

“强预期”终将回归现实 债牛行情难重演

内容提要:

- ◆ 2022 全球市场风云变幻，全球经济下行压力巨大，俄乌冲突导致地缘政治风险升温，粮食危机、出口禁令推高国际大宗商品通胀水平进一步提高。我国疫情反复持续影响国内经济复苏进程，货币政策为修复国内经济下行趋势，在外部市场普遍加息的背景下持续宽松。财政政策逐步发力。
- ◆ 2022 年国债期货整体延续 2021 年的债牛态势，围绕着经济预期与现实之间反复博弈。
- ◆ 2022 中美经济运行周期以及货币政策选择有所背离，美联储连续六次加息对抗通胀，引起除美元与原油以外的其他资产大幅下跌。中国主要受疫情进程拖累，地产持续下行。货币政策降准降息，出台一揽子结构性工具并与财政政策配合支撑经济。
- ◆ 2022 年货币政策力度超过 20-21 年总和。价格工具降息 20-35BP，持平于 20 年；数量工具相当于降准 1%，持平于 20-21 年；结构性工具合计接近 0.9 万亿，高于 20-21 年合计。这意味着从任何维度看，本轮货币宽松的持续时间和力度已经超过 2017 年以来的周期，后续进一步放松的政策空间是相对宝贵的。
- ◆ 稳增长诉求下，明年新增专项债发行仍可期。2023 年提前批专项债额度下达，额度有望超过 1.46 万亿元。
- ◆ 2022 年中美两国的经济周期及货币周期均不一致，中国重“滞”，美国重“胀”；中国货币政策处于扩张期，美国货币政策处于收紧期。面对中美两国 10 年期国债收益率曲线从缩窄到倒挂，国内货币政策依旧“以我为主”，体现出以“内部均衡为主，兼顾外部均衡”的特点。
- ◆ 2023 年国内可能或呈现出股强债弱的格局，上半年“防疫放松优化+内需向好”利空债市，下半年随着海外经济衰退，外需进一步减弱，不确定因素较多。债市可能存在交易机会。

宏观经济/国债

葛妍

国债期货分析师

从业资格证：F3052060

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

英国萨塞克斯大学管理与金融专业理学硕士，FRM 持证人，中级经济师。主要从事国债及航运期货研究，具备全面的金融风险管理知识框架，擅长基本面分析。

近期报告回顾

政策宽松博弈加强 国债期货方向未改

2022-09-30

政策预期发酵 国债期货有望继续上行

2022-09-02

第一部分 2022 年国债行情回顾

2022 全球市场风云变幻，全球经济下行压力巨大，俄乌冲突导致地缘政治风险升温，粮食危机、出口限令推高国际大宗商品通胀水平进一步提高。我国疫情反复持续影响国内经济复苏进程，货币政策为修复国内经济下行趋势，在外部市场普遍加息的背景下持续宽松。财政政策逐步发力。

2022 年国债期货整体延续 2021 年的债牛态势，围绕着经济预期与现实之间反复博弈。一季度，国债期货呈现先升后降态势，元旦节后，国债期货承压回落。随后央行的一系列动作再次助推国债期货上行，央行同时下调了 MLF 和逆回购利率，随后 LPR 利率顺势下调，既满足了春节流动性需求，又缓解了市场对于经济下行的担心。随后，节后市场风险偏好回升，海外政策收紧步伐加快，美国 CPI 及核心 CPI 均创下 1982 年以来最大升幅，带动十年期美债收益率两年半来首次升破 2% 关口，引发美联储收紧加码的预期，期债缺乏连续向上突破的动力。随后 2 月金融数据不及预期的背景下，市场对于“降息”的期待不断膨胀，推升国债期货大幅上行。但央行 3 月份 MLF 小幅超额续作，利率持平于上次不变，降息预期暂时落空，同时公布的经济数据明显超出市场预期，期债再度回落。

图 1. 国债期货全年呈高位震荡行情



资料来源: iFind 新纪元期货研究

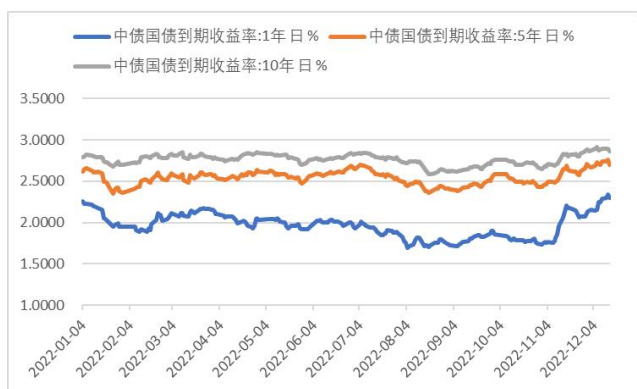
二季度，国债期货保持低位运行，俄乌局势爆发，社融超预期、降准落地但力度不及预期，人民币贬值压力加大，同时股市走弱，市场风险偏好下降。美联储政策收紧速度加快，中美国债利差倒挂程度加深。随后上海封控，全国疫情散发。

三季度，国债期货探底回升。7 月央行逆回购投放引发的货币转向的担忧以及市场对于经济修复进程的预期。8 月以来全国多地高温蔓延，阻碍了经济修复进程，同时 7 月经济数据不及预期，MLF 价减量缩，超出市场预期，国债期货大幅上行。不过随着 LPR 落地，前期利好消化，8 月下旬，利率水平逼近前低，止盈盘开始出现，叠加稳增长政策加码，债市小幅调整。9 月初起，债市氛围偏暖，国债期货走强。9 月中下旬以来，稳增长政策不断

