



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

五矿期货**国债**年报

—— 去否极，望泰来

20221207

宏观金融组 蒋文斌

■ jiangwb@wkqh.cn

■ 0755-23375128

■ 从业资格号：F3048844

■ 交易咨询号：Z0017196



CONTENTS



五矿期货

1 年度评估及策略推荐

2 行情回顾

3 经济数据

4 流动性

5 利率及汇率

6 政策

7 总结



1 年度评估及策略推荐

回顾2022年，有三条主线主导了国内的经济及国债行情走势

1、疫情的发展及防疫政策的变化

上半年随着深圳及上海等经济重镇的陆续封城，国内经济出现了快速的下滑。而“十一”长假后，人口流动的增加导致疫情再度在全国多地扩散，疫情的走势及防疫政策的变化也再次成为市场关注的焦点。

2、房地产市场的政策及基本面的演绎

自去年下半年房地产市场调整以来，中央相关部门及地方政府便在“限购限贷”、房贷利率及开发商的融资政策等方面出台了多项利好政策，但鉴于居民端的购房信心不足，全年房地产市场销售萎靡，政策的利好并没有改善行业的经营困境。

3、海外通胀及美联储货币政策

供应链问题、货币超发、地缘冲突及疫情等共同导致了今年欧美主要发达经济体的通胀高企，尤其是“俄乌冲突”以后，原油及天然气价格的大幅上涨，加剧了市场的通胀担忧。

展望2023年，以下几点值得期待

1、防疫政策优化，国内消费及房地产市场开始逐渐复苏

随着近期全国多地防疫政策的实际性放松，后续各地的政策有望逐步解封，预计在春节前后实现全国范围内的政策覆盖。参考东亚周边国家或地区的经验，放开后预计有3-4个月的疫情高峰期，随后感染人数会回落至一个相对稳定的水平，经济也将迎来反弹，房地产市场在政策的推动下也有望迎来弱复苏。

2、国内稳经济政策持续出台

房地产的政策有望从供给端延伸至需求端，前期政策收紧的行业有望迎来放松，积极的财政政策有望延续，2023年将全力拼经济。

3、美联储加息政策缓解，非美资产抛压减轻

美国多数经济数据已经回落，通胀或就业的阶段性强势难改经济向下的大趋势，国际资本有望回流新兴市场，非美资产尤其是新兴市场的资产价格有望迎来反弹。

2022年年底，我们总体走出了一个“弱现实，强预期”的行情，由于房地产救市政策的不断推出，防疫政策的不断优化及流动性的边际转紧，我们看到了利率市场走出了一波快速的上涨行情。未来我们的行情需要将预期变成现实。

2023展望：若强预期兑现，利率将震荡小幅上行，若经济表现不及当下的预期，利率有望迎来阶段性的回落。节奏上看，受疫情放开导致的感染人数在阶段性大幅增加的影响，预计我国经济将在明年上半年表现相对较弱，持续时间约为3-6个月，随后将在下半年迎来弱复苏，全年利率表现将是前低后高的走势。

国债策略上：总体思路是逢高做空为主，但若超跌至98以下，也可以考虑多单持有换月的操作策略，预计2023年的十年期国债主力合约运行区间在97.0-100.5之间。

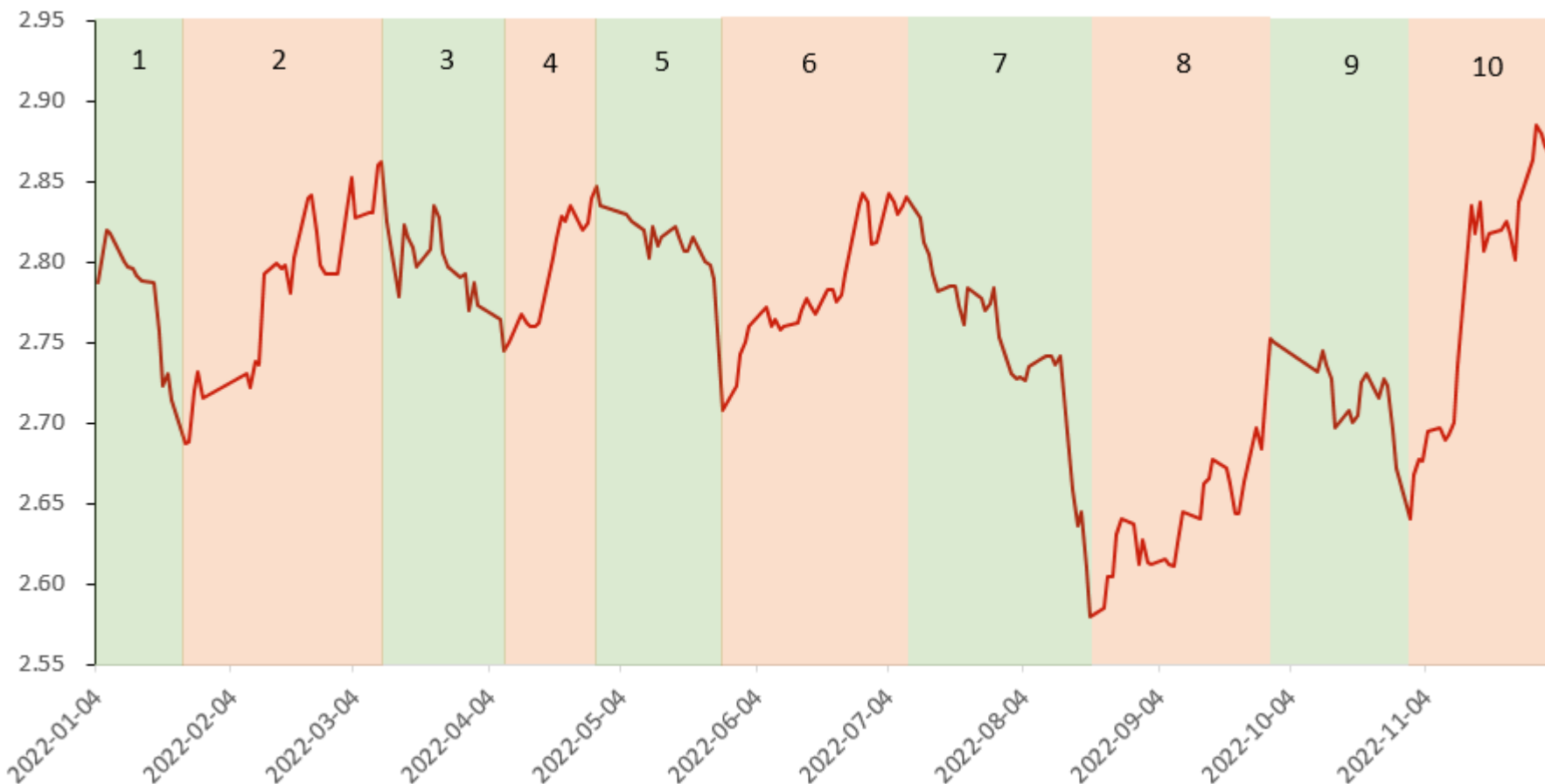
2 行情回顾



2022年行情回顾：

- 1、年初-1月25日：去年底今年初的降准降息，12月份PMI、消费、固投数据表现不佳；
- 2、1月26日-3月10日：1月社融大幅超预期，多地房地产政策放松影响；
- 3、3月11日-4月7日，2月社融大幅不及预期，深圳、上海疫情相继封城，国内经济及外贸受到较大影响；
- 4、4月8日-4月28日，一季度GDP数据超预期，全年专项债发行前置，各地房地产放松政策加码；
- 5、4月29日-5月27日，上海疫情持续超预期，降息，4月社融不及预期和经济数据大幅下滑；
- 6、5月30日-7月8日，上海解封，经济活动逐步恢复，房地产销售好转，股市反弹；
- 7、7月9日-8月19日，上海解封一个月后，经济数据、房地产销售的反弹没有延续，表现不及预期；
- 8、8月20日-9月30日，疫情稳定，PMI、房地产、汽车、社融等数据有所反弹，MLF净回笼；
- 9、10月1日-10月31日，十一长假的人口流动导致疫情在全国扩散，全国多地进入封控状态，经济预期再度转弱；
- 10、11月1日至今，房地产利好政策不断出台、疫情防控政策优化及流动性偏紧。

图1：十年期国债收益率走势

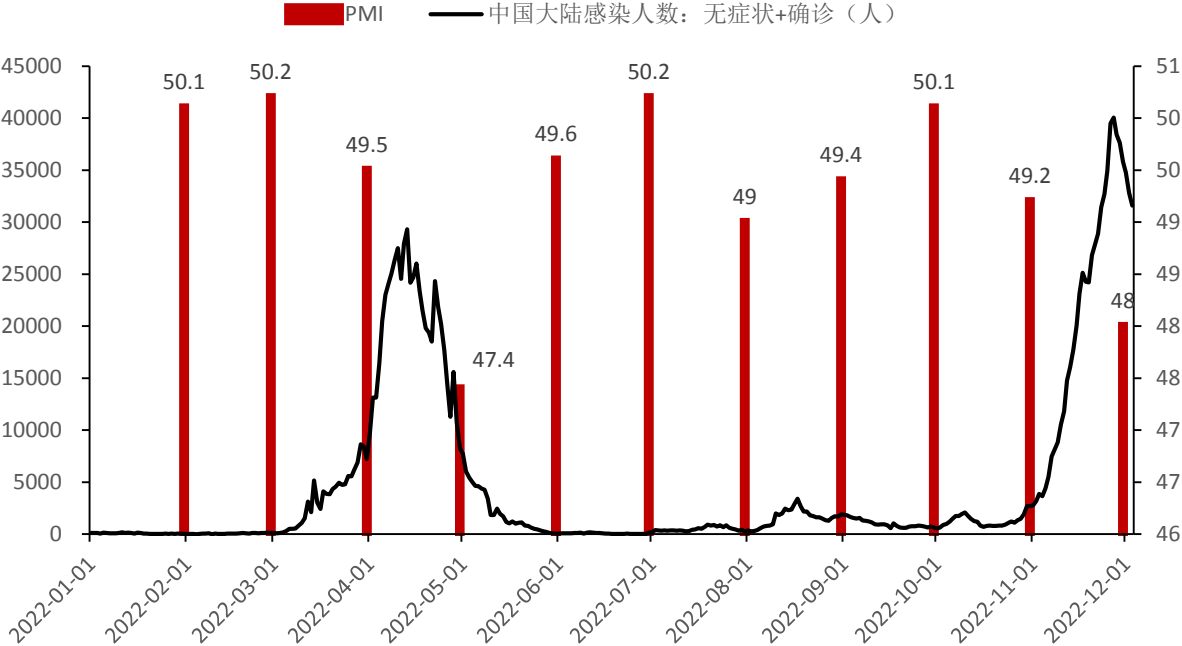


资料来源：WIND、五矿期货研究中心，注：数据截止到12月2日

3 经济数据

经济表现和疫情高度相关

图2: 2022年PMI及新冠感染人数



资料来源: WIND、五矿期货研究中心 注: 数据截止到12月2日

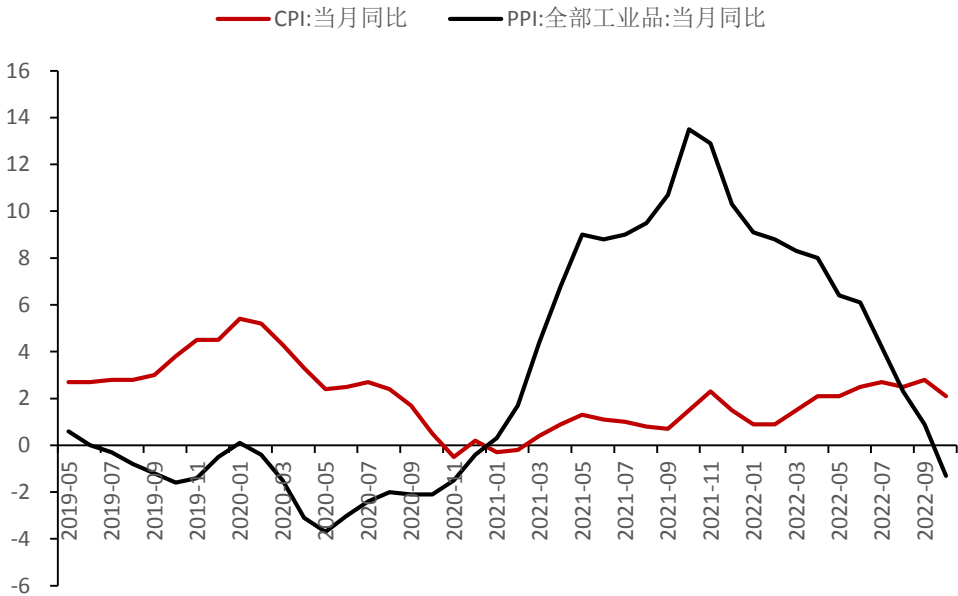
从全年看，PMI的走势和疫情高度相关，全年PMI的两个低点分别出现在4月份（上海封城期间）及11月份（疫情全国扩散，多地封控）。

