

## 国债：拐点已至

研究员：朱金涛

### 年报摘要：

#### ● 2022 年行情回顾

在宽货币先行，稳增长政策推动宽信用预期发酵，经济金融数据印证经济回暖不及预期的反复中，2022 年国债期货呈现区间波动特征。

#### ● 2023 年市场分析逻辑

中央经济工作会议强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，稳增长被置于更突出的位置。在疫情防控政策优化以及地产放松，稳增长诉求强烈情况下，2023 年国内经济修复较为确定。

2023 年稳健的货币政策要“精准有力”，货币政策暂不具备转向基础。财政政策“加力提效”，预计 2023 年财政赤字率相比今年有所提升。

考虑到央行上缴利润结束，以及稳增长政策持续发力下信贷再次塌方的可能性较低，资金利率向政策利率回归较为确定。2023 年宽信用的实现有比较坚实的政策基础，促使“稳信用”阶段向“宽信用”阶段过渡。

经济复苏叠加资金面边际收敛，预计 2023 年债券收益率重心上移，国债期货策略方面推荐反套策略以及做平收益率曲线。

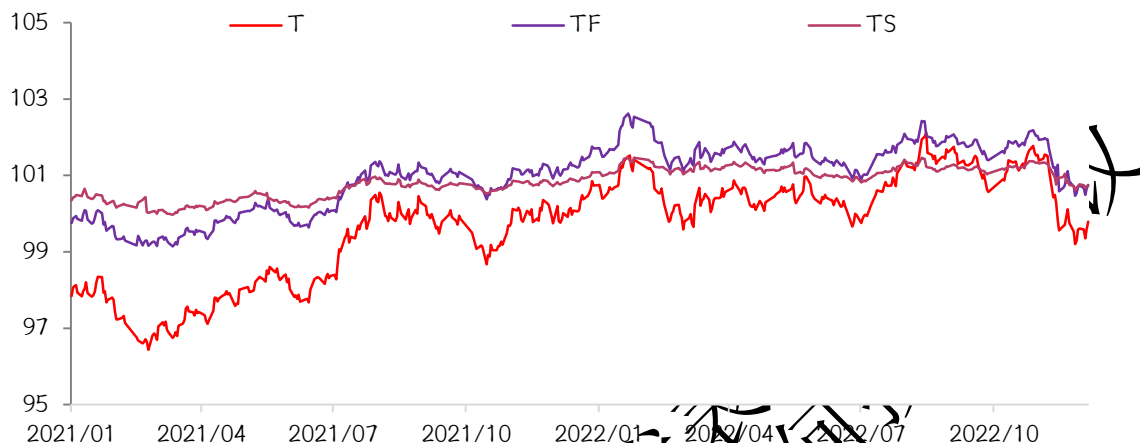


地产政策超预期、宽信用快速生效导致货币政策转向

## 一、行情回顾：宽信用预期反复，国债期货区间震荡

### 1、2022 年国债期货区间震荡

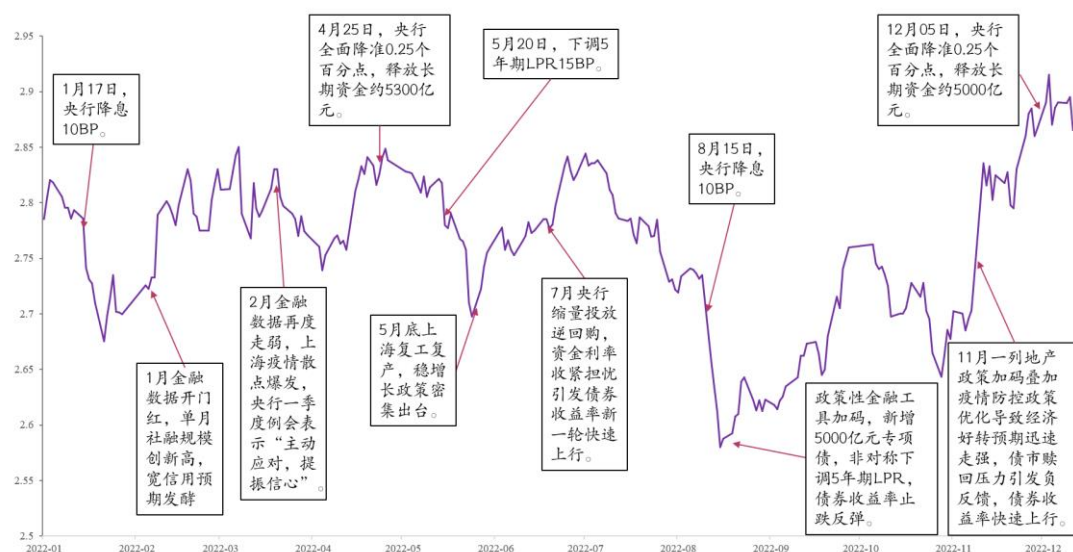
图表 1：2022 年国债期货重心上移（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资金面宽松以及经济修复偏缓是支撑 2022 年国债期货偏强运行的两大因素，全年国债期货呈现高位震荡走势，重心较 2021 年明显上移。其中 10 年期国债期货主力合约最高点 102.115 元，最低点 99.2 元，全年均价 100.68 元，较 2021 年上涨 1.91 元，涨幅 1.93%。

图表 2：10 年期国债收益率走势（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

从十年期国债收益率走势来看，2022 年整体呈现区间震荡走势，上半年窄幅震荡，下半年波动加剧。具体来看，2022 年债市走势可以分为 5 个阶段。

**第一阶段：1 月-6 月底。**上半年国债收益率处于窄幅震荡走势，10 年期国债收益率在 2.7%-2.85% 之间窄幅波动，上下有底。1 月份宽货币主导债市走势，央行下调 MLF 及逆回购利率 10 个 BP，十年期国债收益率从 2.82% 最低下行至 2.68%。2 月份随着 1 月金融数据开门红，新增社融创单月历史新高，同时地产政策边际放松，宽信用预期强化，国债收益率低位反弹。3 月份公布的 2 月金融数据再度走弱，叠加上海疫情闪点爆发，经济修复预期减弱，债券收益率再度下行。4 月央行全面降准但是 0.25 个百分点低于市场预期，同时市场降息预期落空，债券收益率止跌反弹。5 月份疫情对经济影响显现，4 月经济金融经济数据走弱，5 月 25 日国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，显示经济下行压力仍较大，十年期国债收益率再度回落至 2.7% 的震荡区间下沿。6 月份，随着上海复工复产，以及一系列稳增长措施的出台，宽信用预期带动债券收益率再度反弹。

**第二阶段：7 月-8 月中旬。**进入下半年，债市波动明显加大。7 月份以后债券收益率快速下行。首先 7 月初央行一改每天 100 亿元的常规逆回购投放惯例，缩量投放逆回购最低至每天 20 亿元，一度引发市场对于资金面收紧的担忧。但随后发现央行只是更加灵活的调整投放量，并再次强调“重价不重量”，资金面担忧缓解。8 月 10 日发布的二季度央行货币政策凸显对通胀的重视，但 8 月 15 日却下调政策利率 10 个 BP，超出市场预期。同时此阶段地产“保交楼”压力加大，7 月末政治局会议未提全年经济目标，宽信用预期减弱。因此，此阶段债券收益率迎来一波流畅行情，十年期国债收益率从 2.84% 下行至 2.58%，下行幅度 26BP，同时跌破上半年震荡区间下沿，创全年最低点。

