

作者：冯祖涵 陈浩川 简奖平

邮箱：research@fecr.com.cn

全面降准落地，十年期国债收益率回升

——2022年4月利率债市场运行报告

摘要

货币市场方面，4月，央行维持MLF与逆回购中标利率与上月持平，等量平价续作MLF，公开市场操作和MLF共实现净回笼流动性7100亿元。关键货币资金价格多在央行7天逆回购中标利率下方调整，并于月底小幅走高；1年期与5年期以上LPR连续3个月持平；Shibor利率波动下降，同业存单到期收益率呈下降趋势。整体来看，4月资金面总体稳中偏宽松；央行维持政策利率不变，并决定于4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放长期资金约5300亿元；5月，央行降准降息的可能性相对较小，美联储未来潜在的连续加息对中国货币政策形成掣肘，同时未来继续降准降息政策空间有限，预计接下来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，4月国债和政策性银行债净融资共实现-589.87亿元，环比大幅下降；10年期国债和政策性银行债发行利率环比小幅下降。4月地方债月内共发行2842.06亿元，并实现净融资1474.89亿元，环比有所下降；新增专项债发行1038.29亿元，累计已完成提前批额度的96.02%，提前下达的新增专项债限额还剩581.1亿元，预计5月即可发行完毕。整体来看，财政政策坚持靠前发力，加快财政资金支出、专项债券发行使用、中央基建投资预算下达，确保有利于激活力、增动力的政策早出台、早落地、早见效。

从利率债二级市场来看，4月份国债与国开债成交活跃度双降；10年期国债收益率波动走高，而10年期国开债收益率于月内窄幅振荡，当月末收益率与上月末基本持平；主要中长期地方政府债到期收益率呈小幅下降趋势；中外国债利差进一步收窄，4月中美10年期国债收益率连续多日倒挂。预计美联储在通胀压力下将进一步加速收紧货币政策，中美10年期国债收益率或继续倒挂，同时人民币兑美元或继续承压。

综合来看，4月利率债收益率稳中有升，月末10年期国债收益率升至2.84%，预计未来一段时间全面降准降息政策难以落地，结构性货币政策与积极的财政政策将带动10年期国债收益率在2.8%-2.9%的区间内波动。当前，全国单日新增感染病例数（包括新增确诊病例与新增无症状感染者）已大幅回落，产业链供应链在政策组合拳的作用下逐步得到修复。4月制造业PMI在疫情扩散、供需两弱的压力下下降至47.4%，工业经济或已触底；预计5月随着疫情形势逐步好转，在财政政策与货币政策的协调配合下，制造业将触底反弹。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、美联储货币政策、人民币汇率、国际油价等重要变量。

相关研究报告：

1. 《2022年3月利率债市场运行报告》，2022.4.15
2. 《2022年2月利率债市场运行报告》，2022.3.15
3. 《2020年1月利率债市场运行报告》，2022.2.15
4. 《2021年12月信用债市场运行报告》，2022.1.15

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

A comprehensive RRR cut was implemented, and the yield of 10-year government bonds rebounded

—April 2022 China's government bond market operation report

Summary

In the money market, the People's Bank of China (PBOC) kept the Medium-term Lending Facility (MLF) rate and 7-day repo rate stable. The MLF injected 150 billion yuan to hedge the expiration of the previous MLF (150 billion yuan). The PBOC's open market operations (excluding Central Bank Bills Swap or CBS) achieved a net withdrawal of 710 billion yuan. Key capital prices fluctuated below the 7-day repo rate and rose at the end of the month. Due to stable policy rates, the one-year loan prime rate (LPR) and the five-year LPR kept stable. The interest rates of Shibor declined slightly, and the interest rate of interbank negotiable certificates of deposit also saw a decrease.

On the whole, the capital level was moderately loose. The PBOC kept the policy interest rate unchanged and decided to cut banks' reserve requirement ratio (RRR) by 0.25 percentage points from April 25, releasing about 530 billion yuan of long-term funds. In May, The possibility of the PBOC cutting RRR and interest rates is relatively small. The Fed's potential continuous interest rate hikes in the future will hinder China's monetary policy. At the same time, there is limited room for continued RRR cuts and interest rate cuts in the future. We expected more structural monetary policy in the future.

In the primary market of Chinese government bonds, the net financing of central government bonds (Treasury bonds) and policy bank bonds (quasi-sovereign bonds) was -58.987 billion yuan in April which is greatly smaller than the previous month's level. The issuance rates of newly issued central government bonds and policy bank bonds decrease slightly on a month-on-month basis. The amount of local government bond issuances was 284.206 billion yuan and the net financing was 147.489 billion yuan, which decreased compared to last month. In April, newly issued special bonds were 103.829 billion yuan. Until now, 96.02% of the pre-approved quota has been completed, and the remaining 58.11 billion yuan is expected to be issued in May. On the whole, the fiscal policy insists on making efforts ahead and accelerating the expenditure of fiscal funds, the issuance and use of special bonds, and the issuance of the central infrastructure investment budget.

In the secondary market of Chinese government bonds, the trading activity of treasury bonds and policy bank bonds both decreased. The yield of 10-year treasury bonds fluctuated higher. The yields of local government bonds showed a slight downward trend. The spreads between Chinese and foreign government bond spreads further narrowed. The yields of 10-year Chinese and US government bonds in April were inverted for several consecutive days. It is expected that the Fed will further accelerate the tightening of monetary policy under the high inflation, the yield of 10-year Treasury bonds between China and the United States may continue to invert, and the RMB against the US dollar may continue to be under pressure.

On the whole, the yield of interest rate bonds rose steadily in April, and the yield of 10-year treasury bonds rose to 2.84% at the end of the month. It is expected that the comprehensive RRR and interest rate reduction policy will be difficult to implement in the future and the 10-year treasury bond yield may fluctuate in the range of 2.8%-2.9% in May. At present, the number of new infections in a single day has dropped sharply, and the industrial chain and supply chain have been gradually repaired under the action of a combination of policies. In April, the manufacturing PMI dropped to 47.4% under the pressure of the epidemic and weak supply and demand, indicating that the industrial economy may have bottomed out. It is expected that with the gradual improvement of the epidemic in May, with the coordination of fiscal policy and monetary policy, the manufacturing industry will recover gradually. In the follow-up, we can pay close attention to important variables such as the epidemic situation, the conflict between Russia and Ukraine, the monetary policy of the Fed, the RMB exchange rate, and international oil prices.

目录

一、货币市场运行	2
(一) 央行等量平价续作 MLF，全面降准 25BP	2
(二) 4 月资金面稳中偏宽松，LPR 连续 3 个月不变	4
(三) 货币政策主动发力，为实体经济提供更有力的支持	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下降，提前批专项债即将发行完毕	7
(二) 利率债到期收益率相对稳定，中美国债收益率连续多日倒挂	11
三、总结与展望	15

一、货币市场运行

(一) 央行等量平价续作 MLF，全面降准 25BP

2022年4月（下称“4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7100亿元。其中，逆回购投放量为2200亿元，逆回购到期8600亿元；MLF（含TMLF）投放1500亿元，MLF（含TMLF）回笼1500亿元（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4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)
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
2022年3月	-2300	700	0	0	0	10600	14600	2000	1000
2022年4月	-7100	700	0	0	0	2200	-8600	1500	1500

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，4月上旬，3月底投放的大额逆回购接连到期，4月6日当天即有4500亿元逆回购到期，叠加央行开展的逆回购规模相对较小，共实现净回笼6600亿元。随后三周，央行逆回购操作规模多为100亿元，逆回购到期规模也多为100亿元，单周净投放或净回笼规模相对较小。最终，央行于月内实现逆回购净回笼6400亿元。

