



# 青山缭绕疑无路，忽见千帆隐映来

——2021 年国债市场回顾与 2022 年展望

方正中期期货研究院 牛秋乐

## 目 录

摘要 .....	1
第一部分 国债长期走势和 2021 年行情总结 .....	3
一、国债市场长期走势分析 .....	3
二、国债期货年度走势分析 .....	6
第二部分 2022 年经济前低后高 经济偏弱利于国债牛市延续 .....	8
一、2022 年稳增长压力加大 基数效应导致前低后高 .....	8
二、2022 年物价剪刀差收敛 通胀对国债影响较低 .....	11
第三部分 2022 年货币与信用条件转向宽松 政策对冲力度提升 .....	13
一、2022 年货币政策宽松程度提升 .....	13
二、2022 年信用条件逐步改善 .....	17
第四部分 2022 年利率周期仍处于牛市阶段 .....	21
第五部分 海外政策收紧影响有限 内债相对配置价值较高 .....	25
第六部分 期货价格技术与展望 .....	28
第七部分 总结全文和 2022 年度操作建议 .....	32

## 摘要

2020 年年末的时候, 我们对于 2021 年国债市场的看法是, “国内将进入新一轮利率周期的牛市阶段”。站在 2021 年年尾, 回头来看, 这个判断是正确的。但是在年内坚持这个观点其实还是需要非常大的定力的, 尤其是上半年经济同比增速处于高位、下半年海外货币政策逐步收紧、工业品领域通胀压力巨大、三四季度政府债券集中发行等等, 均对市场预期形成较大影响, 这也体现出抓主要矛盾的重要性。对于 2022 年国债市场的判断, 我们用王安石的诗句——“青山缭绕疑无路, 忽见千帆隐映来”来形容。因为 2021 年债市不同于往年, 虽然全年是牛市, 但是年内颇有些“青山缭绕疑无路”的感觉, 但随着行情一步步走出来, 2022 年的行情可以说是“忽见千帆隐映来”了。

2021 年国债价格波动上行, 市场收益率逐步走低, 市场由前一年的熊市逐步进入牛市阶段。从利率周期来看, 2021 年一季度末国内开启新一轮利率周期的牛市阶段, 随着国内经济同比增速以及实际增长共振下行, 国内货币条件与信用条件逐步放松, 虽然供需错配导致大宗商品价格大幅波动, 2021 年工业品价格大涨对市场形成较大通胀压力, 但经济增长逐步边际下行的情况下, 国债市场牛市行情并未受阻。从一轮利率周期持续时间来看, 国债牛市行情仍将持续较长时间。我们预计 2022 年国内经济增长前低后高, 上半年房地产对经济将继续形成负面拉动, 但年中开始下半年基建与地产将相继回升, 因此, 2022 年上半年国债仍处于配置的黄金期。

回顾年内债市运行, 可以将市场划分为七个阶段: 1-2 月份市场收益率创下年内高位, 国债期货价格达到完成筑底; 3-5 月份经济越过高点后边际下行趋势更加明显, 前期连续大涨的大宗商品价格出现快速调整, 通胀预期随之降温, 从而对债市形成利好, 国债期货价格流畅上行。6 月份市场迎来一轮调整行情, 期间公布的国内经济数据保持高位, 大宗商品上涨所导致的工业品通胀压力依然严峻, 市场收益率阶段回升。6-8 月份国债期货价格迎来一轮主升浪。受国内经济数据边际放缓、央行调降存准率、利率债发行滞后、大宗商品高位分化等因素的集中利多下, 国债期货价格大幅走高。8-9 月份政府债券发行压力有所增加, 叠加大宗商品价格普遍处于高位, 国债期货进入高位震荡。10 月初, 受大宗商品价格上涨以及海外收益率普遍回升等因素对债市形成压力, 国债期货进入阶段性调整。10 月中以后, 债市面临的经济与政策环境逐步转向友好, 经济下行压力增大, 政策稳增长预期提升, 国内信用条件和货币政策全面转向宽松, 经济与政策条件有利于国债牛市延续。

从经济与政策逻辑来看, 预计 2022 年上半年稳增长压力较大, 地产惯性下滑, 出口增速回落是潜在风险, 随着政策对冲效果显现, 基建投资与消费仍然是经济的稳定器和压舱石。基于基数效应和政策效果显现的时间判断, **2022 年全年国内经济将呈现前低后高的表现, 全年经济增长在 5-5.5% 左右**。在国债期货核心驱动逻辑中, 经济景气程度下降, 政策环境边际放松, **基本面条件依然支撑中长期国债期现券市场表现**。2022 年疫情仍存较大的不确定性, 但对经济的影响继续减轻。2022 年在全球主要国家相继完成全民免疫的情况下, 预计消费尤其是服务业消费仍有恢复的空间, 但疫情若持续存在, 消费很难恢复至疫情前的水平。2022 年投资增速将企稳反弹, 地产风险仍需关注。预计 2022 年房地产政策有望边际放松, 鉴于政策的滞后效果, 房地产相关投资下滑的态势在 2022 年年中触底企稳。在“加强跨周期调节, 保持经济运行在合理区间”的要求下, 2022 年基建投资有望率先发力, 并成为 2022 年上半年率先企稳回升的投资驱动来源。2022 年出口对经济的拉动作用减弱。在疫情冲击下国内出口是受益于海外订单转移的。但随着全球产业链逐步恢复, 疫情处于供给影响减轻, 中国出口反而会受到不利影响。2022 通胀逻辑将从“CPI 回落、PPI 大涨”, 转向“CPI 企稳回升、PPI 下降”, PPI-CPI 剪刀差将随着 PPI 和 CPI 的反向运行而逐季

走低，物价与债市收益率的相关度仍将保持低水平。

**从债券市场发行与融资来看**，2021 年政府债券发行进度较为分散，政府债券发行对市场冲击较低。2022 年国债到期规模 5.15 万亿，在赤字率维持 3% 左右水平的情况下，国债市场新增规模有望达到 3 万亿以上，总发行规模在 8 万亿以上。在稳增长的需求之下，政府债券发行将会前置。需求层面，2022 年市场信用分层将推动利率品种以及高信用等级资产配置需求。另外，在国内经济增速缓慢下移，市场流动性保持充裕，优质资产供给不足的情况下，银行、保险、基金以及海外机构配置热情仍将保持高位。

**从国内外市场相对估值价值来看**，2021 年主要经济体多处于复苏过程中，随着通胀压力持续于高位运行，主要央行货币政策也相继开启正常化的进程。在经济回升、物价上行、政策转向等因素的综合影响下，海外国债收益率低位回升。随着国内外利差收缩，海外债市收益率波动对我国债券市场的影响将不断加大，如果海外收益率回升使得中美 10 年期国债利差水平缩窄至 100BP 安全利差附近，则会对国内债券市场和货币政策取向产生较大影响。目前国内收益率水平仍有较高的安全垫，海外债市收益率回升以及货币政策变化对我国国债收益率以及货币政策的影响相对有限。外资配置上，截止 2021 年 11 月境外机构在中央结算公司的债券托管量已经连续第 36 个月增加，这与国内债市的相对吸引力和国内债券市场对外开放程度提升关系密切。2021 年国内债券市场对外开放程度继续提升，2021 年 10 月 29 日富时罗素公司正式将中国国债纳入富时世界国债指数（WGBI）。中国国内债券市场已经被全球三大主流债券指数——彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场多元化指数、富时世界政府债券指数（WGBI）相继纳入。另外，债券通“南向通”于 2021 年 9 月 24 日正式上线，这意味着中国债券市场国际化进程再次迈出重要一步。中国债券与全球主要资产之间的低相关性和高收益率将继续吸引海外主动和被动资金加大配置力度。

**展望 2022 年**，国内利率周期仍处于收益率下行的牛市阶段，但波动预计加大。基于 2022 年全年国内经济将呈现前低后高的判断，国债仍处于配置的黄金期，利率周期仍处于收益率下行的牛市阶段，建议 2022 年上半年耐心持仓，下半年市场波动将逐步加大。我们预计 10 年期国债收益率运行区间 2.4%-3.0%，2022 年下半年在经济回升、物价走高、海外进入加息周期的影响下，收益率水平可能出现翘尾，建议上半年重点关注机会，下半年集中关注风险。

## 第一部分 国债长期走势和 2021 年行情总结

### 一、国债市场长期走势分析

对国债价格或者说利率周期的研究根本上还是对于经济周期的研究，利率周期与经济周期密切相关，经济周期决定了利率周期并领先于利率周期，但利率又通过影响全社会资金成本和回报率的方式反作用于经济周期上。因此整体呈现经济下行-融资成本下降（利率走低）-（政府、企业、居民）加杠杆-经济回升-利率上行-（政府、企业、居民）降杠杆-经济下行的周期循环中。经济周期有不同的表现形式，一轮大的周期又是由几个中型周期和众多小周期叠加而成。比如，一轮康波周期包含 5-6 轮朱格拉周期，每个朱格拉周期则是由 3 轮基钦周期（库存）构成。因此，我们一般观察的短期周期往往表现为 3-4 年左右一个轮回。以债市为例，2008 年以来国内共经历四轮利率周期，每轮周期持续 3-4 年左右的时间，其中包含一轮利率的下行（牛市）与上行（熊市）过程。上一轮利率周期起始于 2018 年初，其中利率下行阶段为 2018 年初至 2020 年 4 月份，2020 年 5 月份之后进入利率上行阶段，并于 2021 年 2 月份结束。2021 年 3 月份以来市场开启新一轮利率周期。总结近十年利率走势我们发现经济周期、杠杆周期与利率周期密切相关。

第一轮利率周期以 2008 年国际金融危机爆发为起点，受国际局势影响，国内 GDP 增速自 2008 年初的两位数增长迅速回落，至 2009 年一季度最低下滑至 6.4%。为避免经济硬着陆，2008 年下半年国内推出 4 万亿财政刺激政策，央行也将存款基准利率水平从 4.14% 降至 2.25%，国债市场收益率大幅下行，10 年期国债收益率自 2008 年初的 4.4% 最低降至 2.67。大量的资金供给与超低的利率水平刺激政府部门、企业部门和居民部门集体加杠杆，整体社会债务水平大幅上行。为抑制经济过热的势头，2010 年下半年开始国内紧急加息，1 年期定期存款基准利率水平由 2010 年中的 2.5% 迅速上调，并在 2011 年中达到 3.5% 的水平，10 年期国债到期收益率则由迅速上行至 4% 以上，债务成本的大幅走高迫使企业与居民部门降低自身成本，经济过热的局面得到遏制。

第二轮利率周期自 2012 年开始，国际上欧洲五国债务危机愈演愈烈，并拖累欧洲经济大幅下滑。内外需求同步回落，国内投资、消费、进出口大幅下行，GDP 增速自 08 年金融危机以来首次跌破 8%，全年 GDP 增速创出 13 年新低。在此背景下国内政府推出了一系列稳增长措施，保 8 成为当年的重要任务。当年存款准备金率两次下调，基准利率水平也由 3.5% 经过两次降息达到 3%。国家推出一系列稳定投资增长的政策组合，加快项目审批，基建投资迅速发力，规模远超 2008 年的 4 万亿投资。各地房地产政策也进行了放松，包括在住房公积金和贷款额度进行放款，提供税费优惠，鼓励首套购房，居民部门和政府部门杠杆水平迅速回升。10 年期国债到期收益率水平从 4% 以上在 2012 年年中最低降至 3.3% 以下。2013 年下半年开始，国内经济小周期回升，但实体行业产能过剩问题突出，银行不良贷款风险激增，房地产泡沫在部分城市出现破裂，金融体系内资源错配期限错配严重，资金成本迅速提升，企业再次进入被动去杠杆，10 年期国债收益率迅速升至 4.7% 以上。

第三轮利率周期从 2014 年开始，企业大规模去产能、降库存，房地产各指标均现负增长，实体经济快速下滑，中国经济进入供给收缩期。2014-2015 年国内央行通过 6 次降息将基准利率水平由 3% 降至 1.5%，大型金融机构存款准备金率也由 20% 降至 17%，对应的 10 年期国债收益率水平由 3.5% 以上在 2016 年初最低降至 2.7% 左右。供给侧产能主动去化叠加 2015 年底中央经济工作会议提出的“三去一降一补”供给侧改革政策推进，2016 年供给收缩与国际经济复苏需求提升出现错配，大宗商品价格大幅上行，国内外经济也呈现周期性回升。实体行业投资回升，房地产价格大幅上行，带动利率水平走高。去杠杆政策在金融



体系演变成监管的不断加强，2017 年 10 年期国债收益率水平由 3% 最高升至 3.9 以上。2017 年下半年我们曾预测，利率已经处于十年来第三轮利率周期的后半部，当利率上行触发各部门主动去杠杆，企业利润大幅收缩，经济再次出现失速风险时，将是利率顶部区间。这些预测在 2018 年基本得以验证。

第四轮利率周期从 2018 年初开始，全球经济受到政治不确定性加剧、全球贸易局势紧张和地缘政治冲突频繁等因素影响，国际贸易和跨境投资萎缩，全球制造业持续疲弱，经济增长动能不足，全球主要央行开启新一轮量化宽松之路，全球市场收益率水平不断走低。国内经济增速也处于台阶式下滑过程中，外部不确定性较强，内部复苏进程缓慢，市场收益率受到宏观经济条件的约束。本轮牛市周期共持续两年零四个月的时间，2020 年 5 月份开始国债市场收益率快速回升，市场正式进入本轮利率周期的上行阶段，2020 年三季度国内货币政策基本从疫情期间极度宽松状态重回正常化，国内实际经济增速也在 2020 年三季度达到本轮反弹的高点，但鉴于同比因素影响较大，各项经济指标的同比增速则在 2021 年一季度达到高点，第四轮利率周期的熊市阶段也于 2021 年一季度正式结束。

第五轮利率周期自 2021 年一季度末开始，随着国内经济同比增速以及实际增长共振下行，国内货币条件与信用条件逐步放松，虽然供需错配导致大宗商品价格大幅波动，2021 年工业品价格大涨对市场形成较大通胀压力，但经济增长逐步边际下行的情况下，国债市场牛市行情并未受阻。从一轮利率周期持续时间来看，国债牛市行情仍将持续较长时间。我们预计 2022 年国内经济增长前低后高，上半年房地产对经济将继续形成负面拉动，但年中开始下半年基建与地产将相继回升，因此，2022 年上半年国债仍处于配置的黄金期。

