

## 嘉合固定收益周报

### 10 月 PMI 再次走低，经济复苏还需依赖政策呵护

嘉合基金固定收益研究部

2022 年 11 月 05 日 星期日

#### 宏观&利率

10 月份，中国制造业采购经理指数( PMI )为 49.2%，前值 50.1%，较上月大幅下降 0.9 个百分点，为 7 月份以来首次下降，年内仅高于 4 月、7 月水平。10 月份，非制造业商务活动指数为 48.7%，比上月下降 1.9 个百分点，低于临界点，且已经连续 4 个月下行，当前宏观环境下非制造业企业经营持续受到挤压。

10 月份 PMI 下行程度超出预期，供需景气度双降，企业未来预期重新转弱，海外需求退坡和国内政策空窗期导致前期复苏势头停滞，复苏进程一波三折，体现出政策持续呵护的重要性，预计 11 月份稳增长政策会进一步出台。

#### 信用债

本周(10.31-11.6)一级市场信用债发行量 1,909.90 亿元，总偿还量 1,977.74 亿元，净融资量-67.84 亿元。分评级来看，本周高评级 AAA 发行占比为 72.16%，AA+发行占比为 12.00%。从期限结构来看，1 年内发行金额占比 33.32%，中长期发行占比有所增长。本周没有债券推迟发行，共有 13 只债券取消发行，金额合计 88.00 亿元。

本周信用债收益率多数上行。其中产业债 1 年期 AA 等级上行幅度最大(5bp);城投债 1 年期 AA 等级上行幅度最大 ( 5bp)。

信用利差方面，本周产业债除 1 年期各等级信用利差走阔外，其余各等级各期限均收窄，其中 3 年期 AAA 和 AA 等级收窄幅度最大 ( 5bp); 城投债除 1 年期各等级外，其余各等级各期限信用利差均收窄，其中 3 年期 AAA 和 AA+等级收窄幅度最大 ( 6bp )。

李超 lichao@haoamc.com

乔路 qiaolu@haoamc.com

赵芸静 zhaoyunjing@haoamc.com

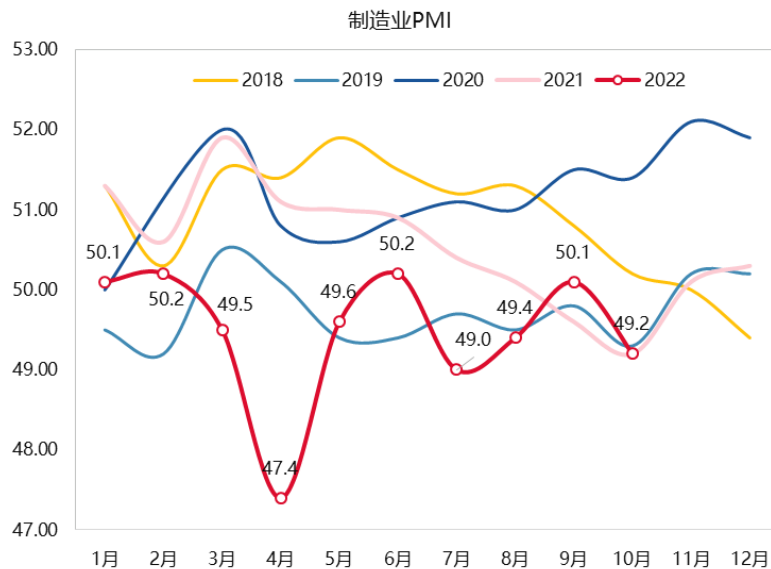
王治正 wangzhizheng@haoamc.com

舒烟雨 shuyanyu@haoamc.com

## 一、宏观政策面回顾

10 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.2%，前值 50.1%，较上月大幅下降 0.9 个百分点，为 7 月份以来首次下降，年内仅高于 4 月、7 月水平。具体情况如下图所示：

图 1：制造业 PMI 历年走势对比



资料来源：Wind，嘉合基金

10 月份 PMI 下行程度超出预期，供需景气度双降，企业未来预期重新转弱，海外需求退坡和国内政策空窗期导致前期复苏势头停滞，复苏进程一波三折，体现出政策持续呵护的重要性，预计 11 月份稳增长政策会进一步出台。

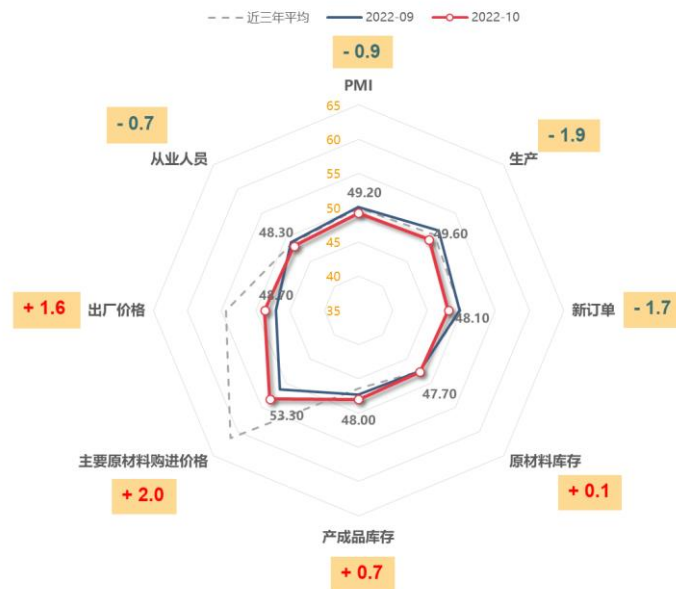
从主要分项变化来看，生产指数和新订单指数双双大幅回落，生产指数环比下降 1.9 个百分点，至 49.6%，落入非景气区间；新订单指数环比下降 1.7 个百分点，至 48.1%，已经连续 4 个月维持在非景气区间。10 月份全国疫情扩散程度有所加深，同时由于假期因素导致整体供需活动景气度有所下降，生产端的下降短期干扰较多，预计 11 月份边际将有所好转。但新订单指数持续走弱，目前为全年除 4 月份以来的最低水平，需求疲软情况加深，企业对于年底甚至明年的经营预期较差，未来还需要更加直接的政策托底需求以及引导企业预期。此外，新出口订单较上月回升 0.6 个百分点，出口景气度下行趋势有所扭转，但与高频数据有所分歧，还需根据出口数据进一步验证。

