

一致预期与变盘风险

报告要点

展望 2022 年，弱宏观限制利率上限突破前高，稳货币决定利率下限突破需强刺激，窄幅波动的格局将延续至明年。债市博弈逻辑将逐渐由宽货币与宽信用的博弈转向宽信用落地情况，需要警惕在较强的一致性预期下债市的变盘风险。

摘要：

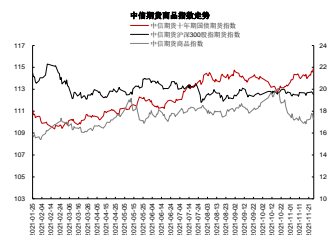
主要观点：2022 年债市博弈逻辑将逐渐由宽货币与宽信用的博弈转向宽信用落地情况的博弈。从宏观政策上看，“宽财政+宽信用+稳货币”为主政策组合将成为主力。这将带来：其一，城投、地产模式继续受限，宽信用主要依靠财政和结构性货币政策，这决定了经济缺少短期快速上行基础，宏观环境决定了利率波动上限可能无法突破前期高点 3.2%；其二，货币政策倾向稳增长，整体易松难紧，但 PPI 向 CPI 传导、外部流动性收敛下内外平衡需求将制约货币政策大幅宽松空间，再贷款类的结构性货币政策工具或是货币政策主要抓手，宽信用可能更多对应的是稳货币而非宽货币，这决定了利率波动突破前期下限 2.8%需要强有力的因素推动，如基本面出现超预期下行压力等因素刺激。其三，当前市场一致预期过强，在当前货币政策相对宽松的情况下，当前市场情绪的偏强也可能有对明年经济下行压力提前反应的成分。

趋势展望：从债市判断而言，基准预期下，我们认为今年利率窄幅波动的格局将延续至明年，收益率 3.0%以上存在配置机会，收益率 2.8%以下需警惕一丝风险。交易思路层面，我们建议投资者在一致预期过强的环境下不必逆势操作，但需要警惕上半年宽信用预期下，地方债发行集中、美联储政策收敛预期扰动以及核心 CPI 抬头共振可能存在的变盘风险。

策略建议：套保策略：当前基差成本偏低，“变盘风险”下适当加强期货对冲保护。**基差策略：**近期基差以情绪驱动为主，大的基差交易机会需要收益率出现显著变动来兑现。当前 T2203 CTD 券基差处于相对低位，若后期市场情绪转弱叠加 CTD 可能向更长久期券上切换，可适当关注基差做阔机会。**曲线策略：**继续关注曲线结构回归的机会，即做平 10-5Y 曲线，并做陡 5-2Y 曲线是可能的选择。

利率下行风险：1) 疫情反复，经济超预期下行

利率上行风险：1) 美联储货币政策转向加速



固定收益团队

研究员：
张菁
021-80401729
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

目 录

摘要:	1
一、 债市博弈点的转变	4
二、 宽信用或将逐步到来	6
(一) 宽信用信号已现, 但落地仍面临制约	6
(二) 结构性货币政策工具对于宽信用的作用值得期待	8
(三) 跨周期调节下的财政托底力度将明显增强	9
三、 通胀问题仍将以扰动为主	13
(一) PPI 影响钝化, 关注点集中于 CPI	13
(二) 猪周期和通胀传导或将带来通胀扰动	13
(三) 我国货币政策平稳, 不存在长期通胀的基础	15
四、 债市策略	17
(一) 趋势判断: 警惕一致性预期下的变盘风险	17
(二) 策略推荐: 加强套保应对变盘风险, 套利机会关注基差做阔	17
(三) 风险因子	21
免责声明	22

图目录

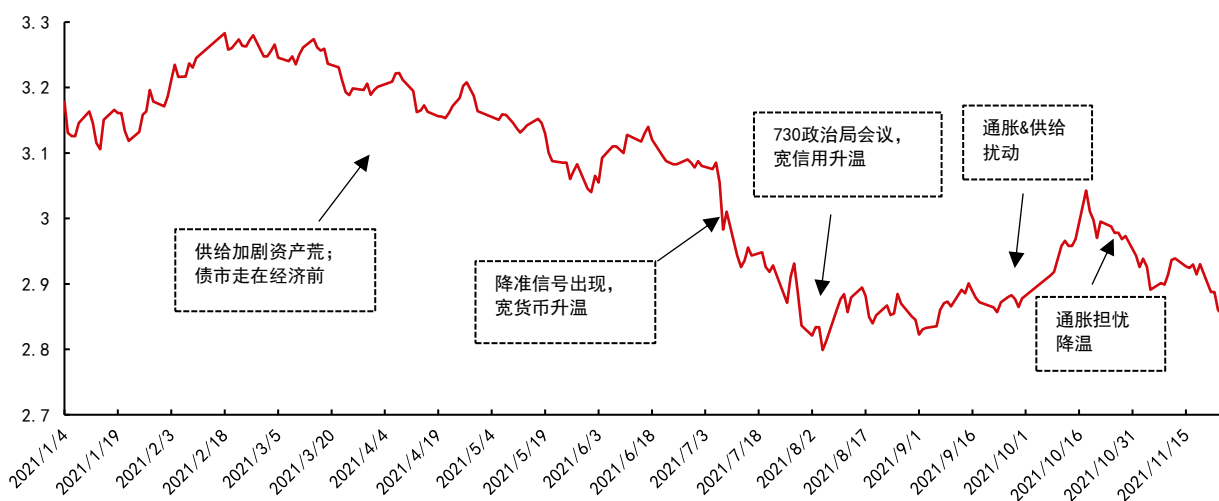
图表 1: 7 月底前后债市格局转变 (%)	4
图表 2: 2021 年信用扩张趋于收缩	6
图表 3: 票据利率持续下行	6
图表 4: 宽信用信号出现后信贷分项数据 (亿元)	7
图表 5: 信贷分项数据边际变化 (亿元)	7
图表 6: 房贷收紧 (%)	8
图表 7: 基建和地产投资两年同比 (%)	8
图表 8: 绿色贷款 (%)	9
图表 9: 碳减排效益项目贷款 (万亿元)	9
图表 10: 经济下行压力增加	10
图表 11: 库存周期 (%)	10
图表 12: 财政支出跨周期调节明显 (%)	10
图表 13: 经济部门杠杆率	11
图表 14: 政府部门杠杆率	11
图表 15: 专项债带动宽信用或将于明年上半年显现 (%)	12
图表 16: 专项债与基建投资 (%)	12
图表 17: PPI 与 CPI 剪刀差不断扩大 (%)	13
图表 18: CPI 受猪肉拖累明显 (%)	14
图表 19: 猪周期拐点已现 (%)	14
图表 20: 生猪存栏量处于高位 (万头)	15
图表 21: 猪肉消费量 (千吨)	15

图表 22: PPI 与非食品 CPI (%)	15
图表 23: 货币供应与通胀 (%)	16
图表 24: 我国 M2 增速与名义 GDP 增速 (%)	16
图表 25: 美国 M2 增速与名义 GDP 增速 (%)	16
图表 27: 10 年期国债期货空头套保成本跟踪 (2021 年 11 月 26 日跟踪数据)	18
图表 28: 5 年期国债期货空头套保成本跟踪 (2021 年 11 月 26 日跟踪数据)	18
图表 29: 2 年期国债期货空头套保成本跟踪 (2021 年 11 月 26 日跟踪数据)	18
图表 30: IRR 与存单收益率性价比逐步靠近	19
图表 31: 10 年期国债期货 03 合约基差变化情况	19
图表 32: 10 年期国债期货 06 合约基差变化情况	19
图表 33: 10 年期国债期货 09 合约基差变化情况	20
图表 34: 10 年期国债期货 12 合约基差变化情况	20
图表 35: 曲线过凹情况有望修复 (截至 2021 年 11 月 26 日跟踪数据)	20

一、债市博弈点的转变

回顾 2021 年，债市整体呈牛市格局。10 年期国债收益率自年初至 11 月下旬，由 3.15% 左右下降至 2.85% 左右，下行幅度约 30BP。值得注意的是，虽然 2021 年债市整体呈走强的格局，但是阶段性特征亦非常明显，且以 7 月底作为分水岭，前后的运行格局发生显著变化。在这一变化的背后也反映了博弈逻辑的转变，8 月之后债市主要博弈点开始转向宽货币与宽信用之间的博弈，震荡加剧。

