

稳增长发力 关注政策效果

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

一、2021 年四季度债券市场回顾

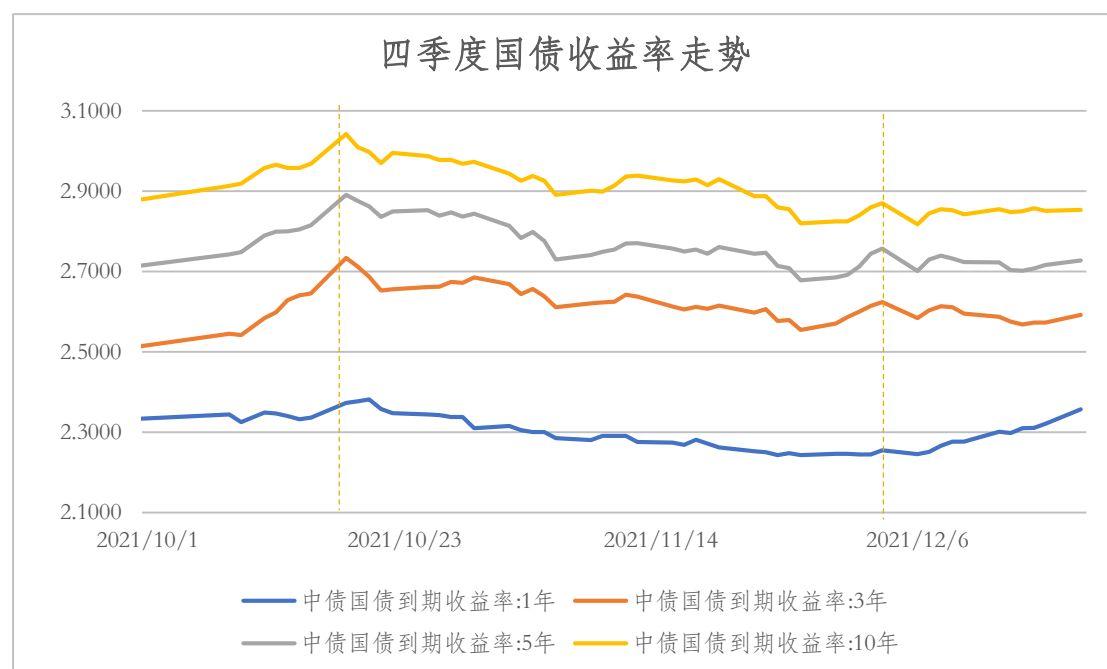
今年四季度，债券市场总体呈区间震荡态势。10 年国债收益率在 10 月 18 日上行至最高点 3.04%，并在 11 月 26 日下探至最低点 2.82%，此后多次试图突破 2.8% 阻力位无果，从结果来看，未能实质性脱离 2.8% 至 3.0% 的波动区间。主要逻辑在于，债券市场面临两重“多空对峙”：

一是从基本面看，7 月降准过后 10 年国债收益率快速从 3.1% 以上回落至 2.8% 以上水平，这种“下台阶”式的走势，意味着利率在短时间内就将本土疫情形势升温、行业限产限电、地产监管趋严等因素对基本面的负面影响进行了集中定价。此后虽然经济的绝对增速仍低，且通胀实现见顶回落，但对利率进一步下行的带动作用渐弱。反而是随着经济金融指标边际改善，加之年末政治局会议和中央经济工作会议等重要会议明确了稳字当头、稳中求进的基调，提供了积极的增量信息，市场对于未来宽信用和稳增长的担忧开始上升。