从价量关系角度来看，10 月份主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均维持上月回暖走势，环比分别上行 2 个百分点和 1.6 个百分点，主要是能源产品和农副食品加工价格上行拉动；产成品库存和原材料库存环比小幅上行 0.7 个百分点和 0.1 个百分点，但仍位于荣枯线之下，企业去库存过程持续但企业边际已有补库意愿。综合价量关系来看，价格传导有利于缓解中下游企业压力，改善企业经营状况，但需求水平偏低导致传导效率较低，企业预期改善不明显。预计价格因素带来的复苏利好将持续，但对于总体 PMI 水平的贡献度有限。

另外从统计局解读中可以看到不同行业的表现，农副食品加工、石油煤炭及其他燃料加工、医药、汽车制造等行业生产指数和新订单指数均连续两个月位于扩张区间，产需保持增长；纺织、木材加工及家具制造、化学纤维及橡胶塑料制品等行业两个指数均下降 5.0 个百分点以上。总体来看房地产产业链和纺织服装产业链受到的冲击较大，主要受到房地产开发受限和海外出口快速回落的影响，且短期改善的空间较小，未来政策发力可能仍旧集中于制造业领域。

分企业规模来看，大型企业 PMI 为 50.1%，比上月下降 1.0 个百分点，继续保持扩张。其中，生产指数为 51.3%，连续 6 个月高于临界点，大型企业生产持续增长。中、小型企业 PMI 分别为 48.9%和 48.2%，比上月下降 0.8 和 0.1 个百分点，继续位于临界点以下，中、小型企业生产经营压力有所加大。

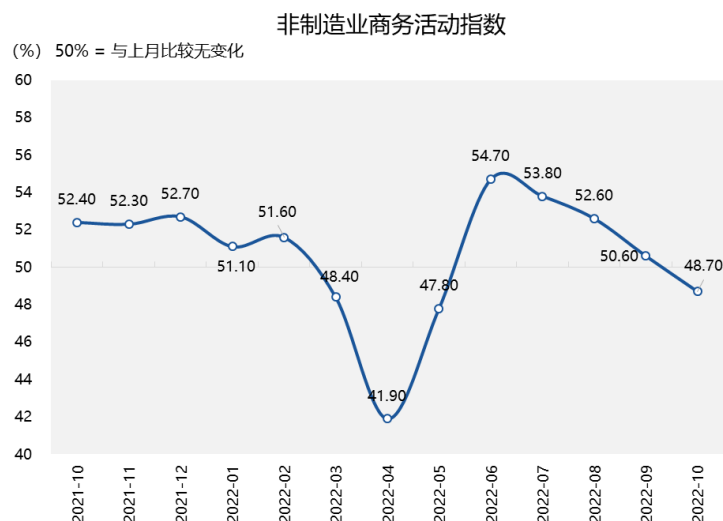
图 2：2022 年 10 月 PMI 分项表现



资料来源：Wind，嘉合基金

10 月份，非制造业商务活动指数为 48.7%，比上月下降 1.9 个百分点，低于临界点，且已经连续 4 个月下行，当前宏观环境下非制造业企业经营持续受到挤压。

图 3：非制造业商务活动指数走势



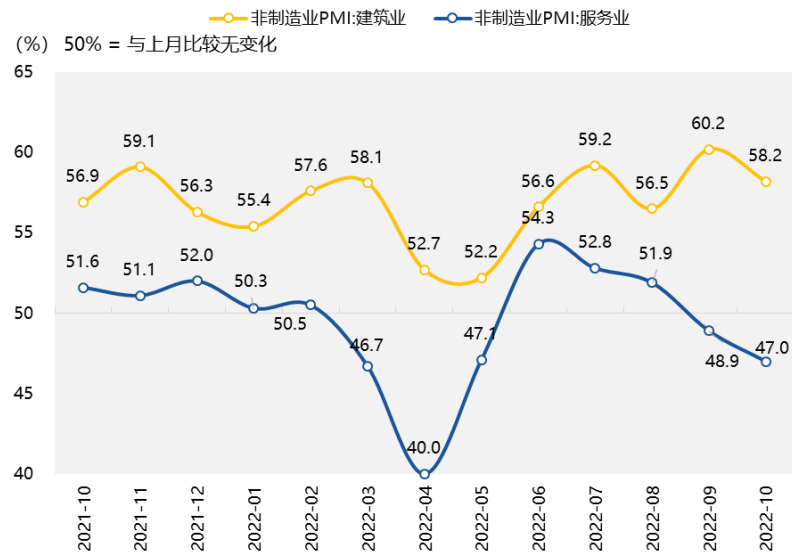
资料来源：Wind，嘉合基金

非制造业商务活动指数总体依靠建筑业高景气度维持，服务业仅高于今年 3、4 月水平，宏观层面基本符合基建高增带来的经济托底效用和消费持续疲软的状态，当前疫情频发、范围扩大对于服务业影响更为明显。除此之外，业务活动预期指数回升 0.8 个百分点，在手订单指数回升 1.4 个百分点，可能是防疫措施动态调整以及部分临时限制政策放开带来的业绩预期提高所致，虽有