央行于4月15日开展1500亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限1年，对冲当日到期的1500亿元MLF。此次1年MLF操作的中标利率为2.85%，已连续三个月保持不变。同日，央行开展100亿元7天逆回购操作，中标利率为2.10%，与上月持平。在货币政策强调“保持信贷和社会融资适度增长”的背景下，3月金融数据有所好转。3月新增人民币贷款3.13万亿元，同比多增3951亿元；3月社会融资规模增量为4.65万亿元，比上年同期多增1.27万亿元。宽信用政策在总量上有所成效，信贷需求呈小幅好转迹象。但从结构来看，居民贷款需求偏弱，居民中长期贷款连续第四个月同比减少；企业有效贷款需求不足，企事业单位中长期贷款3月份同比仅净增148亿元，今年一季度累计同比减少5000多亿元。信贷需求仍持续受房地产需求不振与疫情管控措施影响。在此形势下，央行等量平价续作MLF，并决定于4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放长期资金约5300亿元。此次降准降低金融机构资金成本每年约65亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本，进而拉动信贷需求。

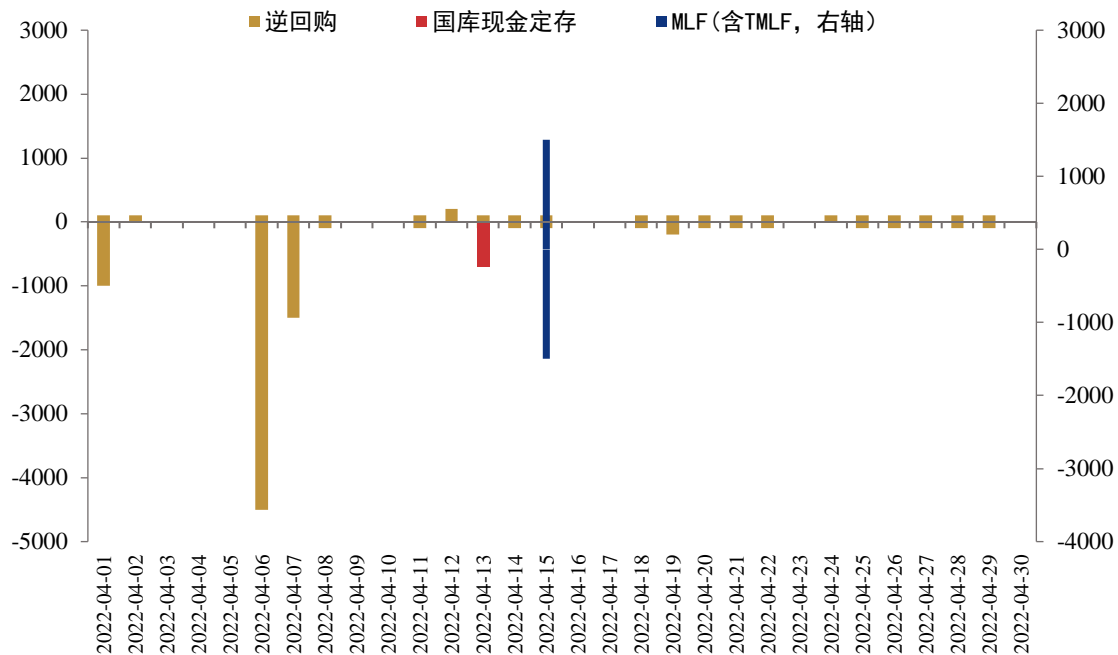


图 1：2022 年 4 月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

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
2022 年 3 月	9.7	31300	11.4	46531

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4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%。

4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3.06亿元，其中隔夜期0.51亿元，7天期2.55亿元。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2.5亿元。

此外，4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275亿元。期末抵押补充贷款余额为27088亿元。

（二）4月资金面稳中偏宽松，LPR连续3个月不变

4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天逆回购中标利率下方调整，并于月末小幅走高；银行间存款类机构以利率债为抵押的7天回购利率（DR007）整体走势与R007相近，并持续低于央行7天逆回购中标利率。具体来看，R007自4月8日降至2.1%下方，之后多在1.7%-2.0%的区间内调整；R007于4月22日降至1.7185%的月内低点，并于最后几个交易日波动回升，月末回升至2.0304%。DR007整体走势与R007相似，持续在2.1%以下运行；4月1日，DR007较上一个交易日下跌28.42BP至1.9607%，随后波动下降，于4月22日触及月内最低水平1.5401%，并于月底回升至2.0053%。R007-DR007价差也于4月末收窄，4月29日，二者价差达到2.51BP，为月内最低水平。4月，DR007的月内均值为1.8190%，与央行7天逆回购中标利率相差28.10BP。

以上针对关键货币资金价格的观察反映了4月资金面总体稳中偏宽松，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。

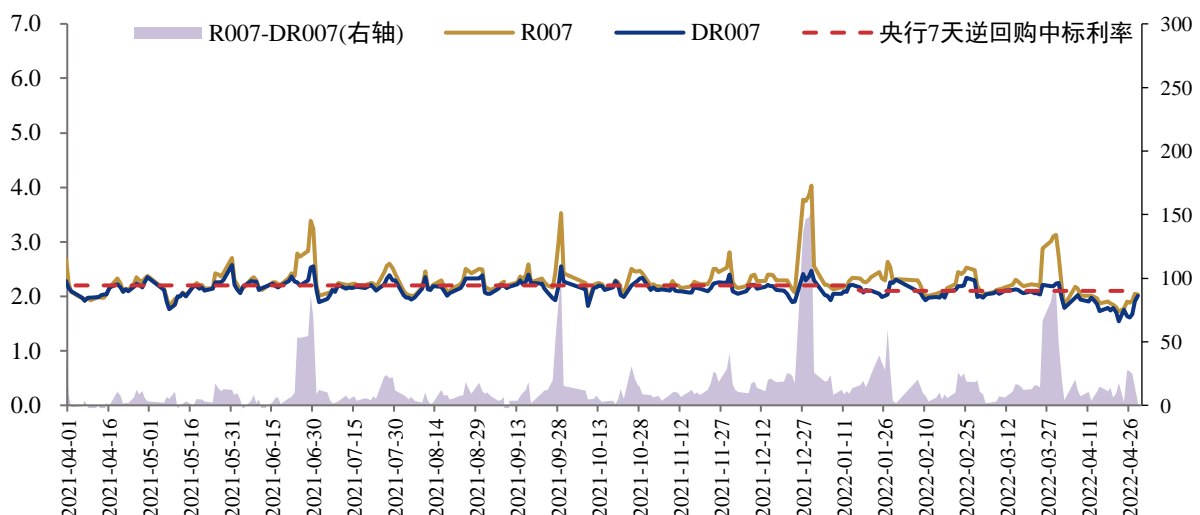


图2：R007、DR007利率及利差（单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷市场方面，4月20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%，已连续第3个月保持不变。4月，央行未调整政策利率，降准25BP未能触发LPR报价下降。随着利率锚中期借贷便利（MLF）持稳，LPR也与上月持平。

4月，不同期限Shibor利率波动下降（见图3）。截至4月29日，3个月期、6个月期和1年期Shibor利率分别较上月末下降15.6BP、12.8BP和13.2BP。

