

盈不可久，潜龙勿用

走势评级：

国债：看跌

报告日期：

2022 年 12 月 19 日

★ 外需确定性转弱，内需低基数改善

2023 年稳增长之路依旧较为艰辛。外需转弱，出口增速继续下降，进口略强，贸易顺差收窄。内需方面，1) 地产供给侧“三箭齐发”，但存量风险发酵、居民收入增速下降和房价下跌等问题较难顺利解决，从供给侧改善到销售企稳回升再到地产开发投资触底仍然需要较长时间，预计明年地产投资跌幅扩大。2) 基数较低叠加消费场景改善，可选、社交类消费或将带动社零增速回升，但由于失业率较高、收入预期承压以及消费意愿回升速度偏慢，消费难强劲修复。3) 基建或继续发力，但增量资金规模有限，增速逐渐下降。4) 制造业增速或相对稳定。总体来看，虽然由于低基数，明年的 GDP 增速会较今年高，但经济内生修复动能仍然较弱。

★ 通胀存在潜在升温的可能性

在 1) 货物、服务贸易顺差收窄；2) 维持国内经济增长需要流动性投放，政府部门或代替居民部门加杠杆；3) 上半年内需仍在走弱等因素的共同作用下，人民币仍旧存在着贬值压力，输入性通胀压力仍会存在。目前 M2 增速明显超过 GDP 增速，超额储蓄较高。随着可选、社交等消费修复，下半年通胀压力将逐渐抬升。

★ 政策面：财政发力，货币政策边际转紧

稳增长主要需要财政发力，新增政府债务规模大概率扩张。目标赤字率超过 3%，新增专项债规模或超 4 万亿元。但由于“存粮”减少，广义实际赤字水平略低于今年。节奏上，财政靠前发力。

年初稳增长压力较大，货币政策或仍有一定宽松的窗口期。但央行认为超发货币一定会导致通胀，对于通胀的担忧或使得货币政策基调逐渐转紧，资金利率中枢上升。政策工具选择上：结构性货币政策出台概率>降准>降息，明年降息可能性极小。

★ 债市展望及策略

预计明年债市震荡转熊，10Y 利率中枢上移至 2.9%，震荡区间为 2.7%-3.2%。策略方面：一季度债市仍有一定波动，或可进行波段操作，二季度起债市转熊，建议缩短久期并在基差较低时介入套保。

★ 风险提示

内需崩塌，财政向货币透支，城投信用风险暴发。



徐颖 资深分析师(外汇/贵金属)

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人 张桑东 (国债)

从业资格号：F03085356

Tel: 8621-63325888-4110

Email: candong.zhang@orientfutures.com

主力合约行情走势图 (国债)



目录

1、回首 2022：强政策与弱现实的博弈	5
2、外需确定性转弱，内需低基数改善	6
2.1、出口走弱，贸易顺差收窄	6
2.2、地产磨底时间较长，投资跌幅扩大	8
2.3、消费增速中枢上行幅度有限	11
2.4、基建增速逐步下降、制造业增速或相对稳定	14
3、通胀存在潜在升温的可能性	15
3.1、央行对于输入性通胀的担忧	15
3.2、货币超发导致的通胀压力	17
4、政策面：中央财政发力，货币政策边际转紧	18
4.1、财政政策“加力提效”，目标赤字率或上升	19
4.2、货币政策边际收紧，结构性货币政策是主要工具	21
4.3、财政对资金面影响降低，资金利率中枢上行	22
5、债市展望及策略	23
5.1、国债走势展望：震荡走熊，利率中枢上移	23
5.2、国债策略展望：转向防御，关注套保	24
6、风险提示	24

图表目录

图表 1: 2022 年国债走势复盘	5
图表 2: 出口量价拆分	6
图表 3: OECD 综合领先指标走弱	6
图表 4: 我国出口份额仍较高	7
图表 5: 进出口增速及贸易差额	7
图表 6: 2020 年以来, 服务贸易逆差收窄	7
图表 7: 11 月房地产相关数据一览	8
图表 8: 今年居民新增中长贷规模持续低于季节性水平	9
图表 9: 居民收入增速下降	9
图表 10: 房价下跌, 居民住房资产缩水	9
图表 11: 东部地区存贷差增速更高	9
图表 12: 居民收入预期指数下台阶	10
图表 13: 目前本轮房价下跌幅度低于前几轮	10
图表 14: 房价和商品房销售指标同步走弱	11
图表 15: 历史上销售底往往领先于投资底与拿地底	11
图表 16: 失业率和社零同比负相关	12
图表 17: 高失业时, 居民收入和收入预期难改善	12
图表 18: 拥堵延迟指数低于季节性水平	12
图表 19: 近期社零同比和拥堵延迟指数同比相关性高	12
图表 20: 居民消费意愿不高	13
图表 21: 从管控政策放松到客运量修复需要 3-4 个月	13
图表 22: 疫情冲击降低后, 可选和社交类消费先修复	13
图表 23: 地产后周期类消费增速与地产销售增速同步	13
图表 24: 今年基建增速较高	14
图表 25: 历年专项债发行节奏	14
图表 26: 工企利润转负, 制造业投资相对稳定	15
图表 27: 企业新增中长贷规模高于季节性水平	15
图表 28: 美国通胀达到 40 年来的新高	16
图表 29: 今年美元升值、人民币兑美元贬值	16
图表 30: 中美利差持续倒挂	16
图表 31: PPI-CPI 剪刀差收窄	16
图表 32: M2-GDP 指标偏高	17
图表 33: 定期存款增速非常高	17

图表 34: 可选+社交消费增速领先通胀 1-2 季度	18
图表 35: 疫情后香港的消费与通胀走势	18
图表 36: 越南零售季节性	18
图表 37: 台湾消费与通胀走势	18
图表 38: 第一本账超支歉收	19
图表 39: 第二本账超支歉收	19
图表 40: 目前实际赤字率偏高	20
图表 41: 中央政府杠杆增速偏低	20
图表 42: 社融、M2 持续倒挂	21
图表 43: MLF 到期规模	21
图表 44: 今年 DR007 明显低于政策利率	22
图表 45: 今年票据利率震荡下行	22
图表 46: 10Y 国债-1YMLF 利差有均值回复特征	23
图表 47: 目前十年期期债基差明显偏高	23

1、回首 2022：强政策与弱现实的博弈

回首 2022 年，债市在强政策与弱现实之间的博弈中度过，利率一波三折。1 月-3 月中旬，市场主要交易强政策的逻辑。1 月央行超预期降息，10Y 国债收益率由 2.8% 下行至 2.69%；2 月-3 月中旬，信贷指标明显改善，叠加各地不断升级稳地产政策，10Y 国债收益率上行至 2.86%。3 月中旬-5 月末，弱现实占据上风。3 月中旬-4 月中旬，由于上海、吉林等多个地区暴发疫情，经济基本面明显走弱，10Y 国债收益率下行至 2.75%；4 月中旬-5 月初，央行降准不及预期，利率小幅上行；5 月中旬-5 月末，疫情冲击延续，而稳经济大盘会议出台的政策不及市场预期，10Y 国债收益率下行至 2.7% 附近。6-7 月，疫情管控政策放开带来的强预期推动 10Y 国债收益率上行至 2.84%。7 月地产风险进一步显性化，资金面超预期宽松，弱现实推动利率下行，8 月央行超预期降息，10Y 国债收益率一度下行至 2.58%。9 月中下旬起，由于人民币汇率快速贬值，叠加稳地产政策继续升级，10Y 国债收益率上行至 2.75% 附近。10 月，地产风险和疫情两大因素拖累经济，10Y 国债收益率下行至 2.64% 附近。11 月中下旬，国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控的二十条措施，稳地产政策“三箭齐发”，资金面快速收紧，10Y 国债收益率上行至 2.89% 左右。

图表 1：2022 年国债走势复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2022 年的启示：1) 地产周期能够顺利启动，是过去 10 年我国能够顺利实现稳增长目标的最主要原因，当前地产深陷困境，预计实现 2023 年稳增长任务的难度极大。2) 内需疲弱、海外加息的环境下，我国货币政策面临两难格局，这反映了杠杆率水平较高的情况下，私人部门、尤其是居民部门的脆弱性。3) 基本面决定债市的方向，货币政策决定债市的空间，资金是影响债市最直接的因素。

展望 2023 年，债市的主要矛盾仍然是稳增长压力与经济修复内生动力不足的矛盾。但和

今年不同的是：1) 出口增速正在明显转弱；2) 宏观政策面临的掣肘继续增多；3) 基本面和政策的组合下，资金利率中枢可能较今年上行。

2、外需确定性转弱，内需低基数改善

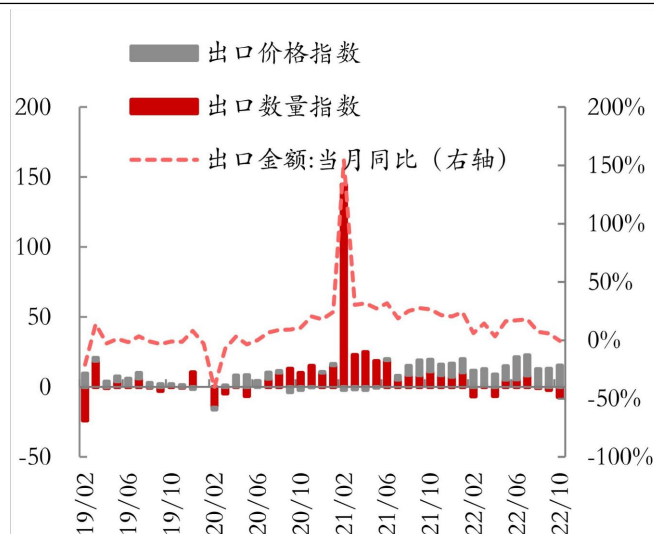
2022 年我国增长遇到了较多阻碍，最终难以完成增速目标。疫情和地产风险是制约经济增长的最主要因素，实体部门资产负债表受到冲击，企业部门去库存，居民部门去杠杆。虽然政府部门广义实际赤字率上升，但仍然难以提振经济的内生修复动能。

