

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

分析师

执业证书编号:S0530519010001

huanghongwei@hncasing.com

彭刚龙

分析师

执业证书编号:S0530521060001

pengganglong@hncasing.com

刘文蓉

研究助理

liuwenrong@hncasing.com

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。

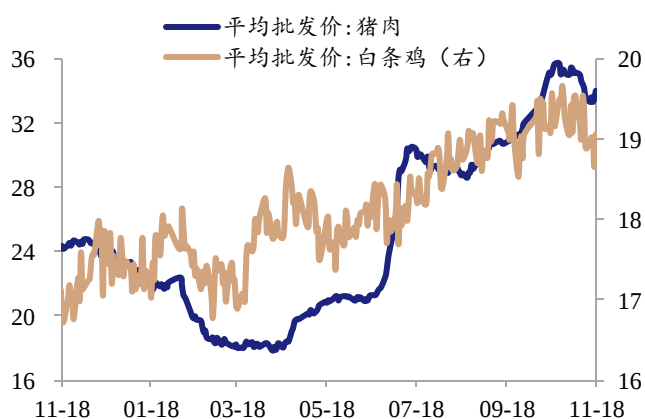
我们认为目前难言债市调整已经结束，短期还需一段时间来应对情绪上的修复，未来债市可能会迈入一个寻找再平衡的阶段，利率中枢或将有所抬升，但从基本面来看，经济恢复压力仍存，地产和出口仍较为疲软，10 月经济数据亦显示供需指标均有所回落，长期来看经济基本面对债市的支撑仍在，利率仍有下行空间，或存在超调机会。

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）



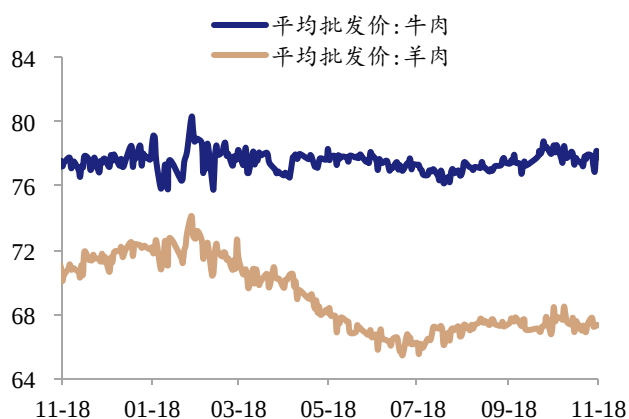
资料来源：WIND，财信证券

图 2：猪粮比价回落



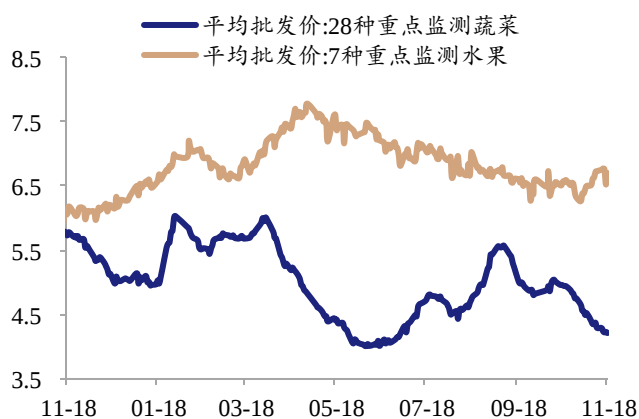
资料来源：WIND，财信证券

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

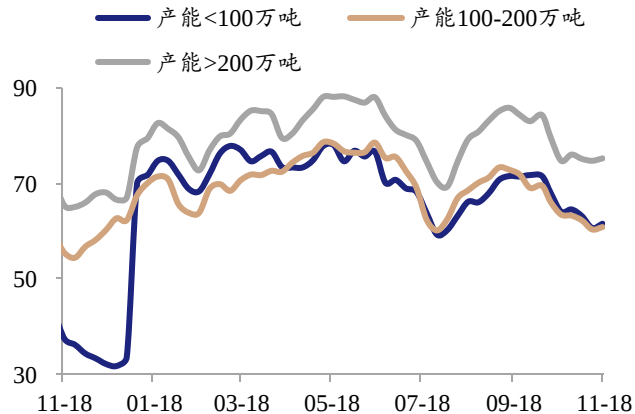
-1.6 个百分点、-1.4 个百分点和 0.1 个百分点至 61.5%、60.8%和 75.2%。螺纹钢价格回升，钢材库存回落；铜价上行，库存回升。

