

## 国债：信用渐宽 期债承压

研究员：朱金涛

### 年报摘要：

从业资格号：F3060829；投资咨询号：Z0015271

#### ● 2021 年行情回顾

稳货币紧信用催生债牛行情，利率整体震荡下行，十年期国债收益率全年高点 3.28%，低点 2.80%。

#### ● 2022 年市场分析逻辑

中央经济工作会议再次提及逆周期，政策托底意图明显。2022 年“房住不炒”主基调不改，稳增长的任务将更多依靠基建发力。

2022 年 CPI 将会温和上行，预计全年均值 2.02%，走势前低后高。PPI 则因为高基数影响呈现持续的高位回落，预计全年均值 4.67%。

删除“货币总闸门”的表述意味着面对下行压力，货币政策的空间正在打开，2022 年货币政策易松难紧，引导融资规模增长。财政将明显发力，并且节奏前置。

面对税期、政府债发行、跨年跨季等影响因素，目前央行有足够多的工具来熨平利率波动，货币以稳为主。信用由紧变宽，中性预估下 2022 年社融增速回升至 10.97%。

社融温和反弹预期下利率反弹风险加大，2022 年十年期国债收益率 2.8%—3.2% 低位震荡，节奏上前低后高，对应十年期国债期货 98—100.3 元。

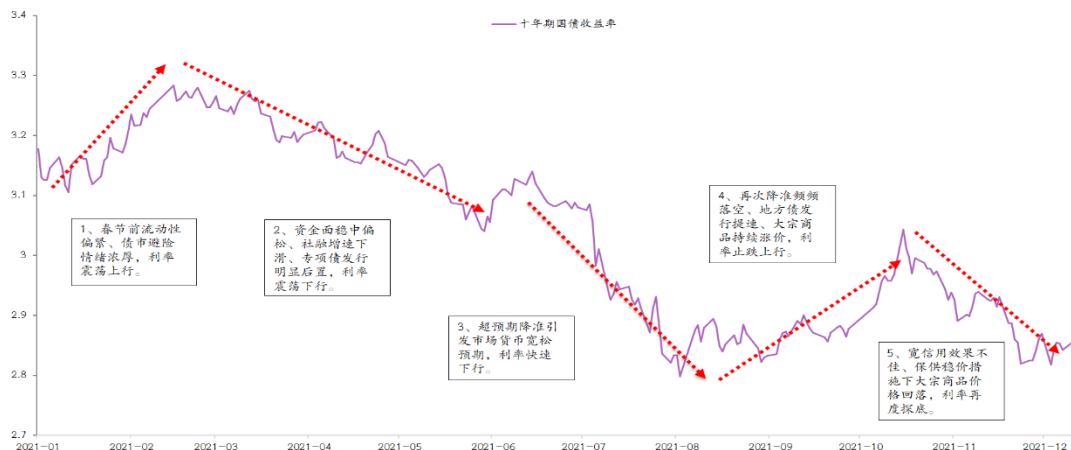
#### ● 风险提示

逆周期政策超预期、疫情反复

## 一、行情回顾：稳货币紧信用环境下债券走出牛市行情

### 1、2021 年十年期国债收益率前高后低

图表 1：2021 年利率走势（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

在稳货币、紧信用环境下，2021 年债券市场呈现牛市行情，利率整体震荡下行，十年期国债收益率高点 3.28%，低点 2.80%。

具体来看，第一阶段，1-2 月底，资金面收紧带动利率反弹。1 月中下旬央行主动收紧资金面，打破市场宽松预期，前期为缓和信用事件的冲击所释放的大量流动性逐步收回。原油、铜等大宗商品价格快速上涨导致市场开始交易“再通胀”，市场利率震荡上行，十年期国债期货利率达到年内高点 3.28%。

第二阶段，3-6 月，资金面宽松驱动收益率温和回落。3 月份以后，央行持续维持资金面合理充裕，资金利率长时间运行于政策利率下方，地方债供应不及预期从而导致机构有一定的欠配压力，同时经济数据不及预期也对债券市场形成利好，资金面超预期宽松背景下国债收益率震荡下行，十年期国债收益率由 3.28%最低下行至 3.04%。

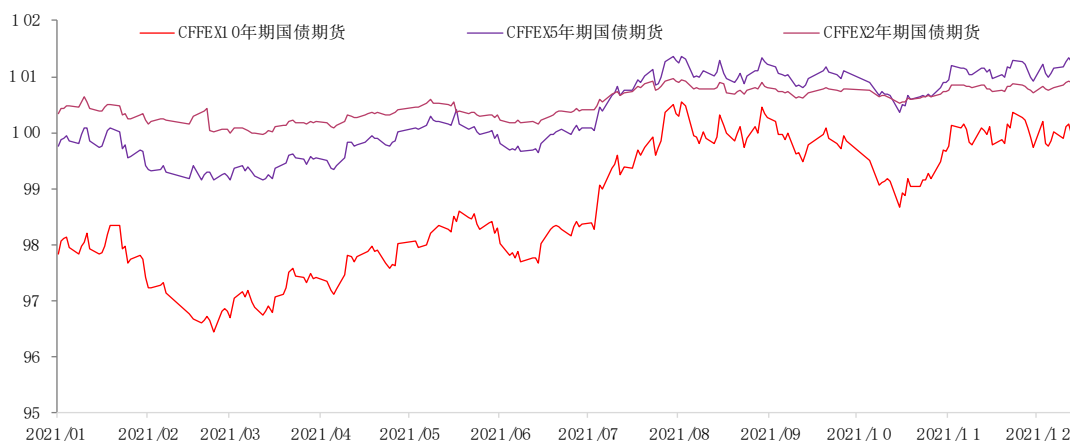
第三阶段，7-8 月上旬，超预期降准引发一波快牛行情。7 月 7 日，国常会超预期提“适时

降准”，仅仅 2 天之后，央行迅速响应，宣布于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金 0.5 个百分点，释放长期资金 1 万亿元，其中 4000 亿元置换到期 MLF。此次降准属于超预期，央行宣布全面降准又是超预期，双重超预期的情况下，利率快速下行。随后市场开始预期再次降准，债市做多情绪高涨，十年期国债利率下行 25 个 BP 下探至 2.8% 的年度低点。

第四阶段，8 月中旬-10 月上旬，货币进一步宽松预期落空，利率低位反弹。8 月份财政部提出加快地方政府债券发行进度，专项债发行提速。能耗双控政策持续升级，大宗商品价格持续飙涨，10 月份 PPI 超预期增长创历史新高。更为重要的是市场预期的再次降准频频落空，预期修正导致债券利率整体呈现震荡上行走势。

第五阶段，10 月中旬-年底，宽信用效果不佳，利率再度探底。10 月下半月，面对疯狂上涨的煤价，发改委持续发文，保供稳价效果显著，动力煤价格大幅回落。同时宽信用效果不佳，票据贴现利率持续维持低位，11 月 19 号央行货币政策删除总闸门表述，12 月 6 日年内第二次降准，国债利率震荡下行。

图表 2：2021 年国债期货走势（单位：元）



数据来源：Wind、光大期货研究所

相应的，国债期货价格全年震荡上行，7 月份超预期降准引发国债期货大幅上涨，价格达到

全年高点。11 月份货币政策执行报告表述转为宽松同时宽信用效果不佳，国债期货价格再度冲高。期货价格来看，十年期国债期货主力合约全年最低点 96.435 元，最高点 100.55 元，最大波动幅度 4.27%。

## 2、稳货币紧信用催生债牛行情

图表 3：RD007 围绕逆回购利率波动（单位：%） 图表 4：社融增速持续下滑（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

