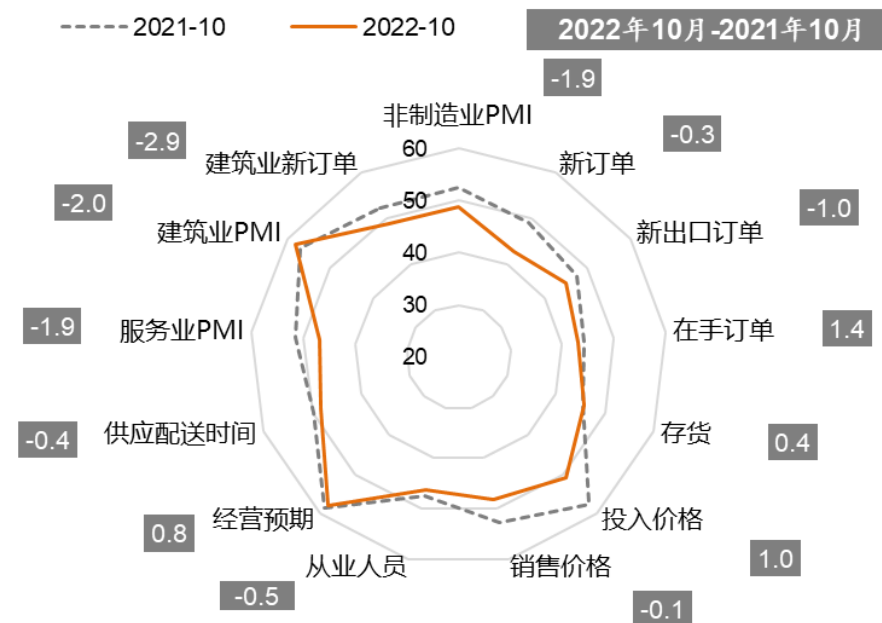
季节性看，10-12月基建投资力度逐渐走弱。10月建筑业PMI环比大幅回落2个百分点。

准财政不排除“加码”，但料很难缓解市场信心。11-12月大概率公布23年专项债提前批，但按照惯例，发债将在年后。

四季季度基建投资力度季节性回落 (%)



10月建筑业PMI高位回落 (%)

