

作者：冯祖涵 陈浩川 简奖平

邮箱：research@fecr.com.cn

## 5年期以上LPR下调，十年期国债收益率下行

——2022年5月利率债市场运行报告

### 摘要

货币市场与货币政策方面，5月，央行维持MLF与逆回购中标利率与上月持平，等量续作MLF，公开市场操作和MLF共实现净回笼流动性100亿元。关键货币资金价格持续在央行7天逆回购中标利率下方调整，并于月底小幅走高；1年期LPR维持前值不变，5年期以上LPR下调15BP；Shibor利率与同业存单到期收益率均呈下降趋势。整体来看，5月资金面总体偏宽松；央行继续等量平价续作MLF，下调房贷利率下限与5年期以上LPR，并将支持煤炭清洁高效利用专项再贷款与普惠小微贷款支持工具的额度进一步扩容；预计短期内央行降准降息的可能性相对较小，未来信贷投放工作或成为重点。

利率债市场方面，从一级市场来看，5月国债和政策性银行债净融资共实现3228.85亿元，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下降。5月地方债月内共发行12076.71亿元，并实现净融资9638.58亿元，环比大幅增加；新增专项债发行6319.62亿元，累计已完成全年新增专项债限额的55.72%。整体来看，财政政策着力稳就业稳主体，新的组合式税费支持政策有助于加大纾困力度，提振市场信心；地方政府专项债发行再提速，支持范围再扩大，将为基建投资形成有力支撑。

从利率债二级市场来看，5月国债成交活跃度有所上升，国开债成交活跃度续降；10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动下降；主要中长期地方政府债到期收益率呈小幅下降趋势；海外主要经济体国债收益率走势不一，月内中美10年期国债收益率仍连续多日倒挂；5月随着美国10年期国债收益率回落，美元渐趋走弱，人民币兑美元汇率压力有所减轻。但近期美国通胀数据披露，市场对美联储的鹰派加息预期急剧上升，6月中美10年期国债收益率或将继续倒挂，人民币币值稳定也面临挑战。

综合来看，5月利率债收益率呈下降趋势，月末10年期国债收益率降至2.74%，预计未来一段时间疫情影响减弱、经济加速修复将带动10年期国债收益率回升。疫情防控形势向好带动供需两端逐步修复，同时稳经济一揽子政策措施加速落地生效，经济回暖势头显现。但经济修复的过程中也存在诸多问题：地产行业虽有利率政策支持，但仍处于深度修复期，地产销售持续疲软；输入性通胀压力犹存，企业原材料采购成本压力较大；中小微持续面临较大的生产经营压力，失业率尤其是青年失业率上行，就业形势严峻。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、信贷投放、房地产市场、国际油价等重要变量。

### 相关研究报告：

1. 《2022年4月利率债市场运行报告》，2022.5.15
2. 《2022年3月利率债市场运行报告》，2022.4.15
3. 《2022年2月利率债市场运行报告》，2022.3.15
4. 《2020年1月利率债市场运行报告》，2022.2.15

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

## PBOC cut five-year LPR and the yield of 10-year government bonds fell

—May 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 100 billion yuan to hedge the expiration of the previous MLF (100 billion yuan). The PBOC's open market operations (excluding Central Bank Bills Swap or CBS) achieved a net withdrawal of 10 billion yuan. Key capital prices fluctuated below the 7-day repo rate and rose at the end of the month. One-year loan prime rate (LPR) kept stable and five-year LPR was cut by 15bps. 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 continued to make MLF at an equal amount and parity, eased loan rate guidance and cut five-year LPR. We expected that the possibility of cutting the reserve ratio and interest rate in the short term is relatively small and Efforts should be made to increase credit issuance.

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 322.885 billion yuan in May which is greatly larger than the previous month's level. The issuance rates of newly issued central government bonds and policy bank bonds decreased slightly on a month-on-month basis. The amount of local government bond issuances was 1207.671 billion yuan and the net financing was 963.858 billion yuan, which increased significantly compared to last month. In May, newly issued special bonds were 631.962 billion yuan. Until now, 55.72% of the newly issued special bonds limit for the year has been completed. On the whole, the fiscal policy focuses on stabilizing market and economy. The new combined tax and fee support policy will help increase the support efforts and boost market confidence. The issuance of local government special bonds will be accelerated again and the scope of support will be expanded, which will boost infrastructure construction.

In the secondary market of Chinese government bonds, the trading activity of treasury bonds increased in May and the trading activity of policy bank bonds continuously decreased. Both the yield of 10-year treasury bonds and the yield of 10-year policy bank bonds saw a decrease. The yields of local government bonds also showed a slight downward trend. The yields of treasury bonds of major economies showed different trends, and the 10-year Treasury bond yields of China and the US remained inverted for several consecutive days during the month. As the US 10-year treasury bond yield fell, the US dollar gradually weakened, and the pressure on the exchange rate of the RMB against the US dollar eased. However, recently published U.S. inflation data made the market expectation for the Fed's policy tightening rise sharply. The 10-year Treasury bond yields of China and the US may continue to invert in June, and the stability of the RMB is also facing challenges.

On the whole, interest rate bond yields showed a downward trend in May, and the 10-year Treasury bond yield dropped to 2.74% at the end of the month. The improvement of the epidemic prevention and control situation has led to the gradual restoration of both production and demand ends. At the same time, the implementation of a package of policies and measures to stabilize the economy has accelerated, and the momentum of economic recovery has emerged. However, there are also some problems in the process of economic recovery. Although the real estate industry is supported by interest rate policies, it is still in a period of deep recovery, and real estate sales continue to be weak. Imported inflationary pressures still exist, and enterprises are under great pressure on raw material procurement costs. Small, medium and micro enterprises continue to face large operation pressure and the unemployment rate (especially youth unemployment rate) is rising. In the follow-up, we can pay close attention to important variables such as the epidemic situation, the conflict between Russia and Ukraine, credit issuance, the real estate market, and international oil prices.

## 目录

一、货币市场与货币政策.....	2
(一) 央行等量平价续作 MLF，调整房贷利率政策.....	2
(二) 5月资金面偏宽松，5年期以上 LPR 下调 15BP.....	3
(三) 货币政策：积极谋划增量政策措施，稳住经济大盘.....	6
二、利率债市场运行.....	7
(一) 一级市场与财政政策.....	7
(二) 二级市场.....	10
三、总结与展望.....	15

## 一、货币市场与货币政策

### (一) 央行等量平价续作 MLF，调整房贷利率政策

2022年5月（下称“5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100亿元。其中，逆回购投放量为2000亿元，逆回购到期2100亿元；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2022年5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
<b>2022年5月</b>	<b>-100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2000</b>	<b>-2100</b>	<b>1000</b>	<b>1000</b>

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，5月，央行每日开展逆回购操作100亿元，规模相对较小，当月实现逆回购净投放2000亿元。同时，逆回购到期规模也多为100亿元，当月实现逆回购净回笼2100亿元。最终，央行于月内实现逆回购净回笼100亿元。

央行于5月16日开展1000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限1年，对冲次日到期的1000亿元MLF。此次1年MLF操作的中标利率为2.85%，已连续四个月保持不变。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。

