

中国经济景气上升 期指上涨期债承压

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

许雯

电话：010-84555101

邮 箱

xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3023704

投资咨询资格号

Z0012103

【策略观点】

2023 年疫情对经济的影响将逐渐淡化，经济进入新的均衡过程，中国经济景气上升，恢复较快增长态势，经济增速较 2022 年显著提升。2023 年全球主要经济体复苏过程放缓，通胀回落，供应链紧张缓和，全球经济增长动能减弱。

2023 年的市场底部应较 2022 年有所抬升，但 2023 年初经济压力仍大，待到经济景气回升、需求回暖，权益市场将会受到基本面改善的提振。政策层面求稳的意愿较强，政策空间充裕，综合考虑对于大盘谨慎看多，延续长期的震荡慢牛行情，对于 2023 年股指行情的判断以偏多震荡上行为主。2023 年的市场交易机会主要来自基本面的预期差与市场强弱结构起落的节奏。2023 年经济增速上行阶段受宏观影响较大的沪深 300、上证 50 等大盘权重指数将受益较多，沪深 300、上证 50 有阶段性做多机会。

2023 年国内经济进入新的发展阶段，对于期债来说风险大于机会。2023 年中国经济终将恢复稳健增长，经济增速较 2022 年应有较为明显的提升，经济增速上行使得利率债承压。2023 年国债会在阶段性地承受不同方面的压力。它面临的最大的风险就是经济增长超预期回升，第二大风险来自于宽信用的政策力度大超预期。整体而言 2023 年国债的下行风险大于上涨机会，以年度来看市场的波动性或将提高。

【目 录】

一、宏观经济概述.....	1
（一）、经济增长有所放缓.....	1
（二）、工业生产稳定增长.....	2
（三）、需求端继续恢复.....	4
1、投资整体平稳增长.....	4
2、消费增长缓慢.....	7
3、进出口增速回落.....	8
（四）、价格指数分化.....	9
（五）、宏观经济展望.....	11
二、股指期货.....	11
（一）、2022 年股指期货行情回顾	11
（二）、企业盈利承压.....	12
（三）、融资节奏较快.....	14
（四）、两融余额下降.....	15
（五）、标的指数估值下降.....	15
（六）、下半年期货基差逐步下降.....	17
（六）、2023 年股指期货展望	18
三、国债期货.....	19
（一）、2022 年国债期货行情回顾	19
（二）、国债现货市场分析.....	20
（三）、资金利率中枢下移.....	22
（四）、金融数据高而不强.....	22
（五）、2023 年国债期货展望	25
风险揭示:.....	25

一、宏观经济概述

2022 年我国经济增速较 2021 年下滑。2022 年一季度我国经济实现平稳增长，受疫情影响二季度经济增速回落，三季度经济逐步恢复，下行压力有所缓解。由于内外部一些因素造成三季度的恢复过程偏缓慢，但恢复的势头稳健，四季度延续回升态势。由于我国于四季度稳步推进优化疫情防控工作的“二十条”措施，对于明年的经济展望市场普遍保持乐观，2023 年大概率延续增长态势，经济增速大概率高于 2022 年。

2022 年下半年以来由于地缘政治冲突、疫情蔓延和能源食品危机等诸多因素扰动，全球通胀仍维持高位，全球经济活动普遍放缓。2023 年全球经济下行风险加大。

（一）、经济增长有所放缓

2022 年受基数、疫情的影响中国经济增速下滑，2023 年中国经济恢复稳健增长。2021 年我国经济进入疫后复苏阶段，经济增速较 2020 年大幅提高，其他主要经济体也先后进入经济加速复苏阶段，因此 2022 年面临的基数较高。PPP 计价的各国 GDP 数据显示，2021 年中国在全球 GDP 中所占的比重已经达到 18.2%，超过美国的 14.9%，居全球之首。2022 年内国内经济受到了国内疫情、俄乌冲突、外部流动性紧缩的影响，经济活动景气下降，经济增长有所放缓。

2022 年一季度中国 GDP 增速较去年四季度回升，实现平稳增长。受疫情影响二季度国内经济增速下滑。三季度经济逐步恢复，下行压力有所缓解。运行恢复，增速回升。四季度延续恢复增长态势。由于内外部一些因素造成下半年的恢复过程偏缓慢。预计 2022 年我国 GDP 增速达到 3.2% 总量达到 123 万亿人民币。

2022 年前三季度我国 GDP 为 87 万亿，同比增涨 3%。其中一季度 GDP 同比增长 4.8%，二季度增长 0.4%，三季度增速 3.9%。2022 年二季度为国内经济增速的阶段性低位。

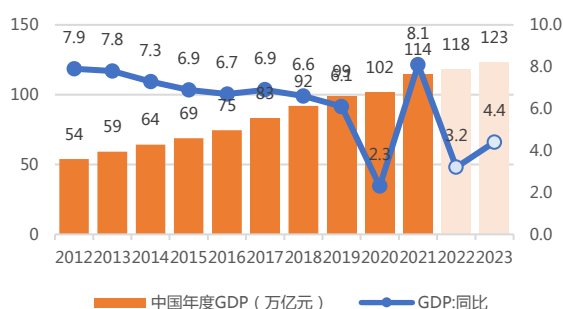
分产业看，前三季度第一产业增加值 5.5 万亿元，同比增涨 4.2%；第二产业增加值 35 万亿元，同比增涨 3.9%；第三产业增加值 46.5 万亿元，同比增涨 2.3%。年内三大产业的增速均不高，第三产业受疫情影响较大、增速较低。从行业来看，前三季度房地产业同比下降 4.4%，地产行业收缩对前三季度 GDP 增速形成拖累，信息传输、软件和信息技术服务业痛惜增长 8.8%，代表新经济增长动能。其他行业小幅波动，基本保持稳定增长。

IMF 在世界经济展望报告中下调今年全球 GDP 增速预期至 3.2%，2023 年至 2.7%。并预测中国经济将在今年和明年分别增长 3.2% 和 4.4%。中国仍然是拉动 2023 年全球经济增长的主要引擎。

图 1：中国 GDP

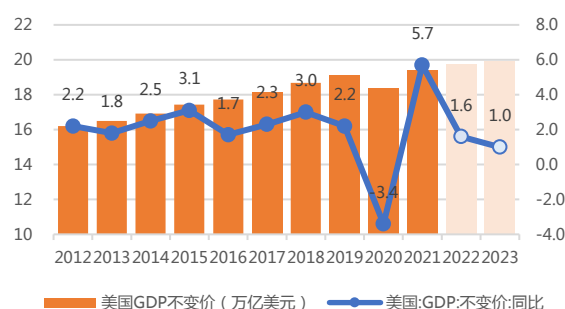
图 2：美国 GDP

中国GDP年度数据



数据来源：Wind、国元期货

美国GDP年度数据



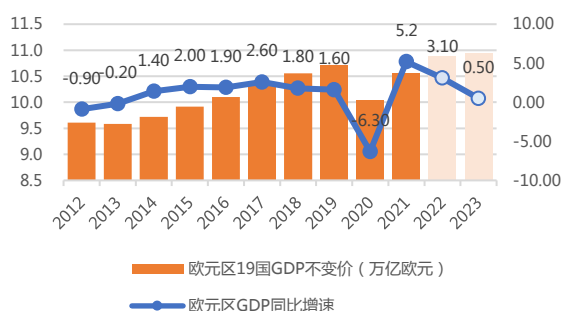
数据来源：Wind、国元期货

2022 年全球经济增速较 2021 年大幅下降。2021 年中国、美国、欧洲先后进入加速复苏过程，成为全球增长引擎，全球经济增速达到 6%。2022 年面临就业、通胀、供应链等方面的压力，各主要国家经济增速先后放缓，全球经济逐渐进入后疫情时代的正常化增长进程。

IMF 在世界经济展望报告中，下调 2022 年全球 GDP 增速预期至 3.2%，2023 年至 2.7%，并存在 25% 的可能性会降到 2% 以下。美国今明两年经济增长为 1.6% 和 1.0%，欧元区今明两年经济增长为 3.1% 和 0.5%，日本今明两年经济增长为 1.7% 和 1.6%。

图 3：欧元区 GDP

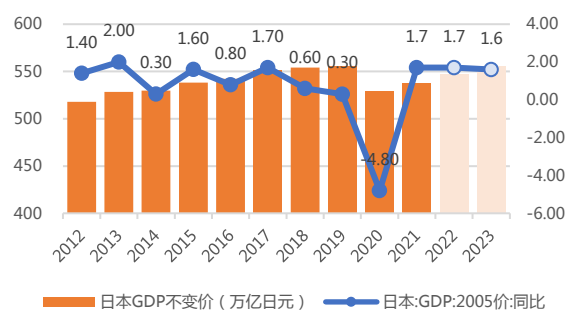
欧元区19国GDP年度数据



数据来源：Wind、国元期货

图 4：日本 GDP

日本GDP年度数据



数据来源：Wind、国元期货

全球经济前景较疫情初期有所改善，但复苏态势依然脆弱，2023 年全球经济下行压力较大。三个方面的风险依然存在，一是全球高通胀挑战依然严峻。二是经济下行压力在全球更广泛范围蔓延的风险。三是金融体系脆弱性不断积累，潜在风险不容忽视。多个经济体数据相互印证，2023 年全球经济整体进入下行阶段。部分国家可能进入衰退，通胀可能比预期的更长时间内保持在高位。中国经济相对处于向上趋势，仍然是世界经济增长的引擎。

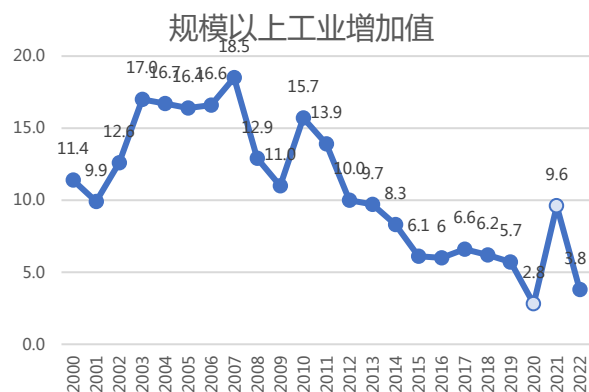
（二）、工业生产稳定增长

全年数据来看 2022 年生产端的表现不及 2021 年，但整体实现了稳定增长。年内在受疫情等因素影响经济下行压力比较大的阶段，生产端表现出的韧性给市场以信心，之后带动投资、消费、外贸等需求端的

缓慢恢复。2022 年开局生产端延续了强势，二季度工业增加值增速快速回落，三季度恢复但在传统旺季表现不及往年，及至四季度受需求拖累生产端有所下滑。内部需求不足体现在投资下滑、消费低于预期，同期净出口较强在一定程度上弥补了供需缺口、缓解了供需矛盾。2023 年经济增速提升概率较高，需求端不确定因素较多但内需转好仍是大概率，对工业生产增速继续回升提供一定支撑。

