

固定收益报告
政策预期改善，债市大幅调整
宏观高频数据跟踪双周报（11.07-11.18）

2022年11月21日

中债综指-上证指数走势图


%	1M	3M	12M
上证指数	0.40	-5.93	-12.44
中债综指	-0.85	-1.00	-0.34

黄红卫

 执业证书编号:S0530519010001
 huanghongwei@hncasing.com

分析师
彭刚龙

 执业证书编号:S0530521060001
 pengganglong@hncasing.com

分析师
刘文蓉

liuwenrong@hncasing.com

研究助理
相关报告

- 1 可转债双周报（10.31-11.11）：政策提振情绪，转债估值压缩 2022-11-16
- 2 宏观高频数据跟踪周报（10.31-11.04）：PMI再度回落，内外需求均放缓 2022-11-08
- 3 宏观高频数据跟踪周报（10.17-10.21）：资金边际收敛，人民币汇率承压 2022-10-24

投资要点

- **产业高频周度观察。**1) 通胀。截至11月18日，猪价下行至34元/公斤，猪粮比价回落至8.53；鸡肉价格下跌，牛肉价格上涨，羊肉价格下降，蔬菜价格下降，水果价格上涨。2) 工业。截至11月18日，高炉开工率下行，各产能焦化企业开工率下行，螺纹钢价格上行，库存回落；铜价上行，库存回升。3) 消费。截至11月13日，汽车批发和零售同比增速均大幅回落；截至11月18日，电影票房收入和观影人次双周环比回升。4) 地产。30城商品房成交面积双周环比下行，百城成交土地面积双周环比回落。
- **金融市场周度观察。**1) 股票市场。上周五上证综指收于3097.24点，双周环比上涨0.32%；创业板指收于2389.76点，双周环比下跌0.65%。从行业板块来看，房地产、传媒和建筑材料等板块领涨，有色金属、交通运输和机械设备等板块领跌。2) 债券市场。利率债收益率大幅上行，期限利差收窄，中美利差走阔。11月18日，1Y国债、10Y国债、1Y国开债及10Y国开债收益率分别收于2.17%、2.83%、2.33%和2.95%，双周环比分别变动41BP、12BP、45BP和13BP；10Y-1Y国债、国开债期限利差分别为65BP和61BP，双周环比分别变动-29BP和-31BP；中美利差收于-100BP，走阔47BP。3) 大宗商品。上周大宗商品价格普遍上行，螺纹钢、焦炭、动力煤、阴极铜、PTA和白砂糖期货价格均上涨，豆粕、豆油期货价格下降，水泥价格指数上涨，南华金属指数上行，INE原油期货价格下行，收于622.5元/桶。
- **宏观政策周度观察。**1) 前两周（11.07-11.18）公开市场共有逆回购投放4340亿元，逆回购到期1460亿元，MLF投放8500亿元，MLF到期10000亿元，广义公开市场累计净投放1380亿元。11月18日，DR001收于1.32%，双周环比下行7BP；DR007收于1.72%，双周环比上行8BP。3月Shibor双周环比上行48BP，收于2.24%，1Y同业存单收益率双周环比上行45BP，收于2.51%。2) 重要动态。11月11日，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》等。
- **核心观点。**1) 猪价有所下跌，地产销售回落。从通胀来看，前期二次育肥猪出栏增加供应，疫情影响餐饮需求，猪肉价格近期有所下跌。从供给来看，“金九银十”的开工旺季逐渐过去，高炉开工率步入下行通道，另一方面也表明基建投资向实物工作量转化进度仍然较慢。从需求来看，受散发疫情反复等影响，汽车销售同比增速大幅下滑，消费需求仍有较大恢复空间；一线和三线城市的商品房销售数据不佳带动三十城地产销售数据环比下行，百城土地成交面积环比有所下行，溢价率再度回落，房地产政策端边际放松对销售端传导需要一定时间，而从销售端传导至投资端亦需要一定时间。2) **政策预期改善，债市大幅调整。**上周债市大幅调整，核心原因在于疫情和地产作为经济基本面恢复的制约因素在政策预期上有所大幅改善，叠加资金利率的抬升以及利率调整引起的理财基金赎回的负反馈冲击，净值化使得理财赎回由稳定器变为放大器，最终10年期国债周环比上行9BP收于2.83%。从资金面来看，上周资金面先紧后松，直至上周四央行加大投放力度，共实现净投放1230亿元，显现出其对流动性的呵护态势，资金利率明显回落；此外，在央行三季度货币政策报告当中，提出要提高公开市场操作的灵活性，后续需关注公开市场操作等信号。我们认为目前难言债市调整已经结束，短期还需一段时间来应对情绪上的修复，未来债市可能会迈入一个寻找再平衡的阶段，利率中枢或将有所抬升，但从基本面来看，经济恢复压力仍存，地产和出口仍较为疲软，10月经济数据亦显示供需指标均有所回落，长期来看经济基本面对债市的支撑仍在，利率仍有下行空间，或存在超调机会。
- **风险提示：**国内疫情扩散风险，海外形势变化超预期。

内容目录

1 核心观点	4
2 产业高频周度观察	5
2.1 通胀	5
2.2 工业	5
2.3 消费	6
2.4 地产	7
3 金融市场周度观察	8
3.1 股票市场	8
3.2 债券市场	8
3.3 大宗商品	9
4 宏观政策周度观察	11
4.1 货币政策	11
4.2 重要动态	13
5 风险提示	13