防疫放开后，CPI将温和上行



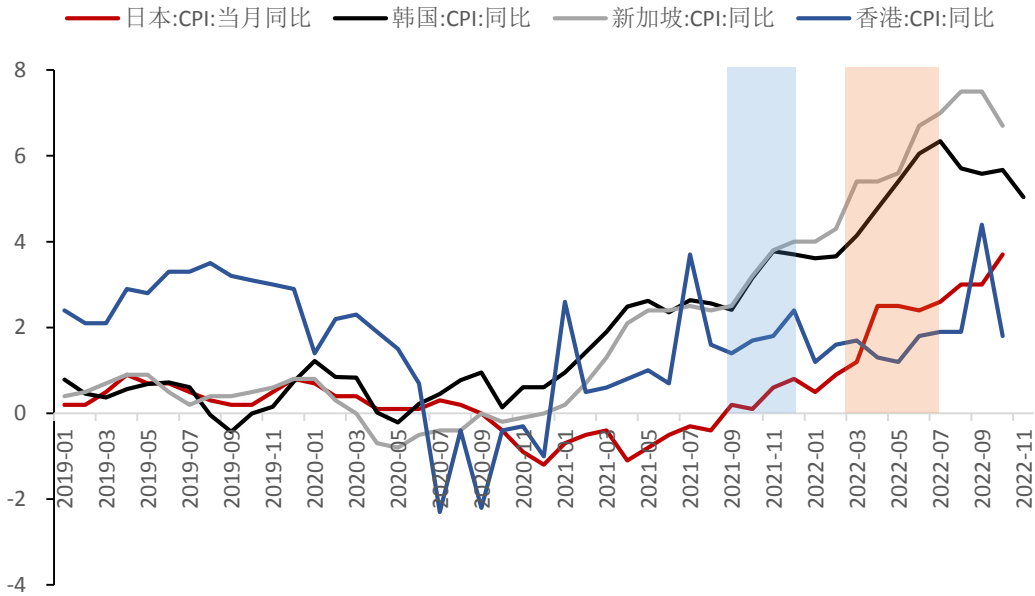
五矿期货

图3：CPI及PPI（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：周边经济体疫情放开前后CPI走势（%）

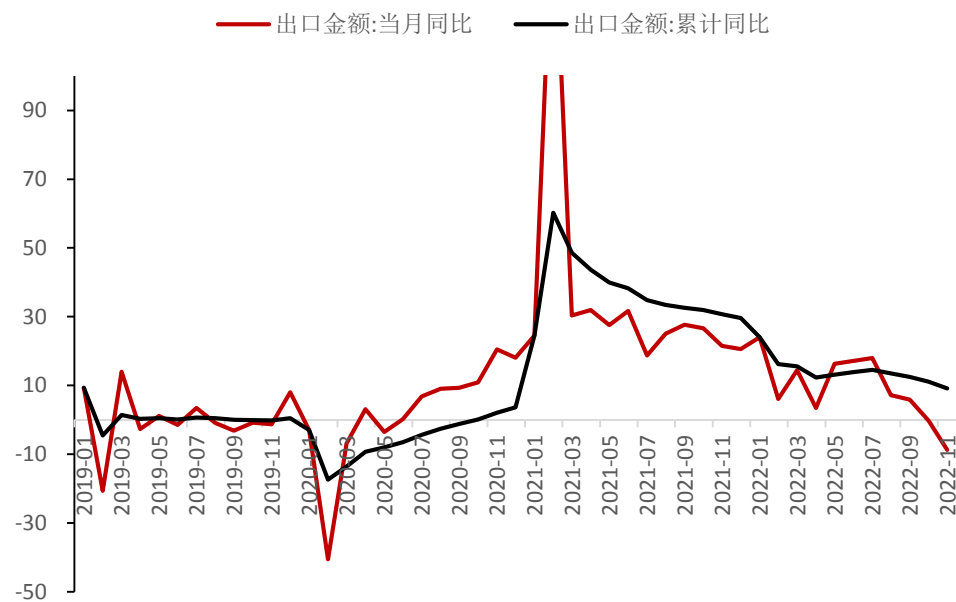


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2022年我国通胀水平总体维持在相对低位，全年CPI保持在3%以下，其中猪肉等食品价格涨幅较大；对比东亚周边经济体的表现，日韩新在去年9-10月份有一个初步的放松，随后在今年3-4月份大幅的放松。第一次初步放松后，CPI都有小幅上涨。而在今年大幅放松后，CPI出现了明显的上涨，但考虑到期间“俄乌冲突”后石油等大宗商品价格大幅上涨及汇率的贬值，输入型通胀也可能是主因之一，所以防疫政策放松后通胀可能会稍有上涨但总体可控。

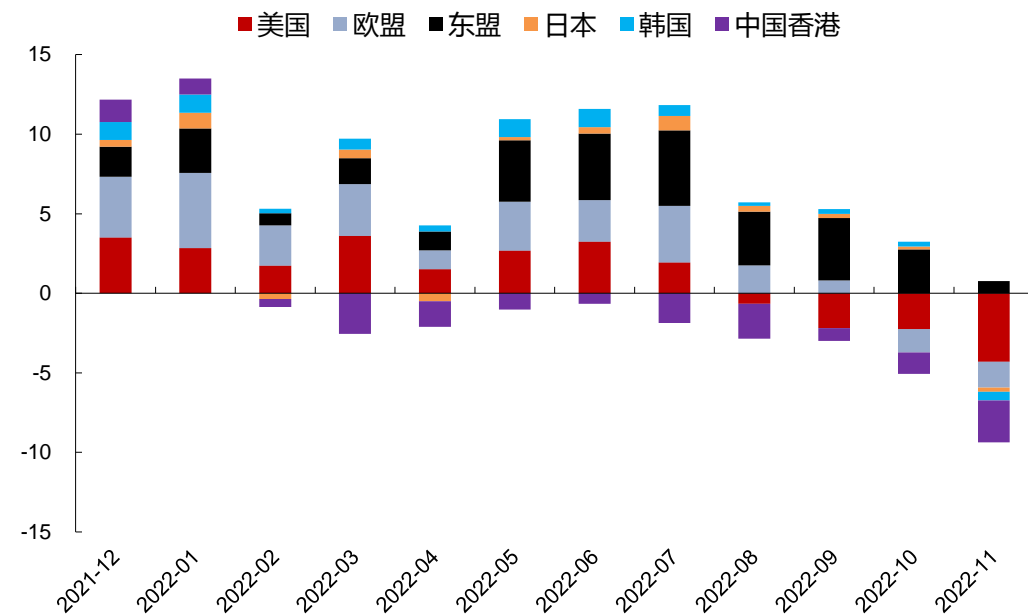
出口增速将回落

图5：出口增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：各国家或地区出口拉动（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

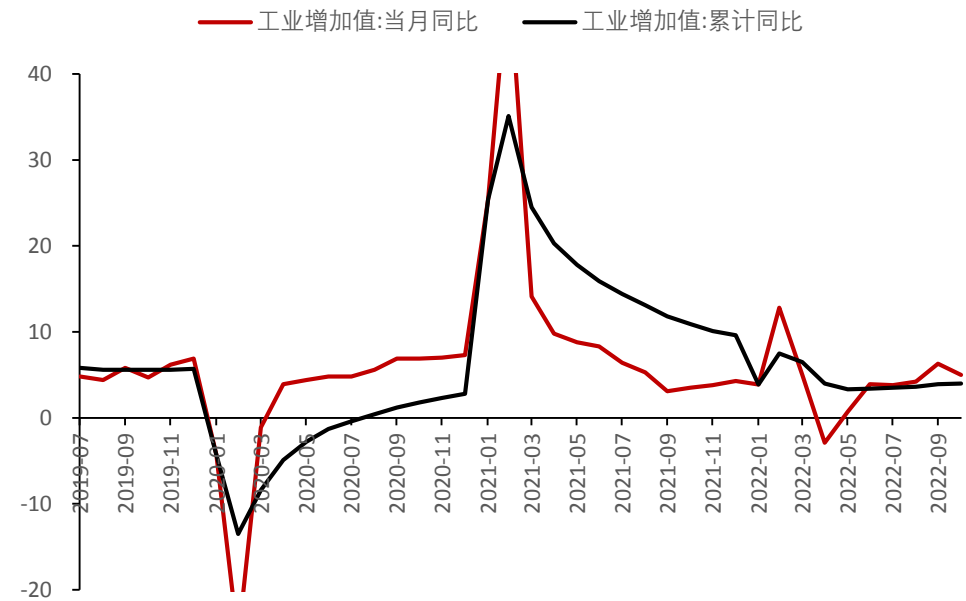
2020年新冠疫情发生后，我国率先控制住疫情，而欧美及东南亚等海外地区制造业因为疫情导致产出回落，出口替代需求大幅增长，我国出口也因此高速增长。进入2022年，欧洲因为“俄乌冲突”导致地区制造业出现阶段性的萎缩，再次拉动了我国的出口增长。但展望2023年，随着海外疫情影响的消退、欧美经济的衰退及高基数的影响，我国出口增速预计将出现明显的回落甚至负增长。