回升，但仍位于近期低位，对总体指标改善作用不大。

分行业来看，建筑业位于较高景气水平。建筑业商务活动指数为 58.2%，低于上月 2.0 个百分点，仍位于较高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 60.8%，连续两个月位于高位景气区间，表明工程建设施工进度稳步推进，行业生产活动扩张加快。服务业商务活动指数降至 47.0%，低于上月 1.9 个百分点。零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务 etc 接触性聚集性服务行业商务活动指数低位回落，业务总量下降；电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数继续高于 55.0%，业务总量保持较快增长。

图 4：非制造业分项走势



资料来源：Wind，嘉合基金

## 二、本周高频数据回顾

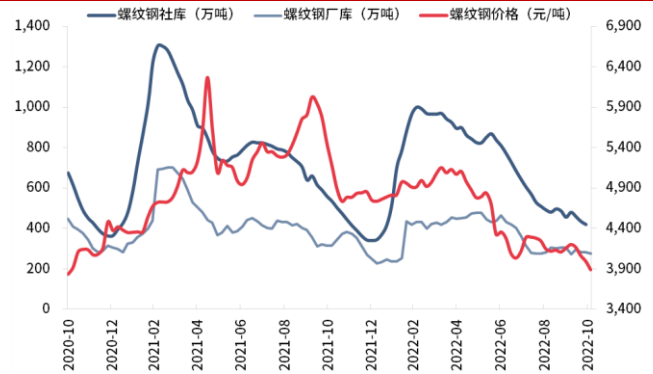
本周大宗商品价格走势趋弱，钢材或再次面临保价和保供之间的取舍。动力煤价格受到大秦线疫情影响造成价格波动，同时煤炭库存已持续下行一段时间，补库需求对于动力煤价格有一定支撑，价格本周出现小幅上扬。螺纹钢持续走弱，下游需求较节前下行较为严重，季节性补库仍未来临，但后半周钢材表需有所回暖，可能与近期地方政府专项债限额资金到位和 2023 年地方政府专项债提前申报规模增长有关。

图 5：动力煤价格及库存走势



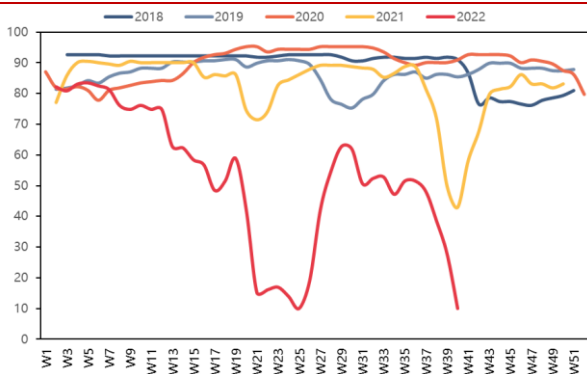
资料来源：Wind，嘉合基金

图 6：螺纹钢价格及库存走势



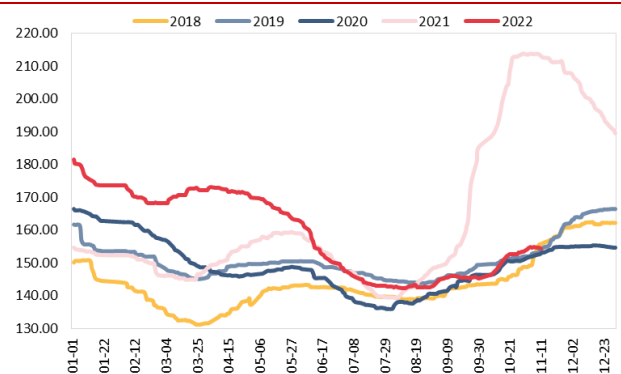
资料来源：Wind，嘉合基金

图 7：钢厂盈利比率（%，全国 247 家）



资料来源：Wind，嘉合基金

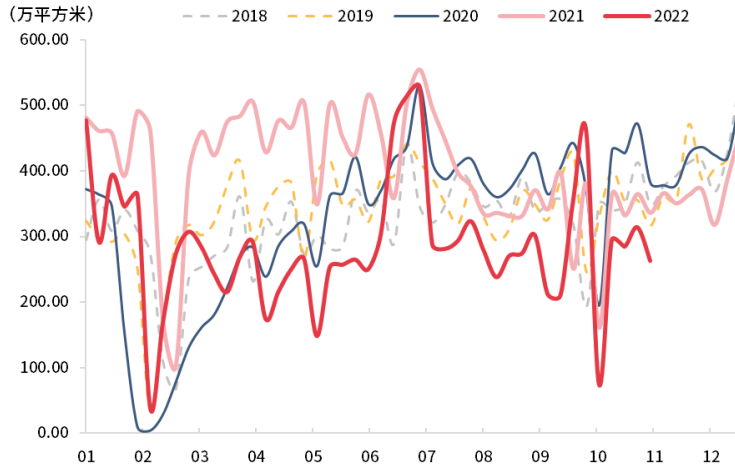
图 8：全国水泥价格指数



资料来源：Wind，嘉合基金

房地产销售面积环比出现下行，但下行幅度较小，总体仍然保持低位震荡趋势。房地产需求端数据仍旧保持前期趋势，在政策扶植下保持低位运转，尚未出现景气度反转的情况，房地产行业出清仍在持续，整体复苏还需继续等待。

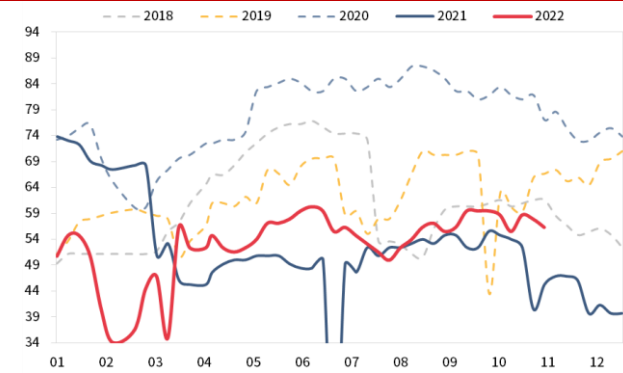
图 9：30 大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 嘉合基金