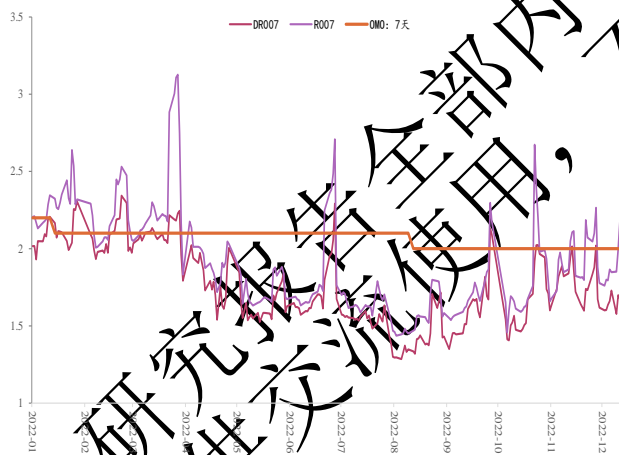
**第三阶段：8 月下旬-9 月底。**此阶段一系列稳增长政策出台，8 月下旬国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会。调增地方专项债 5000 亿元，新增 3000 亿元政策性开发性金融工具额度。8 月份金融数据总量和结构均改善，经济数据好于预期。同时各个地方关于地产政策的发动引发地产企稳预期。此阶段宽信用再度占据主导，国债收益率再度上行，十年期国债收益率探底回升，从 2.58% 上行 17BP 至 2.75%，重新回到 8 月 15 日降息前的水平。

第四阶段：10 月。10 月份疫情再度对经济产生扰动，10 月末票据利率下行印证实体融资需求再度走弱。同时虽然降准预期落空，但央行通过等额续作 MLF 以及月末大额投放逆回购维稳资金面。资金面宽松延续叠加经济修复再度放缓推动十年期国债收益率重新下行 12BP 至 2.64%。

第五阶段：11 月-年底。国债收益率快速上行并突破前期震荡区间上沿。债券行情的快速反转主要是资金面和市场对未来经济预期的转变。资金层面，进入到 11 月以后资金利率并未如期回落，央行操作相对谨慎。经济层面，虽然 10 月份经济及金融数据显示经济修复依旧偏缓，但均在市场预期之内，并未对债券市场产生太大干扰。但防疫政策的优化以及房地产政策的加码导致市场对未来经济好转的预期快速强化。两方面因素叠加导致债券市场快速调整。随后带来理财产品跌破净值，赎回压力加大，进而对行情再次形成负反馈。能够看到十年期国债收益率由 2.66 快速上行至 2.92%。进入到 12 月，11 月 PMI 继续探底，同时金融数据及经济数据再度超预期走弱，印证当前经济若现实格局，十年期国债收益率维持 2.9% 附近高位震荡。

## 2、宽货币稳信用支撑债市偏强运行

图表 3：资金利率走势（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 4：社融同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

整个 2022 年，为应对疫情冲击带来的经济下行压力，央行降准叠加上缴结转利润助力财政加快留抵退税，同时实体融资需求偏弱，共同导致银行间市场资金充裕，4-9 月份资金利率持续明显低于政策利率。整个全年来看，DR007 均值 1.76%，相比于 2.0%-2.1% 的 7 天期逆回购利率明显偏低。而实体融资需求整体保持平稳，企业融资开始好转，但是居民融资需求依旧偏弱，在政策推动下单月金融数据呈现剧烈波动，社融存量同比呈现横向波动。

在宽货币先行，稳增长政策推动宽信用预期发酵，经济金融数据印证经济回暖不及预期的反复中，债券市场呈现区间波动特征。

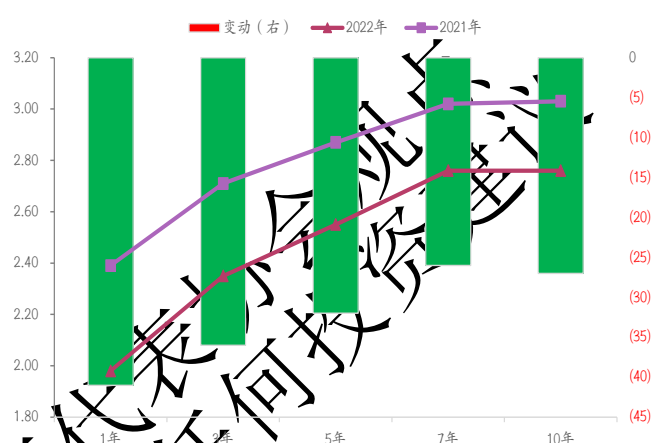
### 3、波动幅度收窄，债券短端好于长端

图表 5：十年期国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 6：各期限收益率年均值变动（单位：%、BP）

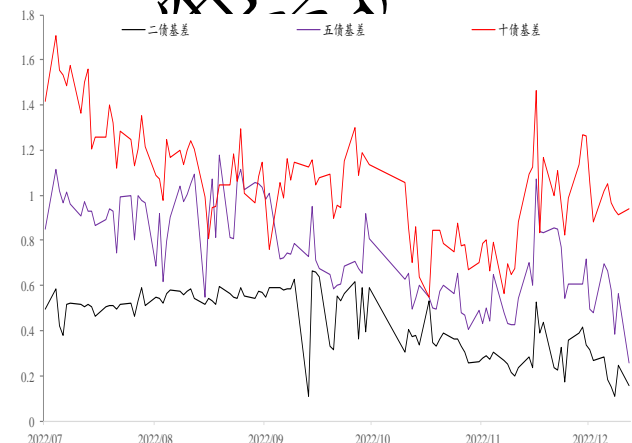


资料来源：Wind、光大期货研究所

央行结构性政策的发力导致宏观调控更加精准，导致 2022 年债券市场波动幅度明显收窄，10 年期国债收益率整体在 2.6%–2.9% 之间震荡，波动幅度仅仅在 30BP 左右。对比各个期限债券收益率均值，收益率重心下移幅度在 25BP–40BP 之间。由于宽货币贯穿全年，短端债券收益率下行幅度大于长端，收益率曲线陡峭化。

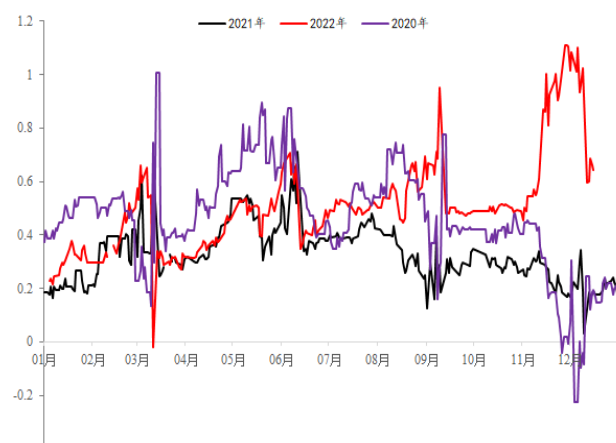
### 4、预期先行，国债期货跨期价差定价强预期

图表 7：国债期货 2203 合约基差（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 8：十年期国债期货跨期价差（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