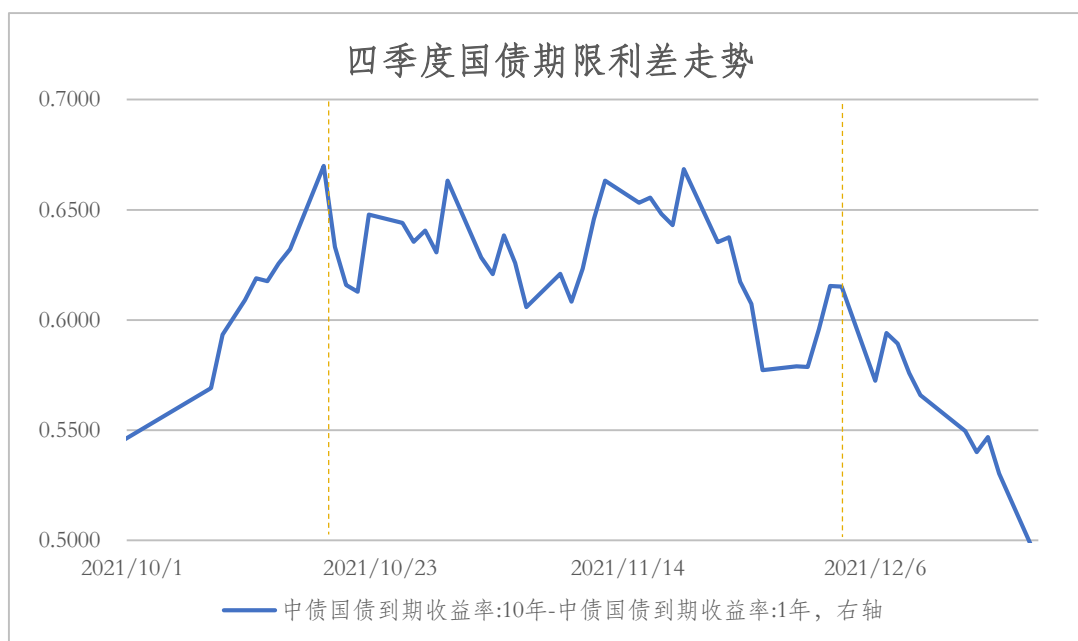
二是从流动性看，市场对资金面总体上并无太多担忧，底气主要来源于宽货币是宽信用的前提，在以宽信用和稳增长为目标的宏观背景下，流动性应该不具有收紧的条件。从官方表态来看，央行多次表示四季度流动性供求将继续保持基本平衡，且持续通过大额逆回购滚动投放来呵护税期和跨月等关键时点，使得资金面并未出现大的波动，加之 12 月年内第二次降准实施，释放长期资金约 1.2 万亿元，进一步优化了流动性结构。但是症结在于，在当前结构性流动性短缺的货币政策操作框架下，作为短期政策利率的逆回购利率和作为中期政策利率的 MLF 利率并未下调，导致负债端的 DR007 仍然围绕 2.20% 的政策中枢运行，债券收益率下行空间难以打开。考虑到国内经济下行压力较大，但是海外发达经济体货币政策已经陆续开始转向，政策利率能否下调成为市场分歧所在。

具体看季度走势，利率债方面，整体可分为三个阶段：阶段一（10 月初至 10 月 18 日）：利率债收益率曲线陡峭化上行，10 年国债收益率上行 17BP 至 3.04%，1 年国债收益率上行 4BP 至 2.37%，10-1 年期限利差自 54BP 走扩至 67BP。主要

因为大宗商品涨势不休，通胀担忧明显升温，对长端收益率的影响大于短端；阶段二（10月19日至12月3日）：利率债收益率曲线整体下行，10年国债收益率下行17BP至2.87%，1年国债收益率下行12BP至2.26%，10-1年期限利差基本持平为62BP。主要因为煤炭价格持续下跌，缓解市场的通胀担忧，加之央行逆回购投放力度加大，疫情反复抬升避险需求等，债市情绪有所回暖；阶段三（12月6日至12月底）：利率债收益率曲线短升长稳，截至12月20日，10年国债收益率小幅下行2BP至2.85%，1年国债收益率上行10BP至2.36%，10-1年期限利差收窄至50BP。主要因为二次降准抬升市场对后续宽货币的预期，中短端3-5年品种表现相对较好，体现了机构博弈宽松预期。但是跨年资金需求渐增而央行跨年资金投放规模偏低，年关资金大考的现实压力对1年短端形成更多制约。

