

关注经济预期的修正

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

一、2022 年三季度债券市场回顾

7 月至 8 月的债券收益率呈下行态势，主要反映了地产下行和疫情反复打压之下，债券市场对短期经济承压的预期，同时流动性维持宽松也提供了重要支持。从利率下行过程来看，经历了三个阶段：

1、阶段一：7 月初，收益率松动下行，触发因素是疫情反复与地产下行的双重打击，市场对经济增长的预期从乐观转向保守。

回顾整个 6 月债市明显调整，是因为上海疫情逐步缓解带动经济预期好转，加之稳经济一揽子政策措施的 6 方面、33 项具体措施推动落实，市场认为经济有望进入持续爬坡过程。然而 7 月上旬的两个事件打破了原本的路径，一是疫情卷土重来，BA.5 变异株出现本地病例，国内疫情多发散发；二是地产负面事件开始发酵，引发地产板块大跌。市场重新评估经济复苏基础并不稳固，以及资金面宽松将持续更长时间。这一阶段，10 年国开债收益率自 7 月 7 日最高点 3.09% 回落至 7 月 19 日 3.05%，与 10 年国债利差基本稳定，交易情绪仍偏中性。

2、阶段二：7 月中下旬，收益率进入快速下行通道，触发因素是官方不再强调完成全年目标，市场对经济承压的预期从短期向中期维度延伸。

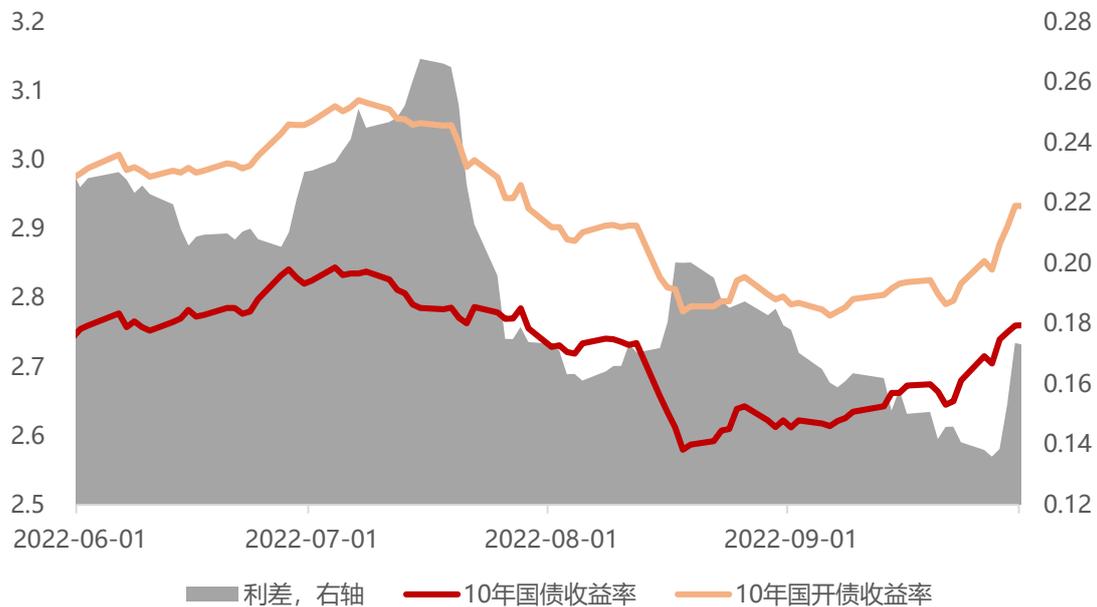
7 月 20 日总理参加世界经济论坛发言“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施”、“争取全年经济发展达到较好水平”，7 月 29 日中央政治局会议正式定调“力争实现最好结果”，这一要求与 4 月底“努力实现全年预期目标”相比更加温和，市场对全年经济增速目标下修，带动利率快速下行。期间，地产负面事件持续发酵、商品房销售降温、票据利率跳水、地缘政治风险上升等，经济承压预期在短期和中期维度上均得以强化。这一阶段，10 年国开债收益率自 7 月 19 日 3.05% 一路下行至 8 月 4 日 2.88%，先后突破 3.0% 和 2.9% 两个整数关口，与 10 年国债利差自 27BP 大幅压缩至 16BP，交易情绪明显升温。

3、阶段三：8 月中下旬，收益率达到年内新低，触发因素是信贷数据塌方和央行意外降息，市场对经济承压的预期达到高潮。

8月12日发布的7月信贷数据比预期更为疲弱，新增人民币贷款6790亿，同比少增4042亿，同比降幅仅次于今年4月，显示货币政策时隔三个月又到了亟需发力的时刻。在此背景下，8月15日央行宣布下调7天OMO和1年MLF利率各10BP至2.0%和2.75%，8月20日公布的1年和5年LPR报价分别下降5BP和15BP至3.65%和4.30%。这一阶段，10年国开债收益率自8月12日2.91%快速下行至8月18日2.78%，与政策利率下调幅度（10BP）基本相当，达到年内新低水平，与此同时国债利差反而小幅走扩至20BP，交易情绪悄然退坡。

