



国债期货年报

2021年12月21日

逆周期跨周期并重 期债或现倒V行情

经济复苏与通胀是 2021 年全球经济的关键词，一季度主要发达国际及新兴经济体纷纷推行新冠疫苗接种政策，疫情尽管有所反复，但对经济的影响正在逐步减弱。在经济转好及通胀压力下，以美联储为代表的全球主要央行开始收紧货币政策。国内经济自 2020 年二季度开始复苏，2021 年复苏之势逐步放缓，央行维持“稳货币、宽信用”基调，货币政策以我为主，根据经济表现择时施策，宽松环境松紧交替出现，整体走向宽松。受此影响，今年国债期货整体呈现震荡上行的走势。

展望 2022 年，新冠病毒的影响力将会进一步削弱，疫情控制能力以及疫苗获得能力将是影响各国经济复苏态势的关键因素。全球 K 型复苏态势仍将延续，通胀压力有望增大，全球将迎来更加猛烈的加息潮。基建投资、房地产投资与制造业投资将成为拉动国内明年经济增长的主要引擎，出口的拉动作用将减弱，消费将表现平平，预计全年 GDP 增速会落在 5-5.5%之间。通胀压力明年犹存，需警惕上游价格向中下游传导，防控通胀的压力不大。物价因素在明年上半年可能不是货币政策制定时考虑的关键因素，或在下半年变得举足轻重。明年人民币兑美元整体将保持强势，趋势性走势不明显，对货币政策影响不会太大。当前国内货币政策正在转向宽松，“稳货币、宽信用”将是未来几个月内宽松货币政策的选择。明年上半年或为宽松货币政策的窗口期，随着经济转好，下半年货币政策收紧的概率较高，逆周期调节与跨周期调节并重。外资流入放缓以及 A 股慢牛对国债价格的压制力量将会增强。

在多重因素影响下，明年国债收益率预计将会先降后升，全年呈现探底回升走势，国债期货存在趋势性交易机会，套利策略也有一定空间。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
张昕
投资咨询证号：
Z0015602

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号



正文目录

第一部分：2021 年国债期货回顾	1
1.1 疫情影响减弱，全球复苏，通胀堪忧	1
1.2 经济增速下滑，国内货币政策有所放松	3
1.3 国债期货整体震荡上行	5
第二部分：2022 年国债期货展望	8
2.1 全球经济：复苏、疫情、通胀、加息	9
2.2 国内经济：下行压力较大，需投资发力	11
2.3 物价与汇率：通胀需看下半年，汇率无忧	14
2.4 宏观政策：以我为主，“稳增长”为施策重点	16
2.5 外资与 A 股：双重压制	19
第三部分：2022 年期债投资建议	20

图表目标

图表 1: 全球新冠病毒确诊人数.....	1
图表 2: 全球新冠病毒死亡人数.....	2
图表 3: 每百人接种新冠疫苗剂数.....	2
图表 4: 主要国家 GDP 增速基本都在 2021 年转正.....	2
图表 5: 2021 年全球物价大涨.....	3
图表 6: 美国 11 月 CPI 同比创近 40 年新高.....	3
图表 7: 2021 年中国人民银行宏观调控措施.....	4
图表 8: 2021 年主要期限国债到期收益率小幅走低.....	5
图表 9: 三大国债期货主力连续合约走势.....	5
图表 10: 5 年期主力-10 年期主力、2 年期主力-10 年期主力价差.....	6
图表 11: 2019-2021 年 2 年期国债期货周成交量日均值.....	6
图表 12: 2019-2021 年 2 年期国债期货周持仓量日均值.....	7
图表 13: 2019-2021 年 5 年期国债期货周成交量日均值.....	7
图表 14: 2019-2021 年 5 年期国债期货周持仓量日均值.....	7
图表 15: 2019-2021 年 10 年期国债期货周成交量日均值.....	8
图表 16: 2019-2021 年 10 年期国债期货周持仓量日均值.....	8
图表 17: 国债价格影响因素关系图.....	9
图表 18: 主要发达经济体制造业 PMI.....	10
图表 19: IMF 对全球经济增速预测.....	10
图表 20: 中国实际 GDP 同比及三次产业贡献率.....	12
图表 21: 固定资产投资与消费累计同比增速.....	12
图表 22: 固定资产投资增速以及三大分项增速.....	12

图表 23: 中国进出口同比与贸易差额.....	13
图表 24: 中国年度贸易顺差（亿元）.....	13
图表 25: 商品房销售面积与房屋新开工面积同比.....	13
图表 26: 工业企业利润累计同比.....	14
图表 27: CPI 同比与核心 CPI 同比.....	15
图表 28: 人民币兑美元汇率中间价.....	16
图表 29: 央行外汇占款连续增加一年.....	16
图表 30: 央行货币政策执行报告.....	17
图表 31: 央行货币政策工具利率变动不大.....	18
图表 32: 存款准备金率下行.....	18
图表 33: M1、M2 同比.....	18
图表 34: 社融规模月累计值.....	19
图表 35: 上证综指与中债总净价指数.....	20

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。

第一部分：2021 年国债期货回顾

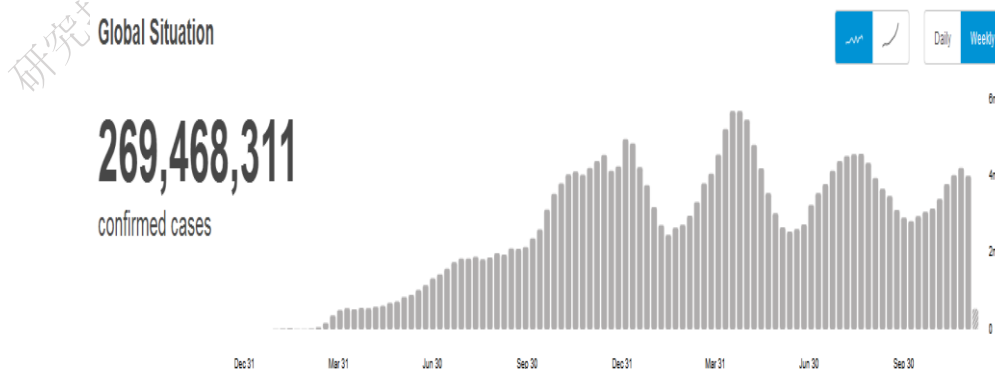
经济复苏与通胀是 2021 年全球经济的关键词，一季度主要发达国际及新兴经济体纷纷推行新冠疫苗接种政策，疫情尽管有所反复，但对经济的影响正在逐步减弱。在经济转好及通胀压力下，以美联储为代表的全球主要央行开始收紧货币政策。国内经济自 2020 年二季度开始复苏，2021 年复苏之势逐步放缓，央行维持“稳货币、宽信用”基调，货币政策以我为主，根据经济表现择时施策，宽松环境松紧交替出现，整体走向宽松。受此影响，今年国债期货整体呈现震荡上行的走势。

1.1 疫情影响减弱，全球复苏，通胀堪忧

新冠疫情在今年并未消退，并出现周期性现象，每三个月疫情加重并缓和一次。截止欧洲中部时间 2021 年 12 月 13 日下午 4:51，根据世卫组织数据，全球新冠确诊病例达到 2.69 亿人，累计死亡 530 万人。其中，美国累计确诊病例达到 9869.1 万人（占比 36.62%），欧洲累计确诊病例 9190 万人（占比 34.11%）、东南亚累计确诊病例 4474.9 万人（占比 16.61%），中东地区累计确诊病例 1694.8 万人（占比 6.29%）、西太平洋地区累计确诊病例 1061.3 万人（占比 3.94%），非洲累计确诊 656.5 万人（占比 2.44%）。

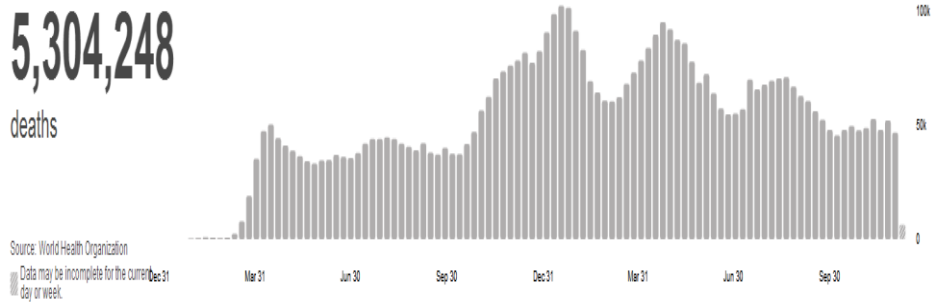
随着确诊人数的增加，新冠病毒目前已经演变出 14 种变异株，德尔塔变异株、奥密克戎变异株受关注程度较高，令现有新冠疫苗的有效性降低。通过对抗新冠疫情的经验积累，人类在新冠病毒认知和疫情防控对策上更加成熟。目前全球各个国家应对新冠疫情的方法主要有“疫苗为主、防控为主”、“疫苗与防控并重”、“防控为主、疫苗为辅”三种，随着全球新冠疫苗接种人数的不断增加，尽管新增确诊人数出现阶段性新高，但新增死亡人数呈现趋势下行的特征。