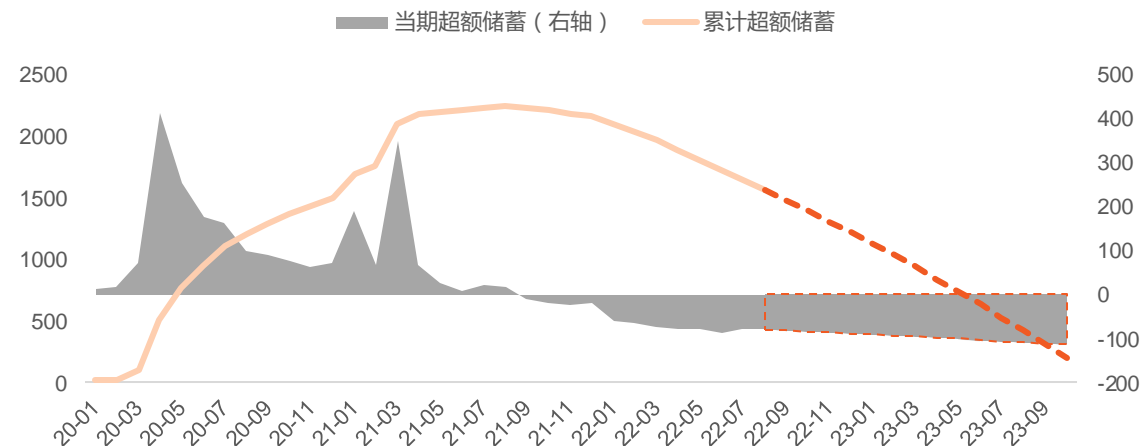


资料来源：Wind，平安证券研究所

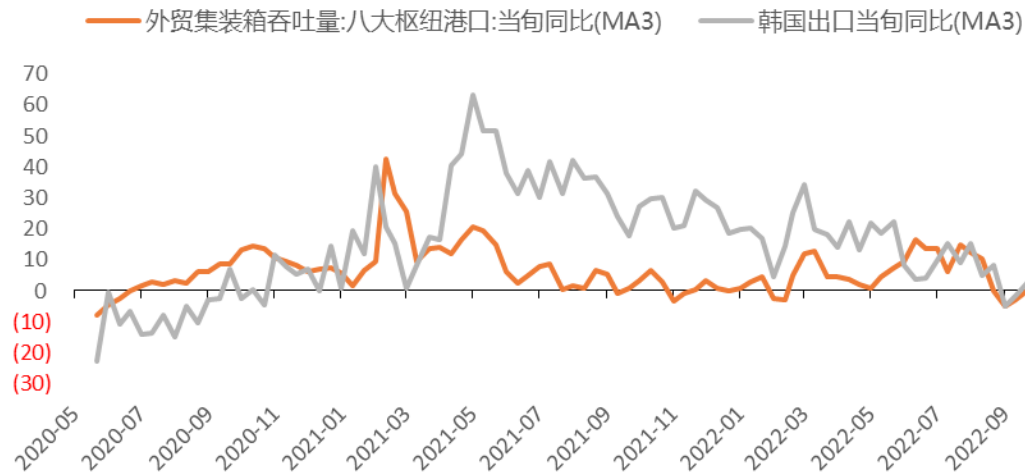
2.1 美国中低收入群体能力恶化，外需加速走弱

中低收入群体消费能力恶化，外需加速走弱：疫情以来，美国政府三轮财政刺激增加了居民收入，实际储蓄高于历史均值的部分我们称之为超额储蓄。目前超额储蓄余额为1.5万亿美元，但其中2/3的超额储蓄分布于收入前50%群体，消费意愿有限；中低收入群体超额储蓄已使用完毕且违约率正在上升。三季度美国消费支出金增长1.4%，低于GDP增速。

