



# 过往不恋，未来不负

## ——国债期货 2021-2022 年度报告

金融研究院

宏观金融事业部

史珂

从业资格号：F3007722

投资咨询证号：Z0015049



## 目录

一、回首 2021.....	3
二、基本面.....	8
出口.....	8
基建.....	9
地产.....	10
消费.....	11
三、通胀.....	12
PPI.....	13
CPI.....	14
四、政策.....	16
五、展望 2022.....	18



## 一、回首 2021

2021 年，国债收益率表现为“前高后低”，对应国债期货“前低后高”的走势。10 年期国债收益率在春节后上升到高点 3.30% 附近，随后转而下行在 8 月初到达 2.8% 附近，创下年内低点。全年国债收益率整体呈窄幅震荡走势，波动幅度不超过 50BP。

图 1：10 年期国债收益率走势

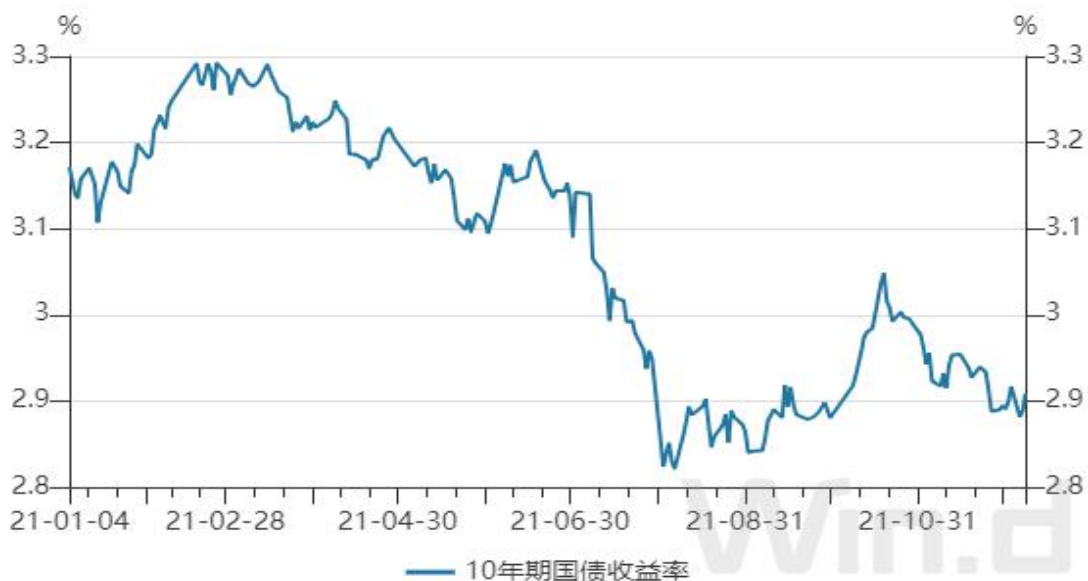


图 2：国债期货走势图



数据来源：Wind，弘业期货

2020 年 10 月底，拥有“AAA”主体评级的省属国企华晨违约后，同年 11 月同样为“AAA”信用等级的永煤发生实质性违约，引起了信用债市场巨震，



进而波及到整个债市。为缓解信用风险事件的冲击带来的流动性风险，央行在2020年11月30日超常规的进行MLF操作。12月15日，央行再次进行MLF投放，连续第5个月超额续作MLF，且9500亿投放成为MLF史上单日规模最大操作。在央行贴心的呵护下，信用债违约带来的波动缓和。

图3：MLF超常续作

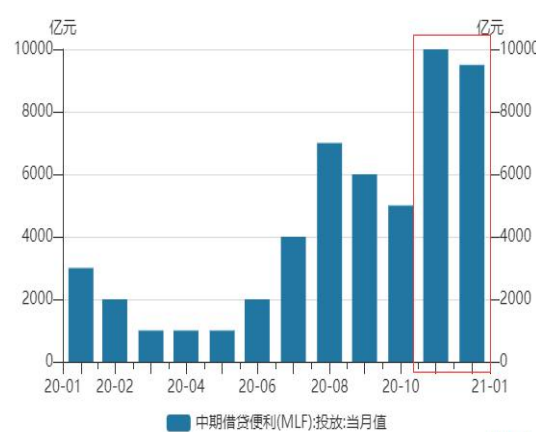
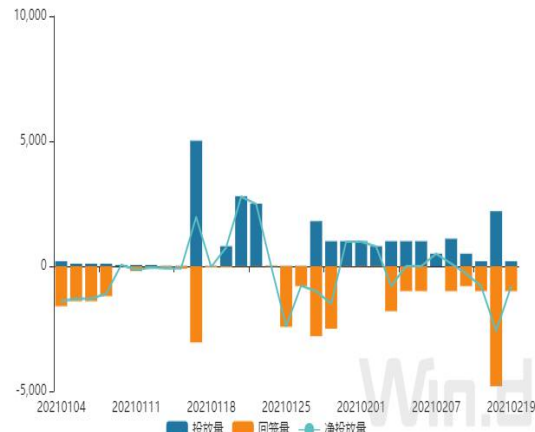


