

作者：冯祖涵 陈浩川 简奖平  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 十年期国债收益率持稳，货币政策进一步宽松可期 ——2022年3月利率债市场运行报告

### 摘要

货币市场方面，3月，央行维持MLF与逆回购中标利率与上月持平，放量平价续作MLF，公开市场操作和MLF共实现净回笼流动性2300亿元。关键货币资金价格整体围绕央行7天逆回购中标利率波动，并于月底走高；1年期与5年期以上LPR与上月持平；Shibor利率持稳，同业存单到期收益率小幅走高。

整体来看，3月资金面总体平稳；央行综合考虑1-2月国民经济恢复超预期，3月并未调整MLF与逆回购中标利率，LPR也与上月持平，令市场降息预期落空。但3月PMI已跌至荣枯线以下，显示出经济下行压力加大，同时央行于3月末持续释放积极的政策信号，预计二季度央行降准降息的可能性增强，结构性货币政策将继续加码。

利率债市场方面，从一级市场来看，3月国债和政策性银行债净融资共实现4159.4亿元，环比大幅增加；10年期国债和政策性银行债发行利率环比小幅上升。3月地方债月内共发行6186.67亿元，并实现净融资5031.81亿元，环比有所下降；新增专项债发行4205.42亿元，累计已完成提前批额度的88.91%。

从利率债二级市场来看，3月份国债与国开债成交活跃度双双上升；国债和国开债到期收益率均呈上升趋势，10年期国债收益率相对稳定；受国债收益率走势影响，主要中长期地方政府债到期收益率持稳；中外国债利差收窄，3月末中美10年期国债利差进一步收窄至46.78BP。中美经济周期错位、货币政策方向相背离，中美10年期国债收益率利差持续收窄，并于4月12日出现倒挂，同时人民币兑美元可能阶段性承压，境外机构减持人民币债券的趋势短期或将延续。

综合来看，3月利率债收益率相对稳定，月末10年期国债收益率为2.79%，预计未来一段时间内国债收益率下行压力较大，若政策利率调降，10年期国债收益率或降至2.7%以下。当前，疫情形势尚未得到全面控制，疫情管控措施下经济活动减少，经济下行压力增加；俄乌冲突导致全球大宗商品价格上涨，输入性通胀已有所显现；而3月金融数据超预期，当月社会融资规模增量反弹至46500亿元，主要受银行加快信贷投放与政府债券加快发行带动。在此背景下，预计稳增长政策将继续加码，货币政策边际宽松箭在弦上，二季度或降准降息；财政政策强调加快地方政府债发行，有望继续带动融资需求回升。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、国际油价、通胀数据与金融数据、基建与地产等重要变量。

### 相关研究报告：

- 1.《2022年2月利率债市场运行报告》，2022.3.15
- 2.《2022年2月信用债市场运行报告》，2022.3.15
- 3.《2022年1月利率债市场运行报告》，2022.2.15
- 4.《2022年1月信用债市场运行报告》，2022.2.15
- 5.《2021年12月利率债市场运行报告》，2022.1.15
- 6.《2021年12月信用债市场运行报告》，2022.1.15

## 目录

一、货币市场运行 .....	2
(一) 央行放量平价续作 MLF，OMO 和 MLF 实现净回笼 2300 亿元 .....	2
(二) 3 月资金面总体平稳，LPR 与上月持平 .....	4
(三) 经济下行压力加大，货币政策需适时发力 .....	6
二、利率债市场运行 .....	7
(一) 国债和政策性银行债净融资环比增加，地方政府专项债发行节奏加快 .....	7
(二) 利率债到期收益率相对稳定，外资继续减持人民币债券 .....	11
三、总结与展望 .....	17

## 一、货币市场运行

### (一) 央行放量平价续作 MLF，OMO 和 MLF 实现净回笼 2300 亿元

2022年3月（下称“3月”），央行公开市场操作（简称“OMO”，不包含CBS）和MLF（含TMLF）共实现净回笼2300亿元。其中，逆回购投放量为10600亿元，逆回购到期14600亿元；MLF（含TMLF）投放2000亿元，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2022年3月31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)
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
2021年10月	1600	700	700	0	0	13900	12300	5000	5000
2021年11月	-5700	0	700	0	0	15300	20300	10000	10000
2021年12月	-3200	0	700	0	0	8800	6800	5000	9500
2022年1月	6000	0	0	0	0	16900	12900	7000	5000
2022年2月	1000	0	0	0	0	12600	12600	3000	2000
<b>2022年3月</b>	<b>-2300</b>	<b>700</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10600</b>	<b>14600</b>	<b>2000</b>	<b>1000</b>

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，3月前两周，2月底投放的大额逆回购接连到期，叠加央行开展的逆回购规模相对较小，共实现净回笼10500亿元。第三周至第四周，央行逆回购操作适时加量；为对冲税期，央行于3月17日开展800亿元逆回购。3月最后一周，为维持季度末流动性平稳，央行加大逆回购操作规模，连续多日开展1500亿元逆回购，当周逆回购实现净投放5050亿元。最终，央行于月内实现逆回购净回笼4000亿元。

央行于3月15日开展2000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限1年，对冲当日到期的1000亿元MLF。此次1年MLF操作的中标利率为2.85%，与上月持平。同日，央行开展100亿元7天逆回购操作，中标利率为2.10%，同样与上月持平。继1月金融数据表现亮眼后，2月金融数据全面滑坡，显示出信贷需求依旧疲软，市场对3月加息预期普遍升温（见表2）。但1-2月经济数据全线超预期，全国规模以上工业增加值、全国固定资产投资和社会消费品零售总额同比分别增长7.5%、12.2%和6.7%，国民经济恢复好于预期。央行在此复杂形势下保持政策定力，继续放量平价续作MLF，MLF与逆回购中标利率与上月持平。

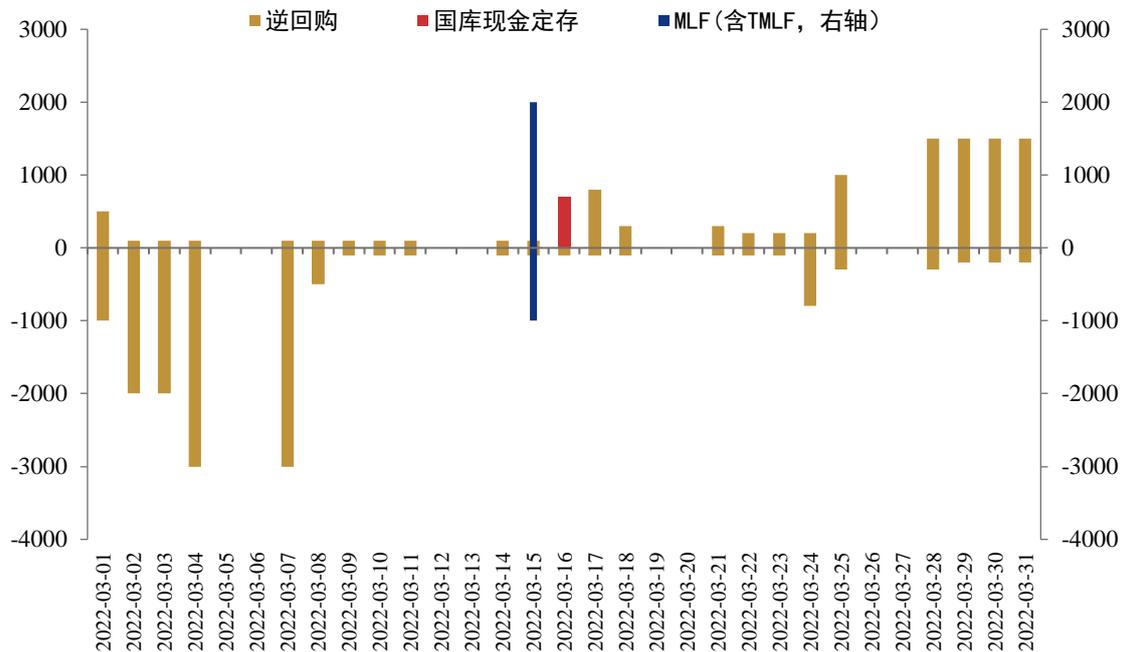


图 1：2022 年 3 月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

表 2：信贷与社融数据（单位：%）

日期	M2:同比(%)	金融机构:新增人民币贷款:当月值(亿元)	金融机构:各项贷款余额:同比(%)	社会融资规模:当月值(亿元)
2021年1月	9.4	35800	12.7	51884
2021年2月	10.1	13600	12.9	17243
2021年3月	9.4	27300	12.6	33762
2021年4月	8.1	14700	12.3	18570
2021年5月	8.3	15000	12.2	19522
2021年6月	8.6	21200	12.3	37017
2021年7月	8.3	10800	12.3	10752
2021年8月	8.2	12200	12.1	29893
2021年9月	8.3	16600	11.9	29026
2021年10月	8.7	8262	11.9	16176
2021年11月	8.5	12700	11.7	25983
2021年12月	9	11300	11.6	23682
2022年1月	9.8	39800	11.5	61726
2022年2月	9.2	12300	11.4	11928