2023 年稳增长之路依旧较为艰辛。海外基本面边际走弱，我国出口大概率继续走弱。地产和消费是我国内需最主要的组成部分。虽然当前地产供给侧“三箭齐发”，但房企存量风险继续发酵、居民收入、收入预期下降和房价下跌等多重问题尚未得到解决，且未来也较难顺利解决，从供给侧边际改善到销售企稳回升再到地产开发投资触底仍然需要较长时间，地产周期的启动是非常乏力的。从疫情管控政策优化到实体部门预期企稳需要一定的磨合期，消费不会强劲增长。基建仍有发力必要性，但增量资金有限，且整体效果“托而不举”。制造业投资波动不大，也非债市关注重点。总体来看，虽然由于低基数，明年的 GDP 增速可能较今年高，但经济内生修复动能，尤其是地产需求仍然会较弱。

2.1、出口走弱，贸易顺差收窄

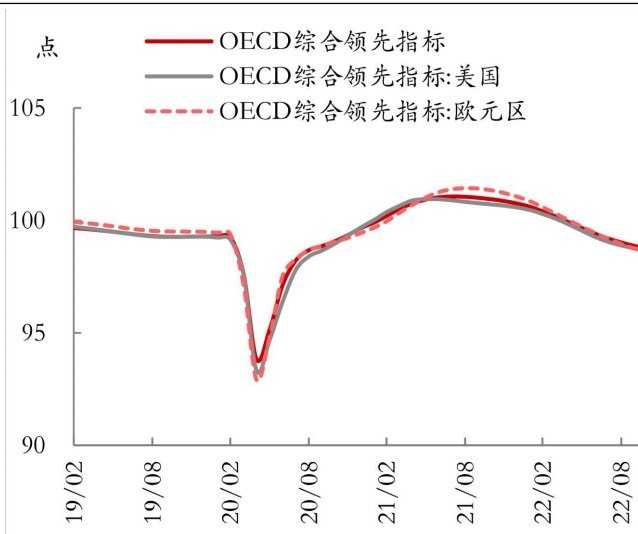
2020 年年末至 2022 年上半年，我国出口增速始终处于高位，其原因是多方面的：一者海外积极的宏观政策推动需求上升，此后海外生产能力修复也使得我国资本品、中间品出口增速存在韧性；二者我国生产能力相对稳定，出口份额占全球比重有所上升；三者物价处于高位。但上述因素在 2022 年相继发生转变，出口增速的拐点已经在 2022 年下半年出现。展望明年，上述因素对出口的影响以负面为主，预计 2023 年全年出口增速为负。

图表 2：出口量价拆分



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：OECD 综合领先指标走弱



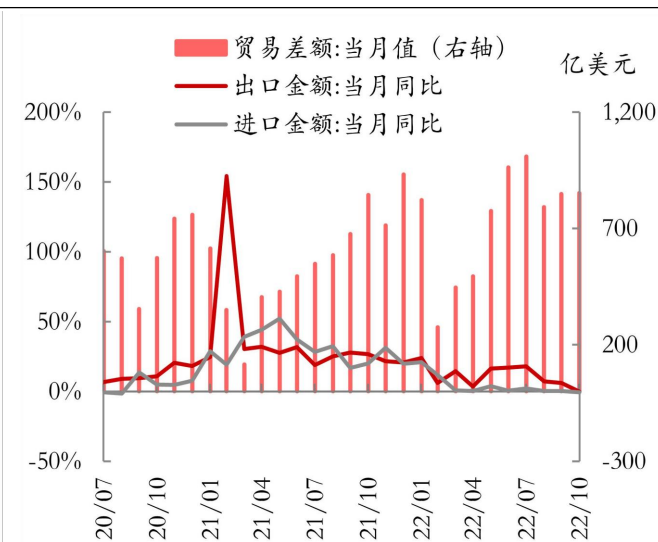
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：我国出口份额仍较高



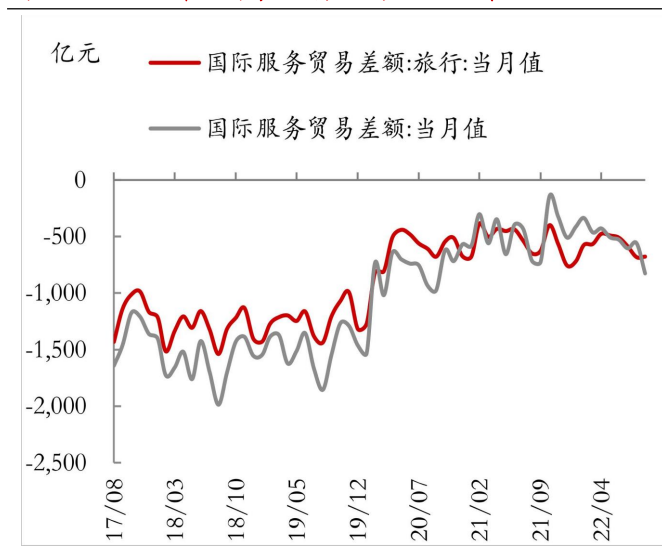
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：进出口增速及贸易差额



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：2020 年以来，服务贸易逆差收窄



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

一方面，海外需求走弱。在高通胀、高利率的环境下，海外需求正在逐步转弱。根据 IMF 在今年 12 月初的预测，明年全球至少三分之一的国家将陷入经济衰退。亚太地区的情况相对较好，但也将面临诸多不利因素的挑战。另一方面，PPI 同比大约领先出口价格总指数一个季度，今年 PPI 增速整体下降，这一趋势可能要持续到明年二季度，这意味着价格因素对于出口增速的支撑将逐渐转弱。但受益于成本等方面的优势，今年大量欧洲企业选择在我国投产，我国出口份额占比或保持稳定。综合来看，明年全年我国出口负增长。

货物贸易顺差或将收窄。今年下半年，我国在货物出口增速下降的同时，由于内需的疲弱，进口增速也在下降，货物贸易顺差持续高位，呈现出了“衰退式顺差”的特征。展望明年，消费等内需有望好于今年，相较出口增速，进口增速会更有韧性，货物贸易顺差或将收窄。

另外，服务贸易逆差可能扩大。在2020年新冠疫情暴发之前，在旅游分项的带动下，我国服务贸易逆差整体呈现出扩大走势。在新冠疫情暴发之后，跨境旅游人数大幅减少，服务贸易逆差逐渐收窄。展望明年，随着疫情管控政策逐渐优化，出境旅行人数将逐渐增加，服务贸易逆差可能扩大。

2.2、地产磨底时间较长，投资跌幅扩大

当前地产行业基本面非常差，多项指标大幅负增长，市场预期承压。供给侧，房企各项资金来源继续走弱，“烂尾楼”风险进一步暴露。除担心供给端风险外，持续三年的疫情已经显著冲击了居民部门的收入，这也导致居民部门对未来收入的预期下降，居民部门购房能力明显转弱。另外，房价持续下降，居民也缺乏购房意愿。综合来看，地产供需两端的问题都很明显，“保交楼”是当务之急，而稳住居民收入增速，改善收入预期是扭转地产颓势的核心。

图表 7：11 月房地产相关数据一览

指标	较前值变动	11 月	10 月	9 月	8 月	7 月	6 月
土地购置面积：当月同比 (%)	-0.8	-53.8	-53.0	-65.0	-56.6	-47.3	-52.8
商品房销售面积：当月同比 (%)	-10.1	-33.3	-23.2	-16.2	-22.6	-28.9	-18.3
商品房销售额：当月同比 (%)	-8.5	-32.2	-23.7	-14.2	-19.9	-28.2	-20.8
房屋施工面积：当月同比 (%)	-20.1	-52.6	-32.6	-43.2	-47.8	-44.3	-48.1
房屋新开工面积：当月同比 (%)	-15.7	-50.8	-35.1	-44.4	-45.7	-45.4	-45.1
房屋竣工面积：当月同比 (%)	-10.8	-20.2	-9.4	-6.0	-2.5	-36.0	-40.7
房地产开发投资：累计 (%)	-1.0	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

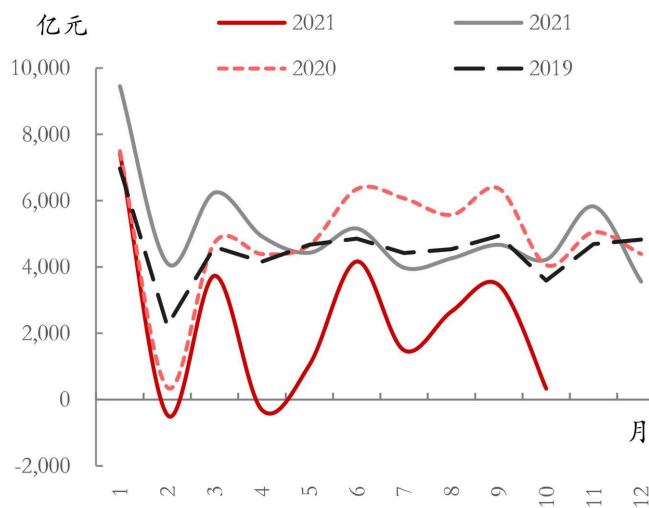
当前地产政策的核心目的是“保交楼”，而非带动地产新投资。为应对地产困局，今年我国推出了大量的地产救助政策，政策的发力方向也经历了从保项目到保主体等数轮优化。综合来看，地产救助政策具有较强的底线思维：一是防范系统性金融风险的底线，“保交楼”政策不断升级，防止地产风险进一步向居民等其他部门扩散；二是“房住不炒”的底线，政策刺激的目的不是为了带动地产新投资的上升。

展望未来，地产供给侧的“烂尾”问题完全解决尚需时日。信贷、债权和股权融资三箭齐发，房企的融资渠道已经打开，但政策的执行效果存在着一定的不确定性。无论是银行信贷支持、债权融资还是股权融资支持，都更多向资质较好、财务基本面比较稳健的优质房企倾斜。对于已经出险、收益难以覆盖成本的项目和企业，资金周转可能仍将是

非常困难的，银行、地方政府和企业多方可能会经历漫长的、艰难的磨合与谈判，这一过程中，资质较差的企业将逐渐出清，风险仍有释放的可能性。

需求的疲弱可能是明年阻碍地产周期企稳的主要因素，预计明年地产销售的改善节奏会非常慢、幅度会比较小。首先，刺激地产需求的政策具有较强的底线思维，类似于全面放开限购限贷等政策出台的可能性极小。