图表1：7 月底前后债市格局转变（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

值得注意的是，2021 年债市在一定程度上呈现出市场情绪走在经济基本面前的特征，这也是为何当经济下行压力真正显现的时候，债市的反应反而没有很大的原因。上半年时，供给偏慢加剧资产荒，叠加资金面偏松可能主导了债市的走强，但是也需要注意的是市场在这一过程中可能也有一条暗线。上半年时市场对下半年经济下行压力增加已有所担忧，而且经济上半年强下半年弱的格局基本是市场当时的一致预期，较强的一致性预期可能在债市情绪上提前反应。7 月降准信号出现后也可能使得市场进一步确认之前对经济下行压力的判断，进而对经济下行压力下采取宽货币政策的预期快速升温，债市情绪迎来一波爆发。

进入 8 月后，债市陷入宽货币与宽信用预期的博弈之中，而随后通胀问题扰动也有所加剧。7 月底政治局会议强调“积极的财政政策要提升政策效能”，“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，市场对宽信用的预期逐渐升温。另外 7 月底政治局会议没再出现“稳增长压力较小窗口期”的表述，也让市场更加确定对经济下行压力的判断。不过考虑到市场之前已对经济下行压力较大有了较充分的反应，市场博弈点集中在经济下行压力的应对，即宽货币与宽信用预期之间的博弈上，债市呈现震荡格局。进入 10 月后，通胀扰动增加，海内外能源问题再次使通胀担忧快速升温，叠加供给放量，

债市出现一定调整，不过之后伴随着国内煤炭保供稳价措施的有效实施，通胀问题也明显降温，但是其实市场对通胀的分歧和担忧也并未完全消除。

展望 2022 年，债市的博弈点可能由宽货币与宽信用的博弈转向宽信用落地程度的博弈，另外通胀问题或也仍将成为市场重要的博弈点。近期随着央行的表态，降准等宽货币政策的预期逐步降低，8 月后市场开始出现的宽货币与宽信用博弈的格局也可能在未来逐渐转向关于宽信用能否落地以及落地程度的博弈，也即博弈点不在于宽货币还是宽信用，而是在于宽信用是否能够有效落地进而对经济产生明显的拉动作用，减少经济下行压力。而对于通胀问题，虽然输入性通胀问题不用过于担忧，高 PPI 低 CPI 的格局也并不会对央行货币政策构成较大制约，但是对于通胀从 PPI 向 CPI 的传导问题以及猪肉价格问题仍可能对市场情绪造成扰动。目前来看，这两条逻辑线仍将延续至明年债市博弈中。

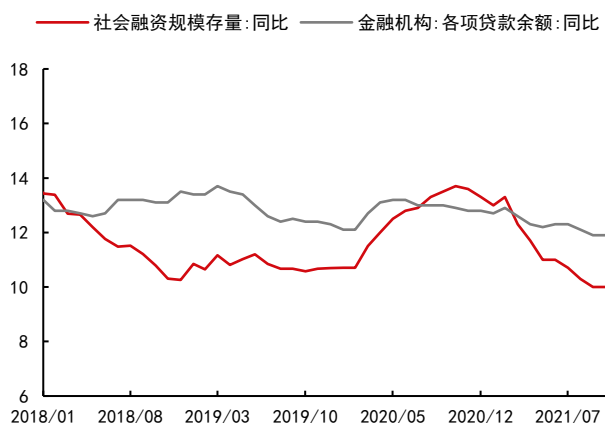
二、宽信用或将逐步到来

（一）宽信用信号已现，但落地仍面临制约

2021 年信用扩张整体趋于收缩，宽信用信号虽然已经出现但尚未落地。可以发现，2021 年社融和信贷数据基本均呈快速回落的态势，1-10 月社融存量同比和金融机构贷款余额同比分别从 13% 和 12.7% 下降至 10% 和 11.9%，信用扩张整体趋于收缩。不过，进入下半年后宽信用的信号开始不断显现。先是 7 月底政治局会议传递出稳增长压力增加，财政政策将更加积极的信号，强调“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。另外央行在 8 月下旬的金融机构货币信贷形势分析座谈会上也强调要“加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性”，9 月底的三季度例会也再次对这一问题进行强调。不过从近期的经济和金融数据上看，宽信用信号虽然已经出现，但是宽信用的真正落地尚未到来。

信贷结构尤其是票据融资数据也暗示当前宽信用仍面临掣肘。首先从信贷分项数据上看，宽信用信号出现后的 8-10 月，金融机构包括居民中长期贷款和企业中长期贷款的新增贷款同比仍呈明显下降，信贷分项中呈现明显增长的分项是票据融资规模。在 10 月的边际数据方面，新增居民中长期贷款同比变动已经由负转正为 162 亿元，但是新增企业中长期贷款同比变动-1923 亿元，而票据融资仍然偏强，新增同比变动 2284 亿元。票据融资项的偏强可能反而从侧面说明了当前信贷需求的偏弱。对于银行来说，因为票据贴现以及转贴现可以计入信贷总量，因此在信贷需求不强时，银行通过票据融资可以进行信贷冲量，票据利率与贷款需求指数之间具有很强的同向变动关系，近期来看，票据利率仍在继续下行。

图表2：2021 年信用扩张趋于收缩



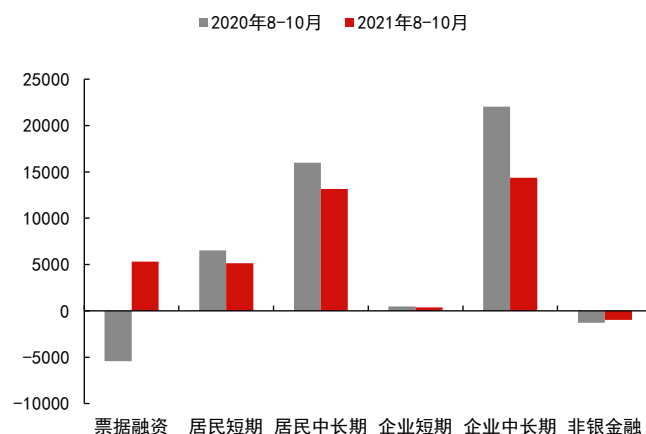
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3：票据利率持续下行



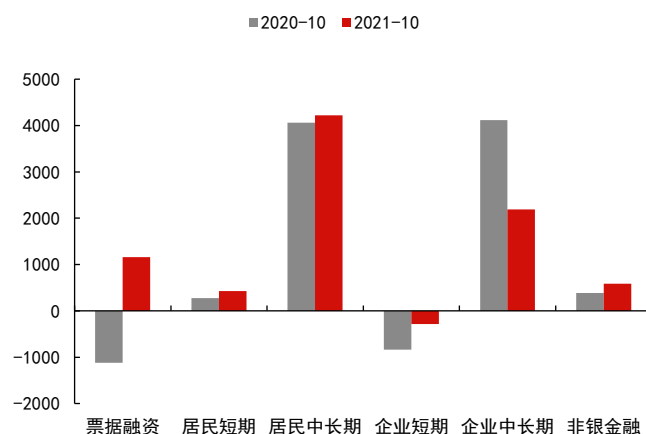
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4：宽信用信号出现后信贷分项数据（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究部

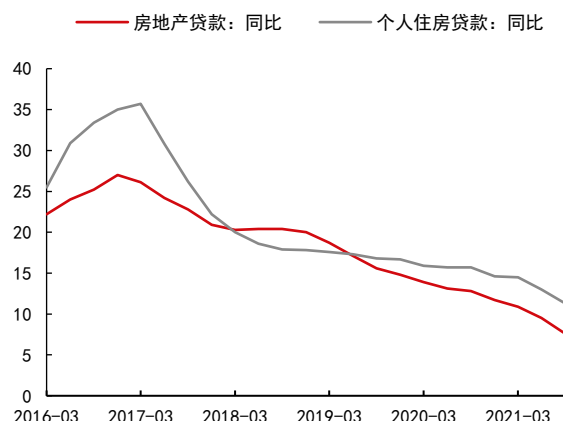
图表5：信贷分项数据边际变化（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究部

