

夕阳无限好，债牛近黄昏

走势评级：

国债：震荡

报告日期：

2022年9月30日

★基本面：经济修复或波折

四季度经济基本面或延续弱复苏态势。基建是稳增长的主要抓手，但作用有限；当前地产供需两侧的情况不容乐观，但政策也在逐渐升级，预计四季度地产风险再度大幅扩散的可能性降低，地产销售或迎来磨底阶段；疫情时有散发，居民收入预期难以提振，消费整体爬坡；制造业投资稳中有降；由于外需转弱、价格下降，出口增速整体下降，汇率贬值对出口的支撑较为有限。直接融资拖累社融同比回落，居民部门融资需求大幅回暖难度较大，但稳信用政策落地生效或提振企业部门融资需求。

值得注意的是，虽然基本面偏弱，但经济仍然处于弱修复的环境之中，地产周期终将企稳，各地也积累了降低疫情对经济冲击的经验，长期经济增速会逐渐回归潜在增速。

★政策保持定力，资金面相对宽松

货币政策整体稳健偏松，降息可能性低，降准存在可能性。为稳内需，货币政策仍是稳健偏松的，结构性通胀的制约有限。为对抗粘性较高的通胀，美联储仍将维持紧缩的货币政策，叠加出口转弱，人民币汇率存在贬值压力，我国央行降息存在较强的掣肘。但由于四季度MLF到期量较大，央行仍有降准的可能。四季度财政端或以落实存量的政策为主，继续盘活存量地方专项债额度的可能性不大，明年的地方债限额可能会在今年提前下发，但难在年内形成实物工作量。政策性开发性金融工具较为灵活，若有必要，可进一步发力。

由于信用难以明显改善，资金面或相对宽松。但收敛的因素也在积累：1) 央行态度发生转变；2) 财政超支歉收的情况在改善。

★投资建议：债牛渐入尾声

方向性策略：偏多思路，快进快出；基差策略：做空 T2212 基差。

★风险提示：

货币政策超预期；外资外流压力加剧。



徐颖

资深分析师（宏观策略）

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 63325888-1610

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人：

张燊东

分析师（宏观策略）

从业资格号：F3085356

Tel: 63325888-1610

Email: candong.zhang@orientfutures.com

主力合约行情走势图



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来自于公开资料，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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、2022Q3 国债行情复盘.....	5
2、基本面：经济修复或波折.....	6
2.1、基建增速维持高位，但独木难支.....	6
2.2、地产负反馈仍在持续，政策或加大力度.....	7
2.3、收入预期难提振，消费承压.....	10
2.4、制造业稳中有降，出口逐步转弱.....	11
2.5、稳信用政策呵护实体融资需求.....	12
3、政策保持定力，资金面相对宽松.....	13
3.1、通胀难以成为货币政策的掣肘.....	13
3.2、人民币将继续贬值，国内降息可能性低.....	14
3.3、货币政策整体稳健偏松，降准仍有可能.....	15
3.4、财政政策发力接近尾声.....	16
3.5、资金面整体宽松，边际略有收敛.....	17
4、国债走势展望：债牛渐入尾声.....	18
5、风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 2022Q3 年国债走势复盘	5
图表 2: 基建增速上升	6
图表 3: PE 管材开工率回升	6
图表 4: 沥青开工率上升	7
图表 5: 地产周期下行	7
图表 6: 8 月房地产相关数据一览	7
图表 7: 期房销售比重下降	8
图表 8: 房企资金来源持续负增长	8
图表 9: 房价环比下降	8
图表 10: 地产市场景气度低迷	8
图表 11: 居民举债加杠杆意愿下降	9
图表 12: 房贷利率下降的政策效果有限	9
图表 13: 消费爬坡	10
图表 14: 可选商品和地产后周期商品社零表现较差	10
图表 15: 收入预期下降	10
图表 16: 居民消费意愿不强	10
图表 17: OECD 综合领先指标下降	11
图表 18: 人民币实际汇率指数较为稳定	11
图表 19: 社融同比和 M2 同比	12
图表 20: 企业和居民债务增速表现分化	12
图表 21: 通胀压力整体不高	13
图表 22: 人民币大幅贬值	13
图表 23: 房价领先房租约 12 个月	14
图表 24: 美国劳动力市场缺口较大	14
图表 25: 中美政策利率与人民币周期	15
图表 26: 四季度 MLF 到期量较大	15
图表 27: 同业存单利率低于 MLF 利率	15
图表 28: 政府存款低于季节性	16
图表 29: 超支歉收现象有所缓解	16
图表 30: 近期资金面较为宽松	17
图表 31: 银行间质押式回购成交量已达历史较高位置	17

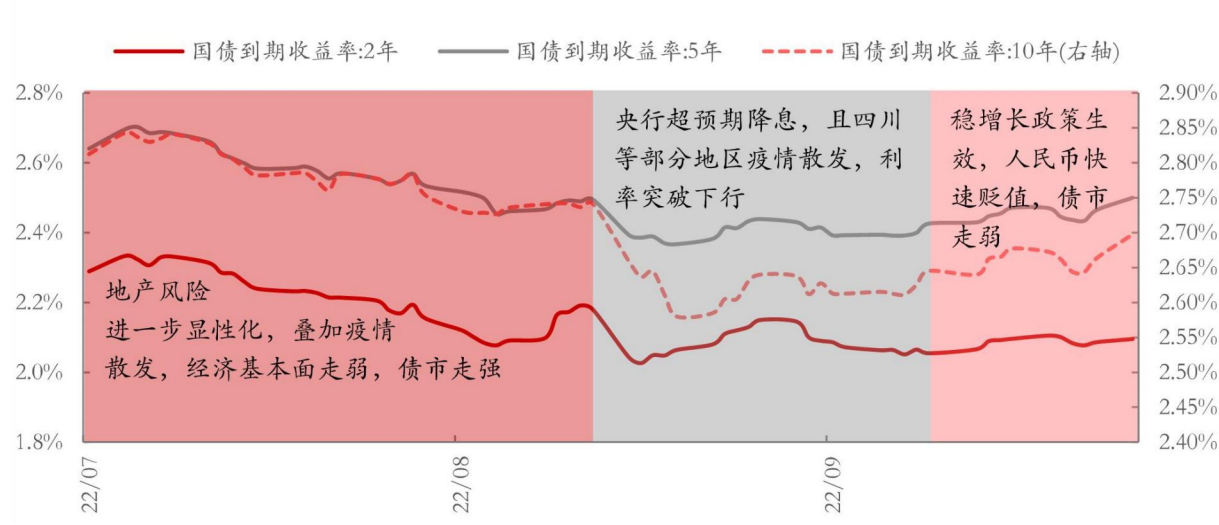
图表 32: T2212 基差偏高	18
图表 33: TF2212 基差略偏高	18