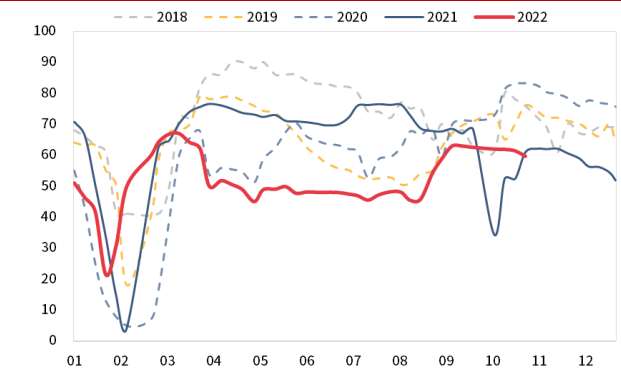
**本周开工率数据持续走弱。**高炉、纺织产业链以及汽车半钢胎开工率本周均出现下行，与之前大宗商品价格互相印证，需求端支撑减弱带来量价齐跌的状况。海外需求退坡和国内消费仍弱的格局下，当下仅能依靠政府端发力维持工业生产的强度，后期应更加关注政策的持续性和力度。

图 10: 唐山钢厂高炉开工率历年对比



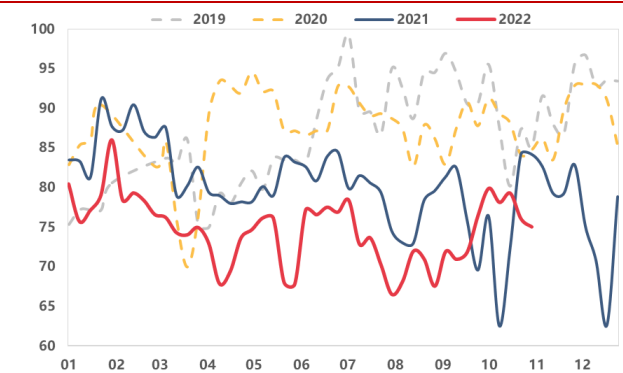
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 11: 涤纶长丝开工率历年对比



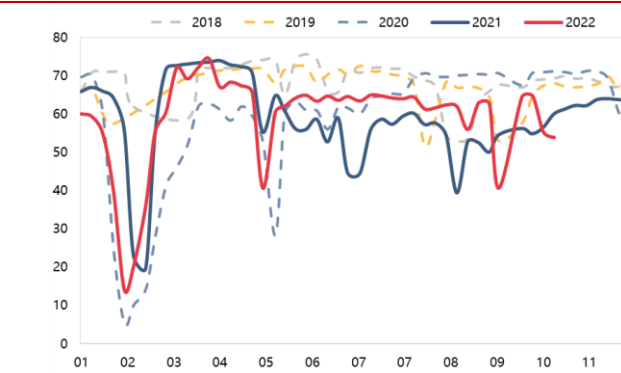
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 12: PTA 产业链负荷率历年对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 13: 半钢胎开工率历年对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

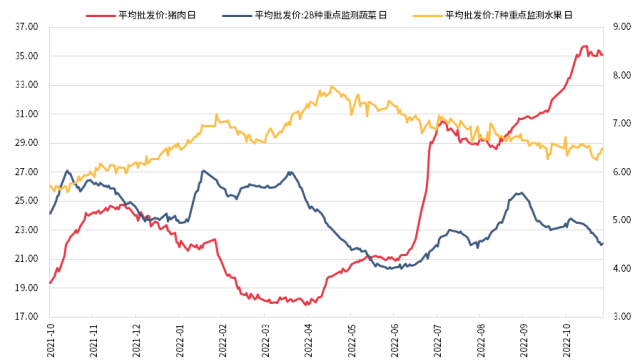
**本周猪肉价格高位横盘，鲜菜价格下行，带动农产品价格指数总体下行。**本周猪肉价格保持高位，但短期上行压力难以快速消退。目前距离春节时间间隔较长，养殖户压栏至春节的可能性较低，年底前猪肉价格将有充裕时间进行调整，对于总体通胀的影响趋缓。此外，鲜果价格目前已短期企稳，鲜菜价格在短期供给冲击充分释放后也大概率停止下跌趋势，总体 CPI 指数将在四季度保持平稳趋势。

