

2022 年 11 月 27 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

疫情继续压制消费，债市进入再平衡阶段

2022 年 11 月 20 日-11 月 26 日周报

◆ 美联储加息步伐放缓的中长期主线进一步确立

美联储 11 月会议纪要显示，与会者虽然普遍认为美国通胀压力几乎没有减轻的迹象，但同时普遍认为鉴于货币政策存在不确定的滞后性，较慢的加息速度将更好地让 FOMC 评估实现目标的进展情况。这一表态进一步巩固了市场对美联储加息步伐将放缓的预期。在 6 月、7 月、9 月和 11 月连续 4 次加息 75BP 后，12 月议息会议上，美联储有望将加息幅度降为 50BP。周三会议纪要公布后，当日纳指、标普 500 和道指均实现收涨。

截止 11 月 25 日，CME 数据显示，目前市场预期美联储 12 月会议加息 50BP 和 75BP 的概率分别为 75.8% 和 24.2%，同时，市场主流预期是美联储将在明年 2 月和 3 月会议分别再加息 50BP 和 25BP，其后，美联储将在明年 9 月前维持 5.00%-5.25% 的联邦基金目标利率，明年 9 月会议上美联储将开始降息。市场对美联储加息步伐放缓、但加息终点的最高利率较此前略高的预期与美联储 11 月议息会议声明及 11 月会议纪要传递的信息基本一致。

美联储加息步伐放缓的核心原因在于通胀预期放缓叠加美国经济走弱预期逐渐显现之下，美联储货币政策的制定在控通胀和稳经济间的再平衡。通胀方面，尽管 11 月会议纪要显示多数与会者仍然认为通胀前景的风险仍向上行倾斜，但在美联储 11 月议息会议之后公布的美国 10 月 CPI 和 PPI 均呈现边际缓和，同时截止 11 月 25 日的美国 5 年期和 10 年期盈亏平衡通胀利率分别较 10 月末下行 33 和 22 个 BP，显示市场对美国通胀前景的预期也在持续下行。经济方面，美联储内部经济学家在会上告诉委员们，明年经济衰退可能性升高至 50% 左右，同时，最新的美国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值公布为 46.1，不及预期的 47.9 以及上个月的 47.8；11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 47.6，不及预期的 50 以及上个月的 50.4，此外，10 月底至 11 月 25 日，美国 10 年期和 2 年期国债收益率倒挂幅度加深了 33 个 BP，显示市场对美国经济前景的担忧持续上升。

我们认为，美联储 12 月议息会议（当地时间 12 月 14 日进行）之前，美联储加息预期仍将因美国 11 月通胀、就业及经济数据而出现波动，进而导致美股、美债的再次波动。但在美国经济走弱和通胀趋缓的趋势下，美联储加息步伐放缓的中长期主线预计不会出现明显转向，这意味着在中长期视角上，逐步计价美联储政策转鸽或将成为未来国际资本市场的重要主线。

◆ 预计 11 月 CPI 同比涨幅继续降低，PPI 同比继续为负但降幅有望略缩窄

截止 11 月 26 日的数据显示，11 月，我们重点监测的 8 种食品中，粮食、油料、肉类、鸡蛋和水果价格同比为正，蔬菜、鱼类和生鲜乳价格同比为负，结合 8 种重点食品价格变化，预计 11 月 CPI 食品项同比较 10 月下行。同时，参考非食品项历史同期

作者

符旻 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：liuqian@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2022-11-22
债市急跌后，中期走势取决于复苏进展 —
2022-11-20
复苏再遇波折，隐忧尚未解除 —2022-11-15

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

环比数据，结合重点非食品项价格变化，预计 11 月 CPI 非食品项同比较 10 月下行。总体上，预计 11 月 CPI 同比录得+2.0%之下，较 10 月 CPI 同比继续下行。

截止 11 月 26 日的数据显示，11 月，我们重点监测的煤、钢和原油等大宗商品中，无烟煤、普通混煤、山西大混和山西优混等煤种价格同比为正，1/3 焦煤价格同比为负，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管和角钢等钢铁类大宗商品价格同比继续为负，但下行幅度较 10 月略缩窄，OPEC 一揽子原油价格较 10 月略下行，但价格同比仍然录得+10%以上。除重点监测大宗商品价格外，截止 11 月 26 日数据显示，11 月，与 PPI 同比相关性较高的商务部发布的生产资料价格指数同比录得-10.53%，较 10 月同比降幅略微缩窄。总体上，预计在翘尾因素的作用下，11 月 PPI 同比继续为负，但降幅可能较 10 月略微缩窄。

