

2022年12月01日

压力在前，守时待势

——国债期货2023年年度投资策略

分析师

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

联系人

顾森

从业资格证号：F3082395

电话：021-68757223

邮箱：gus@qh168.com.cn

明道雨

从业资格证号：F03092124

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

刘晨业

从业资格证号：F3064051

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究

投资要点：

- **经济修复的确定性增强：**优化防疫工作二十条及支持地产十六条的发布提振市场对经济复苏的信心，但需求不足仍是痛点。随着各项政策出台，经济现实赶上预期可能至少需要一个季度，可以关注明年一季度末经济的修复情况。若经济复苏进度顺利，消费得到有效修复，地产成功企稳，叠加今年的低基数效应，明年二季度或成为全年经济增速高点，但整体复苏的幅度可能会比较保守。
- **货币政策对债市的支持降温：**随着经济基本完成筑底，复苏迹象显露，央行也在跨周期调节的思想指导下开始转变思路。2023年，宽货币的方向最起码在上半年应该会保持不变，但程度弱化。同时，宽信用是主要目标，总量工具节奏暂缓，央行将更多依仗再贷款、再贴现等工具提供定向流动性支持。资金面方面，资金利率向政策利率的回归已基本完成。在经济明显好转之前，为实现降成本、宽信用的目标，央行仍将呵护资金面平稳宽松。
- **明年初债市或延续窄幅震荡态势：**强预期弱现实格局不变，央行维持资金面宽松的态度不变，债市很难趋势性转熊。随着市场对于经济修复预期的重新定价，后续可能会在对资金面的博弈，以及根据疫情、地产、宽信用相关预期的反复下，利率将在更高的新区间内震荡。
- **明年二季度债市压力增大，全年先上后下或先上后平：**若防疫政策优化和地产支持政策顺利引导内需修复，消费得到有效修复，地产成功企稳，叠加今年的低基数效应，明年二季度或能成为全年经济增速高点，利率中枢会进一步抬升。但在房地产乐观程度有限、外需回落制约经济动能、政策工具可能注重靠前发力等因素的影响下，明年经济复苏幅度或较保守，且上半年强于下半年。另外，我国经济增长模式转型的大方向不变，经济增速总体下行的趋势不变，那么十债利率预计也难以回到2021年初之前3.1、3.2的水平。全年来看，我们认为利率先上后平，或先上后下，取决于明年经济修复的效果。
- **风险因素：**央行货币政策收紧超预期，地产投资修复速度超预期顺利，美联储加息路径超预期收紧。

正文目录

1. 2022 年国债行情回顾.....	4
2. 经济预期改善，债市承压.....	4
2.1. 防疫与经济	4
2.2. 房地产筑底	5
2.3. 关注明年一季度末时点.....	6
3. 央行货币政策的变与不变	7
3.1. 宽货币方向不变，但程度弱化.....	7
3.2. 宽信用是主要目标，总量工具节奏暂缓.....	7
4. 资金面仍将维持适宜充裕.....	8
4.1. 资金利率向政策利率的回归基本完成	8
4.2. 明年资金面不悲观.....	9
5. 2023 年利率策略.....	9
5.1. 明年初震荡延续	9
5.2. 一季度后，利率中枢或进一步抬升.....	10
5.3. 全年利率先上后平或先上后下	10

