

相关研究

《新中枢，低波动——2022 年利率债年度投资策略》2021.12.02

《稳步前行，顺势而为——可转债 2021 年度投资策略》2020.12.01

《稳字当头，静待拐点——2021 年利率债年度投资策略》2020.11.29

## 新中枢，低波动 ——2022 年利率债年度投资策略

### 投资要点：

- **2022 年展望：新中枢、低波动**
- 经济进入高质量发展阶段，政策跨周期调节，央行公开市场操作频率增加，利率中枢与波动率均趋于下降。
- 稳增长难度加大，通胀较为温和，政策以我为主，基本面支持货币偏松。央行去掉“闸门”表态偏松，总量宽松工具让位于结构性工具，从置换角度来看明年降准可能还有，降息还有待观察。
- 明年利率大方向可能是先下后上，中间有波段机会。上半年定向式宽货币+结构性宽信用，宽信用斜率较缓，债市胜率仍高。随着宽信用逐步启动，债市或面临牛转熊压力。
- 中性假设下利率区间可能是 2.7~3.1%（乐观情况 2.6~3.0%，悲观情况 2.8~3.2%），若利率接近 3.0%建议配置户加大配置力度。
- 机构“抢跑”或带来利率波动加大与拐点的提前，若宽信用迟迟疲软则拐点可能延后。机构行为研究越来越受到重视，加剧投资行为的一致性，行情转换频繁。
- 比价角度看，股债比价相对均衡，短端利率制约长端与套息。二级资本债流动性改善，交易价值提升，建议 5 年 AAA 二级资本债利差在 55-60BP 左右关注配置价值。

分析师:姜珮珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:孙丽萍

Tel:(021)23154124

Email:slp13219@htsec.com

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1. 回顾与反思：利率债投资的五大难点 .....                            | 7  |
| 1.1 21 年回顾：稳稳的资金，“提前”的牛市 .....                       | 7  |
| 1.2 今年债市回报不低，为何普遍反映难做？ .....                         | 7  |
| 1.2.1 原因 1：债市主线不断切换，疫情反复扰动且不可测，货币政策预期差<br>一直都有 ..... | 8  |
| 1.2.2 原因 2：年初开门红遭遇合意资产供给放缓，催生资产荒 .....               | 8  |
| 1.2.3 原因 3：2021 年传统分析框架似乎失效 .....                    | 9  |
| 1.2.4 原因 4 和 5：政策框架转变、一些情绪指标失效 .....                 | 9  |
| 1.3 货币信用框架依然适用 .....                                 | 10 |
| 1.4 货币信用周期的划分 .....                                  | 10 |
| 2. 货币政策偏松，重结构轻总量 .....                               | 11 |
| 2.1 稳增长难度加大，基本面支持货币偏松 .....                          | 11 |
| 2.2 全球经济仍在复苏，但势头减弱 .....                             | 11 |
| 2.3 出口对经济的拉动向常态化回归 .....                             | 12 |
| 2.4 制造业投资高增乏力，地产投资或成主要拖累 .....                       | 13 |
| 2.5 基建投资托底经济，消费“元气”逐渐恢复 .....                        | 13 |
| 2.6 明年上半年基本面回落指向宽货币政策延续 .....                        | 14 |
| 2.7 美国加息预期升温，但我国政策以我为主 .....                         | 15 |
| 2.8 去掉“闸门”表态偏松，重结构轻总量 .....                          | 15 |
| 3. 宽信用缓慢启动 .....                                     | 16 |
| 3.1 历史回顾：宽信用如何启动？ .....                              | 16 |
| 3.2 从央行目标看明年社融增速 .....                               | 17 |
| 3.3 社融拆分 .....                                       | 17 |
| 3.3.1 政府债融资或小幅增加 .....                               | 17 |
| 3.3.2 信贷增速或续降至 11.4% .....                           | 18 |
| 3.3.3 非标压降力度或重回 19 年，领先指标企业债先反弹 .....                | 18 |
| 3.3.4 明年上半年社融增速趋升，而后趋降 .....                         | 19 |
| 4. 债市走势判断、机遇与风险 .....                                | 20 |

|       |                                 |    |
|-------|---------------------------------|----|
| 4.1   | 宽信用宽货币时 .....                   | 20 |
| 4.1.1 | 创业板和信用债更优 .....                 | 20 |
| 4.1.2 | 利率下行胜率仍高 .....                  | 20 |
| 4.1.3 | 信用利差趋于收窄 .....                  | 21 |
| 4.2   | 利率或先下后上，拐点取决于机构行为与宽信用传导力度 ..... | 22 |
| 4.3   | 两个视角看长端利率的最大下行空间：2.7%左右 .....   | 22 |
| 4.4   | 利率中枢与波动率均趋于下降 .....             | 23 |
| 4.5   | 2022 年债市的风险与机遇 .....            | 24 |
| 4.6   | 美债利率趋升，间接影响中债，跟踪境外买债节奏 .....    | 25 |
| 4.7   | 党代会与债市走势相关性不大 .....             | 25 |
| 4.8   | 机构情绪 11 月偏热 .....               | 26 |
| 4.9   | 短端利率制约长端与套息 .....               | 26 |
| 4.10  | 股债比价相对均衡 .....                  | 27 |
| 4.11  | 二级资本债：流动性改善，交易价值提升 .....        | 28 |

## 图目录

|      |                                      |    |
|------|--------------------------------------|----|
| 图 1  | 除了 1 月末，今年 DR007 维持在 2.2% 上下窄幅波动 (%) | 7  |
| 图 2  | 2021 年长端利率下行 (%)，期限利差略降 (BP)         | 7  |
| 图 3  | 21 年债市回顾 (%)                         | 8  |
| 图 4  | 政府债券发行进度                             | 8  |
| 图 5  | 非标+城投债+地产债：净增量 (亿元)                  | 8  |
| 图 6  | 2021 年国债利率的三大背离                      | 9  |
| 图 7  | 国开债隐含税率与 10Y 国债利率走势 (%)              | 9  |
| 图 8  | 社融增速与十年国债利率走势 (%)                    | 10 |
| 图 9  | 近五年，新增社融中居民房贷+房企+城投融资占比约 70% (亿元)    | 10 |
| 图 10 | 货币周期的划分 (%)                          | 10 |
| 图 11 | 信用周期的划分 (%)                          | 10 |
| 图 12 | 宽货币+紧信用对应牛市前半段，宽货币+宽信用对应牛市后半段 (%)    | 11 |
| 图 13 | PMI 同比持续走弱 (%)                       | 11 |
| 图 14 | 三季度 GDP 环比增速 0.2%、创 2010 年以来同期新低 (%) | 11 |
| 图 15 | 部分国家的制造业 PMI (%)                     | 12 |
| 图 16 | 经济前景指标 (%)                           | 12 |
| 图 17 | 出口同比与 PMI 新订单同比长期趋势一致 (%)            | 12 |
| 图 18 | 出口增速与出口价格指数增速 (%)                    | 12 |
| 图 19 | 出口数量：3 月份达到最高点后就开始回落 (亿元)            | 12 |
| 图 20 | 投资增速见顶回落 (%，21 年起为两年平均增速)            | 13 |
| 图 21 | 制造业投资前瞻指数回落，预示制造业增速或回落 (%)           | 13 |
| 图 22 | 地产销售、新开工、施工、竣工面积 (%)                 | 13 |
| 图 23 | 农民工人数与收入增速：远低于疫情前 (%)                | 14 |
| 图 24 | 基建投资增速 (%)                           | 14 |
| 图 25 | 消费中枢或回落 (%)                          | 14 |
| 图 26 | GDP 走势及预测 (%)                        | 14 |
| 图 27 | CPI 和 PPI 走势及预测 (%)                  | 14 |
| 图 28 | 美联储每次议息会议加息概率 (%)                    | 15 |
| 图 29 | 主要国家疫情防控强度指数                         | 15 |
| 图 30 | 公开市场工具余额 (亿元)                        | 15 |

|      |                                    |    |
|------|------------------------------------|----|
| 图 31 | 21Q3 货政报告去掉“闸门”，意味着货币偏松（%）         | 15 |
| 图 32 | 社融增速与名义 GDP 增速（%）                  | 17 |
| 图 33 | 实体杠杆率与社融存量同比增速（%）                  | 17 |
| 图 34 | 不同情境下的政府债净增量测算（亿元）                 | 18 |
| 图 35 | 基建投资增速与其资金来源同比增速（%）                | 18 |
| 图 36 | 工业企业产成品存货增速与制造业贷款（%，亿元）            | 18 |
| 图 37 | 信托产品到期规模（亿元）                       | 19 |
| 图 38 | 企业债同比增速领先社融存量同比增速拐点（%）             | 19 |
| 图 39 | 社融增速走势及预测（%）                       | 19 |
| 图 40 | 本轮社融回升力度或偏弱，类似 18 年底至 19 年（%）      | 19 |
| 图 41 | 货币信用周期下大类资产的轮换                     | 20 |
| 图 42 | 宽货币+宽信用对应牛市后半段（%）                  | 20 |
| 图 43 | 宽货币紧信用到宽货币宽信用结束，10 年国债利率走势（%）      | 22 |
| 图 44 | 牛市后期，10Y 国债均值往往在 MLF 利率下方（%）       | 23 |
| 图 45 | 利率顶部和波动率趋降，底部相对“坚挺”（%）             | 24 |
| 图 46 | 2022 年不同情景下的收益率预测                  | 24 |
| 图 47 | 十年期国债收益率的长期预测（%）                   | 24 |
| 图 48 | 2022 年债市的机遇和风险                     | 24 |
| 图 49 | 上轮 Taper 到加息，10 年美债利率先下后上、整体下行     | 25 |
| 图 50 | 中美利差快速收窄时期，境外机构增持量有所放缓             | 25 |
| 图 51 | 党代会召开年份利率有升有降（%）                   | 25 |
| 图 52 | 债市情绪高频指标跟踪                         | 26 |
| 图 53 | 沪深 300 股息率与十年国债利差（%）               | 27 |
| 图 54 | 创业板 PE 倒数与十年国债利差（%）                | 27 |
| 图 55 | 国债与贷款利率的表内比价（%）                    | 28 |
| 图 56 | 资本工具发行量在 9-10 月骤减、11 月大增（亿元，横轴为每月） | 28 |
| 图 57 | 二级资本债利率与协存利差（%）                    | 28 |
| 图 58 | 二级资本债收益率与利差：5 年期（%）                | 28 |

## 表目录

|     |                          |    |
|-----|--------------------------|----|
| 表 1 | 不同策略选择下的主要指数收益率 (%)      | 7  |
| 表 2 | 本轮宽货币宽信用启动时期, 利率点位偏低     | 21 |
| 表 3 | 信用利差在宽货币宽信用时期下行幅度最大 (BP) | 21 |
| 表 4 | 宽货币宽信用: 等级利差升多降少 (BP)    | 22 |
| 表 5 | 债券牛熊市的划分 (%)             | 23 |
| 表 6 | 利率债比价 (%)                | 27 |
| 表 7 | 信用利差与杠杆套息比价 (%)          | 27 |

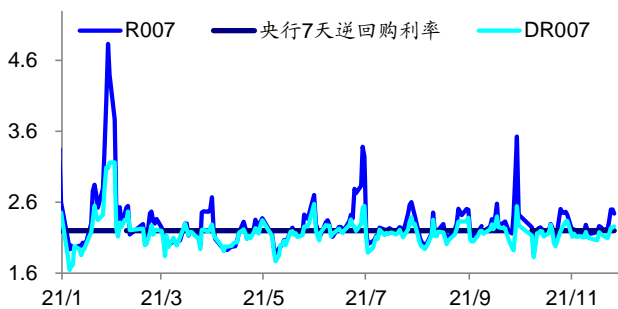
# 1. 回顾与反思：利率债投资的五大难点

## 1.1 21年回顾：稳稳的资金，“提前”的牛市

**回顾：**债市经历年初V型波动后，2-6月“资产荒”+资金面超预期平稳，开启慢牛行情；7-8月超预期降准+疫情散发，催生快牛行情；9-10月因宽松预期落空+资金利率抬升+宽信用预期，债市从震荡转为快速调整；10月下旬至11月债市回暖，国开强于国债。

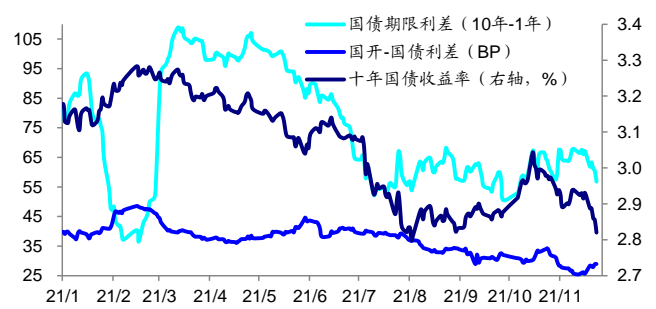
**表现：**11月26日，10Y国债/国开利率下行32/42BP，国债10Y-1Y期限利差略收窄9BP，10Y国债-R007(1MMA)收窄22BP，10Y国开国债利差收窄10BP。

图1 除了1月末,今年DR007维持在2.2%上下窄幅波动(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至2021/11/26

图2 2021年长端利率下行(%)，期限利差略降(BP)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至2021/11/26