2022 年 1-11 月，规模以上工业增加值实际同比增长 3.8%，累计增速从年初的 7.5% 回落，较 1-10 月下降 0.2 个百分点。从单月数据来看，11 月规模以上工业增加值同比增长 2.2%，较 9、10 月份下降较快，生产端走弱。分产业看 11 月份采矿业增加值同比增长 5.9% 较 10 月提高 1.9 个百分点，制造业增长 2% 较 10 月下降 3.2 个百分点，电热燃气水下降 1.5%，较上月下滑 5.5 个百分点。上下游制造业增速普遍回落。41 个行业大类中有 20 个行业增加值保持同比增长，较 10 月减少 6 个；617 种产品中有 227 种产品同比增长，较上月减少 64 个。有色、黑色、煤炭等产品产量增速较高，多数产品产量增速为负。

图 5：规模以上工业增加值



数据来源：Wind，国元期货

图 6：全部工业增加值



数据来源：Wind，国元期货

以年度数据来分析中国经济增速仍处于长期下行趋势之中，2020 年至 2022 年由于疫情造成了异常的波动，防疫政策优化之后 2023 年开始将回归到原有的经济运行趋势之中，这个趋势是由人口、收入、文化、产业结构、潜在增速等决定，短期因素很难扭转。从工业产出来看，在 2010-2015 年期间经历可产出增速逐年下台阶的过程，2015 年之后几年一直稳定在 6% 的平台上，2018 年三季度首次跌破这个长期平台，这大概率是一个工业产出长期下滑趋势的开始。主要考虑的因素是中国经济在 2015 年之后发生了重要的结构性变化，一是第三产业占 GDP 的比重逐步提高对 GDP 的增长贡献增加，二是新经济领域的增长速度超越传统经济的增长新旧动能逐步转换，三是人口结构变化逐渐进入老龄化。

表 1 2022 年规模以上工业增加值同比 前 5 VS 后 5 行业

行业	2022 年 1-10 月
其他采矿业	21.40
废弃资源综合利用业	20.60
金属制品、机械和设备修理业	15.20

电气机械及器材制造业	11.90
黑色金属矿采选业	11.20
非金属矿物制品业	-1.80
纺织业	-2.30
医药制造业	-3.80
家具制造业	-4.90
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-5.00

数据来源：Wind，国元期货

2023 年生产端整体将有所改善。全年来看 2023 年由于内需回升、外需回落，加上 2022 年基数较低，工业增加值增速应较 2022 年逐步改善，且我国生产端一直具有很强的韧性，一直是经济下行压力下较为坚挺的指标。2023 年初生产端表现继续偏弱的概率仍大，一是传统淡季，二是防疫刚放松需求端短期难以恢复强势，且需求响应一直相对滞后，地产链收缩对供需两端都有压力。2023 年年中生产端有望企稳回升，但从长期趋势来看生产端持续放缓的趋势仍在，增速再提高的空间也不大，取决于内需是否支持。

（三）、需求端继续恢复

1、投资整体平稳增长

2022 年固定资产投资增速较 2021 年回升。2009 年之后国内固定资产投资增速进入逐年下滑的长期趋势，2015 年之后跌破了 10% 进入个位数增长时期，投资领域映射了产出增速放缓趋势，2020 年受疫情影响固定资产增速创下 2.9% 的历史新低。2021 年疫情受控之后投资领域情况好转，但整体上投资恢复的过程较为迟缓。由于基数等因素的作用，年内固定资产投资增速自 1-2 月份的高位逐月回落，全年增长 5% 左右。年内投资主要构成中房地产开发投资收缩，制造业投资增速高位回落，基建投资增速提高保持上升势头。

1-11 月份中国固定资产投资 52 万亿元，同比增长 5.3%，较 2021 年 4.9% 有所提高。其中房地产开发投资收缩、制造业投资增速高位回落、基建投资小幅提高。按投资主体看民间投资 28.4 万亿元，同比增长 1.1%。民间投资恢复情况不及国有控股。分产业看，第一产业投资 1.3 万亿，同比增长 0.7%；第二产业投资 16.6 万亿，同比增长 10.1%；第三产业投资 34.1 万亿元，同比增长 3.2%。制造业投资增速较高，拉动整体投资增速；地产投资增速仍偏低拖累作用较大；基建投资加速起到托底作用。整体投资增速保持平稳增长。

制造业投资方面，今年以来制造业投资表现较强，是三大投资领域中增长最快的部分。1-11 月制造业

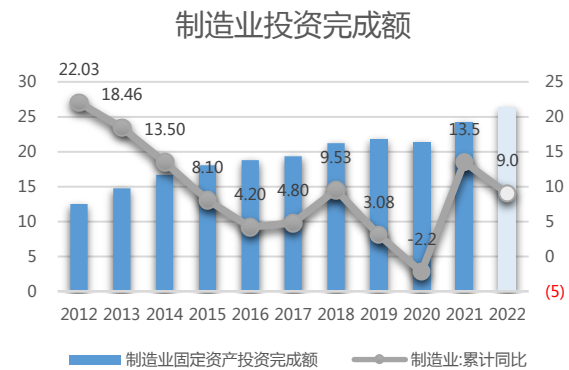
投资同比增长 9.3%，较 1-10 月下降 0.4 个百分点，较 2021 年的 13.5% 下降。2021 年以来制造业投资增速较高主要是因为经济复苏过程中供给约束较大，产业投资需求自发走强。但 2022 年内制造业投资的需求支撑下降、制造业企业利润增速下滑，对制造业投资继续保持高增长构成压力，制造业投资增速开始高位回落。2023 年需求转强，制造业企业利润增速回升，同时由于宏观政策宽松、产业政策支持，制造业投资大概率平稳回落。

图 7：年度固定资产投资数据



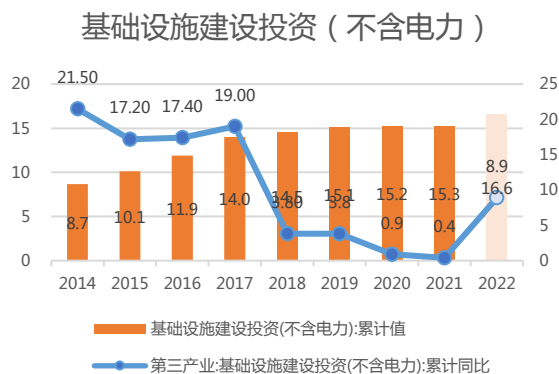
数据来源：Wind，国元期货

图 8：制造业投资



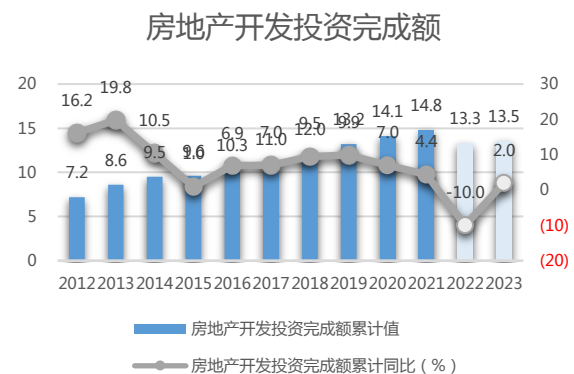
数据来源：Wind、国元期货

图 9：基础设施投资（不含电力）



数据来源：Wind、国元期货

图 10：房地产开发投资



数据来源：Wind、国元期货

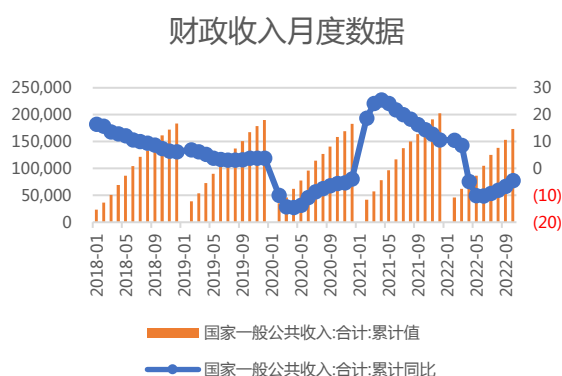
基础设施投资方面，增速提高，保持平稳增长。今年经济下行压力增加，宏观政策稳增长力度增强对冲经济下行压力。1-11 月基础设施投资同比增长 8.9%，较 1-10 月上升 0.2 个百分点，较 2021 年末的 0.4% 增长幅度较大。基建也是宏观政策的重要发力点，起到了托底经济、对冲下行压力的作用。2023 年财政政策要加力提效，逆周期调节力度加大，财政领域的扩张力度应不低于 2022 年。基建大概率保持较高增长。

2023 年经济下行压力较大，稳增长的预期较强，宏观政策逆周期调节的诉求提高，但在政府杠杆率不能大幅上升的约束条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。尤其是在地产链在 2023 年大

概率难以显著好转的情况下，土地收入下降也对未来财政形成一定压力。在结构方面基建投资方向依据政策导向施为，新基建领域会明显超过传统基建领域。

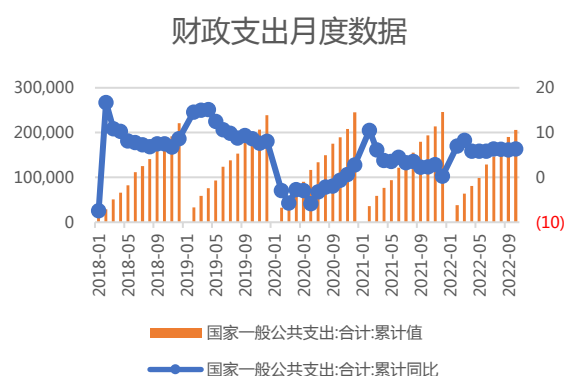
现阶段经济恢复缓慢，宏观政策稳增长的重要性较高。但在政府部门杠杆率的约束条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。从财政收支来看，财政政策扩张力度较大，托底经济确保运行在合理区间。收入端，1-10月全国一般公共预算收入 17.3 万亿元，同比下降 4.5%，较 1-9 月降幅收窄 2.1 个百分点，扣除留抵退税因素后同比增长 5.1%，较 1-9 月上升 1 个百分点，其中中央收入 8 万亿，同比下降 5.5%，地方收入 9.3 万亿，同比下降 3.6%。9 月、10 月预算收入增速降幅连续收窄，单月收入同比增速提高。支出端，全国一般公共预算支出 20.6 万亿元，同比增长 6.4%，较 1-9 月提高 0.2 个百分点，其中中央一般公共预算本级支出 2.8 万亿元，同比增长 7.2%；地方一般公共预算支出 17.8 万亿元，同比增长 6.2%。今年财政扩张力度较大，减税降费、基建发力的力度较强。但经济增速下行可能会使得税基收缩，地产链调整也对地方收入构成压力，年内财政继续扩张的空间有限。对明年财政扩张的空间保持乐观。

图 11：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 12：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资，2022 年地产链收缩，地产相关数据走弱，商品房销售降温，土地市场需求下降，房地产开发投资增速负增长。在 2020 年的疫情冲击中，地产需求支撑较强叠加流动性宽松，地产投资属于较为坚挺的板块，形成了房地产开发、销售的高点，也造成了高基数。2021 年地产链开始收缩，2022 年房企不断暴雷，个别大型房企出现经营困难，地产投资增速加速回落。年内房地产投资快速下滑拖累了整体投资增速。

2022 年 1-11 月中国房地产开发投资 12.4 万亿，同比下降 9.8%，降幅较 1-10 月扩大 1 个百分点，较 2021 年的 4.4% 下降幅度较大。地产投资增速持续下降，地产链收缩状况没有实质改善。