4月同业存单到期收益率呈现下降趋势（见图4）。其中，AAA级1年期和AA级1年期同业存单收益率与3月末相比分别下降19.4BP和22.4BP。

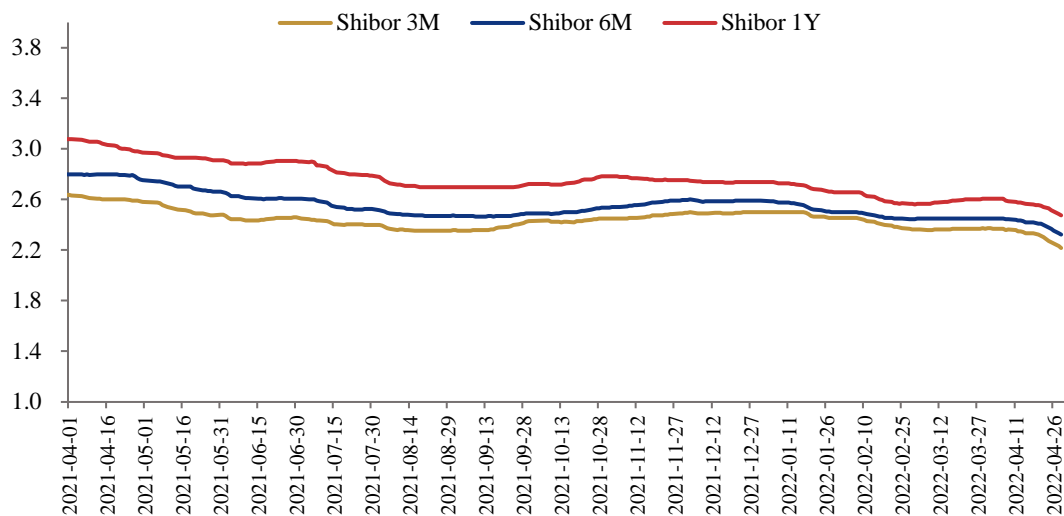


图3：Shibor利率走势（单位：%）

数据来源：Wind资讯，远东资信整理

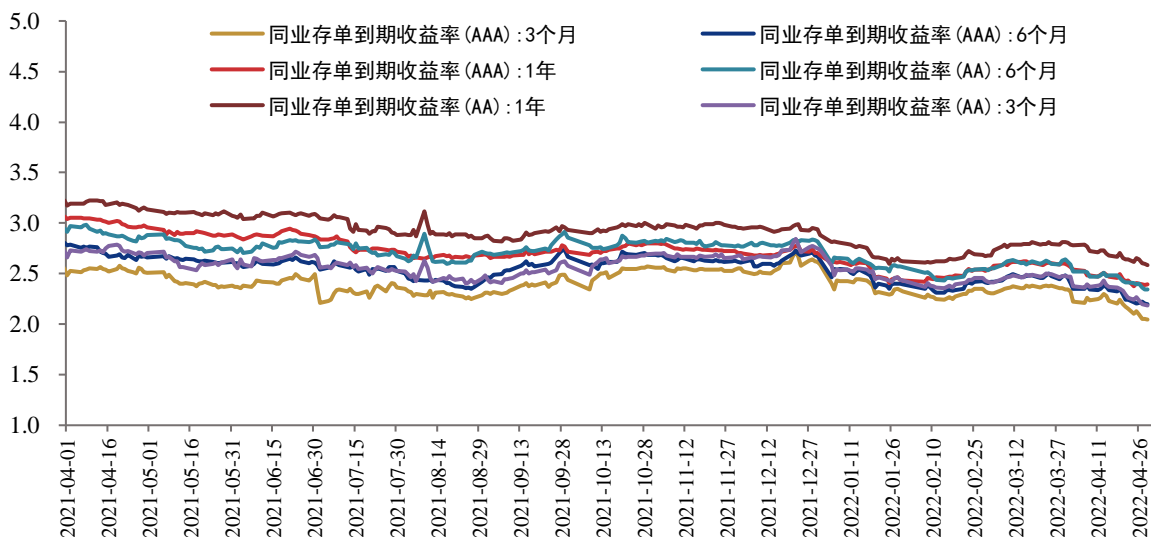


图4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

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，4月份发行量为18019.1亿元，环比下降4999.5亿元；净融资额为-697.1亿元，环比减少2003.5亿元。未来3个月（5月-7月），每月分别有19302.2亿元、15326.9亿元和15940.2亿元到期（见图5）。

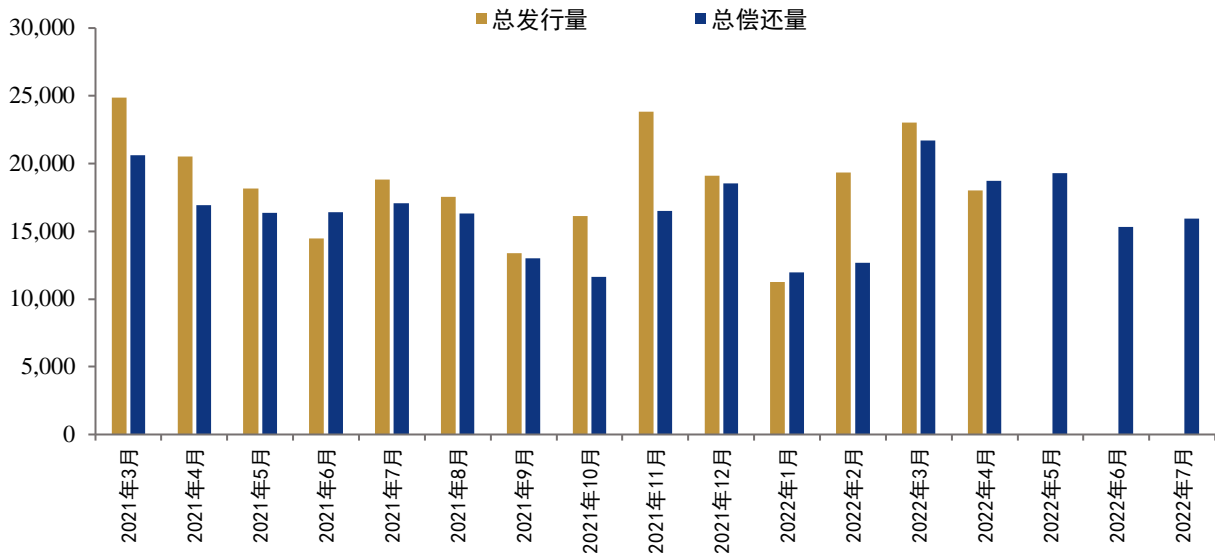


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2022年4月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）货币政策主动发力，为实体经济提供更有力的支持

4月6日，国务院常务会议指出，要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。

4月13日，国务院常务会议决定，针对当前形势变化，鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率，适时运用降准等货币政策工具，推动银行增强信贷投放能力，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的支持力度，向实体经济合理让利，降低企业综合融资成本。

4月15日，央行决定于4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

同日，人民银行召开会议，传达国务院专题会议精神，研究部署统筹疫情防控和经济发展，加大对物流畅通和产业链供应链稳定的金融支持。人民银行将运用再贷款、再贴现等多种货币政策工具，支持和引导金融机构加大金融支持力度，对运输物流企业和货运司机开辟“绿色通道”，合理给予贷款展期和续贷安排，增加民航运输信贷投放，建立信贷、债券融资对接机制，发挥应收账款服务平台作用，支持产业链供应链稳定循环。

4月18日，央行与外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的23条政策举措。《通知》指出要发挥货币政策总量和结构双重功能，加大对受疫情影响行业、企业、人群等金融支持；要抓好抓实

金融支持实体经济政策落地：发挥好民航应急贷款作用，加快科技创新再贷款落地，建立信贷、债券融资对接机制，支持货运物流畅通和产业链供应链稳定循环；将优质企业贸易外汇收支便利化政策推广至全国，开展更高水平人民币结算便利化和企业外债便利化额度试点。