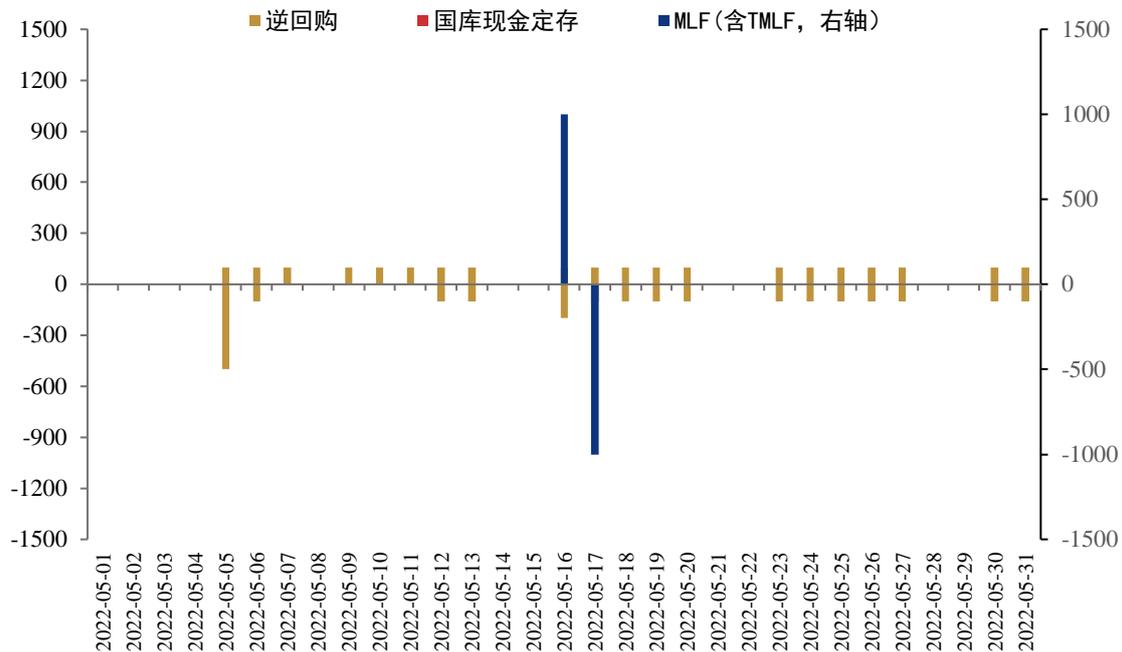


图 1: 2022年5月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼 (正值为投放, 负值为回笼, 单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

此外, 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5月30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%。

5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操作共2.38亿元, 其中隔夜期2.33亿元, 7天期0.05亿元。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1.8亿元。

此外, 5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885亿元。期末抵押补充贷款余额为26203亿元。

## (二) 5月资金面偏宽松, 5年期以上LPR下调15BP

5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)持续在央行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5月11日降至1.7%下方, 随后多在1.65%左右调整, 并于最后一周波动回升, 月末回升至1.8408%。DR007整体走势与R007相似, 持续在2.1%以下运行; 5月5日, DR007较上一个交易日下跌15.99BP至1.8454%, 随后波动下降, 于5月17日触及月内最低水平1.5257%, 并于月底回升至1.8406%。R007-DR007价差也于5月末收窄, 5月31日, 二者价差仅为0.02BP, 为月内最低水平。5月, DR007的月内均值为1.6290%, 与央行7天逆回购中标利率相差47.10BP。

以上针对关键货币资金价格的观察反映了5月资金面总体偏宽松, 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。

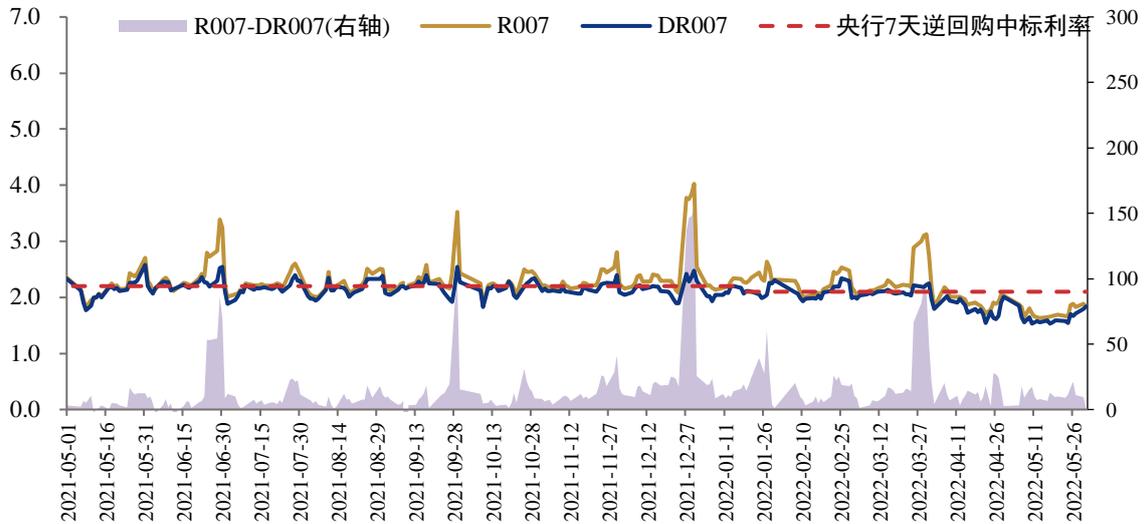


图 2: R007、DR007 利率及利差 (单位: %, BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

信贷市场方面, 5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%, 维持前值不变, 5年期以上LPR为4.45%, 较上月的4.6%下调15BP。近期, 疫情冲击下信贷需求不振, 市场利率明显下行; 同时, 贷款利率市场化调整机制的建立有助于稳定银行负债成本, 持续释放贷款市场报价利率改革效能, 推动降低企业综合融资成本。

5月, 不同期限Shibor利率继续下降(见图3)。截至5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21.9BP、19.5BP和15.6BP。