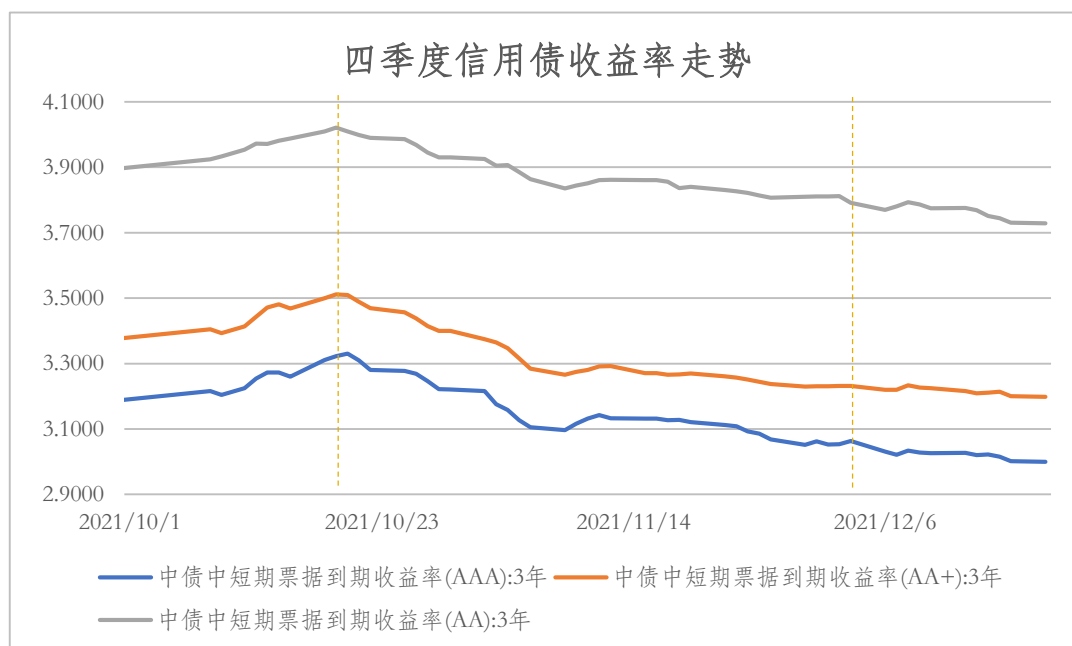


数据来源：Wind，东方红资产管理

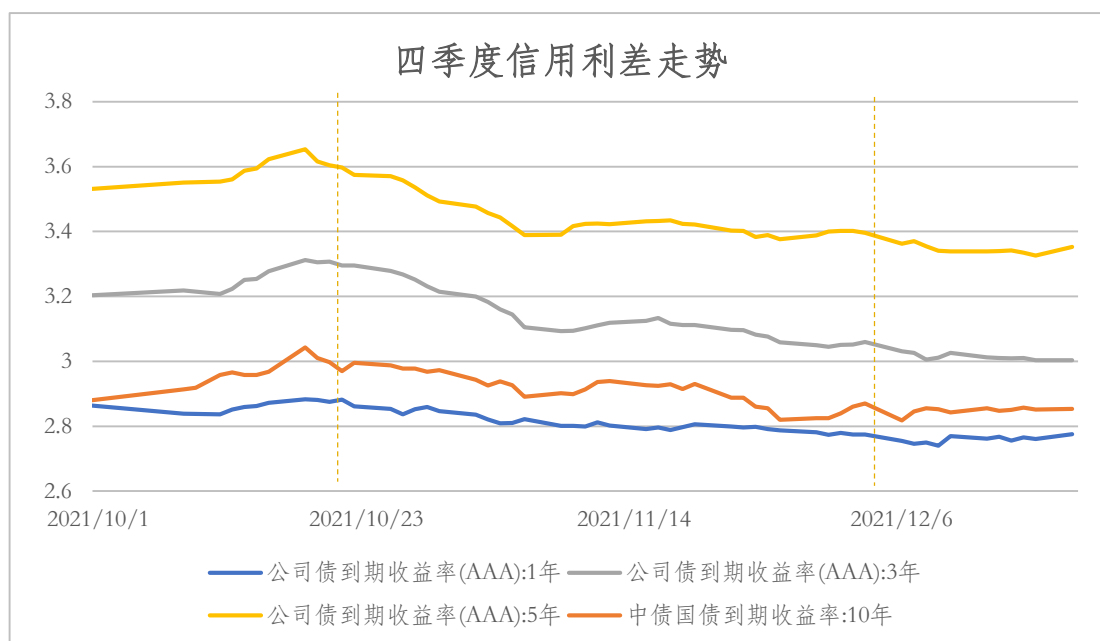


数据来源：Wind，东方红资产管理

信用债方面，与利率债走势整体一致。年末由于机构博弈宽松预期，国开债收益率大幅走低，信用债利率跟随下行的同时信用利差被动走阔，处于近一年来高位。中低等级产业债与城投债利差仍处高位，分化犹存的同时利差稍有收窄，主要源于城投收益率下行幅度不及产业债。地产板块受政策边际放松影响，市场情绪有所修复，但是负面舆情仍未结束，个体风险仍有进一步释放的空间，估值调整尚未见底。



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源: Wind, 东方红资产管理

二、2022 年一季度投资展望

1. 经济下行压力仍在，关注政策对冲力度

2021Q4 部分经济指标呈现企稳回升态势：工业生产止跌回暖，制造业投资有所反弹。但消费、地产和基建投资仍继续承压。展望 2022Q1，经济下行压力仍在：随着美国 2021Q4 传统购物季的影响褪去，通胀高企将压制海外消费需求，并对出口订单、工业生产及国内就业和消费产生不利影响；在预售资金严监管、房企去杠杆等针对地产的结构性政策约束下，地产投资亦将继续承压。需要继续关注货币、信贷、地产、财政等宏观政策会否进一步增强对稳增长的支持，以对冲宏观经济的下行风险。