施工方面，1-11 月房屋施工面积 89.7 亿平方米，同比下降 6.5%，降幅较 1-10 月扩大 0.8 个百分点；新开工面积 11.2 亿平方米，同比下降 38.9%，降幅扩大 1.1 个百分点；竣工面积 5.57 亿平方米，同比下降 19%，降幅扩大 0.3 个百分点。施工面积下滑、新开工清淡、“保竣工”压力仍大，地产行业整体压力较大，终端保交付的压力也较大。

销售方面，1-11 月商品房销售面积 12.1 亿平方米，同比下降 23.3%，较 1-10 月降幅扩大 1 个百分点，较 2021 年的 1.9% 下降幅度较大。销售额 11.8 万亿元，同比下降 26.6%，较 1-10 月降幅扩大 0.5 个百分点，较 2021 年的 4.8% 下降。销售增速大幅放缓的趋势延续。地产销售放缓趋势或与地产政策导向、房产

增值预期、人口结构变化等长期因素有关。

及至 2022 年末地产投资收缩状况没有出实现实质性地改善，地产投资增速下降，施工增速下降，地产销售降温，土地市场需求下降。2022 年房地产投资增速负增长已成定局，年内房地产投资增速处于低位，地产投资继续拖累整体投资增速。地产政策导向上中央一直坚持房住不炒，又以因城施策为补充。11 月 13 日央行、银保监会出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，叠加低基数效应，明年地产投资收缩的状态应逐步改善。

表 2、2022 年固定资产投资增速前 5VS 后 5 行业

行业	2022. 1-10
管道运输业	40.30
化学纤维制造业	31.30
黑色金属矿采选业	30.80
畜牧业	29.80
卫生	28.90
林业	-9.10
电信、广播电视和卫星传输服务	-10.50
公共管理、社会保障和社会组织	-10.80
燃气生产和供应业	-12.70
信息传输、软件和信息技术服务业	-14.60

数据来源：Wind、国元期货

整体来看，2023 年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高，但在稳增长政策导向下或许会小幅高于 2022 年。2023 年房地产投资增速难以大幅改善，处于低位的概率较高，上半年不排除负增长的可能性。基建稳定、较快增长依然起到托底经济的作用。制造业投资增速高位回落，保持中等较快增速。2023 年政策支持、扶持领域的主动性投资需求保持强劲，扩张性的财政政策起到托底、稳增长的作用，使 2023 年固定投资增速回升到 5-8% 之间。

2、消费增长缓慢

2022 年消费继续恢复性增长，全年增长缓慢，增速较 2021 年下降。2022 年消费比较低迷，消费也是疫后总需求恢复的最缓慢的部分。

2010 年之后社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的长期趋势中。特别地，2020 年消费领域受到了疫情严重的打击增速骤然下降，2021 年消费开始逐步回升，2022 年疫情对消费领域的短期冲击明显消费增长缓慢。疫情后 K 型复苏加剧了贫富差距分化，政策导向更加强调共同富裕。

2022 年先后受西安、上海、北京等地疫情影响，消费表现整体偏弱。1-11 月社会消费品零售总额 39.9 万亿，同比下降 0.1%。11 月单月社销总额 3.9 万亿，同比下降 5.9%。消费增速转负，整体表现偏弱。1-11 月网上商品和服务零售额 12.5 万亿，同比增长 4.2%，较 1-9 月下降 0.7 个百分点，年内线上消费增长缓慢，但仍好于线下。线下消费中餐饮收入为负增长，受影响最大。全国居民的消费行为发生了显著的结构变化，餐饮消费处于较低水平，网络零售保持较高增速。

由于就业、收入等方面的压力，消费是需求端回升最缓慢的部分，距离疫情之前的水平尚有不小的缺口。2023 年经济企稳回升，消费缺口自然回补，增速将会出现自然回升。同时政府部门出台稳定经济增长、扩大消费的政策工具，会起到拉动消费的作用。

图 13：社会消费品零售总额



数据来源：Wind，国元期货

图 14：中国城镇居民人均可支配收入



数据来源：Wind，国元期货

居民收入与收入预期对消费有比较大的影响。疫情结束后居民收入增长受经济景气提升的影响应有所提高，从而对消费的恢复过程起到积极促进作用。2022 年前三季度全国居民人均可支配收入 27650 元，同比名义增长 5.3%，实际增长 3.2%；全国居民人均消费支出 17878 元，同比名义增长 3.5%，实际增长 1.5%。11 月份全国城镇调查失业率为 5.7%，较 2021 年末的 5.1% 提升较多。居民就业、收入、生活方面的压力普遍增加，对后期的消费支出有一定的抑制作用。2023 年居民就业、收入方面若能改善，无疑对消费起到积极作用。

2023 年由于基数的影响，考虑到扩大内需的政策作用，表观消费增速大概率较 2022 年上升，就业与收入状况改善也会对消费有所促进。但由于年度消费尚处于长期的下行趋势之中，2023 年消费上升幅度有限。

3、进出口增速回落

2022 年上半年进出口延续了高景气。2021 年由于供应链问题海外需求较强，是进出口创记录的一年。2022 年进出口景气一直较高，即使受到疫情影响，我国在全球产业链、供应链中仍具有相对优势，进出口领域韧性较强。2022 年上半年欧美等国放松了防疫措施，海外生产、生活恢复加快，外部需求总体维持强劲。同时各国已经开始着手疏通供应链不畅的问题，国外本地产能逐渐释放部分缓解了当地供应约束，也有部分产业链向越南等东南亚国家转移。2022 年下半年进出口增速高位逐步回落，跟欧美国家经济走弱外需受到影响有关。总体来看，2022 年进出口增速虽较上年回落，依然是创记录的一年，也是总需求中最坚挺的部分。

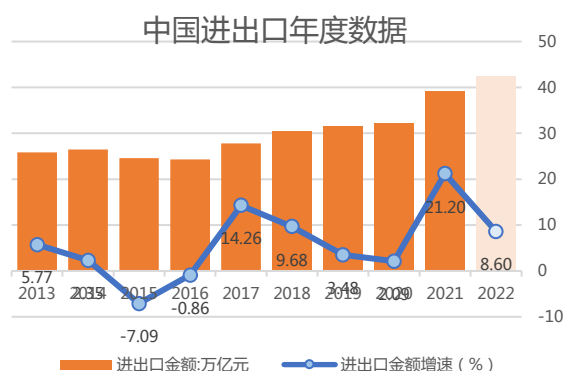
2022 年 1-11 月中国进出口总值 38.3 万亿，同比增长 8.6%；出口 21.8 万亿，同比增长 11.9%；进口 16.5 万亿，同比增长 4.6%，增速均较上月。贸易顺差 5.33 万亿元，同比增长 42.7%。不论从绝对数量还是增速来说外贸表现相对强势，汇率与价格因素对于外贸增长也有贡献。2022 年全球经济增速较上年放缓，俄乌冲突导致全球政经局势复杂化，在内外压力下、在去年的高基数下进出口能够实现平稳较快增长，

可见外贸景气不弱。但值得注意的是进口相对偏弱，显示出年内我国内需压力较大，造成了贸易顺差大幅增长。

出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口均保持增长，1-11 月出口机电产品 12.47 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1-10 月回落 1.2 个百分点；出口劳动密集型产品 3.91 万亿元，增长 9.9%，增速回落 1.3 个百分点。汽车、塑料制品、服装、纺织品等品类出口保持较快增长对出口增速形成支撑。1-11 月份对美国、欧盟、日本、东盟出口同比增速分别为 3.4%、11.5%、5.1%、19.1%，2022 年对主要贸易伙伴的出口增速有所下降，对东盟、欧盟的出口增速尚在高位。

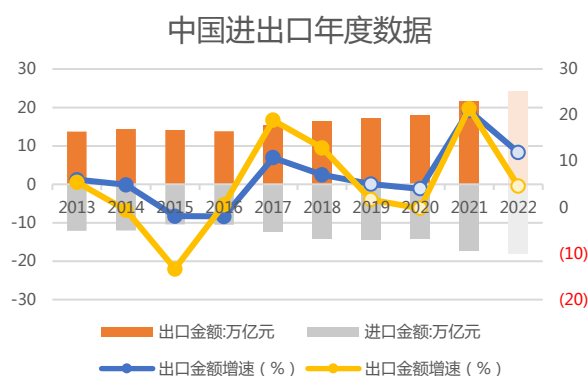
进口方面，今年我国进口主要商品多数量减价增，国内大宗商品进口价格普遍高于往年。原油、煤炭、天然气、塑料、铁矿等进口量下降。下半年国际能源价格高位回落。全年内需偏弱。

图 15：年度进出口数据



数据来源：Wind，国元期货

图 16：年度进出口数据



数据来源：Wind，国元期货

2023 年全球经济增速放缓，全球政经局势复杂化导致贸易条件边际恶化，外需下滑的可能性较高。主要是明年外部经济体景气度低于今年，在外需回落的压力下 2023 年出口增速较 2022 年下降的概率较大。同时在疫情、地缘冲突等不确定因素影响下，全球供需缺口或仍将长期存在，我国制造业优势显著，2023 年年内进出口有望保持中速增长。

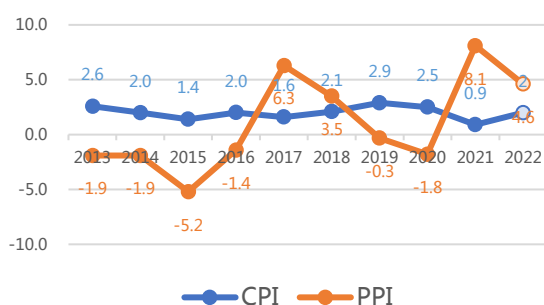
（四）、价格指数分化

2022 年消费品与工业品价格指数走势分化，CPI 年内保持温和上升态势，PPI 则全年呈现高位回落走势，年内 CPI-PPI 剪刀差持续上行。由于需求较弱，CPI 的表现较为温和，与欧美等国的高通胀有显著的差异；2021 年 10 月 PPI 见到本轮工业品价格上涨趋势的高点，之后在发改委等多部门的稳价保供措施强力干预下，工业品价格高位回落。2022 年 1-11 月平均，CPI 比上年同期上涨 2.0%，PPI 比去年同期上涨 4.6%。

图 17：价格指数

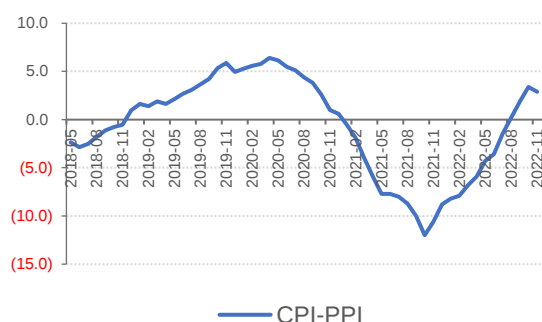
图 18：CPI-PPI 剪刀差

中国价格指数年度数据



数据来源: Wind, 国元期货

CPI-PPI



数据来源: Wind, 国元期货

CPI 方面, 由于 2021 年消费品价格低迷, 在低基数的背景下, 年内能源与食品价格上行, 带动 CPI 逐步上行至 9 月份的年内高点 2.8, 之后由于食品价格转弱 CPI 有所下滑。

