

国内债市大幅调整

2022年11月20日

11月14日至11月18日，随疫情政策优化、地产政策放松，经济基本面预期改善，本周国内股市继续走强。与此同时，资金面持续收敛，理财产品大量赎回，本周国内债券价格大幅下跌。

本周公布的美国10月PPI数据低于市场预期，但美联储官员持续释放鹰派信号，投资者对美国加息放缓预期消退，海外风险资产在本周有所回调。

➤ **国内股票：疫情防控优化、地产政策放松，权益市场继续走强。**

上证指数周涨0.32%，深证指数周涨0.36%，科创50指数涨0.85%，创业板指跌0.65%，本周价值风格表现相对强势。

A股各行业本周涨多跌少，医药、TMT、消费涨幅领先，其中医药上涨5.7%、传媒上涨5.3%，计算机上涨4.0%；汽车、有色金属、煤炭均有下跌。

➤ **国内债市：流动性趋紧，叠加理财产品破净赎回，债券价格急速下跌。**

疫情管控优化、地产政策放松、财政退出背景下，资金面持续收敛，资金利率走高。DR007平均为1.99%，较上周上行11BP，国有银行同业存单（1Y）利率达2.45%，较上周上行23BP。

短端利率波动使得理财产品破净，引发机构赎回反馈，债券遭到被动抛售，债券价格大幅下跌。10年期国债收益率上行9.0BP达2.83%，国债期货价格下跌，10年期国债期货收至100.5，下跌0.63%。

信用债流动性较差，本轮债市波动中，信用利差大幅走阔。2年期AAA企业债与国债利差为58.6BP，相比上周上行24.5BP。

➤ **海外市场：联储官员持续释放鹰派信号，加息放缓预期消退，风险资产回调。**

美国10月零售销售环比增长1.3%，高于市场预期。零售超预期加速，说明国内消费需求仍然十分强劲，更高的通胀可能卷土重来。另外，本周联储官员不断释放鹰派信号，表示加息还未接近尾声、终端利率可能升得更高。投资者对加息放缓预期消退，美股三大指数本周均有回落。

股市方面，本周道琼斯工业指数、标普500、纳指、日经225分别下跌0.01%、0.7%、1.6%、1.3%。伦敦FT100指数、德国DAX指数、法国CAC40指数分别上涨0.9%、1.5%、0.8%。

债券市场方面，10年期美债利率与上周持平，日债收益率较上周上行0.9BP；英债、德债、法债、意债收益率则分别下行20.0BP、4.0BP、19.5BP、32.0BP。

➤ **大宗商品：海外加息预期重启，国际主要商品多数下跌**

欧美央行官员继续释放鹰派措辞，稳定加息预期，国际主要商品多数下跌，本周WTI原油本周下跌10.0%，伦敦黄金现货下跌1.2%。

国内地产政策仍在推进，黑色强势仍在延续，上海螺纹钢上涨2.4%。

➤ **未来国内关注：央行公开市场操作、地产销售表现以及疫情发展**

首先，关注央行公开市场净投放规模，这关系近期紧张资金面能否缓解，帮助平抑本次债市波动；

其次，持续关注地产16条新政政策效果，本周多个城市进一步松绑地产需求政策，后续地产销售修复情况仍是关注重心；

最后，关注疫情防控政策优化后，居民出行消费是否边际回升。

➤ **未来海外关注：美联储官员对未来政策走向指引**

关注“黑色星期五”购物数据，这将提供有关美国消费状况的最新线索。同步关注美联储11月会议纪要，观察美联储官员对未来政策走向的指引。

风险提示：海外地缘政治发展超预期；海外货币政策超预期；疫情发展超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1.宏观事件点评：央行的态度-2022/11/18
- 2.地产青铜时代（四）：地产救助的底层政策逻辑-2022/11/17
- 3.宏观专题研究：债市大跌背后：流动性缘何收紧？-2022/11/17
- 4.宏观事件点评：本轮地产政策救助的未尽之路-2022/11/15
- 5.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产热度持续-2022/11/13

目录

1 大类资产价格表现.....	3
2 资金流动及机构行为	7
3 主要的高频经济指标	10
4 风险提示	12
插图目录	13

1 大类资产价格表现

本周(11月14日-11月18日)央行在公开市场进行逆回购操作4010亿元,净投放3680亿元,资金面则维持收敛态势。

DR001平均为1.77%,较上周下行5BP,DR007平均为1.99%,较上周上行11BP。

本周国内股市维持上涨态势,医药、TMT板块领涨。

上证指数周涨0.32%,深证指数周涨0.36%,科创50指数涨0.85%,创业板指跌0.65%。

小盘指数涨幅领先中、大盘指数,大盘、小盘价值涨幅均强于成长。

行业方面,本周呈现涨多跌少:医药、TMT、消费涨幅领先,其中医药上涨5.7%、传媒上涨5.3%,计算机上涨4.0%;汽车、有色金属、煤炭均有下跌。

债券价格快速下跌,信用利差大幅走阔,回升至3月末华东疫情时期水平。

国债各期限收益率快速上行,短端收益率上升更为明显。1年期国债利率上行21BP,5年期国债利率上行9.3BP,10年期国债收益率上行9.0BP,达2.83%;国开2年期上行13.84BP,5年期上行11.0BP,10年期上行9.3BP。