1、2022Q3 国债行情复盘

稳增长政策和疲弱的基本面之间的博弈导致了上半年国债市场整体呈现震荡走势。但是由于债务压力不断累积，叠加疫情不断冲击实体经济，信用周期趋向下行，稳信用政策较为乏力，经济复苏的节奏被扰乱，下半年债券市场突破走强。

三季度国内基本面与货币政策是债市最主要的影响因素。期债先涨后跌，呈现出了三个阶段：1) 7月-8月12日为第一阶段，由于地产风险进一步显性化，叠加疫情时有散发，经济基本面与信用指标再度走弱，7月底政治局会议指出淡化增长目标，十年期国债收益率由2.81%下行至2.74%。2) 8月中旬-9月7日为第二阶段，为激发实体经济融资需求，央行于8月15日将政策利率下调10个基点，此举超出市场预期，期债上涨窗口进一步打开，而9月初四川、广东等地疫情再度散发导致债市继续走强，十年期国债收益率由2.74%下行至2.61%。3) 9月中下旬为第三阶段，由于8月末出台的稳增长、稳信用政策逐渐生效，债市开始调整，而月末人民币汇率快速贬值加速了期债的下跌，十年期国债收益率再度上行至2.73%。

图表 1：2022Q3 年国债走势复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

复盘三季度以及今年前9个月国债市场走势，可以发现：基本面决定了债市整体走向，货币政策决定了利率变动的幅度。年初基本面较为疲弱，但真正打开期债上涨窗口的事件是1月17日央行降息；4月-5月疫情冲击经济基本面，但由于降准降息不及预期，期债上涨幅度有限；同样地，8月央行降息打开了期债上涨的窗口。

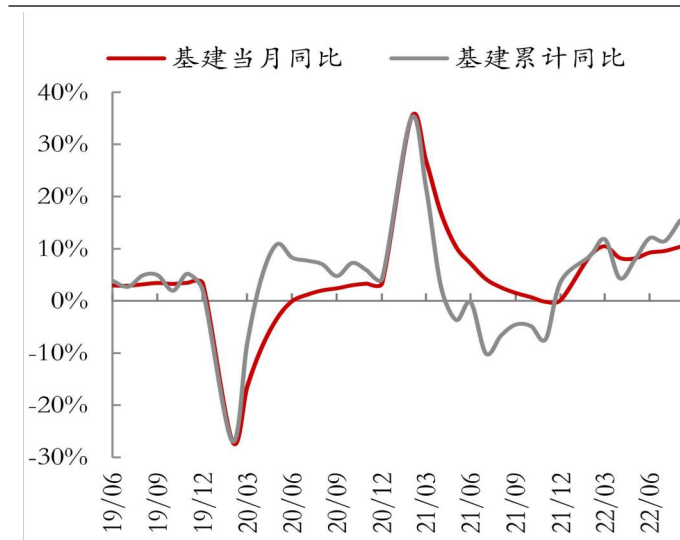
2、基本面：经济修复或波折

四季度国债市场仍会交易稳增长政策与疲弱基本面之间的博弈。基建是稳增长的主要抓手，但地产周期下行，且疫情不时散发使得市场预期转弱，预计四季度经济的修复仍然较为疲弱，这意味着国债存在走强的空间。也要看到，地产政策正在逐渐发力，中长期来看实体经济的活跃度终将修复。

2.1、基建增速维持高位，但独木难支

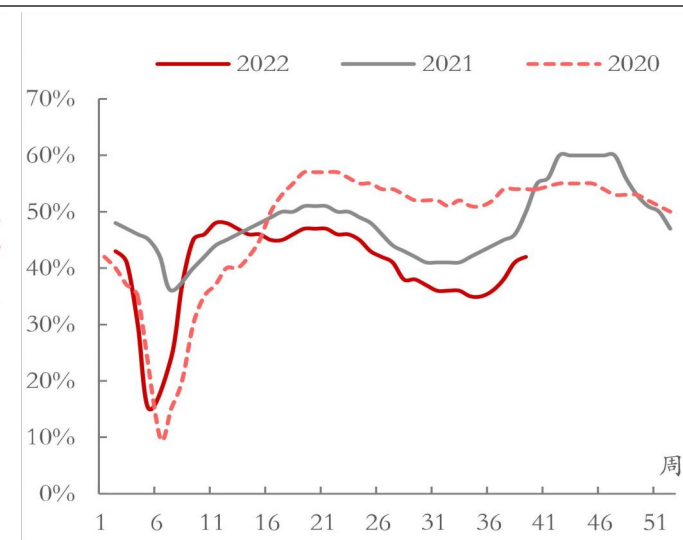
由于稳基建政策持续发力，近期基建增速维持高位。1-8月基建累计同比由9.6%上升至10.4%。预计四季度基建增速仍将较高，全年基建增速或在10%之上。首先从政策意图来看，中央全年多次强调稳基建的重要作用，8月末中央政府再度出台了稳基建的增量政策：追加不少于3000亿元政策性开发性金融工具额度，盘活5000多亿专项债地方结存限额。其次从资金来源看，基建的增量政策正在生效，由于政策性开发性金融工具能够作为基建项目的资本金，并撬动更多的社会资金，预计四季度基建的资金是较为充足的。最后从高频指标来看，基建项目的施工进度也在加快，沥青、PE管材等多种基建用料开工率均在上升。

图表2：基建增速上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：PE管材开工率回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

但值得注意的是，基建自身难以完全对冲经济下行压力。基建产业链对GDP影响占比仅为15%，明显低于地产产业链。根据历史经验，仅凭基建自身发力，难以扭转经济的颓势。

图表4：沥青开工率上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：地产周期下行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.2、地产负反馈仍在持续，政策或加大力度

当前我国的地产周期正处于深度下行的阶段之中。拿地端：近期土地市场情绪较为低迷，民企普遍缺席土拍。销售端：1-8月商品房销售额同比增速为-19.9%，前值-28.2%，我国多个城市出台稳销售政策，地产销售略有回暖，但绝对数值仍然较差，且高频数据显示当前的商品房销售情况并不乐观。投资端：1-8月地产投资增速为-7.4%，已经连续17个月下行。