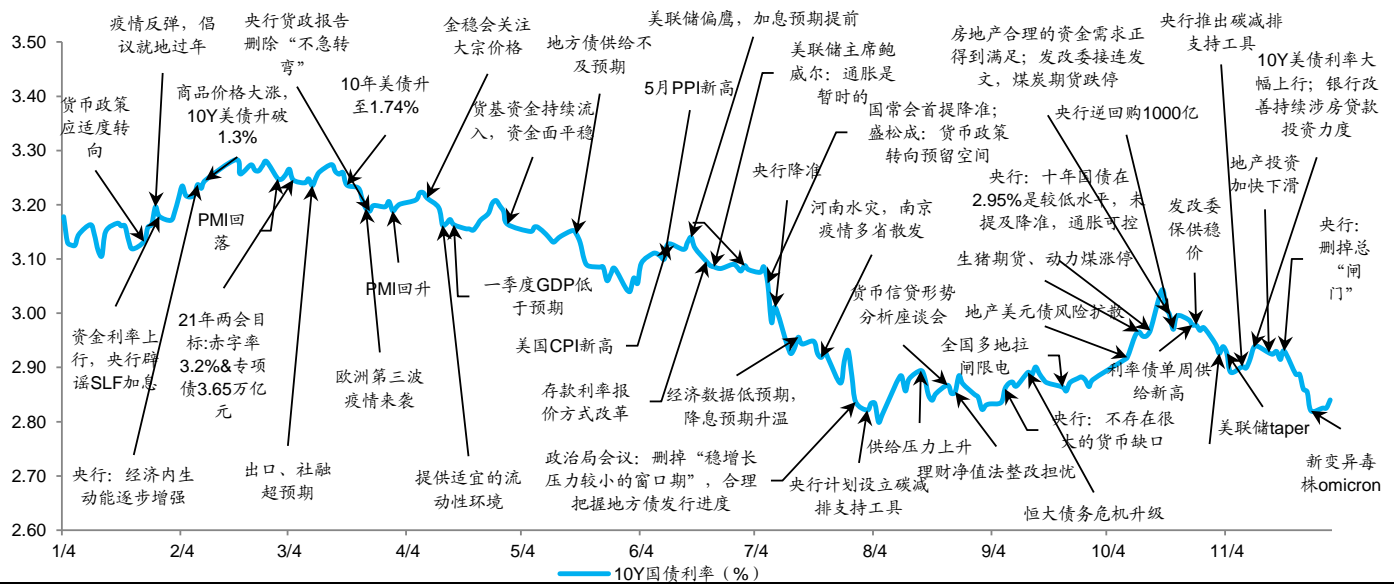
## 1.2 今年债市回报不低，为何普遍反映难做？

表1 不同策略选择下的主要指数收益率(%)

| 日期          | 利率债 (指数涨跌幅, %) |             |              | 信用债 (指数涨跌幅, %) |         |           |            |            |            | 策略选择 |                 |      |
|-------------|----------------|-------------|--------------|----------------|---------|-----------|------------|------------|------------|------|-----------------|------|
|             | 1.15倍杠杆策略隔夜    |             |              | 1.20倍杠杆策略隔夜    |         |           |            |            |            | 券种   | 久期              | 资质   |
|             | 综合中债总指数        | 久期1-5年政金债指数 | 久期7-10年政金债指数 | 综合中债信用债总指数     | 中债短融总指数 | 中债中期票据总指数 | 中债企业债AAA指数 | 中债企业债AA+指数 | 中债企业债AA-指数 |      |                 |      |
| 月度策略选择      |                |             |              |                |         |           |            |            |            |      |                 |      |
| 2021-01     | -0.04          | -0.20       | -0.11        | 0.18           | 0.17    | 0.22      | 0.13       | 0.23       | 0.13       | 信用债  | 均衡              | 均衡   |
| 2021-02     | -0.07          | 0.24        | -0.30        | 0.29           | 0.41    | 0.33      | 0.26       | 0.31       | 0.27       | 信用债  | 均衡              | 均衡   |
| 2021-03     | 0.84           | 0.45        | 1.19         | 0.57           | 0.44    | 0.63      | 0.63       | 0.70       | 0.65       | 利率债  | 中长久期            | 均衡   |
| 2021-04     | 0.71           | 0.58        | 0.81         | 0.55           | 0.38    | 0.54      | 0.54       | 0.63       | 0.76       | 利率债  | 中长久期            | 资质下沉 |
| 2021-05     | 0.75           | 0.49        | 0.90         | 0.61           | 0.36    | 0.71      | 0.73       | 0.96       | 0.64       | 利率债  | 中长久期            | 中等信用 |
| 2021-06     | 0.07           | 0.28        | 0.08         | 0.24           | 0.28    | 0.27      | 0.23       | 0.40       | 0.51       | 信用债  | 均衡              | 资质下沉 |
| 2021-07     | 1.77           | 0.96        | 2.12         | 0.86           | 0.37    | 1.04      | 1.37       | 1.38       | 1.28       | 利率债  | 中长久期            | 中等信用 |
| 2021-08     | 0.34           | 0.28        | 0.51         | 0.38           | 0.33    | 0.48      | 0.41       | 0.61       | 0.90       | 均衡   | 利率+中长久期+信用+中长久期 | 资质下沉 |
| 2021-09     | 0.14           | 0.11        | 0.10         | 0.05           | 0.24    | 0.10      | -0.02      | 0.06       | 0.49       | 均衡   | 利率均衡+信用短久期      | 资质下沉 |
| 2021-10     | -0.25          | 0.04        | -0.32        | 0.26           | 0.29    | 0.38      | 0.33       | 0.38       | 0.69       | 信用债  | 均衡              | 资质下沉 |
| 2021-11     | 1.07           | 0.68        | 1.34         | 0.43           | 0.30    | 0.53      | 0.71       | 0.80       | 0.87       | 利率债  | 中长久期            | 资质下沉 |
| 年度策略选择 (年化) |                |             |              |                |         |           |            |            |            |      |                 |      |
| 2017年       | -1.37          | 1.68        | -4.48        | 5.31           | 2.73    | 2.78      | 0.90       | 2.64       | 3.53       | 信用债  | 均衡              | 资质下沉 |
| 2018年       | 11.08          | 9.01        | 14.85        | 6.10           | 9.57    | 8.93      | 10.51      | 9.81       | 9.17       | 利率债  | 中长久期            | 高等级  |
| 2019年       | 5.01           | 4.92        | 5.26         | 4.46           | 6.25    | 6.05      | 5.91       | 7.27       | 11.53      | 利率债  | 中长久期            | 资质下沉 |
| 2020年       | 3.53           | 3.46        | 4.42         | 3.60           | 4.11    | 3.99      | 3.86       | 4.48       | 6.24       | 均衡   | 利率+中长久期+信用+短久期  | 资质下沉 |
| 2021年       | 6.26           | 4.62        | 7.39         | 4.25           | 6.15    | 5.22      | 6.28       | 7.57       | 8.42       | 利率债  | 中长久期            | 资质下沉 |

资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至2021/11/26

### 1.2.1 原因 1: 债市主线不断切换, 疫情反复扰动且不可测, 货币政策预期差一直都有

**图3 21年债市回顾 (%)**


资料来源: WIND, 央行官网、中国新闻网、中国银行保险报网、卫健委官网、腾讯网、WHO、证券时报百家号等, 海通证券研究所整理, 数据截至 2021/11/26

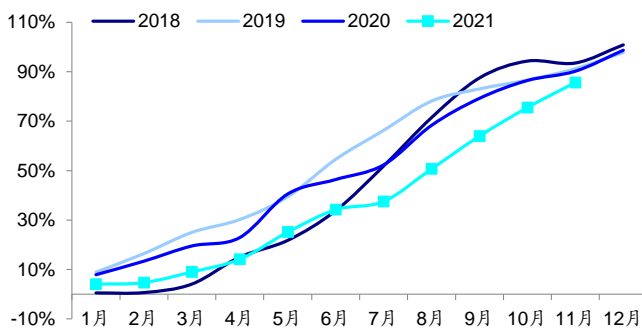
### 1.2.2 原因 2: 年初开门红遭遇合意资产供给放缓, 催生资产荒

**政府债:** 年初股市大涨使得股债比价中债券处于较优位置, 但政府债券发行节奏整体偏慢, 尤其是国债和新增专项债, 1-10月净融资规模分别占两会目标的 53%和 80%, 大幅低于历年同期。同时, 地方债发行节奏不断生变化, 加大了预判难度。

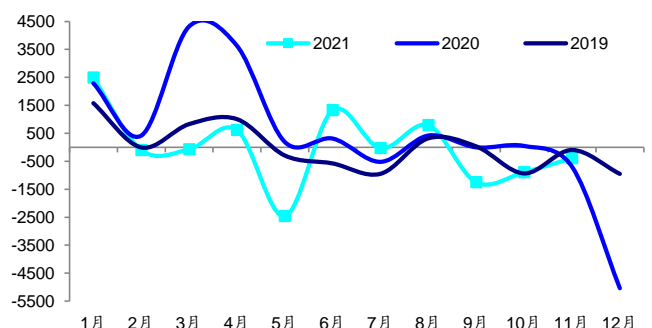
**非标:** 继续大规模萎缩, 对于保险年金等投资人影响较大。1-10月非标压降规模已达 1.46 万亿元、压降规模已超 19 年、20 年全年压降规模, 仅次于 2018 年。

**城投债:** 监管进入紧周期, 官方频频提及稳杠杆、加强债务管理、财政紧平衡。需求方面, 永煤事件后, 市场风险偏好降低、抱团城投债。今年城投债月均新增规模负增长、结束了 18 年以来逐年递增的趋升。

综合来看, 上半年可配置资产减少, 结构性资产荒持续, 资产配置难度提升。

**图4 政府债券发行进度**


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 21 年 11 月 26 日

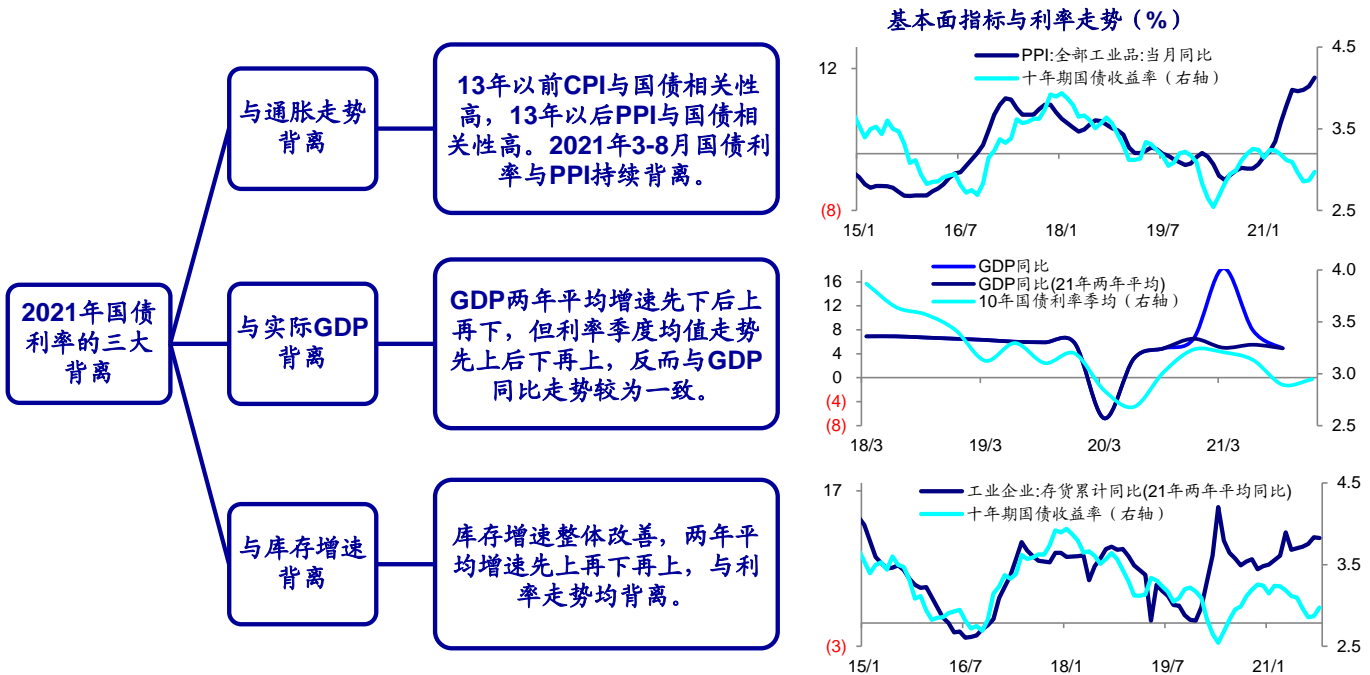
**图5 非标+城投债+地产债: 净增量 (亿元)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 21 年 11 月 26 日



1.2.3 原因 3: 2021 年传统分析框架似乎失效

图6 2021 年国债利率的三大背离



资料来源: WIND, 海通证券研究所整理

1.2.4 原因 4 和 5: 政策框架转变、一些情绪指标失效

**原因 4:** 投资者结构变化, 隐含税率指标失效。除了基本面指标“失灵”, 一些情绪指标例如 10Y 国开债隐含税率失效。隐含税率呈现出“牛市收窄, 熊市走扩”的特征。从前两轮牛熊市来看, 十年国开债隐含税率触及 20% 以上是熊转牛的信号。但本轮熊牛切换, 隐含税率信号似乎逐渐失效, 可能和投资者结构的变化有关, 如新增力量年金、基金、理财等产品户没有资本占用的考量, 公募基金甚至有免税的优势, 更加倾向票息更高的政金债等。

**原因 5:** 政策调整更加精细化、并着眼跨周期设计, 不像以往大开大合, 再叠加 07 年以来的 6 轮牛市中前 5 轮 (除去当前这轮正在进行的牛市) 牛市开始时的 10Y 国债利率顶点都在 3.73%~4.72%, 而本轮顶点仅 3.35%, 多因素使得今年利率债波段投资难度加大。

图7 国开债隐含税率与 10Y 国债利率走势 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 21 年 11 月 26 日