11 月消费品价格同比涨幅回落, 核心 CPI 增速平稳, 能源与食品价格表现转弱, 服务与可选消费表现延续弱势。2022 年 11 月 CPI 同比增长 1.6%, 较上月下降 0.5 个百分点, 环比下降 0.2%, 较上月下降 0.3 个百分点。11 月核心 CPI 同比上涨 0.6%, 与上月持平。其中, 食品价格上涨 3.7%, 较上月下降 3.3 个百分点, 其中猪肉价格上涨 34.4%, 涨幅比上月回落 17.4 个百分点; 非食品价格上涨 1.1%, 与上月下降 0.4 个百分点。10 月、11 月份受疫情影响, 服务业景气有所下降, 服务与可选消费价格继续走弱。非食品中, 受能源价格回落影响, 当月能源相关价格增速走低, 交通工具用燃料同比上涨 12.4%, 较上月大幅回落 6.6 个百分点, 汽油、柴油、液化石油气价格涨幅均有回落。

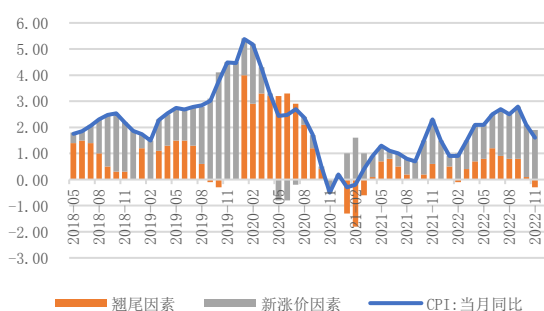
去年价格变动的翘尾影响约为-0.3 个百分点, 较上月下降 0.4 个百分点; 新涨价影响约为 1.9 个百分点, 下降 0.1 个百分点。新涨价动能中能源的贡献有所下降。CPI 回落到 1-2% 区间, 后期继续保持温和的概率较大。

考虑到当前经济景气偏低、需求偏弱, CPI 或在低位维持一段时间。因防疫政策放松, 2023 年经济增速或提高, 需求大概率好转, 经济景气恢复提振消费, CPI 或走高。2023 年 CPI 整体水平大体与今年相当, 前低后高总体温和, 全年大部分时间处于 2% 附近, 年末存在超过 3% 的概率。

图 19: CPI

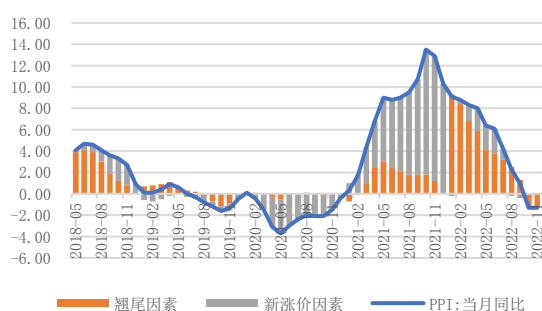
图 20: PPI

CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

PPI 方面, 2022 年全年高位回落, 并且是逐月走低。2021 年经济进入疫后快速增长阶段, 工业品需求

高增长，供应相对滞后，工业品价格逐月走高，10月份在发改委等政府部门强力干预下见顶回落。2022年上半年政府部门继续推进稳价保供措施，下半年工业品需求偏弱，使得PPI全年下行。2021年10月为本轮PPI上行周期的高点，之后逐步高位回落，一年后于2022年10月进入负增长的新阶段，基本符合市场预期。

PPI延续弱势，同比增速为负。11月PPI同比下降1.3%，与上月持平。PPI中生产资料价格下降2.3%，较上月回升0.2个百分点；生活资料价格上涨2%较上月下降0.2个百分点，10月、11月份能源、原料等上游成本下降带动下游工业品价格下行。下半年以来大宗商品价格见顶回落、大幅下跌，叠加翘尾因素的快速下降，PPI呈现持续回落走势。当前工业品价格矛盾由供应端转向需求端，下游需求整体偏弱，不支持工业品价格走强，依据当前供需形势工业品价格继续走弱依旧是大概率趋势。

去年价格变动的翘尾影响约为-1.2个百分点，与上月持平；新涨价影响约为-0.1个百分点，与上月持平。从需求端来看，需求持续偏弱，PPI大概率进一步走弱。

对于2023年，由于春节前后依然处于生产淡季需求较弱，且基数较高，PPI或走弱。之后国民经济恢复正常，工业品需求提升且库存处于低位，有利于工业品价格走高，PPI或走强。

综上，2023年CPI总体温和，全年波动不大，下半年或小幅好于上半年；PPI上半年走弱，下半年走强，全年平均水平整体上低于2022年。

（五）、宏观经济展望

2023年疫情对经济的影响将逐渐淡化，经济进入新的均衡过程，中国经济景气上升，恢复较快增长态势，经济增速较2022年显著提升。2023年全球主要经济体复苏过程放缓，通胀回落，供应链紧张缓和，全球经济增长动能减弱。

2023年生产端整体将有所改善。全年来看2023年由于内需回升、外需回落，加上2022年基数较低，工业增加值增速应较2022年逐步改善，且我国生产端一直具有很强的韧性，一直是经济下行压力下较为坚挺的指标。但从长期来看生产端增速再提高的空间取决于内需是否支持。

2022年需求端恢复性增长。2023年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高，但在稳增长政策导向下或许会小幅高于2022年。2023年房地产投资增速难以大幅改善，处于低位的概率较高，上半年不排除负增长的可能性。基建稳定、较快增长依然起到托底经济的作用。制造业投资增速高位回落，保持中等较快增速。2023年由于基数的影响，考虑到扩大内需的政策作用，表观消费增速大概率较2022年上升，就业与收入状况改善也会对消费有所促进。2023年全球经济增速放缓，全球政经局势复杂化导致贸易条件边际恶化，外需下滑的可能性较高。主要是明年外部经济体景气度低于今年，在外需回落的压力下2023年出口增速较2022年下降的概率较大。

2023年价格指数走势或将继续分化。2023年CPI总体温和，全年波动不大，下半年或小幅好于上半年；PPI上半年走弱，下半年走强，全年平均水平整体上低于2022年。

宏观政策方面，2023年货币政策环境基本稳定，以我为主并且内外兼顾。货币政策稳增长的权重依然较高，流动性继续保持宽松，但降息空间有限，降准和结构性政策是主导。2023年财政发力稳增长预期较高，预算支出增速或加快，在结构上更加优化，财政扩张力度大体应与上年相当。在结构方面基建投资方向依据政策导向施为，新基建领域会明显超过传统基建领域。

二、股指期货

（一）、2022年股指期货行情回顾

2022年A股市场全年弱势震荡，两落两起，呈现W走势。上证、深成、创业板指数年内分别下跌15.13%、

25.85%、29.37%。股指期货四大标的指数全部下跌，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 500 指数年内分别下跌 19.52%、21.63%、20.31%、21.58%。

2022 年中先后影响股市行情的因素主要有（一）突发乌冲突对全球能源、食品的冲击，（二）奥密克戎对中国经济的反复冲击，（三）房地产行业及相关产业链年内下滑幅度超预期，（四）海外经济体的通胀指标达超预期，（五）美联储加息的节奏与幅度打压全球资本市场。

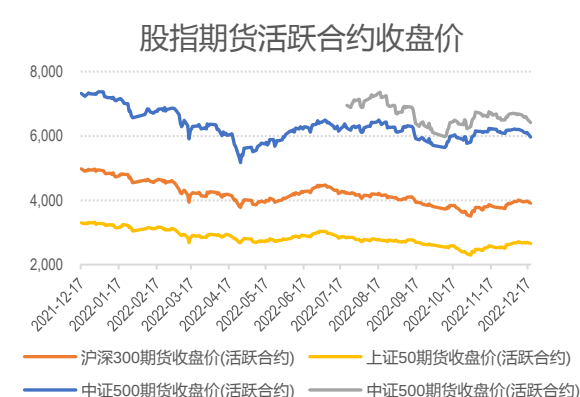
2022 年上半年 A 股经历了历史罕见的深 V 波动。1 月份西安、天津、郑州等特大城市出现疫情，经济下行压力增加，股市调整幅度较大，为近五年最惨 1 月开局。央行果断实施降息对冲经济下行压力。春节之后股市有所反弹，但由于俄乌局势升级，外盘调整的干扰较大，反弹动能偏弱。3 月至 4 月主要指数同步大跌，跌幅较大超出市场预期，主要是因为俄乌局势恶化，全球资本市场剧震 A 股受到波及，叠加深圳、上海、吉林等地疫情形势严峻。由于下跌趋势发展的较快，指数跌破关键点位时，部分资金面临止损，下跌被动加速。5 月至 6 月期指止跌反弹，政策层面的利好密集出台，稳增长意图明确，5 月 20 日央行下调了 5 年期以上 LPR，25 日国家领导人主持召开了全国稳住经济大盘时电话会议。京沪疫情收尾，各方面形势转暖，市场收复了因 3、4 月疫情影响而损失的点位。

2022 年下半年 A 股又经历了一次 V 型反弹，7 月至 10 月市场震荡下行，7 月份部分房企商品房交付问题、部分地区储户存款问题都引发了市场的广泛关注。8 月受佩洛西访台事件影响，市场情绪整体较为低落，上证 50 指数回调至前低附近。9 月美联储继续加息 75 个基点，并对后期的货币政策展望偏鹰。美联储紧缩货币政策对全球金融市场价值体系造成巨大影响，外盘波动剧烈大幅调整。外盘动荡拖累 A 股市场情绪快速走低，大小盘规模指数协同下行，上证 50 指数创下年内新低，之后市场一直弱势震荡。及至 11 月防疫政策调整方向，房地产加大融资支持政策，外部流动性预期拐点，中美元首见面，四大利好刺激股市大幅反弹。

市场风格方面 2022 年上半年市场风格偏向成长股，金融、地产等大盘股受到市场厌弃。上证 50、沪深 300 的跌势一直延续到 10 月末。之后大盘股迎来了超跌反弹。行业板块方面，多数行业板块下跌，电子、传媒、建材行业跌幅较大，仅煤炭、交通运输等少数行业上涨。

2022 年股指期货迎来了新品种，7 月 22 日中证 1000 股指期货、股指期权正式挂牌上市，是金融期货发展的重要历史进程，权益类衍生品体系更加完善。

图 21：2022 年股指期货行情回顾



数据来源：Wind，国元期货

图 22：2022 年 A 股市场风格



数据来源：Wind，国元期货

（二）、企业盈利承压

2022 年股市整体盈利能力有一定的回落压力，主要在于经济下行压力较 2021 年增加，造成企业经营压力增大，盈利能力下降。2022 年在政策调控下上游价格逐步回落、产量增速趋缓，企业利润增速应逐步下

降，直至回归正常水平，上下游的利润格局分化有所缓和。2022 年房地产、金融行业对上证 50 指数盈利构成压力，而顺周期行业整体表现不及 2021 年造成中证 500 承压。下行压力下防御策略市场认同度较高。