图表6：8月房地产相关数据一览

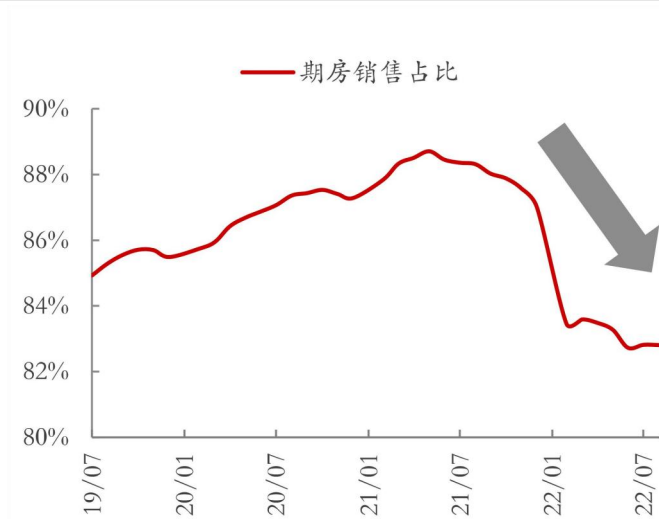
指标	较前值变动	8月	7月	6月	5月	4月
土地购置面积：当月同比 (%)	-9.3	-56.6	-47.3	-52.8	-43.1	-57.3
商品房销售面积：当月同比 (%)	+6.3	-22.6	-28.9	-18.3	-31.7	-39.0
商品房销售额：当月同比 (%)	+8.3	-19.9	-28.2	-20.8	-37.7	-46.6
房屋施工面积：当月同比 (%)	-3.5	-47.8	-44.3	-48.1	-39.7	-38.7
房屋新开工面积：当月同比 (%)	-0.3	-45.7	-45.4	-45.1	-41.9	-44.2
房屋竣工面积：当月同比 (%)	+33.5	-2.5	-36.0	-40.7	-31.3	-14.2
房地产开发投资：累计 (%)	-1.0	-7.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

三季度地产风险进一步显性化，地产行业的负反馈持续时间被拉长。自2020年末地产监管政策系统性收紧之后，部分高杠杆的房企流动性危机逐渐发酵，这一方面导致了“烂尾楼”事件的发生，居民购房意愿下降，另一方面也使得金融机构在为房企提供金融资源时变得更为谨慎，最终的后果就是房企资金来源继续承压，流动性危机持续。今年三

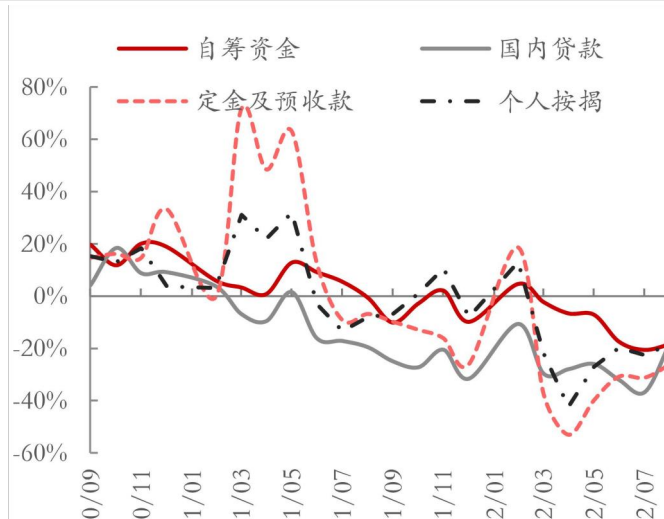
季度开始,居民断供现象集中出现,这反映了疫情冲击之下,居民部门入不敷出的问题,同时也意味着地产风险进一步向居民部门扩散。断供事件的后果就是延长了地产行业负反馈的持续时间:一者居民部门对于期房销售模式和地产行业的信心下降;二者房企降价自救,房价环比持续走弱,进一步恶化了市场预期。

图表7: 期房销售比重下降



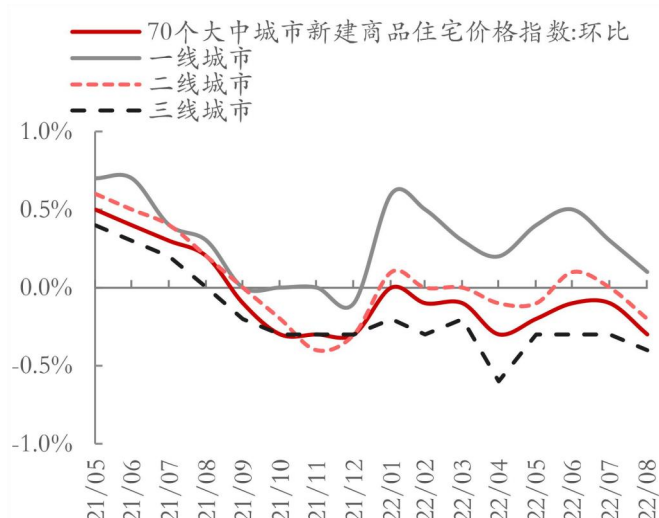
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表8: 房企资金来源持续负增长



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表9: 房价环比下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表10: 地产市场景气度低迷



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

当前政策难以完全化解地产流动性风险。为打破地产行业的负反馈,中央多次强调“保

交楼”。目前地产纾困基金、地方 AMC 介入等政策已经开始落实，上述政策的思路是国企或地方/中央政府出资，并尽可能撬动更多资金，盘活涉险项目。当前的政策保持了定力：一者地产纾困基金自身的规模仅 2000 余亿元，低于“保交楼”涉及的资金规模；二者救助政策秉承了市场化的宗旨，只有未来现金流能够偿付成本的项目才能够得到有效纾困，而资不抵债的项目虽然可能得到代建公司的援助，但相应成本最终需要由房企自身承担，部分资质较弱的主体面临着市场化出清的压力。

未来政策可能升级，地产风险再度显著恶化的可能性在降低。央行货币政策委员会三季度例会明确指出，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，这意味着“保交楼”政策大概率升级，地产流动性风险再度扩大的可能性较小。

提振地产需求并不容易，政策仍有发力空间。当前居民部门主动去杠杆与增加储蓄是一个很重要的问题。举债的本质是向未来的自己借钱，因此在举债之前需要考虑成本与预期收益。对于居民部门而言，虽然房贷利率在持续降低，但一者以房价为代表的资产价格也在下降；二者收入增速长期低于债务增速，且由于疫情的冲击，中长期的收入增速预期在进一步下降，此时扩张债务规模并非良策。为扭转当前的窘境，政策正在发力，央行和银保监会已经宣布阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限，另外其他“因城施策”刺激居民购房需求的政策也将在波动中继续转松。

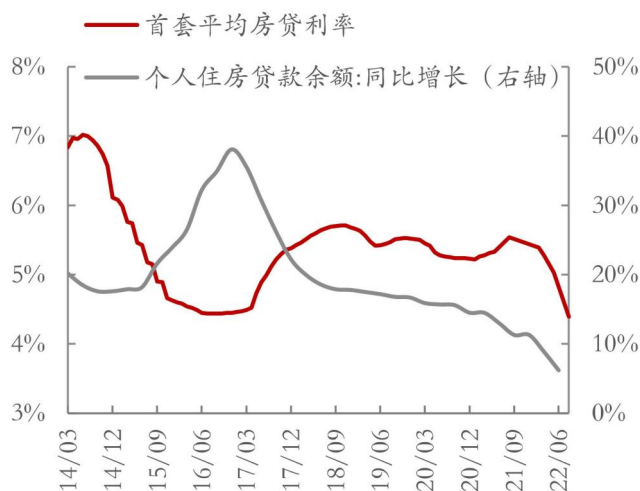
综合来看，虽然当前地产供需两侧的情况不容乐观，但政策也在逐渐升级，预计四季度地产供给侧流动性风险边际大幅扩散的可能性会下降，需求侧居民购房意愿也难以明显恶化，地产销售或迎来磨底阶段。

