

ITG 国贸期货

大宗商品 研究报告
国贸期货研究院出品

宏观金融

研究中心

2022. 11. 14-11. 20

资讯周报



一、【宏观】三座大山压力缓解，风险资产集体反弹

观点：近期加息、地产和疫情这三座大山都出现了积极的变化，风险偏好回归刺激股市和商品集体反弹。

逻辑：本周市场风险偏好明显回归，资本市场反应较为激烈，股市和商品集体反弹，主因一是，美国通胀超预期回落，美联储放缓加息的预期持续升温，美债利率下行，美元指数大幅回落；二是，国内支持包括房企在内的民企债券融资的“第二支箭”扩容，有助于缓解房企的风险，改善了经济复苏的预期；三是，国务院发布优化疫情防控的二十条措施，进一步刺激市场情绪回暖。往后看，加息、地产和疫情是今年压制市场的三座大山，近期上述三个因素都出现了积极的变化，有助于重新凝聚经济复苏的共识，从目前估值水平以及未来的基本面修复来看，A股都具有较高的配置价值，我们坚定看好A股的长期表现。商品方面，需求不足仍是主要矛盾，短期的反弹或难演绎成反转，不过，未来扩内需政策有望进一步发力，更看好内需定价商品的表现；相反，即使美联储放缓加息，但海外经济衰退的风险依旧较大，外需定价的商品或仍面临需求走弱的压力。

二、【股指】防疫政策边际优化，大盘指数走强

观点：政策向好的趋势下，股指以多头思路为主，技术上注意当前股指上方的压力位。

逻辑：本周股指偏强震荡，地产板块“一马当先”，拉动上证50和沪深300走强。大盘指数的走强，一是源于周四晚美国通胀水平公布，低于预期，夜盘大幅走强带动隔日股指高开，二是国内防疫政策出现边际优化、地产行业获融资支持均推动市场情绪向好。往后看，近期地产、防疫政策转暖的信号较为明确，在此基础上市场预期有望继续改善，股指以逢回调做多为主，技术上注意当前股指上方的压力位。风险点在于，“强预期”的交易下，二十条措施的实施成效有待进一步的观察，本轮疫情的当日新增感染人数正持续上升，若存在病例大范围扩散和蔓延的现象，不排除将倒逼地方加强封控措施，并对经济和市场情绪带来新的冲击。

三、【国债】防疫、地产重磅政策频出，情绪冲击债券市场

观点：政策进入观察期，短期可尝试博反弹。

逻辑：近期，新的防疫二十条、央行发布的十六条金融支持房地产的政策以及扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）落地，为我国的基本面带来重大变化。一方面，防疫政策更加精准优化，随着各地基层先后落实，社会活动有望更加活跃，或释放部分国内需求。另一方面，国民经济支柱地产领域迎来确定利好，金融支持地产融资中各环节问题和堵点均迎来官方定调，将对房地产产生积极的重要影响。

以上的政策落地将对债券市场不利，情绪的冲击不可避免，且可能被放大，短期市场难言乐观。但政策的效果较为不明确，和年初市场对于宽信用的期待类似，市场将进入长期的观察和跟踪窗口，重回“强预期+弱现实”的阶段。从绝对点位来说，周五十年期活跃券已上行至2.78%，情绪释放较为充分，进一步上行空间有限，可尝试博反弹。回归当下，“宽货币+弱经济+稳信用”组合下，判断债期转势言之尚早，不必过度悲观。

风险点：疫情超预期发展以及政策力度。

目录

【宏观】三座大山压力缓解，风险资产集体反弹-----	4
【股指】防疫政策边际优化，大盘指数走强-----	16
【国债】防疫、地产重磅政策频出，情绪冲击债券市场-----	24



三座大山压力缓解，风险资产集体反弹

观点

1、本周市场风险偏好明显回归，资本市场反应较为激烈，股市和商品集体反弹。往后看，加息、地产和疫情是今年压制市场的三座大山，近期上述三个因素都出现了积极的变化，有助于重新凝聚经济复苏的共识，从目前估值水平以及未来的基本面修复来看，A股都具有较高的配置价值，我们坚定看好A股的长期表现。商品方面，需求不足仍是主要矛盾，短期的反弹或难演绎成反转，不过，未来扩内需政策有望进一步发力，更看好内需定价商品的表现；相反，即使美联储放缓加息，但海外经济衰退的风险依旧较大，外需定价的商品或仍面临需求走弱的压力。

核心逻辑

1) 本周市场风险偏好明显回归，资本市场反应较为激烈，股市和商品集体反弹，主要原因一是，美国通胀超预期回落，美联储放缓加息的预期持续升温，美债利率下行，美元指数大幅回落；二是，国内支持包括房企在内的民企债券融资的“第二支箭”扩容，有助于缓解房企的风险，改善了经济复苏的预期；三是，国务院发布优化疫情防控的二十条措施，进一步刺激市场情绪回暖。

2) **美国通胀超预期回落，加息预期降温。**美国10月CPI与核心CPI均超预期回落，尤其核心CPI同比从高点回落，提振了市场信心。受此影响，美联储12月加息50BP的概率上升至80%以上，终端利率（加权平均值）下降至4.87%左右。尽管未来美国通胀下行的方向可能相对确定，但下行的加速仍有赖于美国经济的放缓，而支撑通胀维持高位的关键因素——尤其是劳动力市场的紧张状态，仍需美国经济出现进一步放缓甚至衰退可能才足以缓解，因此，加息的持续时间和终点利率仍存在一定的变数。

3) **国内政策出现积极的变化。**近期国内宏观层面出现两大积极的变化：一是支持包括房企在内的民企债券融资的“第二支箭”扩容，有助于缓解房企的风险；二是国务院发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，强调精准防控、避免对经济造成强干扰。我们认为当前政策透露出的信号是积极的、有助于推动信用扩张，从而助力经济企稳回升，但短期之内信用扩张不会立竿见影，因为信用扩张的决定性力量——企业和居民预期的改善仍需要时间，这或导致短期内市场走势出现一定的反复。

宏观·周度报告

2022年11月13日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 社融低于预期，政策有望进一步加码

2022年10月新增人民币贷款6152亿，前值2.47万亿，市场预期8510亿。新增社会融资规模9079亿，前值3.53万亿，市场预期1.38万亿。M1同比5.8%，前值6.4%。M2同比11.8%，前值12.1%，市场预期11.99%。

1) **信贷低于预期，弱于季节性。**10月新增人民币贷款仅为6152亿，环比9月少增1.85万亿，同比少增2110亿，远低于近五年均值（1.5万亿元），且远低于季节性表现。从结构上来看，票据融资为主要推动，居民中长期贷款为拖累项。具体来看，居民贷款同比少增4827亿，其中居民短期贷款同比少938亿、居民中长期贷款同比少3889亿；企业贷款同比多1525亿，其中票据融资同比多745亿、企业短期贷款同比少1555亿、企业中长期贷款同比多2433亿；非银金融机构贷款同比多557亿。

本月信贷走弱的原因：一是，9月信贷存在一定的冲量行为，透支了10月的信贷需求，银行票据融资冲量迹象显著；二是，疫情的反复给经济带来较大的不确定性，对融资需求存在较大的负面影响；三是，地产销售再度走弱（10月30城商品房成交面积同比跌幅进一步走阔），居民中长期贷款对信贷的拖累重新明显走阔。

2) **信贷和财政滑坡拖累社融低于预期。**10月新增社融规模9079亿元，环比9月少增2.62万亿，比去年同期少增7097亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款同比少增3321亿，委托贷款同比少643亿，信托贷款同比多1000亿，未贴现银行承兑汇票同比少1271亿，企业债券融资同比多64亿，非金融企业境内股票融资同比少58亿，政府债券同比少3376亿。

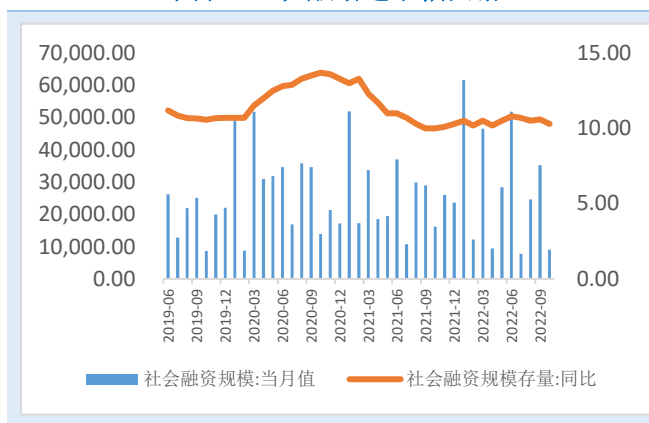
社融弱于预期的主要原因，一是，财政滑坡使得10月政府债券净融资仅为2791亿，同比少增3376亿，政府债券对社融拖累延续；二是，未贴现银行承兑汇票和人民币贷款双双走弱，成为本月社融主要拖累分项，说明短期经济增长动能再次放缓，实体信贷需求复苏受阻。此外，10月社融存量增速为10.3%，较上月减少0.3个百分点。

