

信用债面临赎回潮冲击，债市波动加大

2022年12月4日-12月10日周报

◆ 美联储议息会议之前，市场避险情绪升温

本周美股三大指数周涨跌幅均为负，自10月低点大幅反弹后，美股迎来盘整期。我们认为，本周美股的下行主要系：1，由于下周（12月14日）即将召开美联储12月议息会议，且议息会议之前，美国即将公布的11月CPI数据预计将一定程度影响美联储的12月加息决定，因此本周市场避险情绪有所升温。2，自10月中旬开始至今，市场已经持续计价美联储加息政策边际转鸽。随着美股的上涨，对未来美国经济走弱的预期开始被越来越多的投资者纳入考量。截止12月9日，美国2年期和10年期国债收益率仍然倒挂76BP，反映市场对美国经济趋缓的预期较强。总体来看，市场目前正等待下周美联储议息会议的增量信息，在会议之前，美股或仍以盘整为主。

◆ 11月CPI同比上行幅度较10月下降，PPI同比仍然为负

11月我国CPI同比+1.6%，与市场预期一致，较10月-0.5PCTS。11月CPI非食品项同比+1.1%，与10月一致，CPI食品项同比+3.7%，较10月-3.3PCTS，是11月CPI同比较10月下行的主因。11月CPI食品项同比较10月明显下行主要系：1，去年同期蔬菜价格处在历史同期最高位，今年蔬菜价格逐渐恢复到正常水平，蔬菜价格同比下滑较多。2，生猪产能恢复、生猪供给增加和中央储备肉投放等因素之下，11月猪肉价格继续下行，11月CPI猪肉项录得+34.4%，较10月-17.4PCTS。

11月非食品CPI同比录得+1.1%，与10月一致。非食品中，汽油、柴油和液化石油气价格同比分别+11.4%、+12.3%和+4.6%，涨幅均有回落；家庭服务价格同比+2.3%，较上月-0.2PCTS。

往后看，防控政策优化调整之下，12月消费复苏有望提速，有望推动12月CPI同比较11月增高。但猪价在产能恢复和国家储备肉投放等因素下，下行或趋稳的概率大于上行概率，同时油价因全球经济的走弱，已连续5个月下行，预计12月下行趋势将延续。在缺乏关键商品猪肉和原油价格同比上行的支撑之下，12月CPI同比破3概率不大。

11月PPI同比-1.3%，与前值持平，高于市场预期的-1.5%，环比为+0.1%。分上中下游看，11月采掘工业和加工工业PPI同比分别为-3.9%和-3.2%，原材料工业PPI同比录得+0.3%，在采掘工业和加工工业带动下，11月PPI同比继续为负。11月PPIRM同比-0.6%，较10月-0.9PCTS，环比为0。分主要购进原材料看，11月工业企业购进黑色金属、有色金属、化工原料、建材和纺织原料价格的同比为负，最终带动PPIRM同比录得-0.6%，2020年12月以来首次转负。往后看，12月PPI翘尾因素为0，较11月的-1.2%明显升高，对PPI同比的压制作用将明显减弱，有望推动PPI同比回升。但另一方面，全球经济走弱下油价的下行以及房地产行业仍在筑底之下钢价的疲软，也限制12月PPI同比上行幅度。

作者

符旸 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：

相关研究报告

稳中求进，消费和地产恢复有望带动明年经济回升 —2022-12-08
金融市场分析周报 —2022-12-05
疫情防控优化加速推进，我国经济预期改善 —2022-12-04

◆ 货币市场资金面边际收敛，10 年期美债收益率出现震荡

本周（12月5日-12月9日），逆回购方面，本周公开市场操作重回地量，累计投放7D逆回购100亿元，利率维持2.0%，另有3170亿元逆回购到期，净回笼3070亿元。货币市场方面，截止12月9日，DR007和SHIBOR1W分别报收1.673%和1.76%，DR007较上周五上行11bp，SHIBOR1W较上周五上行7bp，资金利率与政策利率之差有所收窄。跨月结束后流动性较为宽裕，本周央行在公开市场连日净回笼，不断减弱降准实施的效用，资金面稍显收敛，银行间主要回购利率有所上行。

