

作者：陈浩川 简奖平 李云霞
邮箱：research@fecr.com.cn

央行加大流动性投放，利率债收益率维持低位运行 ——2021年9月利率债市场运行报告

摘要

货币市场方面，9月份，央行公开市场操作（不包含CBS）和MLF实现净投放5900亿元，为对冲节假日流动性需求上升，央行加大流动性投放力度。关键货币资金价格震荡运行，DR007月均值与央行7天逆回购操作利率基本持平；Shibor和同业存单利率则在9月小幅上行；1年期LPR继续保持在3.85%。

展望未来，货币政策的主基调将仍以“稳健”为主，将保持流动性合理充裕，流动性投放力度或有可能有所加强，但全面宽松预期有限，未来货币资金价格中枢或趋于稳定运行。

利率债一级市场方面，9月份国债和政策性银行债的合计发行量和净融资环比均下行，共实现净融资5758亿元。国债和政策性银行债发行利率环比未发生明显变化，10年期国债加权平均发行利率为2.8502%；9月地方债月内共发行7378.44亿元，并实现净融资4852.53亿元，与上月相比变化不大；专项债新增发行节奏维持上月水平，月内共新增发行5230.69亿元，占9月所有新增地方债券比重高达91.5%。

截至9月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券30480亿元，包括一般债券6819亿元和专项债券23661亿元。其中，一般债发行进度达到85.24%，专项债发行进度仅完成已下达限额的68.23%。第四季度专项债发行加速预期不断增加，预计未来两月地方债供给或将增大。

利率债二级市场方面，9月份国债和国开债成交活跃度较上月降低；国债和国开债到期收益率低位震荡运行，尚未出现明显回升迹象；地方政府债到期收益率小幅上行。中外国债利差明显收窄，中美利差收窄至135.76BP，境外机构投资者在9月共增持我国债券695亿元，增持力度较上月大幅增加。

综合来看，当前利率债收益率持续低位震荡，继续下行空间较小，但考虑到当前国内基本面或许尚不足以支撑其大幅上行，未来短期内利率债收益率维持低位震荡的可能性较大。可密切关注国内及全球疫情防控局势、国内经济增速、生产性物价后续走势、新增专项债发行节奏、地产企业债务风险事件等重要变量。

相关研究报告：

- 1.《2021年8月利率债市场运行报告》，2021.9.14
- 2.《2021年8月信用债市场运行报告》，2021.9.15
- 3.《2021年7月利率债市场运行报告》，2021.8.13
- 4.《2021年7月信用债市场运行报告》，2021.8.13
- 5.《2021年6月利率债市场运行报告》，2021.7.15
- 6.《2021年6月信用债市场运行报告》，2021.7.15
- 7.《2021年5月利率债市场运行报告》，2021.6.15
- 8.《2021年5月信用债市场运行报告》，2021.6.15

Author: Chen Haochuan, Jian Jiangping,

Li Yunxia

E-mail: research@fecr.com.cn

Central bank increased liquidity injection, yields of government bonds fluctuated at low levels

——September 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) achieved a net injection of 590 billion yuan in September, and to meet the demand for liquidity in holidays, the Central bank increased liquidity injection. Key policy rates fluctuated, and the monthly average of DR007 was basically the same as the central bank's 7-day reverse repurchase operation interest rates. The interest rates of Shibor and interbank negotiable certificates of deposit rose slightly in September. 1-year Loan Prime Rate (LPR) remained stable at 3.85%.

In the future, the main tone of monetary policy will continue to be prudent, and maintain reasonably adequate liquidity. The central bank may increase liquidity injection in the fourth quarter, but the expectation for overall easing is limited. The policy rates may tend to be stable.

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) decreased in September, and the net financing was 575.8 billion yuan. The coupon rates of newly issued central government bonds and policy bank bonds did not change significantly from the previous month. The weighted average coupon rates of newly issued 10-year central government bonds were 2.8502%. The amount of local government bond issuances was 737.844 billion yuan in September, and the net financing was 485.253 billion yuan, which did not change significantly from the previous month. The pace of new Revenue Bond issuances was similar to last month, and the total issuance was 523.069 billion yuan, which accounted for 91.5% of all newly issued local bonds in September.

As of the end of September, 3.048 trillion yuan of local government bonds have been issued in 2021, which include 681.9 billion yuan of General Bonds and 2.3661 trillion yuan of Revenue Bonds. The progress of General Bonds issuing reached 85.24%, while the progress of Revenue Bonds issuing only reached 68.23% of the quota. Expectations for the acceleration of Revenue Bonds issuance in the fourth quarter may continue to increase, and the supply of local government bonds is expected to increase in the next two months.

In the secondary market of China's government bonds, trading activity of central government bonds and policy bank bonds decreased in September. The yields of central government bonds and policy bank bonds fluctuated at low levels, and there has not been a clear upward trend. The yields of Treasury bonds went up slightly. The spreads between China's central government bonds and foreign countries' central government bonds narrowed significantly. The spread of China-U.S. central

government bonds of ten years narrowed to 135.76BP. Foreign institutional investors increased their holdings of China's bonds totaling 69.5 billion yuan in September, which was far more than that of the previous month.

Overall, the current yields of government bonds continue to fluctuate at low levels, and the further declination is less likely. Considering that the current domestic fundamentals may not support the yields to rise sharply, yields of government bonds are more likely to keep fluctuating at low levels in the short term. Several crucial variables are worthy of attention, such as the containment of COVID-19 pandemic, the pace of domestic economic growth, the future trends in producer prices, the pace of new Revenue Bonds issuance, and the debt risk events in real estate industry.

目录

一、货币市场运行	2
(一) 长假前逆回购操作力度加大，公开市场操作实现净投放 5900 亿元	2
(二) 货币市场资金价格震荡运行，关键货币资金价格中枢保持稳定	3
(三) 坚持稳中求进工作总基调，搞好跨周期设计，货币政策维持“稳健”	5
二、利率债市场运行	6
(一) 国债和政策性银行债净融资减少，专项债新增发行节奏维持上月水平	6
(二) 利率债到期收益率维持低位震荡运行，外资大幅增持中国国债	9
三、总结与展望	13

一、货币市场运行

(一) 长假前逆回购操作力度加大，公开市场操作实现净投放 5900 亿元

2021年9月（下称“9月”），央行公开市场操作（不包含CBS）和MLF（含TMLF）共实现净投放5900亿元。其中，逆回购投放量为11800亿元，逆回购到期5900亿元；国库现金定存投放700亿元，有700亿元国库现金定存到期；MLF（含TMLF）投放6000亿元，MLF（含TMLF）回笼6000亿元（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9月30日，单位：亿元）