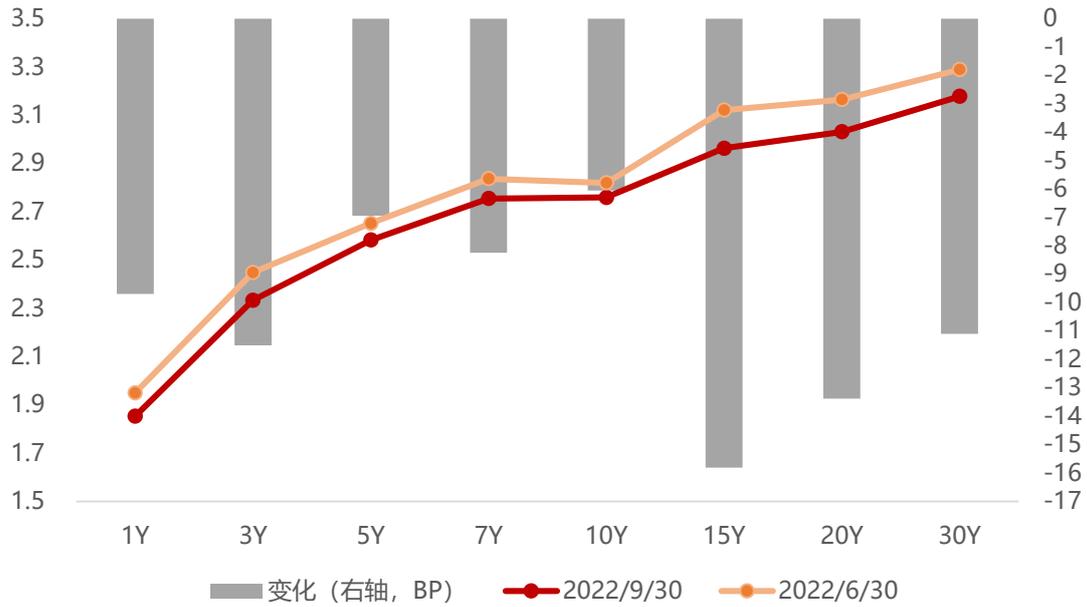
9月以来，债券收益率底部调整。一方面是由于降息过后汇率贬值压力有所抬升，人民币跌破7，削弱了短期内再次降息的条件，资金面边际收敛；另一方面是由于降息过后紧跟着的是新一轮稳增长接续政策出台，地产救助进度明显加快，加之9月公布的8月经济数据弱企稳，市场对经济承压的预期边际修复，并一度向讨论地产政策以及疫情发展的转向演绎，带动利率低位回升。