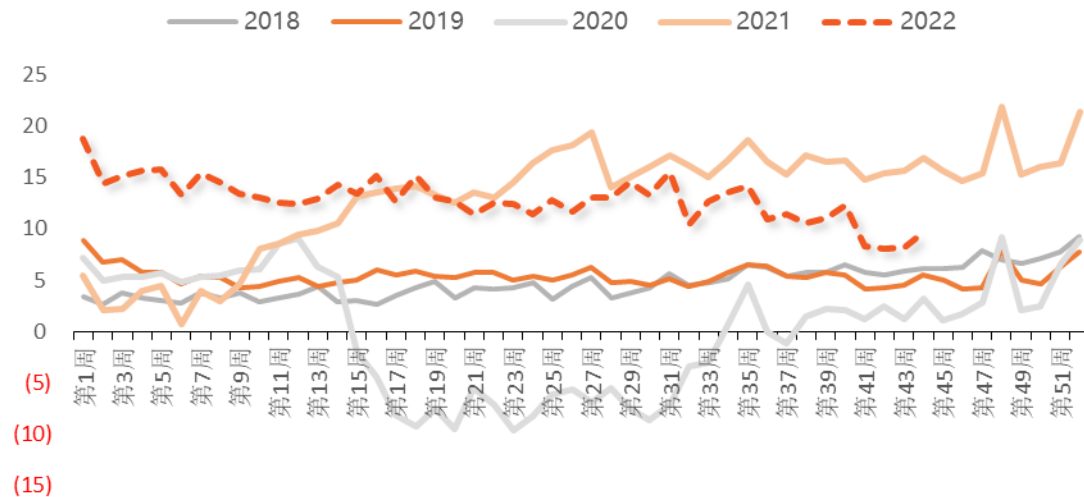
美国居民超额储蓄正在被加速消耗（十亿美元）



高频数据显示外需正在加速走弱（%）



美国居民消费明显放缓（%）

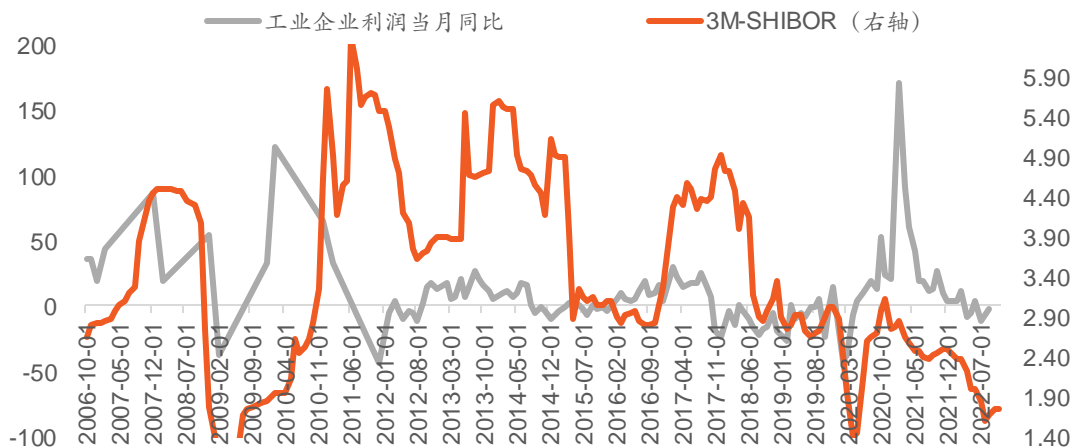


资料来源：Wind，平安证券研究所

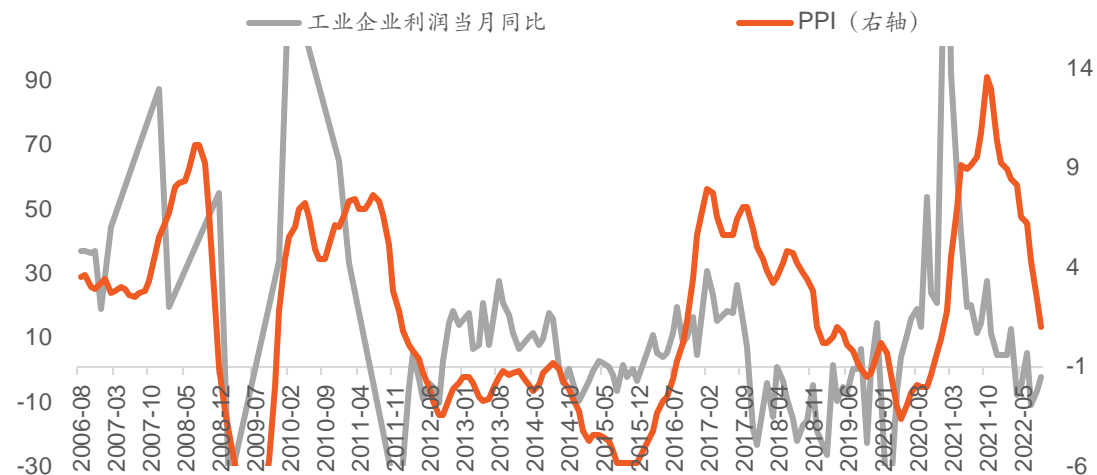
2.2 从领先指标看，货币政策未达到转向条件：企业利润

- 货币政策转向至少需要看到企业盈利转正且能维持向上。当前企业盈利边际修复，同比仍在负区间。按照季节性判断，PPI回落大概率持续到23年4月，因此盈利的修复不容易顺畅，可能出现类似13年的反复。

① 货币政策转向需要看到企业盈利转正且能够持续 (%)



② PPI下行期，企业盈利企稳容易反复 (%)