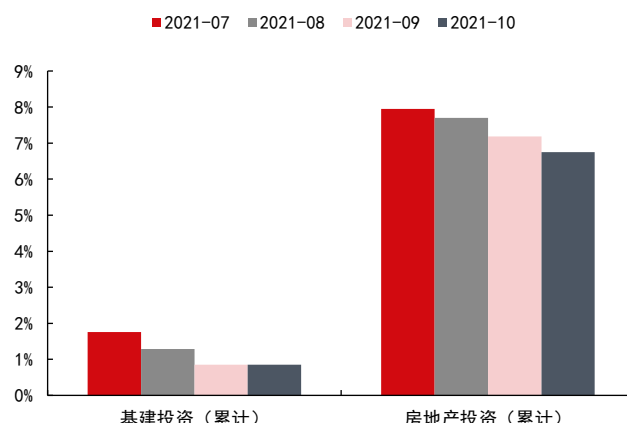
宽信用面临的制约因素在一定程度上可以归结为信贷供需的错配，一方面部分信贷需求面临较强的融资约束，如地产和城投，中小企业等；另一方面，部分企业基于对经济下行压力较大的判断也可能导致融资需求偏弱。地产和城投是信用扩张的重要力量，但是当前面临着较强的融资约束，近一年多来对这两方面的政策监管不断增强。地产方面，房企融资的三道红线以及银行房地产贷款集中度管理使得房企融资约束增加，而银行投放房地产相关贷款的比例也明显下降。可以发现近一年多来，房地产贷款增速呈快速下降的趋势。而在城投方面，因为对地方政府隐性债务风险防范的加强，城投融资也受到较强约束。一直以来，地产和城投无论是通过银行贷款等直接融资，还是通过发行债券、非标等间接融资的方式都对信用扩张有很大的拉动作用，因此地产和城投受到的融资约束也成为制约宽信用的重要因素。可以发现，房地产投资和基建投资近几个月的两年同比增速仍未见明显好转。另外目前中小企业也仍面临着融资约束问题，而和地产和城投不同的是，中小企业面临的融资约束并非是政策监管约束所致，而是传统上，中小企业因为经营风险较高，信用资质较难评估等原因，可能并不是银行放贷的偏好对象，因此这也更需要政策的鼓励和引导。信贷供需的错配还在于部分企业因为对经济下行压力较大的判断，可能进而降低了融资意愿。值得注意的是，这部分需求的减弱通过宽货币可能也难有明显缓解，货币政策的“软绳效应”或使政策效果大打折扣。因此考虑到货币政策的“软绳效应”以及地产融资的约束，为避免资金过度流向这些领域，明年的宽信用可能也越来越依赖于结构性货币政策的直达机制以及积极财政政策的拉动作用。

图表6：房贷收紧（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7：基建和地产投资两年同比（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

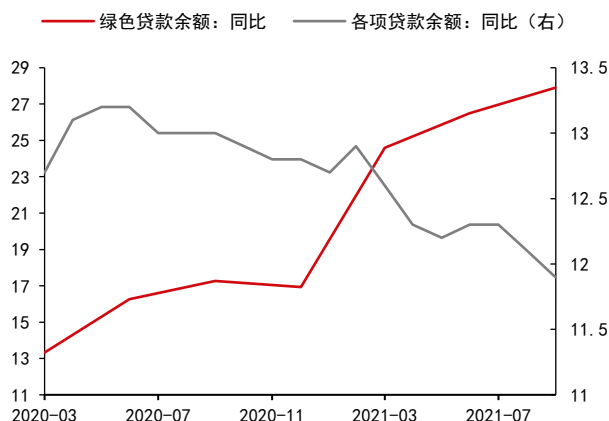
（二）结构性货币政策工具对于宽信用的作用值得期待

宽信用过程中结构性货币政策工具的重要性提升，后续可能更多是宽信用+稳货币的组合，而非宽货币+宽信用的组合。近年来，央行结构性货币政策工具的种类不断丰富，结构性货币政策工具的定位和使用度也不断提高，比如 MLF，再贷款等。近期，央行在第三季度货币政策执行报告中再次强调“增强信贷总量增长的稳定性”，并强调“发挥好结构性货币政策工具作用”，可见后续宽信用可能会越来越依赖于结构性货币政策工具的边际拉动。一般说来，宽信用前要先宽货币，宽货币是宽信用的必要不充分条件，但是结构性货币政策工具的使用可能会在一定程度上减弱这一现象。以下半年推出的结构性货币政策工具为例，当前有3000亿元支小再贷款，2000亿元区域协调发展再贷款，2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，规模不小，且均采用先贷后借的模式。这一模式下，货币的增长直接对应信贷的增长，先宽货币再宽信用的现象减弱，货币投放更多对应的是宽信用过程中的稳货币。

规模未定的碳减排支持工具可能成为支撑宽信用的重要力量。今年11月，市场热议已久的碳减排支持工具正式落地。央行的碳减排支持工具将对金融机构的碳减排贷款按照贷款本金的60%，利率为1.75%，提供资金支持。从信贷数据上看，近两年绿色贷款的增长速度明显高于其他贷款，今年三季度绿色贷款同比增速高达27.9%，而各项贷款余额同比增速仅为11.9%。从央行公布的碳减排相关贷款来看，直接碳减排和间接碳减排效益项目贷款在绿色贷款中占比平均约为67%，三季度余额分别为6.98万亿元和2.91万亿元，因此无疑是绿色贷款中的最重要一部分。从环比变动上看，今年二季度和三季度碳减排贷款环比分别增加6100亿元和5200亿元。可以发现，碳减排贷款在绿色贷款中占比稳定在67%左右，因此根据绿色贷款规模可以估算一季度碳减排贷款环比增加约7200亿元，保守估计四季度环比增加量和三季度持平的话，那么今年碳减排贷款新增约2.37万亿元。如果假定明年碳减排贷款仍保持这一规模，并以10月底的信贷和社融的同比增

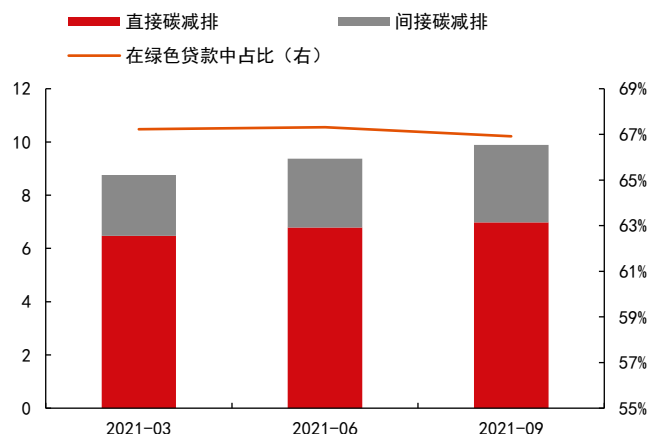
速来估算今年底信贷和社融的存量规模，那么在“做加法”的原则下，碳减排支持工具将提供再贷款约 1.42 万亿元，拉动信贷和社融同比分别增长约 0.7 和 0.5 个百分点。

图表8：绿色贷款（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9：碳减排效益项目贷款（万亿元）

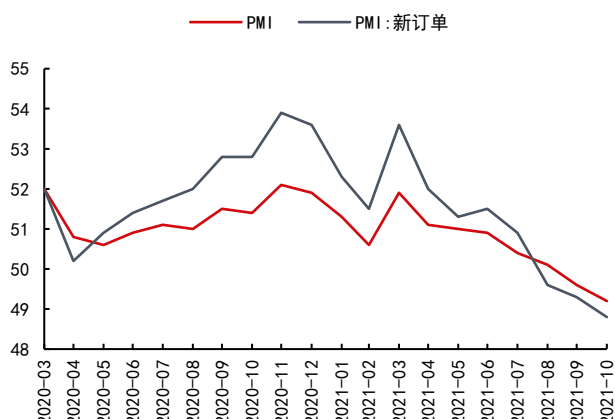


资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）跨周期调节下的财政托底力度将明显增强

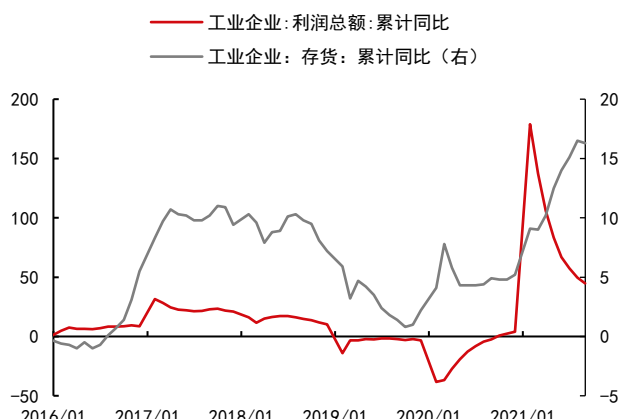
经济下行压力下财政发力必要性增加。进入下半年后经济下行压力明显增加，而展望明年，经济下行压力或仍不小。从经济景气指标上看，官方制造业 PMI 以及新订单 PMI 今年整体均呈下降趋势，进入下半年后先是新订单 PMI 于 8 月跌破荣枯线，随后官方制造业 PMI 也于 9 月跌破荣枯线，而 10 月这一数据也继续下降，PMI 和新订单分别为 49.2 和 48.8，均处于较低水平，暗示经济下行压力或仍较大。另外基于库存周期的角度，结合工业企业近期的利润和库存变动情况来看，利润和库存的反向变动以及近期库存同比开始下降可能也表明当前企业或正处于由被动补库存向主动去库存转变的阶段。因此综合 PMI 和库存周期来看，企业对经济的预期或较为悲观，经济下行压力较大。在经济下行压力加大，企业对经济预期较为悲观时，财政政策发力的必要性也增加。而从今年政府财政收支尤其是地方政府的财政收支上看，财政明显有所蓄力，这可能也是基于跨周期调节的缘故，明年财政政策的发力空间很大。

