

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

经济金融数据转弱，十年期国债收益率下行

——2022年7月利率债市场运行报告

摘要

货币市场与货币政策方面，7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3940亿元。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，并于月底小幅抬升；1年期与5年期以上LPR均维持前值不变；Shibor利率与同业存单到期收益率均呈下行趋势。整体来看，7月资金面总体宽松；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；央行在保持稳健货币政策的同时，支持稳经济大盘重点领域。接下来央行将继续实施好稳健的货币政策，加快落实已确定的政策措施；并引导金融机构按照市场化、法治化原则，增强金融服务实体经济的能力；引导政策性开发性银行落实好新增8000亿元信贷规模和设立3000亿元金融工具，支持基础设施建设。

利率债市场方面，从一级市场来看，7月国债和政策性银行债净融资共实现5008.28亿元，环比下降713.12亿元；10年期国债与10年期政策性银行债发行利率均环比上行。7月地方债共发行4063.09亿元，并实现净融资-857.05亿元，环比大幅减少；新增专项债发行612.97亿元，累计已完成全年新增专项债务限额3.65万亿元的94.7%。整体来看，财政政策强调稳市场主体稳就业稳物价，推动经济运行尽快回归正常轨道；稳岗拓岗政策与促消费政策加力；为支持基建投资，政策性、开发性金融工具加速落地；加快专项债资金使用，各地按质量要求加快项目进度，在三季度形成更多实物工作量。

从利率债二级市场来看，7月国债与国开债成交活跃度环比大幅上升；10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动下降；主要中长期地方政府债到期收益率呈下行趋势；海外主要经济体国债收益率走势不一，月末中美10年期国债收益率利差回正；7月，美国经济衰退预期强化带动美元指数于月末回落，同时我国经济逐步修复，综合作用下月内人民币窄幅震荡。预计8月中美利差将呈倒挂趋势，人民币币值继续承压。

综合来看，7月利率债收益率呈下行趋势，月末10年期国债收益率回落至2.76%，预计未来一段时间政策利率下调将进一步带动10年期国债收益率下行。7月PMI数值与生产、消费、投资等宏观经济数据反映出经济恢复的基础尚不牢固，同时7月的金融数据显示实体经济融资需求偏弱。在经济基本面与信贷表现不及预期的背景下，8月15日中国人民银行将中期借贷便利（MLF）利率和逆回购利率下调10BP至2.75%和2.00%，预计后续一年期LPR也将小幅下行。政策利率与贷款市场利率的下调将有助于降低融资成本，刺激融资需求。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、金融数据、房地产市场、国际油价等重要变量。

相关研究报告：

1. 《2022年6月利率债市场运行报告》，2022.7.15
2. 《2022年5月利率债市场运行报告》，2022.6.15
3. 《2022年4月利率债市场运行报告》，2022.5.15
4. 《2022年3月利率债市场运行报告》，2022.4.15
5. 《2020年2月利率债市场运行报告》，2022.3.15

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

Economic and financial data performed badly and the yield of 10-year government bonds fell

——July 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 394 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. Both the interest rates of Shibor and the interest rate of interbank negotiable certificates of deposit saw a slight increase. On the whole, the capital level was loose. The PBOC continued to make MLF at an equal amount and parity, and kept policy rate and loan rate stable. The PBOC maintained a prudent monetary policy and supported key industries to stabilize the economy. Next, the PBOC may accelerate the implementation of the determined policy measures, guide financial institutions to enhance the ability to serve the real economy and guide policy development banks to implement 800 billion yuan in credit scale and 300 billion yuan in financial instruments to support infrastructure construction.

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 500.828 billion yuan in July which is lower than the previous month's level. The issuance rates of newly issued central government bonds and newly issued policy bank bonds increased. The amount of local government bond issuances was 406.309 billion yuan and the net financing was -85.705 billion yuan, which decreased significantly compared to last month. In July, newly issued special bonds were 61.297 billion yuan. Until now, 94.7% of the newly issued special bonds limit for the year has been completed. On the whole, fiscal policy emphasizes stabilizing market participants, employment and prices, and promoting economic recovery.

In the secondary market of Chinese government bonds, the trading activity of treasury bonds and policy bank bonds increased. 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 returned to positive at the end of the month. In July, the likelihood of US economic recession rose and the US dollar index fell at the end of the month. At the same time, China's economy is gradually recovering, and consequently the RMB fluctuated within a narrow range during the month. We expected that the 10-year Treasury bond yields of China and the US will be inverted in August, and the RMB will continue to be under pressure.

