

作者：冯祖涵 陈浩川 简奖平

邮箱：research@fecr.com.cn

## 经济企稳回升带动十年期国债收益率上行

——2022年6月利率债市场运行报告

### 相关研究报告：

1. 《2022年5月利率债市场运行报告》，2022.6.15
2. 《2022年4月利率债市场运行报告》，2022.5.15
3. 《2022年3月利率债市场运行报告》，2022.4.15
4. 《2020年2月利率债市场运行报告》，2022.3.15

### 摘要

货币市场与货币政策方面，6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共实现净投放流动性4000亿元。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，并于月底迅速走高；1年期与5年期以上LPR均维持前值不变；Shibor利率走势平稳，而同业存单到期收益率呈小幅上行趋势。整体来看，6月资金面总体偏宽松；央行继续等量平价续作MLF，政策利率与贷款基础利率保持稳定；受全球主要经济体持续收紧货币政策影响，我国政策利率下调空间相对有限，但存款利率市场化调整机制的建立健全有助于持续释放贷款市场报价利率改革效能，为贷款利率下调腾挪空间，预计下半年MLF仍有调降可能。

利率债市场方面，从一级市场来看，6月国债和政策性银行债净融资共实现5721.4亿元，环比大幅增加；10年期国债发行利率环比下降，10年期政策性银行债发行利率环比小幅上涨。6月地方债共发行19336.61亿元，并实现净融资14993.6亿元，环比大幅增加；新增专项债发行13626.94亿元，累计已完成全年新增专项债限额的93.1%。整体来看，财政政策强调加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具。

从利率债二级市场来看，6月国债成交活跃度有所下降，国开债成交活跃度大幅上升；10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动走高；主要中长期地方政府债到期收益率呈上行趋势；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；6月美联储的加息步伐带动美元指数持续攀升，同时我国经济企稳回升，综合作用下月内人民币窄幅震荡。预计7月中美利差仍将延续倒挂趋势，人民币继续承压。

综合来看，6月利率债收益率呈上行趋势，月末10年期国债收益率升至2.82%，预计未来一段时间经济加速修复将进一步带动10年期国债收益率回升。产需两端加速修复带动经济企稳回升，6月PMI升至50.2%，重回扩张区间，但经济修复的过程中仍面临多重挑战。生产修复依赖于物流畅通、产业链供应链稳定，但疫情的不确定性将持续对物流、产业链与供应链造成威胁；7月上旬局部地区疫情再度有所反弹，保证产业链稳定畅通仍是重中之重。房地产方面，楼市政策的放松带动商品住宅销售价格趋稳，商品房销售改善，但居民收入预期走弱与房地产行业风险尚未出清仍将对房地产行业造成压力；此外，近期出现个别房企楼盘出现延期交付情况，引发业主联名停贷，房地产信贷风险积累。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。

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

## Economic recovery drives the yield of 10-year government bonds up

——June 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 200 billion yuan to hedge the expiration of the previous MLF (200 billion yuan). The PBOC's open market operations (excluding Central Bank Bills Swap or CBS) achieved a net injection of 400 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) and five-year LPR kept stable. The interest rates of Shibor kept stable, and the interest rate of interbank negotiable certificates of deposit also saw a slight increase.

On the whole, the capital level was moderately loose. The PBOC continued to make MLF at an equal amount and parity, and kept policy rate and loan rate stable. Affected by the continuous tight monetary policies of major economies, the PBOC has less room to reduce interest rates. However, the market-oriented adjustment mechanism of deposit interest rates will help to release the efficiency of the reform of loan market quotation interest rates and make room for the reduction of loan interest rates. We expect that MLF may still be lowered in the second half of the year.

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 572.14 billion yuan in June which is greatly larger than the previous month's level. The issuance rates of newly issued central government bonds decreased slightly on a month-on-month basis and the issuance rates of newly issued policy bank bonds saw an increase. The amount of local government bond issuances was 1933.661 billion yuan and the net financing was 1499.36 billion yuan, which increased significantly compared to last month. In June, newly issued special bonds were 1362.694 billion yuan. Until now, 93.1% of the newly issued special bonds limit for the year has been completed. On the whole, fiscal policy emphasizes increasing the adjustment of macroeconomic policies and planning incremental policy tools.

In the secondary market of Chinese government bonds, the trading activity of treasury bonds decreased in June and the trading activity of policy bank bonds increased. Both the yield of 10-year treasury bonds and the yield of 10-year policy bank bonds saw an increase. The yields of local government bonds also showed a slight upward 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. The pace of interest rate hikes by the Federal Reserve in June drove the US dollar index to continue to rise, while China's economy stabilized and rebounded. The RMB fluctuated within a narrow range in the

next month. We expect that the China-US interest rate gap will continue to invert in July, and the RMB will continue to be under pressure.

On the whole, interest rate bond yields showed an upward trend in May, and the 10-year Treasury bond yield increased to 2.82% at the end of the month. We expect that the economic recovery will further drive the 10-year Treasury yield to rebound. The accelerated repair of both production and demand drives the economy to recover. In June, the PMI rose to 50.2%, returning to the expansion range. However, there are still multiple challenges in the process of economic recovery. Production repair depends on smooth logistics, stable industrial chain and supply chain, but the uncertainty of the epidemic will continue to pose a threat to supply chain. In early July, the epidemic rebounded again in several provinces. Ensuring the stability and smoothness of the industrial chain is still a priority. In terms of real estate, the relaxation of the real estate market policy has led to the stabilization of the sales price of commercial housing and the improvement of commercial housing sales. However, the expected weakening of residents' income and the fact that the risks of the real estate industry have not been cleared will still put pressure on the real estate industry. In addition, recently some real estate projects delayed problem has led to the joint suspension of loans by the owners and the accumulation of real estate credit risks. 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，月内净投放 4000 亿元.....	2
(二) 6 月资金面偏宽松，LPR 维持不变.....	3
(三) 货币政策：加大稳健货币政策实施力度，为实体经济提供更有力的支持.....	6
二、利率债市场运行.....	6
(一) 一级市场与财政政策.....	6
(二) 二级市场.....	10
三、总结与展望.....	14

## 一、货币市场与货币政策

### (一) 央行等量平价续作 MLF，月内净投放 4000 亿元

2022年6月（下称“6月”），央行公开市场操作（简称“OMO”，不包含CBS）和MLF（含TMLF）共实现净投放4000亿元。其中，逆回购投放量为6100亿元，逆回购到期2100亿元；MLF（含TMLF）投放2000亿元，MLF（含TMLF）回笼2000亿元（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6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
2022年5月	-100	0	0	0	0	2000	-2100	1000	1000
<b>2022年6月</b>	<b>4000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6100</b>	<b>-2100</b>	<b>2000</b>	<b>2000</b>

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，6月上旬与中旬，央行每日开展逆回购操作100亿元，同期每日到期的逆回购规模也相对较小。临近月末，央行逆回购持续放量。6月24日，央行开展7天600亿元逆回购；6月27日至6月30日，央行逆回购投放规模达到3900亿元。最终，央行于月内实现逆回购净投放4000亿元。