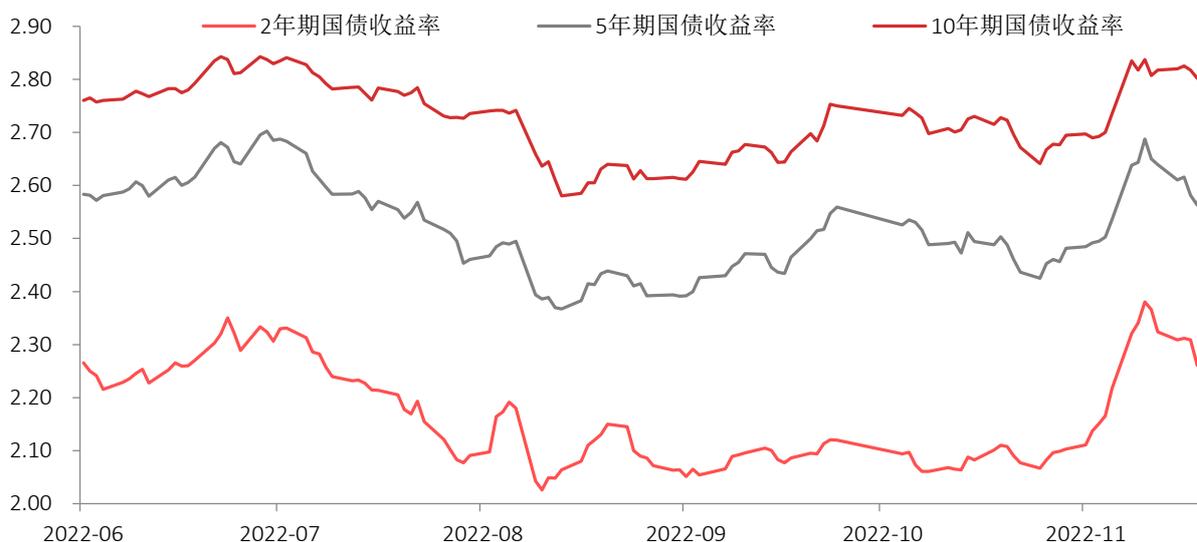
图表目录

图 1 国债主要品种活跃券收益率历史走势 (单位: %)	4
图 2 官方制造业 PMI (单位: %)	5
图 3 社会消费品零售总额当月同比 (单位: %)	5
图 4 固定资产投资累计同比 (单位: %)	5
图 5 进出口金额当月同比 (单位: %)	5
图 6 30 大中城市商品房成交面积 (单位: 万平)	6
图 7 百城成交土地面积 (单位: 万平)	6
图 8 百城土地溢价率 (单位: %)	6
图 9 房地产相关指标累计同比 (单位: %)	6
图 10 社融规模当月同比多增 (单位: 亿元)	8
图 11 新增人民币贷款分项同比多增 (单位: 亿元)	8
图 12 人民币汇率与美元指数	8
图 13 中美利差 (单位: %)	8
图 14 银行间资金利率 (单位: %)	9
图 15 1 年期同业存单 (AAA) 收益率 (单位: %)	9

1. 2022 年国债行情回顾

2022 年，利率债市场度过了窄幅震荡的一年，十债利率在 2.6% 到 2.85% 区间内波动。全年只有 7 月后资金面全面宽松衔接 8 月央行年内第二次降息那一波走出了持续近两个月的牛市行情，十债利率也一度下探至年内低点 2.61%。其余如 1 月央行超预期降息、4 月国内疫情蔓延等因素也只驱动了利率较短期内的下行，大部分时间内还是以震荡为主。11 月后，随着优化疫情防控工作的二十条及金融支持地产十六条等重磅政策的发布，基本面预期得到明显扭转，叠加资金面收敛，利率债普遍大幅回调。国债期货连日下跌，导致大量银行理财产品净值下跌，各机构面临巨大赎回压力，放大波动。十债利率中枢小幅上行，回到 2.80% 附近震荡，基本与年初时位置持平。

图1 国债主要品种活跃券收益率历史走势（单位：%）



资料来源：Wind，东海期货研究所

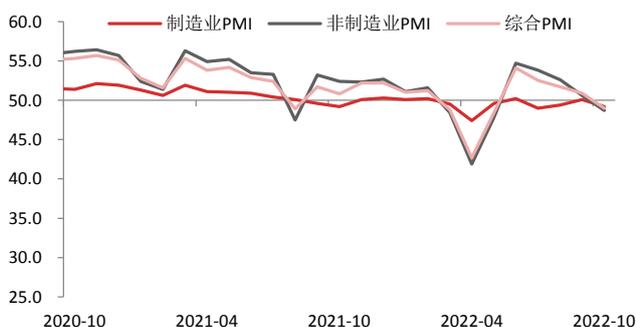
2. 经济预期改善，债市承压

2.1. 防疫与经济

今年以来，国内经济持续弱势修复的重要原因之一在于疫情的拖累。在优化疫情防控工作二十条出台之后，市场预期疫情对经济的冲击将得到缓解，经济改善的预期先行于现实，给国内资本市场带来了全面的影响。从方向上来看，随着防疫政策的不断优化调整，未来经济继续修复的确定性无疑是增强的。