落地起效，经济复苏预期有所升温。在美联储9月“鹰上加鹰”和人民币贬值影响；同时庆节前资金需求旺盛引发短期利率上行，国债期货市场出现明显调整。

四季度，国债期货呈现先升后大幅下行态势。11月中旬，国债期货加剧下跌，债券市场的大幅调整使得债基净值大幅回撤，基金遭遇赎回后被动抛债，进而导致债市进一步调整。随后央行连续资金市场投放流动性，理财赎回的冲击将逐步消退，国常会再提适时适度运用降准等货币政策工具，引发市场降准的预期，债市情绪修复。随后，央行降准靴子落地，12月国债期货再度下跌，反映了市场对于疫情防控措施不断优化以及对未来经济反弹的预期，国内房地产“三支箭”利好频出，宽信用预期增强。另外前期理财赎回的余波仍存，导致市场连续调整。

图 2. 国债现券收益率走出 V 型走势



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 3. 国开债收益率先下后上



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

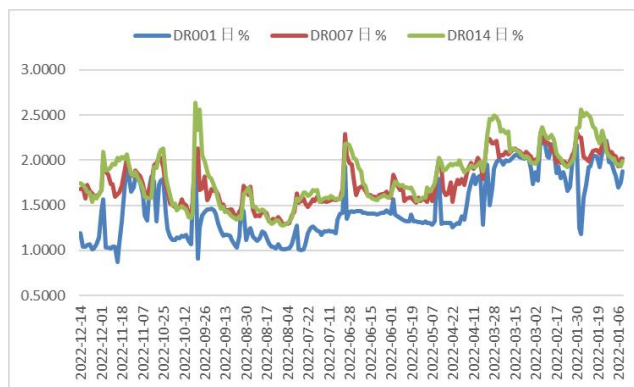
国债收益率方面，主要期限较去年同期略有上行，截至12月13日，1年期国债收益率为2.3019%，较去年底上行5.90BP；5年期国债收益率为2.6968%，较去年底上行8.76BP；10年期国债收益率为2.8655%，较去年底上行9.01BP。国开债收益率方面，主要期限较去年同期，略有上行，1年期国开债收益率为2.4462%，较去年底上行13.08BP；5年期国开债收益率为2.8843%，较去年底上行10.09BP；10年期国开债收益率为3.003%，较去年底下行8.04BP。

图 4. 资金面整体下行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 5. 银行间质押式回购利率先下后上



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

资金面方面，Shibor 隔夜、7 天和 14 天利率，截至 12 月 15 日分别报 1.1990%、1.6690%和 1.7320%；去年末，分别报 2.1290%、2.2710%和 2.9880%；去年同期，分别报 2.1080%、2.1970%和 2.1410%。银行间质押式回购利率方面，DR001、DR007 和 DR014，截至 12 月 15 日，分别报 1.1912%、1.6756%和 1.7439%；去年末，分别报 2.0324%、2.2916%和 2.75036%；去年同期，分别报 2.1242%、2.1904%及 2.19765%。

第二部分 2022 宏观经济及政策分析

一、“强预期” VS “弱现实”

2022 中美经济运行周期以及货币政策选择有所背离，美联储连续六次加息对抗通胀，引起除美元与原油以外的其他资产大幅下跌。中国主要受疫情进程拖累，地产持续下行。货币政策降准降息，出台一揽子结构性工具并与财政政策配合支撑经济。

整体上 11 月较弱的经济数据，再次指向了“弱现实”与“强预期”的背离。11 月初，疫情防控政策开始调整，宏观数据普遍回落，不过整体并未脱离修复轨道。其中，疫情扰动带动需求下行，11 月工业增加值同比增速进一步放缓，但与今年 4-5 月上一轮疫情高峰期相比，本轮疫情对工业生产的冲击相对较弱。11 月疫情对消费扰动明显，社零同比降幅走阔。投资方面，11 月基建投资全面提速，保持两位数高增，在一定程度上对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速保持较强韧性，在稳定经济大盘中的作用进一步增强。11 月城镇调查失业率升至 5.7%，超过今年控制目标 0.2 个百分点，这可能是近期包括降准在内的稳增长政策加力的一个重要原因。

图 2. 国债现券收益率走出 V 型走势



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 3. 国开债收益率先下后上



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

11 月 11 日，国务院联防联控机制发布了关于进一步优化新冠肺炎疫情防控的 20 条措施，进一步提升防控的科学性和精准性。11 月 29 日，国务院联防联控机制举行新闻发布会，会上强调，要精准判定风险区域，封控管理要快封快解、应解尽解。自此，防控措施优化进入实质性落地阶段。12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组公布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，对风险区划定和管理、核酸检测、隔离方式等工作提出十个方面进一步的优化要求。2022 年 12 月 26 日，国务院应对新型冠状病毒感染疫情联防联控机制综

合组制定了《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》、取消入境核酸、隔离则进一步实现对外开放，政策层面的出行限制彻底解除。近日河北、北京、广东、河南等地平稳度过疫情高峰期，线下出行虽未完全恢复，但已出现明显复苏迹象。春运期间将进入首个线下出行流量验证期，随着各地确诊病例拐点陆续到来、确诊患者逐渐恢复健康，线下出行需求节奏将加快。

短期内的疫情反弹会对经济修复造成一定压制，但随着疫情高峰顺利渡过以及地产政策渐次放松，需求收缩和预期转弱的问题将逐步得到改善。2023 年扰动市场的宏观不确定性因素将逐一淡化。在海外经济衰退外需不振的情况下，还需内需补位，利用经济“内循环”。