图 5：高炉开工率下行 (%)



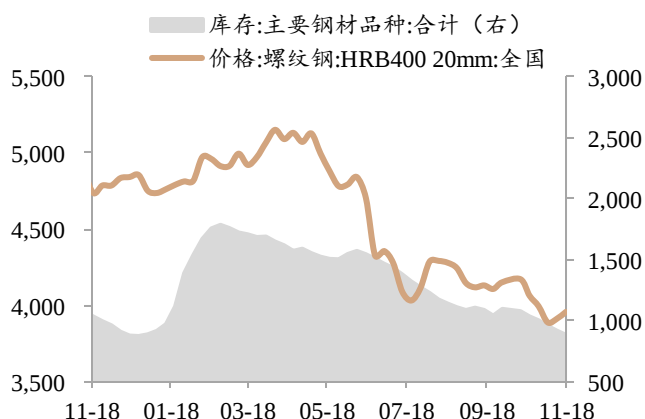
资料来源: WIND, 财信证券

图 6：各产能的焦化企业开工率普遍下行 (%)



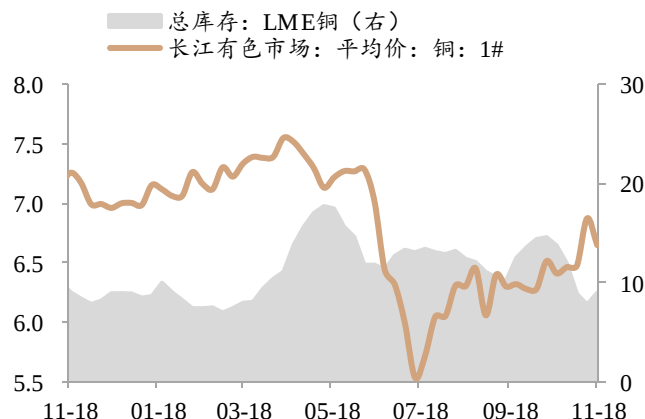
资料来源: WIND, 财信证券

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)

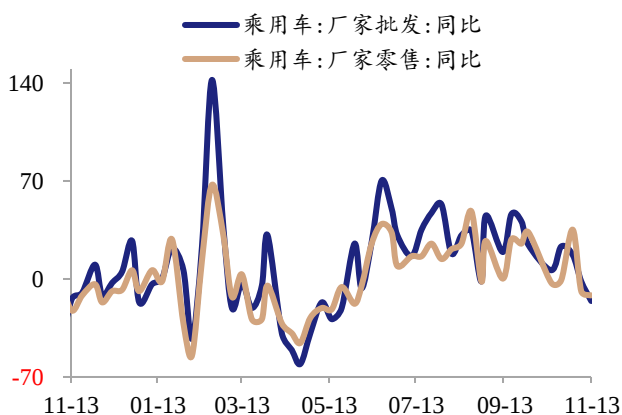


资料来源: WIND, 财信证券

2.3 消费

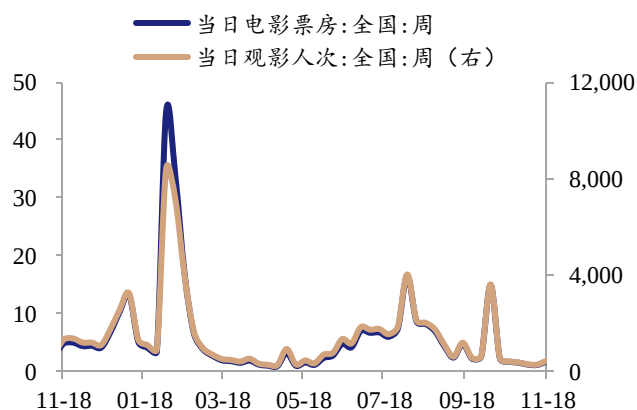
汽车销售同比回落，电影收入环比回升。截至 11 月 13 日，汽车批发和零售同比增速分别大幅回落至-16%和-9%；截至 11 月 18 日，电影票房收入和观影人次双周环比分别上涨 4%和 7%至 2.79 亿元和 718 万人次。