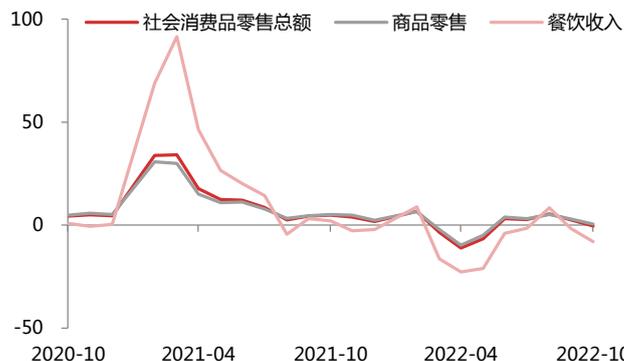
不过，从中长期看，未来经济复苏的节奏，除了受到疫情的影响之外，还取决于经济内生的动力。国内方面，从最新公布的10月宏观数据来看，经济景气度、社零消费、固定资产投资、出口等指标大部分同比数据还未改善。其中，受近期政策集中支持的基建投资、制造业投资与工业生产数据增长较为稳健。除此之外，消费数据受到疫情拖累，房地产投资受限于地产行业的整体下行和居民购房需求的弱化，出口数据则受到外围经济衰退预期、外需回落的拖累。

图2 官方制造业 PMI (单位：%)



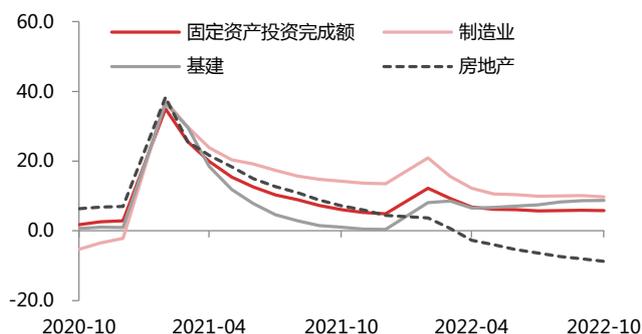
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图3 社会消费品零售总额当月同比 (单位：%)



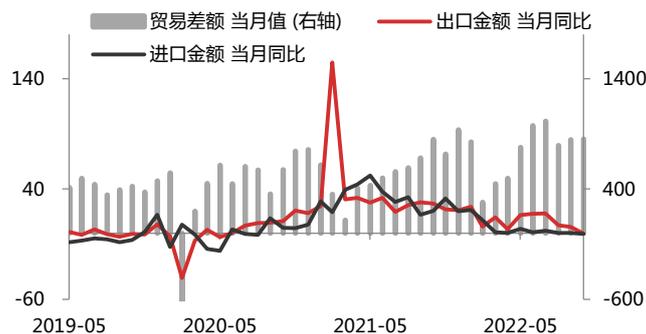
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图4 固定资产投资累计同比 (单位：%)



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图5 进出口金额当月同比 (单位：%)



资料来源：Wind, 东海期货研究所

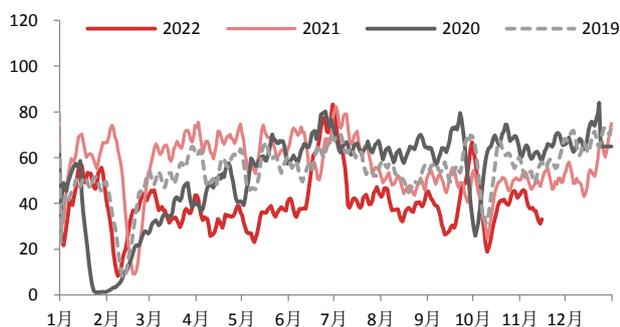
2.2. 房地产筑底

央行支持民营企业融资“第二支箭”延期扩容、以及金融支持地产十六条等政策的出台，改变了市场原先对“保项目不保房企”的预期，从保交楼、房企融资、金融监管、受困房企化险等方面着手释放积极信号，标志着稳地产政策进入新的阶段，未来房企融资的困境有望得到改善。