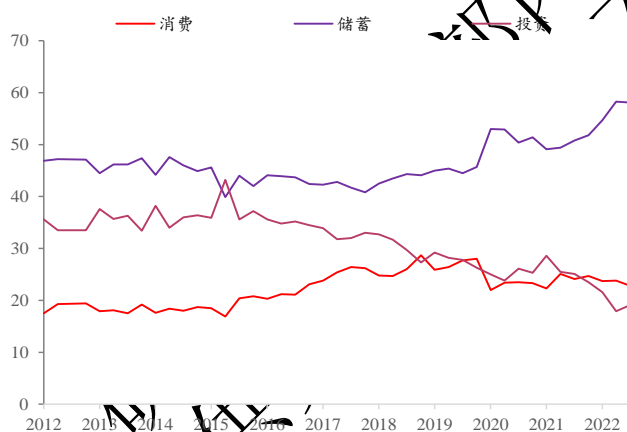
从国债期货的角度来看，11 月以来对明年经济的强预期反应的较为充分。一是 10 年期国债期货的基差明显偏高。由于长端债券更多计价对未来经济预期，10 年期国债期货基差在经历了 11 月中旬的剧烈波动之后，虽然说有所回落，但仍然明显偏高。二是各个合约的跨期价差同样偏高，11 月中旬以后跨期价差出现明显异常。T2212-T2203 价差从 11 月中旬之前的 0.5 元左右快速扩大至 1 元左右。从 12 月 12 日开始，随着 T2212 合约结束，跨期价差变为 T2303-T2306，能够看到跨期价差快速回落到 0.6 元左右。市场对今年 12 月和明年 3 月的债券价格预期存在明显的差异，背后反应的是对于明年经济好转的预期出现了快速反转，与年末债券收益率大幅上行的推动因素相呼应。

## 二、经济：防疫政策优化叠加地产加码，经济好转较为确定

### 1、2022 年中国经济面临三重压力

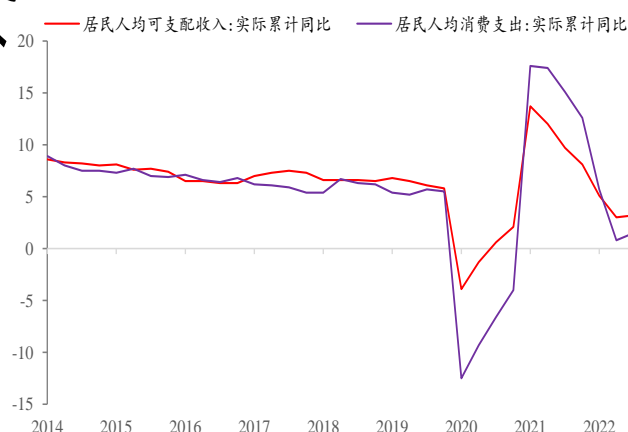
2022 年中国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，特别是需求收缩和预期转弱对经济影响较大。

图表 9：居民储蓄意愿增加（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 10：人均可支配收入及消费（单位：%）

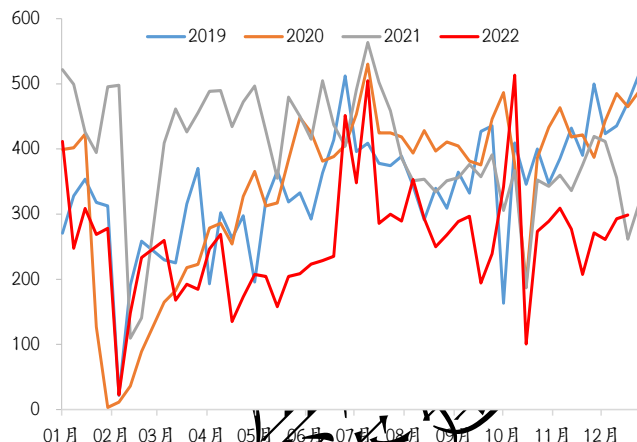
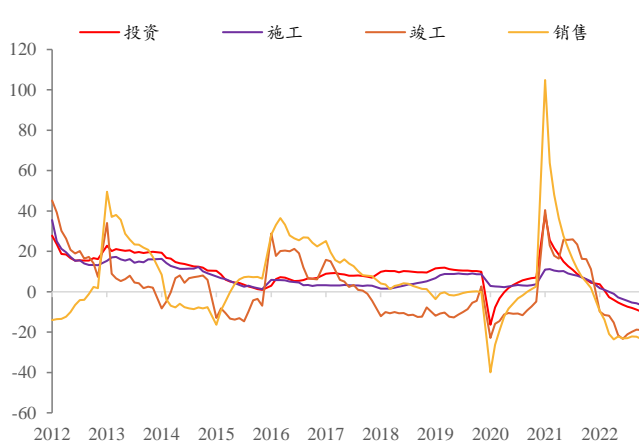


资料来源：Wind、光大期货研究所

2022 年国内疫情呈多点散发态势，对经济的影响明显加大。在面临不确定的情况下，居民储蓄意愿增加，央行调查问卷现实居民储蓄意愿占比明显提高，导致居民消费需求不足。数据显示居民可支配收入与支出累计同比均快速回落，但消费支出累计同比下滑幅度更大，反映出消费意愿的不足。

图表 11: 房地产分项累计增速 (单位: %)

图表 12: 30 城商品房销售面积 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind、光大期货研究所

资料来源: Wind、光大期货研究所

2022 年地产成为经济拖累的一大因素,政策端来看,2022 年房地产支持政策不断加大,各个地区因城施策力度不断加大,全国层面两次非对称下调 5 年期 LPR、下调公积金贷款利率、保交楼专项再贷款等一系列措施陆续推出,但地产销售截止 2022 年年底仍未出现明显好转。

## 2、扩大内需是 2023 年重点工作

随着变异毒株的侵略性越来越弱,疫情防控政策动态优化。2022 年 11 月 11 日,国务院联防联控机制综合组发布了进一步优化新冠肺炎疫情防控工作的“二十条措施”。其中很多调整优化引人关注,比如:将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类;不再判定密接的密接;一般不按行政区域开展全员核酸检测;取消入境航班熔断机制等。12 月 7 日,国务院联防联控机制综合组发布优化落实疫情防控“新十条”,各地区不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码,不再开展落地检。

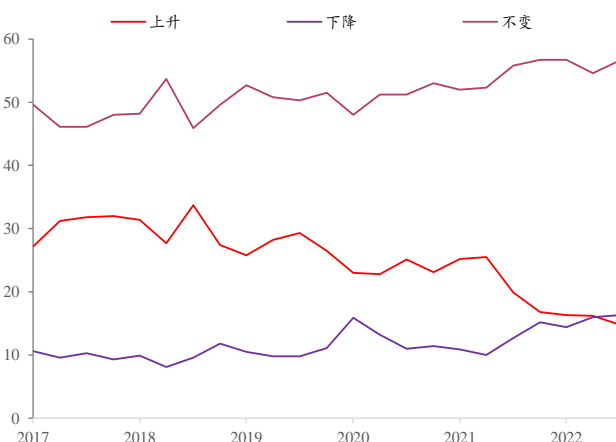
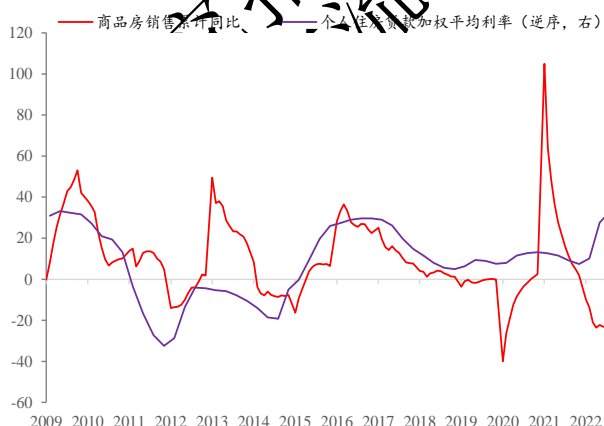
国内防疫政策得到优化能够有效推动 2023 年消费复苏,首先消费场景得到改善,线下以及跨区域消费不再受限,其次就业压力缓解情况下居民消费信心能够得到恢复。更重要的是,今年的中央经济工作会议将扩大内需放在优先位置,2023 年会有更多出消费的政策出台。