图 1：三季度利率债收益率走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

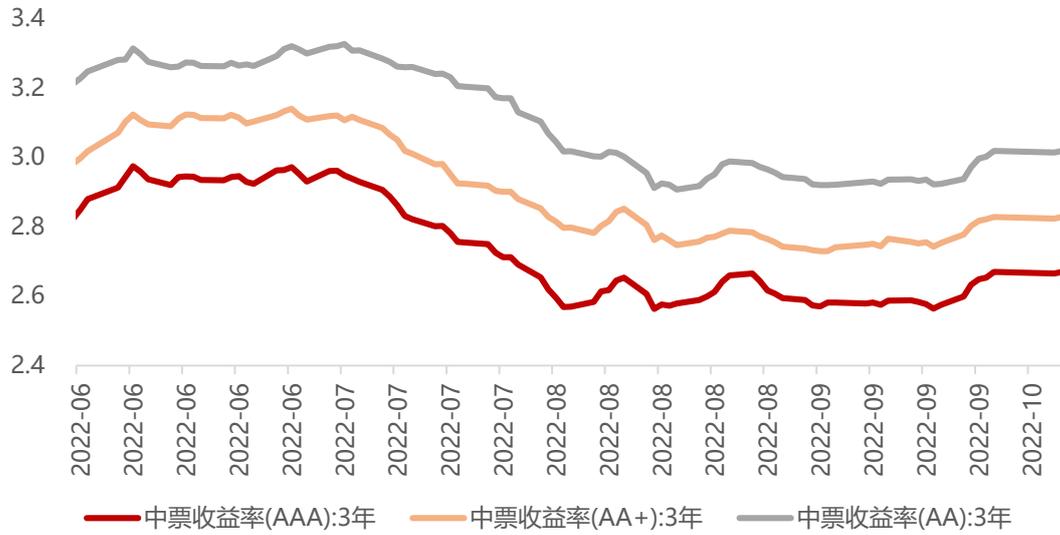
图 2：三季度利率债收益率变动



数据来源：Wind，东方红资产管理

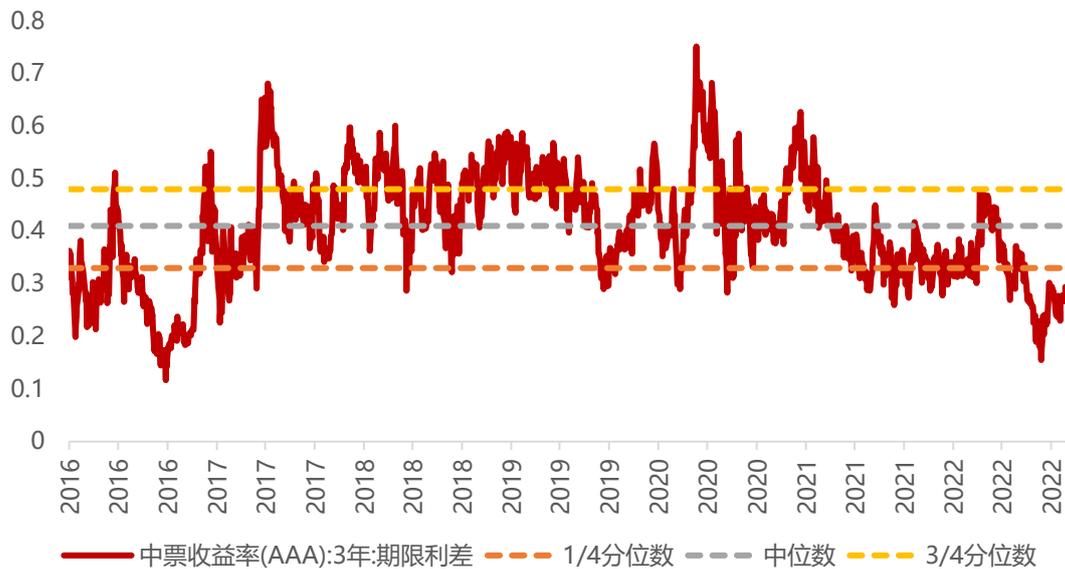
信用债方面,3 年期 AAA 信用债估值先下后稳,自 7 月初高点 2.96%快速下行至 8 月初低点 2.57%, 下行幅度近 40BP, 随后呈现区间窄幅波动特征, 震幅区间约 10BP, 利差方面则维持在 30BP 以下的历史中性偏低位置, 配置性价比有限; 同时, 9 月以来包括云南、贵州、甘肃等地平台舆情不断, 而 AA 城投债维持在 3%以下收益率水平, 部分主体定价同企业基本面的脱钩状态延续, 建议 10 月谨慎下沉、谨慎追高, 在流动性未有明显收紧预期的环境下通过杠杆维持标准配置。而四季度为传统信用债出险频发的时间, 目前位置下并不建议通过超配信用债获取久期收益, 总体维持多看少动、控制信用久期风险的判断。

图 3：三季度信用债收益率走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 4：三季度信用利差走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

二、2022 年四季度投资展望

1. 内需边际改善，外需继续承压

8 月以来内需总体边际改善，并未进一步恶化：基建投资向实物工作量转化

的速度明显加快，带动基建产业链的生产和投资；8月实际社零同比转正，结束此前连续5个月为负；8-9月地产销售面积同比降幅持续收窄；9月制造业PMI回升至荣枯线以上，累计同比为2021年5月以来首度回升，新订单分项在新出口订单分项大降1.1pct的情况下依然回升0.6pct。但外需明显承压：8月出口同比增速陡降，9月出口数据大概率会进一步回落，美联储货币政策紧缩对国内经济的溢出效应已经显现。展望2022Q4，宏观经济可能继续逆转2020年疫情爆发以来内需弱、出口强的局面，呈现内需升温而外需趋冷的态势。

消费方面，大部分疫情期间失去的消费需求无法再以报复性消费的方式重现，但疫情对消费需求的压制过多，随着疫情逐步缓解，消费需求反弹可期。2020年疫情爆发以来，消费需求的变化可以概括为三个阶段：阶段I，2020Q1消费的绝对水平（用基于季调后社零环比的社零定基指数来表征）陡降，并在2020Q2-Q3快速修复，且修复斜率高于疫情前的自然增长；阶段II，2020Q4-2021H1消费继续修复，但修复斜率较2020Q2-Q3已大幅放缓，且在2021Q3消费的绝对水平再度下降；阶段III，2021Q4-2022年2月消费再度修复，但修复斜率较阶段I和II又进一步下降，且消费的绝对水平在2022年3-5月间受疫情冲击而再次下降。尽管6月消费大幅回升，但受全国疫情散发的影响，7-8月消费的绝对水平又开始环比回落。类比消费在阶段I和III的受损→修复历程，随着疫情逐步缓解，后续消费需求有望迎来一定程度的反弹。另一方面，随着房地产监管政策的松动，加上金融条件的支持，5月以来地产销售整体边际改善，这也大概率将带动建材、家电、家具等地产后周期产品的消费修复。