不过，当前的现实是房地产行业整体仍处于筑底阶段，尚未见到明显改善的迹象。本轮房地产的下行同时面临供给端与需求端的双重冲击。疫情影响、经济走弱、房地产周期性下行多重因素主导下，居民加杠杆意愿薄弱，购房需求低迷，成为除地产企业的困境和疲软之外最为关键的问题。尽管今年以来的地产政策已经从供需两端入手进行了规模不小的放松，但到目前为止却并未看到房地产相关数据的趋势性回升，销售、投资、价格等数据均在低位徘徊。向后看，在坚持“房住不炒”定位不变的前提下，想要真正缓解居民加杠杆的意愿、

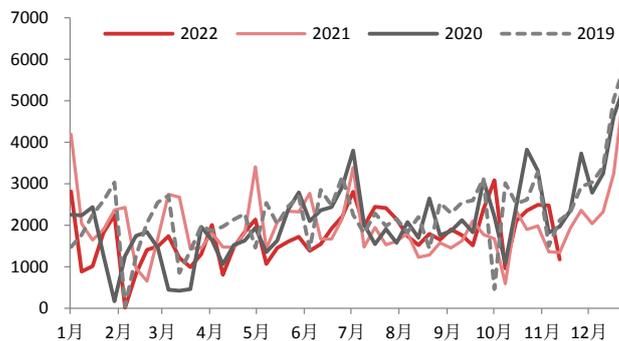
对房地产资产增值的信心、地产企业面临的流动性压力等关键性问题，恐怕还需要比较长时间的的努力。

图6 30大中城市商品房成交面积（单位：万平）



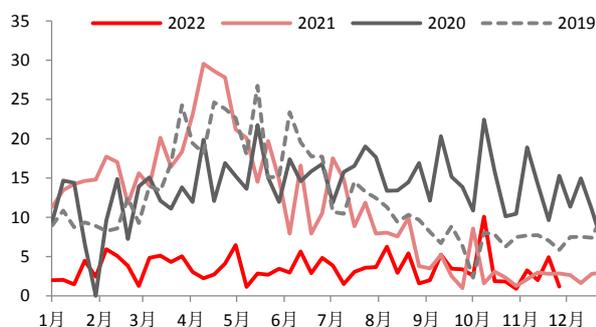
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图7 百城成交土地面积（单位：万平）



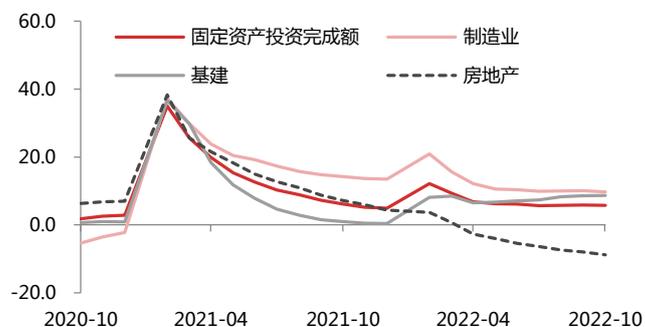
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图8 百城土地溢价率（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图9 房地产相关指标累计同比（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

