

## “滞涨”阻碍下 期债上行受限

### 内容提要:

- ◆ 受国内疫情、汛情冲击以及上年同期基数抬升等因素影响，8 月经济增长延续了逐步放缓的趋势。目前 9 月最新公布的经济数据显示：中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.6%，疫后首次降至临界值下方，经济下行压力明显增加。社融超预期下滑；出口增长强劲，贸易差额创年内新高。
- ◆ 从 PPI 水平和 CPI 趋势来讲，货币政策仍需管理好通胀预期。且明年猪价回升后，若叠加冷冬对蔬菜、能源价格的冲击，CPI 还将面临进一步的上行压力。这是货币政策若要采取更宽松的举措所必须考虑的约束，也是当前债券市场面临的核心利空因素。
- ◆ 通胀分化格局进一步加剧，PPI-CPI 剪刀差创历史新高，通胀预期升温同时对债市形成利空。但经济数据超预期下滑对债市形成利多，
- ◆ 展望 10 月流动性，10 月完全排除 MLF（中期借贷便利）以及逆回购到期的因素，流动性缺口在 6000 亿元附近。而央行操作方面，考虑到目前海外压力、通胀压力以及对结构性政策支持的需求，后续货币政策将呵护流动性平衡。
- ◆ 进入 10 月，流动性合理充裕，不松不紧，地方债供给仍将继续放量以完成全年发行进度。供给压力较过往年度 10 月明显放大，
- ◆ 全球能源危机愈演愈烈，9 月以来，欧美天然气、石油、动力煤等价格纷纷飙涨至历史新高。美国及欧洲多国电力价格，纷纷刷新历史记录。不过我国相对来说对于天然气需求偏低，煤炭需求更高，政府调控能力也更强，电荒的概率较海外更低，叠加去年高基数，未来通胀压力可能不会过大。
- ◆ 美国经济修复动力仍然强劲。美联储不会改变货币政策节奏，或将在 11 月份初的会议上如期宣布缩减购债。9 月以来美债收益率处于上升轨道之中。

## 宏观经济/国债

### 葛妍

国债期货分析师（见习）

从业资格证：T339455

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

### 程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

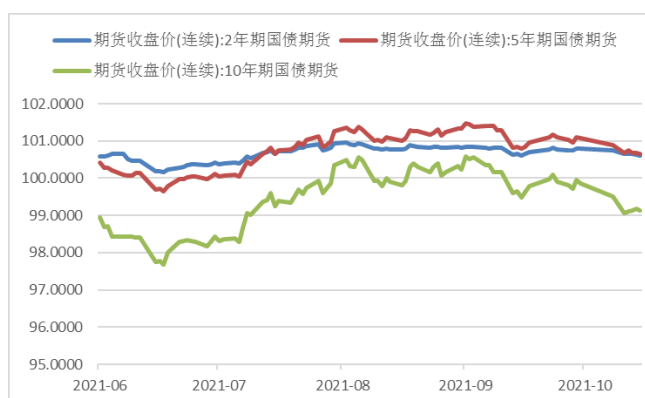
@neweraqh.com.cn

## 第一部分国债期货行情回顾

7月期债整体呈现震荡上行态势，上旬降准超预期降临，推升国债期货连续大幅上行。随后MLF及LPR利率下调预期落空，债市略有回调。下旬避险情绪升温，国内外疫情再起，股市持续低迷，股债跷跷板效应减弱，期债上行动能有所衰减。全球疫情卷土重来，为全球经济再次蒙上了阴影，货币收紧的步伐有所放缓。国内同样受到此轮德尔塔病毒影响，但很快得到控制，8月，央行MLF续作规模高于预期，市场资金面较为宽松，上旬债市出现小幅度调整，随后国债期货进入了两周时间左右的盘整阶段。

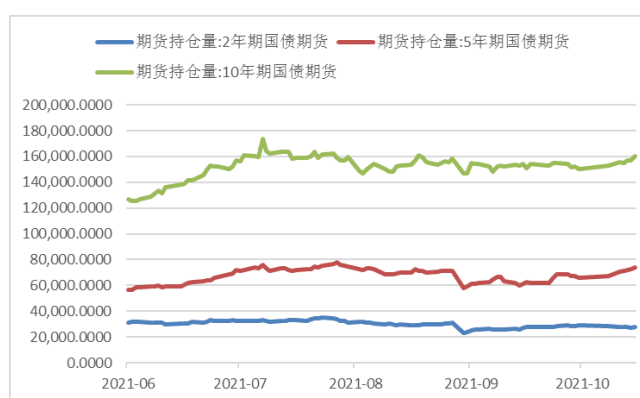
中秋过后，随着央行公开市场投放的不断加码，国债期货终结了此前的调整态势，整体有所反弹，9月末面临跨季、跨月以及“十一”长假，央行逆回购持续净投放，资金面出现明显好转。同时能耗双控也对市场产生了明显的影响，多地出台限电停产等措施，市场对于经济下行的悲观预期升温，这种预期一定程度上对债市形成支撑，

