

# 国债：牛途坎坷，把握节奏，波段为王

## 分析师：

李明玉（宏观金融研发总监）

执业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

审核人：李强

## 要点：

2022年在经济下行压力不断增加，未来出口大概率走弱、经济结构转型中“房住不炒”基调下地产投资继续下行，稳增长诉求提升，同时党的二十大召开在即，中央政治局以及中央经济工作会议明确明年“稳”字当头，政策大概率前置，基建、制造业将成为2022年逆周期调节的主要抓手。相比于今年财政“超收减支”，2022年财政更加积极，财政支出要前置，加快财政支出进度。财政和货币要协调联动的新提法下，货币政策需要配合积极的财政政策落地与推进，这也意味着2022年在财政政策积极发力的同时，货币政策的宽松空间值得期待，降准、降息都可以期待。需重点关注地产下行的惯性，这决定了固定资产投资的“底部”以及基建、制造业等发力的力度。

供给方面：2022年利率债供给预计近18.73万亿，与2021年供给量基本持平，重点关注财政前置，利率债供给增加对年初行情造成的短期扰动。

2022年经济增速前低后高，压力在上半年，下半年有望企稳。上半年基本面对债市整体有利，债市收益率易下难上，下半年经济企稳叠加联储加息扰动，债市收益率易上难下。年初专项债供给前置可能对行情有一定扰动。

就具体节奏而言，市场对于年初降息预期较强，债市交易降息预期，降息落地前做多为主。由于年初政策的前置集中发力，四月公布一季度经济数据大概率开门红，债市有一定调整压力。随着开门红的利空兑现、经济压力不减，债市将再度走强。年中左右市场大概率开始预期经济企稳，债市强势不再。全年债市收益率呈现“W”走势。

风险点在于海外超预期收紧的情况下，国内政策宽松幅度受限；海外疫情超预期恶化导致出口韧性延续，国内政策发力低于预期。

撰写：2021年12月21日

## 一、2021 年债市行情回顾与分析

2021 年是后疫情阶段，中国经济基本面修复斜率整体呈现“前高后低”的特征，基建投资见底、制造业投资先弱后强、地产链条下行压力逐渐显现并开始拖累经济。通胀方面，供给端约束下，PPI 持续攀高，但下游生产和居民需求持续偏弱，年末伴随行政控价措施的陆续出台，大宗涨价趋势有所缓解。货币政策“以稳为主”的基调维持，流动性宽松依然是债市行情的直接触发因素。财政以及地方债供给节奏后置，但央行“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”的态度较为明确，资金面整体扰动不大。共同支撑国债期货年初触底反弹后走出牛市行情，也基本符合我们去年年报《破而后立 晓喻新生》的观点。

图 1 2021 年以来国债期货先抑后扬

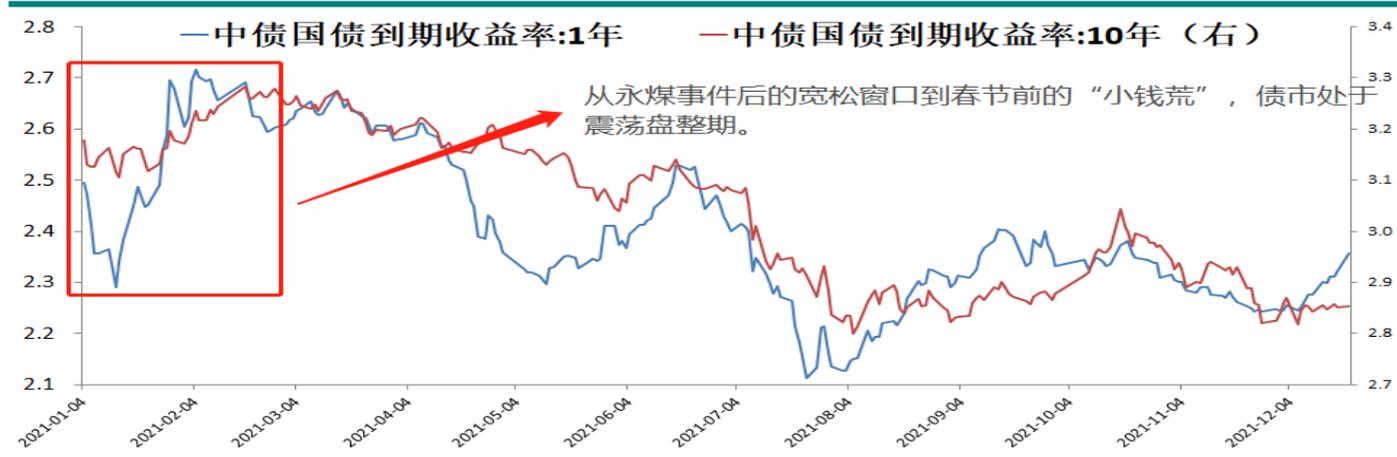


数据来源：Wind 新湖期货研究所

梳理 2021 年以来的基本面，可以发现债券市场整体走势可以分为三个阶段：

第一阶段（1-2 月），从永煤事件后的宽松窗口到春节前的“小钱荒”，债市整体处于震荡盘整期。

图 2 2021 年第一阶段债市震荡盘整期



数据来源：Wind 新湖期货研究所

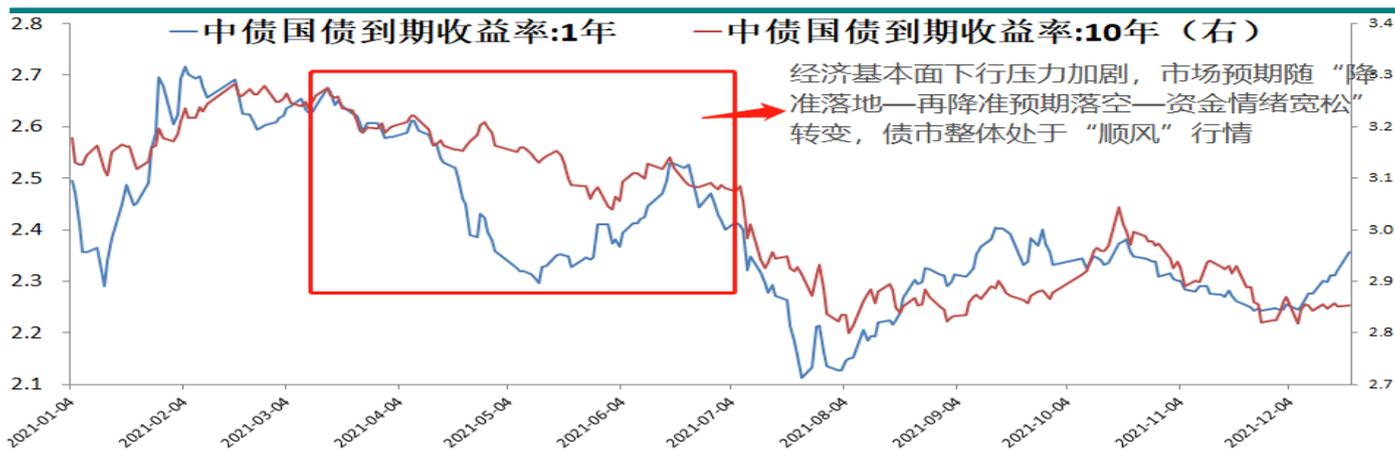
(1) 年初至1月中旬：“永煤事件”打开的货币政策宽松窗口维持，债券收益率延续下行。受“永煤事件”影响，央行货币政策转向宽松，11月末央行意外操作2000亿MLF，12月MLF加码至9500