资料来源：Wind 资讯，远东资信整

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，增强金融服务实体经济的能力，中国人民银行于3月29日开展了央行票据互换（CBS）操作，操作量50亿元，期限3个月，费率0.10%。

3月，为满足金融机构临时性流动性需求，人民银行对金融机构开展常备借贷便利（SLF）操作共13.64亿元，均为隔夜期。常备借贷便利利率发挥了利率走廊上限的作用，有利于维护货币市场利率平稳运行，隔夜、7天、1个月常备借贷便利利率分别为2.95%、3.10%、3.45%。期末常备借贷便利余额为12.6亿元。

此外，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637亿元。期末抵押补充贷款余额为27363亿元。

## （二）3月资金面总体平稳，LPR与上月持平

3月15日，央行公开市场7天逆回购操作中标利率为2.1%，与上月持平。

银行间市场7天回购利率（R007）多在央行7天逆回购中标利率上方调整，并于月末迅速走高；银行间存款类机构以利率债为抵押的7天回购利率（DR007）整体围绕央行7天逆回购中标利率波动，月底小幅走高。具体来看，R007自3月8日涨至2.1%上方，之后多在2.1%-2.3%的区间内调整；R007于3月25日跳涨至2.8835%，随后持续攀升至3.1266%的月内高点，并于最后一个交易日回吐部分涨幅，回落至2.7457%。DR007走势相对缓和，多在2.1%以下运行；3月25日，DR007较上一个交易日跳涨17.94BP至2.2160%，随后波动走高，于3月31日触及月内最高水平2.2449%。R007-DR007价差也于3月末走阔，3月29日，二者价差达到92.53BP，为月内最高水平。3月，DR007的月内均值为2.0949%，与央行7天逆回购中标利率相近。

以上针对关键货币资金价格的观察或反映了3月资金面总体平稳，最后一周7天回购利率受跨月因素出现了一定幅度的上行。

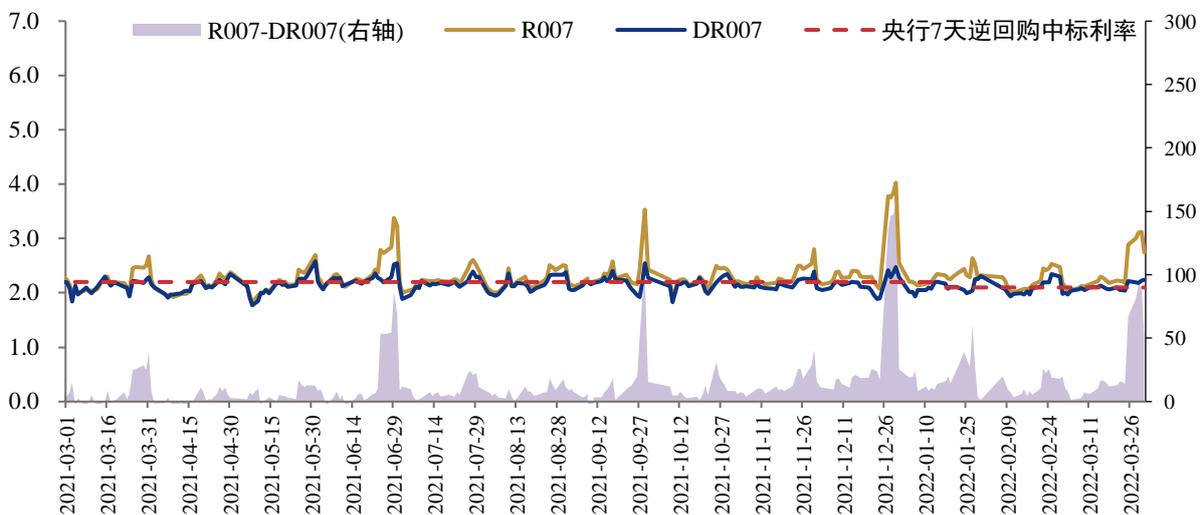


图2：R007、DR007利率及利差（单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷市场方面，3月21日，全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%，均与上月持平。此前，1年期LPR已于上年12月与今年1月连续下调5BP与10BP，5年期LPR也于1月下调5BP。3月，央行保持政策定力，并未如市场所预期的调整政策利率。随着利率锚中期借贷便利（MLF）走稳，LPR也与上月持平。

3月，不同期限 Shibor 利率持稳（见图3）。截至3月31日，3个月期、6个月期和1年期 Shibor 利率分别较上月末下降 0.3BP、0.5BP 和 4.1BP。

3月同业存单到期收益率小幅走高（见图4）。其中，AAA级1年期和AA级1年期同业存单收益率与2月末相比分别上行 4.68BP 和 11.68BP。

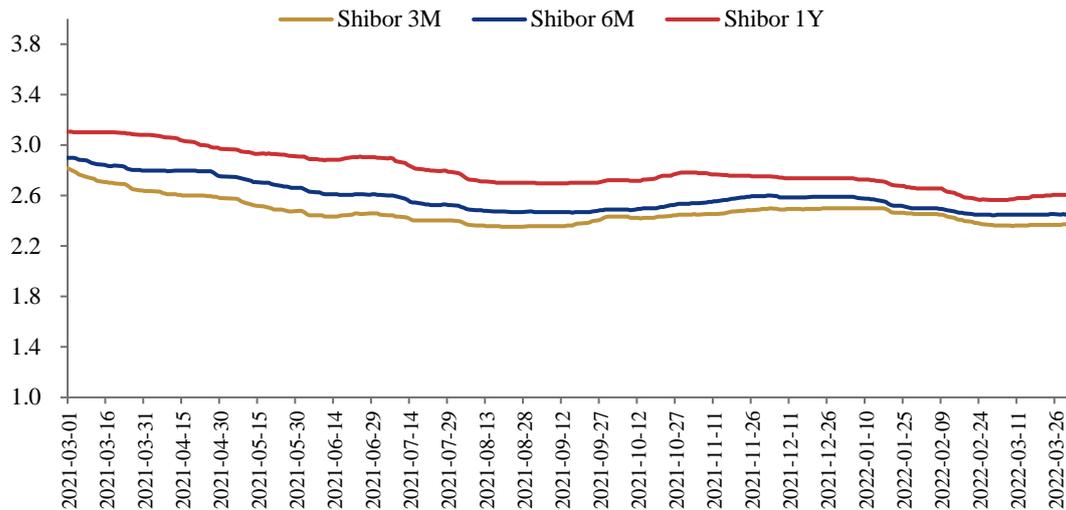


图3: Shibor 利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

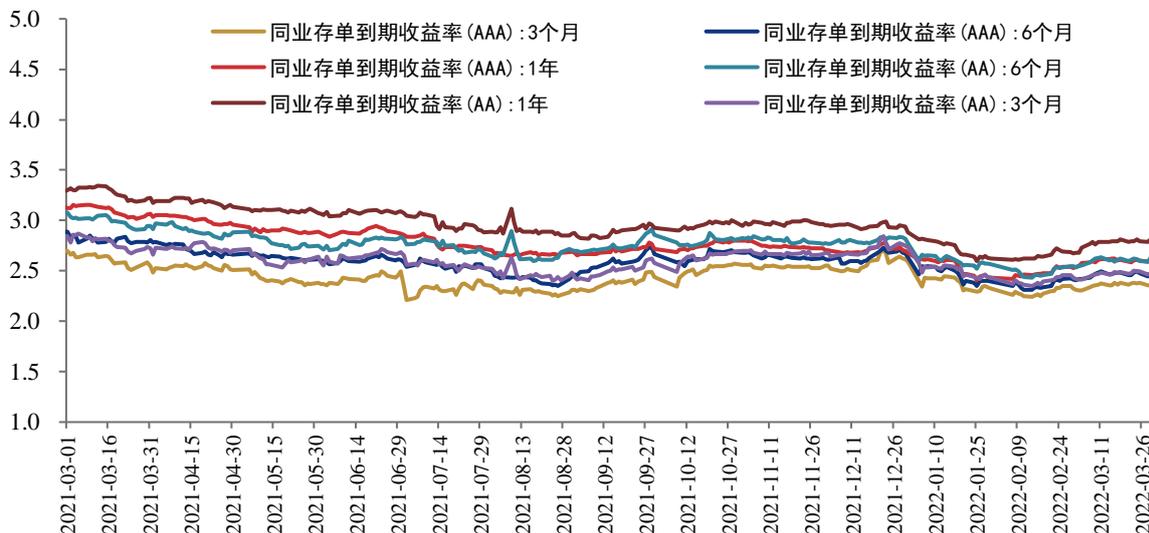


图4: 同业存单到期收益率走势 (单位: %)