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）

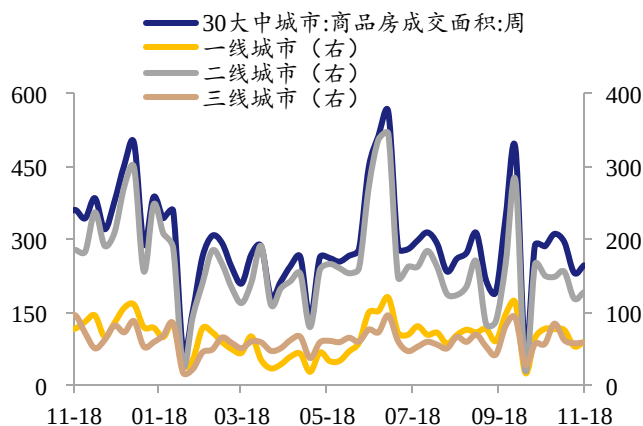


资料来源：WIND，财信证券

2.4 地产

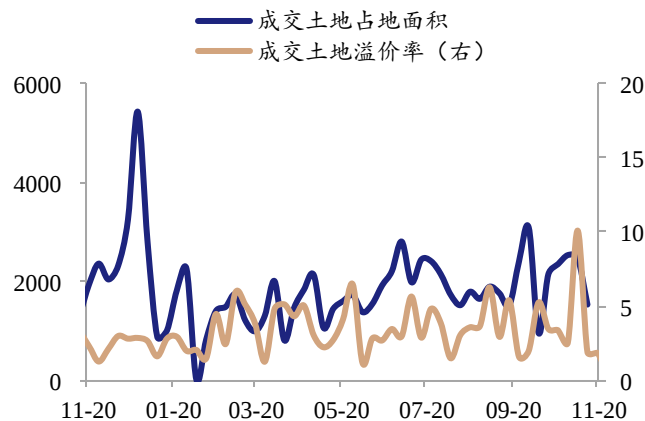
30 城商品房成交面积环比下行，百城成交土地面积环比回落。截至 11 月 18 日，30 城商品房成交面积双周环比下行 21%，其中一、二、三线城市双周环比分别下行 26%、19%、20%带动 30 大中城市销量环比下行。截至 11 月 20 日，百城土地成交面积回落，双周环比下行 39%，百城成交土地溢价率小幅回升，但仍为负。

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，%）



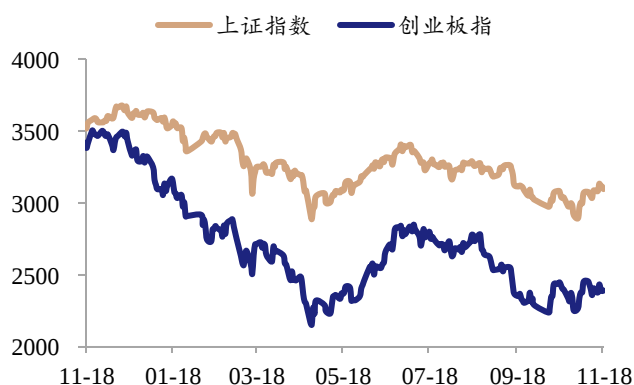
资料来源：WIND，财信证券

3 金融市场周度观察

3.1 股票市场

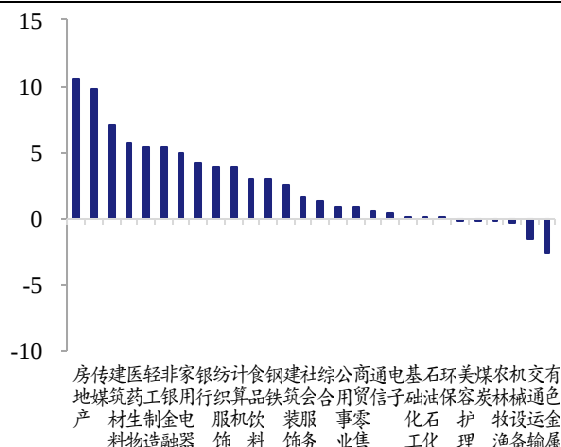
上证指数双周环比上涨，房地产等行业领涨。上周五上证综指收于 3097.24 点，双周环比上涨 0.32%；创业板指收 2389.76 点，双周环比下跌 0.65%。从行业板块来看，前两周房地产、传媒和建筑材料等板块领涨，有色金属、交通运输和机械设备等板块领跌。

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;

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49091