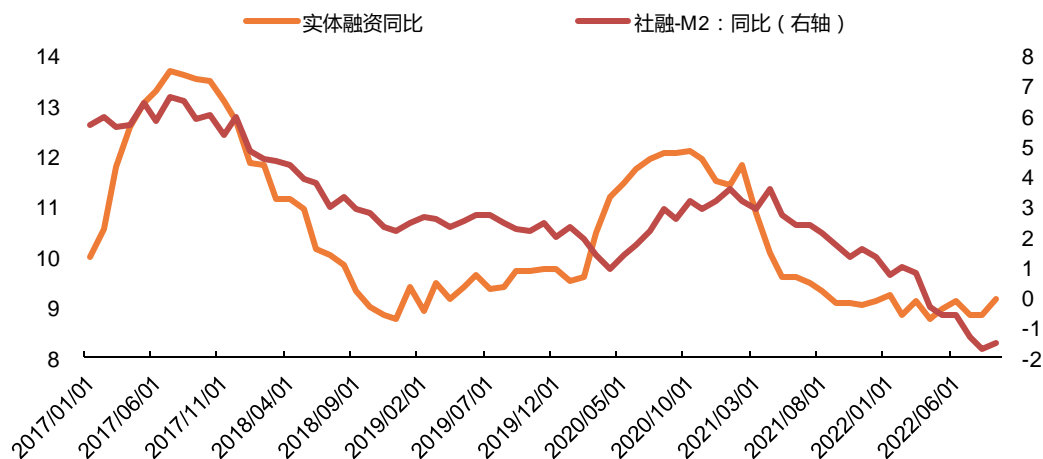


资料来源：Wind，平安证券研究所

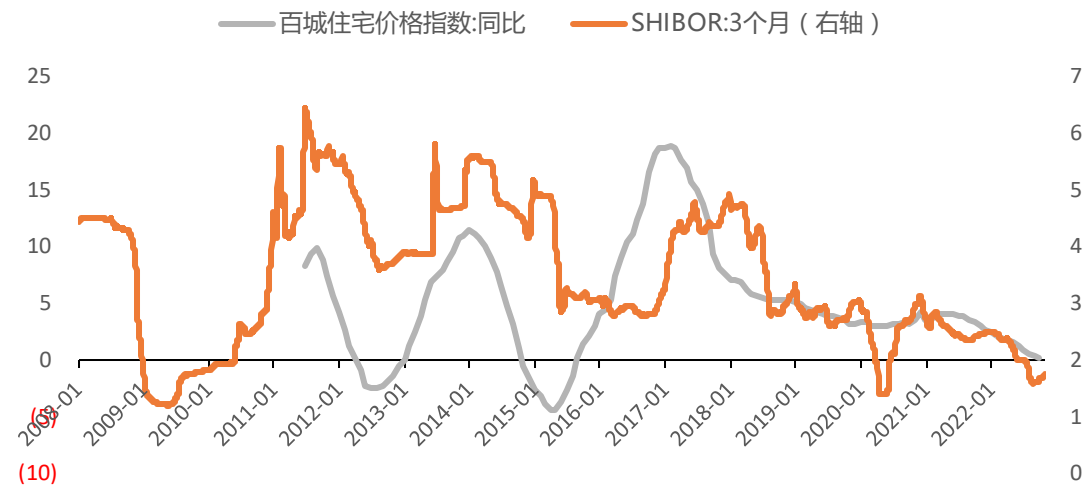
2.2 从领先指标看，货币政策尚未达到转向条件：实体融资与房价

- 货币政策转向需要看到实体融资明显修复。参照19年9月和11月央行分别降准和降息5BP，截至当年11月实体融资同比自低点累计回升1个百分点。
- 地产留给货币政策的空间仍然较大。目前6M理财预期收益率与首套房贷利差仍处于偏低水平，将驱动居民主动降杠杆。

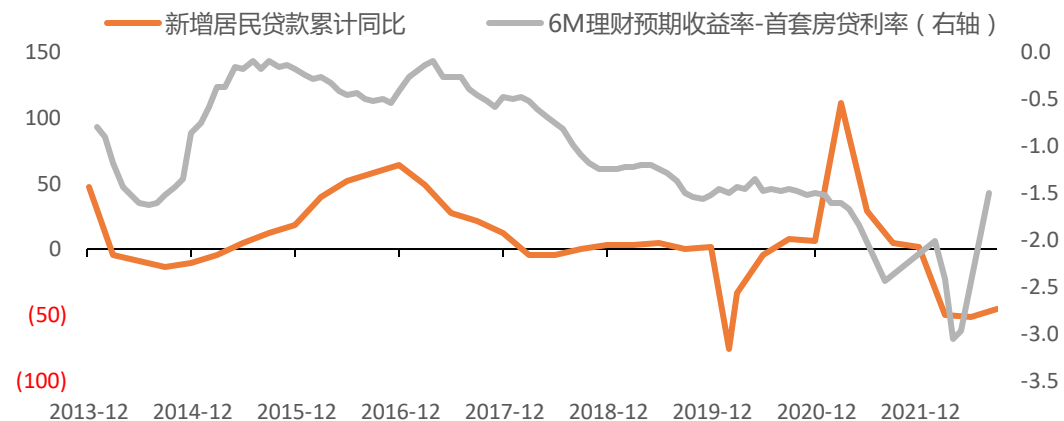
21年以来稳增长政策发力以后，实体融资并未企稳 (%)



房价下行中，货币政策趋于宽松 (%)



理财-房贷利差仍在偏低水平 (%)



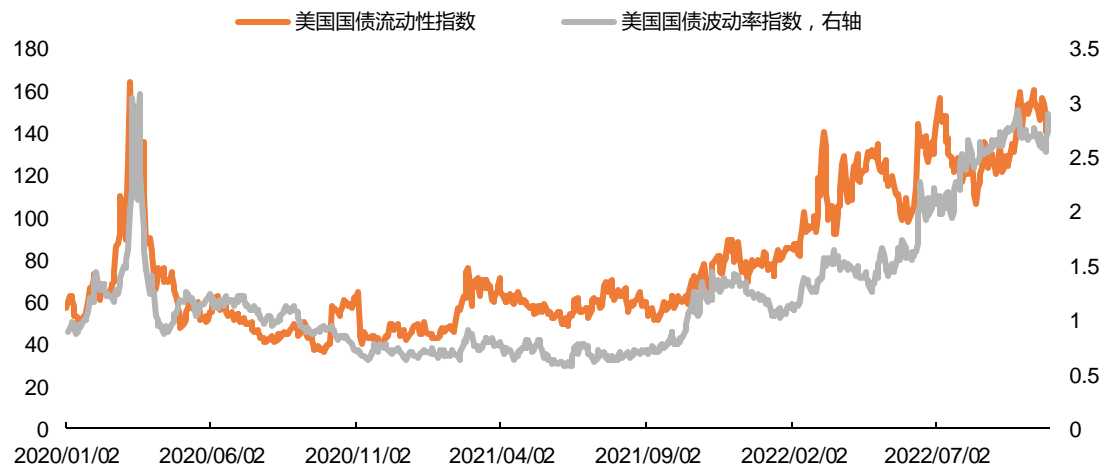
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 但短期风险扰动在增加：美债流动性告急