亿元的历史高位。跨年后，资金面宽松行情延续，叠加四季度货币政策例会再次强化“保持流动性合理充裕”的预期，资金市场价格维持低位运行，债券收益率延续下行。

(2) 1月中旬至2月：宽松退出叠加春节缺口，引发“小钱荒”，收益率转为上行。1月跨节资金安排落空，叠加春节流动性缺口的影响，下旬资金面急剧收紧，资金价格上行击穿利率走廊上限。2月8日，四季度货币政策执行报告公布，更加关注“金融和市场风险”，同时，受权益市场大涨影响，监管层面认为“资本市场估值与经济基本面相背离”，此前宽松的货币政策预期进一步弱化，债市行情转为下跌，但整体上看，该阶段内十年期国债利率基本在3.1%-3.3%的区间窄幅波动。

第二阶段（2021年3月-2021年6月）：资金面长期维持平稳，债市反应“钝化”，“欠配”格局下，“慢牛”行情持续。

图3 2021年第二阶段债市“欠配”格局下，“慢牛”行情持续



数据来源：Wind 新潮期货研究所

(1) 3月以来，市场对经济基本面以及通胀数据的反应逐渐“钝化”，收益率进入缓慢下行区间。伴随经济逐步恢复，央行亦多次重申“以稳为主”的货币政策基调，政治局会议在窗口期温和表态，资金面平稳运行时间区间远超市场预期，3至5月DR001月均值始终处于2%以下。财政方面，专项债审批趋严，供给节奏拉长，在“欠配”的逻辑支撑下，债市开始进入到“慢牛”行情，且短端配置需求更高，10年期国债活跃券由3.27%最低下探至3.06%，1年期国债活跃券下行突破2.3%。

(2) 进入6月，地方债发行有所提速，“钱多”弱化，流动性回归紧平衡。随着地方债发行放量，市场“钱多”的逻辑逐渐松动，同时季末月份资金预期波动放大，债券收益率转为小幅上行。下旬之后，资金面重回平稳，6月21日金融时报称“市场主体无需对流动性产生不必要的担忧”，6月24日，为维护半年末流动性平稳，春节后OMO首次实现净投放，市场对于流动性的担忧有所化解，收益率转为区间震荡为主。

第三阶段（2021年7月-至今）：经济基本面下行压力加剧，市场预期随“降准落地—再降准预期落空—资金情绪宽松”转变，债市整体处于“顺风”行情。

(1) 7月全面降准落地，宽松力度超预期，债券行情加速催化。PPI高企导致下游小微企业经营困难，经济结构性问题较为严重，7月7日召开的国务院常务会议上，年内首次提及“降准”，加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。7月9日下午，央行宣布于

2021年7月15日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，降准成为第三阶段收益率下行突破的催化剂。

图4 2021年第三阶段债市整体处于“顺风”行情

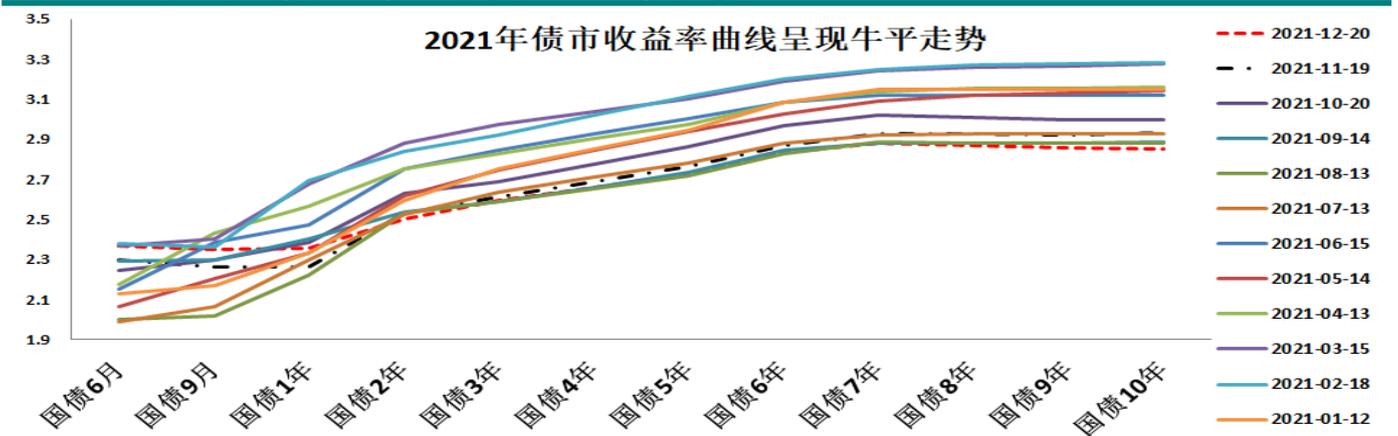


数据来源：Wind 新湖期货研究所

(2) 进入10月，通胀预期继续升温，四季度“降准”预期落空，国债收益率明显上行调整。2021年9月底，市场传闻专项债发行提速至11月，供给压力放大使得债市面临阶段性盘整的压力。于此同时，环保政策刚性约束下，黑色系商品延续大涨，货币政策的制约因素逐渐增多，10月15日三季度金融数据发布会召开，“再降准”预期落空，债市情绪转弱，收益率大幅上行，区间内最高触及3.04%。

(3) 11月以来，基本面走弱、货币政策维稳态度明确，再次支撑起债市“顺风”行情。一则，降准预期落空后，央行积极以公开市场操作应对流动性缺口。10月20日央行逆回购投放加量至1000亿，25日加码至2000亿；11月第一周逆回购罕见月初周内两次加码。二则，10月下旬起，发改委等监管机构行政控价措施陆续出台，大宗商品价格由高位回落，困扰市场的通胀预期，以及因此导致的对货币政策收紧的担忧，在政策明确打压煤炭价格后，均有所缓解，政策未来或更加向“滞”的方面倾斜，市场对“宽信用”的担忧有所升温。12月以来，降准预期兑现、房地产边际放松，市场对进一步宽松预期以及宽信用预期升温，市场分歧加大，债市收益率区间震荡。

图5 2021年以来国债收益率曲线走势：呈现牛平走势



数据来源：Wind 新湖期货研究所

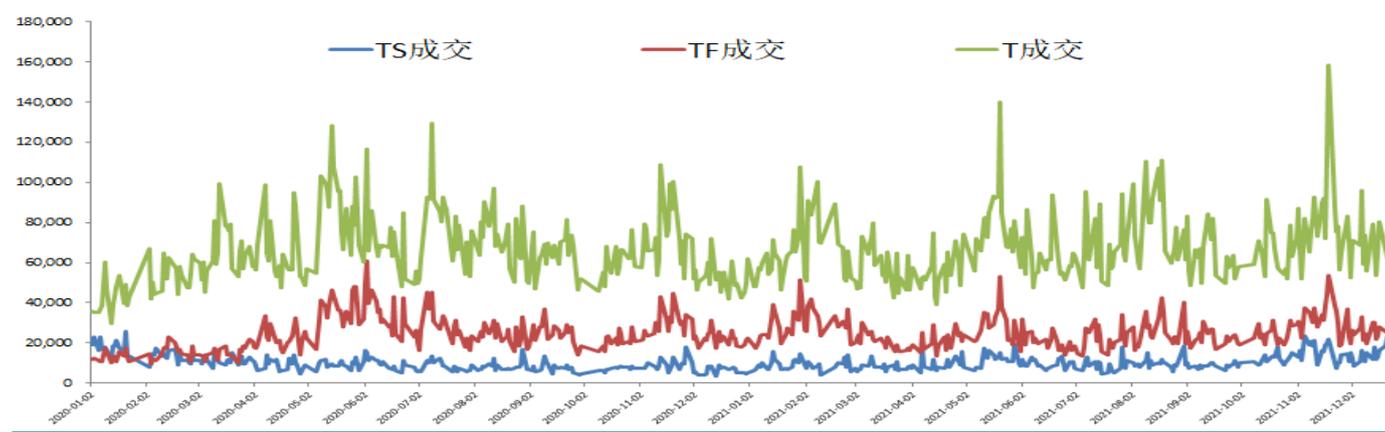
国债期货方面，从今年的市场表现来看，10年期合约依然是最活跃的国债期货品种，其合计持