4月19日，人民银行、银保监会联合召开金融支持实体经济座谈会，抓好近期各项金融政策的落地工作，加大疫情防控和经济社会发展金融支持，保障物流畅通和促进产业链供应链循环。会议指出，要用好用足各项金融政策，主动靠前服务实体经济；金融机构要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策落实好差异化住房信贷政策，更好满足购房者合理住房需求。

4月25日，央行决定自2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，由现行的9%下调至8%。外汇存款准备金率首次下调，主要是为提高市场外汇流动性，以在美联储货币政策持续收紧背景下对冲人民币汇率贬值压力。

4月28日，央行宣布设立科技创新再贷款，额度为2000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期两次。央行通过科技创新再贷款向金融机构提供低成本资金，引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向科技企业发放贷款，撬动社会资金促进科技创新。

4月29日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作。会议要求，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间；要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。

整体来看，面对近期疫情形势严峻，经济下行压力加大，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。5月，央行降准降息的可能性相对较小，美联储已于5月加息50bp，人民币面临持续的贬值压力，且当前政策利率与企业贷款利率已处于历史地位，金融机构存款准备金率也已处于较低水平，未来继续降准降息政策空间有限，预计接下来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下降，提前批专项债即将发行完毕

1. 国债与政策性银行债净融资环比下降，10年期发行利率有所下降

2022年4月，国债和政策性银行债的合计发行量环比有所下降，共发行12149.0亿元；4月共实现净融资-589.87亿元，较上月减少4749.27亿元（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行7659.6亿元和4489.4亿元，净融资额分别为1935.93亿元和-2525.8亿元。

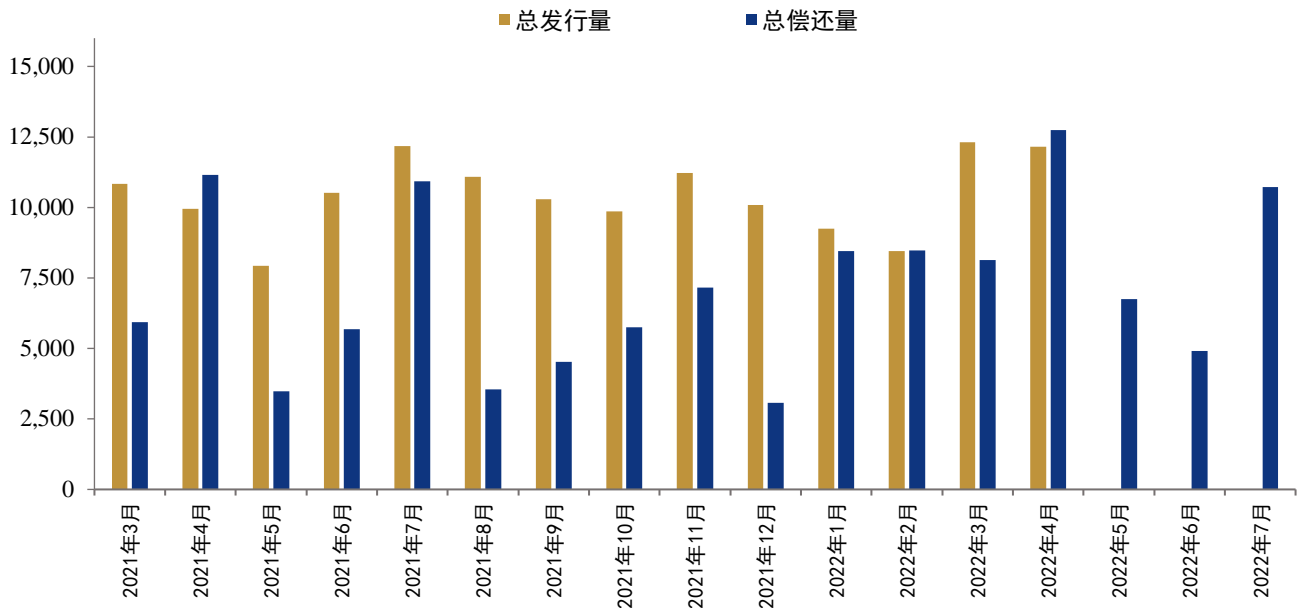


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2022年4月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，4月，2年期与10年期国债发行利率环比小幅下降，5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均有所下降。国债方面，2年期与10年期国债加权平均发行利率环比降幅较小，分别为3.4BP和0.54BP；5年期国债加权平均发行利率上升幅度较小，为3.14BP。政策性银行债方面，2年期、5年期、10年期政策性银行债加权平均发行利率分别环比下降13.18BP、8.13BP和6.22BP。从发行利差来看，4月份，10年期国债与政策性银行债发行利差较上月小幅下降5.68BP至21.38BP（见图7）。

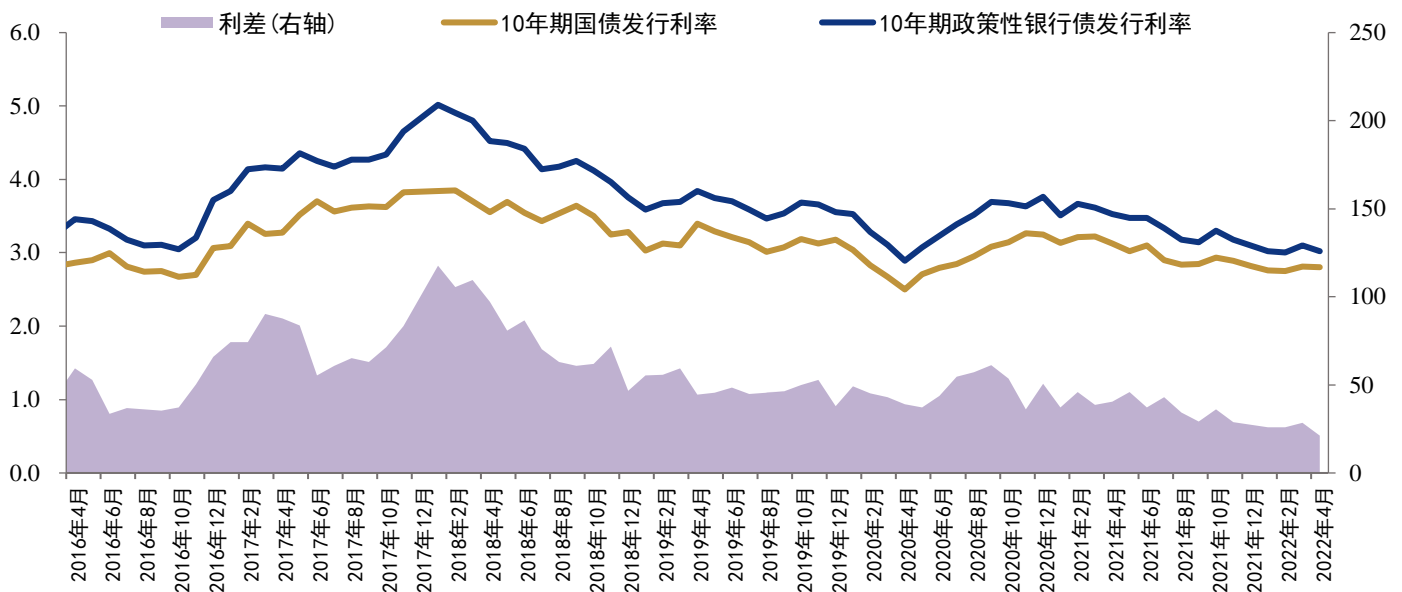


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2022年4月30日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 地方债发行环比下降，提前批专项债即将发行完毕