图表 11：居民举债加杠杆意愿下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：房贷利率下降的政策效果有限

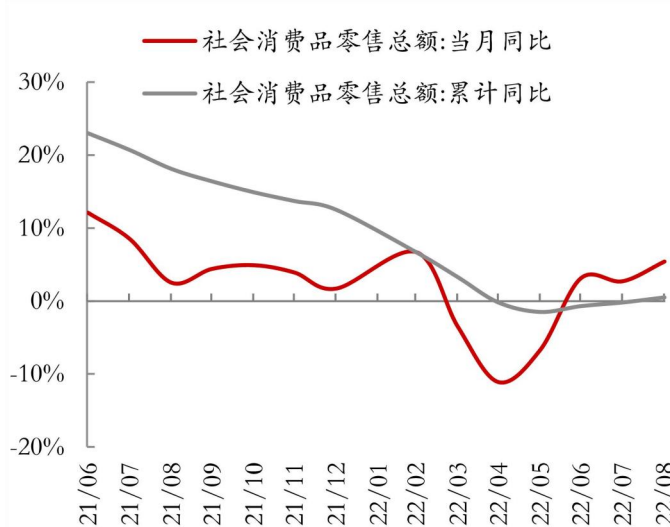


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.3、收入预期难提振，消费承压

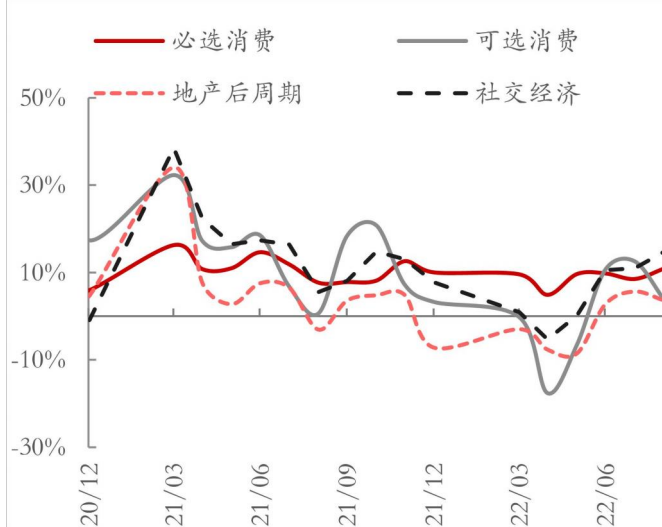
当前的消费情况整体不容乐观，结构上可选消费、服务类消费和限下消费较弱。居民收入、收入预期以及疫情可能是制约消费的两个重要因素。

图表 13：消费爬坡



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：可选商品和地产后周期商品社零表现较差



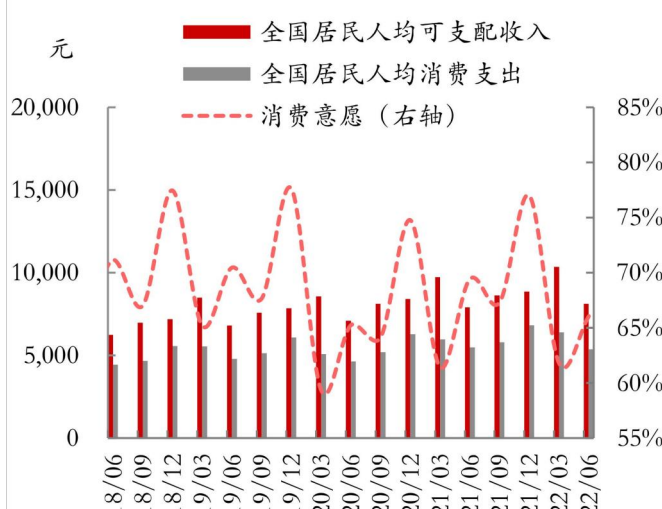
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 15：收入预期下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：居民消费意愿不强



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望四季度，居民收入及收入预期难见明显改善。其一，四季度地产景气度延续低迷，

且出口增速也有降低的压力，企业利润难以明显回升，而基建对于居民就业和收入的拉动效果又较为有限，预计居民工资性收入以及经营性收入不会明显改善。其二，由于国内经济基本面较为疲弱，叠加海外货币政策持续收紧，人民币汇率贬值压力加剧，大部分资产的表现不佳，这也会影响到居民的举债消费意愿。其三，消费行业存在着“收入下降-消费下降-经济承压-收入下降”的负反馈机制。

疫情仍在冲击居民消费。近期疫情时有反复，且根据近两年的经验，气温下降时疫情散发的概率往往也在提升。疫情不仅能够明显冲击当期的线下消费，还能够持续压制市场预期。这意味着，即使财政政策积极创造货币，居民储蓄水平较高，但大量的储蓄很难顺利转化为消费。另外，疫情能够通过冲击服务业进而影响就业和收入的渠道加剧消费行业的负向循环。

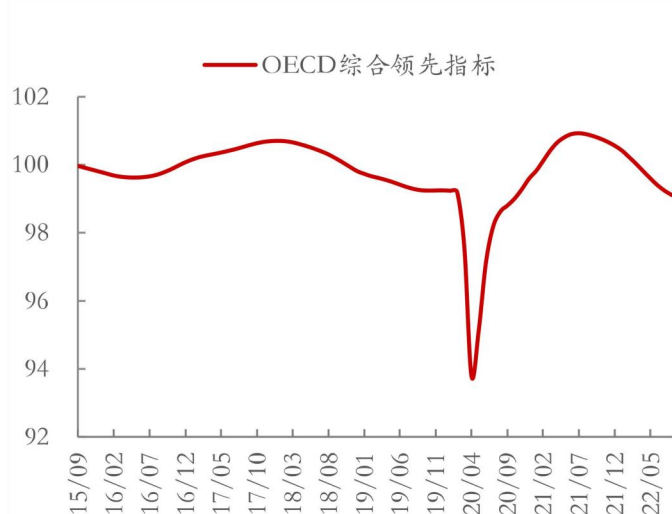
综合来看，虽然汽车等部分行业的社零增速或比较高，但四季度消费的整体情况仍不容乐观。

2.4、制造业稳中有降，出口逐步转弱

制造业投资波动较低，是影响经济基本面和债券市场相对次要的因素。制造业的走势和此前判断的一致，仍旧是稳中有降的。在企业持续去库存、工企利润较为低迷、市场预期未改善的情况下，制造业投资增速整体下降，但由于政策仍旧在积极呵护制造业，预计制造业投资增速下降的幅度不会太大。

出口增速整体下降。首先，四季度海外经济增速将进一步放缓。美国高通胀持续侵蚀居民部门的收入和企业部门的利润；而为了对抗通胀，美联储不惜以经济增长放缓为代价大幅加息。其次，价格对于出口的支撑也在下降。最后，去年四季度我国出口增速较高，高基数效应也会导致出口读数偏低。