出口是支撑 2020 年下半年国内经济强劲反弹，以及带动 2021 年国内经济边际走弱的重要因素：受海运资源紧张的制约，一些出口订单对应的商品虽然已经被生产出来，但积压在仓库里无法报关，这些商品被计入工业增加值，但并未被计入出口。当海运状况有所改善时，这些仓库里的出口商品得以报关装船，被计入出口，但这些出口对应的是过往的历史出口订单，而非当下的新增订单。这正是今年以来出口和工业增加值表现出现分化的原因。2020 年 12 月-2021 年 9 月，除了 2021 年 3 月的季节性回升，其余时间制造业 PMI 新出口订单分项一直在逐月下降。展望 2022Q1，新出口订单仍面临下行压力：其一，海外消费需求可能边

际走弱。尽管有 2021Q4 传统购物季的带动，但美国消费市场依然偏冷，11 月美国季调后零售和食品服务销售额环比仅+0.3%，远低于市场预期，且扣除价格因素后转负，显示美国的强通胀可能已经对居民的消费意愿产生负面影响。考虑到美国个人储蓄存款占可支配收入的比例已回到疫情前水平，季调后个人可支配收入也已回到长期趋势线附近，加之美国宏观政策逐渐退坡，美国居民消费潜力进一步释放的空间很有限。其二，尽管美国的零售商库存看起来很低，但主要低在汽车及零部件，扣除该部分后，美国的零售商库存已创历史新高，因此美国的补库需求也比较有限。出口订单的走弱将对国内的工业生产、就业（出口产业链涉及近 2 亿人就业）和消费产生负面影响。

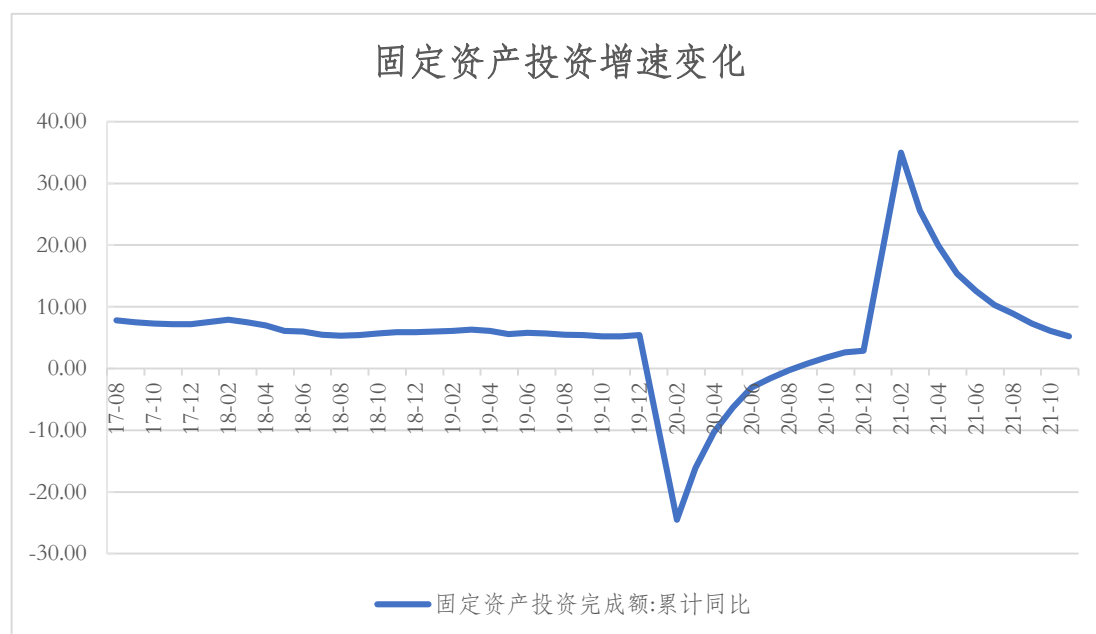
投资方面来看：

1) 地产投资：尽管 9 月底以来地产金融政策出现边际放松，但预售资金严监管、房企去杠杆等针对地产的结构性政策约束仍然会令地产投资承压。后续一方面需要关注这些结构性政策约束会否出现明显松动，另一方面需要关注 2022 年保障性租赁住房建设进度加快对地产投资的拉动。