图表 8：今年居民新增中长贷规模持续低于季节性水平 图表 9：居民收入增速下降

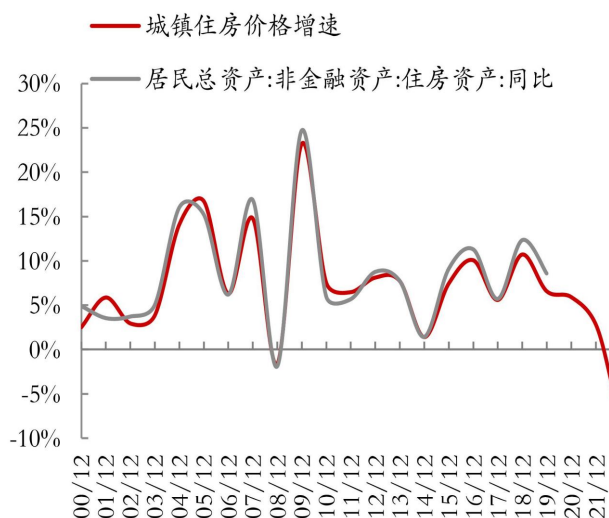


资料来源：Wind，东证衍生品研究院



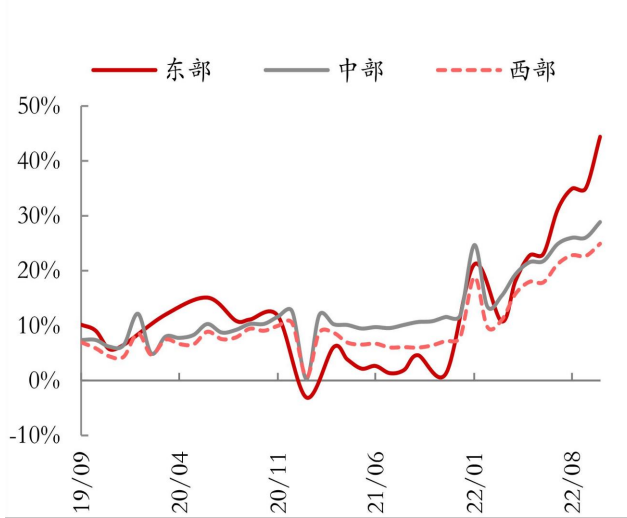
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：房价下跌，居民住房资产缩水



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：东部地区存贷差增速更高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

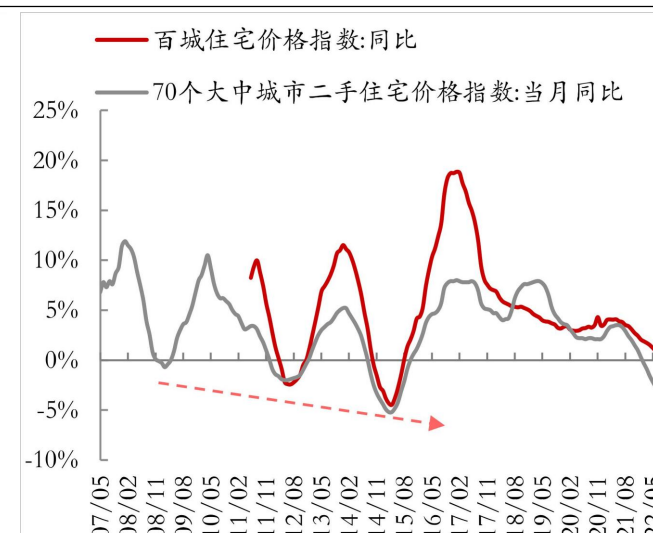
其次，居民资产负债表存在收缩压力，存款的增加也不意味着未来购房需求可以强劲释放。居民资产负债表存在收缩压力：一者房价下跌、权益类资产表现也较差；二者部分居民提前还贷。虽然居民部门通过大量积累存款的方式修复资产负债表，但存款总量的增加不意味着未来购房需求可以强劲释放：一者居民存款是由收入、利息等形式转化的，收入增速处于低位意味着居民部门的实际存款扩张速度其实不如往年，只不过往年的存款更多转化为了其他各类资产；二者收入的不平等会带来储蓄的结构性差异，2019年公布的《中国家庭金融调查报告》显示，收入前10%的家庭储蓄规模占全部储蓄的7成以上，而超过一半的家庭基本没有储蓄。经过三年疫情冲击之后，储蓄的结构性分化问题更为严重，今年二季度起，东部地区存贷差增速明显要超过中西部地区。

图表 12：居民收入预期指数下台阶



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：目前本轮房价下跌幅度低于前几轮

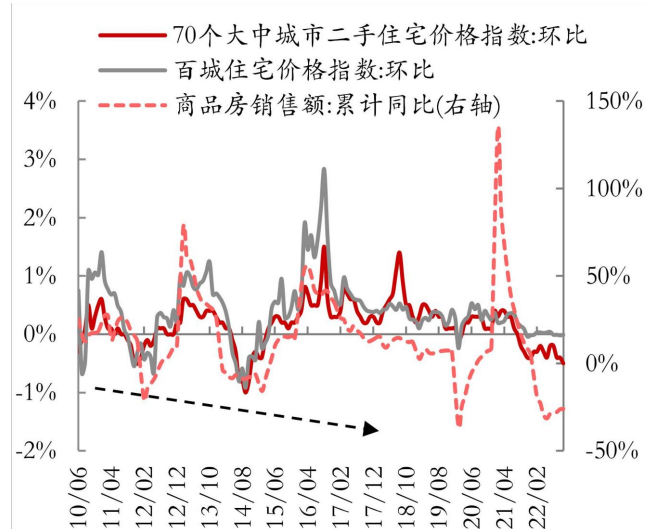


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

再次，修复居民收入增速需要较长时间。自2020年年初以来，居民收入相关指标明显下台阶，目前已经处于历史最低值附近。即使疫情管控政策不断优化，疫情对于经济的冲击也要持续一段时间，而收入是经济周期的滞后变量，经济回升、企业利润增加后居民收入才能够得到改善，这意味着短期内居民收入很难企稳回升。收入持续承压也会压制未来的收入预期。

最后，房价下跌尚未结束，居民部门购房意愿也受到压制。经验上，地产销售周期和房价周期表现较为同步，一者居民部门买涨不买跌；二者购房意愿上升也会进一步推升房价。当前房价下行持续时间长于此前三轮下跌周期，但跌幅相对有限。经验上看，由于居民部门加杠杆能力持续下降，每一轮下跌周期中，房价同比、环比的最低点都比前一轮更低。预计房价的调整尚未结束，这可能意味着地产销售要经历一个较长的磨底期。

图表 14: 房价和商品房销售指标同步走弱



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 历史上销售底往往领先于投资底与拿地底



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

预计明年全年的地产开发投资增速跌幅或显著大于今年。经验上, 地产销售底领先于拿地底, 在资金优先保交楼的情况下, 这一领先时长将被拉长。前端投资占地产投资的比重约为 3-4 成, 前端投资不稳, 地产投资很难见到明显的改善。销售触底尚需时日, 即使投资见底, 可能也要等到明年年末, 届时开发投资深度负增长, 即使见底回升, 明年全年的地产投资增速也大概率显著低于今年。

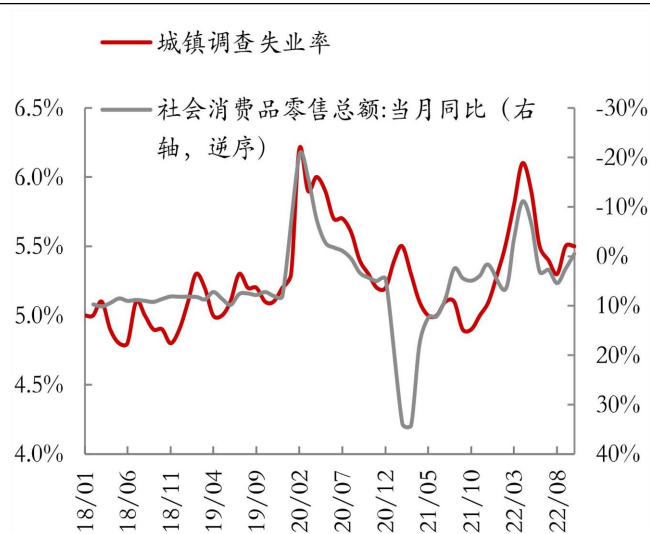
2.3、消费增速中枢上行幅度有限

在失业率长期居高、居民收入预期下降以及疫情反复冲击的环境下, 2022 年消费增速中枢进一步下移, 部分月份出现消费负增长的情况。

就业水平、居民收入预期以及居民消费意愿、场景是决定 2023 年消费水平的主要因素。截至 2022 年 10 月, 城镇调查失业率高达 5.5%, 为季节性最高值。从结构上看, 16-24 岁人口的失业率接近 20%, 青年人就业压力极大; 农村外出务工劳动力人数略低于 19 年同期水平, 而外来户籍人口的失业率处于较高水平, 显示农民工等群体的就业压力也不容忽视。2023 年, 我国应届毕业生人数将接近 1200 万人, 再创历史新高, 预计经济系统难以在短期内创造出足够覆盖存量失业人数+新增毕业人数的就业岗位, 明年的失业率仍然会处于相对高位。

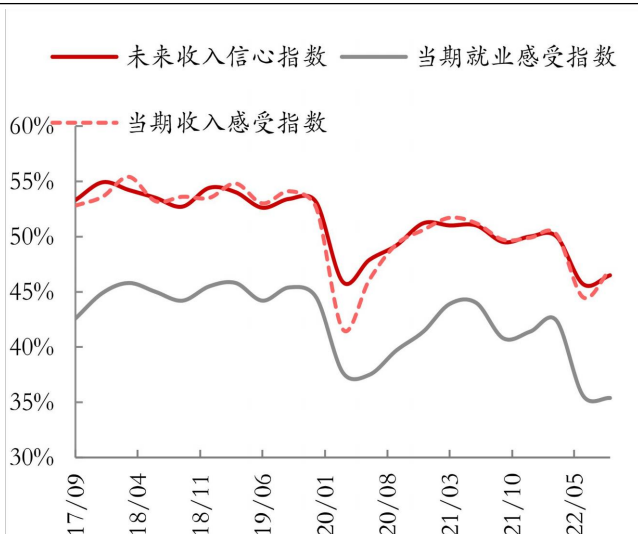
居民收入及收入预期的改善非常有限。地产部分已经阐述了居民收入改善速度偏慢的主要理由, 另外, 居民收入预期也会受到就业压力的影响, 经验显示, 当失业率处于较高水平时, 居民收入和收入预期均难以改善。