◆ 11 月房屋销售依然乏力，疫情影响下，11 月消费或再次不及预期

近期稳房地产政策频出，11 月 11 日央行和银保监会联合发布 254 号文《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》，共提出 16 条支持房地产市场平稳健康发展的金融政策后，各大银行积极响应，相继与房企签订战略合作协议。根据公开信息整理，邮储银行、工商银行、中国银行、交通银行已对多家房企授予的信贷额度累计已达 12750 亿元。但从高频数据看，仅就 11 月而言，房地产仍然是筑底态势。截止 11 月 26 日，我们统计的 50 个大中城市房屋销售面积 11 月同比为-26.3%，较 10 月的-20.9%下滑幅度进一步加深。预计随着政策的发力，后续房屋销售或有一定改善，相关政策效果仍有待进一步观察。

我国疫情在 10 月下旬开始明显加重，单日新增本土确诊+无症状病例数量在 9 月末为 754 例，10 月末升至 2829 例，11 月 10 日突破 1 万例，11 月 15 日突破 2 万例，11 月 26 日突破 3.9 万例。在确诊病例和无症状感染者增长的同时，居民出行仍然受到了较大抑制。我们统计的 17 个大中城市地铁客流量加总值 11 月上旬和中旬同比分别为-16.8%和-28.6%，与 10 月全月的-17.9%相比无明显改善。居民出行持续受限之下，消费场景的缺失使得 11 月消费数据存在着再度低于市场预期的可能。

◆ 资金面边际收敛，央行全面降准稳预期

本周（11 月 21 日-11 月 25 日），逆回购方面，央行本周操作量保持低位，累计投放 7D 逆回购 230 亿元，利率维持 2.0%。本周共有 4010 亿元逆回购到期，逆回购净回笼 3780 亿元。货币市场方面，本周利率持续下行至周中后反弹，截止 11 月 25 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别报收 1.73 %和 1.74%，DR007 较上周五上行 1bp，SHIBOR1W 较上周五下行 5bp。

11 月以来，货币市场资金面收紧，利率中枢上移且波动加大，流动性趋紧态势明显。且上周债券市场出现大幅波动，尤其是短久期品种调整幅度偏大，对金融系统稳定性造成压力。央行及时回应市场关切，在 11 月 22 日国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”之后，11 月 25 日央行宣布于 12 月 5 日全面降准 0.25 个百分点，预计释放长期资金约 5000 亿元，降准带来的长期低成本资金有助于稳定市场预期。往后看，12 月 MLF 续作操作仍然值得关注，降准释放的 5000 亿流动性于 12 月 5 日投放，而 12 月 15 日 MLF 有 5000 亿到期回笼，降准释放的流动性对 12 月的资金面起到一个强有力的支撑作用，预计 12 月 MLF 可能延续 11 月平价缩量续作，不续作的概率较低。



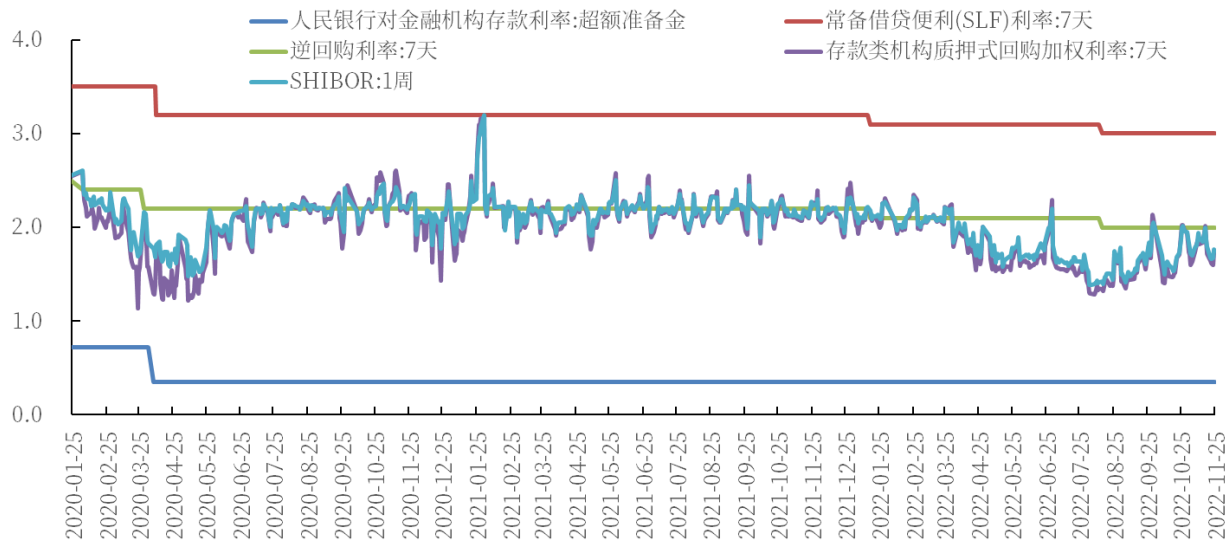
截至 11 月 25 日, 本周我国 10 年期国债收益率围绕 2.8% 小幅震荡, 周五报收 2.83%, 较上周五持平。美国 10 年期国债收益率则持续下行, 周五录得 3.68%, 较上周五下行 14bp。美国 10 年期国债收益率顶部大概率已经形成, 随着通胀的好转, 美联储加息预期有所减弱, 远期政策利率预期走低, 带动 10 年期国债收益下行。中美利差缩窄, 美元兑人民币即期汇率本周在 7.1 附近震荡。往后看, 10 月以来疫情散发高发的趋势仍在持续, 截至 11 月中旬, 受疫情影响的城市数量已经超过了 4 月最高的时候, 对出口相关产业链造成的冲击加大, 出口增速可能持续下行, 贸易顺差为汇率带来的结构性支撑因素减弱, 人民币汇率可能还会面临压力。

