

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

符畅 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 7 bp，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（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，或将以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。

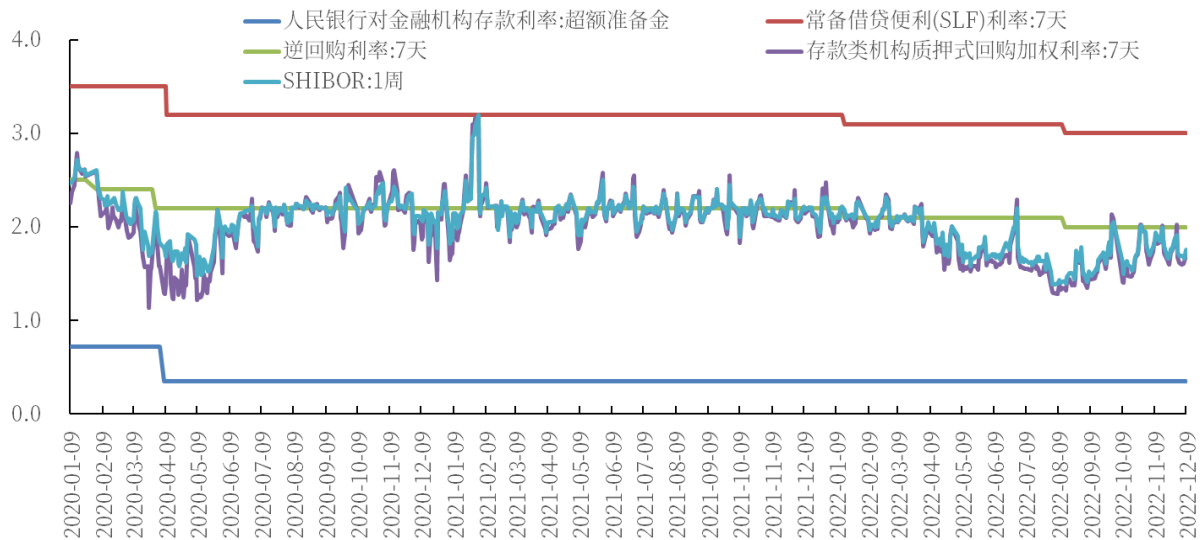
◆ 信用债面临赎回潮冲击，债市波动加大

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 12 bp。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

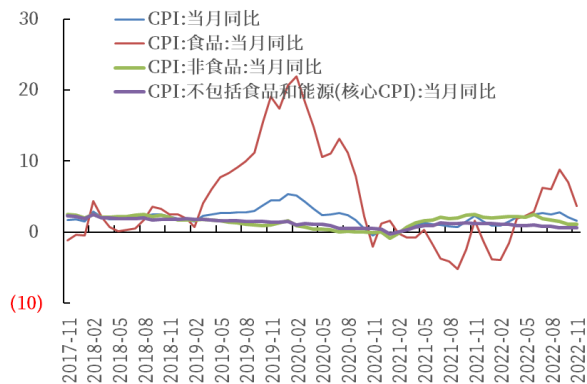
的深远影响正在出现，未来规模扩张能力大为降低。如果赎回压力继续，可能提升金融市场的系统性风险。

图1 货币市场利率向政策利率靠拢 (%)



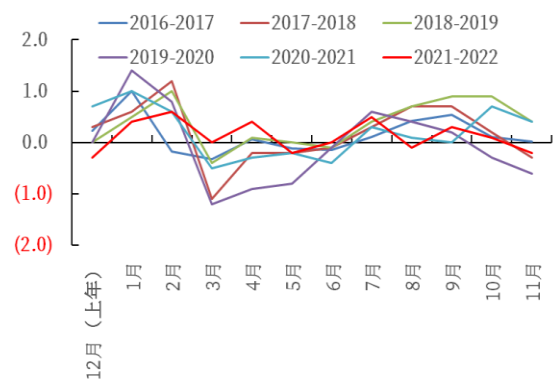
资料来源: wind, 中航证券研究所

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

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_50019