图 14：农产品批发价格指数



资料来源：Wind，嘉合基金

图 15：猪肉及重点蔬菜、水果价格

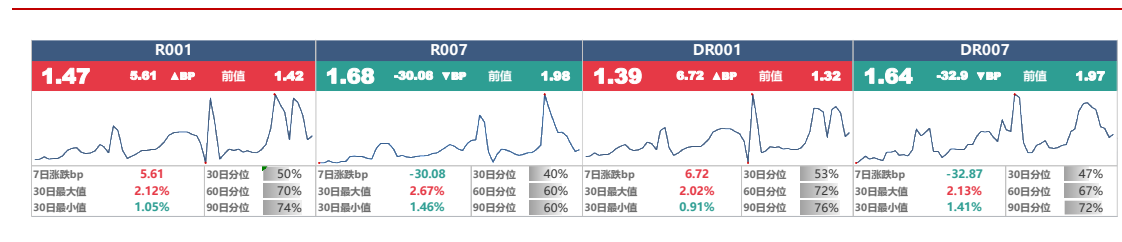


资料来源：Wind，嘉合基金

### 三、本周流动性回顾

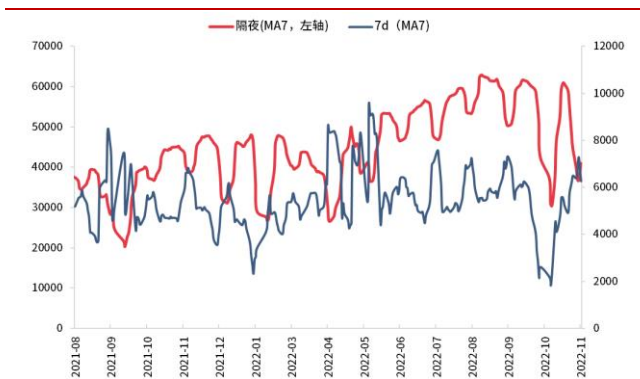
本周央行公开市场共投放 1130 亿元，公开市场共到期 8500 亿元，央行公开市场净回笼 7370 亿元，系央行回笼季末投放资金所致。R001 收于 1.47%，较上周上行 5.61BP；R007 收于 1.68%，较上周下行 30.08BP。本周 7D 资金价格出现回落，属于跨季后的正常显现，但整体资金利率中枢仍较前期小幅抬升。当前资金价格中枢体现出资金合理充裕的状态，且无较多资金出现空转的情况，从政策面考虑位于央行合意水平，实体经济弱复苏的大环境下央行主动抬高资金利率的可能性很低。未来，大量 MLF 到期、跨月&跨年时点流动性要求以及继续扩大金融对实体的支持力度等因素都将造成资金面的短期冲击，预计央行将通过 OMO 快速放量主动应对，也可以通过降准对冲到期的 MLF，具体措施选择对于流动性的影响区别较小，更多是情绪上的引导将产生明显差异，目前难以判断。

图 16：一周流动性概览



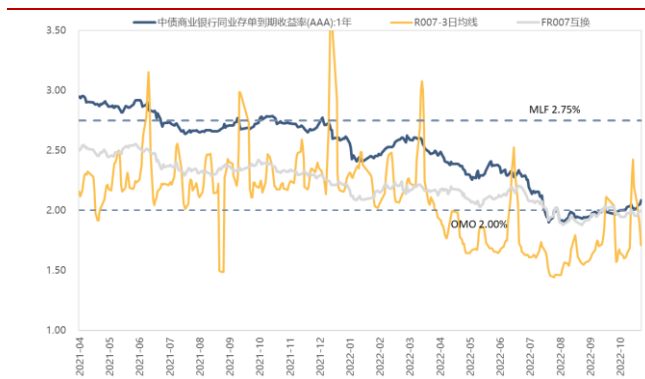
资料来源：Wind，嘉合基金

图 17：银行间隔夜和 7D 回购交易量



资料来源：Wind，嘉合基金

图 18：资金价格与 3M 存单价格对比



资料来源：Wind，嘉合基金

### 四、债券市场回顾

#### 1、利率债市场

本周市场风险偏好提高，权益市场大幅走强，债券收益率普遍上行。1 年期国债收益率上行 2.25BP 至 1.76%，1 年期国开收益率上行 0.09BP 至 1.88%；10 年期国债收益率收于 2.70%，上行 3.70BP，10 年期国开收益率收于 2.81%，上行 2.65BP。

本周外部美联储维持鹰派立场，国内资本市场对于德国总理访华、疫情政策优化调整抱有较强乐观态度，债券市场受到压力较大，收益率快速上行。海外方面，美联储的鹰派立场并不能改变加息已经接近尾声的现实情况。从美国实体经济情况来看，虽然利率向实体的传导存在时滞，但经过半年多的“缓慢”加息，加息的时间窗口正在急速缩窄。美联储关注的失业率指标属于实体经济的落后指标，目前已经出现了回升的迹象，同时实体经济同步指标正处于明显恶化通道之中，导致今年 12 月加息之后美联储将面临短期失速的经济和仍然维持惯性的高通胀互相矛盾的宏观环境，届时货币政策将陷入两难的境地。从庞大的美元金融体系来看，继续维持鹰派的立场将导

致美元指数继续走高，美债收益率预期的走高，对于当前已经出现流动性枯竭征兆的美债市场将是非常不稳定的状态，随时都有可能因为局部金融风险事件。如果着手处理局部金融风险，难以避免将短期向市场注入流动性，这与维持鹰派立场出现了矛盾。虽然美国政府希望推出财政版“QE”以达到即维持美联储鹰派立场又向市场注入流动性的目的，但这种“挂羊头卖狗肉”的行为同样会被市场解读为紧缩已经结束，难以维持一个较强的美元指数。

国内方面，市场对于政策调整的预期过高，导致短期出现过度交易的情况。从政策调整角度来看，我国整体防疫政策出现方向性调整的时机还远未成熟，“动态清零”仍然是当前最可靠的防疫总方针，即使出现部分环节的调整，也会遵循“试点-验证-推广”的过程，整个时间跨度较长，而且还可能出现反复，过高的预期短期内较大概率出现调整。从政策到实体的传导来看，我国实体经济面临的真正问题被疫情有所放大，但部分防疫政策的优化调整并不能立刻解决实体经济的问题，信贷需求不足的问题也不能通过消费复苏来抵消，海外市场的样本也很好的说明了疫情防控措施的不同对于全球经济面临下滑的困境难以有明显的改善。

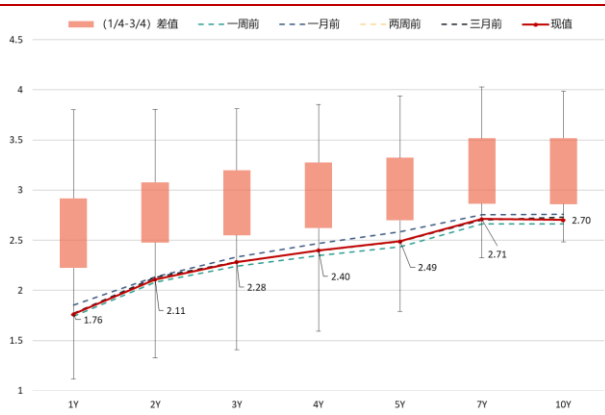
综上，短期债券市场超调的情况较为严重，债券市场短期持续走高的概率不大。虽然债券市场中期面临一定的压制，但结合当前我国的实际情况，高的债券收益率水平是缺乏支撑的，政策利率仍然是较强的收益率约束，如情绪持续发酵可择机把握波段。