图 6. 疫情仍为 2022 扰动主因



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 7. 工业增加值放缓



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

(一) 工业生产增速再放缓

11 月工业增加值同比回落至 2.2%（5%），其中采矿业逆势上行，制造业和公用事业明显下滑。制造业中汽车和电子设备制造业的工业增加值降幅远超其他行业，同比分别下降至 4.9%（18.7%）、-1.1%（9.4%），包括电子设备制造业在内的高技术产业工业增加值也快速下降至 2%（10.6%），行业景气度骤降可能是由于其供应链受到了更大的冲击，11 月疫情集中于广州、北京等一线城市，因此可能对部分高技术制造业的供应链影响更大；黑色、有色及化工行业保持较强的景气度，例如有色金属冶炼及压延加工业同比增长 9.4%（6.8%）。

(二) 投资明显回落

整体固定资产投资增速明显回落，基建投资继续发挥托底作用。1-11 月，固定资产投资累计同比增长 5.3%，增速明显低于市场预期的 5.6%。11 月当月固定资产投资增速同比增长 0.7%，较 10 月 5% 明显回落，创年内新低。其中，房地产开发投资同比下降 19.9%，较 10 月同比跌幅 16.1% 扩大；制造业同比增长 6.2%，较 10 月同比增速 6.9% 回落；基建投资同比增长 13.9%，较 10 月同比增速 12.8% 加快。11 月基建投资主要由交通运输、仓储和邮政业投资增长带动，交通运输、仓储和邮政业投资 11 月同比增长 22.7%，较 10 月同比增速 8.3% 明显加快。当前经济下行压力加大，基建投资继续发挥托底作用。

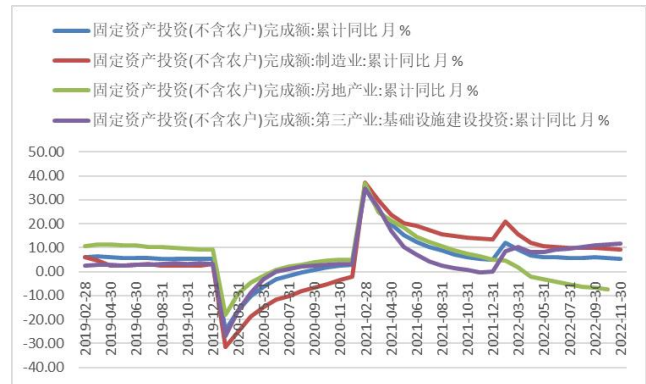
基建投资有望将保持高增长。今年专项债发行前置、政策性开发性金融工具等一揽子稳住经济大盘政策对于基建投资的支持力度较大，基建成为托底经济增长的重要一环。基建投资分项中，电热水投资增速维持高位且持续回升，水利公共设施投资同比增速有小幅下滑，交运仓储投资保持提升趋势。展望未来，基建作为稳增长的重要抓手，后续政策落地效果显现，基建投资有望将保持高增长。

图 8. PMI 持续下行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 9. 投资增速延续下滑趋势



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

制造业投资增速小幅下降，部分行业维持较高增速。11 月制造业投资增速下滑至 9.3%，较 10 月下降 0.4%。细分项中，金属制品和电气等行业增速较 10 月有所提升，其余均有小幅下跌。其中，电气、TMT、化学原料、农副产品等行业的增速保持在 15% 以上，远高于行业平均。

房地产主要指标增速全面放缓。11 月房地产销售面积同比下跌 33.3%，较 10 月跌幅 23.2% 进一步扩大；新开工面积同比下跌 50.8%，创年内新低；竣工面积同比下跌 20.2%，跌幅扩大；房地产开发投资同比下跌 19.9%，也创年内新低。11 月房地产开发企业土地购置面积同比下跌 58.5%，土地成交价款同比下跌 50.8%，跌幅较 10 月略有扩大。11 月 70 大中城市新建商品住宅销售价格环比总体延续下跌趋势，16 个城市环比上涨，3 个城市环比持平，51 个城市环比下跌。总体上看，房地产各项指标进一步恶化，尽管近期金融部门对房地产企业支持力度加大，但是疫情影响下房地产需求仍然疲弱。金融 16 条的推出，一定程度上对房企融资实现了部分松绑后续房企融资有望持续改善。但居民购房作为整个房地产投资链条的主要价值出口，其趋势的持续走弱对整个房地产投资链条产生了较大的抑制作用。因此，在居民购房意愿出现明显恢复之前，关于房地产的诸多金融政策更多的作用在于稳住房地产链条基本运行，遏制房地产投资持续下行的趋势难以支撑房地产市场的实质性回暖后续房地产投资的明显好转，可能要等到居民信心恢复、购房意愿明显回升之后。

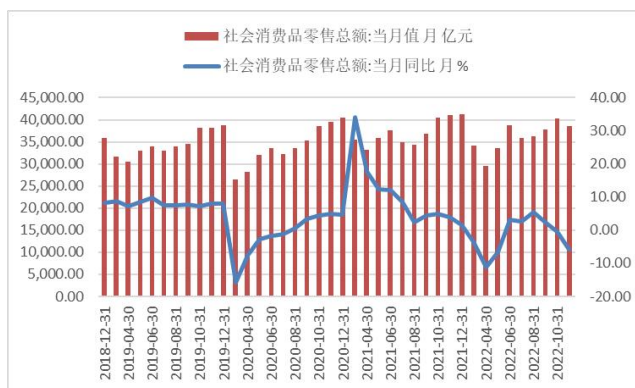
(三) 疫情冲击之下消费同比降幅超预期

消费再度承压，必需、可选双弱。11 月社消零售、限额以上零售增速分别录得 -5.9%、-5.8%，降幅进一步扩大，除汽车外的消费品零售额增速同步走低至 -6.1%，不过社零环比增速由 10 月的 -0.65% 转正至 0.15%。11 月本土疫情波及全国多数省份，居民出行减少、消费场景受限，餐饮收入同比增速仍在低位，增速降幅略走扩至 -8.4%。分品类来看，11 月必需和可选消费品增速双双延续回落，并均处负增长区间。具体来看，必需消费品增速全面下跌，其中饮料和服装针纺下行幅度较大，仅中西药品和粮油食品仍保持正增长；可选消费品增速涨少跌多，仅