### 1.3 货币信用框架依然适用

今年利率走势和社融走势较为一致，社融增速在2月二次见顶，对应十年国债利率在2月见顶。

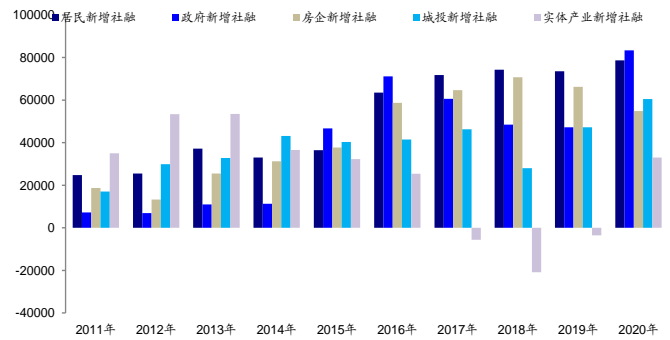
社融下行的原因：高基数，地产城投融资政策偏紧且占比较大（近五年新增社融中地产城投融资占比高达七成）、跨周期调控着眼明年、实体融资需求偏弱，前三季度社融持续快速下行。

图8 社融增速与十年国债利率走势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图9 近五年，新增社融中居民房贷+房企+城投融资占比约70% (亿元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

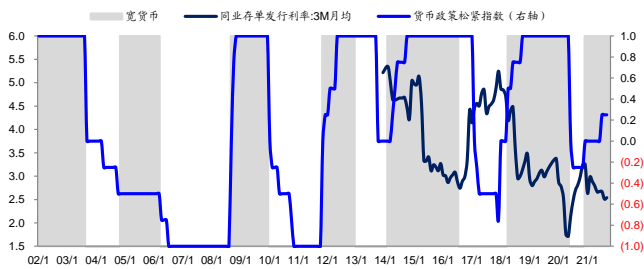
### 1.4 货币信用周期的划分

我们用货币政策松紧指数+存单利率来判断货币是宽松还是收紧，以此划分货币周期。

以社融新口径增速为主+M1为辅来衡量信用周期。

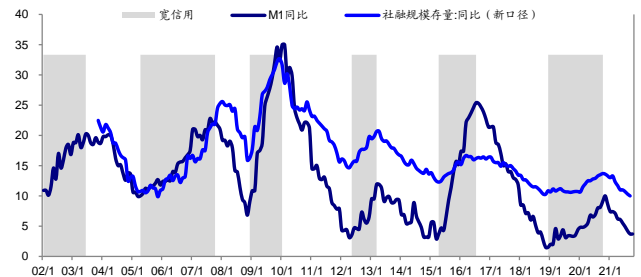
2002年1月至今，每轮货币信用周期持续时间大致为3.3年、与我国库存周期时间接近，今年前三季度宽货币紧信用对应利率下行。

图10 货币周期的划分 (%)

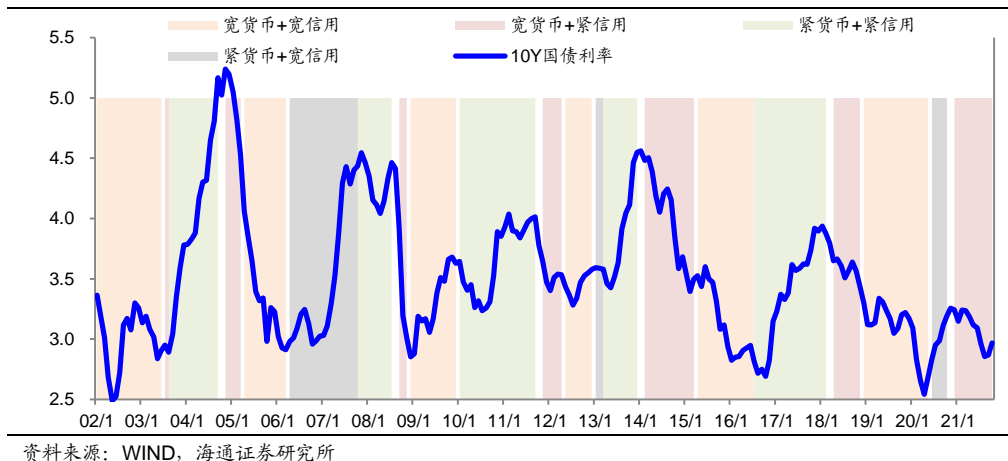


资料来源：WIND，海通证券研究所

图11 信用周期的划分 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

**图12 宽货币+紧信用对应牛市前半段，宽货币+宽信用对应牛市后半段（%）**


## 2. 货币政策偏松，重结构轻总量

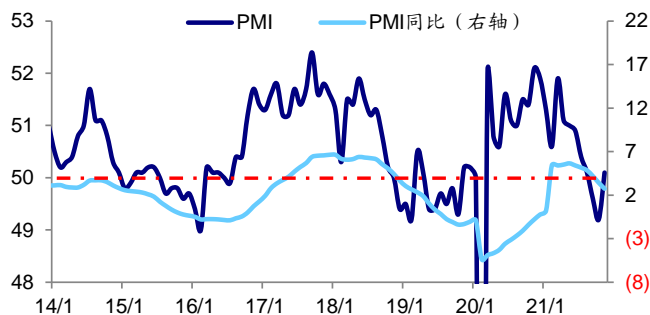
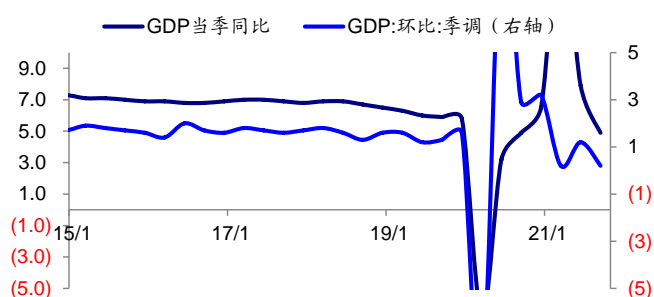
### 2.1 稳增长难度加大，基本面支持货币偏松

央行行长易纲在《建设现代中央银行制度》（2020年12月）中表示，央行四大任务是币值稳定（并以此促进经济增长）、充分就业、金融稳定、国际收支平衡。

我国2035年远景目标是经济总量或人均收入翻一番。按照GDP翻一番目标，2021年实际GDP按照8%计算，2022~2035年实际GDP复合增速应该是4.5%，因此我们认为为了实现远景目标明年经济目标或在5~5.5%左右。

**央行眼中的经济：**世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球大流行交织影响，外部环境更趋复杂严峻，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。**（货币政策执行报告、11月19日）

今年下半年开始内需加快走弱，明年“保5”或仍面临一些不确定性。

**图13 PMI 同比持续走弱（%）**

**图14 三季度GDP环比增速0.2%、创2010年以来同期新低（%）**


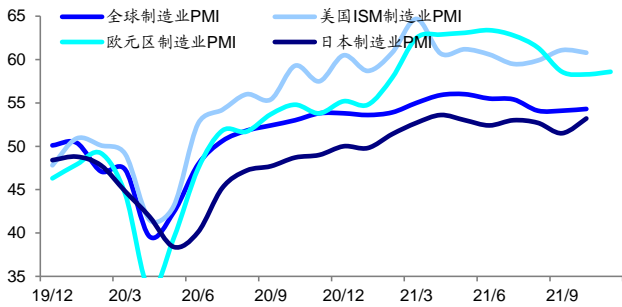
### 2.2 全球经济仍在复苏，但势头减弱

**全球经济复苏势头减弱。**根据IMF十月预测，全球/美国2021年经济增速预计为5.9%/6.0%，2022年经济增速预计放缓至4.9%/5.2%，美国CPI从2021年的4.3%高位回落至3.5%。

制造业PMI有所反弹。美国和全球制造业PMI分别于一季度和二季度见顶，10月全球、日本制造业PMI小幅反弹，美国高位回落，欧盟10月回落11月改善。

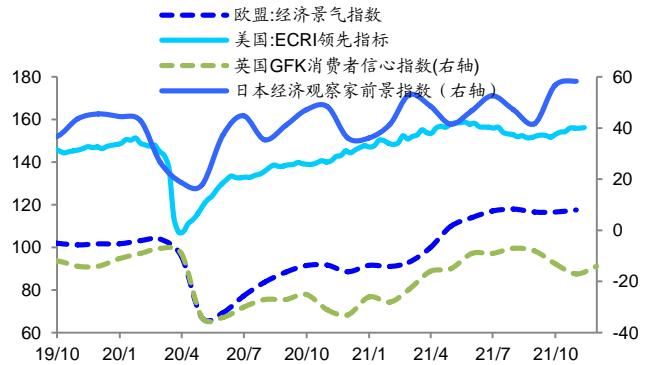
经济前景指标升多降少。美国 ECRI 领先指标、英国 GFK 消费者信心指数、欧盟经济景气指数环比均有所回升，日本经济观察家前景指数也位于较高水平。

图15 部分国家的制造业 PMI (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图16 经济前景指标 (%)



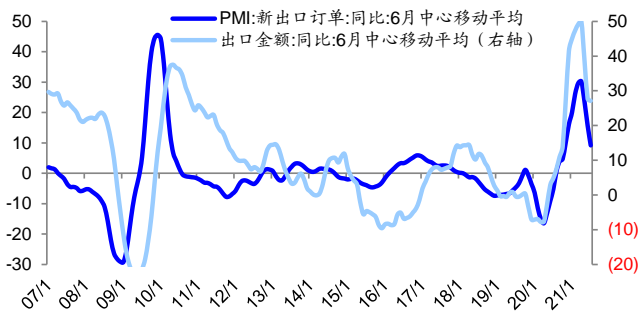
资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 2.3 出口对经济的拉动向常态化回归

10月出口增速高位回落至27%，两年平均增速12%，PMI新订单指数已连续6个月在荣枯线下。

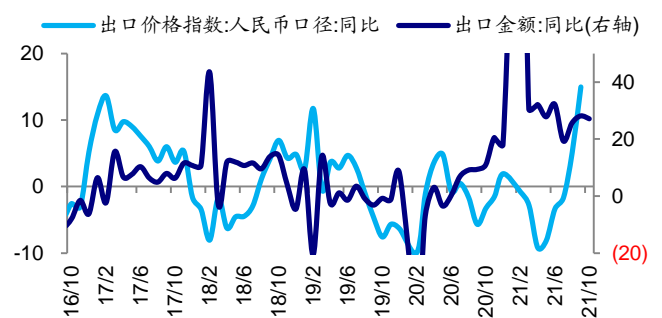
明年出口压力来自于三方面：海外耐用品消费降温并转向服务消费，海外供应链逐渐恢复，叠加高基数效应，预计明年出口增速或整体呈现逐季回落的趋势。

图17 出口同比与 PMI 新订单同比长期趋势一致 (%)



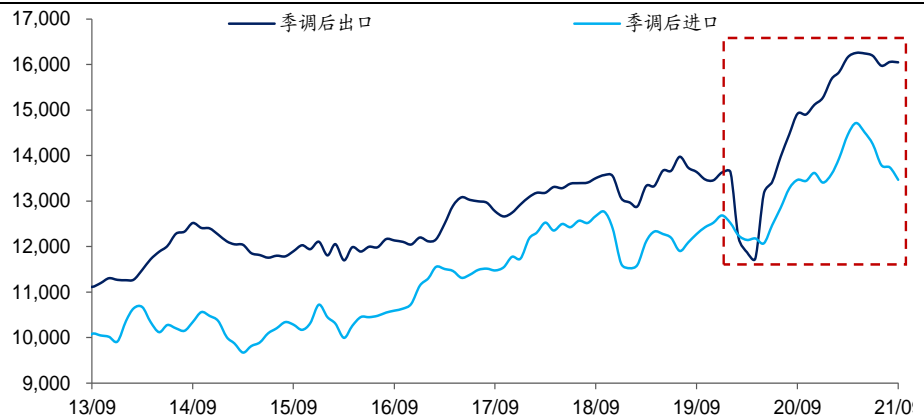
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图18 出口增速与出口价格指数增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图19 出口数量: 3月份达到最高点后就开始回落 (亿元)



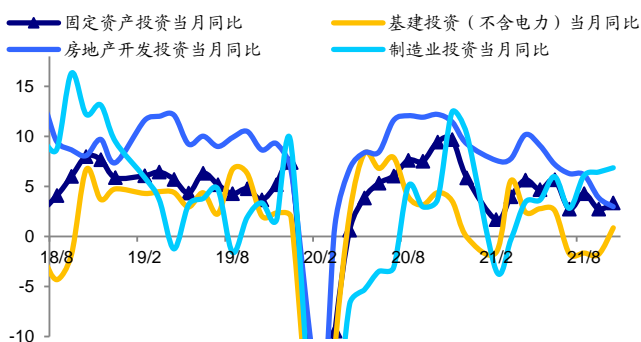
资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 2.4 制造业投资高增乏力，地产投资或成主要拖累

制造业投资韧性有余、但维持高增或乏力，预计向 5% 左右回归。10 月制造业投资两年平均增速持续回升至 6.9%，继创年内新高，同比增速也高达 10.1%。2022 年外需或将趋于回落、内需依然偏弱（地产链加速下行）、中下游制造业投资受利润下滑和上游涨价拖累等。

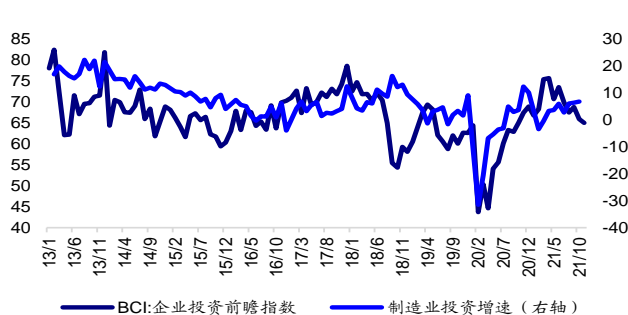
地产投资增速放缓，明年上半年负增长、全年可能在 0% 左右。今年以来房地产销售增速持续放缓、土拍降温，施工、新开工面积维持负增长，但 PPI 高位支撑施工单价。10 月地产投资两年平均增速 3.0%，同比-5.5%，商品房销售面积两年平均增速降幅扩大至-5.0%、同比-22%。预计明年土地投资或续降，地产投资承压。