图1. 国债期货高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图2. 持仓量平稳

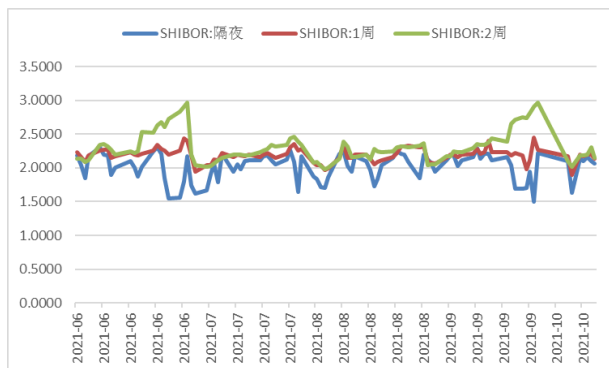


资料来源：WIND 新纪元期货研究

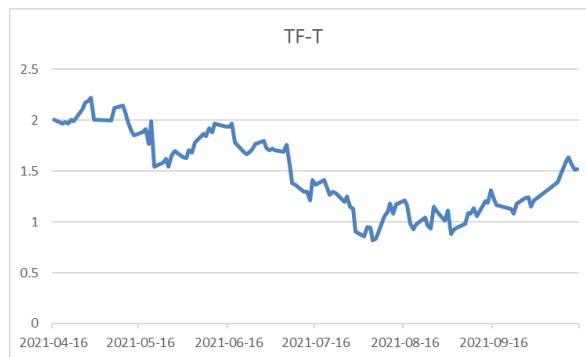
价差方面，截至3月26日，5年期国债期货主力合约TF2112与10年期主力合约T2112的价差整体维持震荡重心下移49.50BP。跨期价差T00-T01较6月底下行0.03，TF00-TF00较6月底下行0.24。

图3. Shibor 保持平稳

图4. 价差震荡下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第二部分宏观经济及政策分析

### 一、宏观经济回顾与展望

#### (一) 经济数据继续回落

中国8月份主要宏观指标同比增速明显回落。其中，8月份社会消费品零售总额增长2.5%，环比回落6个百分点；规模以上工业增加值增长5.3%，前值增6.4%；1-8月固定资产投资增长8.9%，前值增10.3%，其中房地产开发投资增长10.9%，前值增12.7%。受国内疫情、汛情冲击以及上年同期基数抬升等因素影响，8月经济增长延续了逐步放缓的趋势。疫情反复影响消费，特别是餐饮出行明显减少，内需放缓迹象较为显著。严监管政策下，地产投资延续下行趋势，各项数据全面走弱。

目前9月最新公布的经济数据显示：中国制造业采购经理指数（PMI）为49.6%，疫后首次降至临界值下方，经济下行压力明显增加。社融超预期下滑；出口增长强劲，贸易差额创年内新高。物价方面，通胀分化格局进一步加剧，PPI-CPI剪刀差创历史新高。经济数据超预期下滑对债市形成利多，但通胀预期升温同时对债市形成利空。

#### 1、工业生产继续下行

需求不足导致供给收缩，工业生产增速继续下行。2021年1-8月工业增加值累计同比增长13.1%，稍弱于2021年1-6月累计同比增长的14.4%。工业增加值两年复合同比继续下降。8月工业增加值当月同比5.3%，前值6.4%，两年累计复合增长率达到5.45%，前值5.60%。对单月工业增加值拖累的分项为制造业和电力、燃气及水的生产和供应业。具体到行业，几个主要的下游行业，包括汽车制造、电气设备、电子设备和运输设备同比变化为负。出口同比中枢在二季度下降，汽车消费在二季度大幅收缩，这些下游行业与出口和消费相关性较强，或受到了前期出口和消费边际下行的影响。8月工业生产仍然受到了局部阶段性疫情的影响，预计9月生产端或有一定程度修复。前瞻地看，未来经济增长动能或持续衰减，工业生产将相应受到拖累。服务业生产受