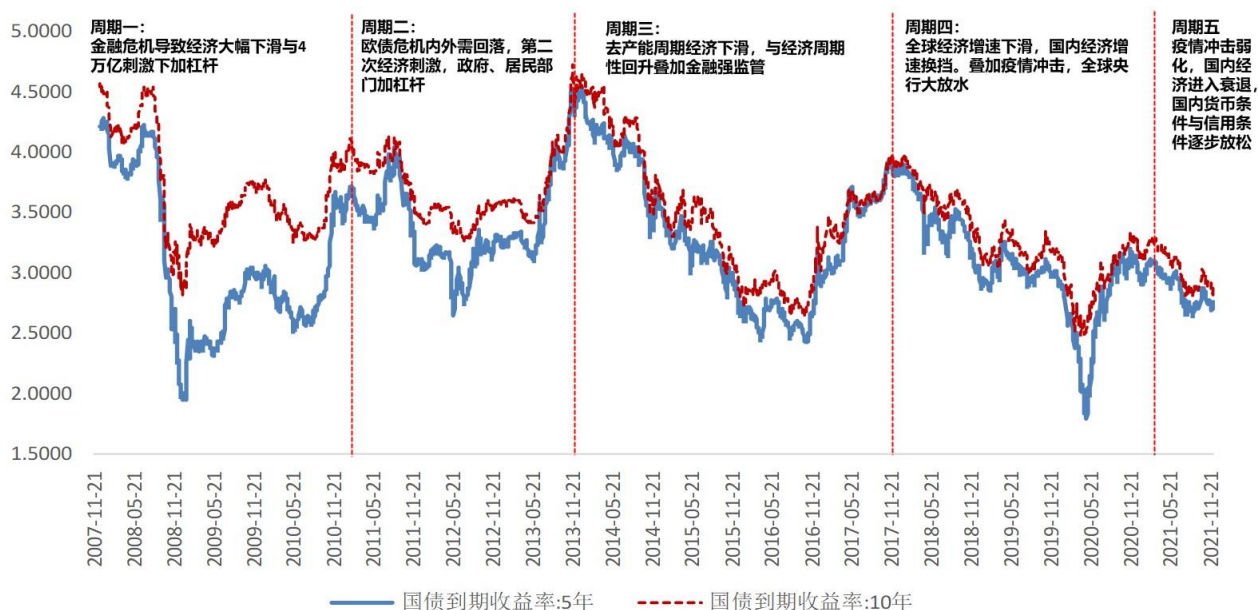


图 1-1：利率周期处于收益率下行的牛市阶段

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

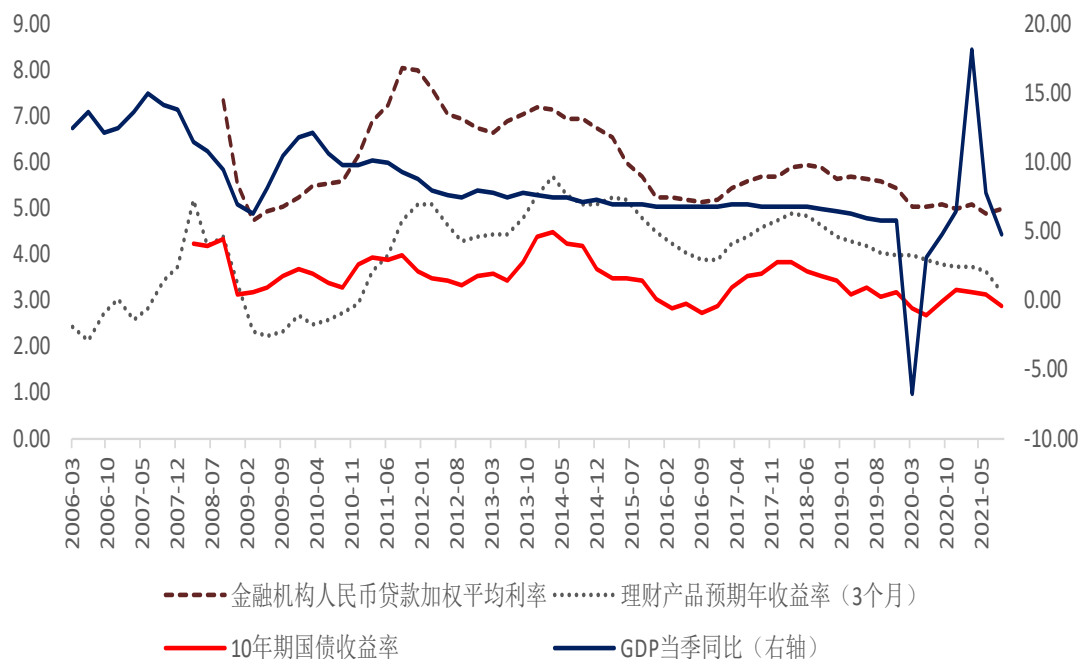


图 1-2：收益率水平跟随经济周期进入下行过程

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理



图 1-3：2021 年国债市场收益率波动下行

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

## 二、国债期货年度走势分析

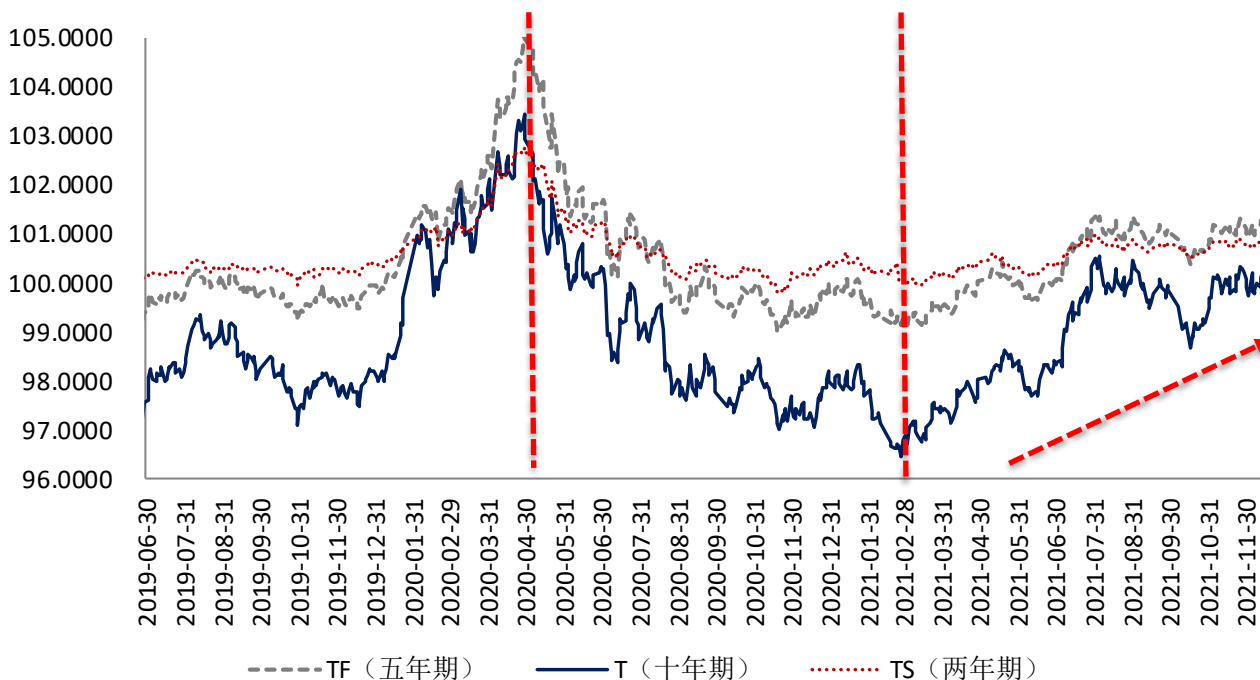


图 1-4：国债期货三品种走出牛市行情

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

2021 年国债价格波动上行，市场收益率逐步走低，市场由前一年的熊市逐步进入牛市阶段。回顾年内债市运行，可以将市场划分为七个阶段，1-2 月份市场收益率创下年内高位，国债期货价格达到完成筑底；3-5 月份经济越过高点后边际下行趋势更加明显，前期连续大涨的大宗商品价格出现快速调整，通胀预期随之降温，从而对债市形成利好，国债期货价格流畅上行。6 月份市场迎来一轮调整行情，期间公布的国内经济数据保持高位，大宗商品上涨所导致的工业品通胀压力依然严峻，市场收益率阶段回升。6-8 月份国债期货价格迎来一轮主升浪。受国内经济数据边际放缓、央行调降存准率、利率债发行滞后、大宗商品高位分化等因素的集中利多下，国债期货价格大幅走高。8-9 月份政府债券发行压力有所增加，叠加大宗商品价格普遍处于高位，国债期货进入高位震荡。10 月初，受大宗商品价格上涨以及海外收益率普遍回升等因素对债市形成压力，国债期货进入阶段性调整。10 月中以后，债市面临的经济与政策环境逐步转向友好，经济下行压力增大，政策稳增长预期提升，国内信用条件和货币政策全面转向宽松，经济与政策条件有利于国债牛市延续。具体来看：

### 第一阶段：1-2 月份市场收益率筑顶 国债期货价格完成筑底

1-2 月份，基本上国内经济增长保持高位，且低基数效应下，同比数据保持高增长，边际增长尚未进入快速下滑通道，债市利空逐步弱化，但利多驱动仍然不足，这决定了收益率上行空间有限，但趋势性拐点尚未到来。从金融市场来看，金融市场风险偏好处于高位，投资者对于股市参与热情不减，债市受到明显的情绪压制。但从国债期现券市场反应来看，市场对利空的反应逐步钝化，对海外市场收益率回升的反应也极为有限，这说明国内的收益率水平已经充分体现了经济与政策预期。在利空因素兑现的情况下，

国债期货价格完成上轮熊市的筑底过程。

### **第二阶段：3-5 月收益率连续回落 国债期货价格流畅上行**

3-5 月份国债期货连续走高，现券市场收益率普遍走低，10 年期国债收益率跌破 3.1% 关键位置。一方面国内经济数据兑现，经济越过高点后边际下行趋势更加明显。另一方面，前期连续大涨的大宗商品价格出现快速调整，通胀预期随之降温，从而对债市形成利好。长期与短期因素共振，国债期货市场乐观情绪显著提升。政策上，国内处于紧信用的过程中，国内货币政策环境有利于利率品种，随着信用条件逐步收紧，货币供应以及社会融资增速趋于下降，政府杠杆约束提升，债券市场配置行为将向高信用等级转移，利率品种配置价值较为明显。从金融市场来看，股市连续震荡调整，从资产配置角度也提升国债配置价值。

### **第三阶段：6 月中上旬市场收益率反弹 国债期货阶段性调整**

6 月份市场迎来一轮调整行情，期间公布的国内经济数据保持高位，大宗商品上涨所导致的工业品通胀压力依然严峻，5 月 PPI 同比涨幅达到 9%，同比增速创 13 年新高并显著高于市场预期，这限制了收益率进一步下行的空间，10 年期国债活跃券收益率在前期下探至 3.05% 附近后连续回升，并重回 3.15% 左右。

### **第四阶段：6 月中至 8 月初政策刺激下市场收益率快速下行 国债期货价格大幅走高**

6-8 月份国债期货价格迎来一轮主升浪。受国内经济数据边际放缓、央行调降存准率、利率债发行滞后、大宗商品高位分化等因素的集中利多下，国债期货价格大幅走高，尤其是长端 10 年期国债收益率向下突破 3% 关键位置，意味着本轮收益率下行趋势的形成，这与我们之前的预期相一致。本轮收益率下行过程 10 年期国债收益率最低下探至 2.82% 左右。

### **第五阶段：8 月至 9 月市场分歧加大 国债期货高位震荡**

8-9 月份债市扰动因素增多，国债期货进入高位震荡。8 月份政府债券发行压力有所增加，叠加大宗商品价格普遍处于高位，部分商品价格继续走高，利率债供给融资以及工业品领域通胀压力对债市形成一定压制。监管方面，摊余成本理财产品面临估值方式调整也对市场形成一定压力。

### **第六阶段：10 月初通胀压力大增 国债期货短期调整**

10 月初，现券市场国债活跃券收益普遍走高，大宗商品价格上涨以及海外收益率普遍回升等因素对债市形成压力，国债期货进入阶段性调整。期间主要利空因素来自于三个方面 1、大宗商品价格大幅拉升，经济滞胀担忧加剧。2、主要央行货币政策逐步收紧，美联储 Taper 临近，海外债市收益率普遍回升，国内外利差收窄。3、政府债券发行迎来年内高峰，宽信用因素对市场形成压力。

### **第七阶段：10 月中以后政策宽松预期升温 国债期货重回牛市**

10 月中以后，债市面临的经济与政策环境逐步转向友好，国内经济下行压力增大，政策稳增长预期提升，央行货币政策表述更加积极，货币与信用条件均有放松，政府债券发行压力进入尾声。南非新冠病毒引发全球避险情绪激增，避险资产受到市场追捧。期间地产行业融资改善、央行连续推出支小再贷款、



碳减排支持工具以及支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，信用条件有显著宽松。货币政策方面，央行三季度货币政策执行报告删除了“管好货币总闸门”和“不搞大水漫灌”的表述，也说明稳增长重要性在提升。12月6日央行宣布于12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，国内政策全面转向“六稳、六保”，经济与政策条件有利于国债牛市延续。

## 第二部分 2022 年经济前低后高 经济偏弱利于国债牛市延续

### 一、2022 年稳增长压力加大 基数效应导致前低后高

2021 年初我们对于年内经济“前高后低、逐季下降”的判断得到验证。2021 年四个季度 GDP 增速分别为 18.3%、7.9%、4.9%、4%，其中一季度为国内经济增长高点，下半年基本回归常态增长水平，三、四季度 GDP 增速跌破 5%，已经低于潜在增速水平。目前产出、投资、地产表现仍偏弱，消费尤其是服务业有所恢复。国内经济延续下行态势，增长动能进一步放缓。为了应对经济下行压力，尤其是明年经济增长压力，各项跨周期政策逐步加码。国内信用条件和货币条件均边际放松。在国债期货核心驱动逻辑中，经济景气程度下降，政策环境边际放松，基本面条件依然支撑中长期国债期现券市场表现。2021 年市场对于经济和政策看法一致性较强，但对于国债市场走势则存在较大分歧。市场疑虑在来自于三个方面，一是大宗商品价格大幅波动，二是政府债券发行供给，三是海外货币政策转向。诚然上述因素均属于国债研究过程中不可忽视的重要逻辑，但非核心因素逻辑。我们始终认为，在国内经济确定性边际下行，国内政策在 2020 年下半年已经完成正常化的情况下，国债利多因素将会逐步显现。而在 2020 年政府债券供给高峰后，2021 年政府债券供给总规模低于去年，且发行较为分散，对市场冲击较低。从中美经济复苏的节奏和货币政策差异上来看，我国在 2020 年下半年已经实现了货币政策的正常化，债市收益率已经率先重回正常区间，而美联储直到 2021 年 11 月份才正式开启 Taper，目前中美 10 年期国债收益率利差仍远高于 100bp 的安全利差水平，在 10 年期美债收益率低于 2% 的情况下，美债收益率回升对我国国债收益率的影响仅停留在心理层面。因此，我们在 2021 年全年对国债长期牛市的观点从未改变，坚持新一轮利率周期牛市阶段的核心观点。

从 2021 年国债市场表现来看，债市表现明显领先于国内经济，收益率水平在 2020 年四季度-2021 年初完成本轮上行过程进入筑顶阶段，2021 年上半年债市对经济的高增长保持了较强的钝化特征，对利多数据反应则非常积极，这说明经过 2020 年的估值调整后，收益率水平已经充分体现经济预期。2021 年一季度国内经济越过高点后市场对于收益率下行预期提升，叠加金融统计数据的快速回落，利率债配置价值明显。2021 年下半年各项实体经济表现加速回落，国内“稳货币+紧信用”的政策环境逐步转向货币环境和信用条件双重放松以对冲实体经济下行压力。在经济逐步向常态回归且下行压力加大的情况下，我们依然看好 2022 年国债期现券市场表现，尤其是 2022 年上半年国内经济下行压力较大，各项政策趋于宽松，本轮利率周期的牛市阶段仍将延续。2022 年下半年随着政策效果显现，CPI 端猪周期重启等因素扰动，债市波动也将加大。

数据来看，2021 年 12 月份官方与财新 PMI 数据均呈现回升态势，制造业与服务业景气程度均有不同程度回升，这对于国债市场形成一定的压制。从国家统计局以及财新数据来看，12 月份中国官方制造业采购经理指数（PMI）为 50.3%，比上月上升 0.2 个百分点，高于临界点；12 月份中国官方非制造业商务活

