

精准科学防控下的市场 ——2022年11月宏观利率策略

2022年11月4日

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号：S1060519060001

邮箱：liulu979@pingan.com.cn

0 摘要

- **内外资产向衰退交易靠拢。**10月海外市场是两条主线的对抗：前半段核心通胀再创新高，新增非农就业好于预期，紧缩交易升温。临近月末，美债流动性压力凸显，10月PMI两年来首次跌破荣枯线，衰退预期占据上风。全月原油和美股较强，美元和金属震荡偏弱，美债大幅调整。国内需求收缩、预期不稳，疫情多点散发，PMI低于预期，大类资产延续9月格局：股跌债涨、人民币贬值、商品分化。资金面波动收敛，市场青睐长久期，曲线平坦化。
- **现实弱，货币难转向，但短期扰动增多。**实体融资需求低迷，新增确诊和医学隔离人数创新高，地产修复缓慢，消费者信心不足，基建延续托底但很难超预期，基本面对债市有支撑。向后看，货币政策也仍在宽松周期中，实体融资改善、企业盈利回正及房价企稳回升等路标可以辅助判断未来货币节奏，意味着利率下行也未结束。不过短期扰动确实在增多：（1）美债流动性问题需时刻警惕；（2）美联储加息higher & longer，汇率能否稳住有待检验；（3）精准科学防控正式开始演练，效果有待观察，路标是防控强度指数在50-60区间能稳定多久。
- **等待加息余震过去。**站在当前视角，交易空间不大。从胜率看目前没有明显的预期差：基本面偏多，政策面中性（财政与准财政力度有限，货币或有利好，防控政策动向对债市偏空但还需观察），资金面的“关口”在汇率，有不确定性。从赔率看，10Y国债2.7%的水平距离年内低点10BP，处于相对中性位置。从估值看，中长久期利率债和3年AA&AA+信用债略好。建议等待加息余震过去、汇率平稳以后，根据赔率选择交易机会。在货币政策的窗口关闭前，不建议轻仓。
- **风险提示：**1) 货币政策转向、2) 通胀超预期、3) 海外货币政策收缩持续性超预期。