图表目录

图 1: 猪肉价格下行、鸡肉价格下跌 (元/公斤)	5
图 2: 猪粮比价回落	5
图 3: 牛肉价格上涨、羊肉价格下降 (元/公斤)	5
图 4: 蔬菜价格下降、水果价格上涨 (元/公斤)	5
图 5: 高炉开工率下行 (%)	6
图 6: 各产能的焦化企业开工率普遍下行 (%)	6
图 7: 螺纹钢价格上行、库存回落 (元/吨, 万吨)	6
图 8: 铜价上行、库存回升 (万元/吨, 万吨)	6
图 9: 汽车批发同比回落、零售同比回落 (%)	7
图 10: 电影票房收入及人次环比回升 (亿元, 万人次)	7
图 11: 30 城商品房成交面积环比下行 (万平方米)	7
图 12: 百城成交土地占地面积环比回落 (万平方米, %)	7
图 13: 上证指数双周环比上涨、创业板指环比下跌 (点)	8
图 14: 房地产等板块领涨 (%)	8
图 15: 各期限国债到期收益率大幅上行 (%)	9
图 16: 各期限国开债到期收益率大幅上行 (%)	9
图 17: 利率债期限利差收窄 (BP)	9
图 18: 中美 10Y 国债利差走阔 (% , BP)	9
图 19: 螺纹钢期货价格上涨、焦炭价格上涨 (元/吨)	10
图 20: PTA 期货价格上涨、阴极铜价格上涨 (元/吨)	10
图 21: 豆粕期货价格下降、豆油期货价格下降 (元/吨)	10
图 22: 白砂糖期货价格上涨 (元/吨)	10
图 23: 动力煤期货价格上涨 (元/吨)	10
图 24: 水泥价格指数上涨	10
图 25: 南华金属指数上行	11
图 26: 原油期货价格下行 (元/桶)	11

图 27: 大宗商品价格整体处于历史高位.....	11
图 28: DR001 下行、DR007 上行 (%)	12
图 29: Shibor3M 上行, 1Y 同业存单上行 (%)	12
图 30: 央行公开市场双周净投放 1380 亿元 (11.07-11.18, 亿元)	12

1 核心观点

猪价有所下跌，地产销售回落。1) 从通胀来看，前期二次育肥猪出栏增加供应，疫情影响餐饮需求，猪肉价格近期有所下跌。2) 从供给来看，“金九银十”的开工旺季逐渐过去，高炉开工率步入下行通道，另一方面也表明基建投资向实物工作量转化进度仍然较慢。3) 从需求来看，受散发疫情反复等影响，汽车销售同比增速大幅下滑，消费需求仍有较大恢复空间；一线和三线城市的商品房销售数据不佳带动三十城地产销售数据环比下行，百城土地成交面积环比有所下行，溢价率再度回落，房地产政策端边际放松对销售端传导需要一定时间，而从销售端传导至投资端亦需要一定时间。

政策预期改善，债市大幅调整。上周债市大幅调整，核心原因在于疫情和地产作为经济基本面恢复的制约因素在政策预期上有所大幅改善，叠加资金利率的抬升以及利率调整引起的理财基金赎回的负反馈冲击，净值化使得理财赎回由稳定器变为放大器，最终一年期国债周环比上行 21BP 收于 2.17%，10 年期国债周环比上行 9BP 收于 2.83%。从资金面来看，上周资金面先紧后松，直至上周四央行加大投放力度，共实现净投放 1230 亿元，显现出其对流动性的呵护态势，资金利率明显回落；此外，在央行三季度货币政策报告当中，提出要提高公开市场操作的灵活性，后续需关注公开市场操作等信号。

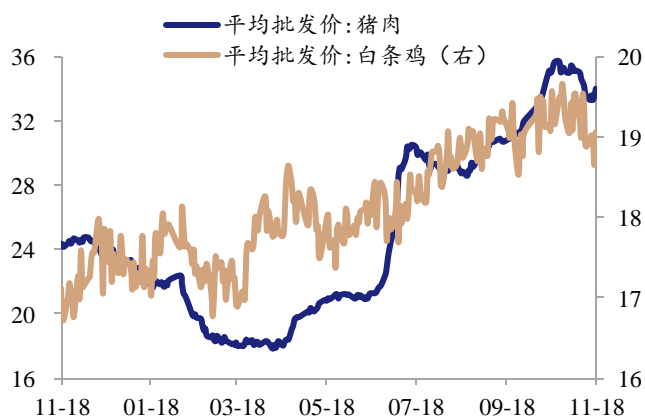
我们认为目前难言债市调整已经结束，短期还需一段时间来应对情绪上的修复，未来债市可能会迈入一个寻找再平衡的阶段，利率中枢或将有所抬升，但从基本面来看，经济恢复压力仍存，地产和出口仍较为疲软，10 月经济数据亦显示供需指标均有所回落，长期来看经济基本面对债市的支撑仍在，利率仍有下行空间，或存在超调机会。

2 产业高频周度观察

2.1 通胀

猪肉价格下行，猪粮比价下行。截至 11 月 18 日，猪肉平均批发价回落至 34 元/公斤，猪粮比价回落至 8.53，前期二次育肥猪出栏增加供应，疫情影响餐饮需求，猪肉价格近两周有所下跌；鸡肉价格下跌至 19.06 元/公斤，牛肉价格上涨至 77.77 元/公斤，羊肉价格下降至 67.32 元/公斤；蔬菜价格下降，水果价格上涨。