数据来源：Wind、光大期货研究所

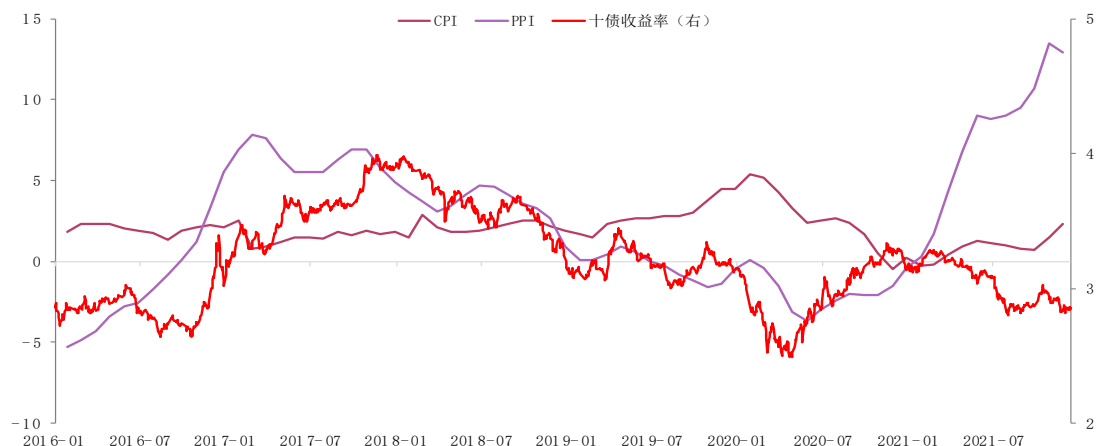
货币方面，央行持续强调保持流动性合理充裕，并引导市场重价不重量，强调看流动性最简单的指标就是 DR007。央行以稳为主的货币政策基调下，维持银行间流动性基本平稳，DR007 持续围绕逆回购利率波动。

反观信用，社融存量同比增速由 13.3% 最低回落至 10%，2 月份小幅反弹之后持续回落。主要原因在于监管政策趋严情况下，地产和城投融资被压制，同时地方债发行后置同样对前期社融增速形成拖累，导致信用持续收缩，一直到 11 月份社融增速才出现止跌企稳迹象。

观察以 RD007 利率呈现的货币环境和以社融增速呈现的信用环境，能够看到 2021 年是明显的“稳货币+紧信用”组合，再加上政府债发行节奏偏缓，“资产荒”导致债券利率整体呈现下行趋势。

### 3、结构性通胀压力对利率走势影响较小

图表 5：CPI、PPI、十债走势（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

2021 年 PPI 大幅上行，但 CPI 持续低位，结构性通货膨胀主要是输入性及成本端因素引起，货币政策作为调控总需求的工具，对供应因素主导的通胀作用较为有限，市场对因通胀而引发货币政策收紧的预期较低，全年来看通胀对利率走势影响较小。

## 二、经济：稳增长压力下，2022 年经济前低后高

### 1、2022 年经济工作重心倾向“稳增长”

图表 6：近三年中央经济工作会议表述对比

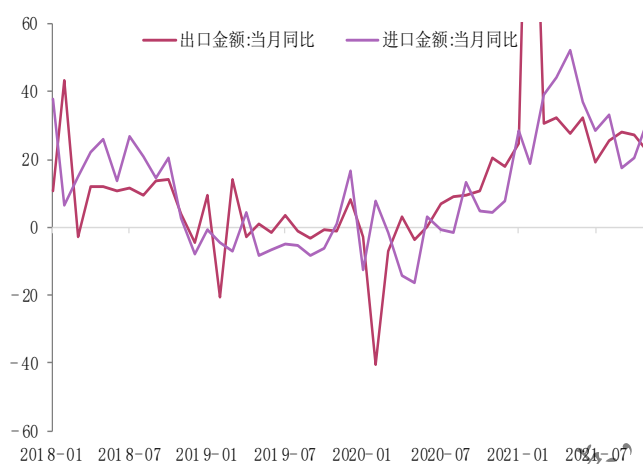
|      | 2021 年                                                                                                                                                                             | 2020 年                                                                                                                                                         | 2019 年                                                                                                                                        |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 经济表述 | 我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。                                                                                                                        | 疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，中国经济恢复基础尚不牢固。2021 年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。                                                                                  | 我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。我们要做好工作预案。 |
| 工作思路 | 会议要求，明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。                                                                                                             | 2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。                                   | 实现明年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的正策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。                 |
| 宏观政策 | 调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳扎稳打。明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，政策发力适当靠前。宏观政策要稳健有效。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。加强和改善宏观调控，加大宏观政策跨周期调节力度，提高宏观调控的前瞻性针对性。 | 科学精准实施宏观政策。明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。合理把握宏观调控节奏和力度，精准有效实施宏观政策。 | 坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制。                                                   |

数据来源：Wind、光大期货研究所

今年的中央经济工作会议对经济的表述是“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，对比去年的“中国经济恢复基础尚不牢固”，显然对经济下行担忧增加。会议要求“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”，再次提及逆周期，“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”，意味着政策托底意图明显。