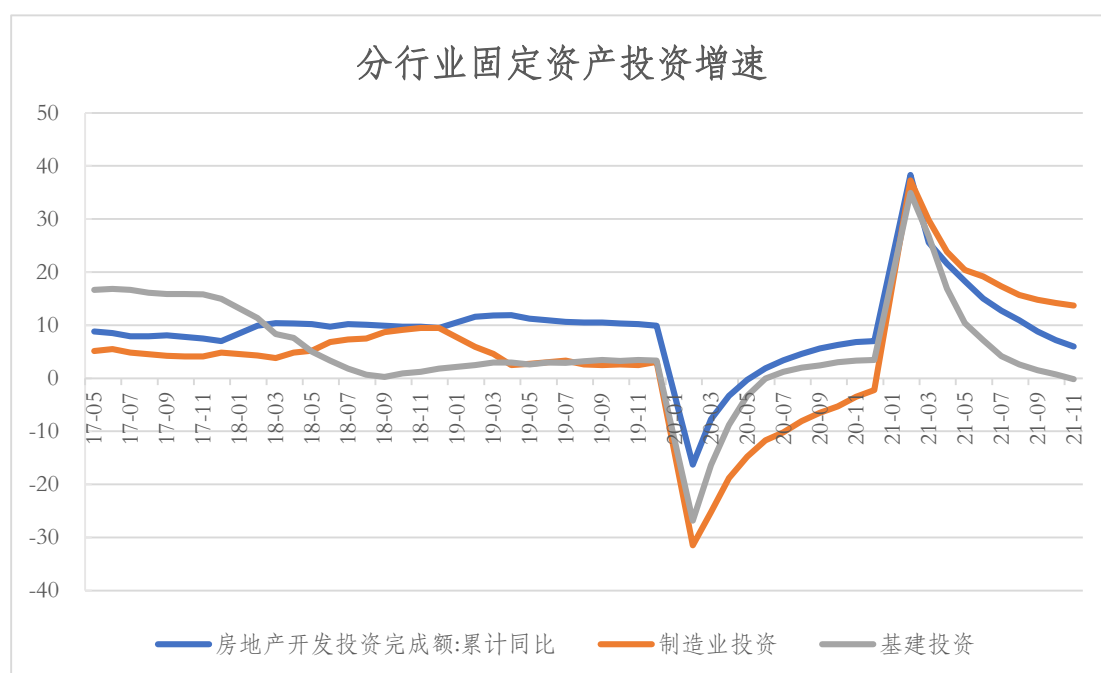
2) 制造业投资：2020 年以来，工业企业的 Δ 流动资产/当月利润总额都处于历史偏高水平，这意味着利润最终形成非流动资产，尤其是在建工程和固定资产的比例，是偏低的。这表明制造业企业进行资本开支的意愿并不很强，可能与企业对出口订单可持续性的担忧，原材料价格的高位波动，以及疫情常态化下保持资产的流动性有关。但后续需要关注技改投资（1-11 月占全部制造业投资的 41%）和下游需求具有成长性的高技术制造业投资会否有超预期表现，对制造业投资形成支撑。

3) 基建投资：尽管基建的确存在优质项目储备不足的问题，但在稳增长的诉求下，项目入库标准可以做适当调整，且的确有一批十四五重大项目有待落地开展。但需关注土地出让收入可能对基建投资形成的拖累。基建投资增速与领先 3M 的地方债净融资+土地出让收入同比多增额有较强相关性。考虑到地产投资的可能承压将影响地方政府土地出让收入（实际上影响已经显现，2021 年 1-10 月有 23 个省份的土地出让收入同比下滑），而土地出让收入占到地方综合财力的四成左右，因此尽管 2022Q1 专项债放量确定性较强，但基建投资仍会受到土地出让收入的拖累。

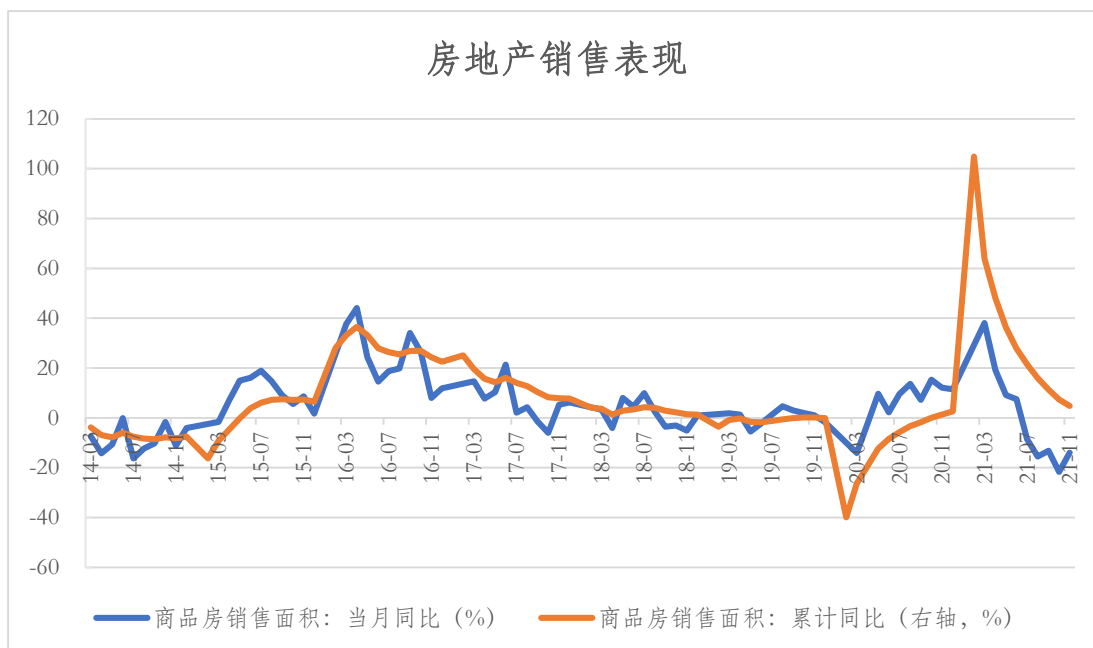
消费方面，从中型和小型企业的制造业 PMI 看，对就业贡献较多（根据第四次全国经济普查系列报告，中小微企业吸纳的就业人数占到全部企业就业人数的八成）的中小微企业景气度仍有待回升，因此消费全面复苏仍缺乏坚实的基础。加之居民部门并未经历类似之前企业部门的去杠杆过程，缺乏加杠杆消费的空间，因此消费的完全恢复尚需时日。疫情扰动等偶发因素也会对居民消费意愿产生负面影响。