图 1：猪肉价格下行、鸡肉价格下跌（元/公斤）



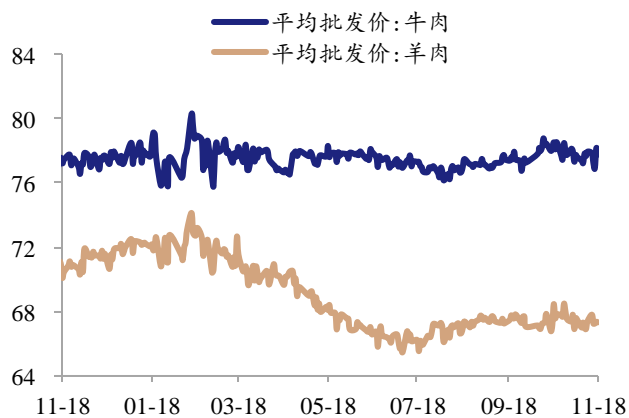
资料来源：WIND，财信证券

图 2：猪粮比价回落



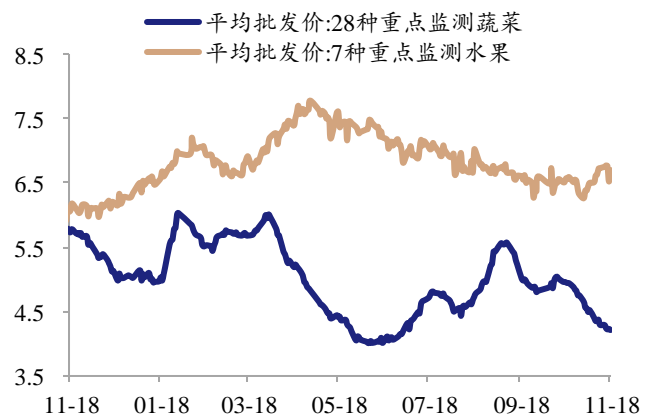
资料来源：WIND，财信证券

图 3：牛肉价格上涨、羊肉价格下降（元/公斤）



资料来源：WIND，财信证券

图 4：蔬菜价格下降、水果价格上涨（元/公斤）



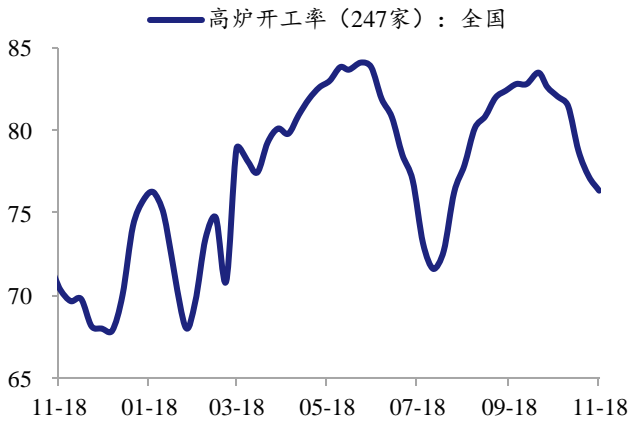
资料来源：WIND，财信证券

2.2 工业

高炉开工率回落，螺纹钢价格回升。截至 11 月 18 日，高炉开工率下行至 76.35%；各产能焦化企业开工率普遍回落，小型、中型和大型焦化企业开工率分别双周环比变动

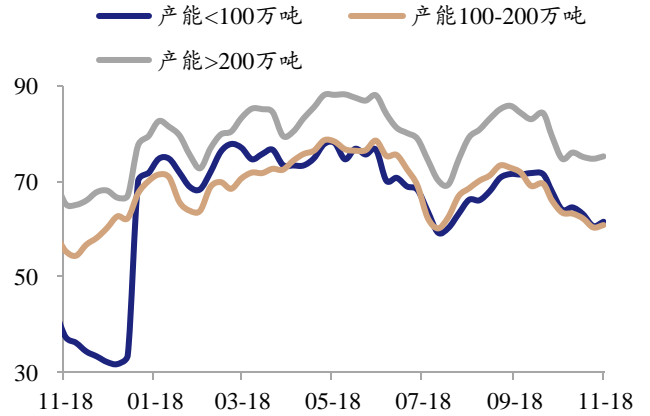
-1.6个百分点、-1.4个百分点和0.1个百分点至61.5%、60.8%和75.2%。螺纹钢价格回升，钢材库存回落；铜价上行，库存回升。

图 5：高炉开工率下行 (%)



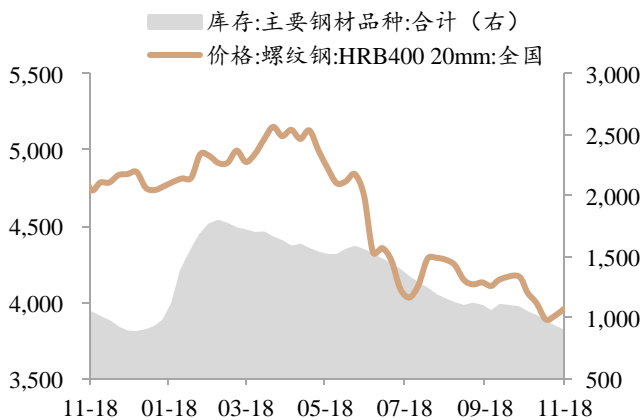
资料来源：WIND，财信证券

图 6：各产能的焦化企业开工率普遍下行 (%)