4月，全国地方债共发行2842.06亿元，较上月减少3344.60亿元；实现净融资1474.89亿元，较上月减少3556.93亿元（见图8）。新发行债券中有1207.95亿元为今年新增额度债券，占当月新发行地方债券的比重为42.50%。4月，地方债的平均发行期限为11.18年，10年期地方债平均发行利率为2.9826%，环比上升3.12BP。4月，地方债发行额最大的省份为河南省，发行规模为544.22亿元；北京市的地方债发行额也超过500亿元。

从专项债新增发行来看，4月新增专项债发行额为1038.29亿元，占当月新增额度债券的比重约为86.0%，较上月新增专项债发行规模下降3167.13亿元（见图9）。截至4月末，今年新增专项债发行规模达到14018.9亿元，占提前下达新增专项债限额的96.02%，占全年新增专项债限额的38.41%。提前下达的新增专项债限额还剩581.1亿元，预计5月即可发行完毕。

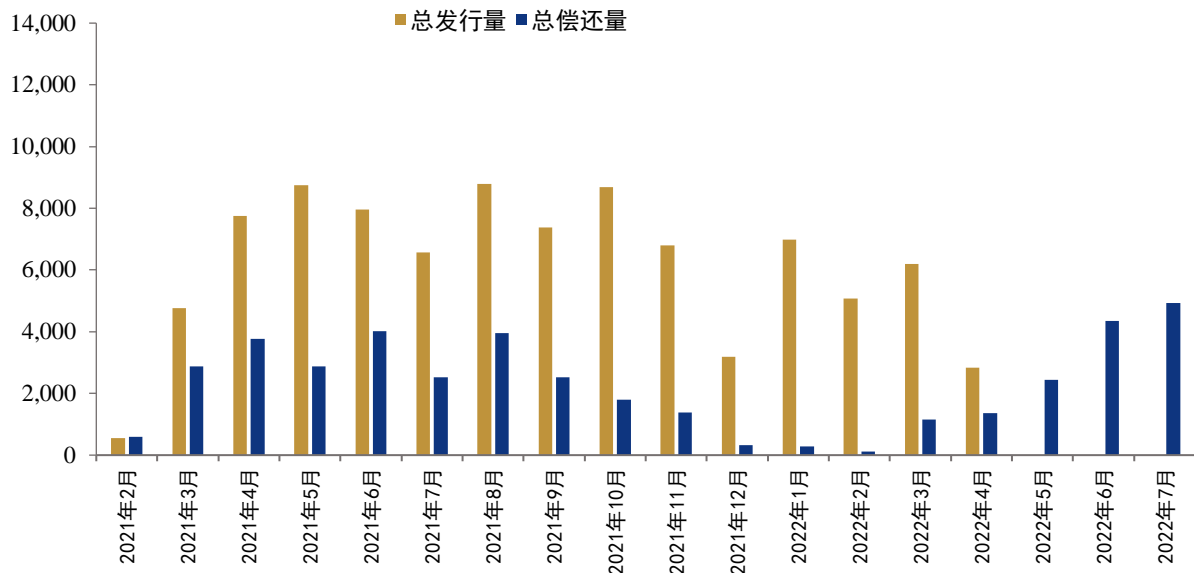


图8：地方债的发行与到期（数据截至2022年4月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

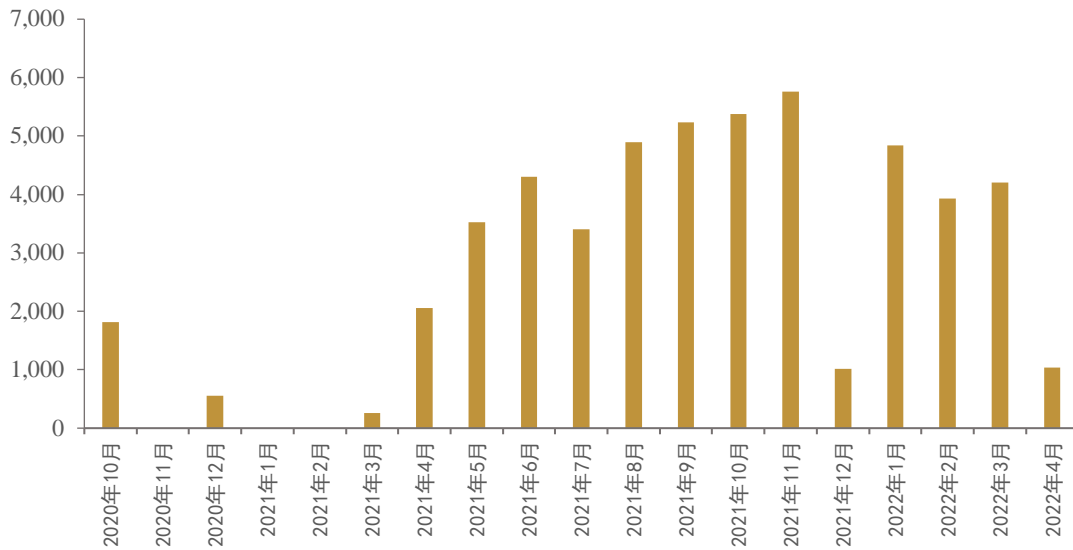


图9：专项债新增发行情况（2020年10月至2022年4月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 财政政策靠前发力，加快政府债券发行使用

财政政策方面，4月6日，国务院常务会议提出要针对突出困难加大纾困和就业兜底等保障力度，决定对特困行业实行阶段性缓缴养老保险费政策 加大失业保险支持稳岗和培训力度。

4月12日，国务院政策例行吹风会上，财政部副部长许宏才介绍加快政府债券发行使用有关情况：用于项目建设的专项债券额度已全部下达，各地正抓紧将新下达限额尽快分解至市县；去年提前下达的新增专项债券额度预计将于5月底发行完毕；今年下达的新增专项债券额度将确保于9月底前完成发行工作。

4月13日，国务院常务会议决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展，措施包括对加工贸易企业在国家实行出口产品征退税率一致政策后应退未退的税额允许转入进项税额抵扣增值税，加快退税进度以及持续优化外贸营商环境。

4月19日，中央全面深化改革委员会第二十五次会议审议通过了《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》。会议强调，要坚持党中央集中统一领导，在中央和地方分税制的原则框架内，遵循健全政府间财政关系的基本原则，清晰界定省以下财政事权和支出责任，理顺省以下政府间收入关系，完善省以下转移支付制度，建立健全省以下财政体制调整机制，规范省以下财政管理。

4月26日，中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设，其中，要适应基础设施建设融资需求，拓宽长期资金筹措渠道，加大财政投入，更好集中保障国家重大基础设施建设的资金需求。

此外，组合式税费支持政策正在各地落实，今年以来，截至4月20日，我国实施的新的组合式税费支持政策（包括留抵退税、新增减税降费以及新增减费降费）累计已为企业减轻税费负担和增加现金流1万亿元以上。

整体来看，财政政策坚持靠前发力，加快财政资金支出、专项债券发行使用、中央基建投资预算下达，确保有利于激活力、增动力的政策早出台、早落地、早见效。

(二) 利率债到期收益率相对稳定，中美国债收益率连续多日倒挂

1. 利率债到期收益率稳中有升，4月末10年期国债收益率为2.84%

(1) 国债与国开债成交活跃度双降，国债收益率波动走高

2022年4月，国债与国开债成交活跃度双降。4月国债共成交36937.6亿元，成交额较上月下降6613.48亿元，其中：活跃券“21付息国债09”4月29日到期收益率为2.8214%，与3月末相比上升0.62BP；政策性银行债成交72994亿元，成交额较上月减少9024.02亿元，其中，活跃券“21国开15”4月29日到期收益率为3.0927%，较3月末上升0.18BP。