时间	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
2021年4月	839	700	0	0	0	2200	2000	1500	1561
2021年5月	0	700	700	0	0	1600	1600	1000	1000
2021年6月	1000	700	700	0	0	3100	2100	2000	2000
2021年7月	-3600	700	700	0	0	2600	3200	1000	4000
2021年8月	1300	700	0	0	0	4200	2600	6000	7000
2021年9月	5900	700	700	0	0	11800	5900	6000	6000

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

9月，为对冲节假日流动性需求上升，央行加大流动性投放力度（见图1）。

具体来看，9月前5个交易日，央行持续进行逆回购缩量续作，维持每交易日净回笼400亿元，共实现净回笼2000亿元；之后至中秋节前第三个交易日（9月16日），央行持续进行逆回购等量续作；自9月17日起，为对冲节假日流动性需求上升，重启14天逆回购操作，并开启连续超额续作逆回购操作，截至月底，共实现净投放7900亿元。最终，央行于9月共实现逆回购净投放5900亿元。

央行于9月15日对金融机构开展MLF操作6000亿元（期限为1年，利率为2.95%），并于同日有6000亿元MLF到期，实现等量续作。未来3个月，将共有2.45万亿MLF到期，流动性缺口较大。

此外，财政部、中国人民银行于9月26日以利率招标方式进行了2021年中央国库现金管理商业银行定期存款（六期）招投标，中标总量700亿元，2021年11月29日到期，中标利率3.55%。此外，为提高商业银行永续债的市场流动性，支持商业银行发行永续债补充资本，央行在9月29日以固定费率数量招标方式开展了2021年第九期央行票据互换（CBS）操作，期限3个月，费率0.1%，中标总量50亿元。

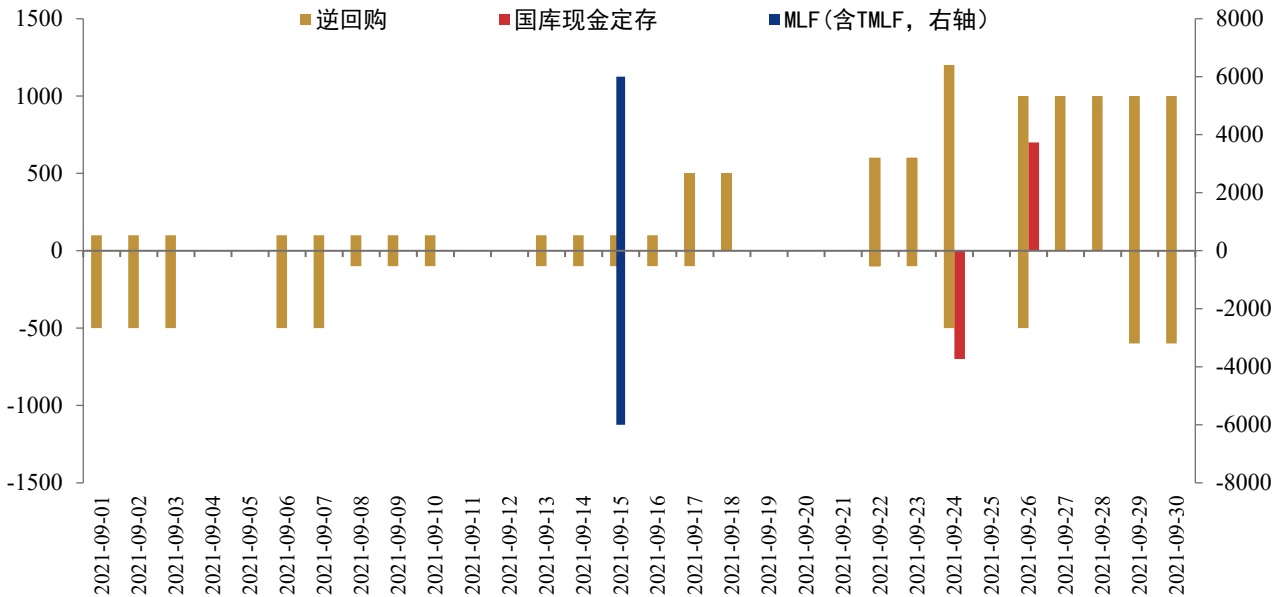


图 1：2021年9月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

9月，为满足金融机构临时性流动性需求，央行对金融机构开展常备借贷便利操作共24.6亿元，其中隔夜期0.3亿元，7天期23.3亿元，1个月期1.0亿元，期末常备借贷便利余额为14.3亿元。隔夜、7天、1个月常备借贷便利利率分别为3.05%、3.2%、3.55%。值得一提的是，9月23日，央行召开电视会议，推动常备借贷便利操作方式改革，有序实现全流程电子化，有利于提高操作效率，稳定市场预期，增强银行体系流动性的稳定性，维护货币市场利率平稳运行。

此外，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262亿元，期末抵押补充贷款余额为28844亿元。

（二）货币市场资金价格震荡运行，关键货币资金价格中枢保持稳定

9月央行公开市场7天逆回购操作中标利率维持在2.20%。

银行间市场7天回购利率在9月呈震荡运行态势，中枢稳定（见图2）。9月30日，与8月末相比，R007下行6BP至2.4271%，DR007下行10.83BP至2.2743%，R007-DR007价差保持稳定。9月DR007月均值为2.18%，低于央行7天逆回购操作利率2BP。

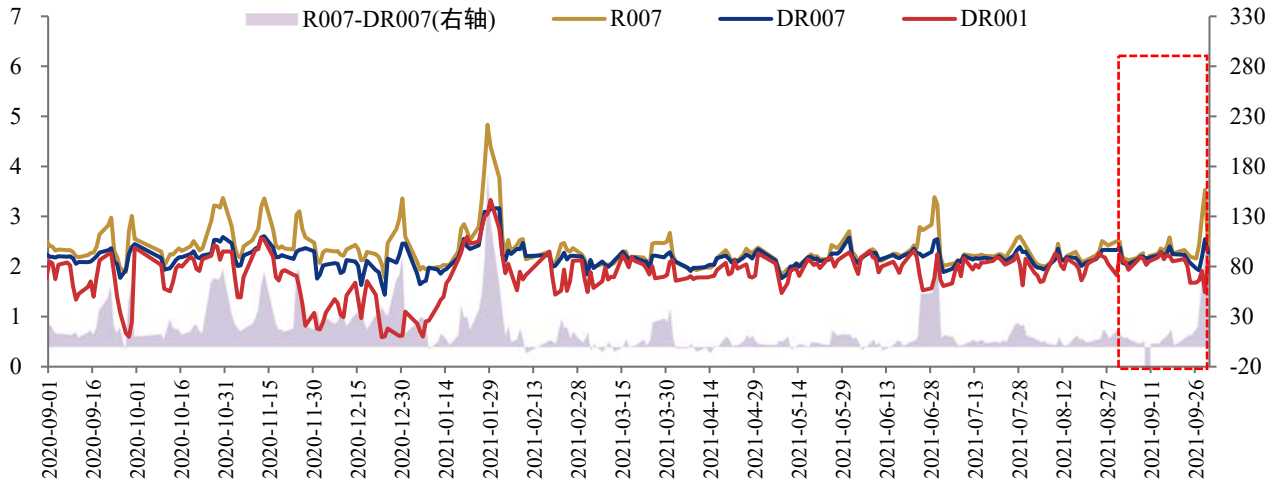


图 2：R007、DR007 利率及利差（单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷市场方面，9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%。