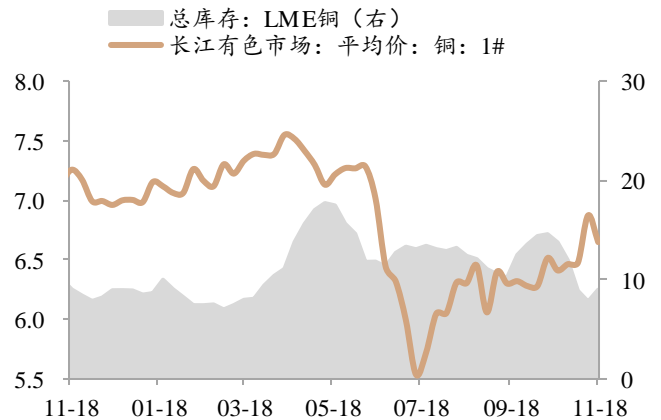
资料来源：WIND，财信证券

图 7：螺纹钢价格上行、库存回落 (元/吨，万吨)



资料来源：WIND，财信证券

图 8：铜价上行、库存回升 (万元/吨，万吨)

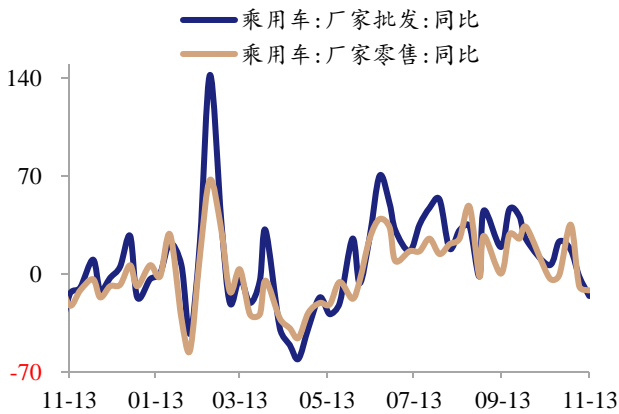


资料来源：WIND，财信证券

2.3 消费

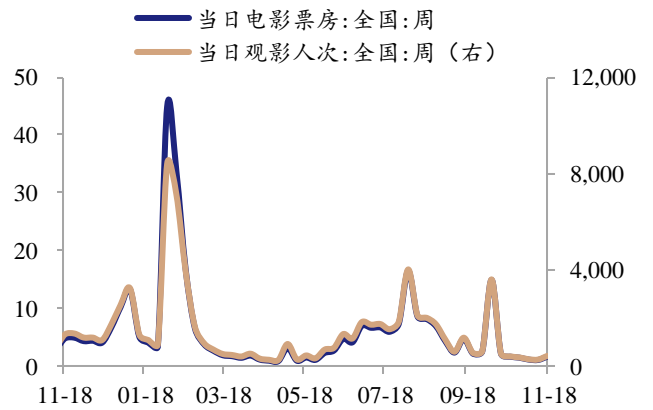
汽车销售同比回落，电影收入环比回升。截至11月13日，汽车批发和零售同比增速分别大幅回落至-16%和-9%；截至11月18日，电影票房收入和观影人次双周环比分别上涨4%和7%至2.79亿元和718万人次。

图 9：汽车批发同比回落、零售同比回落（%）



资料来源：WIND，财信证券

图 10：电影票房收入及人次环比回升（亿元，万人次）

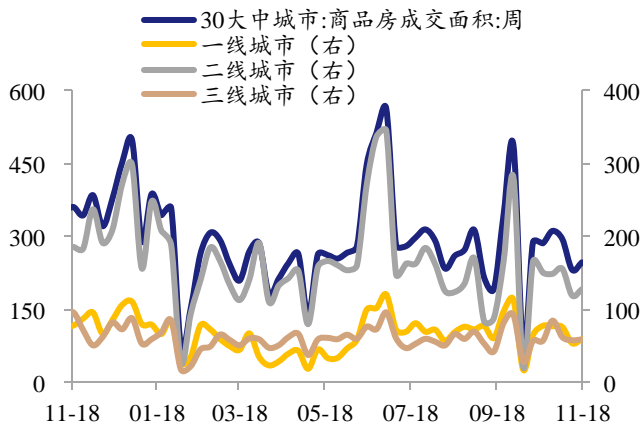


资料来源：WIND，财信证券

2.4 地产

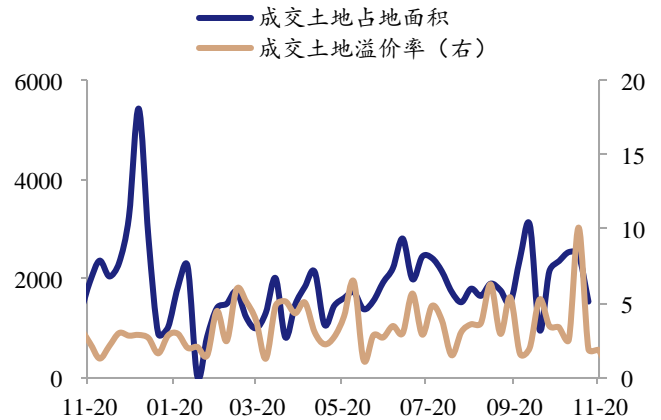
30 城商品房成交面积环比下行，百城成交土地面积环比回落。截至 11 月 18 日，30 城商品房成交面积双周环比下行 21%，其中一、二、三线城市双周环比分别下行 26%、19%、20% 带动 30 大中城市销量环比下行。截至 11 月 20 日，百城土地成交面积回落，双周环比下行 39%，百城成交土地溢价率小幅回升，但仍为负。