图表 1：全球新冠病毒确诊人数



资料来源：世卫组织官网，截止欧洲中部时间 2021 年 12 月 13 日下午 4:51。

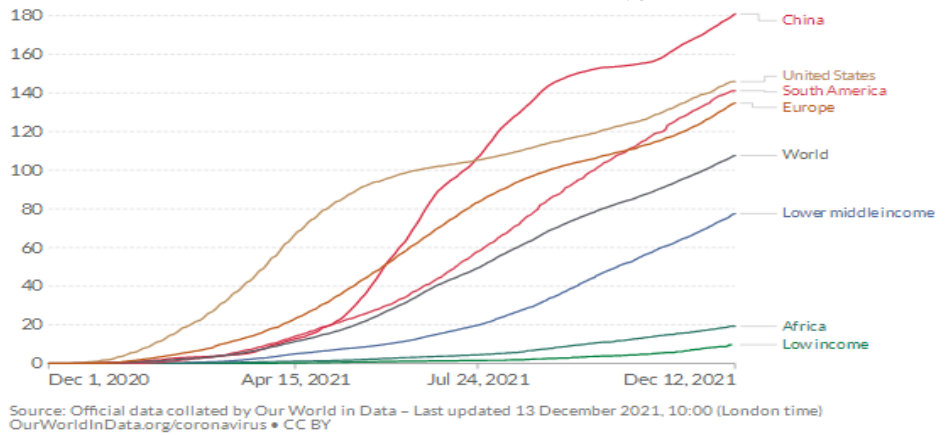
图表 2: 全球新冠病毒死亡人数



资料来源: 世卫组织官网, 截止欧洲中部时间 2021 年 12 月 13 日下午 4:51。

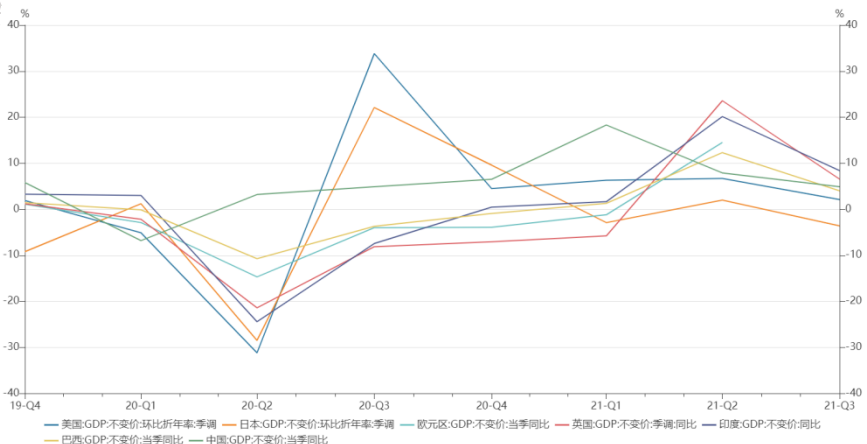
疫苗接种已大范围普及, 但各国差异巨大。截至 2021 年 12 月 13 日, 全球每百人接种新冠疫苗剂数接近 110, 中国、欧美国家每百人新冠疫苗接种剂数高于全球, 远高于中低收入国家与低收入国家。疫苗生产能力、购买能力与接种能力的鸿沟, 不可避免地影响到各国经济复苏步伐。

图表 3: 每百人接种新冠疫苗剂数



资料来源: our world in data、瑞达期货研究院

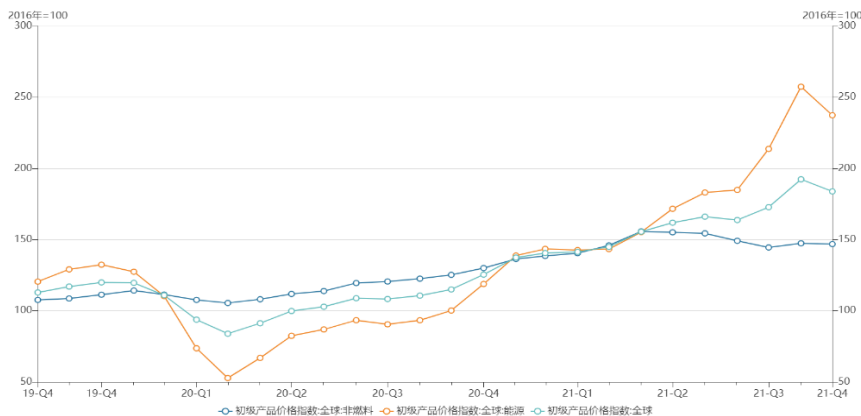
图表 4: 主要国家 GDP 增速基本都在 2021 年转正



资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

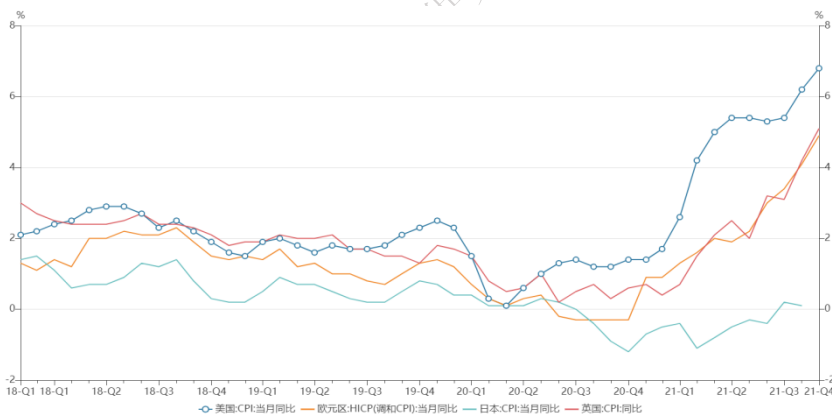
经济复苏带来的需求增长与疫情持续导致的供应链不畅之间的错配，引发全球物价飙升，尤其是能源类商品价格。WTI 原油期货结算价从年初的 47.62 美元/桶，涨到 11 月初的 84.15 美元/桶，年底维持在 70 美元/桶附近，年度涨幅达 47%。天然气价格、煤炭价格均大幅高于近年来均值，能源供不应求称为全球多国面临的难题，引起各国决策者的关注。

图表 5：2021 年全球物价大涨



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 6：美国 11 月 CPI 同比创近 40 年新高



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

随着经济持续复苏，就业市场不断改善，物价上涨带来通胀压力，多国央行的货币政策正在从 2021 年的极度宽松向正常化回归。美联储已于 11 月启动缩债计划，将每月资产购买规模减少 150 亿美元，并在 12 月议息会议上决定从明年 1 月开始将每月购债规模减少 300 美元，同时也释放了加速加息的信号。英国央行于 12 月议息会议上意外宣布加息 15 个基点，俄罗斯央行今年已加息七次，韩国、墨西哥、智利、哥斯达黎加、巴基斯坦、匈牙利和亚美尼亚央行纷纷加息。

1.2 经济增速下滑，国内货币政策有所放松

得益于行之有效的疫情防控政策，国内新冠疫情仅用时两个多月即得到有效控制，随

后疫情防控政策重心转到“外防输入”上，对国内零星疫情采取精准防控、动态清零的措施。国内经济在 2020 年一季度经历同比负增长之后，二季度即同比转正，后续保持较高增速。2021 年伊始，随着经济持续转好，市场普遍预期央行货币政策将转为类似 2019 年灵活调节为主的阶段。整个一季度，货币政策是趋紧的，3 月两会政府工作报告提到碳中和、碳达峰，并在设定经济增速目标时保留了很大空间。进入二季度，房地产政策不断收紧，银行严控房地产市场的信贷投放，房地产销售数据开始转弱。6 月、7 月，多地出现强降雨天气，河南等省份遭受较大经济损失，央行在 7 月意外普遍降准以提前对冲经济下行压力。进入三季度，河南、山西、陕西再遭极端天气袭击，加之全国零星疫情频发，多个省市为完成能效双控目标开始限电限产，经济下行压力徒增。10 月能源保供稳价政策取得成效，国内通胀压力大幅缓解，稳增长逐步成为宏观调控政策的重点。11 月后，货币政策转向逐步宽松，央行通过公开市场操作向市场释放了大量资金，放宽房地产放贷条件，又在 12 月普遍降准并下调支农、支小再贷款利率。从全年看，货币政策经历了从紧到松的过程。

图表 7：2021 年中国人民银行宏观调控措施

日期	类型	具体措施
1 月 15 日	MLF	操作金额为 5000 亿元，利率为 2.95%
2 月 18 日	MLF	操作金额为 2000 亿元，利率为 2.95%
3 月 15 日	MLF	操作金额为 1000 亿元，利率为 2.95%
4 月 15 日	MLF	操作金额为 1500 亿元，利率为 2.95%
5 月 17 日	MLF	操作金额为 1000 亿元，利率为 2.95%
6 月 15 日	MLF	操作金额为 2000 亿元，利率为 2.95%
7 月 15 日	MLF	操作金额为 1000 亿元，利率为 2.95%
7 月 15 日	降准	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的机构）
8 月 16 日	MLF	操作金额为 6000 亿元，利率为 2.95%
9 月 3 日	专项贷款	向全国新增支小再贷款额度 3000 亿元，引导地方法人金融机构加大对小微企业和个体工商户的贷款投放，降低融资成本
9 月 15 日	MLF	操作金额为 6000 亿元，利率为 2.95%
10 月 15 日	MLF	操作金额为 10000 亿元，利率为 2.95%
11 月 8 日	创设新工具	对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，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 15 日	MLF	操作金额为 5000 亿元，利率为 2.95%
12 月 7 日	再贷款	下调支农、支小再贷款 3 个月、6 个月、1 年期利率 0.25 个百分点，分别至 1.70%、1.90%、2.00%
12 月 15 日	降准	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）
12 月 15 日	MLF	操作金额为 5000 亿元，利率为 2.95%