成交量下半年一度突破 15 万手大关。截至 12 月 21 日 T 品种 2021 年日均总成交量约 6.8 万手，日均总持仓量约 14.6 万手。与去年全年相比，持仓量同比上涨 50%。

5 年期合约呈现持仓量扩大的局面，截至 12 月 21 日，TF 品种日均成交量 2.5 万手，日均持仓量 6.85 万手，与去年相比，持仓量同比上涨 46%。

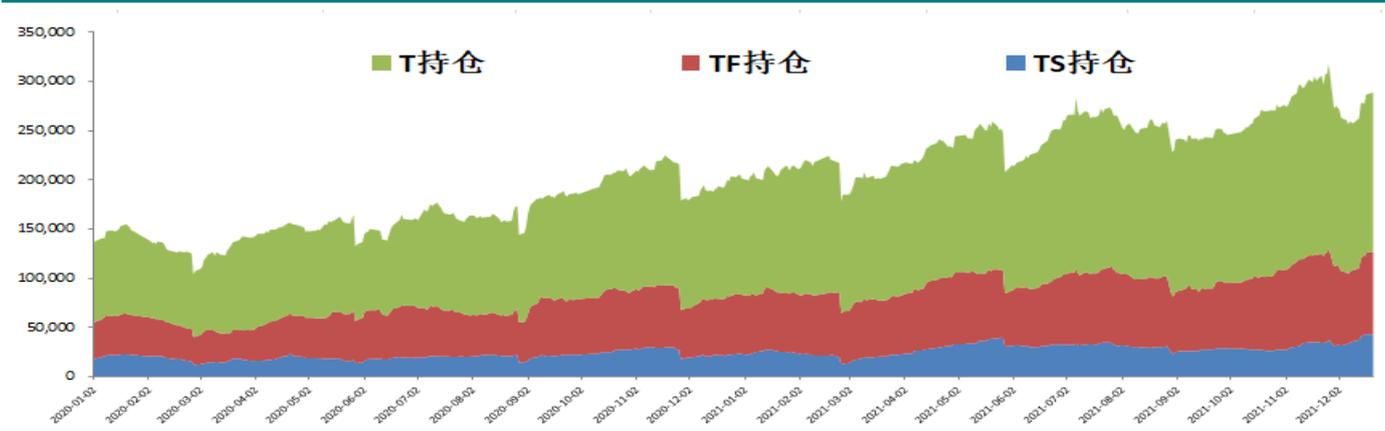
2 年期合约方面，截至 12 月 21 日，TS 合约日均成交量超 1 万手，日均持仓量约 2.9 万手，与去年同期相比，其持仓量同比上涨 42%。

**图 6 2021 年以来国债期货成交情况**



数据来源：Wind 新湖期货研究所

**图 7 2021 年以来国债期货持仓情况**



数据来源：Wind 新湖期货研究所

## 二、“稳”字当头，基建成逆周期调节主要抓手，经济前低后高，关注政策预期差

2021 年中国经济增长走势呈现“前高后低”，上半年好于下半年，与年初市场主流预期差距不大。年初低基数叠加年初复苏（很大程度上源于“就地过年”政策），2021 年第一季度 GDP 增速高达 18.3%，但在疫情反复、能源“双控”、“房住不炒”等结构性政策的影响下，二季度后经济内生动能开始减弱，尤其是投资，消费表现也比较一般。相比之下，全球经济复苏带动贸易扩张，外需维持强劲，对 GDP 的贡献率远高于往年。

图 8 2021 年三驾马车对经济的拉动情况



数据来源: Wind 新湖期货研究所

具体看主要原因在于:一方面在于2020年同期的低基数原因。2020年因疫情对经济的扰动,上半年经济读数有个“坑”,所以2021年上半年同比读数自然会被抬高。另一方面是经济增长本身的原因。2021年上半年,美国强化了财政刺激,下半年随着美国失业救济退出,商品消费见顶回落,出口的量也下来了,主要靠价格效应支撑,再加上前期不断加压的房地产调控措施开始见效,房地产投资也开始下行,所以从增长动能上看下半年也不如上半年。

整体而言,在出口的带动下,2021年中国经济数据修复斜率偏缓,但“结构性”特征十分突出,同时需求结构与2020年相近,主线依然是疫情带来的影响。上半年经济韧性十足,使得稳增长政策相对“保守”;而下半年政策的影响开始显现,经济下行压力加剧,地产调控、环保限产、隐债治理等矛盾突出。我们从三驾马车的角度来分析2022年中国经济的走势。(详细分析参见2022年宏观年报《外有忧 内无患》)

整体看,基于三驾马车框架角度分析,我们认为2022年在基数影响下,固定资产投资增速或呈前低后高,房地产投资或维持偏弱态势,上半年回落幅度高于下半年;出口韧性和政策效应有望带来制造业投资的边际增量;一季度基建投资是主要看点。其中房地产决定固定资产投资下限,而基建投资决定上限。与此同时,消费全年可能延续温和修复的态势,疫情对于收入的潜在影响决定了社零修复的上限,尤其是反复受到疫情扰动的服务消费,预计2022年将在疫前水平之下的区间逐步回暖;海外供应链承压、前期订单效应以及岁末年初海外疫情的再度爆发之下,出口短期内或持续高景气,二季度前后可能面临全球宽货币退坡、替代效应转弱等因素干扰而逐渐回落。综合基数影响,四个季度经济增速可能呈现前低后高。通胀层面,猪油难共振,通胀不会构成货币宽松的掣肘。政策方面,相比于今年财政“超收减支”,2022年财政更加积极,财政支出要前置,加快财政支出进度。财政和货币要协调联动的新提法下,货币政策需要配合积极的财政政策落地与推进,这也意味着2022年在财政政策积极发力的同时,货币政策的宽松空间值得期待,降准、降息都可以期待。需重点关注地产下行的惯性,这决定了固定资产投资的“底部”以及基建、制造业等发力的力度。风险点在于海外超预期收紧的情况下,国内政策宽松幅度受限;海外疫情超预期恶化导致出口韧性延续,国内政策发力低于预期。

### 三、“稳”字当头，财政积极的背景下，利率债供给压力有限，关注年初短期扰动

近期，从央行降准到政治局会议，从中央经济工作会议到专项债额度提前下达，12月以来，市场信号繁多，政策已经开始积极布局明年年初的各项经济工作事项了。偏积极的政策表态让市场在确认目前经济有下行压力的同时，对后续政策发力也抱有很大的期望！我们先从财政的角度分析政策的积极性。

对于2022年来说，在2021年下半年经济增速下行压力增强和三季度显现的非金融企业部门去杠杆、居民部门还在修复资产负债表的情况下，政府部门需要加杠杆托底名义经济增速。叠加2022年地方政府债开始进入偿债高峰，在防控债务风险、托底经济增速、做好跨周期与逆周期调节协同等多因素的政策考量下，2022年财政政策大概率偏积极，尤其是上半年财政政策或继续维持积极：（1）2021年下半年“发完未用完”的债券融资资金将结转至2022年上半年形成实物工作量（规模在万亿级别），大概率导致2022年新增专项债额度有所减少；（2）随着疫情影响的渐渐消退，财政政策也将陆续回归常态化，或推动财政赤字率继续回落到3.0%国际红线水平。下文将分别对国债、地方债供给作具体分析。