图 11：30 城商品房成交面积环比下行（万平方米）



资料来源：WIND，财信证券

图 12：百城成交土地占地面积环比回落（万平方米，%）



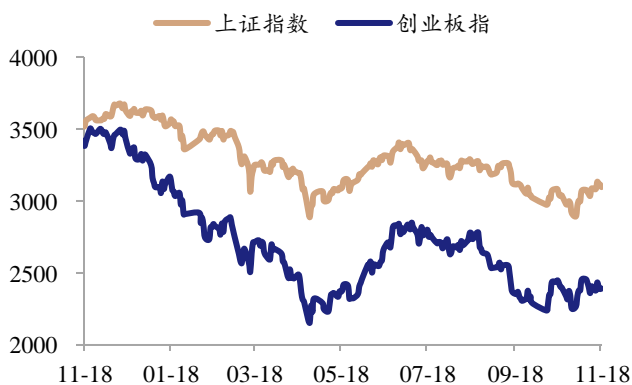
资料来源：WIND，财信证券

3 金融市场周度观察

3.1 股票市场

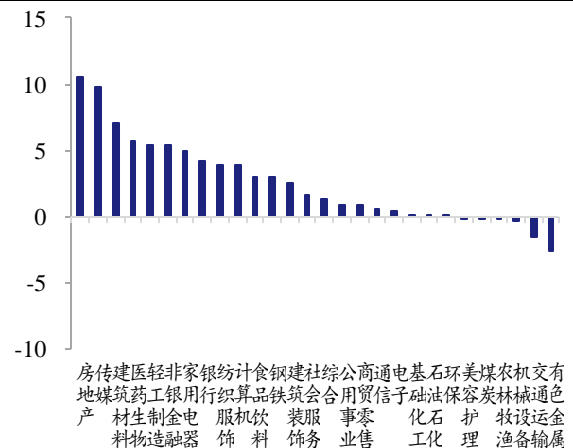
上证指数双周环比上涨，房地产等行业领涨。上周五上证综指收于 3097.24 点，双周环比上涨 0.32%；创业板指收 2389.76 点，双周环比下跌 0.65%。从行业板块来看，前两周房地产、传媒和建筑材料等板块领涨，有色金属、交通运输和机械设备等板块领跌。

图 13: 上证指数双周环比上涨、创业板指环比下跌(点)



资料来源: WIND, 财信证券

图 14: 房地产等板块领涨 (%)



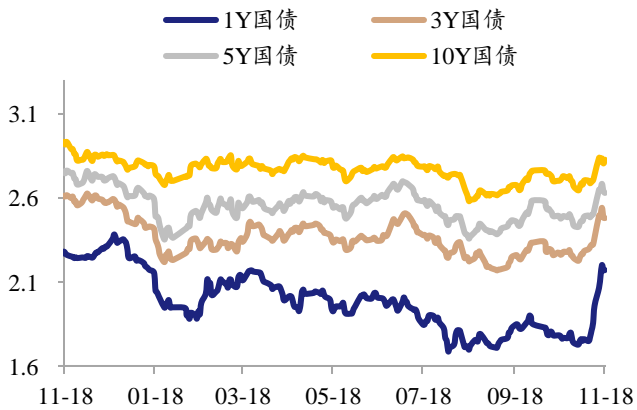
资料来源: WIND, 财信证券

3.2 债券市场

利率债收益率大幅上行。11 月 18 日，1 年期国债收于 2.17%，双周环比上行 41BP；10 年期国债收于 2.83%，双周环比上行 12BP。1 年期国开债收于 2.33%，双周环比上行 45BP；10 年期国开债收于 2.95%，双周环比上行 13BP。

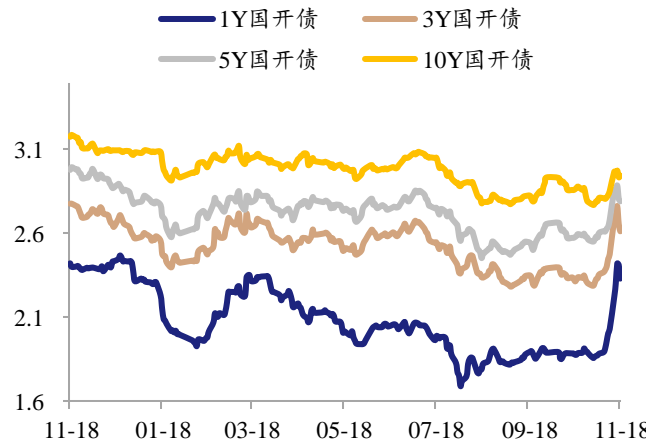
利率债期限利差收窄，中美 10Y 国债利差走阔。11 月 18 日，10Y-1Y 国债期限利差为 65BP，双周环比下行 29BP；10Y-1Y 国开债期限利差为 61BP，双周环比下行 31BP；美国 10 年期国债收益率收于 3.82%，双周环比下行 35BP，中美利差上周收于-100BP，双周环比走阔 47BP。