On the whole, interest rate bond yields showed a downward trend in July, and the 10-year Treasury bond yield decreased to 2.76% at the end of the month. We expect that the policy interest rate cut will further drive the 10-year bond yield down. The PMI and macroeconomic data of industrial production, consumption, and investment reflect that the foundation for economic recovery is not yet solid, while financial data in July show that demand for financing is weak. In the context of weaker-than-expected economic fundamentals and credit performance, the POBC lowered the medium-term lending facility (MLF) interest rate and reverse repurchase rate by 10BP on August 15 to 2.75% and 2.00%. We expected that the one-year LPR will also drop slightly. The reduction in policy interest rates and lending market interest rates will help reduce financing costs and stimulate financing demand. In the follow-up, we can pay close attention to important variables such as the epidemic situation, the conflict between Russia and Ukraine, financial data, 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，月内净回笼 3940 亿元.....	2
(二) 7 月资金面宽松，LPR 维持不变.....	3
(三) 货币政策：保持稳健货币政策，支持稳经济大盘重点领域.....	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.....	9
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，月内净回笼 3940 亿元

2022年7月（下称“7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3940亿元。其中，逆回购投放量为840亿元，逆回购到期5180亿元；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7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
2022年6月	4000	0	0	0	0	6100	2100	2000	2000
2022年7月	-3940	400	0	0	0	840	5180	1000	1000

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，7月央行每日开展逆回购操作规模相对较小，连续多日小额投放30亿元逆回购。7月上旬每日到期的逆回购规模相对较大，7月中下旬到期逆回购规模缩量。最终，央行于月内实现逆回购净回笼4340亿元。

央行于7月15日开展1000亿元中期借贷便利（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%，已连续六个月保持不变。同日，央行开展30亿元7天逆回购操作，中标利率为2.10%，与上月持平。

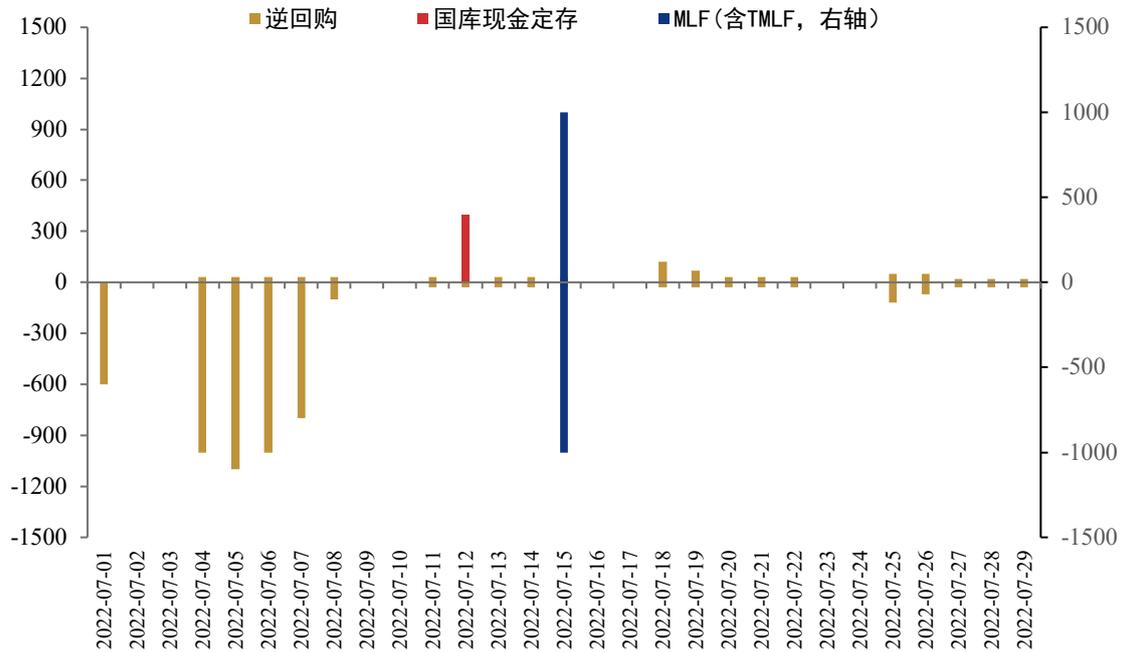


图 1: 2022年7月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼 (正值为投放, 负值为回笼, 单位: 亿元)

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7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%。

7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4.98亿元, 其中隔夜4.95亿元, 7天期0.03亿元。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0亿元。

此外, 7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521亿元。期末抵押补充贷款余额为25682亿元。

(二) 7月资金面宽松, LPR 维持不变

7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, 并于月末小幅抬升; 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。具体来看, R007月内多在1.6%-1.7%的区间内调整, 并于月末小幅走高, 7月29日升至1.7035%。DR007整体走势与R007相似, 多在1.5%-1.6%的区间内运行, 月末最后一周波动走高, 于7月29日升至1.6329%。R007-DR007价差也于7月末收窄至7.06BP。7月, DR007的月内均值为1.5595%, 与央行7天逆回购中标利率相差54.05BP。