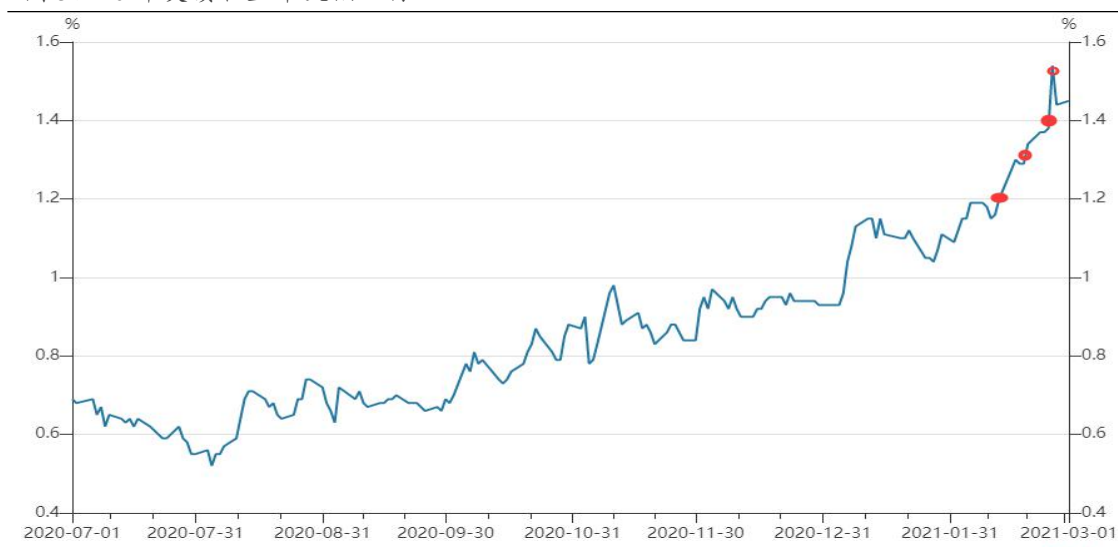
图4：年初公开市场操作（亿元）



数据来源：Wind，弘业期货

进入2021年，年初国债收益率呈现震荡走势。随着央行公开市场缩量操作、春节期间明显的流动性缺口叠加市场货币政策预期变化，1月下旬收益率开始上行，国债期货出现下跌。春节期间，海外市场并不平静，国际原油价格快速上涨，美国通胀预期持续升温，通胀交易引发长债收益率大幅上行。在全球通胀预期和风险偏好回升的情况下，国内债市情绪趋于悲观，收益率上行至年内最高点(3.3%附近)，国债期货连续调整。