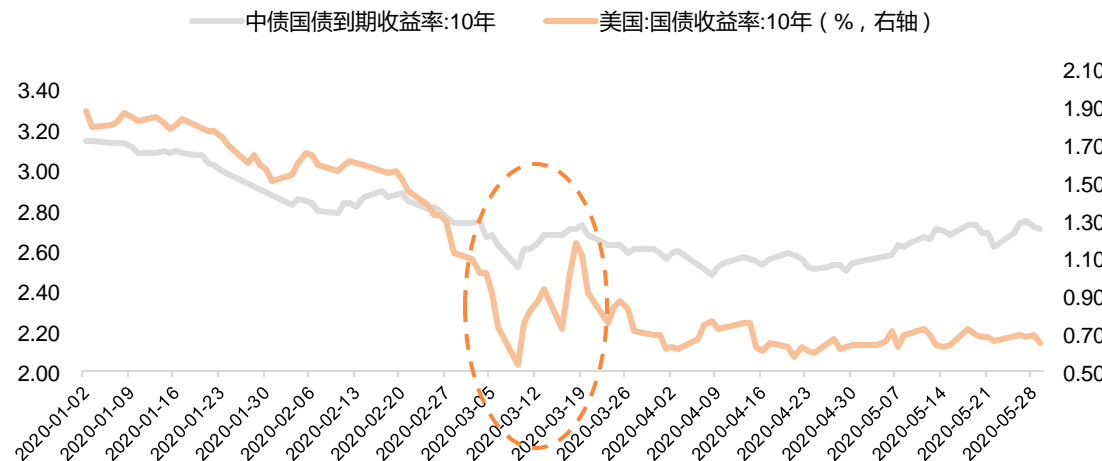
1 10月以来美债流动性告急

- 美债流动性指标已大幅恶化，超过20年疫情时期。9月以来，美联储缩表速度提升至每月950亿美元（其中国债650亿美元），3月以来美联储已累计加息350BP。尽管做市商流动性储备充足，但由于监管指标限制，扩表能力有限。此外，由于日元的大幅贬值，日元套息中长端美债的锁汇成本飙升，套息交易者退场也加剧了美债的流动性问题。
- 短期内美债回购没有时间表。11月2日，美联储如期加息75BP，并引导至更高的利率终点和更长的紧缩时间。同时，美国季度再融资报告未有回购美债的安排。

美债流动性和波动率指数超过疫情最严峻时期（点，%）



20年3月美元流动性危机，10天内美债和国债收益率分别上行64BP、19BP（%）



2.3 政策利率要追上通胀率：Higher & longer

2 加息的终点在哪里？

- **Higher & longer:** 市场如期得到了12月放慢加息步伐的暗示，但是鲍威尔同样表达了加息的终点将更高（5%以上），维持限制性利率的时间可能更长，以便达成2%通胀目标。
- **加息的终点在哪里？** 9月美国核心PCE再次回升至5.15%的高位，季调CPI同比为8.2%，均远高于当前联邦基金利率上限4%，真实利率为负值。加息的重点是“真实利率为正”，意味着联邦基金利率至少需要追上核心PCE，大概率需要达到略低于CPI的水平（0-1%），以当前的加息节奏看这也并不容易。

资料来源：Wind，平安证券研究所

● CME预计终端利率将达5%-5.25%（截至11月4日）

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2022/12/14	0.0%	0.0%	52.0%	48.0%	0.0%	0.0%			
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	50.6%	30.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	25.1%	46.6%	24.6%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	17.8%	39.2%	32.1%	8.4%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	16.2%	37.0%	32.8%	10.8%	0.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	18.8%	36.5%	30.1%	9.6%	0.7%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.9%	6.6%	22.0%	35.4%	26.4%	8.0%	0.6%
2023/11/1	0.0%	0.4%	3.1%	12.6%	27.2%	31.9%	19.3%	5.1%	0.4%
2023/12/13	0.2%	1.5%	7.0%	18.6%	29.1%	26.7%	13.4%	3.2%	0.2%

● 鲍威尔新闻发布会要点总结

2022年11月鲍威尔新闻发布会要点

货币政策	最快将在12月放慢加息步伐，但终端利率可能会高于9月时美联储的预期
	相比加息速度，目前更加关注的是需要把利率提高到什么水平
	现在讨论暂停加息还为时过早，我们的政策还有很长的路要走
	更加担心紧缩不足，并不惧怕衰退风险
经济前景	软着陆仍有可能，但窗口变窄了
	从金融稳定性来看，没有看到此前全球金融危机时期糟糕的房地产信贷情况
通胀前景	短期通胀预期上升非常令人担忧，长期通胀预期已经回落
劳动力市场	还没有看到劳动力市场的真正疲软，仍然“供需失衡”
房地产市场	房租往往滞后于房价下跌，距离租房价格通胀放缓的时间节点仍非常遥远