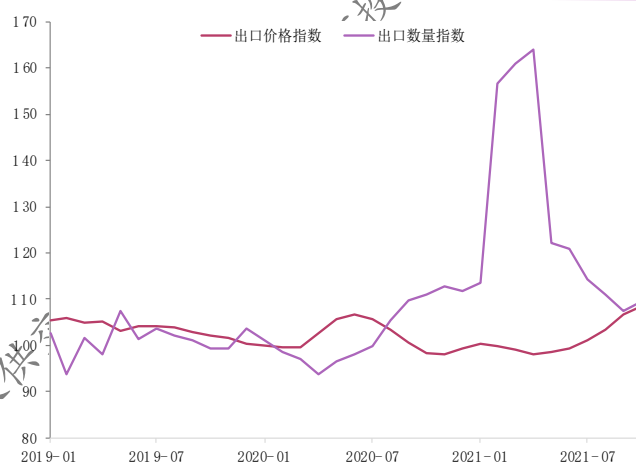
## 2、托底经济将更多依靠基建

图表 7：进出口同比增速（单位：%）



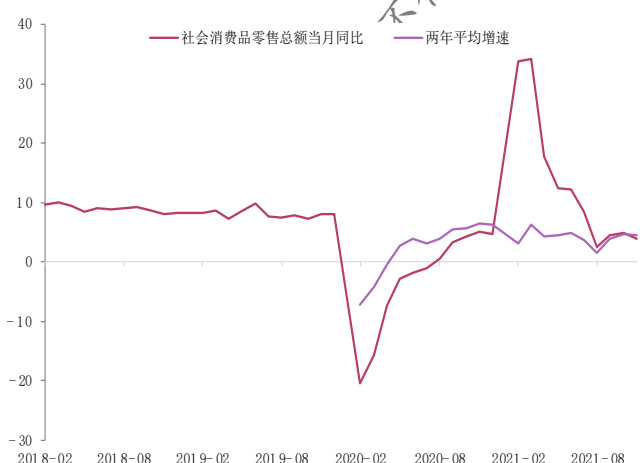
数据来源：Wind、光大期货研究所

图表 8：出口量价拆分（单位：%）



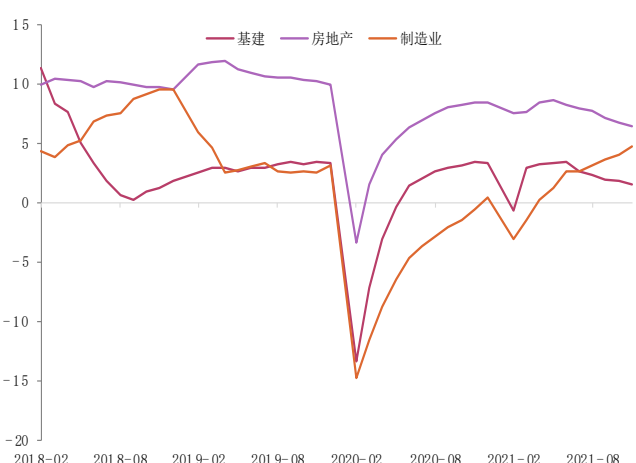
数据来源：Wind、光大期货研究所

图表 9：消费增速（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

图表 10：投资增速（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

海外疫情的不断反复，支撑今年出口景气度持续超预期。但是对出口驱动因素进行拆分，能

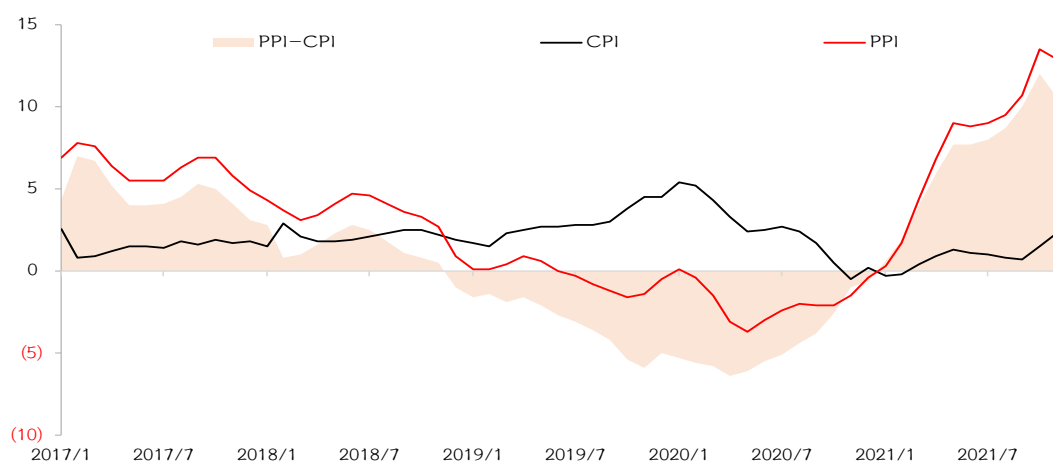


够发现从 5 月开始，出口数量指数开始回落，而出口价格指数呈持续回升。由此，支撑出口金额增长的主导因素更多是出口价格，出口数量指数的回落也可能说明实际外需在边际放缓，再叠加高基数影响，2022 年出口增幅大概率回落。消费表现为持续温和修复，但同比增速仍未恢复到疫情前水平，2022 年疫情影响有望减弱，消费维持弱势复苏。投资端，在地产、城投政策收紧，财政支出后置的情况下，地产、基建投资持续承压。2022 年来看，“房住不炒”的要求下房地产政策主基调不改，稳增长的任务将更多依靠基建发力。

### 三、通胀：2022 年 CPI 温和上涨、PPI 高位回落

#### 1、2021 年呈现明显的结构性通货膨胀

图表 11：通胀数据（单位：%）

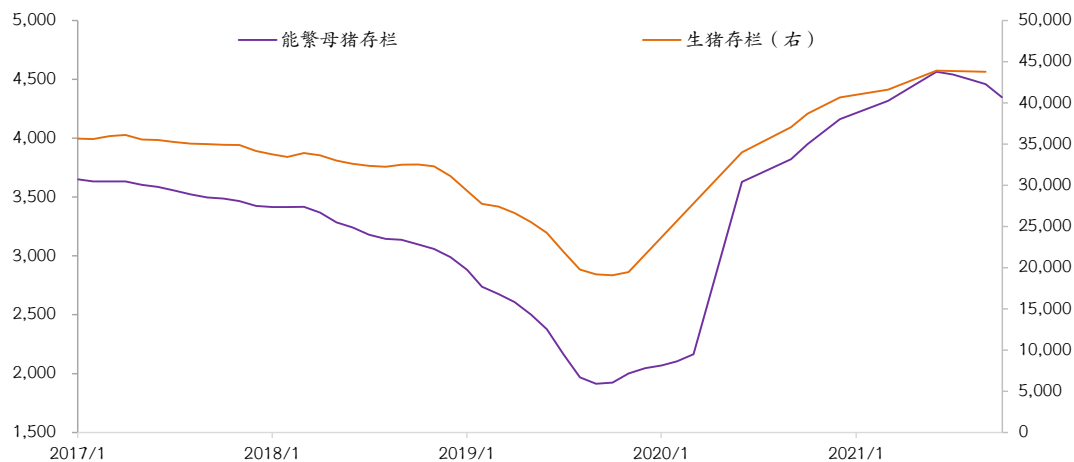


数据来源：Wind、光大期货研究所

2021 年中国经历了较为明显的结构性通胀。CPI 温和上行，主要原因在于在猪肉价格快速下行对 CPI 形成明显拖累。CPI 在年初触底回升，今年以来整体呈现温和上涨态势，2021 年 11 月 CPI 反弹至 2.3%。疫情导致的供给约束是今年 PPI 上涨的核心原因。PPI 同比增速在年初回正，随后快速走高，2021 年 10 月上冲至 13.5%，11 月在大宗商品回落的情况下小幅下降。剪刀差方面，11 月 PPI 与 CPI 增速差为 10.6 个百分点，较 10 月份小幅回落。

## 2、CPI 温和增长，预测全年均值 2.02%

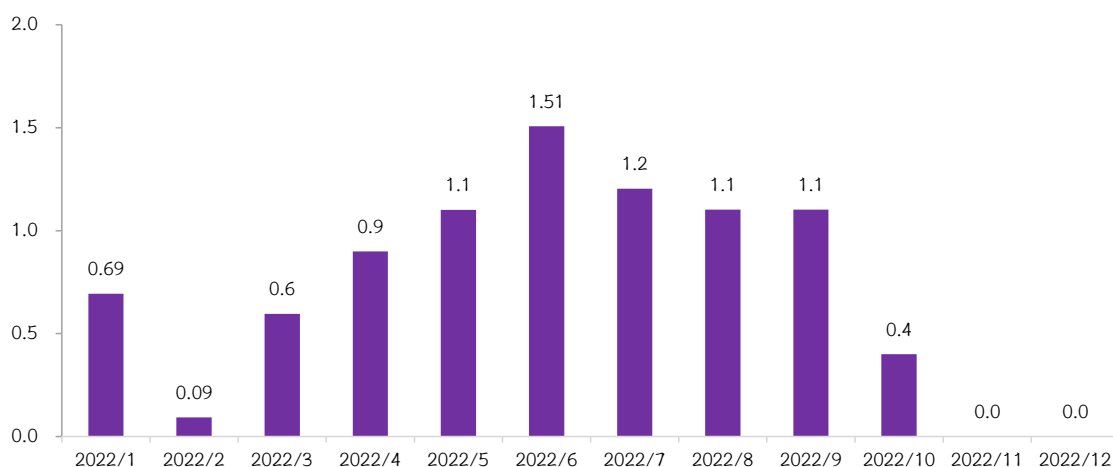
图表 12：生猪存栏量(单位：万头)



数据来源：Wind、光大期货研究所

猪价下跌使养殖利润受挫，最终会导致生猪养殖户的生产积极性降低，表现为能繁母猪存栏数承压，能繁母猪数存栏数在 7 月分环比转负。能繁母猪存栏变化一般对应到约 10 个月以后的生猪存栏变化，生猪供应充足的局面至少维持到明年一季度，猪肉价格不具备大幅上涨的可能，猪价的大幅反弹至少需要等到明年下半年才有可能，因此猪价对明年 CPI 的影响较为温和。

图表 13：2022 年 CPI 翘尾因素测算(单位：%)



数据来源：Wind、光大期货研究所

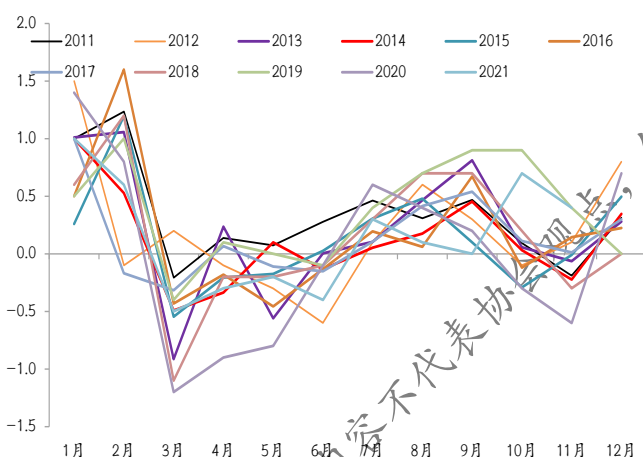


对 CPI 进行拆分，当月同比的变化由翘尾因素和新涨价因素组成。翘尾因素是指上年价格上涨（下降）对本年同比价格指数的滞后（延伸）影响。也就是在计算同比价格指数过程中，上年商品价格上涨（下降）对下一年价格指数的影响。