以上针对关键货币资金价格的观察反映了7月资金面总体宽松, 最后一周7天回购利率受跨月因素影响有所上行。

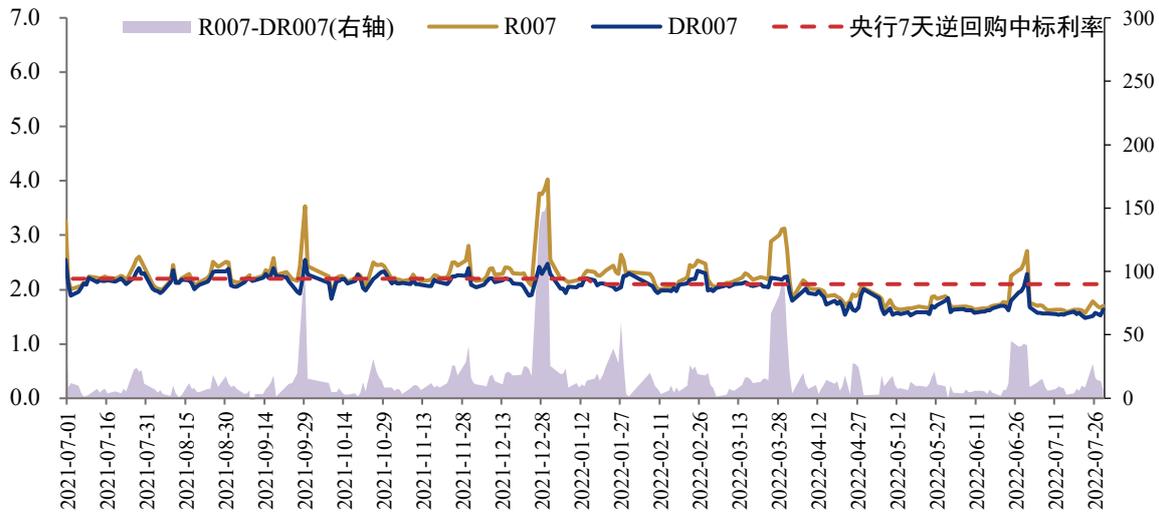


图2: R007、DR007利率及利差 (单位: %, BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

信贷市场方面, 7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。7月MLF中标利率与上月持平, LPR报价的定价基础未变。

7月, 不同期限Shibor利率呈下行趋势(见图3)。截至7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15.4BP、14.5BP和14.5BP。

7月同业存单到期收益率也呈现下行趋势(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下降24.59BP和18.62BP。