2.3. 关注明年一季度末时点

总的来说，需求不足仍是国内经济复苏的痛点。随着疫情政策的优化调整和地产政策的上台阶，可以说对于需求的提振，现在才是真正的起点。如果乐观地看，冬季来临未带来疫情的变数，后续防疫政策也不再有大反复，内生需求的真正改善可能也会需要比较长的时间。未来1到2个季度，国内经济方向是向上修复，这一点是确定的；但若讨论具体的节奏，在仍然比较严峻的内外部形势下，这一轮政策出台后具体的执行效果如何、见效有多快、覆盖范围有多广，还是存在不确定性的。不过，经济的弱也并不构成债市的利多因素，主要是因为经济修复速度放缓的逻辑已持续了很久，市场定价基本完成；而且二十大之后，市场对稳增长政策加码的期待增强，疲弱的数据反而会强化政策出台的预期。

我们预计，随着各项政策从出台到落地生效，经济现实赶上预期可能至少需要一个季度的时间，可以关注明年一季度末经济的修复情况。若经济复苏进度顺利，消费得到有效修复，地产成功企稳，叠加今年的低基数效应，明年二季度或能成为全年经济增速高点。但明年经济的复苏幅度可能整体偏保守，一方面房地产底部回暖后逆周期大幅上行的可能性小，另一

方面海外去库存、外需回落将制约经济修复动能。同时，在跨周期调节思路与财政空间限制下，明年财政、准财政等可能靠前发力，上半年的支持力度大于下半年。

3. 央行货币政策的变与不变

3.1. 宽货币方向不变，但程度弱化

决定债市中长期趋势最关键因素在于市场对于央行未来货币政策的预期。2022年，央行以实现降成本为主要目的，货币政策整体维持宽松。但在美联储加息周期、中美利差倒挂、人民币贬值压力的外部制约下，货币政策的宽松空间不大。央行全年共进行2次全面降息，合计降低MLF利率20个基点，同时两次降准，合计降低银行准备金率0.50%。全年来看，央行基本维持了资金面的合理充裕，尽可能降低资金波动，为降成本提供了适宜环境。

不过，随着2023年的临近，经济基本完成筑底，复苏迹象显露，央行也在跨周期调节的思想指导下开始转变思路。临近年底，伴随着银行间资金利率从低位抬升，央行一系列操作也表达出了更加保守中性的态度，包括公开市场上流动性投放的偏保守化，以及关于“管好货币总闸门”的表述。近日央行发布三季度货币政策执行报告，其中一系列的表述发生了变化。例如，删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心”的提法，可能表明总量工具的使用优先级和主动性下降；同时，对流动性的表述变为“提供适宜的流动性环境”，较之前更偏中性，但也提到会“加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测，灵活开展公开市场操作”。另外，增加了“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”。根据央行报告及近期的一系列操作，我们认为，央行宽松态度和主动程度确实有所弱化，但维持流动性偏宽的目标是不变的，只是会更加偏向于结构性工具的使用和对实体经济的直接支持，避免流动性泛滥的问题发生。央行增加对通胀的表述也只是央行职能在经济修复阶段的正常体现，也不能作为货币政策转紧的信号。

3.2. 宽信用是主要目标，总量工具节奏暂缓

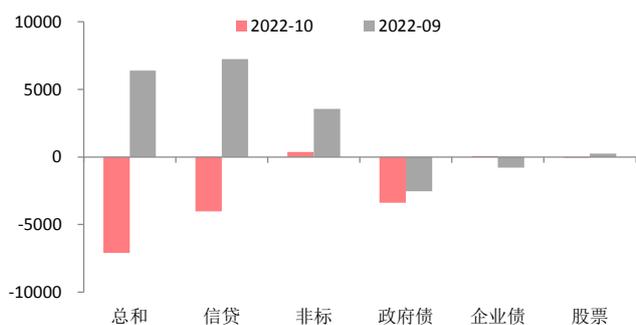
下一阶段，宽信用仍是央行的主要目标。传统意义上，推进宽信用必须要通过宽货币，即央行先加大对银行体系的流动性投放，再让银行将流动性投放到实体经济之中去。这也是宽信用还未得到顺利进展时，宽货币不会过早结束的根据。不过，出于外部平衡与内部引导资金利率回归的考量，央行似乎一直在尝试绕过宽货币，比如央行支持民企融资的“第二支箭”，就是央行通过提供再贷款结构性工具等方式，为特定领域精准定向地提供流动性支持，而没有采取总量上的“大水漫灌”。