疫情影响继续回落。

## 2、消费拖累经济增长

消费超预期回落，拖累经济增长：8月社会消费品零售总额累计同比增速18.1%，较前值回落2.6个百分点，当月同比增长2.5%，较前值回落6.0个百分点，当月同比两年平均增速1.50%，较前值回落2.1个百分点，较疫情前8%左右的水平距离进一步扩大。8月份社零中餐饮收入增速录得-4.5%。餐饮消费、汽车、服装鞋帽、家用电器和音像器材类消费拖累，叠加去年低基数影响消除，共同导致社零数据表现不佳，大幅低于预期。从绝对数额来看，无论是总体社零数据还是扣除汽车消费的数据，都较7月份有所下降。而且根据数据规律，历史上7、8月份消费数据尚未出现走低情况，因此短期疫情冲击可能是造成社零大幅不及预期的主导因素，在防控常态化下，今年餐饮消费表现均是偏弱势的。

## 3、投资同比小幅修复

投资同比小幅修复。固定资产投资8月累计同比8.9%，前值10.3%，隐含当月同比0.23%，两年复合同比为4.66%，前值3.65%。三大投资中，房地产投资继续转弱，基建投资有所修复，而制造业投资为单月亮点。

1-8月以来房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高，表现亮眼。房地产投资两年复合同比连续第四个月下降。房地产投资8月隐含当月同比0.27%，前值1.37%，两年复合当月同比5.87%，前值6.39%。8月竣工同比依然偏强，新开工同比依然偏弱，预计建筑投资同比继续下降。房地产销售增速继续大幅下降，隐含当月同比仅为-18.71%。房地产销售政策趋严、同时疫情影响销售活动共同导致7-8月房地产销售同比断崖式下降。往后看，房地产投资或处在年内低点。虽然后续房地产建筑投资分项大概率继续下降，但土地购置费同比或有回升，预计房地产投资两年复合同比在年内稳定在当前水平上。

制造业投资两年复合同比升幅较大，制造业投资1-8月同比增长15.7%；8月隐含当月同比7.2%，前值9.1%，两年复合当月同比回落至6.08%，前值2.82%。制造业投资同比在单月上升幅度较大，两年复合同比水平重新接近疫情前制造业投资同比水平。从已公布的行业数据看，分化较为严重，与出口相关的电子设备和专用设备两年复合同比升幅较大，但与建筑建设相关的非金属矿物制品、金属制造和通用设备两年复合增速变化不大。所以，推测目前制造业投资仍然是出口带动的格局。但是，往后看，按照M1同比领先制造业投资同比1年左右的规律，制造业投资同比有可能在年底或明年初迎来拐点。不过在出口保持韧性下，制造业投资同比或能维持在一定水平。

基建投资暂未见发力迹象，8月隐含当月同比-6.61%，前值-10.08%，两年复合当月同比-0.02%，前值-1.57%。1-8月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长2.9%（1-7月是4.6%），两年平均增长0.2%（前值0.9%）。随着水灾和台风等恶劣天气消退，基建施工或有所恢复，但受到疫情影响，基建发力仍受到限制。后续看，在今年财政后置化下，基建投资也会相应出现“后置”的现象。另外，前期项目

集中开工或意味着基建项目开始落地。在经济存在下行压力下，基建托底的必要性增加。

#### 4、进出口保持较高景气

中国9月（以美元计）出口同比增28.1%，前值增25.6%；进口同比增17.6%，前值增33.1%；贸易顺差667.6亿美元，前值583.4亿美元，进行如下点评。9月份主要进口商品价格普遍上升，特别是大宗商品价格持续走高，拉动进口金额高增长；进口成本上涨叠加经济动能边际放缓，国内进口需求偏弱，部分工业原材料进口数量回落。出口“替代效应”减弱，但新兴经济体需求回升和出口价格上涨支撑出口。

出口维持较强韧性。我国1-9月出口累计达到24,008.2亿美元，同比增长33.0%。我国出口维持较强韧性，在海外疫情反复的背景下，国内疫情防控优势凸显。从出口国别看，1-9月我国对欧盟、美国等发达经济体出口维系较好表现，累计同比增速分别实现32.0%和32.9%。新兴市场方面，1-9月我国对东盟商品出口的累计同比增速为29.9%，东盟仍是我国当前第一大贸易伙伴。同期，我国对RCEP其他14个成员国家进出口、出口和进口分别增长16.3%、18.0%和20.4%。国内经济持续恢复发展，为外贸持续增长奠定了坚实基础。

