

2022 债市策略展望：不确定市场 寻找确定性投资机会



2021 为债券牛市，10 年国债收益率从 1 月末高点接近 3.30%，一路下行至年末 2.80%附近的低位，最大下行幅度达 50bp。出口高景气、财政节奏后置是上半年主线，地产周期下行是下半年货币政策由稳转向略偏松的导火索，除此之外，疫情、供给冲击及其带来的通胀风险，都对经济和市场形成了阶段性扰动。具体来看：

一季度利率先上后下，整体震荡。1-2 月央行逐步退出永煤事件后对流动性的维稳，叠加海外通胀预期推升美债利率，国债收益率明显走高。3 月下旬后，一是资金面回归正常；二是政府工作报告将全年 GDP 目标定在 6%以上、经济要求低；三是全球第三轮新冠疫情卷土重来，中美、中欧地缘政治关系负面消息增多，利率有所下行。

二季度利率基本单边下行。一方面，市场初步看到一季度 GDP 环比增速低于预期、PMI 连续两月回落等经济触顶的几个迹象；另一方面，更为重要的是，非标压缩持续推进、地方债供给量释放持续慢于预期，市场出现了结构性资产荒。进入 6 月后，PPI 快速走高压低市场风险偏好与美债利率明显下行交织作用，利率维持震荡。

三季度利率经历了快速下行-探底-小幅反弹的变化过程。7 月初始，央行意外宣布降准，市场开始形成对后续经济下行压力加大的一致预期，与此同时国内新一轮疫情蔓延、房地产销售回落推波助澜，10 年国债收益率一度下探到 2.80% 的年内低点。进入 8 月后，疫情风险逐步缓和，而降准后资金面并不如想象中宽松，利率跟随煤价的反弹逐步震荡走高。双碳限产，更是让市场对通胀的担忧上升到了一个新的高度。

四季度利率呈倒 V 型走势，12 月重回震荡期。四季度初，市场交易逻辑依旧落在供给不足带来的通胀担忧上，随着降准等预期中的宽松政策迟迟未落地，债市的恐慌情绪逐渐发酵。随后煤炭保供稳价政策助推煤价下跌、房地产民企陆续暴雷，市场关注点重回经济下行风险，政策表态宽松、降准提前至 12 月落地，海外奥密克戎新冠变异毒株为全球经济再次带来不确定性，利率降回年内低点附近。进入 12 月后，市场在进一步的宽信用和来年经济开门红的预期之间纠结犹豫，利率进入低位震荡期。

2022 经济展望政治大年下的经济基本面

2022 年，出口高基数难以维持、房地产周期向下惯性大、消费复苏持续受疫情拖累、基建托底力度有限，中国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，下行风险较大。中性预期下，全年 GDP 增速预计在 5.0%-5.5%，低于央行给出的 5.5% 潜在产出增速。具体来看：

出口端，2021 年前 11 个月美元计价出口同比增 31.1%，净出口拉动前三季度 GDP 增长 1.9 个百分点，远高于 2019 年 0.7% 的拉动率。强劲的外需支撑了工业生产、制造业投资、下游就业的改善，也为二、三季度的一系列改革提供了宝贵的时间窗口。

展望未来，2022 年上半年外贸还会受益于 2021 年未完成的订单需求，与此同时新冠疫情的扰动将持续，叠加价格因素的支撑，外贸仍有韧性。但我们认为随着疫苗及口服药研发进程的推进，下半年出口供需两侧的有利因素都会走弱，需求最大的风险在于海外财政补贴退坡后消费订单减少、商品消费转向服务消费，供给则会面临海外产能恢复、出口份额转移的问题，全年来看出口同比增速大概率回落至低位水平。

基建端，受益于高景气的出口，2021 年财政使用基建进行逆周期调控的必要性和意愿并不高，叠加优质项目储备不足的客观限制，财政支出后置特征明显，财政存款一路升到接近 7 万亿的历史新高水平，全年基建投资同比预计呈现零增长或小幅负增长。由于跨周期政策的安排，预计这部分后置的需求将在 2022 年初形成实物工作量，届时基建投资的反弹可期。但这并不意味着政府隐性债务管控的长期约束会放松，事实上，2018 年以来基建增速基本在 2%-4% 之间波动，2022 年基建高开低走的可能性较大，全年增速可能并不显著。