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 23018.6 亿元,环比增加 3663.4 亿元;净融资额为 1306.4 亿元,环比减少 5390.5 亿元。未来3个月(4月-6月),每月分别有 18716.2 亿元、17391.7 亿元和 15085.1 亿元到期(见图5)。

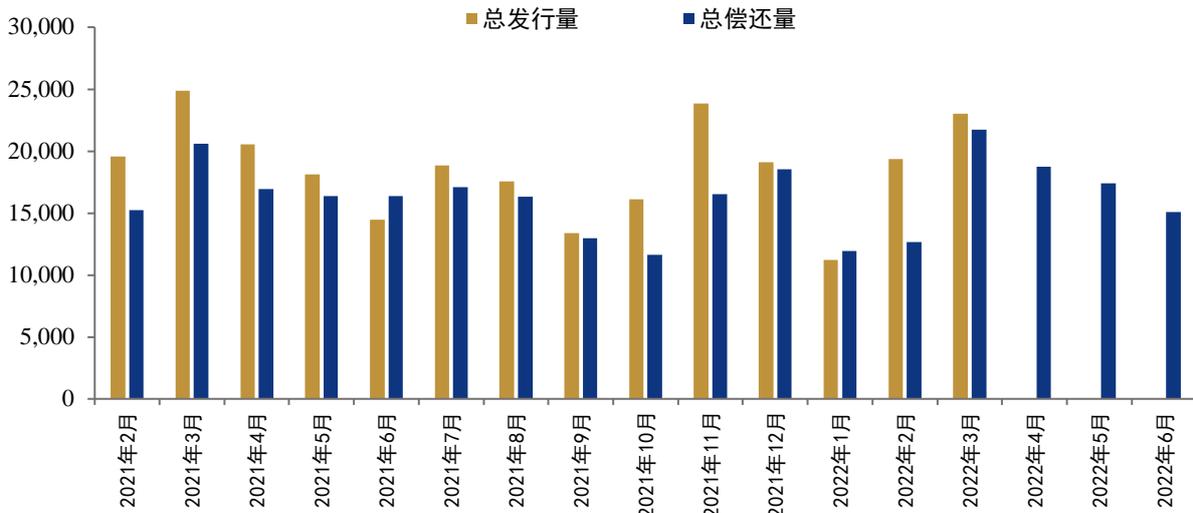


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2022年3月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### （三）经济下行压力加大，货币政策需适时发力

3月1日，人民银行召开2022年金融市场工作电视会议，会议强调，要**加快构建金融有效支持实体经济**的体制机制，引导金融机构优化融资结构，更好支持国民经济重点领域和薄弱环节。要**抓好金融支持中小微企业和保市场主体工作**，做好两项直达工具转换后的接续工作，细化实化中小微企业金融服务能力提升工程，加大对受疫情影响较大的服务行业金融支持。要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，加大乡村振兴重点领域的融资支持。要**坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位**，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持，**因城施策促进房地产业良性循环和健康发展**。要持续推动完善金融支持科技创新体系，提升金融机构服务制造业的能力。要正确认识 and 把握碳达峰碳中和，推动碳减排支持工具和煤炭清洁高效利用专项再贷款取得实效。

3月8日，为增强可用财力，今年人民银行依法向中央财政上缴结存利润，**总额超过1万亿元**，主要用于**留抵退税和增加对地方转移支付**，支持助企纾困、稳就业保民生。人民银行结存利润主要来自过去几年的外汇储备经营收益，不会增加税收或经济主体负担，也不是财政赤字。人民银行依法向中央财政上缴结存利润，不会造成财政向央行透支。结存利润按月均衡上缴，人民银行资产负债表规模保持稳定，体现了货币政策与财政政策的协调联动，共同发力稳定宏观经济大盘。

3月16日，人民银行传达学习国务院金融委专题会议精神，会议要求，**货币政策要主动应对**，**新增贷款要保持适度增长**，大力支持中小微企业，坚定支持实体经济发展，保持经济运行在合理区间。坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，促进平台经济健康平稳发展，提高国际竞争力。进一步加强部门间政策协调，及时回应市场关注的热点问题，稳定预期，提振信心，保持中国经济平稳健康发展，共同维护资本市场的稳定发展。

3月30日，人民银行印发《关于做好2022年金融支持全面推进乡村振兴重点工作的意见》，指导金融系统优化资源配置，精准发力、靠前发力，**切实加大“三农”领域金融支持**，**接续全面推进乡村振兴**，为稳定宏观经济大盘提供有力支撑。

同日，中国人民银行货币政策委员会召开了2022年第一季度例会，会议指出，当前经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要**稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘。**进一步疏通货币政策传导机制，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。结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款，实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，综合施策支持区域协调发展，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持。

整体来看，央行强调加大稳健的货币政策实施力度，发挥好货币政策的总量与结构双重功能，主动应对，为实体经济提供更有力的支持。继1月金融数据表现亮眼后，2月金融数据全面滑坡，信贷需求不振，宽信用进程出现反复，市场对3月降息预期普遍升温。但央行综合考虑1-2月国民经济恢复超预期，3月并未调整MLF与逆回购中标利率，LPR也与上月持平，市场降息预期落空。而最新公布的3月PMI已跌至荣枯线以下，显示出经济下行压力加大，同时央行于3月末持续释放积极的政策信号，预计二季度央行降准降息的可能性增强，结构性货币政策将继续加码。

## 二、利率债市场运行

### （一）国债和政策性银行债净融资环比增加，地方政府专项债发行节奏加快

#### 1. 国债与政策性银行债净融资环比增加，10年期发行利率小幅上升

2022年3月，国债和政策性银行债的合计发行量环比有所增加，共发行12301.4亿元；3月共实现净融资4159.4亿元，较上月增加4178.90亿元（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行6600亿元和5701.4亿元，净融资额分别为975.5亿元和3183.9亿元。