央行于6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2000亿元MLF。此次1年MLF操作的中标利率为2.85%，已连续五个月保持不变。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。

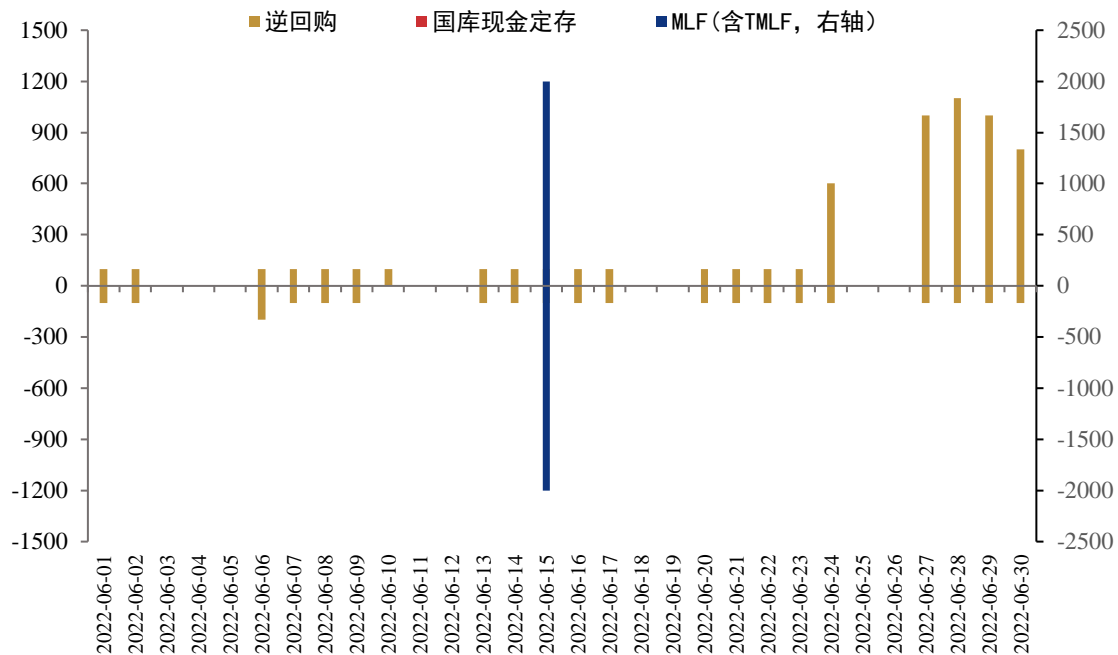


图 1: 2022 年 6 月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼 (正值为投放, 负值为回笼, 单位: 亿元)

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 6 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%。

6 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 14.14 亿元, 其中隔夜 12.14 亿元, 7 天期 2.00 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 13.41 亿元。

此外, 6 月, 国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行抵押补充贷款余额与上月持平, 为 26203 亿元。

## (二) 6 月资金面偏宽松, LPR 维持不变

6 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, 并于月末大幅走高; 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, 月末涨势相对缓和。具体来看, R007 月内多在 1.6%-1.7% 的区间内调整, 并于月末快速上涨, 6 月 30 日升至 2.7078%。DR007 整体走势与 R007 相似, 多在 1.6%-1.7% 的区间内运行, 月末最后一周迅速抬升, 于 6 月 30 日升至 2.2914%。R007-DR007 价差也于 6 月末走阔, 6 月 30 日二者价差为 41.64BP。6 月, DR007 的月内均值为 1.7219%, 与央行 7 天逆回购中标利率相差 37.81BP。

以上针对关键货币资金价格的观察反映了 6 月资金面总体偏宽松, 最后一周 7 天回购利率受跨季因素影响快速上行。

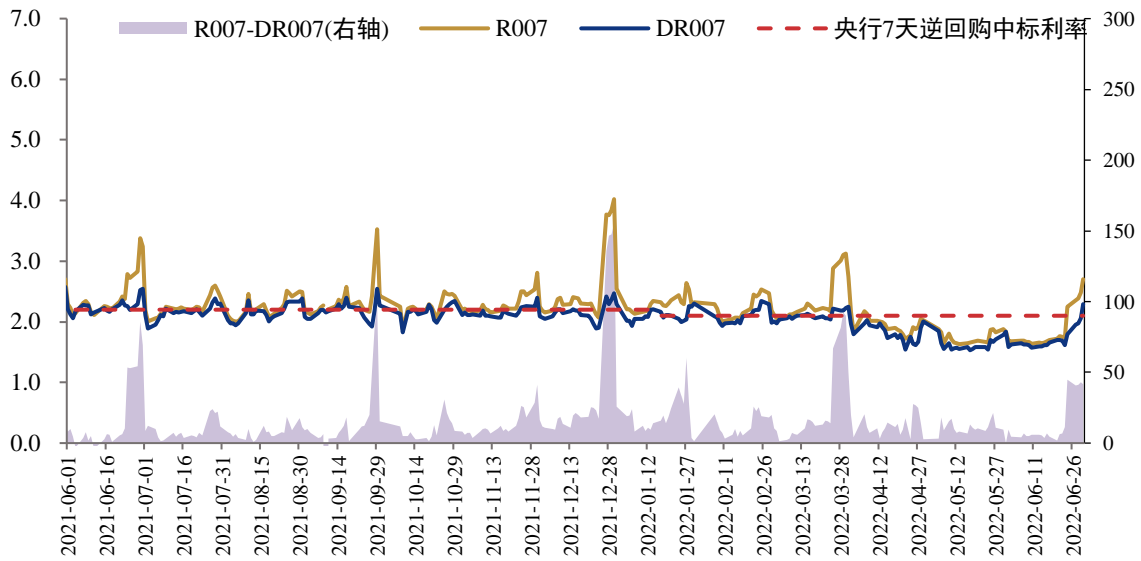


图 2: R007、DR007 利率及利差 (单位: %, BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

信贷市场方面, 6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4.45%, 均维持不变。6月MLF中标利率与上月持平, LPR报价的定价基础未变; 同时, 5月与6月的金融数据显示信贷需求正迅速回暖, 同时需求结构也有所改善, LPR持稳符合市场预期。

6月, 不同期限Shibor利率走势相对平稳(见图3)。截至6月30日, 3个月期、6个月期和1年期Shibor利率分别较上月末上升0.2BP、1.2BP和4.5BP。