5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上月末相比分别下降9.51BP和10.51BP。

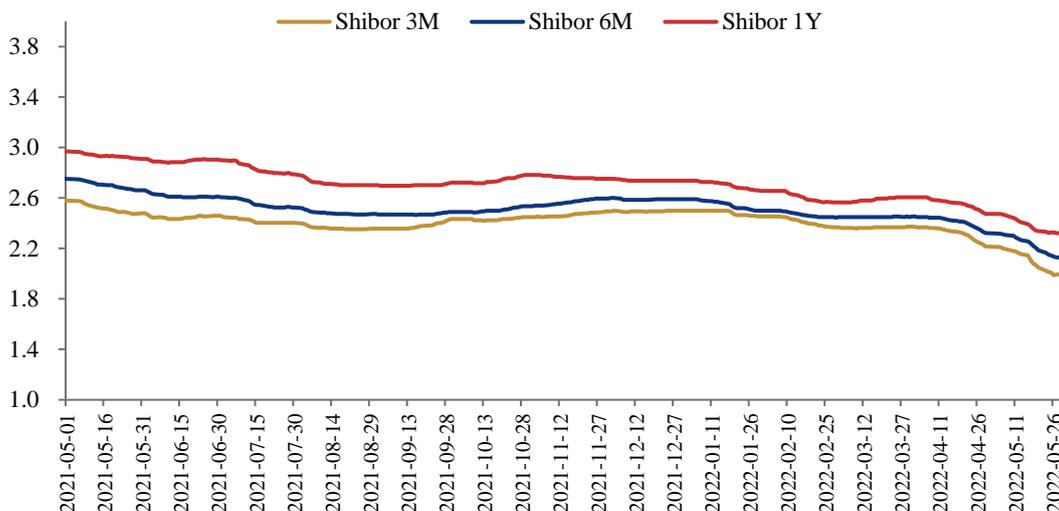


图 3: Shibor 利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

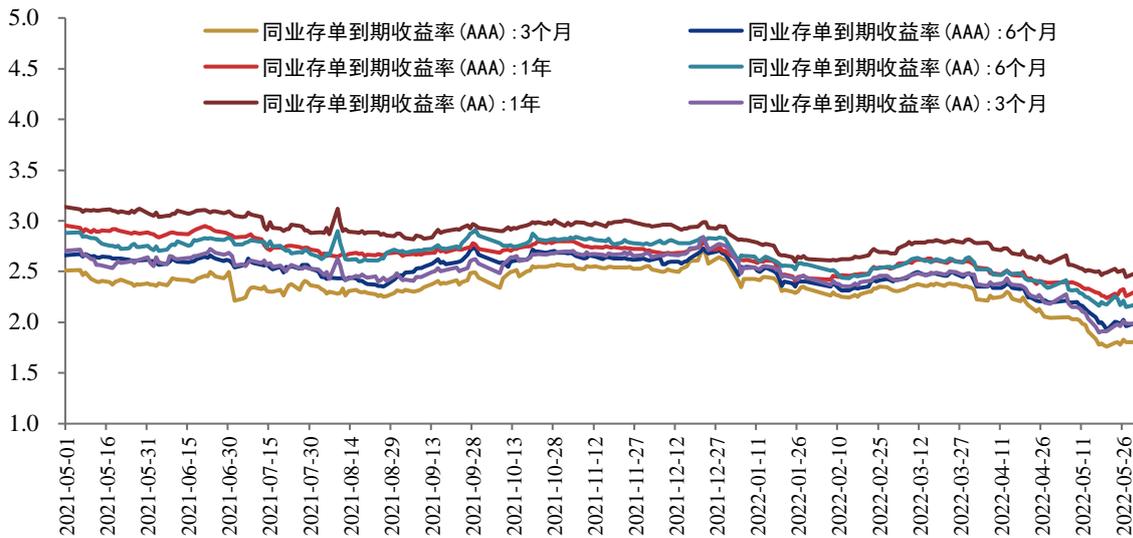


图4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

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，5月份发行量为17869.1亿元，环比下降150亿元；净融资额为-1433.10亿元，环比减少736亿元。未来3个月（6月-8月），每月分别有16725.2亿元、16051.1亿元和16647.9亿元到期（见图5）。

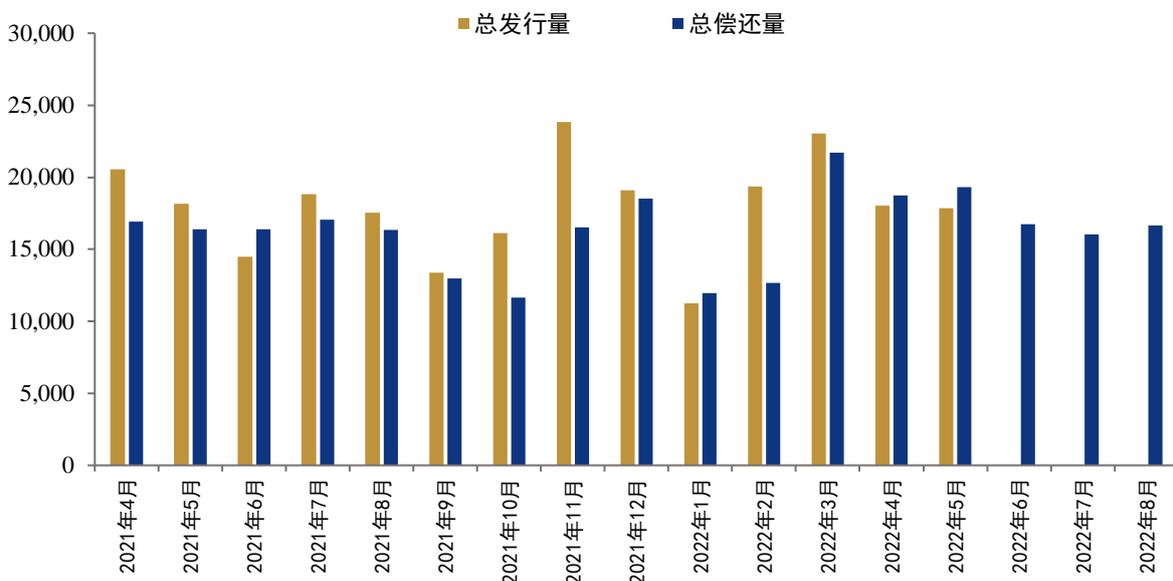


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2022年5月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷与社融方面，继4月有效融资需求下降、金融数据大幅滑坡后，5月金融数据在货币金融政策落实一揽子稳增长政策要求下实现超预期增长。5月新增人民币贷款1.89万亿元，同比多增3920亿元；5月社会融资规模增量为2.79万亿元，同比多增8399亿元。但从结构来看，居民和企业中长期信贷融资需求尚处于恢复阶段，居民中长期贷款增加1047亿元，同比少增3379亿元，企业中长期贷款增加5551亿元，同比少增977亿元。

**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)
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
2022年4月	10.5	6454	10.9	9102
<b>2022年5月</b>	<b>11.1</b>	<b>18900</b>	<b>11.0</b>	<b>27900</b>

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### (三) 货币政策: 积极谋划增量政策措施, 稳住经济大盘

5月4日, 人民银行增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度, 专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备, 以及煤电企业电煤保供。此次增加1000亿元额度后, 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款总额度达到3000亿元, 有助于进一步释放煤炭先进产能, 保障能源安全稳定供应, 支持经济运行在合理区间。

5月9日, 人民银行发布《2022年第一季度中国货币政策执行报告》, 释放关于货币政策的最新信号。报告透露, 2022年4月, 人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制, 自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率, 合理调整存款利率水平。银行可根据自身情况, 参考市场利率变化, 自主确定其存款利率的实际调整幅度。而对于存款利率市场化调整及时高效的金融机构, 人民银行给予适当激励。

5月15日, 人民银行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》, 明确对于贷款购买普通自住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点, 二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。房贷利率下限的下调有助于降低住房消费支出, 激发新的住房消费需求, 从而带动房地产市场复苏。

5月23日, 国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施。货币政策方面, 将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍; 对中小微企业和个体工商户贷款、货车车贷、暂时遇困个人房贷消费贷, 支持银行年内延期还本付息; 汽车央企发放的900亿元商用货车贷款, 要银企联动延期半年还本付息; 将商业汇票承兑期限由1年缩短至6个月。

同日, 人民银行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会, 分析研究信贷形势, 部署推进当前和下一阶段信贷工作。会议强调, 金融系统要用好用足各种政策工具, 从扩增量、稳存量两方面发力, 以适度的信贷增长支持经济高质量发展; 要聚焦重点区域、重点领域和重点行业, 围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等, 加大金融支持力度; 要落实政策要求, 保持房地产信贷平稳增长, 支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息; 要加快已授信贷款的放款进度; 要坚持市场化原则, 平衡好信贷适度增长和防范金融风险之间的关系, 提升金融支持实体经济的可持续性。