图表 17: OECD 综合领先指标下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 人民币实际汇率指数较为稳定



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

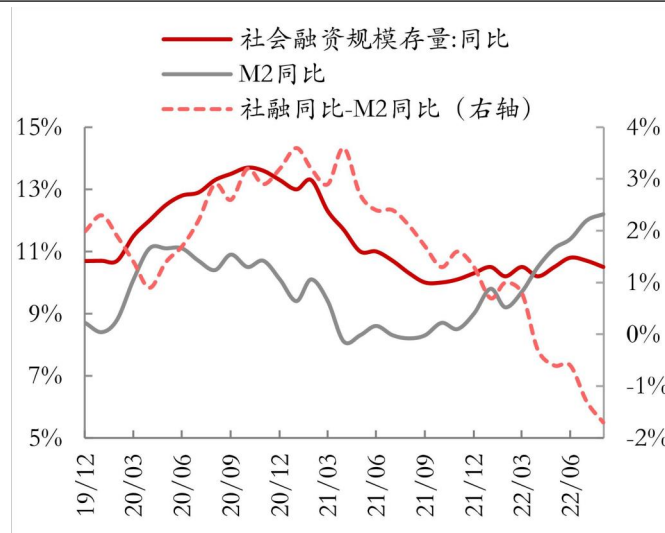
人民币汇率贬值对于出口的支撑不强。从理论上讲，人民币汇率贬值能够促进出口，传导渠道一是价格下降刺激外需，二是本币贬值提升国内商品的相对竞争力。但从当前情况来看，外需整体转弱已是趋势；另外，非美货币普遍贬值，人民币实际有效汇率指数相对稳定，国内商品的相对竞争力难以大幅提升。

2.5、稳信用政策呵护实体融资需求

由于政府债和企业债等分项的拖累，年末社融同比可能会降至 10.3% 左右。但相较于社融，市场可能更为关注实体经济内生融资需求的变化。预计在存量稳信用政策生效、增量政策升级的背景下，信贷再度大幅回落的可能性不高。

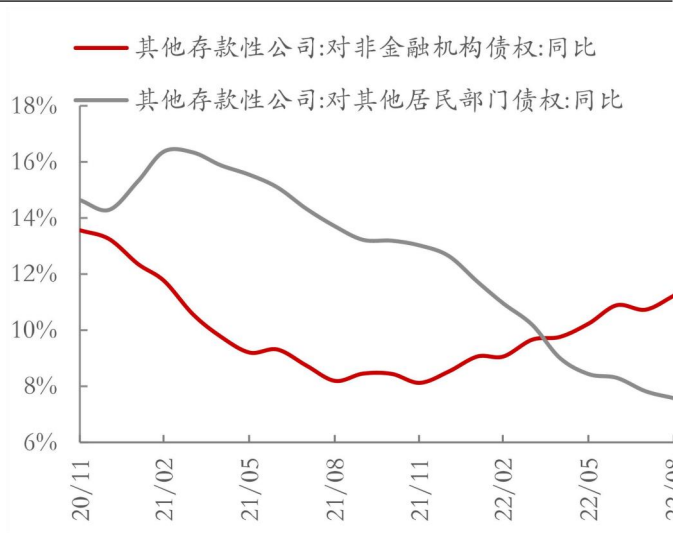
当前居民部门的举债意愿不强，在此不再赘述。非金融企业部门承担着最主要的加杠杆重任。虽然非金融企业部门的融资意愿仍将受到地产衍生风险和疫情的压制，但稳信用政策也在生效。8 月稳基建和降息政策生效，企业部门举债意愿已经开始上升，而四季度结构性货币政策、准财政政策和稳地产政策将逐步落地，增量地产政策也可能推出，企业部门的信贷需求或在波折中小幅回暖。

图表 19：社融同比和 M2 同比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 20：企业和居民债务增速表现分化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

综合来看，四季度我国经济基本面仍处于偏弱修复的阶段中。虽然经济基本面仍然较弱，这可能主导债市偏多，但市场也已交易过基本面偏弱的逻辑，叠加稳地产政策正在升级，基本面或指向债牛逐渐步入尾声。

3、政策保持定力，资金面相对宽松

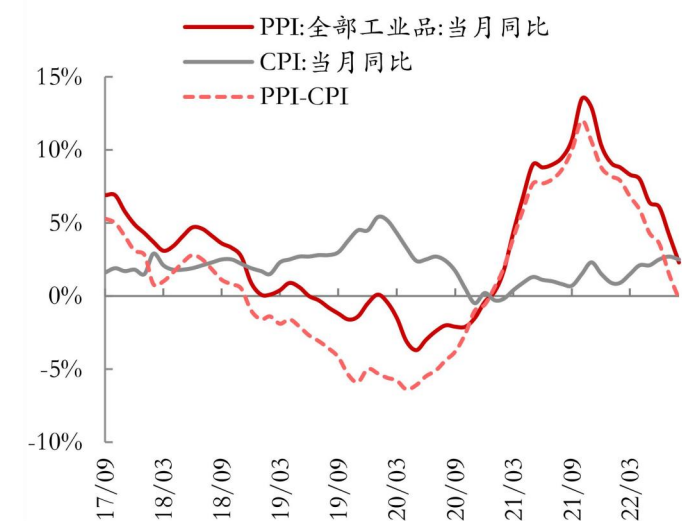
3.1、通胀难以成为货币政策的掣肘

展望四季度，国内经济修复节奏偏慢，海外需求边际走弱，通胀压力全面上升的压力并不大。另外，虽然从经验上看，充裕的流动性会抬升通胀压力，但当前实体部门的资产负债表受损，储蓄意愿上升支出意愿不强，大量的资金并未流入到实体经济之中。

四季度通胀的结构性特征或更为突出，这主要表现为 PPI-CPI 剪刀差的进一步收窄。预计 PPI 同比增速整体下行，四季度有转负的可能。由于国内需求修复不畅，海外需求边际转弱，三季度上游的大宗商品价格普遍呈现出震荡走弱的态势，预计四季度走势亦然。另外，去年四季度 PPI 同比基数较高，这可能会导致今年部分月份 PPI 同比转负。CPI 同比进一步冲高动能不足。从食品价格来看：一者猪周期已经启动，但抛储政策也在不断推出，预计猪价难以大幅上涨；二者高温干旱导致鲜菜减产，价格上升，但这一影响偏短期；三者疫情冲击消费，食品价格整体上涨空间不大。近期非食品项表现普遍偏弱，反映了内需的疲弱，这一现象也将延续至四季度。整体来看，CPI 在 9 月冲高之后，四季度面临着小幅的下行压力。