9月，不同期限Shibor利率运行平稳，小幅上行（见图3）。截至9月30日，3个月期、6个月期和1年期Shibor利率分别上行7.4BP、1.6BP和2.2BP至2.4310%、2.489%和2.7220%。

9月同业存单到期收益率走势总体与Shibor利率类似，整体震荡小幅上行（见图4）。其中，AAA级3个月期和6个月期同业存单收益率上行较为明显，与8月末相比分别上行12.62BP和21.98BP；AA级6个月期同业存单收益率上行15.09BP。

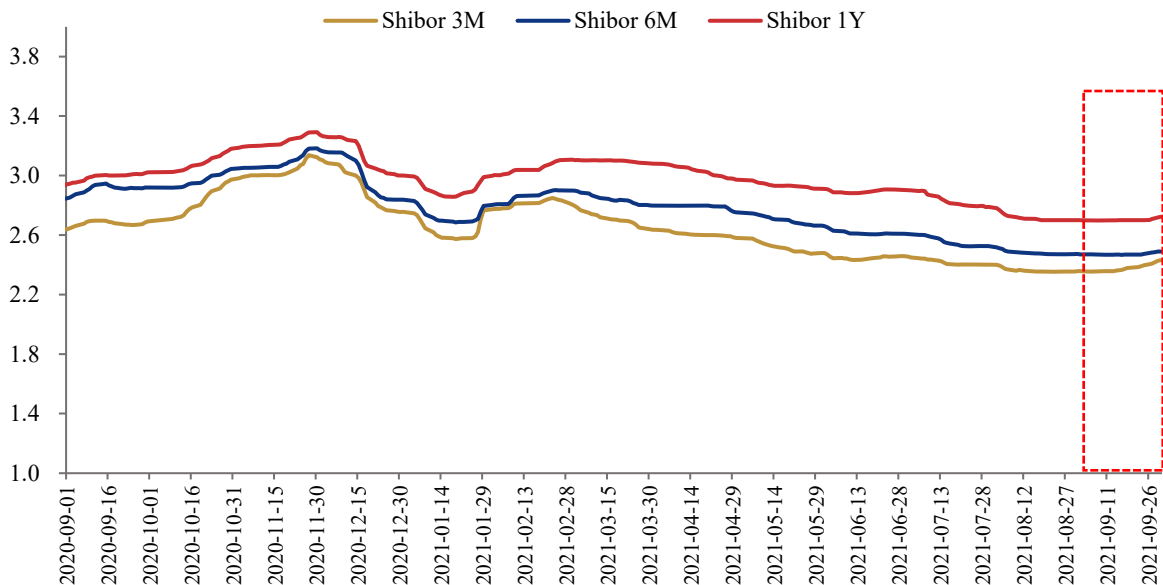


图 3：Shibor 利率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

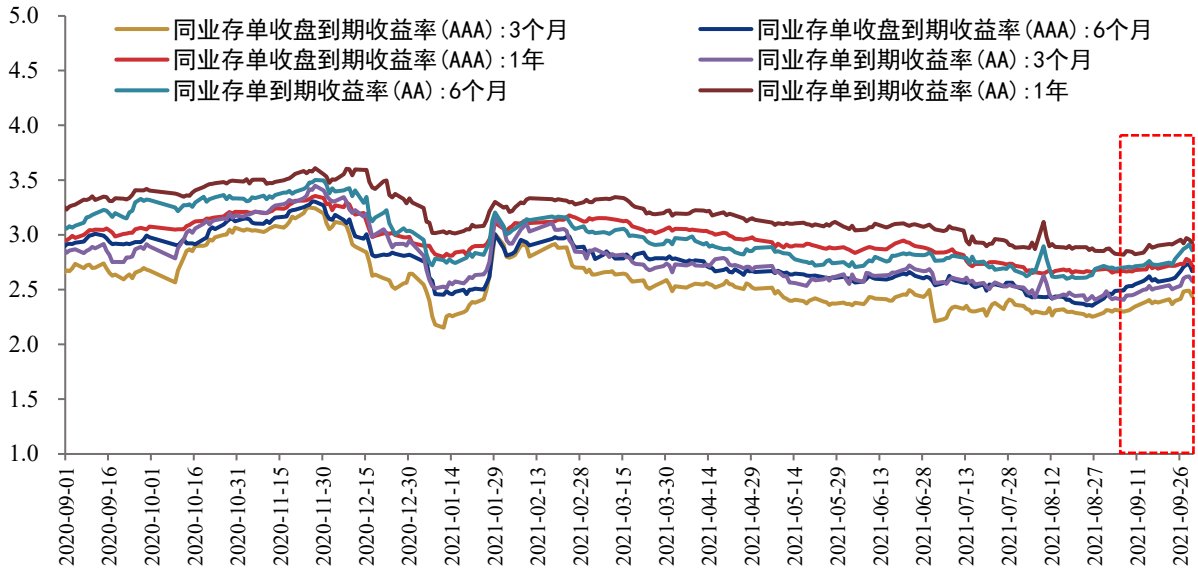


图4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

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，9月份发行量为13544.30亿元，较上月减少4014.3亿元；净融资额为556亿元（见图5），与上月相比有所减少。未来3个月（10月-12月），每月分别有11636.90亿元、14599.20亿元和16777.90亿元到期。