国债期货价格下跌。2年期国债期货本周收至100.93,下跌0.29%,5年期国债期货本周收至101.2,下跌0.46%,10年期国债期货收至100.5,下跌0.63%。

信用利差大幅走阔。2年期AAA企业债与国债利差为58.6BP,相比上周上行24.5BP;2年期AAA城投与国债利差为56.2BP,相比上周上行21.0BP;2年期AAA地产债与国债利差为58.4,相比上周上升23.7BP;2年期AAA-钢铁债与国债利差为65.2BP,相比上周上升23.6BP。

海内外主要商品涨跌互现。

本周CRB综合指数上行0.5%,其中金属、工业原料、油脂分别上涨2.4%、0.9%、0.2%;食品、家畜、纺织品分别下行0.1%、0.8%、0.05%。

本周南华综合指数下行0.6%,工业品、农产品、能化品、贵金属指数分别下行0.2%、1.6%、1.2%、1.1%,金属指数则上行1.4%。

重要商品方面,本周WTI原油本周下跌10.0%,伦敦黄金现货下跌1.2%,LME铜下跌5.1%,上海螺纹钢上涨2.38%。

海外股市涨跌互现,美股、日经收跌,欧洲、香港股市收涨。

道琼斯工业指数、标普500、纳指、日经225分别下跌0.01%、0.7%、1.6%、1.3%。伦敦FT100指数、德国DAX指数、法国CAC40指数分别上涨0.9%、1.5%、0.8%。

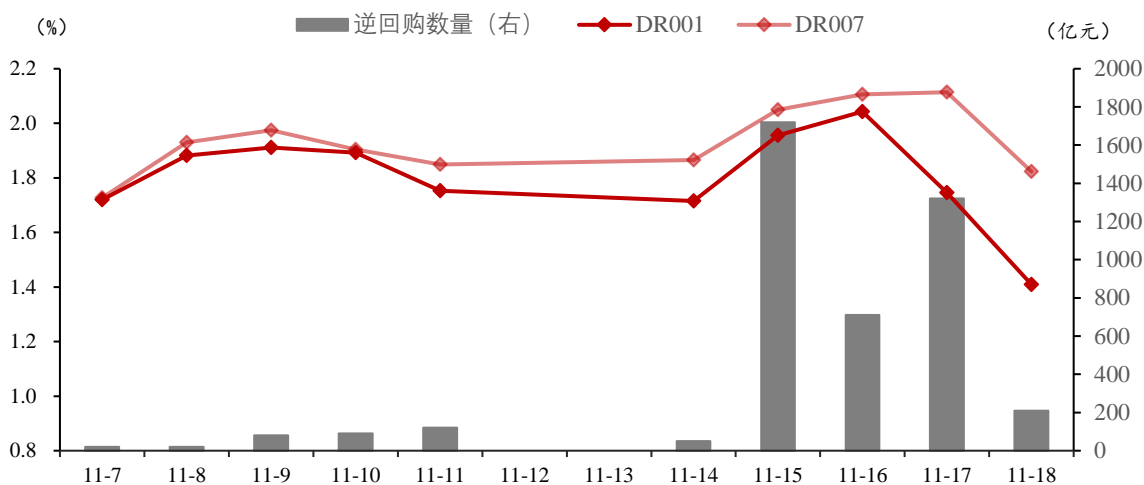
海外债券收益率普遍下行。

10年期美债利率与上周持平,日债收益率较上周上行0.9BP;英债、德债、法债、意债收益率则分别下行20.0BP、4.0BP、19.5BP、32.0BP。

美元指数回升,除英镑外,多数非美货币贬值。

本周美元指数上行0.5%,英镑上涨0.4%,日元、欧元、瑞郎下跌1.1%、0.3%、1.4%。商品货币方面,加元下跌1.0%,澳元下跌0.5%。

图 1：央行本周净投放 3680 亿元，资金利率仍在高位



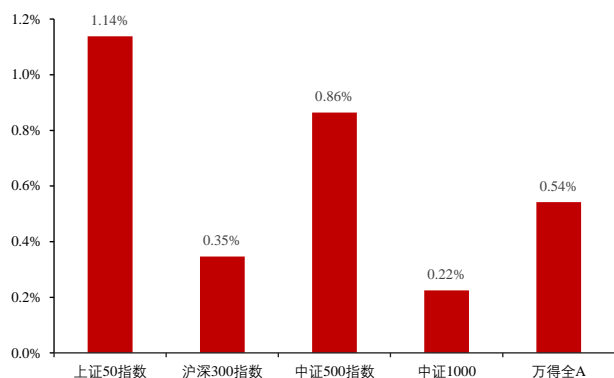
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：全球大类资产表现汇总