工业增速稳定，新能源行业是亮点



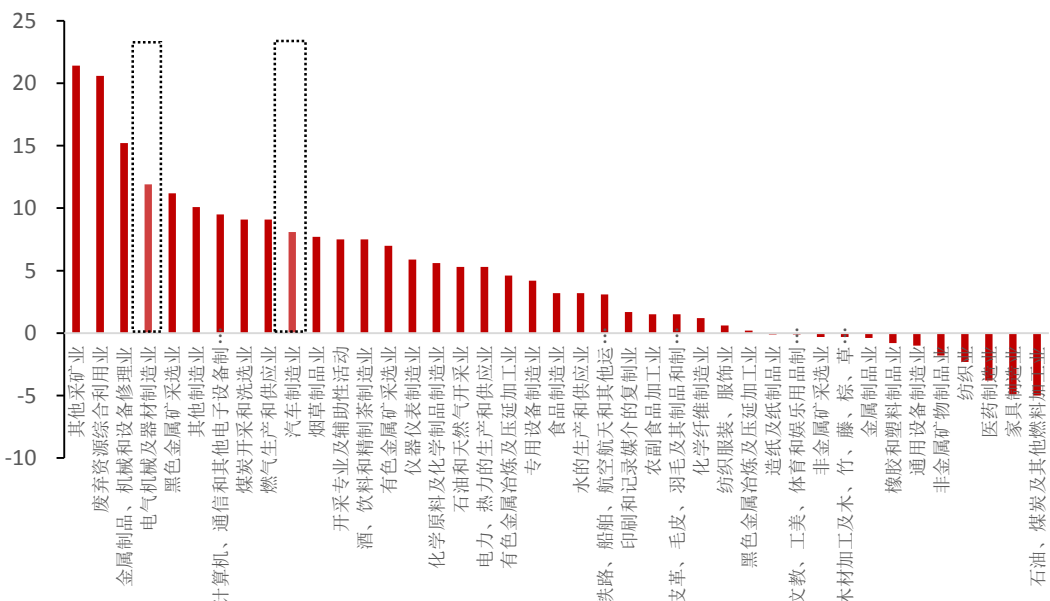
五矿期货

图7：工业增加值同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：细分行业工业增加值累计同比增速（%）

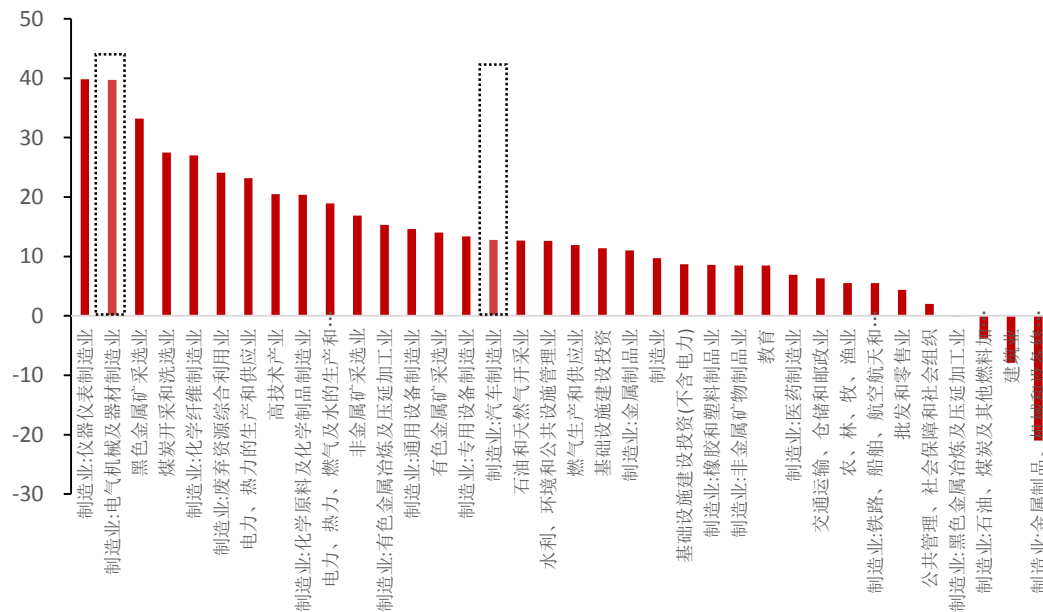


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

截止到10月份，工业增加值累计增速为4%，略高于三季度GDP增速，从细分项看，受益于上游资源品的供应紧张及价格上涨，采矿、燃气等行业工业增加值同比增速较高，而家具、黑色金属冶炼、石油煤炭及其他燃料加工业等行业受房地产行业表现低迷的影响，出现了负增长。值得惊喜的是受益于电动车、光伏及风电等新能源行业的快速发展，我国的汽车、电气设备等行业的增加值也出现了快速的增长。

五矿期货

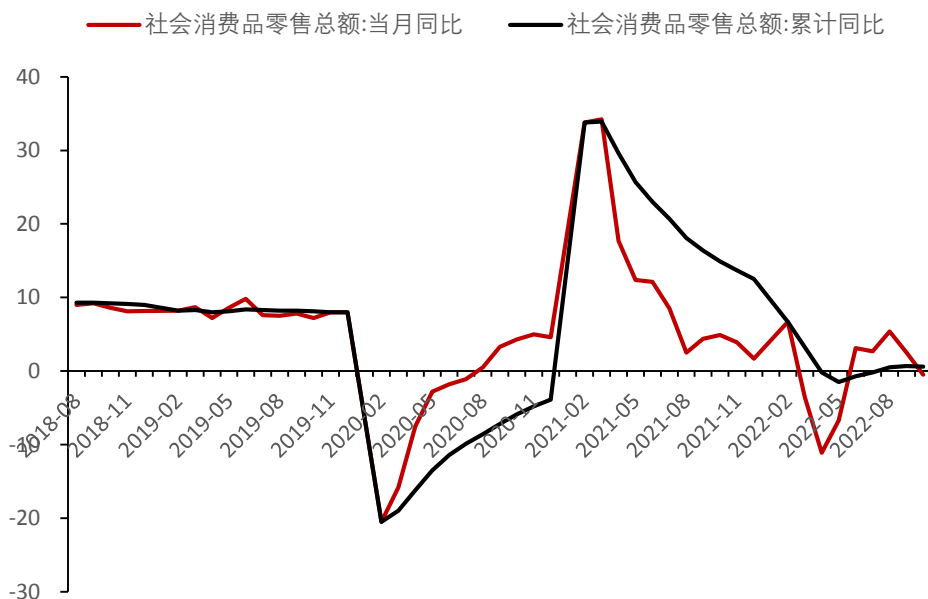
图10：细分行业固投同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

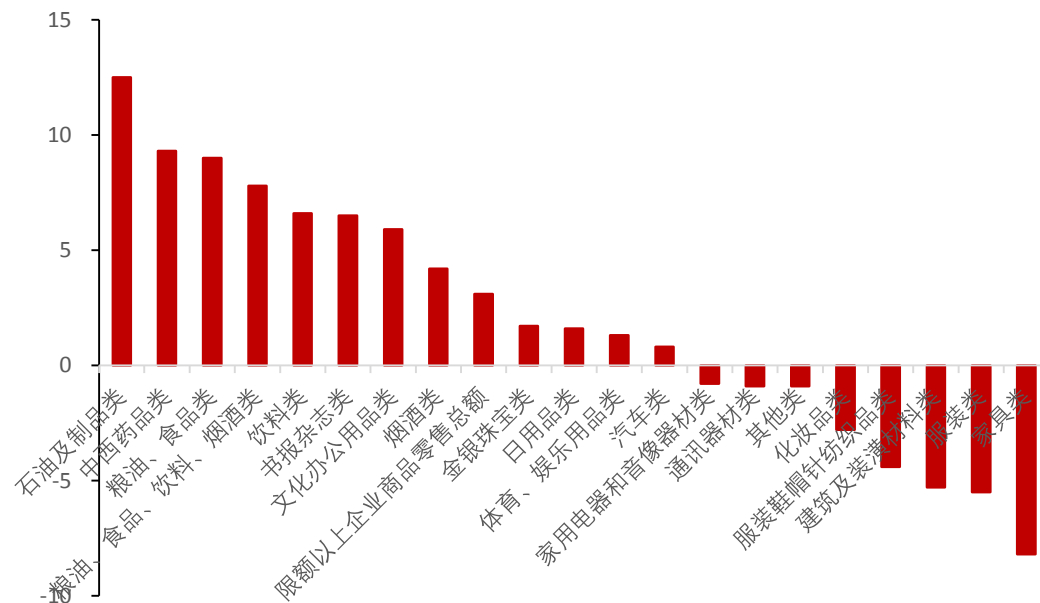
截止到10月份，固投累计增速为5.8%，其中房地产开发投资累计增速-8.8%，基建投资累计增速11.39%。2023年基建规模预计持平于2022年，但受制于高基数，增速将回落，房地产开发投资将因政策利好而反弹。细分行业看，增速排名基本和工业增加值的数据一致，上游采矿等行业增速较快，下游冶炼环节表现不佳。汽车及电气等行业受益于新能源行业的发展，在经济下行周期展现了成长性行业α的机会。

图11：社会消费品零售总额增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图12：限额以上批发零售业累计增速（%）

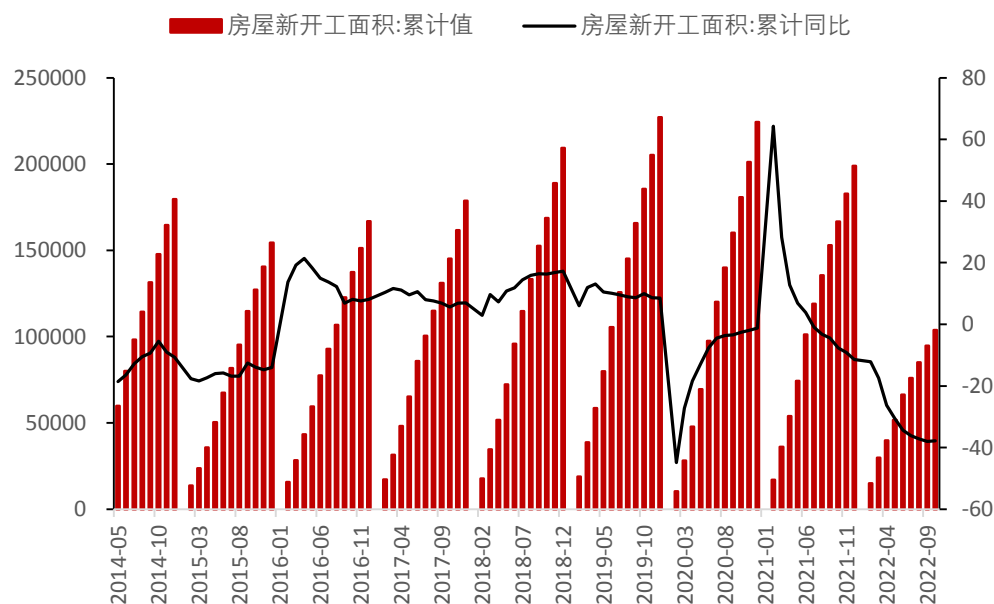


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

截止到10月份，社会消费品零售总额累计增速为0.6%，而从细分行业看，受原油价格上涨影响的石油及制品行业增速最快，必选消费的食品饮料、医药等行业增速也较快；汽车行业上半年负增长，下半年消费数据开始快速增长，截止到10月份增速为0.8%；而家具家电、建筑装潢业受房地产影响，累计增速为负；化妆品、服装鞋帽等行业受消费降级及出行减少影响，累计增速也为负数。