目录CONTENTS

● 市场回顾：内外资产向衰退交易靠拢

● 宏观与政策：现实弱，货币难转向，但扰动增多

● 策略展望：等待加息余震

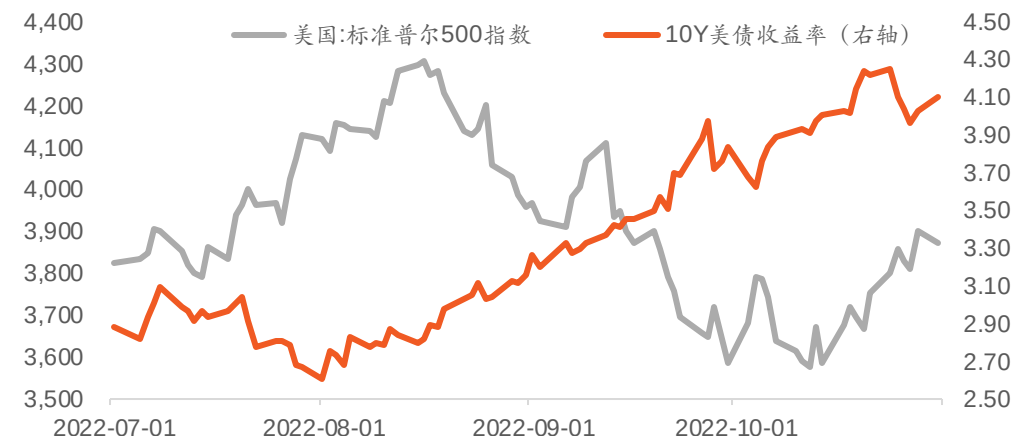
● 风险提示

1.1 紧缩交易 VS 美债流动性压力

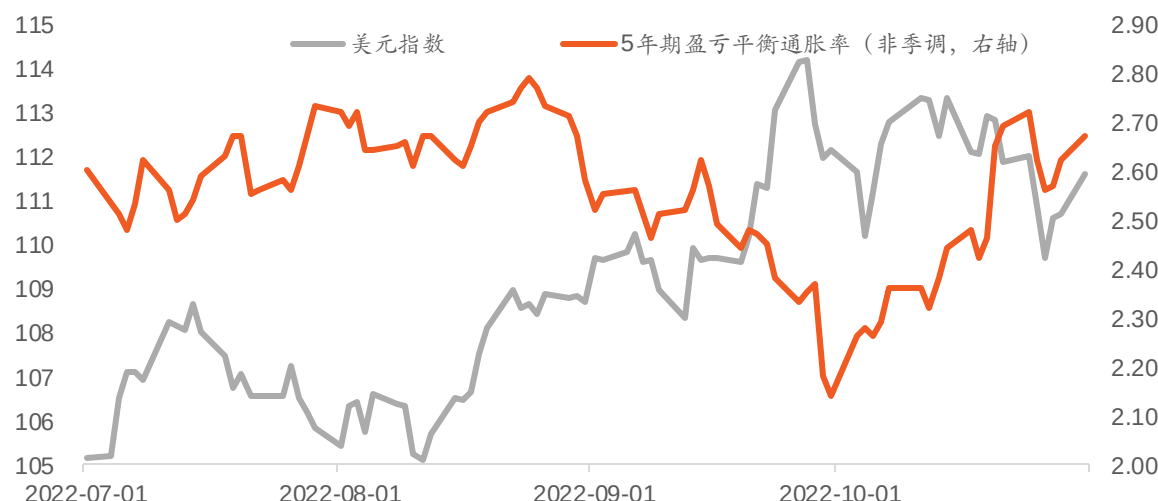
10月海外市场是两条主线的对抗：（1）前半段核心通胀再创新高，新增非农就业好于预期，紧缩交易升温。（2）临近月末，美债流动性压力凸显，10月PMI两年来首次跌破荣枯线，衰退预期占据上风。

原油和美股较强，美元和金属震荡偏弱，美债大幅调整：标普500指数上涨8%、10Y美债收益率上行27BP、美元指数顶部震荡。大宗商品方面，油价上涨8%、黄金下跌2%，工业金属震荡偏弱。