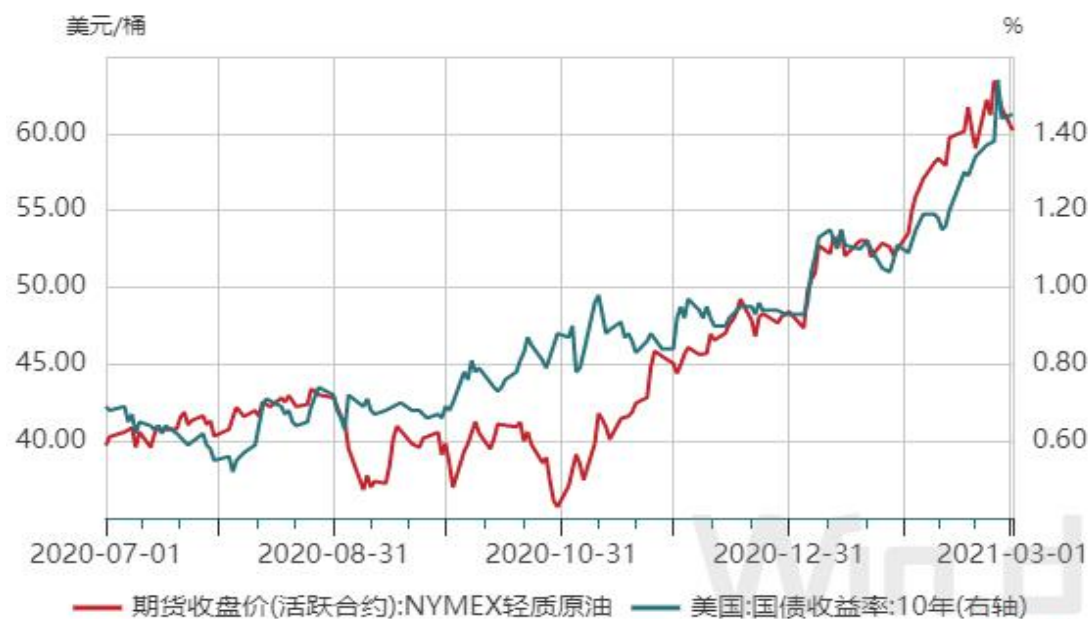
图5：10年美债收益率大幅上行



数据来源：Wind，弘业期货



图 6：油价和美债收益率走势

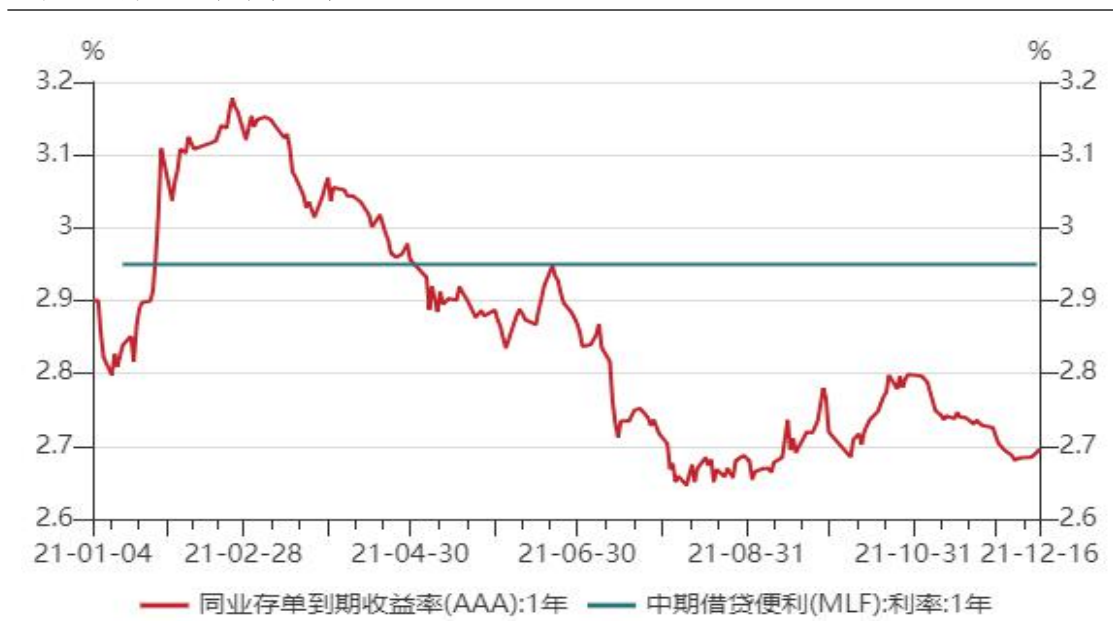


数据来源：Wind，弘业期货

进入 2 月下旬，在资金面宽松和市场对于通胀预期担忧降温的支撑下，收益率进入缓慢下行区间，国债期货震荡上涨。3 月以来，债券供给节奏低于预期，市场对经济基本面以及通胀数据的反应逐渐“钝化”。市场预期二季度地方债发行速度将加快，而且 4 月是传统的缴税大月，债市供给和税期会对资金面带来波动，市场达成一致谨慎预期。事实上，由于专项债审批趋严，债券发行节奏偏慢，资金需求有所下降，流动性相对充裕。市场对资金面的预期差叠加流动性的驱动，收益率持续下行。4 月下旬，1 年存单利率跌至 MLF 利率，税期走款后资金有所收敛，市场分歧开始加大，多头止盈压力显现。然而，市场对于下半年经济基本面增长动能走弱一致预期，叠加配置盘积极买入推动，债市情绪整体向好，收益率不断下探，国债期货震荡上涨。



图 7：4 月底 1 年存单利率跌至 MLF



数据来源：Wind，弘业期货

7 月 7 日，国常会提及“降准”。7 月 9 日，央行宣布于 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）。本次降准从国常会提及到全面降准落地时间短。意外的降准出现，进一步推动收益率快速持续下行。7 月份的超预期降准后，市场确认对经济下行压力的判断，普遍认为一次降准力度还不够，对宽货币预期进一步提高，国债期货迎来了全年亮眼的一波爆发。7 月底政治局会议释放较为积极的财政信号，宽信用预期有所升温。8 月以来，宽信用与宽货币预期进入激烈博弈阶段，债市呈现震荡格局。随着地方债发行加速，通胀预期继续升温。

10 月，降准预期落空后央行释放的信号偏鹰，货币政策宽松预期落空逐步确认强化，叠加宽信用预期，10 月债市大幅调整，10 年期国债收益率明显上行，月内一度突破 3.0% 关键点位，最高到达 3.04%，大致回到上一次降准前的水平。但是急跌之后也是有了反弹。尽管降准预期落空，但是央行一直积极的通过公开市场操作应对流动性的缺口。随着监管方面控价措施陆续出台，在发改委等多部门的调节下，大宗商品价格从高位回落，市场担忧情绪有所缓解。





图 8：10 月公开市场操作加码

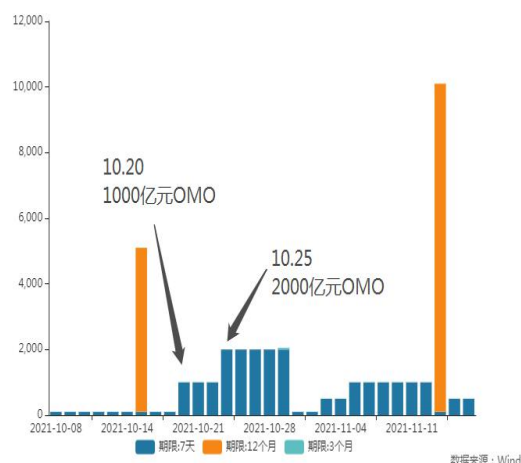
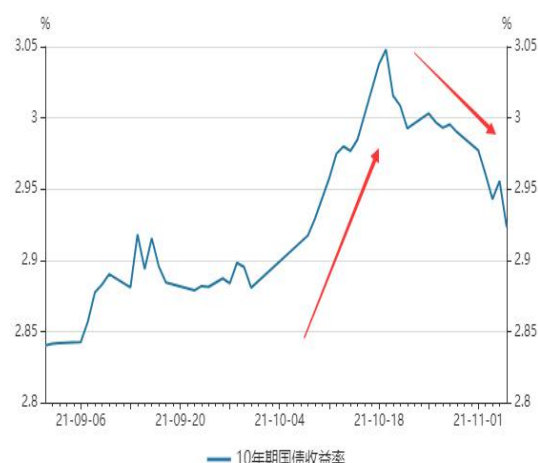


图 9：收益率触顶回落



数据来源：Wind，弘业期货

11 月，在政策持续施压下，大宗商品不断下跌，市场对于通胀的预期有所降温。房地产风险扩张的担忧，国内多地散点疫情发生，使得市场对经济悲观预期加重。而国内央行罕见的月初放量，海外市场加息预期缓和，11 月首周收益率出现一小波明显下行，国债期货快速走强。短期的强势未能得到延续，国债期货未能对阻力位形成有效突破。随着房地产相关政策放松报道频传，央行推出碳减排支持工具、专项再贷款，市场对“宽信用”的担忧有所升温，国债期货重回震荡。尽管 12 月央行再次全面降准超市场预期，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点以及上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，但是期债依然未改震荡格局。

图 10：11 月逆回购罕见月初放量

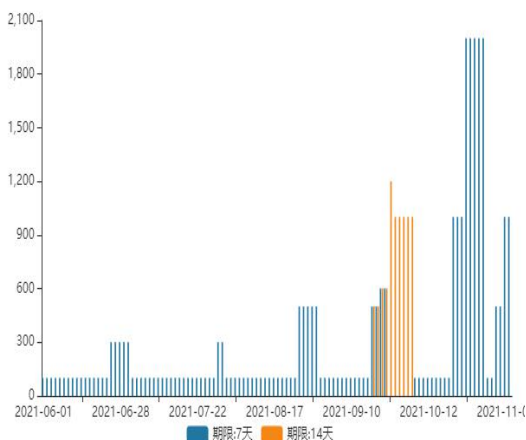
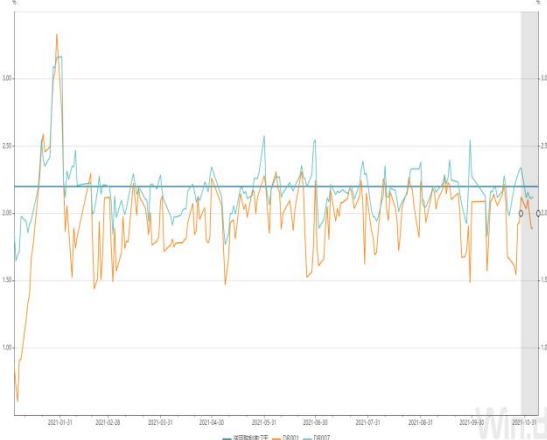