2.3 政策强调科学精准防控，市场预期在修复

尽管新增确诊和医学隔离观察人数仍在攀升，但政策强调科学精准防控：

- 部分地区乘坐火车飞机不再查验核酸报告。11月1日起，桂东铁路、广东湛江市旅游局、广东揭阳市的葵潭火车站、安徽合肥的新桥机场等已先后宣布，乘坐飞机和火车不再需要查验核酸检测报告。
- 民航总局正在调整国际航班熔断，自11月1日起大幅增加国际航班（同比105%）。第九版新冠疫情防控方案，将国际入境管控从最初的14+7缩短至7+3。
- 部分地区常态化核酸改为自费。据第一财经报道不完全统计，贵阳市、湖南省岳阳市部分区域、四川宜宾下属多个县区、甘肃陇南和酒泉下属的部分县区、广东惠州市下属部分区镇等多个地区都于近期对常态化核酸检测的收费政策进行调整。

● 确诊人数小幅攀升，但医学隔离观察人数继续创新高（例）

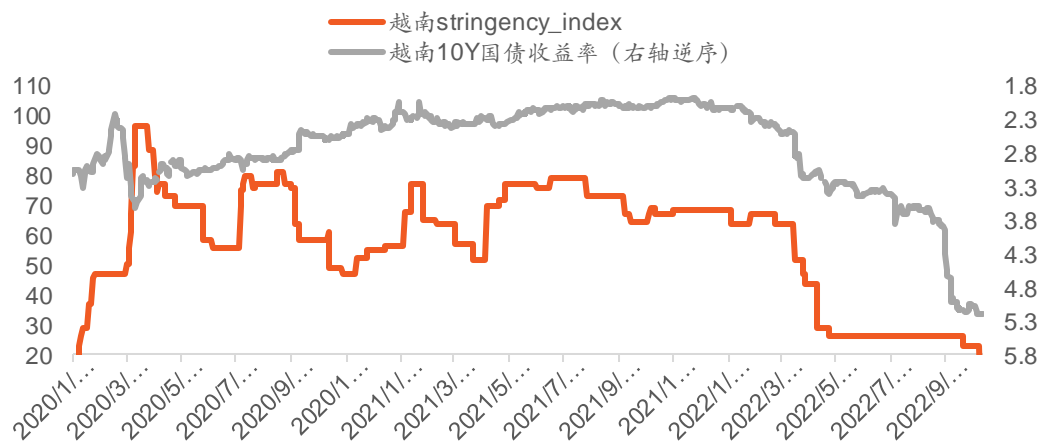


2.3 科学精准防控效果保持观察

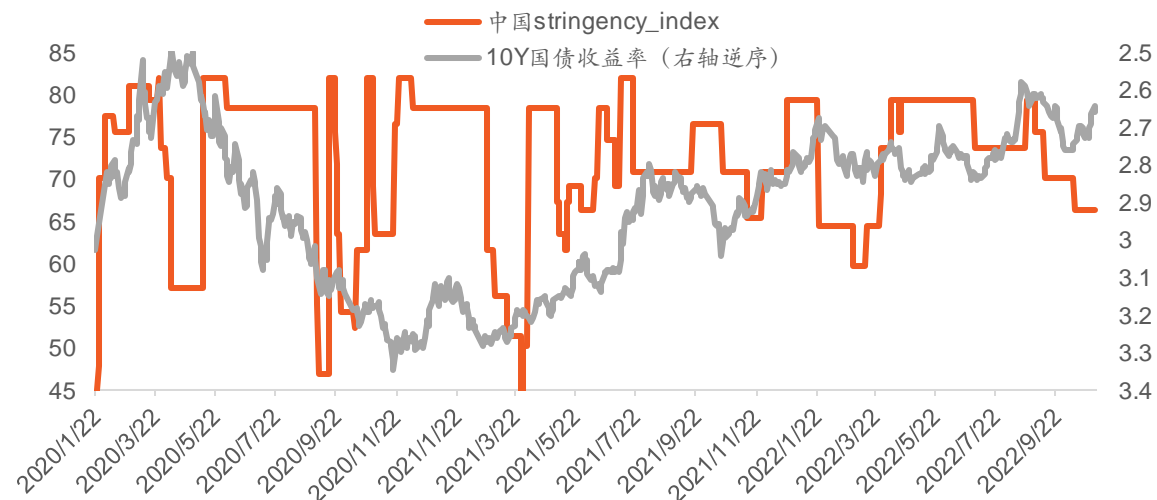
相比于越南的“一步到位”，我国可能会渐进式推进防控部署。越南在21年7-8月新增确诊大幅抬升，8月胡志明市封城后防疫政策逐渐转向“与疫情共存”，9月越南最后一次降息（再融资利率从4.5%下调至4%），11月越南PMI恢复到常规水平，年底国债利率见底回升。

如果防控强度指数能在50-60区间维持超过2个月，则防控阶段进行至下一程。(1) 坚持动态清零政策的防疫强度指数大致维持在50-80，指数下降至50以下可能意味着对经济压制明显改善。(2) 我国大部分时期防控指数在60-80，在20年9-10月、21年3月有过两段防控指数下降至50-60区间后疫情多有反复，随后管控趋于收紧。近期防疫强度指数已下降到62，能否完成挑战需要观察。