在去年同期高基数的背景下，出口增速未来下行压力变大。从出口结构上来看，出口增速较高的为机电产品和通用机械产品。受去年同期高基数的影响，医疗器械出口同比增速放缓，但疫情的反复仍会对医疗物资的出口形成支撑。但另一方面，受全球能源危机的影响，海外市场的供给能力受限，国际市场需求增加利好我国出口，供需错配支撑我国出口韧性。

大宗商品进口价格“量减价升”。受国际大宗商品价格上涨的影响，对进口造成一定的压力，并且国内需求偏弱，原材料类商品进口边际放缓。1-9月铁矿砂、原油、铜进口量出现下跌，同比分别下跌3%、6.8%和19.5%，但是均价分别同比上涨67.5%、32.8%和37.9%。国际商品供需恢复不均衡支撑大宗商品价格持续上行。原油、铜进口量出现下跌，同比分别下跌3%、6.8%和19.5%，但是均价分别同比上涨67.5%、32.8%和37.9%。国际商品供需恢复不均衡支撑大宗商品价格持续上行。从通胀角度看，当前国际大宗商品价格升势较强，抬升工业企业成本端压力。为了缓解中小企业融资成本的压力，不排除央行有望在四季度结构性滴灌的可能性。

展望来看，进出口高同比难持续，四季度压力或将增大。出口方面，鉴于全球疫情肆虐，从我国主要出口经济体和其他出口导向型国家的产能恢复角度来考虑，我国在疫情控制得当的情况下，出口将保持韧性，但由于基数效应，上半年的高同比难再现。同时，PMI新出口订单连续收缩下降，海运价格高企，出口压力或将在四季度增大。进口方面，为完成年内能耗双控目标，限电限产对企业生产造成的压力在短期内或将持续，进口需求回落。

#### （二）社融增速回落

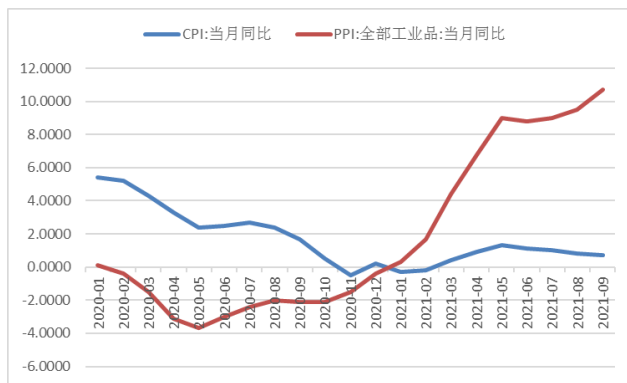
9月社融同比继续回落，高基数下，人民币贷款、非标、政府债券是主要拖累。其中人民币贷款增加1.78万亿，同比少增1397亿。非标融资继续收敛，信托融资同比多减970亿元，未贴现承兑汇票同比少增1488亿

元。政府债券当月值为8109亿，财政发行环比小幅回落（前值9738亿），高基数下同比少增2007亿元，共同构成社融少增拖累。

M2增速小幅上涨，M1增速继续回落。9月份M2同比增速由8.2%小幅上行至8.3%，M1同比增速由4.2%小幅下行至3.7%。结构上有所修复，企业和居民贷款较8月均有所改善，但相比去年同期，高基数下仅企业短期贷有所回升。相比去年同期，企业中长期贷款、居民短期、中长期贷款均有一定回落，其中企业中长贷同比继续少增或反映当前上游材料涨价、企业现金流周转难度加大的情况下仍对实体融资需求有所制约。

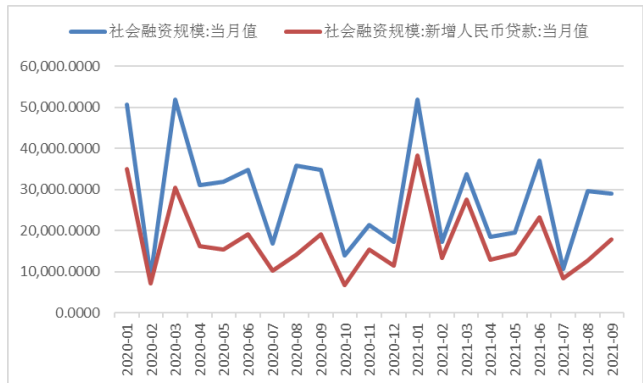
预计后续社融、M2增速震荡回稳，后续或将回升但幅度不宜预期过高。可能的上行拉动是政府债券发行提速及政策层面加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度以及房地产调控或有微放松，不利因素是制造业为首的实体融资需求持续疲软。