6月同业存单到期收益率呈现小幅上行趋势(见图4)。其中, AA级1年期和AA级6个月期同业存单收益率与上月末相比分别上升5.61BP和2.11BP。

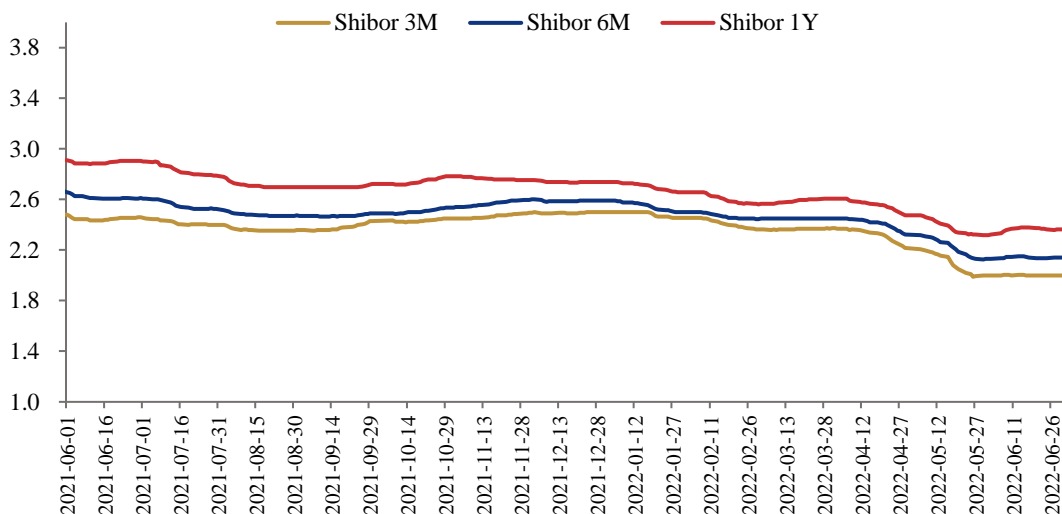


图 3: Shibor 利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

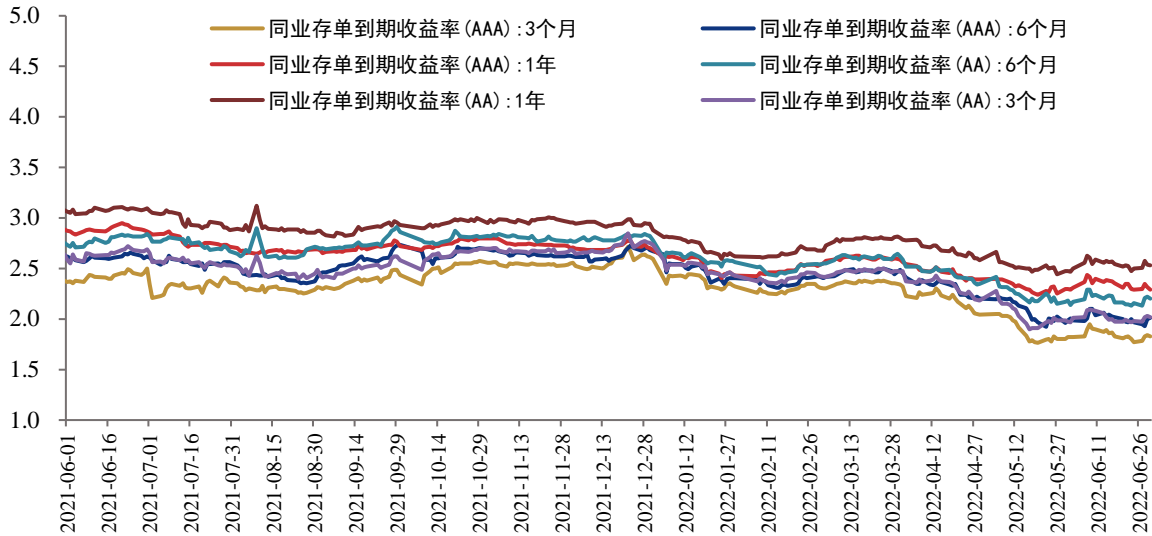


图 4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

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，6 月份发行量为 18933.5 亿元，环比增加 1064.4 亿元；净融资额为 2208.3 亿元，环比增加 3641.4 亿元。未来 3 个月（7 月-9 月），每月分别有 17649.4 亿元、17181.3 亿元和 11304.9 亿元到期（见图 5）。

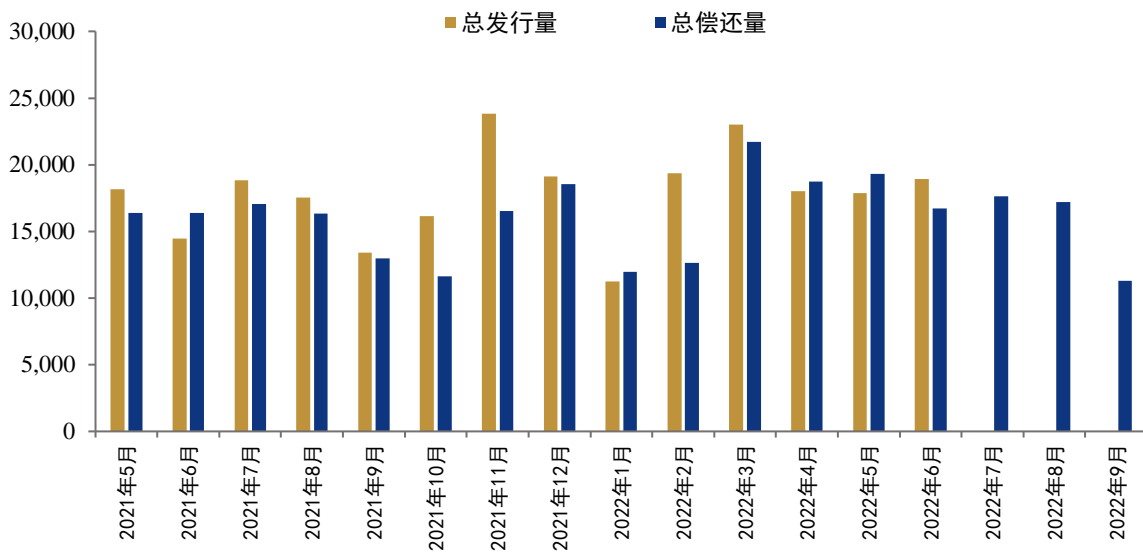


图 5：同业存单的发行与到期（数据截至 2022 年 6 月 30 日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷与社融方面，继 5 月金融数据超预期增长后，6 月金融数据继续放量上涨，且结构有所改善。6 月新增人民币贷款 2.81 万亿元，同比多增 6867 亿元；6 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，同比多增 1.47 万亿元。从结构来看，居民和企业中长期信贷融资需求加速修复，企业中长期贷款增加 14497 亿元，同比多增 6130 亿元；居民中长期贷款增加 4166.72 亿元，同比少增 989.28 亿元，但降幅已较上月有所收窄。

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
2022年5月	11.1	18900	11.0	27900
<b>2022年6月</b>	<b>11.4</b>	<b>28100</b>	<b>11.2</b>	<b>51700</b>

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### (三) 货币政策: 加大稳健货币政策实施力度, 为实体经济提供更有力的支持

6月2日, 人民银行、外汇局举行新闻发布会, 解读国务院常务会议部署有关扎实稳住经济的金融政策。央行副行长、外汇局局长潘功胜在会上表示, 央行、外汇局将靠前发力, 适当加力, 继续加大稳健货币政策实施力度, 营造良好的货币金融环境, 与有关部门齐心协力, 推动一揽子政策尽快落地, 发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应, 保持经济运行在合理区间。