3) **M2和M1价差小幅走阔。**10月M2同比为11.8%，较前值12.1%回落0.3个百分点；M1同比为5.8%，低于前值的6.4%。从结构上看，居民住户和财政性存款同比多增。10月新增人民币存款减少1844亿元，同比多减9493亿；其中，居民住户存款同比多增6997亿，非金融企业存款同比少增5979亿，财政性存款同比增300亿，非银行业金融机构存款同比多减10352亿。主要是受疫情影响，居民部门情绪依旧谨慎，选择更多的储蓄，同时，10月是缴税大月，财政性存款明显增加，此外，企业存款大幅减少可能是由于企业资本开支需求增多。M2-M1剪刀差从9月的5.7%扩大至10月的6.0%。

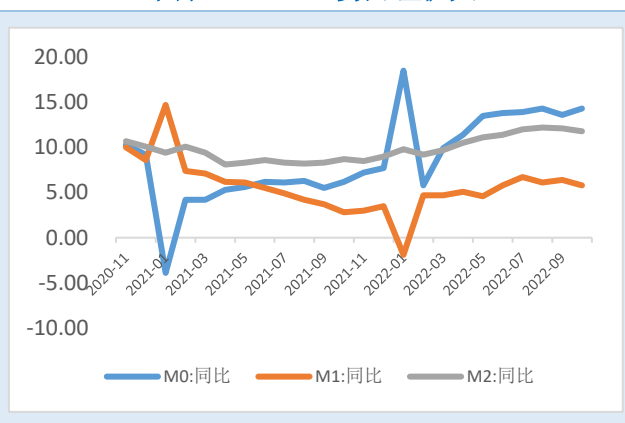
4) **政策有望进一步加码。**10月信贷、社融双双大幅回落，主因一是季节性因素（9月冲量透支10月需求）、二是疫情的反复打击实体融资需求、三是地产仍在探底，居民端的中长贷依旧疲软。总的来看，当前经济增长动能有所放缓，实体信贷需求复苏受阻。往后看，当前宽信用修复仍需货币政策发力，且10月PPI已经跌幅负值区间，核心CPI持续低迷，后续货币政策宽松仍然可期。

近期国内宏观层面出现两大积极的变化：一是支持包括房企在内的民企债券融资的“第二支箭”扩容，有助于缓解房企的风险；二是国务院发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，强调精准防控、避免对经济造成强干扰。我们认为当前政策透露出的信号是积极的、有助于推动信用扩张，从而助力经济企稳回升，但短期之内信用扩张不会立竿见影，因为信用扩张的决定性力量——企业和居民预期的改善仍需要时间，这或导致短期内市场走势出现一定的反复。

图表 1：社融增速小幅回落



图表 2：M2-M1 剪刀差扩大



数据来源：Wind

1.2 国内政策聚焦：

1、国务院发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》

国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控二十条措施。其中提出，密切接触者管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，不再判定密接的密接。风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大；高风险区外溢人员管理调整为“7天居家隔离”；一般不按行政区域开展全员核酸检测；取消入境航班熔断机制，入境人员管理调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，入境重要人员转运至“闭环泡泡”。另外，加大“一刀切”、层层加码问题整治力度，严禁随意停工停产、随意采取“静默”管理、随意封控。国务院副总理孙春兰强调，二十条优化措施是对第九版防控方案的完善，不是放松、更不是“躺平”。

国务院联防联控机制召开新闻发布会，国家卫健委新闻发言人米锋介绍，二十条优化措施是对第九版防控方案的完善，不是放松防控，更不是放开、“躺平”，而是为了进一步提升防控的科学性、精准性，是为了最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。中疾控传防处研究员王丽萍表示，未来随着病毒的不断变异，对这个疾病的认识不断深入，以及整个国内外疫情形势变化，也不排除再对我国隔离措施进行进一步的优化调整。

2、央行、银保监会引发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》

通知涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等 6 方面，共 16

条具体措施。其中，包括贷款可合理展期、保持信托等资管产品融资稳定、贷款集中度过渡期延长等多条措施受到市场广泛关注。

3、《建材行业碳达峰实施方案》出炉

《建材行业碳达峰实施方案》出炉，明确“十四五”期间，建材产业结构调整取得明显进展，行业节能低碳技术持续推广，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上。加强建材行业二氧化碳排放总量控制，研究将水泥等重点行业纳入全国碳排放权交易市场。

4、国家发改委发布《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》

国家发改委发布《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》，从6个方面出台21项具体举措，加大力度支持民间投资发展，包括支持民间投资参与“十四五”规划102项重大工程等重点建设任务、支持民间投资参与科技创新项目建设、引导民营企业参与重大项目供应链建设等。

5、交通运输部印发《客运场站和交通运输工具新冠肺炎疫情疫情防控工作指南（第九版）》

交通运输部印发《客运场站和交通运输工具新冠肺炎疫情疫情防控工作指南（第九版）》。《指南》优化调整了客运场站和交通运输工具疫情防控工作措施，删除了中风险区防控有关内容。调整了开展入境人员、密切接触者转运的高风险岗位从业人员结束闭环作业疫情防控要求。明确客运站经营者应当按照属地联防联控机制要求提供“落地检”场所，便利跨省出行乘客开展“落地检”。

1.3 美国通胀超预期回落

1) 美国通胀超预期回落，放缓加息预期升温

美国劳工部（BLS）11月10日公布数据显示，美国10月CPI同比7.7%，预期7.9%，前值8.2%，已连续第四个月回落；季调环比0.4%，预期0.6%，前值0.4%，低于今年1-9月平均水平的0.6%。10月核心CPI同比6.3%，预期6.5%，前值6.6%，是五个月以来首次回落；环比0.3%，预期0.5%，前值0.6%，低于今年1-9月平均水平的0.5%。

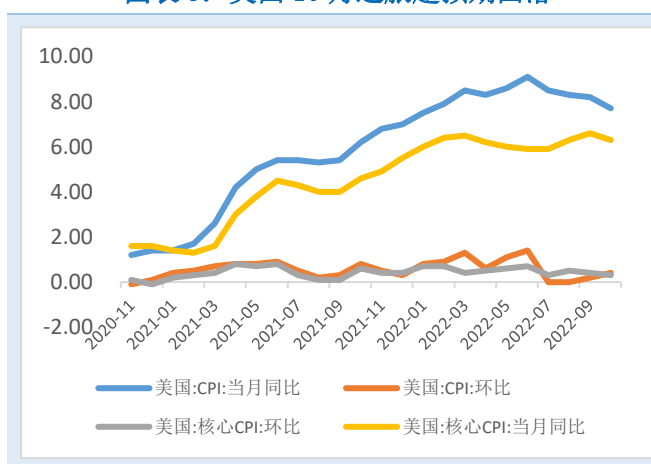
市场反应：数据公布后，市场加息预期降温。美国金融市场风险偏好大幅升温：纳斯达克指数涨超7%，10年美债收益率大幅回落28bp至3.82%、创近一个月新低，美元指数跌破108、创近三个月新低。

1) 美国10月CPI与核心CPI均超预期回落，尤其核心CPI同比脱离本轮高点，提振了市场信心。其中，能源服务、医疗服务、交通运输等服务价格环比增速大幅回落，是核心CPI回落的主因。不过，能源价格和房租粘性仍存在隐患，需要警惕。一方面，10月能源商品分项环比由前值的-4.7%反弹至4.4%，同比仍高达19.3%。随着冬季能源需求上升，国际能源价格仍有上行压力。另一方面，美国住房租金走势与房价走势通常有滞后1年左右的相关

性，预计住房租金回落的时间点可能在 2023 年年中。若美国房地产业不出现重大危机，预计住房租金回落不会太快，并持续支撑美国通胀读数。

2) 美国加息预期降温，但终点利率仍存在一定变数。CME 数据显示，截至 11 月 10 日，美联储 12 月加息 50BP 的概率上升至 80%以上，终端利率（加权平均值）下降至 4.87%左右，且市场对 2023 年下半年就降息的押注更加积极。我们认为，尽管未来美国通胀下行的方向可能相对确定，但下行的加速仍有赖于美国经济的放缓，而支撑通胀维持高位的关键因素——尤其是劳动力市场的紧张状态，仍需美国经济出现进一步放缓甚至衰退可能才足以缓解，因此，加息的持续时间和终点利率仍存在一定的变数。总的来看，短期通胀压力的缓解将使得全球资产价格迎来喘息期。但加息的持续时间和终点利率仍存在较大的不确定性，警惕（市场宽松预期太过浓烈）预期反转造成市场动荡。

图表 3：美国 10 月通胀超预期回落



图表 4：美联储加息节奏或放缓



数据来源：WIND

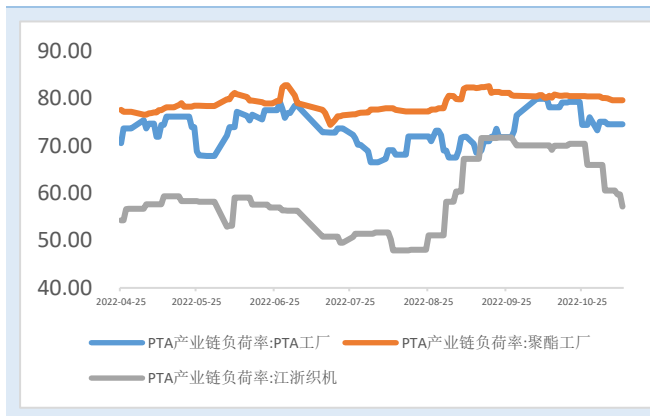
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