图 11：资金利率大幅下行



数据来源：Wind，弘业期货



## 二、基本面

### 出口

疫情在 2021 年仍然是绕不开的问题，是影响 2021 年宏观经济的主线。2020 年全球疫情蔓延，我国率先控住疫情。由于环境背景的不同，欧美国家与我国在应对疫情的政策上有所不同，前者侧重于“补居民”，即直接给居民提供现金补贴，而我国侧重于“补企业”。我国在短时期内控制住了疫情，在政策的支持下，信贷投资扩大，工业产能修复，供给能力平稳。海外一些疫情严重的国家对于防疫物资、医疗设备等需求激增，同时海外财政刺激居民消费能力，疫情影响下生产恢复有限，海外市场需求拉动我国出口增速，2020 年出口的表现完全超出了市场预期。2021 年疫情在全球不断的反复散点爆发，不断对经济基本面形成扰动。海外产能修复迟缓，刺激政策退出较慢，财政补贴提振消费需求，海外需求处在高位，我国出口热度持续，强韧的出口继续拉动国内经济增长。随着财政刺激的退出，对于居民部门的直接补贴基本结束，叠加美国缩减购债以及 2022 年加息预期趋于明朗，海外居民消费需求可能加速放缓，同时全球供应链逐步修复，2022 年我国出口增速趋于回落，但回落的节奏仍需进一步观察，大概率呈现先高后低。

图 12：全球新冠疫情情况

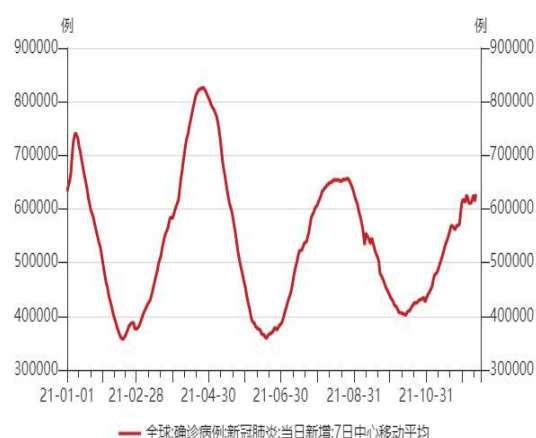
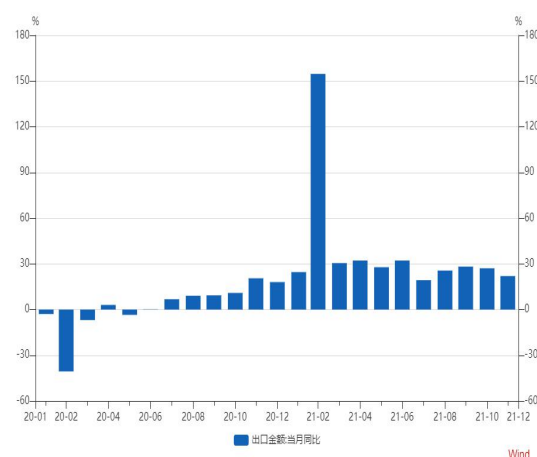


图 13：出口热度持续



数据来源：Wind，弘业期货

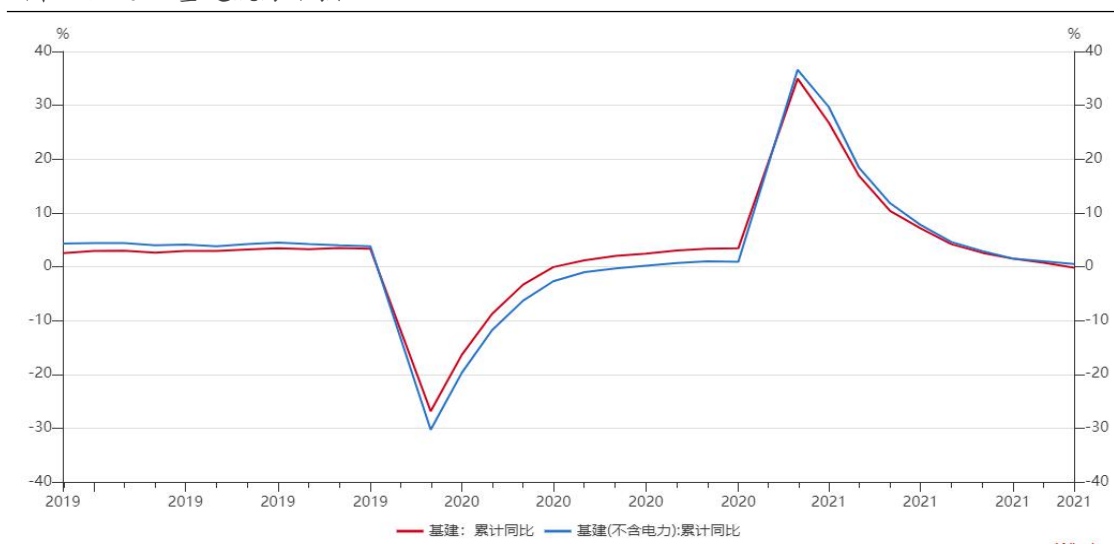




## 基建

相比较诉求偏强的防风险，2021 年稳增长的诉求偏弱，专项债发行后置，基建低位盘旋。由于疫情的反复、气候因素的影响，7、8 月基建投资增速转负。7 月 30 日的政治局会议以来，稳增长诉求有所提升。“730”政治局会议提到“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底至明年初形成实物工作量”。2021 年地方债发行和使用的进度较慢，为 2022 年发力推进稳增长储存不少动力。而且在“碳中和”“碳达峰”目标下，绿色能源类基建投资也将有快速提升。基建投资作为稳增长的“常用工具”，在出口支撑减弱，地产存在压力，消费难扛主线的情况下，基建发力的必要性增强，预期基建在 2022 年依然有望成为跨周期调节的重点之一。从 2021 年初以来，不论是针对地方政府债务风险的表态，还是 15 号文都对地方政府隐性债务的城投平台新增贷款有所限制，而且城投平台的融资环境确实有所收紧，地方隐性债务监管的政策定力不容忽视。