图表 16: 失业率和社零同比负相关



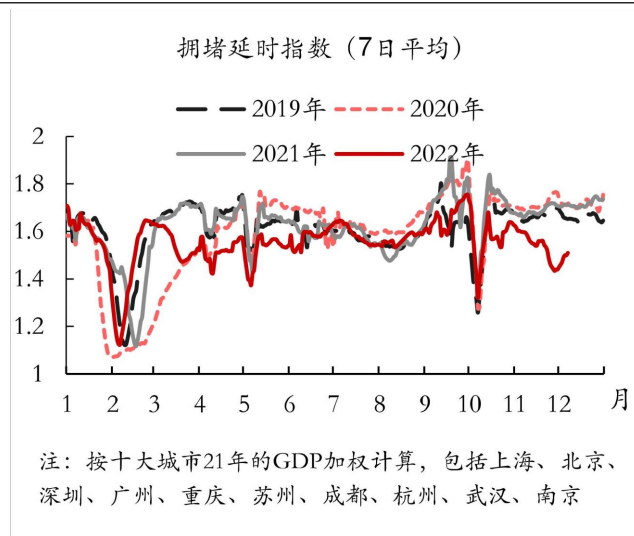
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 高失业时, 居民收入和收入预期难改善



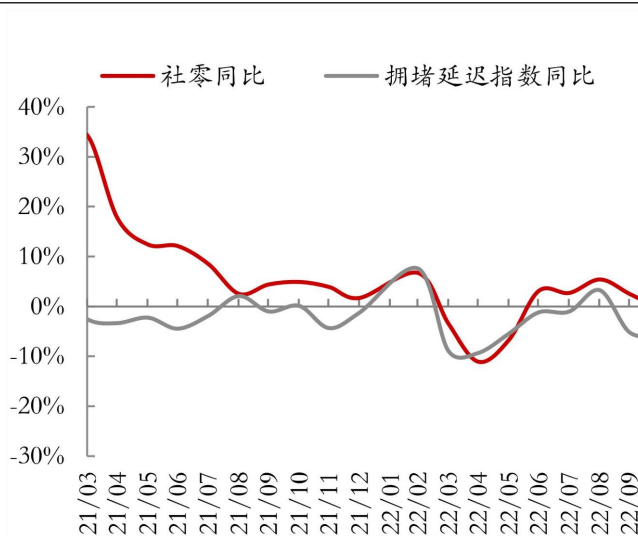
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 拥堵延迟指数低于季节性水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: 近期社零同比和拥堵延迟指数同比相关性高

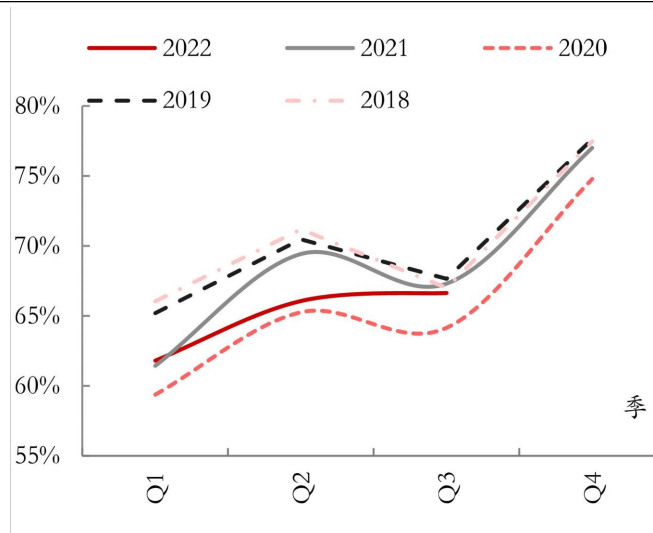


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

消费意愿以及消费场景有望改善, 或将促使社零增速中枢小幅抬升, 但这一过程也是比较波折的。从“20 条”以及各地防疫政策的边际变化来看, 明年疫情管控政策大的方向是不断优化的, 甚至不能排除取消“动态清零”的可能性, 这意味着消费场景的恢复。但居民消费意愿的改善可能较为波折, 一者防疫政策优化至最优状态需要各方磨合, 也需要一段时间; 二者疫情管控政策优化后, 感染人数往往存在增加的压力, 居民消费意愿不会马上上升。根据香港和台湾等地区的经验, 疫情管控政策放开大约 3-4 个月后, 居民出行活动相关指标才会有明显的上升。出行活动、消费意愿改善之后, 可选和社交等

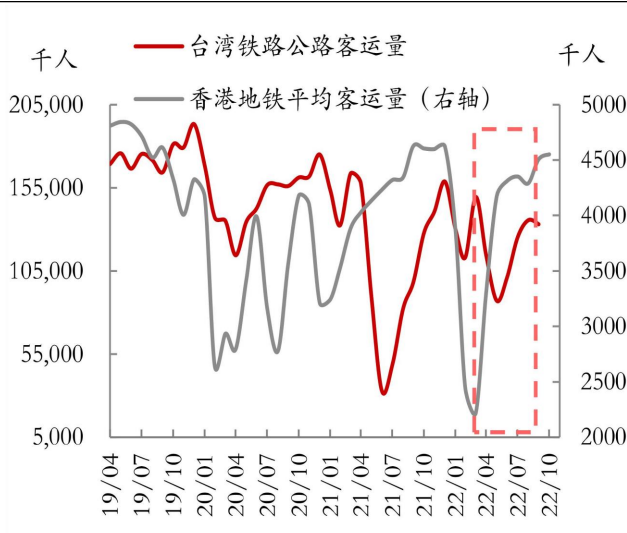
种类的消费将开始改善，预计这一时点将出现在明年二季度。

图表 20: 居民消费意愿不高



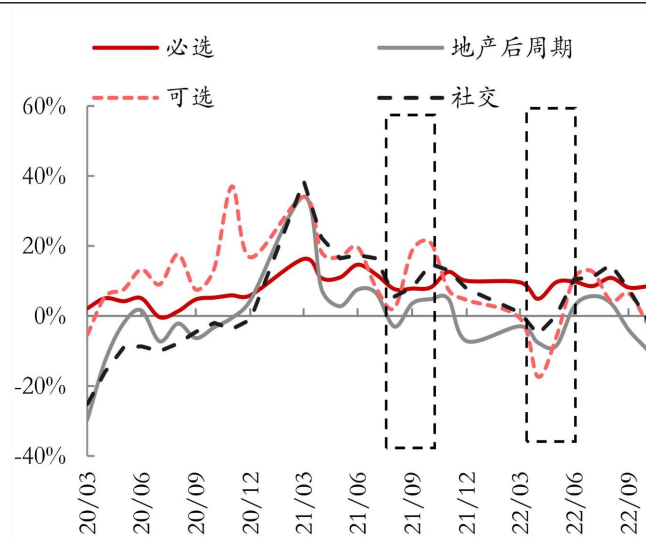
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 21: 从管控政策放松到客运量修复需要 3-4 个月



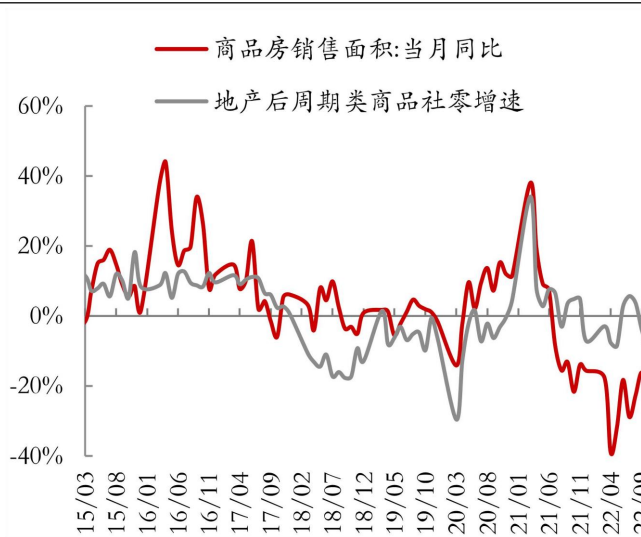
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: 疫情冲击降低后, 可选和社交类消费先修复



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: 地产后周期类消费增速与地产销售增速同步



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

综合来看, 由于基数较低, 叠加居民消费场景改善, 场景类消费以及部分社交经济类消费或将带动明年的社零增速回升, 但由于失业率仍然较高、居民收入预期承压以及居民消费意愿回升速度偏慢, 社零中枢上行幅度有限, 或将低于 2019 年的水平。

2.4、基建增速逐步下降、制造业增速或相对稳定

今年由于政府稳增长意愿较强，基建增速超过 10%。展望明年，在外需走弱、地产长期磨底、消费中枢抬升有限的情况下，稳增长还需稳基建。根据《21 世纪经济报道》的消息，多个地区 2023 年提前批专项债的额度超过了 2022 年，这也能从侧面反映出政府的稳基建意愿。

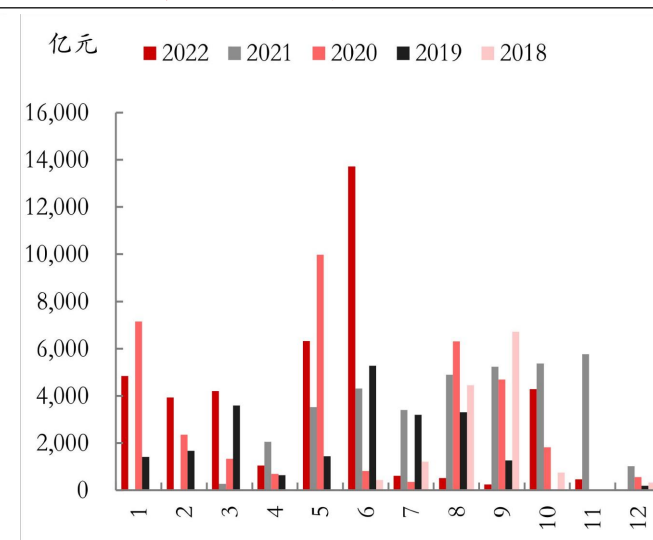
近两年的基建项目储备较为充足，项目难以成为基建投资的掣肘项。另外，今年开工项目较多，但基建实物工作量进度较慢，很多地区存在着“钱等项目”或者“项目等钱”等问题，预计这一问题将在明年逐渐得以解决，这实际上是今年的资金和项目形成了明年的工作量。