4月份，10年期国债收益率波动走高，而10年期国开债收益率于月内窄幅振荡，当月末收益率与上月末基本持平（见图10）。4月末中债10年期国债收益率为2.8386%，和上月末相比上行5.08BP；4月末10年期国开债到期收益率为3.0325%，与上月末基本持平。

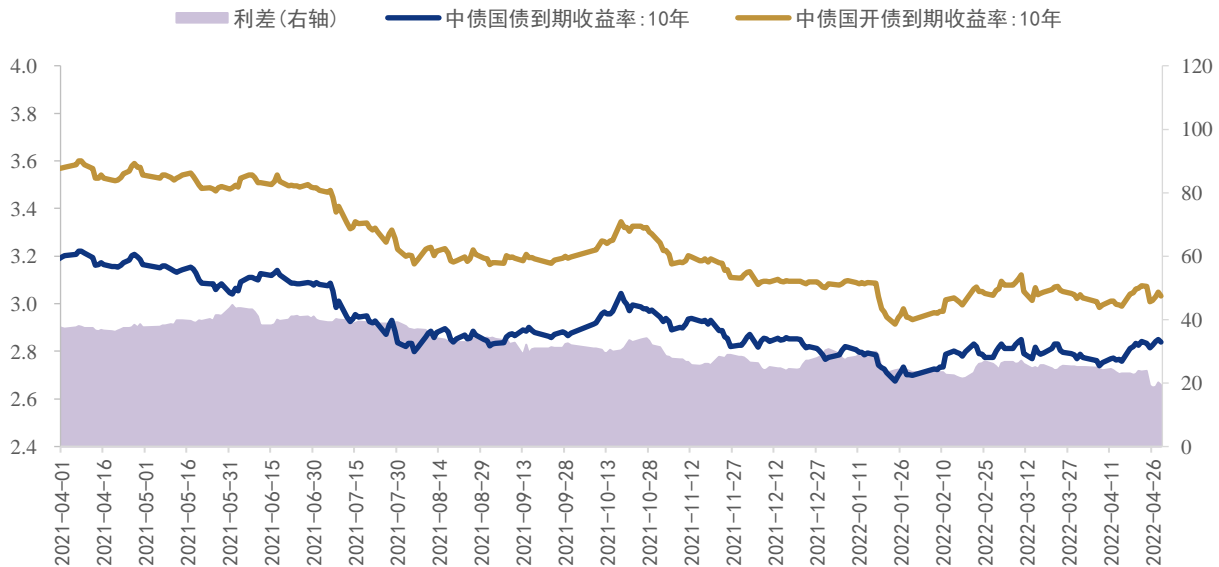


图10：10年期国债与国开债利率走势及两者利差（单位：%；BP）

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），4月以来，本土疫情呈现出点多、面广、频发的特点，金融中心上海疫情形势依旧严峻。4月初上海新增感染病例数连续多日创新高；11日上海实施分区分级差异化防控，依据风险程度进行阶梯式管理；13日上海单日新增感染病例数达到峰值，随后呈波动下降趋势。疫情持续蔓延、防疫政策收紧导致经济增长预期进一步转弱，上半月10年期国债收益率维持在2.7%左右。

但上半月两次国务院常务会议持续释放货币政策进一步宽松的信号：4月6日的国常会部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展；4月13日的国常会确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。4月15日，央行宣布降准25BP，释放长期资金约5300亿元。降准宣布后，10年期国债收益率渐趋上行。

4月18日，为应对疫情下物流中断、产业链供应链受阻等问题，全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议召开，要求努力实现“民生要托底、货运要畅通、产业要循环”。当日，多个相关部门推出配套措施，工

信部抓实落细重点产业链供应链“白名单”制度；交通运输部要求，优化货车通行管控政策，加快推广使用统一互认的通行证，着力减轻物流企业和人员负担；人民银行与外汇局出台 23 条举措，全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务。一系列政策组合拳提振了市场信心，带动 10 年期国债收益率重回 2.8% 上方。

4 月下旬，上海推动重点企业复工复产，以打通重要生产物资的运转通道，保障产业链稳定；同时，中央财经委员第十一次会议强调全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系。企业生产经营活动恢复与基建政策带动下，10 年期国债收益率月末升至 2.8386%。