接下来资金面供需主要受到以下几个因素的影响。首先，12月15日（下周四）有5000亿MLF到期。中共中央政治局会议强调“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，推动经济运行整体好转”，央行以宽信用为目标，或将结构性货币政策工具代替总量操作，12月MLF或将延续平价缩量续做的方式。其次，12月历来为财政支出大月，鉴于当前稳增长仍需要财政发力支撑，广义财政支出可能对资金面形成一定的支撑作用。再次，进入12月之后债市赎回潮余波再起，各类理财产品可能需要加大杠杆弥补负债面的紧缺，可能加剧资金紧缩程度。最后，随着时间接近年底，机构资金需求上升，税期高峰也将对资金面形成一定冲击。多种因素耦合增加了货币市场利率的不确定性，中下旬资金面波动可能进一步加大。

截至12月9日，我国10年期国债收益率报收2.89%，较上周五上行2bp。美国10年期国债收益率录得3.57%，较上周五上6bp。本周美债没有延续11月初以来的下行趋势，而是出现了大幅波动。10年期美债收益率在本周三（12月7日）达到周内最低值3.42%，其后的两个交易日则大幅上行了15bp。目前美国市场不确定性升高，一方面联储官员们仍然强调加息抵抗通胀的决心，另一方面市场的交易却偏向于认为美联储紧缩周期已渐近尾声。目前美国长短端收益率曲线倒挂深度处于高位，意味着随着后续一系列经济数据的发布，美国国债可能会进一步出现动荡。

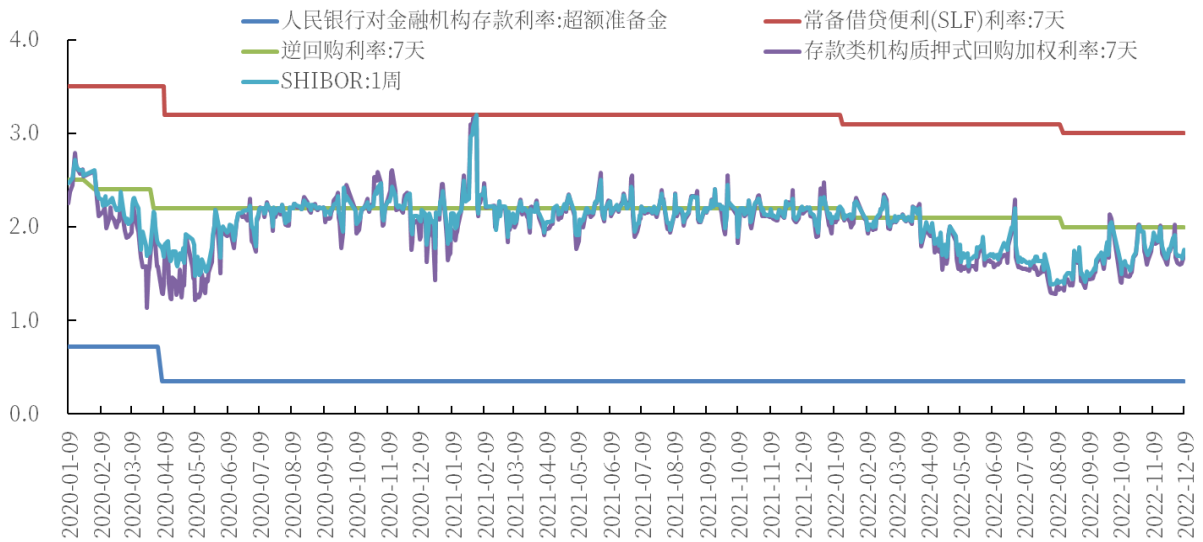
◆ 信用债面临赎回潮冲击，债市波动加大

11月中旬债券市场第一波的利差走阔普遍在11月23日达到阶段性高点，此后各等级信用债利差有接近一周的短暂回调。12月以来流动性风险再发酵，由于理财赎回产生循环反馈，债市遭受第二波冲击。截至12月9日，我国10年期国债收益率报收2.89%，较上周五上行2bp，周内在2.90%附近窄幅震荡。同业存单AAA级一年期到期收益率收于2.62%，较上周五上行12bp。信用利差再次“抬头”，其中3年期信用债利差“首当其冲”再创阶段新高，截至周五3年期AAA级信用利差迅速攀升至60bp。信用债二级市场的波动对一级市场的发行形成了反馈，AAA级公司债发行利率显著走高。