图表 24：今年基建增速较高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 25：历年专项债发行节奏

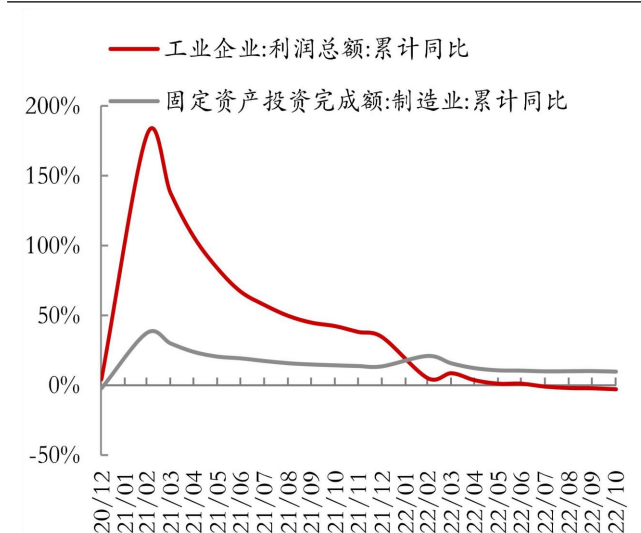


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

增量资金可能成为稳基建的主要掣肘，基建增速或将逐渐下降。其一，今年基建透支了大量的资金。2021 年四季度发行的 1.2 万亿元专项债在今年才投入项目之中、5000 亿元的存量专项债额度被盘活，央行利润上缴、大量的结转结余及调入资金也为稳基建提供了资金基础。不难发现，诸如大量利润上缴、前一年财政后置等政策无法复制。其二，明年的财政“存粮”不多。截至 2021 年，历年补充的预算稳定调节基金为 2.2 万亿，而历年中央调入预算稳定调节基金也大约为 2.2 万亿元，再考虑到 2022 年的广义实际赤字率较高，明年预算稳定调节基金的存粮可能很少。另外，明年土地市场回暖的速度可能会非常慢，而央行资产负债表其他负债项已经下跌至 4000 亿元左右，二、三本账能够补充到第一本账的资金不多。其三，专项债扩张存在约束。明年专项债到期规模超 1.5 万亿元，约是今年的 1.5 倍，而地方政府的债务率也已经逼近 120% 的红线。叠加今年的高基数，预计明年的基建增速或将缓慢下降。从节奏上看，基建将前置发力，待消费逐步改善后基建增速下降幅度会加快。

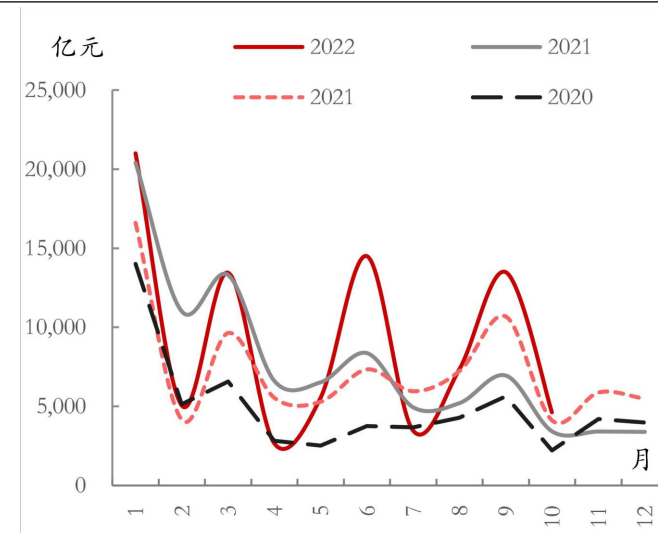
制造业投资的逻辑和基建越来越相似，预计明年全年的制造业投资增速会保持稳定。根据历史经验，制造业投资主要由民营企业主导，市场对经济的预期、企业利润和产能利用率是影响制造业投资增速的主要指标。今年下半年市场预期持续走弱，企业利润增速转负，产能利用率不高，但制造业增速保持了相对稳定，且企业中长期贷款持续处于季节性高位，制造业可能也成为了政府稳基建的抓手。一方面，高技术制造业持续受到政策支持；另一方面，部分新基建投资可能在统计局口径中被算做制造业投资。展望明年，市场预期、企业利润等指标依旧难以快速好转，但作为稳经济的又一抓手，制造业投资增速可能会保持稳定。

图表 26：工业企业利润转负，制造业投资相对稳定



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 27：企业新增中长贷规模高于季节性水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、通胀存在潜在升温的可能性

央行在今年第三季度的《货币政策执行报告》中表达了对于通胀的担忧，理由有三：输入性通胀压力、M2 增速过高以及需求回暖可能带动通胀压力上升，且央行尤其关注需求回暖带来的通胀。本部分解读央行为何会有这样的担忧，并为后文货币政策的安排做铺垫。

3.1、央行对于输入性通胀的担忧

今年我国便面临着一定的输入性通胀压力。一方面，2020 年疫情以来，海外各国普遍实施了较为宽松的货币政策与财政政策，这催生了较为强劲的需求。另外，美国劳动力缺口长期存在，全球供应链恢复缓慢叠加乌克兰危机导致能源和粮食面临供应压力，美国通胀压力达到 40 年来的新高，海外大宗商品价格持续处于高位。另一方面，为对抗通胀，美联储快速、大幅加息，美元指数保持强劲，而中国需求启动较为艰难，央行多次降准降息，中美利差持续倒挂，人民币汇率整体贬值。海外通胀与人民币贬值两重因素的作用下，输入性通胀压力在增加。但由于我国内需较弱疲弱，输入性通胀压力更多为中上

游企业所吸收，终端消费品价格上涨的幅度相对可控。

图表 28: 美国通胀达到 40 年来的新高



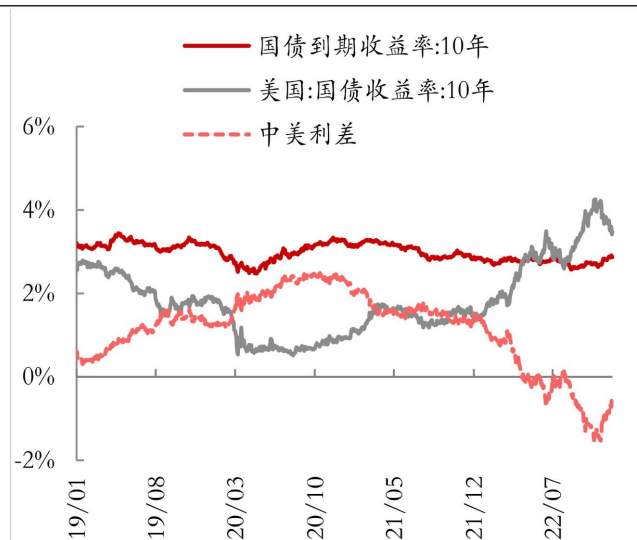
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 29: 今年美元升值、人民币兑美元贬值



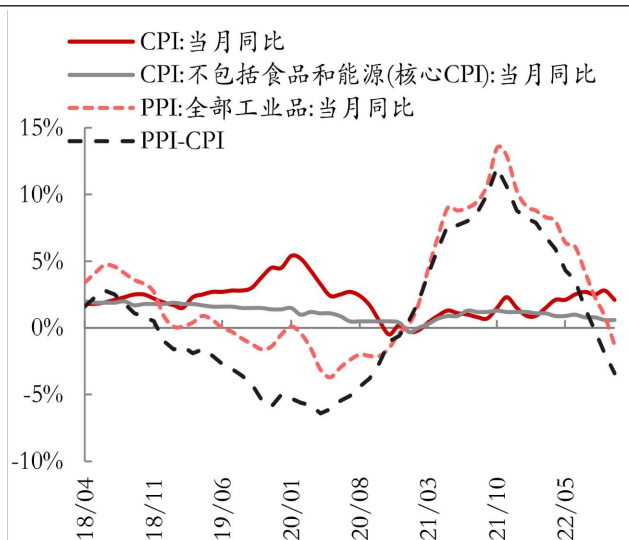
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 30: 中美利差持续倒挂



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 31: PPI-CPI 剪刀差收窄



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

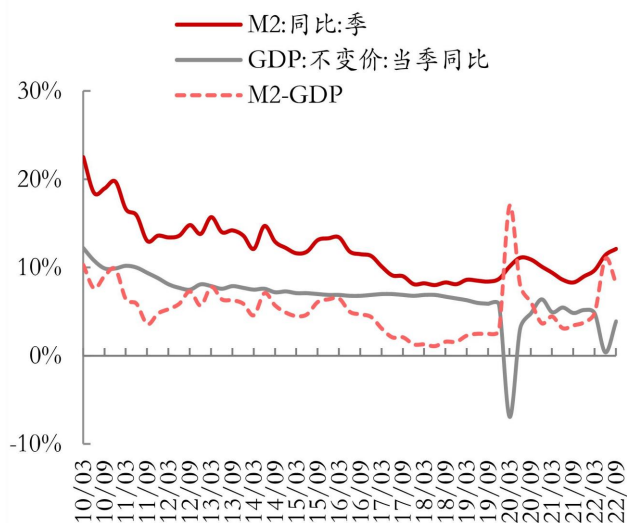
明年前半段我国输入性通胀压力或并未完全释放。一方面，虽然当前人民币汇率出现反弹，但人民币汇率面临的压力仍然存在。其一，明年上半年国内需求整体处于走弱至筑底阶段。其二，今年强劲经常项在一定程度上对冲了人民币的贬值压力，而根据前文所述，明年货物贸易顺差收窄、服务贸易逆差扩大，经常项会明显走弱。其三，稳增长

需要继续投放流动性。当前居民部门的债务水平已经较高，政府部门，尤其是中央政府将成为加杠杆的主体。其四，虽然美联储在 12 月开始放缓加息节奏，但政策表态仍然偏鹰。目前美国劳动力市场仍然相对强劲，且 CPI 同比仍在 7% 之上，距离 2% 的目标尚有相当差距，美联储加息节奏可能超出市场预期。另一方面，虽然海外衰退逻辑下，原油等大宗商品价格或下行，但央行也担心地缘政治冲突、海外通胀粘性“超预期”风险。综合来看，上半年人民币贬值压力、输入性通胀或将成为货币政策的掣肘。

