

固收周报（2022.12.12——2022.12.16）

一、 市场回顾

上周债市受二次赎回潮冲击、后半周有所减弱，经济金融数据略低于市场预期，央行加量等价续作 MLF，中央经济工作会议定调明年经济工作。纵观全周，利率持稳、信用延续上行，信用利差持续走阔。

周一，美国 11 月 PPI（生产者价格指数）与核心 PPI 的同比增速均较 10 月放缓，但放缓程度不及预期，核心 PPI 环比增速超过预期。PPI 强化了市场对美联储将货币紧缩保持更久的预期；据英国泰晤士报，在乌克兰的关键基础设施遭到多次导弹袭击之后，五角大楼默许乌克兰对俄罗斯境内目标进行远程攻击。国内宏观，11 月新增社融 1.99 万亿元，比上年同期少 6109 亿元，M2 同比增 12.4%（高于预期），企业贷款好于居民，M2-M1 剪刀差持续上行，居民存款增加较多。债市方面，央行开展 20 亿 7 天逆回购操作，完全对冲，早盘利率情绪较好，国债期货开盘继续拉升，带动长券下行 1.5bp 左右，临近午盘国债期货触顶跳水，长端利率震荡上行，中短端则迫于理财赎回压力卖盘明显增加，普遍上行 3-5bp，下午金融数据发布，略低于市场预期，但债市反应平淡。全天来看，10 年国债期货主力合约小幅收涨 0.03%，长端持稳短端走弱，10 年国债活跃券 220019 收益率与昨日持平。信用方面，交投情绪较弱，抛压较重，各期限收益率普遍上行 10-15bp。转债方面，中证转债指数收跌 0.4%，有色金属、小家电、化工板块个券跌幅居前，特效药、口罩、抗原等其他抗疫题材板块个券涨幅居前。

周二，海外宏观，大多数美联储官员预计，将在 2023 年春季或夏季达到本轮加息周期的第三个阶段，美联储将把利率维持在一些尚未确定的较高水平，直到通胀率很快降至 2% 的目标；联合国贸发会议指出，全球实际 GDP 增速将从 2021 年的 5.7% 下降到 2022 年的 3.3%。国内宏观，易纲行长撰文指出大规模的“他救”是特定历史时期的特殊安排，“自救”应成为当前和今后应对金融风险的主要方式，推动资不抵债的机构有序市场化退出，通过股权清零等承担损失。债市方面，央行开展 20 亿 7 天逆回购操作，零投放零回笼，资金面略有收敛，理财赎回潮再袭，开盘情绪低迷，长端小幅上行 0.5bp 随后一路上行，中短端直接跳升 5bp 成交，国债

期货盘中跳水进一步冲击市场信心，午后传闻金稳会开会研究维稳债市，期货企稳拉升，长端利率转而下行 1bp 左右，中短端上行幅度收窄，尾盘一波利空来袭，香港澳门通关不再查验核酸、杭州公积金认贷不认房，但债市反应平平。全天来看，10 年国债期货主力合约跌 0.09%，3 年期以内利率上行 4-10bp，10 年国债活跃券 220019 上行 0.25bp 至 2.9175%。信用方面，收益率大幅上行，短券上行 10-20bp，长券上行 15bp 左右，弱资质个券、银行“二永债”上行幅度更甚。转债方面，中证转债指数收跌 0.72%，超 8 成转债收跌，电子、疫情防护板块个券跌幅居前。

周三，海外宏观，美国 11 月 CPI 同比上涨 7.1%（低于市场预期），录得 2021 年 12 月以来最小增幅，核心 CPI 月率录得 0.2%，为 2021 年 8 月以来新低；俄乌方面，克里姆林宫否认关于俄罗斯军队可能在年底前从乌克兰撤出的报道。国内宏观，中国社科院预测明年经济增长 5.1%左右，经济运行将整体好转；据路透社报道，中国部分银行理财子公司拟更多采用摊余成本法估值，应对赎回压力。债市方面，央行开展 20 亿 7 天逆回购操作，零投放零回笼，资金面小幅收敛，整体维持均衡，早盘受配置资金进场及市场传言提振，现券期货大幅回暖，午后又传银行理财子拟更多采用摊余成本法估值以应对近期的赎回压力，债市延续强势直至收盘，全天来看，10 年国债期货主力合约涨 0.49%，10 年国债活跃券 220019 下行 2.69bp 至 2.89%，中短端下行幅度更大。信用方面，交投情绪比较活跃，各期限收益率下行 3-5bp 为主，银行“二永债”明显回暖。转债方面，中证转债指数收跌 0.42%，公用事业、金融、能源、电子板块个券跌幅居前，医药、抗疫题材、军工板块个券跌幅居前。