图表 13：11 月份以来地产新增支持政策

发布时间	政策内容
11月1日	交易商协会、房地产业协会联合中债信用增进投资股份有限公司，召集21家民营房企召开座谈会，介绍中债增进公司增信支持民营房企发债融资工作的相关进展。有参会企业表示，座谈会明确中债增进公司将继续加大对民营房企发债的支持力度，目前正在推进十余家房企的增信发债，涉及金额约200亿元。
11月8日	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
11月11日	央行和银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。包括保持房地产融资平稳有序，稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，积极做好“保交楼”金融服务，支持有关银行新增配套融资支持等。
11月21日	在前期推出的‘保交楼’专项借款的基础上，人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元‘保交楼’贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持‘保交楼’工作。”
11月28日	证监会宣布在股权融资方面明确优化5项措施支持房地产市场平稳健康发展。证监会明确了在支持房地产企业股权融资方面的具体政策措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 14：居民购房意愿依旧较低（单位：%） 图表 15：居民房价预期（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

地产方面，2022 年 11 月以来地产政策继续加码，房地产三支箭相继推出，对地产供给端的支持明显加码。但是由于三支箭的支持仍倾向于对优质房企，并且“房住不炒”的总基调没有变化。更重要的需求端，尽管房贷利率持续下调，但居民对房地产预期尚未改变，地产销售仍未看到回暖迹象，整体上 2023 年地产在融资端好转较为确定，销售端的回暖尚存不确定性，仍需政策继续加码。虽然房地产大幅回暖动力较弱，但政策支持下房地产投资低位企稳概率较大，同时考虑到今年低基数，对经济的拖累效应会明显下降。

### 3、定调积极，稳增长政策发力可期

今年的中央经济工作会议强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，稳增长被置于更突出的位置。会议要求，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展的合力。在疫情防控政策优化以及地产放松，稳增长诉求强烈情况下，明年国内经济增速将会出现较大反弹。

## 三、政策：货币“精准有力”，财政“加力提效”

图表 16：历年中央经济工作会议表述

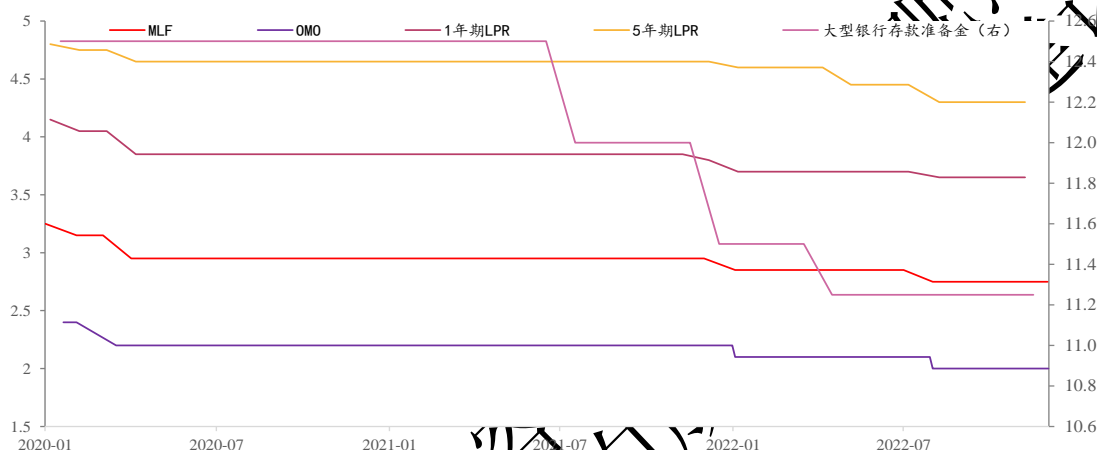
年份	财政政策表述	货币政策表述
2014	要有力度	松紧适度
2015	加大力度	灵活适度
2016	积极有效	稳健中性
2017		保持中性
2018	加力提效	松紧适度
2019	提质增效	灵活适度
2020	提质增效	灵活精准、合理适度
2021	提升效能	灵活适度
2022	加力提效	精准有力

资料来源：中国政府网、光大期货研究所

今年对于财政货币政策的表述更加积极，财政政策的基调是“加力提效”，稳健的货币政策要“精准有力”。对比历年会议的表述，能够看到今年财政及货币政策的表述都非常积极，体现出稳增长诉求较为强烈。

## 1、2022 货币政策延续宽松基调，总量结构并重

图表 17：政策利率及 LPR 利率(单位：%)



资料来源：Wind、光大期货研究所

本轮货币宽松始于 2021 年 7 月央行全面降准，2022 年货币政策延续宽松基调，全年进行两次降准，两次降息，5 年期 LPR 非对称更大幅度下调。具体来看：

1 月 17 日，7 天逆回购利率调降 10bp 至 2.10%；MLF 利率调降 10bp 至 2.85%。

1 月 20 日，1 年期 LPR 下调 10bp 至 3.70%，5 年期以上 LPR 下调 5bp 至 4.60%。

4 月 25 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，此次降准共计释放长期资金约 5300 亿元。

5 月 20 日，1 年期 LPR 3.7% 保持不变，5 年期以上 LPR 单独下调 15bp 至 4.45%。

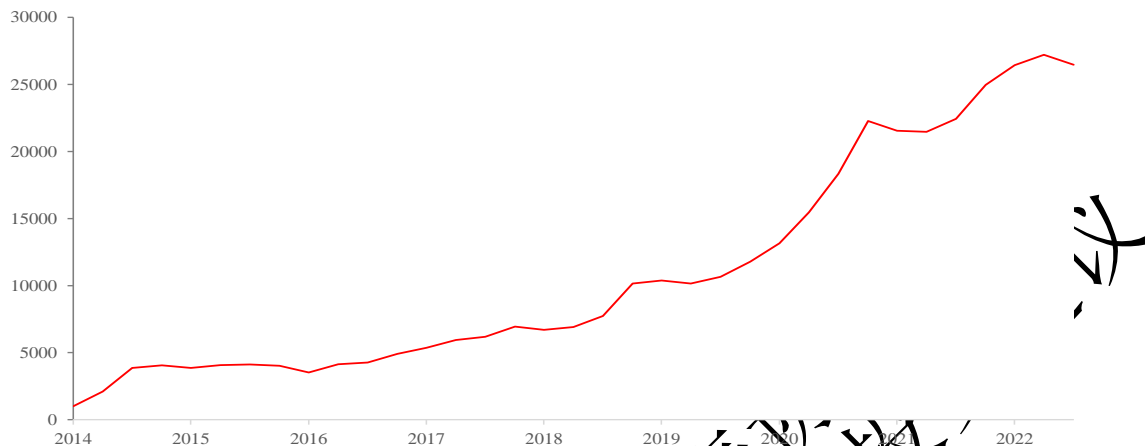
8 月 15 日，7 天逆回购利率调降 10bp 至 2.00%，1 年期 MLF 利率调降 10bp 至 2.75%。

8 月 22 日，1 年期 LPR 下调 5bp 至 3.65%，5 年期以上 LPR 下调 15bp 至 4.30%。

11 月 25 日，全面下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，此次降准共计释放长期资金约

5000 亿元。

图表 18：再贷款再贴现余额（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

结构性货币政策工具是央行引导金融机构信贷投向，发挥精准滴灌、杠杆撬动作用的工具，通过提供再贷款或资金激励的方式，支持金融机构加大对特定领域和行业的信贷投放，降低企业融资成本。