投资方面，

1) 基建投资：8月以来水泥价格见底回升，水泥和沥青出货量亦持续回升，显示基建投资向实物工作量转化的速度在加快，这会带动基建产业链的生产和投资。资本金来源方面，目前在一般公共预算和政府性基金两个来源之外，又新增了3,000亿元（6月30日国常会）+3,000亿元以上（8月24日国常会）的政策性开发性金融工具作为基建项目资本金来源，相当于给基建项目资本金“开源”。项目来源方面，今年基建项目的申报范围亦有所扩大：根据监管要求，地方申报2022年第三批地方政府专项债项目时，在交通基础设施、能源、保障性安居工程等既有9大领域的基础上，将新型基础设施、新能源项目纳入申报范围，相当于

给基建项目“扩容”。开源扩容并举，预计 2022 年全年基建投资增速在 10%左右。

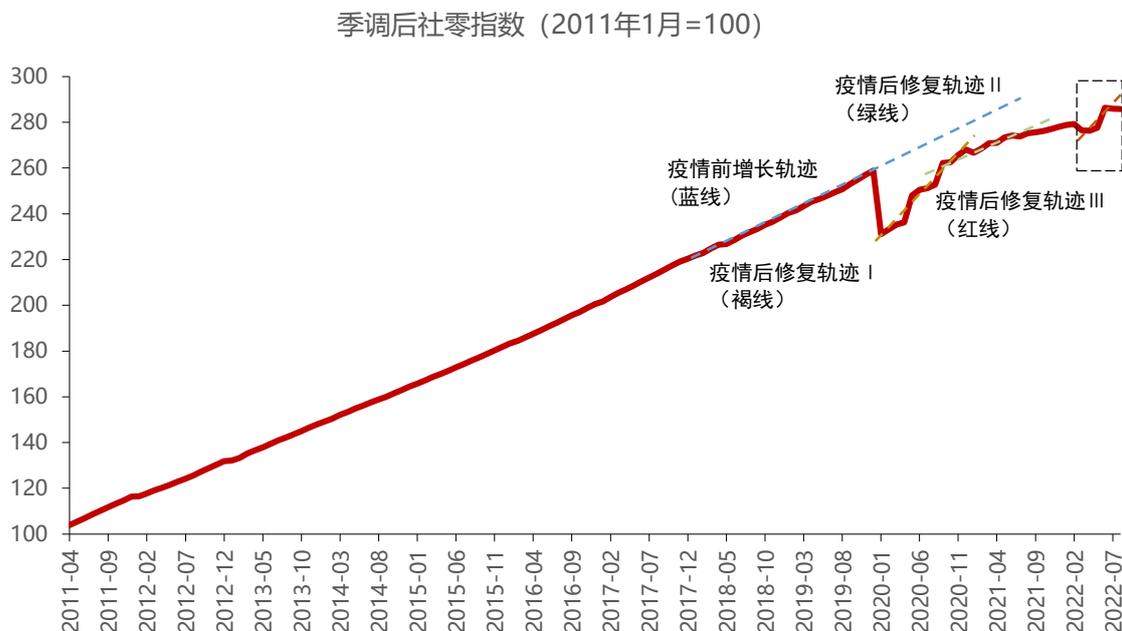
2) 制造业投资：从历史数据看，实际进/出口、二产投资、工业企业利润基本同周期变化。8 月名义出口同比+7.1%，较前值-10.9pct，扣除价格因素的实际出口同比已深度转负。结合 9 月制造业 PMI 新出口订单分项大幅下降 1.1pct，以及韩国和越南 9 月出口同比增速相较 8 月都明显回落来看，9 月中国名义和实际出口可能进一步走弱，且在美联储为抑制通胀而实施的激进的紧缩货币政策下，外需偏弱在今明两年可能会成为一种常态。这会抑制出口产业链企业扩大资本开支的意愿（经济意义上，判断企业资本开支意愿，不应看名义出口和利润，而应该看实际出口和产能利用率，因为扩大资本开支进而提升产能，势必发生在产能不足、产量无法满足需求时。当产能利用率不高时，即使销售和利润情况再好，企业也没有必要扩大资本开支）。

3) 地产投资：5 月以来地产销售整体边际改善，对提升地产企业投资意愿有一定帮助，但受制于各地预售资金监管仍较为严格，放松力度较小，地产企业仍缺乏投资能力。对后续地产投资表现仍应保持谨慎。

