

方正中期期货研究院 牛秋乐

摘要

站在2022年年尾来看，年初对于国债市场“上半年重点关注机会，下半年集中关注风险”的判断基本符合年内市场走势，国债行情周期特点依然显著。从一轮利率周期持续时间来看，目前国债市场已经进入本轮利率周期的尾声，2023年国债市场大概率面临牛熊转折，市场收益率将波动上行。2022年国债期货市场参与度继续提升。截至11月末国债期货三品种日均成交规模超13.3万张，较2021年增长47%。国债期货三品种日均持仓规模达到30.2万张，较2021年大增41%。随着5家国有银行以及7家保险公司相继入市，未来市场仍有巨大的增量参与需求。预计，在主要持券机构相继进入国债期货市场后，期债的市场功能将得到充分发挥。回顾年内债市运行，2022年国债期货价格呈现高位宽幅震荡表现。展望2023年，我们认为目前利率周期处于牛市尾部阶段，市场收益率继续下降空间有限。2023年国债市场面临国内经济修复，宽信用效果显现等因素的压力，建议交易性资金短期以震荡偏空思路操作，把握收益率拐点后长期做空交易机会。配置型资金建议降低持仓久期，利用国债期货进行空头对冲或久期管理。

第一部分 国债长期走势和2022年行情总结

一、国债市场长期走势分析

本轮利率周期自2021年一季度末开始，随着国内经济同比增速以及实际增长共振下行，国内货币条件逐步放松，国债市场收益率进入新一轮下行过程。2022年海外地缘政治风险激增、海外主要央行货币政策快速收紧、主要经济体国债收益率回升、国内宽信用预期以及政府债券发行压力等因素对债市也形成阶段性压力，金融市场波动加剧，国债期货价格震荡幅度增加。从一轮利率周期持续时间来看，目前国债市场已经进入本轮利率周期的尾声，2023年国债市场大概率面临牛熊转折，市场收益率将波动上行。

图：利率周期进入收益率下行的牛市尾端

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

二、国债期货2022年走势分析

2022年国债期货市场参与度继续提升，截至11月末国债期货三品种日均成交规模超13.3万张，较2021年增长47%。国债期货三品种日均持仓规模达到30.2万张，较2021年大增41%。市场成交持仓比由2021年的0.424上升至0.441，虽然有所提升

，但在国内期货品种中属于较低的，这说明国债期货作为一个高度机构化的品种，作为持债机构对冲的重要工具，市场投机度相较于其他品种偏弱。市场上多头替代策略以及空头对冲策略更多以持仓体现，交易频率较低。随着5家国有银行以及7家保险公司相继入市，未来市场仍有巨大的增量参与需求。预计，在主要持券机构相继进入国债期货市场后，期债的市场功能将得到充分发挥。

图：日均成交量 图：日均持仓量

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

2022年末我国国债市场进入本轮收益率下行的牛市尾端。从2022年全年来看，国内疫情对经济形成较大冲击，国内基本面持续偏弱运行，叠加政策层面积极性明显提升，降准、降息等举措相继落地，市场收益率水平低位波动。从债市发行与需求角度来看，年内政府债券供给前置特点明显，6月份政府债券发行创历史新高，尤其是地方政府专项债券发行规模大幅增长，6月份基本完成全年发行进度，对市场形成较大的供给压力。8月末国常会增加政策性开发性金融工具额度3000亿元，同时确定5000亿元专项债地方结存限额应用额度，债券市场供给压力有所增加，但下半年供给压力明显弱于上半年。2023年市场收益率存在一定上行压力，建议交易性资金可适当降低持券久期配置，配置型资金可利用国债期货进行久期管理。

图：国债期货三品种价格走势

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

第二部分 经济从疫情中修复 债市面临周期转换

一、2023年国内同比基数较低 稳增长压力相应缓解

从经济条件来看，2022年初的时候我们认为国内经济面临三方面的挑战，一是疫情仍存较大的不确定性；二是投资增速将企稳反弹，但地产风险仍需关注；三是出口对经济的拉动作用将逐步减弱。目前来看，2022国内疫情对经济冲击程度超出我们预期，尤其是二季度，其影响仅次于2020年一季度。受疫情影响，各项经济数据普遍出现大幅走低。地产惯性下滑，出口增速逐步回落，随着政策对冲效果显现，基建投资与消费仍然是经济的稳定器和压舱石。2022年全年国内经济总体呈现“前低后不高”的表现，前三季度GDP增速分别为，4.8%、0.4%、3.9%。其中二季度是年内经济增长低点，随着政策发力，下半年经济逐步走出低谷，但受到国内外因素的制约作用仍然较大，全年经济增长预计在4%以内，国内稳增长、稳就业压力较大，基本面较弱，2022年全年市场收益率总体于低位运行。目前市场的主要矛盾在