21年8月越南转向“与疫情共存”，12月国债利率见底 (%)



我国疫情管控更严格，精准防控有空间 (%)



资料来源：Wind, our world in data, 平安证券研究所



目录CONTENTS

- 市场回顾：内外资产向衰退交易靠拢
- 宏观与政策：现实弱，货币难转向，但扰动增多
- 策略展望：等待加息余震
- 风险提示

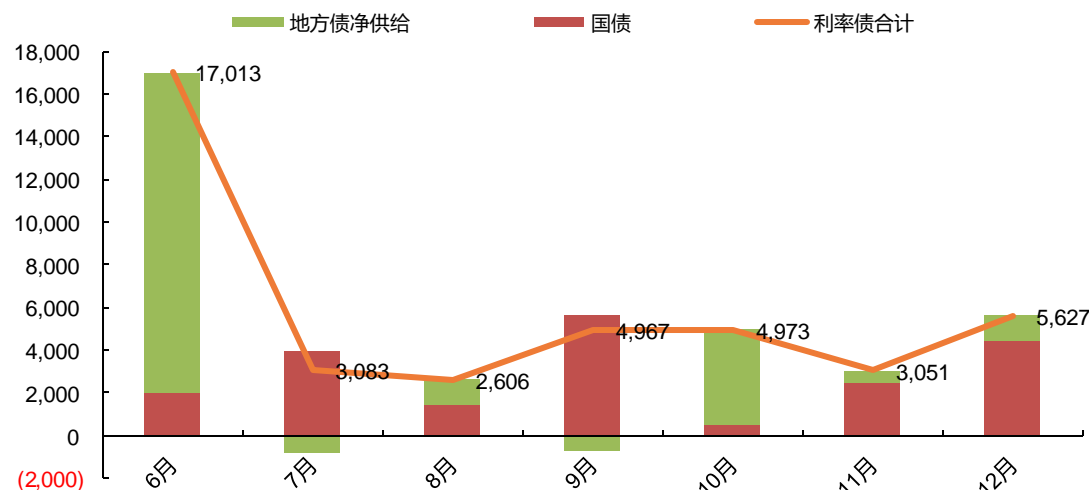
3.1 11月市场展望：多空都有，空间不大

- 从胜率看偏中性：（1）基本面整体偏多；（2）政策面中性：财政与准财政发力有限，提前批专项债按照惯例在明年发行，准财政虽难免“补丁”但不足以抵消信心低迷。货币政策或有利好，但落地与否需要汇率配合，有不确定性。精准科学防控政策在动向上对债市大致偏空。（3）资金面的“关口”也在于汇率，4月、8月两次“降息”，人民币分别贬值20个基点和60个基点，并且突破7.2位置。

4月上海疫情及8月降息，人民币分别贬值20个基点和60个基点（%）



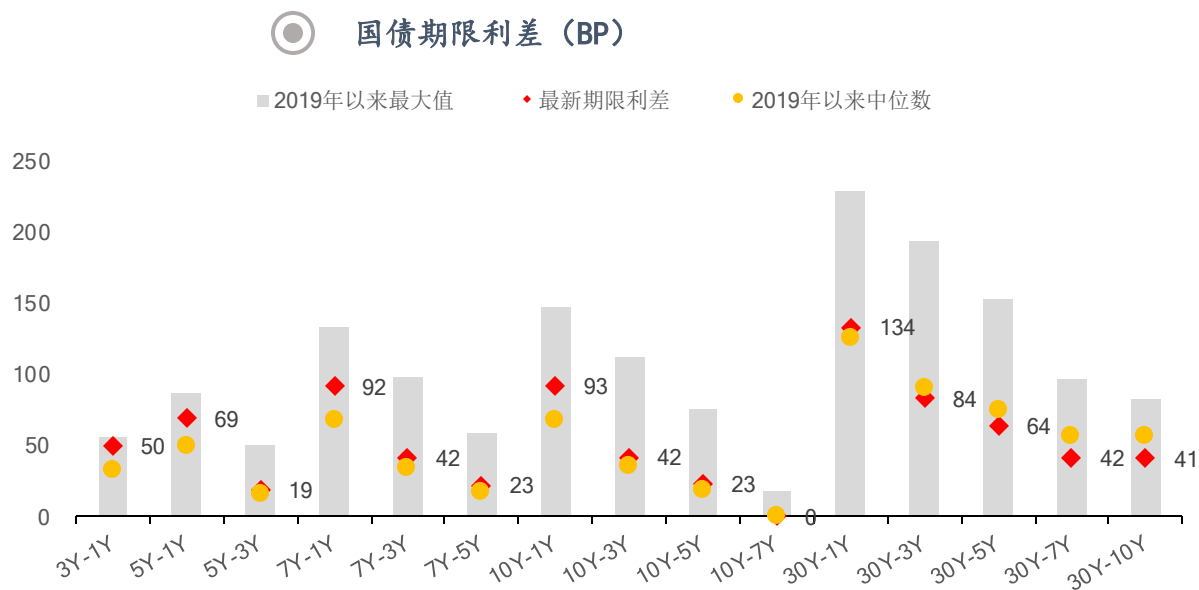
四季度单月利率债供给（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 11月市场展望：等待加息余震以后参与单边