图 14：2021 基建发力不强



数据来源：Wind，弘业期货

## 地产

从 2016 年底“房住不炒”被提出以来，陆续出现在 2018 年、2020 年和 2021 年三年的全国政府工作报告中，政策对于房地产调控定力较强，房地产投资增速却保持强大韧性成为稳增长的压舱石之一。不过在“三条红线”政策调控和“房住不炒”基调下，地产无法持续乐观。随着涉房贷款集中管理和房产税立法的推



进，2021 年下半年房地产市场在政策调控下，个别房企信用风险暴露引发连锁反应，资本市场对民营地产担忧情绪上升，开发商投资意愿不高，购房者的购房意愿下降，地产销售大幅下滑，房企资金压力加剧。由于行业信用风险的暴露和恶化，房地产监管政策出现一些积极信号。9 月召开房地产金融工作座谈会，要求保持房地产信贷平稳有序投放。11 月的房企代表座谈会上，央行要求矫正偏紧的房地产信贷环境，对执行过紧进行微调。12 月，央行在回应恒大问题时表示，近期境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常。监管部门多次发声引导保障房企和个人购房者的合理信贷需求，毕竟满足房地产的合理融资需求也是稳增长的重要一部分。房地产政策基调并没有转向，边际放松更多是以防风险为目标的保护。若短期房产税出台将继续抑制投资和投机需求，制约地产销量回升，从而在一定程度上拖累经济增速。尽管房地产仍是当前宏观经济的不确定因素，但对房地产不宜过度悲观，不可低估政策稳增长和托底经济的决心。

图 15：2021 地产表现疲弱



数据来源：Wind，弘业期货

## 消费

自疫情发生以来，国内消费受到较大的冲击。从 2020 年春节“居家抗疫”到 2021 年初春节疫情防控倡导“就地过节”，消费的节日效应都未能表现的如同往年，2021 年虽然全国疫情得到控制，但是国内经历了几轮散点疫情反复，不断扰动消费的修复，特别是在暑期的疫情扩散影响，对假期旅游出行造成很大



影响。除了对居民活动产生影响外，疫情也使得居民更多的愿意储蓄。尽管在保就业等政策支持下，居民就业总体持续向好，但居民预防性储蓄情绪有所升温，消费支出意愿较低。由于汽车供给收缩，相关消费需求也受到约束。随着东南亚地区制造业修复，2022 年芯片短缺对供应链的约束将逐步消退，汽车消费增速将提升。随着全球疫情的好转，疫情管控放松后，消费环境改善，国内市场活力提升，可支配收入增速上涨，家庭消费意愿也将有所上升，整体来看，2022 年消费增速有望迎来反弹。

图 16：散点疫情反复

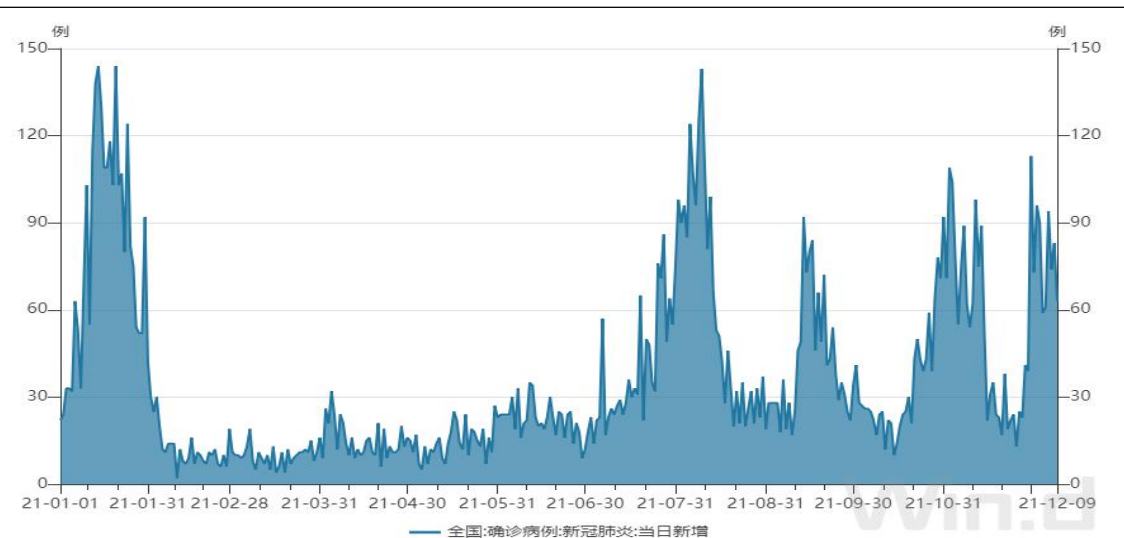
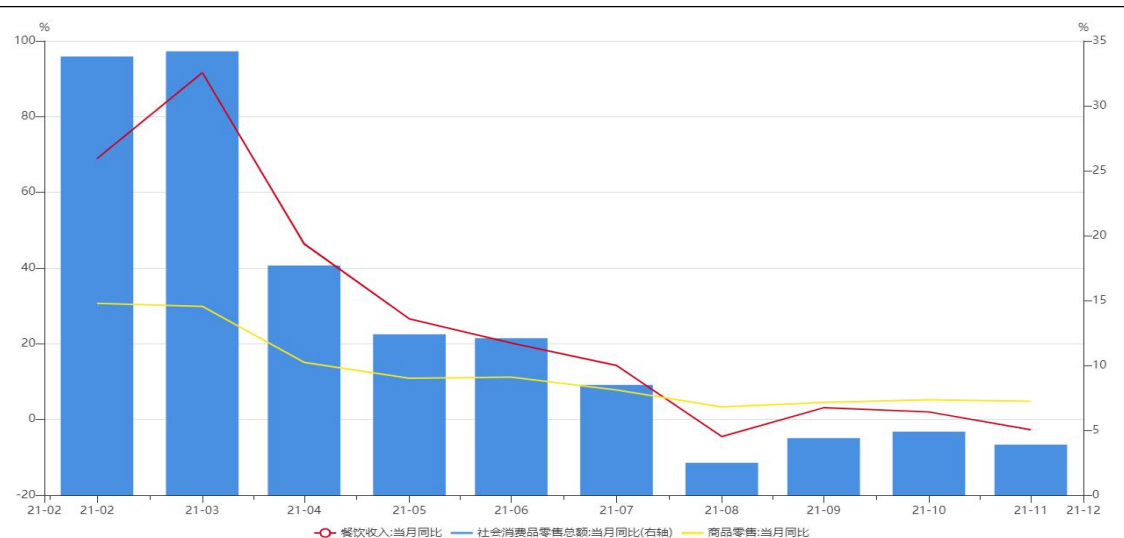