图5. PPI CPI 剪刀差扩大



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图6. 社融回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究

### （三） PPI-CPI 剪刀差创历史新高

CPI 低位回落，9月CPI同比增长0.7%，涨幅比上月继续回落0.1个百分点，核心CPI同比上涨1.2%，涨幅与上月持平，环比上涨0.2%。在猪肉价格继续下降、食品价格普遍走弱的情况下，虽然非食品价格有所回升，但9月CPI同比继续回落，环比持平。猪肉价格下降影响食品价格降幅持续扩大。9月食品价格降幅比上个月扩大1.1个百分点，影响CPI同比约-0.98个百分点。食品价格持续负增长的主要原因是猪肉价格走低，9月CPI猪肉价格同比-46.9%，降幅进一步扩大。猪肉价格对CPI同比的拉动为-1.1%。除了猪肉价格以外，其他主要食品价格普遍同比保持上涨。蛋类、水产品、食用油价格同比上涨12.6%、9.8%、6.5%，羊肉、牛肉价格同比上涨2.7%、1.4%，涨幅都不同程度收窄。非食品价格涨幅小幅扩大。9月份非食品价格上涨2%，涨幅比上个月上升0.1个百分点，影响CPI上涨约1.65个百分点。非食品价格涨幅扩大的主要原因有两个。一是受近期国际原油价格上升的影响，车用燃油价格上调，汽油和柴油价格分别上涨23.4%和25.7%，涨幅均有扩大。二是受工业产品价格上涨的影响，工业消费品价格涨幅扩大到2.8%，比上个月上升了0.3个百分点。疫情点状散发

影响服务类消费，服务类价格普遍回落。核心CPI平稳。在CPI同比0.7%的涨幅中，主要是新涨价因素为0.7%，翘尾因素影响约为0，比上个月回落0.3个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅与上个月持平，保持温和态势。

PPI创历史新高。9月PPI同比上涨10.7%，涨幅比上月扩大了1.2个百分点，创历史新高。其中生产资料价格上涨14.2%，涨幅扩大1.5个百分点；生活资料价格上涨0.4%，涨幅较上月扩大0.1个百分点。不同行业间价格涨幅差异继续拉大，国内外大宗商品价格出现普涨，输入性因素与国内限产政策同时发力，上游高耗能行业价格涨势有所扩大。从环比来看，在供需仍然偏紧的情况下，9月依旧是煤炭行业领涨，受到限电限产政策对生产的制约，主要高耗能行业价格环比涨幅继续扩大，输入性因素也在为PPI上涨推波助澜，9月原油价格回升，天然气价格大幅上涨，使9月燃气生产和供应业价格环比上涨了2.5%。

通胀分化格局进一步加剧，PPI-CPI剪刀差创历史新高。9月以来，国际国内大宗商品出现普涨，能源价格飙升，在输入性因素和限电限产政策的双重力量下，9月PPI创历史新高。不论是国际还是国内，导致大宗商品价格上涨的主要力量都是来自于供给约束。尤其是对于国内而言，能源价格对CPI的直接拉动作用较小，沿产业链传导的路径也并不畅通，在消费较为低迷的情况下，生活资料价格及CPI涨幅不大，加之猪肉价格的持续下跌对CPI形成压制，PPI-CPI剪刀差创历史新高。

通胀分化对经济增长形成压制。通胀呈现高度分化格局的情况下，企业利润也呈现分化状态，虽然企业利润总体表现不错，但下游企业利润受到挤压，其扩大投资的能力也相应受到了限制，导致今年以来制造业投资一直呈现出弱复苏的态势，对于经济增长也形成了压制，经济呈现出类滞胀的格局。四季度国内通胀压力面临上升。在PPI居高难下的同时，PPI向CPI传导在局部领域有增强迹象，油价上涨同时作用于PPI和CPI导致二者联动增强；加之今年极端天气频发对蔬菜价格形成上行驱动、猪肉价格对CPI的拖累面临减弱的可能，CPI的上行压力加大。虽然CPI上行尚不会触及3%的经验警戒线，但从PPI水平和CPI趋势来讲，货币政策仍需管理好通胀预期。且明年猪价回升后，若叠加冷冬对蔬菜、能源价格的冲击，CPI还将面临进一步的上行压力。这是货币政策若要采取更宽松的举措所必须考虑的约束，也是当前债券市场面临的核心利空因素。

