

投资咨询资格号：
证监许可[2012]112

宏观经济、国债期货
月度策略报告

2022 年 12 月 14 日

评级：

姓名：李荣凯

宏观经济与国债期货分析师

期货从业资格：F3012937

投资咨询资格：Z0015266

联系电话：0531-81678688

E-mail: lirk@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

策略概述

- **投资策略：**当前国债期货在强预期与弱现实的矛盾中大幅下跌并引发了债券下跌——债基赎回的负反馈，我们提示在市场运行的过程中 10 年期国债期货已经较大程度上反映了复苏预期，但是需要关注预期过满后，矛盾收敛路径的不及预期的情况。从当前宏观经济运行的实际情况来看，我们认为央行存在后续仍存在降息来护航、巩固经济复苏基础的可能且外部环境也较前期更为友好，当前 10 年期国债期货具备一定的博弈货币政策加码宽松的价值。不过需要指出的是，随着稳增长落地见效，我们观测的人民币+信托+委托贷款的数据指标提示，长期再看多债市值需要谨慎，我们总体持宽幅震荡观点。
- **风险提示：**美联储加息和预期管理超预期

中泰期货研究所



中泰期货



强预期与弱现实矛盾中长端国债期货或存在波段做多的机会

一、11月份以来债市大幅回落分析：经济预期关键性改善+债基赎回负反馈

- 受到美联储持续大幅加息的影响，今年全球流动性紧缩，美债、欧债等主要经济体债券收益率显著上行。在海内外经济错周期背景下，我国经济受到疫情反复+地产持续收缩这两个关键性因素影响，明显拖累经济复苏，进而央行保持了宽松的货币政策，并在1-4季度均有降息或降准的总量性货币政策加码，叠加市场资金需求力量较弱，因而市场利率维持在较低的水平。在外紧内松的货币环境中，人民币汇率也遭受了较大的贬值压力，最大贬值幅度达到了15%。因此在这一环境当中，国债期货运行仅是震荡略微偏强，并未走出明显的趋势。
- 11月份以来市场发生明显变化，国债现货、期货大幅下跌，收益率结构明显熊平。复盘这一段行情，我们认为大致可以从两个层面来看。
- 一方面，从触发因素来看，11月11日国家卫健委发布进一步优化疫情防控的20条措施，前期市场预期但不充分的疫情管控措施放松落地。随后央行、银保监会部门节奏紧凑地出台金融支持房地产市场平稳健康发展的16条措施，以及支持民营房企的债券融资加速和房企股票融资开闸，市场对于地产悲观预期快速扭转。受此影响国债现货、期货债市连续大跌，10年期国债活跃券220019收益率快速上行近20bp至2.85%附近，国债期货T2303累计下跌接近1.8%至99.5元附近。
- 另一方面，从金融行为角度看，前期由于债市运行平稳震荡略微上行，而股票、商品、楼市等资产表现不佳，资金涌入债基，债市中信用利差被也被极限压缩。在遭遇债市短期大幅调整后，债基赎回一债券下跌的负反馈产生，赎回流动性压力下，机构抛出流动性较好的利率债以及银行二级市场永续债，进一步加剧了短久期债市的波动的和下跌。由于债券市场买方自营盘相对广义理财基金赎回资金力量不足，在这一负反馈的金融行为下，10年期国债活跃券已经累计上行近30bp至2.90-2.95%附近，银行永续债收到冲击更为明显，期间2年期AA+商业银行永续债累计上行超过100bp。目前看这一负反馈仍在继续，但10年期国债期货相对抗跌。

二、债券收益率的跌幅上升已经较大程度上反映了疫情防控优化和稳地产加码的政策落地

- 当前债券市场基本面矛盾比较突出，总结来看宏观预期较强但经济复苏的基本面压力仍然比较大。经济运行至四季度，我们发现由于疫情的反复，经济运行较前期进一步走弱，从主要经济指标来看，外贸、消费、

投资、工业增加值、PMI 指标均出现了不同幅度的回落。经济数据发布后，11 月下旬国常会研究决定降息法定存款准备金 0.25%，可以说货币宽松恰逢其时，既出乎市场预期但是又在情理之中。总结来看，本轮债市驱动在很大程度上是由于预期导致。

- 面对当前强预期与弱现实的矛盾，市场在博弈中已定价央行后续宽松进程进入尾声甚至紧缩的预期，但是需要关注当前强预期已经打的较满。

图表 1：10 年期国债与 1 年期 MLF (%)