家具和办公用品增速降幅有所收窄，其余可选消费品增速均有走低，尤其是通讯器材和汽车的下跌幅度较大，均超过 8 个百分点。

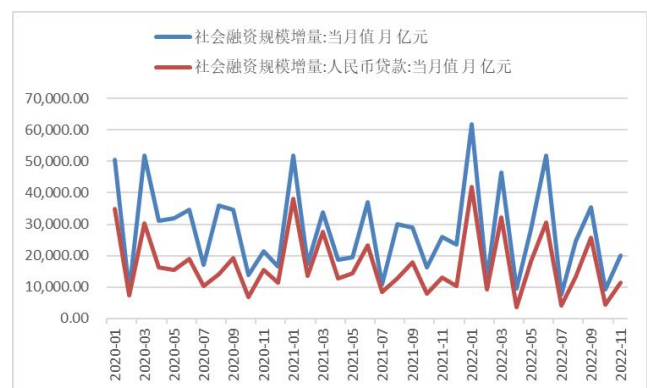
就目前疫情放开对于消费的影响来看，消费的压力在于疫情精准防控过渡期可能更长，疫情防控精准化的过程大约需要 6-12 个月，参照越南、新加坡和中国香港的经验，消费大约需要 5-8 个月修复到疫情前水平。新加坡消费经历 5 个月消费恢复至疫情前，并维持震荡 9 个月，随后强劲上升：2020 年 6 月新加坡开始放松管控，同年 11 月消费恢复到疫情前水平。2021 年 6 月新加坡政策正式宣布开始与病毒共存，防控进一步放开，新加坡消费快速提升至超过潜在增速。中国香港在疫情管控时期消费持续回升，放开后当月脉冲反弹，随后趋于回落。我国消费修复至潜在增速以后能否保持面临较大的不确定性。我国面临的不确定性在于精准防控过程中大概率多有反复，影响消费幅度的信心和节奏。

图 10. 消费恢复尚需时日



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 11. 社融表现弱于季节性



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

(四) 进出口数据继续走弱

11 月我国进、出口金额加速下滑，贸易顺差显著收窄。按美元计价，进出口总金额 5,223 亿美元，同比下降 9.5%。其中，出口 2,961 亿美元，同比-8.7%（市场预期-1.5%）；进口 2,263 亿美元，同比-10.6%（市场预期-4.2%）；贸易顺差 698 亿美元，同比、环比分别收缩 14 亿美元（-2.0%）、153 亿美元（-18.0%）。

出口降幅远超预期。11 月出口同比降幅较上月进一步扩大且远超市场预期，一方面高通胀下海外流动性收紧及能源危机抑制需求，另一方面 11 月国内疫情多点位传播加速，生产供应因此受限。此外去年 11 月出口数额的高基数也部分造成了本月出口同比表现走弱。具体来看，本月出口结构整体呈以下特征：一是出口对象方面，同比增速普遍边际走弱，新兴市场韧性更强。1-11 月的前三大贸易伙伴中对东盟出口维持较强韧性。因中俄贸易关系加强，在去年的高基数下对俄罗斯出口依旧维持两位数同比正增。二是劳动密集型产品对出口支撑进一步减弱。此前防控放松带来的疫后需求回补基本进入尾声，预计上述缩量还将维持一段时间，劳动密集型产品对于整体出口的带动可能进一步减弱，对国内就业将造成一定压力，扩内需、稳增长及稳就业的必要性加强。三是高新技术产品降幅明显。可能与 11 月疫情影响供给有关，本月制造业重点城市郑州及广州疫情较为严重，当地生产及出口受限。四是地产后周期相关产品需求持续不振。11 月音视频设备、家用电器、家具及其零件、灯具照

明装置等地产后周期相关产品出口总额同比增速均低于-15%，海外地产下行对相关出口品的拖累更加明显，预计较长时间内这一拖累还将持续。

内需偏弱，进口加速下行。11月进口下行同样超出市场预期，进口的大幅收缩一是去年的高基数致数据同比偏低，二可归因于目前国内需求较弱、预期偏低，此外大宗商品价格支撑减弱同样也拖累进口总额同比增速。具体而言，第一，农产品进口增速继续放缓。第二，大宗商品价格支撑减弱。具体来看，本月铁矿砂及煤量价齐跌，铜矿砂价减量扬；原油进口金额及进口数量同比增速均有所放缓。

内外需动能转换还需政策加码保证。11月贸易数据走弱超市场预期，一方面是疫情限制下生产供应有所受阻，另一方面也源于内外需求的疲软。出口而言，随海外经济衰退预期的加重，外需回落趋势较为明确，即使国内供给的所受阻解除，明年出口可能还是难有很好表现。进口方面，国内需求此前受到疫情压制持续不振，而目前已推出多项防控优化举措，12月6日召开的政治局会议提出“更好统筹疫情防控和经济社会发展”、“优化疫情防控措施”，长期来看，放开的大趋势下需求有望逐步修复，相对出口表现而言，进口向下冲击或更弱并带动贸易顺差持续收窄。但消费能力及预期的恢复无法一蹴而就，短期内经济基本面的稳定还需依赖基建等抓手，内需的提振还有赖于政策的加码保障。