图20 投资增速见顶回落（%，21年起为两年平均增速）



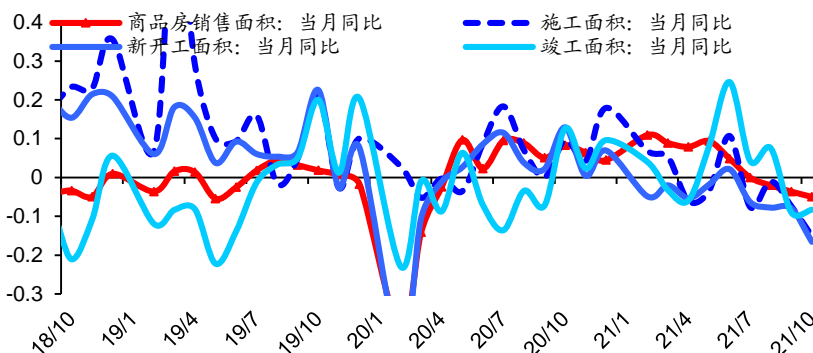
资料来源：WIND，海通证券研究所

图21 制造业投资前瞻指数回落，预示制造业增速或回落（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图22 地产销售、新开工、施工、竣工面积（%）

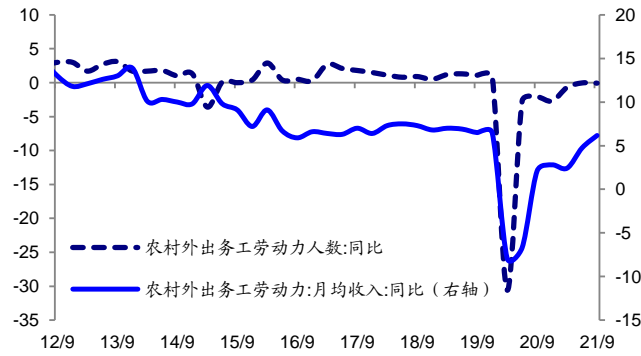


资料来源：WIND，海通证券研究所

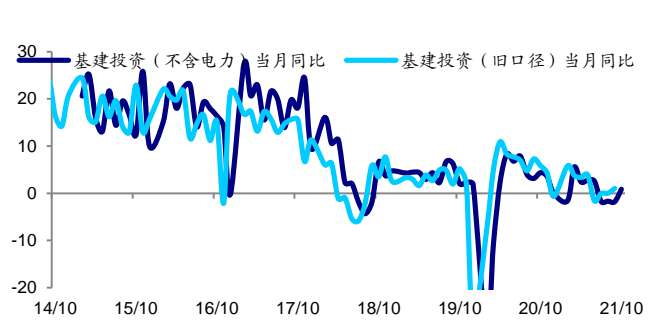
## 2.5 基建投资托底经济，消费“元气”逐渐恢复

预计 21 年基建投资增速回升。缺项目、自筹资金少增、预算内资金规模和占比双低导致 2021 年基建投资低迷。明年财政或将前置+宏观政策逆周期调节，基建投资在上半年或有明显改善，具体力度要看城投融资政策、专项债项目是否扩大等。

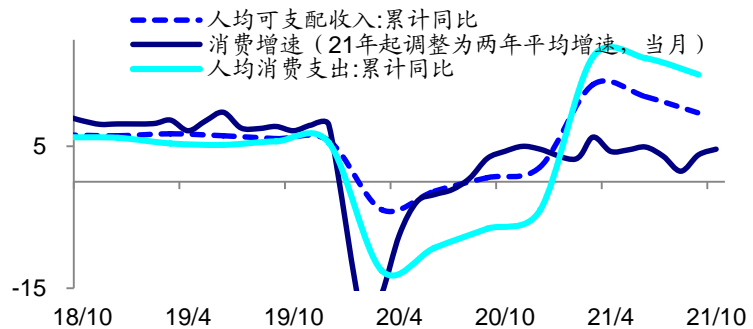
消费中枢或回落至 5~6%。首先，疫情后的系统性原因，收入分化、收入预期不确定，消费习惯的修复需要时间；其次，地产投资降温走向地产后周期消费传导；再者，服务消费是潜在增长点但受疫情影响是个慢变量。

**图23 农民工人数与收入增速：远低于疫情前 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图24 基建投资增速 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图25 消费中枢或回落 (%)**


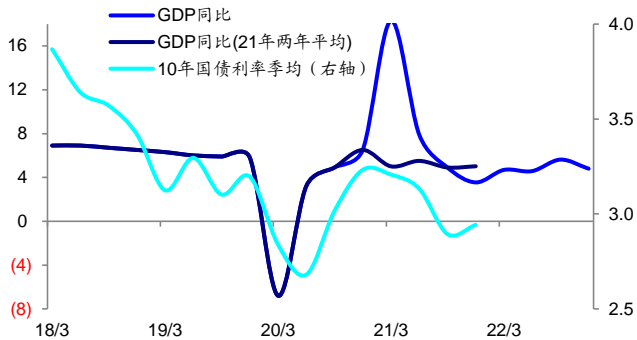
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2.6 明年上半年基本面回落指向宽货币政策延续

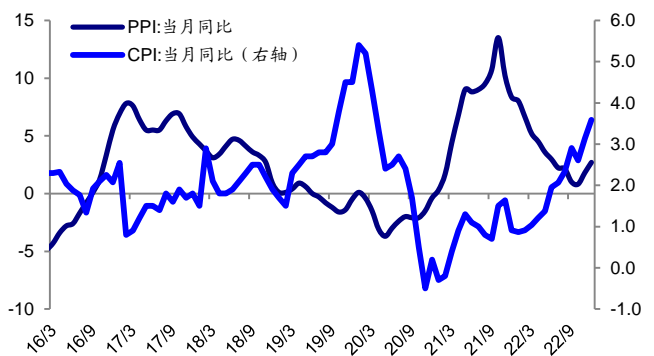
明年经济下行压力加大，经济缺乏强有力抓手，需要宽货币宽信用政策的支持。

**通胀剪刀差趋于回落。**我们预计明年CPI在2%上下，Q1~Q4逐季走高，风险点在于猪油共振的风险但我们认为力度可能较为有限。PPI明年或在3~4%，走势与CPI相反或逐季回落。

21Q3 货政报告显示央行认为通胀压力总体可控，PPI在今年年底至明年或趋于回落（全球供给恢复、运输效率提升和高基数效应），CPI上行但或仍在合理区间。11月12日，央行表示一方面要促进消费和投资恢复，另一方面要抑制价格过快上涨，因此我们认为总量宽松预期延后。

**图26 GDP 走势及预测 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所测算

**图27 CPI 和 PPI 走势及预测 (%)**


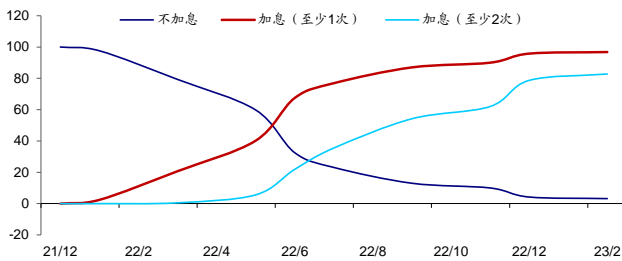
资料来源：WIND，海通证券研究所测算，数据截至11月26日

## 2.7 美国加息预期升温，但我国政策以我为主

**美联储：Taper 已开启，加息预期升温。**美联储 11 月议息会议宣布 Taper，每月减少购债 150 亿美元（100 亿国债和 50 亿 MBS），或将于明年年中结束 QE。随着海外疫情逐步得到控制以及疫情防控措施放开，经济活动和消费需求的恢复使得美欧等国家的通胀压力持续加大，市场对全球主要央行货币政策收紧的预期也在逐步升温。11 月 FOMC 会议上利率点阵图显示，支持 2022 年开始加息的议员增加到 9 位。此外，美国掉期市场与货币市场定价均预计美联储将在明年 6 月加息 25 个基点。

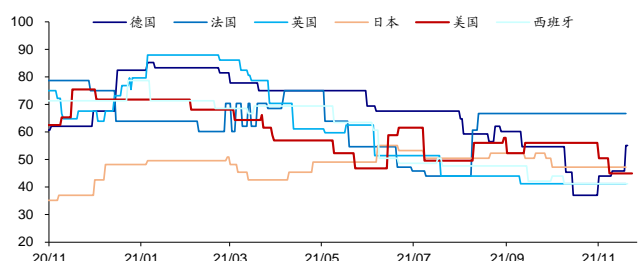
**发达经济体政策调整对我国影响有限。**央行认为，当前我国面对的内外部环境与上轮（2013 年）相比有明显不同：一是我国宏观经济体量扩大、韧性更强。二是我国坚持实施正常的货币政策。三是我国汇率市场化改革取得进展，对外部冲击的吸收能力增强。四是我国金融体系自主性和稳定性更强，人民币资产吸引力增强。我国货币政策搞好跨周期设计，能够更有效地应对发达经济体货币政策调整带来的外部冲击。

图28 美联储每次议息会议加息概率 (%)



资料来源：CME，海通证券研究所，截至 11 月 29 日

图29 主要国家疫情防控强度指数



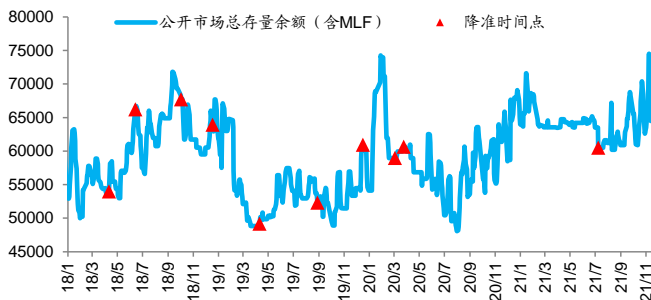
资料来源：Oxford，海通证券研究所，截至 11 月 26 日

## 2.8 去掉“闸门”表态偏松，重结构轻总量

**碳减排工具：定向宽货币宽信用。**11 月 8 日，央行宣布创设推出碳减排支持工具，该工具可以看作三年期利率更加优惠的再贷款，属于结构性政策工具。由于利率要求为 LPR 附近且规定了三大投向、暂向全国性机构投放，预计主要针对的还是资质相对好的企业，投放量还有待观察（2021Q3 本外币绿色贷款余额 14.78 万亿元，同比增长 27.9%）。

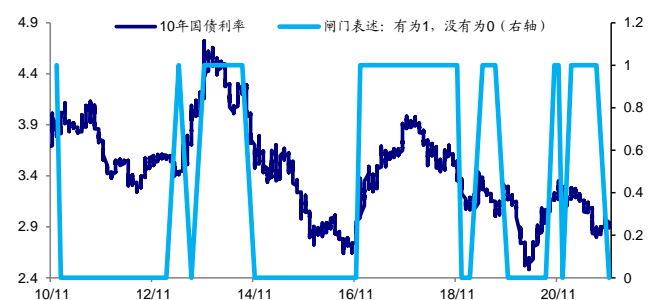
总量宽松工具让位于结构性工具，定向直达小微、绿色、科创、乡村振兴和区域发展，所以短期内降息的可能性也不大，而等到经济从滞胀转向类衰退，降息的空间才能打开。从 OMO 余额来看，截至 11 月 23 日公开市场余额高达 6.5 万亿元，从置换角度来看明年降准可能还有，但置换性质的降准对流动性的影响远低于传统意义上的降准。

图30 公开市场工具余额（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图31 21Q3 货政报告去掉“闸门”，意味着货币偏松 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3. 宽信用缓慢启动

#### 3.1 历史回顾：宽信用如何启动？

**15年4月~16年7月宽货币宽信用时期：货币宽松不断加码+融资监管逐渐放松：**

- 14年11月至15年末，央行接连四次全面降准下调存款准备金率2.5个百分点+1次定向降准下调存款准备金率0.5个百分点，六次降息下调1Y期贷款基准利率1.65个百分点。
- 此外，14年12月中央经济工作会议表示“积极的财政政策要有力度”，2014年国发〔2014〕18号文要求剥离平台公司政府融资职能，“修明渠、堵暗道”，15年~16年上半年城投债开启新一轮宽松。
- 至15年4月社融触底回升，14年2月宽货币开启领先15年4月宽信用启动约14个月，14年11月降息传导至15年4月宽信用启动历时约5个月，城投债融资的放松约领先一个季度。

**18年12月~20年5月宽货币宽信用时期：经济下行压力加大+货币宽松政策不断+宽信用信号逐渐释放：**

- 18年7月中共中央政治局召开会议表示“当前经济运行稳中有变...要把好货币供给总闸门”、7月国常会表示“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”、10月《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》“统筹采取有效措施保障合理融资需求...合理保障融资平台公司正常融资需求”。
- 12月中央经济工作会议指出“宏观政策要强化逆周期调节...提高直接融资比重”并强调“有效缓解企业融资难融资贵问题”。
- 同时，在18年4月~20年5月，央行接连七次降准下调大型机构存款准备金率4.5个百分点，三次MLF降息0.35个百分点。
- 宽信用从社融增速在2018年12月触底回升而开启，滞后7月国常会“保持适度的社会融资规模”约5月，18年4月首次降准到宽信用启动历时8个月。

**21年10月~至今宽货币宽信用时期：稳信用需求增大+稳增长压力加大+重结构轻总量：**

- 7月15日央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，8月23日信贷形势分析座谈会显示“保持信贷平稳增长仍需努力...增强信贷总量增长的稳定性”。
- 21Q3央行政策例会再次强调“增强信贷总量增长的稳定性”，至10月社融增速环比持平在10%、但社融结构边际改善。从降准到宽信用启动（我们认为21年10月开启宽信用）历时约3个月、距离本轮宽货币起点（20年12月）约10个月。
- 房地产和基建是带动经济回暖的先锋主力，并且也是资金的蓄水池，后者基建是托底经济下的逆势调节，随后才是在经济前景改善、融资放松背景下制造业融资改善。
- 本轮（21年10月以来）的宽信用启动或更多的着力于绿色信贷、科创、中小微企业等相关领域的融资改善，以往的地产和城投融资在本轮更多是慢变量、长变量，二者的发力仍需政策的放松。