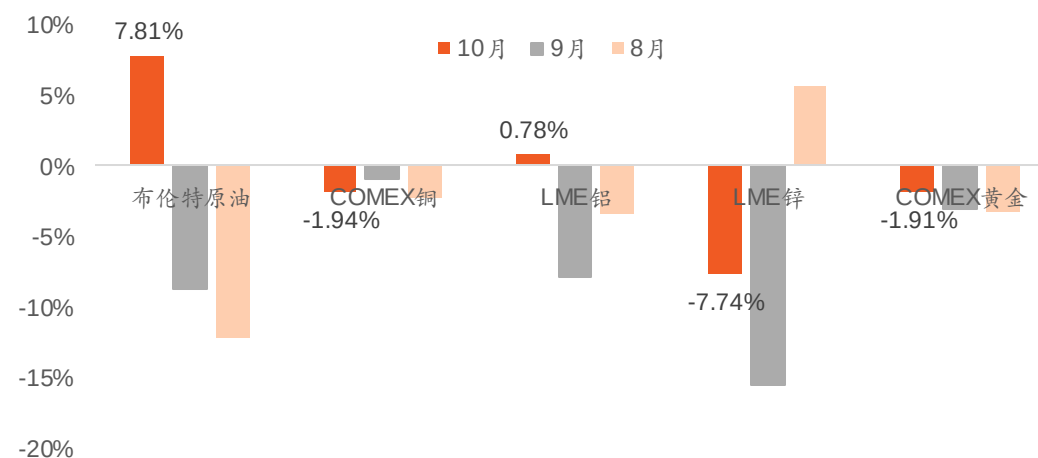
● 美股震荡，美债大幅调整（点，%）



● 通胀预期再次升温，美元指数顶部震荡（点，%）



● 油价坚挺，工业金属和贵金属下跌（%）

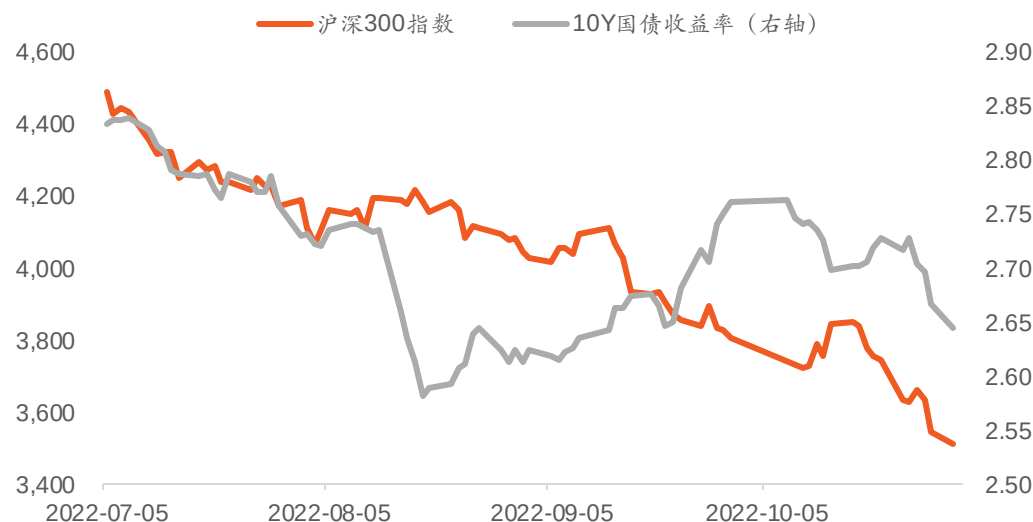


1.1 国内交易衰退逻辑

10月需求收缩、预期不稳：二十大胜利闭幕，疫情防控政策没有明确变化，地产销售未有明显改善，疫情多点散发，PMI低于预期，市场对基本面预期边际走弱。

大类资产延续9月格局：股跌债涨、人民币贬值、商品分化（能源与农产品涨价、建材上游跌下游涨、石化大部分下跌）。