周四，海外宏观，美联储如期加息 50 个基点，联邦基金利率的目标区间提升至 4.25%-4.5%，此外，“点阵图”将明年终端利率上调至 5.1%，略超市场预期；外媒报道，欧洲央行预计未来三年通胀率将保持在 2%的目标之上，比市场预期的还要久。国内宏观，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》指出，加强房地产市场预期引导，探索新的发展模式，实施渐进式延迟法定退休年龄。加强对高收入者的税收调节和监管；11 月规模以上工业增加值、社会消费品零售、城镇固定资产投资同比增速分别为 2.2%、-5.9%和 5.3%，均低于市场预期。债市方面，央行 MLF 等价超量续作 6500 亿，净投放 1500 亿，资金面整体维持宽

松格局，早盘市场一度延续强势，利率开盘下行 1bp 左右，但央行续作 MLF 略低于市场预期，对债市情绪有所压制，10 年国债期货主力合约低开 0.1% 后弱势整理，随后 11 月经济数据发布，消费、投资、地产均不及预期，债市情绪有所提振，国债期货上拉翻红，午盘获利止盈盘增加，叠加 10 年国开一级发行结果高出二级 2.5bp，期现货再度震荡转弱直至收盘。全天来看，10 年国债期货主力合约跌 0.11%，10 年国债活跃券 220019 上行 2.95bp 至 2.9125%。信用方面，早盘交投情绪较好，午盘后有所转弱，全天收益率较昨日下行 2-3bp。转债方面，中证转债指数收涨 0.02%，汽车零部件、电力及新能源设备等成长板块个券涨幅居前。

周五，海外宏观，欧洲央行如期加息 50 个基点，同意从 2023 年 3 月开始量化紧缩的同时，利率将需要“大幅”上升，并大幅上调其通胀前景；美国上周首次申请失业金人数 21.1 万人，降至 9 月份以来最低水平，明显低于市场预期的 23 万人。国内宏观，国务院副总理刘鹤指出，对于明年中国经济实现整体性好转极有信心，房地产是国民经济的支柱产业，正在考虑新的举措努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。债市方面，央行开展 410 亿 7 天逆回购操作，净投放 390 亿，资金平稳偏松，隔夜刘鹤副总理重提地产是支柱产业，地产放松预期再起，开盘收益率上行 2bp 左右，随后央行加量逆回购，债市情绪有所企稳，利率震荡下行，国债期货低开后弱势整理，午盘强势上涨至 0.1% 附近，现券亦一路下行 3bp 左右，市场或在博弈经济工作会议定调可能低于预期；临近收盘，国债期货突然回落，涨幅明显收窄，市场亦担忧会议可能有利空消息。全天来看，债市情绪略显脆弱，10 年主力合约涨 0.05%，3 年期国开活跃券 210203 上行 1bp，10 年国债活跃券 220019 上行 0.12bp 至 2.908%。信用方面，整体交投情绪一般，估值附近成交为主。转债方面，中证转债指数收跌 0.59%，电力及新能源设备、电子、军工板块个券跌幅居前，传媒、抗疫药材板块个券涨幅居前。

全周来看，央行公开市场累计净投放 1890 亿元，央行呵护流动性态度明显，资金面延续宽松，资金利率中枢略有上升，周内 DR001 位于 1.15% 水平，DR007 整体处于 1.7% 附近波动。利率方面，较上周五，三年国开 220207 上行 1bp 至 2.73%，五年国开 220208 下行 3.5bp 至 2.85%，十年国开 220215 下行 0.5bp 至 3.0475%；十年国债 220019 下行 1.25bp 至 2.905%。信用方面，受理财赎回负反馈影响明显，

收益率延续上行趋势，1、3、5年AAA信用债分别上行10bp、15bp、12bp左右。转债方面，中证转债指数周内五连跌，跌幅2.1%，转股溢价率进一步压缩，电力设备及新能源、通信、电子、军工板块个券跌幅居前，医药、旅游板块个券涨幅居前。

二、 核心观点

资金方面，央行维稳意愿明显，资金面整体维持宽松格局，但需关注跨年资金扰动，以及疫情对主要机构人员在岗情况和交易效率可能带来的影响。基本面方面，中央经济工作会议已明确释放积极信号，2023年要着力稳增长稳就业稳物价，提振市场信心，把恢复和扩大消费摆在优先位置，保持经济运行在合理区间：财政政策要加力提效、货币政策要精准有力，着力扩大内需、有效带动全社会投资、确保房地产市场平稳发展，在此政策背景下，叠加2022年的低基数环境，经济复苏将是2023年的主基调。

展望后市，短期来看，理财赎回负反馈在监管介入维稳后已边际缓和，但难言转向，或仍是年末市场的主导因素；中期来看，疫情防控全面放开和经济复苏将是后市主基调，阵痛可能是暂时的，市场或将逐步由交易预期转向交易复苏，中期来看市场可能仍将偏弱。操作层面，利率类账户建议适当控制杠杆，关注监管对于赎回冲击的介入程度，精选同期限中活跃个券，把握波段交易机会；信用类账户仍建议首先关注年末账户的流动性，在此前提下，挖掘短期限高等级超跌个券；含权类账户，建议控制转债仓位，持续跟踪估值压缩情况及权益市场走势。

流动性平稳，理财面临二次赎回潮冲击，信用利差走阔。