图 19：一周利率债概览

1Y国债		3Y国债		5Y国债		10Y国债	
<b>1.76</b>	<b>2.25</b>	<b>2.28</b>	<b>4.32</b>	<b>2.49</b>	<b>5.50</b>	<b>2.70</b>	<b>3.70</b>
前值 1.74	▲BP	前值 2.24	▲BP	前值 2.43	▲BP	前值 2.67	▲BP
1Y国开		3Y国开		5Y国开		10Y国开	
<b>1.88</b>	<b>0.09</b>	<b>2.36</b>	<b>5.58</b>	<b>2.60</b>	<b>4.25</b>	<b>2.81</b>	<b>2.65</b>
前值 1.88	▲BP	前值 2.30	▲BP	前值 2.56	▲BP	前值 2.79	▲BP

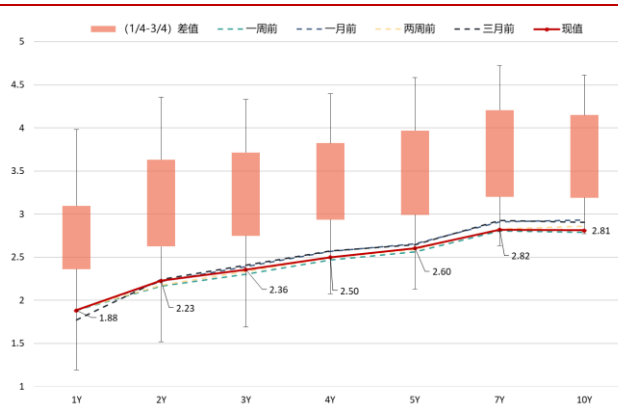
资料来源：Wind，嘉合基金

图 20：国债期限结构



资料来源：Wind，嘉合基金

图 21：国开债期限结构

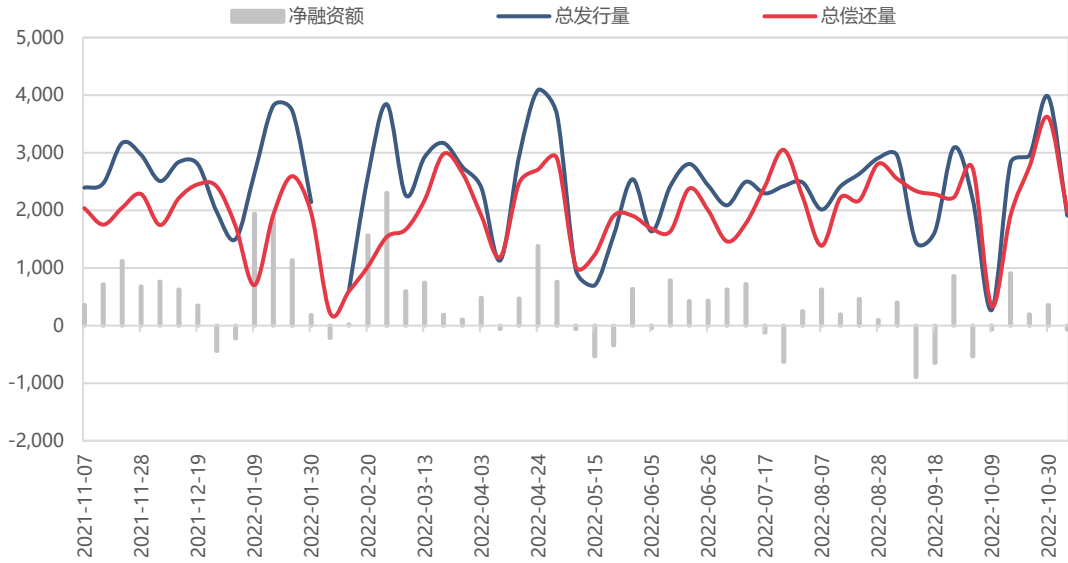


资料来源：Wind，嘉合基金

## 2、信用债市场

本周(10.31-11.6)一级市场信用债发行量 1,909.90 亿元,总偿还量 1,977.74 亿元,净融资量-67.84 亿元。分评级来看,本周高评级 AAA 发行占比为 72.16%, AA+发行占比为 12.00%。从期限结构来看,1 年内发行金额占比 33.32%,中期限发行占比有所增长。本周没有债券推迟发行,共有 13 只债券取消发行,金额合计 88.00 亿元。

图 22：信用债发行、偿还、净融资额(亿元)



资料来源: Wind, 嘉合基金

本周信用债收益率多数上行。其中产业债 1 年期 AA 等级上行幅度最大(5bp);城投债 1 年期 AA 等级上行幅度最大 ( 5bp)。

图 23: 一周信用债收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2022/10/28(%)	2.12	2.57	2.91	2.26	2.77	3.15	2.34	2.93	3.58
2022/11/04(%)	2.17	2.57	2.95	2.30	2.79	3.18	2.39	2.94	3.61
变动 (BP)	4	0	4	4	1	3	5	0	3
2010年以来历史位置	3.30%	1.10%	1.20%	3.30%	2.20%	1.00%	2.10%	0.90%	1.50%
2015年以来历史位置	5.50%	1.90%	2.00%	5.50%	3.60%	1.70%	3.50%	1.60%	2.50%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 24: 一周城投收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2022/10/28(%)	2.15	2.59	2.94	2.24	2.78	3.16	2.33	2.90	3.42
2022/11/04(%)	2.16	2.59	2.95	2.27	2.78	3.18	2.38	2.92	3.44
变动(BP)	2	-0	1	3	-0	2	5	2	2
2010年以来历史位置	3.30%	1.00%	0.20%	3.30%	1.70%	1.20%	3.10%	1.80%	2.30%
2015年以来历史位置	5.40%	1.70%	0.30%	5.40%	2.90%	2.00%	5.10%	3.00%	3.70%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 25: AAA 中票历史表现