资料来源：中国人民银行官网，由笔者整理得来。

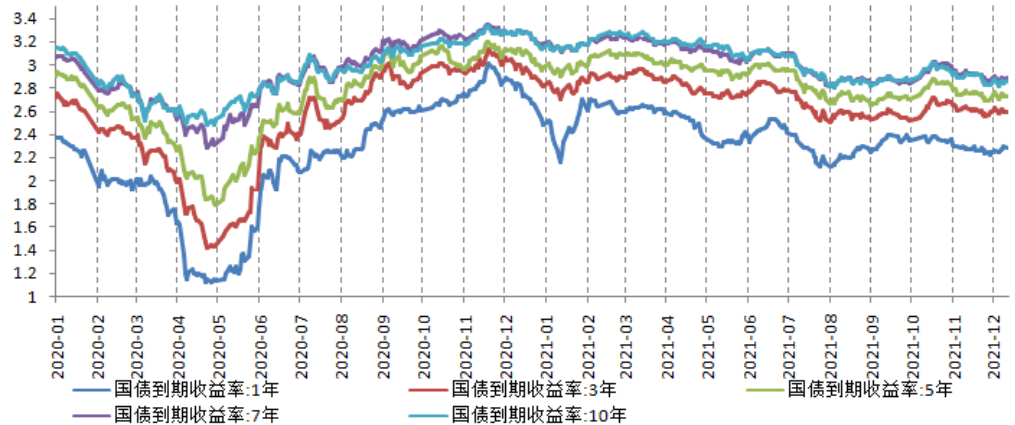
财政措施方面，年初财政部预算安排新增地方政府债限额 4.47 万亿，其中专项债限额

3.65 万亿，年度财政赤字率拟降至 3.2%左右，低于 2020 年。专项债发行集中在 8 月至 11 月，发行时间较为后置，基建发力延迟，对经济刺激作用较小。

1.3 国债期货整体震荡上行

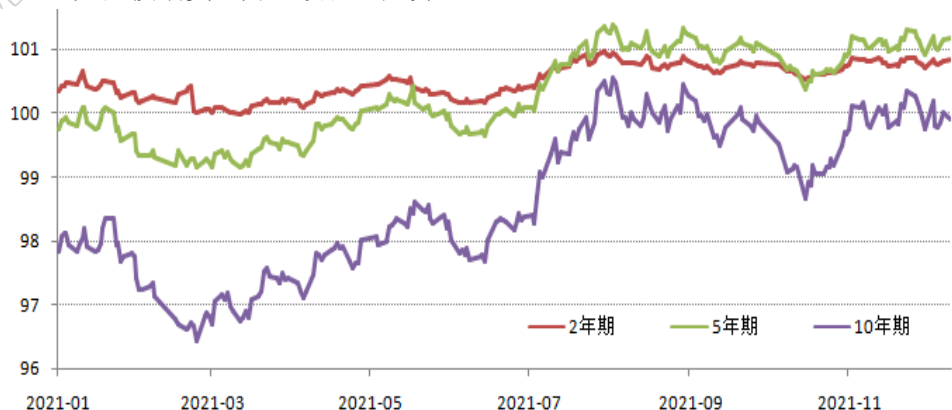
2021 年全年，国债期货经历了两波小幅下行行情和两波上升行情。第一波下行行情发生在一季度，缘于货币政策收紧。第二波下行行情发生在 9 月至 10 月，主要原因为通胀预期升温导致市场对货币政策收紧产生预期。两波上升行情均与经济下行以及货币宽松有关。从价格上看，10 年期国债期货加权价格从 2020 年最后一个交易日收盘价 97.985 先跌至 2 月 26 日的 94.435（跌幅-3.62%），之后低位反弹 6.55%至 8 月 2 日的全年峰值 100.62，12 月 13 日以 99.9 的价格收盘，全年涨幅达 1.95%。5 年期国债期货加权价格年初回落 0.89%至 98.925，此后从低点反弹 1.52%至 8 月 2 日的 100.425，12 月 13 日以 100.17 的价格收盘，全年涨幅达 0.36%。2 年期国债期货加权价格年初小幅回落 0.46%，此后从低点反弹 1.06%至 8 月 2 日的 100.995，12 月 13 日收盘价为 100.84，全年涨幅达 0.46%。

图表 8：2021 年主要期限国债到期收益率小幅走低



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

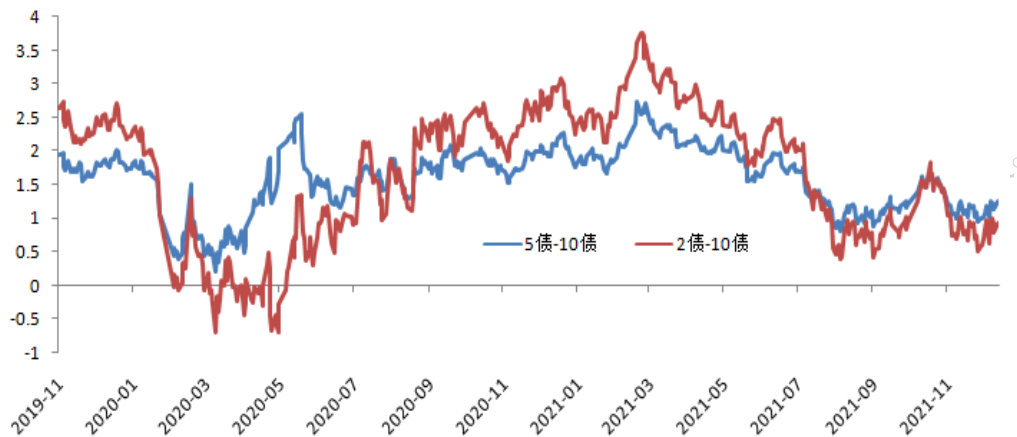
图表 9：三大国债期货主力连续合约走势



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

从价差上看，随着国债期货震荡走高，合约间价差整体上波动收窄。今年3月份，5年期国债期货主力与10年期国债期货主力价差一度扩大至2.5以上，2年期国债期货主力与10年期国债期货主力价差一度扩大至4附近，随后不断走低，到8月至9月至最低，分别收窄至1、0.5附近。至年底，两价差仍维持在这一水平。

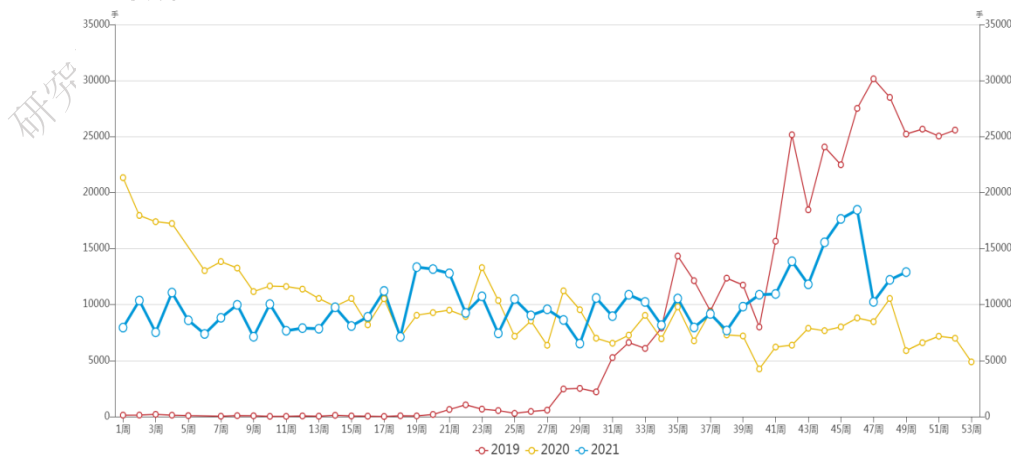
图表 10：5年期主力-10年期主力、2年期主力-10年期主力价差



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

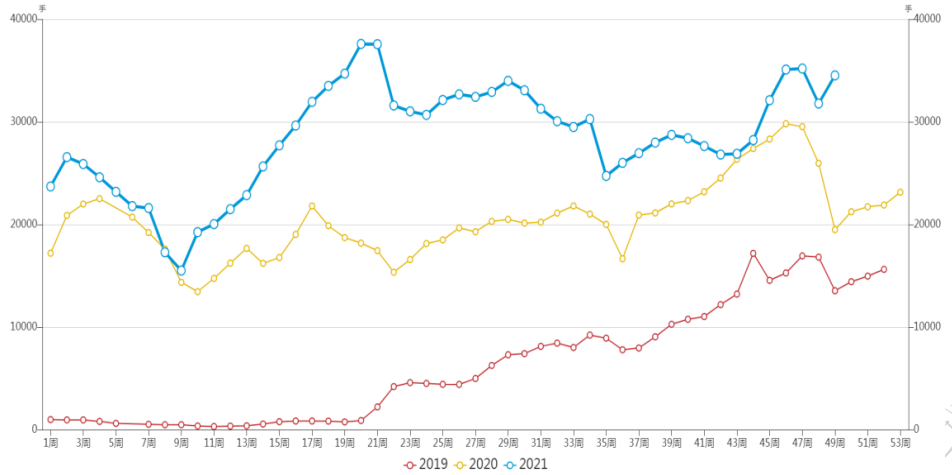
从成交量和持仓量上看，由于国债期货在2021年的波动幅度不及2020年，因此成交量表现平平，但持仓量大幅增加。截止12月13日，2年期国债期货年度成交量达234.87万手，较去年同期增加12.3万手（或5.5%）；5年期国债期货年度成交量达571.95万手，较去年同期增加19.15万手（或3.46%）；10年期国债期货年度成交量达1549.14万手，较去年增加24.1万手（或1.58%）。从日持仓量均值看，2年期、5年期和10年期国债期货持仓均有明显增加，较同期分别大增40.56%、47.51%、51.53%，达到2.86万手、6.81万手、14.59万手，显示有更多参与者进入到国债期货市场中来。