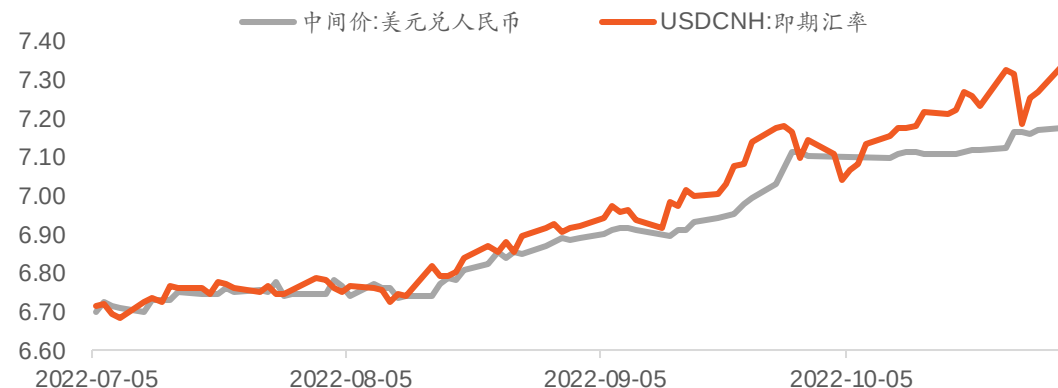
10月股市下跌，债券上涨（点，%）



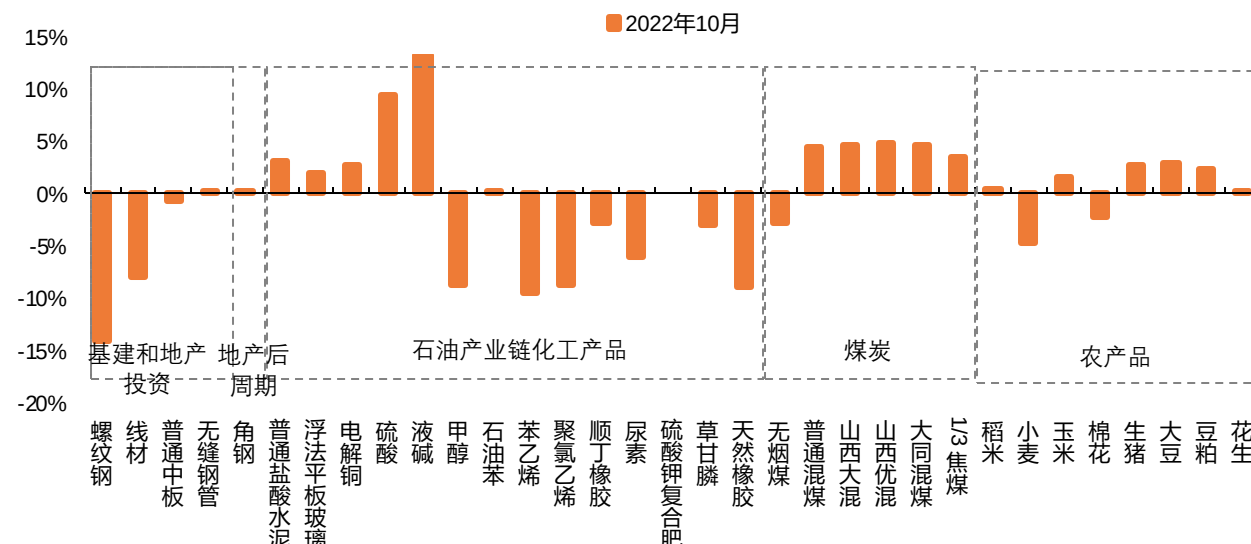
资料来源：Wind，平安证券研究所



10月人民币对美元贬值1%，突破7.2关口（元）



10月大宗商品表现



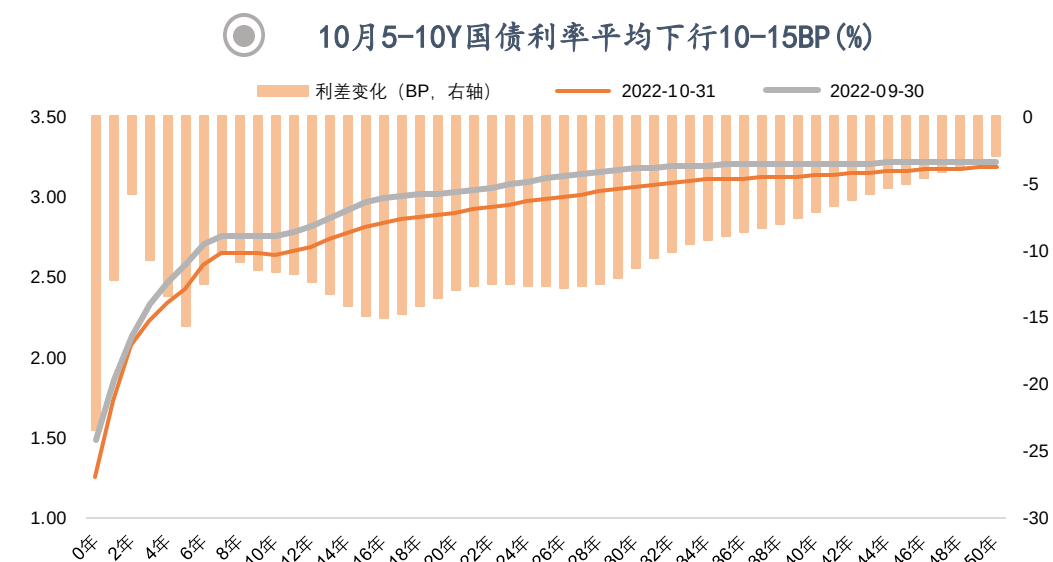
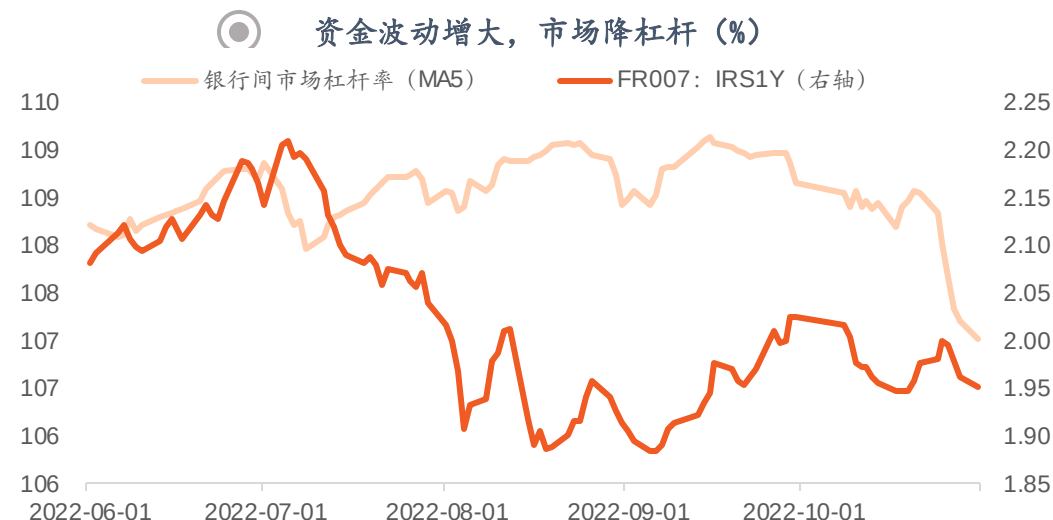
1.2 资金面波动，市场青睐长久期