◆ 冲击后债市进入再平衡时期

11 月以来, 由于资金面收紧、疫情防控和地产融资政策放松, 债券市场大幅调整。11 月 22 日国常会提出“适时适度”运用降准等货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 资金面重回宽松, 本周债券市场进入再平衡时期, 10 年期国债收益率在 2.80% 附近高位震荡, 同业存单 AAA 级一年期到期收益率下行至 2.43%, 较上周五下行 9bp。以 10 年期国债收益率与 1 年期国债之差衡量期限利差, 在上周经历一轮快速下行之后, 期限利差由周初的 63bp 走阔至 70bp, 债市风险偏好有所回升, 降准效应开始显现。

往后看, 经济基本面主要有两个变量, 房地产融资修复进程和疫情进展对生产的压力。目前“保交楼”各项政策渐次落地, “金融 16 条”印发后, 6 家国有大行迅速响应, 房企融资环境改善较大。然而正如我们一再强调, 居民主动加杠杆购房仍是整个房地产投资链条的核心价值出口, 房地产的全面企稳可能需要居民购房意愿相对明显恢复作为先决条件。高频数据显示 11 月居民购房并未改善, 且近期疫情多点散发、形势严峻, 居民出行和消费受到较大影响。虽然政策利好不断累积, 但由于受到疫情的明显扰动, 市场对于经济前景尚难以形成较为统一的乐观预期, 同时央行虽然降准, 但可能更多体现的是资金面求稳的意图, 市场走势也并未展现出明显的进一步宽货币的预期。多种因素交织下, 债市或进入再平衡阶段, 等待疫情和房地产两方面形势的进一步明朗。

图1 货币市场流动性保持充裕 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 月度经济数据情况

	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零 (当月同比)	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-3.7	-11.1	-1.5
社零: 商品零售 (当月同比)	0.5	3.0	5.1	3.2	3.9	-3.0	-9.7	-2.1
社零: 餐饮 (当月同比)	-8.1	-1.7	8.4	-1.5	-4.0	-21.1	-22.7	-16.4
固投 (累计同比)	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.8
制造业投资 (累计同比)	9.7	10.1	10.0	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6
基建投资 (累计同比)	11.4	11.2	10.4	9.6	9.8	8.2	8.8	10.5
房地产开发投资 (累计同比)	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7
固投 (当月同比)	5.0	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7
制造业投资 (当月同比)	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9
基建投资 (当月同比)	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.8	11.8
房地产开发投资 (当月同比)	-16.1	-12.1	-13.8	-12.1	-9.6	-7.7	-10.1	-2.4
出口金额 (美元, 当月同比)	-0.3	5.7	7.1	17.8	17.9	16.9	3.9	14.6
进口金额 (美元, 当月同比)	-0.7	0.3	0.8	2.1	1.0	4.1	-0.1	0.1
工业增加值 (当月同比)	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0
服务业生产指数 (当月同比)	0.1	1.3	1.8	0.6	1.8	-1.1	-1.1	-0.9
制造业PMI	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40.0	46.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 美国通胀预期趋缓 (%)

图4 美国 10 年期和 2 年期国债收益率倒挂加深 (%)

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_49342