图表 11：2019-2021年2年期国债期货周成交量日均值



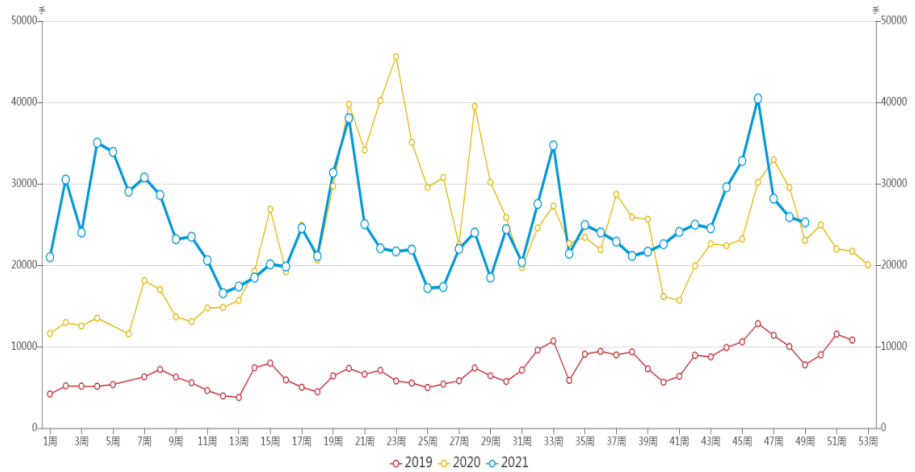
资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 12: 2019-2021 年 2 年期国债期货周持仓量日均值



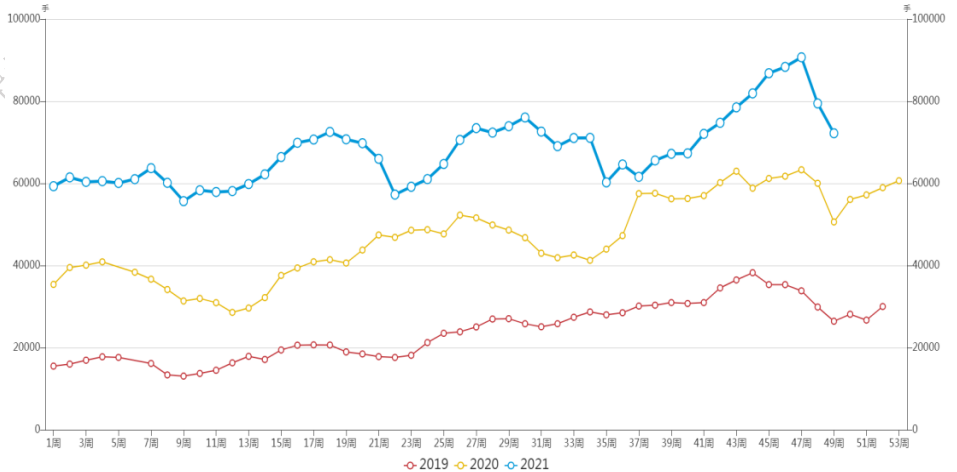
资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 13: 2019-2021 年 5 年期国债期货周成交量日均值



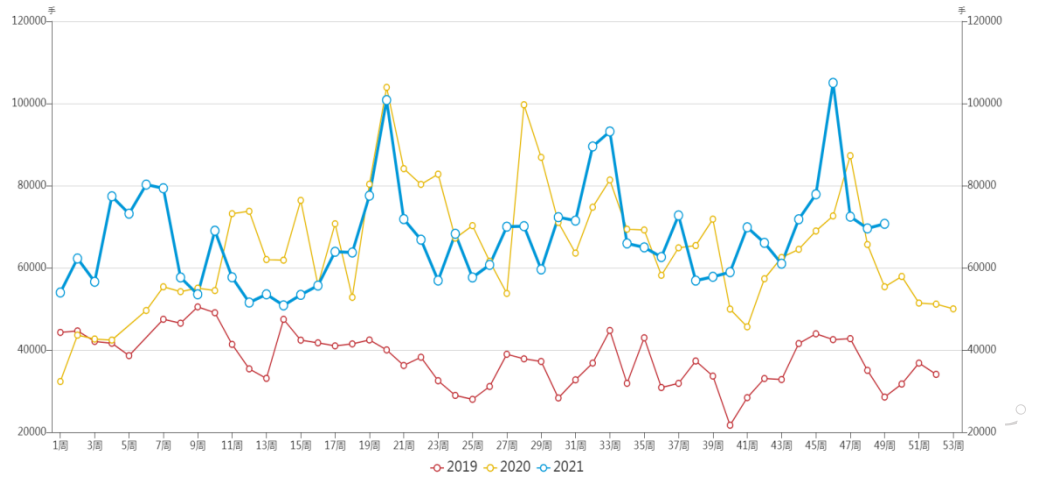
资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 14: 2019-2021 年 5 年期国债期货周持仓量日均值



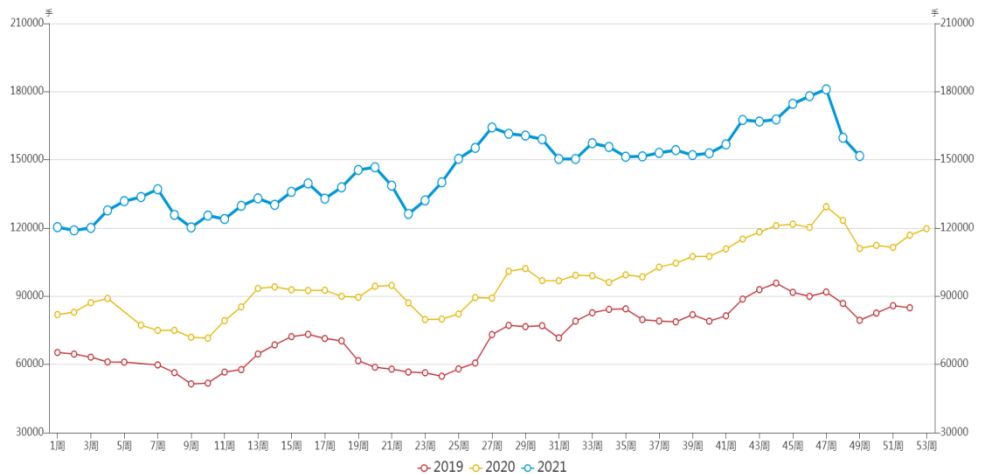
资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 15: 2019-2021 年 10 年期国债期货周成交量日均值



资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 16: 2019-2021 年 10 年期国债期货周持仓量日均值



资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

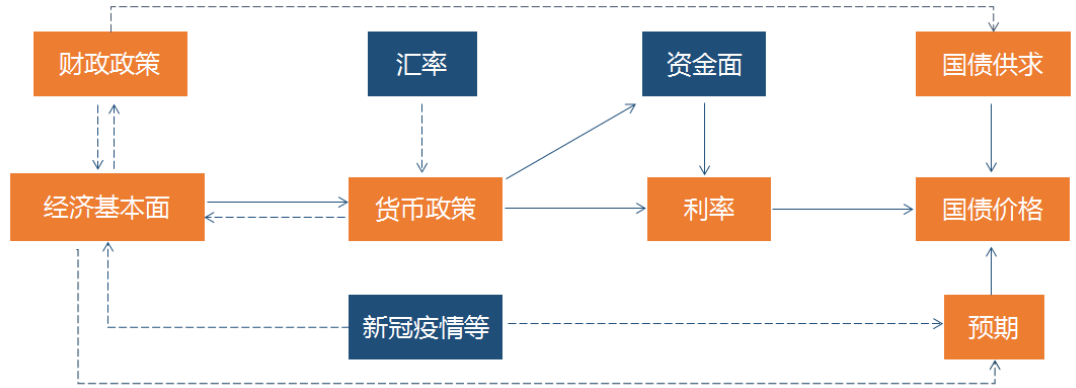
第二部分: 2022 年国债期货展望

国债价格有三条主要传导途径: 利率传导途径, 即“经济基本面——货币政策——资金面/金融监管——利率——国债价格”; 供需传导途径, 即“配置需求+债券供给——国债价格”; 建立在前两条传导途径之上的预期传导途径, 由预期直接影响国债期货价格, 即“预期——国债价格”。

经济基本面的好坏, 会影响货币政策走向, 也会影响市场对货币政策的预期以及国债投资价值的大小, 是影响国债走势的长期决定因素。国债供给与国债配置需求会共同影响国债的现券利率。国债的供给受财政政策影响, 财政政策与经济基本面相互影响。国债的配置需求跟整个金融市场的各类资产表现有关, 避险需求主要来自金融市场动荡以及政治事件。预期会影响国债当前以及未来的配置需求, 并直接影响到国债的价格。而国债

期货的价格依赖于国债现券的价格，这三条传导途径也可以看成是影响国债期货的途径。此外，汇率与利率关系密切，人民币汇率走势有时会掣肘货币政策的实施空间。新冠疫情等事件是另外一个非常重要的干扰项，会影响经济走势及经济政策，也会直接影响国债期货价格。这些关系用图来表示出来，即如图 17 所示。其中，利率传导途径是主导。本章将抓住主要方面，对影响国债期货 2022 年走势的因素进行分析。