**首先看国债的供给情况**，根据预算赤字测算国债供给量。由于每年两会都会公布中央的财政赤字规模，即国债的净融资额。主要因为财政部的收支缺口只能通过发行国债来弥补，然后在国债金融规模的基础上加上当年到期量，即可得到当年国债的总发行量。由于2022年赤字率要到年初两会才会确定，因此我们对几种可能赤字率下的供给都进行了测算。

根据2021年前三季度名义GDP增速，我们假定2021年名义GDP增速为13.7%，2021年全年GDP总额为104.64万亿。在欧美经济体延续修复、外需大概率走弱以及中国经济重回潜在增速附近并存在一定的稳增长压力，因此我们预估2022年名义GDP增速为8%，全年GDP为118.97万亿。

**表1 2022年中央与地方赤字测算**

2022年财政赤字测算								
指标名	财政赤字:赤字率	中央财政赤字	地方财政赤字	财政赤字	中央赤字占比	地方赤字占比	名义GDP	名义GDP增速
2011	2.00	7000.00	2000.00	9000.00	0.78	0.22	48.80	18.45%
2012	1.60	5500.00	2500.00	8000.00	0.69	0.31	53.90	-9.11%
2013	2.00	8500.00	3500.00	12000.00	0.71	0.29	59.30	-7.92%
2014	2.10	9500.00	4000.00	13500.00	0.70	0.30	64.40	-6.53%
2015	2.30	11200.00	5000.00	16200.00	0.69	0.31	68.90	-7.76%
2016	3.00	14000.00	7800.00	21800.00	0.64	0.36	74.70	-10.22%
2017	3.00	15500.00	8300.00	23800.00	0.65	0.35	83.20	-9.47%
2018	2.60	15500.00	8300.00	23800.00	0.65	0.35	91.90	-7.26%
2019	2.80	18300.00	9300.00	27600.00	0.66	0.34	99.09	-2.47%
2020	3.60	24400.00	13200.00	37600.00	0.65	0.35	101.60	2.99%
2021	3.20	23200.00	12500.00	35700.00	0.65	0.35	104.64	13.70%
2022E	3.00	23200.00	12500.00	35700.00	0.65	0.35	118.97	8.00%

数据来源：Wind 新潮期货研究所

我们根据赤字率测算国债以及一般地方政府债的净融资额度，以测算2022年全年的国债、地方

债等的总供给量。我们假定 2022 年赤字率最可能为 3.0%。由此估计明年中央和地方赤字共计为 3.57 万亿，基本与 2021 年持平，其中中央赤字为 23200 亿元，即国债净融资规模为 23200 亿元，地方新增一般债为 12500 亿元。一般中央赤字通过国债发行融资的比重为 95%，因此中央赤字通过国债发行的量为 22040 亿元，再加上到期再融资规模 49884 亿，因此 2022 年国债总发行量为 71924 亿元左右。

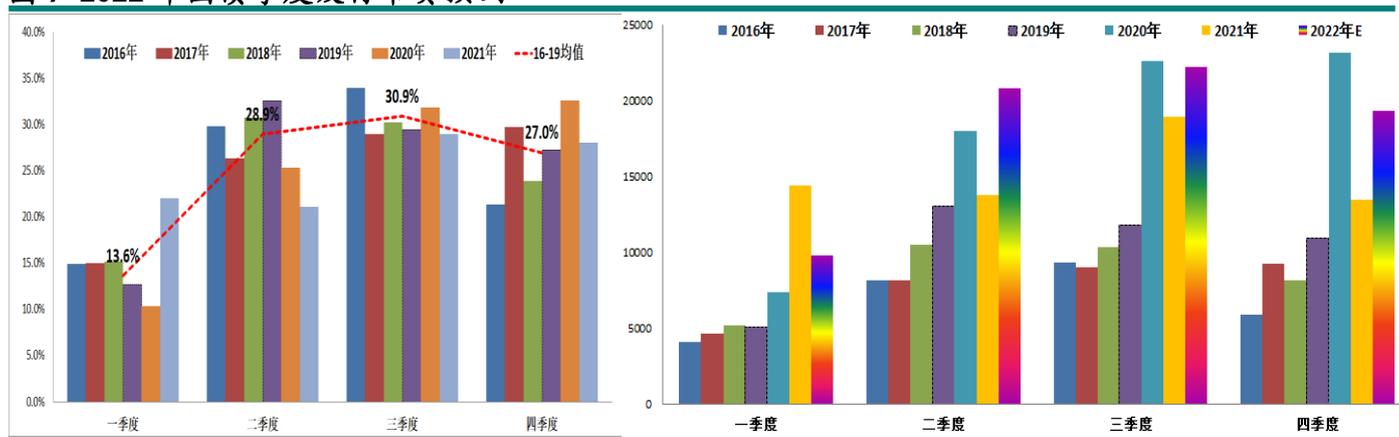
表 2 2022 年不同赤字率下国债供给量测算

不同赤字率下，国债供给量预测					
年份	目标赤字率	总发行量	总到期量	中央赤字	净融资额(含特别国债)
2021	3.2	68000	35960	23200	32040
2022年不同赤字率下供给预测	2.8	70459	49884	21658	20575
	3	71924	49884	23200	22040
	3.2	73398	49884	24752	23514

数据来源：Wind 新湖期货研究所

就国债发行节奏而言，预计 2022 年发行高峰仍将在二、三季度。以 2010 至 2019 年以及 2021 年国债季度发行占比来估计 2022 年国债发行节奏（2020 年因为有特别国债发行），预计 2022 年仍将维持历年国债的平均发行节奏，即二、三季度是国债的发行的高峰，一季度最少，四季度次之。2021 年全年财政明显后置，相反 2022 年由于一二季度稳增长诉求较强，财政大概率前置，预计国债的发行大概率要为地方债发行让道。因此我们预计四个季度或维持 13.6%、28.9%、30.9%和 26.7%的占比。以此估计，2022 年一、二、三、四季度发行量分别达到 7420 亿元、15894 亿、17052 亿以及 13473 亿元。整体看，除一季度以外，其他季度国债发行量均有所回落。

图 9 2022 年国债季度发行节奏预测



数据来源：Wind 新湖期货研究所

### 再来看地方债供给情况

根据上文表述，对于不同赤字率下的供给量分别测算地方债供给量如下表所示。我们考虑到 2022 年赤字率大概率降低至 3.0%，因此预计地方政府赤字在 12362 亿左右，叠加 2021 年总到期量为 26680 亿，同时考虑到往年，偿还到期债发行量约占到年度到期量的 85%左右，因此一般地方政府债总发行量预计为 3.37 万亿左右。此外，由于地方政府专项债不纳入赤字范围，我们单独测算。11 月 24 日

国务院常务会议要求加快今年剩余额度发行，做好资金拨付和支出管理，力争在明年年初形成更多实物工作量。国务院发展研究中心宏观经济部副部长冯俏彬对澎湃新闻表示，今年地方专项债的发行额度是3.5万亿元，据测算，前三季度发行了全年2/3左右的地方政府专项债，因此加快今年剩余额度的发行主要是针对这剩余的1/3，总量为12200亿元。预计这1/3的量有一半将在2022年年初形成实物工作量。因此预计2022年新增专项债额度将比2021年有所减少，预计2022年新增专项债额度为3万亿元。