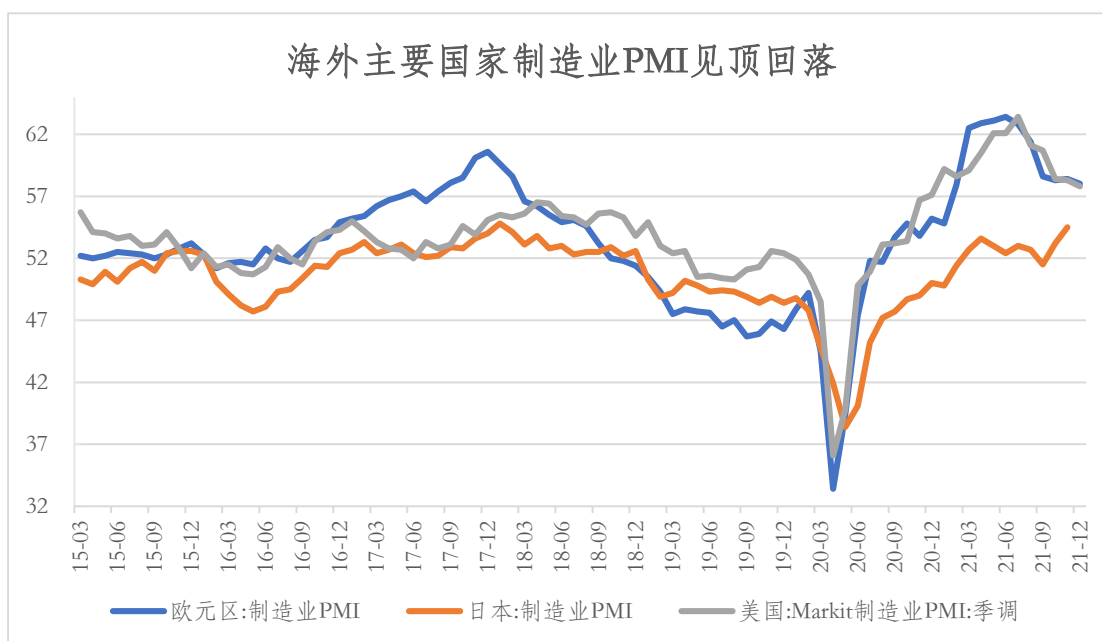
数据来源：Wind、东方红资产管理



数据来源：Wind、东方红资产管理



数据来源：Wind、东方红资产管理



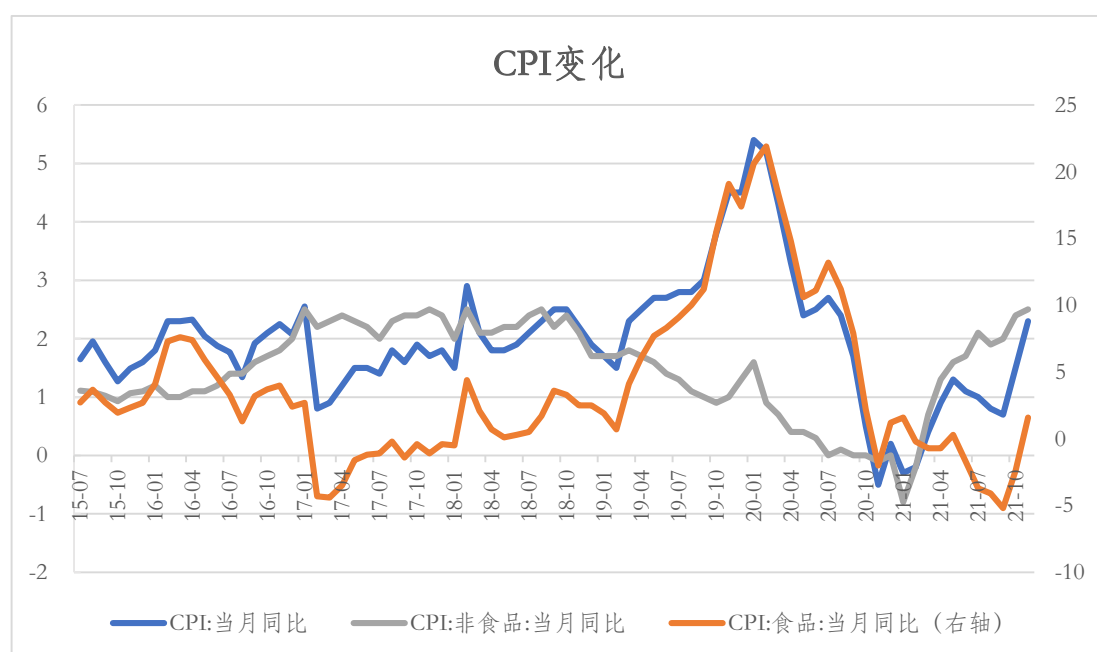
数据来源：Wind、东方红资产管理

2. CPI 同比中枢在 1%附近，PPI 同比中枢在 11%附近

