



## 国债期货研究

### 专题报告

2023 年 1 月 12 日

研究总监:

黄少艺

010-59137331

[huangshaoyi@cofco.com](mailto:huangshaoyi@cofco.com)

从业资格证号: F3015974

投资咨询证号: Z0013226

联系人:

袁一品

010-59136922

[yuanyipin@cofco.com](mailto:yuanyipin@cofco.com)

从业资格证号: F3049708

交易咨询证号: Z0015639

相关报告:

【专题报告】国债期货套保系列专题(二)——基于 IRR 模型预测的国债期货套保策略

【专题研究】国债期货套保系列专题(一)套保框架及传统策略效果评价

中粮期货机构服务部



## 沉舟侧畔千帆过——2023 年国债期货市场展望

### ➤ 2023 年国债期货市场整体展望

基于对 2022 年债市基本面以及交易节奏的思考,结合对 2023 年政策、消费、投资、出口、通胀以及供需等角度的展望。我们认为:2023 年中国经济在“三年大疫”后将迎来复苏,沉舟侧畔千帆过,病树前头万木春。国债利率中枢将整体抬升,国债期货也将整体走弱。在全年 GDP 增速 4.9%-5.1% 的中性预期下,10 年国债利率中枢 2.8-3.3%,10 年国债期货波动区间为 97-100.6 元。

### ➤ 2023 年国债期货市场节奏判断及主要逻辑

上半年预期先行,债市将抢跑经济企稳,出现明显下跌,二季度或达到年内利率高点。主要逻辑包括:

- 1、中央经济工作会议定调稳字当头、稳中求进,财政政策定调加力提效,赤字率或回升至 3.0-3.2% 水平;
- 2、货币政策要求增速匹配,总量有限下更多依靠结构型工具发力,进一步疏通货币向实体经济传导路径,宽信用趋势确定;
- 3、全国疫情峰值过后,居民将消耗疫情期间的超额储蓄出现“报复式消费”带动社零快速回升;
- 4、地产“政策底”已现,强政策刺激下可期“市场底”;
- 5、货币超发存在“后遗症”,通胀压力或将来袭;
- 6、中美利差延续倒挂,外资持续流出形成压力。

下半年预期落空,债市重新定价弱复苏,出现企稳回升。主要逻辑包括:

- 1、“报复性消费”转为“透支性消费”,增速放缓存在预期差;
- 2、“房住不炒”延续叠加化解存量,地产反弹有限;
- 3、全球面临衰退,出口将持续回落,也进一步对生产端施压,制造业投资增速或不及预期;
- 4、在防范地方债务风险的背景下,地方债总量有限且发行明显前置,下半年地方债发行将放缓,供给压力减弱;
- 5、美联储停止加息中美利差预期回正,外资重新流入;
- 6、通胀压力整体缓解,利好债市情绪。

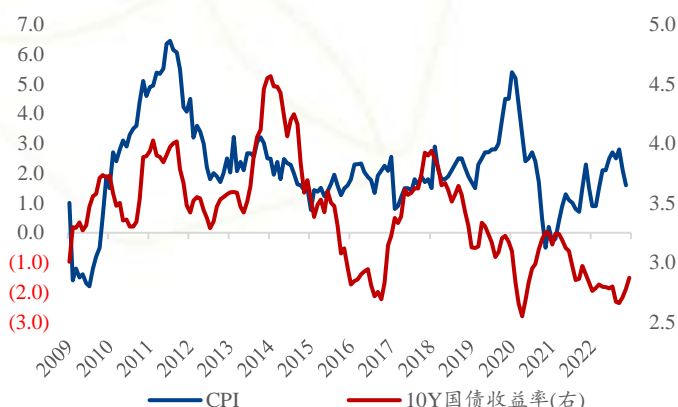
## 目录

一、从现实到预期——债市节奏演进 .....	1
二、中央经济工作会议定调下的政策展望 .....	3
1、货币政策：总量有限、结构发力 .....	4
2、财政政策：稳增长、扩预算、防风险 .....	8
三、失速的“三驾马车”能否再度腾飞？ .....	11
1、疫情后的“报复式消费”将如何演绎？ .....	11
2、地产能否全面企稳？ .....	13
3、出口是否会继续回落？ .....	16
四、影响债市的其他因素 .....	19
1、2023 年通胀压力几何？ .....	19
2、中美利差倒挂下外资对债市供需影响几何？ .....	21
五、结论 .....	22
【法律声明】 .....	24

## 一、从现实到预期——债市节奏演进

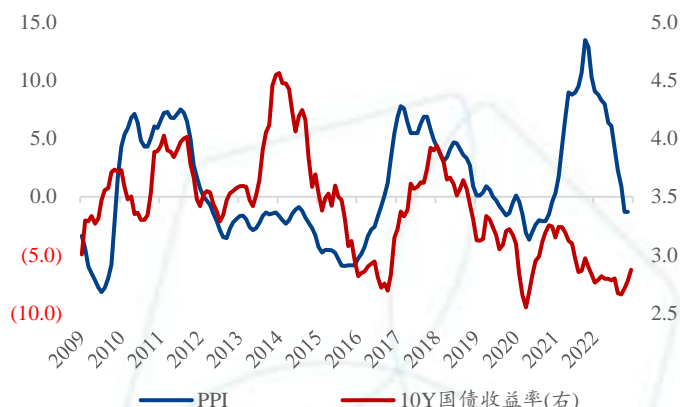
2020 年疫情以来，债市交易节奏发生明显转变，从交易“现实”转变为交易“预期”。此前，通胀、出口、发电量等数据是债市研判中较为核心的指标，一般领先或同步于 10 年国债利率。例如 2013 年之前，CPI 与利率高相关，把握 CPI 即能抓住债市机会；2013-2019 年，PPI、发电量、出口等指标与利率高度相关，其对于债市有明显领先作用。但 2020 年下半年后，上述指标均与利率出现明显“背离”。

图 1: CPI 与 10Y 国债收益率



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

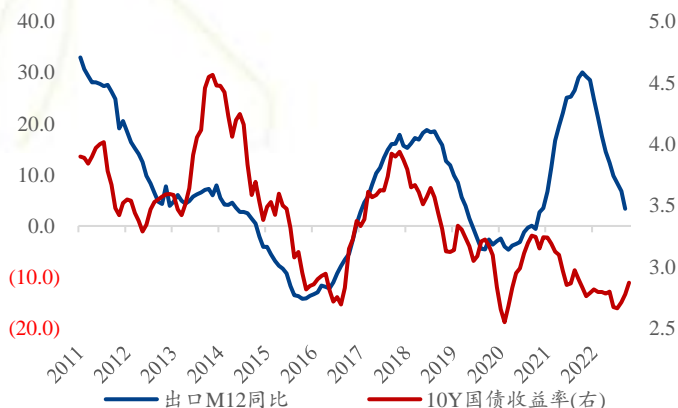
图 2: PPI 与 10Y 国债收益率



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

例如 2021 年全球供需结构错位下，我国出口持续向好，但利率却不断向下，2022 年出口增速出现明显滑坡，而债市未出现趋势走强。同样地，能耗双控使得短期发电量飙升、俄乌冲突带来的通胀压力等等也都没对债市带来明显影响。其本质就在于债市投资者在宏观上忽略外部、短期因素，更加注重国内疫情、地产等主线逻辑，即经济内生因素产生的长变量，从交易过去“现实”转变为交易未来“预期”。

图 3: 出口同比增速与 10Y 国债收益率



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

图 4: 发电量同比增速与 10Y 国债收益率



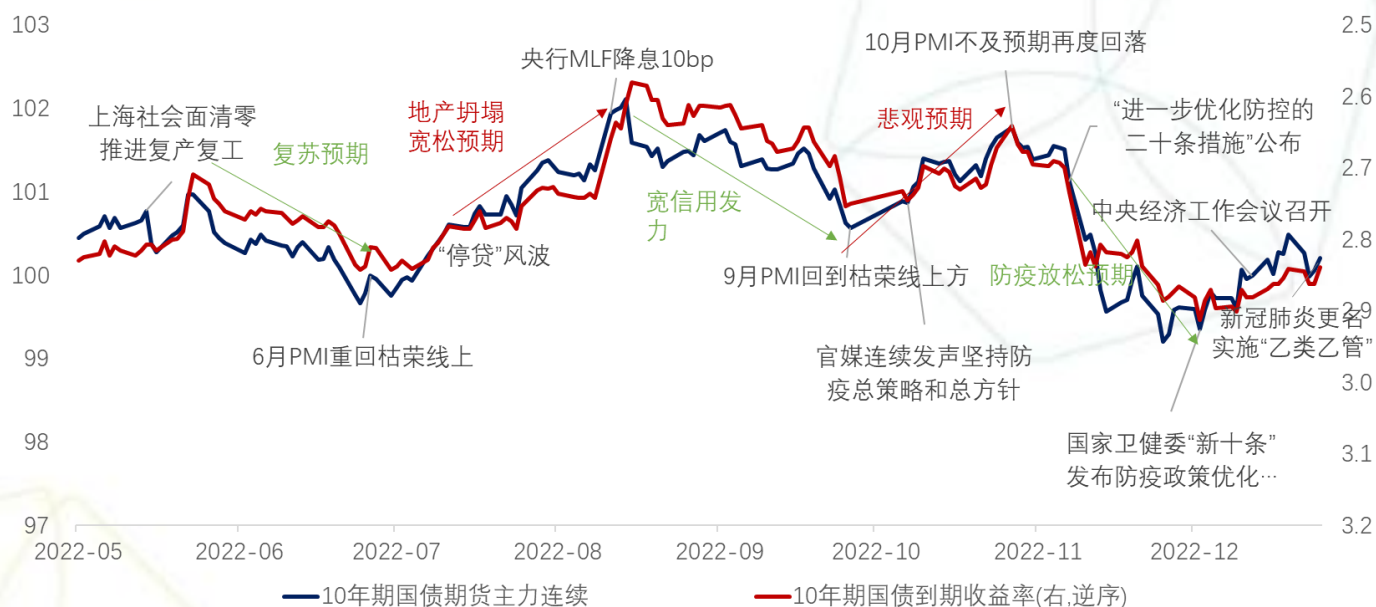
数据来源：中粮期货机构服务部、wind

此外，2022年下半年以来，债市机构投资者普遍“看短做短”，交易周期明显缩短。从产生预期到形成一致预期往往会推动债市形成短期趋势行情，而一旦预期落地则行情立刻结束。