6月24日, 人民银行货币政策委员会2022年第二季度例会召开。会议指出, 要统筹抓好稳就业和稳物价, 稳字当头、稳中求进, 强化跨周期和逆周期调节, 加大稳健货币政策实施力度, 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。

6月25日, 中国人民银行与国际清算银行(BIS)签署了参加人民币流动性安排(RMBLA)的协议。人民银行参加人民币流动性安排有利于加强与国际清算银行的合作, 满足国际市场对人民币的合理需求, 并为加强区域金融安全网作出积极贡献。

6月, 央行继续平价续作2000亿MLF, 1年期与5年期LPR报价均与上月持平, 政策利率与贷款基础利率保持稳定。总体来看, 央行强调统筹抓好稳就业和稳物价, 加大稳健货币政策实施力度, 为实体经济提供更有力的支持, 稳定宏观经济大盘。受全球主要经济体持续收紧货币政策影响, 我国政策利率下调空间相对有限, 但存款利率市场化调整机制的建立健全有助于持续释放贷款市场报价利率改革效能, 为贷款利率下调腾挪空间, 预计下半年MLF仍有调降可能。

## 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年期发行利率走势不一

2022年6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10838.2亿元; 月共实现净融资5721.4亿元, 较上月增加2492.55亿元(见图6)。其中, 国债和政策性银行债分别发行5040.6亿元和5797.6亿元, 净融资额分别为2018.9亿元和3702.5亿元。

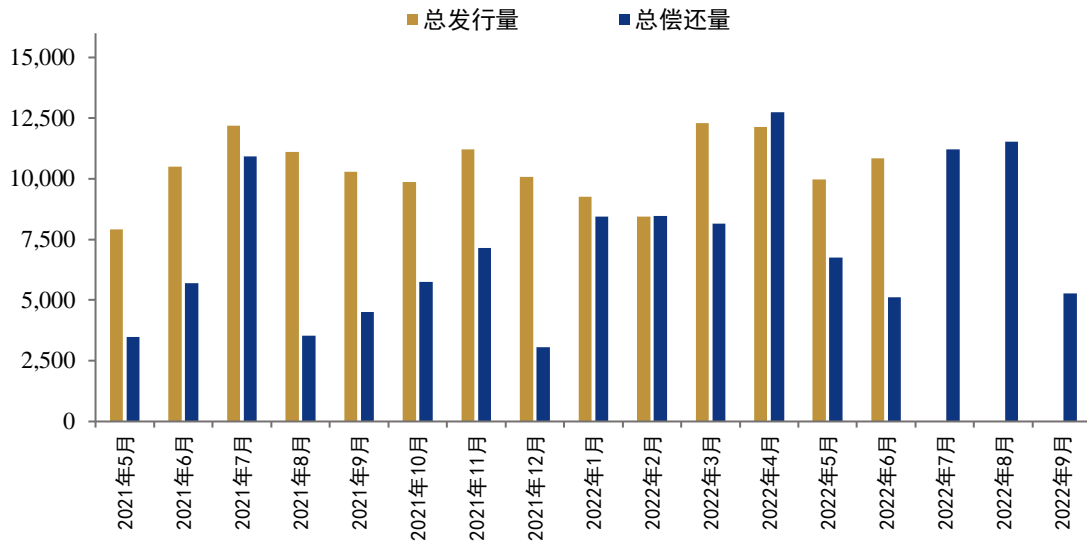


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2022年6月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，6月，2年期与10年期国债发行利率均环比下降，5年期国债发行利率小幅上扬；2年期、5年期、10年期政策利率债发行利率也都有所上涨。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3.57BP和2.13BP；5年期国债加权平均发行利率环比上行2.79BP。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上涨12.36BP、7.86BP和3BP。从发行利差来看，6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5.13BP至28.28BP（见图7）。

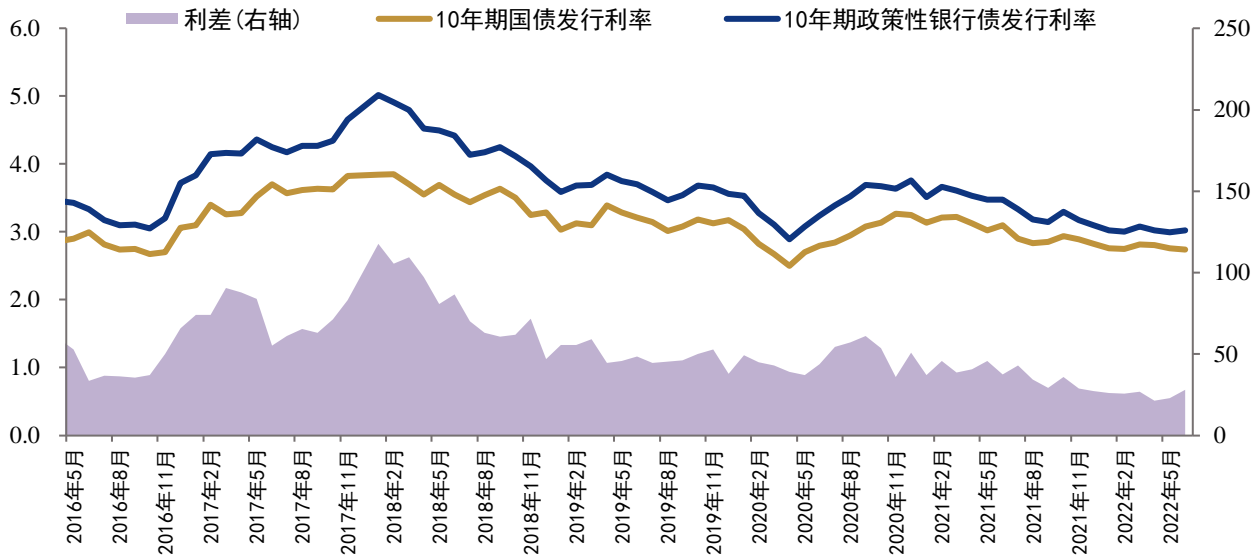


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2022年6月30日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 2. 地方债：6月地方政府新增专项债发行创历史新高

6月，全国地方债共发行19336.61亿元，较上月大幅增加7259.89亿元；实现净融资14993.6亿元，较上月增加5355.02亿元（见图8）。新发行债券中有15637.85亿元为今年新增额度债券，占当月新发行地方债券的比重为80.9%。6月，地方债的平均发行期限为14.77年，10年期地方债平均发行利率为2.9193%，环比下降2.9BP。5月，地方债发行额最大的省份为浙江省，发行规模为1299.71亿元；山东省、四川省、湖北省、安徽省、北京市与湖南省等六个省市的地方债发行额也超过1000亿元。