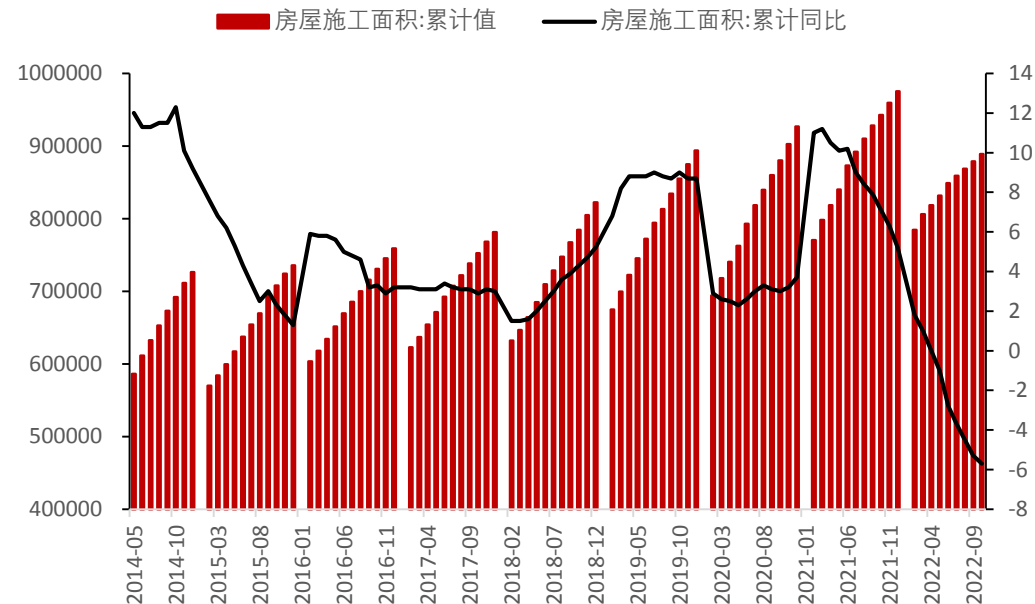
房地产开工端弱修复，施工端难改善

图13：房屋新开工面积（万平）及累计增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图14：房屋施工面积（万平）及累计增速（%）

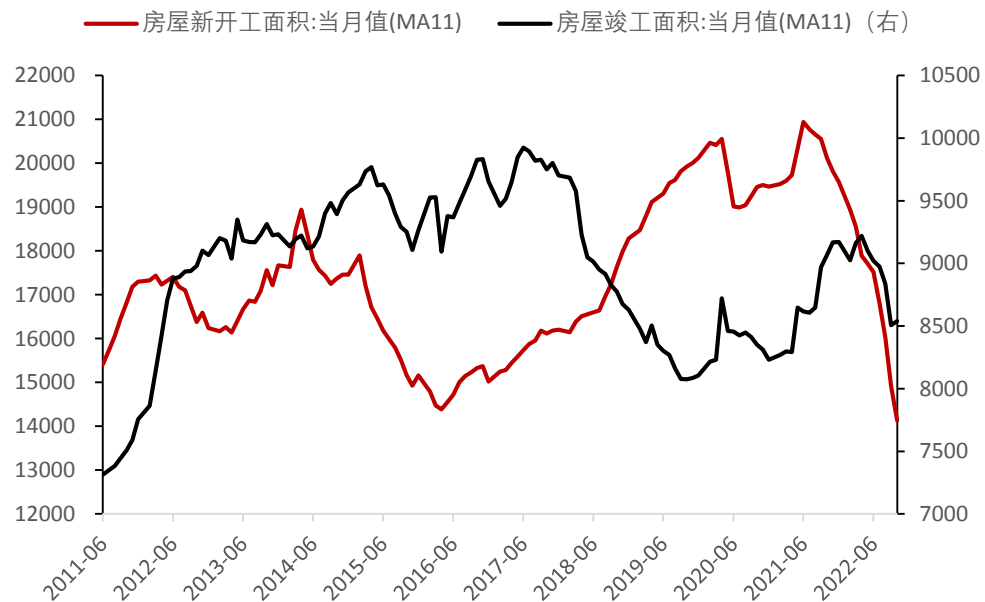


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

截止到10月份，房屋新开工面积累计103721.71万平，累计同比-37.8%；房屋施工面积累计888893.80万平，累计同比-5.7%；随着房地产利好政策的推出，明年开工端有望弱修复，但施工端受制于竣工面积可能大于开工面积的影响，明年难以改善。

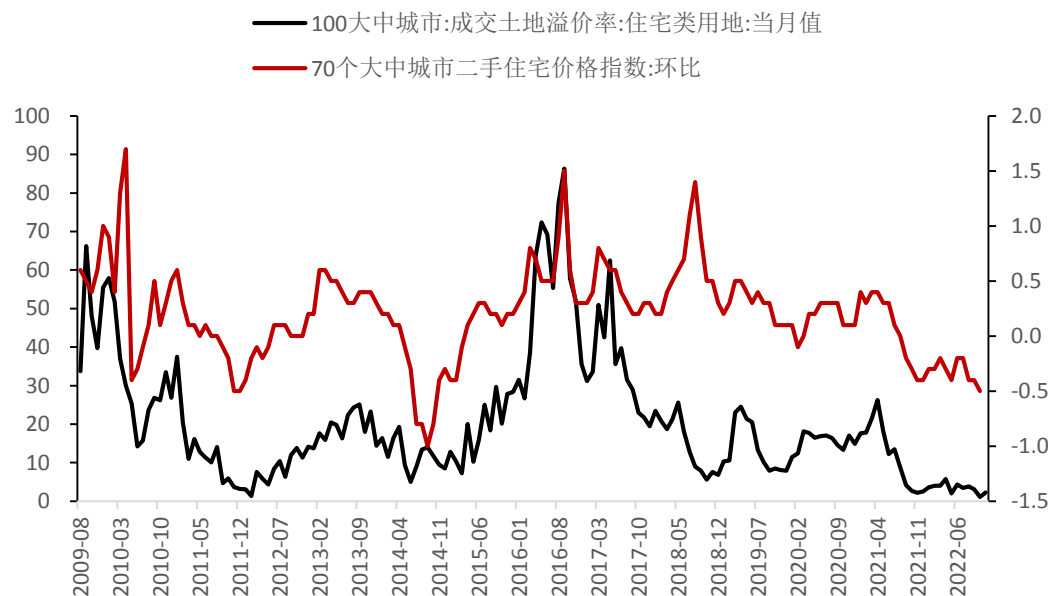
土拍市场及二手房表现弱复苏

图15：房屋新开工面积及竣工面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图16：土地溢价率及二手房价格环比增速（%）



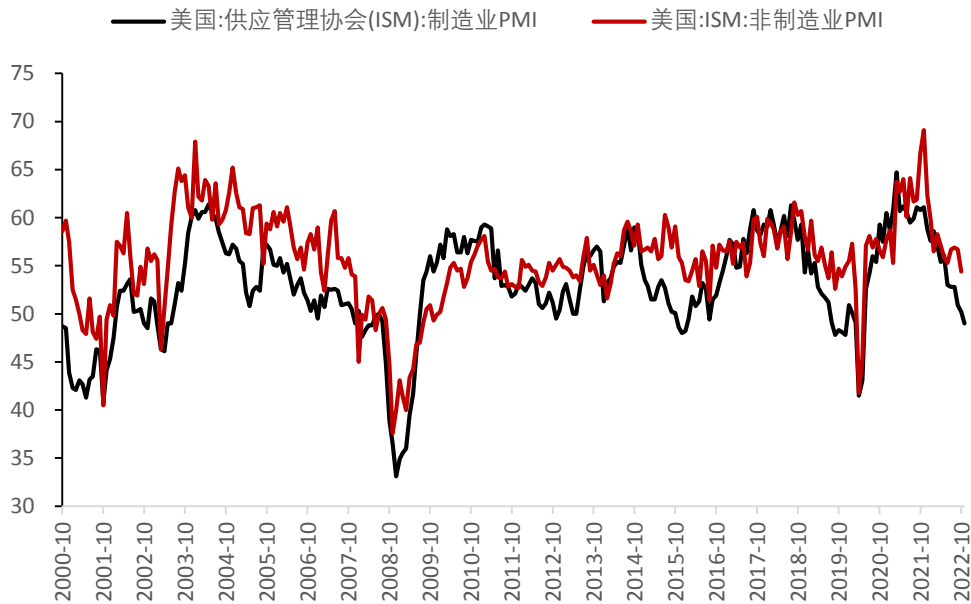
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

施工面积=新开工面积-竣工面积，而新开工面积的下滑速度更快，也意味着未来的施工面积将减少，对上游建材等行业的需求也将减少。近期的房地产救市政策，可以在一定程度上增加房地产的新开工端的数据，但从长期看，仍需要需求端配合。

从土拍市场及二手房的价格指数看，土地拍卖基本在底价附近成交，而二手房的价格环比出现了加速的下滑。随着融资政策的改善及房地产政策的利好，预计2023年土拍及二手房市场将弱复苏。

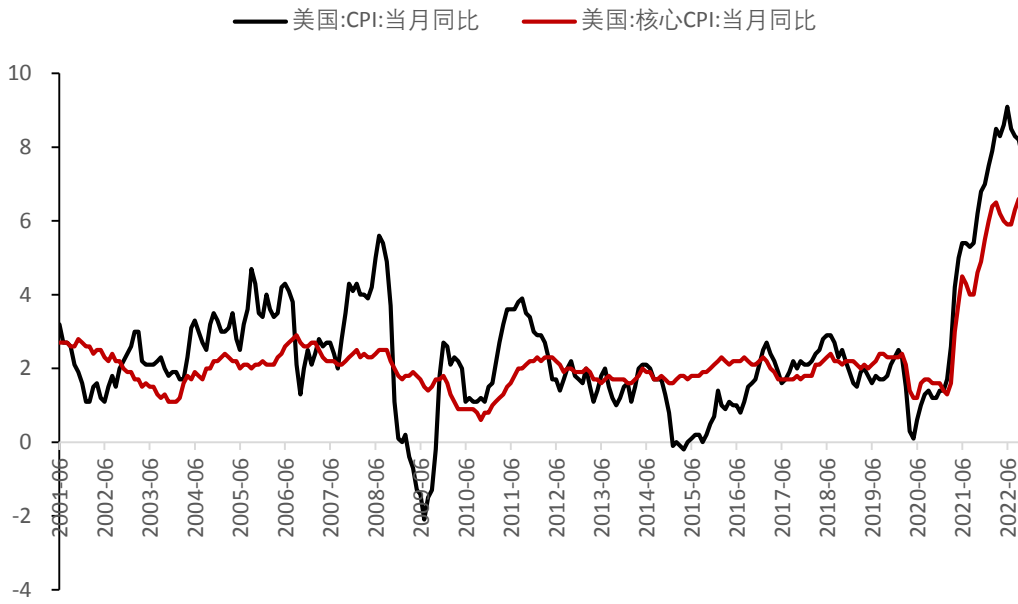
美国：经济数据下行，核心通胀短期难解

图17：美国PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图18：美国CPI（%）

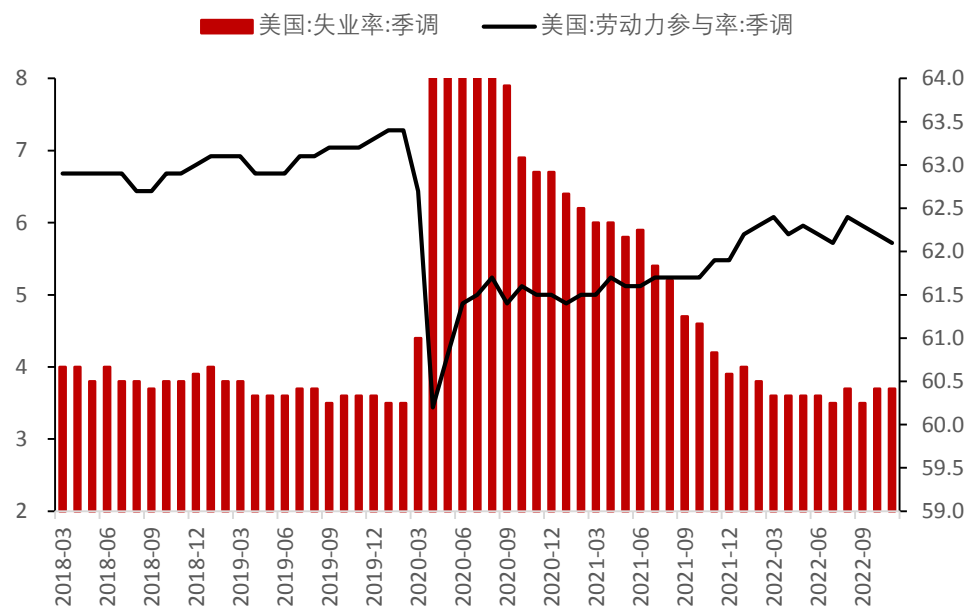


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

美国本轮经济在2021年四季度见高点，制造业PMI在2022年11月份回落至50以下，非制造业PMI仍较有韧性但总体趋势向下。通胀方面，随着原油等大宗商品价格的回落，本轮CPI高点在2022年6月份见顶，但核心CPI仍处在高位震荡。由于劳动参与率的回落，就业市场的劳动力紧缺，导致工资收入还在持续增长，进而造成工资和物价形成螺旋上涨的压力。