于国内经济处于回升过程中，但修复速度较为缓慢，企业部门和居民部门投资热情较低，国内房地产下行压力仍存。在此情况下，国内政策环境保持宽松，宽财政、宽货币、宽信用依然是国内政策主线，在信用条件实质性回升之前，宽货币效果仍然有利于市场收益率维持低位。

总体来看，预计2023年国内稳增长压力减轻，地产周期企稳回升，出口增速回落仍是潜在风险，随着政策对冲效果显现，基建投资与消费仍然是经济的稳定器和压舱石。基于基数效应和政策效果显现的时间判断，2023年全年国内经济将呈现“前高后不低”的表现，全年经济增长有望达到5%以上。在国债期货核心驱动逻辑中，经济景气程度企稳回升，总量政策宽松空间有限，信用条件全面好转，基本面条件对国债期现券市场的支撑效果逐步减弱。从大类资产相对配置价值来看，国债市场估值水平处于高位，国内股、债相对配置性价比面临转化。我们认为2023年国债市场将迎来趋势性转折，市场将由持续接近2年的牛市正式进入熊市。

图：收益率水平跟随经济周期波动

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

二、2023年通胀压力继续减轻 物价对债市影响较小

2022年物价方面总体呈现工业品通胀回落，消费品通胀回升的态势。展望2023年，基于大宗商品价格运行节奏以及猪周期的综合分析。从消费端来看，国内猪周期启动，占CPI权重较高的猪肉价格逐步走高，并带动CPI运行中枢逐步走高，2023年猪肉价格有望延续上行，但增速逐步回落，随着国内经济修复，居民消费回升，全年CPI预计在2.5%以内，年内呈现前高后低表现。地缘政治冲突对大宗商品的阶段影响逐步弱化，海外主要央行货币政策快速收紧，主要经济体步入衰退风险大幅增加，大宗商品价格高点已过，2023年将逐步走低并拉低PPI增速水平。预计2023年PPI同比增速在1%以内。PPI-CPI剪刀差将随着PPI和CPI的反向运行继续回落一段时间后逐步收敛。从物价变化来看，2023年国内货币政策不会因物价而陷入两难格局，物价与债市收益率的相关度仍将保持低水平。

图：物价对国债收益率的影响 图：国内物价数据

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

第三部分 2023年宽信用效果显现 国债市场政策压力陡增

一、2023年货币政策宽松空间有限

从疫情以来国内货币政策变化来看，国内货币政策在稳定经济，支持实体企业方面发挥了重要作用。2020年国内货币政策完成超常规宽松-边际收紧-重回正常化的转变，成为全球主要经济体中率先完成货币政策正常化的国家。2021年随着经济增长逐步回落，国内政策组合由“稳货币+紧信用”逐步过度至“货币条件和信用条件”双向放松。2022年以来国内政策持续保持宽松，并未受到海外货币政策收紧的影响。降准、降息等总量政策以及支持小微企业、科技创新、普惠养老等结构性政策相继落地，针对地产相关的贷款融资等也有明显放松。

2022年国内政策宽松，并向市场投放了大量的流动性，但实体经济层面投资需求较弱，这导致资金淤积于银行体系，市场资金供给充裕，2022年4月-10月DR001长时间运行在1%-1.2%附近，DR007长时间运行在1.4%-1.6%附近，均显著低于同期限政策性利率水平。但从投资上来讲，年内稳定宽松的资金成本确实为金融机构的配债加杠杆行为提供了充足的流动性支撑。

预计2023年随着经济形势逐步好转，国内稳增长压力减轻，汇率方面贬值压力也明显缓解，总量性货币政策工具相对受限，降准、降息等政策出台难度增大，结构性工具将发挥更大作用，强调政策精准滴灌，不引起大水漫溉。2023年货币市场资金利率将进一步向政策利率收敛，短端市场收益率面临上行压力。由于宽财政、宽信用与宽货币对于国债市场具有对冲性影响，尤其是宽信用预期对国债市场形成较大的压力。2023年国内总量性货币政策空间进一步收紧，国内货币政策将逐步过渡至“稳货币+宽信用”，尤其是信用条件回升将对国债市场形成较大压力。