从专项债新增发行来看，6月新增专项债发行额为13626.94亿元，占当月新增额度债券的比重约为87.14%，较上月新增专项债发行规模增加7307.32亿元（见图9）。截至6月底，今年新增专项债发行规模达到33965.46亿元，占全年新增专项债务限额3.65万亿元的93.1%，占已下达新增专项债限额3.45万亿元的98.5%，今年新增专项债发行任务基本完成。考虑到下半年经济下行压力仍然较大，需财政政策继续发力，不排除2023年新增专项债额度提前下达的可能性。

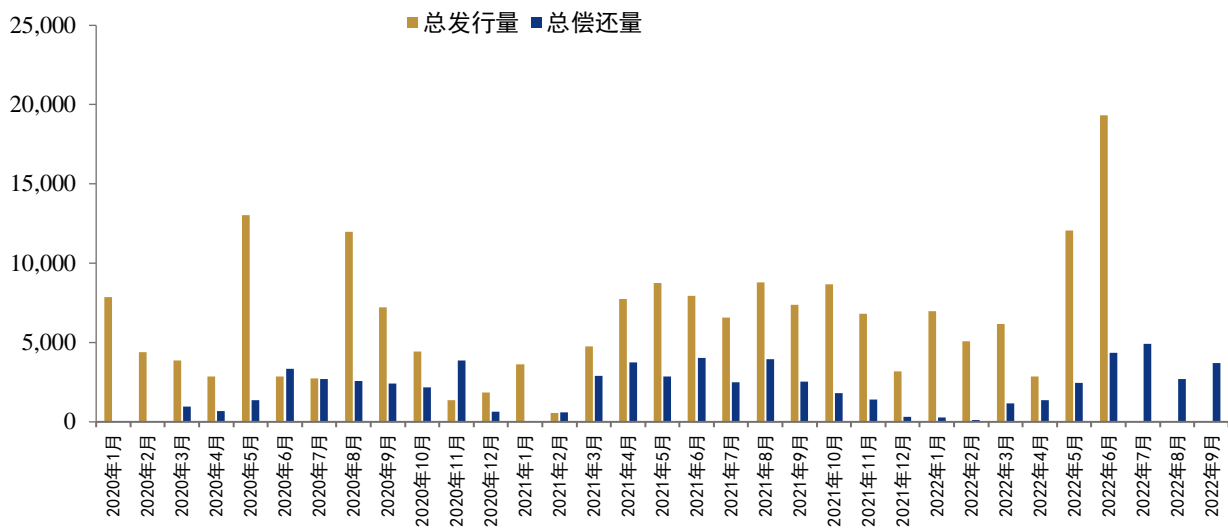


图8：地方债的发行与到期（数据截至2022年6月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

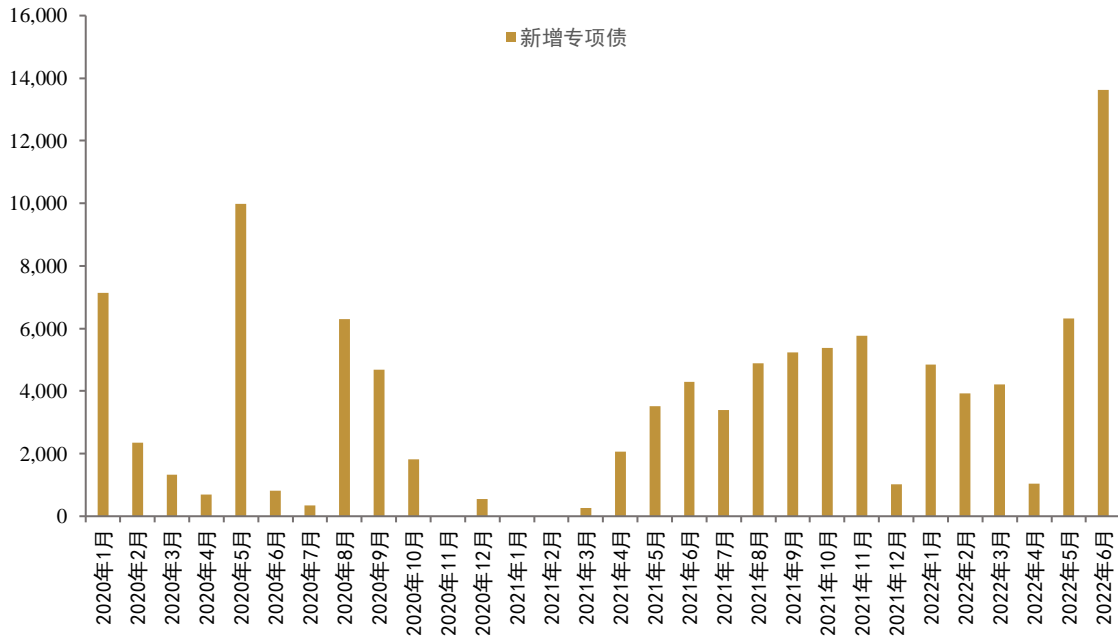


图9：新增专项债发行情况（数据截至2022年6月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 3. 财政政策：加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具

6月1日，国务院常务会议部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效。会议要求，**新增1400多亿元留抵退税，要在7月份基本退到位**；对符合条件的失业农民工，无论是否参加失业保险，都要发放临时补助或救助，并明确发放主体；对汽车央企发放的900亿元商用货车贷款延期还本付息，要引导企业通过网上公告、手机短信等告知办理方式。

6月13日，国务院办公厅印发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，要求**清晰界定省以下财政事权和支出责任**，合理划分省以下各级财政事权，明晰界定省以下各级财政支出责任，加强地方政府债务管理，健全地方政府债务限额分配机制。

6月15日，国务院常务会议部署支持民间投资和推进一揽子项目的措施，更好扩大有效投资、带动消费和就业；**要在“十四五”规划102项重大工程和国家明确的重点建设领域，选择一批示范项目吸引民间资本参与**；确定阶段性缓缴中小微企业职工医保单位缴费，加力支持纾困和稳岗；决定开展涉企违规收费专项整治，部署缓缴行政事业性收费。

6月24日，财政部部长刘昆在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十五次会议上作《国务院关于2021年中央决算的报告》。报告指出，下一步要加快落实已经确定的政策，**加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具**，靠前安排、加快节奏、适时加力，继续做好“六稳”“六保”工作，有效管控重点风险，保持经济运行在合理区间。

6月29日，国务院常务会议确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措，扩大有效投资、促进就业和消费；运用政策性、开发性金融工具，**通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的**

重大项目资本金、但不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥；部署加大重点工程以工代赈力度，拓展就业岗位，带动农民工等增收。

6月30日，税务总局举行落实新的组合式税费支持政策专题新闻发布会。据税务总局介绍，截至6月25日，新的组合式税费支持政策累计新增退税减税降费及缓税缓费约 2.58 万亿元，预计上半年新的组合式税费支持政策将新增退税减税降费及缓税缓费约 2.86 万亿元。

整体来看，财政政策强调加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具。新的组合式税费支持政策落地见效，特别是留抵退税政策红利逐步释放；新增专项债单月发行创历史新高，今年新增专项债发行任务基本完成；一系列支持投资的政策措施相继出台。