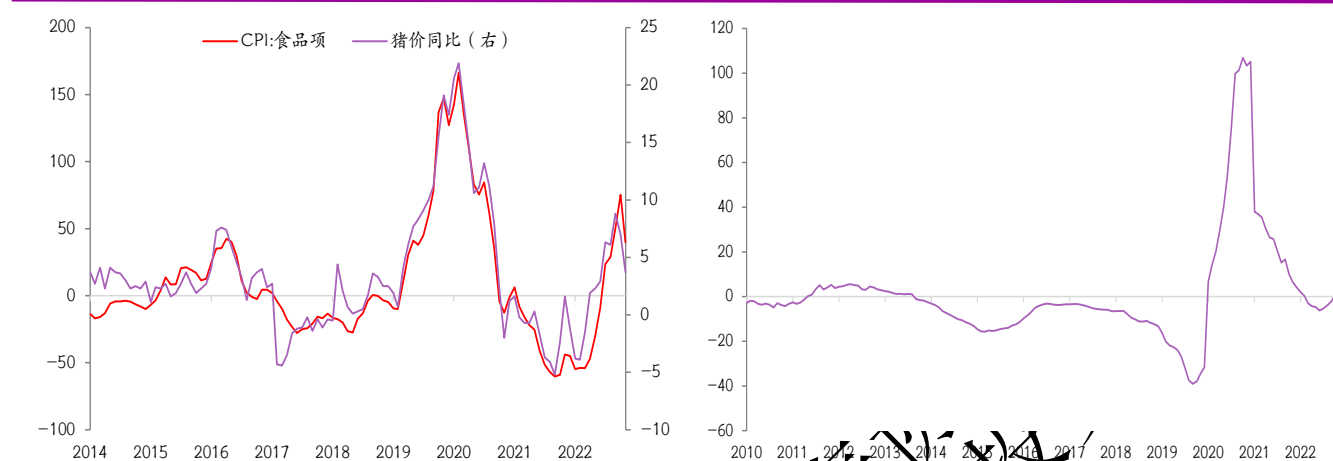
2022 年央行在结构性货币政策工具发力明显，2022 年新增结构性工具包括：科技创新再贷款 2000 亿，普惠养老专项再贷款 400 亿，煤炭开发利用和增强储能再贷款 1000 亿元，交通运输、物流仓储业再贷款 1000 亿，设备更新改造专项再贷款 2000 亿元，保交楼免息再贷款 2000 亿元。央行公布数据显示，截至 9 月末再贷款再贴现余额 2.65 万亿元。考虑到 2023 年货币政策定调为精准有力，预计现有结构性工具到期后部分续作，同时创设新工具的可能性较大。

## 2、通胀整体温和可控，对货币政策制约较低

2022 年下半年，央行对于通胀的关注度增加，2022 年 7 月 13 日举行的上半年金融统计数据情况新闻发布会上，人民银行货币司司长邹澜表示下半年经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性，稳经济还需艰苦努力，同时还要关注通胀形势的变化。央行二季度货币政策执行报告提到全年物价仍可实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力。央行三季度货币政策执行报告表示高度

重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化。

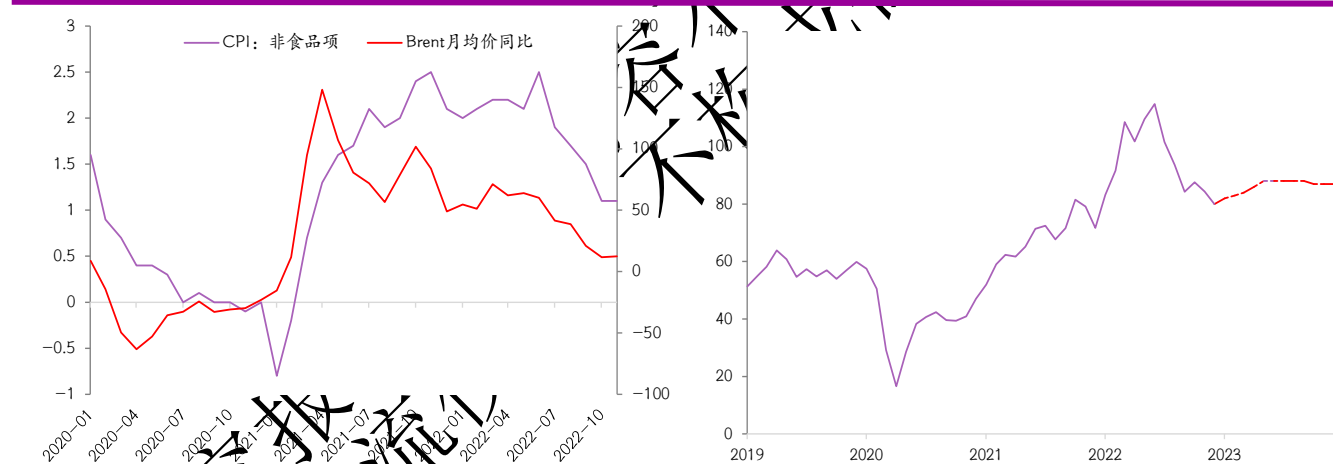
图表 19: 猪价与 CPI 食品项同比 (单位: %) 图表 20: 能繁母猪存栏同比 (单位: %)



资料来源: Wind、光大期货研究所

资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 21: 油价与 CPI 非食品项同比 (单位: %) 图表 22: 油价预测 (单位: 美元/桶)



资料来源: Wind、光大期货研究所

资料来源: EIA、光大期货研究所

从 CPI 与主要商品价格来看, 食品项变化与猪价相关性存在较强一致性, 而非食品项中交通运输占比较大, 与油价关联度较高。因此可以通过对生猪和油价的预测来判断 2023 年通胀情况。

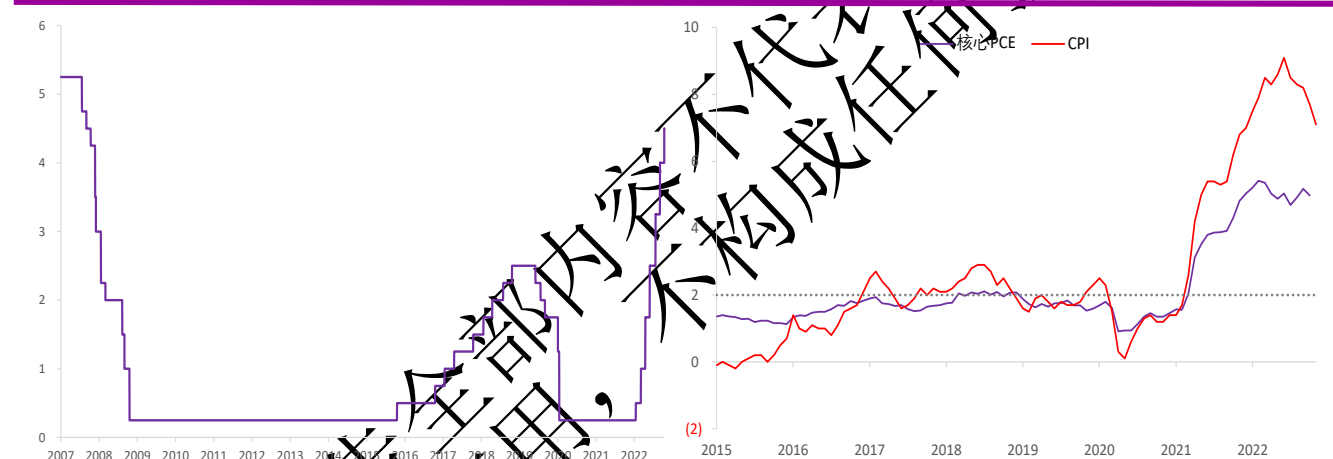
生猪方面, 从生猪的养殖周期大概需要一年时间, 从能繁母猪到出栏的整个养殖过程中, 能繁母猪的变化对猪价有 12 个月的领先关系。数据显示, 2022 年 5 月, 能繁母猪存栏同比降幅开始收窄, 存栏的变化预示着猪肉价格在明年上半年有继续上涨动力, 但下半年将见顶回落。

油价方面，全球主要经济体处于加息周期，全球经济疲软导致原油需求下滑预期较强。但供给端来看，OPEC+通过减产拖地油价的决心较大，同时俄罗斯原油供应存在较大不确定性。供需双弱情况下，预计 2023 年油价维持高位震荡。根据 EIA 最新预测，2023 年油价均值为 86 美元/桶，重心较 2022 年小幅下移。

结合猪价及油价的判断，预计 2023 年 CPI 大概率维持温和局面，缺乏大幅上升动力。因此，通胀因素对货币政策的制约有限。

### 3、美联储加息接近尾声，外部制约有望缓解

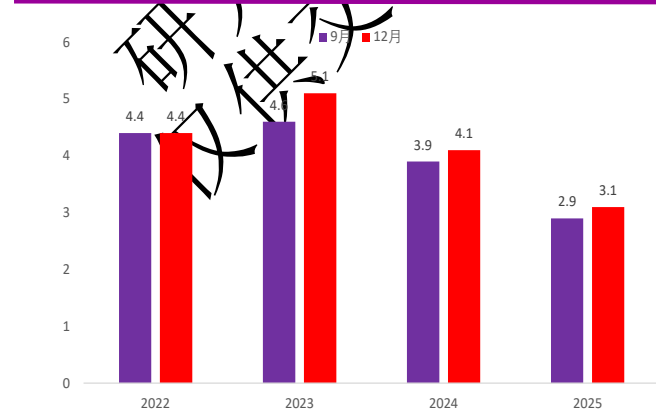
图表 23：联邦基金目标利率上限（单位：%） 图表 24：美国 CPI（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

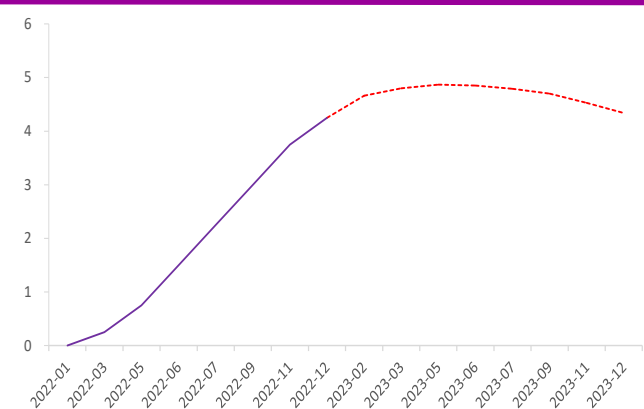
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 25：美联储点阵图预测（单位：%）



资料来源：美联储、光大期货研究所

图表 26：市场加息预期（单位：%）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

受困于美国通胀愈演愈烈，美联储在 2022 年被迫大幅加息，从 2022 年 3 月首次加息之后，加息速度不断加快，6-11 月更是连续 4 次加息 75BP，全年累计加息 425BP。2022 年 12 月美联储议息会议将加息幅度放缓至 50BP，此轮加息的焦点转移至加息终点水平以及持续时间。鲍威尔强调当前距离加息终点越来越近，根据最新点阵图推测未来还有 75BP 的加息空间。

回顾此轮加息周期，市场一直领先于美联储。在未来降息的时机上，市场与美联储之间同样脱节严重。鲍威尔再次强调恢复物价稳定的重要性，未来还有很长的路要走。但市场依然认为美联储持续加息引发经济衰退，定价 2023 年下半年开始降息。再结合美国 CPI 已经开始拐头向下，本轮加息周期基本接近尾声。

图表 27：中美利差倒挂收窄（单位：BP）

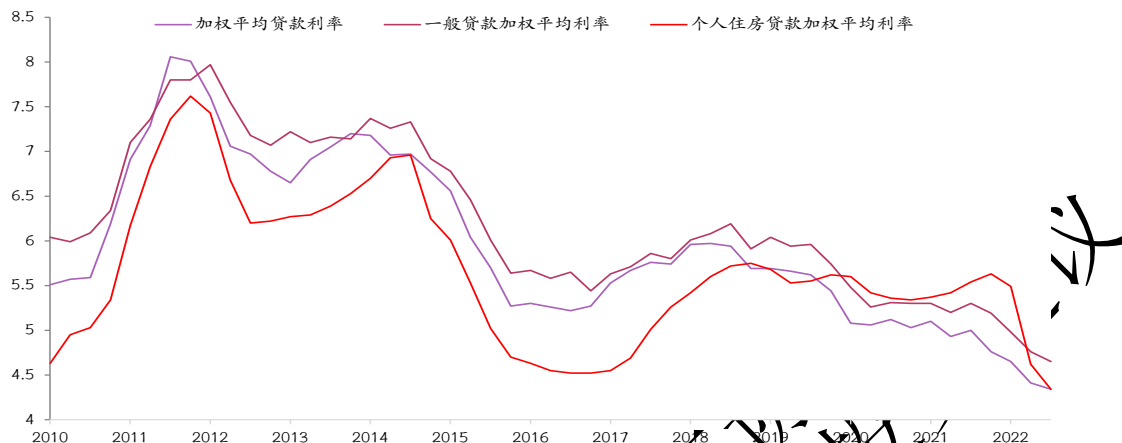


资料来源：Wind，光大期货研究所

2022 年中美货币政策呈现明显劈叉，中国货币政策处于扩张期，美国货币政策处于收紧期。面对中美两国 10 年期国债收益率曲线从缩窄到倒挂，国内货币政策依旧“以我为主”。并且在美联储持续大幅加息的情况下，中国央行在 8 月份意外降息，在美联储加息周期中中国降息尚属首次，可见美联储加息不改中国货币政策自主性。因此，即使美联储 2023 年不进行降息，对中国货币政策的制约依旧较为有限。

#### 4、降成本依旧是 2023 年货币政策的主要任务

图表 28：贷款利率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

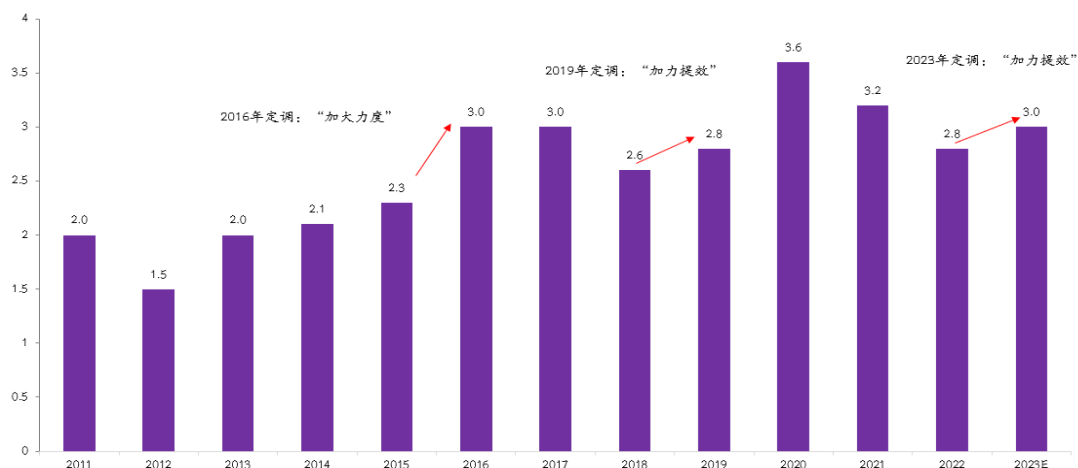
稳增长诉求下，降低融资成本从而提振实体融资需求是货币政策的主要任务。2022 年央行通过总量和结构工具并重的方式，持续推动贷款利率下调。截至 2022 年 9 月末，贷款加权平均利率为 4.34%，较 2021 年年底下行 42BP。而通过两次非对称下调 5 年期 LPR 以及下调房贷利率下限，房贷利率下调幅度更大。截至 2022 年 9 月末，个人住房贷款加权平均利率为 4.34%，较 2021 年年底下行 129BP。但对比来看，历史上住房贷款利率大部分时间都低于一般贷款利率，2023 年房贷利率仍有继续下行空间。

整体上，稳增长仍是 2023 年的重要任务，货币政策暂不具备转向基础。继续发挥好结构性政策工具在制造业、基建、普惠养老、绿色、小微企业等特殊领域的宽信用、扩内需、降成本作用仍然是促进经济转型与增长的重中之重，总量型货币政策同样可以期待。

#### 5、财政政策积极发力，且靠前发力

在稳增长诉求下，2023 年财政政策将继续发力。中央经济工作会议提出，积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。

图表 29：财政赤字率有望上调（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

中央经济工作会议对 2023 年的财政政策定调为“加力提效”。回顾以往表述，2015 年的提法是“加大力度”，2016 年财政赤字率由 2.3% 提升至 3%。同样的，2018 年的表述为“加力提效”，2019 年财政赤字率环比提升 0.2 个百分点，但当年的专项债额度由前一年的 1.35 万亿元大幅增加至 2.15 万亿元。针对 2023 年的财政政策提法同样是“加力提效”，预计 2023 年财政赤字率相比今年有所提升。

考虑到基建仍是经济的拖底项，专项债发行力度有望保持。根据 21 经济报消息，监管部门已向地方下达了 2023 年提前批专项债额度，且多省份获得的提前批额度比 2022 年增长明显。发行节奏上，提前批额度明年 1 月份启动发行，争取明年上半年将债券资金使用完毕。因此，2023 年财政政策仍将是积极发力，靠前发力。

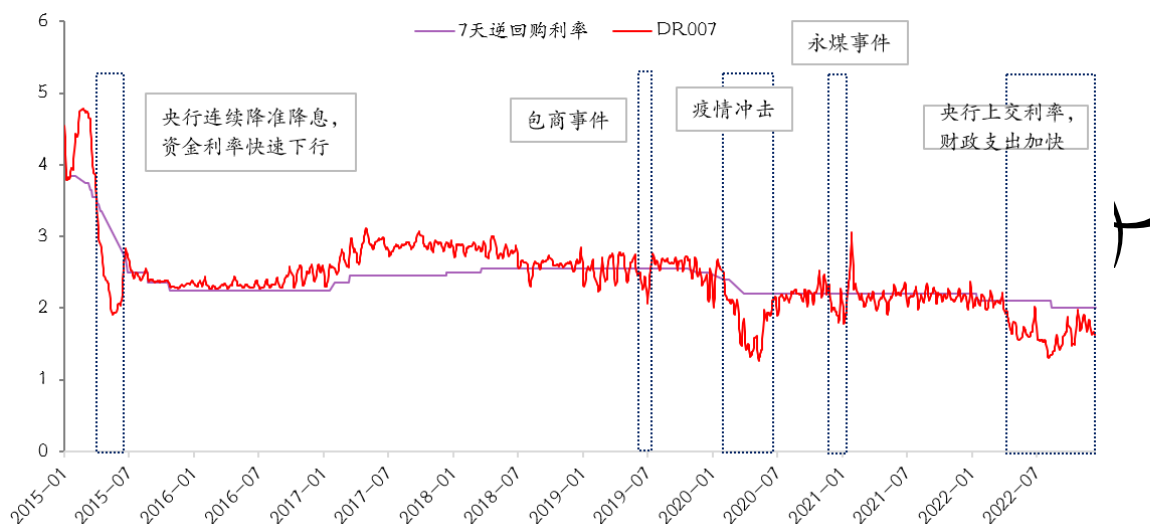
#### 四、流动性：“稳信用”向“宽信用”过渡

##### 1、资金利率向政策利率回归较为确定

央行一直引导 DR007 以 7 天 OMO 利率为中枢波动，但 4 月份以来，DR007 利率持续大幅低于逆回购利率，资金面超常宽松成为债市重要支撑，导致短端债券收益率下行幅度大于唱段，

收益率曲线陡峭化。

图表 30: DR007、7 天期逆回购利率 (单位: %)



资料来源: Wind、光大期货研究所

自 2014 年底 DR 利率成立以来, 在央行调控下市场资金利率 DR007 基本围绕政策利率水平波动。回溯过往, 曾经有四段时期 DR007 持续低于政策利率的情况。

2015.04.02–2015.06.09。针对经济下行压力加大、外汇占款变化对流动性影响较大等复杂情况, 此阶段央行连续降准降息, 推动资金利率快速下行。DR007 利率从最高的 6.2% 最低下行至 1.9%, 持续低于政策利率 2 个月时间。而随着 6 月份政府债发行大幅放量, 资金利率快速向政策利率回归。

2019.06.03–2019.07.12、2020.12.01–2021.01.18。2019 年“包商事件”、2020 年“永煤违约事件”属于突发事件冲击。针对包商事件, 央行表示将通过提供流动性支持、及时调拨充足现金、确保支付系统运行通畅等措施, 保持包商银行正常运行。从 2019 年 5 月 27 日开始, 央行开始增加逆回购投放, 稳定市场情绪, 资金利率随即下行。随着事件冲击结束, 央行回收临时投放的逆回购, 资金利率回归正常。2020 年的永煤事件类似, 央行加大逆回购投放, 同时超量 2000 亿元

续作当月到期 MLF，并于月底再度投放 MLF2000 亿元，进而推动银行间市场利率大幅下行。可以看到，单一事件造成的冲击影响时间较短，资金利率偏离政策利率的持续时间较短。

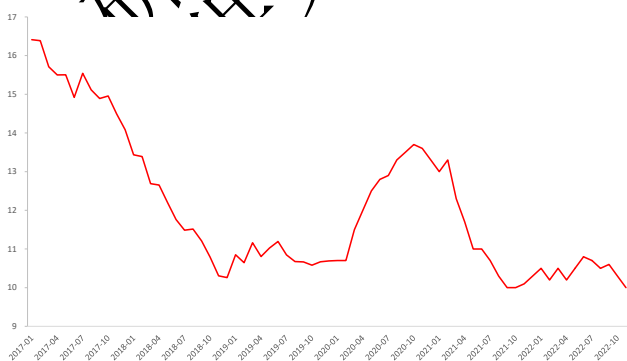
2020.02.05–2020.06.29。疫情冲击下，国内外经济轮番受到冲击。为对冲疫情影响，各国纷纷大幅加大宽松力度，中国央行在此期间连续降准降息，资金利率大幅下行。4 月份以后随着国内疫情快速得到控制，复工复产持续推进，经济得到快速修复。再此背景下，央行操作开始趋于谨慎，4 月 1 日–5 月 25 日央行暂停逆回购投放，同时 4–6 月连续缩量续作 MLF，特别是 6 月针对到期的 7400 亿元 MLF 仅仅续作 2000 亿元，资金利率低位回升，6 月底回归常态。

2022 年 DR007 利率大幅低于 7 天逆回购利率的原因较为特殊，8 月份起央行发布公告称今年向中央财政上缴结存利润，截至 9 月底央行已上缴 1.13 万亿元，大量流动性由财政被动投放，导致资金利率走低。同时实体融资需求偏弱，信用扩张不及预期导致资金淤积在银行间市场。

目前国内经济基本面仍处于“弱现实及强预期”阶段，在经济基本面发生实质性好转之前，仍需要合理充裕的流动性环境给予支持。但考虑到央行上缴利润结束，以及稳增长政策持续发力下信贷再次塌方的可能性较低，资金利率向政策利率回归较为确定，资金利率大幅偏离政策利率的时刻已经过去。

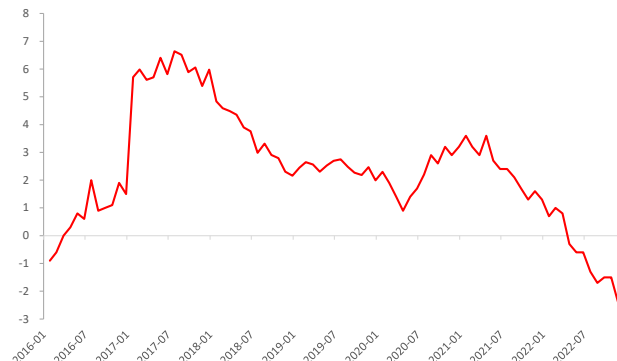
## 2、稳信用向宽信用过渡

图表 31：社融同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 32：社融-M2 同比增速差（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

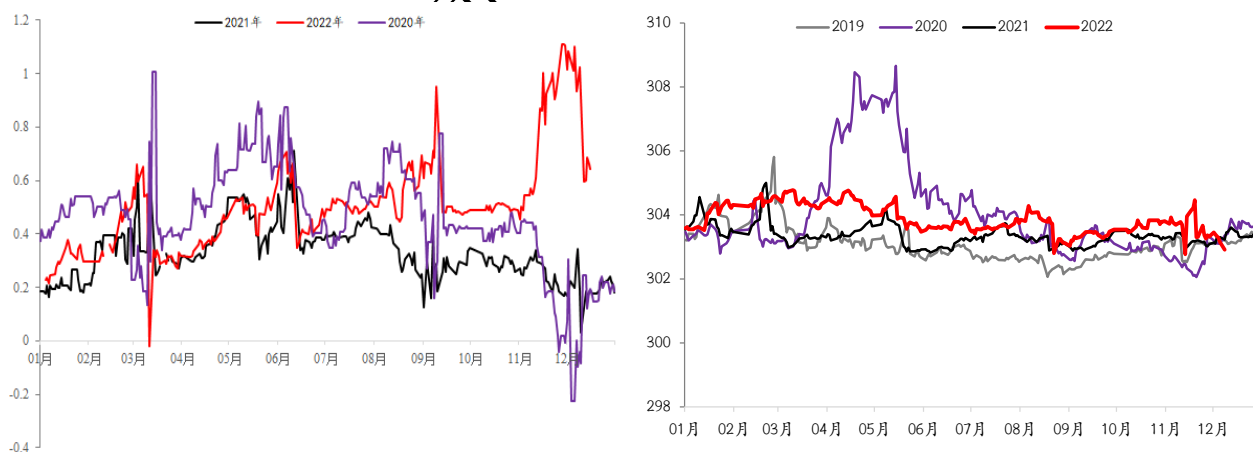
2022 年社融增幅回升较为温和，主要靠政策拉动，但实体融资需求不足，导致社融改善的过程一波三折。另一方面，M2 同比却呈现稳步回升的势头，社融与 M2 增速差持续扩大，资金淤积于金融体系之内。

宽信用进程偏缓情况下，2023 年仍将通过财政发力和政府部门加杠杆的方式来助力稳增长，同时疫情政策的动态优化以及地产政策加码，实体融资需求有望见底回升。当前已经看到企业中长期贷款的修复，社融结构逐渐改善当中。随着宽松政策持续发力，2023 年宽信用的实现有比较坚实的政策基础，促使“稳信用”阶段向“宽信用”阶段过渡。

#### 四、行情展望及策略：拐点已至

社融结构和信贷需求边际改善以及地产企稳预期下，经济复苏大势所趋，叠加资金面边际收敛，债券市场面临的条件从“宽货币+稳信用”向“宽货币+宽信用”过渡，预计 2023 年债券收益率重心上移，10 年期国债期货收益率重心由 2.75% 上移动至 2.95% 一线。

图表 33：10 年期国债期货跨期价差（单位：元） 图表 34：4TS-T（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

对应到国债期货策略上，首先是跨期价差有望收敛，可考虑国债期货反套策略。当前国债期货跨期价差处于异常高位，资金面来看 2023 年相对 2022 年收敛较为确定，流动性超常充裕态势难以持续，债券持有收益下行情况下跨期价差存在收窄动力。此外，当前经济好转预期先行，远

月合约变现更加弱势，已经充分定价经济强预期，一旦经济修复不及预期，国债期货价格近月强远月弱的格局有望迎来修复，两方面因素将共同推动国债期货跨期价差走弱。

其次，推荐做平收益率曲线。不同于今年流动性异常宽松下的短端品种优于长端品种的表现，2023 年债市长端品种性价比会优于短端。对应到国债期货层面，推荐做空 2 年期国债期货同时做多 10 年期国债期货的跨品种策略。

## 五、总结

在宽货币先行，稳增长政策推动宽信用预期发酵，经济金融数据印证经济回暖不及预期的反复中，2022 年债券市场呈现区间波动特征。

2022 年中国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，特别是需求收缩和预期转弱对经济影响较大。今年的中央经济工作会议强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，稳增长被置于更突出的位置。在疫情防控政策优化以及地产放松，稳增长诉求强烈情况下，明年国内经济修复较为确定。

2023 年稳健的货币政策要“精准有力”。稳增长仍是 2023 年的重要任务，货币政策暂不具备转向基础。继续发挥好结构性政策工具在制造业、基建、普惠养老、绿色、小微企业等特殊领域的宽信用、扩内需、降成本作用仍然是促进经济转型与增长的重中之重，总量型货币政策同样可以期待。财政政策“加力提效”，预计 2023 年财政赤字率相比今年有所提升。

考虑到央行上缴利润结束，以及稳增长政策持续发力下信贷再次塌方的可能性较低，资金利率向政策利率回归较为确定，资金利率大幅偏离政策利率的时刻已经过去。当前已经看到企业中长期贷款的修复，社融结构逐渐改善当中。随着宽松政策持续发力，2023 宽信用的实现有比较坚实的政策基础，促使“稳信用”阶段向“宽信用”阶段过渡。

经济复苏叠加资金面边际收敛，预计 2023 年债券收益率重心上移，国债期货策略方面推荐反套策略以及做平收益率曲线。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠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任何变更。我们已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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127

研究报告全部内容不构成任何投资建议  
仅供交流使用