三季度债市逻辑主要围绕“稳经济”展开，PMI 作为最快公布月度经济数据，成为了“反向指标”：6 月在经济复苏的强预期下，利率上行债市下跌，但 6 月 PMI 重回枯荣线后标志着预期阶段落地，债市出现企稳回升。而 8 月下旬-9 月的宽信用预期同样在 9 月 PMI 公布后落地，随后债市转为交易悲观预期。

步入四季度，疫情防控政策主导债市预期，“优化二十条”发布后，市场对于此前“疫情政策不放松”的预期快速扭转，叠加宽信用政策的出台，引发债市恐慌性下跌。而“新十条”标志着防疫优化政策彻底落地，期债市场开始兑现利空，现券同样企稳回升。

图 5：2022 年下半年现实与预期反复博弈，债市看短做短

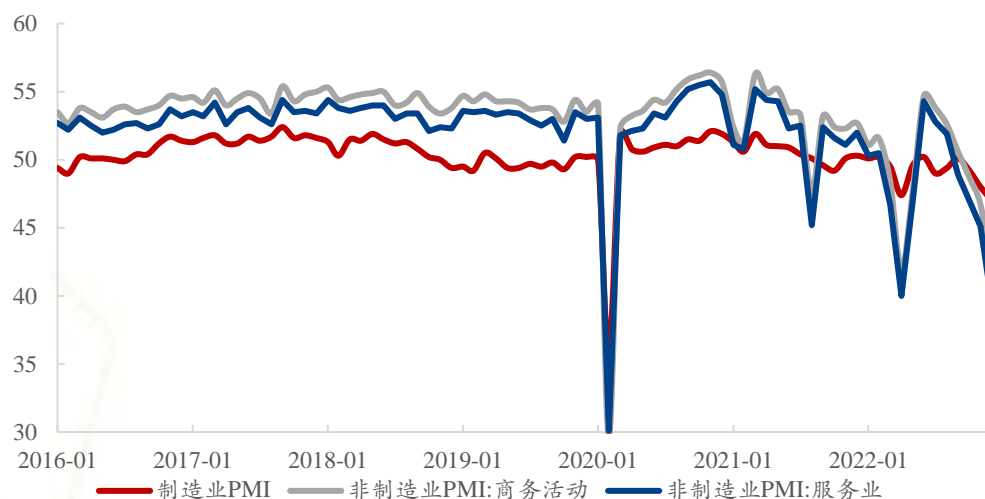


数据来源：wind、中粮期货机构服务部

从本质来看，机构的“看短做短”是债市投资者逐步适应快速变化的预期，市场的定价节奏也随之加快。我们认为，2022 年 12 月以来的债市企稳回升已完成了疫情快速爆发下对经济扰动的定价，12 月 PMI 超季节性回落至 47，录得 2020 年 4 月以来新低，“弱现实”的预期已经落地。

展望 2023 年，中央经济工作会议定调“稳字当头、稳中求进”以及新冠肺炎更名实施“乙类乙管”后的经济复苏再度成为预期新起点。

图 6：2022 年 12 月 PMI 录得 2020 年 4 月以来新低



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

## 二、中央经济工作会议定调下的政策展望

2022 年中央经济工作会议聚焦“稳”字，强调“稳字当头、稳中求进”，要求加大宏观政策调控力度，稳住宏观经济大盘。

货币政策方面，2022 年会议重提“保持广义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”，考虑到现阶段 M2 与社融缺口较大，2023 年流动性总量供应或较 2022 年收缩；另一方面，“精准有力”的提法仍然较为积极，“加强各类政策协调配合”的基调下货币政策不会骤然收紧，且结构型货币政策有望进一步发力。

财政政策方面，2022 年会议关键词“加力提效”较 2021 年的“提升效能”更为积极，预期 2023 年的财政政策发力的确定性进一步提高。但会议同样提及“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”。现阶段，我国中央政府杠杆率较低，而地方政府债务率已经较高，结合“优化组合赤字”的提法，2023 年中央加杠杆、适当提高赤字率，地方控风险、化解隐性债务或是大概率事件。



表 1：2022 年中央经济工作会议定调

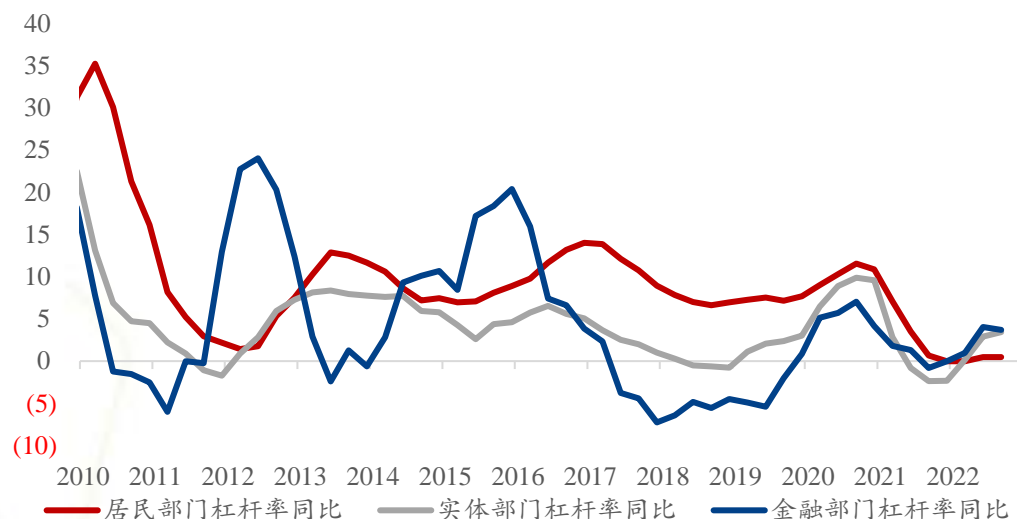
	2022 年	2021 年	2020 年
整体定调	要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度， <b>加强各类政策协调配合</b> ，形成共促高质量发展合力。	要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。	要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。
货币政策	<b>稳健的货币政策要精准有力</b> 。要保持流动性合理充裕， <b>保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配</b> ，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。 <b>保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</b> ，强化金融稳定保障体系。	<b>稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕</b> 。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。财政政策和货币政策要协调联动， <b>跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合</b> 。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。	<b>稳健的货币政策要灵活精准、合理适度</b> ，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， <b>保持宏观杠杆率基本稳定</b> ，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
财政政策	<b>积极的财政政策要加力提效</b> 。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， <b>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</b> 。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。	<b>积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续</b> 。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， <b>适度超前开展基础设施投资</b> 。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。	<b>积极的财政政策要提质增效、更可持续</b> ，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。

数据来源：wind、中粮期货机构服务部

## 1、货币政策：总量有限、结构发力

回顾近三年的中央经济工作会议，都对次年的货币政策给予了较为明确的基调：2020 年提及“保持宏观杠杆率基本稳定”，在此基调下 2021 年金融、实体、居民部门杠杆率快速下降，成效较为显著；2021 年放开宏观杠杆率限制，且未要求“货币供应量、社融同 GDP 增速基本匹配”，央行总量政策明显发力。但宽货币向宽信用传导不畅，M2 增速显著快于社融增速，M2 增量 12 个月滚动同比与社融增量 12 个月滚动同比差值持续扩大至 50%。央行投放流动性滞留于银行间市场，并未流通至实体经济，金融、实体部门杠杆率仅小幅回升，且居民端杠杆率不见起色。

图 7：2022 年金融、实体部门杠杆率小幅回升，但居民部门不见起色



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

展望 2023 年，中央经济工作会议未对宏观杠杆率未做限制，但要求货币供应量、社融同 GDP 增速基本匹配，总量或较 2022 年下降。政策目标为保持流动性稳定的前提下消化 2022 年堆积在银行间市场的流动性。参照过去 10 年情形，当 M2 增速-社融增速回归 0 值时，对应 10 年国债利率高点为 3.2%-3.5%，可预期 2023 年利率中枢将出现抬升。

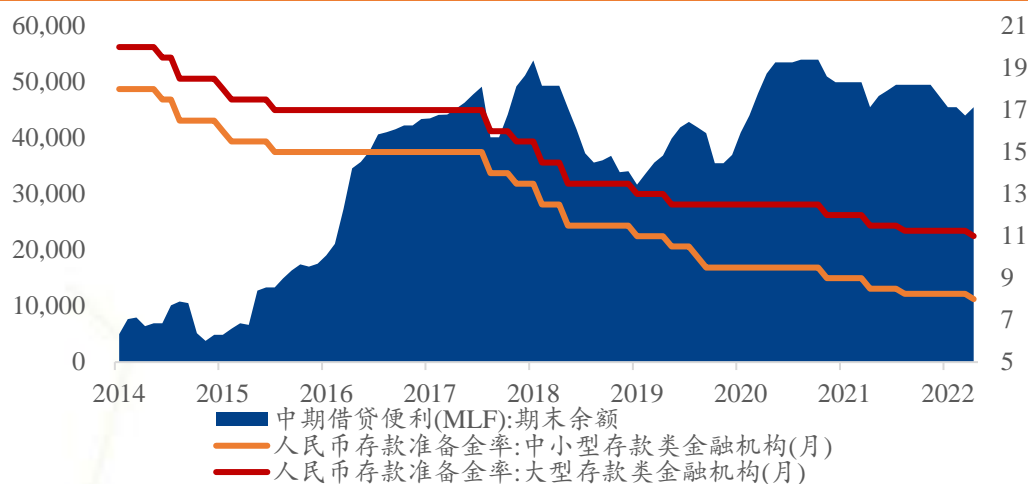
图 8：M2 增速-社融增速向 0 值回归，国债利率预期上行



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

政策工具方面，2022 年上下半年降息/降准各一次，降息力度较大整体超出市场预期，而两次全面降准均为 25bp，相比较为克制。我们认为 2023 年在总量有限的前提下，降准的概率要大于降息。一方面，宽信用初期仍需流动性支持，数量型工具更为温和，可保持流动性充裕又避免过度刺激；另一方面，现阶段 MLF 存量规模 4.5 万亿，仍处于较高水平，央行有动力降准置换，缩表宽松。