图 17：疫情对餐饮类消费影响



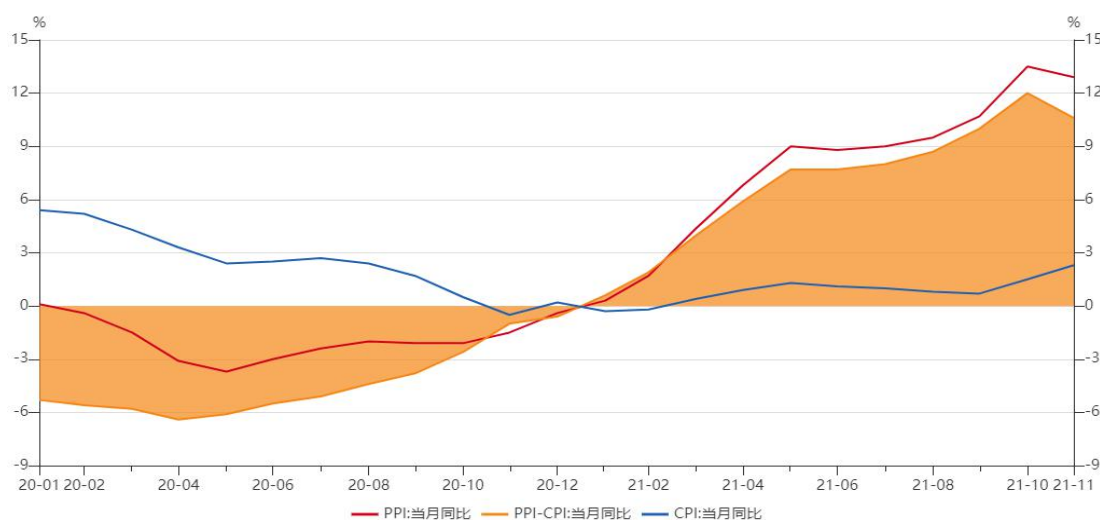
数据来源：Wind，弘业期货



### 三、通胀

2021 年结构性通胀分化再现，PPI-CPI 剪刀差创历史新高。由于疫情期间，欧美各国央行通过宽松政策释放流动性，导致全球流动性处在较高的水平，市场需求端修复速度较快，供给端修复速度相对较慢。而我国疫情控制有力，快速恢复生产，海外消费需求修复后依赖我国制造供给，我国对上游大宗商品需求大幅上升。但是国内产能有限，大宗商品供不应求，推动大宗商品价格上涨。同时，由于“缺煤缺电”、“能耗双控”、“限产限电”和安全环保等因素的制约，三季度国内大宗商品供需缺口进一步扩大，PPI 大幅快速走高，而国内下游消费表现不佳，PPI 向 CPI 传导不畅，CPI 总体偏弱。

图 18: PPI 与 CPI 剪刀差



数据来源：Wind，弘业期货

### PPI

2021 年 PPI 上行可以分为两个阶段。第一阶段，自疫情爆发以来，全球复苏不均衡导致周期错位，供给端受疫情冲击的影响持续，而需求端率先复苏，供不应求格局形成，同时为应对疫情带来的冲击，全球主要经济体启动相关政策，在海外宽松货币和财政刺激之下，通胀明显升温。国内春节期间，海外市场出现“通胀交易”行情，油价和金属价格快速上涨。我国作为石油消费和进口大国，原材料进口价格上涨导致输入性通胀。第二阶段，由于全球“碳中和”及相关减



排政策影响，和国内“能耗双控”政策的严格执行，出现全球电荒，电价高涨。高能耗行业受到约束，国内工业品价格超预期上涨，推动 PPI 不断创出历史新高。

图 19：动力煤一波快速上行

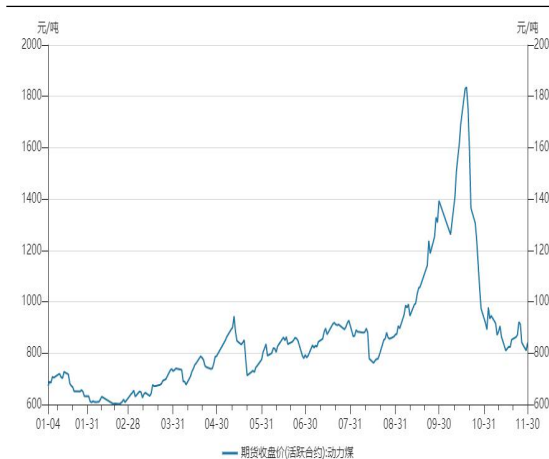
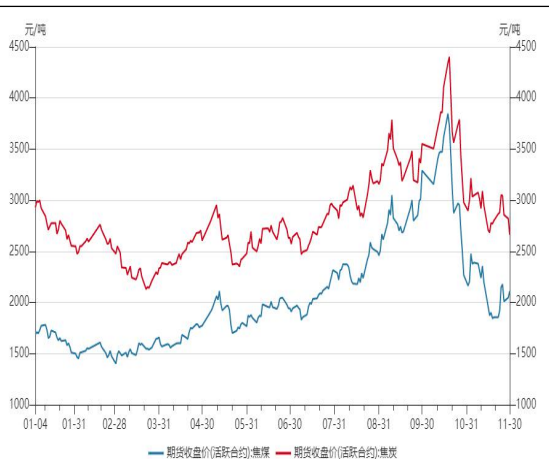