图：MLF投放 图：中期借贷便利（MLF）操作利率

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

图：同业存单YTM 图：利率走廊

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

二、2023年宽信用预期制约国债表现

2022年国内信用政策逐步放松，但效果显现并不明显。尤其是在地产政策上，2022年初央行、银保监会即发布通知，保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。为地产相关政策放松打响第一枪，随后一季度多个城市调整住房公积金政策，商业银行也加大房贷投放力度，下调房贷利率。在国内经济下行压力较大，地产相关投资继续承压的情况下，各地支持地产相关政策陆续出台。国务院金融委

会议关于房地产企业，明确提到，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。下半年国内继续加大地产相关政策支持，一是放宽部分城市首套住房贷款利率下限。二是下调公积金贷款利率。三是税收方面也出台减免政策。12月份央行、银保监会正式发布“地产金融16条”。国内地产政策已经从因城施策、保交楼基础上扩展至居民与地产企业信贷支持。2023年随着总量性货币政策空间受限，国内货币政策宽松幅度将弱于2022年，其中不管是新增人民币贷款还是新增社融和M2增速水平均有望出现小幅回落。2023年宽信用对国债市场的制约作用将由预期阶段进入实际影响阶段。

图：货币供应增速 图：存款准备金率

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

图：社会融资规模 图：新增人民币贷款规模

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

第四部分 2023年债市利空因素多 市场收益率将回升

从债券发行来看，2022年赤字率安排在2.8%左右，较2021年下降0.4个百分点，地方专项债设定目标为3.65万亿元，与2021年持平。2023年财政赤字率目标预计上调至3.2%左右水平，地方政府专项债预计小幅上调至3.75万亿左右。从发行节奏来看，2022年稳增长压力较大，为增强财政支出力度尽早发挥资金和政策效益，2022年政府债券发行前置特点明显。虽然4月份受疫情影响，地方政府债券发行出现短暂放缓，但5-6月份地方政府债券发行速度明显加快。二季度债券发行创历史新高，尤其是6月份地方政府债券发行1.93万亿元，规模创下历史新高，净融资额达到1.50万亿元的天量，地方政府专项债新增限额也基本发行完毕。7月末政治局会议上提出“支持地方政府用足用好专项债务限额”。6月份国务院常务会议提出通过发行金融债券等筹资3000亿元，8月份国务院常务会议再增加3000亿元政策性开发性金融工具额度，同时确定5000多亿元专项债地方结存限额，这部分资金将形成有效的杠杆效应，支持基建投资增速回升。也是下半年政府债券供给的主要增量来源。

11月份以来债市迎来一轮高位调整，由于债基净值快速回撤，部分理财产品遭遇大额赎回，这进一步加速了市场下跌的速度，从而导致市场出现局部“踩踏”行情。应该说本轮债市调整既在市场预期之内，但同时也超出市场预期。在经历了一年半以上的牛市周期后，国债市场已经进入牛市的尾端，交易性资金本身做着随时撤退的准备。近期市场风险偏好转变是导致市场行情逆转的主要触发因素，由于11美联

储加息兑现后，美元指数与美债收益率大幅走低，刺激全球市场风险偏好回升。国内疫情防控“二十条”以及支持房地产“十六条”措施出台进一步提振了国内市场风险偏好，在国内金融市场股市相对于债市风险溢价处于历史高位的情况下，股、债资产配置价值开始转变。所以说本轮债市调整是在预期之中的，但调整幅度显然超出市场预期和国内经济基本面条件，我们将其定义为局部性风险事件，预计随着市场情绪得到释放，国内政策也会有所调整，债市将重回震荡行情。

从二级市场来看，2022年现券市场收益率呈宽幅震荡表现。从收益率曲线结构来看，市场收益率形态变动不大，总体呈现平行变动。2023年随着政策效果显现，预计收益率曲线将经历“熊平”到“熊陡”的过程。我们认为，目前利率周期处于牛市尾部阶段，市场收益率继续下降空间有限。2023年国债市场面临国内经济修复，宽信用效果显现等因素的压力，建议交易性资金短期以震荡偏空思路操作，长期把握收益率拐点后长期做空交易机会。配置型资金建议降低持仓久期，可于价格国债期货价格高位进行空头对冲或久期管理。我们预计2023年10年期国债收益率运行区间2.8%-3.2%，建议2023年集中关注持仓风险管理。