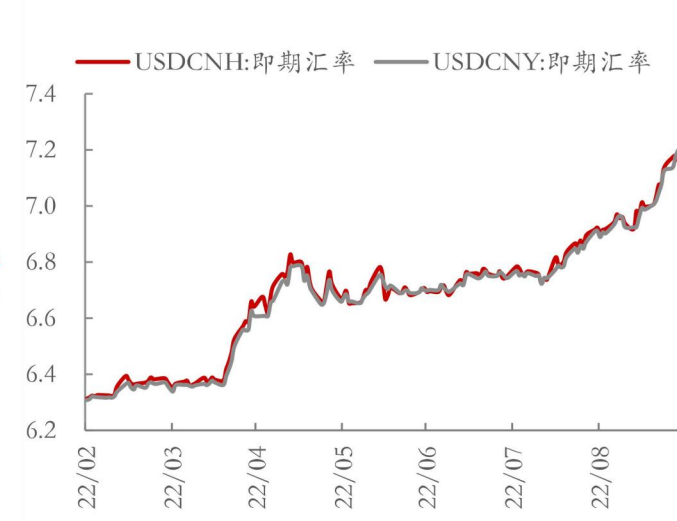
通胀难以成为货币政策的掣肘。历史经验显示，经济过热所引发的全面通胀更可能使得央行收紧货币政策，结构性通胀对于央行的掣肘比较有限。比如：2019 年末，猪价快速上涨导致 CPI 同比一度达到 5.4% 的高位，但实体经济仍旧疲弱，央行选择降息；2016 年大宗商品价格上涨导致 PPI 快速上升，但央行同样未加息。

图表 21：通胀压力整体不高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 22：人民币大幅贬值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3.2、人民币将继续贬值，国内降息可能性低

近期人民币快速贬值，原因主要有三：其一外需边际转弱，经常项承压；其二我国货币政策稳健偏松，而美联储持续大幅加息；其三地产和疫情风险冲击下，我国经济修复的节奏不及预期，而美国经济的韧性略超市场预期。

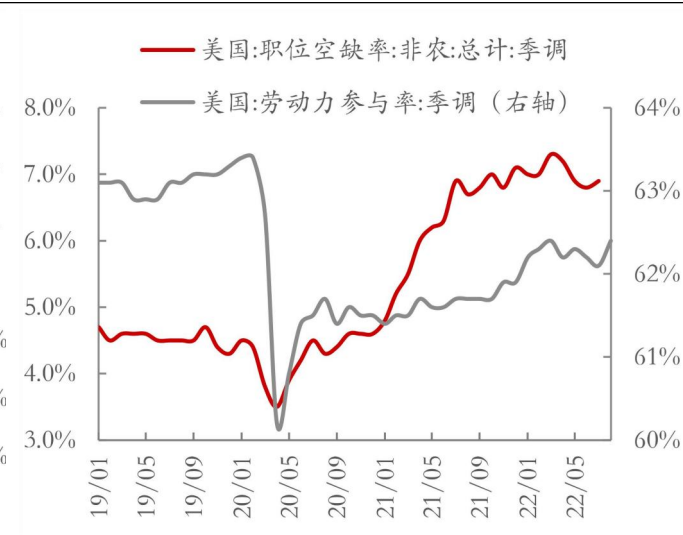
展望四季度，人民币贬值的压力将持续释放。除外需继续转弱与我国经济修复节奏波折之外，预计海外通胀回落速度可能偏慢，美联储或维持强势政策预期引导。一者房租价格或将持续上升。过去两年美国房价持续上涨，至今方出现回落迹象。根据历史经验，房价领先房租价格4个季度，这意味着四季度房租仍有上涨的空间。而房租分项占美国CPI的比重约为三分之一，房租上涨可能成为支撑美国通胀的核心动力。二者“工资-通胀螺旋”仍旧存在。疫情冲击之下，部分劳动者离开了劳动力市场，美国职位空缺率持续处于高位。劳动力市场的供不应求导致薪资增速偏高，这同样助推了通胀压力。为了对抗通胀，预计美联储仍将维持高压的政策倾向，这意味着人民币贬值压力仍然较大。

图表 23：房价领先房租约 12 个月



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 24：美国劳动力市场缺口较大

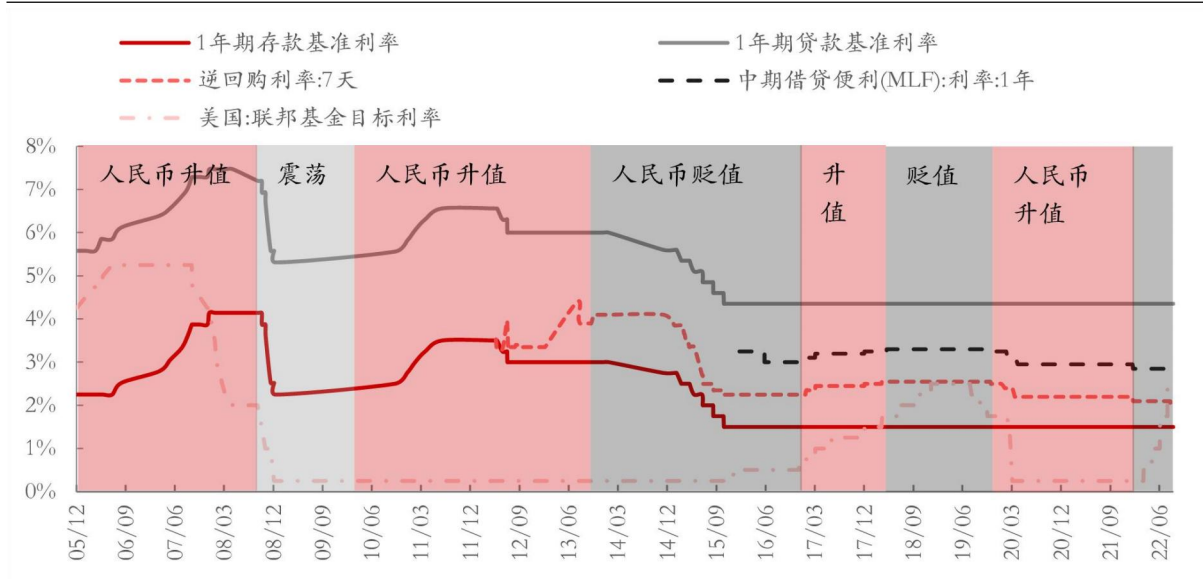


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

人民币贬值压力对债券市场的影响渠道主要有二：其一是外资减持中国国债。由于存量国债中，外资持仓占比仅为10%，预计这一影响相对较小。其二是贬值压力对于货币政策的掣肘，由于货币政策决定了债市变动的幅度，这一影响相对重要。

由于人民币快速贬值，四季度降息的可能性较小。当前人民币贬值压力尚未完全释放，央行若再度降息，大概率会加剧人民币的贬值压力，并进而引发人民币计价资产的重估。根据历史经验，我国极少在美联储快速加息、人民币贬值压力加剧的环境下降息。一个例外是今年8月央行的降息，降息后人民币汇率快速贬值，实际上这也起到了压力测试的作用。综合来看，在美联储货币政策拐点未出现之前，央行大概率不会降息。