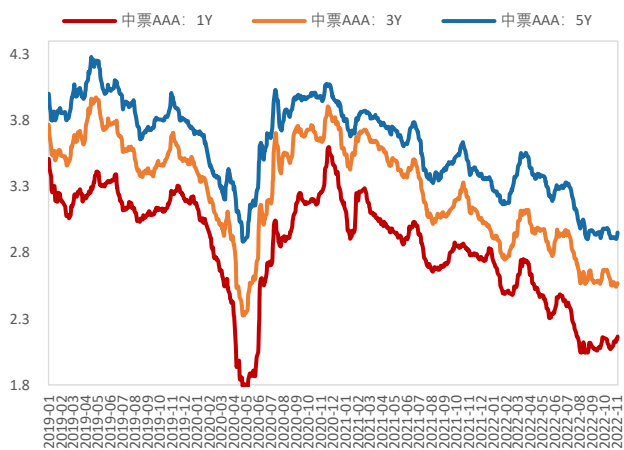
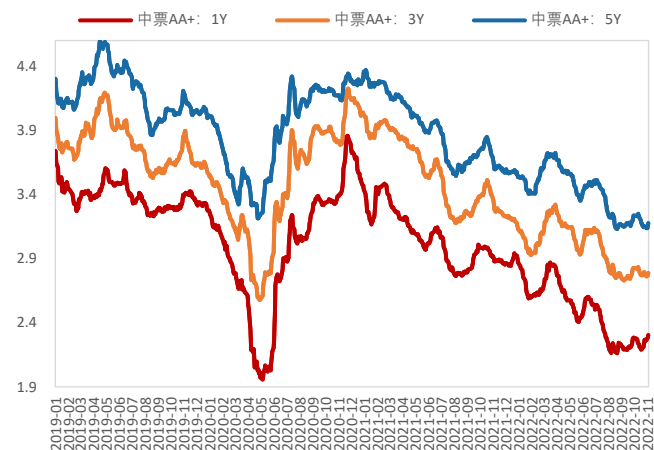
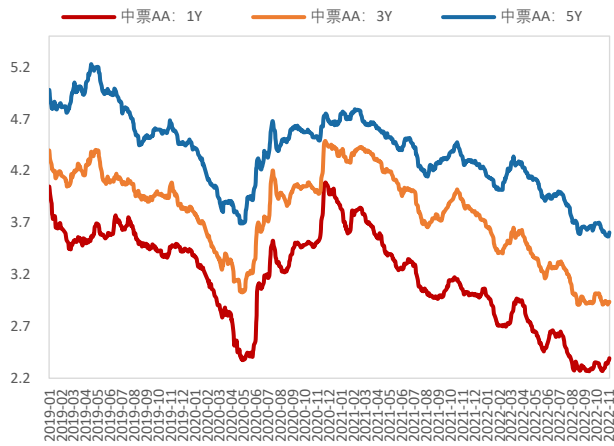


图 26: AA+中票历史表现



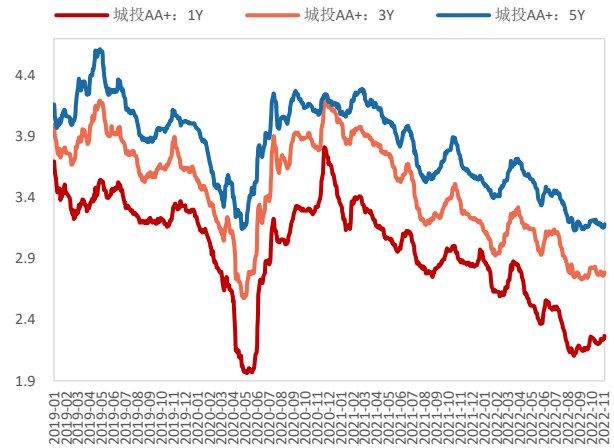
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 27: AA 中票历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

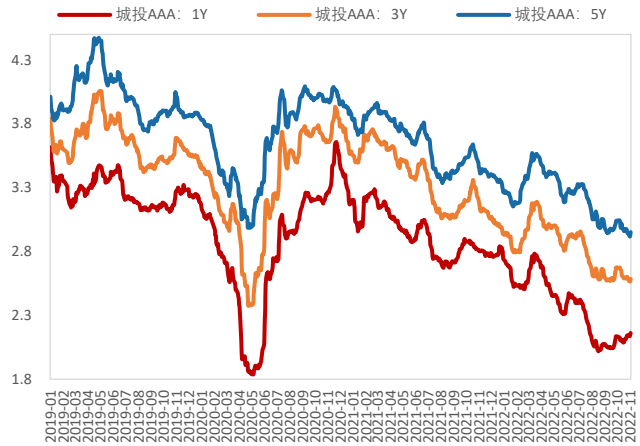
图 29: AA+城投历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

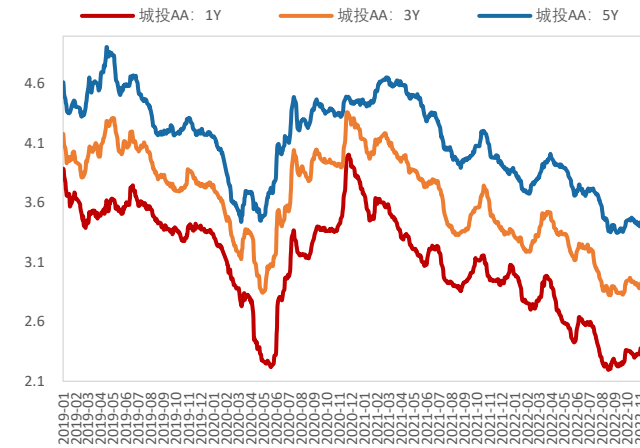
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 28: AAA 城投历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 30: AA 城投历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