图：国债市场收益率以及曲线变化情况

数据来源：Wind资讯，方正中期期货研究院整理

图：利率债总发行量季节性 图：利率债净融资额季节性

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

图：国债招标利率走势 图：地方政府专项债发行进度

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

第五部分 2023年中美利差倒挂缓和 海外政策影响减弱

从海外经济与政策来看，2022年海外主要经济体对疫情的容忍度明显提升，经济层面受疫情的影响逐步减弱。俄乌地缘政治冲突以及各国对相关地区的制裁措施导致商品市场供需紊乱，全球主要大宗商品价格大幅波动对金融市场形成较大冲击，金融市场波动加剧。2022年全球主要经济体通胀水平上升至近几十年高位，海外主要央行货币政策全年收紧。但由于全球经济恢复的节奏和货币政策步伐存在较大的错位，疫情后国际主要经济体恢复的先后顺序是中国-美国-欧洲，货币政策方面中国也率先恢复正常化。因此，海外货币政策重回正常的过程中对我国货币政策的影响

较低，甚至在2022年呈现海外货币政策快速收紧，我国政策则保持一定宽松的情况。随着海外央行货币政策收紧加快，海外主要市场国债收益率普遍回升，美、欧、英、日等主要经济体国债收益率均出现大幅上行。2022年欧元区通胀水平一路走高，其中PPI年率一度达到40%以上，欧元区CPI同比涨幅达到10%以上，均不断创下历史新高。美国方面，通胀水平在9月份达到年内高位，10月份之后逐步高位回落，这说明美联储连续加息的影响开始显现，美国通胀见顶回落趋势逐步形成，这导致市场对于美联储加息放缓预期大幅升温。受此影响，美元指数高位回落，美债收益率也同步大幅下行。作为全球金融资产定价之“锚”，美元与美债收益率回落刺激全球市场风险偏好回升。

从国内外市场相对估值价值来看，2022年受国内外经济所处阶段和政策差异影响，人民币近期贬值速度加快，这对国内金融市场的估值水平形成压力，同时也制约货币政策的宽松空间。2022年美国政策核心在“防通胀”，而我国政策聚焦“稳增长”，各经济体经济与政策的差异导致国债收益率分化。2022年中美利差倒挂水平不断加深，年内最高达到150bp左右。鉴于海外资金持有我国债券规模有限，市场影响更多体现在心理层面，我国债市表现将更多体现国内经济和政策条件。

图：中美国债收益率对比 图：境外机构持有境内债券情况

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

图：美元指数与国债收益率 图：避险情绪与国债收益率

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

数据来源：wind资讯、方正中期研究院整理

第六部分 国债期货价格技术与展望

图6-1：10年期国债期货走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

图6-2：5年期国债期货走势

数据来源：Wind资讯、方正中期研究院整理

图6-3：2年期国债期货走势

数据来源：Wind资讯、方正中期研究院整理

2022年国债期货价格呈现高位宽幅震荡表现，11月份以来债市迎来一轮高位调整，国债期货三品种价格均跌破本轮上行趋势线，这意味着本轮利率周期牛市结束，国债市场行情逐步转弱。本轮牛市行情自2021年一季度末开启，共持续超一年半的时间。2022年虽然国债市场整体呈现高位震荡表现，但在大类资产中表现突出，尤其是相对于国内股票市场。从技术上来看，本轮牛市行情基本结束，预计2023年国债期货价格震荡下行，市场收益率水平有望逐步走高，金融市场股票、债券市场牛熊转换。国债市场市场价格风险逐步加大，建议持券机构逐步调整持仓机构，降低持债配比和久期，或者利用国债期货进行利率风险管理和久期管理。从市场交易情况来看，随着银行保险相继进入国债期货市场，2022年国债期货成交持仓规模大幅提升，国债市场多头替代和利率风险管理功能得到充分发挥。我们预计2023年国内将有更多金融机构入市参与国债期货，未来市场仍有巨大的增量参与需求。在主要持券机构相继进入国债期货市场后，期债的市场功能将得到充分发挥。

第七部分 总结全文和操作建议

展望2022年，我们认为目前利率周期处于牛市尾部阶段，市场收益率继续下降空间有限。2023年国债市场面临国内经济修复，宽信用效果显现等因素的压力，建议交易性资金短期以震荡偏空思路操作，长期把握收益率拐点后长期做空交易机会。配置型资金建议降低持仓久期，可于价格国债期货价格高位进行空头对冲或久期管理。我们预计2023年10年期国债收益率运行区间2.8%-3.2%，国债市场市场价格风险逐步加大，建议持券机构逐步调整持仓机构，降低持债配比和久期，或者利用国债期货进行利率风险管理和久期管理。