图表10：经济下行压力增加



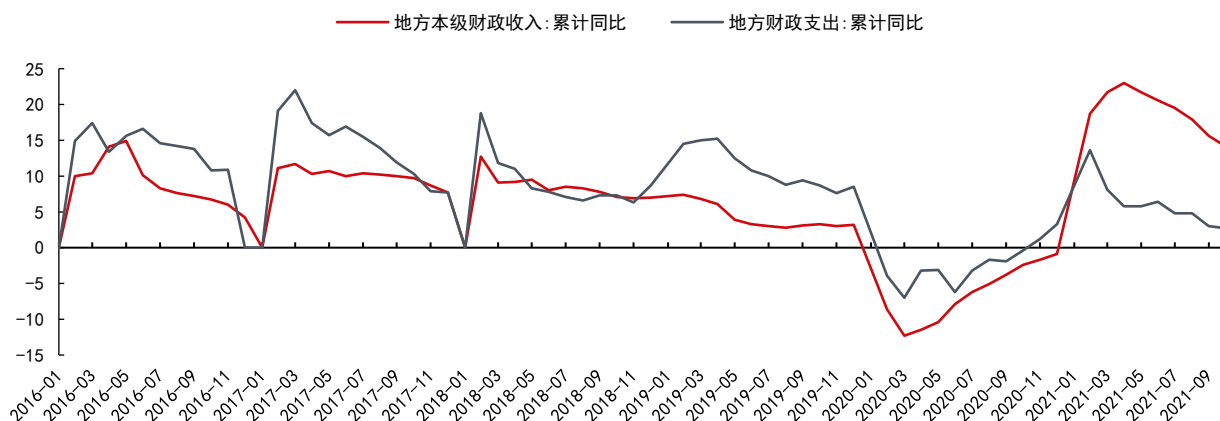
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11：库存周期（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

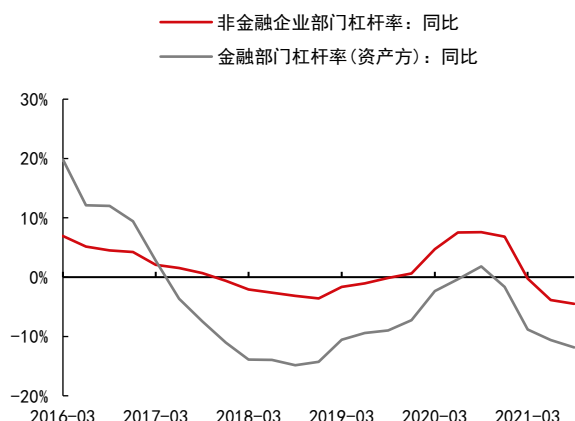
图表12：财政支出跨周期调节明显（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

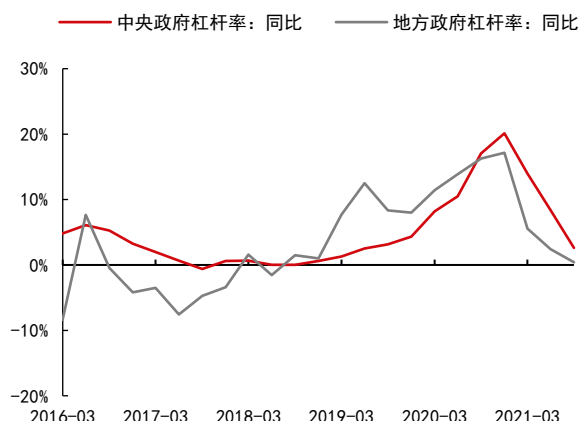
跨周期调节下，稳增长与防风险的天平可能向稳增长倾斜。基于全年来看，今年稳增长压力整体上并不大，尤其是上半年时，经济仍处于快速修复阶段，稳增长压力较小。4月的政治局会议也强调要抓住稳增长压力较小的窗口期，深化供给侧结构性改革，可以说今年整体上稳增长和防风险的天平是偏向于防风险的。在这一背景下，对于各种风险的防范都明显增强，可以发现，今年无论是经济部门杠杆率还是政府部门杠杆率，同比增速均呈明显回落态势，宏观杠杆率稳中有降。值得注意的是，当前宏观政策越来越注重跨周期的调节，而跨周期调节强调的是通过宏观调控的跨周期设计和调节，以实现稳增长和防风险的长期均衡，因此追求的是稳增长与防风险两者之间的动态平衡。央行在三季度货币政策执行报告中对经济进行展望时也表示，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复发展面临着较多的制约因素。因此在明年经济下行压力较大的情况下，稳增长的政策目标也将被放在更突出的位置。

图表13：经济部门杠杆率



资料来源：Wind 中信期货研究部

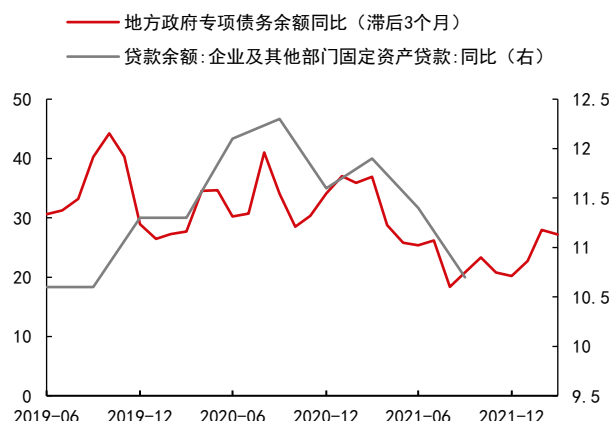
图表14：政府部门杠杆率



资料来源：Wind 中信期货研究部

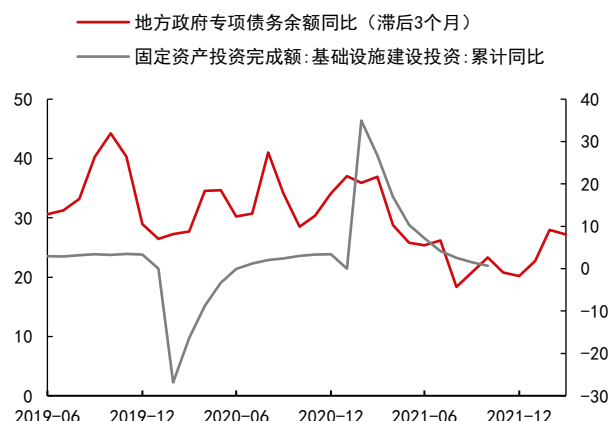
专项债发行将成为财政发力以及带动宽信用的重要抓手，明年额度或仍较高，且发行节奏大概率提前。近年来，专项债的发行和使用已经成为宏观逆周期以及跨周期调节的重要工具。11月24日国常会上提出的新要求也表明面对新的经济下行压力，专项债将发挥更加重要的作用。国常会强调“更好发挥专项债资金带动社会资金的作用，扩大有效投资”，“合理提出明年专项债额度和分配方案，加强重点领域建设”。根据近几年专项债的新增限额和发行情况来看，明年新增专项债限额可能大体与今年持平，不过在发行节奏上，今年专项债发行滞后，明年则可能大幅提前。今年专项债新增限额相比于去年有所下降，但是考虑到明年稳增长压力有所提升，新增专项债额度可能难以再继续下降，不过结合今年新增专项债仍有部分未发完，而且四季度发行的专项债其政策作用也意在明年，因此新增专项债额度大幅增加可能性也不大。2020年新增专项债限额3.75万亿元，实际发行3.6万亿元，2021年新增专项债限额3.65万亿元，至11月底发行3.45万亿元，综合来看，明年新增专项债额度或将为3.6万亿元左右，而在发行节奏上也或将明显前置。