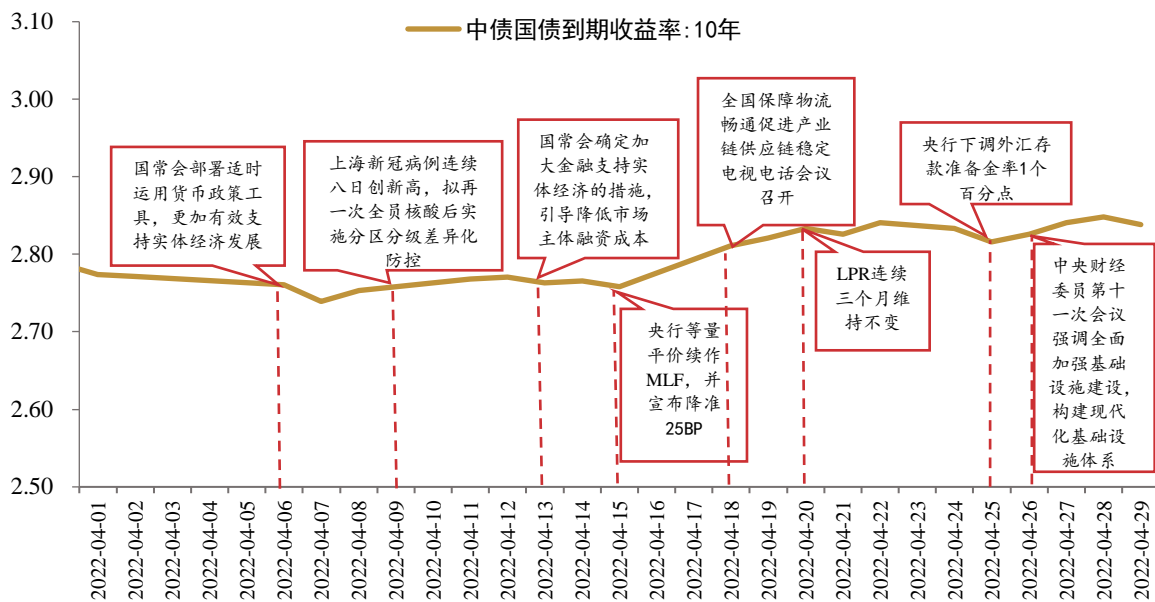


图 11：10 年期国债利率走势及相关影响因素（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

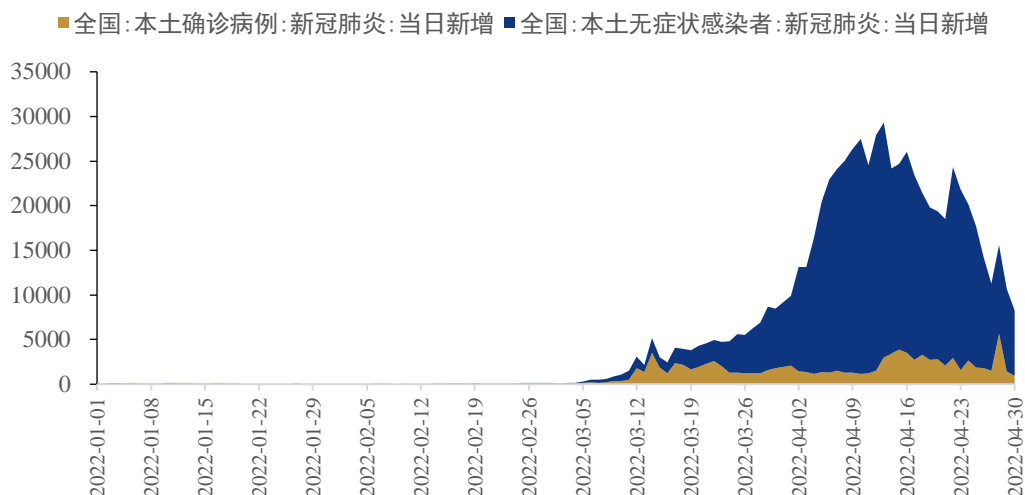


图 12：全国新冠肺炎当日新增病例数（2022 年 1 月 1 日至 4 月 30 日，单位：例）

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3月末相比，2022年4月末除1年期以外的各期限国债收益率均小幅上升。具体来看，2年期、3年期、5年期、7年期与10年期国债收益率分别上升了3.79BP、1.64BP、4.03BP、3.25BP和5.08BP，1年期国债收益率较上月末下降9.79BP。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3月末相比，2022年4月末5Y-2Y国债期限利差基本与上月持平，为26.65BP；10Y-5Y国债期限利差则从21.45BP小幅走阔至22.5BP（见图13）。

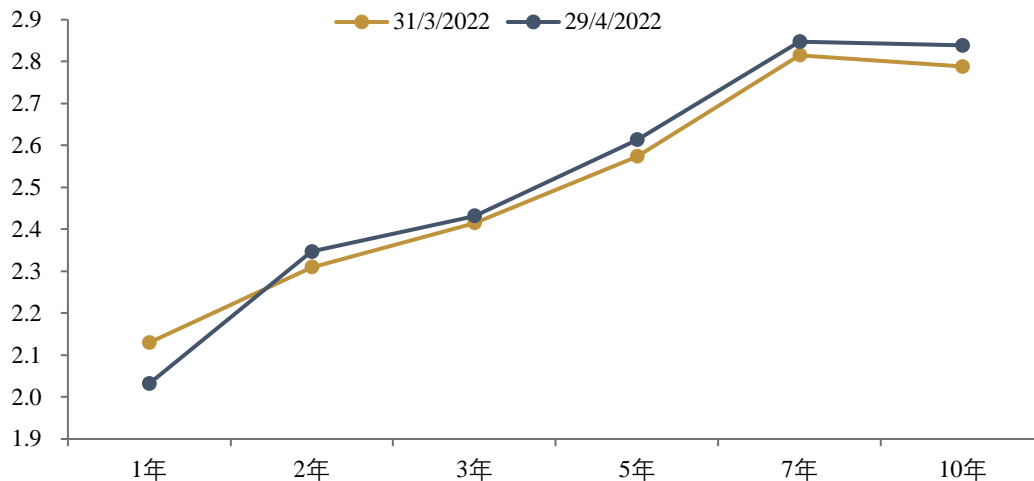


图13: 2022年4月末各期限中债国债到期收益率及其与2022年3月末比较 (单位: %)

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，4月末1年期、2年期与3年期国开债收益率与上月末相比均有所下降，5年期、7年期、10年期国开债收益率基本与上月末持平。具体来看，4月末1年期、2年期、3年期国开债收益率下降幅度不一，分别为15.51BP、6.95BP和2.54BP。其中，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，4月末5Y-2Y国开债期限利差由26.69BP走阔至33.75BP；10Y-5Y国开债期限利差为23.27BP，与上月末基本持平（见图14）。

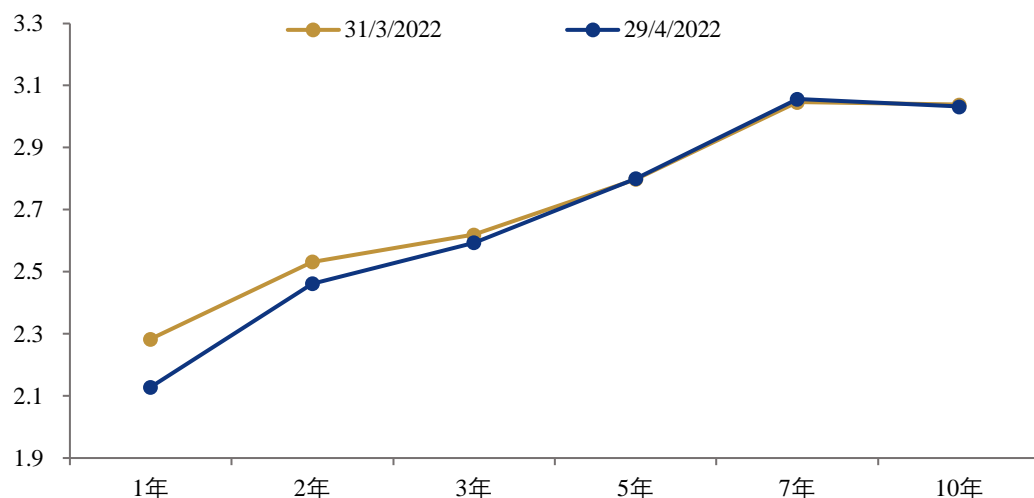


图14: 2022年4月末各期限中债国开债到期收益率及其与2022年3月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 地方政府债到期收益率呈下降趋势

4月份，主要中长期限地方政府债到期收益率呈小幅下降趋势，4月末10年期AAA级地方政府债到期收益率较上月末下降2.63BP（见图15）。

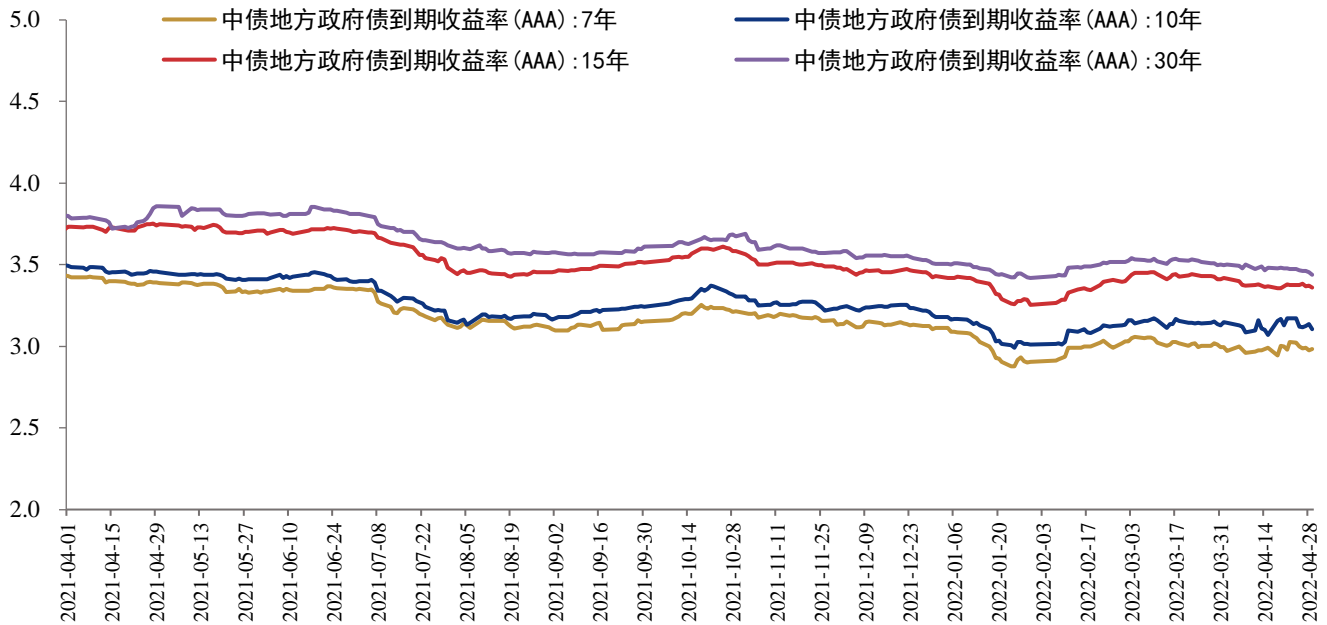


图15: 7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 中美国债收益率连续多日倒挂, 人民币兑美元汇率承压