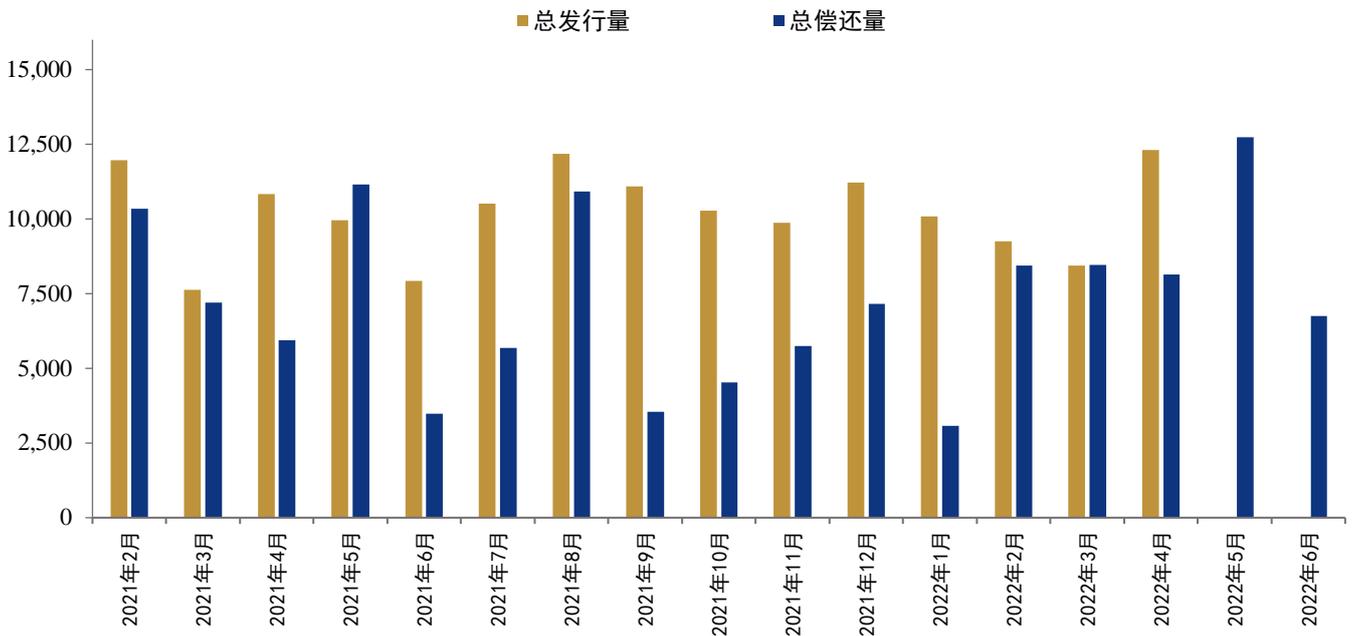


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2022年3月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，3月，2年期与5年期国债发行利率环比显著上行，10年期发行利率环比小幅上升；2年期、5年期、10年期政策利率债发行利率也有所上涨。国债方面，2年期与5年期国债加权平均发行利率环比显著上行，幅度分别为20.43BP和31.35BP；10年期国债加权平均发行利率上升幅度较小，为6.29BP。政策性银行债方面，2年期与5年期政策性银行债加权平均发行利率分别环比上升22.58BP和14.15BP，10年期政策性银行债发行利率下行幅度相对较小，为8.81BP。从发行利差来看，3月份，10年期国债与政策性银行债发行利差较上月小幅回升2.52BP至28.31BP（见图7）。

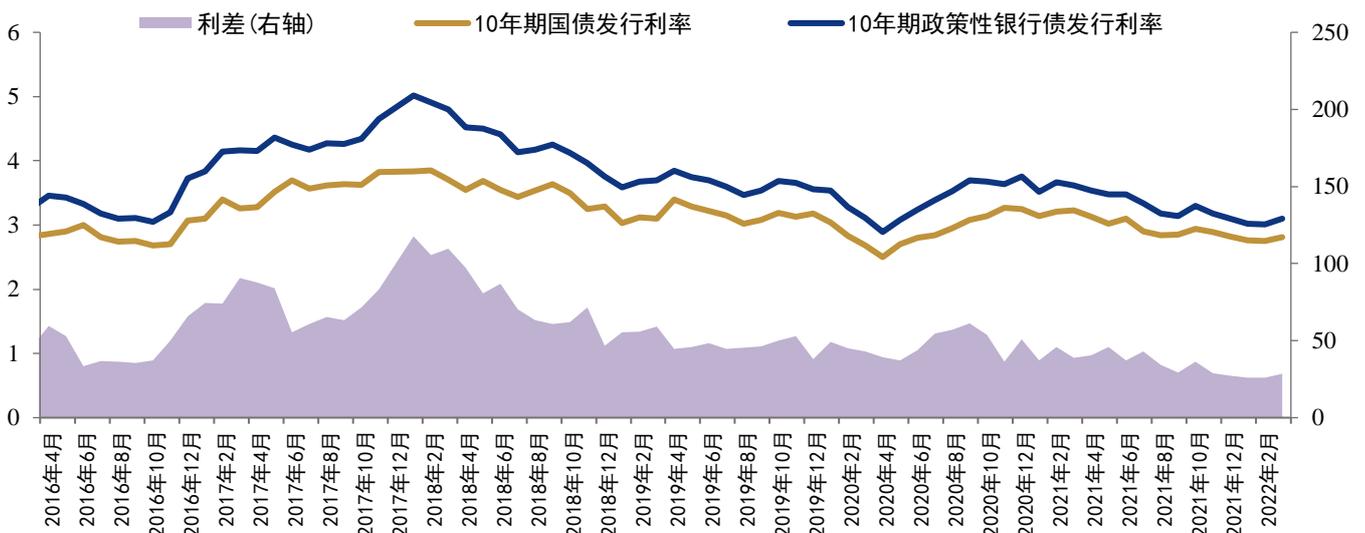


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2022年3月31日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 2. 地方债发行环比下降，新增专项债发行节奏加快

3月，全国地方债共发行6186.67亿元，较上月增加1115.72亿元；实现净融资5031.81亿元，较上月增加68.67亿元（见图8）。新发行债券中有4956.24亿元为今年新增额度债券，占当月新发行地方债券的比重为80.11%。3月，地方债的平均发行期限为14.72年，10年期地方债平均发行利率为2.9514%，环比下降2.4BP。3月，地方债发行额最大的省份为广东省，发行规模为807.42亿元；湖北省的地方债发行额也超过500亿元。

从专项债新增发行来看，3月新增专项债发行额为4205.42亿元，占当月新增额度债券的比重约为84.85%，较上月新增专项债发行规模增加273.99亿元（见图9）。截至一季度末，今年新增专项债发行规模达到12980.61亿元，占提前下达新增专项债限额的88.91%，占全年新增专项债限额的35.56%。提前下达的新增专项债限额还剩1619.39亿元，预计4月即可发行完毕。