来源：Wind，中泰期货整理

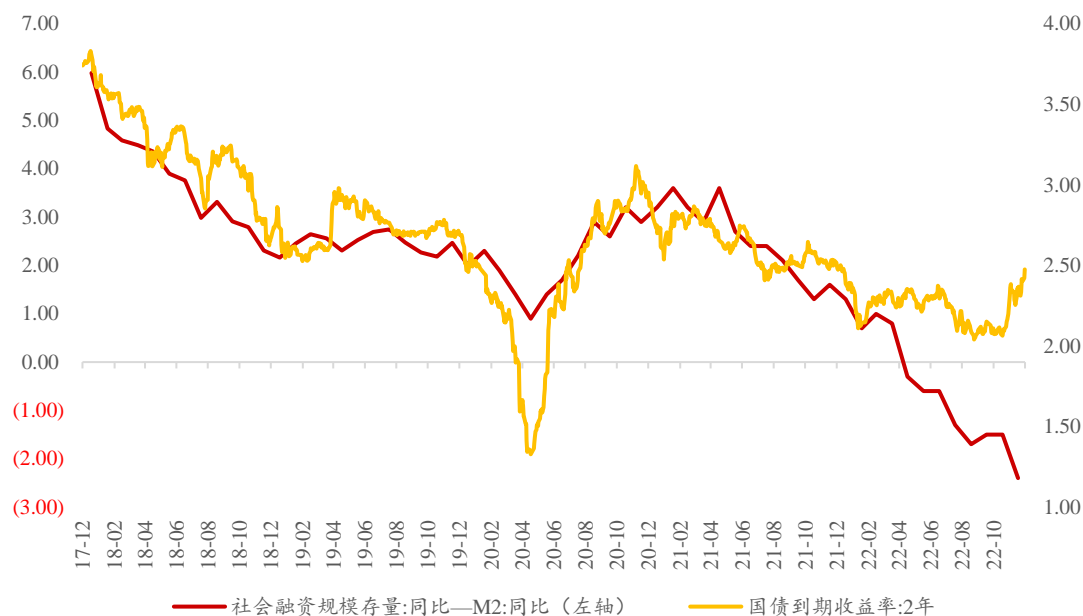
- 一方面，从 1 年期 MLF 和 10 年期国债收益率的统计关系上我们可以发现，在央行宽松进程中，10 年期往往运行在 1 年期 MLF 利率的下方。因此在 1 年期 MLF 央行操作利率位置会对 10 年期国债收益率上行给到一定的压力，目前 10 年期国债收益率高出 1 年期 MLF 大约 10-15bp。从另一个角度来看，疫情防控优化措施 20 条出台后，市场的交易结果显示央行后续加码宽松的必要性大幅降低，甚至不会加码。这种观点从 DR007 向 OMO 7D 收敛也可以得到一定程度的支持，但是关键还是要看央行的后续操作。
- 另一方面，同样是基于该组数据，复盘 2020 年疫情冲击结束后经济显性复苏的阶段的债券走势可以发现，当时市场在 2020 年 7 月份经济复苏的预期和基本面均较为清晰，除了宏观经济数据显示的强复苏态势外，央行流动性稳货币和回笼流动、宽信用的预期和现实也比较清晰。权益市场在进入 7 月后也会是连续大涨。在这个阶段，10 年期国债收益率在经历大幅上行后，运行至高于 1 年期 MLF 上方 13bp 后经历了小幅下行，随后大约 1 个月于 8 月下旬再进一步上行。对比这两段时间，可以发现当下经济基本面、宽信用的抓手和效果以及央行回笼流动性的意图

的清晰度均明显不如前期，因此我们认为基于市场复苏的强度预期将 10 年期国债收益率打到 2.9-2.95% 位置已将复苏预期打的比较满了。后续关键还是需要经济数据的配合，即经济运行的弱现实能否想强预期的路径上收敛，这一点从方向上我们认为市场分歧不大，但是时间和节奏方面市场尚存在分歧。

三、当下护航经济复苏以及宽信用进程仍然需要稳货币甚至至宽货币支持

- 从本周发布的 11 月份金融信贷数据来看，由于当前经济周期尚没有进入到显性复苏阶段，经济的发动机和信贷最核心的抓手房地产行业仍然处于深度收缩状态中，宽货币——宽信用的效果尚不理想。主要表现为以下三个方面：信贷大小月现象仍然明显，季节性大月货币政策发力效果明显，但是季节性小月回落较多；企业端信贷有一定恢复，长贷和短贷结构也有一定优化，但是居民端负债效果偏弱；政府债发力较为明显，但企业发债有一定的收缩迹象。因此从总量来看，社融-M2 同比裂口在不断拉大。因此，我们认为下一步央行存在总量方面运用价格工具，比如运用降息工具来护航经济复苏。

图表 2：社融、M2 与国债收益率 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

四、结论

- 当前国债期货在强预期与弱现实的矛盾中大幅下跌并引发了债券下跌——债基赎回的负反馈，我们提示在市场运行的过程中 10 年期国债期货已经较大程度上反映了复苏预期，但是需要关注预期过满后，矛盾收敛路径的不及预期的情况。从当前宏观经济运行的实际情况来看，我们认

为央行存在后续仍存在降息来护航、巩固经济复苏基础的可能且外部环境也较前期更为友好，当前 10 年期国债期货具备一定的博弈货币政策加码宽松的价值。

- 不过需要指出的是，随着稳增长落地见效，我们观测的人民币+信托+委托贷款的数据指标提示，长期再看多债市值需要谨慎，我们总体持宽幅震荡观点。
- 风险提示：美联储加息和预期管理超预期

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。