### 3.2 从央行目标看明年社融增速

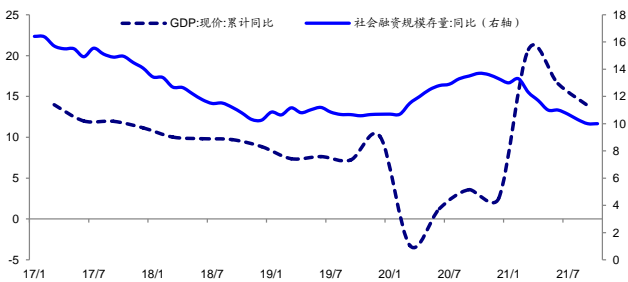
从央行社融增速与名义 GDP 增速基本匹配的目标考虑, 预计 2022 年社融增速对应 10.1~10.6% 左右。

19 年 2 季度货币政策执行报告中, 央行认为 6 月末社融存量增速(当时口径 10.9%, 下同)与名义 GDP 增速(8.3%)基本匹配, 这意味着社融-名义 GDP 增速差的合意区间或在 2.6% 左右。按照 2022 年为 7.5%~8% 的名义 GDP 增速区间, 对应社融增速为 10.1%~10.6%。

此外, 19Q3 货币政策报告中表示 9 月末社会融资规模增速(10.8%)与前三季度名义 GDP 增速(7.6%)基本匹配并略高, 这意味着在社融-GDP 名义增速基本匹配的情况下, 2022 年社融增速大幅超过 11% 的可能性很小。

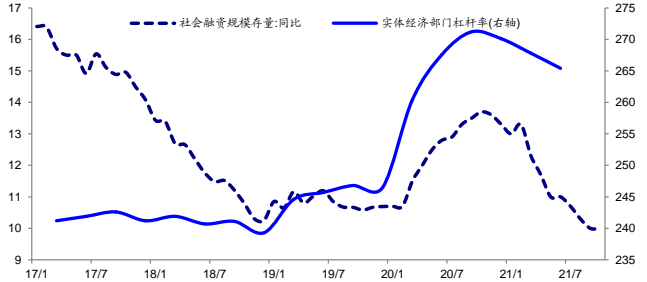
预计 2022 年或处于稳杠杆阶段, 并考虑到明年上半年经济下行压力或较大, 预计实体杠杆率或呈现先小幅抬升而后趋稳的走势、或类似于 2019 年, 社融增速或先上后下。

图32 社融增速与名义 GDP 增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图33 实体杠杆率与社融存量同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 3.3 社融拆分

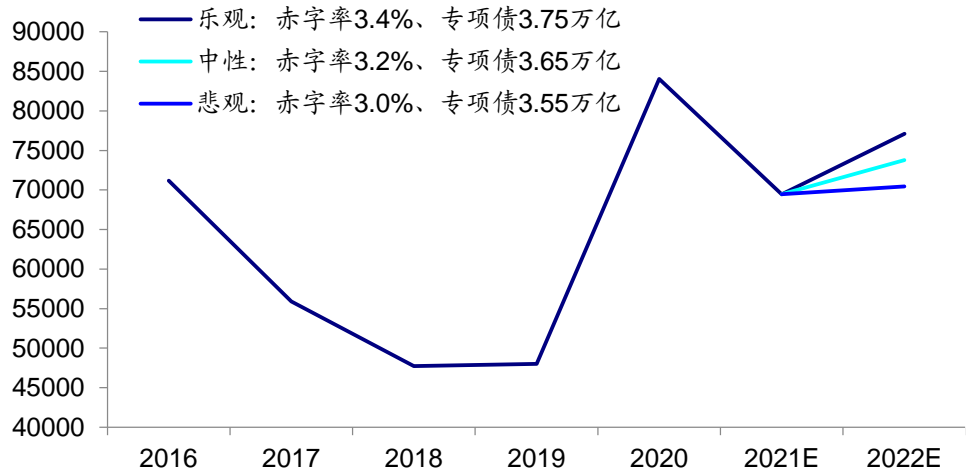
#### 3.3.1 政府债融资或小幅增加

从历史规律来看, 在经济下滑时期赤字率有升有降, 但整体易升难降。在乐观、中性、悲观三种假设下对应政府债净融资额分别较 21 年增加 7600、4300、1000 亿元。

(a) 乐观假设: 赤字率和新增专项债分别抬升至 3.4% 和 3.75 万亿, 财政赤字 4.1 万亿元, 政府债券净融资 7.7 万亿元、较 21 年增加 7600 亿元。

(b) 中性假设: 赤字率和新增专项债分别持平在 3.2% 和 3.65 万亿, 财政赤字 3.9 万亿元, 政府债券净融资 7.4 万亿元、较 21 年增加 4300 亿元。

(c) 悲观假设: 赤字率和新增专项债分别下调至 3.0% 和 3.55 万亿, 财政赤字 3.6 万亿元, 政府债券净融资 7.0 万亿元、较 21 年增加 1000 亿元。

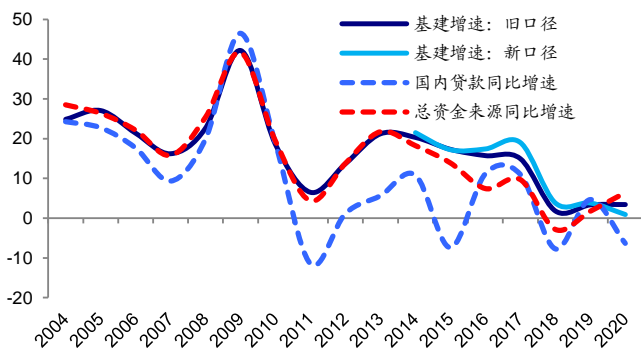
**图34 不同情境下的政府债净增量测算（亿元）**


资料来源：WIND，海通证券研究所测算

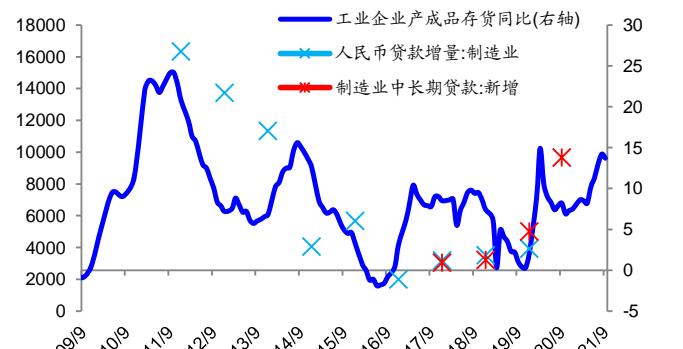
### 3.3.2 信贷增速或续降至 11.4%

明年大概率处于稳杠杆阶段，2016年以来稳杠杆时期信贷增速大约平均每年放缓0.4个百分点，再结合所处货币信用周期（当前处于宽货币宽信用阶段），预计明年信贷增速或在 11.4%左右、全年新增人民币贷款大约有 21.8 万亿元。

明年信贷支撑或主要来源于制造业和基建方面需求，以及直达小微、绿色、科创、乡村振兴和区域发展等领域的信贷增长等。

**图35 基建投资增速与其资金来源同比增速（%）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

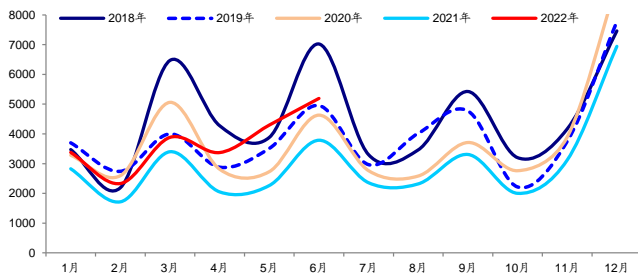
**图36 工业企业产成品存货增速与制造业贷款（%，亿元）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

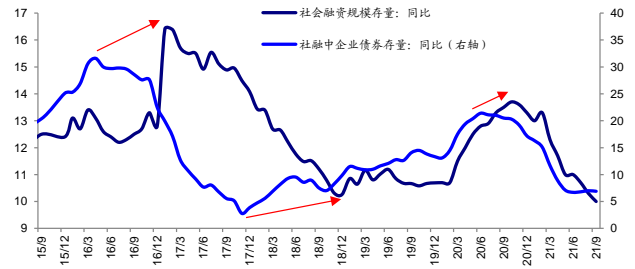
### 3.3.3 非标压降力度或重回 19 年，领先指标企业债先反弹

预计明年非标压降规模或在 1.4 万亿元左右。21 年 1-10 月非标压降规模已达 1.46 万亿元、压降规模已超 19 年、20 年全年压降规模、仅次于 2018 年，展望 2022 年，由于资管新规于今年年末到期，明年房地产融资或边际改善，叠加明年 1-6 月信托产品到期压力处于中等偏下水平，预计 2022 年非标压降规模或与 19 年、20 年类似，约为 1.4 万亿元。

**企业债融资率先发弹。**滞后 12 期的企业债同比增速与社融同比增速相关性高达 0.75（数据区间为 16 年 1 月至 21 年 10 月），显示前者平均领先后者 12 个月左右。从 16 年以来的拐点来看，社融分项企业债同比增速领先社融存量增速拐点，如 16 年 4 月企业债同比增速见顶领先 17 年 1 月社融增速见顶 9 个月，17 年 11 月企业债同比增速见底领先 18 年 12 月社融增速见底 13 个月，20 年 6 月企业债同比增速见顶领先 20 年 10 月社融增速见顶 4 个月。

**图37 信托产品到期规模 (亿元)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

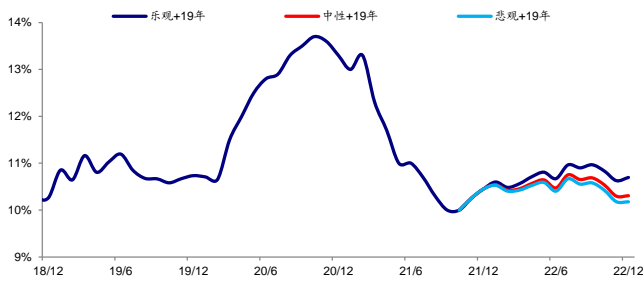
**图38 企业债同比增速领先社融存量同比增速拐点 (%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

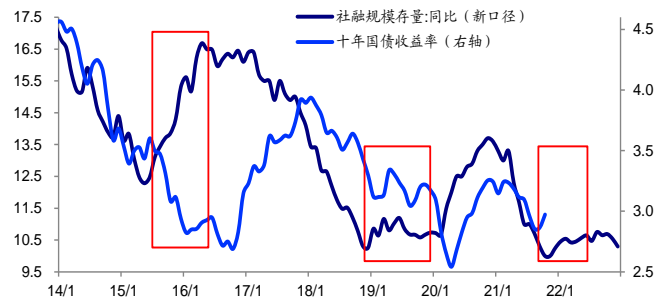
### 3.3.4 明年上半年社融增速趋升, 而后趋降

**2022年政府债发行节奏或前倾。**2021年7月30日召开的政治局会议指出“统筹做好今明两年宏观政策衔接……合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度, 推动今年底明年初形成实物工作量”, 以及2021年第三季度金融统计数据新闻发布会强调“做好跨周期调节, 统筹考虑今明两年政策衔接”等均显示明年政府债的发行节奏或提前, 同时明年上半年稳增长压力或延续, 也需要财政前倾支撑, 因此假设2022年政府债的发行节奏按19年的发债节奏。

分乐观、中性、悲观三种情况分析, 预计社融增速或从21年10月的10%震荡上行至22年7月的10.8%左右。

**图39 社融增速走势及预测 (%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所测算

**图40 本轮社融回升力度或偏弱, 类似18年底至19年 (%)**


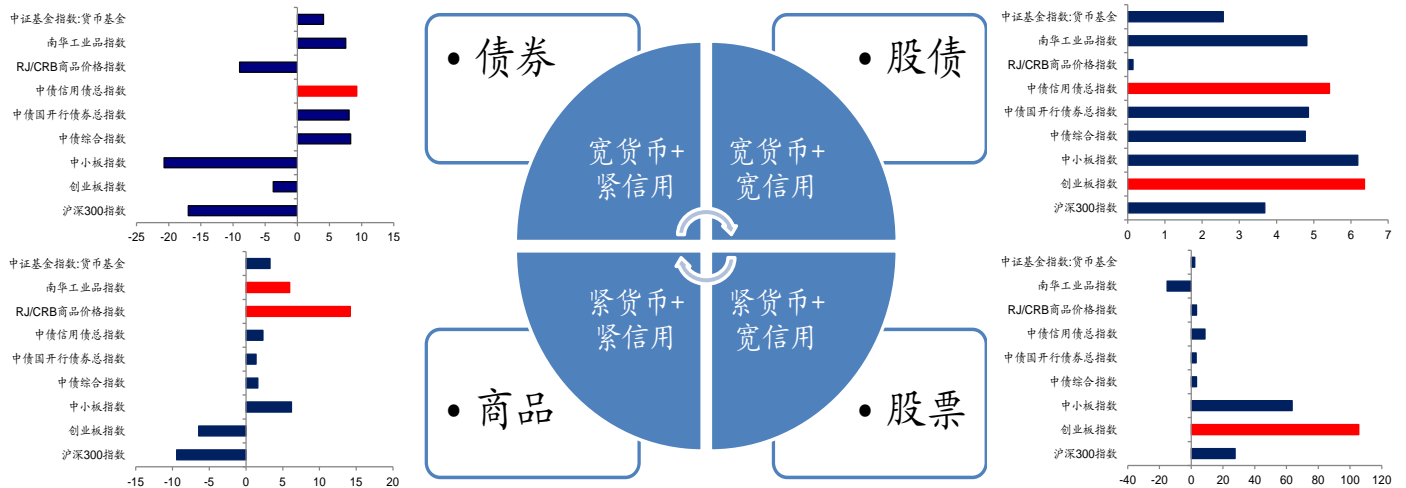
资料来源: WIND, 海通证券研究所测算

## 4. 债市走势判断、机遇与风险

### 4.1 宽信用宽货币时

#### 4.1.1 创业板和信用债更优

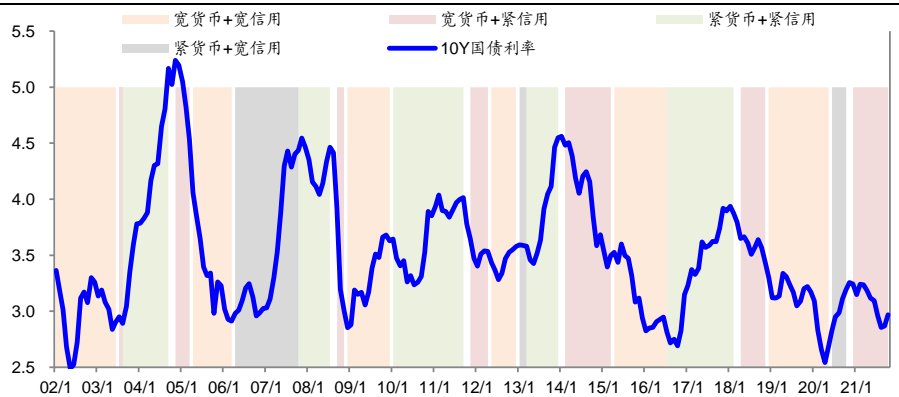
图41 货币信用周期下大类资产的轮换



资料来源：WIND，海通证券研究所，单位：%。图中数据为各货币信用周期中不同大类资产的区间收益率进行年化后再求中位数，货币信用周期数据区间、具体划分详见 4.1.2 章节的图/表