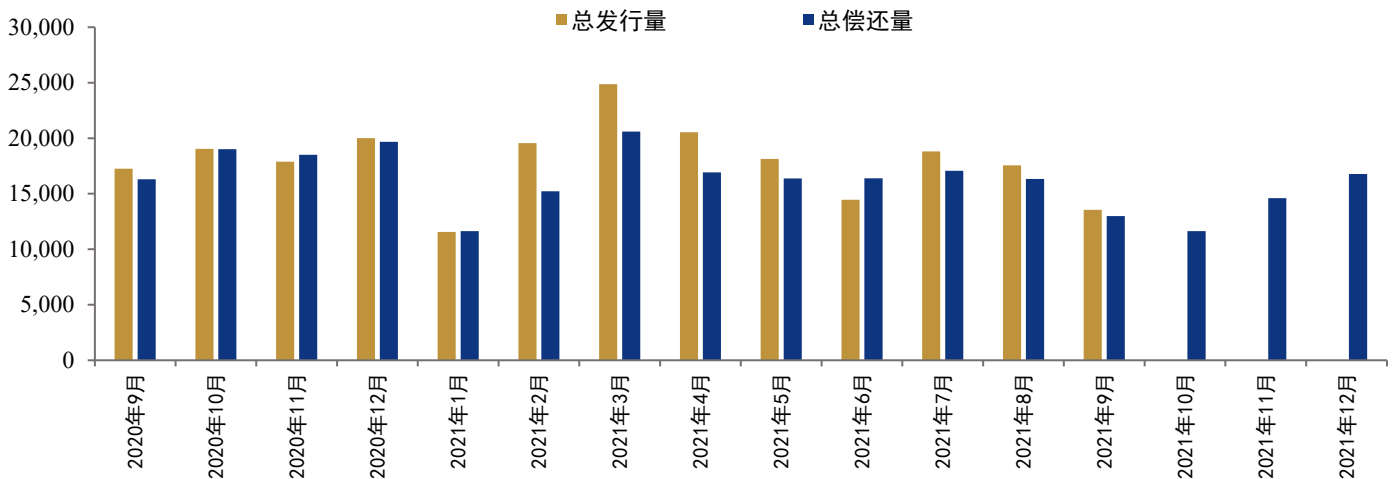


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2021年9月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）坚持稳中求进工作总基调，搞好跨周期设计，货币政策维持“稳健”

9月1日，国务院常务会议提出要进一步加大对中小微企业支持力度，进一步采取措施稳住市场主体、稳住就业，保持经济运行在合理区间。其一是加大帮扶政策力度。今年再新增3000亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款。引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资，人民银行提供再贴现支持，缓解中小微企业占款压力。

9月7日，国新办举行国务院政策例行吹风会。会议指出，在全球经济体货币政策可能发生转向的背景下，**人民银行将实施稳健货币政策，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；搞好跨周期政策设计，统筹考虑今年和明年货币政策的衔接；在货币政策考虑上以我为主，增强货币政策的自主性；在结构性货币政策方面，将加大对重点领域和薄弱环节的政策支持。**

9月24日，中国人民银行货币政策委员会召开2021年第三季度例会。会议指出，当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂，**国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。要加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持经济高质量发展。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，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。坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用。健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，优化存款利率监管，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，加强预期管理，把握好内部均衡和外部均衡的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。**

综合来看，央行三季度货币政策例会指出“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，8月社会消费品零售总额增速数据大幅下跌以及房地产行业债务风险加剧、大宗商品价格持续上涨、能耗双控限制生产等供给侧因素决定了我国经济增长预期尚不乐观。**展望未来，结合第四季度流动性缺口和当前经济增长形势考虑，货币政策的主基调将仍以“稳健”为主，将保持流动性合理充裕，流动性投放力度或有可能有所加强，但全面宽松预期有限，未来货币资金价格中枢或趋于稳定运行。**

二、利率债市场运行

（一）国债和政策性银行债净融资减少，专项债新增发行节奏维持上月水平

1. 国债与政策性银行债净融资减少，发行利率维持稳定

2021年9月，国债和政策性银行债的合计发行量小幅下降，共发行10279.90亿元，实现净融资5758.00亿元，发行量和净融资均较上月有所减少（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行5875.00亿元和4404.90亿元，净融资额分别为4741.60亿元和1016.40亿元。

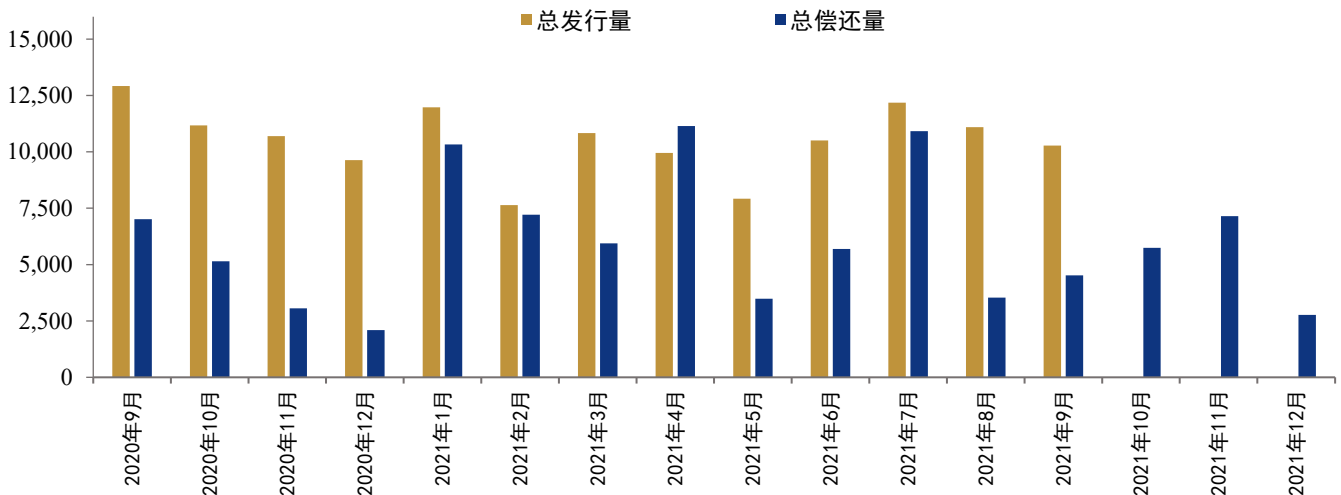


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2021年9月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，各期限国债和政策性银行债发行利率总体变化不大。国债方面，9月份，2年期和10年期国债加权平均发行利率分别为2.4373%和2.8502%，均较上月基本持平；5年期国债加权平均发行利率为2.839%，较上月小幅下行5.81BP。政策性银行债方面，9月2年期和10年期政策性银行债分别小幅下行6.57BP和3.61BP；5年期政策性银行债发行利率则上行4.4BP。

拉长时间来看，2018年以来，10年期国债和10年期政策性银行债发行利率总体呈现回落态势。从发行利差来看，9月份，10年期政策性银行债发行利差为29.26BP，较上月继续收窄，处于近5年的较低水平（见图7）。