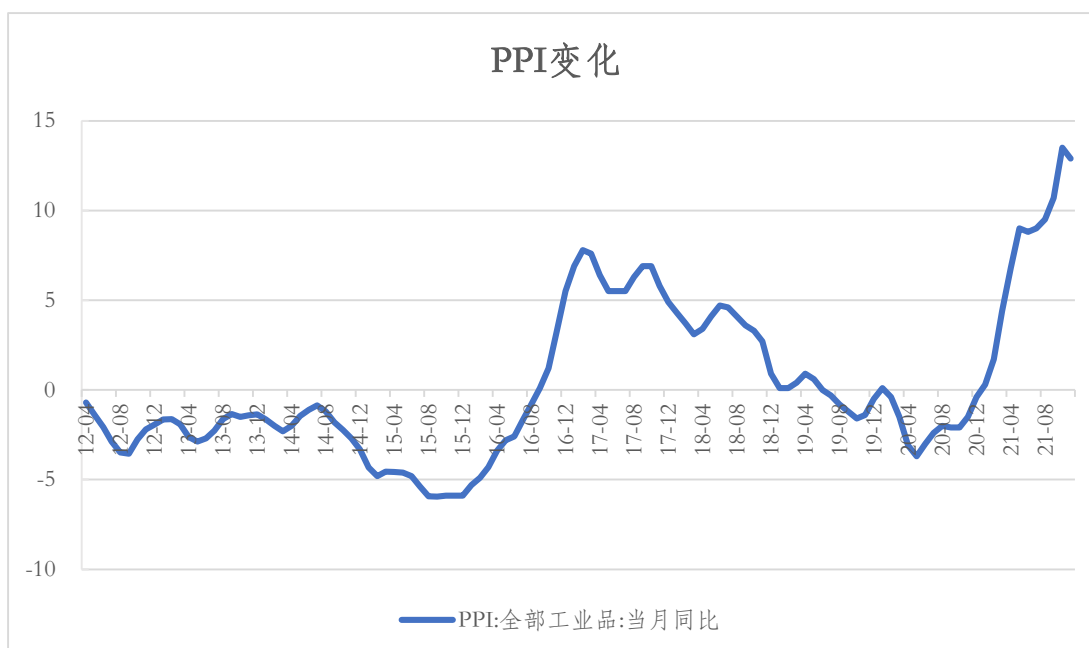
CPI 方面，2022Q1 猪肉价格可能仍将不会见底，且本轮磨底时间可能比之前预期的要更长：其一，能繁母猪的结构发生改变，繁殖效率更高。此前由于二元母猪极度紧俏，猪场普遍采取了三元母猪留种回交的做法，代价就是繁殖效率大幅降低。但随着二元母猪产能的恢复，今年以来猪场大举淘汰三元种猪，二元母