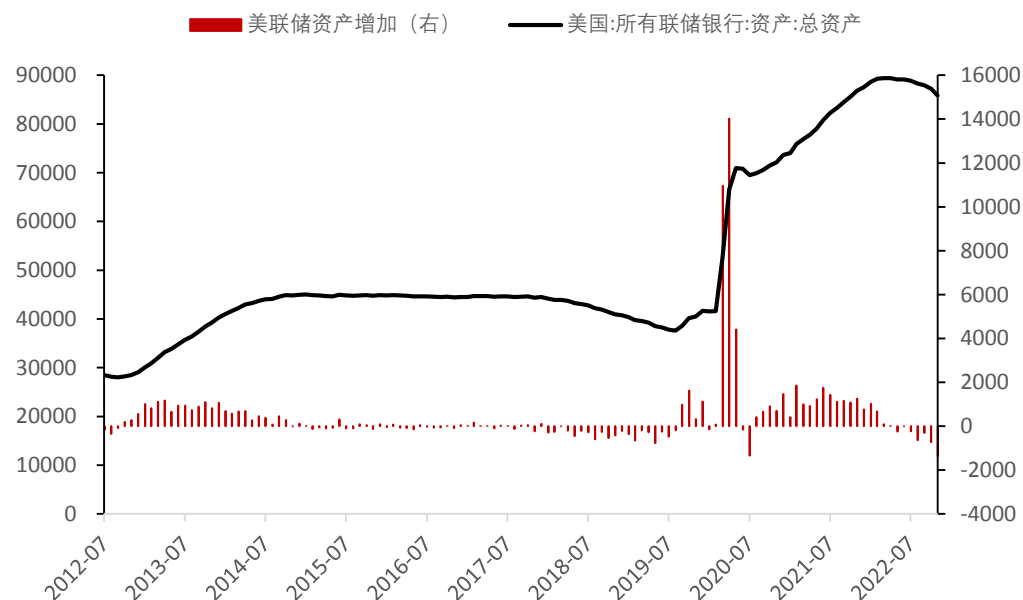
降通胀难点在就业及美联储资产

图19：美国就业市场（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图20：美联储资产（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

当下美国通胀还有两大难题，一个是就业市场的劳动力紧张，另一个是超发的货币。美国失业率已回落至疫情前的充分就业状态，但由于劳动参与率的降低，导致有很大一部分劳动力退出了就业市场，从而造成就业市场人工短缺并进一步增加工资上涨的压力。

在美联储资产方面，疫情前为4.15万亿，而疫情后高点接近8.94万亿，增幅超一倍。而上一轮美联储的缩表从2015年年初持续到2019年8月份，时间跨度4年多。而本轮美联储的资产扩张规模更大，锁表持续的时间预计也将更长，对经济的影响也更为久远，而11月美联储资产减少1385亿，缩表的力度开始加大。

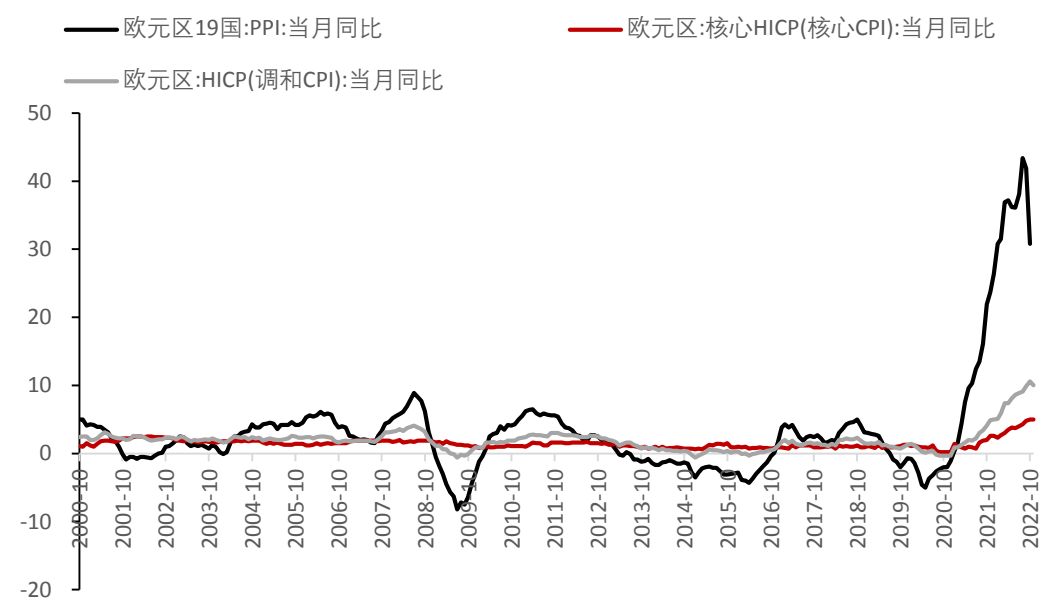
欧洲：经济衰退，通胀未解

图21：欧洲PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图22：欧洲通胀（%）



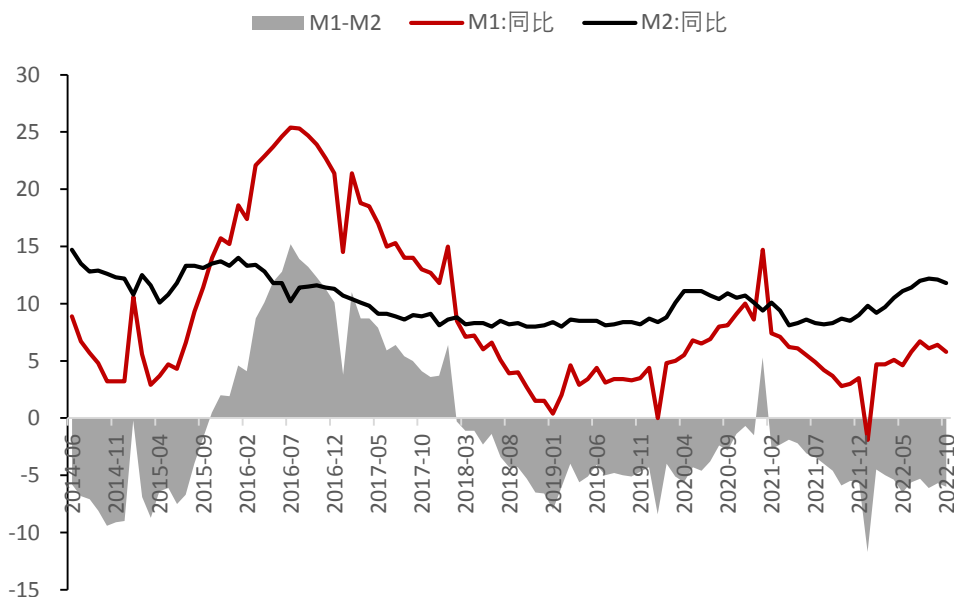
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

欧洲经济在去年三季度见顶，当前欧元区的服务业及制造业PMI均已回落至50以下，但从通胀的水平来看，只有PPI的数据因为原油和天然气等大宗商品的价格下跌而出现了一定的回落，CPI及核心CPI数据仍处在高位，未来陷入滞涨的风险在加大。

4 流动性

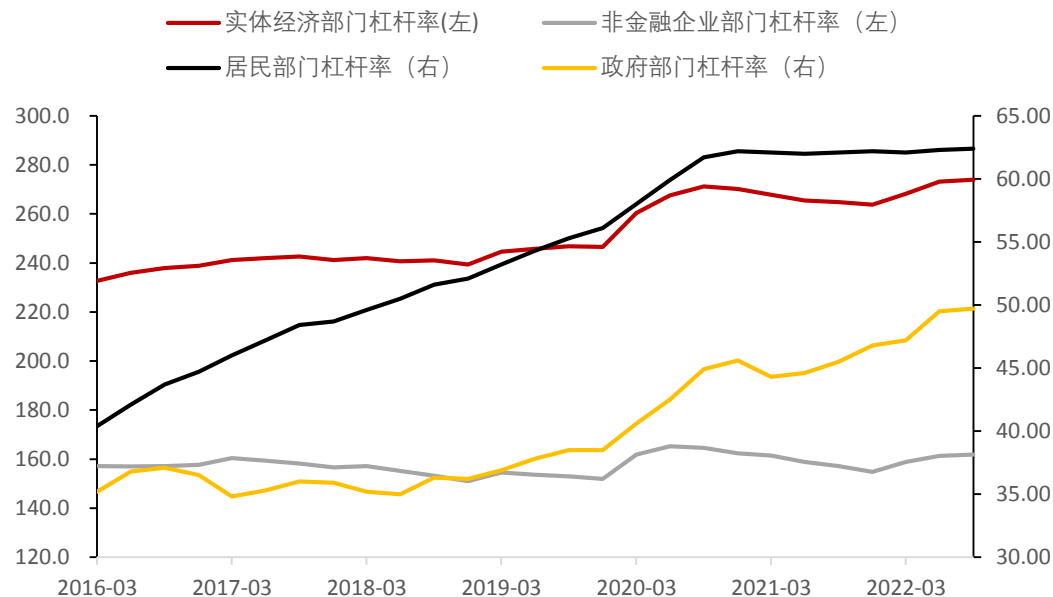
货币宽松，中央政府发力空间大

图23：货币增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图24：各部门杠杆率（%）



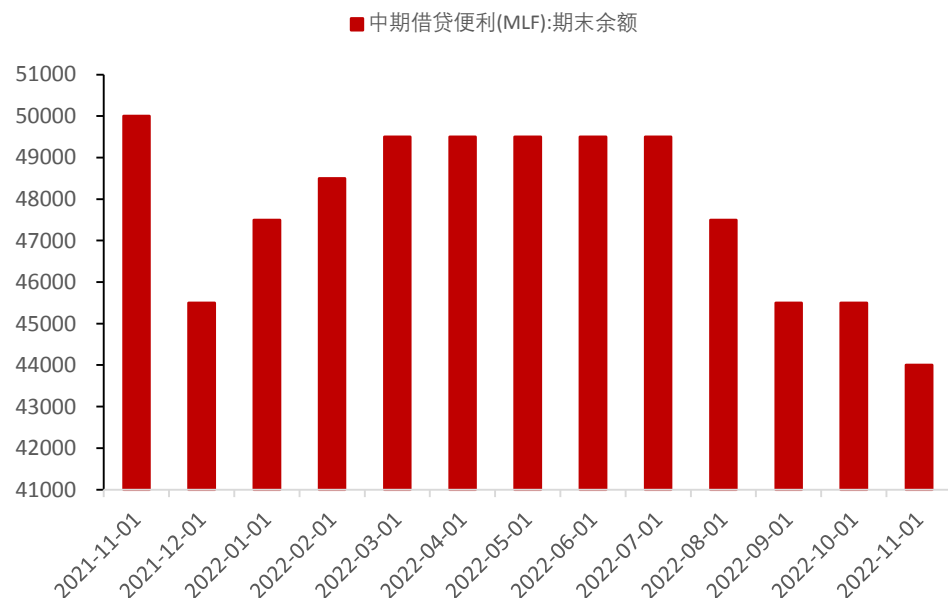
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2022年M2增速维持在疫情后的高位，但由于居民储蓄的增加，流入企业的资金比例相对较少（主要是房地产销售不佳），导致企业现金流的改善不明显。