出口方面，即使国内与海外存在显著能源价差，使得海外一部分成本较高的中上游产能被迫退出市场，以及依赖这部分供应链的下游产能也被迫停减产，从而为国内出口企业留下了市场空间，但海外终端需求是在走弱的，因此出口仍面临压力。在海外需求保持稳定，甚至增长的情况下，海外高成本产能退出确实可以为中国出口企业留下空间。但如果海外需求后续萎缩速度足够快，海外高成本产能退出反而更有利于海外市场出清，留给中国企业填补缺口的空间反而不大。因此，要指望中国提升市场份额来将出口增速维持在高位，需要有海外需求不太差作为充分条件。实际上，海外渠道需求和终端需求都在走弱：渠道需求方面，历史上美国 ISM 制造业 PMI 对美国季调后库存总额同比有一定的领先性，后者从 2020 年下半年以来即持续回升，而前者在 2021Q1 见顶后即处于持续回落中，目前两者已形成较大缺口。这表明渠道的库存相对终端需求而言已经显得过多，后续有主动去库压力，将会表现为美国渠道商进口需求的下降。终端需求方面，2021Q1 美国季调后商品实际消费支出折年数见顶，此后整体回落。在美联储实施激进的紧缩货币政策的背景下，考虑到目前美国个人储蓄存款占可支配收入的

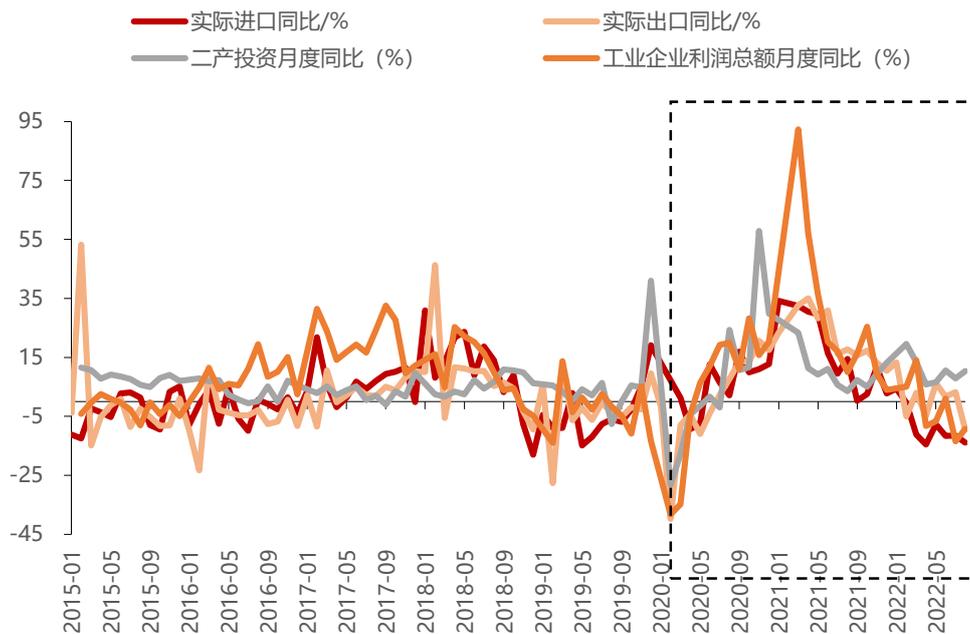
比例已经低于疫情前，美国密歇根大学消费者信心指数也已降至谷底，终端需求持续面临压力。

图 5：2020 年疫情爆发以来的几波消费需求受损→修复



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 6：实际进/出口、二产投资、工业企业利润基本同周期变化