5月26日，人民银行印发《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》，从制约金融机构放贷的因素入手，按照市场化原则，进一步深化小微企业金融服务供给侧结构性改革，加快建立长效机制，着力提升金融机构服务小微企业的意愿、能力和可持续性，助力稳市场主体、稳就业创业、稳经济增长。

5月27日，人民银行、证监会、外汇局发布《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》，统筹同步推进银行间和交易所债券市场对外开放。

5月，央行继续平价续作MLF，但调降了房贷利率下限与5年期LPR，并将支持煤炭清洁高效利用专项再贷款与普惠小微贷款支持工具的额度进一步扩容。总体来看，央行在落实好已出台政策的同时，积极谋划和推出增量政策措施，短期内降准降息的可能性相对较小，未来信贷投放工作或成为重点。5月金融数据显现出中长期信贷需求有待进一步提振，央行或将引导金融机构全力以赴加大贷款投放力度，增强信贷总量增长的稳定性；同时，存款利率市场化调整机制的建立健全将有助于稳定银行负债成本，持续释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本。

## 二、利率债市场运行

### （一）一级市场与财政政策

#### 1. 国债与政策性银行债：净融资环比增加，10年期发行利率环比下降

2022年5月，国债和政策性银行债的合计发行量环比大幅增加，共发行9977.50亿元；5月共实现净融资3228.85亿元，较上月增加3818.72亿元（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行5616.2亿元和4361.3亿元，净融资额分别为2384.0亿元和844.85亿元。

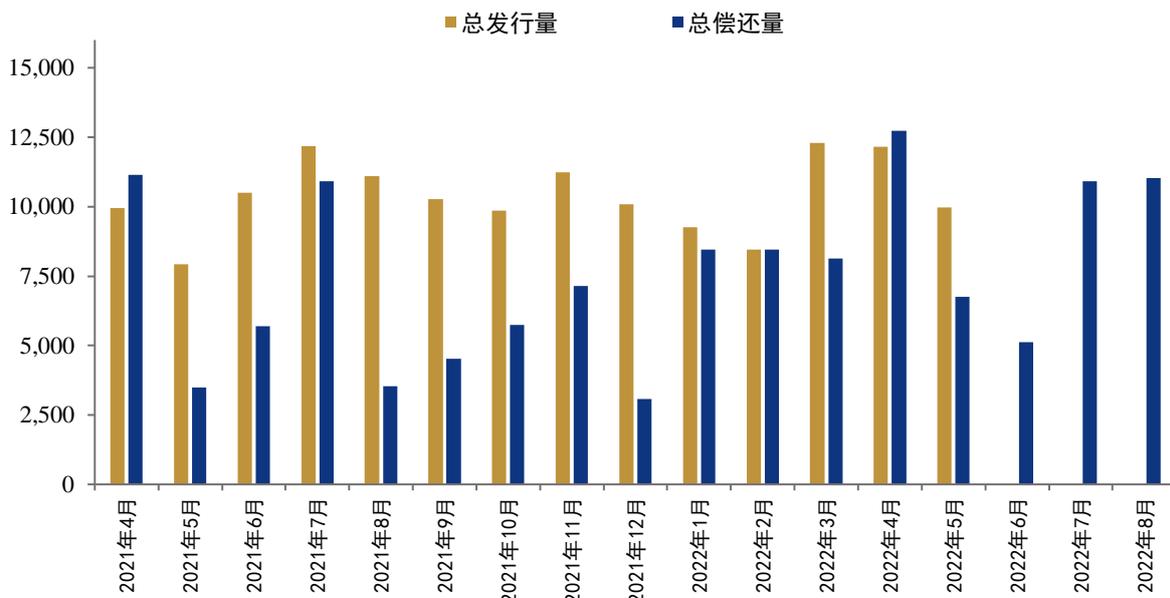


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2022年5月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，5月，2年期、5年期与10年期国债发行利率均环比下降；2年期、5年期、10年期政策利率债发行利率也都有所下降。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3.03BP和4.75BP；5年期国债加权平均发行利率下降幅度较大，为24.59BP。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12.46BP、0.79BP和2.98BP。从发行利差来看，5月份，10年期国债与政策性银行债发行利差较上月小幅上升1.77BP至23.15（见图7）。

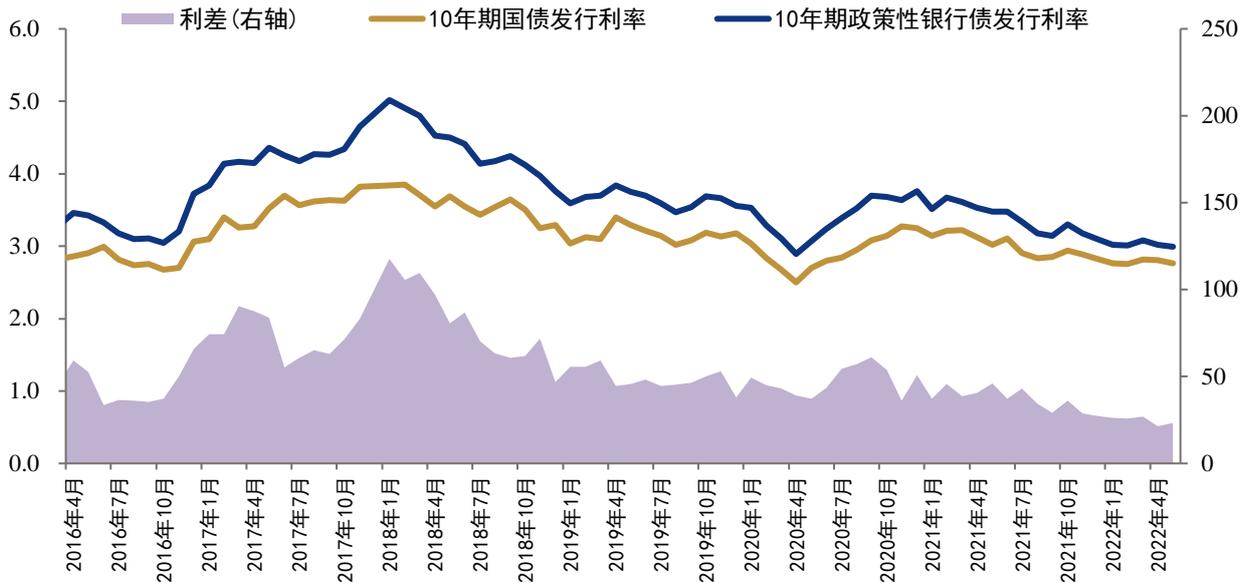


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2022年5月31日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 2. 地方债：发行大幅增加，6月新增专项债发行或将创新高

5月，全国地方债共发行12076.71亿元，较上月大幅增加9234.65亿元；实现净融资9638.58亿元，较上月增加8163.70亿元（见图8）。新发行债券中有7535.98亿元为今年新增额度债券，占当月新发行地方债券的比重为62.4%。5月，地方债的平均发行期限为12.98年，10年期地方债平均发行利率为2.9486%，环比下降3.4BP。5月，地方债发行额最大的省份为广东省，发行规模为1824.92亿元；河北省与山东省的地方债发行额也超过1000亿元。

从专项债新增发行来看，5月新增专项债发行额为6319.62亿元，占当月新增额度债券的比重约为83.86%，较上月新增专项债发行规模增加5281.33亿元（见图9）。截至5月末，今年新增专项债发行规模达到20338.52亿元，占全年新增专项债限额的55.72%。5月30日召开的全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议要求，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕；预计6月新增专项债发行规模将创历史新高。