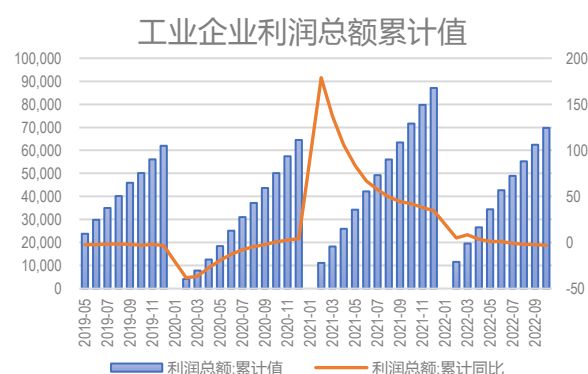
按前 11 个月来看，2022 年 1-11 月工业企业利润增速下降，全国规模以上工业企业实现利润总额 7.72 万亿元，同比下降 3.6%，降幅较 1-10 月扩大 0.6 个百分点，在高基数、俄乌战争、国内疫情多发、外贸高位回落等因素的压力下，工业企业经营承压、利润下滑。

在 41 个工业大类行业中，20 个行业利润总额同比增加，较 1-10 月增加 1 个。其中，采矿业利润增速较高，同比增长 51.4%；制造业利润增速下降较大，同比下降 13.4%。油气开采、煤炭开采、有色金属矿采选等行业保持了高利润增速，而下游制造业由于终端需求偏弱、上游成本压力较大等原因利润负增长。

1-11 月规模以上工业企业实现营业收入 123.96 万亿元，同比增长 6.7%，较 1-10 月下降 0.9 个百分点，营业收入保持中高增速，增收不增利；营业成本 105.12 万亿元，增长 8%，较 1-10 月下降 0.9 个百分点，成本增速较高是当期拖累利润增速的主要原因之一。

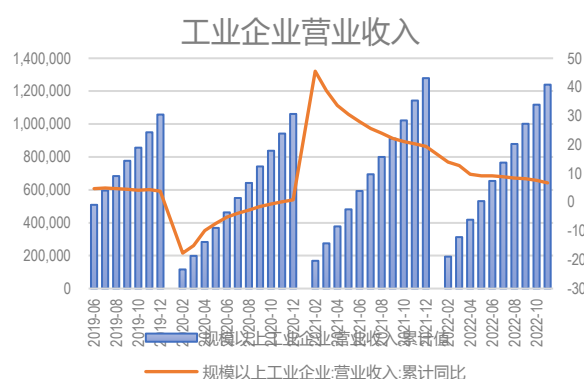
上下游企业利润分化仍然较大，价格上涨推动下油气开采、煤炭开采、电气、电力等上游行业的利润增速较高。上游原材料制造业利润表现突出，但下游企业成本端压力显著扩大，各项经营指标表现一般。下半年以来经济恢复过程缓慢，终端需求较弱，企业经营压力增加。

图 23：工业企业利润总额



数据来源：Wind、国元期货

图 24：营业收入



数据来源：Wind、国元期货

2023 经济恢复性增长之后，企业经营会回归常态。年初经济景气仍低，且处于生产淡季，企业经营压力仍大。待到年中经济景气快速回升，企业利润增速应逐步提高，实现均值回归。在宏观政策的扶持下，中小企业经营压力有所缓解，但大企业的头部优势难以撼动。

2022 年股市盈利能力整体受到经济下行压力的影响较 2021 年有所下滑，但下滑幅度好于市场预期，主要是自 2018 年以来的三年，股票市场的盈利结构一直呈现头部化的特征，并形成了市场稳定的长期预期。沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 指数 2022 年前三季度每股收益为 0.812 元、0.930 元、0.355 元、0.322 元，分别较 2021 年同期增加 0.064 元、增加 0.043 元、减少 0.056 元、减少 0.006 元。但在 2022 年，尤其是前三季度成长股、中小盘股票市场表现好于大盘蓝筹股，与盈利走势相背离。2022 年前三季度沪深 300 指数的 ROE 为 8.69% 较去年同期下降 0.19 个百分点；上证 50 指数的 ROE 为 9.6% 较去年同期上升 0.5 个百分点；中证 500 指数前三季度的 ROE 为 6.49%，较去年同期下降 1.65 个百分点。中证 1000 指数前三季度的 ROE 为 6.96%，较去年同期下降 0.39 个百分点。中证 500 中周期股占比较高，业绩回落最大。2022 年三季度多数行业经营承压，市场预期谨慎，导致标的指数估值难以提升。

2023 年股市整体盈利能力有一定的回升，主要在于经济下行压力较 2022 年大幅缓解，甚至于下半年经

济景气大幅走高。2023 年房地产行业仍有可能对上证 50、沪深 300 指数盈利构成压力。而 2023 年中前期受到疫情影响的服务业、消费、餐饮、旅游、酒店、交通运输等多个行业将迎来困境反转，盈利大幅改观，带动主要指数盈利上行。

（三）、融资节奏较快

2022 年股市融资较快。今年以来国内股市先后推行了科创板、创业板注册制改革、北交所，多层次资本市场建设过程提速，大力发展直接融资，IPO 速度不断加快，融资额增加、上市公司数量快速累增。截至 12 月 20 日，2022 年内 400 家公司在 A 股 IPO，首发募集金额 5656.07 亿元，较 2021 年的 524 家数量下降，但较 2021 年募集金额 5426.43 亿有所提高。2022 年的 IPO 金额创下历史新高。资本市场作为企业融资的主要平台，既能为不同发展阶段的企业提供融资支持，还可以推动企业高质量发展。自科创板创立以来已有 502 家公司在科创板上市。随着注册制改革的深入，料 2023 年 IPO 数量与规模将进一步增长，对市场承载能力是不小的考验。

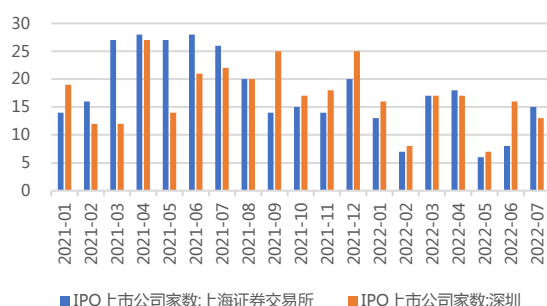
再融资方面，随着再融资新规正式落地之后相关规则的持续优化，2022 年 A 股市场再融资延续了去年以来的“火热”态势。2022 年内 A 股再融资规模达 7330 亿元，不及 2021 年的 9580 亿元。其中增发 338 家，增发金额 6715 亿元，低于 2021 年的 535 家 9087 亿；配股 9 家，配股金额 615.26 亿，高于 2021 年的 7 家 493.35 亿。今年 11 月开放地产股权融资之后，市场预期 2023 年再融资市场活跃度较高、投资机会不断增加。

交易损耗方面，2022 年股市交易活跃度较高，估算证券交易印花税约 2000 亿，较 2021 年的 1813 亿大约增长一成。市场规模扩大，成交量上升，市场交易损耗较高。

2023 年由于经济景气上行，股市人气回升，若明年市场热度维持在现有水平，则资金消耗将会只增不减，若无增量资金平衡消耗则要么指数下跌、要么市场活跃度下降、要么融资节奏放缓。

图 25：IPO

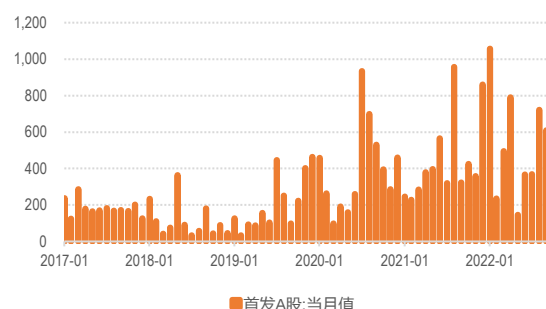
2021-2022年IPO上市公司家数



数据来源：Wind、国元期货

图 26：IPO 融资

新股IPO融资额

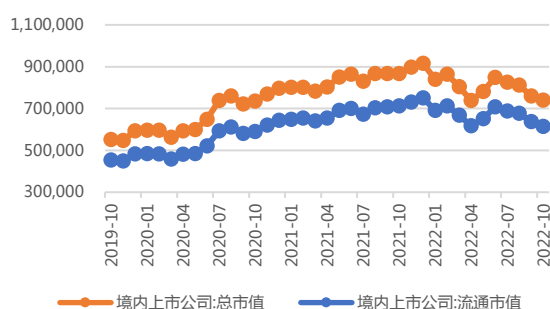


数据来源：Wind、国元期货

图 27：沪深股市市值合计

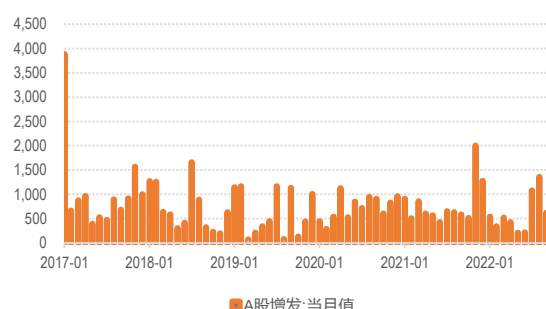
图 28：A 股增发融资额

沪深股市市值合计



数据来源: Wind、国元期货

A股增发融资额



数据来源: Wind、国元期货

(四)、两融余额下降

2022 年融资余额整体下降。杠杆资金对于行情的变化比较敏感,追逐趋势进行交易。年初,融资余额一直徘徊在 1.7 万亿附近,最高到达 17190 亿。二季度行情下跌,融资余额快速下降至 1.4 万亿左右,4 月 29 日达到年内低点 14338 亿。2022 年 12 月 19 日融资余额为 14697 亿,较 2021 年末下降 2423 亿。

2022 年融券余额在年内下降,开年即为年内高点 1158 亿,之后一路下行,6 月 2 日达到年内低点 737 亿,主要是随着行情下跌,融券做空的投资者获利丰厚,逐步止赢平仓。之后融券余额缓慢回升,2022 年年末融券余额达到 929 亿,较 2021 年末下降 272 亿。一方面说明 A 股做空机制有了非常大的完善,另一方面部分股票确实留出做空机会。2023 年若市场估值再次整体走高,融券额将再次走高,发挥做空机制之作用。

图 29: 融资余额



数据来源: Wind、国元期货

图 30: 融券余额



数据来源: Wind、国元期货

(五)、标的指数估值下降

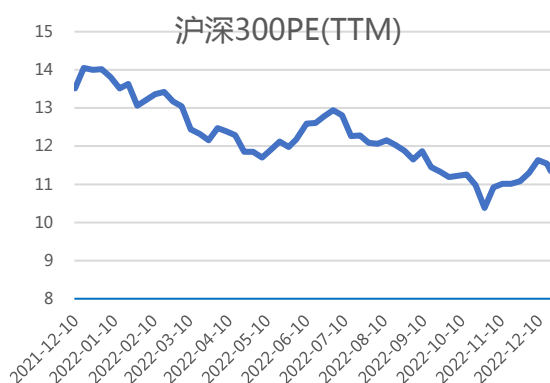
2022 年四大期指标的指数估值均较 2021 年有较大幅度的下降。从时间来看,集中的估值下降阶段主要在上半年,下半年则估值变化有所分化,沪深 300 指数、上证 50 指数的估值水平继续下降,中证 500 指数估值有所回升,中证 1000 指数估值区间波动。一方面市场调整大盘股下跌估值回落,另一方面成分股业绩在 2022 年有较大的压力提升幅度有限。2022 年末沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 指数 PE 估值分