动指数为 52.7%，环比回升 0.4 个百分点，连续 4 个月高于临界点；12 月财新中国制造业 PMI 录得 50.9，较 11 月回升 1.0 个百分点，重回枯荣分界线上方，为 2021 年 7 月来最高值；12 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI），录得 53.1，较 11 月回升 1 个百分点，连续四个月位于扩张区间。从主要实体经济数据来看，三季度 GDP 增速破 5%，投资数据全面回落，工业生产维持低位，消费增长乏力。具体来看中国 2021 年第四季度 GDP 同比增长 4%，前三季度同比分别增长 18.3%、7.9%和 4.9%；中国 12 月份规模以上工业增加值同比实际增长 4.3%，预期 3.7%，前值 3.8%；中国 12 月社会消费品零售总额 41269 亿元，同比增长 1.7%，预期为 3.9%，前值 4.9%；中国 2021 年固定资产投资（不含农户）同比增长 4.9%，预期 5%，2020 年增速为 2.9%。12 月出口（以人民币计）同比增长 17.3%，预期 16.3%，前值 16.6%；进口增 16%，预期 23.6%，前值 26%。外贸继续保持高增，暂未出现市场预期的下滑，继续托底国内经济。总体来看，国内经济数据继续维持低位，经济表现仍然偏弱，2022 年上半年仍然处于惯性下滑过程中。

**2022 年疫情仍存较大的不确定性，但对经济的影响继续减轻。**根据中国疾病预防控制中心数据，截止 11 月底国内完全接种新冠疫苗人数超过 11 亿人，完全接种率接近 77%，已经基本实现群体免疫。虽然新冠病毒新型变异毒株奥密克戎对市场的影响仍存在较大不确定性，这对于部分国家“与病毒共存”政策形成较大挑战，但我国采取围堵“清零”政策仍然有效。2022 年在全球主要国家相继完成全民免疫的情况下，预计消费尤其是服务业消费仍有恢复的空间，但疫情若持续存在，消费很难恢复至疫情前的水平。

**2022 年投资增速将企稳反弹，地产风险仍需关注。**2021 年由于低基数原因以及去年超常规货币政策对市场的影响，依靠投资稳增长的压力较低，国内基建投资增长处于低位，地产投资受制于融资收紧以及地产公司风险暴露，地产相关投资增速快速回落。制造业投资则在外贸持续超预期的支撑下，表现相对乐观。从政策来看，在部分房地产企业信用风险增加，地方土拍频频出现流拍，房地产行业风险加大的情况下，房地产融资出现了一些宽松信号。央行三季度例会上首次提到“维护房地产市场健康发展，维护住房消费者合法权益”。9 月底，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。在坚持不做“一刀切”的思路下，房地产行业相关融资出现边际放松，从 10 月份情况来看，金融机构对房地产融资已基本恢复正常。值得注意的是 12 月中央政治局会议强调“要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。”预计 2022 年房地产政策有望边际放松，鉴于政策的滞后效果，房地产相关投资下滑的态势在 2022 年年中触底企稳。在“加强跨周期调节，保持经济运行在合理区间”的要求下，2022 年基建投资有望率先发力，并成为 2022 年上半年率先企稳回升的投资驱动来源。

**2022 年出口对经济的拉动作用减弱。**2021 年国内外贸保持高增长，且表现持续强于市场预期。全球经济持续复苏是外需持续保持高景气的主要原因。另外，美欧国家疫情反复对自身产能形成约束，导致部分订单和产能利用转向中国，推升中国出口，尤其是来进料加工出口。而疫情带来的对医疗物资的需求，也令中国医疗物资出口增加。因此，在疫情冲击下国内出口是受益于海外订单转移的。但随着全球产业链逐步恢复，疫情处于供给影响减轻，中国出口反而会受到不利影响。

总体来看，预计 2022 年上半年稳增长压力较大，地产惯性下滑，出口增速回落是潜在风险，随着政策对冲效果显现，基建投资与消费仍然是经济的稳定器和压舱石。基于基数效应和政策效果显现的时间判断，2022 年全年国内经济将呈现前低后高的表现，全年经济增长在 5-5.5%左右。在国债期货核心驱动逻辑中，经济景气程度下降，政策环境边际放松，基本面条件依然支撑中长期国债期现券市场表现。从大类资产相对配置价值来看，国债市场仍然是相对配置价值最高的资产类别。我们继续看好中长期国债期现券市场的表现机会。

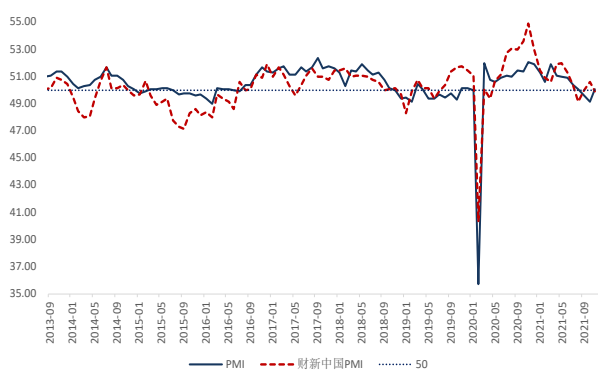


图 2-1: 制造业 PMI 数据

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

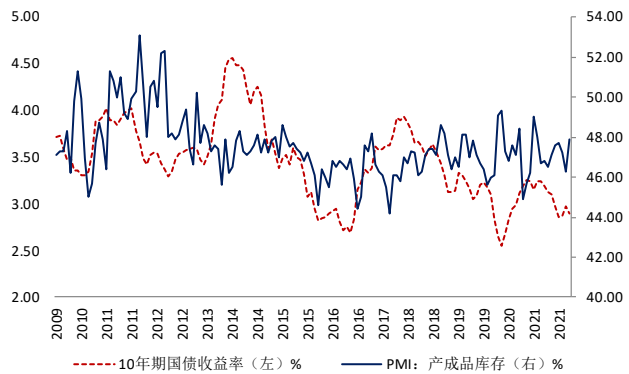


图 2-2: 库存周期波动与收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

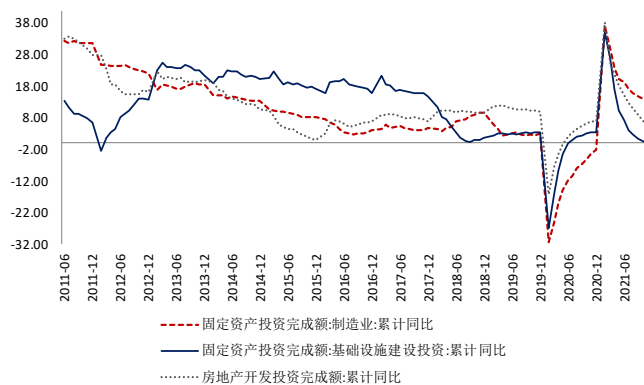


图 2-3: 投资增速变化

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

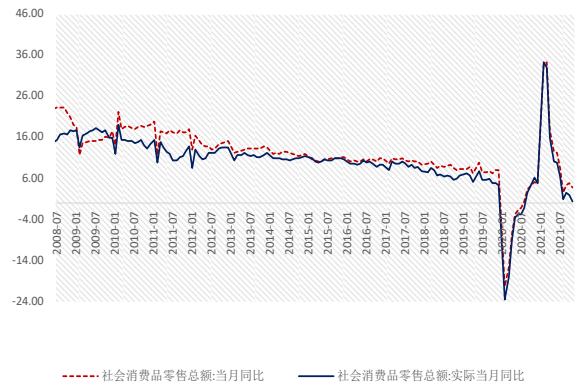


图 2-4: 消费增速变化

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

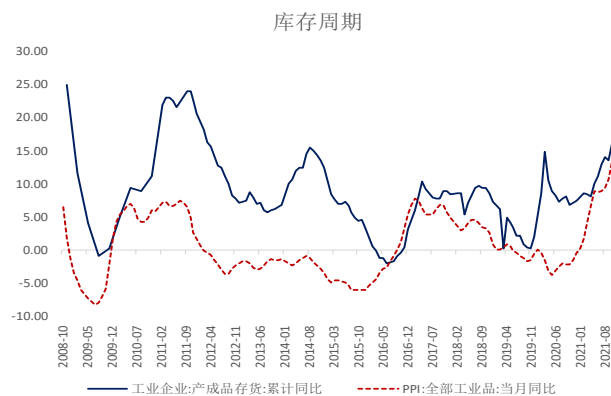


图 2-5: 库存周期变动

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

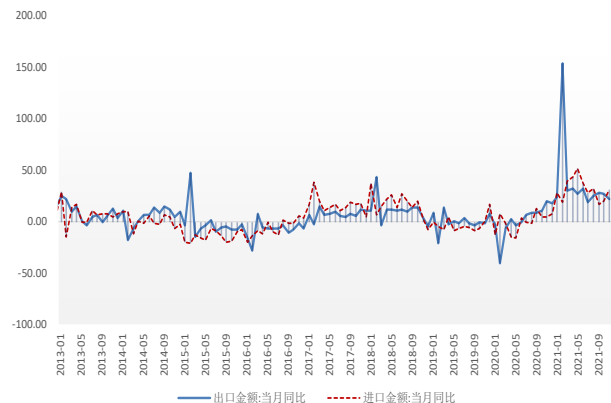


图 2-6: 进出口数据

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	5.79%
	5.00%	5.00%	6.00%	6.50%	5.66%
	5.00%	5.00%	6.00%	6.00%	5.53%
	4.50%	5.00%	6.00%	6.00%	5.41%
	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	5.29%

图 2-7：2022 年中国经济增长预测值

数据来源：方正中期期货研究院预测

## 二、2022 年物价剪刀差收敛 通胀对国债影响较低

在债券市场研究框架中，物价是不可忽视的重要参考因素，一是物价水平会直接改变市场的实际利率，从而影响市场的配置行为，在物价过高时，市场往往会要求更高的收益补偿，收取固定利息的债券市场难以有较好的表现。二是在物价过高时将对央行的货币政策空间形成制约，政策紧缩会提高货币市场率，进而对广谱收益率形成向上的拉动作用。近些年由于恶性通胀出现的概率已经越来越低，物价与市场收益率水平的相关度也在不断下降。

2021 年物价方面对市场的影响主要集中于 PPI 端，受 PPI 连续大涨影响，PPI 增速最高在 10 月份达到 13.5%，创有数据以来新高，PPI-CPI 剪刀差拉大至 12%。引起大宗商品价格大涨的因素主要来自于两个方面，一是随着主要经济体疫苗接种进度提升，经济恢复性增长导致需求提升，而全球大宗商品供给仍然受限，市场出现阶段性供需错配。二是美、欧等主要央行货币宽松导致的溢出效应，从流动性与定价层面加速了大宗商品上涨的速度和幅度。三是国内能耗双控政策下，限电限产导致高耗能工业品价格大幅回升。我们认为导致大宗商品价格上涨的因素已经得到充分体现，随着经济增速已经进入边际下行通道，海外供需错配也将逐步缓解，2022 年国际大宗商品价格有望高位回落，市场通胀压力将随之缓解，物价对债市的负面影响逐步减轻。

数据方面，12 月份物价增速出现回落且低于市场预期，中国 2021 年 12 月 CPI 同比升 1.5%，预期 1.7%，前值 2.3%。中国 2021 年 12 月 PPI 同比涨 10.3%，预期 10.8%，前值 12.9%。PPI 与 CPI 增速均出现回落且低于市场预期，PPI-CPI 剪刀差继续收敛。海外货币超发、国际大宗商品市场供需错配以及国内能耗双控政策等因素是 2021 年大宗商品价格持续高位运行的主要原因。

展望 2022 年，基于大宗商品价格运行节奏以及猪周期的综合分析，在基数效应下，国内 PPI 增速将逐季回落，下半年可能转为负值。但从消费端来看，权重较高的猪肉价格筑底回升以及下半年猪周期可能重新启动，猪肉对 CPI 的拉动作用由负转正，CPI 运行中枢逐步走高，叠加 2022 年疫情形势大概率好于 2021 年，也有利于服务业消费的恢复，但 CPI 总体上行幅度预计有限，预计全年在 2% 上下。2022 通胀逻辑将从“CPI 回落、PPI 大涨”，转向“CPI 企稳回升、PPI 下降”，PPI-CPI 剪刀差将随着 PPI 和 CPI 的反向运行而逐季走低。2022 国内通胀压力下降有助于货币政策集中于对宏观经济条件的应对，而不至于陷入两难格局，因此物价与债市收益率的相关度仍将保持低水平。