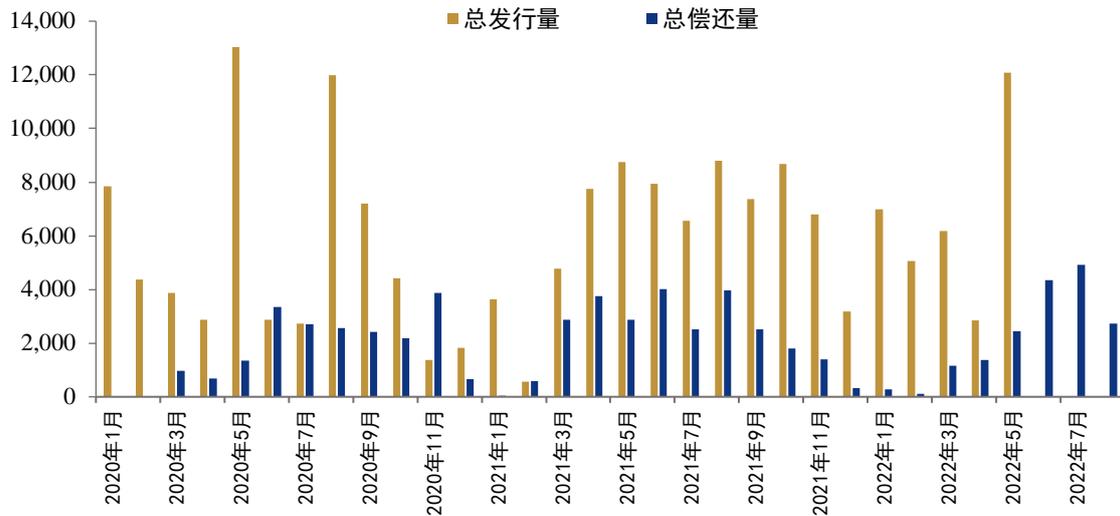


图8：地方债的发行与到期（数据截至2022年5月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

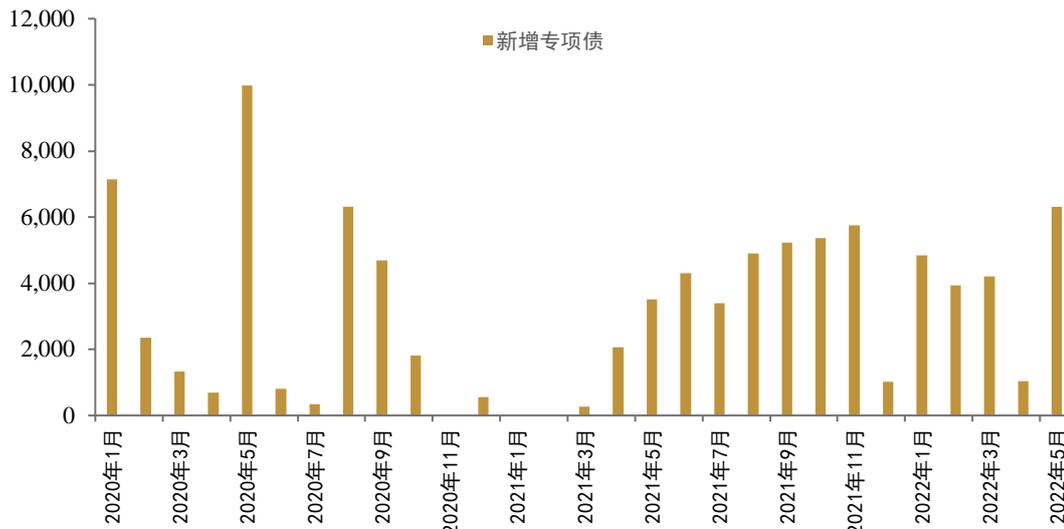


图9：新增专项债发行情况（数据截至2022年5月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 3. 财政政策：着力稳就业稳主体，加快财政支出进度

5月10日，国家发展改革委等四部门发布《关于做好2022年降成本重点工作的通知》，提出**实施新的组合式税费支持政策**，包括4个方面：延续并优化部分税费支持政策；对留抵税额提前实行大规模退税；加大企业创新税收激励；进一步清理规范涉企收费，清理转供电环节不合理加价，支持地方对特殊困难行业用电实行阶段性优惠政策。

5月23日，国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施。财政政策方面，在**更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税1400多亿元**，全年退税总量2.64万亿元；将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元；将失业保险留工培训补助扩

大至所有困难参保企业；对中小微企业吸纳高校毕业生的，加大扩岗补助等支持；各地要加大小微企业、个体工商户水电气费、房租等支持；**今年专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等**；国家融资担保基金再担保合作业务新增1万亿元以上。

5月25日，财政部发布的《关于发挥财政政策引导作用支持金融助力市场主体纾困发展的通知》明确，**地方各级政府性融资担保机构对符合条件的交通运输、餐饮的中小微企业和个体工商户提供融资担保支持**，及时履行代偿义务，推动金融机构尽快放贷，不抽贷、不压贷、不断贷。

5月30日，全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议召开，会议指出，国务院稳经济6方面33项一揽子政策措施中，有24项直接涉及财政部门的职责，涵盖税收、专项债券、政府采购、支出政策、民生社保等。会议要求，加快财政支出进度，尽早发挥资金和政策效益；中央财政要推动有关转移支付尽快下达，各地要强化预算执行管理，把支出进度提上来；**加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，着力促进稳增长、稳投资**；要继续做好疫情期间地方债代操作工作，省级财政部门要抓紧调整专项债券发行计划，合理选择发行时间，加快支出进度，**确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕**。

整体来看，财政政策强调加快财政支出进度，尽快发挥资金与政策效益。财政政策要着力稳就业稳主体，新的组合式税费支持政策有助于加大纾困力度，提振市场信心；地方政府专项债发行再提速，支持范围再扩大，将为基建投资形成有力支撑。

## （二）二级市场

### 1. 利率债到期收益率稳中有降，月末10年期国债收益率为2.74%

#### （1）国债成交活跃度上升，国债与国开债收益率波动下降

2022年5月，国债成交活跃度有所上升，国开债成交活跃度续降。5月国债共成交38093.34亿元，成交额较上月增加1155.74亿元，其中：**活跃券“21付息国债09”5月31日到期收益率为2.7253%，与上月末相比下降9.61BP**；政策性银行债成交71851.35亿元，成交额较上月减少1142.65亿元，其中，**活跃券“21国开15”5月31日到期收益率为3.0406%，较4月末下降5.21BP**。

5月份，**10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动下降**（见图10）。5月末中债10年期国债收益率为2.7426%，和上月末相比下降9.6BP；5月末10年期国开债到期收益率为2.9734%，与上月末相比下降5.91BP。