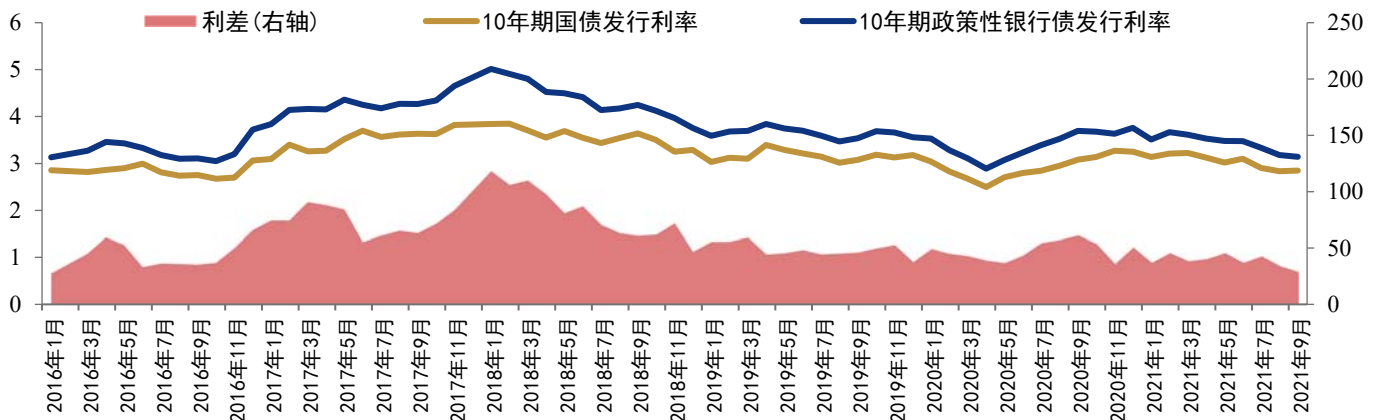


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2021年9月30日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 专项债新增发行节奏维持上月水平

9月份，地方债发行节奏再次放缓。全国地方债共计发行7378.44亿元，较上月减少1418.44亿元；实现净融资4852.53亿元，与上月基本持平（见图8）。新发行债券中有5716.25亿元为今年新增额度债券，占所有新增发行债券比重为77.47%。9月地方债平均发行期限为13.46年，其中，10年期地方债平均发行利率为3.10%，环比基本持平。9月地方债发行额超过500亿元的为浙江、安徽、福建、河南和上海等地。

从专项债新增发行来看，专项债新增发行稳步提速，9月共新增发行专项债5230.69亿元，占9月所有新增地方债券比重高达91.50%，较上月新增发行规模小幅增加346.74亿元（见图9），基本维持了上个月的发行节奏，未见显著提速。新增发行的专项债主要用于市政及产业园区基础设施（占比23%），保障性安居工程（占比21%），社会事业（15%）和交通基础设施（占比13%）等领域（见图10）。

此外，财政部政府债务研究和评估中心发布的数据显示，截至9月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券30480亿元，包括一般债券6819亿元和专项债券23661亿元。其中，一般债发行进度完成已下达限额的85.24%，专项债发行进度仅完成已下达限额的68.23%，仍然显著滞后于往年同期水平。

相关政策方面，9月1日，国务院常务会议提出要统筹做好跨周期调节，发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资。

9月16日，国家发展改革委举行9月份新闻发布会。会议指出，要加大宏观政策落实力度，进一步提升财政政策效能，**加快全年3.65万亿元地方政府专项债券发行和使用进度**，推进重大工程、基本民生项目尽快形成实物工作量。

9月27日，财政部公布的《财政部关于政协第十三届全国委员会第四次会议第2563号（财税金融300号）提案答复的函》提到，将进一步加强地方政府专项债券资金投向领域管理，细化禁止投向领域范围，强化债务高风险地区专项债券资金投向的约束性管理规定，切实防范地方政府债务风险；不断强化专项债券项目全生命周期管理，提高法定政府债券资金使用绩效，积极发挥政府债券对经济社会持续稳定发展的积极作用；继续指导地方根据库款情况和项目建设实际，优化债券期限结构，**科学设计发行计划，合理把握发行节奏**，控制筹资成本，避免债券资金闲置。

此外，近日有媒体报道称，各地剩余新增专项债额度需于11月底前发行完毕，不再为12月份预留专项债额度。这也就或许意味着10月、11月的专项债的合计新增发行规模将达到近1.3万亿元（占到专项债全年额度的约35%）。

综合来看，目前专项债发行进度远滞后于往年同期情况，第四季度专项债发行加速预期不断增加，未来两月地方债供给压力或达年内峰值。

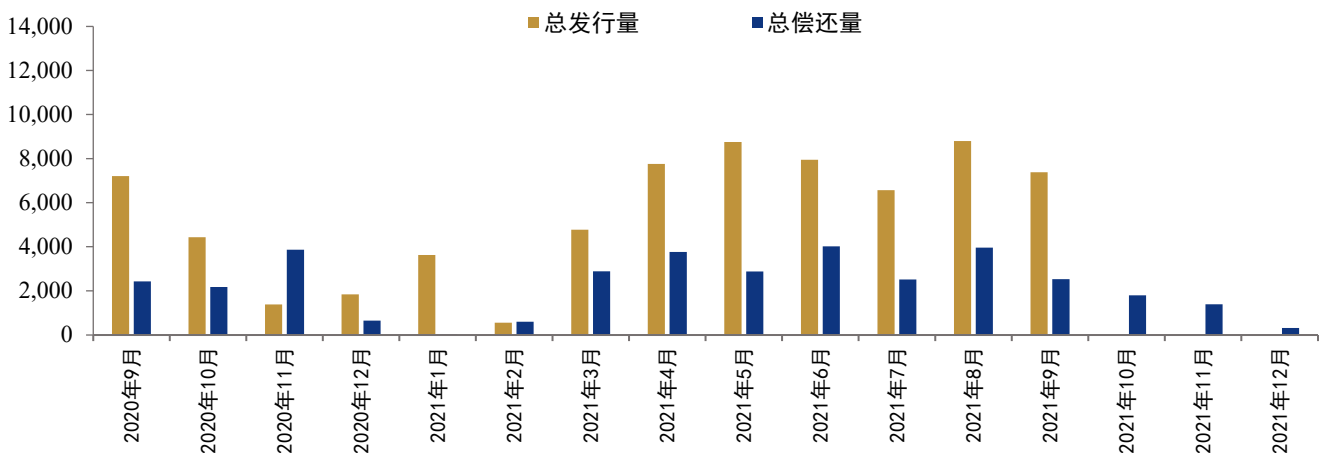


图8：地方债的发行与到期（数据截至2021年9月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

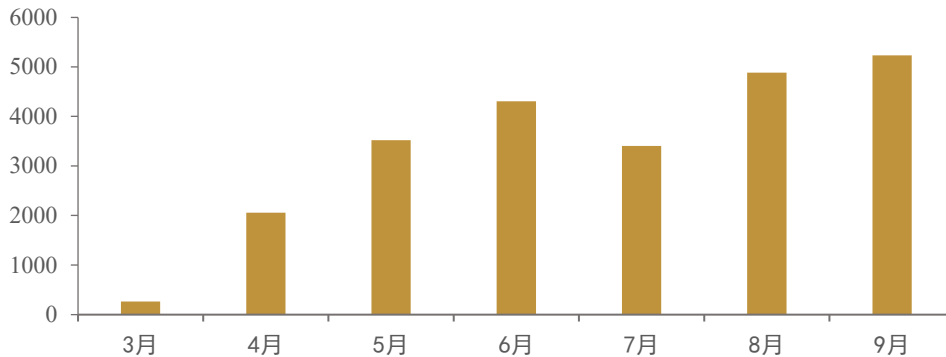


图9：专项债新增发行情况（2021年3月至2021年9月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