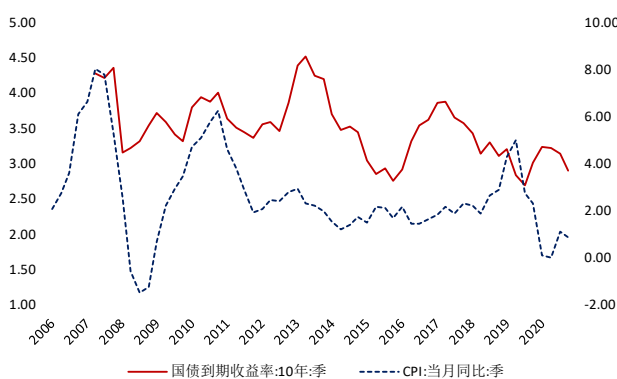


图 2-8: 物价对国债收益率的影响

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

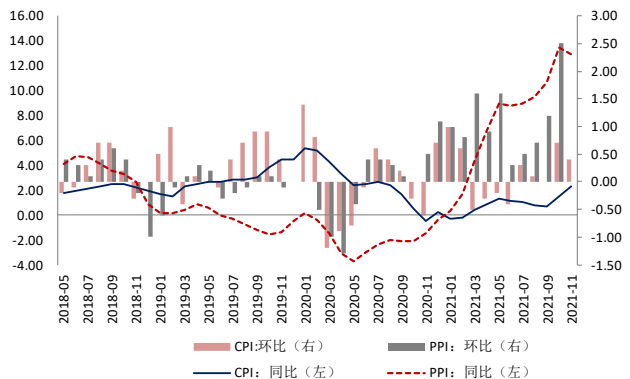


图 2-9: 国内物价数据

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

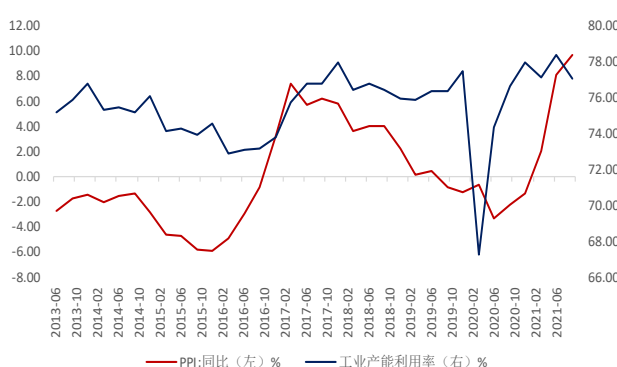


图 2-10: 工业生产与物价

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-11: 货币投放与物价

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

### 生猪存栏量与能繁母猪存栏量

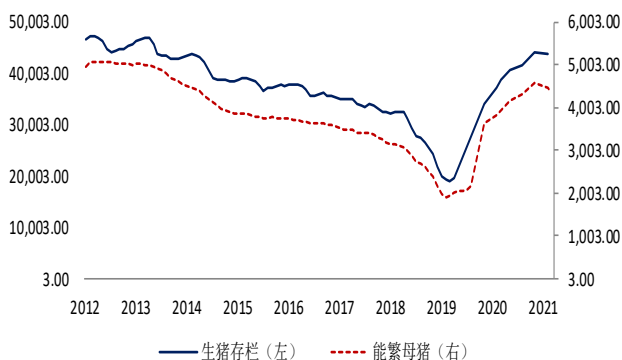


图 2-12: 生猪存栏量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

### 猪肉价格的周期性波动对食品通胀影响

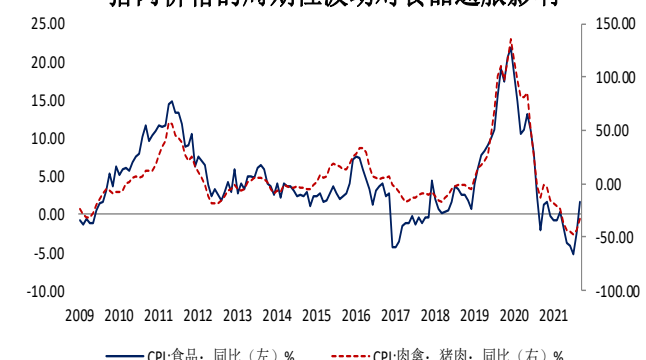


图 2-13: 猪肉价格对食品通胀影响

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

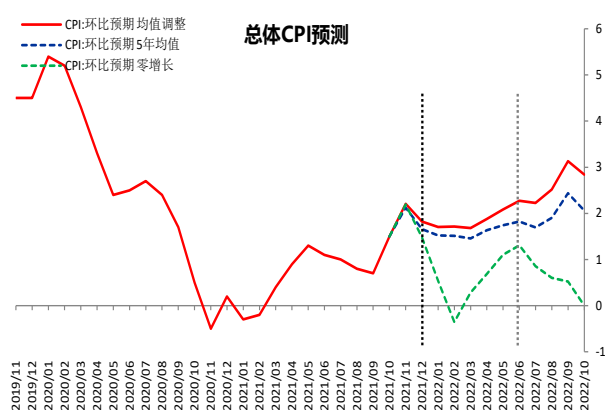


图 2-14: 2022 年 CPI 预测

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

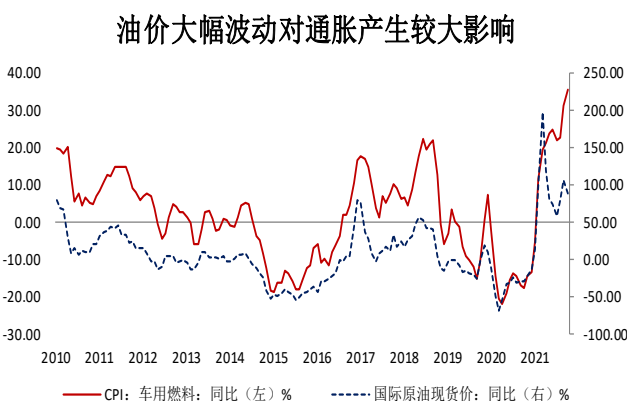


图 2-15: 油价波动对通胀影响

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

## 第三部分 2022 年货币与信用条件转向宽松 政策对冲力度提升

### 一、2022 年货币政策宽松程度提升

市场流动性决定了短期资金成本, 同时也是长期投资加杠杆的基础, 因此货币市场资金利率与长端债市收益率存在明显的相关性。目前国内货币政策处于近些年较为少见的稳定期, 货币市场资金利率与政策利率的偏离度极低, 稳定的资金成本和流动性预期为实体经济和金融投资提供了较好的货币政策环境。

从疫情以来近两年货币政策变化来看, 国内货币政策在稳定经济, 支持实体企业方面发挥了重要作用。随着国内疫情得到有效控制, 疫情期间推出的总量型以及结构型货币政策也逐步退出。2020 年国内货币政策完成超常规宽松-边际收紧-重回正常化的转变, 成为全球主要经济体中率先完成货币政策正常化的国家。2021 年上半年各项经济数据保持高位, 国内稳增长压力较低, 政策目标以调结构为主, “稳货币+紧信用”是上半年国内政策搭配, M2 与社融增速快速下滑, 国内已经进入紧信用阶段, 房地产行业风险集中暴露。2021 年下半年, 随着国内经济下行压力增大, 国内政策对冲力度逐步提升, 政策组合也由“稳货币+紧信用”向“货币条件和信用条件”双向放松转变。具体来看, 2021 年国内政策导向发生两次变化。

**2021 年 1-6 月, 国内经济增长保持高位, 政策考虑跨周期调节, 珍惜正常货币政策空间。**上半年在国内经济增长保持高位的情况下, 国内政策对冲需求较低, 在海外货币政策普遍保持宽松的情况下, 我国坚持正常化货币政策, 并提前布局跨周期调节。一季度货币政策执行报告, 要求“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 把服务实体经济放到更加突出的位置, 珍惜正常的货币政策空间, 处理好恢复经济和防范风险的关系。”重提“管好货币总闸门”。同时, 用专栏的形式阐述如何健全现代货币政策框架。专栏表示, 人民银行通过完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系, 引导 DR007 为代表的市场利率围绕政策利率为中枢波动, 健全从政策利率到 LPR 再到实际贷款利率的市场化利率形成和传导机制, 以此调节资金供求和资源配置, 实现货币政策目标。专栏指出, 市场和公众观察货币政策取向时, 只需看政策利率是否发生变化即可, 无需过度关注公开市场操作数量, 也无需过度关注个别机构的市场成交利率, 或受短期因素扰动的市场利率时点值。可见, 央行货币政策在保持

稳定的同时，整体政策基调有所趋紧，在保证市场资金需求的同时，狭义流动性目标是让市场利率围绕政策利率运行，这有利于市场预期的稳定性，降低市场预防性资金需求，从而有助于货币市场资金面的稳定。4月初国新办发布会上，央行官员表示，“货币政策要稳字当头，保持定力，珍惜正常的货币政策空间，以我为主开展国际宏观政策的协调，保持好宏观政策的领先态势，也乐见其它经济体寻求回到正常货币政策的努力”。国务院金融委第五十次会议上强调“要保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，执行好稳健的货币政策，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济平稳健康运行”。可见我国作为率先实现货币政策正常化的经济体，2021年上半年货币政策处于稳定期，并未出现大幅收紧或者放宽，整体上保持了较强的定力。

**2021年7-12月，经济下行压力加大，地产相关风险暴露，政策对冲需求提升。**7月初国务院常务会议决定加大金融对实体经济支持，推出支持碳减排的措施。会议提出，适时运用降准等货币政策工具，进一步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日盘后央行网站发布消息，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。国常会提出降准后央行政策迅速跟进，国内货币政策依然走在全球主要经济体前方。央行二季度货币政策例会也强调，要加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，搞好跨周期政策设计。本次例会对经济的表述更加积极，货币政策立场仍然以稳为主。降准生效后，央行公开市场对到月内到期的4000亿元MLF进行1000亿元续作，MLF缩量续作体现央行通过降准置换MLF降低金融机构资金成本的目的。因此，通过降准释放基础货币，置换MLF等金融工具，降低金融机构资金成本，增强金融机构支持实体经济的能力是本轮降准的主要目的。9月末央行货币政策委员会第三季度例会释放较多信号，在对国外环境的判断上，认为“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂”较二季度“国内外环境依然复杂严峻”的判断更偏谨慎。认为“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，与上次会议判断“当前我国经济运行稳中加固、稳中向好”更偏悲观。在货币政策方面，继续维持狭义流动性层面“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕”，目前市场利率紧密围绕政策利率运行，说明央行对狭义流动性的管控力在增强。广义流动性层面则继续以“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”为政策目标。央行三季度货币政策执行报告删除了“管好货币总闸门”和“不搞大水漫灌”的表述。12月初国内再次迎来年内第二次降准，国务院总理李克强12月3日下午在中南海紫光阁会见国际货币基金组织格奥尔基耶娃时表示，中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展，实施稳定的宏观政策，加强针对性和有效性，继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，围绕市场主体需求制定政策，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，确保经济平稳健康运行。随后央行即决定12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）；本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%，释放长期资金约1.2万亿。2022年1月份央行正式调降政策性金融工具利率，其中，7天期逆回购操作中利率由2.20%下调至2.10%，一年期MLF操作利率由2.95%下调至2.85%，国内降准与降息周期同步打开。

从2021年下半年货币政策变化来看，国内政策拐点基本确立，预计2022年国内货币政策将继续保持相对宽松，以对冲经济下行压力，支持实体经济发展和国内经济转型升级要求，满足小微企业融资需求。基于国内经济前低后高的基本判断和美联储2022年下半年进入加息周期的可能，上半年是国内重要的政策对冲稳增长窗口期。

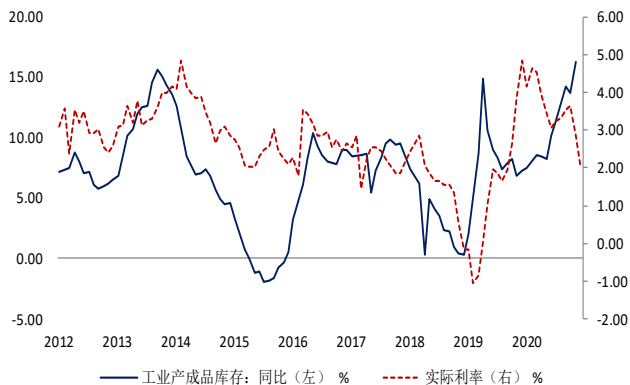


图 3-1：实际利率影响工业生产

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

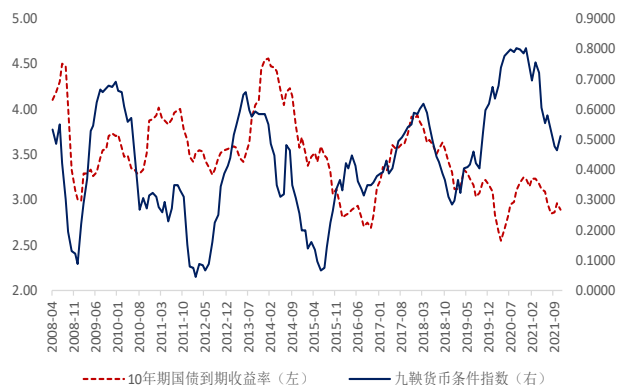


图 3-2：货币条件领先国债收益率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

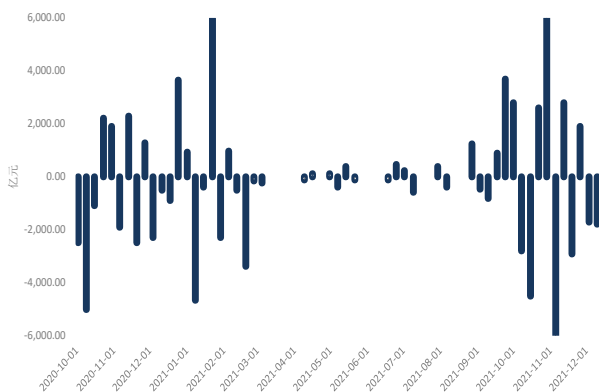


图 3-3：公开市场净投放(周)

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

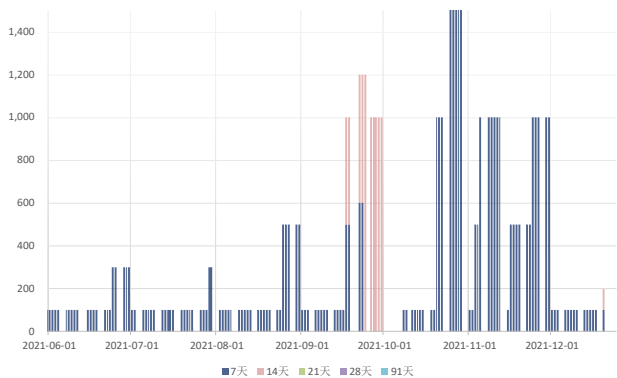


图 3-4：逆回购投放

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

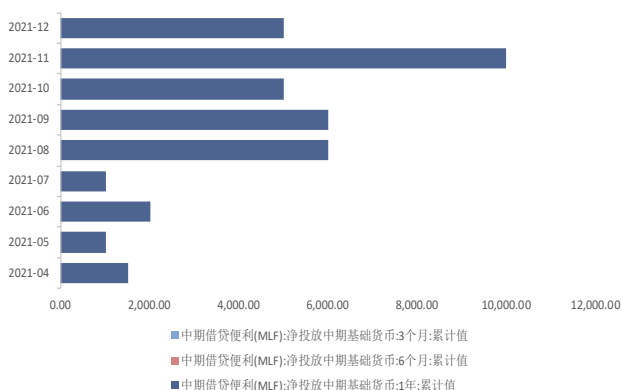


图 3-5：MLF 投放

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

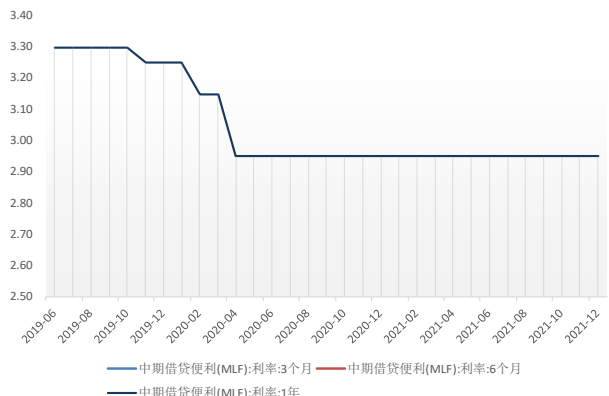


图 3-6：中期借贷便利（MLF）操作利率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理





图 3-7: 银行间隔夜回购占比

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

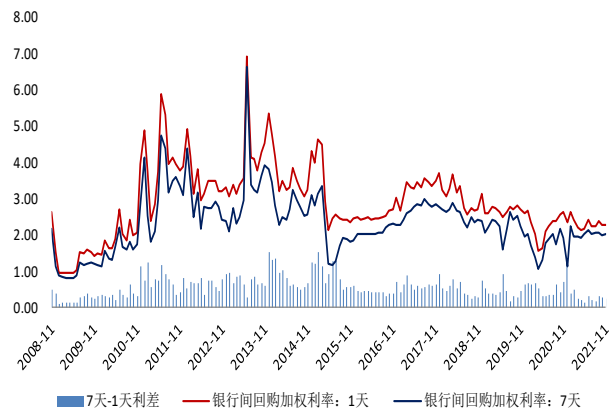


图 3-8: 隔夜与 7 天回购利差

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

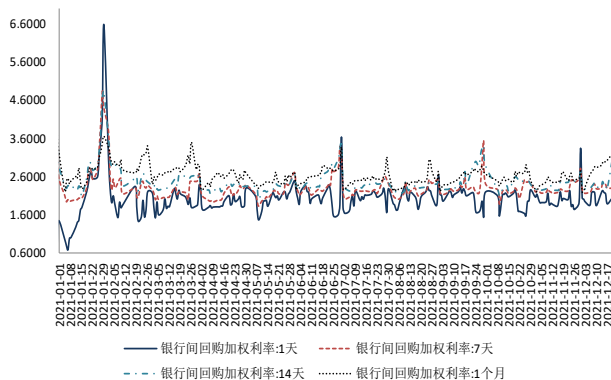


图 3-9: 银行间回购加权利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

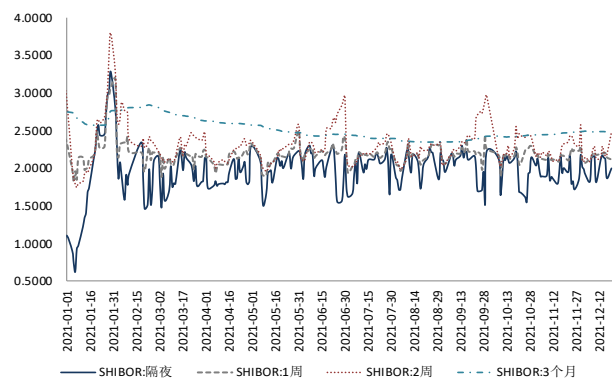


图 3-10: 银行间同业拆借利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

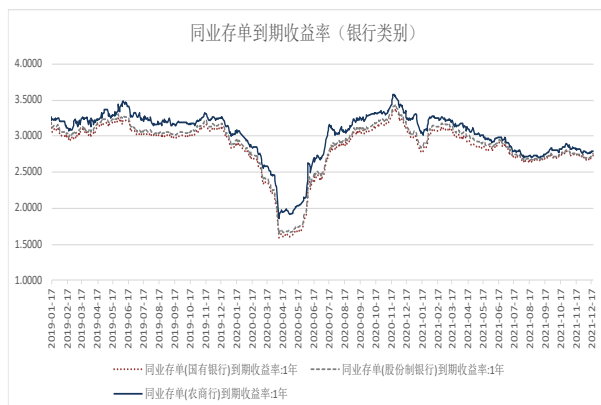


图 3-11: 同业存单 YTM

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

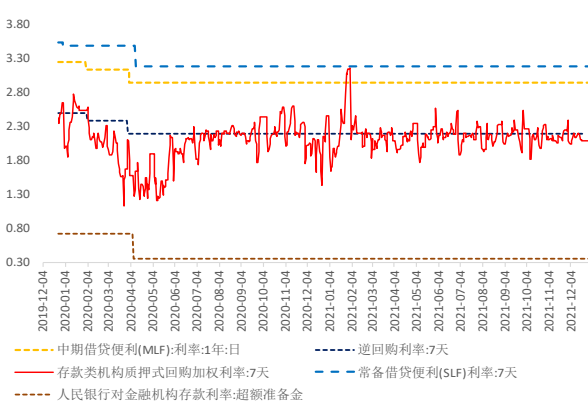


图 3-12: 利率走廊

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

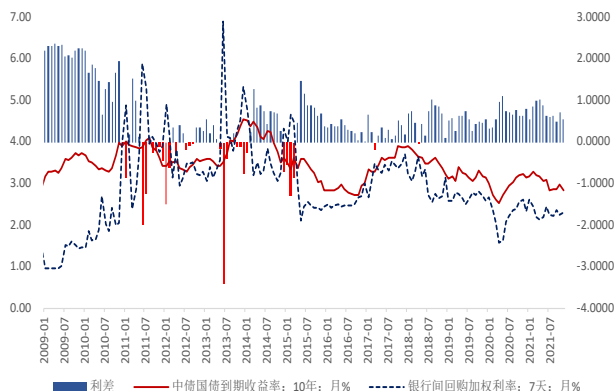


图 3-13: 货币市场利率与长债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

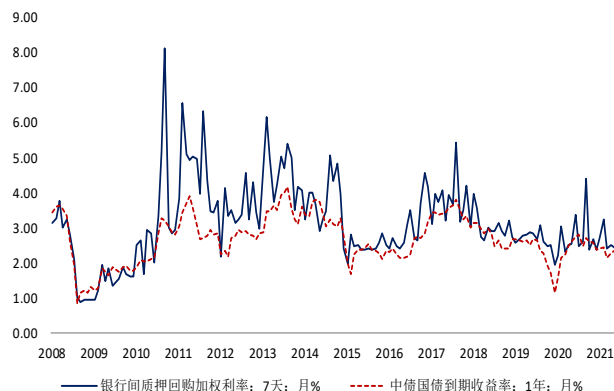


图 3-14: 货币市场利率与短债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

## 二、2022 年信用条件逐步改善

2021 年上半年国内信用条件偏紧, 尤其是房地产行业相关融资严重受限、地方政府债券发行滞后、金融监管政策加码。下半年部分地产公司出现债务违约, 信用风险集中暴露, 国内基建、地产投资快速下滑, 消费增长乏力, 政策稳增长压力明显提升, 信用环境转向宽松。

2020 年 12 月 31 日, 央行、银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》, 建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素, 分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限, 对超过上限的机构设置过渡期, 并建立区域差别化调节机制。在部分银行地产相关融资超限以及风险防范考量, 2021 年上半年银行普遍放缓了房产公司开发贷以及居民按揭贷款放款, 这使得地产融资在融资端以及销售端均出现流动性压力, 部分杠杆较大的房企风险集中暴露。下半年以来, 国内信用条件逐步放宽, 具体来看:

**地产融资条件改善:** 央行三季度例会上首次提到“维护房地产市场健康发展, 维护住房消费者合法权益”。在近期部分房地产企业信用风险增加, 地方土拍频频出现流拍, 房地产行业风险加大的情况下, 房地产融资出现了一些宽松信号。9 月底, 人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会, 指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度, 保持房地产信贷平稳有序投放, 维护房地产市场平稳健康发展。在坚持不做“一刀切”的思路下, 房地产行业相关融资出现边际放松, 从 10 月份情况来看, 金融机构对房地产融资已基本恢复正常, 居民按揭贷款需求得到满足, 商业银行按揭贷款放款速度加快, 居民长期贷款明显回升。

**推出系列结构性货币政策:** 9 月末央行货币政策委员会第三季度例会, 在结构性货币政策方面, 除了落实国常会关于 3000 亿元支小再贷款额度支持政策外, 支持银行补充资本, 以增强银行服务实体经济的能力。另外, 7 月份市场利率定价自律机制工作会议将银行存款利率报价方式由过去的“基准利率×倍数”调整为“基准利率+基点”, 此举将引导存款利率水平下降, 尤其是中长期存款利率水平。存款利率报价方式改革后, 可以实现变相降息的效果。央行此前也对部分商业银行窗口指导, 要求 2021 年度新发放银行贷款加权平均利率不得超过 2020 年度第四季度平均水平+12BP, 上述因素从名义与实际收益率层面对国债期货形成利好。

**推出碳减排支持工具：**央行二季度货币政策执行报告指出“落实党中央、国务院决策部署，有序推进碳减排政策支持工具设立工作。” 三季度金融统计数据新闻发布会上提出碳减排支持工具“为保证直达性，采取先贷后借的直达机制”。2021 年 11 月 8 日央行正式推出碳减排支持工具，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。“发放对象暂定为全国性金融机构，通过‘先贷后借’的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60%提供资金支持，利率为 1.75%”。另外，11 月 17 日国务院常务会议，在前期设立碳减排金融支持工具的基础上，再设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，形成政策规模，推动绿色低碳发展。系列政策体现国内绿色金融支持力度大幅提升，在国内两碳政策纲领性文件发布，系列方案陆续落地的情况下，金融对相关政策支持力度将继续加大。

表 3-1：结构性货币政策一览

	专项再贷款	再贷款再贴现	再贷款再贴现	支小再贷款	碳减排支持工具	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款
时间	2020.1.31	2020.2.26	2020.4.20	2021.9.9	2021.11.8	2021.11.17
额度	3000亿元	5000亿元	1万亿元	3000亿元	无上限	2000亿元
支持对象	抗疫和生活保障企业	支持复工复产	涉农、小微企业、民营企业	小微企业	清洁能源、节能环保、碳减排技术	煤炭安全高效绿色智能开采、煤炭清洁高效加工、煤电清洁高效利用和推进煤层气开发利用
央行支持资金利率	2.75%	再贷款2.5%、再贴现2.25%	再贷款2.25%、再贴现2%	2.25%	1.75%	
央行支持资金比率	100%	100%	100%	100%	60%	
银行贷款利率	目标：财政贴息后<1.6% 实际：1.25%	目标：1年期LPR+50bp 实际：4.22%	目标：<5.5% 实际：4.67%	目标：5.5%	大致持平同期限LPR	

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

数据方面，12 月社会融资规模增量为 2.37 万亿元，比上年同期多 7206 亿元，比 2019 年同期多 1669 亿元，预期 2.43 万亿元，前值 2.61 万亿元。中国 2021 年 12 月新增人民币贷款 1.13 万亿元，同比少增 1234 亿元，预期增 1.24 万亿元，前值增 1.27 万亿元；M2 同比增长 9%，预期 8.7%，前值 8.5%。从金融统计数据来看，市场融资需求恢复仍然偏慢，后期经济数据预计仍呈下滑态势，基本面偏弱继续支撑国债牛市行情。随着地产相关风险降叠加碳减排支持工具的推出，国内信用条件继续放松。

总体来看，2021 年国内在信用层面明显收缩，政府债券发行滞后、房地产行业融资受限，资管新规过渡阶段到期，年内“稳货币+紧信用”的政策环境有利于国债牛市延续。2021 年下半年以来经济条件逐步过渡到衰退进程中，各项对冲政策相继出炉。地产行业融资改善、央行连续推出支小再贷款、碳减排支持工具以及支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，信用条件已经边际放松。这对国债市场形成一定的压制。但央行三季度货币政策执行报告删除了“管好货币总闸门”和“不搞大水漫灌”的表述，也说明稳增长重要

性在提升，12月初央行全面降准，正式开启年内第二次降准，也预示着国内货币政策拐点到来。2021年12月中央经济工作会议称，坚持稳中求进工作总基调，要求继续做好“六稳”“六保”工作。从12月份中央政治局和中央经济工作会议两次最高层会议来看，国内政策“稳”字当头，政策拐点进一步明确，宽财政、宽货币、宽信用将是未来一段时间经济工作的核心。总体来看，在国内政策环境逐步放松的情况下，2022年预计国内将有1-2次降准，2022年上半年经济压力较大时调降政策性金融工具利率以及LPR报价利率的概率也较高。

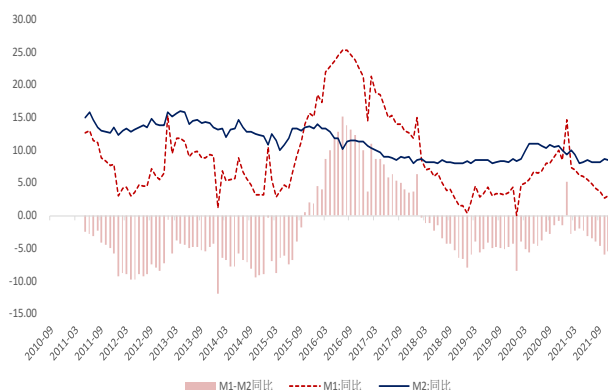


图 3-15: 货币供应增速连续走低

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

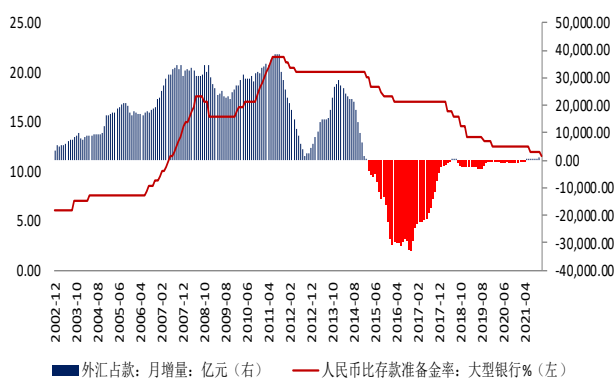


图 3-16: 存款准备金率年内两次下调

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

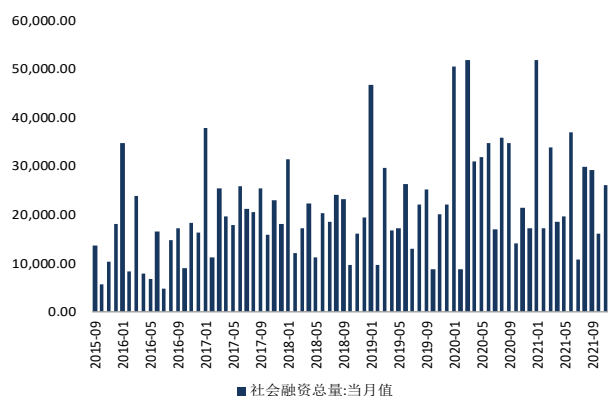


图 3-17: 社融规模连续回落

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

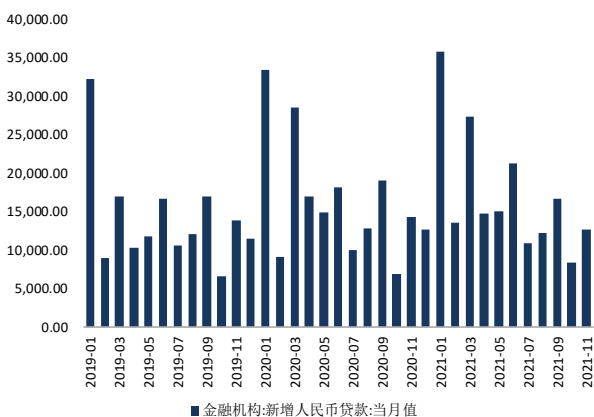


图 3-18: 新增人民币贷款规模走低

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



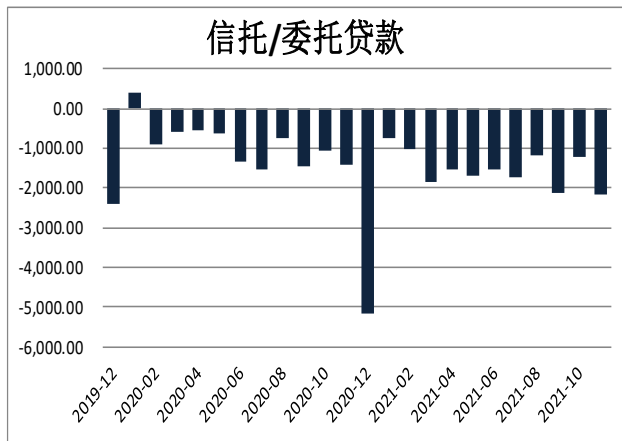


图 3-19：表外融资持续负增长

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

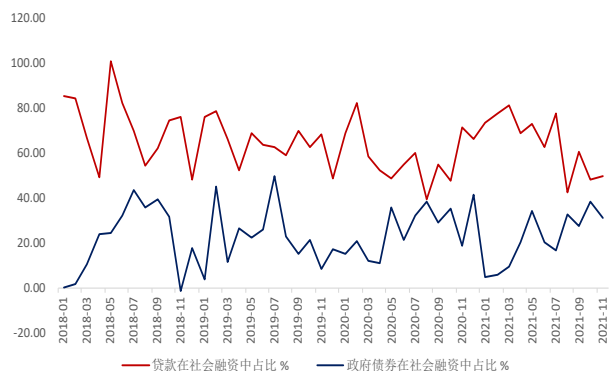


图 3-20：政府债券发行在融资中占比提升

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

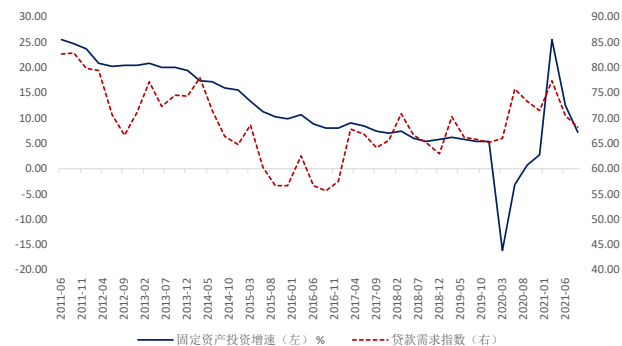


图 3-21：贷款需求与固定资产投资

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

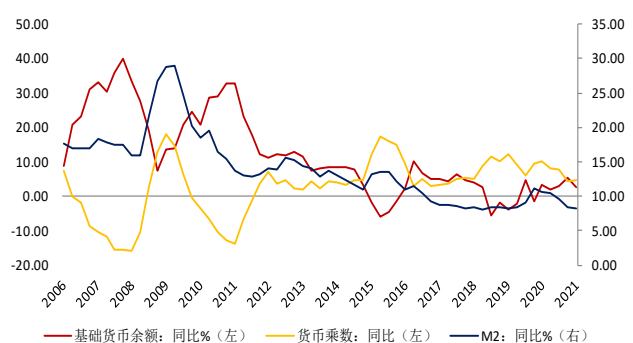


图 3-22：货币投放来源

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 3-23：同业存单发行利率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

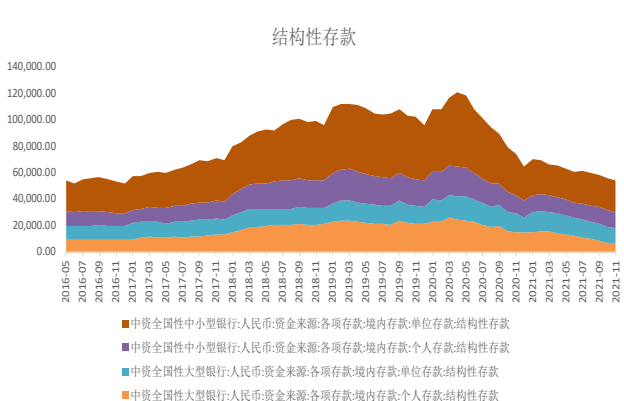


图 3-24：银行结构性存款规模

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

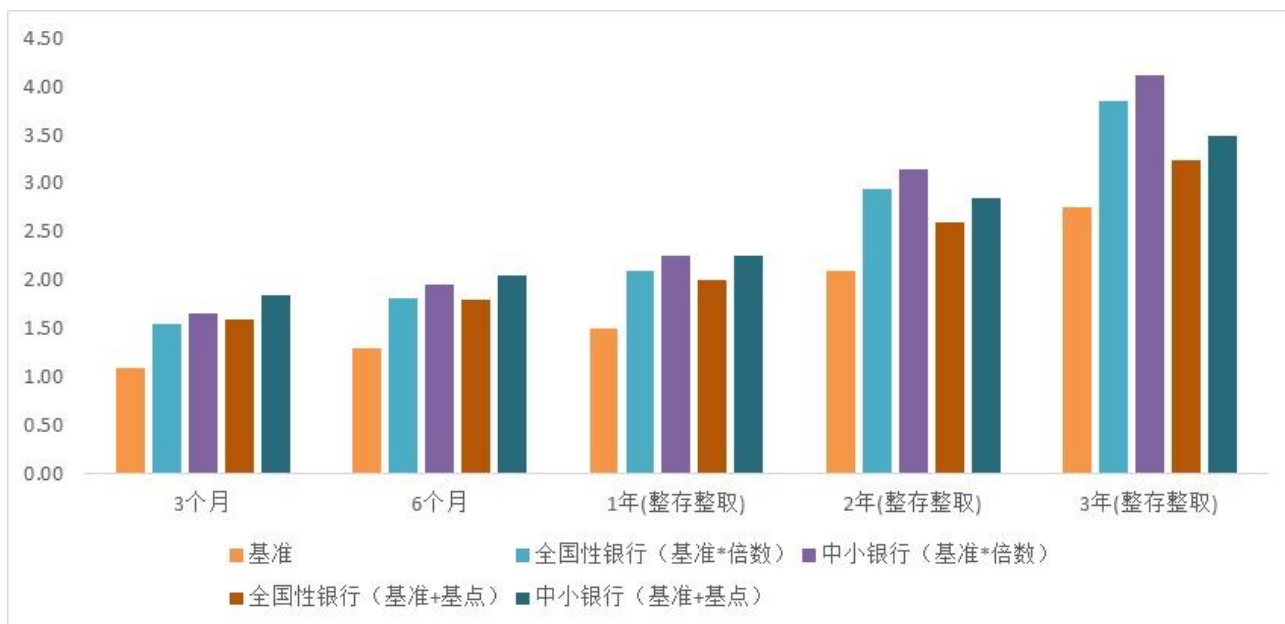


图 3-25: 存款利率定价机制变化

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

表 3-2: 存款利率定价机制变化前后对比

	3 个月	6 个月	1 年(整存整取)	2 年(整存整取)	3 年(整存整取)
基准	1.10	1.30	1.50	2.10	2.75
全国性银行 (基准*倍数)	1.54	1.82	2.1	2.94	3.85
中小银行 (基准*倍数)	1.65	1.95	2.25	3.15	4.125
全国性银行 (基准+基点)	1.6	1.8	2.0	2.6	3.3
中小银行 (基准+基点)	1.85	2.05	2.25	2.85	3.50

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

## 第四部分 2022 年利率周期仍处于牛市阶段

2021 年国债市场进入新一轮利率周期的牛市阶段, 全年市场收益率震荡走低。10 年期国债收益率自年初的最高 3.28%, 最低下探至 2.82% 以下, 最大下行幅度达 46bp。从债券发行来看, 2021 年赤字率安排在 3.2% 左右, 地方专项债设定目标为 3.65 万亿元, 均较 2020 年有所下降, 年内政府债券发行压力有所减轻。从发行节奏来看, 财政部指导地方财政部门结合发债进度要求、财政支出使用、库款情况、债券市场等因素, 科学设计发行计划, 合理选择发行窗口, 适度均衡发债节奏, 有效保障项目建设需要的同时, 避免债券发行过于集中、债券资金长期滞留国库。”因此, 2021 年政府债券发行进度较为分散, 政府债券发行对市场冲击较低。从发行分布来看, 由于国内经济已经回复正常, 特别是 2021 年上半年稳增长压力下降, 年内专项债提前批额度下放偏晚。另外, 2020 年专项债大规模发行, 资金闲置问题突出, 2021 年专项债项目审核严格, 这也限制了专项债的发行和使用。为加强地方政府专项债券项目资金绩效管理, 提高专项债券资金使用效益, 有效防范政府债务风险, 财政部 6 月 28 日印发《地方政府专项债券项目资金绩效

效管理办法》要求对新增专项债券和再融资专项债券等实行项目资金绩效管理，提高资金使用效益，防范政府债务风险。专项债项目审批严格，防止资金闲置是年内政府债券发行节奏放缓的主要因素。从地方政府专项债发行进度来看，直至 2021 年 8 月份发行进度才达到 50%，对比来看 2019 年、2020 年发行进度分别已达 95%和 77%。2021 年下半年，随着国内信用风险增多，经济下行压力加大，加快基建稳增长需求提升，2021 年 8 月份财政部发布《2021 年上半年中国财政政策执行情况报告》，提出下一步，将精准实施宏观政策，提升积极财政政策效能，加快下半年预算支出和地方政府债券发行进度，聚焦支持实体经济和促进就业，政府债券发行逐步加速，2021 年 9、10、11 月分别为政府债券发行高峰。2022 年国债到期规模 5.15 万亿，在赤字率维持 3%左右水平的情况下，国债市场新增规模有望达到 3 万亿以上，总发行规模在 8 万亿以上。

**从需求来看，2021 年利率债需求保持旺盛。**在资管新规过渡期到期，大行理财产品所配资产不得采用成本法估值，2022 年以后不再存续摊余成本基金等要求下。从长期来看，市场信用分层将推动利率品种以及高信用等级资产配置需求。另外，在国内经济增速缓慢下移，市场流动性保持充裕，优质资产供给不足的情况下，银行、保险、基金以及海外机构配置热情仍将保持高位。

从二级市场来看，2021 年现券市场收益率呈波动下行表现，截至 11 月末，10 年期国债收益率报 2.83%，年内最低曾下探至 2.82%以下，年初最高曾达 3.28%左右；5 年期国债收益率报 2.70%，年内最低曾下探至 2.66%，年初最高曾达 3.10%的水平；2 年期国债收益率报 2.49%，年内最低曾下探至 2.43%，年初最高曾达 2.87%左右。从收益率曲线结构来看，市场收益率形态呈现平坦化下移的过程，目前市场仍处于牛平的过程中，2022 年上半年若调降政策性金融工具利率，则短端将打开下行空间，市场将由牛平过度到牛陡。我们认为，目前债市仍处于牛市过程中，在经济下行、政策宽松的环境下，利率债仍是大类资产配置价值较高的资产类别。2022 年国内经济前低后高，利率周期仍处于收益率下行的牛市阶段，上半年建议耐心持仓，下半年市场波动将逐步加大，建议关注风险。**我们预计 10 年期国债收益率运行区间 2.4%-3.0%，下半年在经济回升以及物价走高的带动下，收益率水平可能出现翘尾，建议上半年重点关注机会，下半年集中关注风险。**

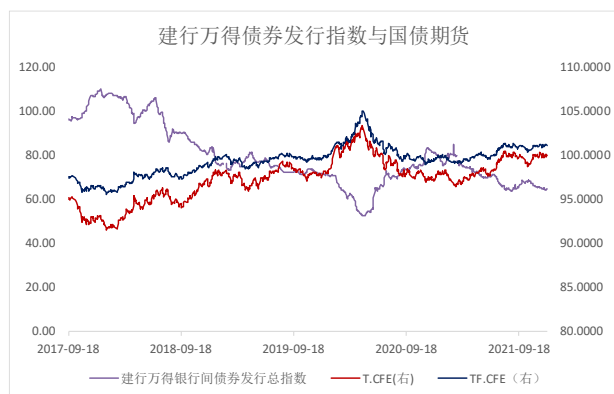


图 4-1：债券发行指数与国债期货

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

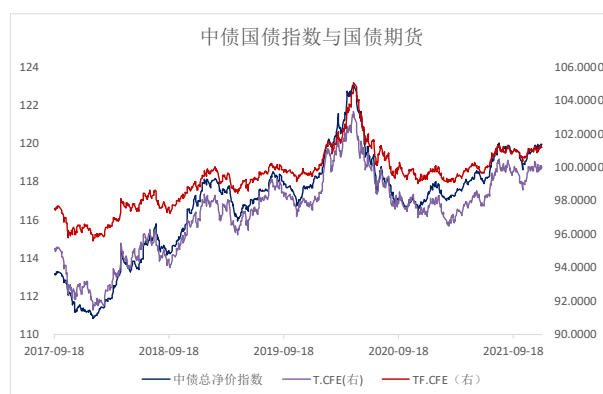


图 4-2：中债国债指数与国债期货

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

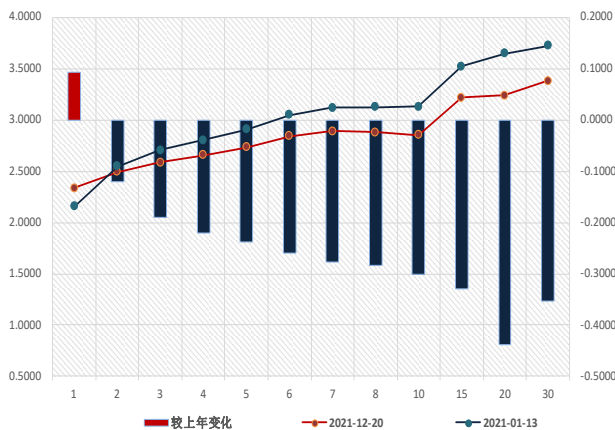


图 4-3: 国债收益率期限结构

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 4-5: 国债市场收益曲线

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

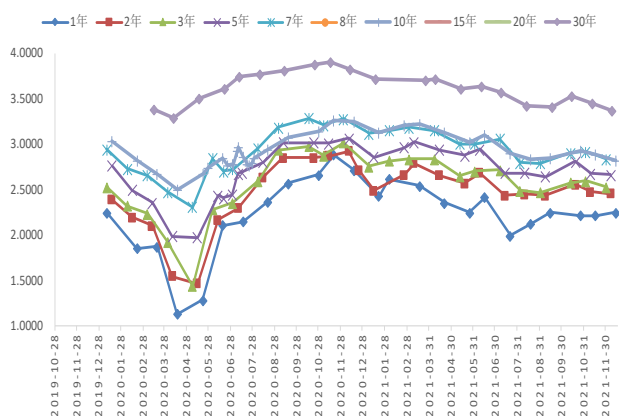


图 4-4: 国债中标收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

#### 大型银行资金运用

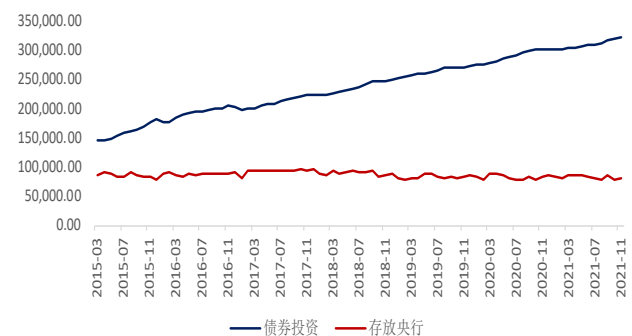


图 4-6: 大型银行资金运用

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

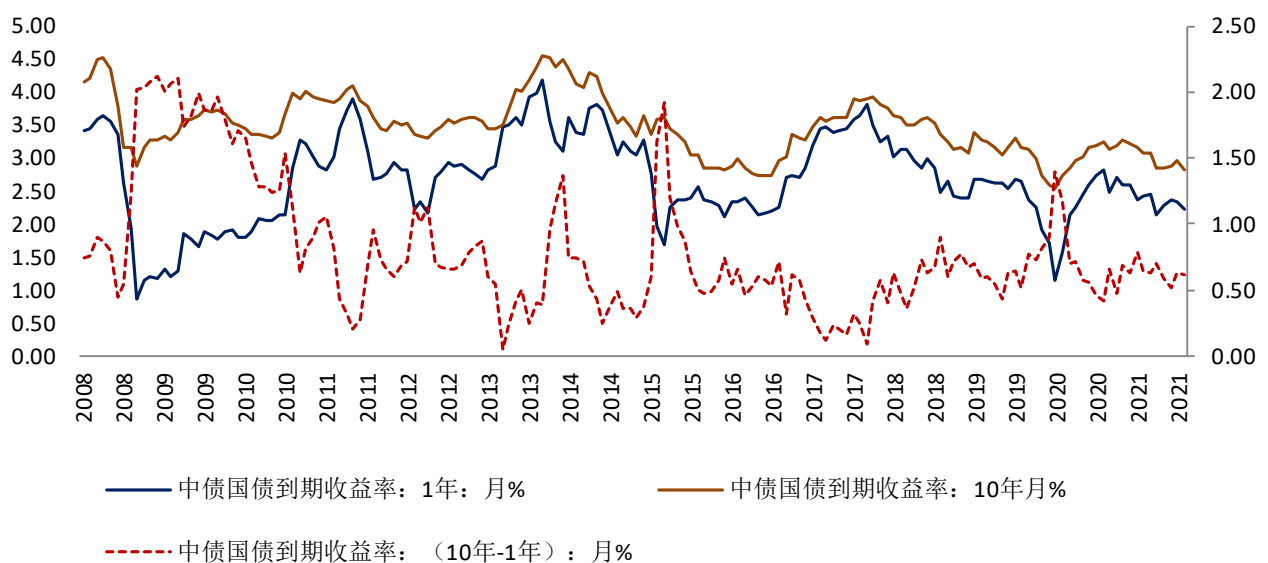




图 4-7：国债市场收益率以及曲线变化情况  
数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

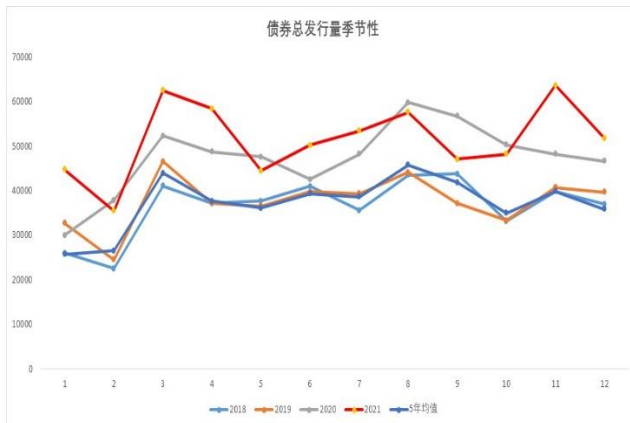


图 5-8：债券总发行量季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

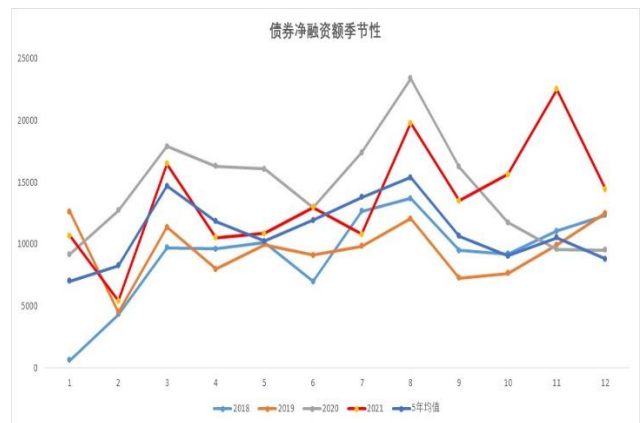


图 5-9：债券净融资额季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

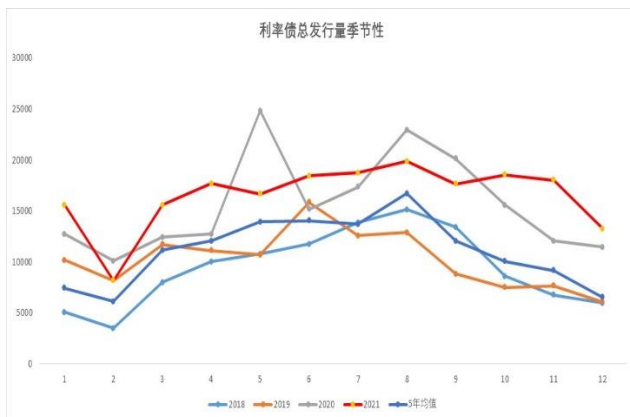


图 5-10：利率债总发行量季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

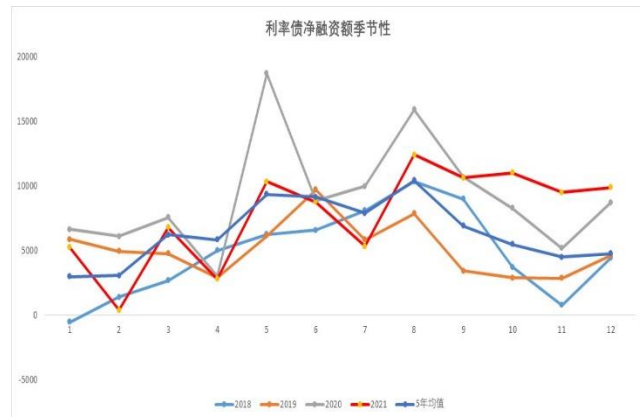


图 5-11：利率债净融资额季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

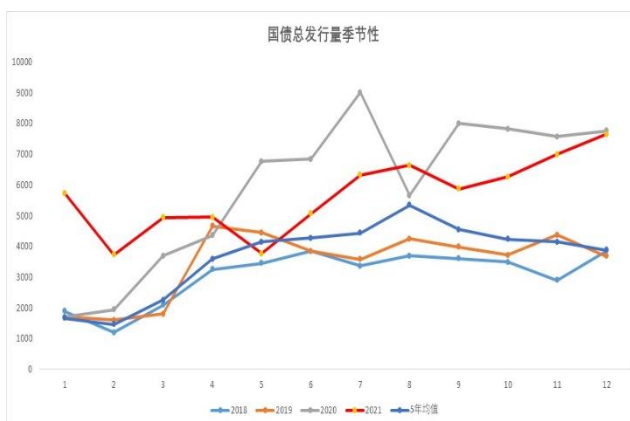


图 5-12：国债总发行量季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

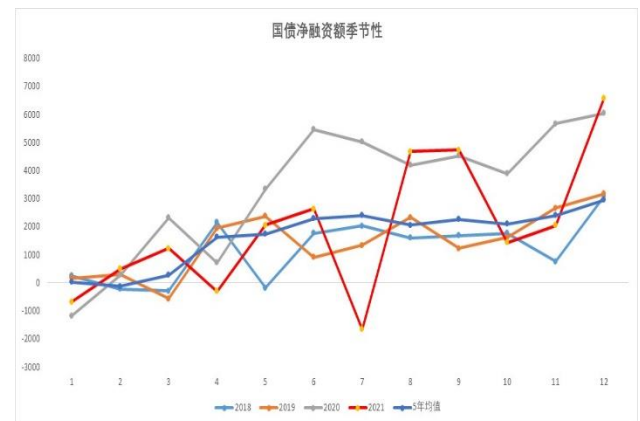


图 5-13：国债净融资额季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

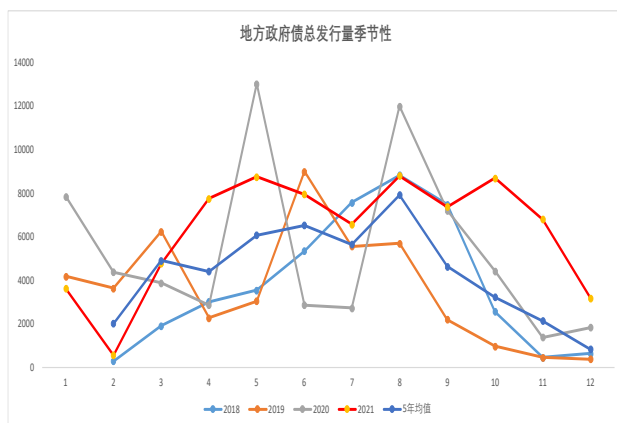


图 5-14: 地方政府债总发行量季节性

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

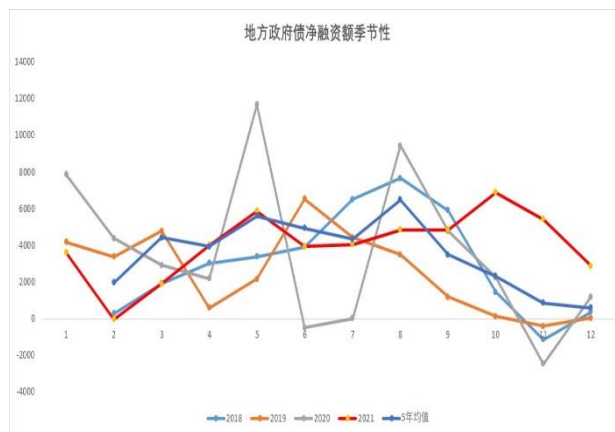


图 5-15: 地方政府债净融资额季节性

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 5-16: 国债发行收益率利率走势

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

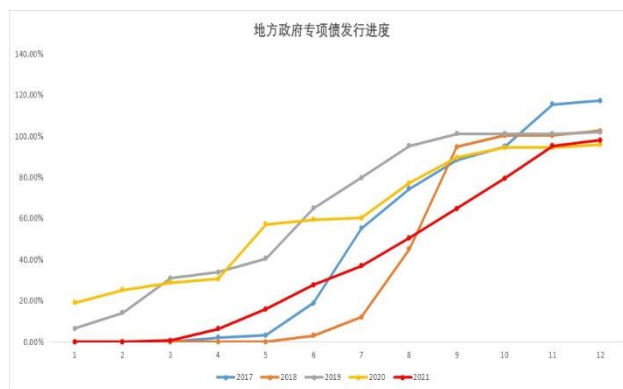


图 5-17: 地方政府专项债发行进度

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

## 第五部分 海外政策收紧影响有限 内债相对配置价值较高

从海外经济与政策来看, 2021 年新冠疫情在全球仍呈现周期性爆发的特征, 时至 2021 年末 Omicron 新变异毒株对市场的影响仍较难评估, 虽然疫情仍然存在较大不确定性, 但 2021 年主要经济体多处于复苏过程中, 随着通胀压力持续于高位运行, 主要央行货币政策也相继开启正常化的进程。在经济回升、物价上行、政策转向等因素的综合影响下, 海外国债收益率低位回升。FOMC 会议 11 月利率决议正式启动缩债计划, 每月减少购债 150 亿美元 (100 亿美债和 50 亿 MBS), 将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变。12 月议息会议将每月资产购买规模减少 300 亿美元, 按照目前进度在 2022 年 3 月将结束购债。虽然美联储极力撇清加息和缩债的关系, 缩减购债并不意味着即将加息, 企图降低加息预期对市场的影响, 但市场预期的加息的时间和次数均在提前。我们认为美联储将会在 2022 年一季度末结束购债, 2022 年年中以后开始加息, 2023 年加速加息, 这将推动美元指数和美债收益率低位回升。海外货币政策收紧, 尤其是美联储正式开始缩减购债, 海外国债收益率回升会对国内债市形成一定的负面影响。从美国国债利率水平来看, 截止 2021 年 11 月末, 10 年期美债收益率处于 1.43% 附近, 我国 10 年期国债收益率在 2.84% 左右, 中美 10 年期国债利差水平自 2021 年年初 200BP 以上已经缩窄至 140BP 左右。随着利差收缩, 海外债市收益率

波动对我国债券市场的影响将不断加大,如果海外收益率回升使得中美 10 年期国债利差水平缩窄至 100BP 安全利差附近,则会对国内债券市场和货币政策取向产生较大影响。目前国内收益率水平仍有较高的安全垫,海外债市收益率回升以及货币政策变化对我国国债收益率以及货币政策的影响相对有限。

2022 年,疫情反复或将持续。美联储货币政策转向如期推进,全球央行货币政策转向势在必行。供应链瓶颈问题和通胀问题或将会缓解,供应持续好转,通胀则会呈现前高后底的走势。全球经济景气程度下滑,经济走弱难以避免。对于金融和商品市场而言,货币政策收紧和经济放缓影响下,大宗商品类风险资产高位行情难以维持,避险类资产或受到市场青睐。当然,由于全球经济恢复的节奏和货币政策步伐存在较大的错位,疫情后国际主要经济体恢复的先后顺序是中国-美国-欧洲,货币政策方面也同样中国率先恢复正常化。因此,海外货币政策重回正常的过程中对我国货币政策的影响较低,甚至在 2022 年上半年会呈现海外货币政策向常态回归,我国政策则保持一定宽松的情况。对应,在经济、政策、物价、市场收益率等层面均会继续回归。

外资配置上,央行上海总部发布 12 月份境外机构投资银行间债券市场简报称,截至 2021 年 12 月末,境外机构持有银行间市场债券 4.00 万亿元,约占银行间债券市场总托管量的 3.5%。从券种看,境外机构的主要托管券种是国债,托管量为 2.45 万亿元,占比 61.3%;其次是政策性金融债,托管量为 1.09 万亿元,占比 27.3%。境外机构在中央结算公司的债券托管量已经连续第 37 个月增加,这与国内债市的相对吸引力和国内债券市场对外开放程度提升关系密切。2021 年国内债券市场对外开放程度继续提升,2021 年 10 月 29 日富时罗素公司正式将中国国债纳入富时世界国债指数(WGBI)。中国国内债券市场已经被全球三大主流债券指数——彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场多元化指数、富时世界政府债券指数(WGBI)相继纳入。未来 36 个月内中国债券在该指数中的权重将达到 5.25%,这将为中债市带来超过 1300 亿美元的被动资金流入。另外,债券通“南向通”于 2021 年 9 月 24 日正式上线。自 2017 年 7 月“北向通”开通以来,海外投资者不断加大对我国债券的配置力度,“南向通”上线标志着内地和香港实现双向互联互通,这意味着中国债券市场国际化进程再次迈出重要一步。中国债券与全球主要资产之间的低相关性和高收益率将继续吸引海外主动和被动资金加大配置力度。

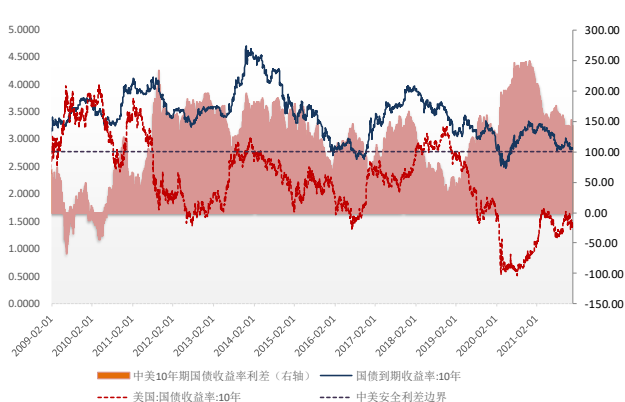


图 5-1：中美国债收益率对比

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 5-2：境外机构持有境内债券情况

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

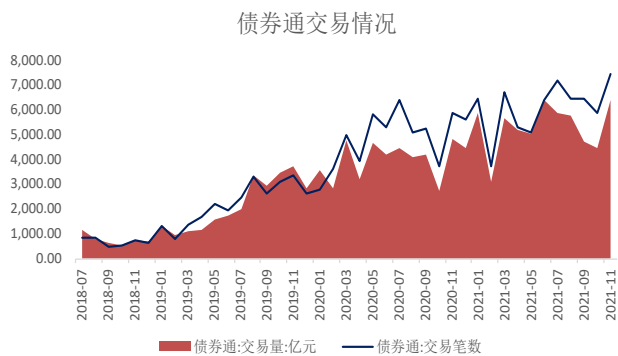


图 5-3: 债券通交易情况

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

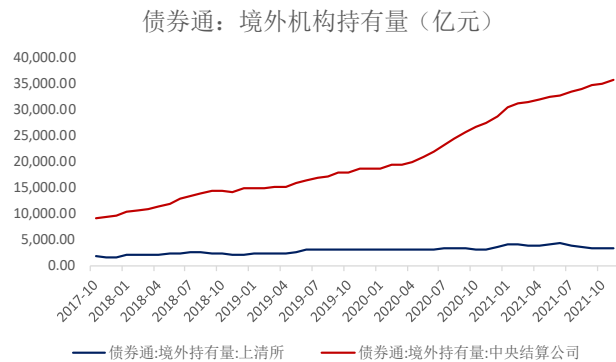


图 5-4: 境外机构持债规模持续增长

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 5-5: 美元指数与国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 5-6: 避险情绪与国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

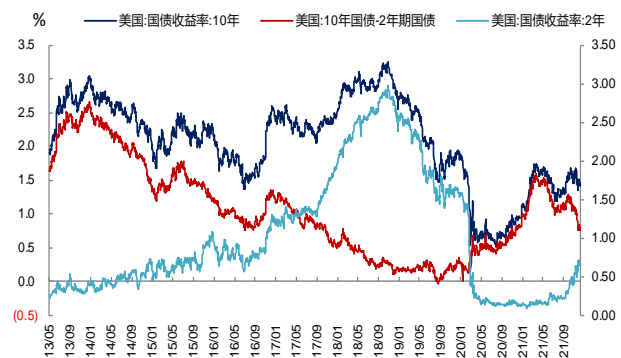


图 5-7: 美国国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

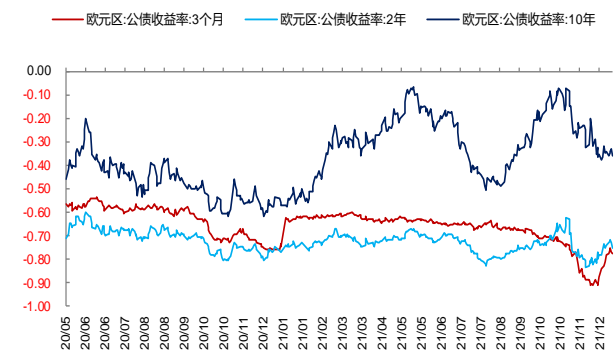


图 5-8: 欧洲国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



## 第六部分 期货价格技术与展望

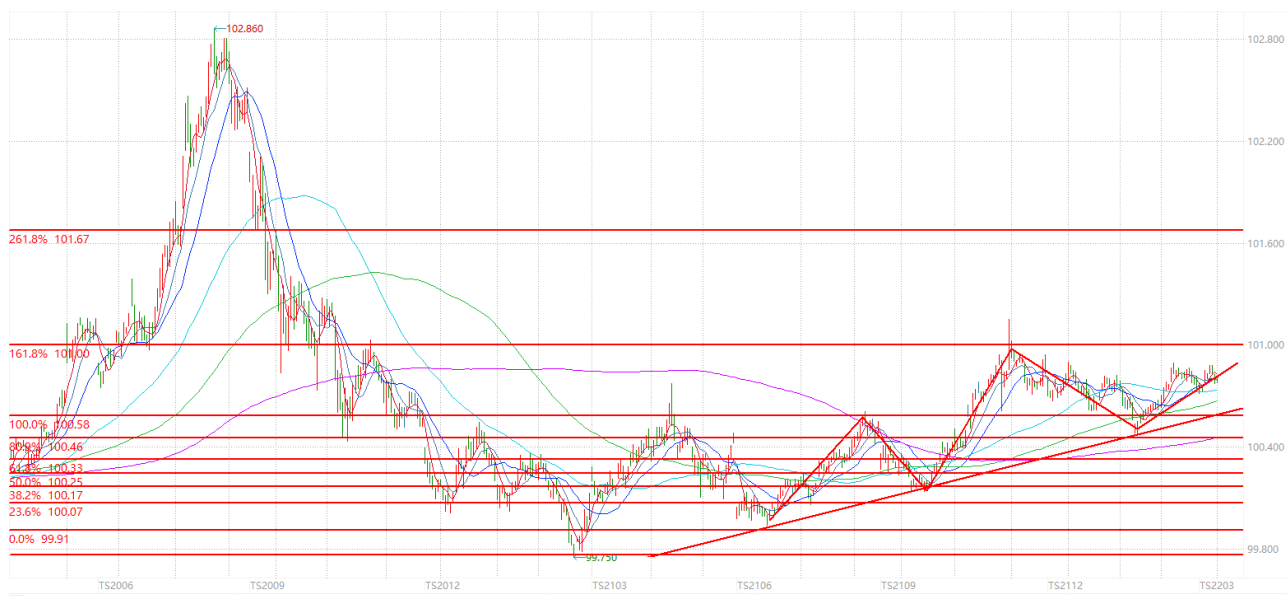
2021 年国债期货逐步走出牛市行情，全年国债期货价格呈现震荡走高表现，目前国债期货长期上行趋势并未改变，市场价格仍然沿趋势线运行，技术上前高附近存在一定压力。从技术指标以及持仓变化来看，国债期货市场参与度继续提升，年内国债期货三品种日均成交规模超 9 万张，较 2020 年小幅增长，但日均持仓规模较 2020 年大增 50%，达到 21 万张。市场成交持仓比有所下降，这说明国债作为持债机构对冲的重要工具，市场投机度相较于其他品种偏弱。市场上多头替代策略以及空头对冲策略更多以持仓体现，交易频率较低。随着部分银行和保险机构相继入市，未来市场仍有巨大的增量参与需求。在主要持券机构相继进入国债期货市场后，期债的市场功能将得到充分发挥。



**图 6-1：10 年期国债期货**  
数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理



**图 6-2：5 年期国债期货**  
数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理



**图 6-3：2 年期国债期货**  
数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

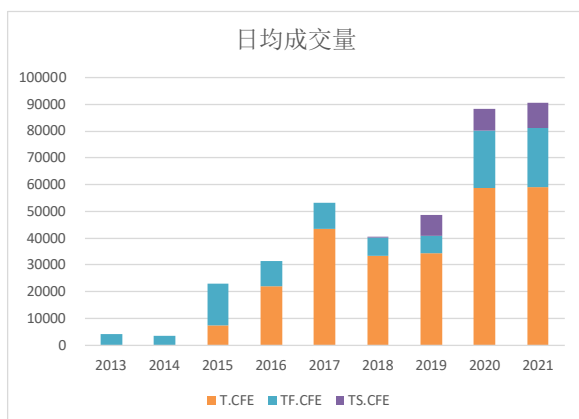


图 6-4: 日均成交量

数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理

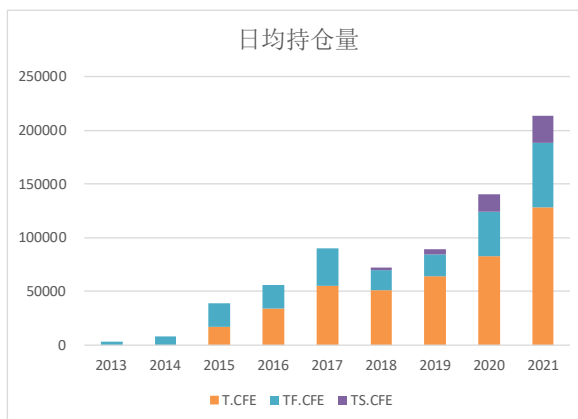


图 6-5: 日均持仓量

数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理

TF主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	0.52%	0.11%	1.30%	1.96%	2.44%
波动率(年化)	1.55%	1.69%	1.80%	1.86%	6.95%
振幅	0.75%	1.03%	1.93%	2.55%	2.46%
T主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	0.96%	0.19%	2.04%	3.06%	3.64%
波动率(年化)	2.91%	3.13%	3.17%	2.95%	7.93%
振幅	1.31%	1.86%	3.12%	4.38%	3.60%
TS主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	0.16%	0.02%	0.54%	0.90%	0.87%
波动率(年化)	0.67%	0.70%	0.81%	0.96%	3.19%
振幅	0.28%	0.42%	1.01%	1.22%	1.21%

图 6-6: 国债期货交易统计 (截止 2021 年 12 月 31 日)

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

从基差交易的获利驱动来看, 由于国债期货没有利息收入, 因此期货相对于现券存在一定“折价”, 反应在基差上, 国债期货基差往往为正。基差水平可以视作期债缺乏利息收入的“补偿”, 因此在国债牛市过程中, 期货市场率先体现市场乐观预期, 表现提前于现券, 基差水平随之被压缩。从利息收益角度, 随着市场收益率回落, 期债所需的收益“补偿”也随之下降, 反应在基差上也会逐步走低。反之在熊市过程中, 基差水平往往不断走高。目前 2203 合约距离到期仍有较长时间, 国债表现领先于现券导致基差压缩至较低位置, 但考虑到到期债仍有较长的到期时间, 短期基差继续压缩的空间有限, 操作上仍建议做多短久期可交割券基差。

跨期套利机会上，国债期货当季与次季价差主要反映市场对于两个时点经济基本面的预期差，另外在移仓过程中多空双方的移仓节奏对于跨期价差也有较大影响。2021年1-4月份，债市投资情绪偏弱，远期合约贴水较大，跨期价差逐步走高。2021年5月份以后，随着国债期货逐步走出慢牛行情，远端乐观预期逐步升温，远期合约贴水收窄，跨期价差逐步走低。

跨品种套利机会上，主要体现经济预期和货币政策变化对收益率曲线形态的影响。2021年国债由由熊转牛，收益率曲线形态变化不大，从年内表现来看总体呈现先陡峭后平坦的过程。2021年末，国内降准兑现、央行调降支农、支小再贷款利率等政策带动下，国债期货对市场消息的反应明显快于现券市场，且期货市场短端表现好于长端，但现券市场乐观情绪主要反映在长端。近期政策稳经济力度提升，中央政治局会议与中央经济工作会议“稳”字当头。货币宽松与财政加码在对国债的影响上有对冲性影响，预计在稳增长力度提升的情况下，长端收益率下行空间受限。市场曲线将继续呈现牛陡表现。



图 6-7: 跨期策略（二年当季-次季）

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

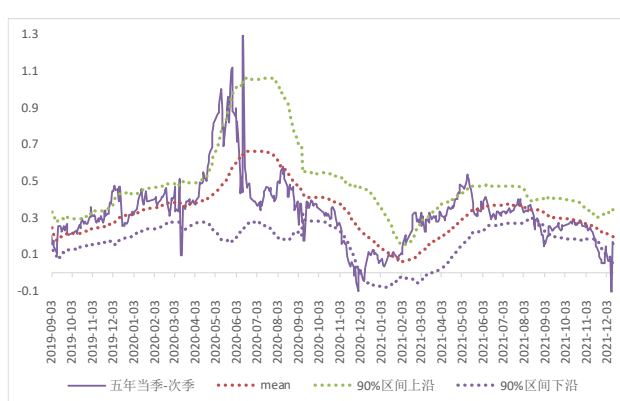


图 6-8: 跨期策略（五年当季-次季）

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理



图 6-9: 跨期策略（十年当季-次季）

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

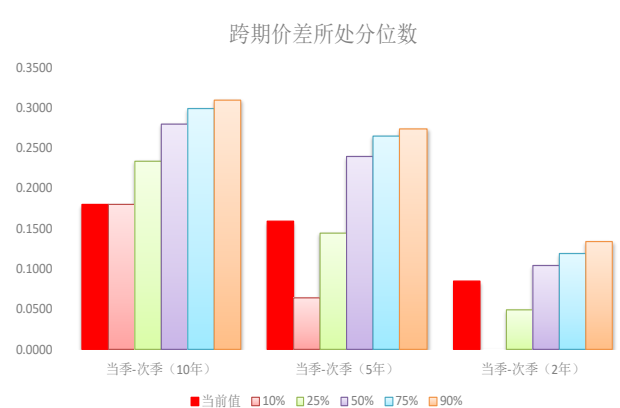


图 6-10: 跨品种策略

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理



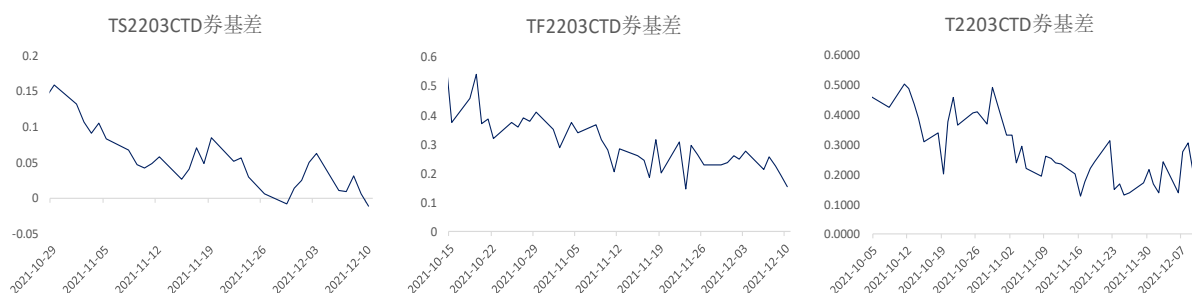


图 6-11：基差变化

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

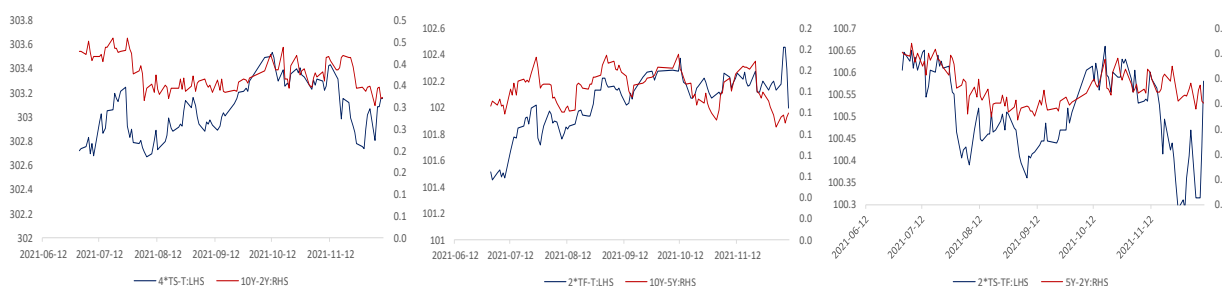


图 6-12：曲线策略变化

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

## 第七部分 总结全文和 2022 年度操作建议

2021 年国内开启新一轮利率周期的牛市阶段，从一轮利率周期持续时间来看，国债牛市行情仍将持续较长时间。我们预计 2022 年国内经济增长前低后高，上半年房地产对经济将继续形成负面拉动，但年中开始下半年基建与地产将相继回升，因此，2022 年上半年国债仍处于配置的黄金期。

从债市核心影响因素来看，预计 2022 年国内经济将呈现前低后高的表现，全年经济增长在 5-5.5% 左右。在国债期货核心驱动逻辑中，经济景气程度下降，政策环境边际放松，基本面条件依然支撑中长期国债期现券市场表现。2022 通胀逻辑将从“CPI 回落、PPI 大涨”，转向“CPI 企稳回升、PPI 下降”，PPI-CPI 剪刀差将随着 PPI 和 CPI 的反向运行而逐季走低，物价与债市收益率的相关度仍将保持低水平。2022 年国债到期规模 5.15 万亿，在赤字率维持 3% 左右水平的情况下，国债市场新增规模有望达到 3 万亿以上，总发行规模在 8 万亿以上。在稳增长的需求之下，政府债券发行将会前置。需求层面在国内经济增速缓慢下移，市场流动性保持充裕，优质资产供给不足的情况下，银行、保险、基金以及海外机构配置热情仍将保持高位。目前全球主要央行货币政策相继开启正常化的进程，海外国债收益率低位回升。随着国内外利差收缩，海外债市收益率波动对我国债券市场的影响将不断加大，目前国内收益率水平仍有较高的安全垫，海外债市收益率回升以及货币政策变化对我国国债收益率以及货币政策的影响相对有限。中国债券与全球主要资产之间的低相关性和高收益率将继续吸引海外主动和被动资金加大配置力度。

展望 2022 年，国内利率周期仍处于收益率下行的牛市阶段，但波动预计加大。基于 2022 年全年国内经济将呈现前低后高的判断，国债仍处于配置的黄金期，利率周期仍处于收益率下行的牛市阶段，建议 2022 年上半年耐心持仓，下半年市场波动将逐步加大。我们预计 10 年期国债收益率运行区间 2.4%-3.0%，下半年在经济回升、物价走高、海外进入加息周期的影响下，收益率水平可能出现翘尾，建议上半年重点关注机会，下半年集中关注风险。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可

请务必阅读最后重要事项

能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。