**表3 2022年不同赤字率下地方债供给量测算**

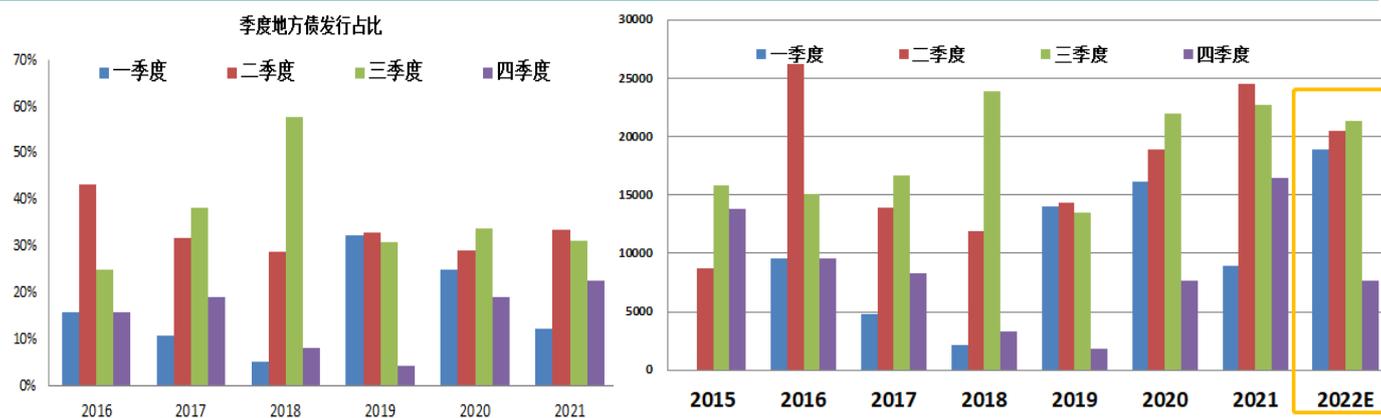
不同赤字率下，地方债供给量预测					
年份	目标赤字率	总发行量	总到期量	净融资额	新增专项债
2021年	3.2	72500	26685	12500	36500
2022年不同赤字率下供给预测	2.8	65102	27580	11659	30000
	3	65943	27580	12500	30000
	3.2	66768	27580	13325	30000

数据来源：Wind 新湖期货研究所

地方政府债发行量除了包含在赤字内的净融资量、新增专项债，还包括再融资债以及置换债。根据wind资讯统计，2022年再融资债量为27580亿元，上文提到考虑到往年，偿还到期债发行量约占到年度到期量的85%左右，因此到期再融资为23443亿元。而对于置换债，据财政部，截止10月末非政府债券形式存量政府债务1747亿元。今年未发行置换债，剩余部分可能在明年发行，那么明年置换债发行量可能在0-1915亿元之间，基本可忽略不计。因此，综合来看，假定赤字率为3%，那么2022年地方政府债总供给量预计为6.59万亿（23443+12500+30000）。

就地方债的发行节奏而言，由于出口的强力支撑，今年稳增长压力较小，财政明显后置，地方债发行明没有体现2019-2020年节奏前倾的特点。其实从2018年下半年开始，地方债发行显著提速，故三季度是当年地方债发行的高峰。而2019-2020年地方债提前发行，一季度节奏前倾表现明显，在全年规模中的占比达到40%。如前文分析，由于2021年四季度有近万亿规模的专项债资金将在2022年形成实物工作量，因此2022年地方债发行前置的程度估计有限。

图 10 2022 年地方债发行节奏及预测



数据来源：Wind 新湖期货研究所

基于前文分析，由于明年上半年稳增长压力加大，叠加 21 年四季度专项债融资资金在明年初形成实物工作量，因此预计明年地方债提前发行（概率较大），预计政府债供给前倾也不特别明显，预计供给高峰在 8 月，次高峰在 5 月、9 月。参考 2019、2020 两个提前发行年份，我们取 19 和 20 年两年的均值，四季度发行占比分别为 29%、31%、32%以及 12%。因此四个季度分别发行 18870 亿元、20452 亿元、21355 亿元以及 7627 亿元。

### 最后看政金债供给情况

政策性金融供给量的预测没有国债以及地方债好测算，因为政金债的发行规模没有一个明确的关系式来推导，基本上都是采用经验估值+定性调整的组合来预估。有些时候可以通过官方的一些领导的发言中得到一些模糊的信息，比如 2019 年 11 月份金稳会提出“政策性金融机构要加大逆周期调节力度”，那么我就可以推断在棚改缩量的背景下，政策性金融机构支持基建可能就已经在路上了。

图 11 历年政金债净融资额



数据来源：Wind 新湖期货研究所

整体看，政金债供给量的预测相对主观性更强一些。因此，对于 2022 年政金债供给量的预测，我们采用近些年净融资量以及发行偿还比相对稳定的方法分别测算出供给量，再结合金稳会提出政策将回归常态化，因此逆周期调节力度大概率减弱，那么政金债支持经济的力度同样会减弱。

首先，我们观察历史上政金债发行量与净融资量的增速波动都比较大。但是，自 2011 年-2019，政金债净融资基本维持在 1 万亿~ 1.3 万亿元区间，2020-2021 年因为疫情冲击要加大逆周期调节力度，导致净融资额大幅提升。到了 2022 年考虑到，金稳会提出政策将回归常态化，因此逆周期调节力度大概率减弱，那么政金债支持经济的力度同样会减弱。因此我们假设，2021 年净融资规模基本回归到和 2019 年相同规模，为 1.25 万亿元进行估算。结合 2022 年到期量为 34589 亿元，因此按照此方法估算 2022 年发行量为 47089 亿元左右。

其次，我们发现历年政金债的发行偿还比相对比较稳定。尤其是近 6 年来（2020 年特殊年份），发行偿还比趋于下降且更加稳定。假设整体发行偿还比较 2021 年持平为 1.5，则预计全年累计发行 5.18 万亿左右。

**表 4 2022 年政金债供给量测算**

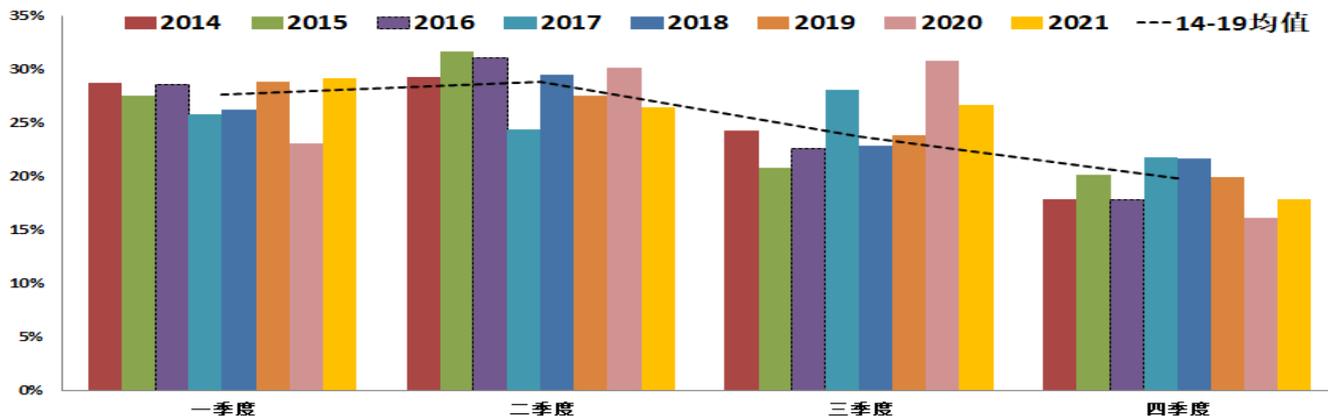
2022年政金债供给预测				
年份	总发行量(亿元)	到期偿还量(亿元)	净融资额(亿元)	发行偿还比
2022年预测	51883	34589		1.5
2021年	53794	34059	19735	1.58
2020年	52046	26547	25499	1.96
2019年	38237	24574	13663	1.56
2018年	34650	24746	9903	1.40
2017年	32845	20871	11973	1.57
2016年	33597	19138	14459	1.76
2015年	25844	15345	10498	1.68
2014年	23281	12624	10240	1.84