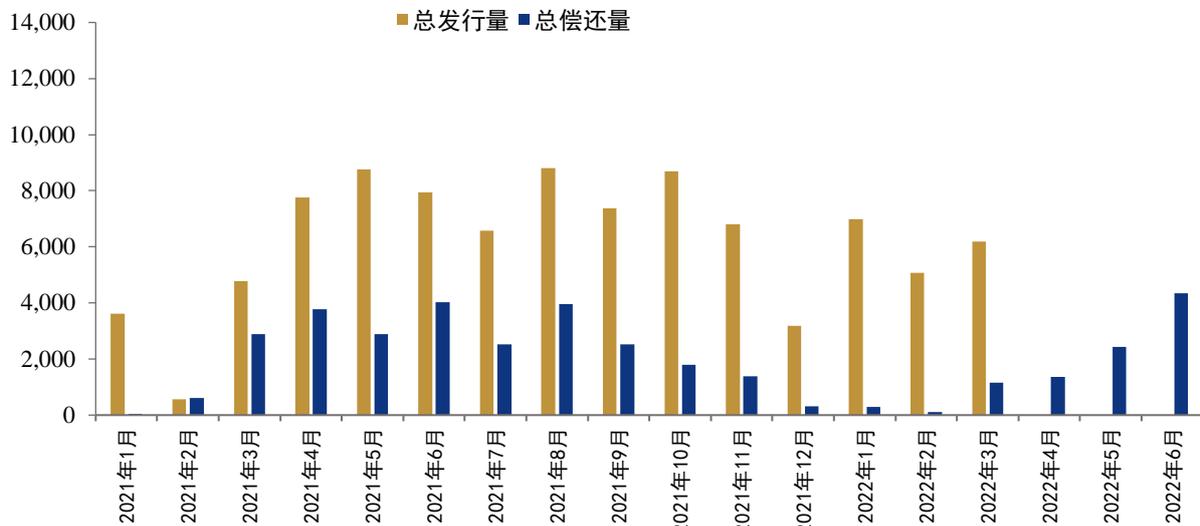


图8：地方债的发行与到期（数据截至2022年3月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

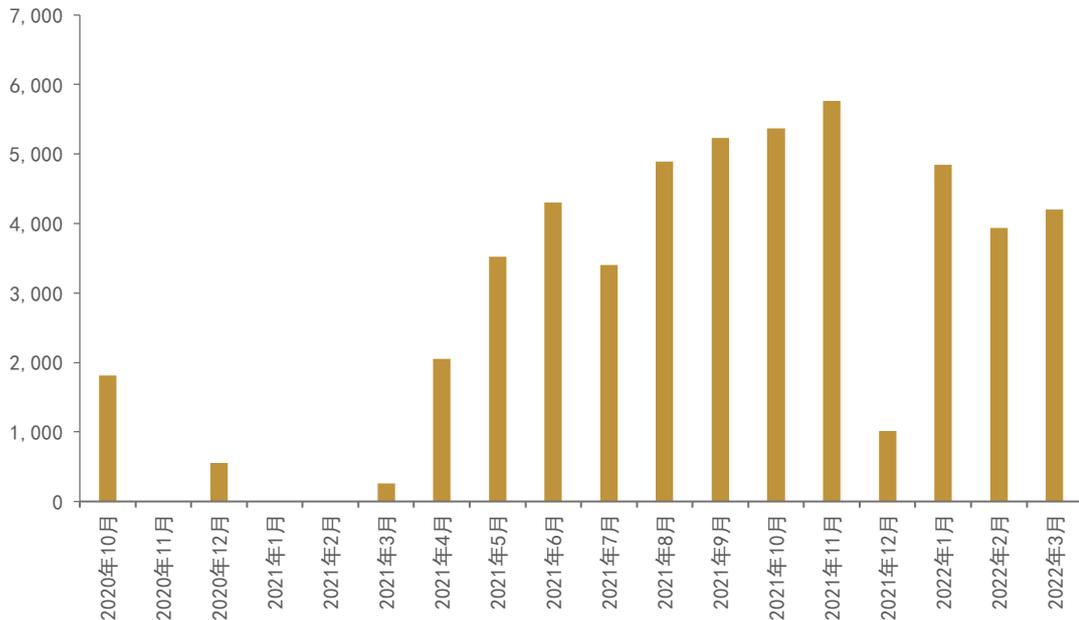


图9：专项债新增发行情况（2020年10月至2022年3月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 3. 财政政策要求保持适当支出强度，抓紧下达地方政府专项债

财政政策方面，3月5日，受国务院委托，财政部提请十三届全国人大五次会议审查《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》，拟安排全国一般公共预算收入210140亿元，增长3.8%，加上调入资金及使用结转结余23285亿元，收入总量为233425亿元；**全国一般公共预算支出267125亿元，增长8.4%；赤字率按2.8%左右安排，资金规模减少2000亿元。**但通过跨年度调节，仅中央本级财政调入一般预算的资金就达1.267万亿元，相当于提高赤字率一个百分点。今年财政支出强度比去年有较大提高，财政支出强度有保障。

同日，财政部部长刘昆发言称，**积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；总要求是稳字当头、稳中求进，着力点是加大对冲、提升效能，落脚点是托住宏观经济大盘。**赤字率适当下调，是保持财政可持续的重要举措；但通过统筹财政资源，今年全国一般公共预算财政支出强度比去年会有较大的提高。增值税留抵退税是今年减税降费的主要措施，通过提前退还尚未抵扣的税款，直接为市场主体提供现金流约1.5万亿元；同时，中央财政大幅增加对地方的转移支付，帮助地方缓解减收压力，保障减税降费政策落地生效。

3月14日，国常会强调，要把围绕稳市场主体保就业的宏观政策落实落细。退税减税是今年稳定宏观经济大盘的关键性举措，**要尽快细化和推出增值税留抵退税实施方案**，该退的税款能快退的快退，确保按既定时限退到企业账上。对支持中小微企业、个体工商户的其他减税降费政策，抓紧研究延期、扩围、加力的具体安排。推动特定国有金融机构和专营机构依法上缴利润及时入库、支持地方落实减税降费的转移支付及时直达市县基层，保障基层助企惠民的财力支撑。

3月16日，财政部有关负责人就房地产税改革试点问题答记者问，房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行，一些城市开展了调查摸底和初步研究，但综合考虑各方面的情况，**今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。**

3月21日，国常会确定**实施大规模增值税留抵退税的政策安排**，对所有小微企业、按一般方式纳税的个体工商户退税近1万亿元，其中存量留抵退税额6月底前全额退还，增量4月1日起按月全额退还，为稳定宏观经济大盘提供强力支撑。

3月29日，国常会强调要**抓紧下达剩余专项债，并向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜，去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕**；更好发挥专项债效能，合理扩大专项债使用范围，发挥专项债“四两拨千斤”作用，吸引更多社会资本投入，支持民营企业投资。

整体来看，今年安排的赤字率虽有所下降，但财政支出强度将进一步加大；大规模增值税留抵退税的政策安排将为小微企业、个体工商户这类较为脆弱的市场主体与部分关键行业提供有效支持；抓紧下达剩余地方政府专项债将加快形成有效的实物投资，为经济基本面提供支撑。

## （二）利率债到期收益率相对稳定，外资继续减持人民币债券

### 1. 利率债到期收益率相对稳定，3月末10年期国债收益率为2.79%

#### （1）国债与国开债成交活跃度上升，国债与国开债收益率持稳

2022年3月，国债与国开债成交活跃度双双上升。3月国债共成交43551.08亿元，成交额较上月增加5797.92亿元，其中：**活跃券“21付息国债09”3月31日到期收益率为2.8152%，与2月末相比上升2.54BP**；政策性银行债成交82018.02亿元，成交额较上月增加17070.50亿元，其中，**活跃券“21国开15”3月31日到期收益率为3.0909%，较2月末上升0.34BP。**

**3月份10年期国债收益率与国开债收益率相对稳定**（见图10）。3月末中债10年期国债收益率为2.7878%，和上月末相比上行1.28BP；3月末10年期国开债到期收益率为3.0388%，与上月末相比上行0.3BP。

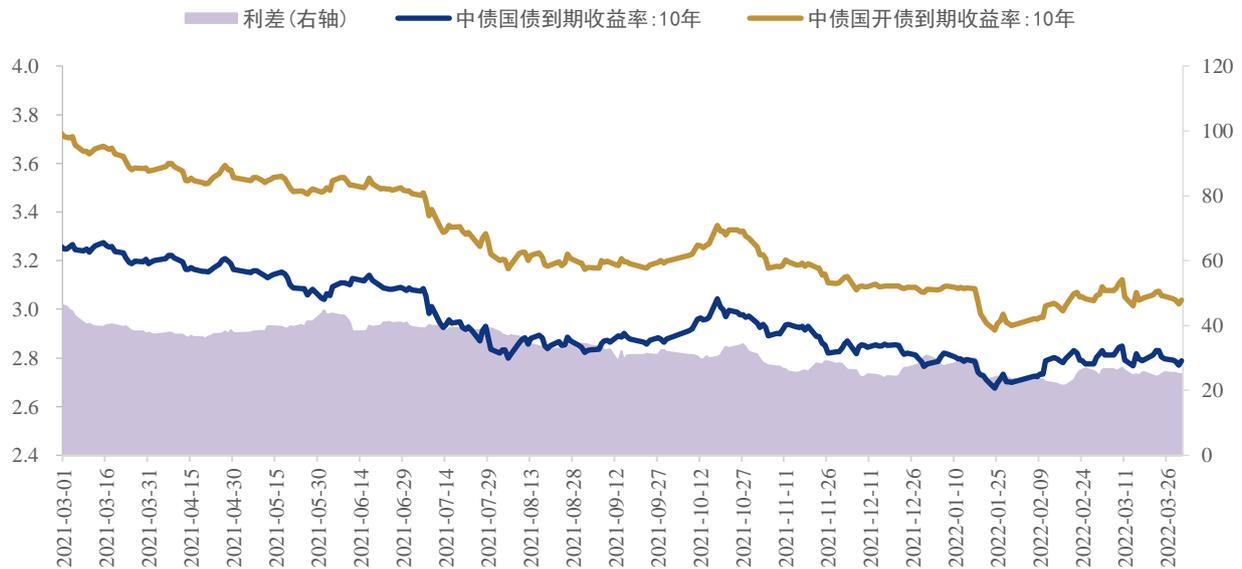


图 10：10 年期国债与国开债利率走势及两者利差（单位：%；BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从影响利率债收益率运行的因素来看（图 11），3 月 5 日，两会上政府工作报告将今年经济增速预期目标设定为 5.5%，并推出涉及经济社会多方面的积极的政策措施，提振市场信心，推高十年期国债收益率。3 月 11 日，2 月份金融数据发布，新增人民币贷款与社会融资规模增量较上月大幅滑坡，反映出信贷需求不振，带动收益率下降。3 月 15 日，1-2 月经济数据发布，工业、投资与消费全线超预期，显示出国民经济恢复好于预期；同日央行继续放量平价续作 MLF，令市场加息预期落空。3 月 16 日，金融委会议召开，会议指出要积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策，释放出积极的政策信号；当日美联储加息 25 个基点，开始收紧货币政策。3 月 21 日，因 MLF 利率锚未变，LPR 继续与上月持平。另外，自 3 月中旬以来，本土新冠疫情大幅反弹，两大金融中心上海与深圳、吉林省以及制造业重镇东莞疫情形势尤为严峻，多地停工停产和运输不畅，经济增长预期进一步转弱，国债收益率承压。3 月 30 日，央行货币政策委员会一季度例会召开，政策暖意令国债收益率在最后一个交易日小幅回升。