图表 25: 中美政策利率与人民币周期

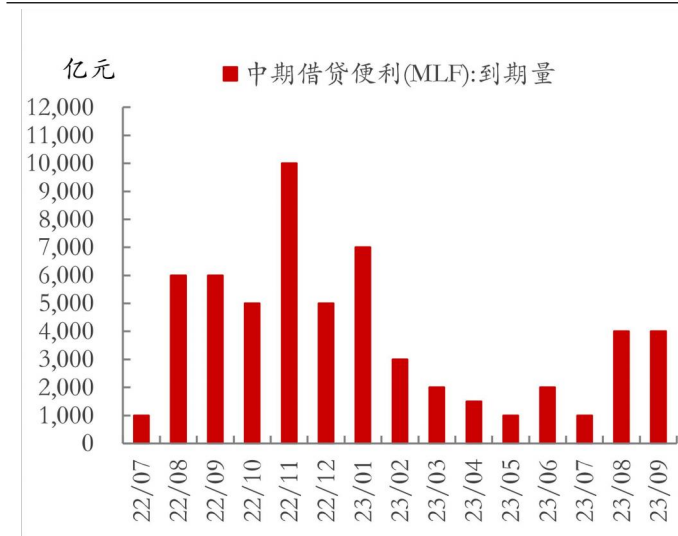


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3.3、货币政策整体稳健偏松，降准仍有可能

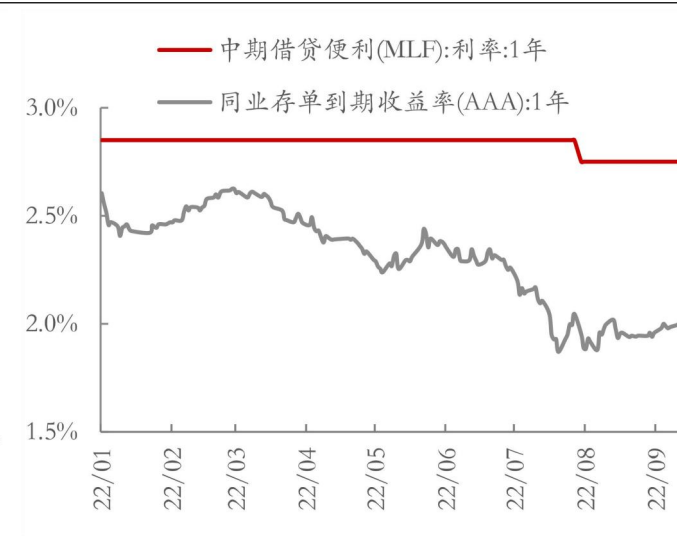
在“以我为主”的指引下，货币政策总基调仍然是稳健偏松的。一者内需较弱，货币政策难以转紧；二者稳汇率的本质仍然是稳内需。

图表 26: 四季度 MLF 到期量较大



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 27: 同业存单利率低于 MLF 利率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

降准存在一定可能性。由于四季度MLF到期量比较大,而同业存单利率又明显低于MLF利率,商业银行续作意愿不强,央行可能使用降准的方式来对冲MLF到期,同时向商业银行提供低成本中长期资金。

结构性货币政策仍将发力。近两年来,再贷款等结构性货币政策的应用越来越广泛,预计四季度相关政策仍有发力的空间。结构性货币政策一方面是具有精准性、直达性的宽信用抓手;另一方面也是央行提供基础货币的重要手段。

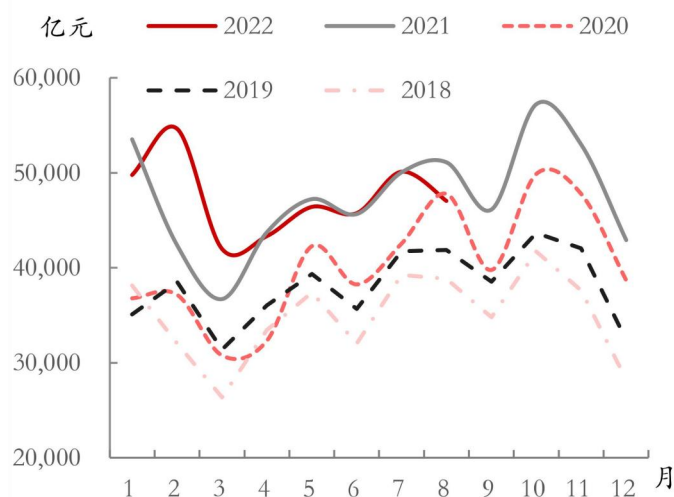
实体融资成本可能继续下降。降成本是激发实体部门融资需求的重要手段,而央行除了降息之外,也能够通过缓解商业银行成本压力的方式引导商业银行下调LPR报价加点。四季度贷款利率有可能在MLF利率不变的情况下实现下调。

3.4、财政政策发力接近尾声

今年我国实施了较为积极的财政政策。上半年财政政策主要的思路是在债务水平不大规模扩张的情况下,尽可能增加财政收入,并保证财政支出水平,主要的政策工具包括央行利润上缴、留抵退税等。在三季度,为了补充财政资金,我国进一步出台了增量的财政政策,包括盘活5000亿元专项债存量、增加政策性开发性金融工具额度等。综合来看,可持续性财政政策较为关注的目标之一。

展望四季度,财政政策的发力已经接近尾声。为应对疲弱的基本面,财政政策难以收紧,但由于财政政策较为关注可持续性,四季度财政端或更为注重落实存量的政策工具。

图表 28: 政府存款低于季节性



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 29: 超支歉收现象有所缓解



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

再度盘活存量地方专项债额度的可能性不大。截至2021年末,我国大概有1.5万亿元的地方专项债存量限额,现今还有1万亿元的额度可供盘活。但使用这部分资金的可能性

不大：一者已经有相关的增量政策补充了基建资金；二者从可持续性的角度出发，1 万亿元的专项债额度用作政策储备更为合适。

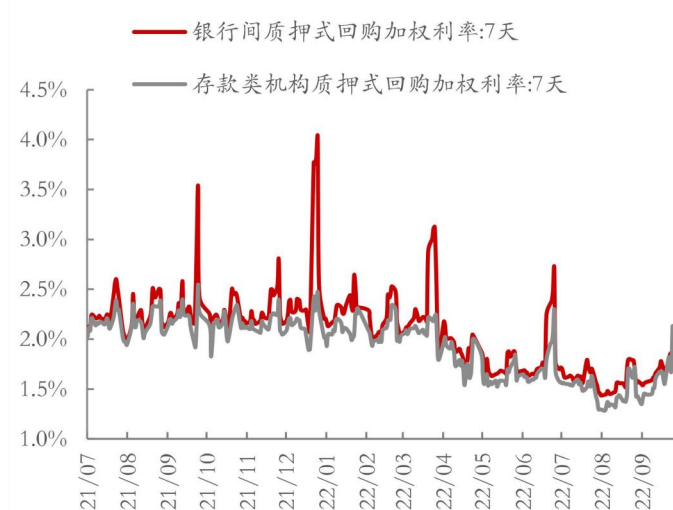
明年的专项债限额有可能在年底下达，但对今年的影响偏小。自 2019 年起，财政部可在当年新增地方政府债券限额的 60% 以内，提前下达下一年度的地方新增一般债、专项债的限额。在 2018 年 12 月、2019 年 11 月和 2021 年 11 月，财政部均提前下达了下一年的专项债额度，分别为 0.81 亿元、1 亿元和 1.46 亿元。若经济修复速度偏慢，财政部同样可能会在今年年末下达 2023 年的专项债额度，做好基建资金的续接。但根据历史经验，即使提前下达专项债额度，相关资金也是在次年使用。