全球大类资产涨跌幅 (2022.11.14—2022.11.18)									
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	0.32%	2年国债 (BPs)	14.82	黄金	-1.17%	美元指数	0.53%	标普500	-0.69%
深证指数	0.36%	5年国债 (BPs)	9.33	WTI原油	-9.98%	在岸人民币	-0.18%	纳斯达克指数	-1.37%
创业板指数	-0.65%	10年国债 (BPs)	8.96	LME铜现货	-5.05%	离岸人民币	-0.47%	道琼斯指数	-0.01%
科创50指数	0.85%	2年国开 (BPs)	13.84	上海螺纹钢	2.38%	欧元	-0.29%	伦敦金融时报100指	0.92%
上证50	1.14%	5年国开 (BPs)	11.00	南华工业品	-0.19%	英镑	0.42%	巴黎CAC40指数	0.73%
沪深300	0.35%	10年国开 (BPs)	9.25	南华农产品	-1.58%	日元	-1.13%	德国DAX指数	1.43%
中证500	0.86%	TS	-0.29%	南华能化品	-1.24%	瑞郎	-1.37%	10年期美债 (BPs)	0.00
中证1000	0.22%	TF	-0.46%	南华综合指数	-0.58%	加元	-0.98%	10年期德债 (BPs)	-4.00
万得全A	0.54%	T	-0.63%	CRB综合指数	0.50%	澳元	-0.49%	10年期日债 (BPs)	0.90

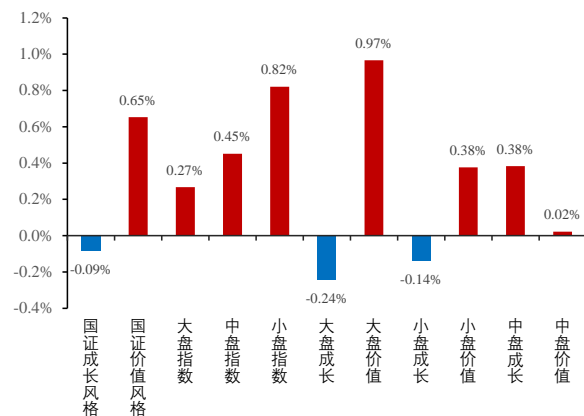
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3: 2022 年 11 月 14 日—18 日 A 股市场指数表现



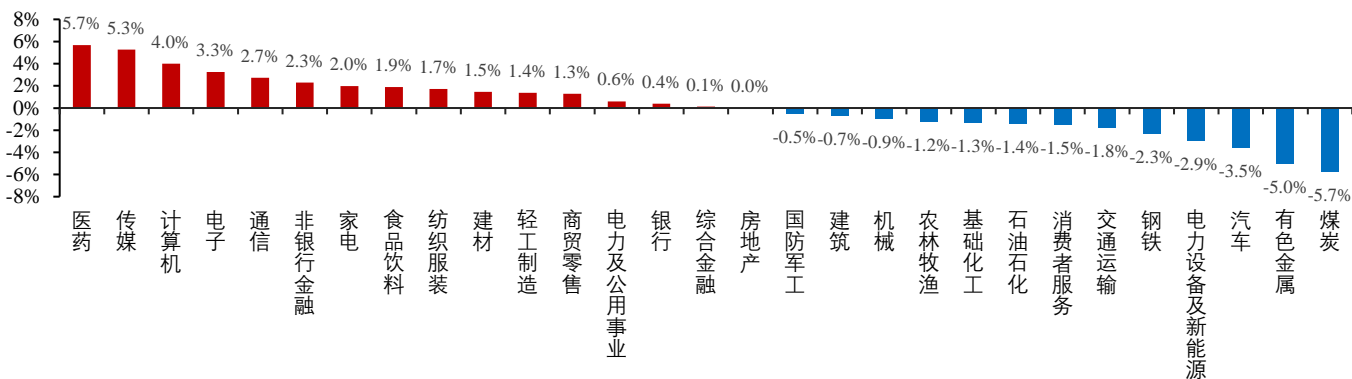
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 2022 年 11 月 14 日—18 日 A 股权益风格表现



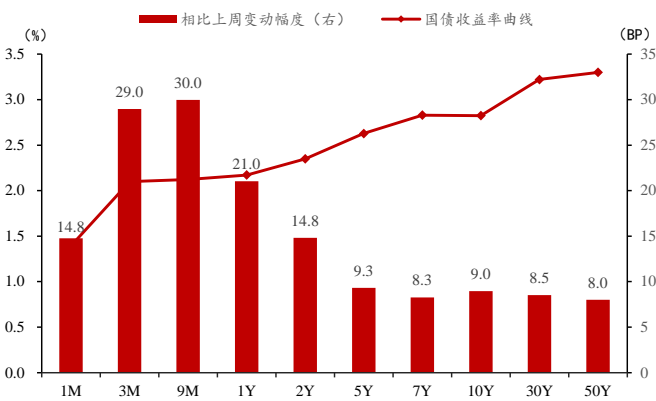
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 5: 医药、传媒、计算机涨幅领先