数据来源：Wind 新湖期货研究所

最后，对于 2021 年政金债发行量，我们结合上述两种估算方法取中值为 49486 亿元。

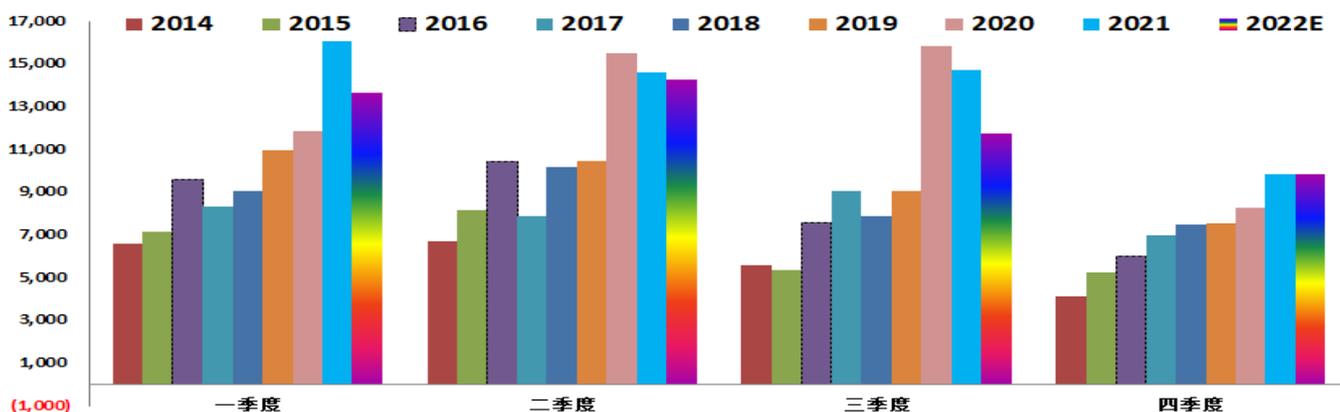
就政金债发行节奏而言，因为 2020 年一季度疫情原因导致政金债发行节奏往二三季度延后，所以我们看到二三季度发行占比有所提高。2021 年发行节奏基本恢复至 2019 年水平。因此我们预计 2022 年发行高峰仍将在一、二季度，三、四季度稍减。以 2014 至 2019 年政金债季度发行占比来估计 2022 年发行节奏，预计 2022 年仍将维持历年的发行节奏，即一、二季度是发行的高峰，四季度最少，三季度次之，四个季度或维持 27.6%、28.9%、23.7%和 19.8%的占比。以此估计，2022 年一、二、三、四季度政金债发行量分别达到 13655.5 亿元、14280 亿、11737 亿以及 9813 亿元。

图 12 历年政金债发行节奏：各季度发行占比相对稳定



数据来源：Wind 新湖期货研究所

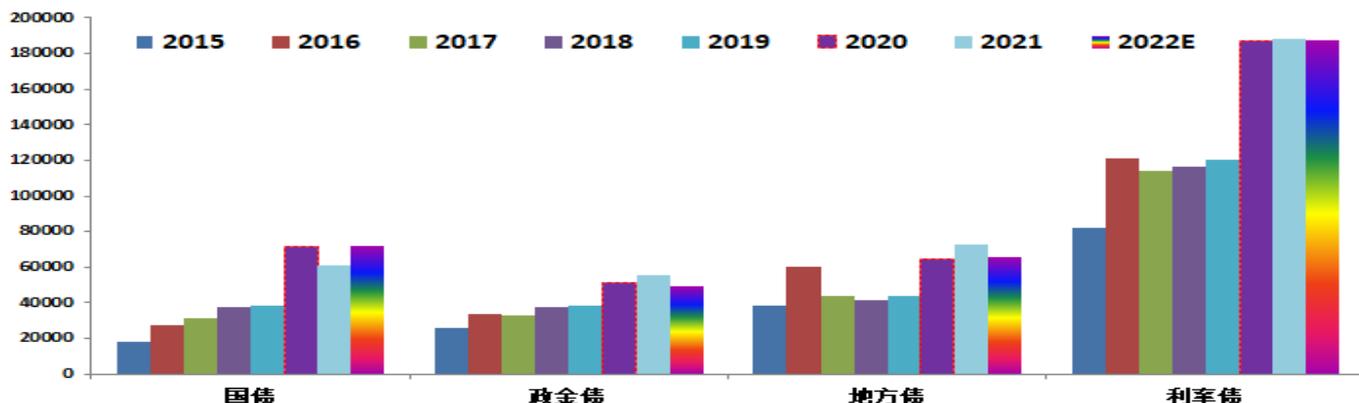
图 13 2022 年政金债发行节奏及季度预测



数据来源：Wind 新湖期货研究所

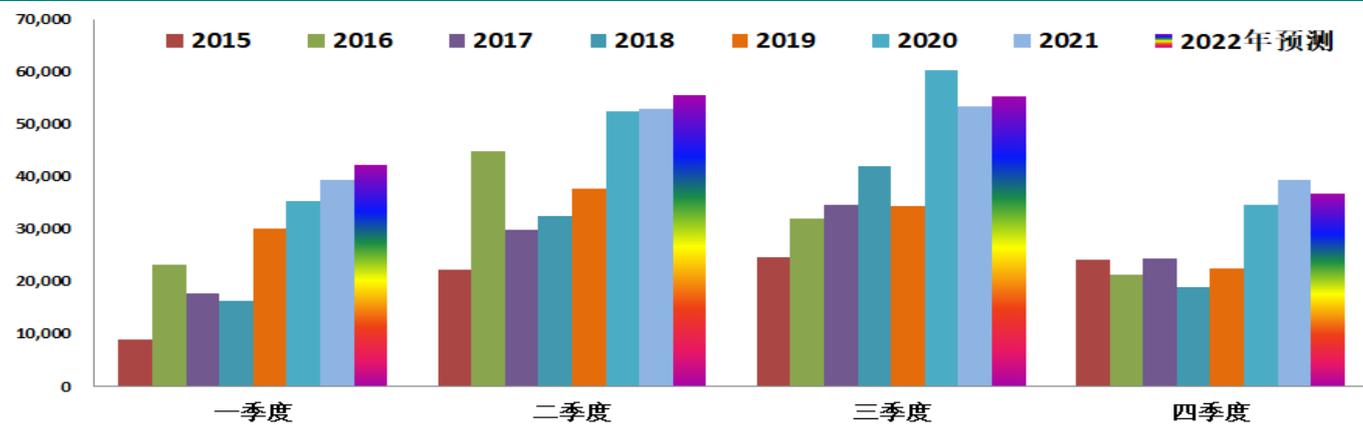
从整体利率债的供给来看，综上，2022 年利率债供给预计近 18.73 万亿(7.19+6.59+4.95=16.42)，比 2021 年的 18.51 万亿多 0.2 万亿，基本持平。具体看，2022 年地方债以及政金债的总发行量有所回落。而国债方面，基本和 2020 年持平甚至，主要由于 2022 年是偿还大年，到期较多。