若有出台增量政策的必要，政策性开发性金融工具推出的可能性较高。在财政政策整体保持定力的情况下，准财政工具的使用频率有所提升。和传统的财政政策工具相比，政策性开发性金融工具的优势一方面体现在灵活性上，实施调整赤字率、发行特别国债等政策需要人大常委会审议，流程较为复杂；另一方面，该工具可以作为基建项目的资本金，从而撬动更多的社会资金参与。综合来看，如果四季度财政有出台增量政策的必要性，推出政策性开发性金融工具的可能性是最大的。

3.5、资金面整体宽松，边际略有收敛

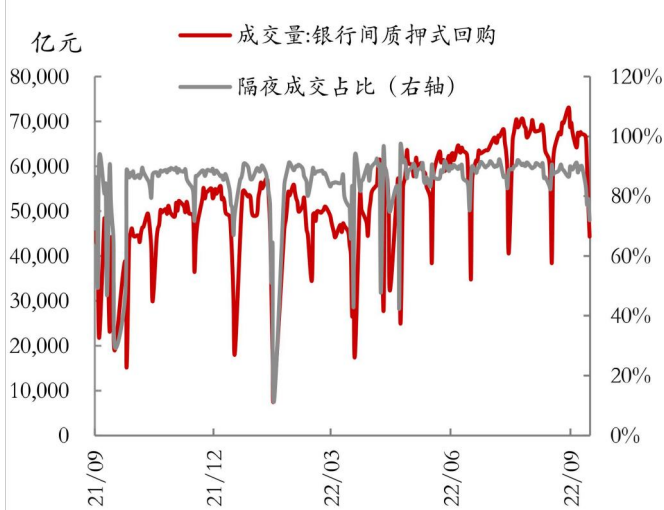
三季度资金面整体较为宽松。其一，地产风险进一步显性化后，宽信用的节奏再度被打乱；其二，财政“超支歉收”的特征依旧较为明显；其三，央行降息进一步使得资金利率中枢难以明显上行。

图表 30：近期资金面较为宽松



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 31：银行间质押式回购成交量已达历史较高位置



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

预计四季度资金面仍将维持较为宽松的状态。地产风险和疫情均难以在短期内解决，实

体部门融资需求难以大幅回升，这决定了四季度的资金面仍然是相对宽松的。

但促使资金面小幅收敛的因素也在积累：其一，央行近期连续缩量续作 MLF，或向市场释放了不希望资金在银行间空转的信号；其二，从五因素模型出发，财政政策“超支歉收”是导致资金面宽松的因素之一，而随着财政发力接近尾声，“超支歉收”的情况可能会边际改善。

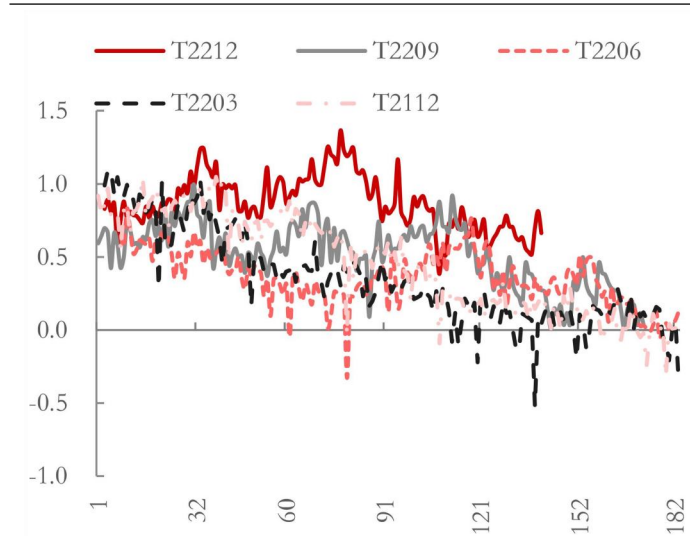
4、国债走势展望：债牛渐入尾声

从方向上看，四季度债牛或进入尾声。经济基本面修复的节奏较为波折，这可能是最主要的利好，但市场已经交易过基本面偏弱的逻辑，且央行降息的可能性不大、资金面进一步宽松的概率较小，利率下行的空间较为有限。综合来看，10Y 国债收益率或在 2.65%-2.8% 的区间内运行。从节奏上看，稳信用政策和偏弱的基本面之间的博弈仍将主导国债收益率变动的节奏。除了年末配置行情，交易盘操作难度会有所增加，建议密切关注票据利率、地产销售等高频指标变化。

从中长期来看，地产周期终将企稳，各地也积累了降低疫情对经济冲击的经验，经济增速会逐渐回归潜在增速，当前或处于债牛的尾声。

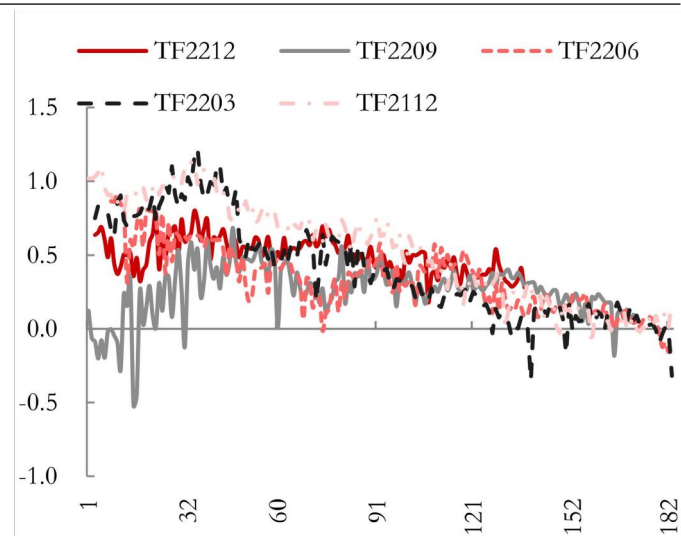
策略方面，方向性策略或可逢低做多，快进快出。另外 12 合约的基差整体较高，随着交割月临近，可以交易基差收窄。

图表 32：T2212 基差偏高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 33：TF2212 基差略偏高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5、风险提示

货币政策超预期；外资外流压力加剧。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金 23 亿元人民币,员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

徐颖、张燊东

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com