#### 4.1.2 利率下行胜率仍高

图42 宽货币+宽信用对应牛市后半段 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

表 2 本轮宽货币宽信用启动时期，利率点位偏低

| 货币信用组合  | 起始时间    | 终止时间    | 起始前一日<br>10Y国债利率<br>(%) | 终止日10Y国<br>债利率 (%) | 利率变动<br>(BP) | 利率平均变<br>动 (BP) |
|---------|---------|---------|-------------------------|--------------------|--------------|-----------------|
| 宽货币+宽信用 | 2002-01 | 2003-06 | 3.21                    | 3.08               | ● -13        | -36             |
|         | 2005-04 | 2006-03 | 4.12                    | 2.94               | ● -118       |                 |
|         | 2008-12 | 2009-12 | 2.99                    | 3.64               | ● 65         |                 |
|         | 2012-05 | 2012-12 | 3.54                    | 3.57               | ● 3          |                 |
|         | 2015-04 | 2016-07 | 3.65                    | 2.78               | ● -87        |                 |
| 2018-12 | 2020-05 | 3.36    | 2.71                    | ● -65              |              |                 |
| 宽货币+紧信用 | 2003-07 | 2003-08 | 3.08                    | 2.83               | ● -25        | -56             |
|         | 2004-11 | 2005-03 | 4.82                    | 4.12               | ● -70        |                 |
|         | 2008-09 | 2008-11 | 4.22                    | 2.99               | ● -123       |                 |
|         | 2011-11 | 2012-04 | 3.76                    | 3.54               | ● -22        |                 |
|         | 2014-02 | 2015-03 | 4.50                    | 3.65               | ● -85        |                 |
|         | 2018-04 | 2018-11 | 3.74                    | 3.36               | ● -39        |                 |
| 2020-12 | 2021-10 | 3.25    | 2.97                    | ● -28              |              |                 |
| 紧货币+宽信用 | 2006-04 | 2007-10 | 2.94                    | 4.49               | ● 155        | 48              |
|         | 2010-01 | 2010-01 | 3.64                    | 3.58               | ● -6         |                 |
|         | 2013-01 | 2013-03 | 3.57                    | 3.54               | ● -3         |                 |
|         | 2020-06 | 2020-10 | 2.71                    | 3.18               | ● 48         |                 |
| 紧货币+紧信用 | 2003-09 | 2004-10 | 2.83                    | 4.82               | ● 199        | 65              |
|         | 2007-11 | 2008-08 | 4.49                    | 4.22               | ● -27        |                 |
|         | 2010-02 | 2011-10 | 3.58                    | 3.76               | ● 18         |                 |
|         | 2013-04 | 2014-01 | 3.54                    | 4.50               | ● 96         |                 |
|         | 2016-08 | 2018-03 | 2.78                    | 3.74               | ● 96         |                 |
| 2020-11 | 2020-11 | 3.18    | 3.25                    | ● 7                |              |                 |

资料来源：WIND，海通证券研究所

### 4.1.3 信用利差趋于收窄

表 3 信用利差在宽货币宽信用时期下行幅度最大 (BP)

| 起始时间    | 终止时间    | 货币+信<br>用   | 中票-国开利差 (AAA) |     |     | 中票-国开利差 (AA+) |     |     | 中票-国开利差 (AA) |      |     | 中票-国开利差 (AA-) |     |     |
|---------|---------|-------------|---------------|-----|-----|---------------|-----|-----|--------------|------|-----|---------------|-----|-----|
|         |         |             | 1Y            | 3Y  | 5Y  | 1Y            | 3Y  | 5Y  | 1Y           | 3Y   | 5Y  | 1Y            | 3Y  | 5Y  |
| 2008-12 | 2009-12 | 宽货币+宽<br>信用 | 26            | 35  | 25  | -121          | -32 | -28 | -117         | -20  | -26 | -133          | -23 | -24 |
| 2012-05 | 2012-12 |             | 22            | -14 | -14 | 21            | -10 | -28 | 16           | -30  | -13 | -30           | -96 | -79 |
| 2015-04 | 2016-07 |             | -43           | -46 | -40 | -69           | -57 | -52 | -63          | -48  | -51 | 33            | 24  | -10 |
| 2018-12 | 2020-05 |             | -48           | -5  | 25  | -50           | -5  | 27  | -40          | -9   | 1   | -20           | 8   | 18  |
| 利差平均变动  |         |             | -11           | -7  | -1  | -55           | -26 | -20 | -51          | -27  | -22 | -37           | -22 | -24 |
| 2008-09 | 2008-11 | 宽货币+紧<br>信用 | -12           | 0   | -1  | 130           | 79  | 67  | 135          | 81   | 74  | 139           | 84  | 79  |
| 2011-11 | 2012-04 |             | -74           | -40 | -32 | -100          | -72 | -49 | -160         | -111 | -94 | -158          | -26 | -13 |
| 2014-02 | 2015-03 |             | 1             | 22  | 8   | 7             | 7   | -11 | -23          | -17  | -34 | 0             | 24  | 31  |
| 2018-04 | 2018-11 |             | -3            | 5   | -14 | -7            | -1  | -8  | 0            | 23   | 36  | 114           | 117 | 121 |
| 2020-12 | 2021-09 |             | -7            | -14 | -6  | -20           | -28 | -13 | -29          | -5   | 10  | -1            | 19  | 27  |
| 利差平均变动  |         |             | -19           | -5  | -9  | 2             | -3  | -3  | -16          | -6   | -2  | 19            | 44  | 49  |
| 2010-01 | 2010-01 | 紧货币+宽<br>信用 | -16           | -18 | -6  | -24           | -34 | -26 | -37          | -42  | -23 | -39           | -37 | -23 |
| 2013-01 | 2013-03 |             | -39           | -14 | -1  | -47           | -24 | -7  | -47          | -19  | -19 | -49           | -30 | -20 |
| 2020-06 | 2020-10 |             | 16            | -8  | -10 | 14            | -12 | -27 | -9           | -34  | -31 | -23           | -43 | -32 |
| 利差平均变动  |         |             | -13           | -14 | -6  | -19           | -23 | -20 | -31          | -32  | -24 | -37           | -37 | -25 |
| 2010-02 | 2011-10 | 紧货币+紧<br>信用 | 104           | 45  | 29  | 139           | 71  | 55  | 208          | 130  | 106 | 274           | 156 | 134 |
| 2013-04 | 2014-01 |             | 24            | -19 | -20 | 41            | 13  | 15  | 74           | 40   | 37  | 103           | 43  | 39  |
| 2016-08 | 2018-03 |             | 32            | 28  | 30  | 41            | 23  | 26  | 34           | 3    | 6   | -63           | -75 | -63 |
| 2020-11 | 2020-11 |             | 13            | 15  | 5   | 26            | 33  | 14  | 39           | 42   | 18  | 36            | 43  | 18  |
| 利差平均变动  |         |             | 43            | 17  | 11  | 62            | 35  | 27  | 89           | 54   | 41  | 87            | 42  | 32  |

资料来源：WIND，海通证券研究所

**表 4 宽货币宽信用：等级利差升多降少（BP）**

| 起始时间    | 终止时间    | 货币+信用   | AAA与AA+ |     |     | AA+与AA- |      |      |
|---------|---------|---------|---------|-----|-----|---------|------|------|
|         |         |         | 1Y      | 3Y  | 5Y  | 1Y      | 3Y   | 5Y   |
| 2008-12 | 2009-12 |         | 147     | 67  | 52  | 12      | -9   | -4   |
| 2012-05 | 2012-12 | 宽货币+宽信用 | 1       | -4  | 14  | 51      | 86   | 51   |
| 2015-04 | 2016-07 |         | 26      | 11  | 12  | -102    | -81  | -42  |
| 2018-12 | 2020-05 |         | 2       | 0   | -2  | -30     | -13  | 9    |
| 2008-09 | 2008-11 |         | -142    | -79 | -68 | -9      | -5   | -12  |
| 2011-11 | 2012-04 | 宽货币+紧信用 | 26      | 32  | 17  | 58      | -46  | -36  |
| 2014-02 | 2015-03 |         | -6      | 15  | 19  | 7       | -17  | -42  |
| 2018-04 | 2018-11 |         | 4       | 6   | -6  | -121    | -118 | -129 |
| 2020-12 | 2021-09 |         | 13      | 14  | 6   | -19     | -47  | -40  |
| 2010-01 | 2010-01 |         | 8       | 16  | 20  | 15      | 3    | -3   |
| 2013-01 | 2013-03 | 紧货币+宽信用 | 8       | 10  | 6   | 2       | 6    | 13   |
| 2020-06 | 2020-10 |         | 2       | 3   | 17  | 37      | 31   | 5    |
| 2010-02 | 2011-10 |         | -35     | -26 | -26 | -135    | -85  | -79  |
| 2013-04 | 2014-01 | 紧货币+紧信用 | -17     | -32 | -35 | -62     | -30  | -24  |
| 2016-08 | 2018-03 |         | -9      | 5   | 4   | 104     | 98   | 89   |
| 2020-11 | 2020-11 |         | -13     | -18 | -9  | -10     | -10  | -4   |

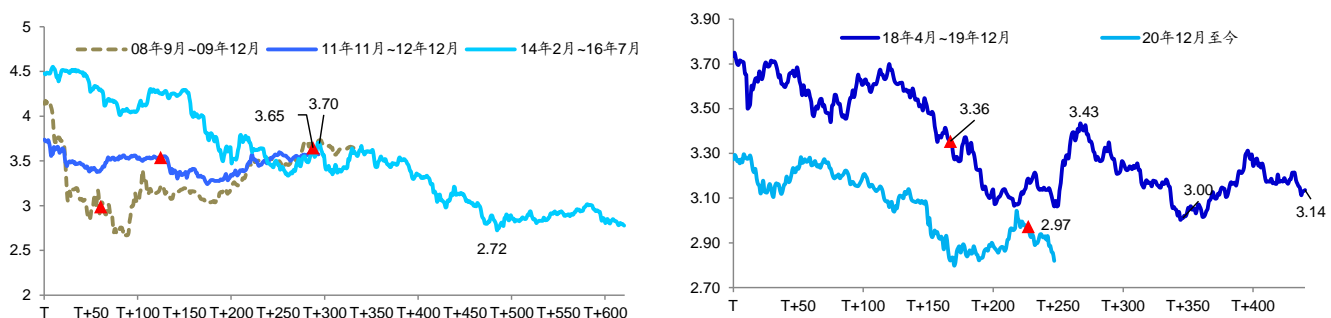
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 4.2 利率或先下后上，拐点取决于机构行为与宽信用传导力度

上半年定向式宽货币+结构性宽信用，宽信用斜率较缓，债市走势或类似于 18 年末~19 年呈现区间震荡、中枢略降的趋势，彼时长债利率低点都对应着货币宽松或宽松预期。考虑到利率点位和利差水平，及政策从总量宽松转向结构性直达，利率与信用利差下行幅度或不及前两轮双宽时期的水平（前两轮十年国债最大下行幅度分别是 98BP 和 43BP）。

到了年中，随着宽信用逐步启动，债市或面临牛转熊压力。一方面，债市缺资产逻辑逐渐受到破坏，另一方面，宽信用传导至实体带动经济逐步回暖也将对债市不利。

明年利率大方向可能是先下后上，中间有波段机会。但市场预期也较为充分，机构“抢跑”或带来利率波动加大与拐点的提前，若宽信用迟迟疲软则拐点可能延后。

**图43 宽货币紧信用到宽货币宽信用结束，10 年国债利率走势（%）**


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 21 年 11 月 26 日，原点 T 为宽货币紧信用周期的起点