从宏观杠杆率来看，我们总杠杆率在2021年底为263.8%，截止到2022Q3的宏观杠杆率为273.9%，提升约10%；分部门看，居民部门杠杆率从2020年底开始走平，而这一轮加杠杆的主要部门在政府，企业部门杠杆率也有所的增加，主要是今年信用环境的改善。

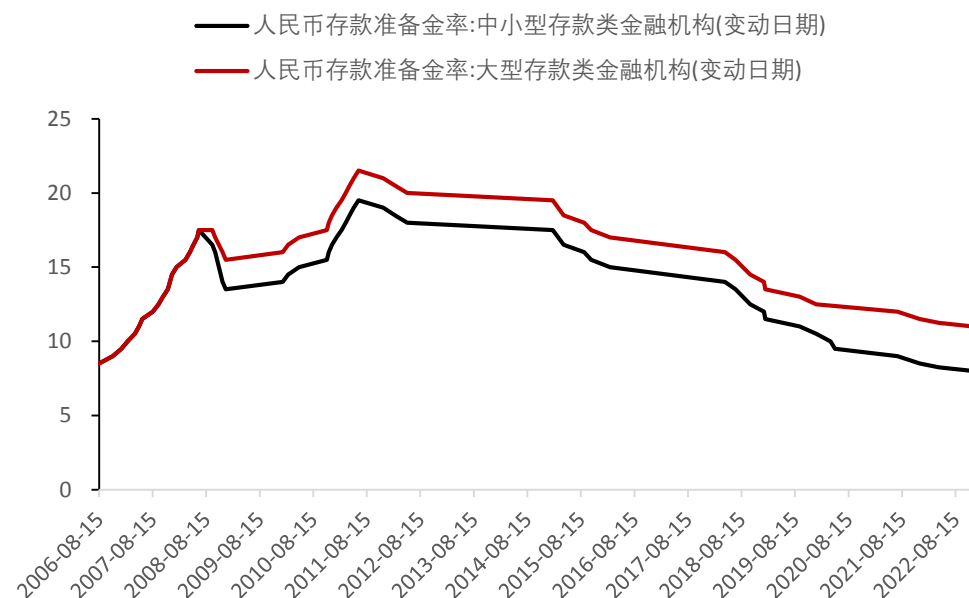
展望未来，地方政府、居民及企业加杠杆的空间有限，预计2023年可能是小幅增长，中央政府目前的杠杆率水平较低，未来发力空间较大。

图25: MLF余额 (亿)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图26: 存款准备金率 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

2022全年看，央行在流动性管理方面分为两个阶段，第一阶段是年初至4月份，央行操作总体是净投放流动性；第二阶段是4月份之后，随着人民币汇率的贬值，央行在流动性投放上态度有所改变，并分别在8/9/11月份，MLF续作分别减少2000亿、2000亿、1500亿。

降准的操作分别在21年12月份、22年4月及11月份，11月份降准0.25%，释放长期资金5300亿，考虑到房地产信用环境的改善，融资需求的增加，11月份的降准并没有改善流动性的偏紧状态。

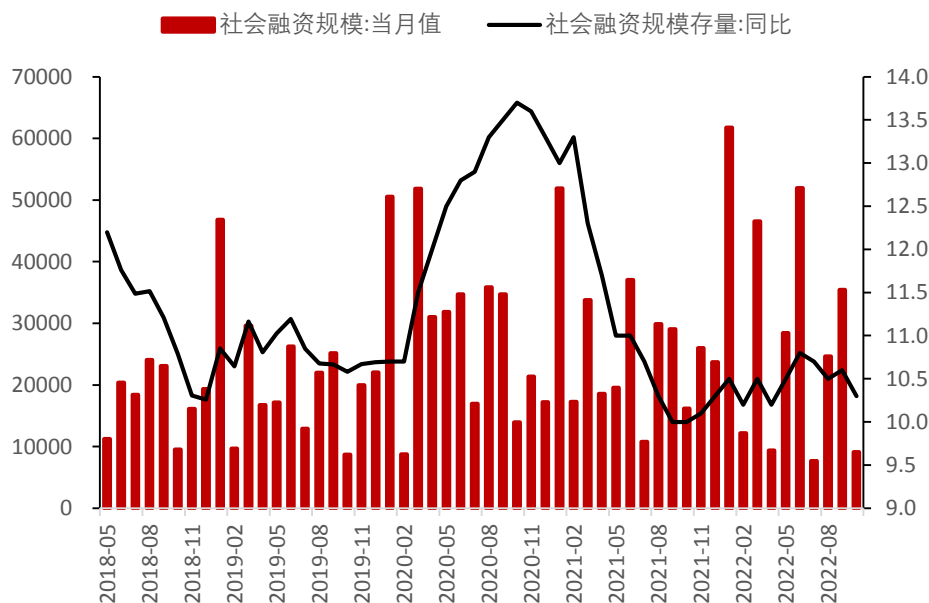
2023年，随着美元指数的回落，人民币贬值压力的减轻，央行的货币操作空间更大，MLF净投放及降准等货币政策有望重回到市场。

社融：居民弱复苏，企业继续改善，政府持平或略高于去年



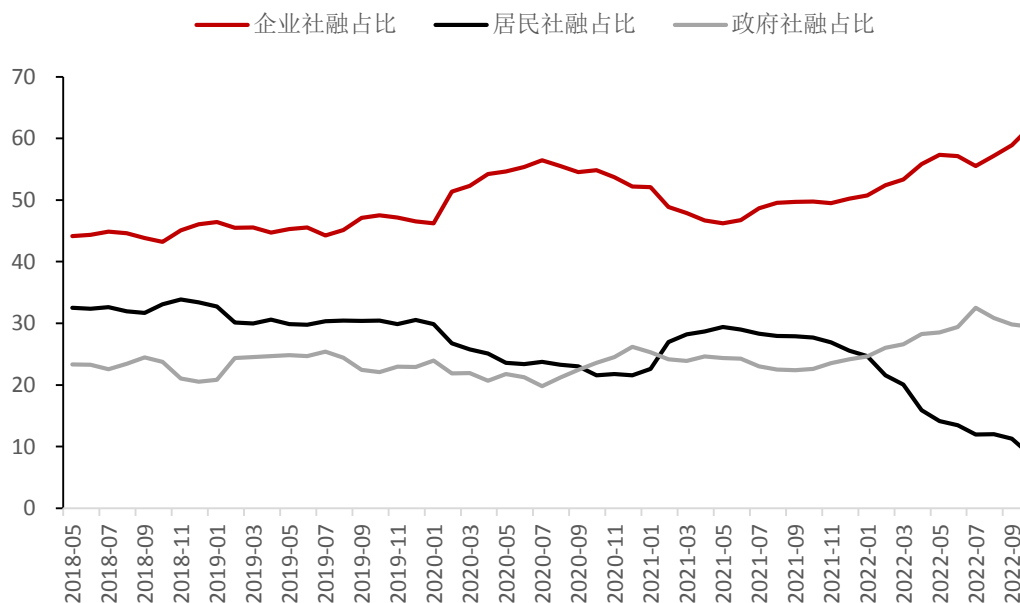
五矿期货

图27：社融规模（亿）及增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图28：社融各部门占比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2022年，受益于政府稳经济的财政投入及企业信用环境的改善，社融增速较2021年有所反弹，前十月社融累计增加28.70万亿，较去年增加2.31万亿，增幅8.76%。从各部门看，企业及政府部门社融占比有所增加，居民社融占比持续回落。预计2023年，房地产弱复苏带动居民部门融资弱反弹，企业融资受益于信用环境改善将继续发力，政府债预计将持平或略高于2022年。