- 从赔率看，目前定价比较中性：8月降息前10Y国债收益率中枢在2.75%，降息后中枢大约在2.70%。若货币有动作，有望挑战前低2.60%，若碍于汇率压力采用MLF续作和OMO满足资金需求，由于基本面的支撑，且精准防控效果有待观察，调整可能有限，暂时已9月底收益率高点为锚。
- 从仓位和估值看，机构久期仓位中性，杠杆中性偏低，中长端估值更好。
- 策略建议：单边机会建议等待美联储加息、汇率预期稳定后或10Y利率2.75%以上点位参与。



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 11月市场展望：信用债相对价值一般，3年中等评级估值略好

- 信用债估值比利率债更贵，3年左右AA+&AA估值相对占优：信用债目前估值仍偏贵，若资金价格波动，信用债对carry更敏感，调整风险更大。

3YAA+及AA估值略好（%，BP）

	收益率绝对水平：%			历史分位数：%									
	1Y	3Y	5Y	收益率			信用利差			期限利差			
				1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3-1Y	5-1Y	5-3Y	
中短票	AAA	2.12	2.57	2.91	6.2	2.1	1.1	3.4	3.7	8.1	65.1	74.3	78.2
	AAA-	2.19	2.64	3.01	6.2	1.9	0.3	3.4	4.1	6.9	64.3	71.4	69.4
	AA+	2.26	2.77	3.15	6.3	3.6	0.5	3.8	10.7	7.7	71.2	68.6	58.5
	AA	2.34	2.93	3.58	3.4	1.4	0.1	2.8	3.4	14.0	58.2	72.2	76.1
	AA-	4.73	5.32	5.97	6.5	2.8	3.0	42.7	51.2	54.6	47.3	66.8	72.0
城投债	AAA	2.15	2.59	2.94	6.9	2.4	0.0	4.3	4.9	4.6	65.7	72.1	72.0
	AA+	2.24	2.78	3.16	6.6	3.8	1.3	4.8	16.1	14.5	75.7	75.3	65.7
	AA	2.33	2.90	3.42	5.3	3.4	2.1	4.1	9.1	11.5	74.3	74.3	71.5
	AA(2)	2.49	3.12	3.87	4.3	3.4	3.4	7.4	9.5	22.8	59.2	69.2	78.4
	AA-	4.08	5.37	6.12	3.7	16.1	20.3	43.3	64.2	63.9	88.9	87.8	61.5
银行债	AAA	2.07	2.45	2.78	6.2	2.7	1.4	5.0	10.0	14.4	65.7	74.7	74.2
	AAA-	2.08	2.47	2.80	6.1	2.6	0.9	4.1	5.9	6.4	64.2	72.6	71.8
	AA+	2.15	2.53	2.86	6.1	1.4	0.2	3.8	1.6	0.8	55.8	61.0	62.2
	AA	2.30	2.72	3.06	5.9	1.2	0.1	4.1	6.7	3.2	64.4	56.0	45.1
国开债		1.88	2.30	2.56	5.8	3.4	4.5				37.8	50.7	71.4

企业ABS估值相对更好（%，BP）

1YAAA	企业ABS	对公贷款	消费金融	RMBS
点差：BP	36.6	19.2	4.9	-1.8
历史分位：%	27.1	8.9	3.2	12.3

城投私募及次级债估值略好（%，BP）

	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
	永续点差历史分位：%			私募or二级点差历史分位：%		
产业	2.3	3.8	4.7	3.4	0.1	12.2
城投	0.2	12.5	14.2	22.5	23.6	15.5
银行	2.4	0.1	3.0	5.4	0.0	6.1
	永续点差：BP			私募or二级点差：BP		
产业	6.7	13.8	16.3	11.8	20.9	23.4
城投	11.1	24.9	32.0	13.9	20.9	22.0
银行	16.7	22.1	29.1	8.8	13.3	23.9

资料来源：Wind，平安证券研究所



目录CONTENTS

- 市场回顾：内外资产向衰退交易靠拢
- 宏观与政策：现实弱，货币难转向，但扰动增多
- 策略展望：等待加息余震
- 风险提示

4 风险提示

1 货币政策转向

- 若实体融资加速修复或其他宏观主体影响，货币政策提前转为收紧。

2 通胀超预期

- 海外输入型通胀影响下，CPI长期维持在3%以上。

3 海外货币政策收紧持续性超预期

- 若海外通胀回落不及预期，货币政策收紧持续性可能超预期。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。