图表 17：国债价格影响因素关系图



资料来源：瑞达期货研究院

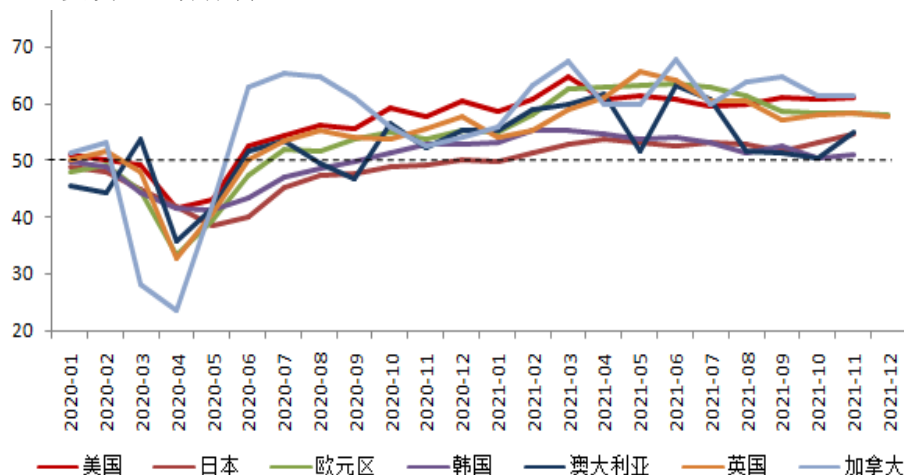
2.1 全球经济：复苏、疫情、通胀、加息

11 月底发现的奥密克戎毒株传播性极强，拥有免疫逃避特性，在人体感染后症状稍温和。从奥密克戎毒株的出现来看，新冠病毒有降低自身毒性与人类长期共存的迹象，但将其判断为减活疫苗还为时尚早。因其强大的传播能力，病例增多仍然会使得较多人转为重症，为卫生服务系统带来挑战。12 月英国、美国新增确诊病例突然飙升，奥密克戎毒株感染的病例占多数。对此，英国、德国、荷兰、奥地利、爱尔兰等国纷纷开始采取封禁行动等公共卫生和社会措施。奥密克戎毒株对世界经济的潜在影响在于干扰供应链，为全球复苏带来负面影响。不过也要看到，世界已经提高了开发、升级和大规模生产疫苗的能力，各国也已积累了不少抗击新冠病毒的经验，新冠病毒在 2022 年的影响力将会进一步削弱，人们将逐渐回归正常生活。

货币基金组织在 12 月发布的最新一期世界经济展望报告中对 2022 年的全球经济增速预期为 4.9%，低于 2021 年 5.9% 的经济增速预期，但仍处在较高水平。疫情令世界经济面临着很强的不确定性，疫情控制能力以及疫苗获得能力将是影响各国经济复苏态势的关键因素。预计明年发达经济体经济增速在一定程度仍会受到供给不足影响，低收入发展中国家的疫情恶化将会是影响经济复苏的关键影响因素，K 型复苏态势在明年仍将延续。领先指标 PMI 值通常领先经济表现半年左右，从该数据来推测，主要发达国际及地区明年上半年仍将保持强劲态势。如图表 18 所示，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 指数录得 61.1，欧元区

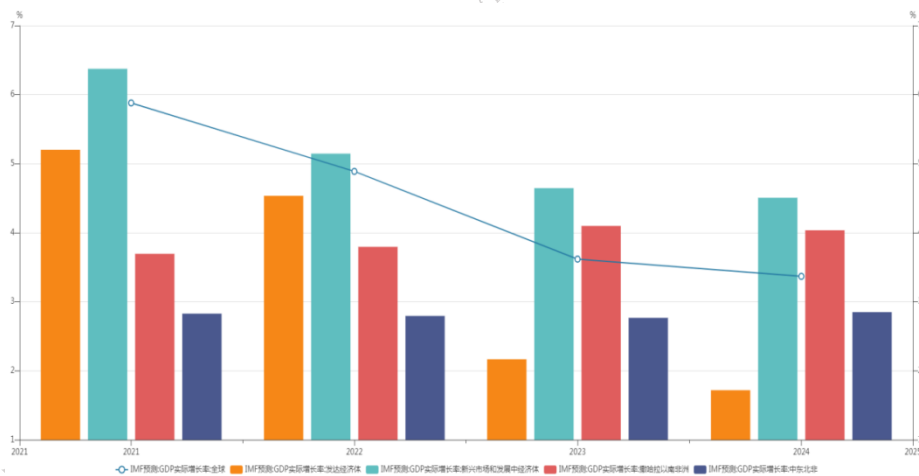
12月制造业 PMI 初值报 58，日本 11 月制造业 PMI 报 54.5，英国 12 月制造业 PMI 初值报 57.6，均处在全年较高位置。从趋势上看，欧元区、英国、澳大利亚、韩国的制造业 PMI 值整体呈现走低趋势，美国、日本、加拿大均高位震荡。考虑到疫情接种率数据，低收入发展中国家的经济增速将会受到疫情较大拖累。

图表 18：主要发达经济体制造业 PMI



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 19：IMF 对全球经济增速预测



资料来源：IMF、wind 资讯、瑞达期货研究院

今年以来全球的通胀问题是由多方面因素引起的，主要原因在于经济复苏需求与疫情期供应错配，各国超宽松货币政策带来了大量流动性。起初，市场多数认为通胀只是短期冲击，但今年的事实证明，全球通胀风险被低估。从中长期看，通胀风险仍不可忽视。一是货币超发蕴含着较大的通胀能量，二是新能源革命带来对铜、锂、钴、镍等金属的巨大需求，三是中美贸易战以及疫情让各国重新考虑全球产业链布局，产业链本地化趋势有望抬头，这三大因素都可能会导致通胀更上一个台阶。

经济复苏是宽松货币政策退出的基础，通胀上行是助推剂。目前全球的宽松货币政策

正在退潮，明年将迎来更加猛烈的加息潮，预计会有更多央行加入加息行列。美联储已经暗示明年3月或者5月开始加息，加息次数或超过预期。英国央行也有继续加息的可能。欧洲央行和日本央行按兵不动的概率较大。美联储加息可能会引发外资流回美国，推高美元指数，增加有较大外债规模国家的还贷压力，为金融系统稳定带来风险。

2.2 国内经济：下行压力较大，需投资发力

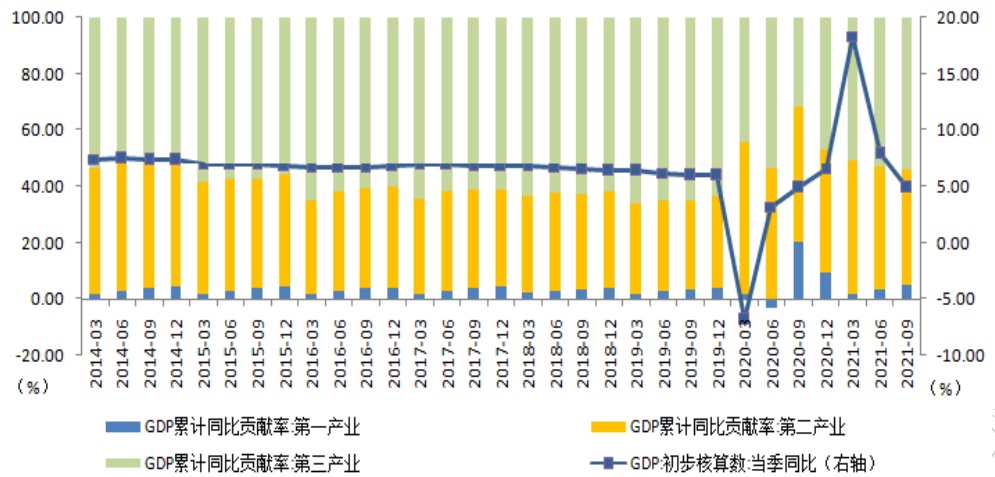
今年国内经济主要靠投资和外贸拉动，受疫情、天灾、双碳政策落实以及去年同期基数较高等因素影响，多数指标呈现“前高后低”趋势。

投资方面，今年1-11月固定资产投资完成额同比增长7.9%，两年平均增长3.9%。主要构成部分当中，制造业投资在1-11月改善明显（同比13.7%），房地产投资为中坚力量（同比6.3%），基建投资是拖累项（同比-0.17%）。制造业投资在去年表现不佳，同比负增长2.2%，今年改善明显，将1-11月两年均值增速拉高至4.75%。国内疫情防控工作得力、外需强劲、新能源革命是推动制造业投资持续走强的重要因素。房地产投资去年同比增长5%，1-11月两年均值增速为5.65%，总体上虽强于制造业，但年内已经显露疲态。在“三条红线”、非标监管、房企发债难、“房住不炒”等多重因素作用下，房企外部融资承压，同时房地产信贷政策收紧、房地产销售进一步回落加重房企的资金压力，导致新开工面积、拿地面积数据欠佳，对房地产投资额度产生负面影响。原本被寄予很大希望的基建投资这两年来一直较为疲弱，去年同比小幅增长3.41%，今年1-11月同比负增长，两年均值增长率仅为1.56%。基建投资处于较低水平，因专项债发行进度缓慢、地方政府隐性债务监管趋严、优质项目缺乏所造成。

外贸方面，2020年贸易顺差同比大增24.8%，今年同比增速至少在16%以上，表现仍超出预期。全年预计贸易顺差4.2万亿元以上，较去年增长5800亿元人民币，拉动GDP同比增长0.4%左右。外贸继续表现出彩，主要因出口替代效应与境外经济复苏带来外需增加所致。

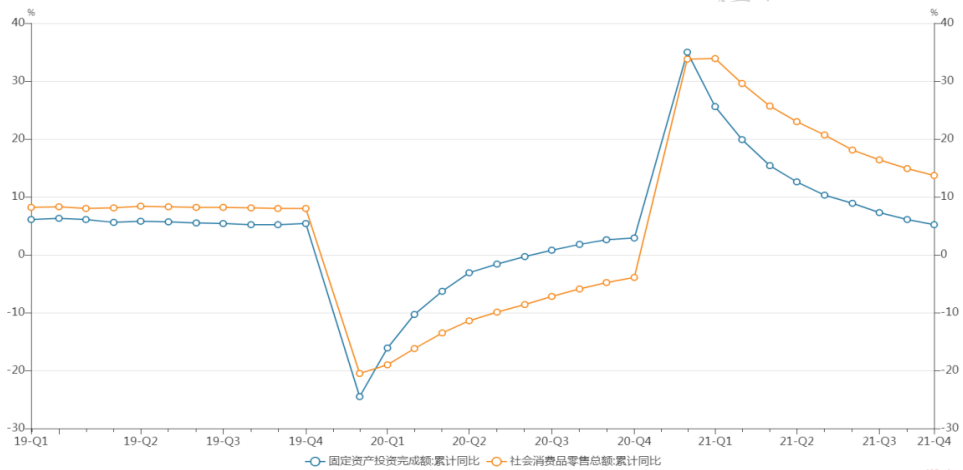
消费方面，因受疫情冲击较大，消费至今仍未恢复。2018年、2019年社会消费品零售总额同比增速分别达到8.98%、8%，2020年增速转负，2021年前十一个月增速为13.7%，两年平均增速为4.04%，大大低于疫情之前。本土疫情多次反复导致多地封锁和隔离，客观上减少了消费支出和消费意愿，尤其是在餐饮、娱乐、旅游等方面的支出，使得服务消费难以实现真正复苏，叠加财富效应减弱、全国居民人均可支配收入增速不及GDP增速，消费持续疲软。