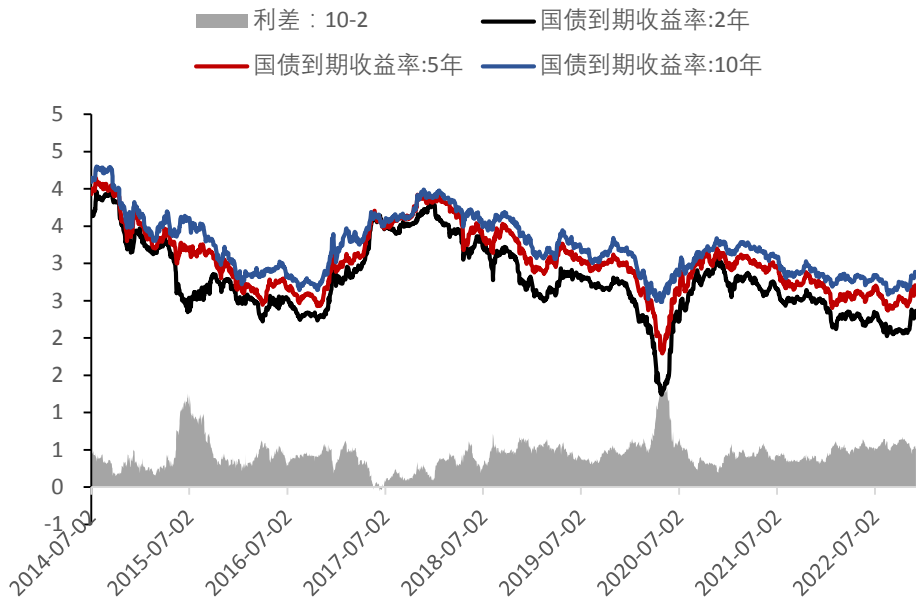
5 利率及汇率

国内利率将前低后高



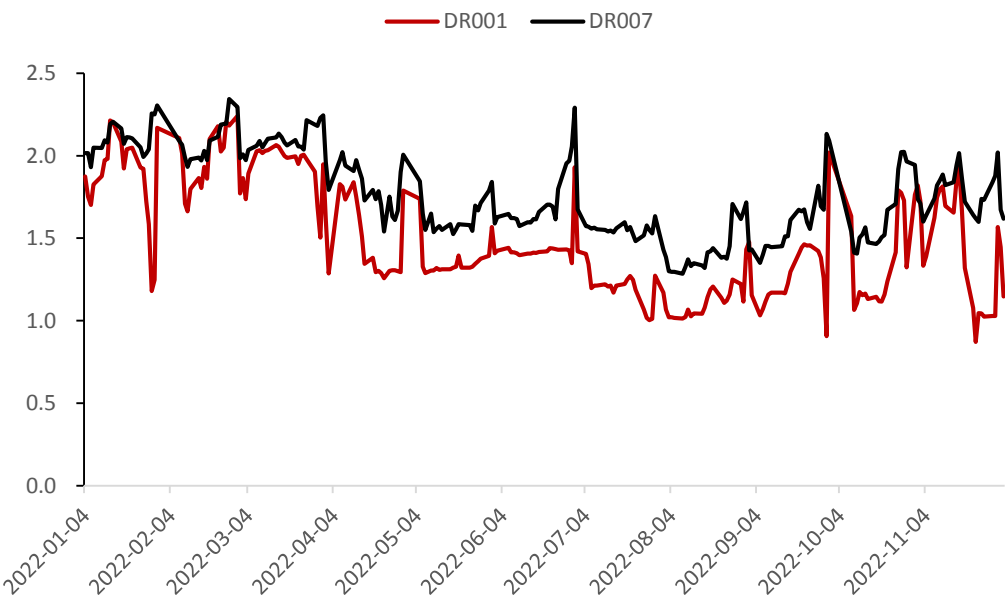
五矿期货

图29：国债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图30：银行间利率（%）



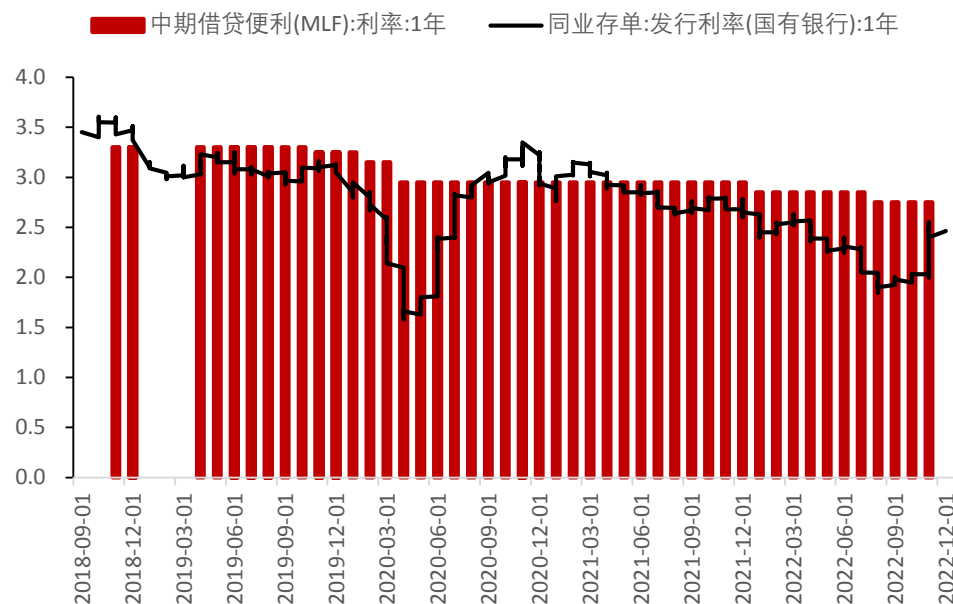
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2022年，国债收益率全年走势以震荡下行为主，年底在房地产政策利好及防疫政策优化的背景下，出现快速的反弹。

2022年，银行间利率在央行净投放及经济下行背景下，震荡走低。在8月份MLF净回笼后，利率中枢开始上移。

降息空间减少，人民币汇率反弹

图31：同业存单及MLF利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图32：人民币汇率及美元指数

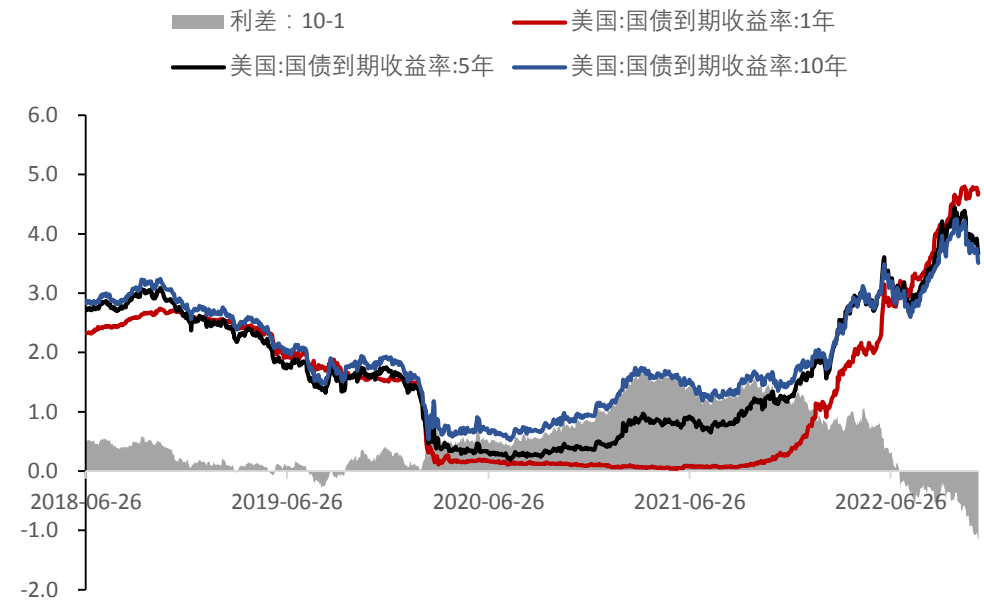


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

年底，同业存单和MLF之间的利差大幅缩小，表明政策利率和市场利率之间的利差大幅的缩窄，减少了未来政策利率的降息空间，但从决定房贷利率的五年期LPR利率来看，未来仍有一定的降息空间。

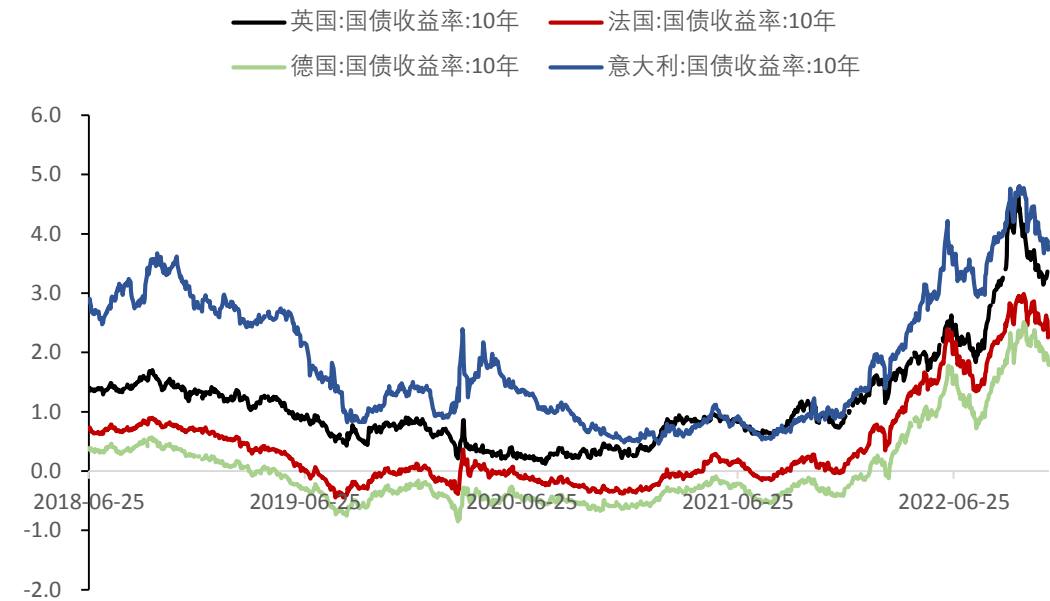
由于国内相对宽松的货币环境及疫情的扩散，人民币汇率在四月中下旬开始大幅贬值，钱贬值幅度超过美元指数的上涨幅度。预计随着防疫政策的优化及美元指数的回落，2023年人民币汇率将重回升势。

图33：美债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图34：欧债收益率（%）



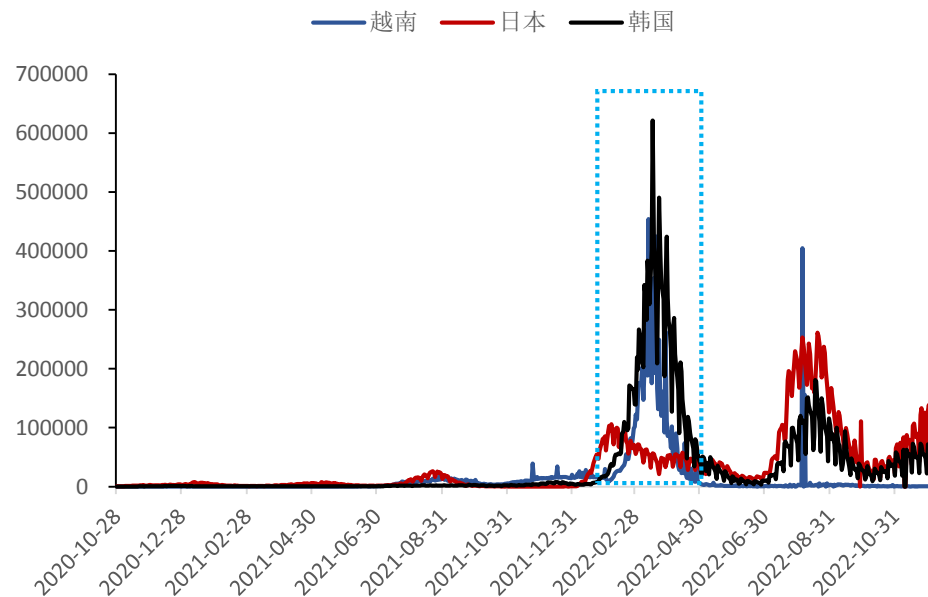
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

受加息影响，欧美经济数据表现不佳，国债交易逻辑由过去的交易通胀转为现在的交易衰退，近期欧美主要国债品种的收益率均出现高位回落的走势。但受制于通胀难解，持续下降的空间有限。