别为 11.35、9.31、22.9、28.42 倍，分别较 2021 年末下降 2.67、下降 2.08、上升 2.54、下降 8.56 倍。当前沪深 300 指数、上证 50 指数的估值水平处于历史偏低水平上，中证 500、中证 1000 指数的估值水平处于历史低位，这可能是由于市场上市公司大量增加中证 500、中证 1000 指数出现了结构性变化，成为以二、三线龙头为代表的大中盘、中盘股票指数。

结构上来看，沪深 300 指数、上证 50 指数下半年估值变化与中证 500 指数有较大区别，下半年上证 50、沪深 300 指数的市场表现不及中证 500 强势，因此 PE 下降更多。

市场对于 2023 年股票市场行情以成长还是价值为主导尚存争议，但就估值的角度来看“头部化”的趋势大概率会长期延续。

图 31：沪深 300PE



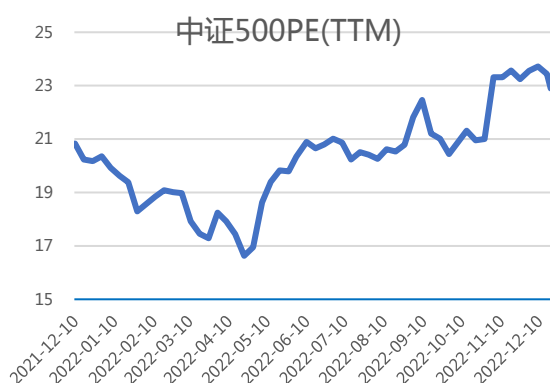
数据来源：Wind、国元期货

图 32：上证 50PE



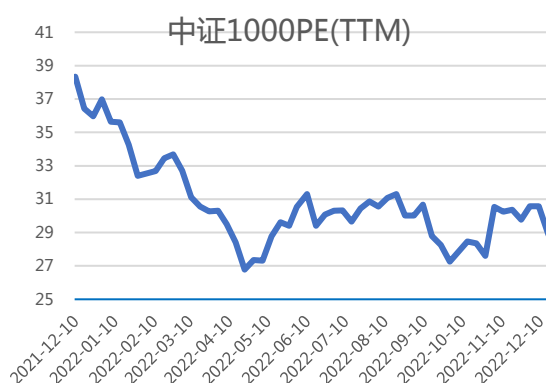
数据来源：Wind、国元期货

图 33：中证 500PE



数据来源：Wind、国元期货

图 34：中证 1000PE



数据来源：Wind、国元期货

表 3、申万行业指数市盈率

申万行业指数:市盈率:	2022/12/19	2021/12/31	变化率
基础化工	14.43	20.17	-28.46%
钢铁	16.76	9.49	76.61%
有色金属	14.6	29.39	-50.32%

建筑材料	14.39	14.75	-2.44%
建筑装饰	9.2	9.66	-4.76%
电力设备	27.5	55.35	-50.32%
机械设备	29.97	26.77	11.95%
国防军工	50.71	72.09	-29.66%
汽车	32.25	31.47	2.48%
家用电器	13.71	17.97	-23.71%
纺织服饰	22.87	20.24	12.99%
轻工制造	30.63	23.01	33.12%
商贸零售	39.31	32.5	20.95%
农林牧渔	96.74	51.31	88.54%
食品饮料	34.62	44.24	-21.75%
社会服务	118.59	88.68	33.73%
医药生物	23.64	35.06	-32.57%
公用事业	23.93	28.56	-16.21%
交通运输	11.86	14.92	-20.51%
房地产	14	8.33	68.07%
电子	29.11	36.14	-19.45%
计算机	48.84	53.29	-8.35%
传媒	30.76	31.49	-2.32%
通信	24.45	38.33	-36.21%
银行	4.86	6.02	-19.27%
非银金融	14.67	14.46	1.45%
综合	47.18	61.12	-22.81%
煤炭	6.55	9.47	-30.83%
石油石化	10.98	13.39	-18.00%
环保	21.42	22.36	-4.20%
美容护理	42.24	55.22	-23.51%

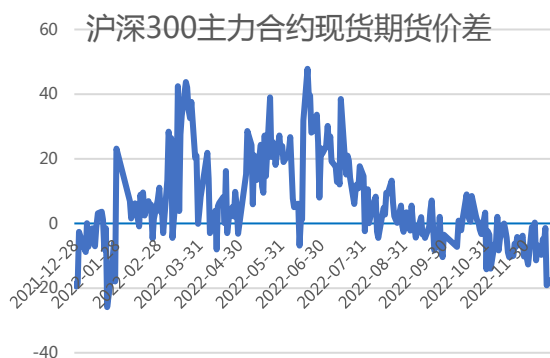
数据来源：Wind、国元期货

（六）、下半年期货基差逐步下降

由于疫情的发展对市场情绪的影响，上半年三大股指期货基差的波动幅度较大，期货贴水较多。年内宽幅震荡阶段，基差变化较快，股指期货短时间升水。下半年，市场高位震荡，市场情绪也渐归平稳，期现价差逐渐收窄。2022年沪深300股指期货主力合约基差在-25.9至47.8区间波动，基差均值为6.7；上证50股指期货主力合约基差在-17.9至39.7区间波动，基差均值为2.7；中证500股指期货主力合约基差在-35.3至77.7区间波动，基差均值为16.3；中证1000股指期货主力合约基差在-37至101.6区间波动，基差均值为20.5。2023年当股指脱离低位震荡行情时，基差才有望再次出现较大变化。

图 35：沪深 300 主力合约现货期货价差

图 36：上证 50 主力合约现货期货价差



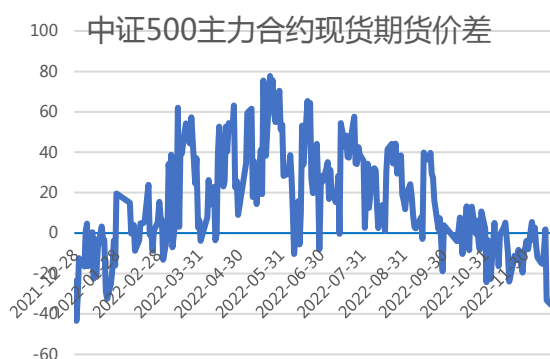
数据来源：Wind、国元期货

图 37：中证 500 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

图 38：中证 1000 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

（七）、2023 年股指期货展望

2023 年的市场底部应较 2022 年有所抬升，但 2023 年初经济仍将面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，待到经济景气回升、需求回暖，权益市场将会受到基本面改善的提振。政策层面求稳的意愿较强，政策空间充裕，综合考虑对于大盘谨慎看多，延续长期的震荡慢牛行情，对于 2023 年股指行情的判断以偏多震荡上行为主。

从基本面来看，2023 年中国经济增速较 2022 年显著回升，决定了股市下行空间不大，已经具备了股市走牛的基本面基础。在年初经济上行趋势尚不稳固的阶段，尚不具备全面牛市的基础、大概率还是结构性行情。待经济增速起来，股市跟随全面走强，上行幅度或高于 2022 年高点。因此股市在 2023 年有来自宏观经济景气度逐渐好转的基本面支撑，适合延续偏多震荡行情。稳增长阶段波动难免，但大概率被控制在政策层面可接受的范围内，因此暂无系统性风险，股指回调深度有限，跌至 2022 年低点的可能性较低。

从公司业绩角度来看，2023 经济恢复性增长之后，企业经营会回归常态。年初经济景气仍低，且处于生产淡季，企业经营压力仍大。待到年中经济景气快速回升，企业利润增速应逐步提高，实现均值回归。2023 年股市整体盈利能力有一定的回升，主要在于经济下行压力较 2022 年大幅缓解，甚至于下半年经济景气大幅走高。2023 年中前期受到疫情影响的多个行业将迎来困境反转，盈利大幅改观，带动主要指数盈利上行。

从政策面来看，2023 年政策基调是稳中求进，经济下行压力下稳增长目标的重要性提高，宏观政策扩

张力度将好于 2022 年，在结构上更加优化。

2023 年的市场交易机会主要来自基本面的预期差与市场强弱结构起落的节奏。2023 年经济增速上行阶段受宏观影响较大的上证 50、沪深 300 等大盘权重指数受的影响也大。经济增速回升阶段机构资金或选择龙头股，沪深 300、上证 50 有阶段性做多机会。

综上所述，整体判断 2023 股市是偏多走势，机会大于风险。

三、国债期货

（一）、2022 年国债期货行情回顾

2022 年国债期货呈现全年震荡走势，主力合约收盘价格较去年末小幅下跌，价格中枢较去年抬高。

2022 年开年之后期债延续了去年四季度以来的上行趋势，1 月份期债走出了强势单边上行走势，价格再创新高。2 月份由于上月的新增社融、信贷规模大超市场预期，为历史同期最高值，宽信用预期强化，期债高位回调。之后俄乌局势升级，全球资本市场剧震，殃及国内股债齐跌。3 月上海、吉林等地疫情形势严峻，28 日上海封城，二季度经济下行压力增加，期债再上涨。二季度中期债窄幅震荡走势，期间上海疫情严重、海外通胀高企美联储加息、央行降息降准，由于疫情影响经济仍有压力，期债受到支撑，但宽信用的预期压制利率债表现。三季度中 7 月份村镇银行存款问题、商品房交付问题引起市场广泛关注，基本面预期走弱期债大涨。8 月央行超预期降息，政策面助力期债冲高并在 9 月初主力合约创下年内新高，之后 9 月期债震荡下跌，月内跌幅较大，期货 12 月合约价格跌去了 8 月涨幅。10 月份国内疫情多点频发，经济景气有所下滑，制造业、非制造业 PMI 回落至收缩区间，基本面对债市的支撑转强期债大幅上涨。及至 11 月 11 日优化疫情防控二十条措施公布，央行与银保监会联合发文支持房地产金融，基本面企稳回升的预期走强，叠加美联储加息预期降温全球资本市场风险偏好上升，期债大幅调整，主力合约纷纷创下年内新低，12 月震荡反弹。

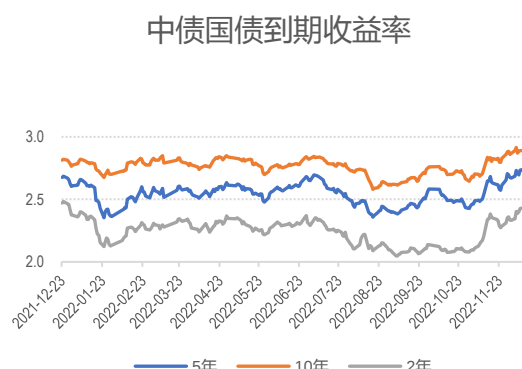
基本面信息得到充分挖掘，宏观政策成为市场关注焦点，政策层面上央行降息降准是期债多头行情的主要驱动因素。2022 年年内央行实施了多次降息降准措施。1 月 17 日央行下调 MLF 和 7 天逆回购利率 10BP，1 月 20 日非对称调降 LPR 报价，1 年期下调 10BP，5 年期以上下调 5BP。4 月 25 日央行实施全面降准 0.25%。5 月 20 日单独调降 5 年期 LPR 15 个基点至 4.45%。8 月 15 日下调了 OMO、MLF 利率 10BP，22 日调降了 5 年期以上 LPR 15BP 至 4.30%。12 月 5 日实施全面降准 0.25%。我国的货币政策具备很强的内生性，因此从根本上当前的期债行情是由市场对中国经济增长预期、年度经济增长目标信心来决定的。