房地产端，政策底已现，但“开发商资金紧张-施工进度放缓-购房者担心烂尾、购房意愿下滑-政府为保交付加强预售资金监管、金融机构担心债务风险信用收缩-开发商资金进一步紧张”的恶性循环还未被打破，基本面底仍需等待些时日。本轮民营地产企业出清的背后蕴含着房地产行业运行制度的深刻变革，过去高杠杆高周转的营业模式将明显调整，17 万亿的商品房年销售面积也终将向正常水平回归，我们参考 2014-2015 年房地产行业变化后 2015 年房地产投资增速降至 1% 附近，2022 年全年房地产投资增速不容乐观。

制造业端，历史上制造业投资走势与出口周期基本一致，超预期的出口表现支撑 2021 年制造业投资实现了超 10%的同比增速。基于我们对 2022 年出口前高后低的判断，考虑到企业利润保护垫及政策，对高新技术产业投资的强支持力度，我们认为 2022 年制造业投资，还将成为固定资产投资的主要支撑，但边际上可能走出先上后下的曲线，全年增速可能回归到 5%-6%的水平。

消费端，2021 年消费复苏始终不及预期，这既受到疫情反复出现的干扰，也与收入恢复慢、收入差距拉大，抑制居民消费意愿有关，这也是我们在今年看到，政府坚决推出共同富裕一系列政策的背后原因。展望 2022 年，阻碍消费增长的第一层干扰有望褪去，但第二层收入不足、消费意愿等深层次问题难以解决，我们倾向于认为社零会出现反弹，但幅度有限，社零全年增速难以回归疫情前 8%-9%的正常水平，预计全年运行中枢落在 5%-6%之间。

通胀方面，中央经济工作会议强调“正确认识和把握初级产品供给保障”、“正确认识和把握碳达峰碳中和”、“坚决防止简单化、乱作为”，预计类似三季度的上游资源品供给短缺现象不会再现，PPI 同比增速随着基数的变化有望持续回落，四季度有转负风险。内需不强是本轮 PPI 向下游传导不畅的主要原因，CPI 波动主要受猪周期影响，预计明年二季度见到猪周期拐点，由于猪油并不共振，CPI 同比预计温和上涨，下半年部分月份有破 3 风险，通胀不会成为货币政策掣肘。

2022 货币与财政政策—货币政策稳中略松，财政政策保持积极

2022 年政府对于稳增长诉求将会明显提升，这主要有两大层面的考虑，政治上有二十大换届，经济上有中美经济增速差明显收窄。目前 OECD、IMF

等国际组织给出的 2022 年 GDP 测算中 ,中美经济增速差大约在 0.5%-1.5% ,为 2000 年以来最低值。因此我们看到 , 12 月中央经济工作会议里有 25 处提到 “稳” , 强调 “坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求...推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长” , 换句话说经济增速有底线。

货币政策稳中略松。货币政策的总量宽松操作如降准、降息 , 预计还会陆续落地 , 对应两个观察时间窗口 :

一是一季度尤其是两会前 , 在此阶段考虑到财政货币政策的协调作用及货币政策较短的决策时滞 , 货币政策有望加码先尝试托底经济 ;

二是下半年 , 进入政策观察期之后 , 如果经济表现不及预期 , 货币政策仍有希望再度宽松。除此之外 , 结构性工具仍是货币政策重点 , 宽信用目标在碳中和领域 , 对应碳减排支持工具成为央行投放基础货币的重要渠道。美联储货币政策收紧 (包括 taper 加速和加息) 对国内政策影响不大。首先 , 因为美国收紧主要与其通胀压力加大有关 , 但我国明年通胀预计可控 ; 其次 , 中美经济周期错位 , 货币政策以我为主 , 历史上美国加息将在一定程度上限制我国降息政策的推出 , 但其他宽货币政策受影响较小。

资金面中性偏松 , DR007 继续以 7 天逆回购利率为中枢进行波动。由于金融机构备付水平及预防性资金需求的减少 , 2021 年低超储率和稳资金面并存 , 市场根据流动性总量变化 , 判断银行间资金面松紧的方法失效 , DR007 成为衡量央行货币政策态度的合意指标。2021 年前三季度 DR007 均值分别为 2.21%、2.16%和 2.16% , 体现央行的逆周期预调微调。