图表 20: 中国实际 GDP 同比及三次产业贡献率



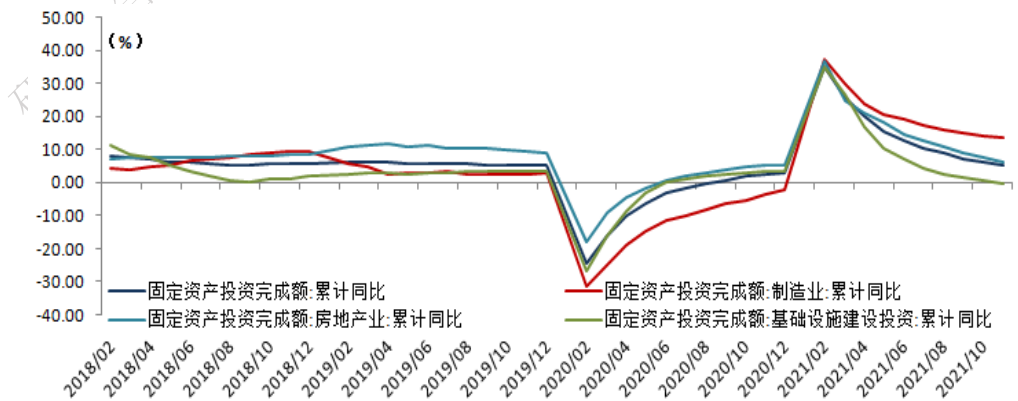
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 21: 固定资产投资与消费累计同比增速



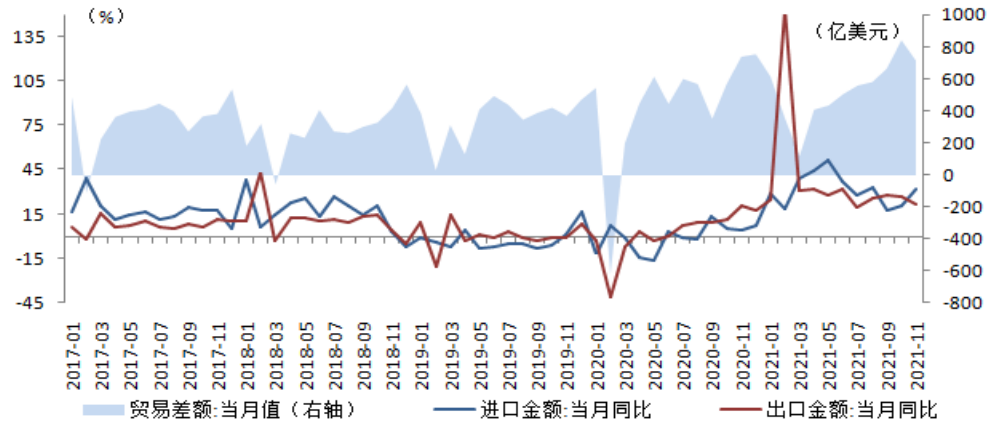
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 22: 固定资产投资增速以及三大分项增速



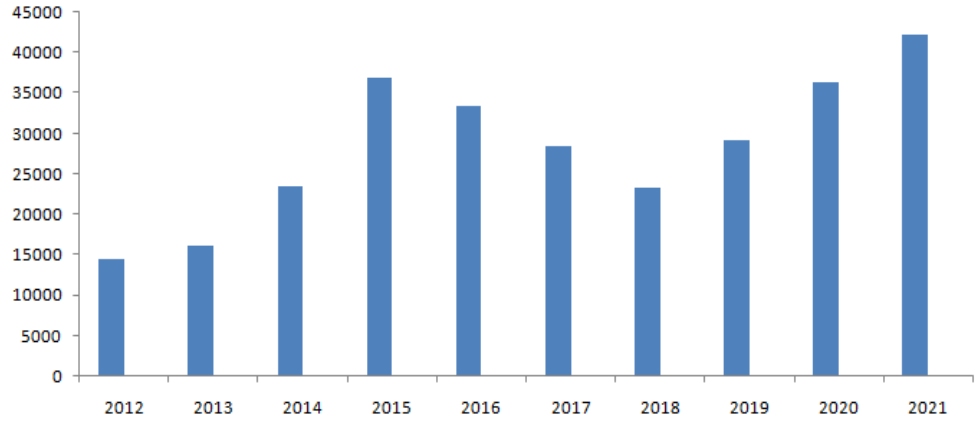
资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 23: 中国进出口同比与贸易差额



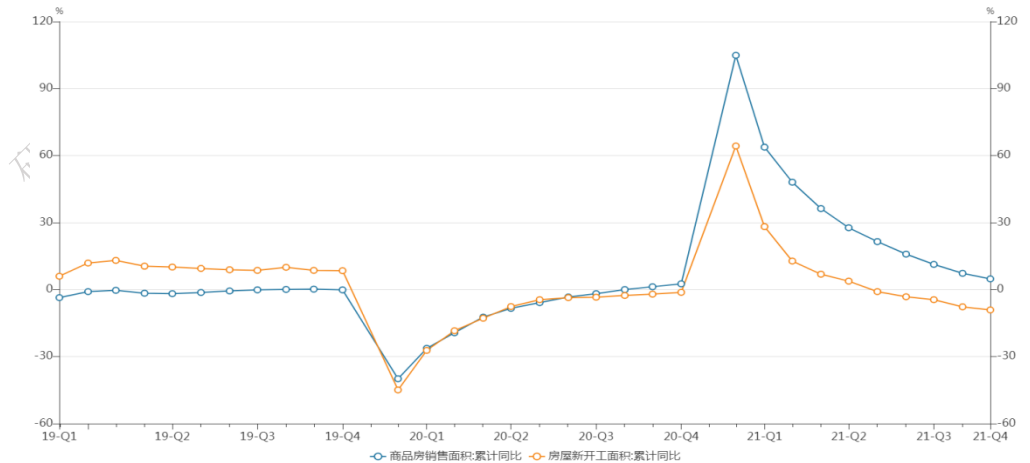
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 24: 中国年度贸易顺差 (亿元)



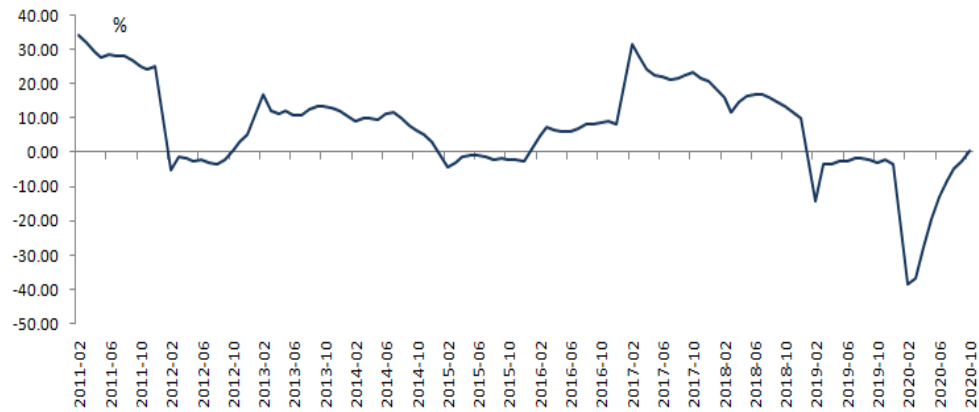
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院, 2021 年为预期值, 12 月贸易顺差按 11 月等值计算。

图表 25: 商品房销售面积与房屋新开工面积同比



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 26：工业企业利润累计同比



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

展望明年，投资有望成为经济增长的主要推动力，出口、消费增速则难以得到较大提升。

投资方面，基建投资、房地产投资均有发力空间。从基建投资上看，12月财政部已下达了2022年提前批专项债额度和一般债额度，专项债最高额度为2.19万亿元，基建项目落地有望前置。今年地方专项债集中在下半年，对经济的拉动作用也有望在明年显现。从制造业投资上看，其主要依赖于利润好坏以及对市场前景的判断，随着利润修复与经济复苏放缓，制造业投资有望维持。从房地产投资上看，房地产严控的政策底在11月已经出现，12月中央政治局会议对房地产态度为“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”，房地产信贷政策年底也有放宽，在“房住不炒”的基调下，房地产投资有望较今年回暖。

出口方面，随着境外经济复苏，境外疫情带来的出口替代效应延续，尽管运费高企，良好的出口形势预期仍有望持续至明年，不过由于今年基数较高，出口增速回落的可能性较大。消费方面，疫情对消费的负面影响仍难彻底消除，即使有消费政策的加持，消费增速也难有较大提升。