(五) 社融延续回落

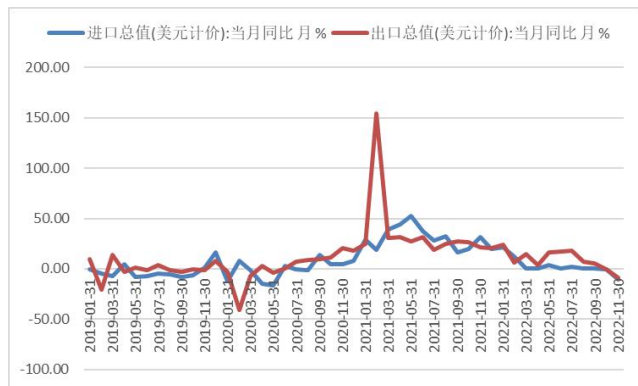
11月份金融数据显示，11月份人民币贷款新增1.21万亿元、同比少增596亿元；新增社融1.99万亿元、同比少增6109亿元，11月末社融存量增速10%、较上月回落0.3个百分点；M2同比12.4%，较上月上涨0.6个百分点，M1同比4.6%，较上月下降1.2个百分点。新增社融基本符合预期。11月新增社融1.99万亿元，同比少增6109亿元；11月末社融存量增速达到10%，较上月回落0.3个百分点，社融增速创近一年来最低。社融同比增速的大幅回落，一方面是由于去年同期的高基数，另一方面是当前实体经济融资需求仍旧疲软。分结构来看，信贷和政府债券仍是主要拖累。11月新增人民币贷款1.21万亿元，同比少增596亿元，主要原因是居民消费疲软，房地产下行压力较大，居民短期贷款以及按揭贷款仍未有明显改善，但是企业中长期贷款新增7367亿，同比多增3950亿，连续四个月同比多增，主要是受到前期保交楼、设备更新再贷款等政策支持。当前疫情管控政策已经调整，后续实体融资需求有望回暖。

直接融资方面，11月政府债券新增6520亿，同比少增1638亿，是除了人民币贷款之外当月社融的第二大拖累项，11月专项债发行仅新增455.07亿元，但是明年专项债申报的相关等工作已经在提前推进，明年专项债发行前置，政府债券净融资将对社融贡献加大。11月企业债净融资新增596亿元，城投债和产业债均大幅减少。

M2增速大幅攀升。11月广义货币供应量M2同比增长12.4%，较上月末上涨0.6个百分点，创下自2016年4月以来的最高值，大幅超出市场预期。另一方面，11月狭义货币M1同比增长4.6%，增速比上月末低1.2个百分点，M2与M1增速出现背离。两者背离的主要原因是居民储蓄存款大幅增加，疫情环境下居民预防性货币需求增加，这也说明居民消费意愿不足，另外房地产销售不景气也是M2与M1背离的原因。

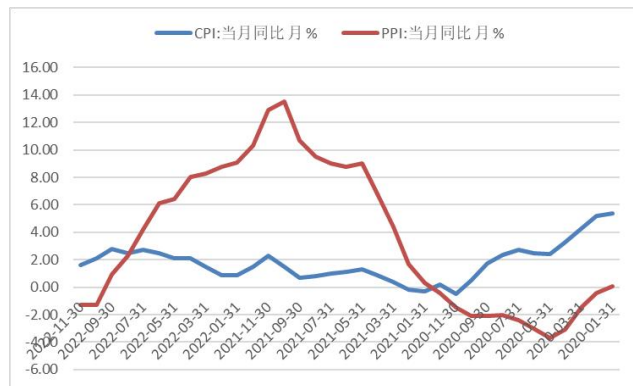
随着经济复苏与年底财政资金的进一步投放，12月M2增速或维持相对高位。企业及居民中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化。社融延续高增，信贷仍为重要支撑，政府债券对社融的影响边际缩小。虽然表外融资及政府债券融资的下滑或将影响社融增长，但随着信贷维持相对强劲以及信用债风波后债券发行边际回升，年内社融或仍能保持高增。

图 12. 进出口数据走弱



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 13. 通胀持续走弱



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

二、通货膨胀：物价如期回落

11月CPI同比跌破2%。11月CPI同比增速为1.6%，较10月回落0.5个百分点，今年4月以来再度低于2%，主要源于去年同期高基数及CPI环比增速转负。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比增速录得0.6%，涨幅与10月持平，继续保持在2021年4月以来的新低。11月新涨价影响约1.9个百分点，去年价格变动的翘尾拖累约0.3个百分点。11月食品价格同比增速在高基数下回落3.3个百分点，录得3.7%，其中，猪肉价格上涨34.4%，涨幅回落17.4个百分点；鲜菜价格下降21.2%，降幅扩大13.1个百分点；鸡蛋、鲜果、禽肉类、粮食和食用油价格涨幅也均有下行。11月非食品价格同比增速录得1.1%，涨幅与10月相同，其中汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨11.4%、12.3%和4.6%，涨幅均有回落；旅游在低基数下同比涨幅扩大1.4个百分点，至3.8%。