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 7：美国渠道的库存相对终端需求而言已经显得过多



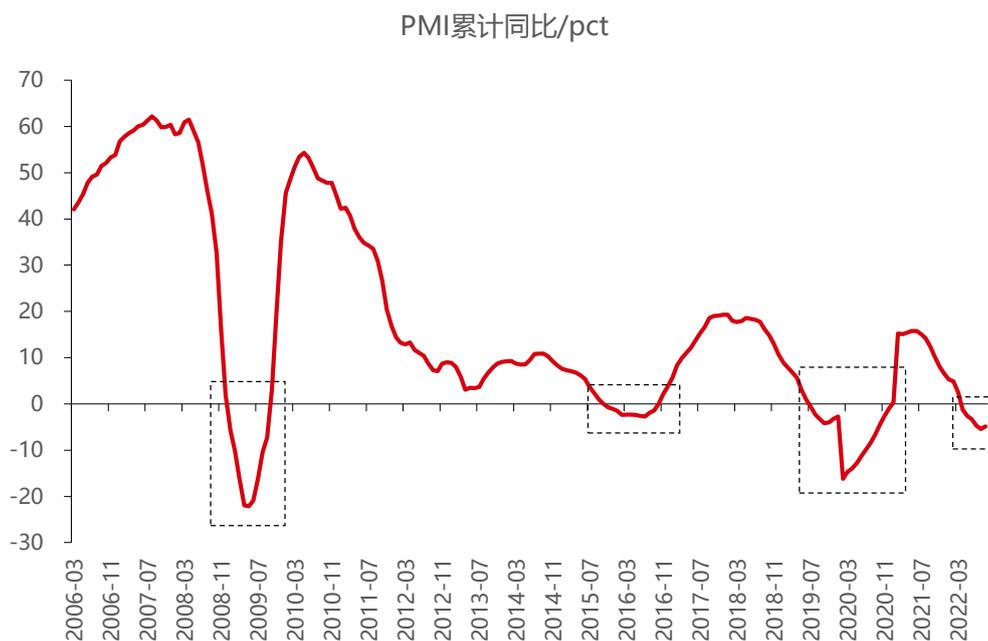
数据来源：Wind、东方红资产管理

图 8：美国个人储蓄存款占可支配收入的比例已经低于疫情前



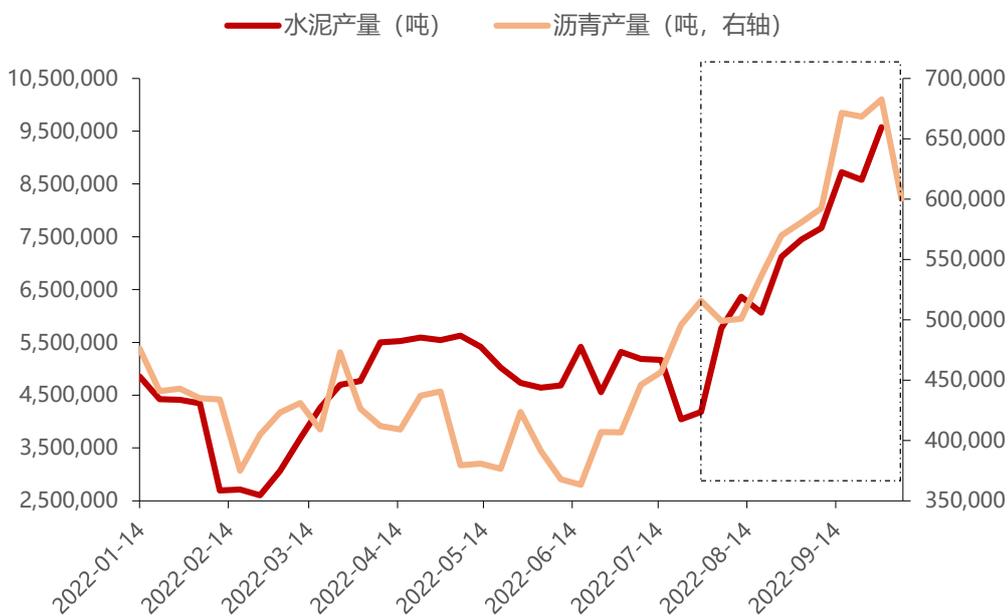
数据来源：Wind、东方红资产管理

图 9：2022 年 9 月制造业 PMI 累计同比系 2021 年 5 月以来首度回升



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 10：基建投资向实物工作量转化的速度加快



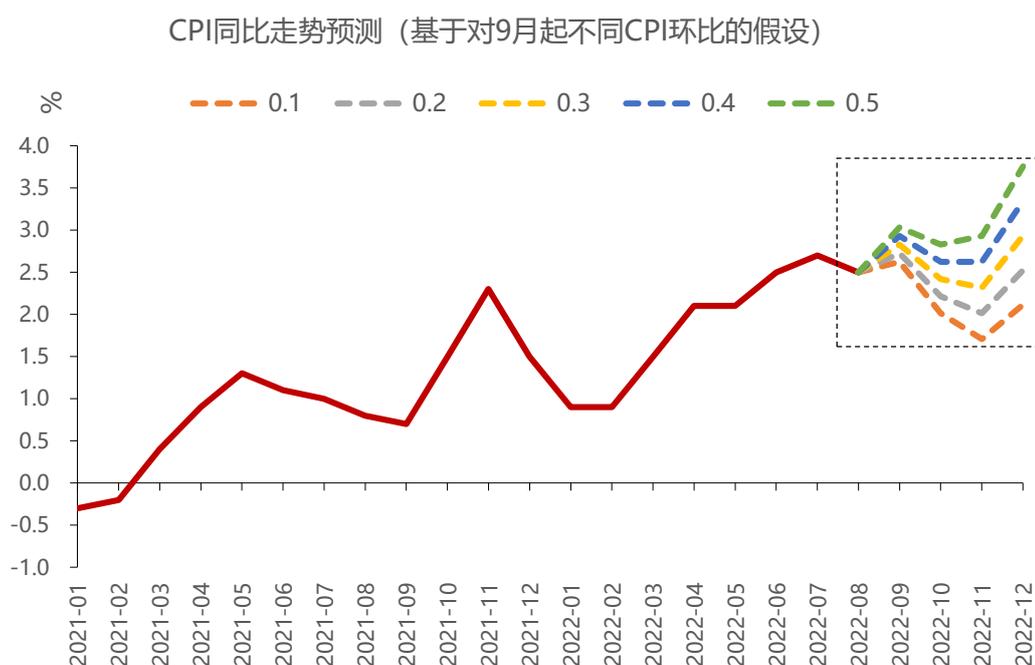
数据来源：Wind、东方红资产管理

2. 预计 2022Q4 的 CPI 同比中枢在 2.6%左右，PPI 同比中枢在-1.5%左右

CPI 方面，目前除个别上市猪企出栏进度较快外，其他上市猪企出栏进度总体符合季节性，Q2-Q3 的高猪价对生猪出栏的负面影响有限。随着 Q4 猪肉消费旺季的来临，存栏生猪完全可以以高价出栏而不会对猪价形成太大压力，后续生猪价格有较大可能会维持强势。且刚性需求（腌腊等）的大幅上升有可能将猪价推涨至新高。非食品消费需求的回升亦将带动核心 CPI 同比回升。综合来看，预计 2022Q4 的 CPI 同比中枢在 2.6%左右。

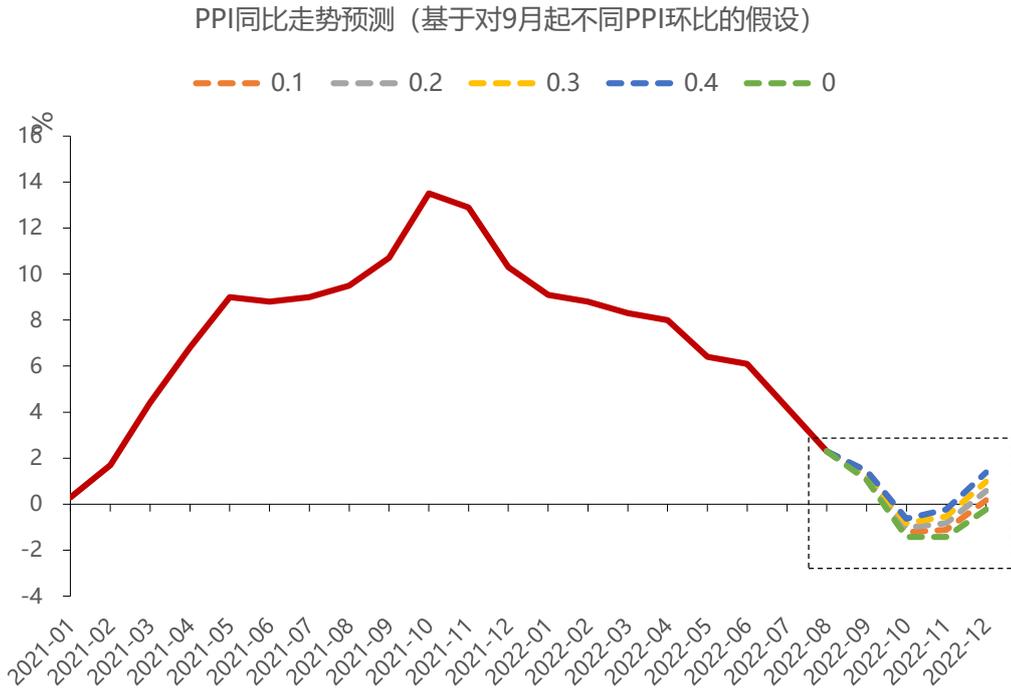