图 39：2022 年期债走势回顾



数据来源：Wind、国元期货

图 40：国债 2022 年行情回顾



数据来源：Wind、国元期货

(二)、国债现货市场分析

2022 年债券市场利率债存量稳步增长。其中国债存量规模 25.3 万亿，较 2021 年增长 9.8%；地方政府债存量规模 34.9 万亿，较 2021 年增长 15.1%；政策银行债存量规模 22.4 万亿，较 2021 年增长 9.7%；利率债存量合计 82.6 万亿。除 2020 年利率债存量规模增速达到 20.6%以外，一般年份则增速稳定在 10-14%之间，2020 年之后增速连续 2 年下滑，符合市场普遍预期。

表 4、利率债余额

余额（亿元）	2022.12.16	2021	2020	2019
国债	252,688.61	230,141.32	206,858.65	166,505.34
地方政府债	348,679.12	302,995.75	254,864.10	211,182.93
央行票据	150.00	150.00	150.00	220.00
政策银行债	224,498.32	204,611.57	183,109.75	157,059.03
合计	826,016.04	737,898.64	644,982.50	534,967.30

数据来源：Wind、国元期货

存量国债期限结构稳定。从存量角度来分析，国债存量增长较快，期限结构均衡。2022 年存量国债 25.3 万亿，较 2021 年增长 9.8%，低于 2021 年增速 10.8%，与疫情之前国债存量增速大体持平。2022 年存量增幅最大的是 2-3 年期、4-5 年期与 7-8 年期国债。

表 5、存量国债期限结构

	2022		2021		
存量国债	债券数量(只)	债券余额(亿元)	债券数量(只)	债券余额(亿元)	增幅
1 年以内	60	50,865.42	68	54,377.02	-6.5%
1-2 年	35	31,096.14	32	27,827.92	11.7%
2-3 年	29	35,390.78	34	25,346.64	39.6%
3-4 年	18	16,678.70	15	18,333.88	-9.0%
4-5 年	20	23,058.80	18	16,678.70	38.3%
5-6 年	8	13,655.10	9	13,353.50	2.3%
6-7 年	8	12,829.70	8	12,805.10	0.2%
7-8 年	6	14,374.60	4	5,700.90	152.1%
8-9 年	3	5,606.30	6	14,374.60	-61.0%
9-10 年	8	10,016.30	3	4,906.30	104.2%
10 年以上	65	39,116.77	65	36,436.77	7.4%
合计	260	252,688.61	262	230,141.32	9.8%

数据来源：Wind、国元期货

一级市场方面，国债发行量提高。2022 年债券市场发行量与 2021 年大体持平，略有下降。2020 年是中国债务融资规模显著扩大的一年，2021 年之后债券发行增速回归疫情之前的水平，2022 年进一步下降。随着疫情的变化回归常态也合乎情理。其中利率债年内发行量增加，信用债发行量下降。降幅较大的品类是资产支持证券、短期融资券、公司债等。

利率债方面，发行量保持稳步增长态势。2022 年发行国债 9.5 万亿，较 2021 年增加 2.7 万亿；发行地方债 7.3 万亿，较 2021 年减少 1403.8 亿；发行政策银行债 5.8 万亿，较 2021 年增加 2543.6 亿；合计发行

利率债 22.7 万亿，较 2021 年增加 2.8 万亿。中央政府对债务扩张较为审慎。2023 年稳增长的重要性提高，地方债务压力又偏高，国债发行增速应不低于 2022 年。

表 6、债券发行情况

债券发行额 (亿元)	2022	占比%	2021	占比%	变化	变化率%
国债	95,122.7	15.9	67,967.1	11.0	27155.6	40.0
地方政府债	73,422.5	12.3	74,826.3	12.1	-1403.8	-1.9
央行票据	550.0	0.1	600.0	0.1	-50.0	-8.3
同业存单	195,584.6	32.7	217,972.0	35.3	-22387.4	-10.3
金融债	93,271.3	15.6	94,034.4	15.2	-763.1	-0.8
政策银行债	58,104.8	9.7	55,561.2	9.0	2543.6	4.6
企业债	3,571.0	0.6	4,399.4	0.7	-828.4	-18.8
公司债	30,104.8	5.0	34,525.2	5.6	-4420.4	-12.8
中期票据	27,397.2	4.6	25,492.7	4.1	1904.5	7.5
短期融资券	48,071.4	8.0	52,301.7	8.5	-4230.3	-8.1
定向工具	6,620.8	1.1	8,633.8	1.4	-2013.0	-23.3
国际机构债	165.0	0.0	175.0	0.0	-10.0	-5.7
政府支持机构债	2,760.0	0.5	1,900.0	0.3	860.0	45.3
资产支持证券	18,896.6	3.2	31,401.2	5.1	-12504.6	-39.8
可转债	2,169.3	0.4	2,828.5	0.5	-659.2	-23.3
可交换债	403.3	0.1	421.6	0.1	-18.3	-4.3
合计	598,110.5	100	617,478.8	100	-19368.4	-3.1

数据来源：Wind、国元期货

二级市场方面，2022 年国债运行区间继续较 2021 年收窄，10 年期国债收益率在 2.58-2.92%之间窄幅波动，均值 2.77%，较 2021 年均值下降 26BP，对应 10 债主力合约价格区间 99.01-102.155 元。5 年期国债收益率在 2.35-2.76%区间波动，均值 2.55%，较 2021 年均值下降 32BP，对应 5 债主力合约价格区间 100.26-102.7 元。2 年期国债收益率在 2.05-2.49%区间波动，均值 2.24%，较 2021 年均值下降 38BP，对应 2 债主力合约价格区间 100.525-101.605 元。由于资金面宽松收益率短端下行幅度较大，中长端收益率曲线略高于 2021 年，曲线略走陡。2022 年 10 年-5 年利差处于 13.6-33.6BP 之间，经过年初短暂的上行之后，全年缓慢下行为主。5 年-2 年利差处于 21.8-45.8BP 之间，波动较大。2022 年国债收益率曲线形态变化较快，曲线交易收益较高。

图 41：2022 年年度国债收益率变化

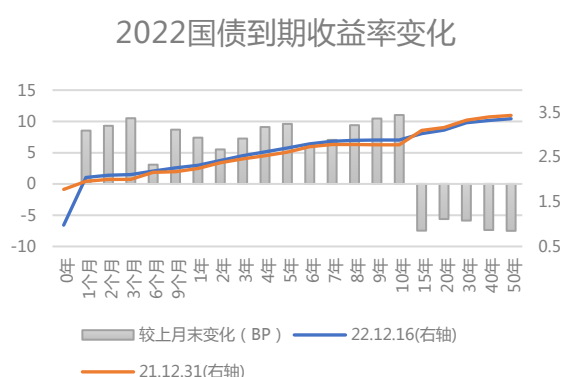
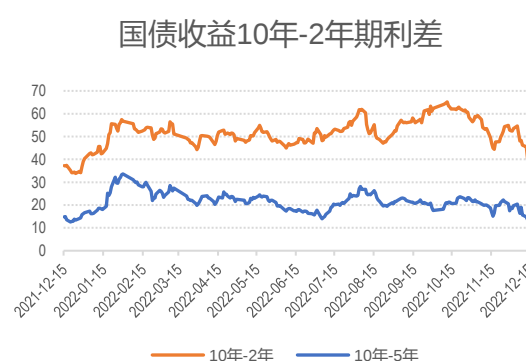


图 42：国债收益率差



数据来源: Wind、国元期货

数据来源: Wind、国元期货

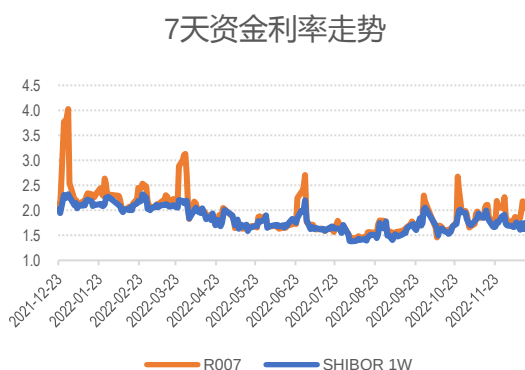
(三)、资金利率中枢下移

2022 年资金面整体宽松,资金利率水平低于 2021 年。在 2022 年全年宏观经济下行压力较大的态势下,央行保持银行体系内资金充裕,以稳定金融市场,并于年内先后实施了两次降准、三次降息操作。2022 年 Shibor7 天利率在 1.38%-2.32% 区间运行,区间整体低于 2021 年,均值为 1.81%,较 2021 年均值大幅下降 37BP; 7 天银行间质押式回购加权利率在 1.44%-4.24% 区间运行,均值为 1.95%,较 2021 年均值下降 38BP。由于融资成本下降,市场杠杆率较高,年内票息策略依然表现较好。

2023 年由于经济下行压力较大,货币环境不会骤然收紧,流动性保持充裕是大概率。但 2022 年是 2017 年以来融资利率水平最低的年份,资金利率水平再下跌的空间不会大。且进入经济增速较快的时期,央行可能会有序地回收一部分流动性,因此 2023 年资金利率水平中枢应有小幅提高。

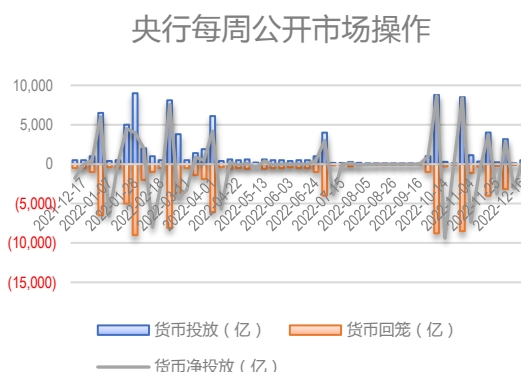
2022 年央行在公开市场操作的规模正常,对公开市场的干预减少。2023 年公开市场以灵活适度的精准量化流动性供应为主。

图 43: 7 天资金利率



数据来源: Wind、国元期货

图 44: 公开市场操作



数据来源: Wind、国元期货

(四)、金融数据高而不强

2022 年货币保持总量政策宽松,主要金融数据增速较 2022 年上升。2020 年货币政策超常宽松是在受新冠疫情影响的特殊经济环境下的举措,2021 年央行回收流动性稳定宏观杠杆率,2022 年宽货币对冲经济下行压力、刺激融资需求回升。

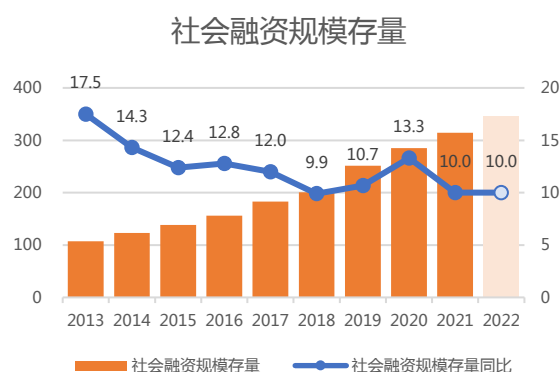
2022 年年内央行实施了多次降息降准措施。1 月 17 日央行下调 MLF 和 7 天逆回购利率 10BP,1 月 20 日非对称调降 LPR 报价,1 年期下调 10BP,5 年期以上下调 5BP。4 月 25 日央行实施全面降准 0.25%。5 月 20 日单独调降 5 年期 LPR 15 个基点至 4.45%。8 月 15 日下调了OMO、MLF 利率 10BP,22 日调降了 5 年期以上 LPR15BP 至 4.30%。12 月 5 日实施全面降准 0.25%。实施全面降息降准意在稳定经济增长,对冲上海、北京疫情的经济下行压力。自 2021 年 12 月本轮降息周期开启以来 1 年期、5 年期以上 LPR 报价分别累计下调 20、35 个基点,非对称调降 LPR 意在稳定房地产市场需求,助力经济企稳回升。