图 15：各期限国债到期收益率大幅上行（%）



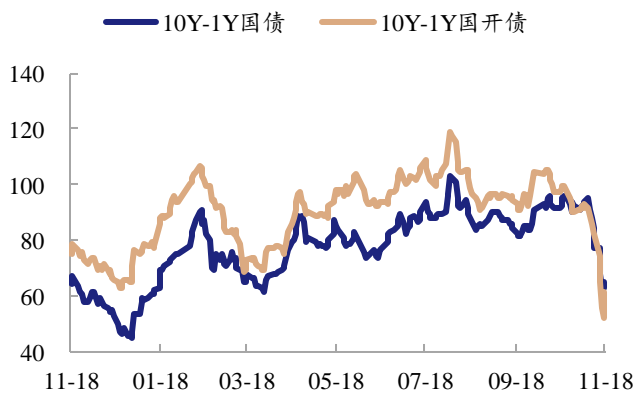
资料来源：WIND，财信证券

图 16：各期限国开债到期收益率大幅上行（%）



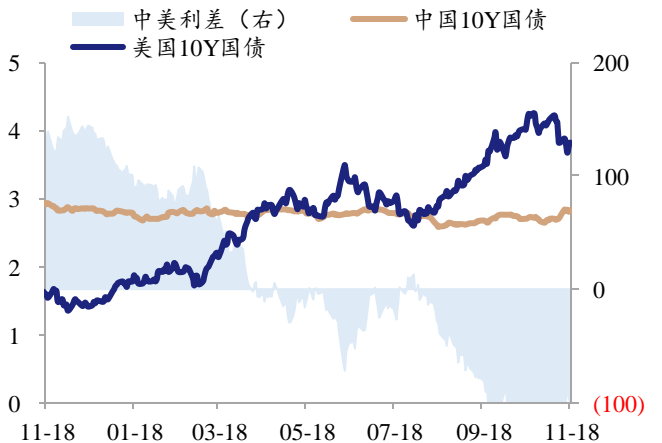
资料来源：WIND，财信证券

图 17：利率债期限利差收窄（BP）



资料来源：WIND，财信证券

图 18：中美 10Y 国债利差走阔（%，BP）

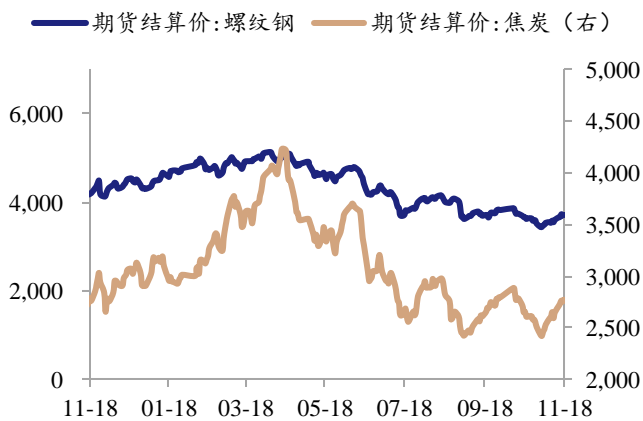


资料来源：WIND，财信证券

3.3 大宗商品

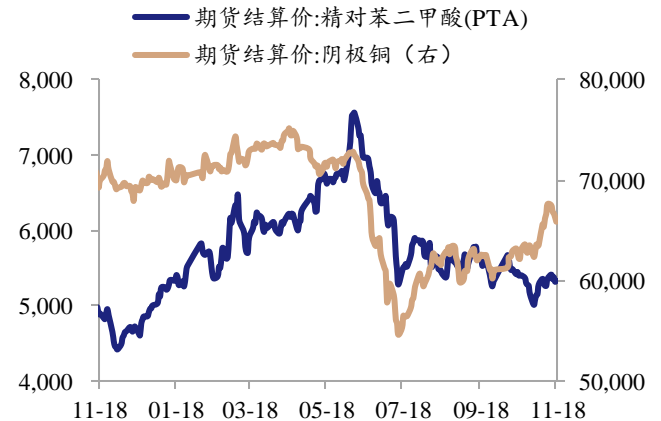
大宗价格涨跌互现，INE 原油价格下行。工业品螺纹钢期货价格上涨至 3715 元/吨，焦炭期货价格上涨至 2772 元/吨；动力煤期货价格持平至 899 元/吨；化工品 PTA 期货价格上涨至 5330 元/吨，阴极铜期货价格上涨至 65860 元/吨；白砂糖期货价格上涨，豆油和豆粕期货价格下降；水泥价格指数上升，南华金属指数上涨，收于 5995 点，INE 原油期货价格下行，收于 622.5 元/桶。大宗商品价格整体仍处于历史高位水平。

图 19: 螺纹钢期货价格上涨、焦炭价格上涨 (元/吨)



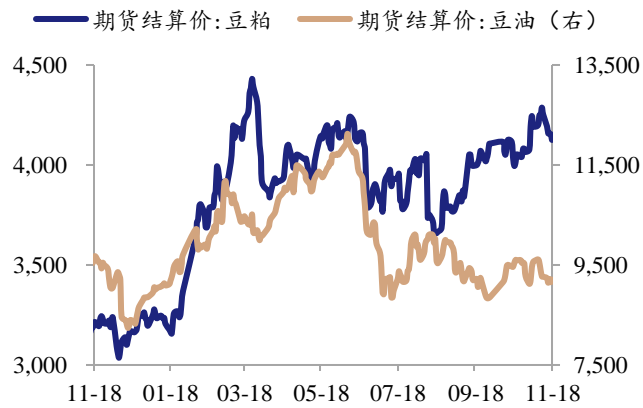
资料来源: WIND, 财信证券

图 20: PTA 期货价格上涨、阴极铜价格上涨 (元/吨)



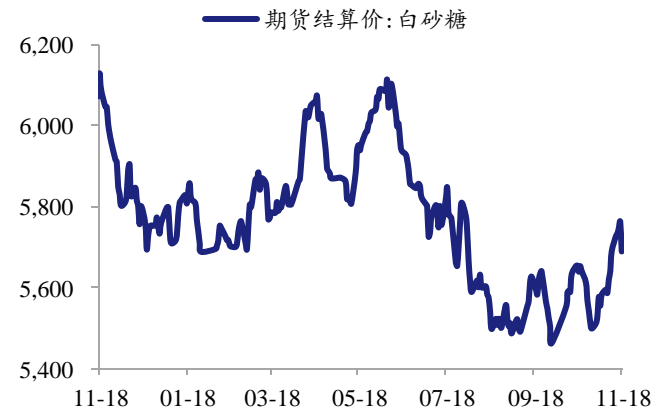
资料来源: WIND, 财信证券

图 21: 豆粕期货价格下降、豆油期货价格下降 (元/吨)