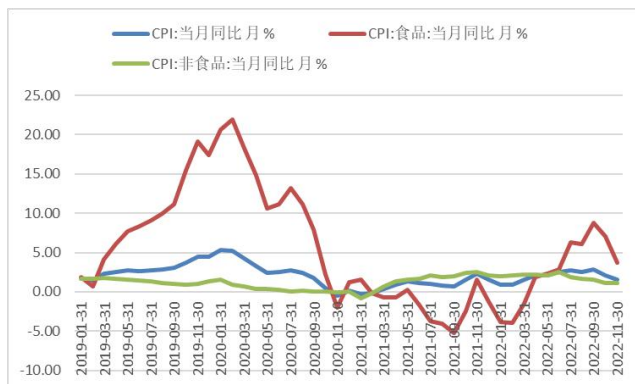
11月CPI环比增速转负。11月CPI环比增速转负，录得-0.2%，不及过去五年同期平均水平。其中，食品价格环比增速为-0.8%，同样低于过去五年同期平均水平。其中，中央抛储继续开展，猪价由涨转降；鲜菜因天气条件较好供应充足，价格降幅扩大，降幅本身超过过去五年同期平均水平。非食品价格继续持平，其中国内汽油和柴油价格均由降转涨；冬装新款上市，服装价格涨幅有所扩大；旅游价格环比季节性由涨转降，不过由于疫情防控持续优化，其环比增速高于过去五年同期水平。

11月PPI同比低位稳定。11月PPI同比增速录得-1.3%，继续保持2020年12月以来新低。去年价格变动的翘尾因素拖累1.2个百分点，新涨价因素拖累约为0.1个百分点。11月生产资料价格同比降幅收窄0.2个百分点，录得-2.3%；生活资料价格同比涨幅回落0.2个百分点，录得2%。分行业看，煤炭采选、黑色金属采选、钢铁、有色等原材料行业价格同比降幅收窄，同比增速上行幅度居前。石油天然气开采、化纤、燃料加工、纺织、化工等石化产业链价格同比增速回落幅度较大。

11 月 PPI 环比涨幅回落。11 月 PPI 环比增速录得 0.1%，结束自 8 月以来环比增速的升势，与 11 月 PMI 主要原材料购进价格和出厂价格指数双双转降相互印证。其中生产资料价格环比由涨转平，生活资料价格环比涨幅回落 0.4 个百分点，录得 0.1%。分行业看，受煤炭保供力度加大，及全国气温偏高需求较弱影响，煤炭开采价格环比涨幅回落较多，钢材需求偏弱拖累钢铁价格环比降幅扩大，有色和黑色金属采选价格环比增速也均有下行。而石油天然气开采、燃气生产供应、电力热力和燃料加工及有色金属行业价格环比增速上行较多。

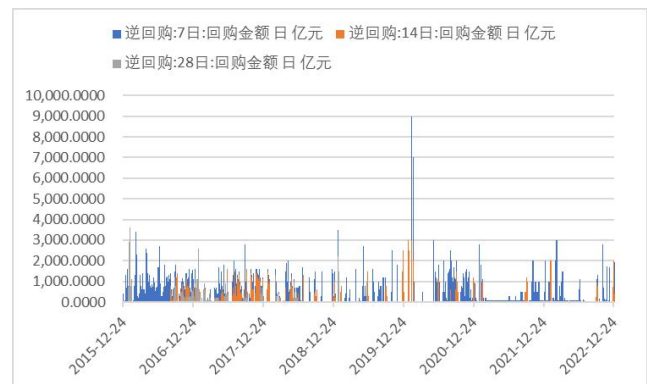
2023 来看，结合 12 月 2 日易纲行长“预计明年中国的通胀仍将保持在温和区间”的表述，CPI 方面，2023 年上半年猪肉价格仍有上行动能，但是能源相关项在基数抬升的因素下，对 CPI 同比的贡献将减弱，核心通胀方面需要关注防疫政策优化后消费动能的释放程度；下半年猪周期进入下行阶段，带动 CPI 同比走低，全年高点或出现在 1 月的 2.0-2.3% 左右。PPI 方面，我国煤电价格有能力保持稳定，地产产业链的价格或在“保交楼”落地过程中有所修复。在没有超预期地缘冲突的情况下，2023 年上半年油价高基数将拖累 PPI 同比维持负增长，下半年开始逐步改善转正。

图 14. 食品为 CPI 主要影响因素



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 15. 逆回购精准投放



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

三、稳健货币政策延续，资金面松紧适度

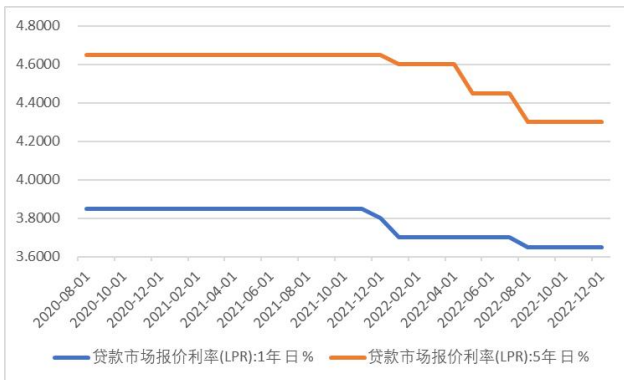
2022 年货币政策力度超过 20-21 年总和。价格工具降息 20-35BP，持平于 20 年；数量工具相当于降准 1%，持平于 20-21 年；结构性工具合计接近 0.9 万亿，高于 20-21 年合计。这意味着从任何维度看，本轮货币宽松的持续时间和力度已经超过 2017 年以来的周期，后续进一步放松的政策空间是相对宝贵的。