图 7：逆回购投放增加

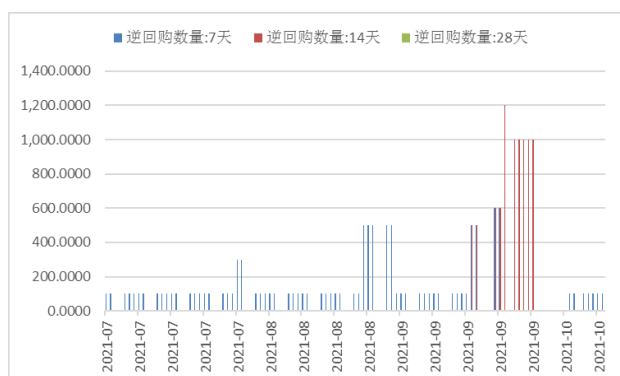
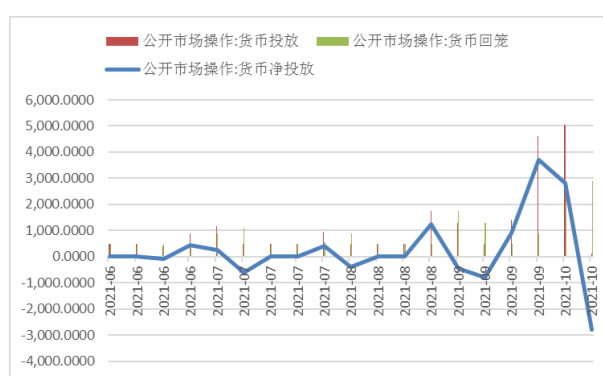


图 8：流动性投放回归平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 二、货币政策灵活精准

央行操作梳理，7月7日国常会提及降准，随后7月9日央行宣布降准，助燃了7月7日至14日债市的大涨行情。在国常会提及降准前，市场并未对降准抱有期待，反而对央行因通胀上行收紧货币政策有所担忧。国常会提及降准后，市场对于降准落地时间、方式和释放资金量的预期仍相对谨慎，但央行7月9日即宣布7月15日实施降准，这一时点快于预期，且全面降准的方式和释放的1万亿资金量也均超出预期。降准落地后，部分投资者对货币政策的取向存在猜疑。随后中国人民银行相关负责人在答记者问中表明此次降准主要为归还MLF和对冲7月税期高峰，坚持正常货币政策，不搞大水漫灌。随后7月15日，央行开展一年期1000亿元中期借贷便利（MLF）操作。中标利率2.95%，与上次持平。7月20日公布的LPR报价连续15个月不变。这也充分说明此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健货币政策取向没有发生改变。

8月9日公布的《2021年2季度货币政策执行报告》中，央行二季度货币政策执行报告指出，全球经济复苏延续但分化严重，劳动力市场恢复有限，通胀预期升温同时全球疫情反弹给未来经济前景带来新的挑战。央行对货币政策中间目标——社融和广义货币供应量增速——的指引也没发生明显的变化：“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。

央行8月25日起加大对月底7天逆回购的投放量，由100亿元增至500亿元，呵护流动性决心可见，提振信心作用较明显。货币政策趋于边际宽松，长期利率中枢易下难上。央行连续3个月的月底，都增加了每日逆回购数量，特别是8月底，数量从300亿元提高至500亿元。结合央行8月中旬续做6000亿元MLF、7月份降准，都是超市场预期动作。这从一定程度上反映出下半年开始以来，在经济增速下行压力加大的背景下，央行多次强调跨周期调节、保持市场流动性合理充裕等措辞，基本在逐步兑现，货币政策趋于边际宽松。在未来宽信用的大背景下，仍需要货币上的支持。