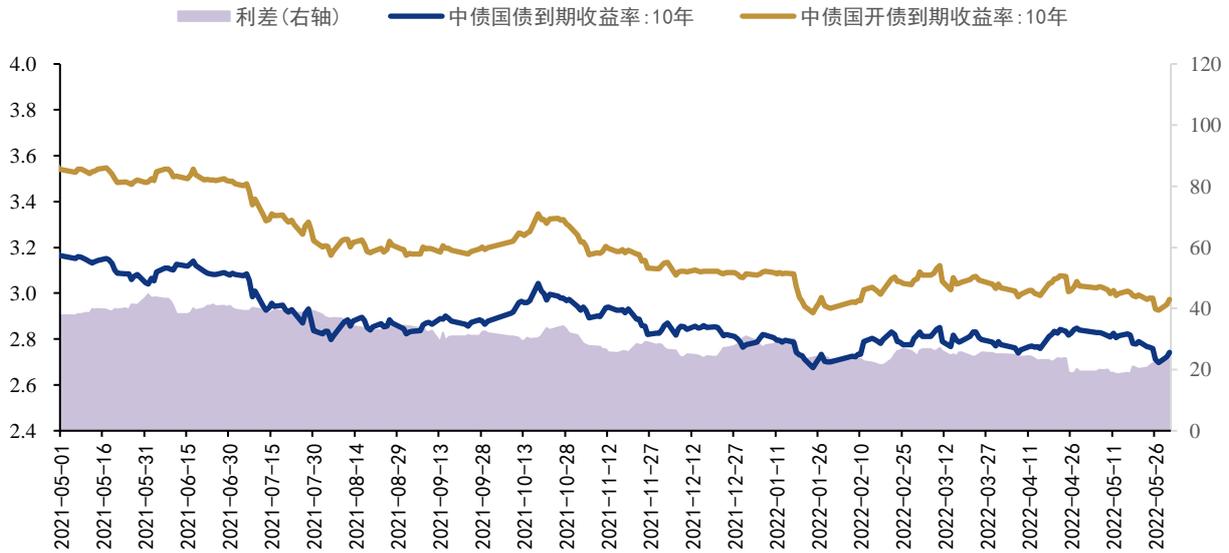


图 10: 10 年期国债与国开债利率走势及两者利差 (单位: %; BP)

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), 5 月, 全国多地疫情逐步得到有效控制, 正有序恢复正常生产生活秩序。受本轮疫情冲击最严重的上海自 5 月中旬起全市 16 个区实现社会面清零, 开始分阶段推动复工复产; 北京疫情防控形势也于 5 月底持续向好, 新增确诊病例数连续多日下降, 北京于 5 月 29 日起分区分级动态实施社会面防控措施。同时, 稳经济政策措施频出: 5 月 7 日的全国稳就业工作电视电话会议召开, 强调加大就业优先政策实施力度, 保持就业稳定和经济平稳运行; 5 月 11 日的国常会要求财政货币政策以就业优先为导向, 稳住经济大盘。在此背景下, 10 年期国债收益率于上半月保持相对稳定。

5 月下半月, 人民银行虽继续等量平价续作 MLF, 但下调了房贷利率下限及 5 年期以上 LPR, 以降低融资成本, 拉动有效融资需求。随着贷款利率的下调, 10 年期国债收益率呈现出下降趋势。

同时, 稳经济政策继续加码: 5 月 23 日的国常会进一步部署稳经济一揽子措施, 决定实施 6 方面 33 项措施, 努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间; 5 月 25 日的全国稳住经济大盘电视电话会议强调扎实推动稳经济各项政策落地见效, 保市场主体保就业保民生。疫情形势好转与政策信号持续释放有助于推动企业恢复政策生产经营秩序, 改善经济增长预期。5 月制造业 PMI 已较上月大幅回升, 经济形势已有回暖迹象。在增长预期向好的带动下, 月末 10 年期国债收益率逐步回升至 2.7426%。

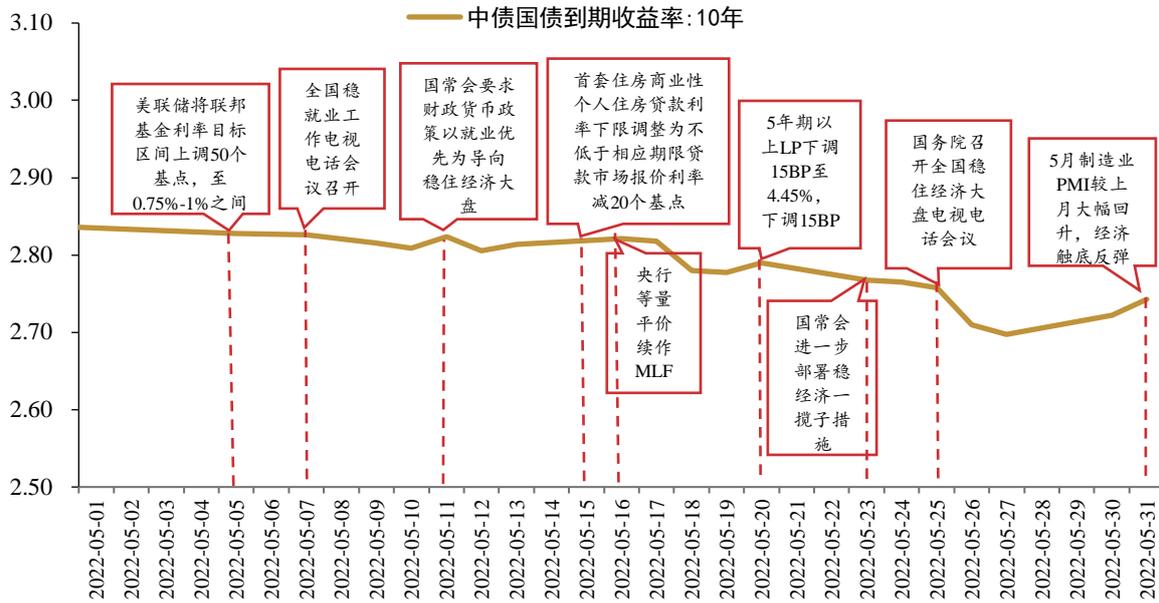


图 11：10 年期国债利率走势及相关影响因素（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

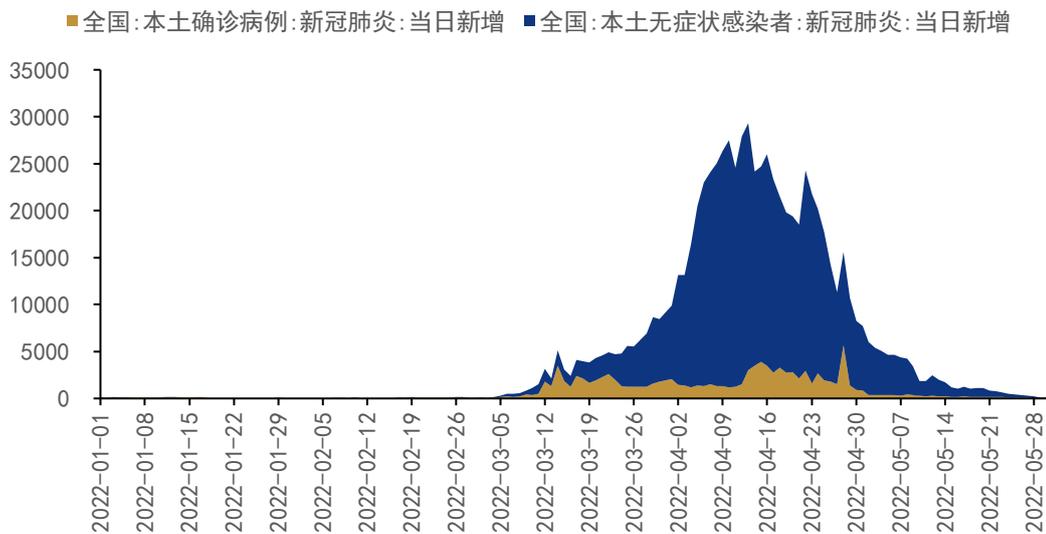


图 12：全国新冠肺炎当日新增病例数（2022 年 1 月 1 日至 5 月 31 日，单位：例）

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 4 月末相比，2022 年 5 月末多个期限国债收益率均有所下降。具体来看，1 年期、2 年期、3 年期、5 年期、7 年期与 10 年期国债收益率分别下降了 11.6BP、7.89BP、9.02BP、6.72BP、9.06BP 和 9.6BP。7 年期与 10 年期国债收益率继续倒挂。从国债期限利差来看，与 2022 年 4 月末相比，2022 年 5 月末 5Y-2Y 国债期限利差基本与上月持平，为 27.82BP；10Y-5Y 国债期限利差则从 22.5BP 小幅收窄至 19.62BP（见图 13）。