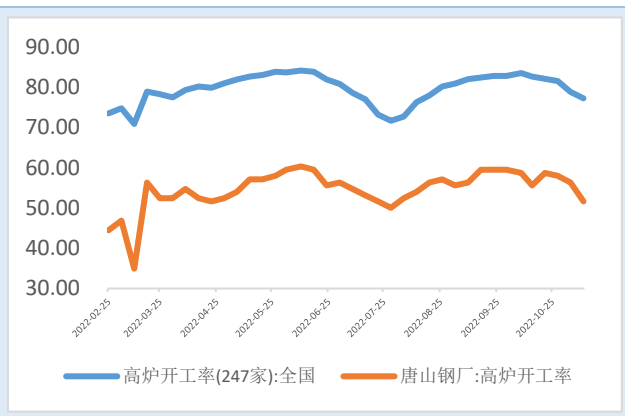
化工：需求逐步走弱，开工率稳中有降。需求方面，聚酯产业链多数产品价格下跌，涤纶 POY、PTA、聚酯切片价格小幅下跌。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本持稳，其中，PTA 开工率小幅回落至 74.5%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 79.5%，江浙织机负荷率小幅下行至 57.1%。

钢铁：生产稳中有降，需求有所放缓。钢厂陷入亏损边缘，全国高炉开工率本周继续回落 1.56 个百分点至 77.21%。目前钢厂接近亏损边缘，未来开工率或进一步下降。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，社库小幅去化、厂库小幅去化，表需大幅回落。随着旺季即将结束，实际需求出现了季节性下滑，下游实际成交逐步放缓。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比下降，汽车销售同比走弱

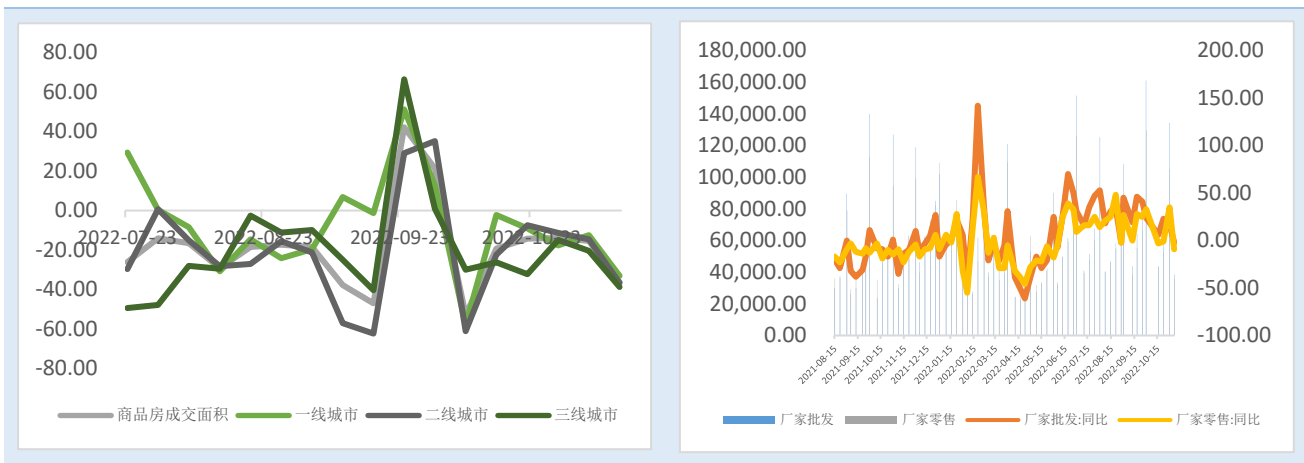
房地产销售周环比下降。截至 11 月 2 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 2.58%，按均值计，10 月环比下降 20.77%，同比下降 18.03%，一、二、三线城市 10 月同比增速分别为-17.54%、-15.93%和-22.56%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-12.18%，一、二、三线城市环比增速分别为-33.44%、-50.71%和 12.18%。其中，二线城市土地溢价率最高，为 1.31%，其次为三线城市，溢价率为 0.82%。

乘用车销售同比走弱。乘联会数据统计显示，11 月 1-6 日全国乘用车厂家批发 23.3 万辆，同比去年下降 2%，较上月同期增长 19%；市场零售 21.4 万辆，同比去年下降 9%，较上月同期增长 15%。今年 11 月第 1 周总体狭义乘用车市场零售达到日均 3.6 万台，同比 2021 年 11 月的第 1 周下降 9%，相对今年 10 月的第 1 周均值增长 15%。

生产端来看，汽车开工率逐步回升，11 月 10 日当周半钢胎开工率升至 58.97%。

图表 9：30 大中城市地产销售：周：同比

图表 10：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

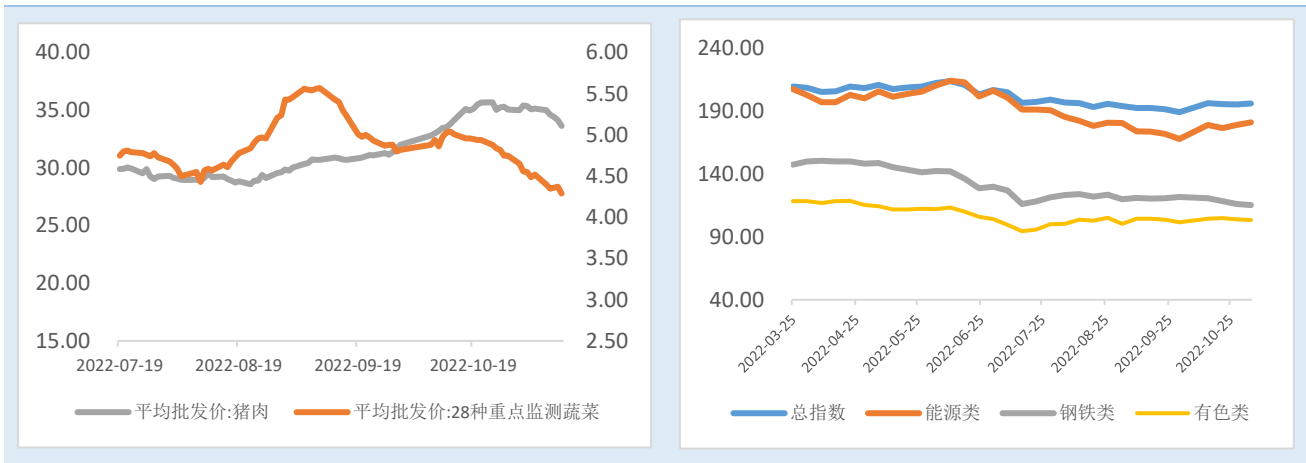
(1) **本周食品价格多数回落。**本周蔬菜均价环比下降4.39%，猪肉价格再度回落，本周猪肉均价环比下跌2.40%。中国10月CPI同比上涨2.1%，预期2.4%，前值2.8%；10月CPI环比上涨0.1%，前值为上涨0.3%。中国10月PPI同比-1.3%，预期-1.5%，前值0.9%；10月PPI环比上涨0.2%，前值为下降0.1%。

(2) **国内通胀水平温和。**10月CPI同比涨幅下降至2.1%，主因一是果蔬大量上市，价格回落对冲了猪肉上涨的影响；二是，国际油价同比涨幅回落拖累了交通项相关的CPI表现；三是，疫情冲击之下，国内消费需求疲软，核心CPI同比持平于0.6%，服务CPI同比更是回落至0.4%。往后看，国内通胀压力可控，总体水平比较温和，一方面，本轮猪周期高度有限且权重下调，猪价上涨对CPI整体的影响有限；另一方面，四季度疫情形势严峻，国内需求面临较大的扰动，这限制了消费品和服务消费的增长。

(3) **PPI同比增速跌入负区间。**10月PPI环比增速由降转涨，主因一是储煤需求支撑上游采掘业价格，二是基建落地推动非金属矿物制品价格上升，三是假日消费带动生活资料类普遍提价。不过，在高基数影响下，PPI同比增速由涨转降。往后看，全球经济衰退的风险不断上升，未来全球总需求将进一步回落，同时，供应短缺问题也将在中长期逐步得到改善，大宗商品的中长期走势仍面临较大的压力。国内来看，内需支撑力度不足、企业信心偏弱、工业库存较高等因素影响下，工业品价格面临较大的压力，同时，四季度仍将面临高基数的影响，PPI同比增速或继续保持在负区间。

图表 11：食品价格多数回落

图表 12：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

防疫政策边际优化，大盘指数走强

观点

本周股指偏强震荡，地产板块“一马当先”，拉动上证 50 和沪深 300 走强。大盘指数的走强，一是源于周四晚美国通胀水平公布，低于预期，夜盘大幅走强带动隔日股指高开，二是国内防疫政策出现边际优化、地产行业获融资支持均推动市场情绪向好。往后看，近期地产、防疫政策转暖的信号较为明确，在此基础上市场预期有望继续改善，股指以逢回调做多为主，技术上注意当前股指上方的压力位。风险点在于，“强预期”的交易下，二十条措施的实施成效有待进一步的观察，本轮疫情的当日新增感染人数正持续上升，若存在病例大范围扩散和蔓延的现象，不排除将倒逼地方加强封控措施，并对经济和市场情绪带来新的的冲击。

核心逻辑

1、国家卫健委发布进一步优化新冠肺炎疫情防控二十条措施。11月11日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》，进一步优化防控工作的二十条措施。中央本次对防控措施作出了进一步的优化，也是对前期部分地区“一刀切”、层层加码等防控行为进行纠偏，力求在保障人民生命安全的同时，进行更加高效、科学和精准的防控部署，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响，后续经济活动受到疫情的冲击力度有望逐渐减小。不过，防控措施的最新优化，也对各级各地区人员的防疫工作提出新的要求，在缩小管控范围、减轻管控力度的同时又要强调科学性、以快制快处置突发疫情，严防疫情外溢扩散，实施存在一定的难度。本轮疫情的当日新增感染人数正持续上升，其中广东近7日已累计确诊3025人，二十条措施的实施成效有待进一步的观察，若存在病例大范围扩散和蔓延的现象，对现行的医疗系统带来压力，不排除将倒逼地方加强封控措施，并对经济和市场情绪带来新的的冲击。

2、10月社融规模增量大幅下跌，居民端“宽信用”仍需发力。10月新增人民币贷款6152亿元（前值24700亿元），分部门看，住户贷款减少180亿元，其中，短期贷款减少512亿元，中长期贷款增加332亿元；企（事）业单位贷款增加4626亿元，其中，短期贷款减少1843亿元，中长期贷款增加4623亿元，票据融资增加1905亿元；非银行业金融机构贷款增加1140亿元。其中居民短贷和中长贷均出现比较大的缩减，与地产市场萎靡、疫情扰动下居民消费意愿不佳有关；社融规模增量为9079亿元（前值35271亿元），社融规模增量出现“断崖式”下跌，显示当前内需修复不佳。

3、地产行业继续松绑，民企获融资支持。继9月30日中央相继出台降低房贷利率、降低公积金利率、换购退税三大稳地产政策后，11月8日中央再次推出增量政策，央行“第二支箭”延期扩容政策发布，由央行再贷款提供资金支持，规模为2500亿元，用于支持民营企业发债融资，其中覆盖范围扩大至民营房企，后续可视情况进一步扩容。一系列助力融资政策的出台，旨在推动民营房企的信用恢复，防范恐慌和悲观情绪的进一步传导，后续更多支持民营房企解决资金压力的政策工具或将继续推进。

2022年11月13日 星期日

宏观金融研究中心
宏观金融·周度报告

郑雨婷

从业资格号：F3074875

投资咨询号：Z0017779

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



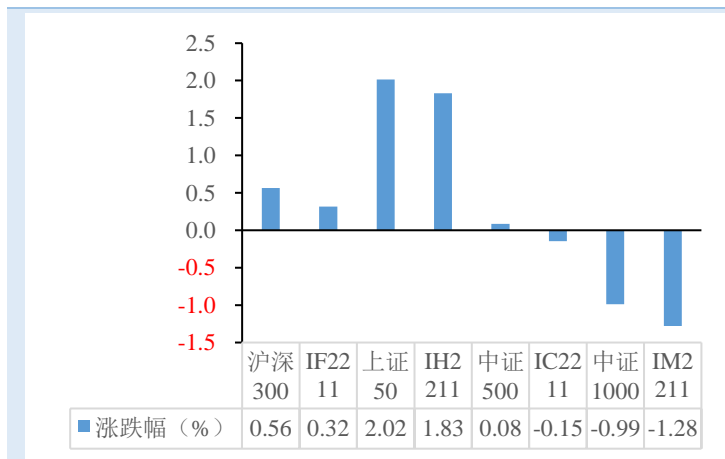
期市有风险，入市需谨慎

一、市场概述

1.1 行情回顾

本周股指偏强震荡。沪深300上涨0.56%至3788、上证50上涨2.02%至2518、中证500上涨0.08%至6139，中证1000下跌0.99%至6643。美元兑离岸人民币大幅反弹1448bp至7.104；中美利差倒挂幅度大幅缩窄至112bp，北向资金本周净流入54亿元。行业上，本周房地产（10.2%）、建筑材料（5.2%）、传媒（4.5%）、轻工制造（4%）、钢铁（3.8%）领涨，而电力设备（-3.4%）、国防军工（-3.2%）、电子（-3%）、汽车（-2.3%）、通信（-1.2%）领跌。

指数与期货的周涨跌幅

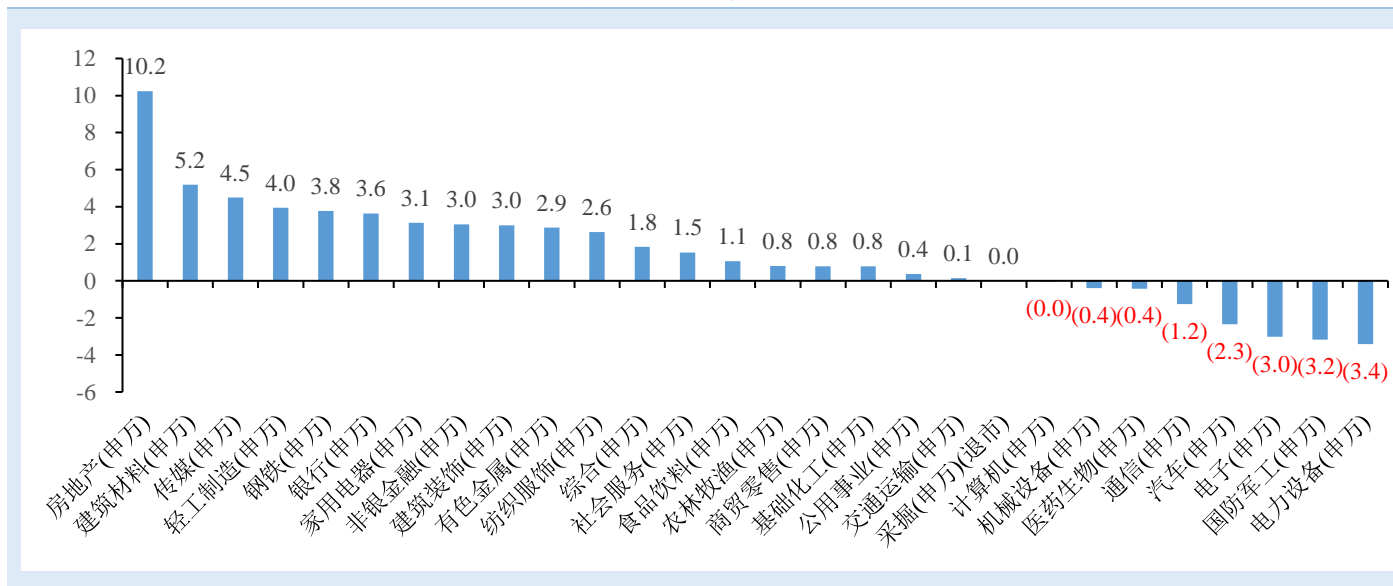


股指期货量能变动

	IF 合约	IH 合约	IC 合约	IM 合约
成交(手)	568423	363745	460311	303250
变动(%)	-10.84	-14.73	-14.91	-15.83
持仓(手)	218426	129335	325871	123567
变动(%)	7.33	-0.40	0.55	2.57

数据来源：国贸期货研究院&Wind

行业周涨跌幅 (%)



数据来源：国贸期货研究院&Wind

1.2 价差走势

1) 基差方面，周中期指近月合约大幅升水，不过周五升水幅度有所收敛，截至收盘，IM2211升水1.5点（年化1.2%），IC2211升水1点（年化0.8%），IF2211升水4.8点（年化6.5%），IH2211贴水3.4点（年化3.4%）。

2) 跨品种价差方面。本周大盘蓝筹指数表现较强。IC/IH 和 IC/IF 的比值分别较上周下跌 2.03%、0.59%。

股指期货升贴水情况（截至 2022 年 11 月 11 日）

中证 1000 期货合约				
合约名称	IM2211	IM2212	IM2303	IM2306
合约升贴水	-1.5	13.3	87.9	193.5
年化升贴水率	-1.2%	2.1%	3.8%	4.9%
中证 500 期货合约				
合约名称	IC2211	IC2212	IC2303	IC2306
合约升贴水	-1.0	-3.4	28.6	105.8
年化升贴水率	-0.8%	-0.6%	1.4%	2.9%
沪深 300 期货合约				
合约名称	IF2211	IF2212	IF2303	IF2306
合约升贴水	-4.8	-9.6	-13.8	-7.6
年化升贴水率	-6.5%	-2.6%	-1.1%	-0.3%
上证 50 期货合约				
合约名称	IH2211	IH2212	IH2303	IH2306
合约升贴水	1.7	1.3	-9.3	-7.2
年化升贴水率	3.4%	0.5%	-1.1%	-0.5%

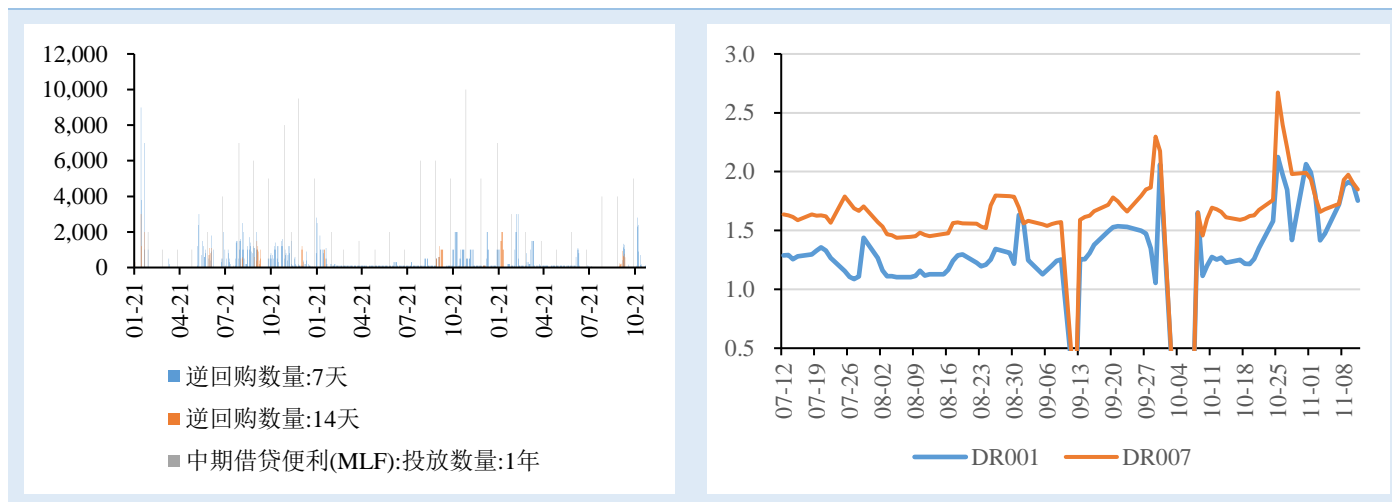
数据来源：国贸期货研究院&Wind

二、资金面与流动性

本周央行公开市场累计进行了 330 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 800 亿元。资金面方面，银行间市场周五资金面继续缓和，隔夜回购利率跌近 12bp 至 1.7% 附近。下周央行公开市场将有 330 亿元逆回购到期，其中周一至周四分别到期 20 亿元、20 亿元、80 亿元、90 亿元；此外下周二（11 月 15 日）还有 10000 亿元 MLF 到期。往后看，在内需修复缓慢、地产销售不佳的情况下，叠加国内通胀水平延续低位，对货币政策的掣肘减弱，四季度货币政策保持边际宽松以助力经济修复的取向未变。下周将有万亿 MLF 到期，关注央行的操作情况。

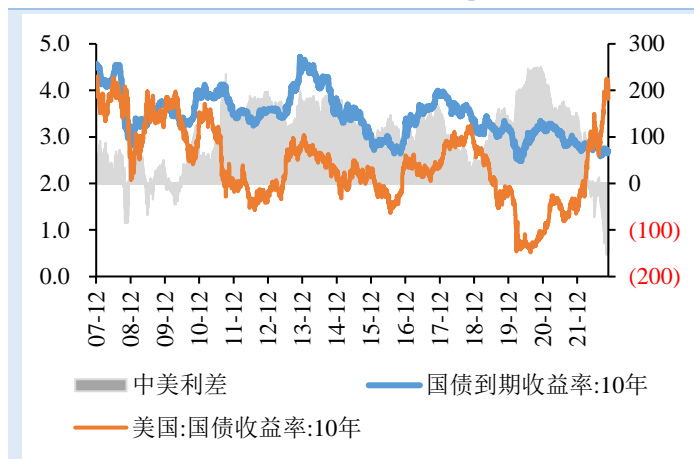
央行本周资金投放 330 亿元，净回笼 800 亿元

本周银行间资金利率冲高回落

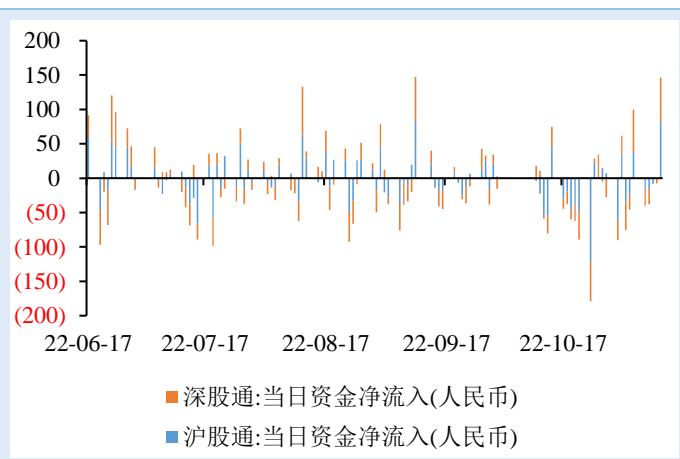


数据来源：国贸期货研究院&Wind

中美利差倒挂 112bp



北向资金净流入 54 亿元



数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、 基本面分析

3.1 国家卫健委发布进一步优化新冠肺炎疫情防控二十条措施

11月10日，中央政治局常务委员会11月10日召开会议，听取新冠肺炎疫情防控工作汇报，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施。会议的总体策略与总方针均延续前期表述，即坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚定不移落实“外防输入、内防反弹”总策略，坚定不移贯彻“动态清零”总方针，不过，会议释放了疫情防控进行优化调整的信号，部署进一步优化防控工作的二十条措施。

11月11日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》，其中包括：对密切接触者和入境人员，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”；将高风险外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”；不再判定密接的密接；风险区“高、中、低”三类调整为“高、低”两类；取消入境航班熔断机制等。

国务院文件发布后，全国多地纷纷落实相关措施，其中，广州当日即将密切接触者“7+3”调整为“5+3”，不再甄别划定中风险区，由原来的“高、中、低”改为“高、低”。北京提出将进一步完善进返京管理政策，畅通救济渠道，提高办理时效。

11月12日，国务院联防联控机制在北京召开新闻发布会，介绍优化调整疫情防控措施，全力抓好当前疫情防控处置工作有关情况。其中，会议提到，将隔离期限进一步优化到“5+3”，是因为通过评估发现，密切接触者3天内检出阳性比例是81.4%，4天达到90.1%，5天达到94.5%，7天达到99.7%；且奥密克戎的最长潜伏期是8天；不判定次密接，是由于次密接的阳性检出率很低，大概是3.1/10万；取消中风险区的判定，经过第九版的实践应用以及7、8月份的评估，发现中风险区的阳性检出率为3/10万。

总体而言，中央本次对防控措施作出了进一步的优化，也是对前期部分地区“一刀切”、层层加码等防控行为进行纠偏，力求在保障人民生命安全的同时，进行更加高效、科学和精准的防控部署，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响，后续经济活动受到疫情的冲击力度有望逐渐减小。不过，防控措施的最新优化，也对各级各地区人员的防疫工作提出新的要求，在缩小管控范围、减轻管控力度的同时又要强调科学性、以快制快处置突发疫情，严防疫情外溢扩散，实施存在一定的难度。本轮疫情的当日新增感染人数正持续上升，其中广东近7日已累计确诊

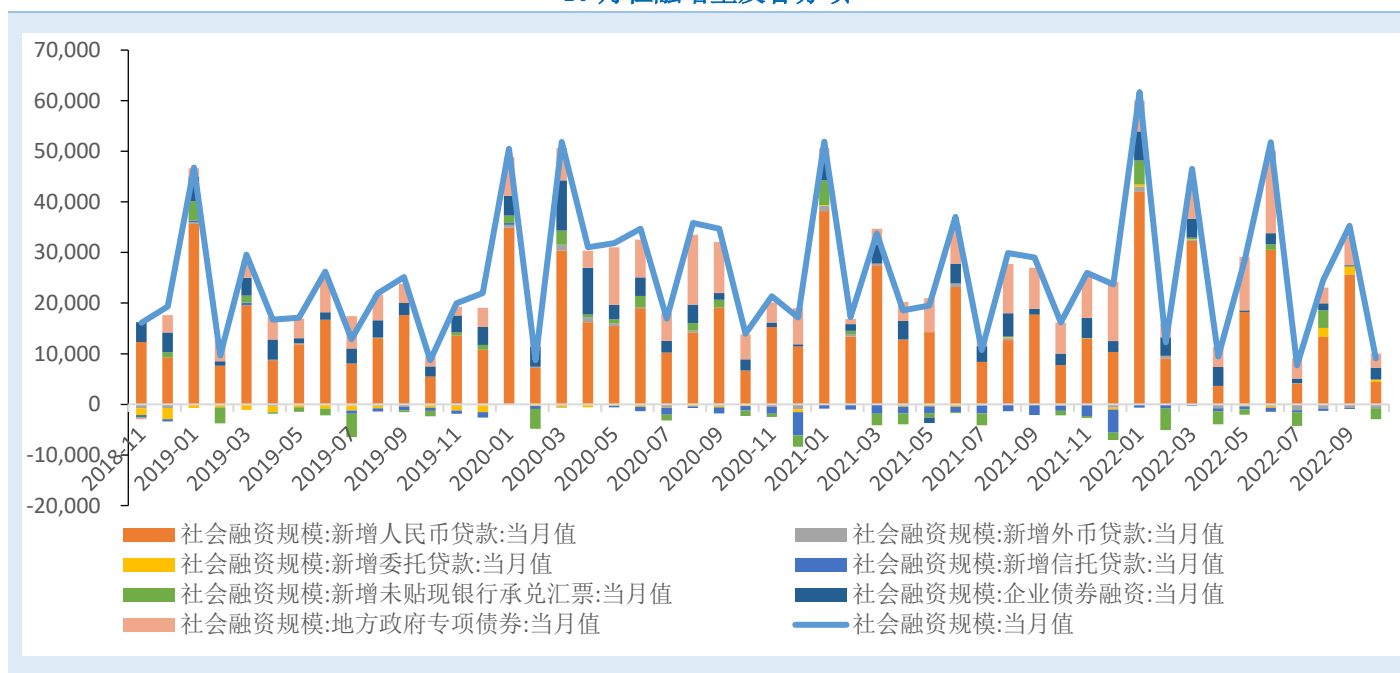
3025人，二十条措施的实施成效有待进一步的观察，若存在病例大范围扩散和蔓延的现象，对现行的医疗系统带来压力，不排除将倒逼地方加强封控措施，并对经济和市场情绪带来新的冲击。

3.2 10月社融规模增量大幅下跌，居民端“宽信用”仍需发力

10月金融数据出炉，10月新增人民币贷款6152亿元（前值24700亿元），分部门看，住户贷款减少180亿元，其中，短期贷款减少512亿元，中长期贷款增加332亿元；企（事）业单位贷款增加4626亿元，其中，短期贷款减少1843亿元，中长期贷款增加4623亿元，票据融资增加1905亿元；非银行业金融机构贷款增加1140亿元。其中居民短贷和中长贷均出现比较大的缩减，一方面，与地产市场萎靡、疫情扰动下居民消费意愿不佳有关，居民储蓄和提前还房贷意愿提升；另一方面由于去年同期的基数偏高。去年年中银行的房贷额度较为紧张，申请房贷需要排队数月的时间；而到了去年10月，房贷放款速度大幅加快，当月居民中长期贷款较高。企业贷款相对平稳，企业中长期贷款比去年同期多增2433亿元，显示出政策发力效果还在延续，包括“保交楼”专项贷款、政策性开发性金融工具的配套贷款、制造业贷款优惠等政策。从10月金融数据看，企业中长贷受到“稳信用”政策的提振，但消费和地产疲弱态势下，居民端信贷尚无起色。

社融规模增量为9079亿元（前值35271亿元），社融规模增量出现“断崖式”下跌，显示当前内需修复不佳。10月新增政府债2791亿元，比去年同期少增3376亿元。9月8日国常会提出，要依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，各地要在10月底前发行完毕，但10月政府债发力结果不及预期。

10月社融增量及各分项



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3.3 房地产行业继续松绑，民企获融资支持

继9月30日中央相继出台降低房贷利率、降低公积金利率、换购退税三大稳地产政策后，11月8日中央再次推出增量政策，央行“第二支箭”延期扩容政策发布，由央行再贷款提供资金支持，规模为2500亿元，用于支持民营企业发债融资，其中覆盖范围扩大至民营房企，后续可视情况进一步扩容。一系列助力融资政策的出台，旨在推

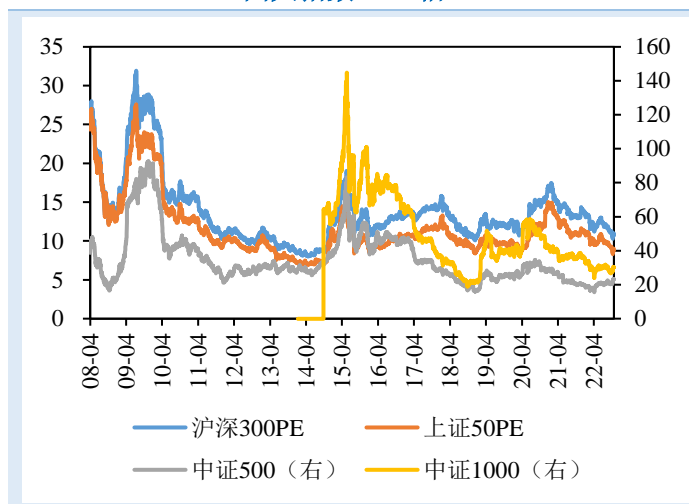
动民营房企的信用恢复，防范恐慌和悲观情绪的进一步传导，后续更多支持民营房企解决资金压力的政策工具或将继续推进。

同日，北京通州区台湖、马驹桥两地商品住房（包括新建商品住房和二手住房）双限购正式取消，结合 10 月上海已率先放松临港购房准入条件，特定非户籍人士社保一年可购房。两座核心一线城市的放松政策有显著的信号意义，标志着政策松绑或将进一步延续和深入，后续政策或将密集推出，从首付比例认定、限购范围调整等多个维度继续发力。

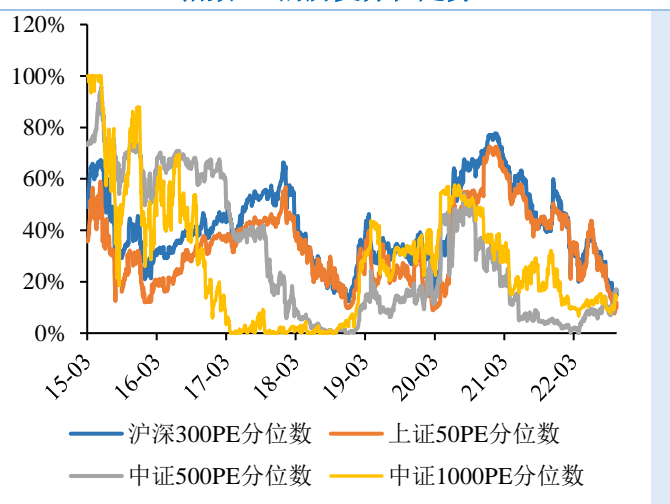
3.4 估值分析：股指估值仍处于阶段性低位，中长期配置价值较高

截至 11 月 11 日，沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 的滚动市盈率分别为 11 倍、9 倍、23.3 倍、30.2 倍，处于上市以来的 17%（05 年 4 月至今）、11.8%（04 年 1 月至今）、16.8%（07 年 1 月至今）、14.1%（14 年 10 月至今）的分位水平。

四大指数 PE（倍）



指数 PE 的历史分位走势



数据来源：国贸期货研究院&Wind

四、防疫政策边际优化，大盘指数走强

本周股指偏强震荡，地产板块“一马当先”，拉动上证 50 和沪深 300 走强。大盘指数的走强，源于周四晚美国通胀水平公布，低于预期，夜盘大幅走强带动隔日股指高开，同时，国内防疫政策出现边际优化、地产行业或融资支持均推动市场情绪向好。近期地产、防疫政策转暖的信号较为明确，在此基础上市场预期有望继续改善。政策向好的趋势下，股指有望延续偏强走势，策略以逢回调做多为主。风险点在于，本轮疫情的当日新增感染人数正持续上升，二十条措施的实施成效有待进一步的观察，若存在病例大范围扩散和蔓延的现象，不排除将倒逼地方加强封控措施，并对经济和市场情绪带来新的的冲击。

1、国家卫健委发布进一步优化新冠肺炎疫情防控二十条措施。11 月 11 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》，进一步优化防控工作的二十条措施。中央本次对防控措施作出了进一步的优化，也是对前期部分地区“一刀切”、层层加码等防控行为进行纠偏，力求在保障人民生命安全的同时，进行更加高效、科学和精准的防控部署，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响，后续经济活动受到疫情的冲击力度有望逐渐减小。不过，防控措施的最新优化，也对各级各地区人员的防疫工作提

出新的要求，在缩小管控范围、减轻管控力度的同时又要强调科学性、以快制快处置突发疫情，严防疫情外溢扩散，实施存在一定的难度。本轮疫情的当日新增感染人数正持续上升，其中广东近 7 日已累计确诊 3025 人，二十条措施的实施成效有待进一步的观察，若存在病例大范围扩散和蔓延的现象，对现行的医疗系统带来压力，不排除将倒逼地方加强封控措施，并对经济和市场情绪带来新的的冲击。

2、10 月社融规模增量大幅下跌，居民端“宽信用”仍需发力。10 月新增人民币贷款 6152 亿元（前值 24700 亿元），分部门看，住户贷款减少 180 亿元，其中，短期贷款减少 512 亿元，中长期贷款增加 332 亿元；企（事）业单位贷款增加 4626 亿元，其中，短期贷款减少 1843 亿元，中长期贷款增加 4623 亿元，票据融资增加 1905 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1140 亿元。其中居民短贷和中长贷均出现比较大的缩减，与房地产市场萎靡、疫情扰动下居民消费意愿不佳有关；社融规模增量为 9079 亿元（前值 35271 亿元），社融规模增量出现“断崖式”下跌，显示当前内需修复不佳。

2、地产行业继续松绑，民企获融资支持。继 9 月 30 日中央相继出台降低房贷利率、降低公积金利率、换购退税三大稳地产政策后，11 月 8 日中央再次推出增量政策，央行“第二支箭”延期扩容政策发布，由央行再贷款提供资金支持，规模为 2500 亿元，用于支持民营企业发债融资，其中覆盖范围扩大至民营房企，后续可视情况进一步扩容。一系列助力融资政策的出台，旨在推动民营房企的信用恢复，防范恐慌和悲观情绪的进一步传导，后续更多支持民营房企解决资金压力的政策工具或将继续推进。

防疫、地产重磅政策频出，情绪冲击

债券市场

观点

政策进入观察期，短期可尝试博反弹。

核心逻辑

近期，新的防疫二十条、央行发布的十六条金融支持房地产的政策以及扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）落地，为我国的基本面带来重大变化。一方面，防疫政策更加精准优化，随着各地基层先后落实，社会活动有望更加活跃，或释放部分国内需求。另一方面，国民经济支柱地产领域迎来确定利好，金融支持地产融资中各环节问题和堵点均迎来官方定调，将对房地产产生积极的重要影响。

以上的政策落地将对债券市场不利，情绪的冲击不可避免，且可能被放大，短期市场难言乐观。但政策的效果较为不明确，和年初市场对于宽信用的期待类似，市场将进入长期的观察和跟踪窗口，重回“强预期+弱现实”的阶段。从绝对点位来说，周五十年期活跃券已上行至 2.78%，情绪释放较为充分，进一步上行空间有限，可尝试博反弹。回归当下，“宽货币+弱经济+稳信用”组合下，判断债期转势言之尚早，不必过度悲观。

风险点：疫情超预期发展以及政策力度。

宏观金融

2022年11月13日 星期日

2022.5.16-5.22
宏观金融中心
国债·周度报告

樊梦真

投资咨询号：Z0014706

从业资格号：F3035483

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

四、行情解析

本周债期前四天单边走高，周五盘中大幅杀跌，收在近一个月的绝对低位。前半周宏观数据密集出台，整体对债券利多。通胀方面，CPI 同比降至 2.1%，猪肉价格是 CPI 的核心支撑，猪肉 CPI 同比上升至 51%；PPI 同比转负至-1.3%，高基数是主要原因。疫情的影响扩散，居民需求偏弱，高猪价独木难支，通胀风险不大。

贸易方面，10 月出口美元计价同比下降 0.3%，为近两年来首次转负，比上月低 6 个百分点。一方面，国内疫情恶化，对生产和物流产生冲击，尤其是沿海的经济大省，如山东和广东，导致对东盟的出口直接受到影响。另一方面，海外加息打压国内经济，尤其是美国需求转弱，下拉我国对美出口。10 月进口同比下降 0.7 个百分点，比上月降低 1 个百分点，疫情冲击生产，导致进口进一步转弱。

金融数据方面，十月是传统信贷小月，10 月社融新增环比回落，但弱于季节性表现，为近 6 年单月同期最低值。社融存量同比 10 月录得 10.33%，较上月回落 0.25 个百分点，重回年内均值以下，宽信用进展反复颠簸，信贷扩张不及预期。10 月新增居民贷款同比减少 4827 亿元，其中短期贷款减少 512 亿元，同比-938 亿元，中长期贷款增加 332 亿元，同比-3889 亿元，年内单月绝对量仅高于 2 月和 4 月。10 月居民短贷和中长期贷款均较弱，反映居民消费贷和房贷的融资需求均较弱。国内多地疫情反复，防疫不确定性下，企业和居民预期偏弱，导致融资需求不佳。尽管结构性工具和发债融资对信贷投放有所支撑，但这些工具推出已有时日，支撑的边际效果下滑。未来社融仍有下行风险，融资需求难以提振，宽货币的预期将有所升温。

周五，十年期主力合约盘中跌 0.6%，日振幅近 0.8%，导火索为精准防控“二十条”落地。具体操作层面，二十条细则有两个大方向，一是针对疫情隔离政策调整，主要集中在减少密接的隔离时间，不再判定次密接和中风险地区等，二是降低疫情政策对经济的影响，体现在一是加大“层层加码”的整治力度，严禁随意停工停产，二是“一企一策”“一园一策”制定疫情防控处置预案，全力保障物流通畅，不得擅自要求事关产业链全局和涉及民生保供的重点企业停工停产等。二十条政策的调整主要是“适应疫情防控新形势和新冠病毒变异的新特点”，优化调整防控措施不是放松防控，更不是放开、“躺平”，“动态清零”仍坚定坚持，是对二十大报告中“有效遏制重大传染性疾病传播”精神在新的防控形势下的进一步优化落实。

五、下周展望

近期，新的防疫二十条、央行发布的十六条金融支持房地产的政策以及扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）落地，为我国的基本面带来重大变化。一方面，防疫政策更加精准优化，随着各地基层先后落实，社会活动有望更加活跃，或释放部分国内需求。另一方面，国民经济支柱地产领域迎来确定利好，金融支持地产融资中各环节问题和堵点均迎来官方定调，将对房地产产生积极的重要影响。

以上的政策落地将对债券市场不利，情绪的冲击不可避免，且可能被放大，短期市场难言乐观。但政策的效果较为不明确，和年初市场对于宽信用的期待类似，市场将进入长期的观察和跟踪窗口，重回“强预期+弱现实”的阶

段。从绝对点位来说，周五十年期活跃券已上行至 2.78%，情绪释放较为充分，进一步上行空间有限，可尝试博反弹。回归当下，“宽货币+弱经济+稳信用”组合下，判断债期转势言之尚早，不必过度悲观。

操作上还是以回调做多为主；风险点在疫情超预期发展以及政策力度。

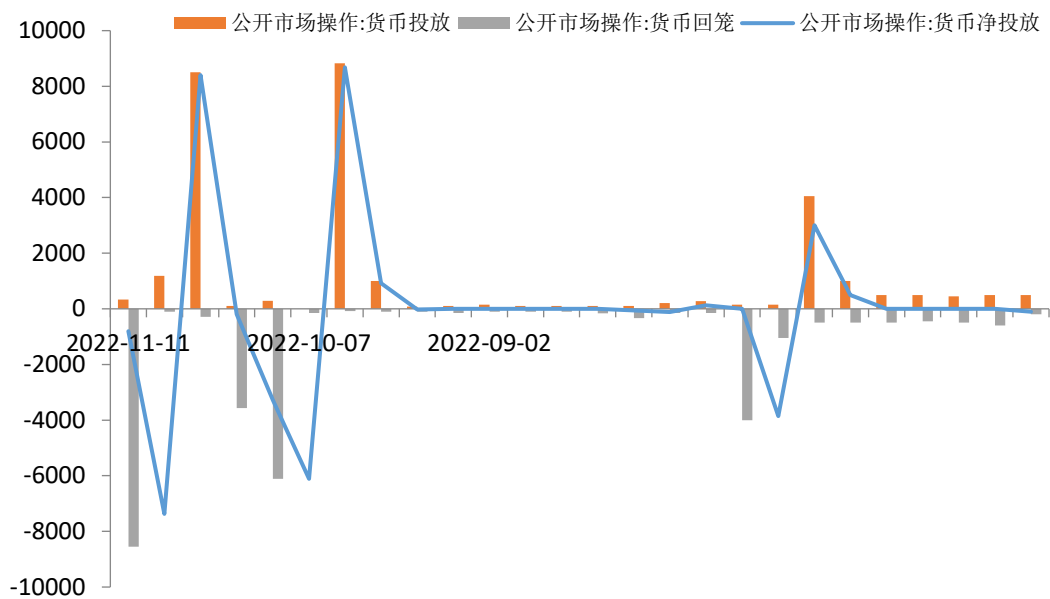
六、重要数据一览

十年期国债期货主力走势



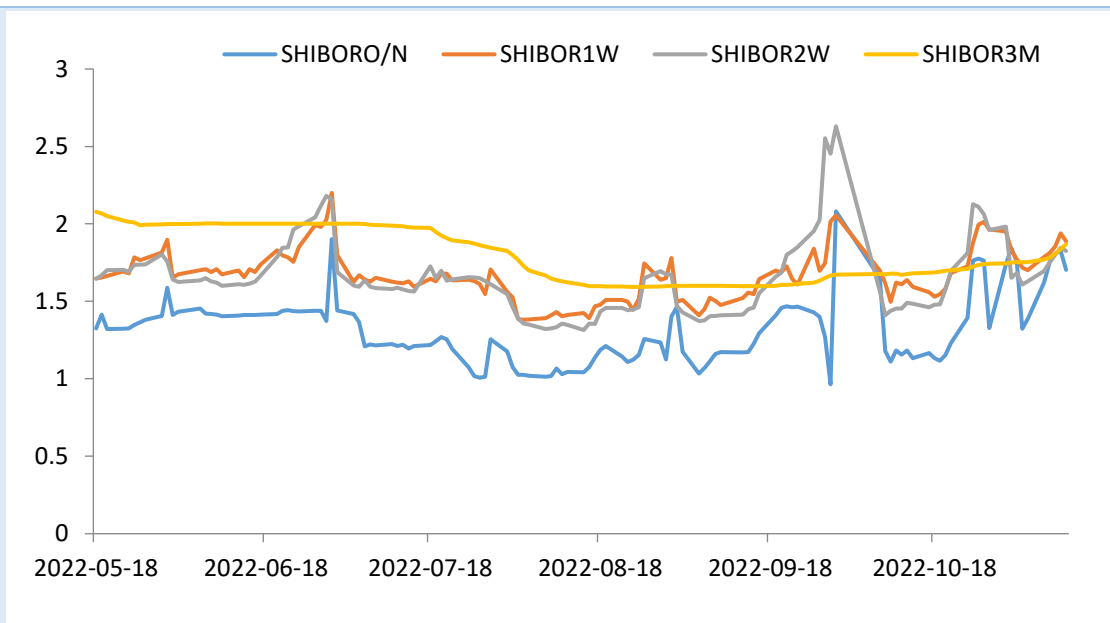
数据来源: wind

公开市场操作



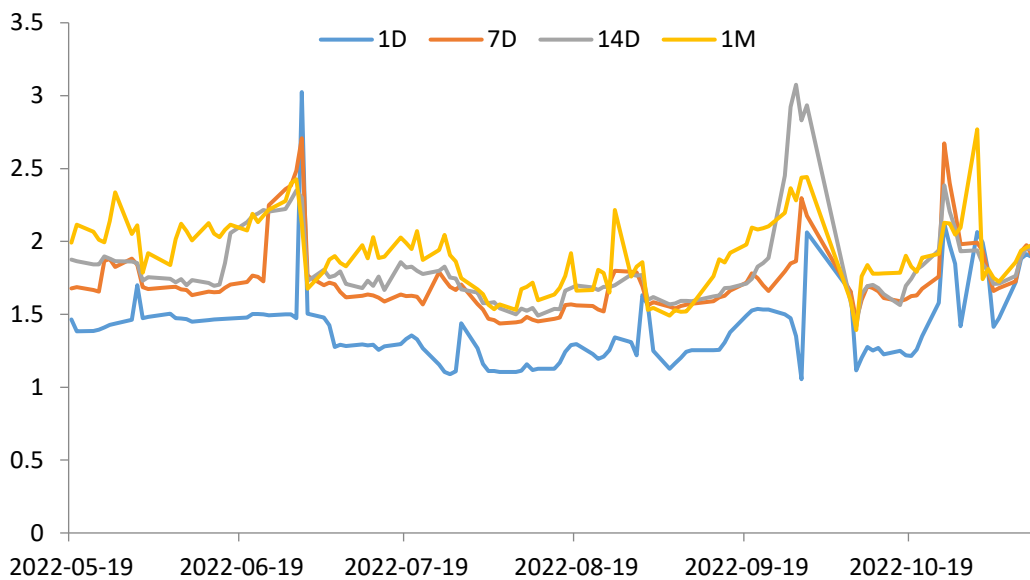
数据来源: wind

SHIBOR 利率



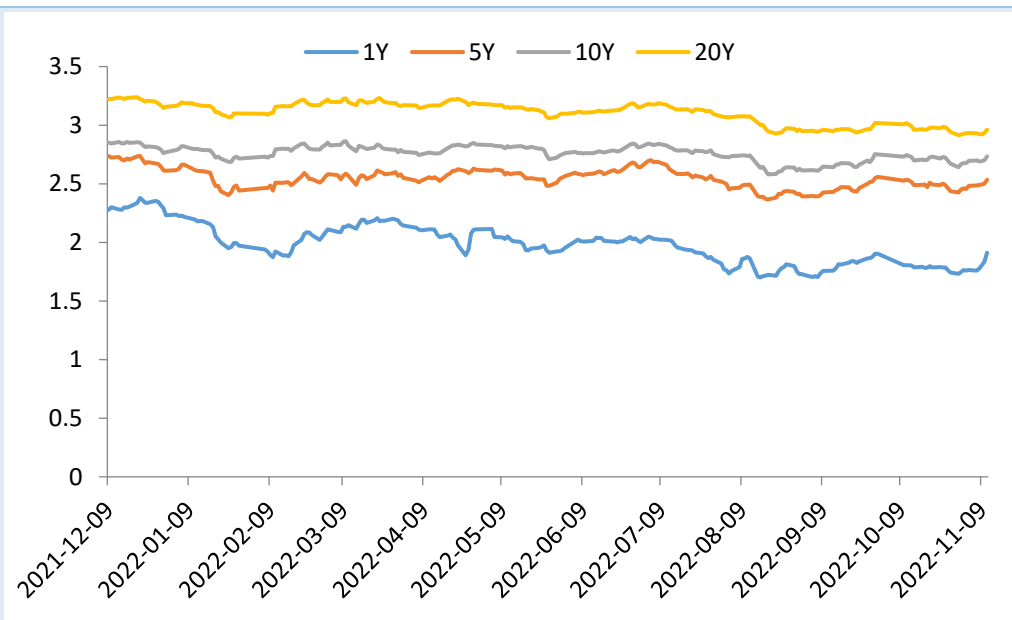
数据来源: wind

银行间质押回购利率



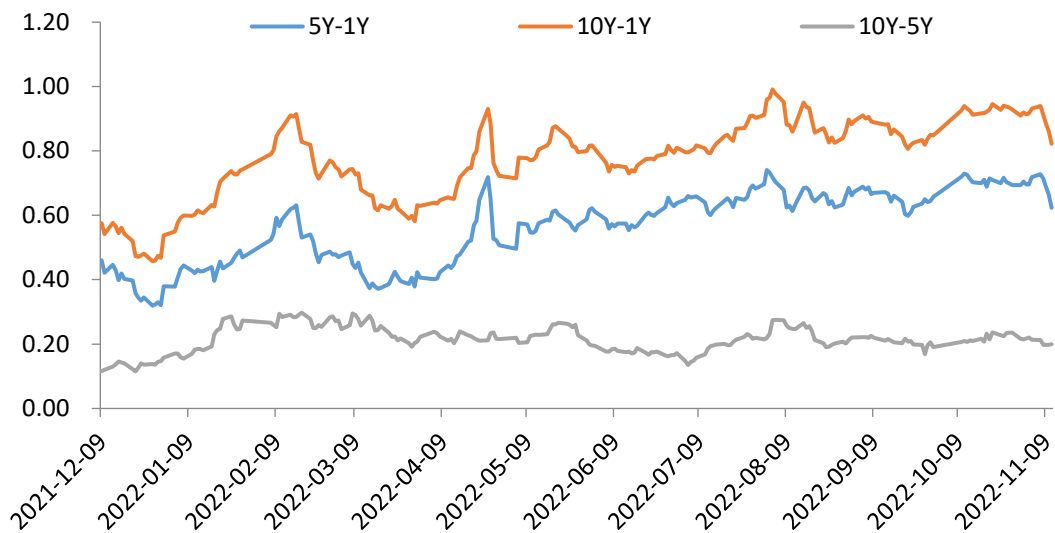
数据来源: wind

现券收益率走势



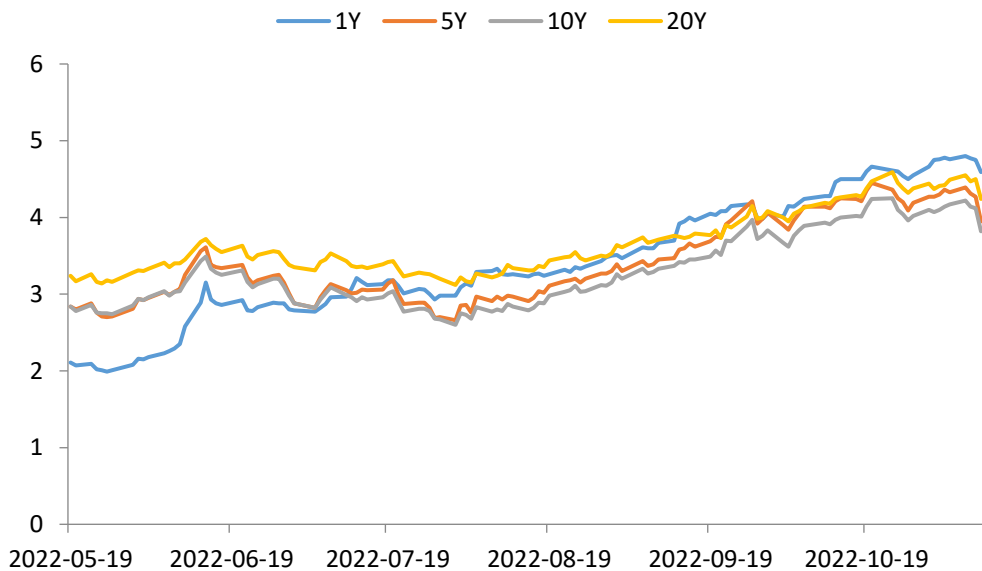
数据来源: wind

国内现券期限利差



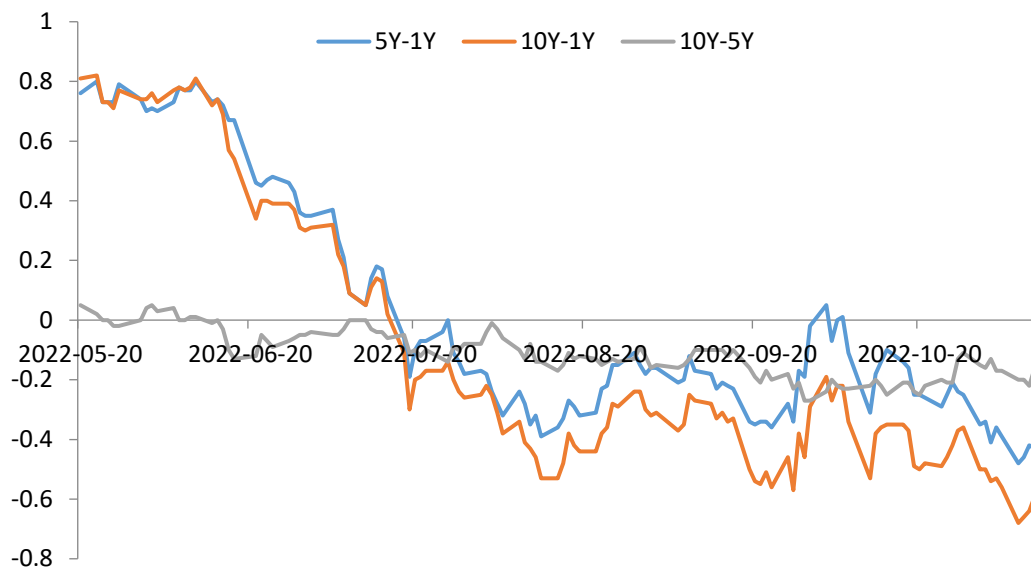
数据来源: wind

美债收益率走势



数据来源: wind

美债期限利差



数据来源: wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