## （二）二级市场

### 1. 利率债到期收益率稳中有升，月末 10 年期国债收益率为 2.82%

#### （1）国债成交活跃度下降，国债与国开债收益率波动走高

2022年6月，国债成交活跃度有所下降，国开债成交活跃度环比大幅上升。6月国债共成交 36076.13 亿元，成交额较上月下降 2017.21 亿元，其中：活跃券“21 付息国债 09”6月30日到期收益率为 2.8322%，与上月末相比上涨 10.69BP；政策性银行债成交 85987.67 亿元，成交额较上月增加 14136.32 亿元，其中，活跃券“21 国开 15”6月30日到期收益率为 3.11%，较上月末上涨 6.76BP。

6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走高（见图10）。6月末中债10年期国债收益率为 2.8205%，和上月末相比上涨 7.79BP；6月末10年期国开债到期收益率为 3.0509%，与上月末相比上涨 7.75BP。

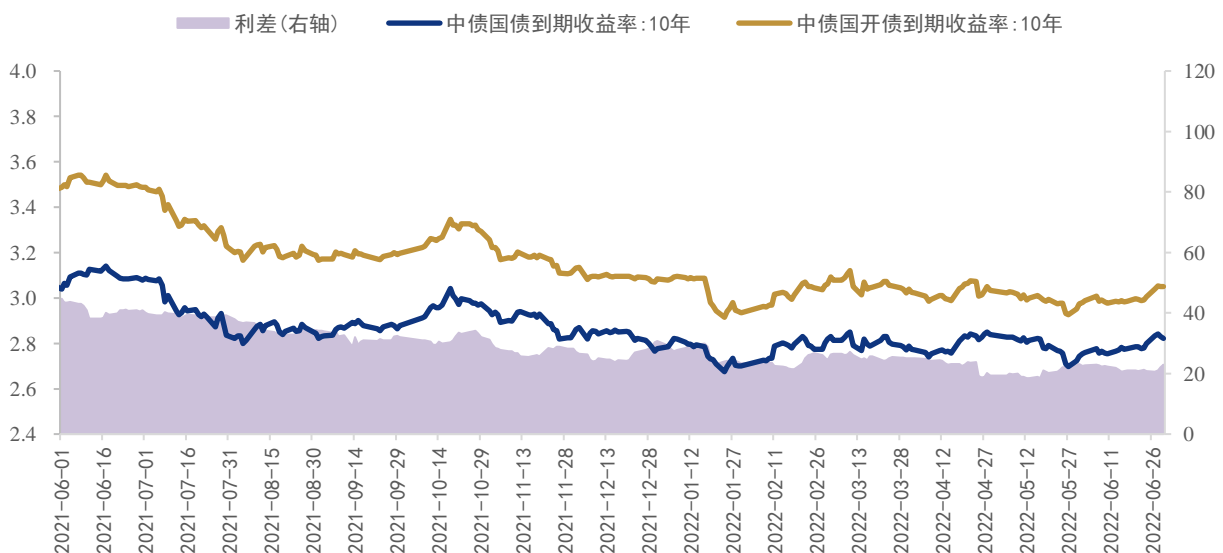


图 10: 10 年期国债与国开债利率走势及两者利差 (单位: %; BP)

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），6 月，10 年期国债收益率稳中有升的主要原因在于疫情影响渐趋消退，经济呈复苏势头。疫情防控方面，全国疫情已基本得到控制，本轮疫情中心上海自 6 月 1 日起全市进入全

面有序复工复产、恢复正常生产生活秩序阶段疫情管控措施也进一步优化。6月28日公布的《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》对疫情监测、风险人员的隔离管理、中高风险区划定标准等进行了调整，进一步提高疫情防控的科学性、精准性。经济增长方面，6月9日披露的外贸数据表现亮眼，修复市场对经济的悲观预期；次日披露的金融数据超预期回暖，反映出信贷需求快速修复；6月15日披露的生产、投资与消费等数据显示供需两端加速修复，国民经济呈现恢复势头。除经济数据向好外，稳经济政策继续加码：6月24日召开的央行货币政策委员会二季度例会强调要加大稳健货币政策实施力度，为实体经济提供更有力的支持；6月30日国常会确定了政策性开发性金融工具支持重大项目的措施，以实现扩大有效投资、带动就业、促进消费的综合效应。总的来说，6月的疫情防控情况、经济数据以及政策信号共同提振了市场信心，带动10年期国债收益率走高。

货币政策方面，6月央行等量平价续作MLF，1年期与5年期LPR报价也均与上月持平。在政策利率与贷款市场报价利率持稳影响下，月内10年期国债收益率走势缓和。同时，美联储在6月FOMC议息会议上大幅加息75BP，美联储货币政策加速收紧在一定程度上掣肘我国货币政策，市场普遍预期短期内央行再度降准降息的可能性相对较小，推动月内10年期国债收益率走势相对平稳。

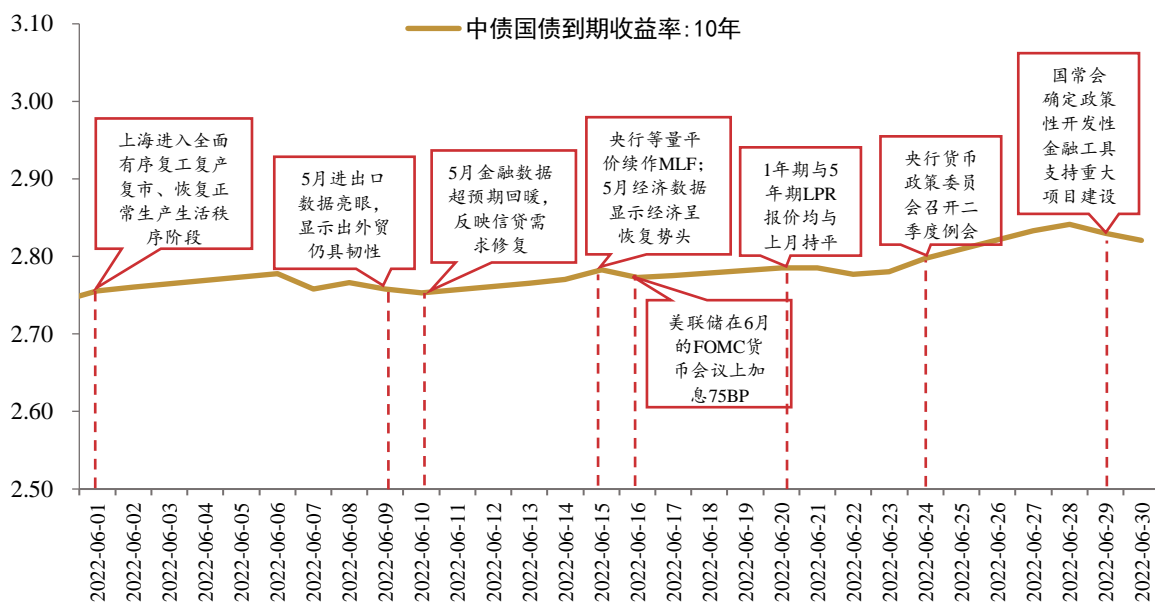


图 11: 10年期国债利率走势及相关影响因素 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从不同期限国债到期收益率变化来看, 与2022年5月末相比, 2022年6月末多个期限国债收益率均有所上涨。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上涨了3.44BP、3.66BP、10.78BP、10.65BP、8.06BP和7.79BP。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5月末相比, 2022年6月末5Y-2Y国债期限利差走阔6.99BP至27.82BP; 10Y-5Y国债期限利差则从19.62BP小幅收窄至16.76BP (见图12)。