3.2、货币超发导致的通胀压力

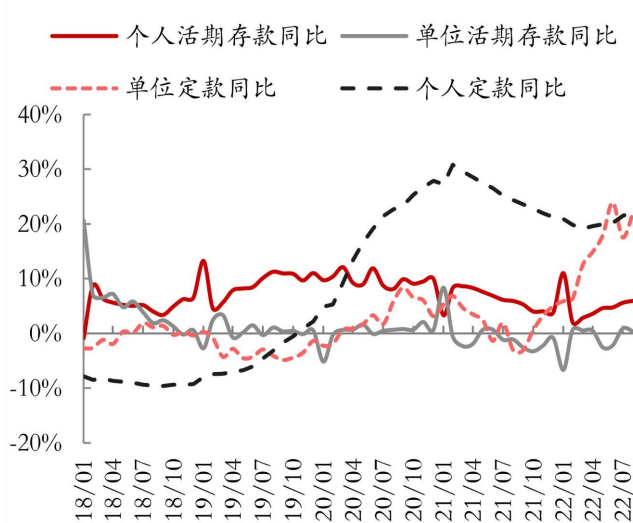
截至 2022 年 9 月，M2 增速超过 GDP 增速 8.2 个百分点，这在我国历史上较为罕见。商业银行可以通过信贷、债券投资、同业投资等多种渠道进行货币创造。目前 M2 增速显著高于 GDP 增速的一个重要原因是，除信贷之外，财政增加发债、利用央行上缴利润进行留抵退税均创造了大量的货币，但企业部门投资意愿、居民部门消费、购房意愿均比较差，居民存款与企业存款之间的循环不畅，大量货币并未形成 GDP。不难看出，当前的货币超发并非私人部门主动举债意愿增强，而是被动的在进行存款的积累。另外，部分居民去杠杆意愿较强，这意味着主动融资需求的灭失。

图表 32: M2-GDP 指标偏高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 33: 定期存款增速非常高

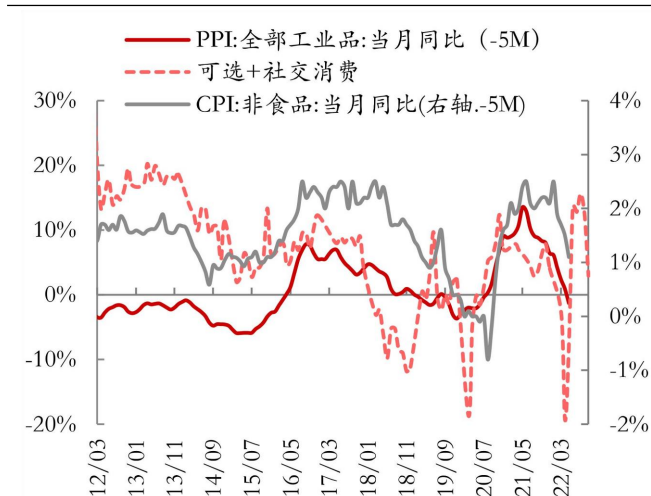


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

M2 明显高于 GDP 隐含了一定的通胀压力，这一通胀压力将随着需求的改善而得到释放。虽然当前私人部门增加消费、投资的意愿不强，但居民存款确确实实在增加，2022 年前 10 个月居民储蓄 13.21 万亿，同比多增近 5 万亿，这形成了未来消费的潜力。随着疫情对经济的冲击得到控制，可选和社交类消费增速存在回升动能。根据历史经验，可选和社交类消费增速大约领先 PPI 以及 CPI 的非食品项 1-2 个季度。其他经济体的经验也显示，消费启动后，通胀压力往往会上升。1) 香港于 3 月末开始暂缓全员核酸检测，随即消费

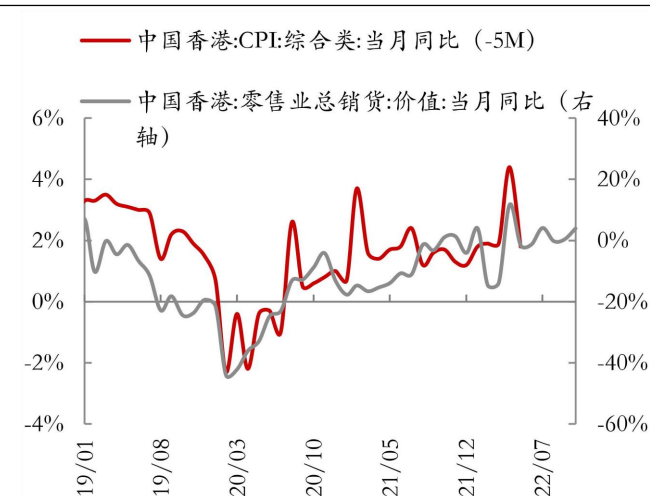
中枢缓慢抬升，而消费大约领先通胀 5 个月；2) 越南于去年 10 月起宣布与疫情共存，自 12 月开始当月新增零售额开始超季节性，通胀中枢也在缓慢抬升；3) 台湾于今年 4 月放开疫情管控政策，消费和通胀基本同步启动。综合来看，预计明年三季度开始我国非食品、核心通胀压力会逐渐上升。

图表 34: 可选+社交消费增速领先通胀 1-2 季度



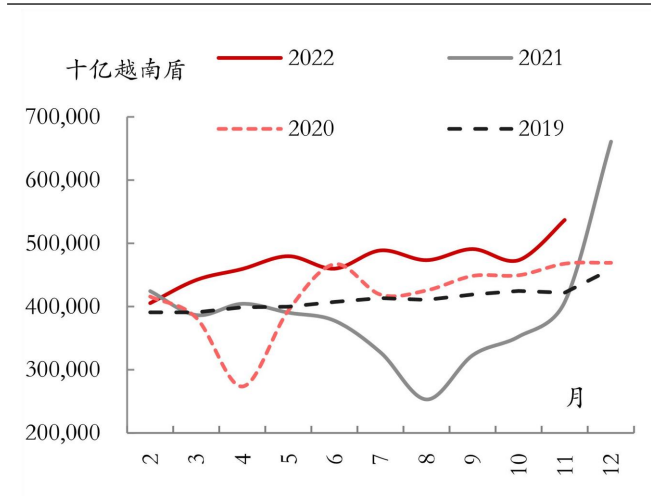
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 35: 疫情后香港的消费与通胀走势



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 36: 越南零售季节性



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 37: 台湾消费与通胀走势



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、政策面：中央财政发力，货币政策边际转紧

展望 2023 年，经济增速将受益于低基数效应而走高，但地产周期回升的动能偏弱、市场预期改善需要的时间偏长，经济内生修复动力不强，稳增长仍需宏观政策发力，预计宏

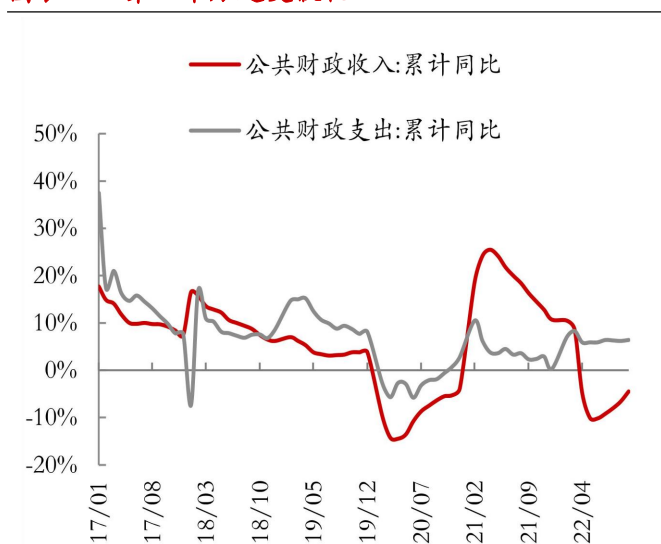
观政策仍将维持较为积极的基调。

财政政策是稳增长的“主力军”，货币政策可能从稳健偏松转向稳健中性或略从紧。一者在市场预期承压，私人部门加杠杆意愿极低的情况下，政府部门有必要加杠杆、稳信用；二者货币如绳，今年的情况已经说明降准、降息等货币政策工具在稳信用方面是较为无力的，而财政政策发力能够直接带动需求的回升；三者今年央行多次强调稳价格是中国货币政策的首要目标，另外三季度《货币政策执行报告》也对未来的通胀形势非常谨慎。

4.1、财政政策“加力提效”，目标赤字率或上升

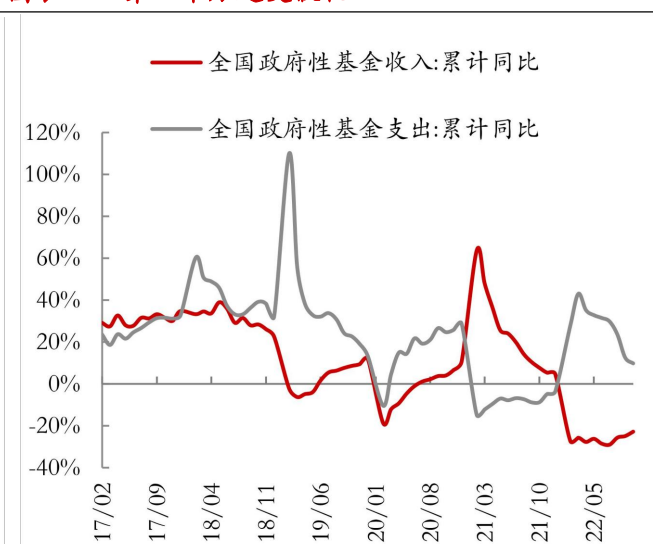
今年我国实施了非常积极的财政政策。在收入方面，我国实施了大规模的留抵退税、减税降费政策，全年新增减税降费及退税缓税缓费超 3.7 万亿元。收入增速明显偏低，1-10 月全国一般公共预算收入累计增速下降 4.5%。另外，由于土地市场较为惨淡，政府性基金收入增速比上年同期下降 22.7%。在支出方面，为稳增长、稳就业、保民生，支出增速相对偏高，1-10 月一般公共预算支出累计增长 6.4%，政府性基金支出也增长了 9.8%。债务方面，虽然今年的目标赤字率仅有 2.8%，新增专项债规模也未扩大，但截至今年 10 月，我国第一、二本账的缺口总和已经达到了 6.7 万亿元，预计今年全年的广义实际赤字率可能达到 8.12%（名义 GDP 增速 5%），这一水平略低于 2020 年（8.62%），高于 2021 年（5.11%）。为弥补收支缺口，我国财政动用了较多“存粮”，包括央行等机构上缴了 1.65 万亿元利润、预算草案安排了 2.3 万亿元的调入资金及使用结转结余等。