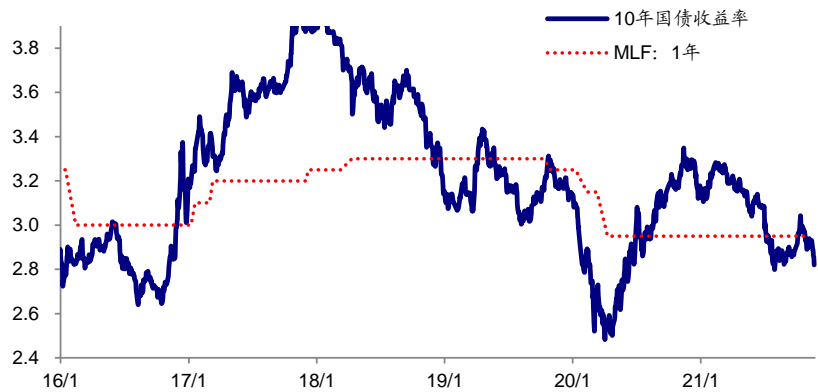
## 4.3 两个视角看长端利率的最大下行空间：2.7%左右

一是类比 2019 年 MLF 与利率利差，十年国债利率低点或在 2.65% 左右。货币紧缩情况下 MLF 是 10Y 国债利率隐性下限，但宽松时期国债中枢会呈现在 MLF 下方。2019 年国债利率平均低于 MLF 利率 11BP、最大低于 30BP，因此在不降息的情况下 10Y 国债利率均值或在 2.84% 左右、低点或在 2.65% 附近，如果降息则有望带动中枢下移。

二是参考牛熊规律，十年国债利率或最低降至 2.79/2.62% 左右。上一轮熊市利率上

行幅度处于历史最小值，并未出现典型的加息或去杠杆，对应本轮牛市利率下行幅度或较小。我们参考历史最小一轮/两轮牛市利率下行幅度，高点下行 56/73BP 或达到 2.79/2.62%左右。

图44 牛市后期，10Y 国债均值往往在 MLF 利率下方（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

表 5 债券牛熊市的划分（%）

| 债市类型 | 时间段          | 顶/底点 | 收益率  | 变动 (bp) | 时间 (月) |
|------|--------------|------|------|---------|--------|
| 震荡市: | 07年11月~08年8月 | 起点   | 4.60 | -4      | 9.0    |
|      |              | 终点   | 4.56 |         |        |
| 牛市:  | 08年8月~09年1月  | 顶点   | 4.56 | -189    | 5.0    |
|      |              | 底点   | 2.67 |         |        |
| 熊市:  | 09年1月~09年11月 | 底点   | 2.67 | 106     | 10.2   |
|      |              | 顶点   | 3.73 |         |        |
| 牛市:  | 09年11月~10年7月 | 顶点   | 3.73 | -56     | 8.2    |
|      |              | 底点   | 3.17 |         |        |
| 熊市:  | 10年7月~11年8月  | 底点   | 3.17 | 95      | 13.7   |
|      |              | 顶点   | 4.13 |         |        |
| 牛市:  | 11年8月~12年7月  | 顶点   | 4.13 | -89     | 10.5   |
|      |              | 底点   | 3.24 |         |        |
| 熊市:  | 12年7月~13年11月 | 底点   | 3.24 | 148     | 16.6   |
|      |              | 顶点   | 4.72 |         |        |
| 牛市:  | 13年11月~16年8月 | 顶点   | 4.72 | -208    | 33.3   |
|      |              | 底点   | 2.64 |         |        |
| 熊市:  | 16年8月~17年11月 | 底点   | 2.64 | 135     | 15.5   |
|      |              | 顶点   | 3.99 |         |        |
| 牛市:  | 17年11月~20年4月 | 顶点   | 3.99 | -150    | 28.9   |
|      |              | 底点   | 2.48 |         |        |
| 熊市:  | 20年4月~21年11月 | 底点   | 2.48 | 87      | 7.5    |
|      |              | 顶点   | 3.35 |         |        |

资料来源：WIND，海通证券研究所

#### 4.4 利率中枢与波动率均趋于下降

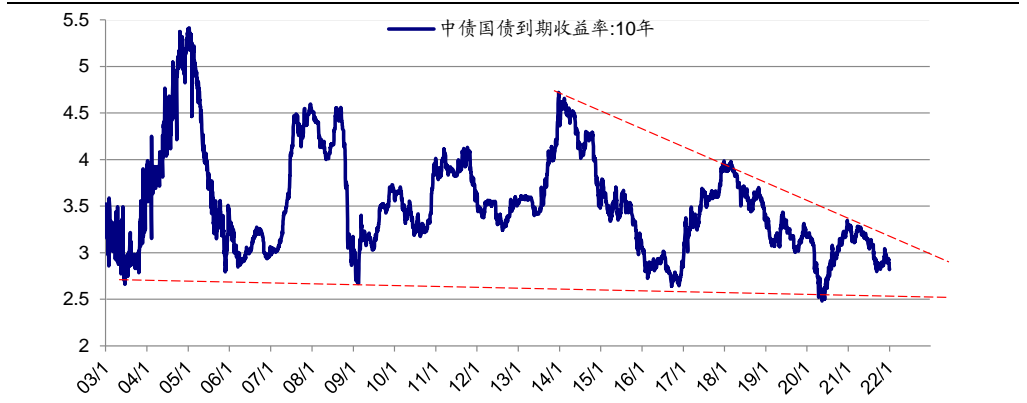
跨周期调节政策和央行公开市场操作频率增加（每日逆回购、每月 MLF 操作）也意味着政策更加平滑，熨平利率顶部和波动率。

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，潜在经济增速趋降。央行论文《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》预测我国 22 年-25 年潜在产出增速将从 5.5% 放缓至 5.1%，我们预计未来三年 10 年期国债利率中枢或在 2.7%~3.2% 左右。

明年中性假设下利率区间可能是 2.7~3.1%，若利率接近 3.0% 建议配置户加大配置

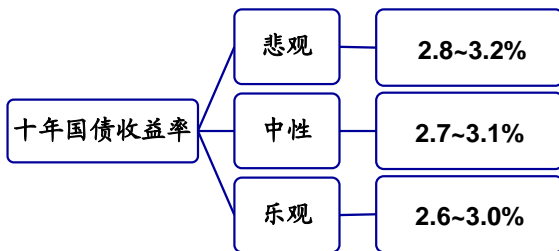
力度。

图45 利率顶部和波动率趋降，底部相对“坚挺”（%）



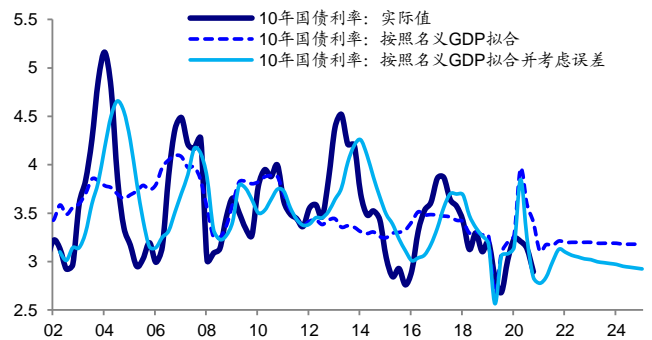
资料来源：WIND，海通证券研究所

图46 2022年不同情景下的收益率预测



资料来源：海通证券研究所测算

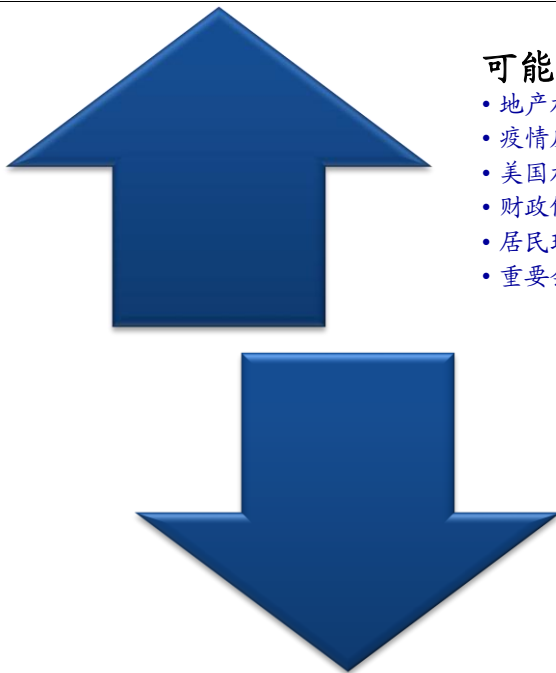
图47 十年期国债收益率的长期预测（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所测算

## 4.5 2022年债市的风险与机遇

图48 2022年债市的机遇和风险



### 可能的机遇

- 地产加快下行，通缩压力加大，央行降息
- 疫情反复，新变异毒株或带动主要国家疫情防控升级，海内外复苏低于预期
- 美国加息大幅延后，外资加快进入债市
- 财政保持定力，政府债发行再度后置，银行保险欠配
- 居民理财增幅超预期，资产荒加剧
- 重要会议前后资金面维持稳定，压平期限利差

### 可能的风险

- 美联储加息节奏超预期，中美利差快速收窄，境外机构抛售中债
- 地产城投两部门融资同时放松，经济超预期反弹，债市牛转熊
- 猪油共振带动货币政策收紧
- 出口依然超预期带动经济保持韧性
- 资管产品净值化元年，若股债同跌或产生赎回-下跌-赎回的负反馈
- 土地收入下降和地产违约传导至部分城投技术性违约风险

资料来源：海通证券研究所整理



## 4.6 美债利率趋升，间接影响中债，跟踪境外买债节奏

参照上一轮加息周期，在 2013 年 5 月美联储释放 Taper 信号至 2013 年 12 月宣布正式 Taper，10 年期美债利率迅速提升而短债相对稳定；到了 2014 年 6 月加息预期升温开始，长短端利率、美元指数纷纷上行。2013 年 12 月开始 Taper 至 2015 年 12 月美联储首次加息，十年美债利率先下后上、整体下行 50BP，期限利差收窄 128BP，2 年美债利率走高 77BP。

展望 2022 年，我们认为 Taper 对美债利率的影响或已消除，后续美债上行主要催化为加息预期，加息预期抬升短债收益率和美元指数，对于长端利率的影响或明显小于短端。

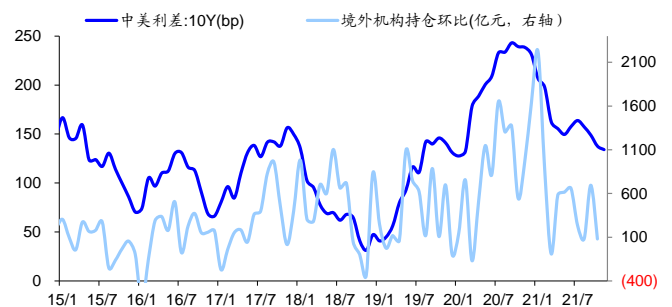
境外机构已经占我国国债市场存量的 10.7%（截至 21 年 10 月），历史上当中美十年期国债利差在 80BP 或者利差大幅收窄时期外资有明显的减持行为。

图49 上轮 Taper 到加息，10 年美债利率先下后上、整体下行



资料来源：WIND，海通证券研究所，单位：%

图50 中美利差快速收窄时期，境外机构增持量有所放缓



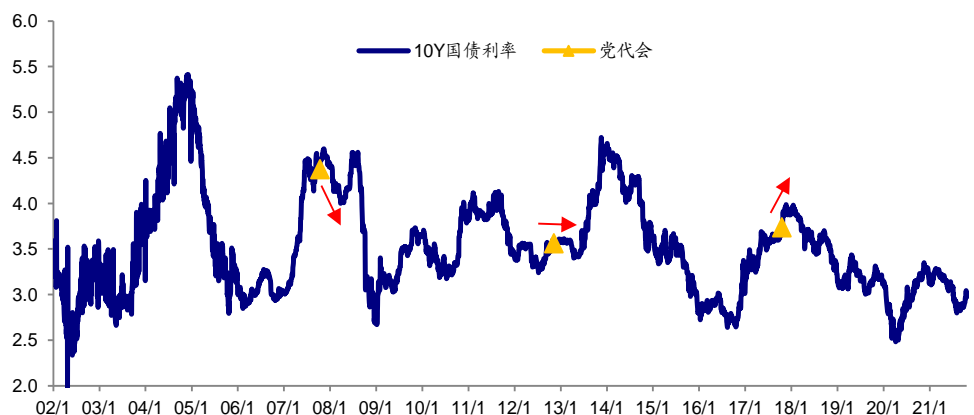
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 4.7 党代会与债市走势相关性不大

从 2007 年召开十七大、2012 年召开十八大、2017 年召开十九大来看，债市有涨有平，货币政策也并未在短期内反转，我们认为党代会事件短期对债市或一定的利好（资金面平稳），但随后债市依然是受基本面、政策面、资金面等综合因素的影响。

➢ 07 年末至 08 年 4 月债市上涨，主因为信用收缩+经济下行；

图51 党代会召开年份利率有升有降（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，黄色三角为 07 年以来的三次党代会（依次为十七大、十八大、十九大）

➢ 12 年十八大召开后，得益于宽货币宽信用的延续，债市震荡，随后由于货币信用政策的变动以及 13 年货币政策转向，利率最终大幅上行；

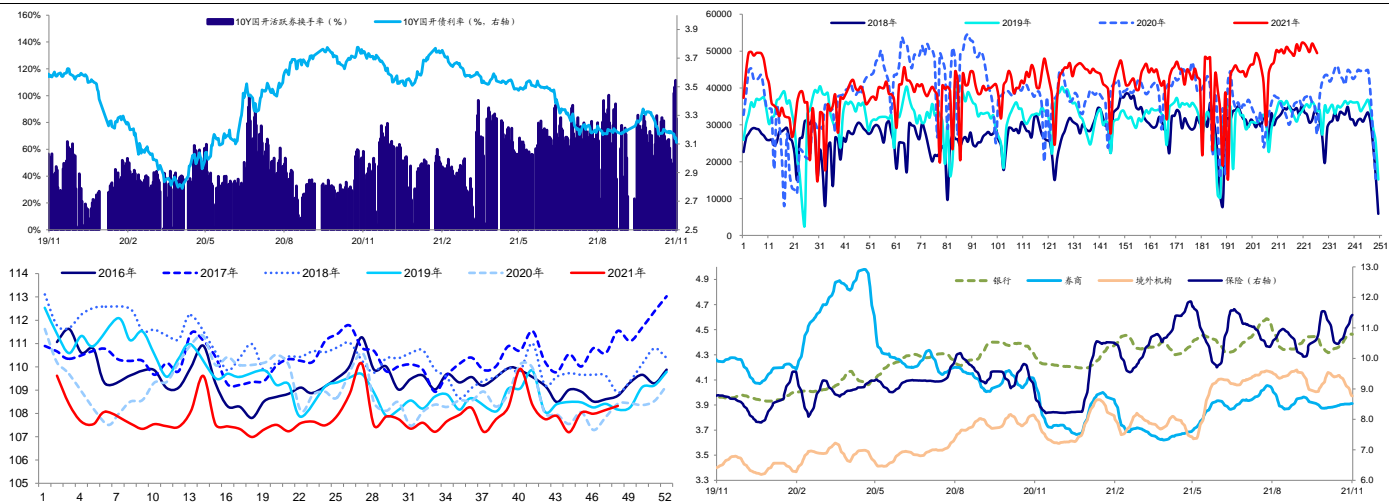
- 17年十九大召开后，受严监管影响利率延续会议召开前的走势继续上行至17年11月。之后随着经济增速放缓，社融增速趋降，以及中美贸易摩擦带来避险情绪，债市熊转牛。