今年货币供应宽松力度不断加大,M2 增速不断走高,2022 年 11 月的 M2 增速已是 6 年高位。在年内也使用了抵押补充贷款、碳减排支持工具、科技创新再贷款、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、普惠小微贷款支持工具、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等阶段性工具。但年内信用扩张放缓,主要原

因在于地产及相关产业链调整，以及疫情影响下经济活力下降对居民与企业的融资意愿降低。央行推动信用扩张的效果还有待时间传导。

2022 年美联储推行了极度紧缩的货币政策对全球造成影响，年中美联储加息 7 次，累计加息 425 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 4.25%-4.5%。我国货币当局在复杂的国际形势与外部压力下，依然坚持“以我为主”的政策方针。形成了美国加息、中国降息的局面。2023 年延续今年的以我为主，内外兼顾。因此明年的货币政策环境基本稳定。政治局会议指出稳健的货币政策要精准有力。中央经济工作会议也指出“稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。”

图 45：社会融资规模存量



数据来源：Wind、国元期货

图 46：社会融资规模增量



数据来源：Wind、国元期货

11 月份金融数据弱于市场预期。2022 年 11 月社会融资规模存量 343.19 万亿，同比增长 10%；M2 余额 264.7 万亿，同比增长 12.4%；人民币贷款余额 212.59 万亿，同比增长 11%。社融、信贷增速小幅回落，主要是经济景气有所下降，融资需求回落。总体来看，虽然经济恢复势头不改，但需求偏弱经济下行压力仍存，经济恢复过程中依然面临诸多风险，因此货币政策大概率继续保持宽松助力内需走稳。

社会融资方面，年内社融增速在 10-11% 之间波动，四季度有明显的走弱。反映了经济活性渐次下降导致信用扩张需求逐步降低。11 月社会融资规模存量为 343.19 万亿，同比增长 10%，较上年同期下降 0.1 个百分点。分项来看同比上升的有：对实体经济发放人民币贷款余额 210.99 万亿元，同比增长 10.8%，较上年同期下降 1 个百分点；政府债券 59.91 万亿元，同比增长 15.4%，较上年同期上升 1 个百分点；企业债券 31.6 万亿元，同比增长 6.3%，较上年同期下降 1.4 个百分点；非金融企业境内股票 10.49 万亿元，同比增长 13.1%，较上年同期下降 0.9 个百分点；委托贷款 11.25 万亿元，同比增长 3.1%，较上年同期上升 4.9 个百分点。同比下降的有：信托贷款 3.82 万亿元，同比下降 20.6%，较上年同期降幅收窄 8.7 个百分点；未贴现的银行承兑汇票 2.72 万亿元，同比下降 13.8%，较上年同期降幅收窄 1.5 个百分点。社融增速小幅下降，其中人民币贷款、企业债券、股票等表内融资增速较去年回落。

从增量看，1-11 月社会融资规模增量为 30.49 万亿，同比多增 1.51 万亿。其中政府债券增加 6.84 万亿，同比多增 9937 亿元；人民币贷款增加 19.67 万亿，同比多增 5644 亿元；企业债券增加 2.51 万亿，同比少增 5594 亿。企业生产活动和中长期融资下降，政府债务融资上升。

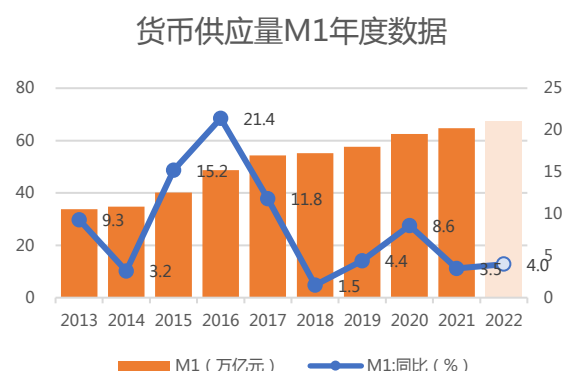
在政策的扶植与引导下，企业、居民部门的信贷融资需求正在逐步改善，但仍偏弱。央行维护经济增长保持货币政策扩张的方向不变，社融增速应能保持平稳增长。从需求方面考虑，2023 年社融增速将跟随经济景气回升有所提高。

图 47: M0



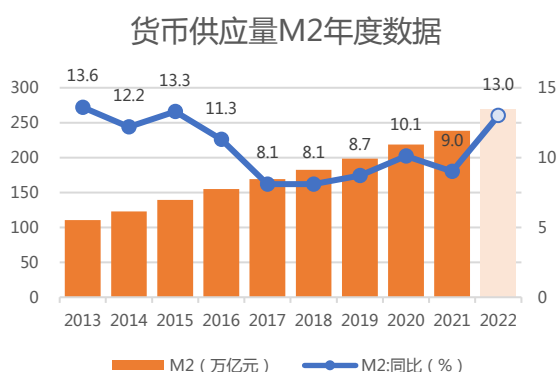
数据来源: Wind、国元期货

图 48: M1



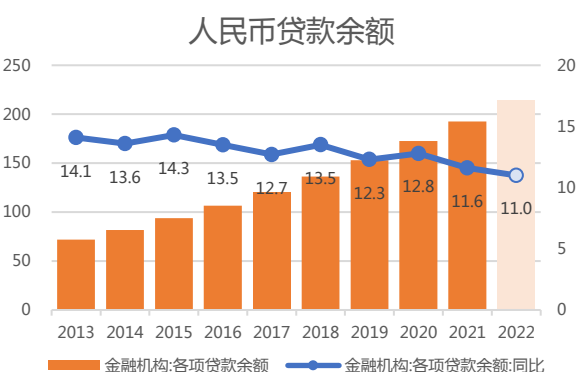
数据来源: Wind、国元期货

图 49: M2



数据来源: Wind、国元期货

图 50: 人民币贷款余额



数据来源: Wind、国元期货

货币供应方面, M0、M2 保持高增长, M1 增速持续较低。11 月末 M2 余额 264.7 万亿元, 同比增长 12.4%, 增速较上年同期上升 3.9 个百分点; M1 余额 66.7 万亿, 同比增长 4.6%, 增速较上年同期上升 1.6 个百分点; M0 余额 9.97 万亿, 同比增长 14.1%, 增速较上年同期上升 6.9 个百分点。货币供应增速整体较去年提高。M0 保持高增长, 货币投放充裕。M1 增速较低, 实体经济流动性仍需继续改善。M2 增速为 6 年高位, 央行货币政策保持宽松, 企业和居民预期偏弱、储蓄意愿较强。

2022 年货币供应整体充裕, 货币供应总量平稳增长。当前经济增长恢复缓慢, 货币政策稳增长权重较高, 货币供应宽松有利于在现阶段助力实体经济企稳回升, 符合央行政策方向。2023 年年初货币政策继续以稳增长目标为主, 待经济下行压力缓解后央行的货币政策将会适时调整。

存贷款方面, 2022 年贷款增速较去年下降, 存款增速较去年上升。存量看 11 月末人民币贷款余额 212.59 万亿, 同比增长 11%, 增速较上年同期下降 0.7 个百分点。增量看 1-11 月当月新增人民币贷款 19.9 万亿, 其中住户新增 3.65 万亿, 较上年同期减少 4.27 万亿, 企业新增 15.83 万亿, 较上年同期多增 3.81 万亿。居民信贷需求偏弱。11 月份人民币存款余额 257.78 万亿, 同比增长 11.6%, 增速较上年同期上升 3 个百分点, 存款增速为 2017 年来高点。增量看 1-11 月当月新增人民币存款 25.53 万亿, 其中住户新增 14.95 万亿、企业新增 4.91 万亿。居民与企业信用扩张意愿下降。

2023 年货币政策环境基本稳定，以我为主并且内外兼顾。货币政策稳增长的权重依然较高，流动性继续保持宽松，但降息空间有限，降准和结构性政策是主导。内部通胀对货币政策有一定影响。待经济增速提高，在中长期政策目标的权衡下，货币政策回归中性。整体而言 2023 年货币政策基调应较今年持稳，结构性政策发力，金融数据或小幅回落。

（五）、2023 年国债期货展望

从基本面来看，2023 年国内经济进入新的发展阶段，对于期债来说风险大于机会。2023 年中国经济终将恢复稳健增长，经济增速较 2022 年应有较为明显的提升，经济增速上行使得利率债承压。但年初阶段，经济景气尚低，生产处于淡季、消费有待恢复，基本面对期债价格有支撑，但同时市场宽信用的预期较强压制了期债的上涨空间。从价格指数方面来考虑，2023 年 CPI 总体温和不低，PPI 较 2022 年走低，通胀预期因素对国内市场的影响弱于经济增长因素，在当下来看不是 2023 年期债行情的主要矛盾。外部主要经济体流动性收缩的预期也已经转向。综合评估名义 GDP 增速，2023 年应较 2022 年有所回升，所以综合评估基本面对利率债的驱动偏空。因为经济运行的节奏与市场预期的节奏高低相错，且内、外部的风险因素仍存，基本面因素对明年债市行情的影响更为复杂，因此期债在 2023 年也难以出现比较流畅的空头行情。

从政策面来看，政策当局对明年经济形势好转的信心较强。2023 年的政策基调也是明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。从财政政策的角度，财政扩张力度较大则不利于期债多头。货币政策的影响较为复杂，总量保持宽松利好利率债，而“稳信用”、“宽信用”的政策导向对利率债价格有压制。

资金面来看，2023 年流动性宽松程度大体与 2022 年相当或略有变化。因此 2023 年资金利率水平中枢应较为稳定，波动区间较窄。持券成本尚可。

2023 年国债会在阶段性地承受不同方面的压力。它面临的重大风险就是经济增长超预期回升，第二大风险来自于宽信用的政策力度大超预期。整体而言 2023 年国债的下行风险大于上涨机会，以年度来看市场的波动性或将提高。

对于 2023 年期债行情的判断应以偏空震荡下行为主，高点、低点均应低于 2022 年，价格中枢整体下移。10 年期国债收益率有望向上突破 3%，在 2.8-3.0% 区间长期运行。短端则受资金面影响较大。

风险提示：

- 1、经济增长滑出合理区间，经济增速大幅放缓，需求下降企业盈利下滑。
- 2、涨价因素从食品领域向其他领域扩散，CPI 大幅走高，经济面临滞胀局面。
- 3、外部需求由于外部经济超预期下滑或者贸易争端引起大幅下降。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，
9 层 906、908B

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼
601-607

电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即
磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A
座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔
6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际
楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008
号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢
2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦
12 层西侧

电话：0475-6380818

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A
单元

电话：020-89816681