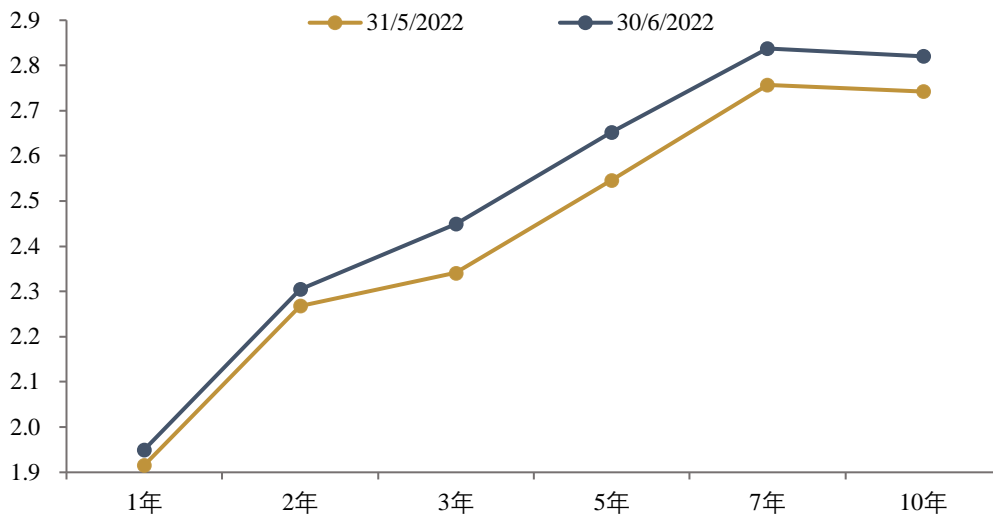


图 12: 2022 年 6 月末各期限中债国债到期收益率及其与 2022 年 5 月末比较 (单位: %)

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, 6 月末多个期限的国开债收益率与上月末相比均有所上涨。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上行了 7.62BP、3.47BP、8.98BP、4.8BP、8.85BP 和 7.75BP。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, 6 月末 5Y-2Y 国开债期限利差由 35.7BP 走阔至 37.03BP; 10Y-5Y 国开债期限利差由 22.84BP 走阔至 25.79BP (见图 13)。

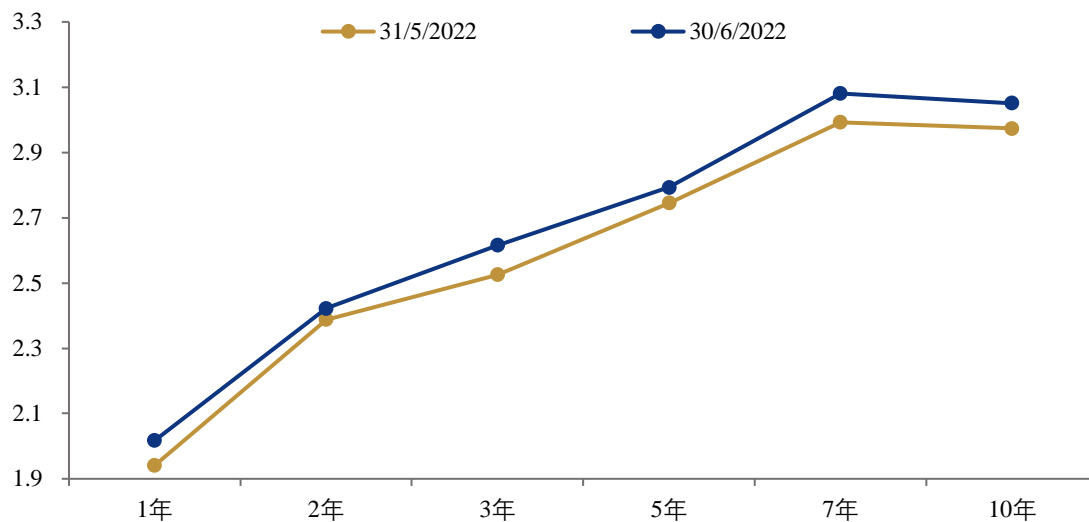


图 13: 2022 年 6 月末各期限中债国开债到期收益率及其与 2022 年 5 月末比较 (单位: %)

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上行趋势

6 月份, 主要中长期限地方政府债到期收益率呈上行趋势, 6 月末 10 年期 AAA 级地方政府债到期收益率较上月末上涨 9.61BP (见图 14)。

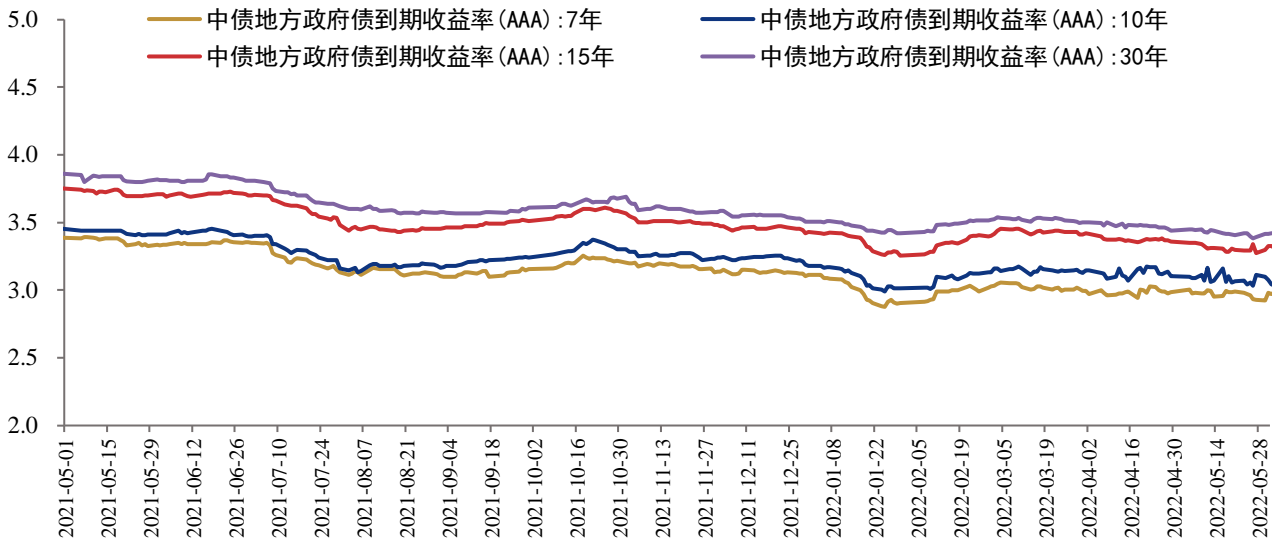


图 14: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## 2.6 月 10 年期美债收益率上涨, 人民币贬值压力犹存