图表15：专项债带动宽信用或将于明年上半年显现（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表16：专项债与基建投资（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

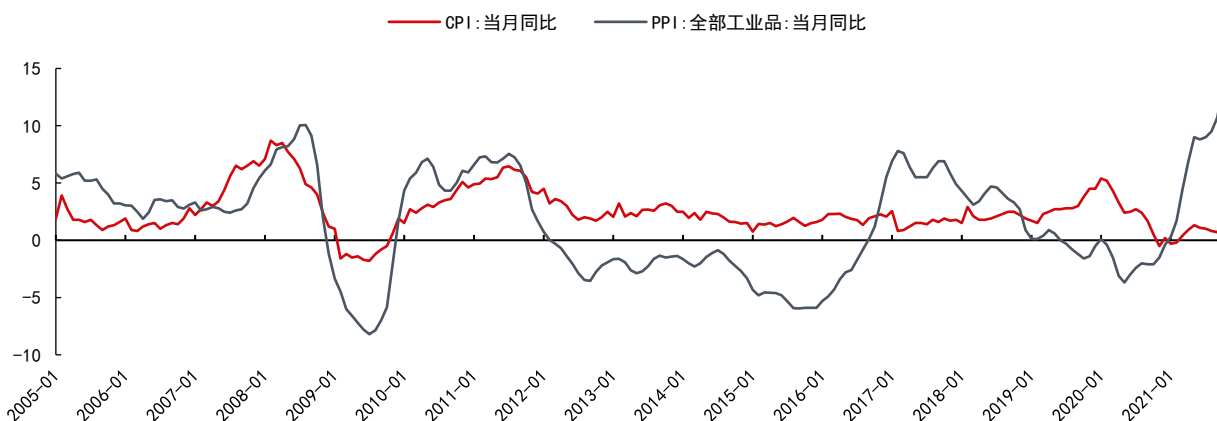
专项债带动宽信用的作用或将于明年上半年显现，叠加当前市场走在基本面前的特征，需要警惕明年上半年的变盘风险。从专项债发行到带动基建以及相关信用的扩张，一般有3个月左右的时滞，今年四季度专项债发行的不断加速，其拉动宽信用的效果或将于明年上半年正式显现。另外，考虑明年稳增长与防风险的天平大概率向稳增长的方向倾斜，财政托底力度或将明显增加，专项债是重要抓手，明年初的专项债发行规模可能仍然较高。专项债发行前置将与当前政策构成良好衔接，持续发挥专项债的带动作用，拉动有效投资增加。宽信用效果的显现可能对债市不利。而且还需要注意的一点是，当前债市走在基本面前的特征较为明显，过强的一致性预期可能加剧变盘风险。明年经济前低后高基本已成市场的共识，当前债市情绪仍较强的一个重要支撑就是对明年上半年经济下行压力的预期，在这一背景下，需要警惕类似于今年出现债市走在经济基本面前面的现象，即上半年债市变盘的风险。

三、通胀问题仍将以扰动为主

（一）PPI 影响钝化，关注点集中于 CPI

债市对 PPI 变动的反应逐渐钝化，关注重点集中于 CPI 的变动情况。从今年债券市场表现来看，市场对 PPI 变动的反应已经逐渐钝化，年初时市场曾对输入性通胀有所担忧，担心大宗商品价格上涨引发的 PPI 较快上升会进一步导致货币政策的收紧，但是从结果上看货币政策并未因此收紧。究其原因，PPI 较快上涨并未引发 CPI 的明显跟随上涨，单 PPI 上涨的结构性通胀并不是央行政策关注的重点。今年 PPI 与 CPI 的剪刀差不断扩大，而近年来 PPI 与 CPI 走势的相关性也明显减弱，这也让市场对 PPI 上涨的关注度降低。值得注意的是，PPI 影响钝化的情况下，输入性通胀对市场的影响也或有限，在第三季度货币政策执行报告中央行也强调我国是全球主要生产国，经济自给能力较强，输入性的结构性通胀的影响可能仍不是重点。

图表17：PPI 与 CPI 剪刀差不断扩大（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）猪周期和通胀传导或将带来通胀扰动

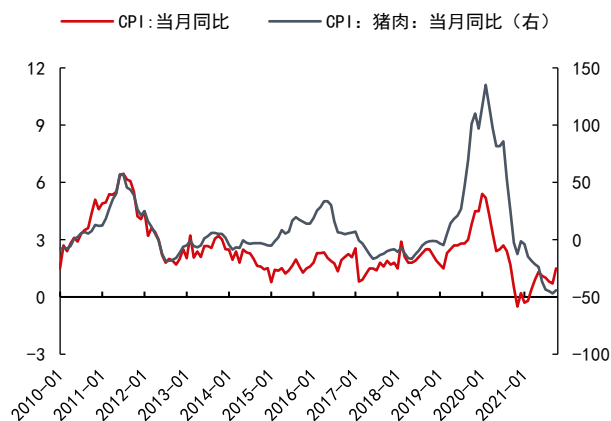
今年猪价下行拖累 CPI，猪周期拐点已现并可能于明年二季度表现出对 CPI 制约作用的明显减弱。在 CPI 的细分项中食品项的波动以及对 CPI 的影响更大，非食品项一般较为稳定，而在食品项中的猪肉部分对 CPI 影响尤其大。可以发现当猪肉价格因受外生冲击，比如疫情，政策限制等影响时，CPI 也会受到明显影响，过去伴随着每一轮猪周期，CPI 也相应变动。今年猪肉价格不断下跌，10 月份 CPI 猪肉项同比下降 44%，对 CPI 上涨构成明显制约。不过，本轮猪周期的拐点或已显现。因为猪肉的供给端更易受外生冲击的影响，弹性更大，而需求端因为消费习惯问题则相对较为稳定，猪肉价格以及猪周期的影响因素主要在于供给层面。能繁母猪存栏量以及生猪存栏量的变动情况通常是猪肉价格的领先指标，

能繁母猪存栏量同比变动一般领先猪肉价格 10 个月左右，今年年中能繁母猪存栏量同比变动大幅下降，可能带动猪肉价格于明年二季度明显反弹，届时对 CPI 的制约作用也将明显减弱。但是需要注意的是，虽然能繁母猪存栏量同比已经呈下降趋势，但是同比增速仍然较高，而且当前生猪存栏量也仍处于高位，和 2013 年的高位接近。另外，从近年消费端来看，猪肉消费量呈下降趋势，因此明年猪肉价格企稳回升或也不会对通胀造成太大压力。

非食品端通胀传导逐步显现，但是后续随着 PPI 开始高位回落，传导压力可能减弱。可以发现，虽然近年来 PPI 与 CPI 的走势出现明显分化，但是 PPI 与非食品项 CPI 的相关性仍较高，今年 PPI 向非食品项 CPI 的传导相较于向 CPI 的传导也明显偏强。当前 PPI 向非食品项 CPI 的传导正在逐步显现，10 月非食品项 CPI 同比高达 2.4%，处于历史的高位水平。不过或受制于消费端疲软的影响，和 PPI 的上涨幅度相比，PPI 向非食品项 CPI 的传导力度仍然较弱。而受疫情反复的影响，明年消费端可能仍面临较大压力，另外受今年 PPI 的高基数影响，明年 PPI 大概率呈逐步下降的趋势，在这种情况下，可能存在传导压力的快速减弱。

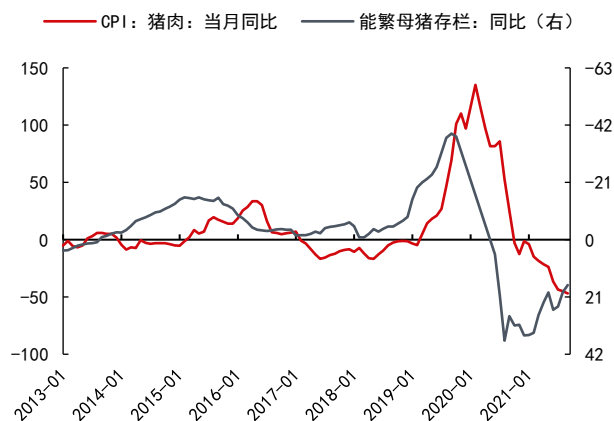
食品项 CPI 受猪价制约减弱而非食品项受 PPI 传导压力仍未明显减弱之际，CPI 可能短暂冲高，引发通胀担忧，进而对债市造成扰动。需要注意的是在 PPI 向非食品项 CPI 的传导压力明显减弱前，猪肉价格对 CPI 的制约作用或已明显减弱，这时可能出现非食品项和食品项 CPI 都面临一定的上行压力，进而在短期内对 CPI 产生较大压力，引发市场对通胀的担忧。