不过，随着美联储加息预期降温，人民币贬值趋势得到缓和，中美利差倒挂幅度收窄，央行所面临的外部压力减轻。同时，国内资金利率回归正常化，银行间资金面逐步向紧平衡演变。从国内外角度看，央行货币操作的窗口正在打开。尽管在内需掣肘的条件下，流动性投放未必能直接撬动多少融资需求，但从稳预期和提信心的角度来看，总量宽松政策也未必

没有操作的必要性。一方面 10 月社融信贷和房地产数据接连走弱，另一方面未来两月 MLF 到期量仍然较大，或对资金面造成冲击。

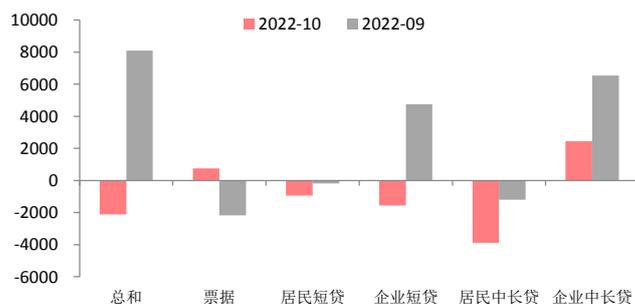
目前央行已经宣布于 2022 年 12 月 5 日进行年内第二次降准，降准幅度为 0.25%，力度较为克制，预计不会大幅改善当前资金面情况，也难以支撑债市走强的持续性逻辑，更多的可能只是传达货币宽松仍在延续的信号。经过本次降准，至少明年一季度再次使用降息或降准的总量宽松工具的可能性大大降低。

图10 社融规模当月同比多增（单位：亿元）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图11 新增人民币贷款分项同比多增（单位：亿元）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图12 人民币汇率与美元指数



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图13 中美利差（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

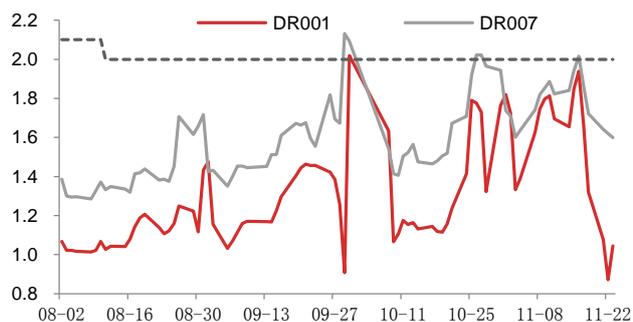
4. 资金面仍将维持适宜充裕

4.1. 资金利率向政策利率的回归基本完成

今年7月到10月曾有过一段资金面异常宽松的时期，当时恰逢财政与准财政密集发力阶段，减税降费、退税缓税、专项债、再贷款等工具向实体注入流动性，使银行间资金异常宽松，隔夜利率一度突破 1.0% 低点，1 年期同业存单利率下行至 2.0 以下。当时资金面成为债市主要的利多因素。

鉴于资金长期过于泛滥可能产生的问题，随后央行开始压缩公开市场上流动性的投放量，引导资金利率向上向政策利率回归。进入四季度后，前一阶段财政、准财政集中发力对资金面的红利已基本消退，资金过度充裕的局面结束，资金利率受央行操作以及季节性缴税缴准等因素的影响放大。11 月后银行间利率中枢一度抬升，波动加剧，存单利率亦显著上行，1 年期存单从 2.0 上行到 2.5 以上，引发了债市较大的动荡，在央行重新加大公开市场流动性支持后才逐渐恢复。

图14 银行间资金利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 东海期货研究所

图15 1 年期同业存单 (AAA) 收益率 (单位: %)