PPI 方面，考虑到俄乌在核心利益上存在难以调和的冲突，乌克兰在持续获得西方国家援助的情况下甚至可以取得局部对俄优势，而俄国也通过部分动员提升应对水平，预计俄乌战争长期化，乃至西方对俄制裁长期化的可能性也较大。从 10 月 5 日 OPEC+ 决定 11 月起日均减产 200 万桶来看，OPEC+ 也有意将油价维持在高位。因此预计年内原油价格仍会保持在相对高位。边际上，随着市场逐渐计入美联储激进的紧缩货币政策给美国经济带来的衰退风险，以及对全球经济的外溢效应，大宗商品价格也有一定的回调压力。预计 2022Q4 的 PPI 同比中枢在 -1.5%左右。

图 11：预计 2022Q4 的 CPI 同比中枢在 2.6%左右



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 12：预计 2022Q4 的 PPI 同比中枢在-1.5%左右



数据来源：Wind、东方红资产管理

3. 货币和财政政策维持积极取向

强美元背景下，非美货币贬值压力抬升。8月中旬以来，人民币中间价从6.7一度贬到突破7.2，中间有三段最为急促的贬值，分别是8月15日人民银行降息、9月13日美国CPI超预期引发美联储加息预期上升、9月22日美联储75BP加息落地后紧缩恐慌高烧不退，可见中美货币政策分化是本轮贬值的直接原因。如果对比始于8月中旬与4月中旬的两轮贬值，区别在于本轮贬值过程中，人民币对美元的贬值幅度明显大于对一篮子货币的贬值幅度。换言之，除人民币外，其他非美货币的承压亦重，强美元的结束大抵才是非美货币贬值的终点。