图表18：CPI 受猪肉拖累明显（%）



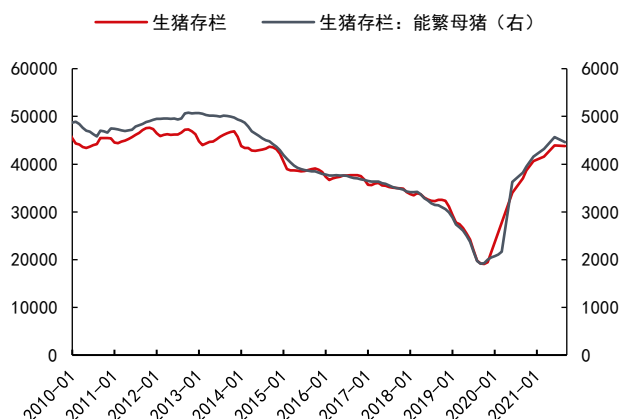
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表19：猪周期拐点已现（%）



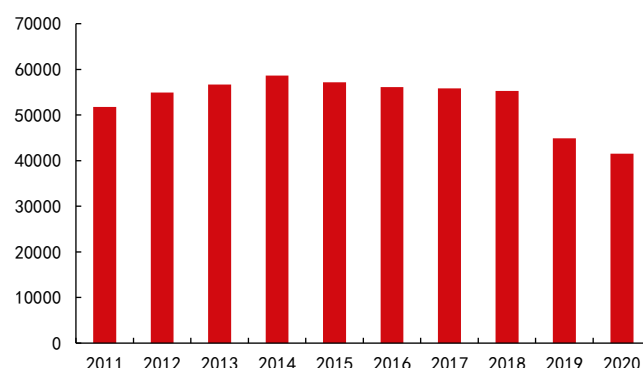
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表20：生猪存栏量处于高位（万头）



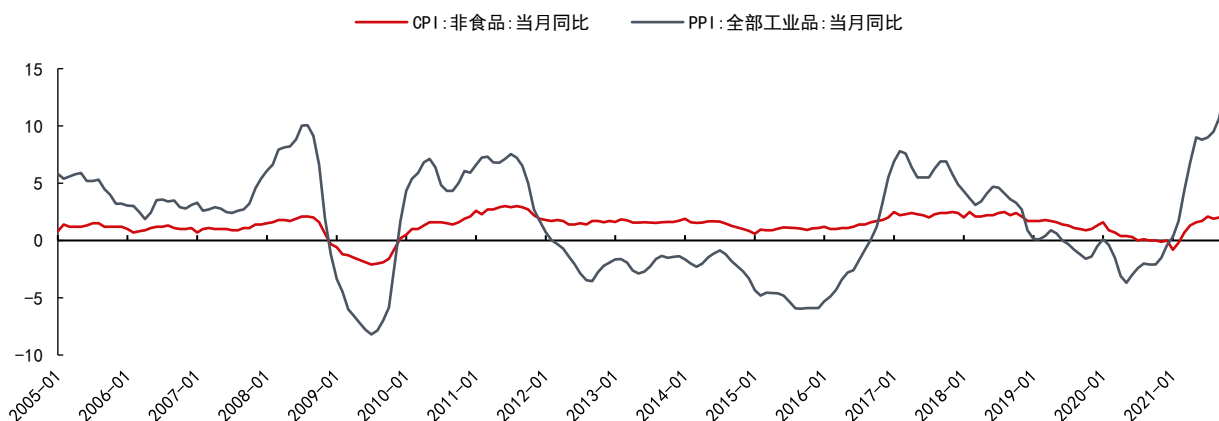
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表21：猪肉消费量（千吨）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表22：PPI 与非食品 CPI (%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

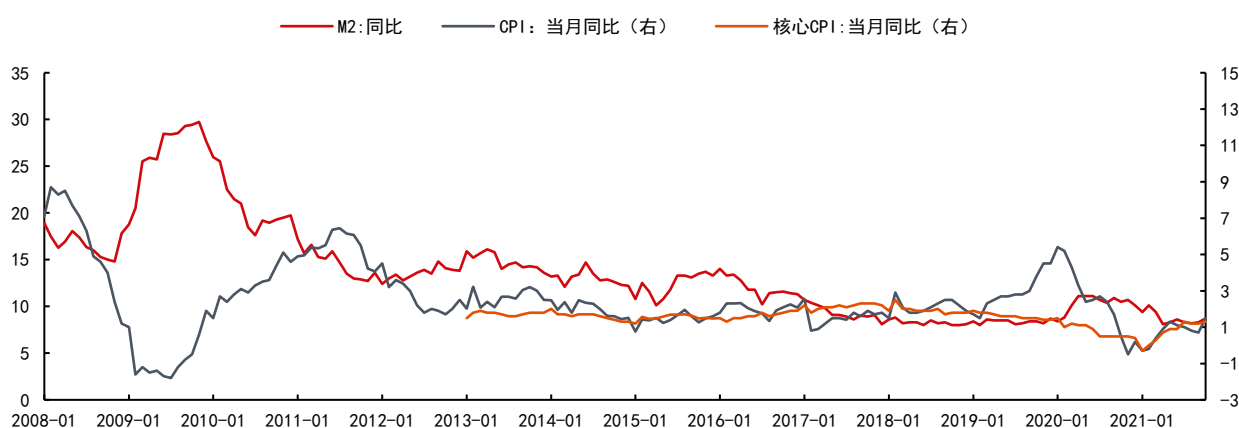
（三）我国货币政策平稳，不存在长期通胀的基础

通胀从长期看一种货币现象。央行曾在第二季度的货币政策执行报告中以专栏的形式对通胀与货币之间的关系进行阐述（“正确认识货币与通胀之间的关系”），强调通胀是一种货币现象，稳住通胀的关键还是管住货币。拉长时间线来看，通胀与货币发行之间的关系明显，以货币供给量 M2 与 CPI 之间的关系为例，通胀水平的大幅上升往往对应着货币发行的大量增加，而且通胀对于货币发行的反应速度在一定程度上呈现出不断加快的趋势。近年来，随着我国货币供应速度的不断回落，CPI 以及核心 CPI 整体也都处于较低的水平。

我国一直坚持稳健的货币政策，即使通胀可能有短期扰动，但不存在长期通胀的基础。我国一直坚持稳健的货币政策，不搞大水漫灌，去年即使受到疫情影响，货币政策依然注重保持灵活适度，货币供应量并没有大幅增加。央行近年来不断强调货币供应量增速与名义 GDP 增速之间的匹配，在货币政策执行报告的

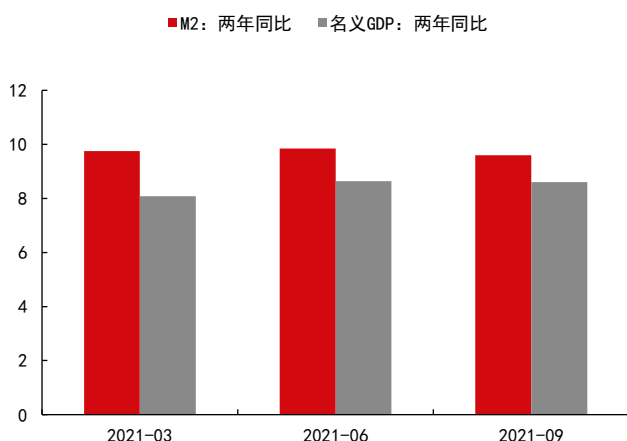
专栏中也强调国外的通胀压力正来源于其货币的大量超发，导致货币供应增速大大超过名义 GDP 增速。从两年同比的货币供应量 M2 增速与名义 GDP 增速上看，我国 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配，而美国的 M2 增速则要明显高于名义 GDP 增速。货币政策上的稳健操作也使得我国并不存在长期通胀的压力，因此展望 2022 年，通胀问题或仍将以扰动为主。