图 20：焦煤焦炭不断冲高



数据来源：Wind，弘业期货

关于“碳中和”目标，我国于 2020 年 9 月在联合国大会上首次表示“将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，争取在 2060 年前实现碳中和”。之后在 12 月召开的中央经济工作会议，以及 2021 年两会期间发布的政府工作报告和十四五规划纲要中，都再次明确了要实现碳达峰碳中和“30·60”目标。

2022 年，随着海外主要经济体退出 QE 甚至开启加息模式，海外流动性泛滥将得到收缩，海外需求下降将减缓需求端压力。同时全球产能进一步修复，叠加海外库存的释放，大宗商品供需缺口将逐步修复。目前国内保供稳价政策陆续落地，能源和原材料价格上涨趋势得到抑制，高耗能工业品价格普遍回落。虽然监管对于部分高耗能行业约束仍在，但是在国内双控政策边际放松，稳价保供措施效用显效的情况下，供给压力逐步缓解，国内供需趋向均衡。目前美联储 Taper 已落地，或加速缩减购债，提前进入加息通道，推动美元指数走强，从而抑制油价的上涨。预计 2022 年 PPI 将逐步回落。





## CPI

2021 年 CPI 维持低位运行。首先，占比权重较高的猪肉价格持续下跌，在食品价格项目中形成拖累。其次，受疫情零星反复的影响，服务消费情况偏弱。尽管上游大宗商品价格上涨显著，PPI 不断创历史新高，但是 PPI 月与 CPI 传导效应不顺，下游非食品 CPI 修复上涨有限。

图 21：猪价大涨推动 CPI “破 5”

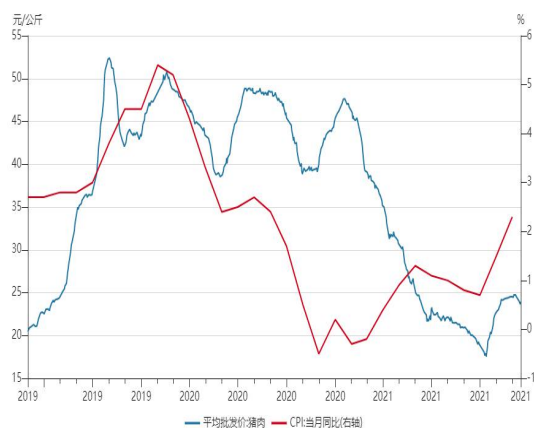


图 22：猪肉存栏与猪肉价格变化



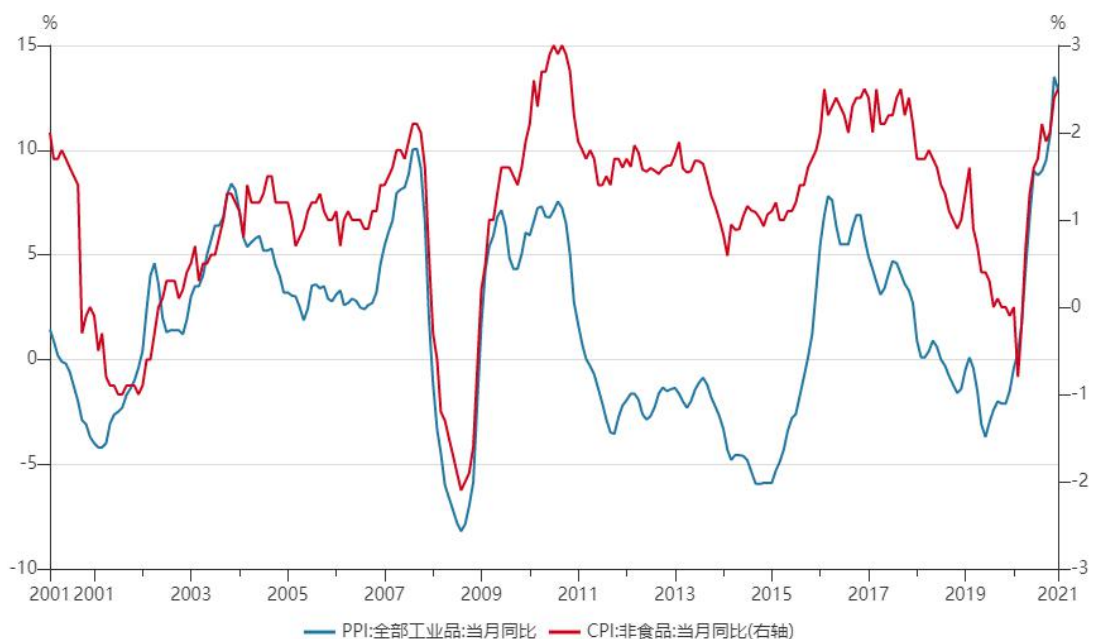
数据来源：Wind，弘业期货

依然记得 2019 年 10 月，高频数据显示的猪肉价格环比涨幅大超预期，市场上关于 CPI “破 4”，甚至“破 5”的声音不绝于耳。而那一轮的猪价暴涨远非历史可比，上涨的幅度远远超过历次猪价高点，猪肉价格显现出“疯涨”。不论是 2019 年还是 2020 年猪肉价格大幅波动对 CPI 的影响都是“一枝独秀”。2020 年初，CPI 在超强猪周期的推动下“破 5”，创近 8 年来的新高。随着猪肉供需的改善，猪肉上涨压力开始好转。到了 2021 年，由于猪肉供给充足，饲料成本增长，养猪户缩小规模，加大生猪出栏量，生猪和猪肉价格快速下跌。为了缓解猪肉价格大幅下行趋势，国家制定出台一系列猪肉储备、价格调节政策。在收储政策和消费旺季的影响下，近期猪肉价格已经开始转而上行。从能繁母猪和生猪存栏同比来看，同比增速已在 2021 年初触顶回落。随着本轮猪周期落幕，新一轮猪周期到来也将不远。