综合来看，明年三驾马车当中，基建投资与房地产投资将成为拉动经济增长的主要引擎，出口的拉动作用将减弱，消费将表现平平，预计明年GDP增速会落至5-5.5%之间。

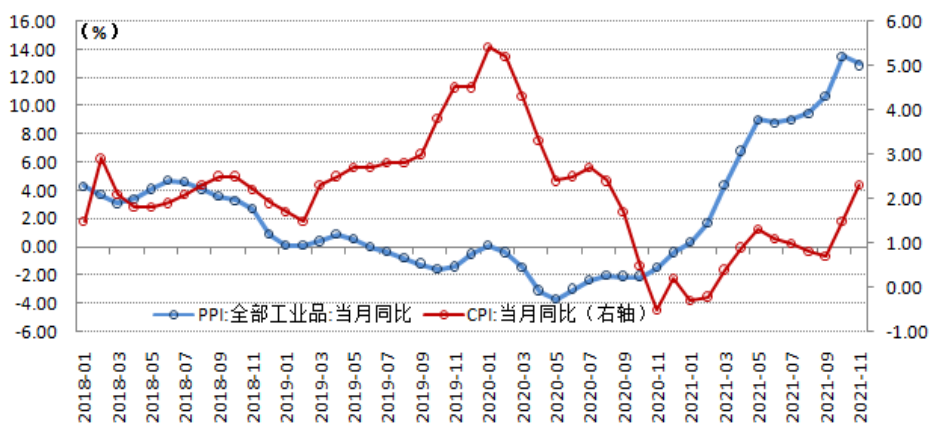
2.3 物价与汇率：通胀需看下半年，汇率无忧

尽管明年疫情影响会降低，各国生产恢复，全球贸易以及供应链将会比今年更为通畅，但货币超发、新能源革命、全球产业链本土化趋势，可能会导致全球通胀问

题加剧，国内面临一定通胀输入压力。就 CPI 而言，扣除食品与能源后，CPI 同比在经济好转之后有上升潜力，加上猪价后数据可能表现出前低后高的态势。完整的猪周期通常要历时 3-4 年，本轮猪周期已经走完 2 年左右的上升期和 1 年左右的下降期。年内中央储备已进行两轮猪肉收储工作，但至年底生猪存栏量及出栏量仍有充足，需求端支撑力度有限，难以带动生猪价格大幅上涨。需要注意的是，母猪存栏量正处在下降趋势中，仔猪补栏情绪低迷，明年猪价在供给端不断出清的情况下 V 型反转的可能性增加。明年猪价同比将会呈现前低后高的态势，对 CPI 同比的贡献将从负转正。就 PPI 而言，随着保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在今年四季度得到遏制，工业品价格涨幅有所回落。明年投资增速提升有望带来一定的原材料需求，金属、建材等商品价格会有一定上行，经过今年的两轮稳价工作，这些商品大幅走高的概率较低。对比今年的基数，PPI 同比先回落后维持窄幅波动的概率较高。

总体来看，明年国内有一定通胀压力，需警惕上游价格向中下游传导，但防控通胀的压力不大。物价因素在明年上半年可能不是货币政策制定时考虑的关键因素，在下半年可能变得举足轻重。

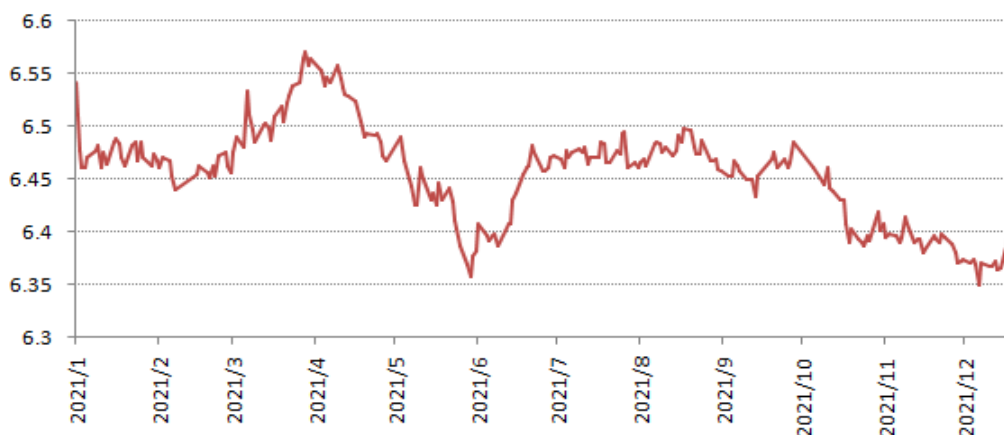
图表 27：CPI 同比与核心 CPI 同比



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

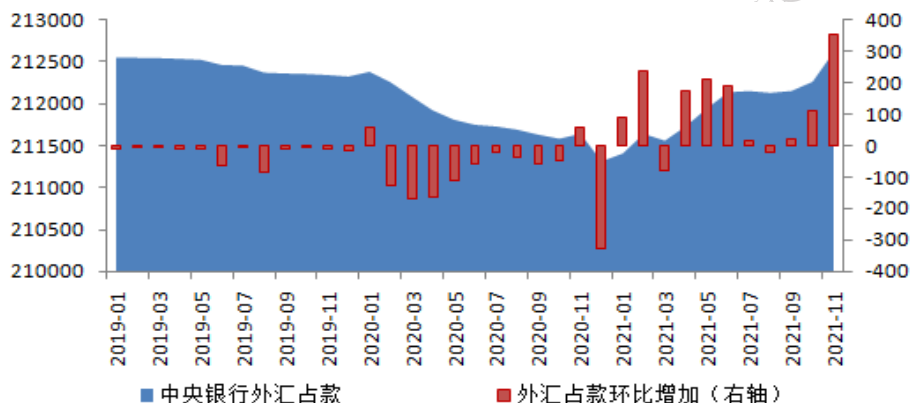
人民币兑美元汇率在今年震荡走高，中间价从 1 月 4 日的 6.5408 升至 12 月 17 日的 6.3651，走高 1757 个基点。从基本面上看，中国疫情防控得力、经济复苏态势良好、出口强劲仍能对人民币形成支撑。需要注意的是，国内货币政策正转向宽松，而美国货币政策正在收紧，中美利差收窄不利于人民币持续走强。且中美摩擦风险并未解除，人民币升值之路也存在一些变数。央行保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定的目标在明年不会发生很大变化，预计明年人民币兑美元整体将保持强势，双向波动区间将变大，趋势性走势将不明显。对货币政策来说，汇率影响不会太大。

图表 28：人民币兑美元汇率中间价



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 29：央行外汇占款连续增加一年



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

2.4 宏观政策：以我为主，“稳增长”为施策重点

今年的货币政策较为灵活，调控思路紧跟经济表现，整体上较去年有所收紧。

今年前 11 个月社会融资规模存量同比增加 28.65 万亿，不及去年同期同比增加的 33.98 万亿。在政策层面思路上，货币政策转向较为明显的节点是 11 月，此后基调保持一致。

11 月底央行发布《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》，指出目前我国“通胀压力总体可控”，但国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，保持经济平稳运行的难度加大。报告未提经济“稳中向好”，暗示央行开始将注意力转向增长下行压力上。对下一阶段货币政策，报告表示“央行将维持稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，要‘以我为主’，坚持‘稳字当头’的定调，做好跨周期调节。保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，同时发挥好结构性货币政策工具作用，引导金融机构继续加大对中小微企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持。相比二季度执行报告，

三季度报告删掉了“管好货币总闸门”和“坚决不搞‘大水漫灌’”的表述，表明决策者认为经济稳增长的重要性上升，货币政策开始向宽松方向转向。

12月6日召开的中央政治局会议重提做好“六稳”、“六保”工作，显示政策层对稳定宏观经济大盘更加重视。会议指出，要保持经济运行在合理区间，“宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。

12月8-10日召开的中国经济工作会议指出，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，再次强调继续做好“六稳”、“六保”工作，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，要保证财政支出强度，加快支出进度，实施新的减税降费政策，适度超前开展基础设施投资，稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。

总体上看，货币政策正在转向宽松，“稳货币、宽信用”将是未来几个月内宽松货币政策的选择。需要注意的是，跨周期宏观调控政策不可忽视，一旦经济持续向好，宽松货币政策再次转向的可能性较大。明年上半年或为宽松货币政策的窗口期，随着经济转好，下半年货币政策收紧的概率较高。

图表 30：央行货币政策执行报告

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
2019年 松紧交替	松紧适度，强化逆周期调节	松紧适度，适时适度实行逆周期调节，把好货币供给总闸门	松紧适度，适时适度实行逆周期调节，把好货币供给总闸门	加强逆周期调节，防止通胀预期发散
2020年 宽松到中性	流动性合理充裕，加大对冲疫情的货币信贷支持力度	把握好政策力度、重点和节奏，加强货币政策逆周期调节	更加灵活适度、精准导向，完善跨周期设计和调节	科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”
2021年 稳定趋松	灵活精准、合理适度、坚持稳字当头，不急转弯；不搞“大水漫灌”；把好货币供应总闸门	灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；管好货币总闸门	灵活精准、合理适度，稳字当头，坚持实施正常的货币政策；坚持不搞“大水漫灌”；管好货币总闸门	灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节

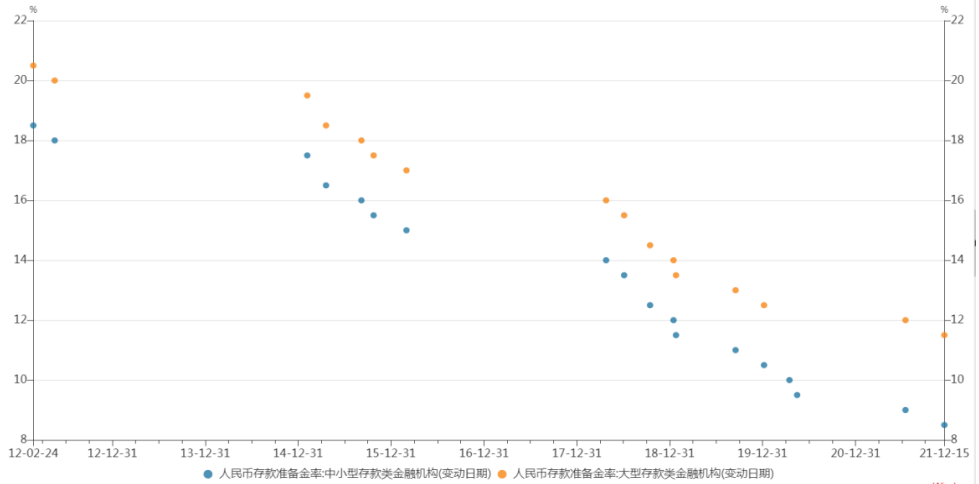
资料来源：中国人民银行网站、瑞达期货研究院

图表 31：央行货币政策工具利率变动不大

货币政策工具利率	年初	年末	调整幅度
逆回购操作			
7 天期	2.20%	2.20%	0
14 天期	2.35%	2.35%	0
中期借款便利 (MLF)			
12M	2.95%	2.95%	0
贷款市场报价利率 (LPR)			
1 年	3.85%	3.80%	-5bp
5 年	4.65%	4.65%	0