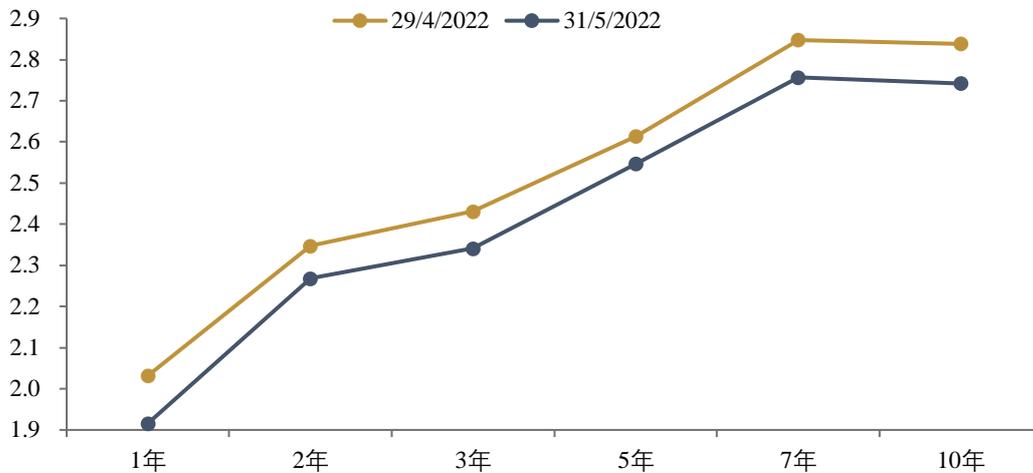


图 13: 2022 年 5 月末各期限中债国债到期收益率及其与 2022 年 4 月末比较 (单位: %)

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, 5 月末多个期限的国开债收益率与上月末相比均有所下降。具体来看, 5 月末 1 年期、2 年期、3 年期、5 年期、7 年期与 10 年期国开债收益率分别下降了 18.77BP、7.43BP、6.87BP、5.48BP、6.48BP 和 5.91BP。其中, 7 年期与 10 年期国开债收益率继续倒挂。从国开债期限利差来看, 5 月末 5Y-2Y 国开债期限利差由 33.75BP 走阔至 35.7BP; 10Y-5Y 国开债期限利差为 22.84BP, 与上月末基本持平 (见图 14)。

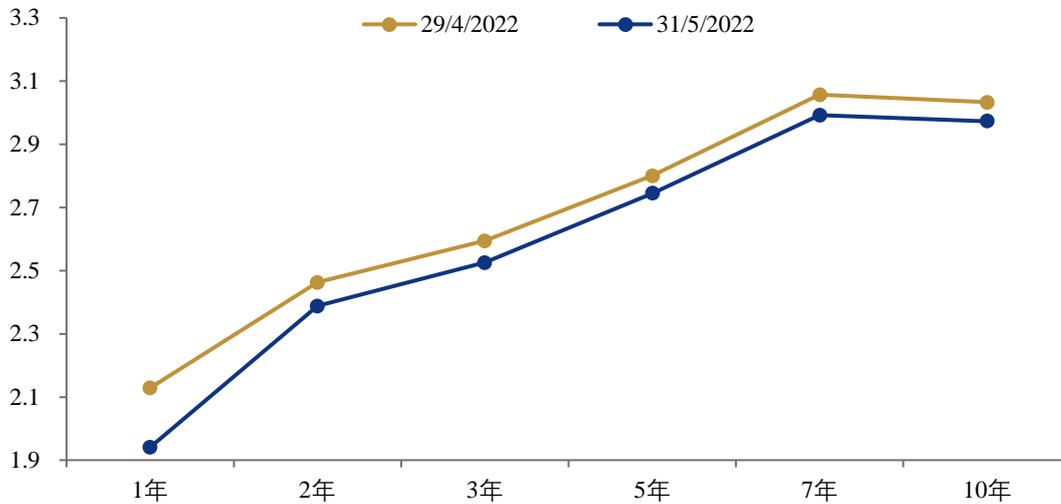


图 14: 2022 年 5 月末各期限中债国开债到期收益率及其与 2022 年 4 月末比较 (单位: %)

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

5 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, 5 月末 10 年期 AAA 级地方政府债到期收益率较上月末下降 2.67BP (见图 15)。

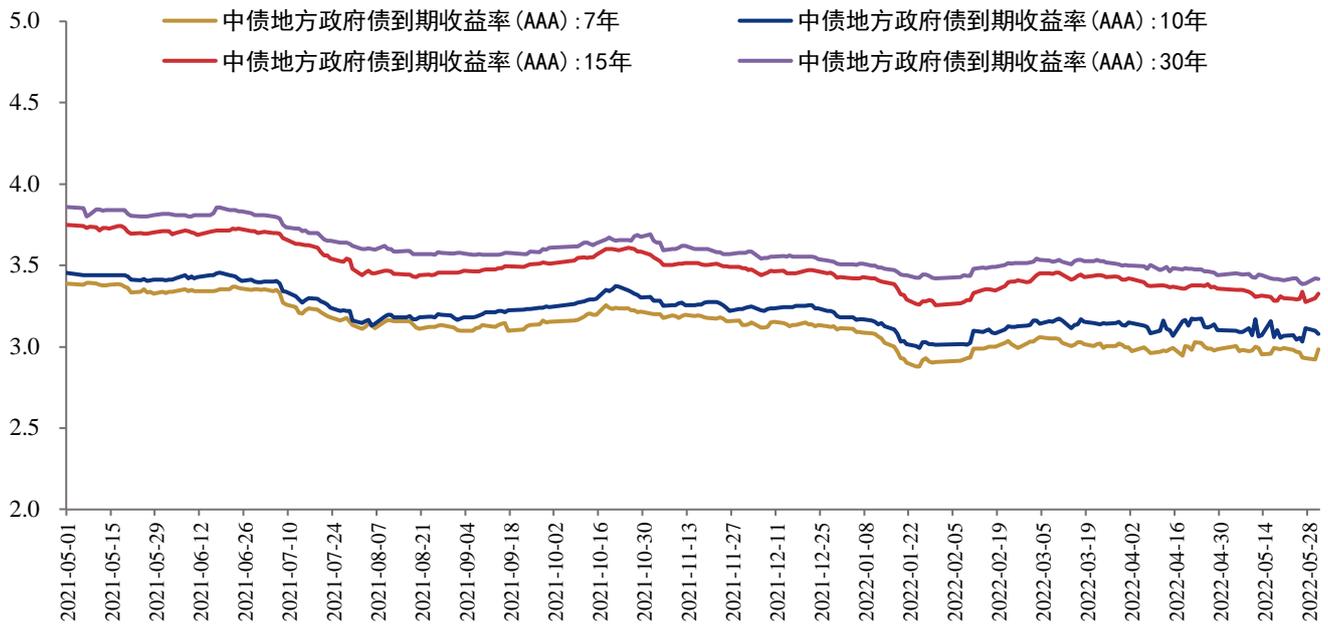


图 15: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## 2.5 月 10 年期美债收益率回落, 人民币贬值压力有所减轻