为应对跨季、跨月以及“十一”长假，9月末央行公开市场操作的投放加码，并于上周重启14天期限的逆回购操作，此举也暗示着近期降准的可能性降低。9月15日，MLF到期6000亿元，逆回购到期100亿元，央行等额投放实现完全对冲。之后央行加大了逆回购投放额度，上周央行通过公开市场操作，实现净投放3200亿，旨在稳定国庆节期间流动性，逆回购加码之后短端国债收益率下行5bp左右。9月末适逢三季度商业银行的MPA考核，加大逆回购投放缓解了市场对于流动性的担忧。加上前期央行增加了3000亿的支小再贷款来支撑中小企业，通过结构性的宽松政策来稳定经济增长。货币政策维持中性紧平衡，中短期不会大幅宽松或收紧货币政策。

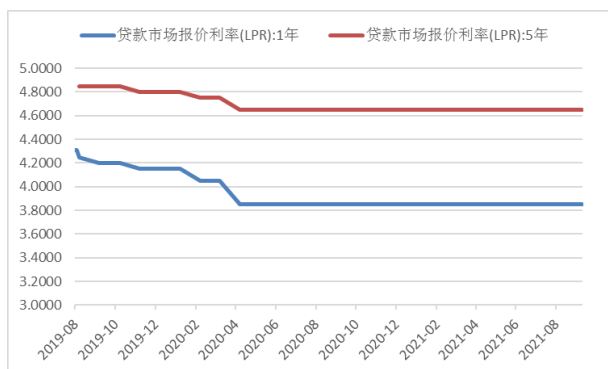
MLF操作三季度利率未作调整，进一步打破了市场中部分存在的‘降息’预期，表明7月全面降准更多属于针对小微企业等实体经济的定向支持措施，当前货币政策并未转向全面宽松，监管层仍然注重在稳增长、防风险和控通胀之间保持平衡。同时MLF利率不动，意味着当月LPR基础未发生变化，LPR已连续17个月“按兵



不动”。

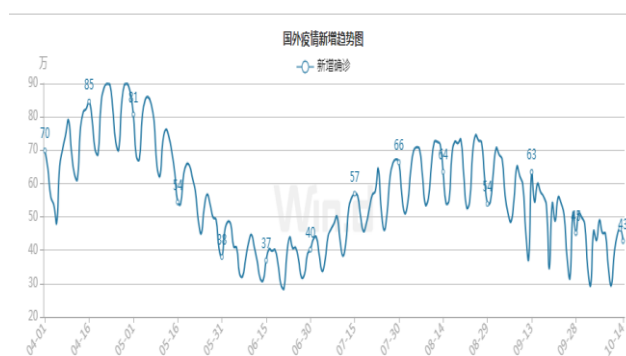
央行货币政策委员会三季度例会对国内外经济的判断更加悲观，但对国内货币政策的态度并未转变，国内经济不稳固不均衡，结构性政策的效果要远胜全面宽货币；财政发力叠加信贷总量增长，宽信用预期发酵的风险还在增加；货币政策更加关注“两年衔接”，对四季度的宽松不能过度乐观。展望10月流动性，10月完全排除MLF(中期借贷便利)以及逆回购到期的因素，流动性缺口在6000亿元附近。而央行操作方面，考虑到目前海外压力、通胀压力以及对结构性政策支持的需求，后续货币政策将呵护流动性平衡。

图9：LPR连续十七个月维持不变



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图10：国外疫情缓解



资料来源：WIND 新纪元期货研究

### 三、利率债供给压力

9月，地方债发行规模7378亿，较去年同期7205亿上升2.4%。其中新增债5716亿，再融资债1,662亿。9月平均期限稳定在13Y。

今年整年新增一般债和专项债发行进度都呈现后置发力特征。往年地方债发行一季度便前置发力，三季度末即完成全年新增发行限额，四季度几乎不再新增。今年地方债一季度迟迟不露真面目，二季度专项债没有追补发力，新增发行平稳过渡，三季度有后置发力趋势，四季度有较大的承接过渡部分新增发行额度的概率。今年地方债发行后置主要受三方面影响：第一，地方债发行季度和经济增长要求有较大的相关性，今年上半年处于“稳增长窗口期”，托底经济的需求不强；第二，今年来当局加强专项债管理，坚持“资金跟着项目走”，前期缺少高质量项目支撑专项债发行提速；第三，2020年专项债发行规模较大，政策效应延续到了今年初，因此中央有意控制发行安排，避免前期资金闲置。