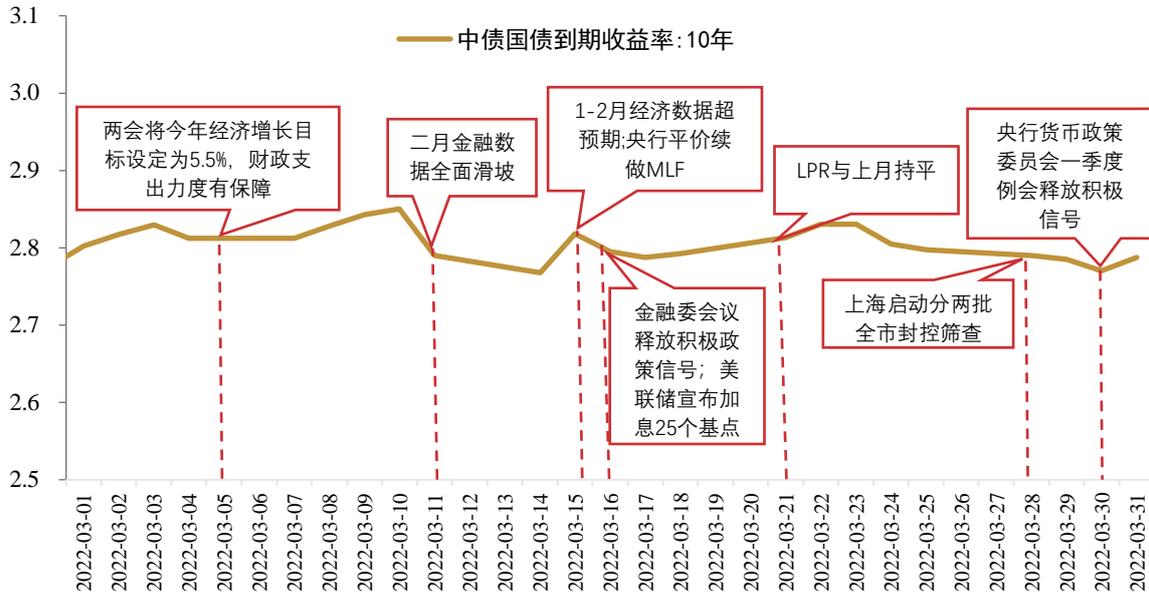


图 11：10 年期国债利率走势及相关影响因素（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

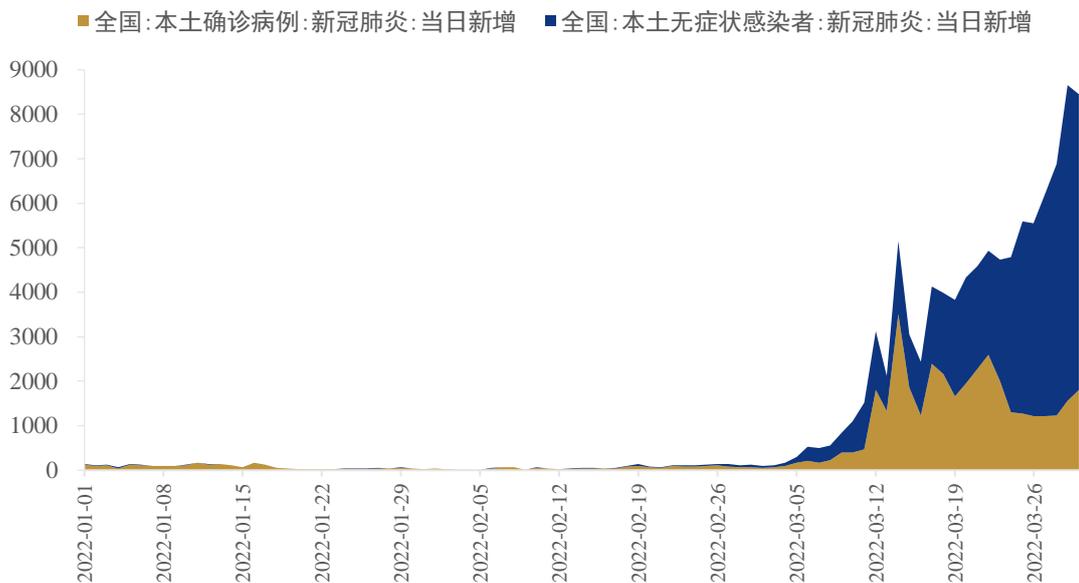


图 12：全国新冠肺炎当日新增病例数（2022 年 1 月 1 日至 3 月 31 日，单位：例）

资料来源：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 2022 年 2 月末相比，2022 年 3 月末各期限国债收益率均小幅上升。具体来看，2 年期、5 年期、7 年期与 10 年期国债收益率分别上涨了 5.34BP、6.28BP、4.53BP 和 1.28BP，3 年期国债收益率上行幅度相对较大，为 12.21BP。7 年期与 10 年期国债收益率出现倒挂。从国债期限利差来看，与 2022 年 2 月末相比，2022 年 3 月末 5Y-2Y 国债期限利差基本与上月持平，为 26.41BP；10Y-5Y 国债期限利差则从 26.45BP 收窄至 21.45BP（见图 13）。

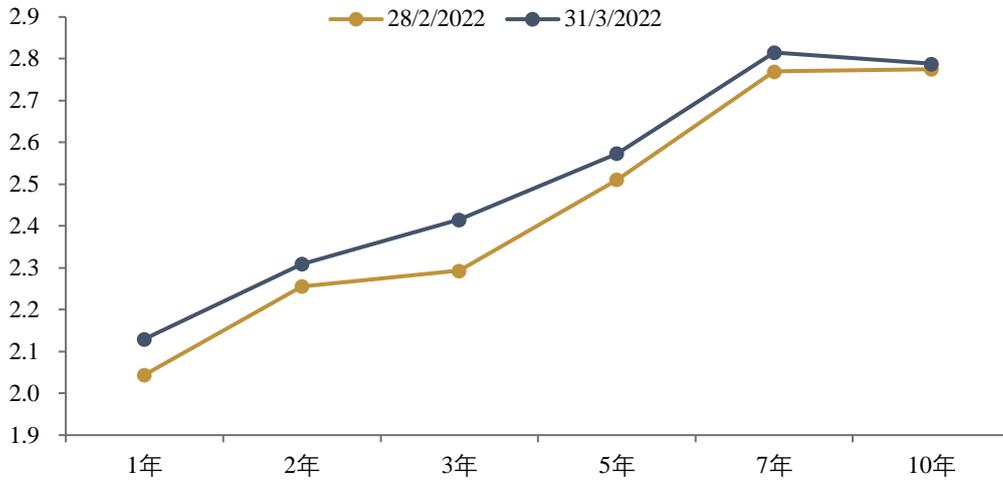


图 13: 2022 年 3 月末各期限中债国债到期收益率及其与 2022 年 2 月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从国开债到期收益率变化来看, 除 7 年期以外, 3 月末国开债收益率与上月末相比均有所上涨。具体来看, 3 月末 7 年期国开债收益率较上月下降 2.91BP; 而 1 年期、2 年期、3 年期、5 年期与 10 年期国开债收益率上涨幅度不一, 分别为 16.96BP、7.99BP、4.23BP、28.82BP 以及 0.3BP。其中, 上月底的 3 年期与 5 年期收益率倒挂得到修复; 7 年期与 10 年期国开债收益率出现倒挂。从国开债期限利差来看, 3 月末 5Y-2Y 国开债期限利差由 5.86BP 走阔至 26.69BP; 10Y-5Y 国开债期限利差为 24.01BP, 较上月末收窄 28.52BP (见图 14)。