从国际角度来看, 4月海外主要经济体国债收益率延续上行走势, 中外利差进一步收窄(见图16)。具体来看, 美联储3月会议纪要显示美联储拟于5月起每月缩表950亿美元; 同时美联储主席鲍威尔于4月底表示, 5月会议会讨论加息50BP; 最终在5月的FOMC议息会议上, 美联储决定加息50BP并于6月开始启动缩表。美联储的鹰派表态带动美国国债收益率迅速上行, 月内中美10年期国债收益率连续多日倒挂, 月末10年期美债收益率升至2.85%, 中美利差收窄至-0.89BP。同样地, 英格兰银行进一步加息的预期令10年期英国国债收益率于月内上涨21.96BP, 中英利差收窄16.63BP至95.19BP。4月欧洲央行议息会议决定维持三大关键利率不变, 预计在今年第三季度结束购债后, 渐进调整关键利率, 加息预期令10年期德国国债收益率于月内走高18BP, 中德利差收窄12.67BP。4月日本央行会议宣布维持利率不变, 并宣布无限量购债以减轻收益率上行压力, 月内10年期日本国债收益率涨幅基本为0, 中日利差变化相对较小。

在美债收益率大涨、中美利差倒挂的同时, 4月人民币兑美元汇率承压(见图17)。4月29日, 美元兑人民币即期汇率为6.5866, 人民币较月初贬值近3.45%。预计美联储在通胀压力下将进一步加速收紧货币政策, 中美10年期国债收益率或继续倒挂, 同时人民币兑美元汇率或继续承压。

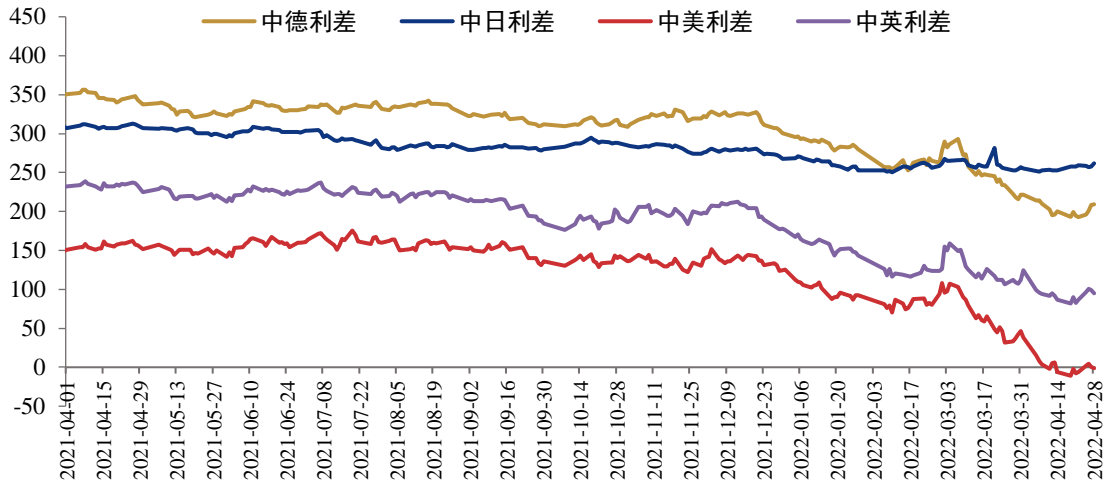


图 16: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理



图 17: 人民币兑美元即期汇率 (2021 年 1 月 1 日至 2022 年 4 月 30 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, 4 月, 央行维持 MLF 与逆回购中标利率与上月持平, 等量平价续作 MLF, 公开市场操作和 MLF 共实现净回笼流动性 7100 亿元。关键货币资金价格多在央行 7 天逆回购中标利率下方调整, 并于月底小幅走高; 1 年期与 5 年期以上 LPR 连续 3 个月持平; Shibor 利率波动下降, 同业存单到期收益率呈下降趋势。整体来看, 4 月资金面总体稳中偏宽松; 央行维持政策利率不变, 并决定于 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点,

释放长期资金约 5300 亿元；5 月，央行降准降息的可能性相对较小，美联储未来潜在的连续加息对中国货币政策形成掣肘，同时未来继续降准降息政策空间有限，预计接下来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，4 月国债和政策性银行债净融资共实现-589.87 亿元，环比大幅下降；10 年期国债和政策性银行债发行利率环比小幅下降。4 月地方债月内共发行 2842.06 亿元，并实现净融资 1474.89 亿元，环比有所下降；新增专项债发行 1038.29 亿元，累计已完成提前批额度的 96.02%，提前下达的新增专项债限额还剩 581.1 亿元，预计 5 月即可发行完毕。整体来看，财政政策坚持靠前发力，加快财政资金支出、专项债券发行使用、中央基建投资预算下达，确保有利于激活力、增动力的政策早出台、早落地、早见效。

从利率债二级市场来看，4 月份国债与国开债成交活跃度双降；10 年期国债收益率波动走高，而 10 年期国开债收益率于月内窄幅振荡，当月末收益率与上月末基本持平；主要中长期地方政府债到期收益率呈小幅下降趋势；中外国债利差进一步收窄，4 月中美 10 年期国债收益率连续多日倒挂。预计美联储在通胀压力下将进一步加速收紧货币政策，中美 10 年期国债收益率或继续倒挂，同时人民币兑美元或继续承压。

综合来看，4 月利率债收益率稳中有升，月末 10 年期国债收益率升至 2.84%，预计未来一段时间全面降准降息政策难以落地，结构性货币政策与积极的财政政策将带动 10 年期国债收益率在 2.8%-2.9% 的区间内波动。当前，全国单日新增感染病例数（包括新增确诊病例与新增无症状感染者）已大幅回落，产业链供应链在政策组合拳的作用下逐步得到修复。上海虽受本轮疫情冲击严重，但当前企业复工面不断扩大，重点产业链实现有序复工。4 月制造业 PMI 在疫情扩散、供需两弱的压力下降至 47.4%，工业经济或已触底；而 4 月下旬以来政策持续发力，中共中央政治局会议传达宏观政策总基调，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”；预计 5 月随着疫情形势逐步好转，在财政政策与货币政策的协调配合下，制造业经济将触底反弹。但在经济修复的过程中存在诸多问题：4 月核心 CPI 下降反映出需求不足，而 PPI 涨幅虽有所回落，但输入性通胀压力犹存；4 月疫情冲击产业链供应链导致出口增速大幅滑坡，同时海外经济滞胀风险上升，外部需求出现下降趋势；此外，美联储持续加息预期带动美元走强，人民币汇率承压，资本外流风险上升。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、美联储货币政策、人民币汇率、国际油价等重要变量。

【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

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。