本轮债市风波仍处演化阶段，庞大的赎回压力对债市整体流动性形成了巨大冲击，理财产品从债市稳定器变成波动放大器，长远来看可能对债市形成结构化影响。资管新规落地之后，银行理财产品全面净值化，相较于此前摊余成本法估值时期，净值曲线波动大，与理财持有人刚兑预期存在矛盾，产品一旦出现大幅调整会触发投资者的大额赎回，造成负债端不稳，并且引发市场担忧情绪快速传染。银行理财产品作为表外资产，规模庞大、渠道业绩压力大，投资经理倾向于选择城投债并信用适度下沉以满足大量建仓和业绩要求。本轮冲击之后，理财客户的信任度大大降低，净值化

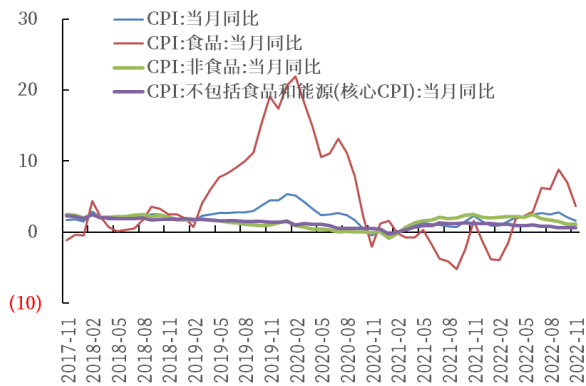
的深远影响正在出现，未来规模扩张能力大为降低。如果赎回压力继续，可能提升金融市场的系统性风险。

图1 货币市场利率向政策利率靠拢 (%)



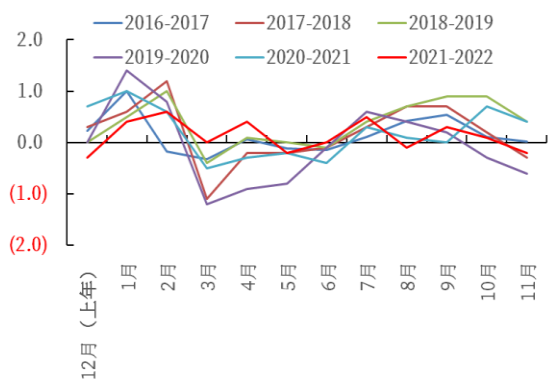
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 CPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

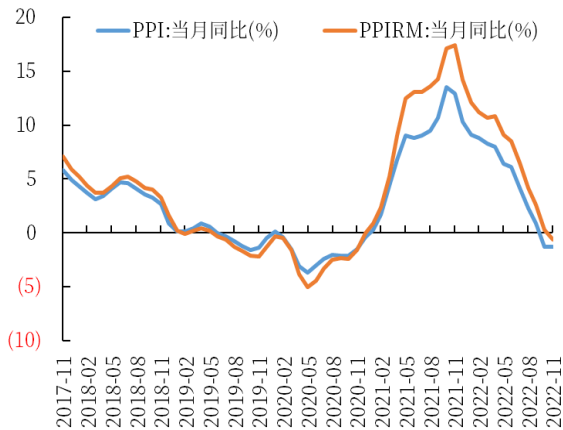
	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11
CPI:当月同比	1.60	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30
CPI:食品烟酒:当月同比	3.00	5.20	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80	-0.10	1.70
CPI:衣着:当月同比	0.50	0.50	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50
CPI:居住:当月同比	-0.20	-0.20	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60	1.70
CPI:生活用品及服务:当月同比	1.50	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50
CPI:交通和通信:当月同比	2.90	3.10	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50	5.20	5.00	7.60
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.30	1.20	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00
CPI:医疗保健:当月同比	0.50	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60
CPI:其他用品和服务:当月同比	2.30	1.90	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60
CPI:环比	-0.20	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40
CPI:食品烟酒:环比	0.50	0.20	1.30	0.40	1.90	1.00	0.90	0.70	0.90	1.20	1.10	-1.30	1.60
CPI:衣着:环比	0.30	0.30	0.80	-0.20	-1.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-1.50	0.10	0.30
CPI:居住:环比	0.00	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00
CPI:生活用品及服务:环比	-0.30	0.30	0.00	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30	-1.40
CPI:交通和通信:环比	0.10	-1.40	-0.60	-0.70	0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30	0.30
CPI:教育文化和娱乐:环比	-0.40	0.20	0.40	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00	-1.50
CPI:医疗保健:环比	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00
CPI:其他用品和服务:环比	-0.10	0.40	-1.30	0.30	0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10	-0.50