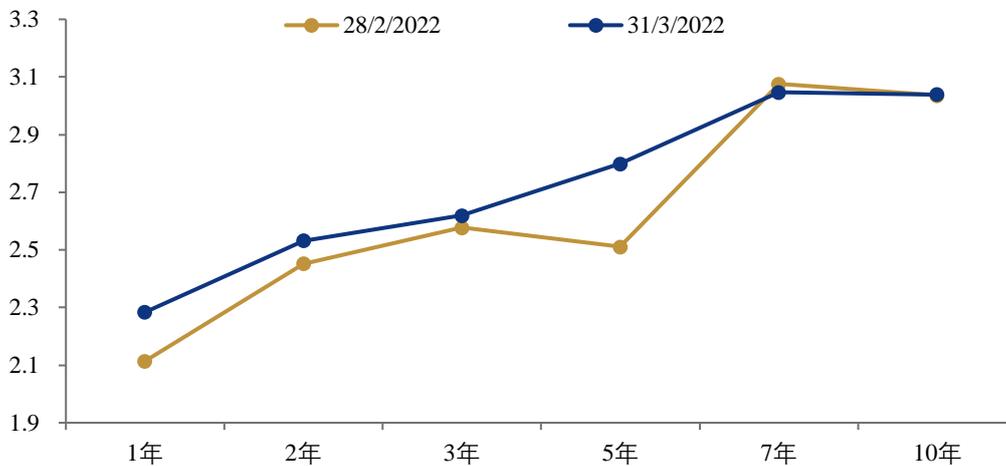


图 14: 2022 年 3 月末各期限中债国开债到期收益率及其与 2022 年 2 月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## (2) 地方政府债到期收益率走势稳定

3 月份, 主要中长期限地方政府债到期收益率走势稳定, 3 月末 10 年期 AAA 级地方政府债到期收益率与上月末基本持平 (见图 15)。

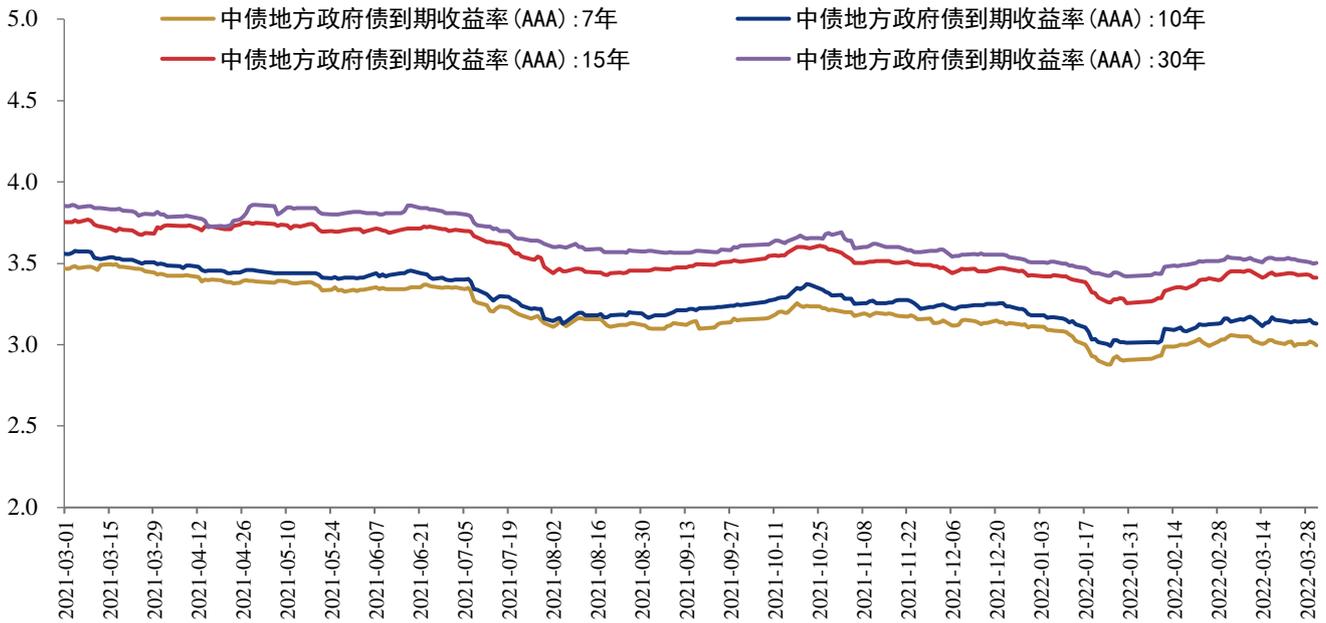


图 15: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## 2. 中外利差收窄势头明显, 外资继续减持人民币债券

从国际角度来看, 3 月海外主要经济体国债收益率均呈上行走势, 中外利差收窄势头明显。具体来看, 美国国债收益率因 3 月美联储宣布加息而迅速上行, 月末 10 年期美债收益率升至 2.32%; 同样地, 英国央行于 3 月连续第三次加息, 10 年期英国国债收益率于月内上涨 28.37BP; 欧洲央行 3 月宣布加速结束资产购买计划, 鹰派信号令 10 年期德国国债收益率于月内走高 14bp; 日本央行则维持货币政策不变, 并通过非定期的紧急市场操作买入干预债市, 以减轻收益率上行压力, 月内 10 年期日本国债收益率涨幅为 8.3BP。相应地, 3 月中美利差收窄 32.33BP 至 46.78BP, 中英、中德利差分别收窄 34.7BP 与 20.33BP, 中日利差变化相对较小。

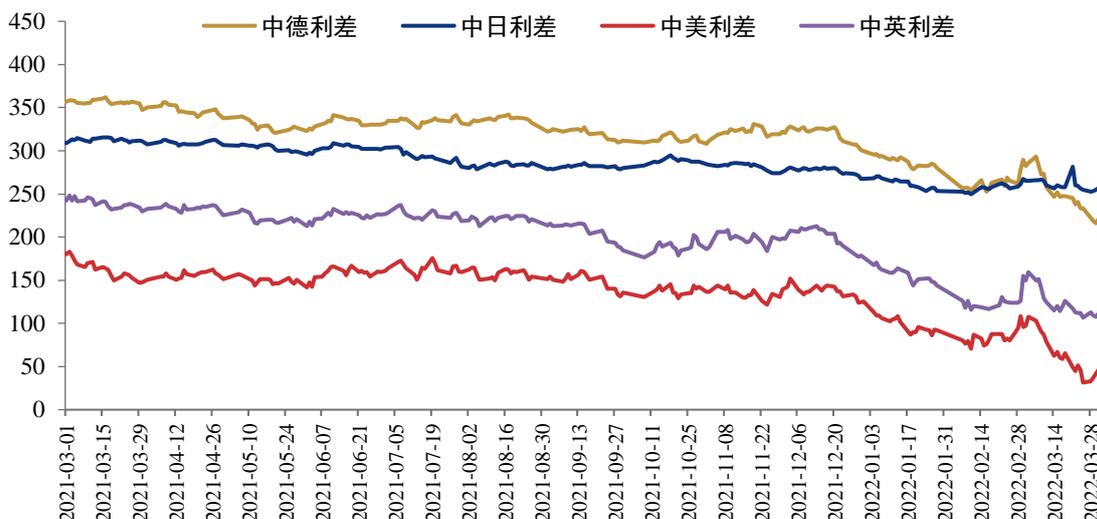


图 16: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3月份，受中美利差大幅收窄与人民币汇率承压等因素影响，境外机构投资者继续减持人民币债券。

根据中债登最新数据计算，截至3月末，境外机构在中债登托管我国境内债券面额为35684.36亿元，当月净减持债券规模为982亿元，为连续第二个月减持，净减持规模环比增加46.7%；其中减持中国国债518亿元，为连续第二个月减持。

从上交所公布的数据来看，截至3月末，境外机构在上交所托管我国境内债券面额为3083.69亿元，月内境外机构在上交所债券托管量减少143.51亿元人民币，多类债券均遭减持，其中中期票据、同业存单与熊猫债减持规模较大。