#### 4.8 机构情绪 11月偏热

机构行为研究越来越受到重视，加剧投资行为的一致性，行情转换频繁。海通固收团队每周的《债市情绪高频指标跟踪》主要包括以下三方面指标：

- **长债交投情况：**30年国债成交量占比、10Y国开活跃券换手率、10Y国开活跃券成交额/9-10Y国开债余额、10Y国开隐含税率
- **债市杠杆指标：**质押式回购成交量、隔夜回购成交量占比、债市杠杆率、分机构债市杠杆率（基金、保险、券商）
- **机构久期变动：**中长期纯债型基金、保险、银行、券商、境外机构久期
- 截至11月26日，我们统计的4个指标亮红灯、2个指标亮黄灯。

图52 债市情绪高频指标跟踪



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至11月26日

左上图：10Y国开活跃券换手率；左下图：银行间质押式回购成交量（亿元）；右上图：银行间质押式回购成交量（亿元）；右下图：分机构债券持仓久期（年）

#### 4.9 短端利率制约长端与套息

历史分位数：当前短端利率偏高，国债优于国开，国债5年性价比略高于10年。

曲线偏平：考虑做陡国开10-1年。

信用利差：长端有所修复，短端仍低，杠杆套息性价比提升。

表 6 利率债比价 (%)

|             |           | 3m   | 1y    | 3y    | 5y     | 7y     | 10y     | 30y   |  |
|-------------|-----------|------|-------|-------|--------|--------|---------|-------|--|
| 国债          | 中位数       | 2.13 | 2.46  | 2.78  | 2.96   | 3.12   | 3.12    | 3.72  |  |
|             | 当前水平      | 2.26 | 2.24  | 2.55  | 2.68   | 2.85   | 2.82    | 3.37  |  |
|             | 当前分位数     | 62   | 20    | 19    | 16     | 15     | 11      | 6     |  |
| 国开债         | 中位数       | 2.26 | 2.63  | 3.08  | 3.35   | 3.52   | 3.54    |       |  |
|             | 当前水平      | 2.32 | 2.38  | 2.69  | 2.93   | 3.15   | 3.11    |       |  |
|             | 当前分位数     | 57   | 20    | 10    | 10     | 8      | 10      |       |  |
|             |           | 期限利差 |       |       |        |        |         |       |  |
|             |           |      | 3年-1年 | 5年-3年 | 10年-5年 | 10年-1年 | 30年-10年 |       |  |
| 国债          | 中位数 (bp)  |      | 30    | 16    | 17     | 64     | 60      |       |  |
|             | 当前水平 (bp) |      | 31    | 12    | 14     | 58     | 55      |       |  |
|             | 当前分位数 (%) |      | 55    | 16    | 24     | 31     | 26      |       |  |
| 国开债         | 中位数 (bp)  |      | 46    | 25    | 20     | 89     |         |       |  |
|             | 当前水平 (bp) |      | 31    | 23    | 18     | 73     |         |       |  |
|             | 当前分位数 (%) |      | 6     | 43    | 41     | 5      |         |       |  |
| 国开债隐含税率 (%) | 中位数       |      | 1y    | 3y    | 5y     | 7y     | 10y     | 30y   |  |
|             | 当前利率水平    |      | 5.23  | 10.07 | 11.66  | 12.51  | 11.42   | 10.00 |  |
|             | 当前分位数     |      | 59    | 0     | 3      | 21     | 5       | 8     |  |

注：数据为滚动三年分位数

资料来源：WIND，数据截至 2021/11/26，海通证券研究所

表 7 信用利差与杠杆套息比价 (%)

|            |     | 信用利差分位数 (%) |         |         | 杠杆套息利差分位数 (%)      |                    |                    |
|------------|-----|-------------|---------|---------|--------------------|--------------------|--------------------|
|            |     | 1年中票-国开     | 3年中票-国开 | 5年中票-国开 | 1年中票-R001 (20日 MA) | 5年中票-R001 (20日 MA) | 5年国开-R001 (20日 MA) |
| 三年滚动分位数    | AAA | 20          | 19      | 48      | 25                 | 18                 |                    |
|            | AA+ | 11          | 22      | 23      | 22                 | 16                 | 16                 |
|            | AA  | 7           | 77      | 69      | 20                 | 27                 |                    |
| 2010年以来分位数 | AAA | 8           | 15      | 32      | 15                 | 17                 |                    |
|            | AA+ | 3           | 10      | 12      | 12                 | 11                 | 20                 |
|            | AA  | 2           | 39      | 42      | 11                 | 20                 |                    |

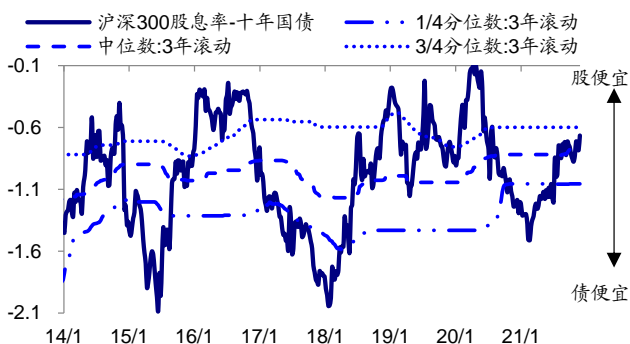
资料来源：WIND，数据截至 2021/11/26，海通证券研究所

#### 4.10 股债比价相对均衡

沪深 300 股息率与十年国债利差位于近三年的 72%分位、大盘股更占优；创业板 E/P 与十年国债利差位于近三年的 50%分位、相对均衡。

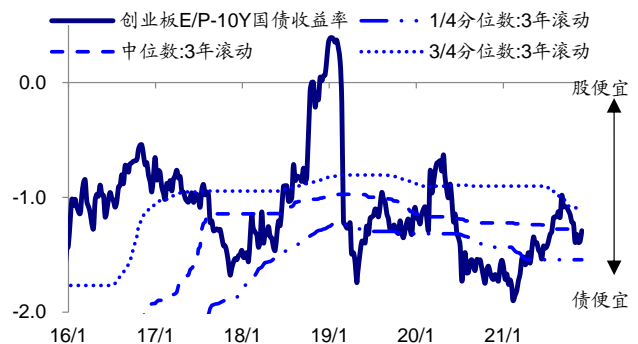
相对于贷款，十年国债与贷款利率的利差略有改善，考虑到四季度贷款利率或季节性回落，我们预计四季度可能会改善至 77BP 左右。

图 53 沪深 300 股息率与十年国债利差 (%)



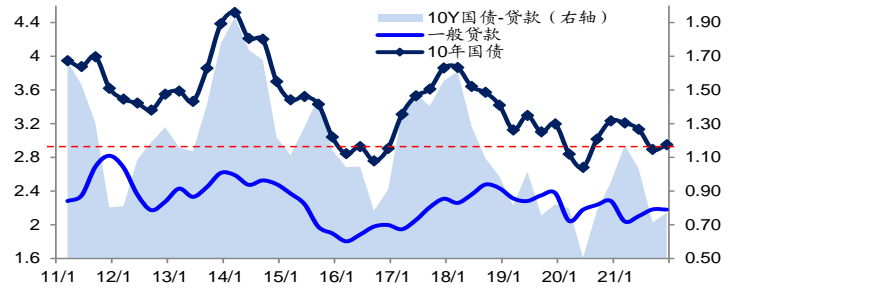
资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 21/11/26，股息率为近 12 个月

图 54 创业板 PE 倒数与十年国债利差 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，PE 口径为 TTM，数据截至 2021/11/26

图55 国债与贷款利率的表内比价 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2021/11/26

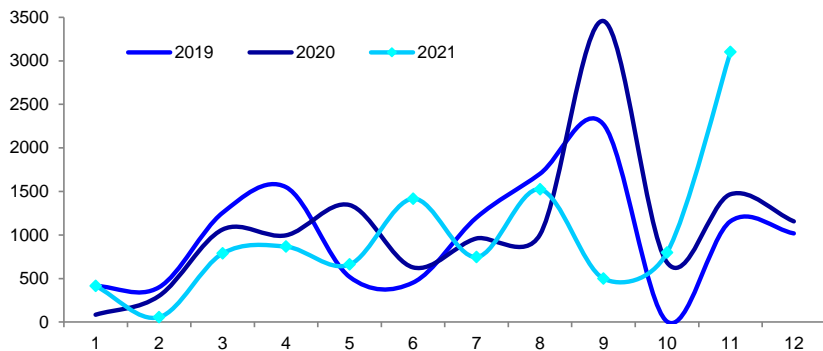
#### 4.11 二级资本债：流动性改善，交易价值提升

今年以来商业银行债流动性持续改善，9-10月商业银行债换手率已经超过国债，位列中债第二大活跃品种。

9-10月我们曾建议5年大行二级资本债在3.7~3.8%左右关注配置价值。二级资本债8-10月上旬波动较大，主因理财市值法整改加快，久期长、理财持仓占比高、流动性好的二级资本债、永续债受影响更大。10月下旬~11月利差快速回落，无惧供给回升。

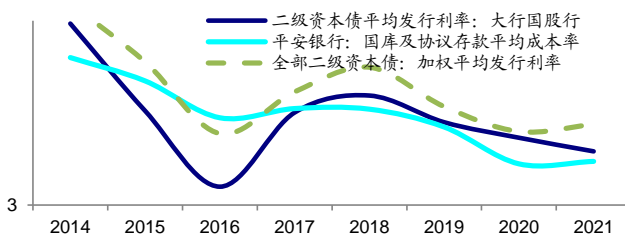
如何看待后续5年AAA二级资本债配置机会？利差均值角度看，建议55-60BP左右关注机会；从协存比价来看，考虑到存款利率下移，建议3.5%及以上关注机会。

图56 资本工具发行量在9-10月骤减、11月大增(亿元，横轴为每月)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2021/11/26

图57 二级资本债利率与协存利差 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2021/11/26

图58 二级资本债收益率与利差：5年期 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2021/11/26

## 信息披露

### 分析师声明

姜珺珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
联系人  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林肯(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
联系人  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
滕颖杰(021)23219433 tjy13580@htsec.com  
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
联系人  
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com  
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com  
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
李妹醒 02163411361 lsx11330@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
联系人  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
余致翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
联系人  
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

### 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com  
余金花 sjh13785@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

|   |  |  |
|---|--|--|
| <b>电子行业</b><br>李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com<br>肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com<br>华晋书 hjs14155@htsec.com<br>联系人<br>文 灿 wc13799@htsec.com<br>薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com<br>李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com | <b>煤炭行业</b><br>李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com<br>戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com<br>王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com<br>吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com   | <b>电力设备及新能源行业</b><br>张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com<br>房 青(021)23219692 fangq@htsec.com<br>曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com<br>徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com<br>张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com<br>联系人<br>姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com |
| <b>基础化工行业</b><br>刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com<br>刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com<br>张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com<br>孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com<br>李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com                 | <b>计算机行业</b><br>郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com<br>杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com<br>于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com<br>洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com<br>联系人<br>杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com | <b>通信行业</b><br>余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com<br>联系人<br>杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com<br>夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com   |
| <b>非银行金融行业</b><br>孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com<br>何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com<br>联系人<br>任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com<br>曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com   | <b>交通运输行业</b><br>虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com<br>罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com<br>陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com  | <b>纺织服装行业</b><br>梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com<br>盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com  |
| <b>建筑建材行业</b><br>冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com<br>潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com<br>申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com<br>颜慧菁 yhj12866@htsec.com   | <b>机械行业</b><br>余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com<br>赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com<br>赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com   | <b>钢铁行业</b><br>刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com<br>周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com   |
| <b>建筑工程行业</b><br>张欣劼 zxj12156@htsec.com   | <b>农林牧渔行业</b><br>丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com<br>陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com<br>联系人<br>孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com  | <b>食品饮料行业</b><br>闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com<br>颜慧菁 yhj12866@htsec.com<br>张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com<br>程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  |
| <b>军工行业</b><br>张恒昶 zhx10170@htsec.com<br>张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com<br>联系人<br>刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com  | <b>银行行业</b><br>孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com<br>解巍巍 xww12276@htsec.com<br>林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com<br>联系人<br>董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com  | <b>社会服务行业</b><br>汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com<br>许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com<br>联系人<br>毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com<br>王祎婕(021)23219768 wyj13985@htsec.com   |
| <b>家电行业</b><br>陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com<br>李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com<br>朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com<br>刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com   | <b>造纸轻工行业</b><br>汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com<br>郭庆龙 gq13820@htsec.com<br>联系人<br>柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com<br>王文杰 wwj14034@htsec.com<br>吕科佳 lkj14091@htsec.com  |  |

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 谭德康 tdk13548@htsec.com  
 王祎宁 wyn14183@htsec.com

### 北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 张钧博 zjb13446@htsec.com  
 高 瑞 gr13547@htsec.com  
 上官灵芝 sglz14039@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com