图 14 2021 年利率债供给总预测



数据来源：Wind 新湖期货研究所

图 15 2022 年利率债季度发行节奏



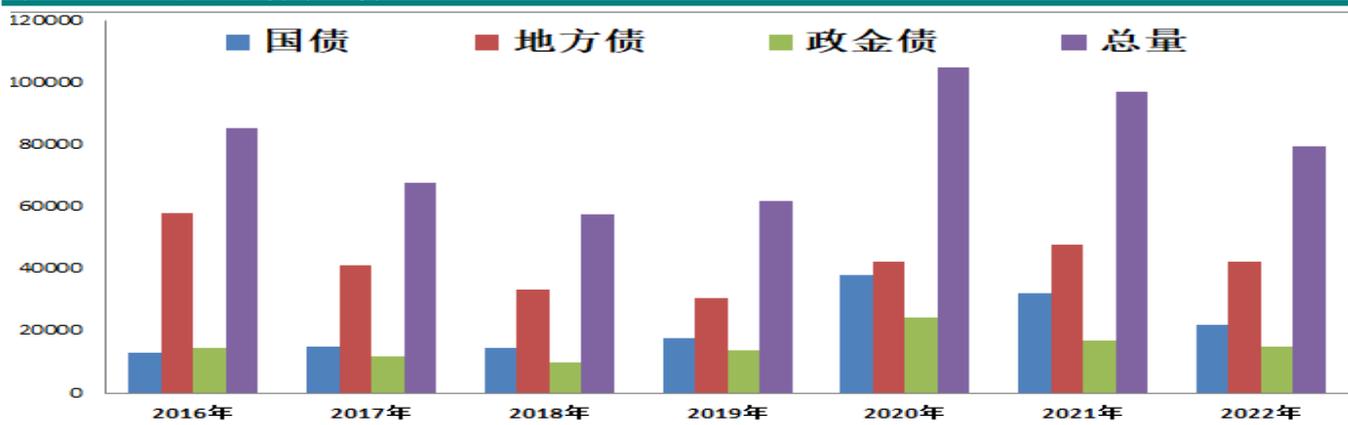
数据来源: Wind 新湖期货研究所

由于 2022 年国债、地方债以及政策性金融债的到期偿还量均较往年明显增加, 因此剔除到期偿还量, 从净融资的角度看, 2022 年净融资量较 2021 年基本持平。

表 5 2022 年利率债净融资测算

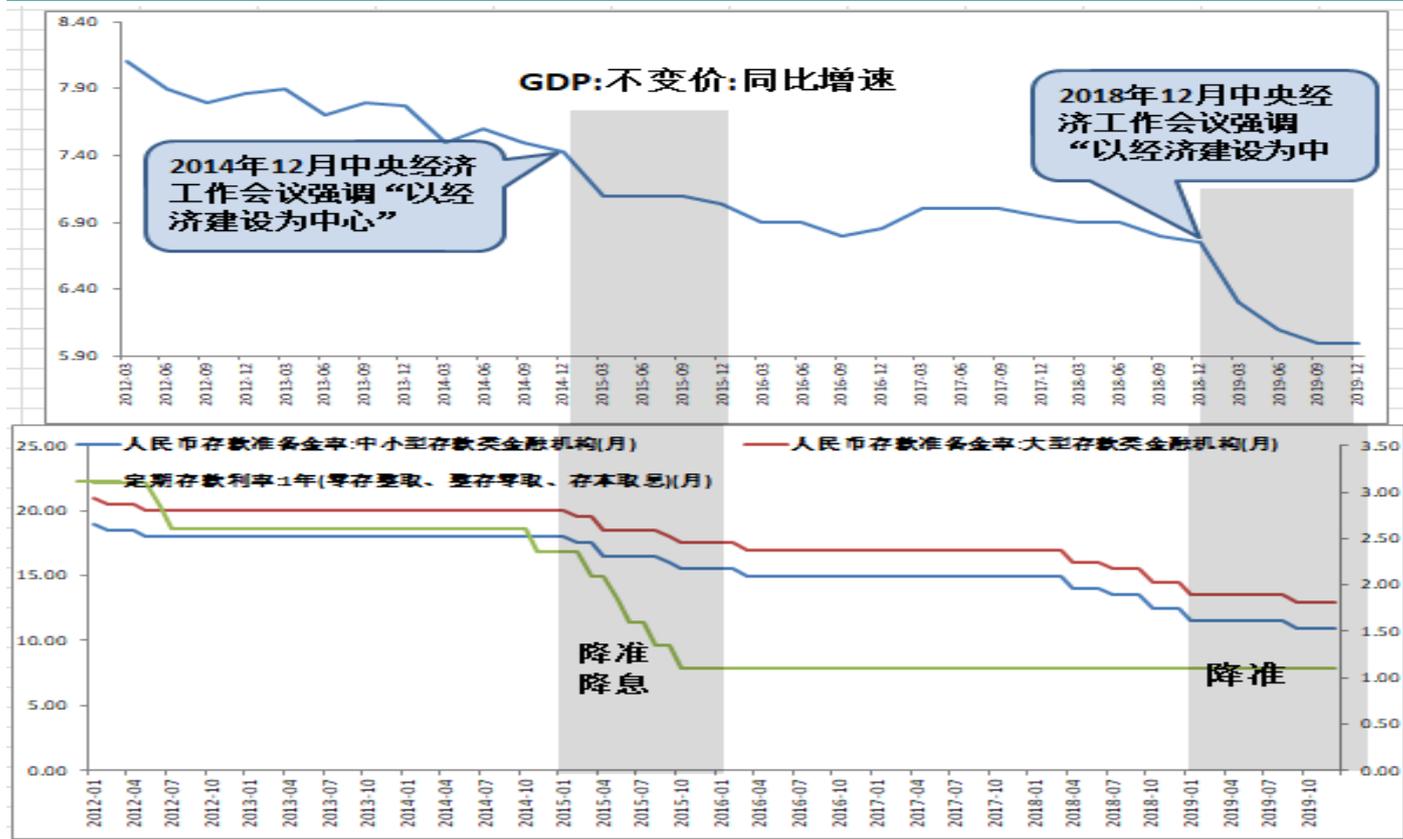
净融资量	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年预测
国债	13150	14851	14573	17885	38000	21809	22040
地方债	58021	41166	33262	30472	42371	42362	42500
政金债	14458	11973	9903	13663	24500	14500	14897
总量	85629	67990	57738	62020	104871	78671	79437

图 16 2022 年利率债净融资预测



数据来源: Wind 新湖期货研究所

图 17 财政、货币协调联动，2022 年货币宽松空间值得期待



数据来源: Wind 新湖期货研究所

#### 四、经济压力大，财政积极的背景下，货币政策进一步宽松可期

货币政层面，2021 年整体是一个结构性紧信用的格局，政策对房地产和地方隐性债务的监管力度整体维持高压，但是对制造业特别是小微企业一直是在支持的。考虑到对传统部门信用风险防范的压力，2022 年的信用环境和 2021 年相比，会有更多稳的特征，总体上仍然是结构性信用宽松的状态。同时从中央经济工作会议来看，来年经济下行压力较大，降准也是大概率事件。首先，MLF 到期量还是比较大。目前来看，2022 年下半年的时候会有较大规模的 MLF 到期，也不排除央行通过降准来置换 MLF，引导银行负债成本下行。其次，当出现传统部门信用风险扩散使得市场风险偏好明显下降的时候，降准可以压低风险溢价，稳定金融市场。