图表23：货币供应与通胀（%）



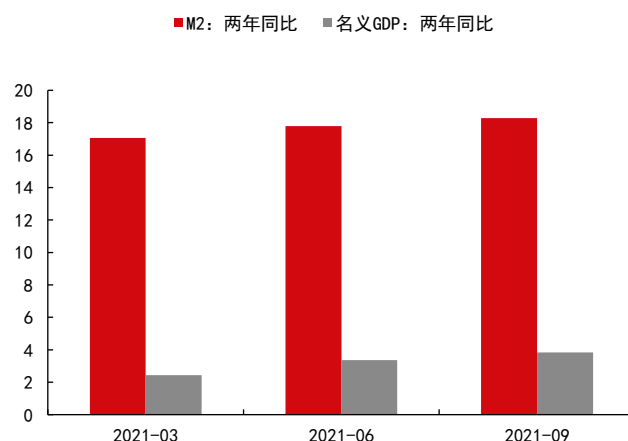
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表24：我国 M2 增速与名义 GDP 增速（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表25：美国 M2 增速与名义 GDP 增速（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

四、债市策略

（一）趋势判断：警惕一致性预期下的变盘风险

基于前文的逻辑，2022 年债市博弈逻辑将逐渐由宽货币与宽信用的博弈转向宽信用落地情况的博弈。从宏观政策上看，“宽财政+宽信用+稳货币”为主政策组合将成为主力，这将导致：

其一，城投、地产模式继续受限，宽信用主要依靠财政和结构性货币政策，这决定了经济缺少短期快速上行基础，宏观环境决定了利率波动上限可能无法突破前期高点 3.2%；

其二，货币政策倾向稳增长，整体易松难紧，但 PPI 向 CPI 传导、外部流动性收敛下内外平衡需求将制约货币政策大幅宽松空间，再贷款类的结构性货币政策工具或是货币政策主要抓手，宽信用可能更多对应的是稳货币而非宽货币，这决定了利率波动突破前期下限 2.8%需要强有力的因素推动，如基本面出现超预期下行压力等因素刺激；

其三，当前市场对今年前高后低以及明年前低后高的基本面，对通胀 PPI 与 CPI 剪刀差收敛有着较强的共识，存在分歧的点在于稳货币基础上结构性的货币政策以及财政前置下宽信用的力度和效果将如何显露。因此，在当前货币政策相对宽松的情况下，当前市场情绪的偏强也可能有对明年经济下行压力提前反应的成分。

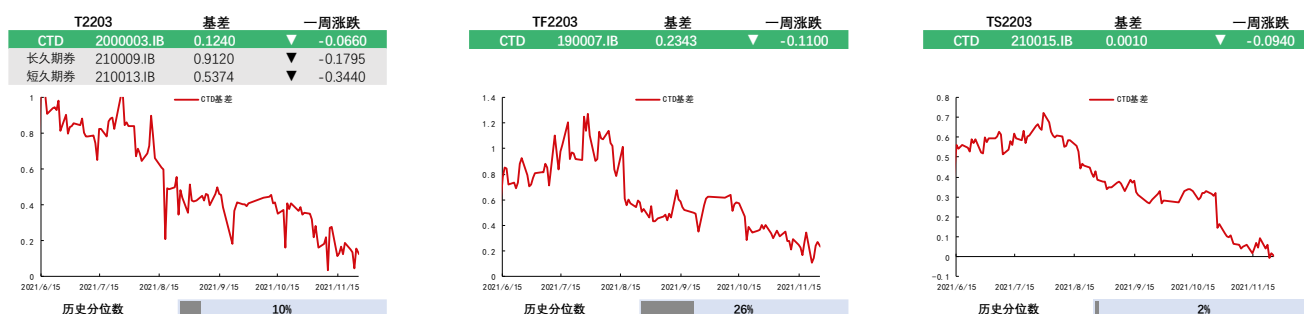
因此，从债市判断而言，基准预期下，我们认为今年利率窄幅波动的格局将延续至明年，收益率 3.0%以上存在配置机会，收益率 2.8%以下需警惕一丝风险。交易思路层面，我们建议投资者在一致预期过强的环境下不必逆势操作，但需要警惕上半年宽信用预期下，地方债发行集中、美联储政策收敛预期扰动以及核心 CPI 抬头共振可能存在的变盘风险。

（二）策略推荐：加强套保应对变盘风险，套利机会关注基差做阔

1. 套保成本偏低，“变盘风险”下适当加强期货对冲保护

基于我们的趋势判断，空头套保策略值得关注，适当的期货对冲保护防范市场在当前一致性预期以及明年宽信用落地后可能出现的利率上行风险仍是必要的。当前基差整体处于较低水平，T 主力合约 CTD 基差处于历史分位数 10%位置，TS 主力合约 CTD 基差更是处于历史分位数 2%的位置，进行空头套保成本相对低廉。而且可以发现，在现券收益率显著下降之后，配置性价比相对降低，这导致多头博弈头寸转入期货操作，进而带来基差在上涨行情中往往因期货弹性大而被明显压缩，在下跌行情中基差因现券相对抗跌而重新有所扩大的特点。当前市场的这一特点也将为空头套保的投资者在市场下跌环境中提供更为顺畅的基差波动保护。

图表26：主力合约历史 CTD 基差¹



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表27：10年期国债期货空头套保成本跟踪（2021年11月26日跟踪数据）

	基差 (CTD)	最新跨期价差	最近三次移仓期跨期价差均值	总成本	成本率	5D 变动
T2112	-0.0091	0.1850	0.3597	1.2549	1.25%	-0.19%
T2203	0.1240	0.2150	0.3597	1.0584	1.06%	-0.05%
T2206	0.3366		0.3597	1.0560	1.06%	-0.09%

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表28：5年期国债期货空头套保成本跟踪（2021年11月26日跟踪数据）

	基差 (CTD)	最新跨期价差	最近三次移仓期跨期价差均值	总成本	成本率	5D 变动
TF2112	0.0011	0.0700	0.3025	0.9785	0.98%	-0.17%
TF2203	0.2343	0.1800	0.3025	1.0192	1.02%	-0.08%
TF2206	0.4383		0.3025	1.0432	1.04%	0.13%

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表29：2年期国债期货空头套保成本跟踪²（2021年11月26日跟踪数据）

	基差 (CTD)	最新跨期价差	最近三次移仓期跨期价差均值	总成本	成本率	5D 变动
TS2112	-0.0035	-0.0450	0.2307	0.6437	0.64%	-0.16%
TS2203	0.0010	0.0900	0.2307	0.5524	0.55%	-0.07%
TS2206	0.2476		0.2307	0.7090	0.71%	-0.07%

资料来源：Wind 中信期货研究部

2. 关注 IRR 保护下的基差做阔机会

如前文所述，当前市场环境下各主力合约基差仍处于相对偏低的位置，尤其是 T2203 和 TS2203 合约，做阔基差具备一定的安全垫保护。从 IRR 水平来看，各合约 CTD 的 IRR 水平接近存单利率，策略的性价比正逐步体现。

基差的偏低更多还是由于情绪驱动下的期货偏强所导致，和现券相比，期货

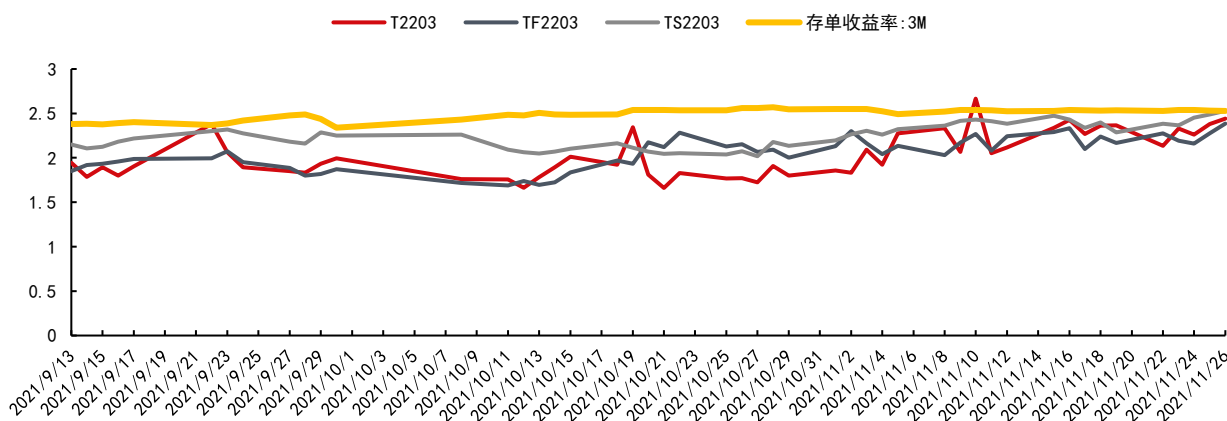
¹ 历史分位数计算方法：计算当日所在时间点距离当前主力合约最后交易日的交易日天数；并以该日为原点，取近 6 个合约该时间节点前后各 10 个交易日，共计 126 个交易日的基差数据为总样本计算分位数。