6 政策

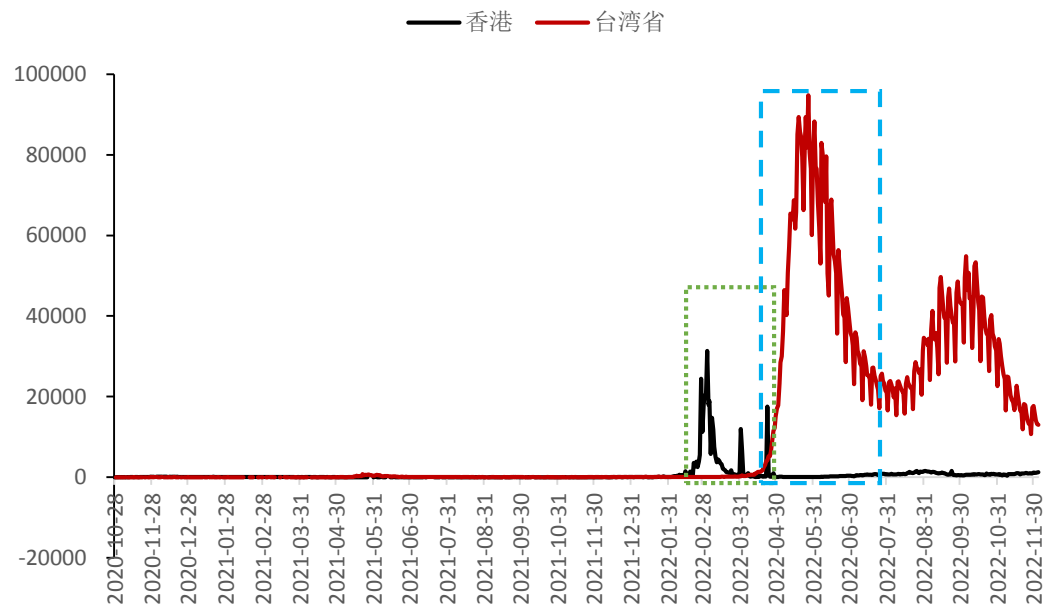
疫情高峰持续3-4月，随后经济复苏

图35：日韩越新冠每日确诊人数（人）



资料来源：IFIND、五矿期货研究中心

图36：港台新冠每日确诊人数（人）

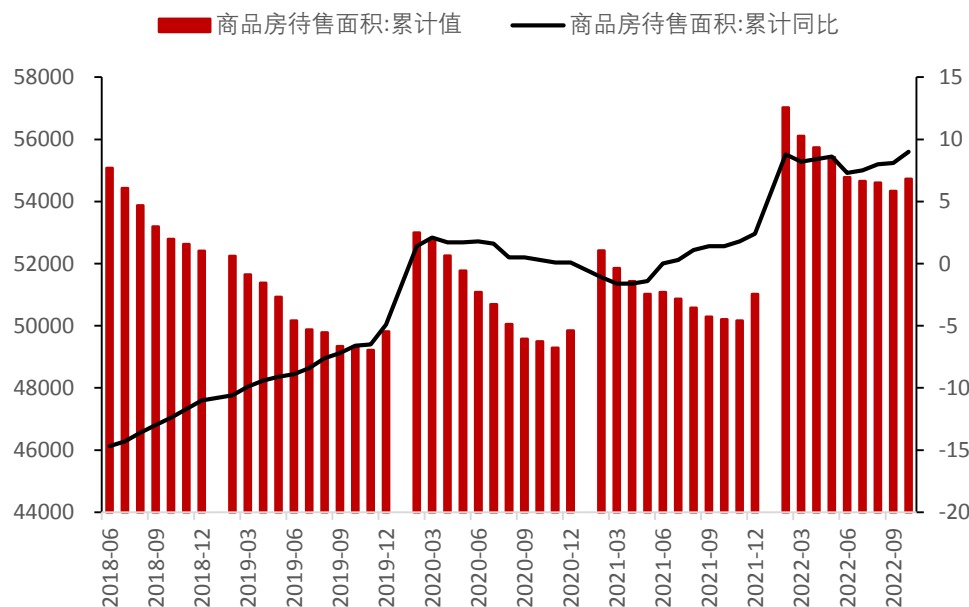


资料来源：IFIND、五矿期货研究中心

随着防疫政策放开的城市越来越多，预计全国范围的放开将在春节前后实现。根据东亚周边国家或地区的经验，完全放开后，疫情高峰期将持续3-4个月。如日韩在一季度疫情放开后，疫情高峰段发生在2月初至5月初，持续约3个月；而香港台湾的高峰段持续时间也基本一致，其中香港高峰段为2月中旬至4月底，台湾为4月底至7月底。不过疫情也可能因为新的变异病毒或者季节性的气候影响，后期再次出现小高峰，但每波高峰持续时间基本维持在一个季度左右且感染人数减少。而根据周边经济体的数据表现看，疫情高峰期经济表现会出现一定的回落，高峰期过后经济会出现快速的复苏。

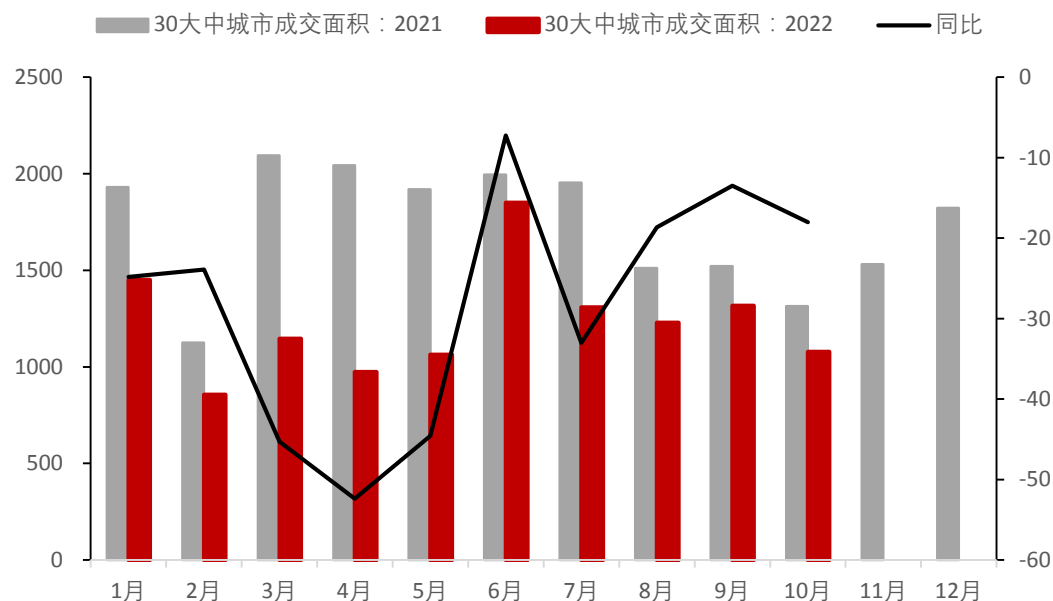
地产政策将在需求端发力

图37：商品房待售面积（万平）及累计同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图38：30大中城市成交面积（万平）及增速（%）

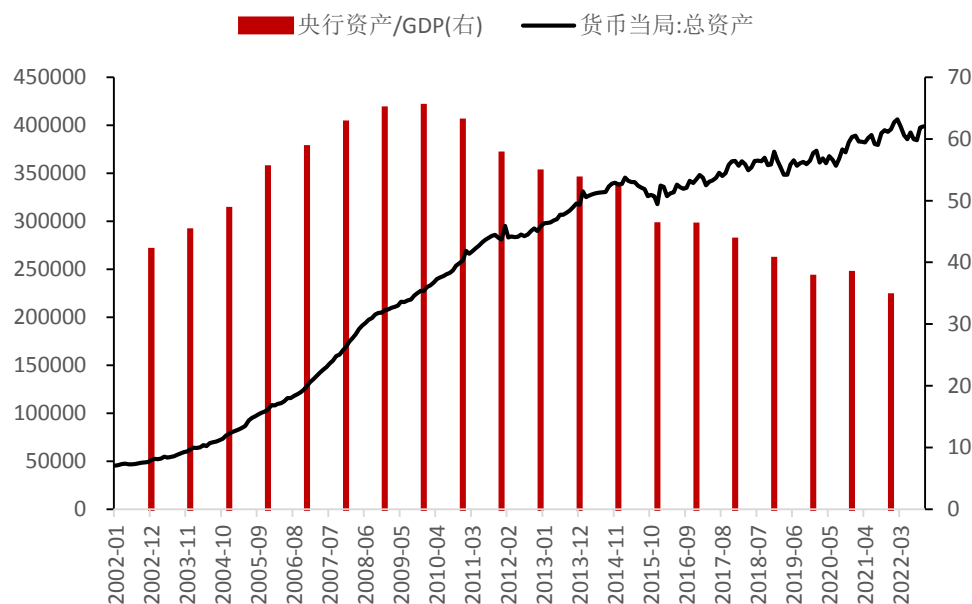


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

近期的房地产政策“三支箭”从银行融资、债券融资及股权融资三方面增加房地产的融资能力，也在一定程度上改善了房地产行业供应端不足的问题，但从需求端来看，当下居民购房意愿及能力仍未出现好转，房地产库存处在近多年来的高位。为了改善行业需求端不足的问题，未来政策可能在限购限贷、首付比例、房贷利率、契税等方面出台利好政策，鼓励居民合理的购房需求。

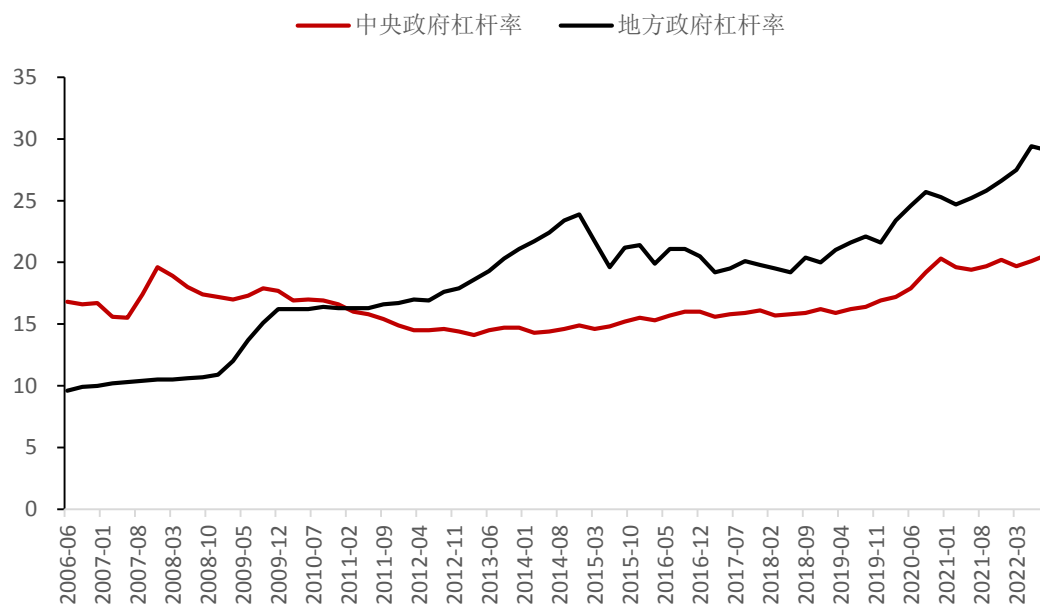
央行及中央财政空间大

图39：央行总资产（亿）及GDP占比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图40：政府杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

目前企业、居民及地方政府受制于杠杆率处在较高水平，未来加杠杆的空间有限，未来政策发力点可能在中央财政，比如提高赤字率，中国版的QE，通过央行扩表购买国债，增加政府财政投入的同时，也向市场投放了更多的流动性等。但考虑到人民币的汇率问题，短期QE或MMT的概率较小。

截止到2021年，央行总资产占GDP比重为34.6%，较高点回落30%。相比美国21年约为38%，日本约为133%，欧元区约为70%，我们央行资产的GDP占比仍较低，未来政策空间较大。

自2018年下半年开始，地方政府杠杆率的增速明显快于中央政府的杠杆率。截止到2021年，我国政府杠杆率（中央+地方）为46.8%，而美国为117.9%，日本为231.3%，欧元区为95.7%。

7 总结

2023年海外

虽然原油等大宗商品价格的回落导致美国的CPI数据见顶，但考虑到就业市场的强劲及美联储的缩表进程，预计美国服务业及核心通胀数据仍难出现明显的回落，但鉴于PMI等经济数据表现不佳，预计欧美货币当局的加息操作仍将在2023Q1放缓，Q2经济将有望触底弱复苏。

2023年国内

经济数据：由于防疫政策的放开，通胀将小幅上行；进出口受制于欧美经济衰退、疫情影响消退及高基数的影响，明年增速将回落甚至负增长；主要经济数据中，预计消费及房地产等内需项将弱复苏，固投及工业数据预计和GDP的表现相差不大（全年GDP增速预计在5%左右）。

流动性：将维持在相对宽松的状态，受益于美债收益率回落，我国货币政策的自主空间将更大，仍有降准可能，MLF操作上也可能实现净投放。

利率：受制于市场利率的反弹，政策利率降息空间减少，但和房贷利率相关的5年期LPR利率仍有降息的空间。预计市场利率将前低后高。

政策：以稳经济为主，明年政策将较为友好。防疫政策转松，房地产需求端政策有望推出，积极的财政政策和货币政策将在中央政府部门发力。

免责声明



五矿期货

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司联系方式



五矿期货

产 融 服 务 专 家 ， 财 富 管 理 平 台

网址: www.wkqh.cn

全国统一客服热线: 400-888-5398

总部地址: 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务: wkqhwfw



官方微博