猪重新成为种猪主体。其二，从规模猪企明年的出栏目标来看，其扩产意愿仍然很强。养殖户补栏热情亦随着 10 月中旬以来猪价的反弹而有所升温。其三，养殖户与屠宰场的博弈热情仍然较高。2022Q1 菜价亦难以复现 2021Q4 的涨势：10 月全国速生叶菜（如小白菜、油菜、生菜、菠菜、油麦菜等，在南方种植，基本 30-40 天即可采收）扩种 300 多万亩。黄瓜、茄子等茄果类，以及萝卜、洋葱等根茎类蔬菜的种植面积也有所扩大。核心 CPI 同比与领先 8M 的 PPI 同比有较好的拟合关系，因此核心 CPI 上涨将对冲猪肉和鲜菜等食品价格下跌对 CPI 的拖累。预计 2022Q1 的 CPI 同比中枢在 1.5% 附近。

PPI 方面，尽管根据 9 月 30 日发改委和工信部发布的限产方案，对冬奥会周边的几个省份，包括天津、河北、山西、山东、河南，在 2022 年 1 月 1 日-2022 年 3 月 15 日，都有同比压降粗钢产量 30% 以上的要求，但实际上 11 月这些地区中的多数，其粗钢产量同比降幅就已经接近或者超过 30%，因此 2022Q1 粗钢限产对钢材供给的边际影响有限。且考虑到下游需求的恢复仍面临一定压力，2022Q1 钢材价格可能仍然偏弱势。随着以美联储为代表的海外央行货币政策正常化，大宗商品供需错配减弱，其价格进一步走强的动力不足。预计 2022Q1 的 PPI 同比中枢在 7% 附近。



数据来源：Wind、东方红资产管理



数据来源：Wind、东方红资产管理

3. 稳增长诉求下，宏观政策组合预计为“宽货币+宽财政”，但宽货币兑现为宽信用尚需实体经济融资需求恢复

当前中美利差仍然较厚（截至 2021 年 12 月下旬，仍在 140bp 以上），即使随着美联储货币政策正常化进程的推进，10 年美债利率升至 2% 附近，以当前的中国 10 年国债利率计，中美利差也在 85bp。因此海外央行进入货币政策正常化阶段，对人民银行货币政策的制约比较有限，预计在稳增长的政策诉求下，人民银行仍将坚持“以我为主”，实施宽货币。中央经济工作会议提出要继续实施积极的财政政策，且积极的财政政策要提升效能，保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资，财政部也已向各地提前下达 2022 年新增专项债限额 1.46 万亿元，因此 2022Q1 财政政策取向将是宽财政。

但宽货币要最终兑现为宽信用，除了央行采取如 2021Q4 的降准和降息等货币政策工具，还需要实体经济融资需求的恢复，这一过程并非一蹴而就。

三、2022 年第一季度债券投资策略

疫情发生以来，由于经济波动放大，市场对基本面的定价从同比更多地转向环比，如这一轮利率周期以来的两个拐点（2020 年 6 月和 2020 年 11 月）均是沿着环比变化的方向做调整的。从这个角度来看，今年三季度由于产业政策收紧

而导致环比快速下跌“砸坑”，随着年末政治局会议和中央经济工作会议对于稳增长的强烈诉求以及对前期政策的边际纠偏，后续这一经济坑位有望逐渐修复，对应 10 年国债收益率可能从 2.8%底部逐渐回升。

只不过与 2020 年 6 月砸坑不同的是，2021 年经济增长经历了近一年滑坡，本身处于下行趋势中，且未有强刺激政策实施，后续即使回升，幅度可能较为温和，类比 2019 年。这意味着央行和市场都需要时间去确认复苏，即利率“磨底”的概率较高，机构有较多的时间进行相机抉择。

展望明年一季度，关注几点不确定性：

1) 降息落地的可行性。明年 3 月底之前可能是降息预期升温的窗口期。在美联储开启加息周期之前，央行或许是有降息意图的，但比起直接下调政策利率，现阶段的“权宜之计”是通过降准、再贷款降息和存款利率改革降低银行资金成本从而让银行将政策红利让利给实体，对债市的影响是宽信用大于宽货币。

2) CPI 上行的斜率。在弱复苏环境下，与实际增速相比，通胀变化的弹性更大，也更容易被市场所捕捉，引发短期扰动。

3) 全球疫情的变化。当前海外市场对新毒株的反馈是寄希望于加速病毒向一个大号流感进化。如果后续更多数据证实如此，海外经济复苏前景将会更乐观。

4) 美联储货币政策调整的节奏。12 月议息会议如期决定加速 taper 进程，提前于明年一季度底之前结束。Taper 结束后，警惕对美联储加息担忧情绪发酵。

策略应对方面，鉴于当前债券市场处于胜率不低，但赔率较低的牛尾阶段，即趋势尚未扭转，但波动空间已经缩窄。明年一季度博弈主线将是政策利率降息和宽信用稳增长效果带来的预期差机会，操作上建议以快进快出为主，10 年国债利率 2.8%上方择机参与波段交易，2.8%下方适度止盈兑现。

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。