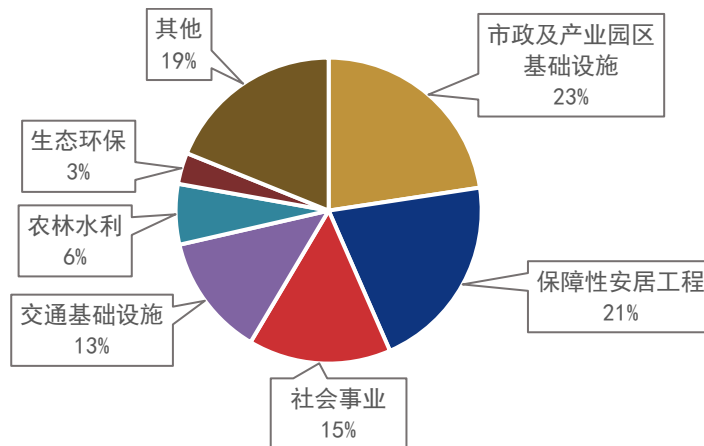


图10：9月新增额度专项债资金投向占比

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）利率债到期收益率维持低位震荡运行，外资大幅增持中国国债

1. 利率债到期收益率维持低位震荡运行

（1）国债和国开债成交活跃度降低，到期收益率低位震荡运行

2021年9月份，国债共成交31581.57亿元，成交额较上月减少4633.92亿元，其中：活跃券“21付息国债09”9月30日到期收益率为2.878%，与8月末相比小幅上升3.5BP；政策性银行债成交71011.46亿元，成交额较上月大幅减少15560.08亿元，其中，活跃券“21国开10”9月30日到期收益率为3.215%，较8月末小幅上行2.7BP。

9月份10年期国债和国开债收益率继续维持低位震荡运行，尚未出现明显回升迹象（见图11）。9月末中债10年期国债收益率为2.8776%，和上月末相比小幅上行3.26BP，月内峰值达到2.9%；9月末10年期国开债到期收益率为3.1976%，与上月末相比基本持平。

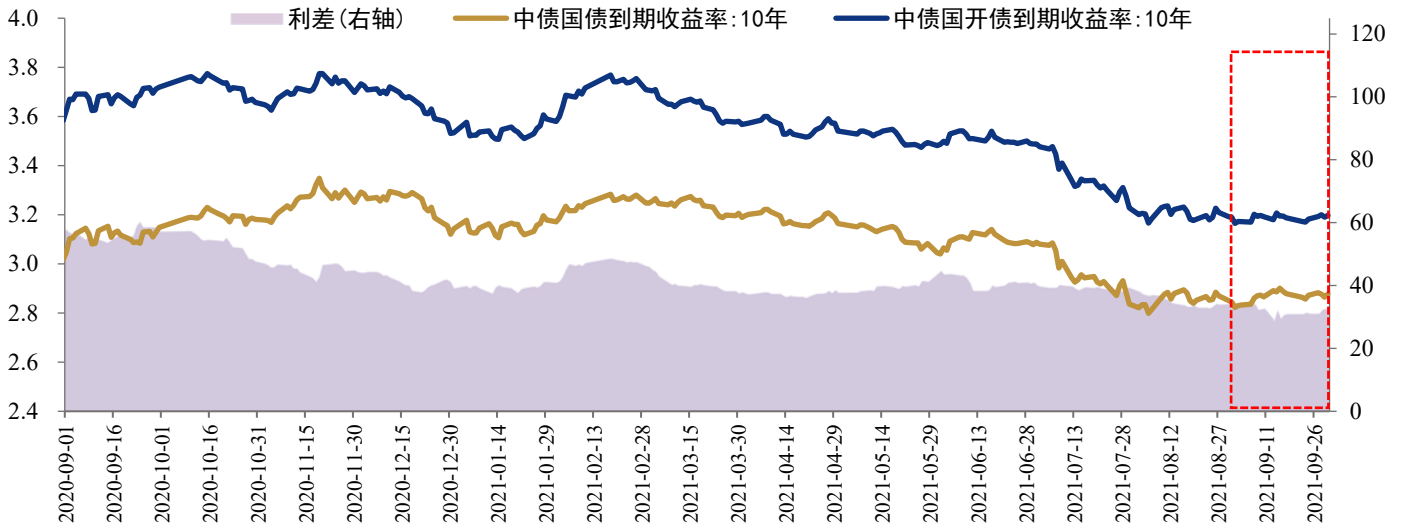


图 11: 10 年期国债与国开债利率走势及两者利差 (单位: %; BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从不同期限国债到期收益率变化来看, 与 8 月末相比, 9 月末各期限国债收益率总体变化不大。具体来看, 9 月末 3 年期国债收益率下行 4.25BP; 5 年期国债收益率上行 3.23BP; 10 年期国债收益率上行 3.26BP; 其余期限国债收益率未发生明显变化。从国债期限利差来看, 与 8 月末相比, 9 月末 5Y-2Y 国债期限利差小幅拓宽 3.22BP 至 22.22BP; 10Y-5Y 国债期限利差为 16.42BP, 未发生显著变化 (见图 12)。

从国开债到期收益率变化来看, 与国债情况类似, 9 月末国开债收益率期限结构未发生明显变化。从国债期限利差来看, 9 月末 5Y-2Y 国开债期限利差为 31.74BP, 与上月末相比收窄 7.68BP; 10Y-5Y 国开债期限利差小幅拓宽 4.06BP 至 21.06BP (见图 13)。