资料来源: wind, 中航证券研究所

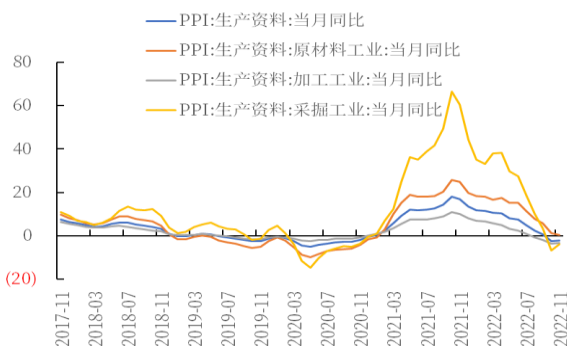
图5 CPI分项目环比季节性情况 (%)

	近五年均值	2022-11	2021-11	2020-11	2019-11	2018-11	2017-11
CPI:环比	-0.02	-0.20	0.40	-0.60	0.40	-0.30	0.01
CPI:食品烟酒:环比	0.08	-0.50	1.60	-1.60	1.50	-0.80	-0.30
CPI:衣着:环比	0.38	0.30	0.30	0.30	0.30	0.50	0.52
CPI:居住:环比	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20
CPI:生活用品及服务:环比	-0.06	-0.30	-0.40	0.00	-0.10	0.10	0.09
CPI:交通和通信:环比	-0.16	0.10	0.30	-0.30	-0.30	-1.00	0.50
CPI:教育文化和娱乐:环比	-0.63	-0.40	-0.50	-0.80	-0.70	-0.60	-0.54
CPI:医疗保健:环比	0.10	0.00	0.00	0.00	0.10	0.20	0.18
CPI:其他用品和服务:环比	-0.35	-0.10	-0.50	-0.60	-0.80	0.20	-0.04

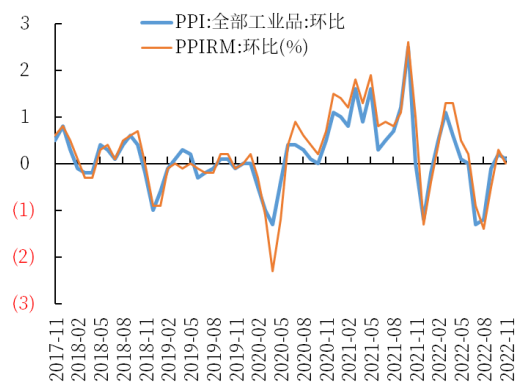
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 PPI和PIRM同比走势


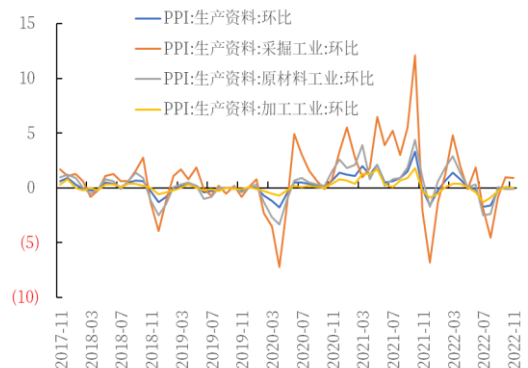
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 上中下游PPI同比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 PPI和PIRM环比走势


资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 上中下游PPI环比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637