综合来看，3月，受美联储加息导致中美利差收窄、美元走强令人民币汇率承压等因素的影响，境外机构共减持我国债券1125.07亿元。预计美联储在通胀压力下将进一步加速收紧货币政策，5月或加息50BP；而国内疫情反弹导致经济下行压力加大，货币政策边际宽松的预期普遍升温。中美经济周期错位、货币政策方向相背离，中美10年期国债收益率利差持续收窄，并于4月12日出现倒挂，同时人民币兑美元可能阶段性承压，境外机构减持人民币债券的趋势短期或将延续。

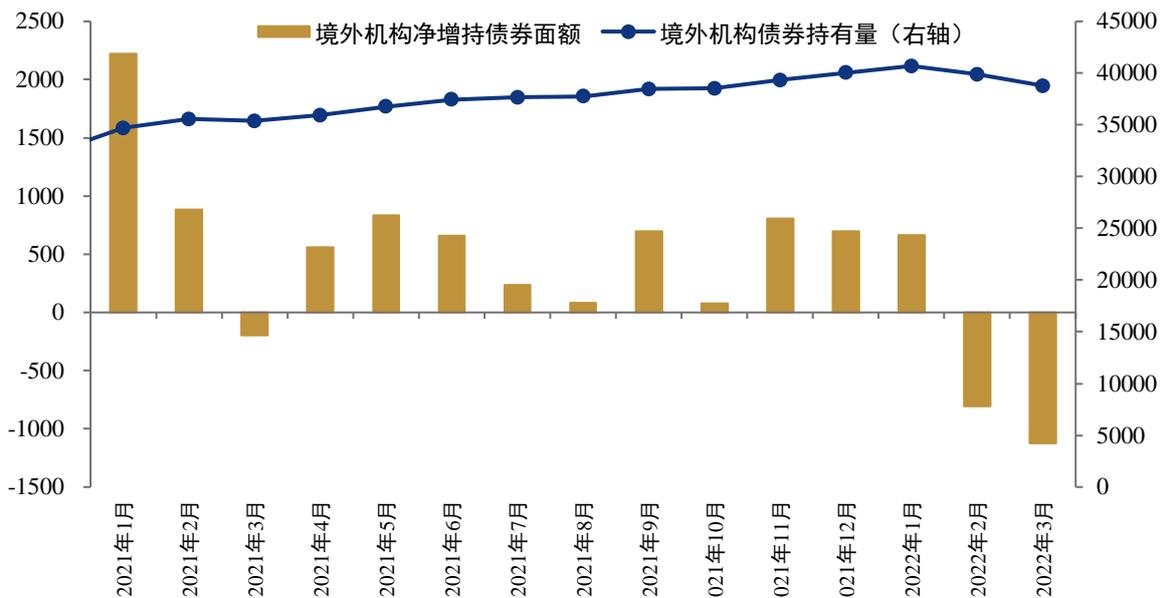
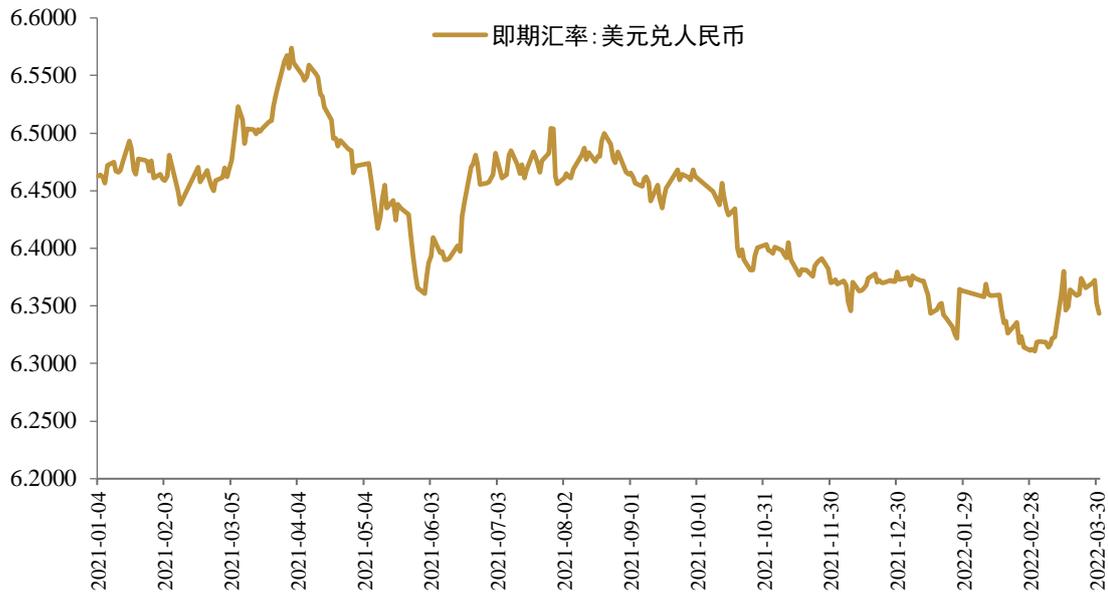


图 17: 境外机构持有我国债券总量及新增量 (单位: 亿元)

数据来源: 上交所、中债登, 远东资信整理


**图 18: 人民币兑美元即期汇率 (2021 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日)**

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### 三、总结与展望

货币市场方面, 3 月, 央行维持 MLF 与逆回购中标利率与上月持平, 放量平价续作 MLF, 公开市场操作和 MLF 共实现净回笼流动性 2300 亿元。关键货币资金价格整体围绕央行 7 天逆回购中标利率波动, 并于月底走高; 1 年期与 5 年期以上 LPR 与上月持平; Shibor 利率持稳, 同业存单到期收益率小幅走高。整体来看, 3 月资金面总体平稳; 央行综合考虑 1-2 月国民经济恢复超预期, 3 月并未调整 MLF 与逆回购中标利率, LPR 也与上月持平, 令市场降息预期落空; 但最新公布的 3 月 PMI 已跌至荣枯线以下, 显示出经济下行压力加大, 同时央行于 3 月末持续释放积极的政策信号, 预计二季度央行降准降息的可能性增强, 结构性货币政策将继续加码。

利率债市场方面, 从一级市场来看, 3 月国债和政策性银行债净融资共实现 4159.4 亿元, 环比大幅增加; 10 年期国债和政策性银行债发行利率环比小幅上升。3 月地方债月内共发行 6186.67 亿元, 并实现净融资 5031.81 亿元, 环比有所下降; 新增专项债发行 4205.42 亿元, 累计已完成提前批额度的 88.91%, 提前下达的新增专项债限额还剩 1619.39 亿元, 预计 4 月即可发行完毕。抓紧下达剩余地方政府专项债将加快形成有效的实物投资, 为经济基本面提供支撑。

从利率债二级市场来看, 3 月份国债与国开债成交活跃度双双上升; 国债和国开债到期收益率均呈上升趋势, 10 年期国债收益率相对稳定; 受国债收益率走势影响, 主要中长期地方政府债到期收益率持稳; 中外国债利差收窄, 3 月末中美 10 年期国债利差进一步收窄至 46.78BP。预计美联储在通胀压力下将进一步加速收紧货币政策, 5 月或加息 50BP; 而国内疫情反弹导致经济下行压力加大, 货币政策边际宽松的预期普遍升温。中美经济周期错位、货币政策方向相背离, 中美 10 年期国债收益率利差持续收窄, 并于 4 月 12 日出现倒挂, 同时人民币兑美元可能阶段性承压, 境外机构减持人民币债券的趋势短期或将延续。

综合来看，3月利率债收益率相对稳定，月末10年期国债收益率为2.79%，预计未来一段时间内国债收益率下行压力较大，若政策利率调降，10年期国债收益率或降至2.7%以下。当前，疫情形势尚未得到全面控制，疫情管控措施下经济活动减少，经济下行压力增加，3月PMI较2月下降0.7个百分点，重回荣枯线之下；俄乌冲突导致全球大宗商品价格上涨，输入性通胀已有所显现，3月PPI环比上升1.1%，为五个月最高涨幅，CPI同比上升1.5%，为三个月高位；而3月金融数据超预期，当月社会融资规模增量反弹至46500亿元，主要受银行加快信贷投放与政府债券加快发行带动。在此背景下，预计稳增长政策将继续加码，货币政策边际宽松箭在弦上，二季度或降准降息；财政政策强调加快地方政府债发行，有望继续带动融资需求回升。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、国际油价、通胀数据与金融数据、基建与地产等重要变量。

### 【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

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；

### 【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://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。