资料来源: WIND, 财信证券

图 22: 白砂糖期货价格上涨 (元/吨)



资料来源: WIND, 财信证券

图 23: 动力煤期货价格上涨 (元/吨)



资料来源: WIND, 财信证券

图 24: 水泥价格指数上涨



资料来源: WIND, 财信证券

图 25：南华金属指数上行



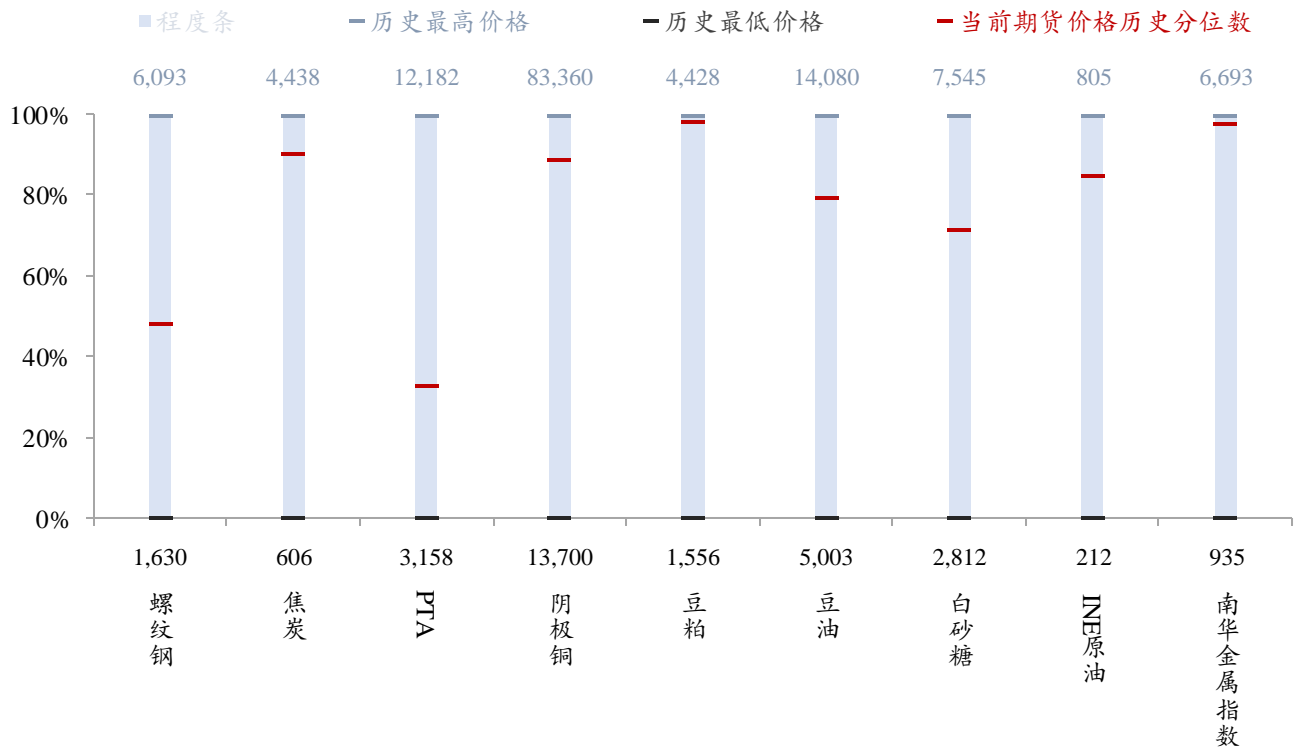
资料来源：WIND，财信证券

图 26：原油期货价格下行（元/桶）



资料来源：WIND，财信证券

图 27：大宗商品价格整体处于历史高位



资料来源：WIND，财信证券

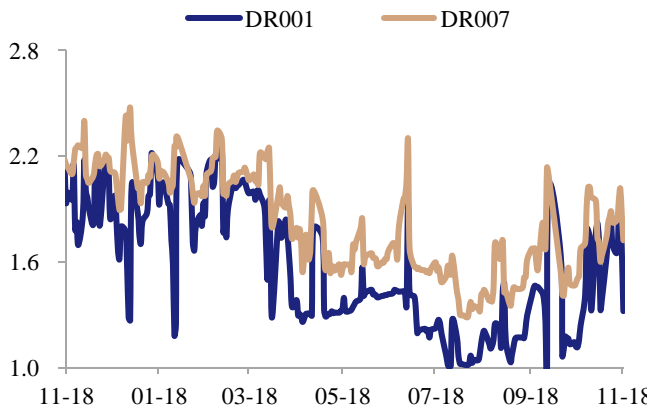
4 宏观政策周度观察

4.1 货币政策

央行公开市场净投放 1380 亿元，资金边际收紧。前两周（11.07-11.18）公开市场共有逆回购投放 4340 亿元，逆回购到期 1460 亿元，MLF 投放 8500 亿元，MLF 到期 10000 亿元，广义公开市场累计净投放 1380 亿元。11 月 18 日，DR001 收于 1.32%，双周环比