从国际角度来看, 5 月海外主要经济体国债收益率走势不一, 中美利差走阔, 中德、中英利差收窄 (见图 16)。具体来看, 5 月 FOMC 议息会议上, 美联储再次一次性加息 50 个基点, 并宣布自 6 月起开始渐进式缩表, 本次加息幅度与缩表力度均符合市场预期。此外, 美国 4 月核心 PCE 物价指数同比增长 4.9%, 较前值放缓, 市场加息预期下降。受以上因素影响, 月末 10 年期美债收益率逐步回落至 2.85%, 月内中美 10 年期国债收益率仍连续多日倒挂, 中美利差由上月末 -0.89BP 走阔至 -10.74BP。英格兰银行于 5 月初如期加息 25 个基点, 带动 10 年期英国国债收益率于月内上涨 21.8BP, 中英利差收窄 31.65BP 至 63.54BP。欧元区 5 月 CPI 同比上涨 8.1%, 创历史新高, 市场对欧洲央行加息预期抬升; 月内 10 年期德国国债收益率走高 33BP, 中德利差收窄 42.85BP。日本央行继续坚持货币宽松立场, 月末 10 年期日本国债收益率走势平稳, 中日利差变化相对较小。

5 月, 随着美国 10 年期国债收益率回落, 美元渐趋走弱, 人民币贬值压力有所减轻 (见图 17)。5 月 31 日, 美元兑人民币即期汇率为 6.6578%, 人民币较月初贬值 0.53%。但近期公布的美国 5 月 CPI 同比增长 8.6%, 创四十年新高, 令市场对美联储加速紧缩预期再次升温; 6 月 13 日, 美国 10 年期国债收益率跳涨至 3.2% 以上, 美元指数升至 104.76 的高位水平。当前美联储货币政策尚不明朗, 但 6 月 FOMC 议息会议在即, 市场对美联储的鹰派加息预期急剧上升; 6 月中美 10 年期国债收益率或继续倒挂, 人民币币值稳定也面临挑战。

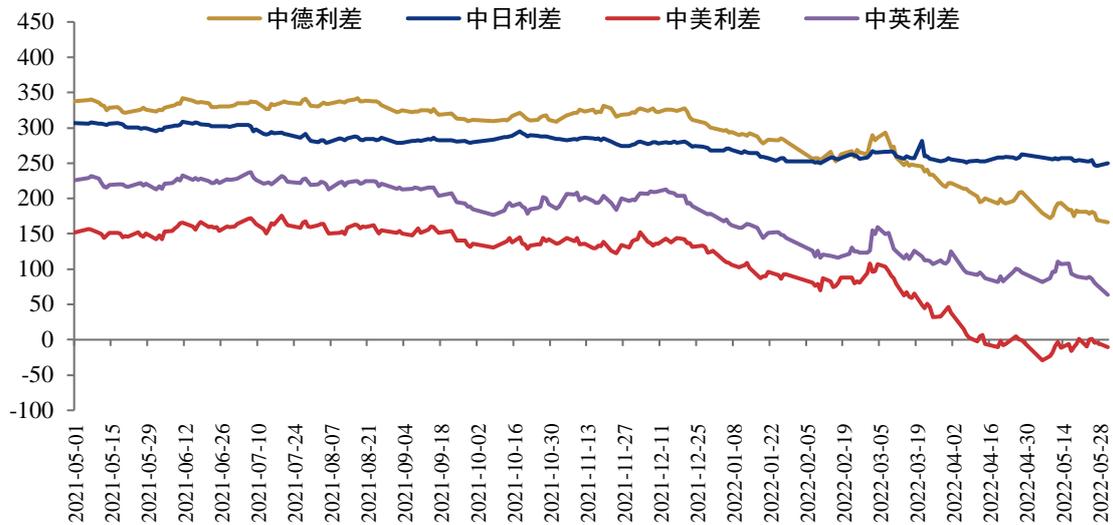


图 16: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

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 5 月 31 日)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### 三、总结与展望

货币市场与货币政策方面, 5 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 100 亿元。关键货币资金价格持续在央行 7 天逆回购中标利率下方调整, 并于月底小幅走高; 1 年期 LPR 维持前值不变, 5 年期以上 LPR 下调 15BP; Shibor 利率与同业存单到期收益率均呈下降趋势。整体来看, 5 月资金面总体偏宽松; 央行继续等量平价续作 MLF, 下调房贷利率下限与 5 年期以上 LPR,

并将支持煤炭清洁高效利用专项再贷款与普惠小微贷款支持工具的额度进一步扩容；预计短期内央行降准降息的可能性相对较小，未来信贷投放工作或成为重点。

利率债市场方面，从一级市场来看，5月国债和政策性银行债净融资共实现3228.85亿元，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下降。5月地方债月内共发行12076.71亿元，并实现净融资9638.58亿元，环比大幅增加；新增专项债发行6319.62亿元，累计已完成全年新增专项债限额的55.72%。整体来看，财政政策着力稳就业稳主体，新的组合式税费支持政策有助于加大纾困力度，提振市场信心；地方政府专项债发行再提速，支持范围再扩大，将为基建投资形成有力支撑。

从利率债二级市场来看，5月国债成交活跃度有所上升，国开债成交活跃度续降；10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动下降；主要中长期地方政府债到期收益率呈小幅下降趋势；海外主要经济体国债收益率走势不一，月内中美10年期国债收益率仍连续多日倒挂；5月随着美国10年期国债收益率回落，美元渐趋走弱，人民币兑美元汇率压力有所减轻。但近期美国通胀数据披露，市场对美联储的鹰派加息预期急剧上升，6月中美10年期国债收益率或将继续倒挂，人民币币值稳定也面临挑战。

综合来看，5月利率债收益率呈下降趋势，月末10年期国债收益率降至2.74%，预计未来一段时间疫情影响减弱、经济加速修复将带动10年期国债收益率回升。疫情防控形势向好带动产需两端逐步修复，同时稳经济一揽子政策措施加速落地生效，经济回暖势头显现。应对有效融资需求不足的问题，货币政策已从建立存款利率市场化调整机制、降低银行存款成本拓展至下调贷款市场利率、刺激融资需求，未来央行将继续引导金融机构加大贷款投放力度。5月的金融统计数据已经超预期回暖，但居民和企业中长期信贷融资需求尚处于恢复阶段，仍有待提振。另一方面，财政政策着力稳经济主体稳就业，推出新的组合式税费支持政策，并提速新增专项债发行，相关政策的落实有助于加大中小微企业纾困力度，拉动消费与投资需求。但经济修复的过程中也存在诸多问题：地产行业虽有利率政策支持，但仍处于深度修复期，地产销售持续疲软；输入性通胀压力犹存，企业原材料采购成本压力较大；小微持续面临较大的生产经营压力，失业率尤其是青年失业率上行，就业形势严峻。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、信贷投放、房地产市场、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](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。