2021 年跨年过后，银行间市场资金面整体向好，供给宽松无忧，央行公开市场大额净回笼，主要回购利率均下行。春节流动性来看，虽然此前降准向市场释放了大量长期资金，1 月春节现金需求增多，同时地方债发行进度前置，或产生较大的流动性缺口，央行操作依然是春节前最关键的变量。

1 月 17 日，央行超预期同时下调了 MLF 和逆回购利率 10 个基点，分别至 2.85%、2.1%。并超超额续作 7000 亿元 MLF，同时加大 7 天逆回购操作力度至 1000 亿元，以满足春节前取现以及缴税缴准的流动性需求。MLF 利率下调在市场预期之内，但此次央行于 1 月中旬就大幅下调 MLF 利率 10BP，时间节点之前置和调控力度之大仍在意料之外，释放出更为强烈的货币宽松和“稳增长”信号。

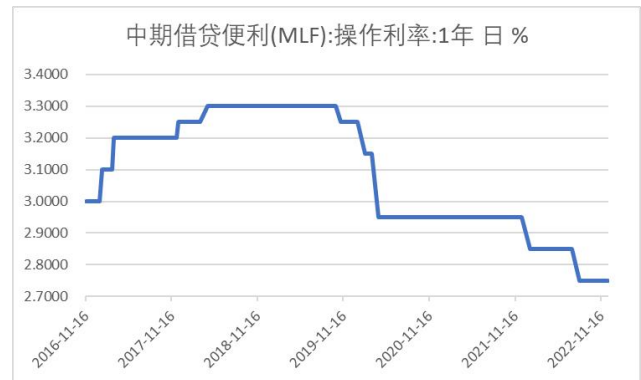
随后，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年1月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。5年期以上LPR是21个月来首降，从4.65%调成了4.6%。在一定程度上缓解购房者的房贷压力，能够有力地促进楼市平稳发展。而1年期LPR下降有助于降低企业贷款利率，推动企业综合融资成本稳中有降，有助于激发市场主体融资需求，增强信贷总量增长稳定性。

图 16：LPR 逐步下行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 17：MLF 利率下行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

在 1 月政策性降息后，货币政策连续两个月进入观察期。2022 年 4 月 15 日，央行宣布决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。市场普遍认为，央行降准幅度低于预期。同时随后公布的 MLF 及 LPR 利率保持不变，降息落空，货币政策宽松的博弈暂时告一段落。

4 月中旬后，资金市场利率快速下行，并保持低位，6 月小幅上行，后维持在 1.4% 的水平上下徘徊。资金面的持续宽松与地方债密集发行有关。在央行货币政策的“保驾护航”之下，资金利率保持宽松。随着地方债发行接近尾声，资金面宽松有所缓解。5 月 15 日，下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点，由 9% 下调至 8%，释放外汇流动性约 100 亿美元；

MLF 降息引导 LPR 下调，开启新一轮宽信用阶段。8 月 15 日央行宣布 MLF 与 OMO 利率下调 10BP，超出市场预期。8 月 22 日 1 年期 LPR 报价下降 5BP，5 年期 LPR 报价下降 15BP。此次 MLF 降息是自去年三季度以来的本轮宽松周期的延续，其重要意义在于向市场释放当前货币政策宽松基调未改的信号，打消市场疑虑，提振信心。而 LPR 的非对称下降体现出央行宽信用诉求依然浓厚，但无意大水漫灌。

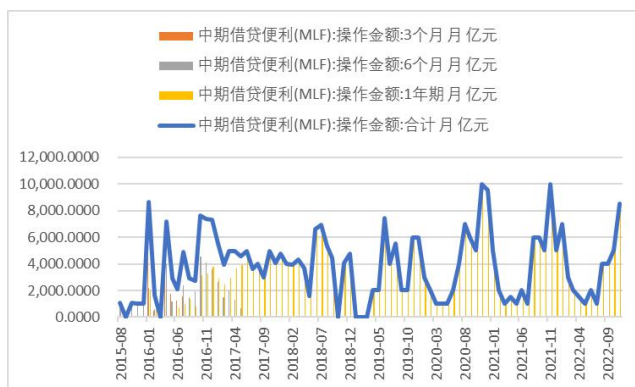
8 月 24 日国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，其中提到，要持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低融资成本。8 月 LPR 在央行降息和银行负债端降成本的双重驱动下压降。从本次国常会的表述来看，8 月的 LPR 下调并非本轮刺激的终点。未来 LPR 还有进一步的压降空间，但更有可能参考 5 月，由银行主动压缩加点，实现 LPR 的调降，而驱动加点压缩的核心则是存款成本下行，负债端释放空间。对于债市而言，如果后续 LPR 下调，将带来一定利空因素，四季度需要警惕利率上行风险。

12月5日，全面降准实施，释放长期流动性约5000亿元，为实体经济恢复提供适宜的金融环境，助力市场资金面回归宽松。所以此次特别国债发行，银行间市场上短期债券回购利率稳中有降，12日隔夜回购利率DR001下行1个基点至1.04%，处于近期低位水平，而最具代表性的7天期回购利率DR007大幅下行约15个基点至1.58%。另外，受监管考核、节假日等因素影响，临近年末金融机构流动性需求往往会有所增加。同时年底财政支出力度往往较大，加上人民银行灵活开展公开市场操作，预计近期市场资金面总体将保持平稳偏松态势。