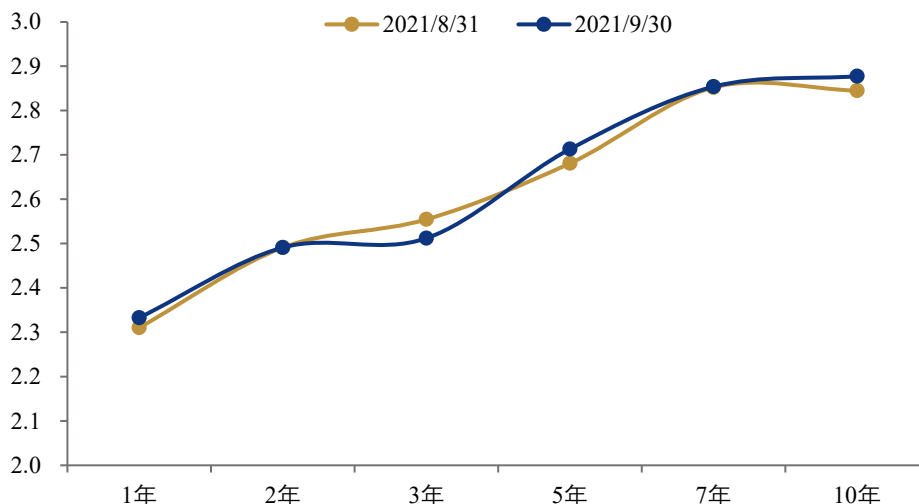


图 12: 2021 年 9 月末各期限中债国债到期收益率及其与第 8 月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

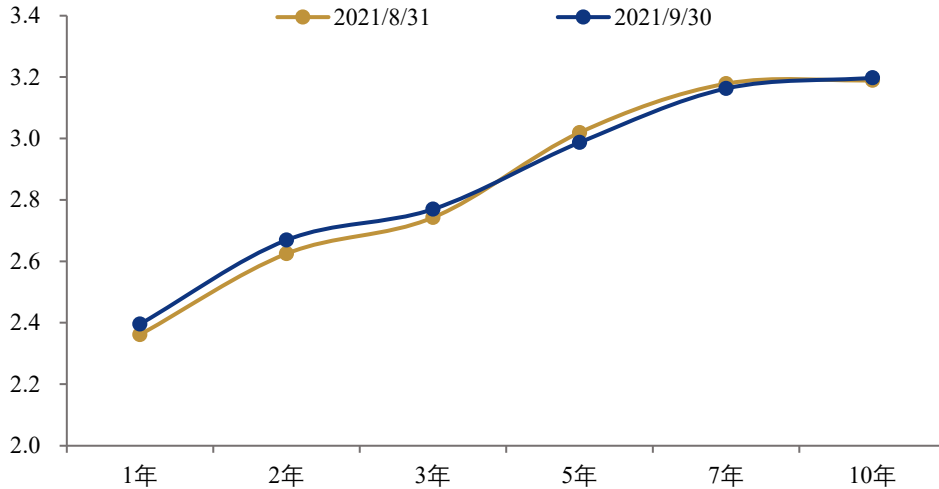


图 13: 2021 年 9 月末各期限中债国开债到期收益率及其与 8 月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 地方政府债到期收益率小幅上行

9 月份主要中长期限地方债到期收益率小幅上行 (见图 14)。9 月末, 与上月末相比, 上行幅度较大的是 10 年期和 15 年期地方债到期收益率, 分别上行了 6.41BP 和 5.63BP。

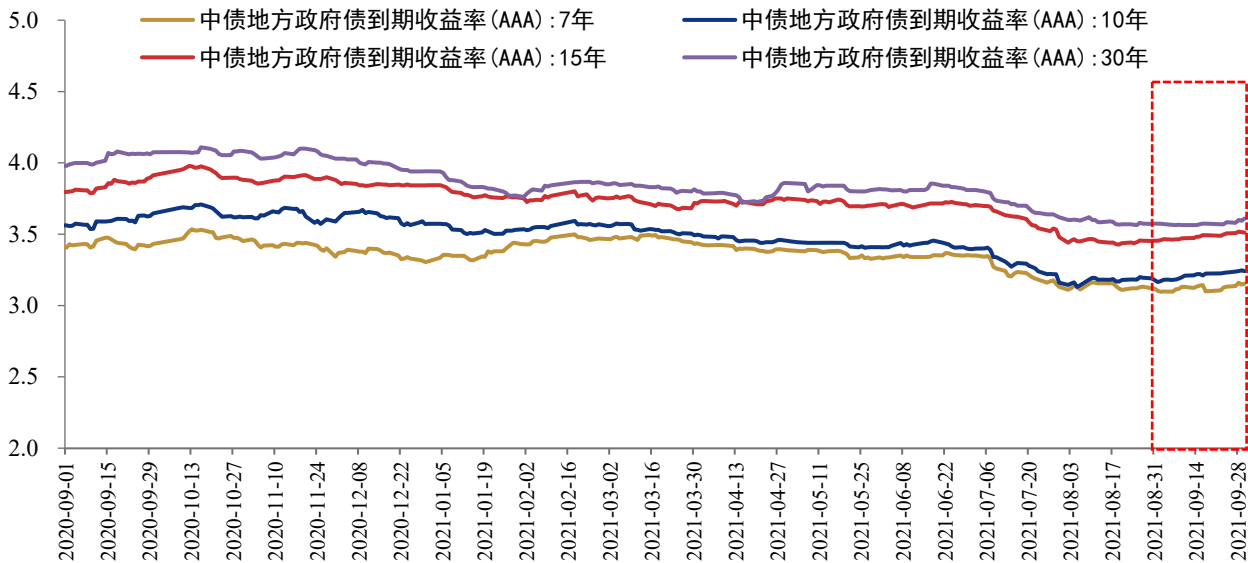


图 14: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 中外国债利差总体收窄, 境外投资者增持我国债券力度加强

从国际角度来看, 9 月份海外主要经济体国债收益率上行, 中外 10 年期国债利差总体收窄 (见图 15)。其中, 9 月末中美国债利差为 135.76BP, 与 8 月末相比收窄了 18.72BP。此外, 中德、中英 10 年期国债利差分别收窄了 20.72BP 和 36.06BP。