进入10月，流动性合理充裕，不松不紧，地方债供给仍将继续息放量以完成全年发行进度。供给压力较过往年度10月明显放大，从近期媒体披露的情况来看，理监管部门要求，各地剩余新增专项债券额度需于11月底前发行完毕，管不再为12月预留专项债额。按照这一最新要求，则营10、11月每月净增量将达到6000-7000亿。则10-11月供给压力将类似8、9月份。

## 四、外围风险事件频发

### 能源危机愈演愈烈

全球能源危机愈演愈烈，9月以来，欧美天然气、石油、动力煤等价格纷纷飙涨至历史新高。美国及欧洲多国电力价格，纷纷刷新历史记录。能源及电力价格的飙涨，使美欧居民生活成本激增，部分企业更是被迫停产。全球经济一体化下，欧美能源危机，通过能源品价格上涨等渠道，向全球加速蔓延。比如，巴西、印度等新兴经济体，因为受到欧美带动下的全球天然气和动力煤价格飙涨的冲击，国内电力缺口不断扩大、电价大涨。同时，欧美部分企业的停产，也导致了全球相关产品的供需缺口拉大。短期来看，随着冬季到来、整体用电季节性回升，叠加传统能源品供应难明显扩张，本轮能源危机或将进一步发酵。中长期而言，全球碳中和的大背景下，传统能源产能日益萎缩与绿色新能源供给波动较大、叠加储能系统需要较长时间建立的“碰撞”下，能源危机的爆发可能较过往变得更加频繁。

对国内影响来看，后续海外煤炭价格继续攀升也会对国内产业链造成很大影响，随着天气转冷、用电需求增加，国内的能源价格攀升以及电荒恐怕也难以避免，这在一定程度上会推升国内通胀。同时，能源危机也会使得国内制造业生产各方面受到影响，经济下行压力加大，“滞涨”问题不断加重。债市短期迅速的调整更多是在消化对未来通胀的担忧，不过我国相对来说对于天然气需求偏低，煤炭需求更高，政府调控能力也更强，电荒的概率较海外更低，叠加去年高基数，未来通胀压力可能不会过大。

### Taper 越行越近

今年9月22日美联储召开9月议息会议，维持联邦基金目标利率0%-0.25%区间不变。声明首次提出“如果经济按照预期继续取得进展，预计资产购买步伐可能很快就会放缓”。会后鲍威尔的发言更为鹰派，其明确表示如果经济发展符合预期，下次会议就将宣布Taper。此外，有关Taper的节奏，鲍威尔表示2022年年中左右结束可能是适宜的。加息降温必要性逐步提高，美联储年内“收水”的步伐基本为确定性事件。美国经济修复动力仍然强劲。美联储不会改变货币政策节奏，或将在11月份初的会议上如期宣布缩减购债。9月以来美债收益率处于上升轨道之中，近期中美利差有所收窄。

## 第三部分国债期货市场展望

受国内疫情、汛情冲击以及上年同期基数抬升等因素影响，8月经济增长延续了逐步放缓的趋势。疫情反复影响消费，特别是餐饮出行明显减少，内需放缓迹象较为显著。严监管政策下，地产投资延续下行趋势，各项数据全面走弱。目前9月最新公布的经济数据显示：中国制造业采购经理指数（PMI）为49.6%，疫后首次降至临界值下方，经济下行压力明显增加。社融超预期下滑；出口增长强劲，贸易差额创年内新高。物价方面，

通胀分化格局进一步加剧，PPI-CPI 剪刀差创历史新高。经济数据超预期下滑对债市形成利多，但通胀预期升温同时对债市形成利空。

从 PPI 水平和 CPI 趋势来讲，货币政策仍需管理好通胀预期。CPI 还将面临进一步的上行压力。货币政策若要采取更宽松的举措需要考虑物价的约束，为债券市场面临的核心利空因素。央行操作方面，考虑到目前海外压力、通胀压力以及对结构性政策支持的需求，后续货币政策将呵护流动性平衡。但总体上，结构性通胀不太会引起货币政策的收紧，接下来或将不是债市的交易主线。长期来看，经济下行压力增加、四季度随着宽信用效果逐步体现，债市方向尚未转向。

## 特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

### 管理总部

邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

### 成都分公司

电话：028-68850968  
邮编：610004  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952  
邮编：518001  
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 南京分公司

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

### 上海分公司

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8层F单元

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 苏州营业部

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

### 杭州营业部

电话：0571-85817187  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

### 重庆营业部

电话：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#

### 南通营业部

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 徐州营业部

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号