资金面波动抬升，市场降杠杆，长债表现好于短债。

(1) 由于人民币贬值压力的影响，资金价格波动抬升，市场主动降杠杆。

(2) 由于疫情点状散发+防控政策保持不变+外需加速走弱，5-10Y长端利率下行较为顺畅。

(3) 信用利差没有明显压缩，久期策略胜于信用下沉。



资料来源: Wind, 平安证券研究所



目录CONTENTS

● 市场回顾：内外资产向衰退交易靠拢

● 宏观与政策：现实弱，货币难转向，但扰动增多

● 策略展望：等待加息余震

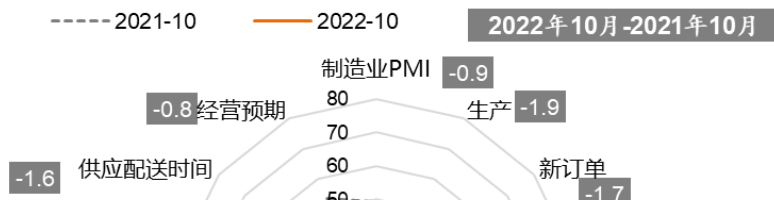
● 风险提示

2.1 现实经济仍然偏弱

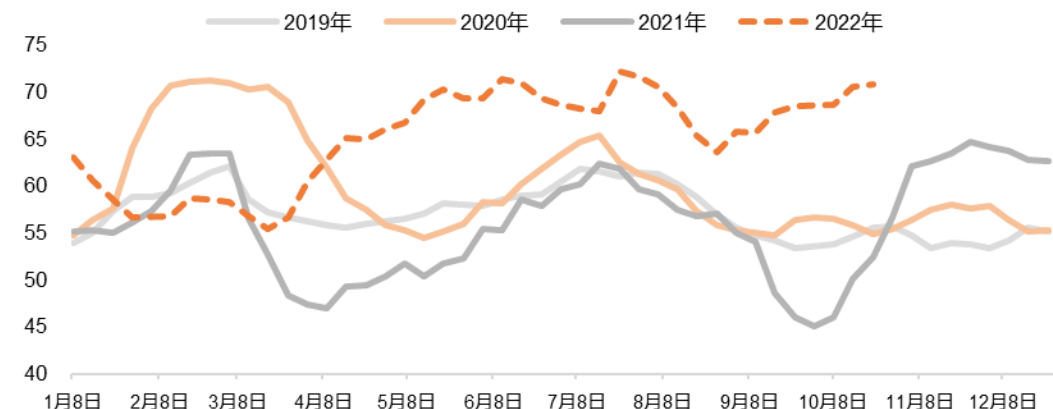
10-11月基本面如期显露颓势：PMI大幅回落0.9个百分点至49.2%，季节性、环保限产和疫情散点多发物流受阻是主要原因。

工业生产见顶回落：9月生产在政策刺激下明显发力，10月开始显现颓势。高炉开工率月中见顶回落。一方面，地产链条的预期很弱，另一方面基建链条的水泥、沥青由于环保限产、物流受阻等因素，库存堆积，同样压制生产。

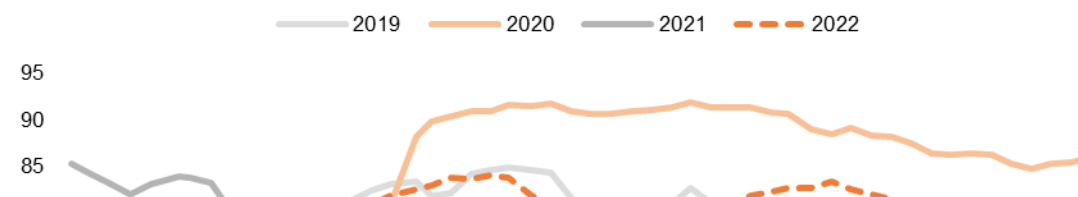
10月P制造业PMI回落0.9%至49.2%（%）



水泥库存高企，压制生产（水泥库容率，%）



10月全国高炉开工率见顶回落（%）



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_48252