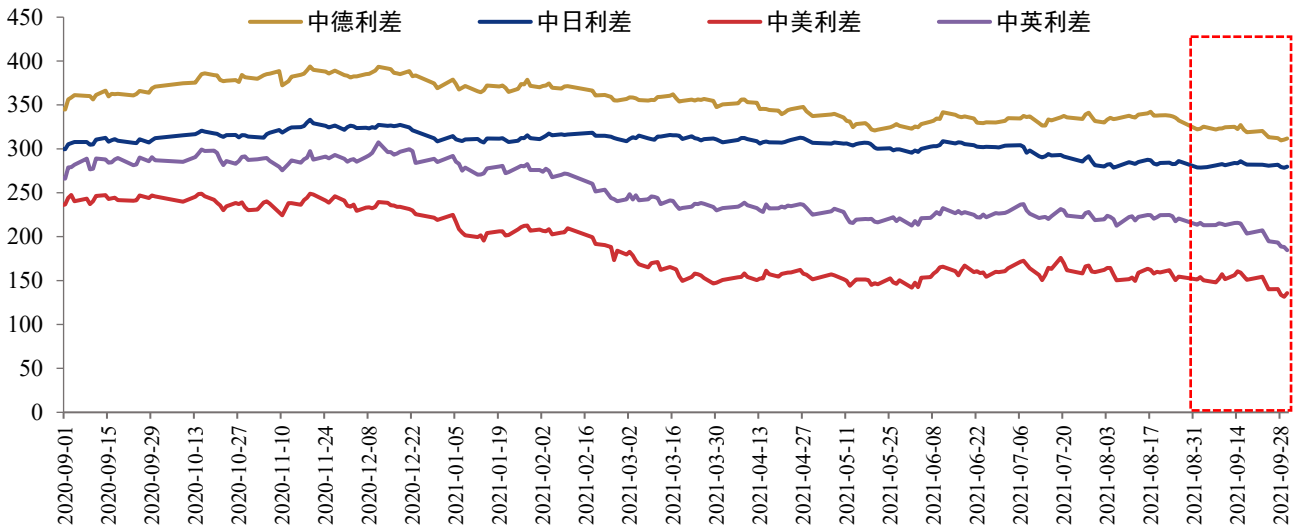


图 15: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

9 月份, 境外机构投资者继续增持我国债券, 增量规模主要由国债支撑 (见图 16)。

从中债登公布的数据来看, 截至 9 月末, 境外机构在中债登托管我国境内债券面额为 34941 亿元, 新增债券持有量 884 亿元, 增持力度较上月大幅增加 (前值为 305 亿元)。在新增持有债券中, 有中国国债 771 亿元, 规模创今年 1 月以来新高。

从上清所公布的数据来看, 截至 9 月末, 境外机构在上清所托管我国境内债券面额为 3508 亿元, 月内境外机构在上清所债券托管量减少 189 亿元人民币, 主要受同业存单减持 221 亿元拖累。

综合来看, 境外机构在 9 月共增持我国债券 695 亿元, 增持力度较上月大幅增加。未来可密切关注全球疫情防控形势、美国缩减货币宽松政策、中美关系走向以及国内地产企业个体债务风险事件频发后续发展情况等因素对外资流向带来的影响。

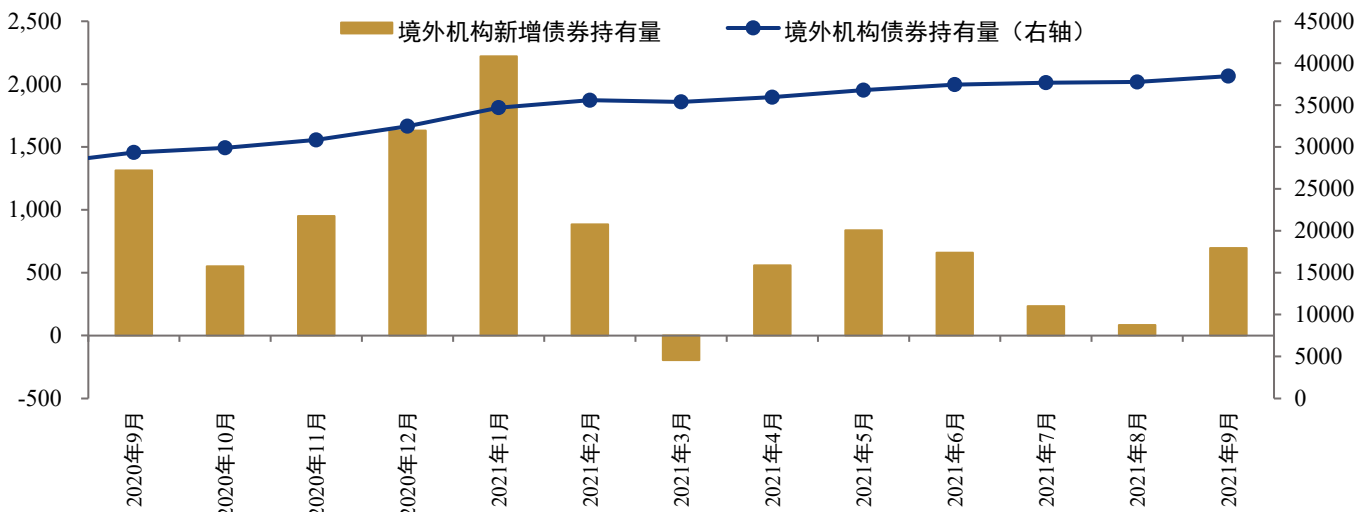


图 16: 境外机构持有我国债券总量及新增量 (单位: 亿元)

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，为对冲节假日流动性需求上升，央行于9月中旬至月底连续进行逆回购超额续作，月内公开市场操作共实现净投放5900亿元。关键货币资金价格震荡运行，DR007月均值与央行7天逆回购操作利率基本持平；Shibor和同业存单利率则在9月小幅上行。展望未来，货币政策的主基调将仍以“稳健”为主，将保持流动性合理充裕，流动性投放力度或有可能有所加强，但全面宽松预期有限，未来货币资金价格中枢或趋于稳定运行。

利率债市场方面，从一级市场来看，9月份国债和政策性银行债净融资共实现5758亿元，环比减少；10年期国债和政策性银行债发行利率环比均维持稳定。9月地方债月内共发行7378.44亿元，并实现净融资4852.53亿元，环比保持稳定；专项债新增发行节奏基本保持上月水平，月内共发行5230.69亿元，占有新增发行地方债比重为91.5%；截至9月末，今年专项债新增发行已完成已下达限额的68.23%，仍然滞后于往年同期水平。展望未来，第四季度专项债发行加速预期不断增加，未来两月地方债供给或将增大。

从利率债二级市场来看，9月份国债和国开债成交活跃度环比降低；国债和国开债到期收益率维持低位震荡运行，尚未出现明显回升迹象；地方政府债到期收益率小幅上行；中外国债利差总体明显收窄，中美利差收窄至135.76BP，境外机构投资者增持我国债券695亿元，增持力度较上月大幅增加。

综合来看，当前利率债收益率持续低位震荡，继续下行空间较小，但考虑到当前国内基本面或许尚不足以支撑其大幅上行，未来短期内利率债收益率维持低位震荡的可能性较大。国内利率债市场运行有以下几点因素值得关注：一是长假期间国内人口流动是否会带来区域性新冠疫情反复。二是第四季度国内基本面是否会有所改善。三是9月PPI同比突破10%后未来几个月国内生产性物价是否会继续超预期上行。四是第四季度专项债供给压力是否会显著增加。五是地产企业债务风险事件频发后的最新动态。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士、麦考瑞大学银行金融硕士，研究与发展部研究员；
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，研究与发展部总经理、研究员；
李云霞，中央财经大学金融硕士，研究与发展部助理研究员（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：010-5727 7666

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：021-6510 0651

【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去理解，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。