信用利差方面, 本周产业债除 1 年期各等级信用利差走阔外, 其余各等级各期限均收窄, 其中 3 年期 AAA 和 AA 等级收窄幅度最大 (5bp); 城投债除 1 年期各等级外, 其余各等级各期限信用利差均收窄, 其中 3 年期 AAA 和 AA+ 等级收窄幅度最大 (6bp)。

图 31: 一周中票信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2022/10/28(%)	0.24	0.27	0.35	0.38	0.47	0.58	0.46	0.63	1.01
2022/11/04(%)	0.28	0.21	0.35	0.42	0.43	0.57	0.51	0.58	1.00
变动(BP)	4	-5	-0	4	-4	-1	5	-5	-1
2010年以来位置	4.20%	2.30%	9.80%	3.40%	3.30%	5.70%	2.60%	2.10%	9.10%
2015年以来位置	6.20%	3.70%	15.30%	5.60%	5.50%	9.40%	4.20%	3.50%	15.00%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 32: 一周城投信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2022/10/28(%)	0.26	0.29	0.38	0.36	0.48	0.60	0.45	0.60	0.85
2022/11/04(%)	0.28	0.23	0.35	0.38	0.42	0.58	0.49	0.56	0.83
变动(BP)	2	-6	-3	3	-6	-2	5	-4	-2
2010年以来位置	2.30%	1.80%	5.60%	3.30%	5.60%	10.00%	3.60%	5.30%	8.50%
2015年以来位置	3.80%	3.00%	9.20%	5.40%	9.10%	16.40%	6.00%	8.80%	14.00%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 33: 本周信用风险事件梳理

日期	类型	发行人	事件	相关个债
10月31日	评级下调	正邦科技	大公国际下调公司评级, 公司收到江西证监局警示函	17正邦01
10月31日	评级下调	碧桂园	惠誉下调公司评级至BB-, 展望负面	16碧园05
10月31日	拟展期	绿地控股	拟对旗下9笔美元债展期发起同意征求	21绿地01
11月1日	票据违约	上坤地产	到期美元债未获展期, 将导致2023年到期的13.5%优先票据交叉违约	上坤地产 13.5% N20230102(二次重开)
11月1日	评级下调	一嗨租车	惠誉下调公司评级至"B-", 展望维持"负面"	一嗨租车 7% N20260921
11月1日	评级下调	普洛斯中国	标普下调公司评级展望至"负面"	18GLPR3
11月1日	债券违约	蓝光发展	公司及下属子公司部分债券未能如期偿还, 近期公司新增诉讼11.52亿元且发生重大损失	20蓝光MTN001
11月2日	债券违约	金科股份	"20金科地产MTN001" 未能按期兑付本息	20金科地产MTN001
11月2日	展望下调	交银人寿	惠誉确认公司财务实力评级为"A", 展望由"稳定"下调至"负面"	21交银人寿02
11月2日	展望下调	东兴证券	穆迪确认公司本外币发行人评级为"Baa2/P-2", 展望由"稳定"下调至"负面"	22东兴证券CP002
11月2日	展望下调	龙湖集团	穆迪确认公司发行人评级为"Baa2", 展望由"稳定"下调至"负面"	龙湖集团 3.85% N20320113
11月2日	评级下调	瑞士信贷集团	标普下调公司评级至"BBB-"	瑞士信贷 0% N2060
11月3日	评级下调	绿地控股集团	标普下调公司长期发行人信用评级至"CC", 展望维持"负面"	21绿地02
11月3日	评级下调	正邦科技	东方金诚下调正邦科技主体及"正邦转债"信用等级至"BBB"	正邦转债
11月4日	评级下调	余姚舜财投资	惠誉下调公司长期本外币评级至"BB+", 展望"稳定"	20舜财控股MTN001
11月4日	评级下调	国美电器	东方金诚下调公司主体信用等级为"AA-", 评级展望为"负面"	20国美01

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 34: 行业新闻跟踪

	相关新闻
10月31日	中国空间站梦天实验舱在我国文昌航天发射场成功发射
10月31日	国家药品联采办暂停葛兰素史克国家药品集采申报资格
10月31日	国家药监局医疗器械监管司强调, 要持续加大对违法违规生产经营彩色隐形眼镜行为的查处力度
11月1日	海运价格跌跌不休, 上海港至美西航线运价跌破2000美元/FEU大关, 逐渐回调至疫情前水平
11月2日	两部门就智能网联汽车准入及上路试点征求意见
11月2日	两部门调整国内客运航班运行财政补贴政策
11月4日	2021年中国卫星导航与位置服务产业总产值达到约4700亿元
11月4日	中国航空器材集团公司与空客公司签署140架空客飞机批量采购协议

资料来源: Wind, 嘉合基金

## 免责声明

本文件中的内容及观点仅供参考，不构成对投资者的任何投资建议，嘉合基金管理有限公司（以下简称“嘉合基金”）或嘉合基金的相关部门、雇员不就本文件涉及的任何投资作出任何形式的风险承诺或收益担保，也不对任何人使用本文件内容而引致的任何损失承担任何责。

嘉合基金在本文件中的所有观点仅代表嘉合基金在本文件成文时的观点，嘉合基金有权对其进行调整。本文件转载的第三方报告或资料（若有），转载内容仅代表该第三方观点，并不代表嘉合基金的立场，嘉合基金不对其真实性、准确性或完整性提供直接或隐含的声明或保证。除非另有明确说明，本文件的著作权为嘉合基金所有。未经嘉合基金的事先书面许可，任何个人或机构不得将此文件或其任何部分以任何形式进行复制、修改或发布。如转载、引用或刊发，需注明出处为“嘉财万贯”，且不得对本文件进行任何有悖原意的删节或修改。