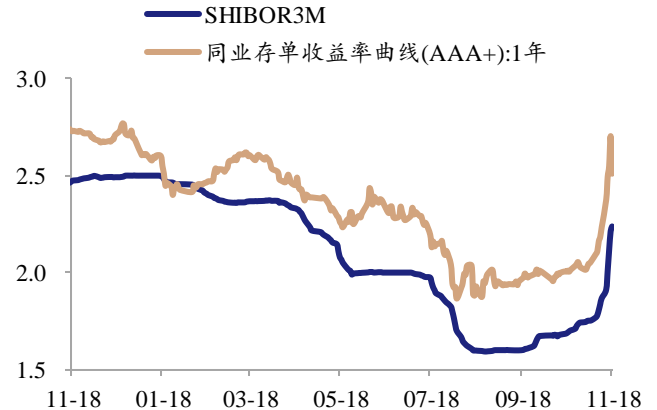
下行 7BP；DR007 收于 1.72%，双周环比上行 8BP。3 月 Shibor 双周环比上行 48BP，收于 2.24%，1Y 同业存单收益率双周环比上行 45BP，收于 2.51%。

图 28：DR001 下行、DR007 上行 (%)



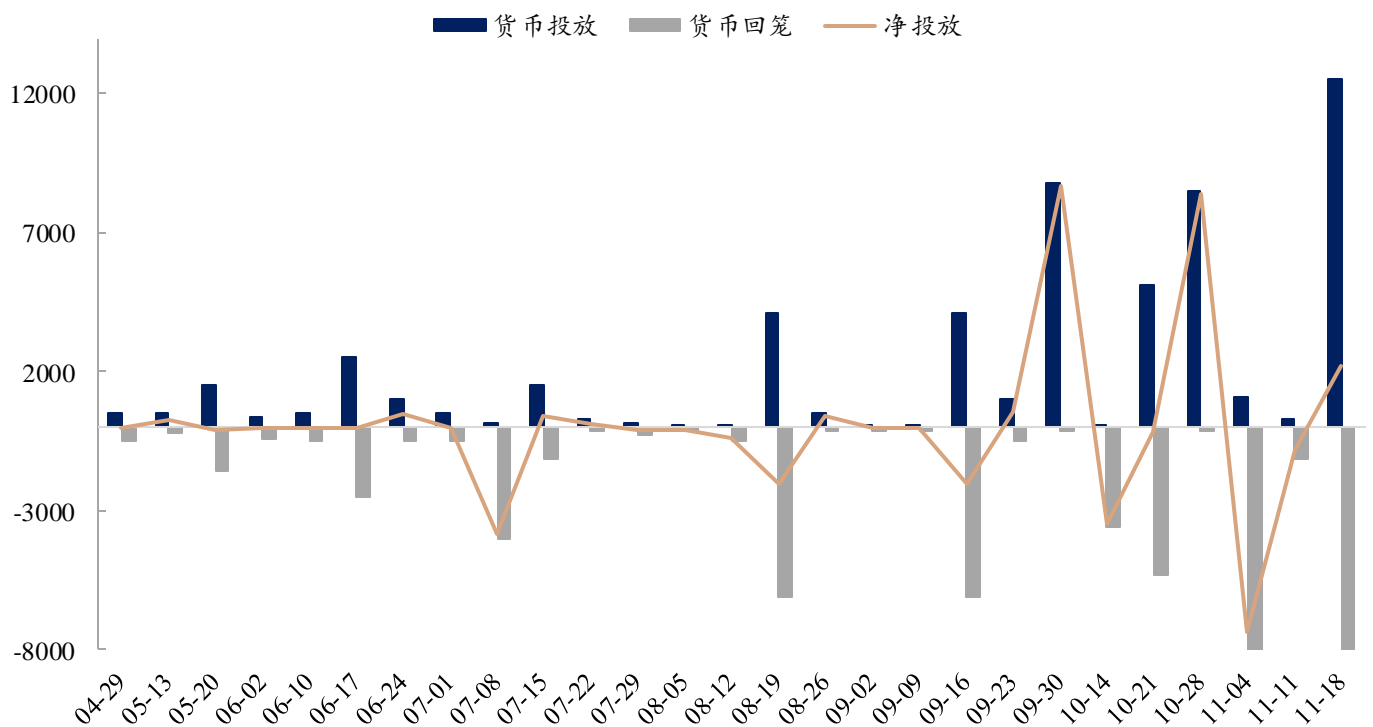
资料来源：WIND，财信证券

图 29：Shibor3M 上行，1Y 同业存单上行 (%)



资料来源：WIND，财信证券

图 30：央行公开市场双周净投放 1380 亿元（11.07-11.18，亿元）



资料来源：WIND，财信证券

4.2 重要动态

中国银行间交易商协会宣布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持 2500 亿元民营企业债券融资。

中国人民银行、银保监会出台《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》，明确提出要明确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。

11 月 11 日，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》，部署了进一步优化防控工作的二十条措施，包括对密接者的管理措施由“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”、取消次密接者的判定、取消中风险地区的判定、取消入境航班熔断机制、将高风险区外溢人员由“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”等。

10 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.0%；10 月份，社会消费品零售总额 40271 亿元，同比下降 0.5%；1-10 月份，全国固定资产投资（不含农户）471459 亿元，同比增长 5.8%，比 1-9 月份回落 0.1 个百分点；1—10 月份，全国房地产开发投资 113945 亿元，同比下降 8.8%；1—10 月份，商品房销售面积 111179 万平方米，同比下降 22.3%，其中住宅销售面积下降 25.5%。

5 风险提示

国内疫情扩散风险，海外形势变化超预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438