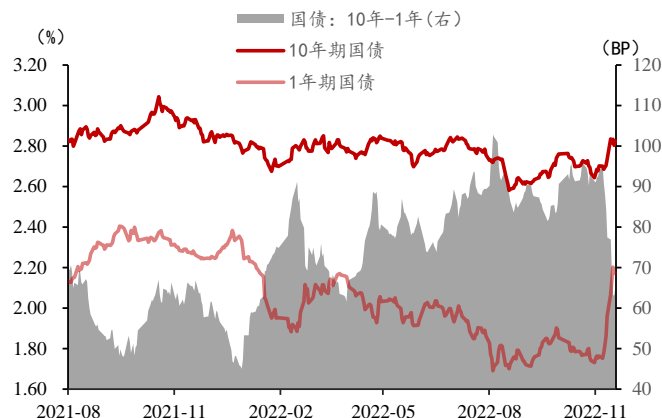
资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 中信 I 级行业分类, 涨跌幅取值区间 2022 年 11 月 14 日—2022 年 11 月 18 日

图 6: 债券收益率大幅上升



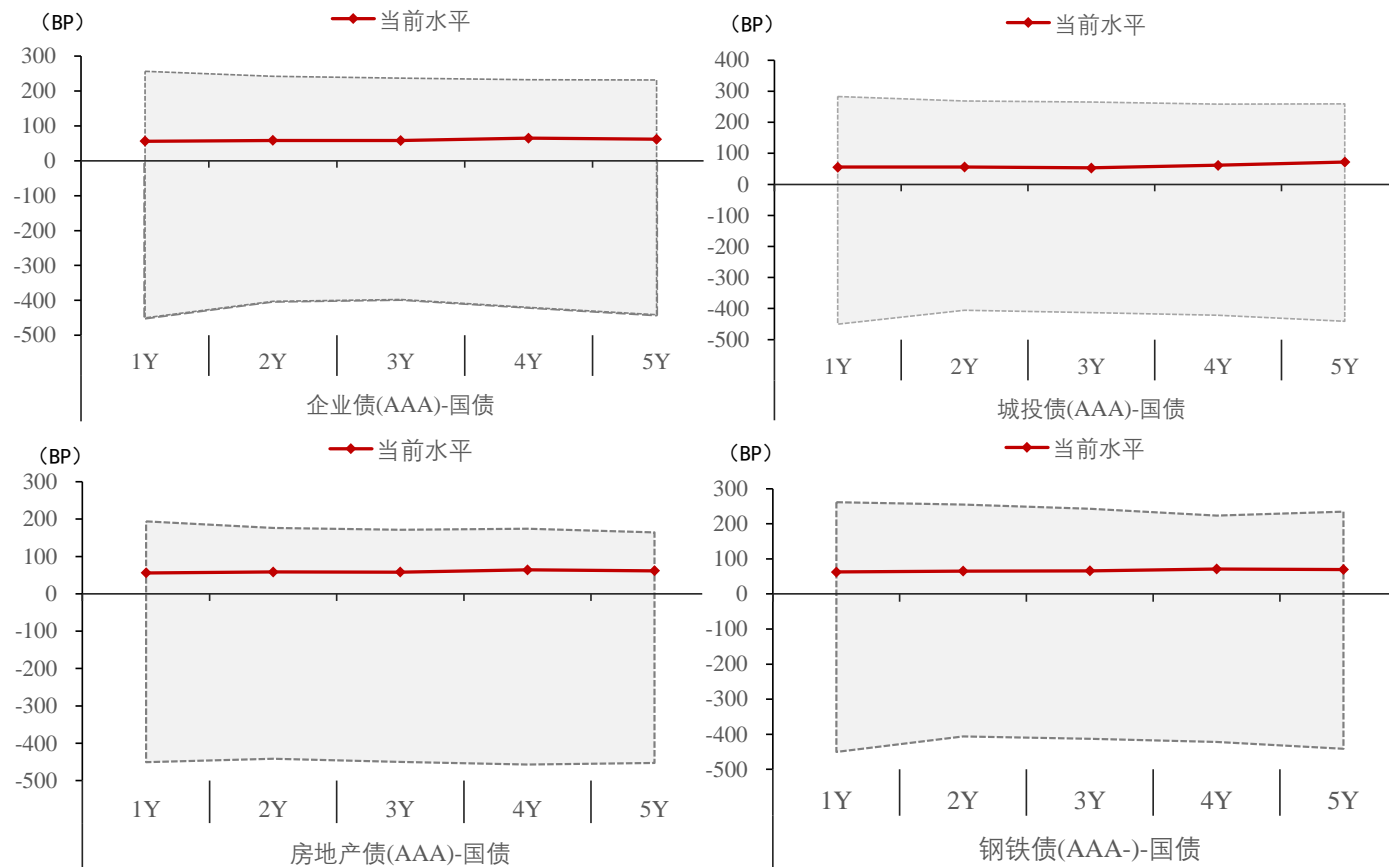
资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 涨跌幅取值区间 2022 年 11 月 14 日—2022 年 11 月 18 日