今年以来，央行常在货币放松时期配合偏鹰的预期引导，作为组合工具使用，避免金融市场过度加杠杆。例如22年4-5月预期引导鹰派，但实际与财政配合大幅投放流动性：4月降准答记者问上，央行明确表态将关注物价和发达经济体政策，同时易纲行长博鳌论坛讲话也提出“中国货币政策的首要任务是维护物价稳定”，但实际降息10BP。二季度货币政策执行报告强调结构性通胀，并用一个专栏阐述，8月突发降息。货币政策的表态，尤其是货币政策执行报告通常带有偏中长期的视角，例如疫情以后持续对结构性通胀保持关切，美联储在疫情发生之前的政策沟通中也通常给出偏长期的政策指引，因此不能完全作为短期货币政策动作的预测。

展望2023年，当前货币政策尚未看到转向的条件。2023年货币政策面临两个掣肘，一个是海外货币，一个是国内通胀。未来一段时间美联储对通胀中枢的引导大概率将抬升至高于2%的水平。国内通胀在下半年可能面临涨价压力。上半年通胀主要受猪价影响，参照以往出栏规律，猪价最早于23年5月见顶，上半年CPI高点可能在2月。下半年如果按照环比强于季节性0.3%估算，9月CPI可能突破3%，11-12月达到3.5%以上。而且，即便此时消费已经开始回落，通胀的滞后效应仍然会出现。

图 18. 流动性保持合理充裕



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 19. 中美利差倒挂程度加深



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

四、债券供给压力

（一）地方债发行

2022年1-11月合计来看，地方债发行7.26万亿元，与2021年同期规模相当（7.16万亿元）。今年地方债发行或已入尾声。政策指引下，今年新增专项债发行明显前置，5000多亿元专项债地方结存限额也已基本发行完毕。截至12月3日，仅4个地区公布12月的地方债发行计划，合计计划发行规模仅670.28亿元，今年地方债发行或已入尾声。

稳增长诉求下，明年新增专项债发行仍可期。稳增长诉求下，2023 年提前批专项债额度下达，额度有望超过 1.46 亿元。根据监管部门要求，提前批额度的项目于今年 10 月 25 日前上报，明年 1 月启动发行。考虑到明年仍面临较大的疫情反复和经济下行压力，明年全年新增专项债额度或仍将保持高位，且发行节奏大概率维持前置态势。

（二）特别国债发行

财政部 12 月 9 日发布《关于 2022 年特别国债发行工作有关事宜的通知》称，为筹集财政资金，支持国民经济和社会事业发展，财政部决定发行 2022 年特别国债。随后，特别国债于 12 月 12 日平稳发行，未对金融市场造成明显影响，银行间流动性表现平稳。财政部当日宣布，已向有关银行定向发行 7500 亿元特别国债，票面利率 2.48%。另外，当日人民银行以数量招标方式进行了公开市场业务现券买断交易，从公开市场一级交易商买入 7500 亿元特别国债。这次发行的 7500 亿特别国债，是 2007 年特别国债中 7500 亿元到期，延续 2017 年做法，继续采取滚动发行的方式，筹资用于偿还当月 2007 年特别国债到期本金，仍与原有资产负债相对应，不会增加财政赤字。另外，此次特别国债发行采用市场化方式，发行过程不涉及社会投资者，个人不能购买。

五、中美利差倒挂

2022 年中美两国的经济周期及货币周期均不一致，中国重“滞”，美国重“胀”；中国货币政策处于扩张期，美国货币政策处于收紧期。面对中美两国 10 年期国债收益率曲线从缩窄到倒挂，国内货币政策依旧“以我为主”，体现出以“内部均衡为主，兼顾外部均衡”的特点。

中美利差倒挂总共经历了三轮，分别是 2002 年 Q1-2004 年 Q2，2005 年 Q1-2007 年 Q3，2008 年 Q4-2010 年 Q2，2010 年以来只有 2018 年 Q4-2019 年 Q1 出现了短暂倒挂。这一轮中美利差倒挂与前几轮倒挂相比，最为接近 2018 年-2019 年的这一波倒挂，主要原因也是中美经济、通胀分化下导致的中美货币政策的分化，但与 2018 年所不同的是，当时美联储通胀压力并不大，而且美联储也处于加息的末期，但是这一波倒挂下，美联储加息周期刚刚开启，国内稳增长压力较大，货币政策宽松的格局在中短期也是不会变化的，中美货币政策一松一紧导致了中美利差的倒挂。目前来看，中美利差的倒挂估计还要持续一段时间，关键变量要取决于中国国内疫情控制的进展以及美国通胀的表现。

第三部分 2023 国债期货市场展望

2023 年上半年经济大概率内强外弱，政策内松外紧，我国上半年将是修复最快阶段。自 2022 年 11 月以来，疫情放松步伐不断加快，疫情对经济约束的逻辑可能发生较大变化，消费有望出现恢复，进入二季度，疫情或逐渐走向正常化。政策着力点在于通过财政扩张应对需求不足，货币政策将维持偏松基调，中长期改革也将得到进一步深化和落地。货币政策在 2023 年面对的内外部约束会逐渐减退，在经济修复阶段会维持偏松基调。“常规降准”料仍有空间，三季度会出现 MLF 降息窗口期。二十大报告中提及的改革方向预计在 2023 年也将得到进一步深化和落地。海外方面，美国市场将出现从紧缩向衰退的过度，经济衰退和通胀回落使得美联储进一步抬升加息终点的必要性降低，预计美联储将于 2023 年一季度结束加息，下半年讨论降息的可能性，年底或 2024 年正式启动降息。2023 年国内可能或呈现出股强债弱的格局，上半年“防疫放松优化+内需向好”利空债市，下半年随着海外经济衰退，外需进一步减弱，不确定因素较多。债市可能存在交易机会。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698
邮编：400010
地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8