图表 38：第一本账超支歉收



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 39：第二本账超支歉收



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

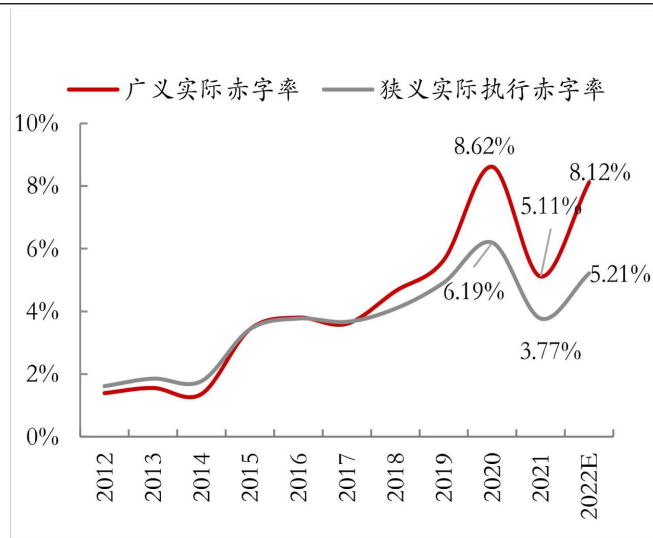
明年的财政预计将维持紧平衡，广义实际赤字水平可能不及今年，但新增政府债务规模可能扩张。第一本账方面，收入端，1) 今年大规模留底退税政策对明年税收的影响偏积

极，预计今年的留抵退税规模可能达到 2.4 万亿元，即使按照 40% 计算，明年也可节约下将近万亿元的财政资金；2) 明年经济内生修复动能不强，由此带来的增量税收规模相对有限，假设扣除留抵退税因素，明年一般公共预算收入增速为 2%（今年在 5% 之上），那么只能带来 4000 亿元增量税收资金，两项加总，明年的财政收入可能为 21.7 万亿；3) 非税收入、盘活存量资产可能为财政收入带来一定增量，但较难估计。支出端，稳增长导向意味着要保证一定的支出力度，如果明年一般公共预算支出增速为 3%（今年约为 6%），那么明年的公共财政支出总量为 27.1 万亿，收支缺口为 5.4 万亿，小于今年可能的水平（预计为 6.25 万亿）。第二本账方面，当前全国政府性基金累计收支差额达到了 3.4 万亿元，为历史最高值，明年土地市场回暖的速度仍旧较慢，预计明年全年全国政府性基金收支差额为 4 万亿元。两本账加总，明年的广义实际赤字水平约为 7.4%（2023 年名义 GDP 增速按 6% 计算）。今年大规模的收支缺口可以通过央行上缴利润等方式对冲，但目前财政“存粮”不多，政府新增债务规模可能扩张。

中央政府是加杠杆的主要部门，专项债或小幅扩张。目前我国中央政府存在加杠杆的空间，预计明年的赤字率将会超过 3%，政府部门可获得超 4 万亿元的债务资金。基建部分阐述了地方债政府加杠杆的一些限制，预计新增专项债额度可能增加，但难以超过 4 万亿元。

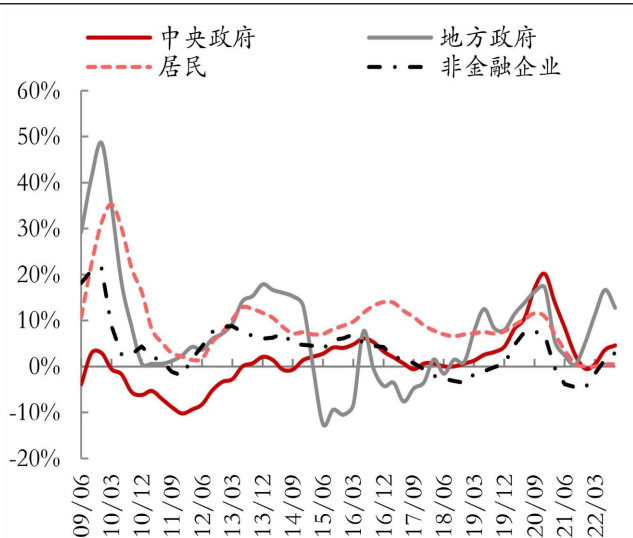
财政政策的节奏可能前置。今年财政的发力就是偏前置的，越早发债就会越早形成实物工作量。从时间节点上看，一季度专项债提前批开始发力，三月“两会”召开后，财政政策将进一步发力，二季度是财政政策集中发力的窗口期。下半年随着消费环比改善、地产周期触底，财政政策力度可能下降。

图表 40：目前实际赤字率偏高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 41：中央政府杠杆增速偏低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

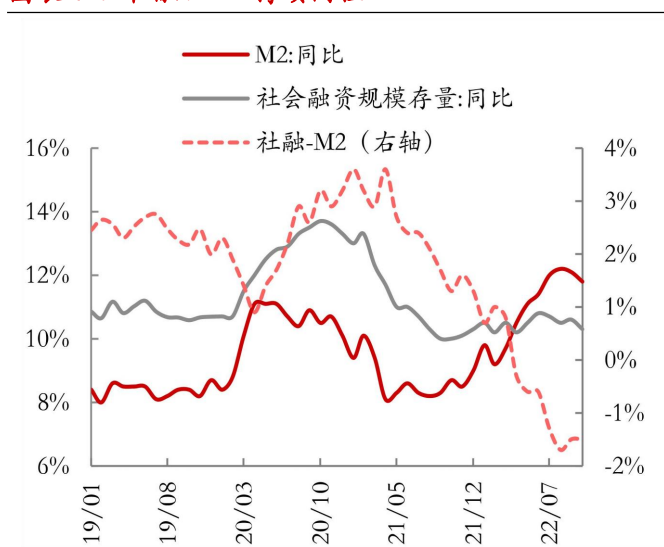
4.2、货币政策边际收紧，结构性货币政策是主要工具

今年我国的货币政策总基调是稳健偏松的，央行两次降息，幅度达到 20 个基点；两次降准，幅度达到 50 个基点；另外还有大量的增量结构性货币政策推出。但整体来看，货币政策的稳信用效果不明显。“三重压力”之下，私人部门融资需求不足，价格型货币政策对于需求的提振较为有限，而流动性非常宽松，本就不构成货币创造的约束。

通胀和人民币汇率贬值压力下，明年货币政策的总基调将较今年偏紧。一方面是我国面临着通胀压力。前文阐述了明年我国可能面临的通胀压力。值得注意的是，投资者关注的不仅仅是通胀本身，更是央行对于通胀的态度。央行在 2021 年二季度的《货币政策执行报告》中明确写到，“从长期看，货币与通胀关系密切”、“货币与通胀的关系没有变化，货币大量超发必然导致通胀”。同时央行也在今年三季度《货币政策执行报告》中强调了对于需求回暖引发通胀的担忧。央行对于超发货币、对于通胀的态度是非常谨慎的。另一方面，人民币贬值的压力尚未完全释放，货币政策也将兼顾内外平衡。

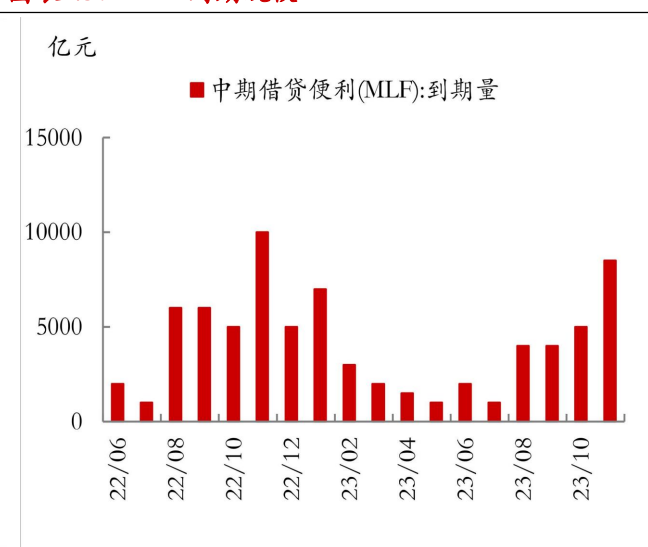
节奏上，明年年初，我国实际需求整体处于走弱阶段，国内需求未见起色前，货币政策不宜过早收敛，但人民币贬值压力尚未完全释放、叠加输入性通胀压力仍然存在，总量型政策的想象空间不大。二季度低基数推升经济指标读数，叠加可选、社交消费环比回暖，货币政策开始逐渐转向，而随着通胀压力浮现，明年下半年货币政策的总基调可能更偏谨慎。

图表 42：社融、M2 持续倒挂



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 43：MLF 到期规模



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

政策安排上，结构性政策出台概率>降准>降息。央行出台价格型总量政策会非常谨慎。宽货币的目的是稳信用，而当前信用不稳的核心原因是需求不足。居民收入预期走弱、房价下跌是私人部门举债意愿不高的核心成因，这决定了即使贷款利率持续下降，稳信用的效果也是比较差的。不仅如此，当前我国政策利率已经低于美国，央行降息也会加