图 7: 期限利差大幅收窄



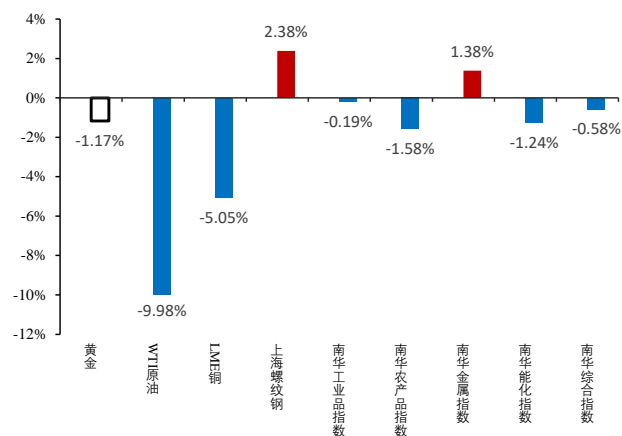
资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 涨跌幅取值区间 2022 年 11 月 14 日—2022 年 11 月 18 日

图 8：信用利差大幅走阔



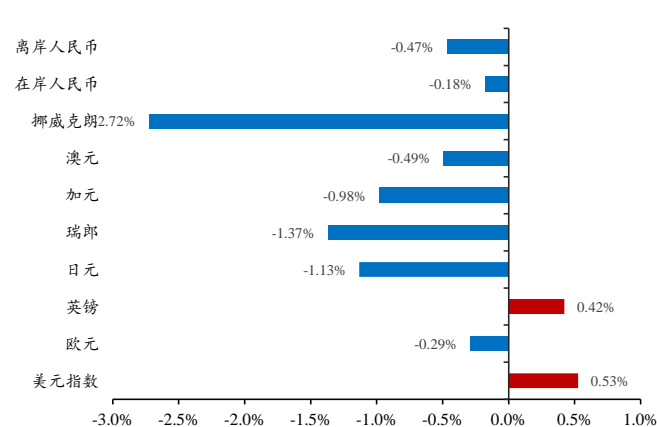
资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2022 年 11 月 14 日——2022 年 11 月 18 日

图 9：本周商品涨跌分化，原油大幅下行



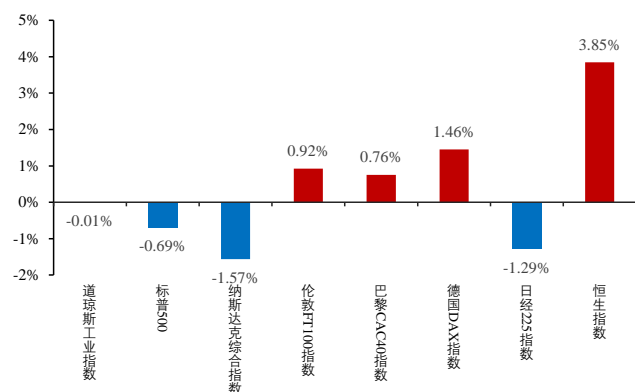
资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2022 年 11 月 14 日——2022 年 11 月 18 日。

图 10：多数非美货币走弱



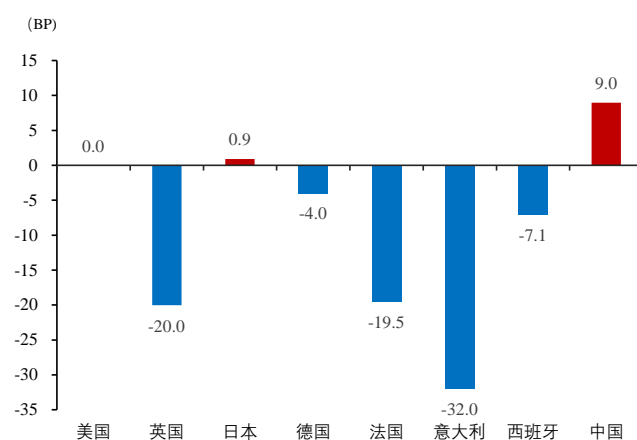
资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2022 年 11 月 14 日——2022 年 11 月 18 日。

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 11 月 14 日——2022 年 11 月 18 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 11 月 14 日——2022 年 11 月 18 日。

2 资金流动及机构行为

11 月 14 日至 18 日，A 股市场日均成交金额为 9955 亿元，融资融券交易占比 8.2%，均较上周回升。

根据 wind 数据统计，11 月 14 日至 17 日新发基金金额（股票+混合型）为 38 亿元，较上周多增 18 亿元。

北向资金本周连续数日净买入，本周累计净流入 322 亿元，创出年内次高，仅次于今年 6 月份创出的 368 亿元的年内纪录。

银行间市场逆回购成交量与上周持平，短端同业存单急跌。

本周银行间逆回购量平均为 5.2 万亿元，与上周基本持平（5.1 万亿）。

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。

同业存单发行利率大幅上行，1 年期国有银行同业存单发行利率为 2.45%，较上周上行 23BP；1 年期城商行同业存单发行利率为 2.69%，相比上周上行 23BP；1 年期农商行同业存单发行利率为 2.65%，相比上周上行 22BP。