展望 2022 年 , 经济下行压力仍然较大 , 货币政策稳中略松的基调之下 , 资金面也有望维持中性偏松的状态 , 全年 DR007 均值略低于 7 天逆回购政策

利率。但在此过程中，央行对于银行间市场杠杆的容忍度存在上限，警惕高杠杆带来的政策短期调整风险。

财政政策将继续保持积极态度。我们认为经济增速低于潜在产出的背景下，逆周期调控力度有必要加码，财政赤字率预计在 3%-3.2%，对应财政赤字规模约 3.7-3.9 万亿，较 2021 年增加 1000-3000 亿左右。考虑到 2021 年部分新增专项债资金被结转到 2022 年使用，且政府对专项债资金使用情况管理趋严，2022 年新增专项债规模与 2021 年持平或略增长的概率大，预计国债地方债新增发行 7.4-7.5 万亿。节奏上，财政支出前置是确定性事件，财政托底经济效果前高后低的可能性大。

2022 债市投资展望杠杆票息策略仍是不错的选择

利率债方面，我们认为 2022 年利率延续震荡格局，走势呈倒 N 型、一波三折，主要受宽货币与宽信用此消彼长的影响。具体来看，货币政策的决策时滞短于财政政策，经济下行压力加大的背景下，年初降准降息有望先行，带动利率出现第一波下行。随后基建等宽财政陆续跟上，社融、经济增速均出现反弹，开门红提升市场宽信用预期，叠加美联储货币收紧预期发酵，利率随之上行。但由于长周期的房住不炒、隐性债务管控大政策方向不变，政策托而不举，且经济潜在增速中期回落，GDP 和 PPI 共同放缓影响下，利率会再度走低。经济弹性不足，决定第二利率阶段反弹的力度有限，而年内利率的下行空间则主要取决于经济底部的位置。

信用债方面，2022 年宽信用大背景下，信用风险整体可控。房地产周期下行未结束，行业信用风险出清未完成，地产债避险为主，投资向高等级国企集中。城投债内部分化或会加剧，一方面地方政府土地出让收入下滑，增加高

债务地区资金压力，尾部城投基本面恶化；另一方面基建托底配套融资需求，会使得城投融资端出现松动，政策上稳增长目标优先于防风险，城投监管政策料不会明显收紧，中高资质城投仍有不错的投资机会。煤钢等资源品价格预计较 2021 年下移，但中长期而言双碳政策存在对供给的硬约束，大宗商品价格中枢将高于疫情前水平，依然看好国企产业债表现。

可转债方面，目前转债市场的整体估值水平略偏高，但高估值有其合理性，无需过度担忧估值问题。2022 年预计是盈利下行+估值提升的组合，正股和转债结构性行情多于指数性机会，需要结合自上而下和自下而上做板块和个券轮动。板块选择上，PPI-CPI 剪刀差收敛确定性强，建议关注中下游盈利修复的消费板块；基建和地产板块可博弈政策带来的景气度回暖，但需注意及时止盈；高景气的新能源、军工板块估值较高，需精选个券；此外，也可适当关注汽车、旅游等困境反转板块，专精特新、国企改革等投资主题机会。

投资策略方面，资金面平稳决定杠杆票息策略仍是不错的选择，建议维持中性略高的杠杆，保持对银行间市场回购成交量等央行潜在政策锚点的关注。跨周期政策框架下，经济及政策浮动范围缩窄，利率债波段交易难度加大，建议拉长交易时间，抓住 10 年国债收益率 3.0%以上的交易机会。券种选择上，关注城投债与资源类产业债投资机会，中高评级城投债可小幅拉长久期，中低等级城投债短久期为主，资质不过度下沉；可转债根据板块轮动判断做阶段性交易以增厚产品收益。

风险提示 :基金有风险 ,投资需谨慎。本材料的信息均来源于已公开的资料 ,对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点 ,在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果 ,也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。

中加基金管理有限公司
BANK OF CHINA MITSUBISHI ASSET MANAGEMENT CO., LTD.

拥抱不确定 找寻投资之锚

中加固收天团债市展望

魏泰源 基金经理
王霁 基金经理
张楠 副主管 基金经理
于跃 基金经理
闫沛贤 中加固收天团领军人
杨宇俊 主管 基金经理
袁素 基金经理
颜灵珊 基金经理

行稳致远 进而有为

中加基金2022投资展望