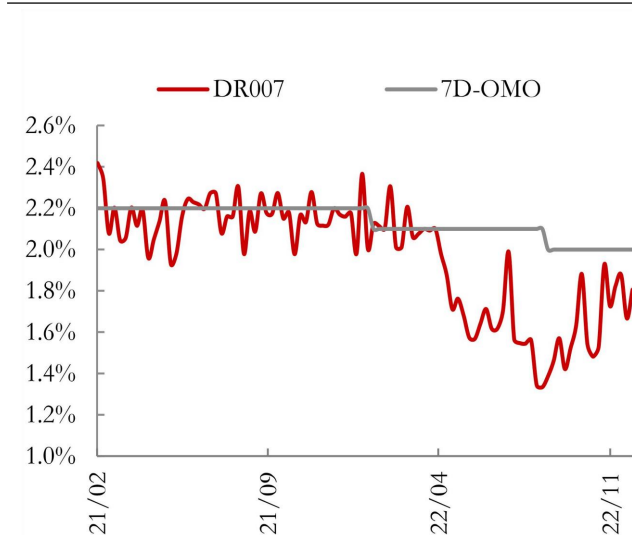
剧人民币的贬值压力。综合来看，明年降息可能性不高，一季度或是最后的观察窗口期。降准存在一定可能性。从中长期来看，存款的增加挤占超储，央行每隔一段时间就会用降准来对冲资金缺口。另外，明年的经济形势较为复杂，信用违约风险上升，若市场出现流动性危机，央行也有可能降准。结构性货币政策直接作用于金融机构的资产端，精准性、直达性都要高于总量性货币政策，2020 年疫情之后已经成为央行稳信用重要抓手。另外，12 月中央政治局会议对明年货币政策的定调为“精准有力”，预计明年央行或更为重视结构性政策。

4.3、财政对资金面影响降低，资金利率中枢上行

今年的资金面非常宽松，私人部门融资需求不强是一个主要原因。今年 DR007 显著低于政策利率，4-9 月尤甚。私人部门融资需求非常弱，居民部门出现去杠杆意愿，银行间资金难以传导到实体经济之中。

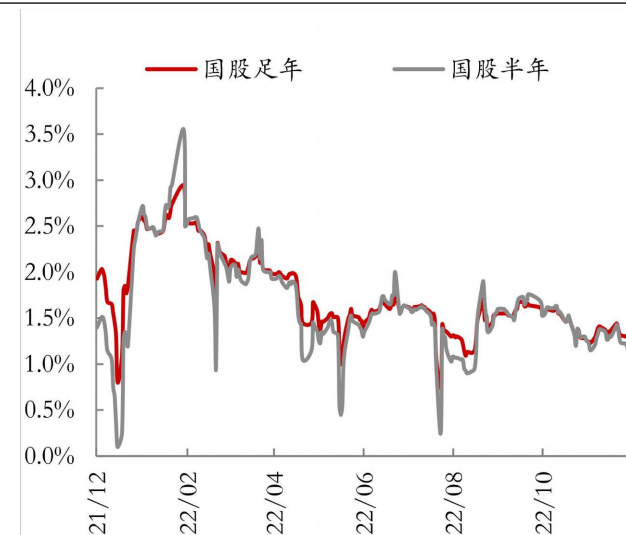
财政是今年资金面较为宽松的另一主要推手。一者前三季度人民银行累计向财政上缴结存利润 1.13 万亿元，效果约相当于降准 0.55 个百分点；二者财政“超支歉收”，财政大量支出，不断向银行间“加水”。

图表 44：今年 DR007 明显低于政策利率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 45：今年票据利率震荡下行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

预计明年财政因素对于资金面的影响变低。展望明年，政府仍然有较强的意愿稳基建，新增政府债券规模可能会很高，财政大量支出会继续创造货币。但一者财政支出资金将主要来源于税收以及发债，央行利润上缴的空间已经非常有限；二者即使明年的目标赤字率会大幅高于今年，但广义实际赤字率高于今年的可能性很小，财政支出的增速也不太可能高于今年。

央行或将引导资金利率中枢上行。一者引导市场利率围绕政策利率波动是现代货币政策框架下央行操作最重要的特征之一；二者明年的货币政策总基调将逐渐转紧，除总量型工具出台的概率逐渐降低外，资金利率中枢上行也可能是央行转紧的一个体现。

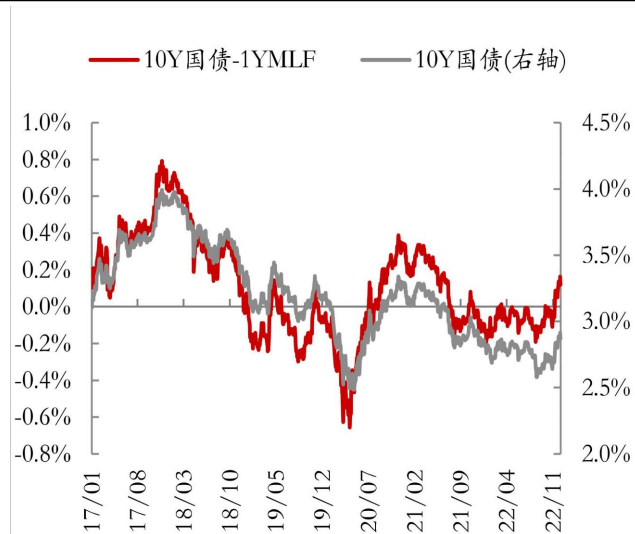
节奏上，一季度需求尚在走弱，财政靠前支出，央行也难以迅速转向，资金利率可能处于低于政策利率，高于今年4-9月的水平运行。而随着消费等需求逐渐企稳，央行态度边际转紧，资金利率中枢或逐渐回归政策利率。

5、债市展望及策略

5.1、国债走势展望：震荡走熊，利率中枢上移

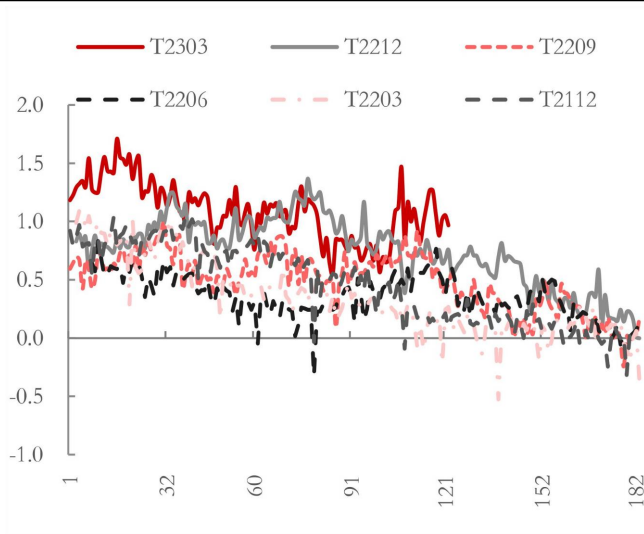
从方向上看，2023年债市或将震荡走熊。稳增长是明年经济工作的主线之一，但提振疲弱的基本面并不容易。一季度债市仍将进行强政策预期与弱现实之间的博弈。地产周期和消费继续下行、货币政策的重心更多倾向于稳经济，但增量货币政策空间不大、财政等稳信用政策靠前发力。综合来看，市场多空交织，债市更偏震荡走势。二季度，地产周期逐渐磨底，部分消费需求环比改善，低基数推升经济指标同比读数，货币政策开始转向，债市开始走熊。下半年可选、社交等消费需求回归，地产周期筑底，央行对通胀的担忧持续上升，货币政策总基调边际转紧，资金利率中枢上移，债市震荡走熊。

图表 46：10Y 国债-1YMLF 利差有均值回复特征



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 47：目前十年期期债基差明显偏高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

预计 10Y 国债收益率中枢上移。长期来看，1YMLF 利率可以视作 10Y 国债收益率的一个锚。在紧货币周期中，10Y 国债收益率-1YMLF 利率的利差大幅上行，反之则反是。根据历史经验进行简单推测，在不降息的情况下，10Y 国债收益率的震荡区间约为 2.7%-3.2%，中枢为 2.9%。

5.2、国债策略展望：转向防御，关注套保

现券方面：明年年初债市仍有一定的波动机会，或可择机进行波段操作。资金面整体不紧张，但收敛方向较为确定，建议逐渐降低杠杆水平。二季度后期债市开始走熊，建议缩短久期，以偏防御性思路应对。

期债方面：1) 基差策略。明年年初资金面仍相对宽松，基差水平或将处于高位，在交割月前的1个半月内，基差可能会快速收敛。另外，一季度市场仍将博弈强预期与弱现实，债市和基差的波动幅度都会比较大。在债市超跌后转向反弹的时刻，期债表现要强于现券。2) 套保策略。明年年中后债市大概率走弱，国债期货基差可能大幅上行，建议在市场多头情绪释放较为充分、基差处于偏低位置时提前使用国债期货进行套保。

6、风险提示

内需崩塌：债务水平高企的格局下，私人部门抗风险能力较差，稳信用非常艰难。若疫情对经济的冲击超市场预期，或是疤痕效应非常明显，而货币政策的宽松存在掣肘，类似于今年二季度的行情就会重新上演。另外，居民部门购房意愿长期承压，房企现金流难以得到根本性改善，若地产纾困政策救助不到位，那么地产风险有更进一步发酵的可能，国内基本面超预期走弱，债市可能走牛。

财政向货币透支：基准的情况是，明年稳增长压力极大，财政和货币政策的配合力度可能进一步上升，但不会突破《中国人民银行法》的约束。这里仅从理论上分析财政向货币透支可能引发的后果。假设在非常极端的情况下，财政向货币透支，若如此，市场便会丧失对于政府财政的约束，市场难以对国债进行定价。起初央行可能购买国债，维持较低的利率水平，但大量货币超发后通胀压力会明显上升，人民币贬值压力快速增加并引发输入性通胀，利率中枢存在大幅上移的压力。即使没有导致通胀，也会引发资产价格的上涨，金融风险会有所上升。

城投信用风险暴发：目前个别地区的债务率非常高，明年地方政府的财政收入很难快速增长，部分弱资质的城投平台存在暴发风险的可能。若城投信用风险暴发，市场情绪会迅速转向恐慌，市场会发生流动性风险，债市大跌。另外，理财产品净值化后，若债市大幅走弱，“赎回-卖出-继续大跌”的负反馈现象大概率发生。城投债违约和普通国企债、银行债违约的性质不同，城投债的地方政府信用属性更强。若更高级别的信用不及时出手，阻断风险的传播，那么系统性金融风险发生的概率会明显增加。为应对信用风险的暴发，央行可能降准或增加流动性投放，其余稳增长的政策也会大量推出，但市场情绪的企稳需要相当长的时间。在情绪逐渐好转的过程中，由于市场风险偏好仍然较低，利率债表现或将强于信用债。

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 38 亿元人民币，员工逾 800 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、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，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、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 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。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

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。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

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