翘尾因素的计算方式为：本年第  $n$  月 CPI 翘尾因素 = 上年  $(n+1)$  月 CPI 环比 \* 上年  $(n+2)$  月 CPI 环比 \* ..... 上年第 12 月 CPI 环比。因此我们可以根据今年的 CPI 环比变化来测算出明年 CPI 的翘尾影响情况。

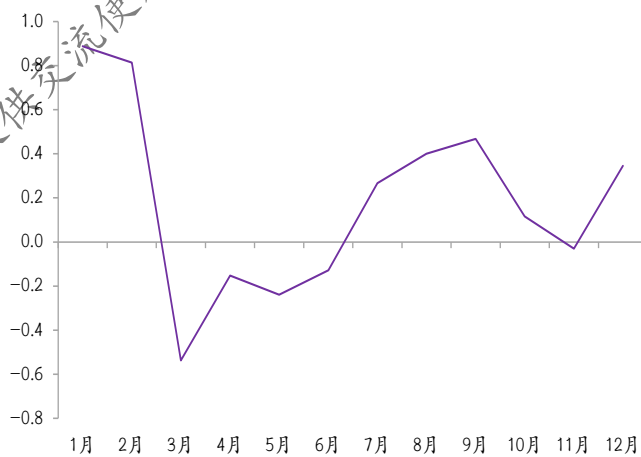
根据测算发现，翘尾因素将对 2022 年 4-9 月的 CPI 同比产生明显影响，其中 6 月份影响达到最大，全年平均影响 CPI 同比上涨 0.7 个百分点。

图表 14：历年 CPI 环比（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

图表 15：CPI 环比均值（单位：%）

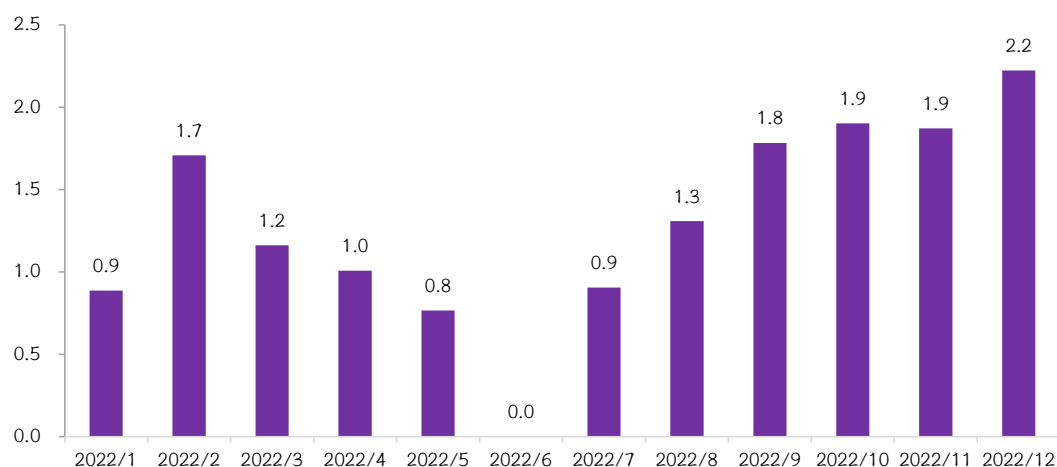


数据来源：Wind、光大期货研究所

新涨价因素的计算方式为：本年第  $n$  月 CPI 新涨价因素 = 1 月 CPI 环比 \* 2 月 CPI 环比 \* .....  $n-1$  月 CPI 环比。

要预测 2022 年各个月份新涨价因素对 CPI 的贡献，就需要知道 2022 年各个月的 CPI 环比情况。通过 2010 年-2021 年各个月份 CPI 的环比变化能够看到，季节性规律非常明显，因此在生猪价格难有大幅上涨的预期下，可以采取 CPI 环比均值来直接假定 2022 年的 CPI 月度环比情况，进而得到 2022 年 CPI 的新涨价因素对 CPI 读数的贡献。

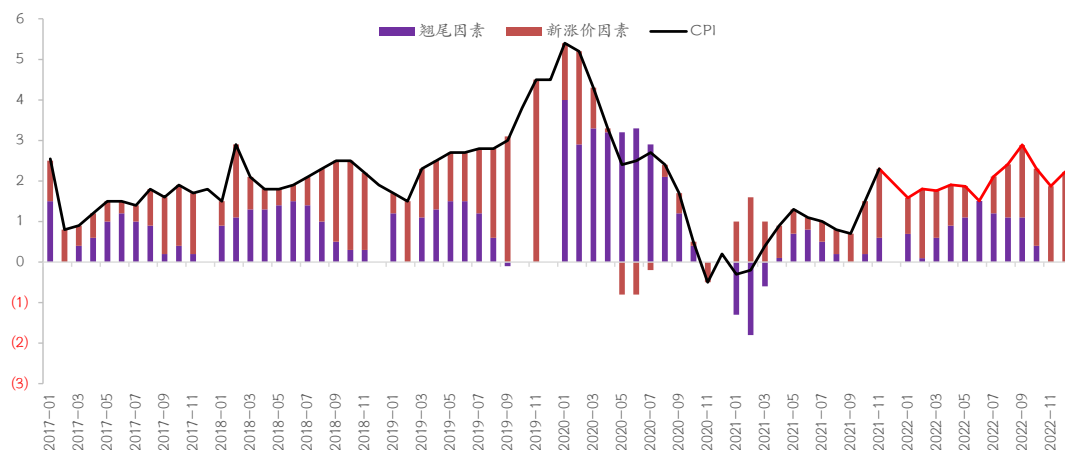
图表 16：2022 年 CPI 新涨价因素测算(单位：%)



数据来源：Wind、光大期货研究所

通过采用历史均值法来测算 CPI 的新涨价因素，能够发现全年新涨价因素呈现两头高中间底的特征，全年对 CPI 的贡献均值为 1.3 个百分点。

图表 17：2022 年 CPI 预测(单位：%)



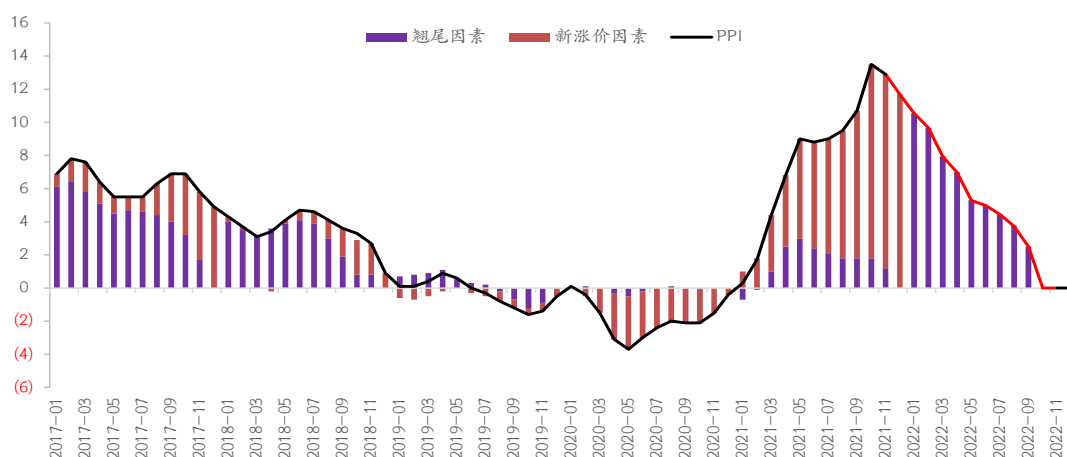
数据来源：Wind、光大期货研究所

通过对翘尾因素的分析以及对新涨价因素的预测能够发现，2022 年二者刚好形成互补的关系，CPI 读数全年看起来呈现温和上涨局面，CPI 均值为 2.02%。

### 3、2022 年 PPI 高位回落成为市场一致预期

在保供稳价政策的推动下，11 月以后国内工业品价格总体回落，而国际油价在进入 11 月以后也小幅回落，能够看到 11 月份 PPI 开始高位回落。2022 年来看，因发改委多次发文，建议尽快建立煤炭价格长效机制，引导其在合理区间运行，因此我们预计煤炭价格后续将继续保持稳定，并逐步回落至合理区间。在双碳政策纠偏情况下，上游供应紧缺引发的涨价影响逐步消除，大宗原材料价格将会震荡下行，在加上今年高基数的影响，因此 2022 年 PPI 逐步回落成为市场的一致预期。

图表 18：2022 年 PPI 预测(单位：%)



数据来源：Wind、光大期货研究所

同样采取拆分的方式对 2022 年的 PPI 进行预测，能够看到翘尾因素将对明年的 PPI 产生重要影响。经过测算，2022 年翘尾因素将平均拉升 PPI 4.7 个百分点，但是从月度变化来看，翘尾因素的影响逐月快速下降，将带动 PPI 迅速走低。

新涨价因素方面，由于 PPI 的月度环比并不存在明显的季节性，因此采取历史平均来预测明年的新涨价因素对 PPI 的影响并不合适。假定 2022 年全年大宗商品维持目前价格水平不变（事实上经过前面的分析大宗商品继续回落的可能性更大，这种假设偏保守），每个月的 PPI 新涨价因

素将是 0。

在我们略微偏保守的假设下，2022 年 PPI 读数将在翘尾因素不断下降的情况下持续回落，直到 4 季度 PPI 同比增速将为 0%。

整体上，经过我们的预测，2022 年 CPI 将会温和上行，全年均值 2.02%，走势前低后高。PPI 则因为高基数影响呈现持续的高位回落，全年均值 4.67%。

#### 四、货币政策：易松难紧

##### 1、2021 年货币政策稳中偏松

2021 年央行政策以稳为主，持续保持流动性合理充裕。全年来看，央行进行 2 次降准，3 次再贷款工具，1 次定向降息。分别为：

7 月 15 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，降准将释放长期资金约 1 万亿元，其中 4000 亿元用于置换到期 MLF。

9 月 1 日，央行新增 3000 亿元支小再贷款额度。

11 月 8 日，央行推出碳减排支持工具，贷款利率与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，采取“先贷后借”的直达机制，并按贷款本金的 60%提供资金支持，利率为 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次。

11 月 17 日，央行设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款。具体方式是，全国性银行向支持范围内符合标准的项目自主发放优惠贷款，利率与同期限档次贷款的市场报价利率大致持平，人民银行可按贷款本金等额提供再贷款支持。

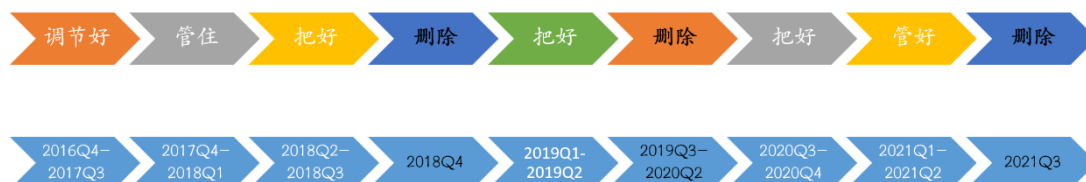
12 月 7 日，央行下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点。下调后 3 个月、6 个月、1 年期再贷款利率分别为 1.7%、1.9%、2%。

12 月 15 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，降准将释放长期资金约 1.2 万

亿元，其中 4500 亿元用于置换到期 MLF。

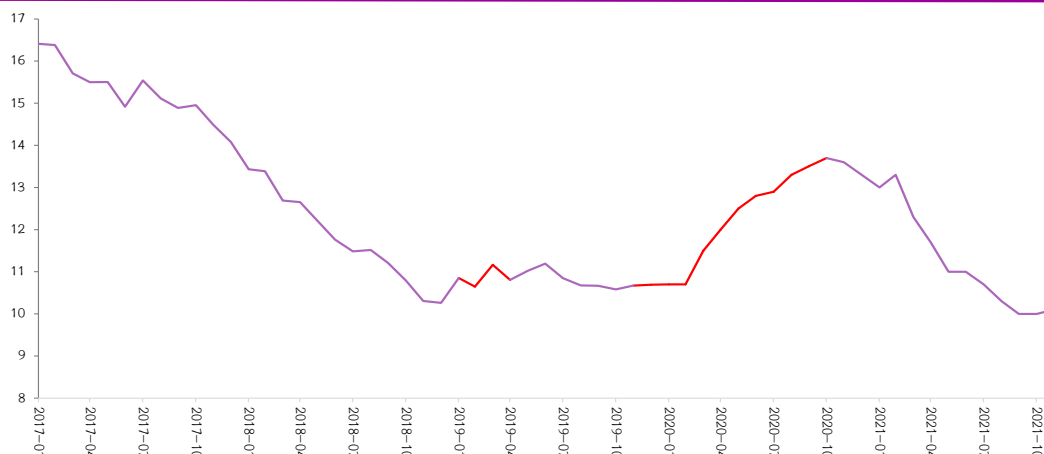
## 2、货币政策：删除“总闸门”表述，2022 年货币政策易松难紧

图表 19：央行货币政策执行报告中关于“货币总闸门”的表述



数据来源：央行官网、光大期货研究所

图表 20：删除总闸门表述期间社融增速明显反弹(单位：%)



数据来源：Wind、光大期货研究所

央行 11 月 19 日发布了《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》，删去了“管好货币总闸门”和“坚决不搞‘大水漫灌’”的表述。回顾历史会发现，央行在 2016 年四季度的货币政策报告中首次提到货币总闸门的表述，此后在 2018 年第四季度短暂删除，2019 年三季度货币执行报告至 2020 年二季度报告中持续删除货币总闸门（对应报告发布时间为 2019 年 11 月 16 日-2021 年 11 月 26 日）。

删除“货币总闸门”的表述意味着这意味着，面对下行压力，货币政策的空间正在打开，2022 年货币政策易松难紧，引导融资规模增长。

### 3、“先贷后借”转变为“先借后贷”，结构性工具未来将成为常态

碳减排支持工具和支持煤炭清洁利用专项再贷款代表货币范式的转变，未来结构性工具应用将成主导。从使用流程来看，采取“先借后贷”的直达机制，货币政策工具能够绕过宽货币直达实体经济进行宽信用，相较于以往利用降准、降息等工具直接宽货币，资金使用效率和质量大幅增加，更加满足政策诉求。

### 4、货币政策继续“以我为主”

央行在三季度货币政策执行报告中指出，当前我国面对的内外环境与上轮（2013 年）相比有明显不同：一是我国宏观经济体量扩大、韧性更强。二是我国坚持实施正常的货币政策。三是我国汇率市场化改革取得进展，对外部冲击的吸收能力增强。四是我国金融体系自主性和稳定性更强，人民币资产吸引力增强。我国货币政策搞好跨周期设计，能够更有效地应对发达经济体货币政策调整带来的外部冲击。在央行持续强调“以我为主”的情况下，预计不会跟随海外进行紧缩，发达经济体政策调整对我国影响有限。

## 五、财政政策：更加积极，明显前置

### 1、2021 年财政后置、总量收紧

2021 年财政政策呈现明显的节奏后置和总量收紧的特征。从节奏上看，在今年经济目标完成压力不大的情况下，财政支出节奏明显放缓，财政政策施力表现得极为收敛。截至 10 月份，财政赤字才完成 2.27 万亿，占总赤字规模的 64%，明显慢于 2016-2019 年的赤字完成情况。

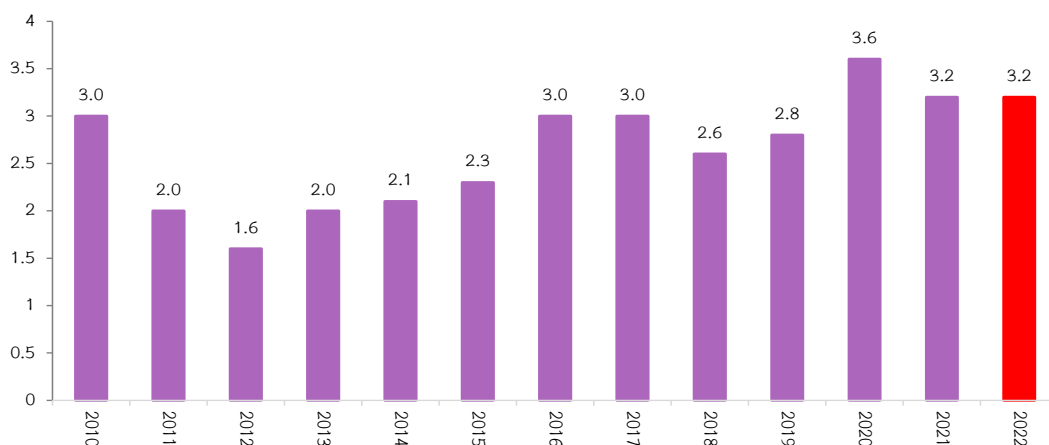
从总量上看，财政收支规模明显减弱。随着疫情影响的消退和防风险要求，政策产生降低宏观杠杆率的诉求，压降杠杆主动性增加。相较于 2020 年，财政赤字率从 3.6% 下降到 3.2%，而专项债额度虽超市场预期，但进度明显滞后，可投项目有限，且部分项目会留在明年初形成实务工作量。



## 2、财政政策是 2022 年稳增长的关键

在出口不稳、消费偏弱、地产回落的情况下，基建将成为 2022 年稳增长的抓手。财政政策作为 2022 年稳增长的关键，将会更加积极。在跨周期调节背景下，节奏上将明显前置。中央经济工作会议提到要“加快支出进度，并适度超前开展基础设施投资”。财政部副部长许宏才 12 月 16 日在国务院政策例行吹风会上透露，财政部已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元。从专项债提前下达额度来看，2019 年下达专项债额度 8100 亿元，最终一季度发行 6660 亿元，占比 82%。2020 年提前下达 1.29 万亿元，一季度实际发行 1.08 万亿元，占比 83%。通过对比能够发现此次专项债提前下达额度较大，预计明年一季度专项债实际发行达 1.2 万亿元，财政提前发力特征明显。

图表 21：财政预算赤字率（单位：%）



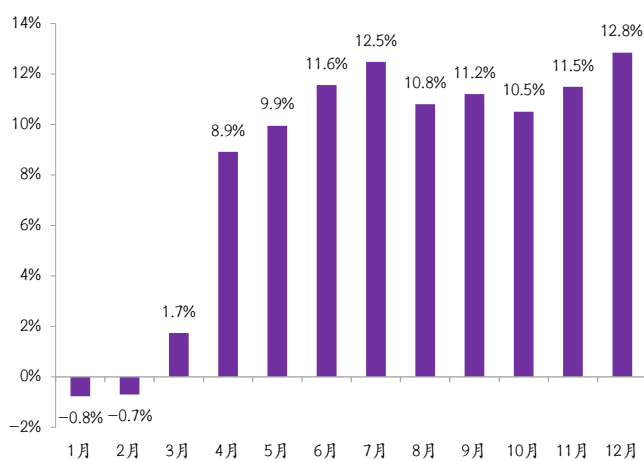
数据来源：Wind、光大期货研究所

由于稳增长压力较大，以及防止前期开工项目出现“半拉子工程”，财政政策将更加积极。2021 年一般预算赤字率为 3.2%，2022 年财政仍将维持一定的力度，一般预算赤字率可能与今年 3.2%持平，对应赤字规模 4 万亿。

### 3、政府债发行节奏预测

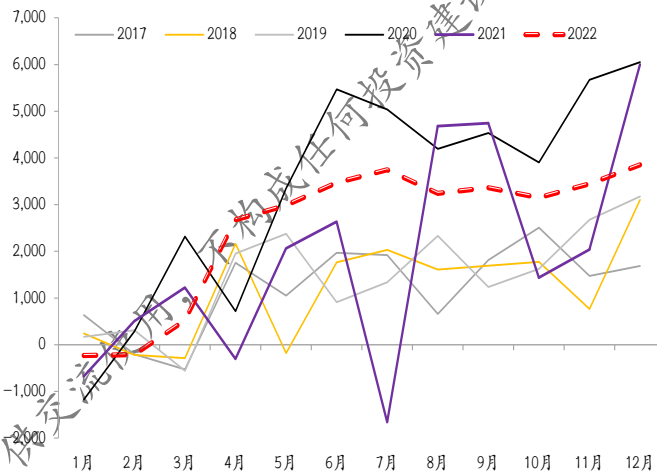
在 3.2% 预算赤字假设下，对应赤字规模 4 万亿。通过历史预算安排发现，中央财政赤字地方财政赤字占赤字规模的比重分别在 75% 和 25%，对应 2022 年中央财政赤字和地方财政赤字规模分别为 3 万亿和 1 万亿。

图表 22：国债净发行节奏（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

图表 23：2022 年国债发行预测（单位：亿元）

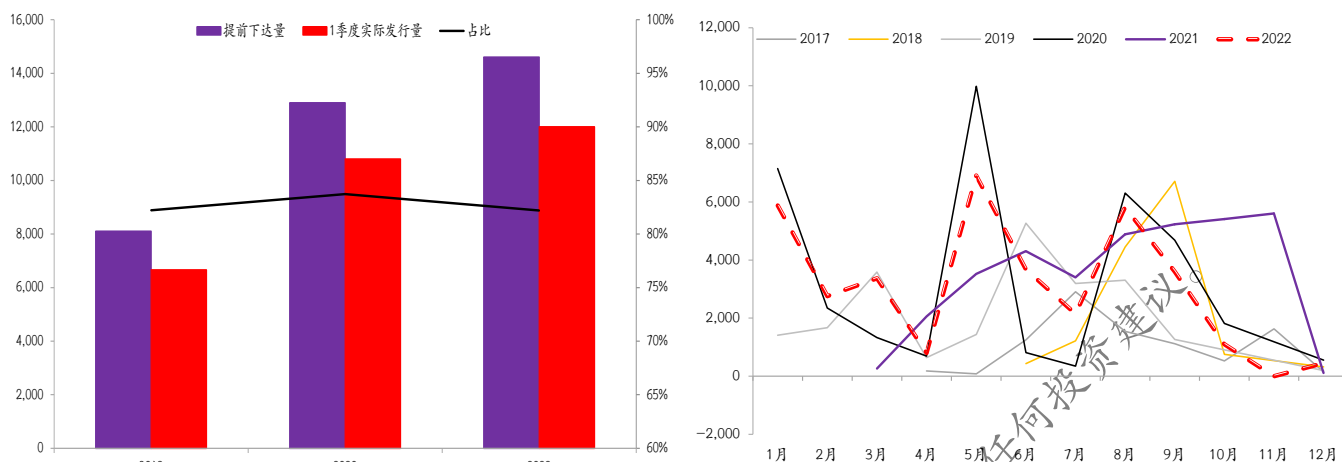


数据来源：Wind、光大期货研究所

历史来看，与地方债发行集中度较高不同，国债发行节奏相对较为平滑。一季度由于当年预算额度尚未公布，国债发行较为谨慎。二季度以后国债发行快速放量，单月净发行占比 10% 左右，发行节奏平稳。同时今年专项债一季度提前下达额度较高，一季度国债净发行预计维持在 0 附近，全年发行呈现前低后高特征。

专项债发行规模预计和今年基本持平。一方面明年经济下行压力较大，发行专项债仍是拉动基建、托底经济的重要方式，积极的财政政策基调下，专项债规模明显下调概率不大。但同时考虑部分专项债已结转使用，以及债务率的约束，明年新增专项债发行规模也难以大幅上行。中性预估下，明年专项债发行额度 3.65 万亿元。目前专项债提前批已经下达，额度为 1.46 万亿，明年的专项债发行将于今年刚好相反，发行前置和今年发行后置形成衔接。

图表 24：提前下达量发行情况（单位：亿元、%） 图表 25：专项债发行预测（单位：亿元）

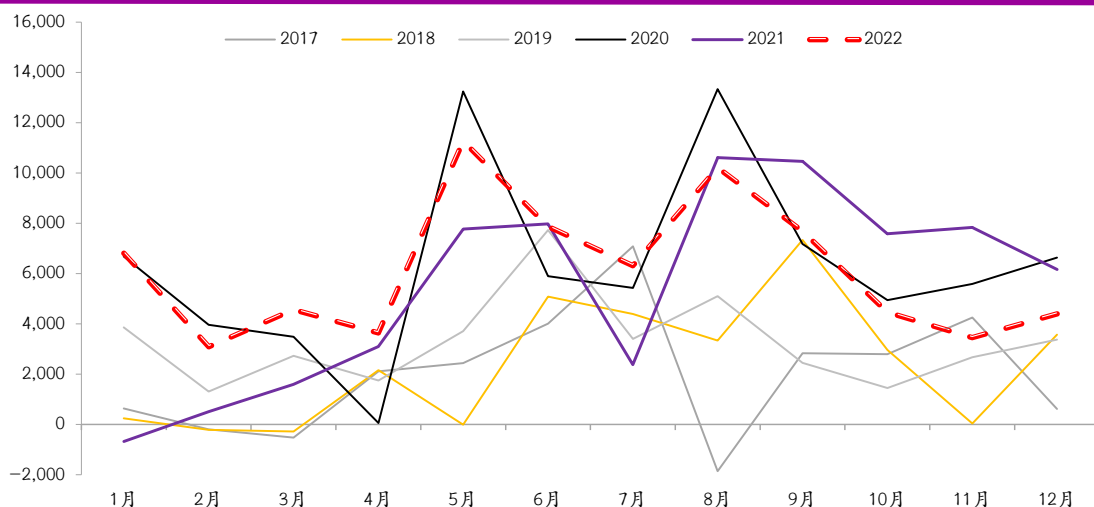


数据来源：Wind、光大期货研究所

数据来源：Wind、光大期货研究所

根据专项债提前下达量，按照 2019-2020 年发行节奏进行预估，专项债发行高峰将会集中于上半年。此外，地方政府一般债券的发行节奏和专项债发行高峰基本一致，将一般地方债同样按照专项债发行节奏进行预估。再融资债券方面，2022 年将有 2.78 万亿元地方债到期，按照今年 90% 的再融资比例预估，将造成地方债净融资减少 2780 亿元。

图表 26：政府债发行预估（单位：亿元）

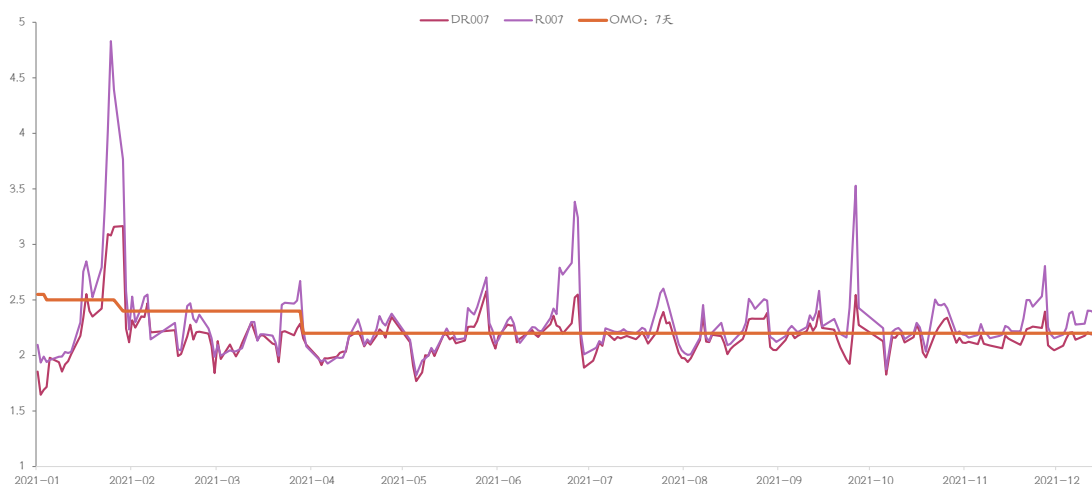


数据来源：Wind、光大期货研究所

## 六、流动性：货币稳、信用温和回升

### 1、货币以稳为主

图表 27：DR007 整体围绕逆回购利率波动（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

在今年 2 月份资金意外偏紧后，央行开始强调“不应过度关注公开市场操作数量，短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化”以及“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”。此后年内三次货币政策报告均有提及“保持流动性合理充裕”。一季度货币政策执行报告提出保持流动性合理充裕，综合运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性精准调节，维护市场预期稳定和货币市场利率平稳运行。二季度报告提出保持流动性合理充裕。综合运用降准、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，灵活精准开展流动性调节，维护市场预期稳定，引导货币市场利率平稳运行，优化金融机构资金结构。三季度报告表述为保持流动性合理充裕。综合运用降准、再贷款、再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，满足金融机构合理的流动性需求引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行。推动常备借贷便利操作方式改革，增强银行体系流动性的稳定性。

在此导向下，央行适时采取货币政策工具熨平财政收支、巨量 MLF 到期、政府债券发行缴款

等因素的影响。央行的精准调控效果明显，全年来看，2 月份以后资金利率持续围绕政策利率 2.2% 上下波动，波幅在正负 20BP 之间，R007 与 DR007 的差值除个别跨季时点外，基本保持稳定，显示出银行与非银机构间的流动性分层总体也不明显。

央行目前更加突出货币政策的结构性和直达性，采用“先贷后借”的投放方式，使得信用创造在一定程度上绕过银行间市场，对狭义流动性宽松的需求更低。面对税期、政府债发行、跨年跨季等影响因素，目前央行有足够多的工具来熨平利率波动，呵护流动性。因此，2022 年预计 DR007 整体仍将围绕公开市场 7 天逆回购政策利率中枢波动，银行间流动性保持合理充裕。

## 2、2022 年社融预计温和抬升

中央经济工作会议将稳增长放在更突出的位置，根据会议精神，2022 年积极的财政政策将提前发力，央行将维持平稳的货币资金环境予以配合。随着 2022 年政策天平进一步向稳增长的方向倾斜，社融增速大概率企稳回升。

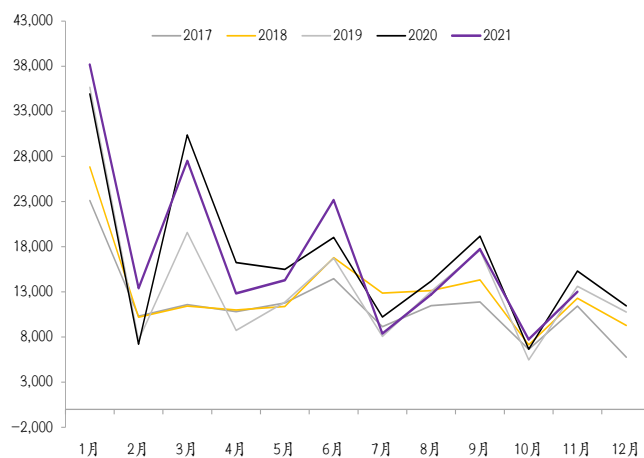
社融分项中，人民币贷款和政府债券融资合计占比高达 77%，占据社融绝大多数规模，因此可以通过对人民币贷款和政府债券融资的预估来推测明年的社融增速。

图表 28：新增人民币贷款增速（单位：%）



数据来源：Wind、光大期货研究所

图表 29：新增人民币贷款月度规模（单位：亿元）



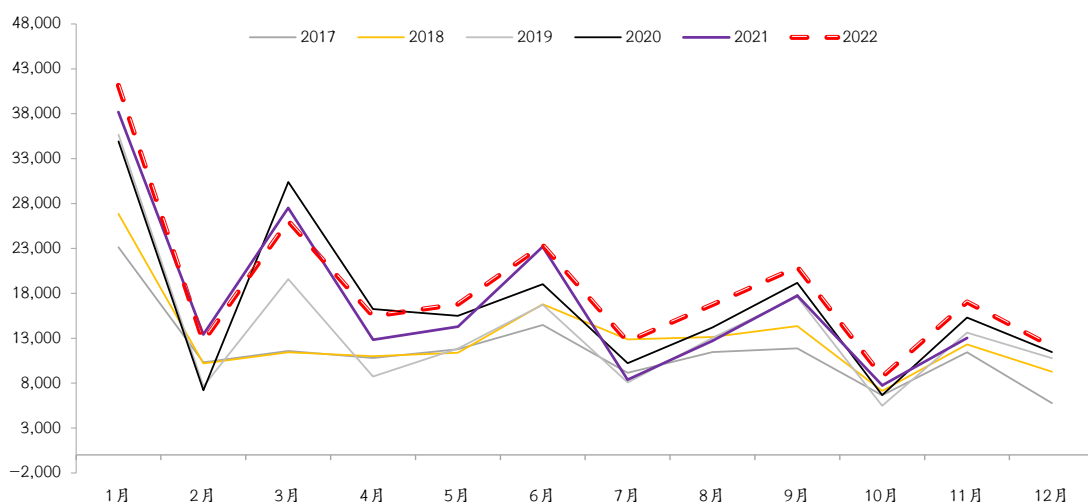
数据来源：Wind、光大期货研究所

今年由于地产及城投监管政策的趋严，导致人民币新增贷款规模和去年持平，同比增幅基本

为 0%，2022 年随着监管政策边际放松及央行通过各种结构性工具助力，新增人民币贷款同比增幅预计将回到正常区间内。节奏上，月度人民币新增规模具有明显的季节性。因此通过总量和节奏的预测能够预估出 2022 年新增人民币贷款情况。

乐观情景下，2022 年新增信贷增速持平 2020 年的 18.6%，对应新增信贷规模约为 23.77 万亿元。中性假设下，2022 年新增信贷增速取 2012–2020 年均值 11.6%，对应新增信贷规模约为 22.36 万亿元。悲观假设下，2022 年新增信贷增速持平年均值 7.74%，对应新增信贷规模约为 21.58 万亿元。

图表 30：中性假设下新增人民币贷款预估（单位：亿元）



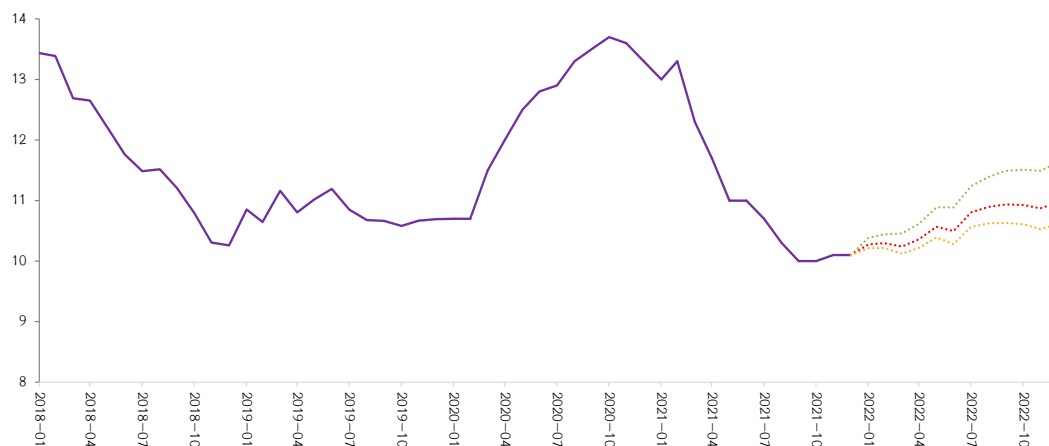
数据来源：Wind、光大期货研究所

政府债券融资方面，在前文财政政策中已经给出政府债券融资的总量和节奏。即在中性假设下，2022 年预算赤字持平于今年的 3.2%，专项债规模同样持平今年，对应的政府债券融资 7.25 万亿元。乐观估计下，预算赤字 3.4%，同时到期地方债全部进行再融资，对应政府债券融资 7.9 万亿元。悲观估计下，预算赤字 3.0%，同时专项债略低于今年，对应政府债券融资 6.9 万亿元。中性假设下政府债券融资节奏参考图 23。其他分项在社融中占比相对有限，简单采用 2021 年数



据进行替换。

图表 31：社融增速预估（单位：%）



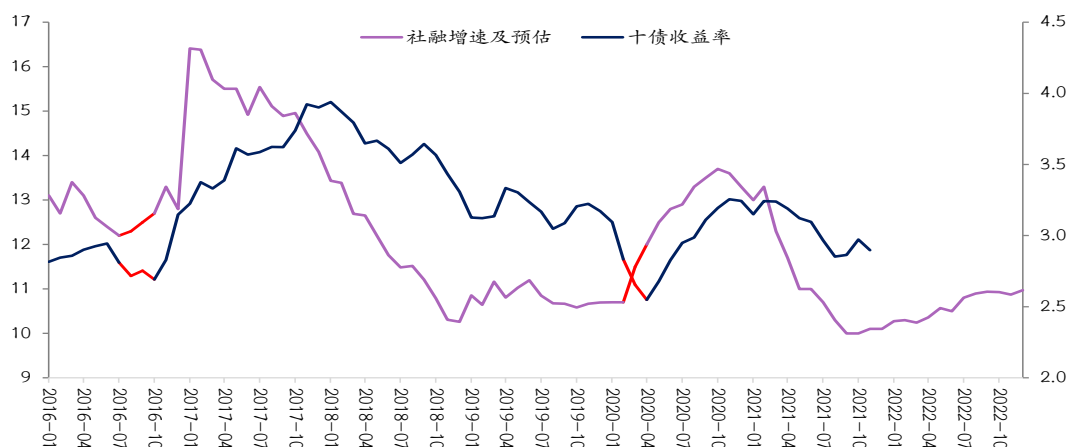
数据来源：Wind、光大期货研究所

测算结果显示，2022 年社融增速将呈现温和反弹。在乐观情形下，2022 年社融增速反弹至 11.6%。中性情形下，2022 年社融增速反弹至 10.96%。悲观情形下，2022 年社融增速反弹至 10.63%。

## 七、展望：2022 年利率易上难下，国债期货承压运行

### 1、社融温和反弹预期下利率反弹风险加大

图表 32：社融回暖对利率下行形成约束（单位：%）

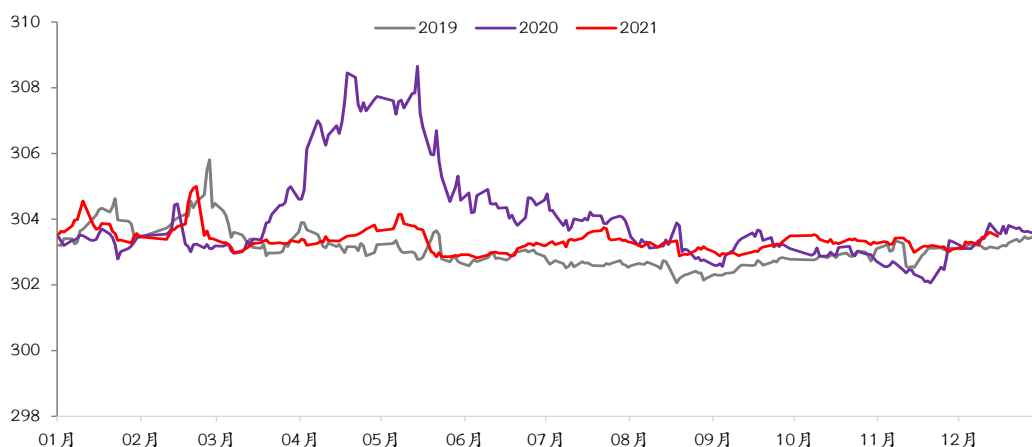


数据来源：Wind、光大期货研究所

通过货币-信用框架对利率走势进行分析依然有效，2021 在稳货币+紧信用情况下利率整体震荡下行。展望 2022 年，宽信用的推进情况将是决定利率走势的主导因素，整体上“稳货币+紧信用”将转变为“稳货币+宽信用”，对利率造成上行压力。但由于社融回暖力度预期有限，利率反弹空间同样不大。预计 2022 年十年期国债收益率 2.8%-3.2% 低位震荡，节奏上前低后高，对应十年期国债期货 98-100.3 元。



**图表 33：4TS-T 走势（单位：元）**



数据来源：Wind、光大期货研究所

由于货币政策始终强调要保持流动性合理充裕，央行引导资金利率继续围绕 OMO 政策利率窄幅波动，短端利率整体保持稳定，而长端利率因宽信用面临的上行压力将导致收益率曲线陡峭化。推荐做陡收益率曲线，关注做多 4TS-T，即买二债卖十债的跨品种交易策略机会。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。