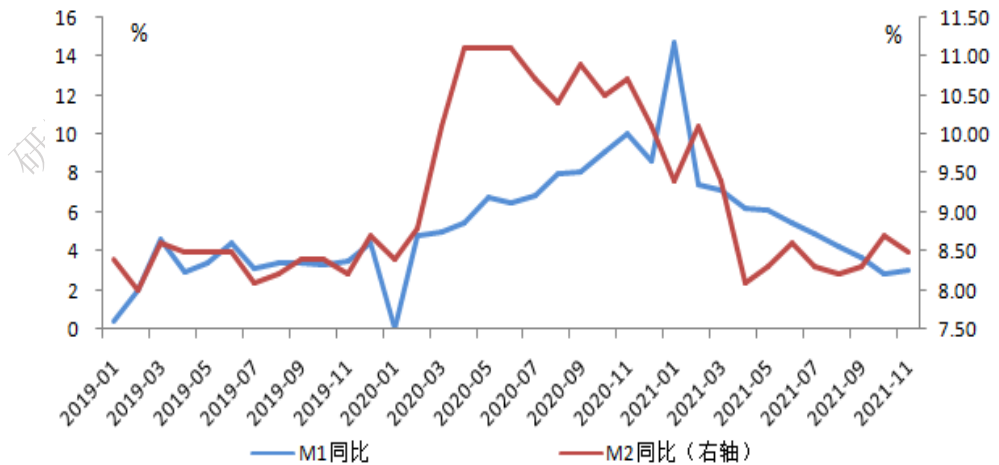
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 32：存款准备金率下行



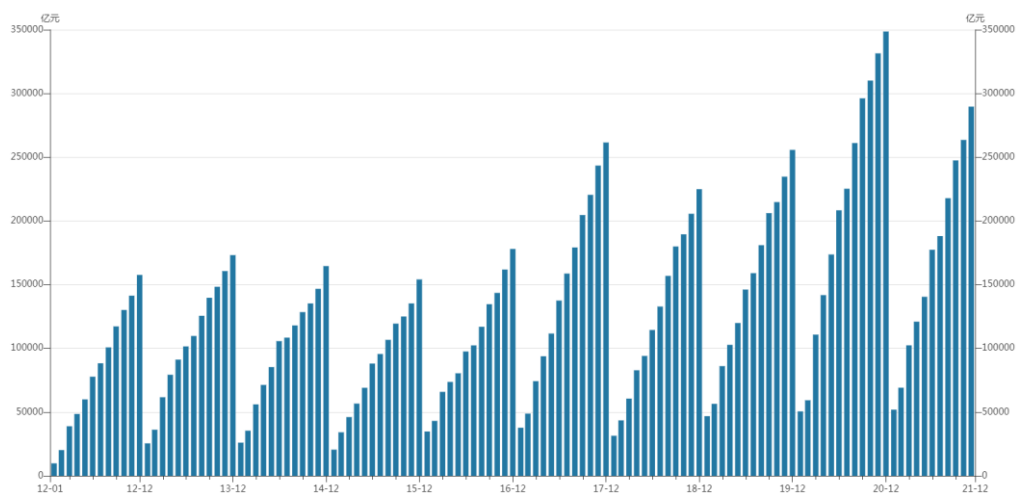
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 33：M1、M2 同比



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 34：社融规模月累计值



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

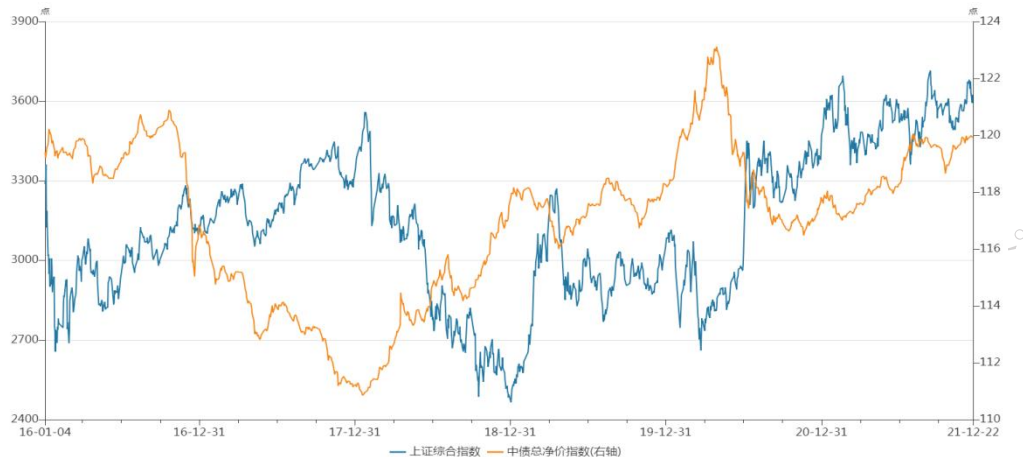
2.5 外资与 A 股：双重压制

去年中国国债已经被纳入到三大知名全球债券指数当中，国际投资者对中国债券的青睐显示出外资对中国经济长期健康发展的信心。且疫情发生以来，人民币债券的避险价值越发受到关注。截至今年 11 月，境外机构投资者的中国债券托管量已经连续 36 个月增加，今年前 11 个月中国国债外资持有量增加了逾 5000 亿元。但由于今年全球复苏，中国国债吸引力有所下降，外资持有量较去年同期少增 4000 亿元。展望明年，中外利差收窄，美联储加息提速，人民币对美元升值幅度收窄，境外机构流入中国债市的资金规模可能会下降。利率债是境外机构进入国内债市的主要配置标的，外资流入对国债价格的支撑作用将会减弱。

2021 年 A 股呈现明显结构分化的行情，在场内资产配置中，中小盘指数表现较优。2022 年，中国经济处于疫后余波期，滞胀倾向以及地产拖累经济使得宏观预期偏弱，因而市场路径或较为波折，维持震荡市场行情的观点不变。结合年底行情以及政策定调，2022 年具备阶段性行情和结构性机会，逆周期结合稳增长的政策下，大盘指数或迎来估值修复。从周期性视角来看，上游价格上涨主导了 2021 年较长时间区间的行情，2022 年大宗涨势回落的趋势下，中下游端盈利预期将得到修复，其中低估值板块具备上行逻辑。另外，稳增长政策发力下，可以期待政策托底经济带来的宏观边际企稳，房地产受政策调整影响或有所回温。从结构性视角来看，制造业产业升级以及碳中和主题催化将为新基建相关板块提升成长空间，当前高估值的热门赛道短期面临一定的回调风险，然而中长期上受到行业政策红利的支撑。

从这两个因素来讲，明年外资流入放缓以及 A 股维持震荡行情对国债价格的压制力量将会增强。

图表 35：上证综指与中债总净价指数



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

第三部分：2022 年期债投资建议

展望 2022 年，新冠病毒的影响力将会进一步削弱，疫情控制能力以及疫苗获得能力将成为影响各国经济复苏态势的关键因素。全球 K 型复苏态势仍将延续，通胀压力有望增大，全球将迎来更加猛烈的加息潮。基建投资与房地产投资将成为拉动国内经济增长的主要引擎，出口的拉动作用将减弱，消费将表现平平，预计明年国内 GDP 增速将落在 5-5.5% 之间。国内仍面临一定通胀压力，需警惕上游价格向中下游传导，但防控通胀的压力不算大。物价因素在明年上半年可能不是货币政策制定时考虑的关键因素，预计在下半年将变得举足轻重。人民币兑美元整体将保持强势，趋势性走势不明显，对货币政策影响不会太大。当前国内货币政策正在转向宽松，“稳货币、宽信用”将是未来几个月内宽松货币政策的选择。明年上半年或为宽松货币政策的窗口期，随着经济转好，下半年货币政策收紧的概率较高。外资流入放缓以及 A 股维持震荡行情对国债价格的压制力量将会增强。在多重因素影响下，明年国债收益率预计将会先降后升，全年呈现探底回升态势。就 10 年期国债收益率而言，有望先降至 2.65% 左右，之后再升至 3% 附近。

单边策略方面，国债期货存在趋势性交易机会。明年年初建议持有国债期货多单，待经济数据转好、货币政策即将转向后，将多头仓位转为空头仓位。以十年期国债期货为例，年初可在 10 年期国债到期收益率在 2.9% 附近时做空，之后在 2.65% 附近做多。持仓量根据资金面做出微调，实时对行情进行评估决定是否变换持仓方向。

鉴于国债收益率的走向，套利策略建议关注 2 年期、5 年期与 10 年期国债期货之间的跨品种套利机会，2 年期与 10 年期国债期货价差套利策略的入场点位可以参考 0 至 2 这一区间，5 年期与 10 年期国债期货价差入场点位可以参考 0.5 至 2 这一区间。年初宜逢高做空该价差，待货币政策转向后，逢低做多该价差。

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。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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。