图 23: PPI 与非食品 CP 同比



数据来源：Wind，弘业期货

伴随着疫情影响的进一步弱化，消费将逐步恢复，CPI 中枢将有所上行。当下正处于猪肉消费旺季，叠加政策收储托底以及，猪肉价格将有所反弹，减缓对食品项 CPI 拖累。而且行业逆周期调控政策的去产能会使得生猪供给减少，助力猪肉价格企稳回升。如若新一轮的猪周期启动，猪肉价格将重拾涨势，叠加猪肉上涨预期，养殖户压栏，猪肉价格或加速上涨，进一步推动食品项 CPI 上行。不过，在政策的维护和指引下，生猪产能将保持稳定，猪价波动对 CPI 的影响或可控。鲜果、鲜菜价格受极端天气的影响较大，会对供给方面产生影响，带动价格较大波动，不过果菜类季节性规律明显，冲击也呈现短期性。随着传导阻力减小，PPI 将向下游非食品 CPI 进行传导。目前非食品 CPI 环比已超历史同期平均水平，上游高企的价格正在逐步向下游传导。预计 2022 年 CPI 将温和回升，整体可控。PPI 与 CPI 剪刀差也将显著收窄。

## 四、政策

12 月政治局会议可以说是中央经济工作会议的前奏，其重要性不言而喻。12 月政治局会议首先对今年经济发展表示肯定，在党和国家历史上具有里程碑



意义的一年里，实现“十四五”良好开局，保持经济发展全球领先地位。会议要求，坚持稳中求进工作总基调，加快构建新发展格局，坚持创新驱动发展，坚持以供给侧结构性改革为主线。2018 年 7 月政治局会议首次提出“六稳”，2020 年 4 月政治局会议再提“六保”，随着经济进入复苏，“六稳”和“六保”就未在出现于各大会议。本次政治局会议重提“六稳六保”工作，彰显稳增长发展决心。会议提出，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开，更是明确稳增长的必要性。

政治局会议强调，明年经济工作要稳字当头、稳中求进；在政策基调中明确宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。

政治局会议提及，要实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力；微观政策要激发市场主体活力；要强化知识产权保护；结构政策要着力畅通国民经济循环，提升制造业核心竞争力，增强供应链韧性。

今年以来，不论是 4 月政治局会议，还是 7 月政治局会议都提及房子是用来住的而不是用来炒的定位。730 政治局会议上更是强调稳地价、稳房价、稳预期、促进房地产市场平稳健康发展，加快发展租赁住房，落实用地、税收。12 月会议却未提“房住不炒”，不过会议明确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。

2021 年中央经济工作会议比以往都召开的早些。会议指出，世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定，而我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，不过我国经济韧性强，长期向好的基本面不会改变。

与 12 月政治局会议相同，中央经济工作会议会议要求，明年经济工作要稳字当头、稳中求进。同时中央经济工作会议进一步要求，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。中央经济工作会议对于 2022 年经济政策总基调明确，持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。并延续 12 月



政治局会议精神，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定。

会议强调，财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；要保证财政支出强度，加快支出进度；实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资；坚决遏制新增地方政府隐性债务。货币政策方面要灵活适度，保持流动性合理充裕；引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。同时会议指出，财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。本次会议再提“房住不炒”，并提出坚持租购并举，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。会议还提及实现共同富裕目标。在防范化解重大风险方面提出，要有充足资源，研究制定化解风险的政策，要广泛配合，完善金融风险处置机制。此外，会议明确，实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。

## 五、展望 2022

2021 年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，是“十四五”开局之年。沉着应对百年变局和世纪疫情，在国内大循环为主题，国内国际双循环新格局下，实现了“十四五”良好开局。2022 将召开党的二十大，这是党和国家政治生活中的一件大事，要保持平稳健康的经济环境、国泰民安的社会环境、风清气正的政治环境，迎接党的二十大胜利召开。

2022 年经济稳增长诉求明确，跨周期和逆周期宏观调控政策将有机结合。从主要经济指标来看，2022 年出口将趋于回落，地产也将延续疲弱。不过消费在新的一年里将温和修复，同时基建的发力可期，将对经济形成托底。此外，PPI 的高点已过，将逐步回落。而 CPI 将温和回升，整体可控。PPI 与 CPI 剪刀差也将显著收窄。2022 年“宽财政+宽信用+稳货币”组合来临。政策发力将适当靠前，财政投资力度加大，财政支出进度加快，地方债发行节奏提前。前置的财政政策将进一步推动宽信用的步伐。同时货币政策也将保持稳定，为信贷提供支持。



2022 年海外主要经济体退出 QE 甚至进入加息通道,但是我国货币政策将以内部均衡为主。目前,美联储已经确认将从 2022 年 1 月加速 Taper。同时,美联储释放了加快加息的信号。在最新的美联储政策声明中也删除了“通胀是暂时的”的表述。从美国货币政策预期转向开始,美元指数就已经走强,在强势美元周期下,我国资本面临流出的压力,不过我国经济韧性强,基本面长期向好,通过增强汇率弹性,资本外流压力可控,我国货币政策考量将“以我为主”。

尽管拜登支持多边自由贸易,对外重回全球化立场,但是对华压制的目标并不会有所改变。2021 年中美对话沟通有所加强,中美元首举行视频会晤。不过国际关系发展对市场的扰动依旧,在新的一年里需要继续关注。在全球环境复杂严峻,存在诸多不稳定性和不确定性的背景下,债券市场的扰动因素也变得更加复杂。展望 2022 年,国债期货全年以震荡为主,10 年国债收益率预计将在 2.8%-3.4% 区间。2021 年即将过去,过往无需过度纠结,但需回顾与反思,总结历史经验,以积极的心态应对才能不负未来。



### 免责声明/Declaration

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

Copyright 2008 Holly Futures Co. Corp.

Holly Daily Information is made available as a complimentary service by Holly Futures Co. No further redistribution is permitted without written permission from Holly Futures Co. Holly Daily Information is intended to provide factual information, but its accuracy cannot be guaranteed. The views expressed in any article are solely those of the respective individuals cited.