资料来源: Wind, 东海期货研究所

4.2. 明年资金面不悲观

展望明年，资金面应该仍会维持总体充裕的局面，像今年 11 月这样资金面波动放大导致情绪悲观的情况也只是短期的波动。央行一直以来的态度都是引导资金利率向政策利率回归，当流动性异常充裕时，央行对流动性的投放十分保守，一步步被动引导资金利率缓慢抬升。但央行又必须为实现降成本的目的而维持较低的利率水平，为宽信用、稳增长铺路，因此一旦资金波动放大，央行又会加大流动性呵护的力度。目前银行间质押回购 7 天利率已经回升到 1.7-1.9 区间之内，非常接近 2.0 的政策利率，央行回收过于宽松流动性的任务已经阶段性完成，资金面进一步收紧应该非央行所愿。预计未来央行对流动性的支持力度会回归常态，降低资金面波动。今年底到明年初是稳增长政策发力的阶段，较为宽松的流动性环境是应有之义。

5. 2023 年利率策略

5.1. 明年初震荡延续

展望明年，一季度国债或延续当前的窄幅震荡态势。11 月债市大幅调整的逻辑是经济修复预期的先行。尽管基本面现实仍弱，但由于防疫政策的优化和金融支持地产 16 条均超预期落地，市场对经济改善的信心得到大幅强化。如果当前利率新的位置已经反映了预期的改善，那么后续就要等待基本面现实慢慢追上预期，或者有新的超预期出现，而目前还看不

到有这方面的迹象。因此，我们认为，明年初到明年三月两会之前，债市都很难趋势性转熊，而会在对资金面的博弈，以及根据疫情、地产、宽信用相关预期的反复下，延续震荡。目前十债活跃券利率震荡中枢大概在 2.80-2.85 之间，参考今年 3 月初疫情扩散前形成的高点 2.87，目前的预期不见得会比当时更乐观，考虑到政策密集出台对情绪的冲击和赎回对波动的放大，向上看到 2.90。向下则以 11 月 11 日防疫优化消息公布前震荡位置的阶段高点 2.75 为底。

5.2.一季后，利率中枢或进一步抬升

虽然严峻复杂的疫情形势大大降低了明年经济形势的可预测性，但总体来说，稳增长政策发力与疫情影响边际递减的方向是不变的。考虑到政策逐步出台和生效的时间，明年一季度末或成为关键的时间节点。届时，若防疫政策的优化和地产支持政策推进顺利，使消费得到有效修复后担当起经济复苏的重要推手、地产成功企稳后对投资的拖累减小，引导内需回暖，经济数据可能出现真正的起色。叠加今年第二季度的低基数效应，明年二季度可能成为全年经济增速同比的高点。在增强的信心和回暖的预期的支撑之下，权益市场也有望得到真正的提振。股强债弱格局之下，债的性价比将进一步降低。届时债市面临的压力将大大增加，利率中枢或进一步抬升。

5.3.全年利率先上后平或先上后下

如前文所述，在房地产投资乐观程度有限、外需回落制约经济动能上限、财政准财政可能注重靠前发力等因素的影响下，明年经济复苏的幅度可能比较保守，且上半年强于下半年。另外，我国经济增长模式转型的大方向不变，经济增速总体下行的趋势不变，那么十债利率预计也难以回到 2021 年初之前 3.1、3.2 那么高的水平。

明年二季度可能是经济预期最乐观、市场信心最坚定的时点，债的压力也最大。经过二季度经济的回暖，到了明年下半年，跨周期调节可能带来新的政策转向，市场预期也可能从高点降温。全年来看，我们认为利率将先上后下，或先上后平，这取决于明年经济修复的效果。若明年一、二季度经济顺利实现复苏，并推动利率中枢进一步上行，则下半年可能形成利率下行的新机会。若明年上半年经济因不确定因素而未能实现明确的回暖，同时利率抬升不足，那么随着经济修复周期被拉长，下半年利率可能继续抬升并最终走平。

风险提示

本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款

本报告内容所涉及信息或数据主要来源第三方信息提供商或者其他公开信息，东海期货不对该类信息或者数据的准确性及完整性做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其他附属公司的立场，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn