

作者：陈浩川 简奖平 孙海拓
邮箱：research@fecr.com.cn

货币市场流动性由紧转松，外资减持我国利率债 ——2021年3月利率债市场运行报告

摘要

货币市场方面，3月份，央行公开市场操作（不包含CBS）和MLF净回笼共计200亿元，货币市场流动性呈现较为宽松的状态，货币资金价格震荡运行，中枢较为稳定。1年期LPR保持3.85%不变。展望未来，货币政策仍会以“稳健”为主，同时体现“灵活精准”“合理适度”“防范风险”等基调。预计未来货币资金价格或将保持震荡，而其中枢或将趋于小幅上行。

利率债一级市场方面，3月份国债和政策性银行债的合计发行量和净融资额均大幅增加，共实现净融资4894.6亿元，国债发行利率小幅上行；3月初“两会”明确今年3.65万亿元地方政府专项债新增额度，本月地方债发行仍以再融资券为主。

利率债二级市场方面，3月份国债和国开债收益率呈下降趋势；地方政府债到期收益率总体小幅下行；中外利差优势继续收窄，境外机构投资者在3月减持我国债券，共计减持195.24亿元。

展望未来，预计国内利率债收益率仍将维持高位震荡，具体运行态势或将取决于形势变化，可密切关注中国及海外疫情防控及疫苗接种效果、美国经济刺激法案新进展、国际大宗商品价格等重要变量。

相关研究报告：

1. 《2021年2月信用债市场运行报告》，2021.3.13
2. 《2021年2月利率债市场运行报告》，2021.3.12
3. 《2021年1月份债券市场运行报告》，2021.02.11
4. 《2020年第四季度债券市场运行报告》，2021.01.15
5. 《2020年11月债券市场运行报告》，2020.12.11
6. 《2020年10月债券市场运行报告》，2020.11.13
7. 《2020年第三季度债券市场运行报告》，2020.10.14

Author: Chen Haochuan, Jian Jiangping,
Sun Haituo
E-mail: research@fecr.com.cn

The tight money market liquidity turned loose, and foreign investors reduced their holdings of China's government bonds

——March 2021 China's government bond market operation report

Summary

In China's money market, the central bank's open market operations (excluding Central Bank Bills Swap or CBS) and Medium-term Lending Facility (MLF) withdrew a net amount of 20 billion yuan in March 2021. The money market was relatively more liquid in March than in February, and the policy rate fluctuated with a stable pivot. 1-year Loan Prime Rate (LPR) remained stable at 3.85%. In the future, stability might still be the top priority of China's monetary policy. At the same time, the tone of "flexible and targeted" "reasonable and appropriate" and "risk prevention" will be reflected. It is expected that the policy rate might fluctuate, while its pivot might tend to rise slightly.

In the primary market of China's government bonds, the total issuance and net financing of central government bonds (Treasury bonds) and policy bank bonds (quasi-sovereign bonds) increased significantly in March, with a total net financing of 489.46 billion yuan, and the coupon rates of all maturities rose slightly. At the beginning of March, the National People's Congress (NPC) announced the annual quota for local government revenue bonds, which is 3.65 trillion yuan. The newly issued local government bonds in the first season of 2021 were mainly for refinancing purpose.

In the secondary market of China's government bonds, the yield of central government bonds, policy bank bonds, and the local government bonds declined slightly in March. The spread between China's central government bonds and foreign countries' central government bonds continued to narrow, and foreign institutional investors reduced their holdings of China's bonds totaling 19.524 billion yuan in March.

In the future, it is expected that the yields of China's government bond will continue to fluctuate, and the exact trend of which may depend on several crucial variables such as the containment of COVID-19 pandemic, effect of COVID-19 vaccination, the progress of the US economic stimulus bill and global commodity prices.

目录

一、货币市场运行	2
(一) 央行净回笼 200 亿元，货币市场流动性较为宽松	2
(二) 货币市场资金价格震荡运行	3
(三) 货币政策坚持“稳”字当头，“灵活精准”与“防范风险”并举	5
二、利率债市场运行	5
(一) 国债和政策性银行债发行量大幅回升，地方政府专项债新增额度已经就位	5
(二) 利率债到期收益率小幅下行，外资减持中国债券	7
三、总结与展望	11

一、货币市场运行

(一) 央行净回笼 200 亿元，货币市场流动性较为宽松

2021年3月（下称“3月”），央行公开市场操作（不包含CBS）和MLF（含TMLF）净回笼200亿元。其中，逆回购投放量为2300亿元，逆回购到期2500亿元；MLF（含TMLF）投放1000亿元，MLF（含TMLF）回笼1000亿元（见表1）。

表1：公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（截至2021年3月31日，单位：亿元）

日期	货币净投放	国库现金定存	国库现金到期	正回购投放	正回购到期	逆回购投放	逆回购到期	MLF投放(含TMLF)	MLF到期(含TMLF)
2020年2月	-3800	0	0	0	0	28000	33800	2000	0
2020年3月	1700	0	0	0	0	700	0	1000	0
2020年4月	-3813	0	0	0	0	0	700	1561	4674
2020年5月	5700	0	0	0	0	6700	0	1000	2000
2020年6月	-6100	0	0	0	0	15950	21500	400	950
2020年7月	-6177	500	0	0	0	7700	11400	4000	6977
2020年8月	6500	500	500	0	0	20000	15000	7,000	5,500
2020年9月	4200	800	500	0	0	24700	24800	6000	2000
2020年10月	100	500	800	0	0	9300	11900	5000	2000
2020年11月	4300	500	500	0	0	17500	17200	10000	6000
2020年12月	3200	0	500	0	0	8600	8400	9500	6000
2021年1月	-2165	0	0	0	0	10690	12450	5000	5405
2021年2月	-3040	0	0	0	0	8300	11340	2000	2000
2021年3月	-200	0	0	0	0	2300	2500	1000	1000

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3月，货币市场流动性呈现较为宽松的状态（图1）。具体来看，自3月1日起，伴随逆回购到期，央行启动逆回购操作，截至月底共实现逆回购净回笼200亿元。央行月内未出现大额逆回购投放操作，大多为等量续作，市场流动性保持较为宽松的状态。同时，央行于3月15日对金融机构开展MLF操作共计1000亿元，次日有1000亿元MLF到期。此外，为提高银行永续债的市场流动性，支持银行发行永续债补充资本，央行分别在3月26日以固定费率数量招标方式开展了2021年第三期央行票据互换（CBS）操作，期限3个月，费率0.1%，中标总量50亿元。

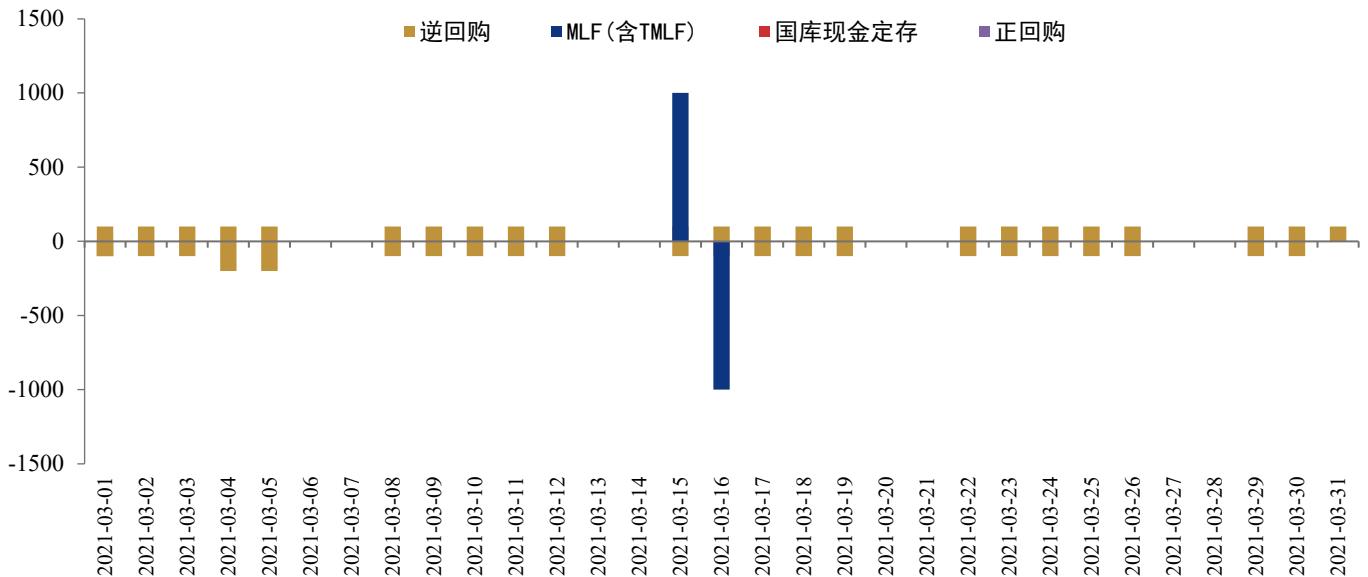


图1：2021年3月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，3月，央行对金融机构开展常备借贷便利（SLF）操作共64.4亿元，其中7天期35亿元，1个月期29.4亿元；隔夜、7天、1个月SLF利率分别为3.05%、3.2%、3.55%；期末SLF余额为64.4亿元。3月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净归还抵押补充贷款（PSL）164亿元；期末抵押补充贷款余额为31940亿元。

（二）货币市场资金价格震荡运行

3月，货币资金价格总体呈现震荡运行态势，中枢基本保持稳定（见图2）。与2月末相比，R007上行30.46BP至2.6713%；DR007上行7.2BP至2.2855%。总的来看，3月份货币市场资金面延续了上个月的偏宽松的运行态势。

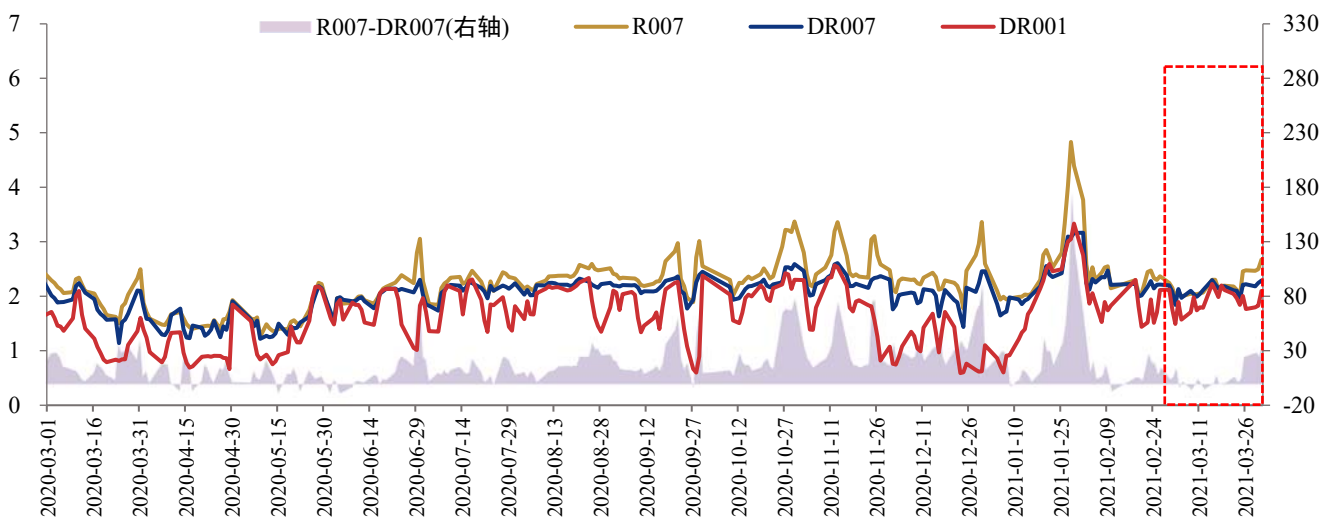


图2：R007、DR007利率及利差（单位：%；BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷市场方面，3月22日，全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）与上月相比保持不变，1年期LPR为3.85%。预计短期内1年期LPR或将继续维持稳定。

3月，不同期限Shibor利率均呈下降趋势（见图3）。3个月期、6个月期和1年期Shibor利率分别下行19.80BP、10.2BP和2.4BP至2.635%、2.798%和3.08%。

同业存单到期收益率走势与Shibor利率类似，总体呈现下降趋势（见图4）。其中，AAA级3个月期同业存单收益率下行幅度最大，与2月末相比下降了15.46BP。

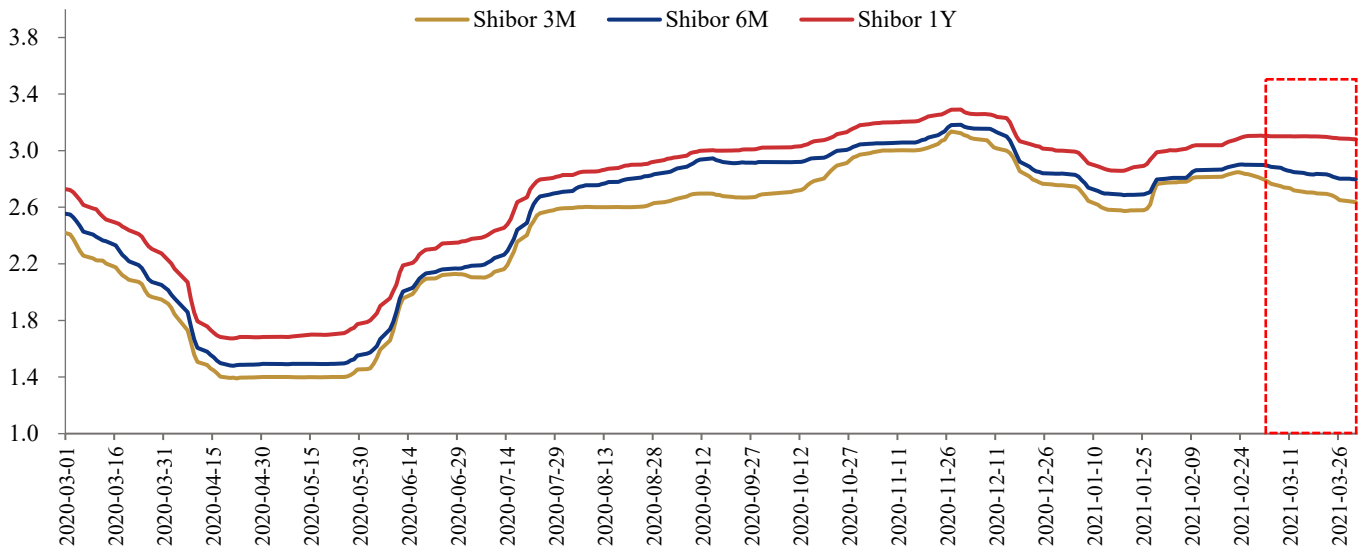


图3：Shibor利率走势（单位：%）

数据来源：Wind资讯，远东资信整理

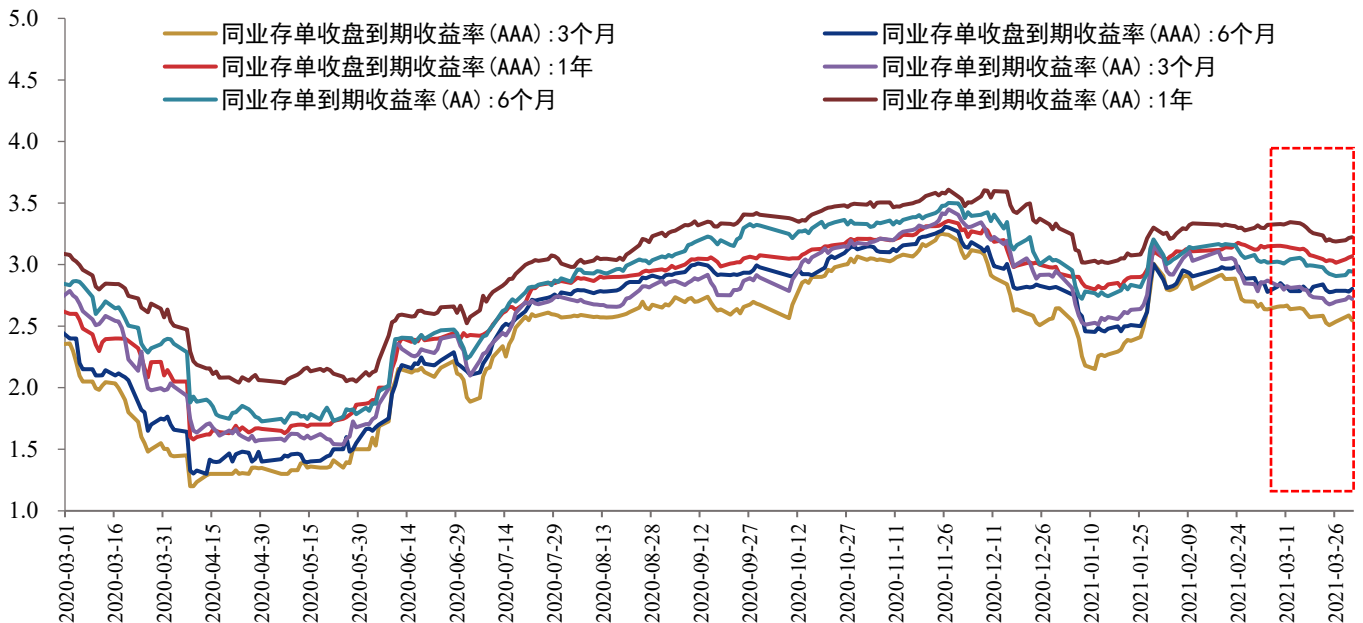


图4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind资讯，远东资信整理

从同业存单的发行与到期来看，3月份发行量为25039.70亿元，较上月大幅增加5477.5亿元，增幅较上月有所回落；净融资额为4447.00亿元（见图5），较上月小幅增加（前值为4336.70亿元）。未来3个月（4月-6月），每月分别有16923.50亿元、14792.90亿元和14948.30亿元到期。

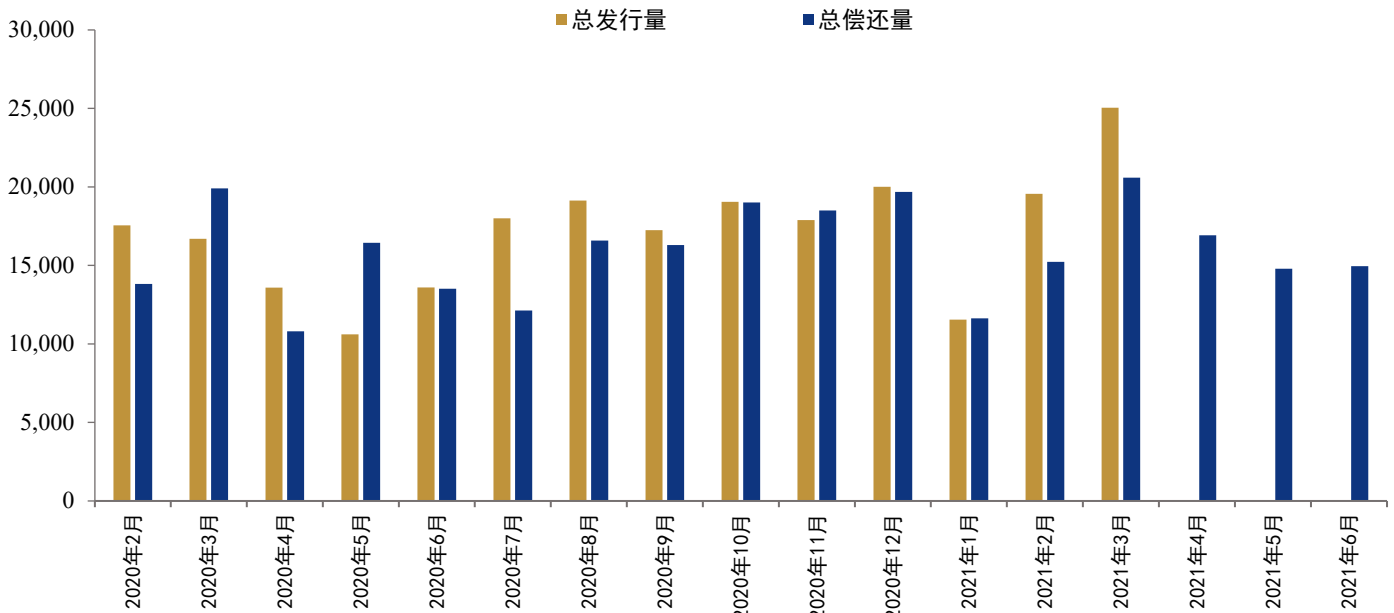


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2021年3月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）货币政策坚持“稳”字当头，“灵活精准”与“防范风险”并举

3月21日，中国人民银行行长易纲在中国发展高层论坛圆桌会的讲话中指出，货币政策既要关注总量，也要关注结构，加强对重点领域、薄弱环节的定向支持；货币政策需要在支持经济增长与防范风险之间平衡。

3月25日，中国人民银行货币政策委员会召开2021年第一季度例会。会议指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定。

总的来说，当前以及未来一段时期，货币政策仍将以“稳健”为主，同时体现“灵活精准”“合理适度”“防范风险”等基调。预计未来货币资金价格或将保持震荡运行，而其中枢或将趋于小幅上行。

二、利率债市场运行

（一）国债和政策性银行债发行量大幅回升，地方政府专项债新增额度已经就位

1. 国债与政策性银行债发行量大幅回升，发行利率总体小幅上行

2021年3月，国债和政策性银行债的合计发行量较上月大幅上升，共发行10832.9亿元，有5938.3亿元到期，净融资额为4894.6亿元，净融资额较上月大幅增加4469亿元（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行4940亿元和5892.9亿元，净融资额分别为1226亿元和3668.6亿元。

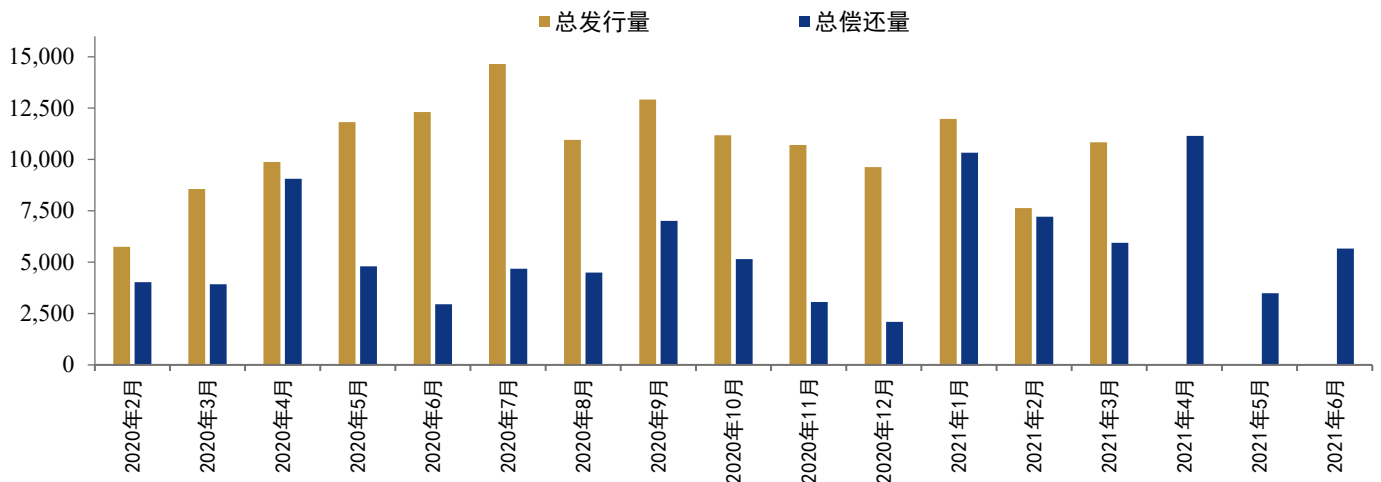


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2021年3月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，2年期、5年期和10年期国债加权平均发行利率分别为2.7935%、3.2119%和3.224%，与上月相比，分别上行12.77BP、24.38BP和1.35BP。2年期、5年期和10年期政策性银行债加权平均发行利率分别为3.0279%、3.3292%和3.6128%，与上月相比变化不大，分别上行0.93BP、下行1.28BP和下行5.59BP。

拉长时间来看，2018年年初以来，10年期国债和10年期政策性银行债发行利率虽有反弹，但总体回落态势未发生根本变化。3月份，10年期政策性银行债发行利差为38.88BP，较上月有所收窄，处于近5年的较低水平（图7）。

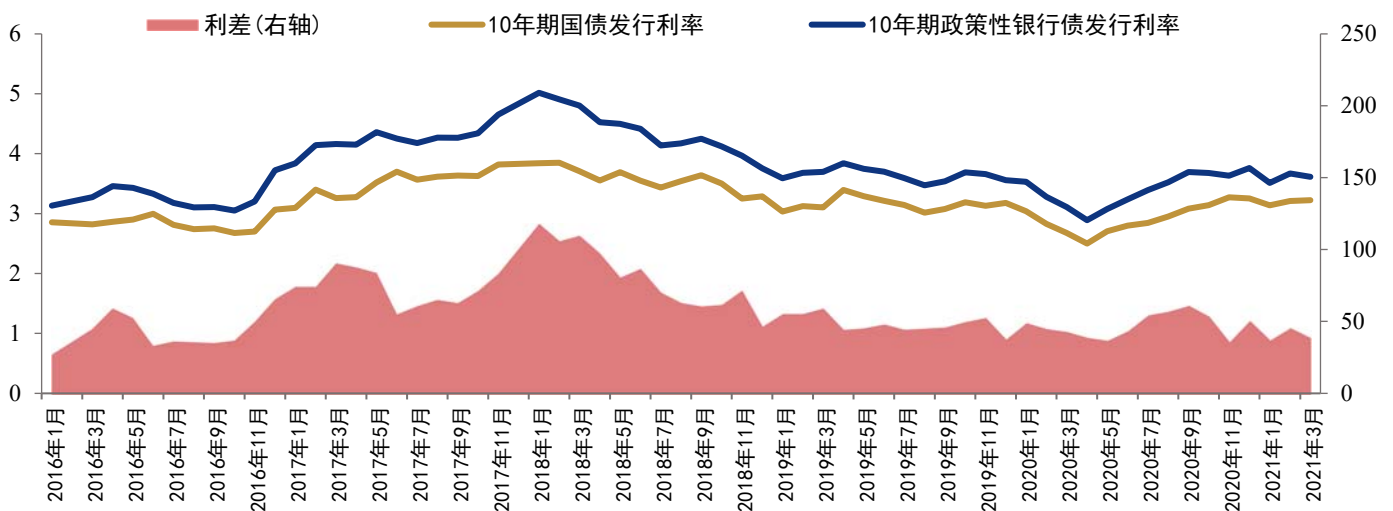


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2021年3月31日，单位：%；BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. “两会”明确今年3.65万亿元新增专项债额度，3月地方债发行仍以再融资券为主

3月份，全国地方债共计发行4770.51亿元，较上月大幅增加4213.27亿元，净融资额为1886.68亿元（见图8）。新发行债券仍以再融资债券为主（4406.50亿元），仅有364亿元新增地方债发行。

3月地方债平均发行期限为7.7年，其中，10年期地方政府债券平均发行利率为3.4977%，与1月、2月相比有所升高。3月地方债发行额排名前三的省份分别是湖北、广东和江苏。

虽然3月初“两会”已明确今年新增专项债额度为3.65万亿元，与去年相比仅减少1000亿元，但由于其提前下达时间较晚，因此3月份地方债未能迎来放量新增发行也是在预料之中。财政部政府债务研究和评估中心数据显示，财政部提前下达2021年新增地方政府债务限额23580亿元。其中，一般债务限额5880亿元，专项债务限额17700亿元。

截至3月末，各地已组织发行新增地方政府债券364亿元，其中250亿元使用2021年提前下达债务限额，完成提前下达债务限额的1.1%（一般债券100亿元，完成1.7%；专项债券150亿元，完成0.8%）；114亿元使用2020年支持化解地方中小银行风险专项债券结转额度。第二季度或将迎来地方债发行高峰。

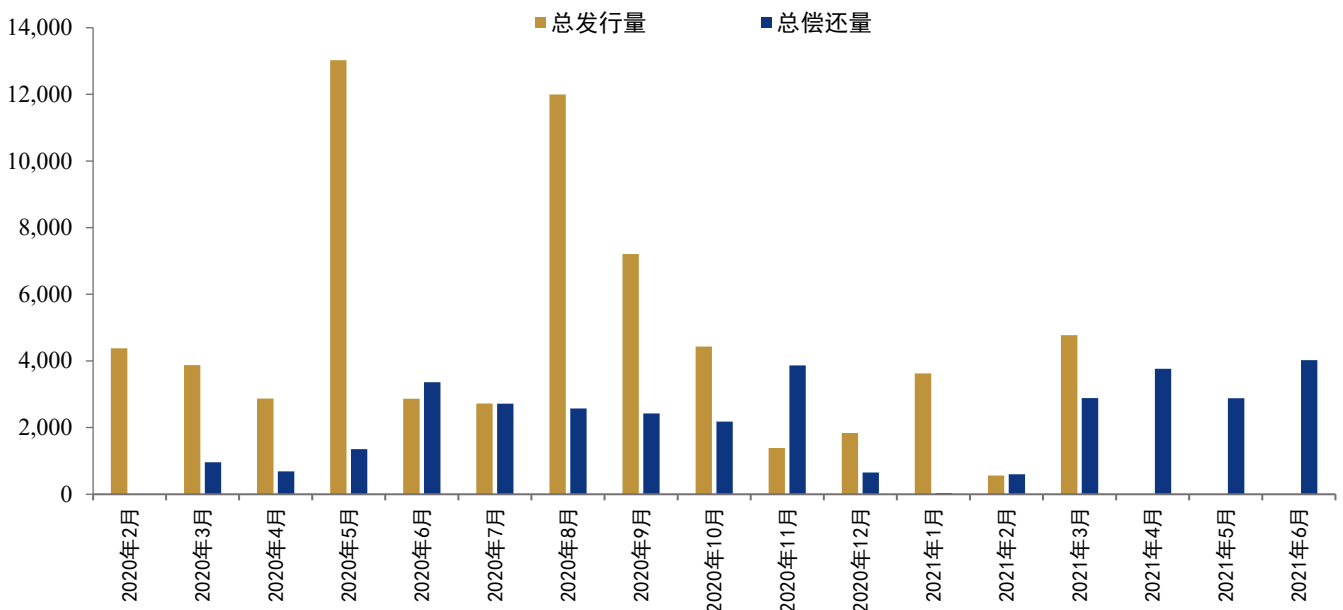


图8：地方债的发行与到期（数据截至2021年3月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）利率债到期收益率小幅下行，外资减持中国债券

1. 利率债到期收益率小幅下行

（1）国债和国开债成交活跃度上升，收益率呈下行趋势

2021年3月份，国债共成交36093.78亿元，成交额较上月大幅增加11528.06亿元，其中：活跃券“20付息国债16”3月31日到期收益率为3.1850%，较2月末下降9.25BP；政策性银行债成交71623.74亿元，成交额较上月增加32647.21亿元，其中活跃券“20国开15”3月31日到期收益率为3.6175%，较2月末下降13BP。

3月份10年期国债和国开债收益率呈现小幅下行趋势(图9)。相比2月末,3月末中债10年期国债和10年期国开债到期收益率分别下行9.11BP和18.7BP,收益率水平分别达到3.1887%和3.5672%。

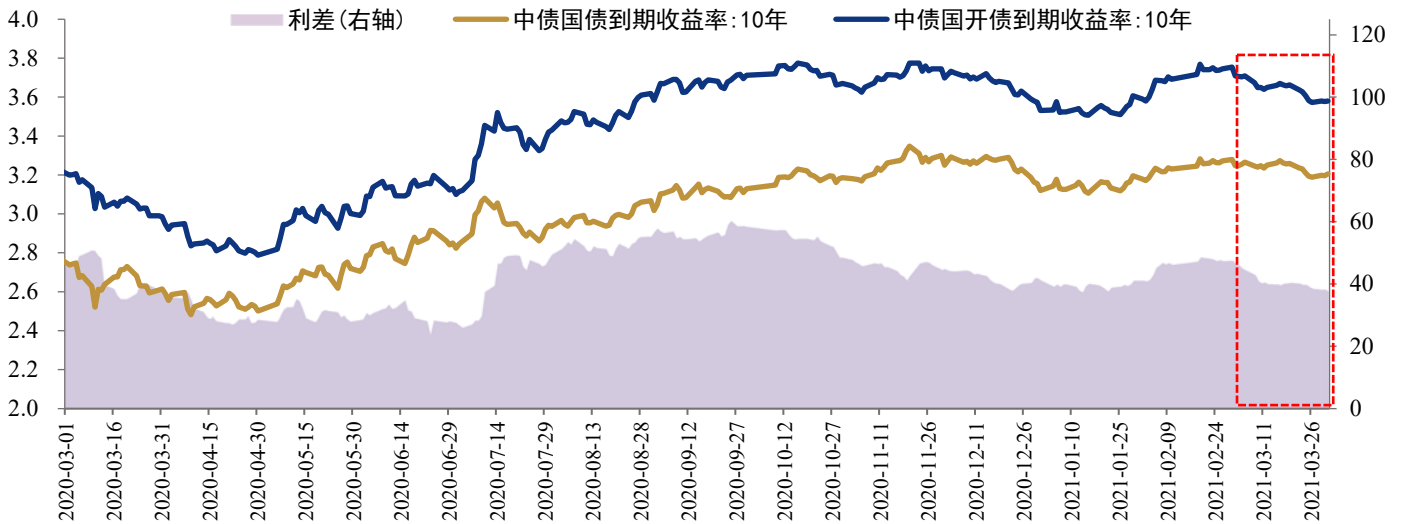


图9：10年期国债与国开债利率走势及两者利差(单位：%；BP)

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利率期限结构和期限利差来看，与2月末相比，3月末国债利率期限结构长端下移，中端平缓。具体来看，5Y-2Y 国债期限利差成收窄趋势，与2月末相比，收窄9.88BP至21.99BP(图10)；10Y-5Y 国债期限利差小幅拓宽3BP至20.51BP。国开债利率期限结构中长端均呈平缓变化，5Y-2Y和10Y-5Y 国开债期限利差均小幅收窄，分别收窄5.31BP和8.56BP至31.98BP和20.36BP(图11)。

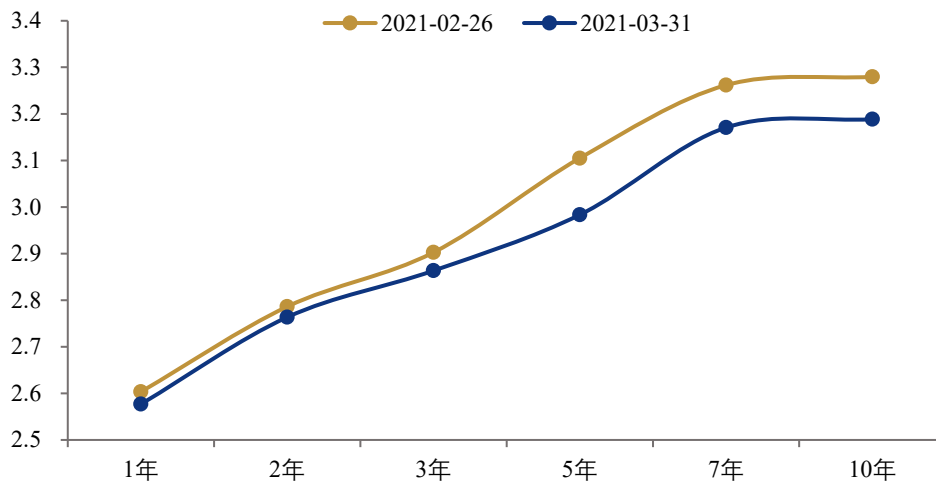


图10：2021年3月末中债国债到期收益率期限结构变化(与2月末相比，单位：%)

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

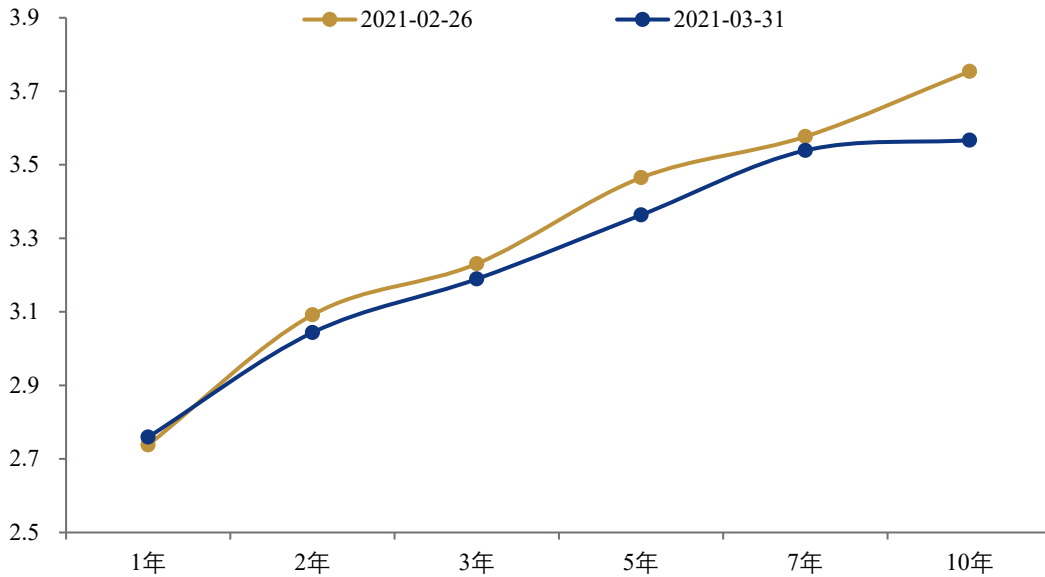


图 11: 2021 年 3 月末中债国开债到期收益率期限结构变化 (与 2 月末相比, 单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 地方政府债到期收益率总体小幅下行

3 月份地方债收益率总体运行较为平稳, 总体小幅下行 (图 12)。具体来看, 与 2 月末相比, 3 月末 10 年期地方债到期收益率下行幅度最大, 下行 7.25BP; 7 年期、15 年期和 30 年期地方债收益率分别下行 3.35BP、4.31BP 和 6.45BP。

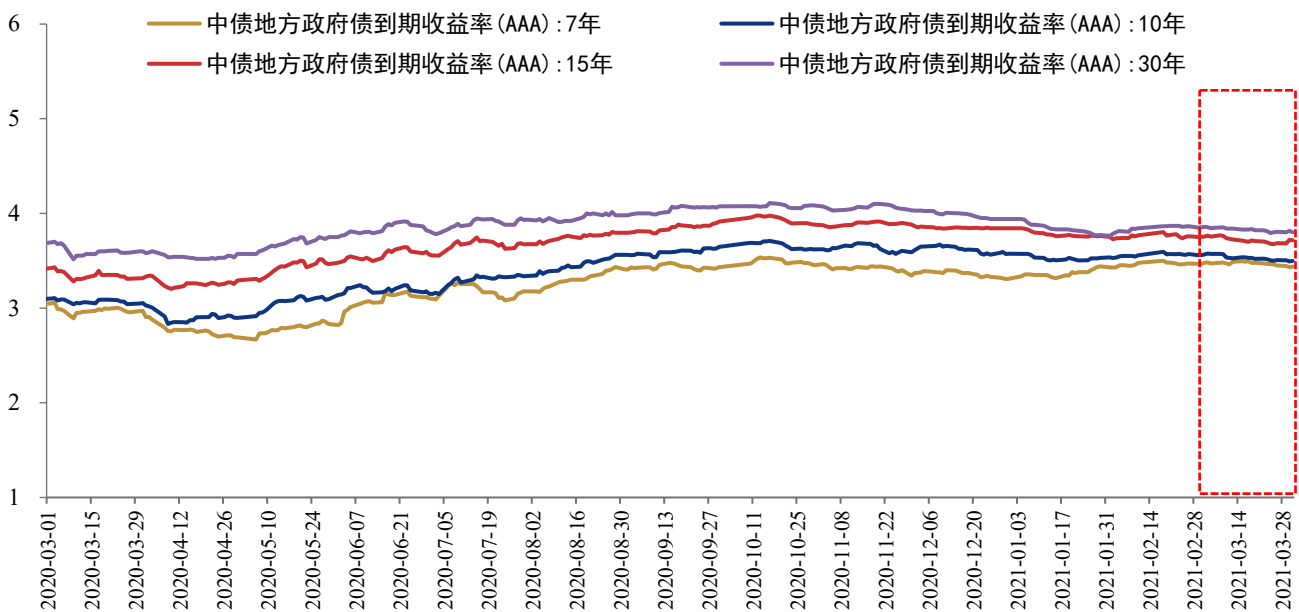


图 12: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 中外国债利差继续收窄，境外投资者 27 个月首次减持我国债券

从国际角度来看，3 月份中外国债利差继续呈现收窄趋势，尤其是美国国债利差收窄显著（图 13）。具体来看，3 月份，中英和中德 10 年期国债利差分别下行 10.36BP 和 7.38BP；我国国债收益率与美国国债收益率此消彼长，中美国债利差加速下行，与 2 月末相比，3 月末中美国债利差大幅下行 36.38BP 至 147.6BP。

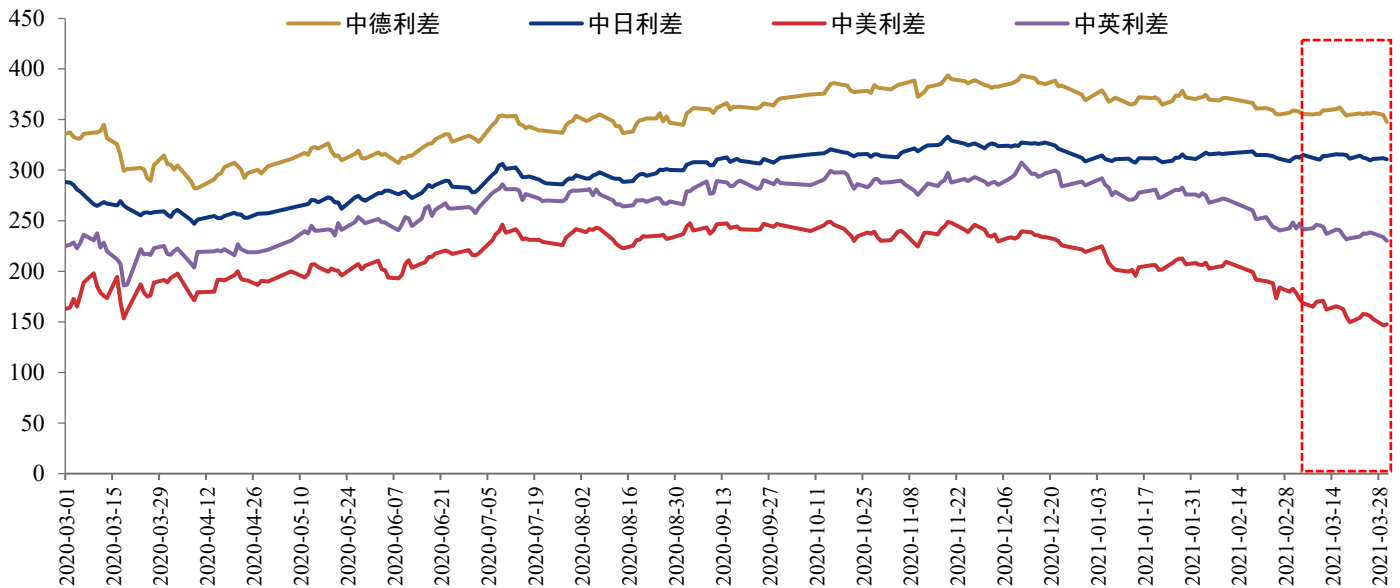


图 13: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

受中外国债利差继续收窄影响，境外机构投资者在 2021 年 3 月份减持我国债券（图 14）。境外机构债券托管我国境内债券面额为 35381.95 亿元，减持债券持有量 195.24 亿元，这是境外机构投资者连续第 27 个月增持中国债券后的首次减持。

国际金融协会 (IIF) 4 月 5 日发布全球资金流向报告显示，2021 年 3 月份，流入新兴市场国家的投资总额约为 101 亿美元，虽然较上月大幅回落（前值为 312 亿美元），而这 101 亿美元中，有 88 亿美元流向中国资本市场。由此可见，在新兴市场资金流入减缓的大环境里，中国资本市场仍然处于绝对优势地位。

3 月 30 日，富时罗素宣布，从 2021 年 10 月 29 日起，在之后的 36 个月中逐步将中国国债纳入其旗舰指数富时世界国债指数 (WGBI)，中国债券在其中的权重为 5.25%。至此，全球三大债券指数公司（另外两家为彭博-巴克莱、摩根大通）均将中国债券纳入其旗舰产品。中国国债纳入 WGBI 是中国金融市场对外开放的重大成果，未来国际投资者在中国债券市场的参与度或将有所提升。

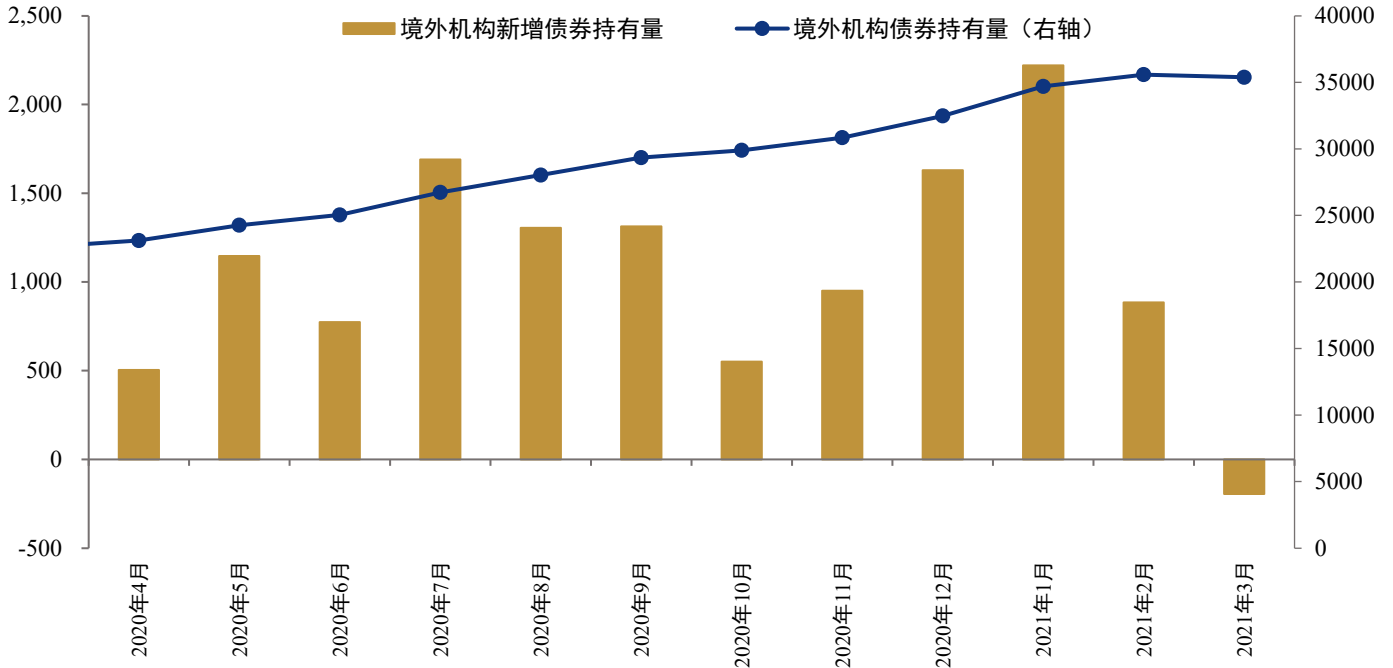


图 14: 境外机构持有我国债券总量及新增量 (单位: 亿元)

数据来源: 上清所、中债登, 远东资信整理

三、总结与展望

货币市场方面, 央行月内货币政策工具操作大多为等量续作, 市场流动性呈现较为宽松的状态, 货币资金价格震荡运行, 中枢较为稳定。展望未来, 货币政策仍以“稳健”为主, 同时体现“灵活精准”“合理适度”“防范风险”等基调。本文预计, 未来货币资金价格或将保持震荡运行, 而其中枢或将趋于小幅上行。

利率债市场方面, 从一级市场来看, 3月份国债和政策性银行债的合计发行量和净融资额均大幅上升, 国债发行利率较上月小幅上升, 国开债发行利率与上月相比基本保持稳定。“两会”明确3.65万亿元地方政府专项债新增额度, 3月地方债发行仍以再融资券为主。从二级市场来看, 3月份利率债到期收益率总体呈下行趋势; 中外国债利差继续收窄, 境外机构投资者减持我国债券。

展望未来, 国内利率债市场运行有以下三点因素值得关注: 一是国内生产性物价显著上行压力在未来两三个月内增加; 二是第二季度地方债或集中发行带来供给压力; 三是美国10年期国债是否在1.7%上方继续显著上行。预计未来国内利率债收益率仍将维持高位震荡, 具体运行态势或将取决于形势变化, 可密切关注未来中国及海外新冠肺炎疫情防控及疫苗接种效果、美国经济刺激法案新进展、国际大宗商品价格等重要变量。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士，研究部助理研究员；

简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究部总经理、研究员；

孙海拓，对外经济贸易大学金融学硕士，研究部助理研究员（实习生）。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司 网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428000

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。