图 18 LPR 报价走势图

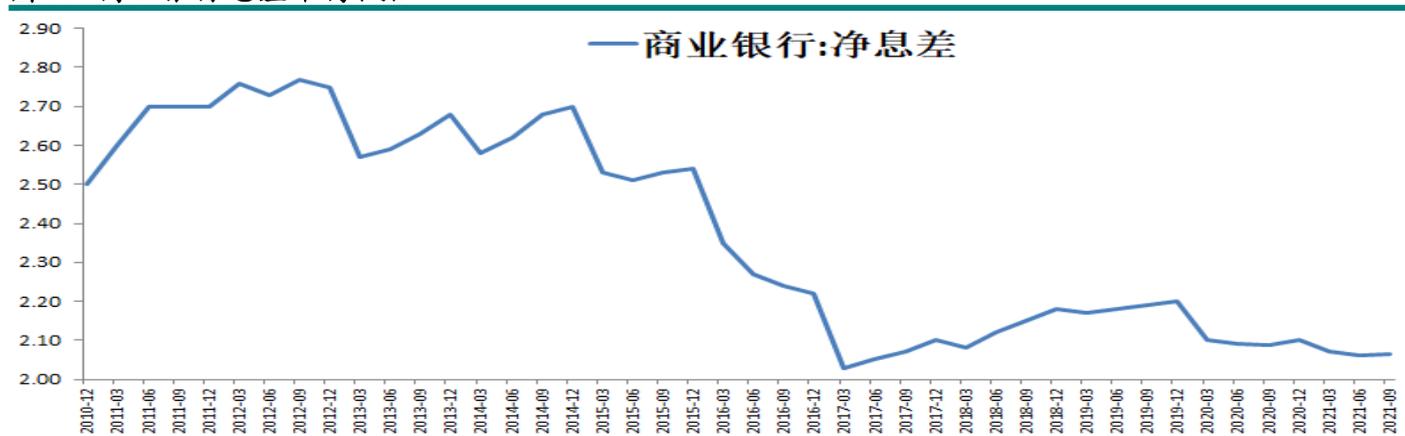


数据来源：Wind 新湖期货研究所

从降息角度看，降息也可以期待。12月央行时隔19个月再度下调LPR利率，或开启降息的序幕。此次一年期LPR下调整体复合市场预期，此前两周挂钩1年期LPR的利率互换成交明显活跃，且利率有所下行，蕴含了市场对于此次利率下调的预期，相比之下，挂钩5年期的LPR利率互换价格变动不大。银行此次主动下调短期LPR是央行年内两次降准后主动向实体让利的体现，年内两次降准均意在“宽信用”，通过释放便宜资金引导金融机构让利实体，降低实体融资成本，包括此前下调再贷款、再贴现利率也是如此。因此本次银行下调1年期LPR报价复合政策导向，同时保持5年期LPR不变也体现了中央经济工作会议对地产政策“房住不炒”的理解。

当前国内经济仍面临一定的下行压力，降低实体融资成本的迫切性和必要性仍在。今年下半年以来，国内房地产市场持续加速下行，商品房销售大幅下滑，房地产投资也不断回落，叠加基建投资低迷，居民消费持续弱势，内需拖累国内经济持续下行。今年唯一亮点是外需不断超预期，这背后的核心是美国财政刺激带动的美国商品消费需求增长，随着美国财政刺激结束，美国商品消费需求开始回落，尽管劳动力市场继续恢复，居民工资收入增长，但是通胀上升幅度更大，实际收入增速持续下降，居民消费信心低迷，明年美国商品消费需求将进一步加快回落，明年中国出口可能也会明显放缓。在外需前景趋弱背景下，稳增长核心还是要聚焦内需，而降低融资成本是“宽信用”乃至稳增长的重要前提。

图 19 商业银行息差维持低位



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2022 年来看，本次 LPR 报价下调，表明央行调降政策利率的概率正在抬升，“宽信用”起效仍需进一步的“宽货币”。过去 LPR 的调整基本都是基于 MLF 利率先行调整，即银行会在负债端利率下行后，相应自主下调资产端利率，保持息差大体不变的情况下向实体让利。而此次则是在负债端利率变动不大的情况下，主动压调资产端利率。假设银行短期贷款的实际投放利率与 LPR 之间的加点不变，那么此次下调 1 年期 LPR 后，银行息差将面临进一步压降的压力。考虑当前银行息差已经处于历史相对低位，息差的再度压降可能进一步增减银行压力，反而会制约“宽信用”进程，需要政策调整重新腾挪息差空间。从这一角度看，考虑到 1 月往往为银行信贷“开门红”，预计央行 2022 年下调政策利率的概率有所抬升，包括公开市场操作利率和 MLF 利率，从负债端调降银行成本以补回银行息差空间。因此未来公开市场操作利率、MLF 利率调降值得期待。

整体看，基于三驾马车框架角度分析，我们认为 2022 年在基数影响下，固定资产投资增速或呈前低后高，房地产投资或维持偏弱态势，上半年回落幅度高于下半年；出口韧性和政策效应有望带来制造业投资的边际增量；一季度基建投资是主要看点。其中房地产决定固定资产投资下限，而基建投资决定上限。与此同时，消费全年可能延续温和修复的态势，疫情对于收入的潜在影响决定了社零修复的上限，尤其是反复受到疫情扰动的服务消费，预计 2022 年将在疫前水平之下的区间逐步回暖；海外供应链承压、前期订单效应以及岁末年初海外疫情的再度爆发之下，出口短期内或持续高景气，二季度前后可能面临全球宽货币退坡、替代效应转弱等因素干扰而逐渐回落。综合基数影响，四个季度经济增速可能呈现前低后高。通胀层面，猪油难共振，通胀不会构成货币宽松的掣肘。政策方面，相比于今年财政“超收减支”，2022 年财政更加积极，财政支出要前置，加快财政支出进度。财政和货币要协调联动的新提法下，货币政策需要配合积极的财政政策落地与推进，这也意味着 2022 年在财政政策积极发力的同时，货币政策的宽松空间值得期待，降准、降息都可以期待。需重点关注地产下行的惯性，这决定了固定资产投资的“底部”以及基建、制造业等发力的力度。风险点在于海外超预期收紧的情况下，国内政策宽松幅度受限；海外疫情超预期恶化导致出口韧性延续，国内政策发力低于预期。

## 五、2022 年国债市场行情展望

2022 年在经济下行压力不断增加，未来出口大概率走弱、经济结构转型中“房住不炒”基调下地产投资继续下行，稳增长诉求提升，同时党的二十大召开在即，中央政治局以及中央经济工作会议明确明年“稳”字当头，政策大概率前置，基建、制造业将成为 2022 年逆周期调节的主要抓手。相比于今年财政“超收减支”，2022 年财政更加积极，财政支出要前置，加快财政支出进度。财政和货币要协调联动的新提法下，货币政策需要配合积极的财政政策落地与推进，这也意味着 2022 年在财政政策积极发力的同时，货币政策的宽松空间值得期待，降准、降息都可以期待。需重点关注地产下行的惯性，这决定了固定资产投资的“底部”以及基建、制造业等发力的力度。

供给方面：2022 年利率债供给预计近 18.73 万亿，与 2021 年供给量基本持平，重点关注财政前置，利率债供给增加对年初行情造成的短期扰动。

2022 年经济增速前低后高，压力在上半年，下半年有望企稳。上半年基本面对债市整体有利，债

市收益率易下难上，下半年经济企稳叠加联储加息扰动，债市收益率易上难下。年初专项债供给前置可能对行情有一定扰动。

就具体节奏而言，市场对于年初降息预期较强，债市交易降息预期，降息落地前做多为主。由于年初政策的前置集中发力，四月公布一季度经济数据大概率开门红，债市有一定调整压力。随着开门红的利空兑现、经济压力不减，债市将再度走强。年中左右市场大概率开始预期经济企稳，债市强势不再。全年债市收益率呈现“W”走势。

风险点在于海外超预期收紧的情况下，国内政策宽松幅度受限；海外疫情超预期恶化导致出口韧性延续，国内政策发力低于预期。

## 作者

李明玉 中级经济师，现任新湖期货宏观金融研发总监，主要从事宏观、货币、财政政策、固定收益以及贵金属等领域的研究，多次为金融机构和投资者提供套期保值方案。曾参加中期协与厦门大学金融工程研究中心金融衍生品高级研修班学习，曾参与十年期国债期货合约的设计与研究。曾获中金所第六届征文大赛优秀奖、第十二届最佳金融期货分析师、第十三届最佳宏观策略分析师。长期在《期货与金融衍生品》杂志、中国证券报、上海证券报、文华财经、期货日报以及债券专业类期刊《债券》杂志等权威财经媒体发表专题文章。

## 免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。