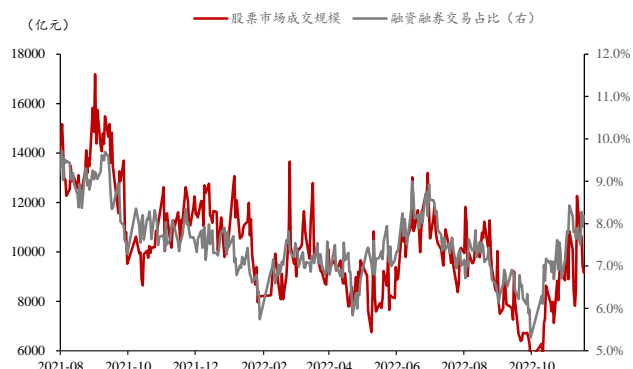
票据转贴利率也有明显上行，1 年期国股票据转贴利率为 1.37%，比上周上升 8BP；1 年期城商票据转贴利率为 1.52%，比上周上升 7BP。

美股、黄金市场波动率较上周回落，美债、原油、G7 货币市场波动率较上周上升。

离岸美元流动性较上周边际宽松。

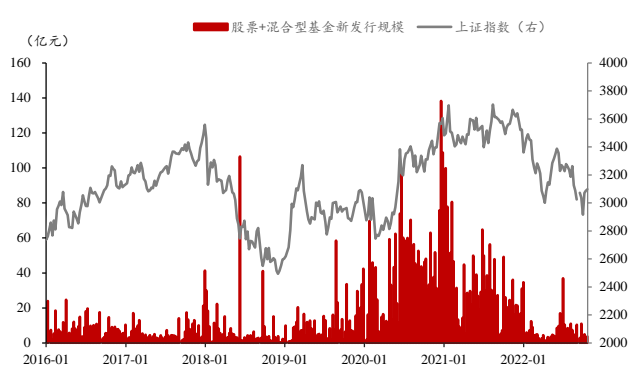
FRA/OIS、美元兑欧元、日元货币互换基差本周均边际下行。

图 13: 股票市场成交规模及融资融券交易占比



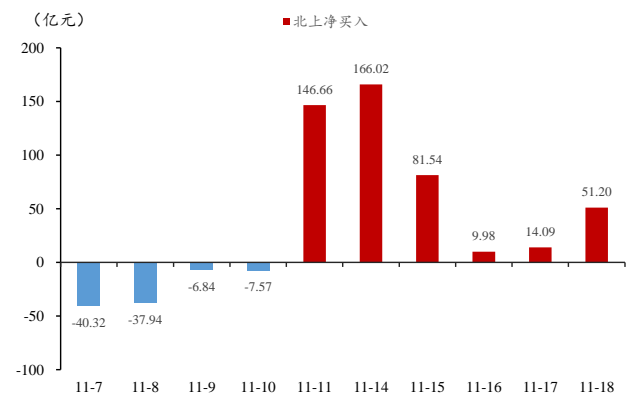
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14: 新基金发行情况



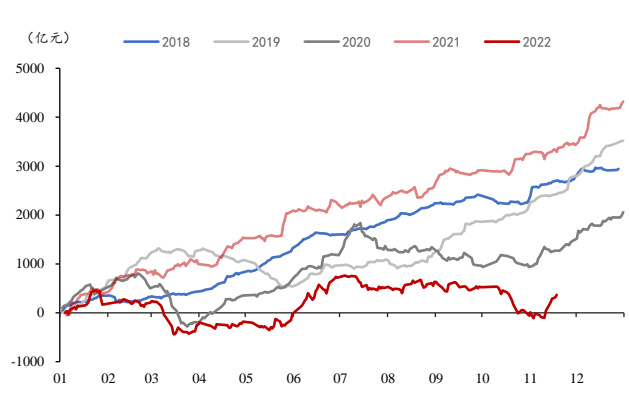
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 15: 北上资金近单日净买入



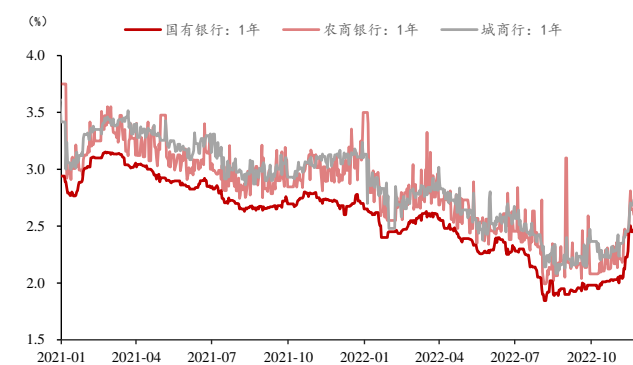
资料来源: wind, 民生证券研究院

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



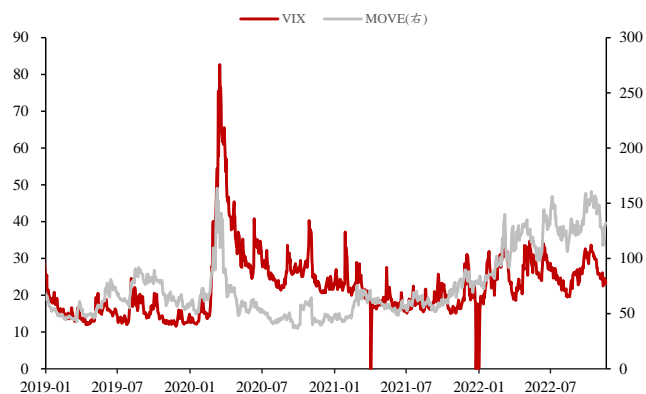
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 票据转贴利率



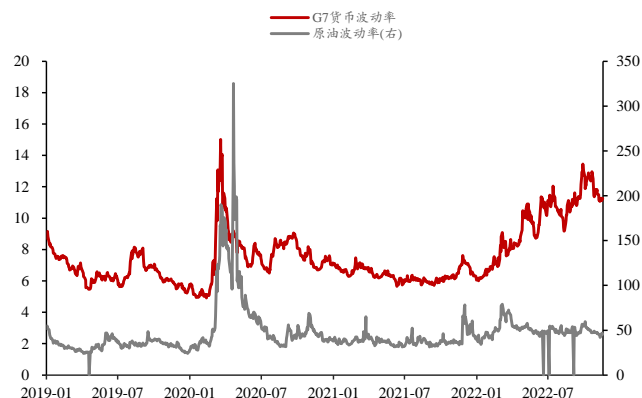
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 美股和美债市场波动率



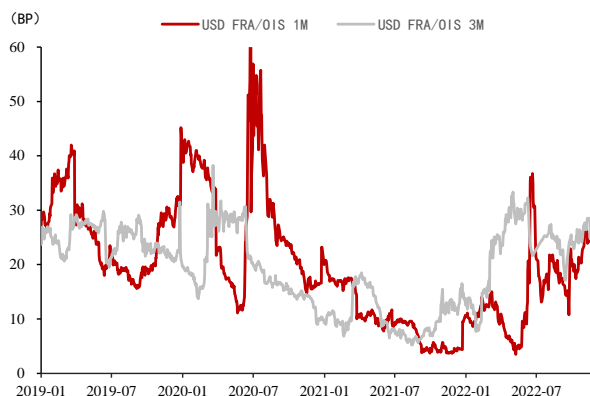
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 20: 原油和 G7 外汇波动率



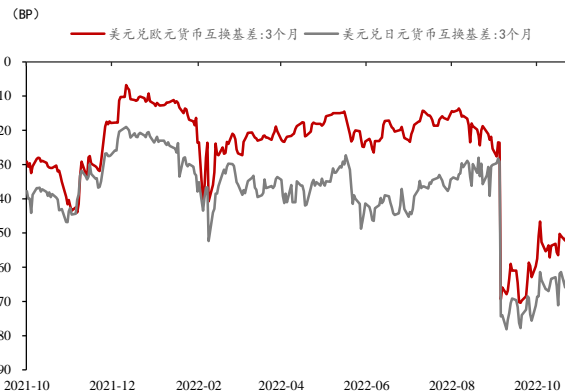
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

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

地产销售表现仍弱于历史同期，疫情仍压制出行频次。

螺纹钢表观消费 322.6 万吨，环比上周下降 10 万吨，与 2021 年持平。

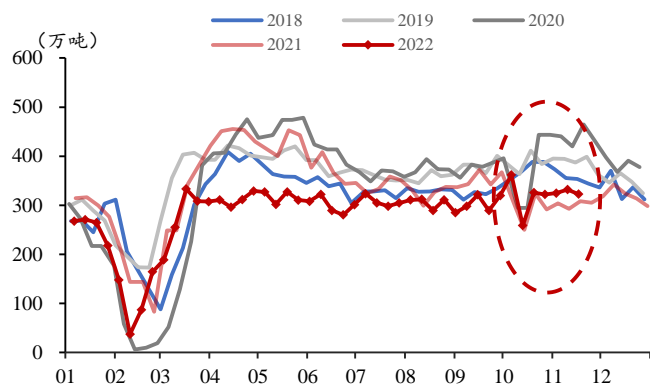
全国水泥价格指数 153，与上周持平，仍明显弱于 2021 年水平。

11 月 17 日商品房销售面积 7 日移动平均值录得 34.3 万平方米，与上周持平，仍为近五年最低水平。

乘联会汽车最新一期销量数据（11 月 07 日-11 月 13 日）日均销量录得 4.0 万辆，同比下降 14%，为近五年最低值。

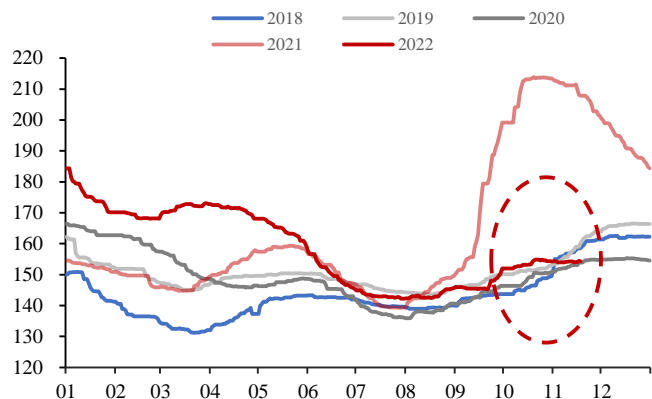
11 月 18 日，10 城地铁出行 7 日移动平均值录得 3679.5 万人次，同比下降 22%。

图 23: 螺纹钢表观消费



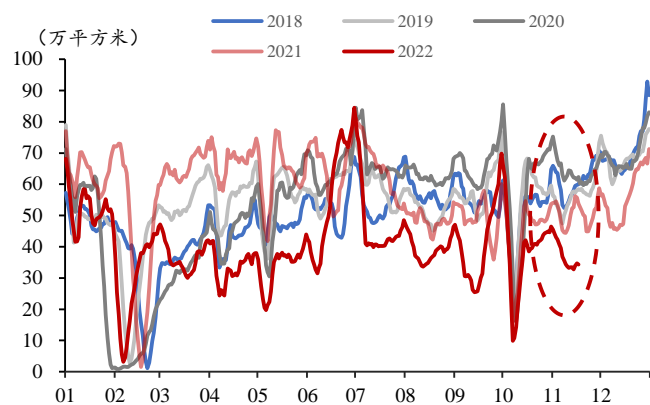
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图 24: 全国水泥价格指数



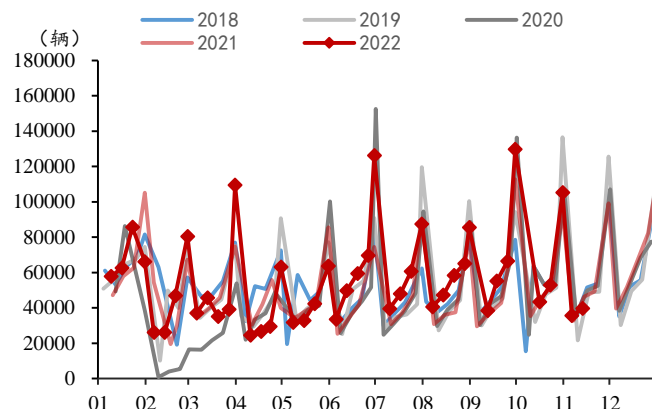
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 25: 30 城商品房成交 7 天移动平均



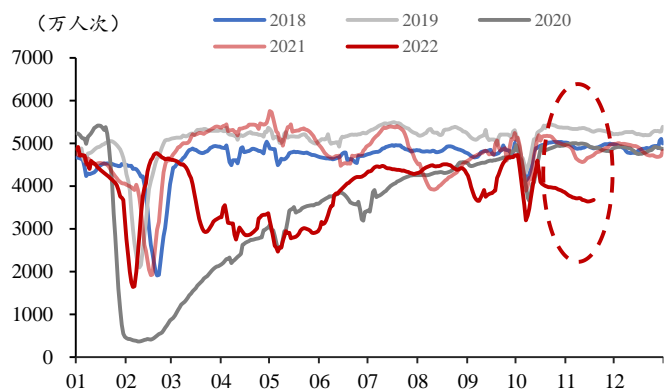
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 26: 乘联会汽车销售数据



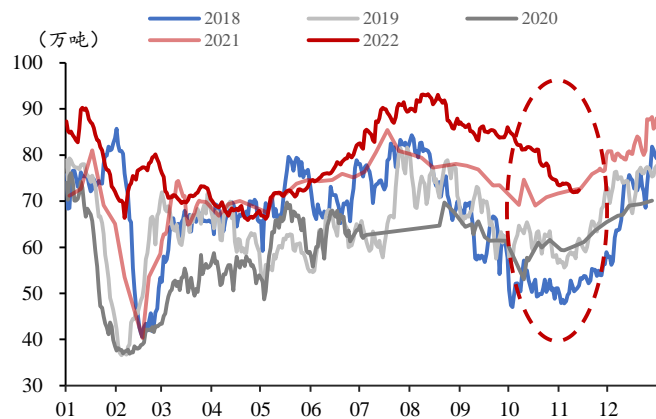
资料来源: wind, 民生证券研究院

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) 海外地缘政治发展超预期。若海外地缘政治影响范围和时间继续超过预期，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。

插图目录

图 1: 央行本周净投放 3680 亿元, 资金利率仍在高位	4
图 2: 全球大类资产表现汇总	4
图 3: 2022 年 11 月 14 日—18 日 A 股市场指数表现	5
图 4: 2022 年 11 月 14 日—18 日 A 股权益风格表现	5
图 5: 医药、传媒、计算机涨幅领先	5
图 8: 信用利差大幅走阔	6
图 9: 本周商品涨跌分化, 原油大幅下行	6
图 10: 多数非美货币走弱	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	8
图 14: 新基金发行情况	8
图 15: 北上资金近单日净买入	8
图 16: 北上资金累计净买入	8
图 17: 同业存单发行利率	8
图 18: 票据转贴利率	8
图 19: 美股和美债市场波动率	9
图 20: 原油和 G7 外汇波动率	9
图 21: FRA/OIS 走势	9
图 22: 主要货币对交叉货币互换基差	9
图 23: 螺纹钢表观消费	10
图 24: 全国水泥价格指数	10
图 25: 30 城商品房成交 7 天移动平均	10
图 26: 乘联会汽车销售数据	10
图 27: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均	11
图 28: 沿海六大电厂日耗	11

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
行业评级	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