图 9: MLF 存量仍在高位水平, 央行仍有降准置换动力



数据来源: wind、中粮期货机构服务部

节奏方面, 近年来降准周期基本为半年/次, 预期 2023 年二/四季度仍有两次 25bp 降准。而价格型工具需观察一季度疫情扰动下的稳增长压力, 若压力较大或出现 1 次降息, 内需快速反弹经济明显回暖则全年无必要降息。

表 2: 近 10 年历次降准时间及间隔

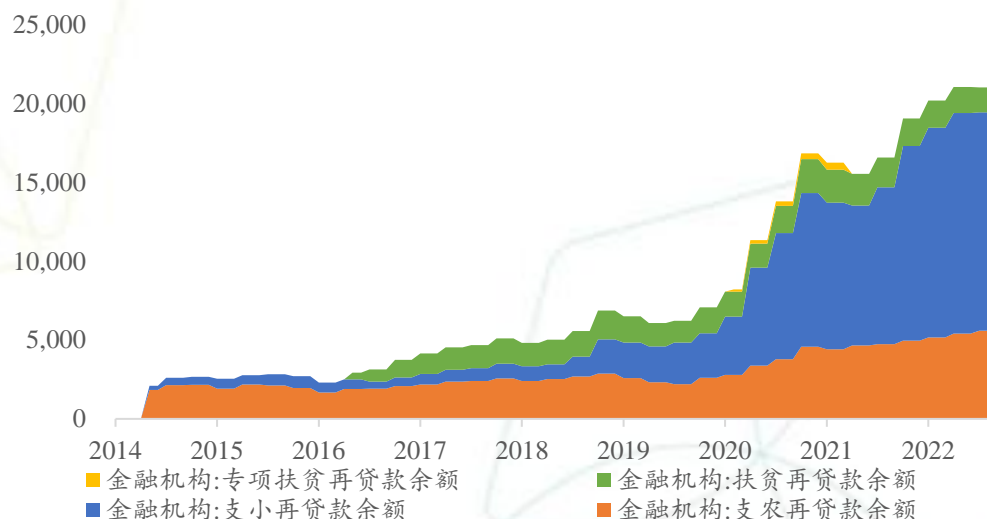
	人民币存款准备金率:中小型机构	人民币存款准备金率:大型机构	两次降准相隔时间(月)
2022 年 12 月 5 日	8.00	11.00	7.5
2022 年 4 月 25 日	8.25	11.25	4.4
2021 年 12 月 15 日	8.5	11.5	5.1
2021 年 7 月 15 日	9	12	14.2
2020 年 5 月 15 日	9.5	12.5	1.0
2020 年 4 月 15 日	10	12.5	3.3
2020 年 1 月 6 日	10.5	12.5	3.7
2019 年 9 月 16 日	11	13	7.8
2019 年 1 月 25 日	11.5	13.5	0.3
2019 年 1 月 15 日	12	14	3.1
2018 年 10 月 15 日	12.5	14.5	3.4
2018 年 7 月 5 日	13.5	15.5	2.4
2018 年 4 月 25 日	14	16	26.2
2016 年 3 月 1 日	15	17	4.3
2015 年 10 月 24 日	15.5	17.5	1.6
2015 年 9 月 6 日	16	18	4.6
2015 年 4 月 20 日	16.5	18.5	2.5
2015 年 2 月 5 日	17.5	19.5	33.1
2012 年 5 月 18 日	18	20	2.8
2012 年 2 月 24 日	18.5	20.5	2.7

数据来源: wind、中粮期货机构服务部



此外，考虑到“精准有力”的定位以及“引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度”的表述，2023 年结构型货币政策有望进一步发力。再贷款、再贴现等工具均具有财政属性，本质上是“定向宽信用”政策。2022 年三季度末，支农、支小、扶贫再贷款余额分别为 5,587 亿、13,863 亿、1,576 亿，合计规模已突破 2 万亿元。在央行通过降准置换控制 MLF 规模的时期，成为近年来扩表主要工具之一。

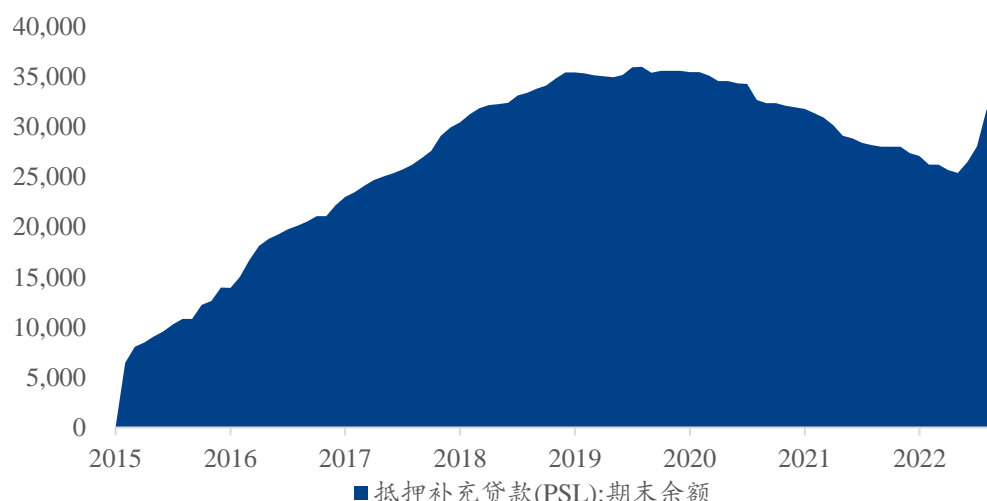
图 10：支农、支小、扶贫再贷款余额已突破 2 万亿



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

而另一重要结构性货币政策工具——抵押补充贷款 PSL 则更具准财政性质。此前主要用于棚改，2019 年棚改结束后一直处于净偿还阶段，但 2022 年再度攀升：2022 年 6 月，国常会提出针对金融支持基础设施建设，调增政策性银行 8000 亿元信贷额度；8 月提出增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额。2022 年 8 月以来，PSL 已净增 6300 亿元，预期仍有 4700 亿元增量，且在 2023 年大概率“中央加杠杆”的情境下，PSL 规模有望继续增加。

图 11：2022 年抵押补充贷款 PSL 规模快速攀升

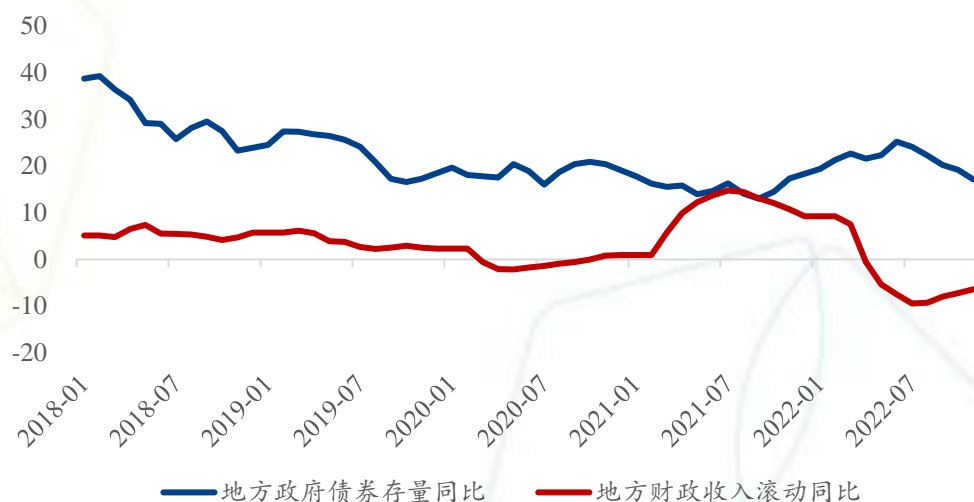


数据来源：wind、中粮期货机构服务部

## 2、财政政策：稳增长、扩预算、防风险

2023 年财政政策的进一步发力是确定性事件，但需要注意会议同样提及“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”。2022 年，在税收下降、卖地收入下滑的背景下，地方资产收入显著减少，而地方政府债券发行增速仍维持在 20% 高位。

图 12：地方财政收入显著下滑，但地方债规模增速持续高位



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

2022 年以来，地方政府债券利息占财政收入比值自 2021 年的 9.4% 快速攀升至 12.2%，债务压力显著加剧。而地方政府杠杆率攀升至 30% 附近，即地方政府显性债务与综合财力之比达 130%，已经突破 120% 的警戒线，债务风险逐步凸显，这也是中央定调“防风险”的缘由。

图 13：地方政府债务压力显著攀升，杠杆率超过 120% 警戒线

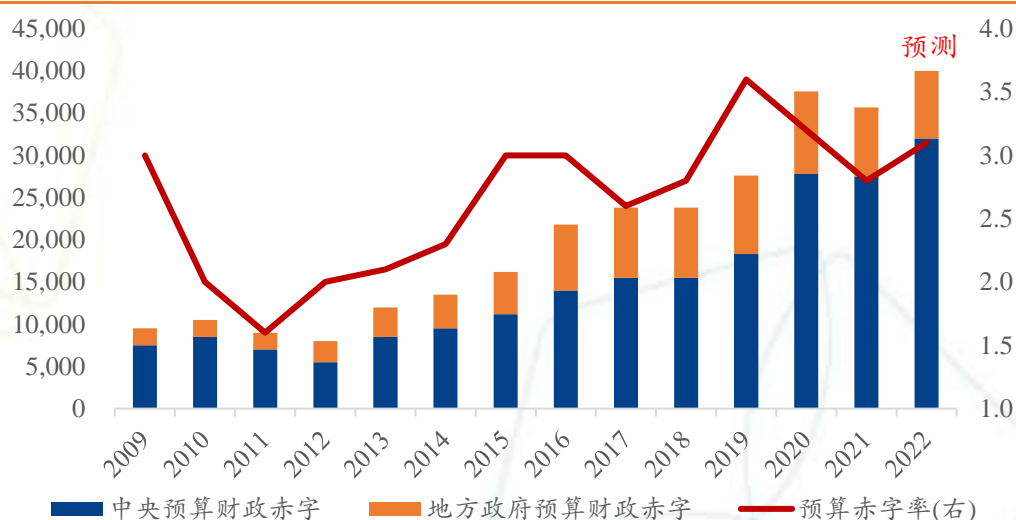


数据来源：wind、中粮期货机构服务部

在地方财力不足、债务风险高企的背景下，地方政府显性债务难以继续扩张，2023 年稳增长压力落在了中央财政政策上。考虑到 2022 年 1.6 万亿一

次性上缴因素不再，需要扩大赤字规模以弥补财政收入缺口，2023 年预算赤字率将较 2022 年的 2.8% 有所上升，预期回升至 3.0% 或达到 2021 年 3.2% 的水平，以均值 3.1% 计算将从 3.57 万亿增 4300 亿至 4 万亿元(名义 GDP 增速使用万得一致预期增速)，其中中央预算赤字 3.2 万亿、地方预算赤字 8000 亿元。

图 14：2023 年预算赤字率或回升至 3.0%-3.2%



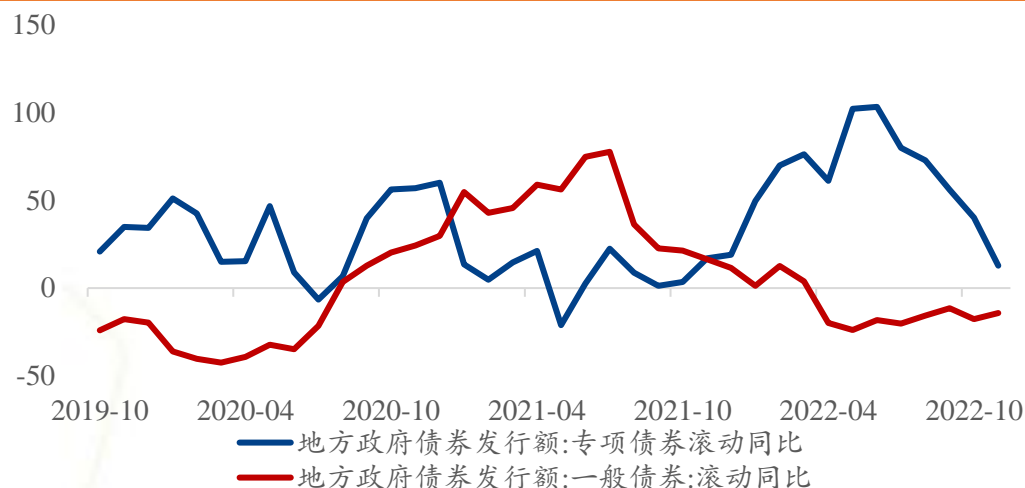
数据来源：wind、中粮期货机构服务部

利率债供给方面，中央预算赤字一般主要由发行国债筹集，近年来比例约为 96%，在上述假设下预期 2023 年国债发行规模在 3.05 万亿元附近，显著高于 2022 年的 2.57 万亿水平，国债供给压力将整体增加；

地方债方面，一般债纳入一般公共预算管理，从近年数据来看地方政府每年新增额度使用率约 97%，基本使用完毕。基于这一情况，我们预计 2023 年地方政府一般债券新增规模为 8000 亿。

而专项债纳入政府性基金预算管理，并不纳入赤字安排，尽管在降杠杆、防风险的背景下，专项债增速或从高位滑坡，难以出现明显增量，但偿债压力较 2022 年明显增加，叠加稳增长压力下保持财政支出强度的必要性，我们认为 2023 年地方债新增限额或维持 2022 年的较高水平，预期新增专项债规模为 3.6-3.8 万亿元，综合来看，2023 年新增地方债规模约 4.4-4.6 万亿元。

图 15：2022 年专项债发行规模增速远高于一般债，2023 年或回归零值



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

发行节奏方面，2023 年政策发力继续前置。2022 年底监管部门已向地方下达了 2023 年提前批一般债及专项债额度，截至 1 月初已有 16 省市公布一季地方债发行计划，近 1.1 万亿元。多省份提前批额度相比 2022 年明显增长，样本区域额度较 2022 年增 35%，若扩展至全国，则 2023 年提前批次地方专项债下达额度约 2 万亿元。

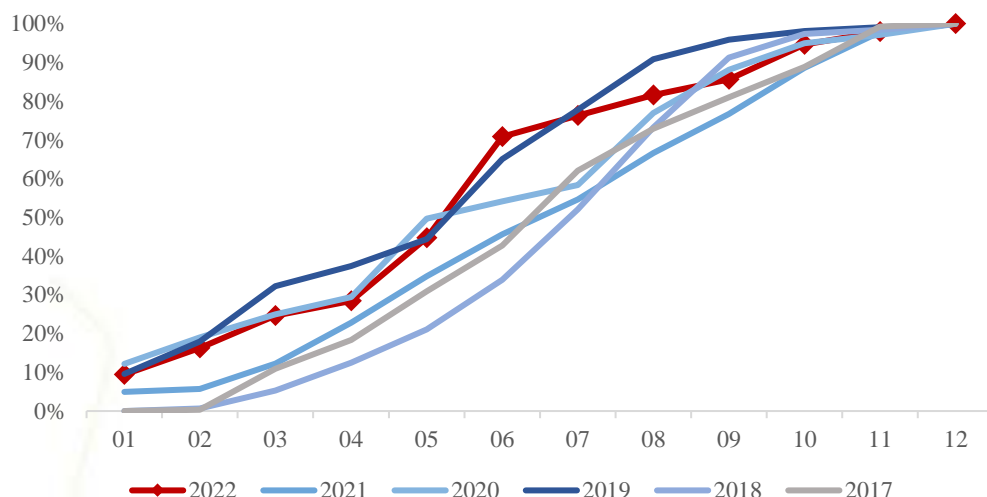
表 3：地方债提前批次下达时间、规模及额度占上年比重

提前批次	下达时间	专项债下达额度(万亿)	额度占上年比重
2019 年	2018-12	0.81	60%
2020 年	2019-11	1	46.50%
2021 年	2021-03	1.77	47.20%
2022 年	2021-12	1.46	40%
2023 年(预计)	2023-01	2	56%

数据来源：wind、中粮期货机构服务部

2023 年理论上可下达的提前批专项债、一般债额度最高分别为 2.19 万亿、0.43 万亿，以 2 万亿元计算，2023 年专项债下达额度占比或达到 56%，接近 60%的额度占比上限，显著高于 2020-2022 年水平。而提前批次地方专项债一般于上半年发行完毕，参考 2019 年的地方债发行进度，上半年发行地方债规模占比达全年 65%，与 2022 年“适度超前开展基础设施投资”定调下的发行节奏类似，供给压力较为显著，2023 年此现象预期延续。

图 16：地方债发行进度季节性图



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

综合考虑国债发行高峰一般为 5-6 月，预期 2023 年一季度供给压力初现，二季度达到利率债供给高峰，半年后则逐步缓解。

### 三、失速的“三驾马车”能否再度腾飞？

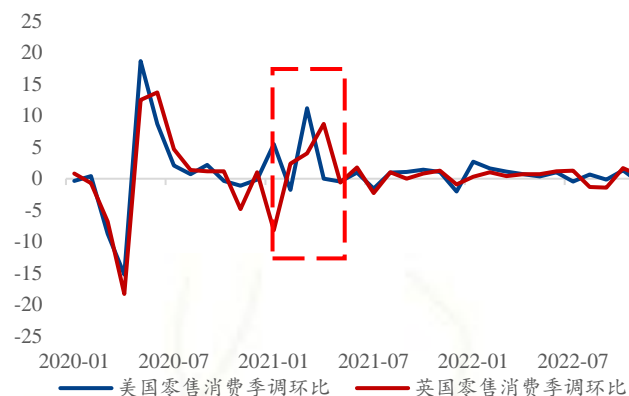
2022 年，传统的“三驾马车”集体失速，消费受疫情冲击萎靡不振、投资仅靠基建孤木难支、出口在外需走弱及供应链重构的背景下持续滑坡。2023 年，“三驾马车”能否再度腾飞是债市预期及利率走势研判的关键。我们将具体从以下三个方面进行分析：

#### 1、疫情后的“报复式消费”将如何演绎？

海外经验显示，疫情放开后会普遍出现“报复式消费”，消费增速会在一段时间内远超出疫情前的趋势水平。欧美国家普遍于 2020 年底至 2021 年一季度放开疫情管控，随后消费出现快速反弹，美国、英国在放开后一季度内消费季调环比增速均值超 5%。而在低基数效应下，同比数据反应更为显著，美国、欧洲、英国消费同比峰值分别为 53.7%、23.7%、41%。

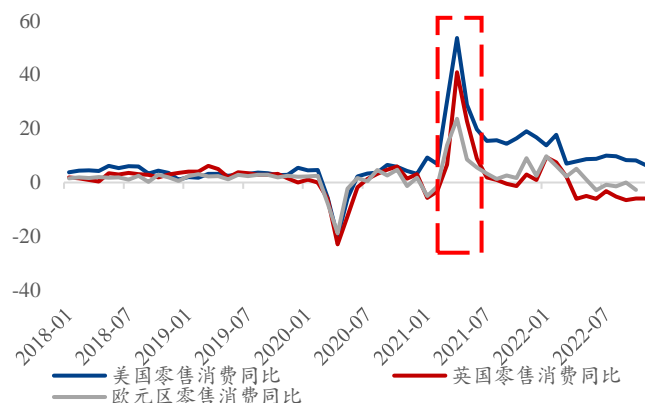


图 17: 疫情放开后一个季度内消费出现爆发式增长



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

图 18: 低基数效应下，同比数据反应更为显著

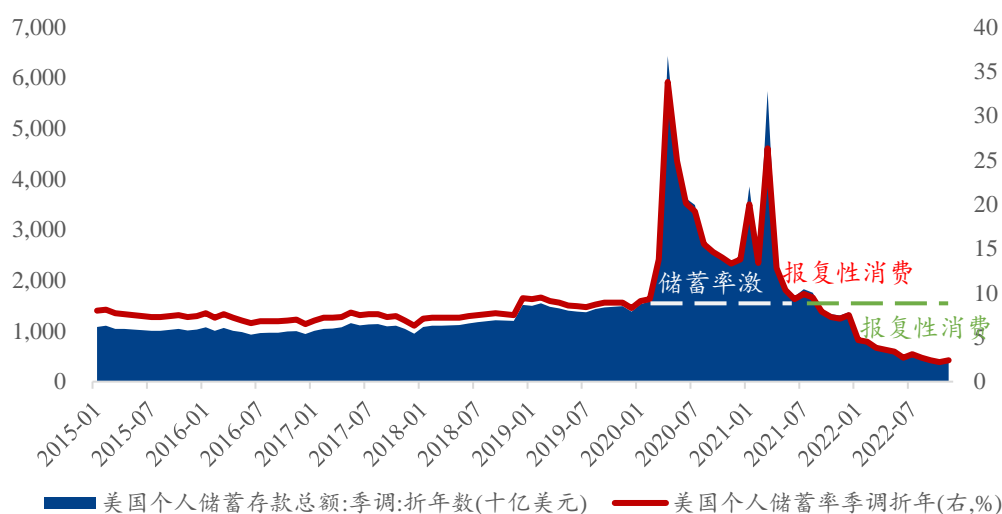


数据来源：中粮期货机构服务部、wind

“报复式消费”的主要路径源于消耗超额储蓄率转化为“疫后消费潜力”带动消费快速回升，但“由俭入奢易，由奢入俭难”，消费激增易形成惯性及依赖，超额储蓄率消耗殆尽后，往往会出现“透支式消费”，继续降低储蓄率支撑消费增速维持高位。

以美国为例，2020 年面对疫情冲击，美国运用大规模刺激政策推动居民储蓄水平快速提升，叠加疫情管控下美国居民消费无法释放，累计超额储蓄快速增加。2020 年 3 月-2021 年 3 月，居民平均超额储蓄较 2018-2019 年 3 月超过 2 万亿美元。但疫情放开后仅一个季度，超额储蓄就被消耗完毕，需求释放下的“报复性消费”十分显著。而 2021 年下半年到 2022 年，储蓄率在消费惯性下仍延续下降，透支未来消费潜力支撑美国强劲消费。截至 2022 年 11 月已降至 2.4% 的历史低位（疫情前水平为 6%-8%），而美国疫情管控放开近 2 年后，消费水平仍超出疫情前水平 10%

图 19: 欧美疫情期间储蓄率激增，疫后储蓄率快速消耗

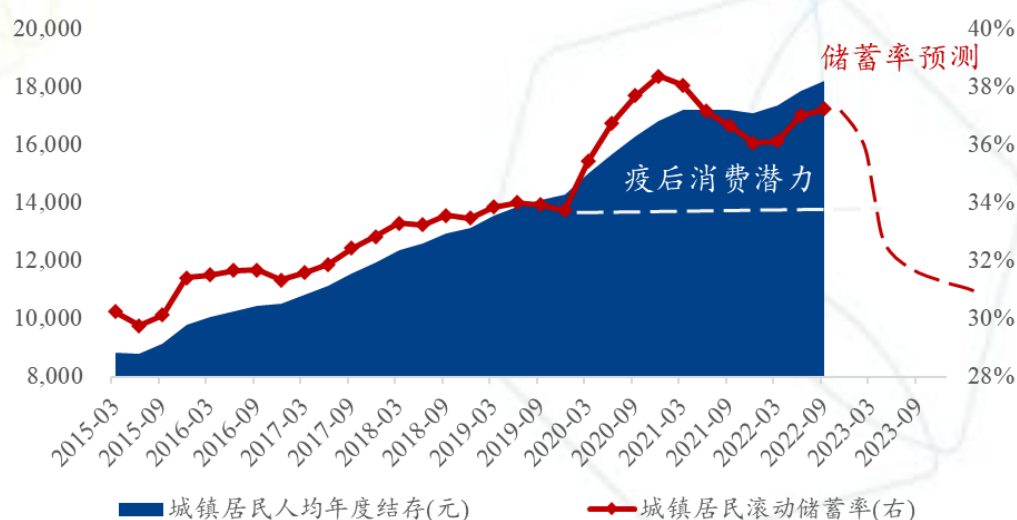


数据来源：wind、中粮期货机构服务部

我国在疫情期间储蓄率同样快速上升，2020年3月起城镇居民滚动储蓄率自34%快速上升至38%，增速远高于疫情前水平。2021年疫情阶段性缓和储蓄率出现下降，但2022年随着疫情反复，储蓄率再度上升。

2023年，“新冠肺炎”更名为“新型冠状病毒感染”并实施“乙类乙管”，预期全国疫情峰值后或快速释放消费潜力，上半年消耗超额储蓄率出现“报复式消费”，带动社零快速回升；下半年或出现“透支式消费”，但增速明显减缓，储蓄率预期降至30%-32%，基数效应下预期全年消费平滑增长。但市场主流预期认为基数效应下，下半年消费数据增速将快于上半年，或存在一定预期差。

图 20：2023 年居民消耗储蓄率转化为“疫后消费潜力”，带动社零快速回升



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

## 2、地产能否全面企稳？

地产链是影响国内投资项的主要变量，2022年，全年宽信用主线围绕“稳定地产行业信心、化解地产行业风险”展开，政策力度也从区域到全局逐步加码。而年底的中央经济工作会议关于房地产的表述较前两年明显增加，除了“房住不炒”的基本定调外，还加入了“保交楼、保民生、保稳定”、“化解风险”、“坚决遏制增量、化解存量”等相关表述，中央对房地产行业及可能出现的风险高度重视，定位2023年房地产行业为转向发展新模式的“过渡期”。

表 4：中央经济工作会议房地产相关表述近三年对比

	2022 年	2021 年	2020 年
中央经济工作会议房地产定调	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好 <b>保交楼、保民生、保稳定</b> 各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购， <b>有效防范化解优质头部房企风险</b> ，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。 <b>要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b> ，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。加强党中央对金融工作集中统一领导。 <b>要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。</b>	<b>要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导</b> ，探索新的发展模式， <b>坚持租购并举</b> ，加快发展长租房市场，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， <b>因城施策促进房地产业良性循环</b> 和健康发展。	<b>要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b> ，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设， <b>加快完善长租房政策</b> ，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。

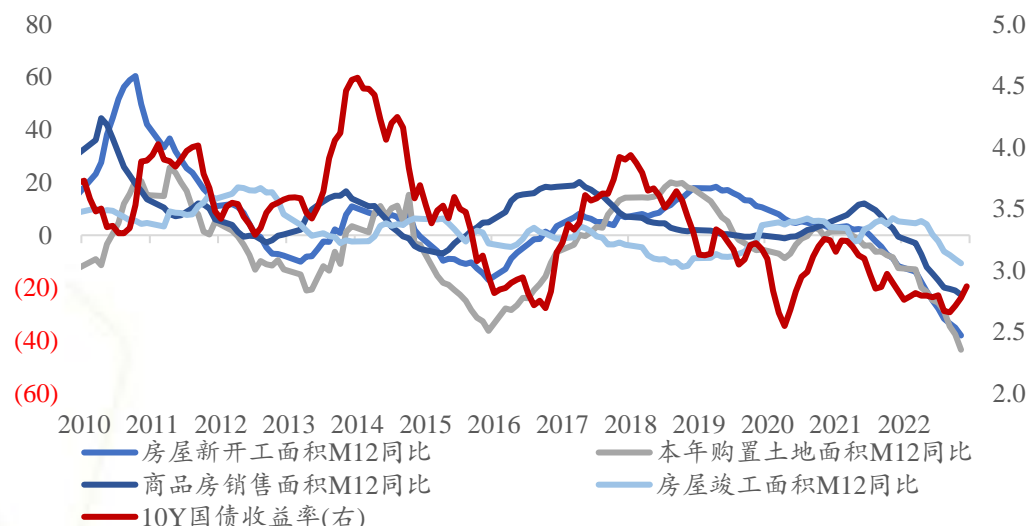
数据来源：wind、中粮期货机构服务部

回顾历史，地产历次企稳均始于地产需求端政策放松，刺激居民购房意愿，居民加杠杆购房使得销售数据回暖，从而推动房价上涨，再传导至供给端带动地产链全面企稳，地产销售领先于地产其他数据。因此，销售数据的回暖可以视为房地产行业的“市场底”，也是国债利率较好的先行指标。

2022 年地产行业持续坍塌，购地、开工、竣工、销售等数据全年走低。地产周期的企稳既需要政策提供“支点”，也需要居民端贡献“杠杆”，而市场信心尚未重塑，居民加杠杆意愿较低，商品房销售始终处于冰点，未能带动地产周期转暖。

2022 年地产行业“政策底”已经确认，地产供给端“三箭齐发”，从信贷、债券、股权三融资主渠道化解民营地产企业融资问题。需求端调降 LPR 利率、公积金贷款利率、首套房贷利率下限、置换退税等等措施逐步推进，供需双宽的政策趋势十分明确。2022 年 11 月，疫情管控放松+地产支持政策密集发布，“强预期”推动 10 年国债利率先行反弹，预期 2023 年上半年可见“市场底”，强预期下利率将持续反弹

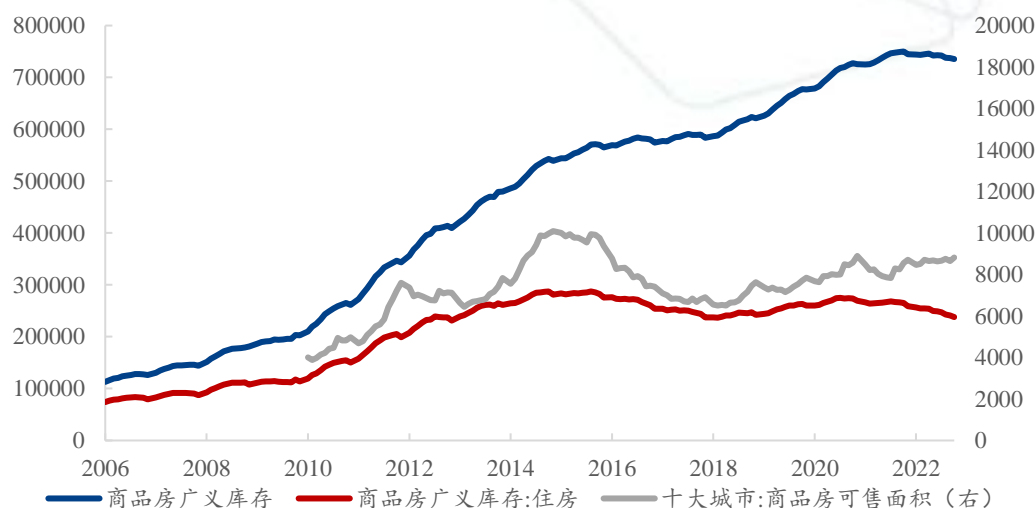
图 21：2023 年居民消耗储蓄率转化为“疫后消费潜力”，带动社零快速回升



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

但需要注意的是，2022 年企业购地、新开工数据显著弱于销售、竣工数据，本质上反应的是地产企业债务压力过大，现金流十分紧张，此前的高周转模式出现崩塌。展望 2023 年，“保交楼、保民生、保稳定”是中央经济工作会议关于房地产行业放在首位的目标，叠加地产广义库存仍居于高位，中央经济工作会议也定调“坚决遏制增量、化解存量”，预期 2023 年购地、新开工数据继续弱于消费、竣工。

图 22：商品房广义库存仍居于高位，2023 年主要化解存量



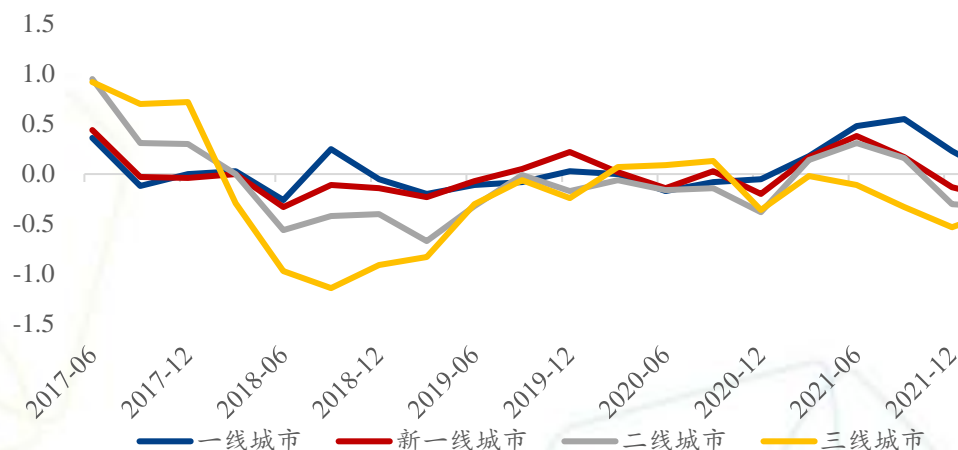
数据来源：wind、中粮期货机构服务部

与此同时，“报复式消费”将主要集中于疫情管控阶段的餐饮、出行等领域以及耐用品消费，而“透支式消费”或进一步削弱居民资金储备，一定程度上会对居民购房能力产生影响。叠加“房住不炒”基调延续，一线城市放开限购等需求端全面放松政策出台概率较小，房地产行业的回暖大概率是“弱复苏”，与市场主流预期的下半年地产行业全面复苏或存在预期差。



结构方面，疫情冲击下大城市就业较中小城市更景气，劳动力持续向大城市转移，城市间居民收入差距更为显著，使得本轮地产周期下行中，三四线城市地产行业坍塌较一二线城市更为严重。

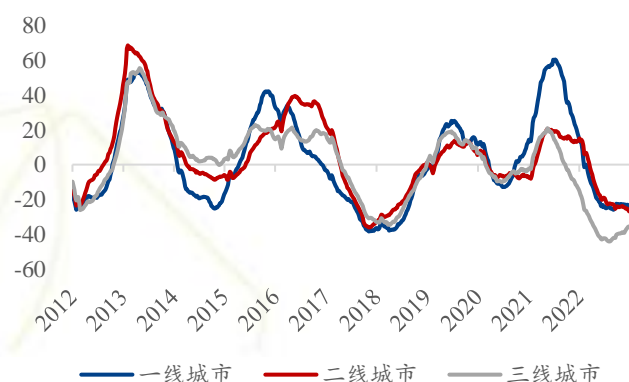
图 22：疫情冲击下大城市就业较中小城市更景气，劳动力持续向大城市转移



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

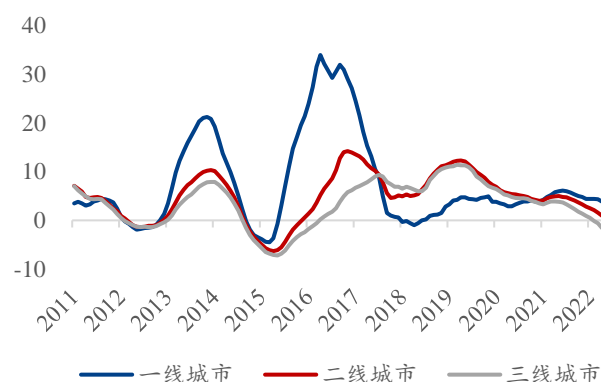
2022 年，一二线城市与三线城市商品房销售分化显著，后者商品房成交面积跌幅峰值超 40%。与此同时，商品房除了居住属性还具备较强的投资属性，房价是稳定预期、带动消费回暖的关键性因素。2022 年，一线城市房价小幅增长，二线城市稳定，而三线城市明显下跌，在此背景下，三四线城市地产信心恢复尚需时日，2023 年房地产结构或延续分化，一二线继续强于三四线，难以看到地产的全面企稳。

图 23：商品房成交面积滚动同比



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

图 24：70 城新建商品房价格同比



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

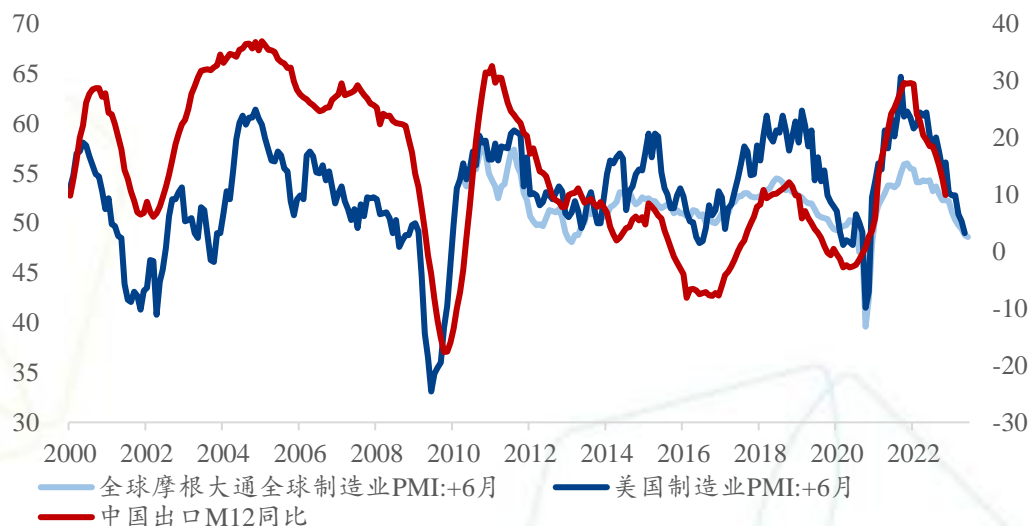
### 3、出口是否会继续回落？

2022 年上半年，我国出口频超预期成为支撑经济的亮点，但 2022 年下半年，随着欧美主要经济体需求放缓，我国出口压力逐步凸显，特别是四季度在高基数效应下，出口同比增速出现加速滑落。一般来说，全球经济会直



接影响我国出口，全球 PMI 以及美国 PMI 领先中国出口滚动增速同比 6 个月，且相关性较好。2023 年全球经济走势如何是判断我国出口的主要因素，而美国作为全球第一大经济体、我国最大贸易合作伙伴更是关键环节。

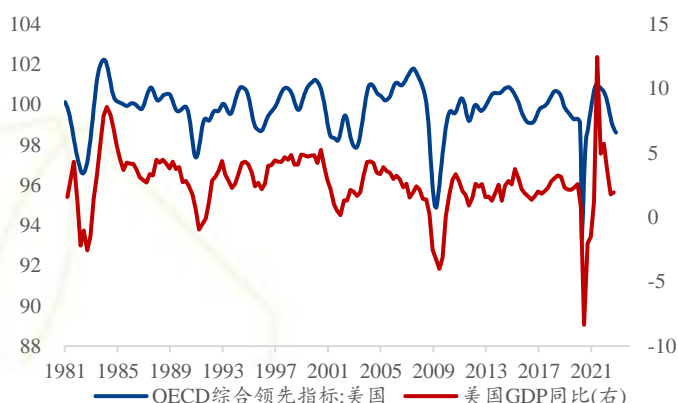
图 25：海外 PMI 领先国内出口 6 个月，预示 2023 出口持续下滑



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

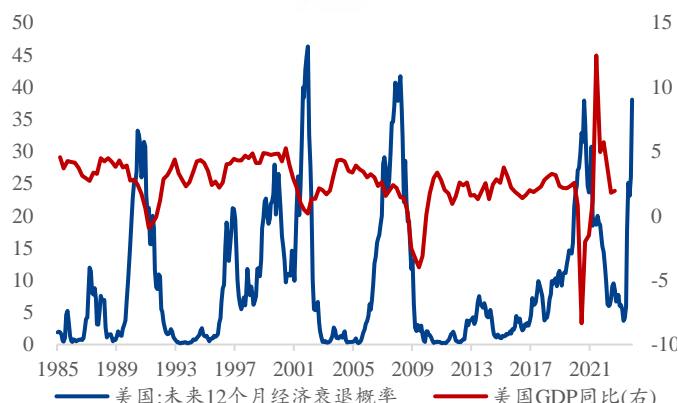
回顾历史，快速加息和持续高利率往往是经济衰退的导火索。2022 年以来，美联储加息幅度已处于历史前列，多项指标也指向美国即将出现衰退：美国 OECD 综合领先指标趋一般同步与美国经济周期，目前处于持续下行阶段；纽约联储发布的美国未来 12 个月衰退概率作为较好的衰退先行指标，目前已逼近 40%，超过了 1990 年及 2020 年时期。

图 26：OECD 经济领先指标趋势下行



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

图 27：未来 12 个月美国衰退概率逼近 40%

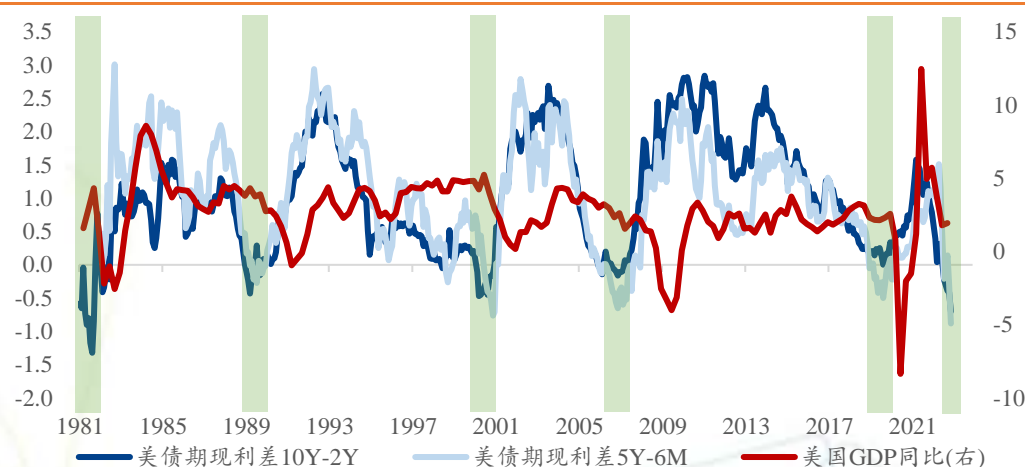


数据来源：中粮期货机构服务部、wind

此外，美债收益率曲线深度倒挂，为 1981 年以来最严重一次。其为市场对美联储加息与经济周期的预期。历史上美债收益率倒挂 4-6 季度后美国经济均出现衰退，从传导链条来看，一般为“美联储加息-曲线倒挂-美联储降息

-曲线回正”，其中美联储降息周期开启后的一到两个季度内，美债收益率曲线就会快速回正，随之而来的也是美国经济衰退周期的开启。

图 28：美债收益率曲线倒挂预示衰退



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

CME FedWatch Tool 显示美联储 2023 年上半年结束本轮加息周期并于 2023 年 7 月开启降息周期，与市场主流预期一致。若该路径如期演绎，降息周期开启后，美债收益率曲线预期快速回正，叠加疫后两年对未来消费潜力的透支，2023 年下半年美国进入衰退周期的概率较大。

图 29：CME FedWatch Tool 美联储加息概率路径(202301)

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	68.70%	31.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.90%	61.70%	25.40%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.60%	41.50%	40.40%	10.50%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.00%	38.70%	40.50%	13.00%	0.90%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	1.60%	14.40%	39.10%	34.00%	10.10%	0.70%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.60%	6.20%	23.30%	37.30%	25.40%	6.70%	0.40%
2023/11/1	0.00%	0.30%	3.20%	14.10%	29.80%	31.80%	16.80%	3.80%	0.20%
2023/12/13	0.20%	2.30%	10.80%	25.10%	31.20%	21.30%	7.70%	1.30%	0.10%

数据来源：wind、中粮期货机构服务部

相较之下，我国疫情峰值后或快速释放消费潜力进入复苏周期，内需将显著强于外需，外需趋势性走弱对于我国未来出口增速的拖累或将持续存在，外贸数据或全年持续回落，贸易顺差也将继续收窄。

此外，外贸出口对制造业投资以及工业生产的贡献占比较大，历史上看出口增速与制造业投资增速、发电量增速相关性较好。2023 年出口下滑将持续对国内生产端施压，制造业投资增速难以维持全年高位。

图 30：出口下滑将持续对国内生产端施压



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

## 四、影响债市的其他因素

### 1、2023 年通胀压力几何？

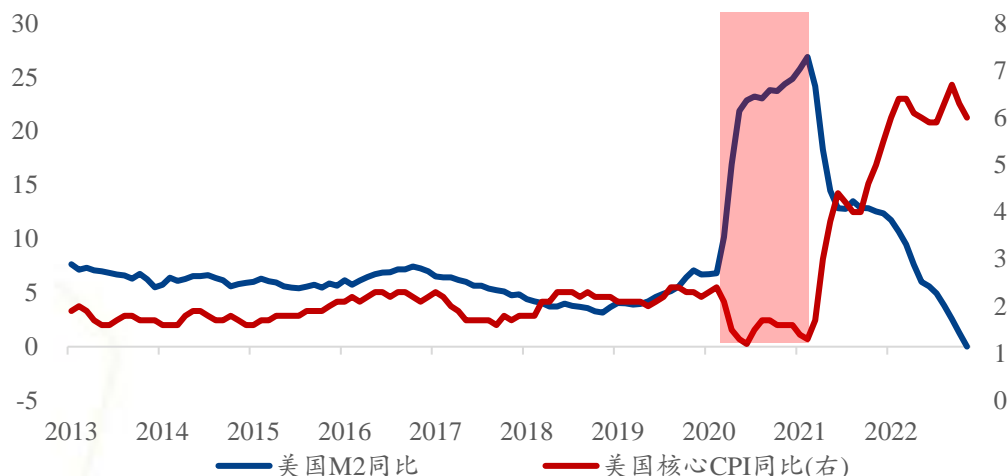
尽管通胀在 2021-2022 年的债市研判中整体偏离，但 2022 年三季度货币政策执行报告中新增“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”、“警惕未来通胀反弹压力”等内容，通胀仍然是债市研判中不能忽视的因素。

回首 2022 年，不同于欧美主要经济体的高通胀压力，我国通胀始终处于温和区间，CPI 全年未突破 3% 的警戒线、PPI 甚至在四季度由正转负进入通缩区间。但展望 2023 年，看似稳定的通胀或存隐忧。

基础货币的超额投放是通胀的来源，但货币向通胀的传导时常存在滞后性。当央行投放的货币淤积在金融体系时难以出现通胀，而一旦自金融体系流向实体经济则极易引发通胀，可用 M2 与核心 CPI 的背离程度进行判断。

2020 年全球疫情期间，美联储投放大量流动性，但受疫情管控限制并未流向实体经济，而 2021 年疫情管控放开叠加货币投放放缓，核心 CPI 快速反弹，随后更是在俄乌冲突的黑天鹅下不断刷新纪录。

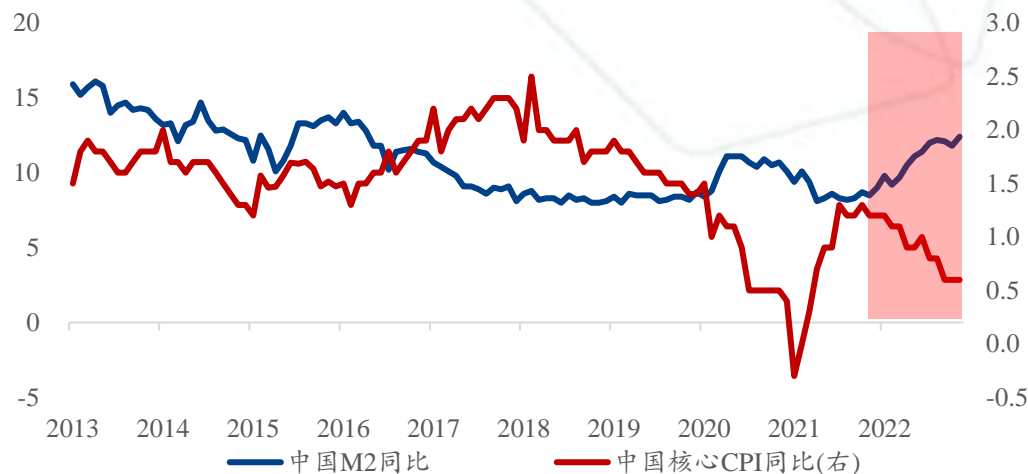
图 31：美国 M2 与核心 CPI 背离后出现反转



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

2022 年，我国 M2 也与 CPI 出现大幅背离，货币滞留于银行间市场并未真正流向实体经济从而带动物价上涨，使得 2022 年全年通胀无忧，也未对货币政策的全年宽松产生掣肘。但展望 2023 年，高层定调货币供应量、社融同 GDP 增速基本匹配，旨在疏通银行间淤积的流动性向实体经济传导，以达到信用复苏，而疫后的“报复式消费”将使得需求端快速反弹，但供给端恢复需要时日，或在上半年出现供不应求的情况从而引发通胀压力。

图 32：2022 年我国 M2 与核心 CPI 持续背离，2023 年或出现反转



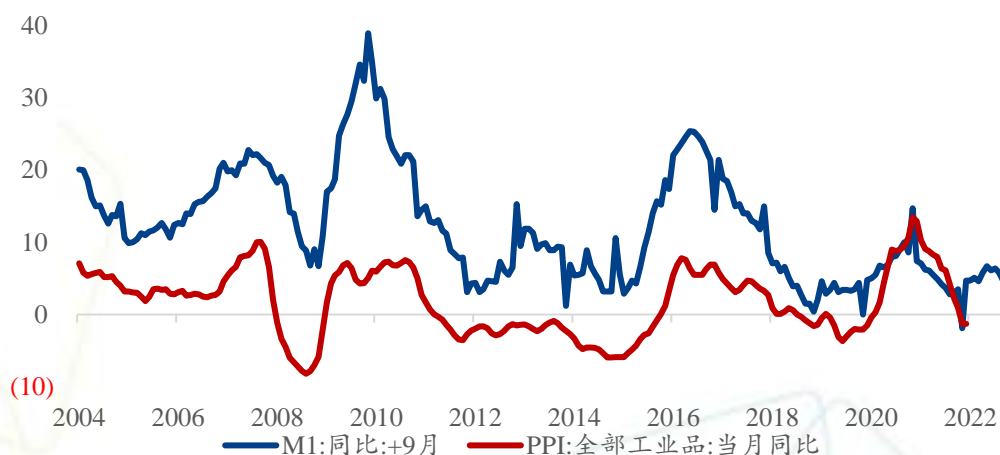
数据来源：wind、中粮期货机构服务部

但作为 CPI 最大单项的猪价，现阶段存栏压力仍在演绎，而春节过后猪肉消费进入季节性淡季，预期 2023 年上半年仍处于下行周期，一定程度上会缓解货币自金融体系流向实体经济引发的通胀压力。

PPI 方面，我们通过 M1 后推 9 个月来预测中国 PPI，较为符合货币向通胀的传导存在滞后性的逻辑，从历史来看拟合效果也较好，节奏整体一致。可以看出现阶段 PPI 已经见底，2023 年上半年或持续回升，但本轮 M1 增速相对较缓，预期 PPI 上行的幅度也整体可控；而下半年则随基础货币投放量

减少而再度出现回落，叠加俄乌冲突可能终止潜在的大宗商品下跌风险，预期通胀压力将明显缓解。

图 33: M1 同比领先 PPI 三个季度，预示 2023 年上半年存在通胀压力



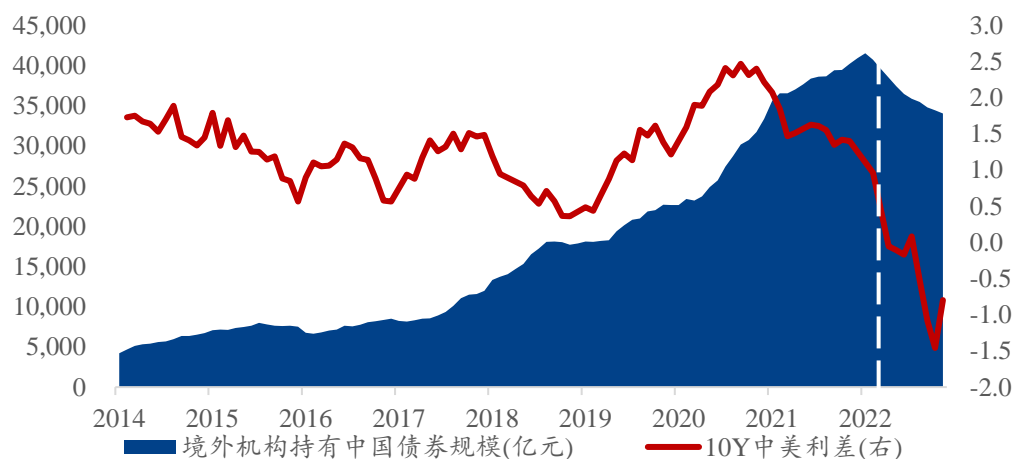
数据来源：wind、中粮期货机构服务部

## 2、中美利差倒挂下外资对债市供需影响几何？

2022 年市场在债市供需方面主要围绕地方债供给、“资产荒”现象等角度展开激烈讨论。但对中美利差倒挂叠加人民币快速贬值的背景下，外资持续流出中国债市鲜有关注。仅有的少数观点也认为外资行为对国内债券定价的影响较为有限，且外资流入主要为战略型的配置资金，当人民币贬值压力消退、基本面企稳后，即使中美利差持续倒挂外资仍会持续流入。

但实际情况来看，2022 年 2 月以来境外投资者开始持续减持中国债券，2022 年 4 月中美 10 年期国债利差出现自 2010 年以来首次倒挂，外资流出速度加快。截至 2022 年 11 月已流出约 7500 亿元，对债市供需影响不容小觑。

图 34: 中美利差倒挂后债市外资持续流出



数据来源：wind、中粮期货机构服务部



展望 2023 年，中美利差作为外资持债的核心指标，美债波动显著大于中国国债，是判断中美利差的关键。一般来说，美债利率定价领先于联邦利率一个季度，CME FedWatch Tool 显示美联储 2023 年上半年结束本轮加息周期，若该路径如期演绎，则一季度美债利率维持高位，二季度则随着加息周期结束，降息预期来临逐步下行。因此，我们预期 2023 年一季度中美利差仍将延续倒挂，二季度出现快速收窄，下半年随着国内经济弱企稳，海外经济面临衰退，美联储加息周期结束，中美利差将出现回正，外资或重新流入债市。

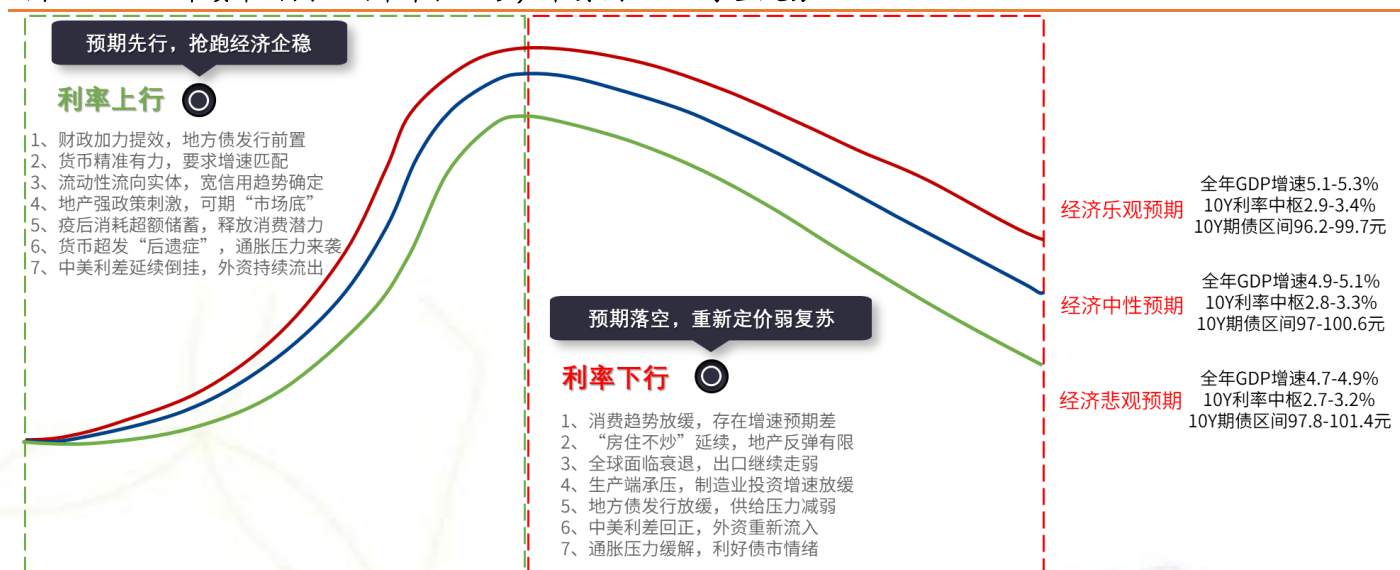
## 五、结论

基于对 2022 年债市基本面以及交易节奏的思考，结合对 2023 年政策、消费、投资、出口、通胀以及供需等角度的展望。我们认为：2023 年中国经济在“三年大疫”后将迎来复苏，沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春，国债利率中枢将整体抬升，国债期货也将整体走弱。在全年 GDP 增速 4.9%-5.1% 的中性预期下，10 年国债利率中枢 2.8-3.3%，10 年国债期货波动区间为 97-100.6 元

上半年预期先行，债市将抢跑经济企稳，出现明显下跌，二季度或达到年内利率高点。主要逻辑包括：中央经济工作会议定调稳字当头、稳中求进，财政政策定调加力提效，赤字率或回升至 3.0-3.2% 水平；货币政策要求增速匹配，总量有限下更多依靠结构型工具发力，进一步疏通货币向实体经济传导路径，宽信用趋势确定；全国疫情峰值过后，居民将消耗疫情期间的超额储蓄出现“报复式消费”带动社零快速回升；地产“政策底”已现，强政策刺激下可期“市场底”；货币超发存在“后遗症”，通胀压力或将来袭；中美利差延续倒挂，外资持续流出形成压力。

下半年预期落空，债市重新定价弱复苏，出现企稳回升。主要逻辑包括：“报复性消费”转为“透支性消费”，增速放缓存在预期差；“房住不炒”延续叠加化解存量，地产反弹有限；全球面临衰退，出口将持续回落，也进一步对生产端施压，制造业投资增速或不及预期；在防范地方债务风险的背景下，地方债总量有限且发行明显前置，下半年地方债发行将放缓，供给压力减弱；美联储停止加息中美利差预期回正，外资重新流入；通胀压力整体缓解，利好债市情绪。

图 35：2023 年债市研判：利率中枢上移，节奏倒“V”字型走势



数据来源：wind、中粮期货机构服务部

## 中粮期货机构服务部 (Institution Service Department of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦4层 邮政编码: 100007

4th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007



部门经理:	韩旭	电话: 010-59137067	邮箱: han-xu@cofco.com
金融机构:	梁中艳	电话: 010-59137097	邮箱: liangzhongyan@cofco.com
产业客户:	韩迦南	电话: 010-59136909	邮箱: hanjianan@cofco.com
境外客户:	仲鹤依	电话: 010-59137360	邮箱: zhongheyi@cofco.com
研究支持:	黄少艺	电话: 010-59137331	邮箱: huangshaoyi@cofco.com
	孟阳	电话: 010-59137019	邮箱: mengyang20@cofco.com
	袁一品	电话: 010-59136922	邮箱: yuanyipin@cofco.com
	刘若洋	电话: 010-59136909	邮箱: liuruoyang@cofco.com
	汪梦欧	电话: 15622753481	邮箱: wangmengou@cofco.com

中粮期货机构服务部是中粮期货总部直属大客户服务部门, 致力于为集团客户、大型产业客户与金融机构客户提供“一站式”期货业务服务。我们通过举办周度投研报告精选、定期的沙龙交流追踪热点、行业交流会议和大型产业论坛, 为客户提供期货业务体系培训; 投资、套保与风控部门搭建; 机制与流程设计与创新; 交易方案及策略辅助; 交易顺畅保障与个性化 IT 创新软件; 交割与质押等后续服务工作; 市场分析与研发; VIP 交易通道和定制化结算服务。

### 【法律声明】

中粮期货有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号: 证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道, 中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正, 但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断, 仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果, 概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有, 为非公开资料, 仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权, 任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。