² 注：2 年期合约面值为 200 万，1 手合约的成本需要在上述成本的基础上乘以 2 计算。

对情绪反应更加敏感，因此在整体上多头情绪占主导的市场环境下期货可能存在超涨。可以发现近期基差与净基差走势的一致性不断提高，净基差不包含持有收益，受市场情绪的影响更为明显，因此这也说明近期的基差波动受市场情绪大的影响明显。因此，如果后期市场出现一定的情绪扰动带来期货重新弱于市场，即基差扩大的话，可参与 IRR 策略并关注提前平仓机会，甚至不排除由于情绪偏弱+收益率上行后带来的 CTD 切换进一步推升基差的机会。

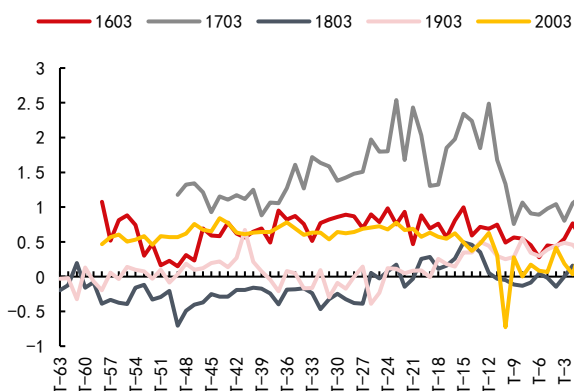
与此同时，我们此前在《03 合约基差季节性走扩是巧合么？》中指出，历史上 03 合约基差出现季节性走扩主要是源于季节性资金由紧转松，以及配置力量使得现券表现较期货更为坚挺，基于这一特征，基差走阔策略仍然可以关注。

图表30：IRR 与存单收益率性价比逐步靠近



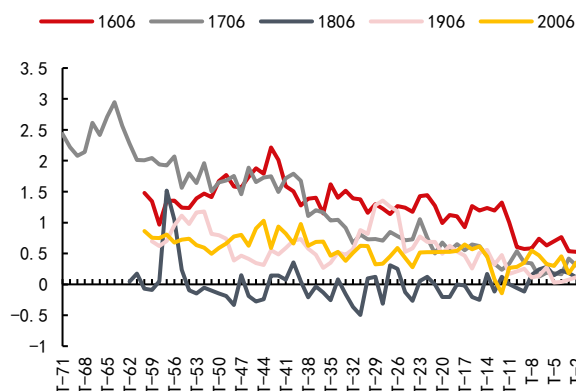
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表31：10 年期国债期货 03 合约基差变化情况³



资料来源：Wind 中信期货研究部

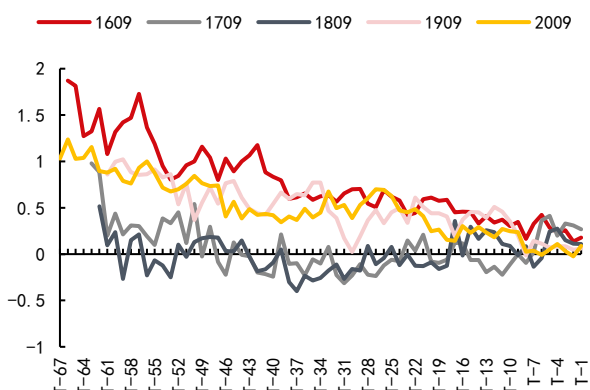
图表32：10 年期国债期货 06 合约基差变化情况



资料来源：Wind 中信期货研究部

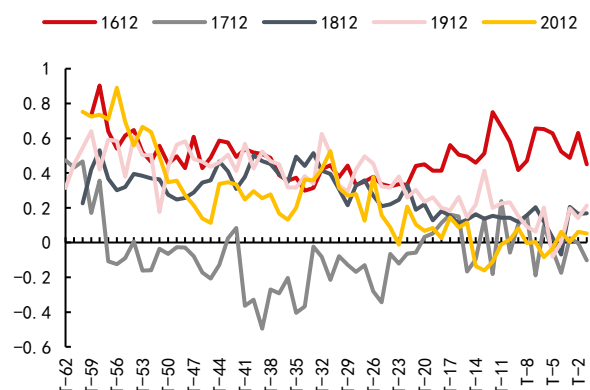
³ T 表示主力合约切换时间，T-1 是主力合约切换前一天。

图表33：10年期国债期货09合约基差变化情况



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表34：10年期国债期货12合约基差变化情况



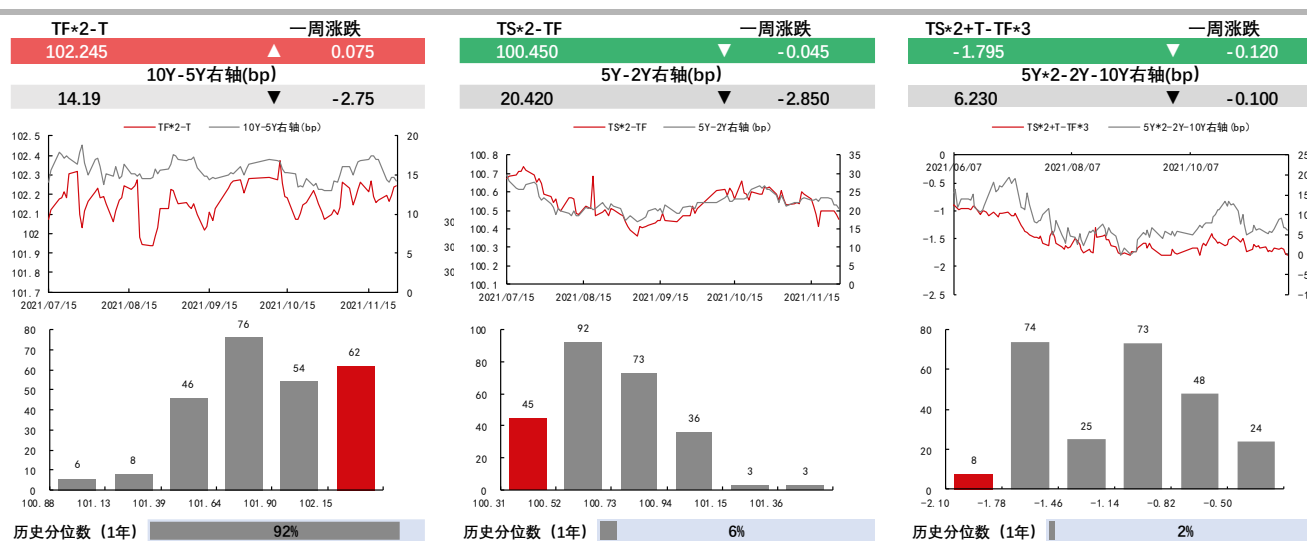
资料来源：Wind 中信期货研究部

3. 继续关注曲线结构回归的机会

由于当前曲线凹陷结构仅次于去年疫情期间货币政策全面宽松的特殊时期。从跨品种价差与期限利差的分位数来看，国债期货上曲线结构变凹的特征更加明显。10Y-5Y 和 5Y-2Y 期限利差对应的跨品种价差在近一年分位数上分别达到了92%以上和6%以下，而根据2Y、5Y和10Y构建的蝶式价差组合（TS*2+T-TF*3）目前也处于历史的2%分位数以下。

同时，考虑到央行当前对于货币政策的姿态并没有改变，在当前的货币政策思路下，曲线在当前的结构下，进一步变凹的空间可能非常有限。投资者借助于期货进行曲线结构修复，即做平10-5Y曲线，并做陡5-2Y曲线是可能的选择。

图表35：曲线过凹情况有望修复（截至2021年11月26日跟踪数据）



资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）风险因子

1. 疫情反复，经济超预期下行。明年疫情仍具有较大不确定性，形势仍然严峻。疫情的反复仍是经济的重要扰动项，可能影响经济的恢复，疫情对于消费和生产的冲击可能导致经济的超预期下行，造成利率的下行风险。

2. 美联储货币政策转向加速。当前美联储已开启缩债并进入货币政策收紧的阶段，但是收紧节奏仍有变数，通胀压力的上升可能导致美联储加快缩债步伐，甚至提前加息，情绪上的冲击可能导致利率的上行风险。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>