对于美联储而言，坚持加息直到达成通胀目标的立场很明确。联邦基金期货显示后面四次FOMC会议（11月→12月→2月→3月）的加息路径为75→50→25→0BP，对应2022年为4.25%-4.5%，2023年为4.5%-4.75%，与SEP中的预期中位数吻合。这一加息路径也并不是一成不变，美联储货币政策目标体系里的四要素：经济增长、就业、通胀和利率目标，唯有通胀是首要目标，是清晰的、确定不变的，其他三者都是根据通胀形势可以牺牲和调整的。

对于人行而言，立场也很明确，我国作为超大型经济体，国内货币和金融状况主要由国内因素决定，货币政策会继续坚持“以我为主”的取向，兼顾内外平衡。“以我为主”是以国内的稳增长目标为主，央行需要为稳定宏观经济大盘、保持经济运行在合理区间提供适宜的货币环境，不会轻易改变宽松的立场。鉴于当前处于稳增长吃劲的关头，如果货币就此收紧，地产困境加剧，经济增长加速放缓，那么汇率可能会跌得更多，所以央行多个场合强调“货币政策空间充足”和“政策工具丰富”，以平复市场情绪。至于内外平衡，一方面，短期内可能回避二次降息，以避免与强美元形成冲突从而加剧贬值压力，后续寻找汇率相对稳定的时机，更适合开展进一步的宽松动作；另一方面，稳定汇率的手段继续使用。比如人民币中间价连续显著偏强的天数已经打破 2019 年以来最长持续偏强记录，说明央行通过调升中间价纠正贬值预期。后续包括口头警告和窗口指导、调整外汇存款准备金率、调整远期售汇风险准备金、收紧离岸人民币流动性、加强跨境资本流动宏观审慎管理等都在工具箱内，都是成熟工具，不排除陆续拿出来使用。

总结而言，货币政策方面，尽管当前 M2 增速已经来到 2016 年以来的高位，但信贷同比增速仍在底部，宽货币仍远未带来宽信用。5 月以来地产销售尽管有边际改善，但仍远未回到正常水平。因此在宽信用和稳增长目标要求下，预计年内货币政策收紧的可能性不大，有望继续维持积极取向。

财政政策方面，9 月 7 日国常会决定依法盘活地方 2019 年以来结存的 5,000 多亿元专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配，并向成熟项目多的地区倾斜，要求各地在 10 月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。会议还决定对部分领域设备更新改造贷款给予阶段性财政贴息，同时部署阶段性支持企业创新的减税政策。政策层面还通过 3,000 亿元（6 月 30 日国常会）+3,000 亿元以上（8 月 24 日国常会）的政策性开发性金融工具这样的准财政手段支持基建投资。年内财政政策有望继续维持积极取向。

三、2022 年四季度债券投资策略

展望后市，利率走势取决于经济承压的预期在多大程度上得以修正。

短期维度上，关注经济改善的连续性。8 月底新一轮稳增长接续措施出台后，经济数据已经两个月弱企稳，制造业 PMI 两连升。目前市场对于后市经济抱有一

定乐观预期，主要依据是：局地疫情和“高温限电”消退后，生产强度有望提高；新增专项债和政策性开发性金融工具额度下达后，基建领域的实物工作量有望加快形成；中央地产政策三箭齐发，地方地产政策继续加码，保交楼工作亦在落实过程中。相对地，不确定性因素是疫情反复的影响能否最小化。如果经济数据能够改变年初以来“一波三折”的状态，实现具有一定持续性和方向性的改善，则有利于提振市场信心；若不然，债市将延续底部震荡行情。

中期维度上，关注地产和防控政策在全国层面是否有新内容出现，以及年底中央经济工作会议对明年经济工作和宏观调控的定调，这是决定未来利率走势的底层因素。目前防控适用的第九版方案是针对变异株的首个版本，在病例报告和发现、确诊和出院标准、人群隔离标准方面做了更科学的修订。经过一段时间的探索实践，不排除未来有继续优化空间，以寻求经济与防控的更优平衡。

流动性方面，稳增长要求货币政策坚持宽松立场，隔夜利率可能小幅抬升、仍远低于政策利率。降息方面，鉴于8月降息后汇率波动较大，若年内经济不再超预期下行，二次降息概率偏低，避免与强美元形成正面冲突；降准方面，概率高于降息，冲突性更低，且明年1月前到期的超万亿MLF有降准置换空间。总体而言，货币拐点落后于经济拐点，资金面预计变动不大，维持平稳偏松。

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的投资建议或承诺。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，应自主做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。