从国际角度来看, 6 月日本货币政策与美欧货币政策持续分化, 月末中美、中英、中德利差较上月末进一步收窄, 中日利差小幅走阔 (见图 15)。具体来看, 美联储于 6 月 FOMC 议息会议大幅加息 75BP, 将政策利率联邦基金利率的目标区间从 0.75% 至 1.00% 升至 1.50% 至 1.75%, 带动 10 年期国债收益率于月中快速走高。此外, 美国 5 月核心 PCE 物价指数同比增长 4.7%, 连续三个月回落, 令市场对美联储持续大幅加息的预期有所下降。受以上因素影响, 月末 10 年期美债收益率缓步回落至 2.98%, 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 -10.74BP 走阔至 -15.95BP。欧洲央行加息也提上日程, 欧洲央行 6 月会议维持三大关键利率不变, 决定自 7 月起终止资产购买计划的净资产购买, 并计划在 7 月加息 25 个基点; 月内 10 年期德国国债收益率走高 37BP, 月末中德利差较上月末收窄 29.21BP。英国也于 6 月继续加息 25BP, 将基准利率抬升至 1.25%; 月内 10 年期英国国债收益率走高 17.34BP, 月末中英利差环比收窄 9.55BP。另一方面, 日本央行继续坚持货币宽松立场, 6 月日本央行发布利率决议, 将基准利率维持在历史低点 -0.1%, 将 10 年期国债收益率目标维持在 0% 附近, 不设上限, 购买必要金额的长期国债; 日本央行大举购债影响下, 月内日本 10 年期国债收益率波动较小, 月末中日利差环比小幅走阔 8.19BP。

6 月, 美联储的加息步伐带动美元指数持续攀升, 同时我国经济企稳回升, 综合作用下月内人民币窄幅震荡 (见图 16)。6 月 30 日, 美元兑人民币即期汇率为 6.6943%, 人民币较上月末贬值 0.54%。近期公布的美国 6 月 CPI 同比上涨 9.1%, 创历史新高, 同时 6 月美国非农就业数据向好, 导致市场普遍预期美联储将在 7 月政策会议上继续加息 75 个基点。预计 7 月中美利差仍将延续倒挂趋势, 人民币继续承压。



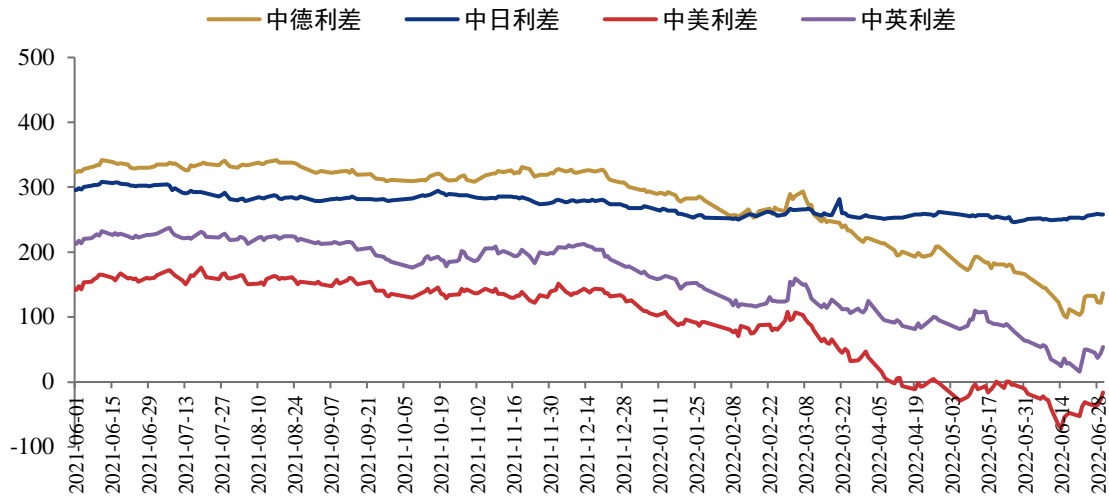


图 15: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理



图 16: 人民币兑美元即期汇率 (2021 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### 三、总结与展望

货币市场与货币政策方面, 6 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 共实现净投放流动性 4000 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, 并于月底迅速走高; 1 年期与 5 年期以上 LPR 均维持前值不变; Shibor 利率走势平稳, 而同业存单到期收益率呈小幅上行趋势。整体来看, 6 月资金面总体偏宽松; 央行继续等量平价续作 MLF, 政策利率与贷款基础利率保持稳定; 受全

球主要经济体持续收紧货币政策影响，我国政策利率下调空间相对有限，但存款利率市场化调整机制的建立健全有助于持续释放贷款市场报价利率改革效能，为贷款利率下调腾挪空间，预计下半年MLF仍有调降可能。

利率债市场方面，从一级市场来看，6月国债和政策性银行债净融资共实现5721.4亿元，环比大幅增加；10年期国债发行利率环比下降，10年期政策性银行债发行利率环比小幅上涨。6月地方债共发行19336.61亿元，并实现净融资14993.6亿元，环比大幅增加；新增专项债发行13626.94亿元，累计已完成全年新增专项债限额的93.1%。整体来看，财政政策强调加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具。新的组合式税费支持政策落地见效，特别是留抵退税政策红利逐步释放；新增专项债单月发行创历史新高，今年新增专项债发行任务基本完成；一系列支持投资的政策措施相继出台。

从利率债二级市场来看，6月国债成交活跃度有所下降，国开债成交活跃度大幅上升；10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动走高；主要中长期地方政府债到期收益率呈上行趋势；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；6月美联储的加息步伐带动美元指数持续攀升，同时我国经济企稳回升，综合作用下月内人民币窄幅震荡。预计7月中美利差仍将延续倒挂趋势，人民币继续承压。

综合来看，6月利率债收益率呈上行趋势，月末10年期国债收益率升至2.82%，预计未来一段时间经济加速修复将进一步带动10年期国债收益率回升。供需两端加速修复带动经济企稳回升，6月PMI升至50.2%，重回扩张区间，但经济修复的过程中仍面临多重挑战。生产修复依赖于物流畅通、产业链供应链稳定，但疫情的不确定性将持续对物流、产业链与供应链造成威胁；7月上旬局部地区疫情再度有所反弹，保证产业链稳定畅通仍是重中之重。房地产方面，楼市政策的放松带动商品住宅销售价格趋稳，商品房销售改善，但居民收入预期走弱与房地产行业风险尚未出清仍将对房地产行业造成压力；此外，近期出现个别房企楼盘出现延期交付情况，引发业主联名停贷，房地产信贷风险积累。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。