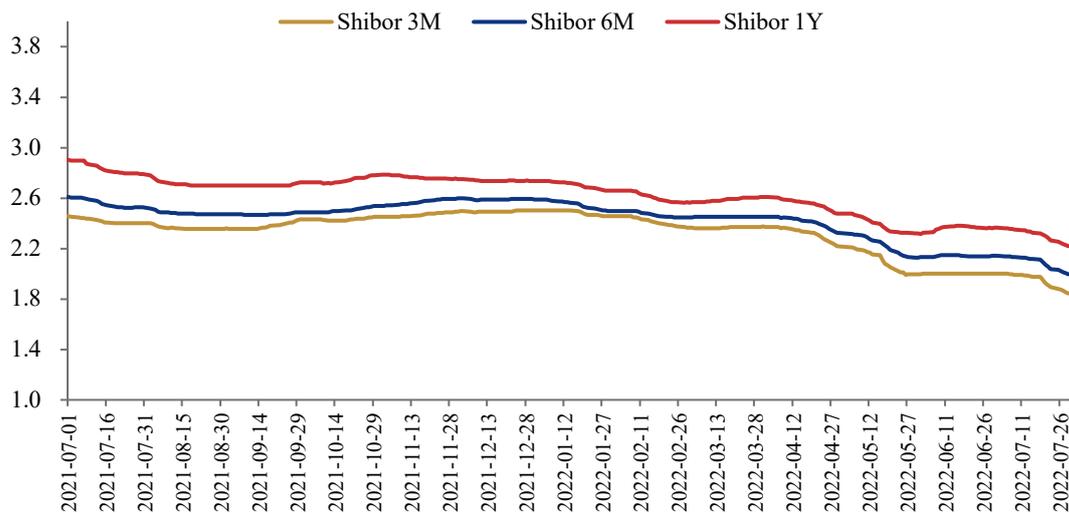


图3: Shibor利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

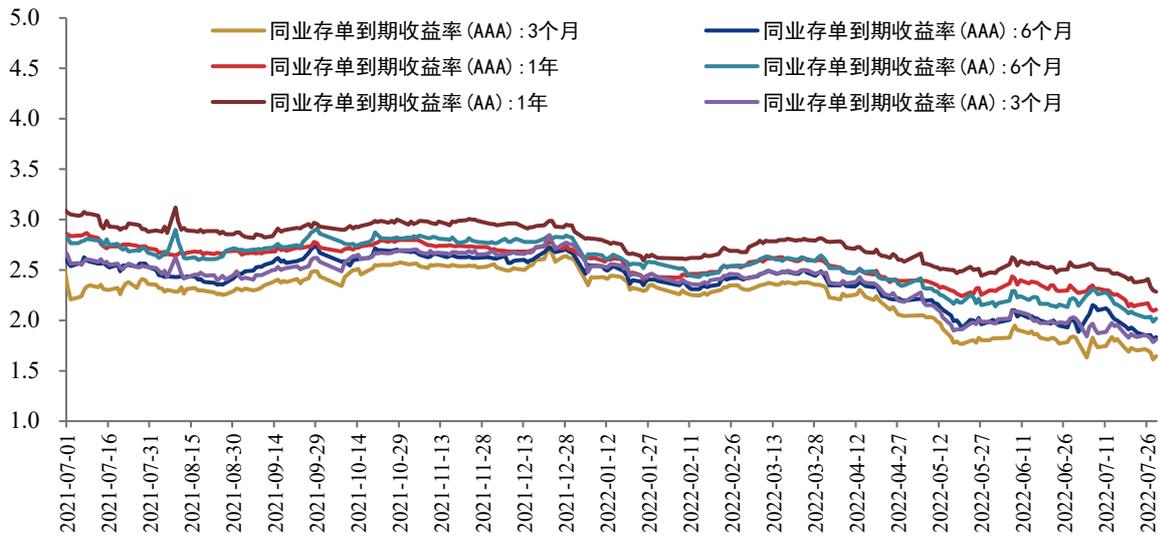


图 4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

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，7 月份发行量为 14622.6 亿元，环比下降 4310.9 亿元；净融资额为-3026.8 亿元，环比减少 5235.1 亿元。未来 3 个月（8 月-10 月），每月分别有 18863.8 亿元、11732.2 亿元和 13606.6 亿元到期（见图 5）。

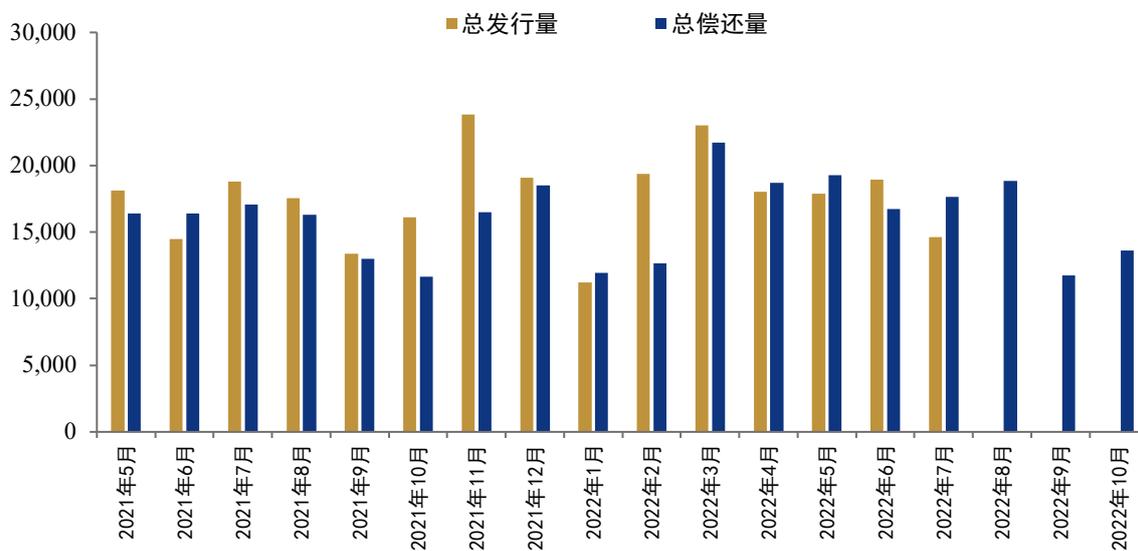


图 5：同业存单的发行与到期（数据截至 2022 年 7 月 31 日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷与社融方面，继 6 月金融数据超预期增长后，7 月金融数据总量与结构均不及预期。7 月新增人民币贷款 6790 亿元，同比少增 4010 亿元；7 月社会融资规模增量为 7561 亿元，同比少增 3191 亿元。从结构来看，居民和企事业中长期信贷融资需求仍处于恢复进程，企事业中长期贷款增加 3459 亿元，同比少增 1478 亿元；居民中长期贷款增加 1486 亿元，同比少增 2488 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
2022年5月	11.1	18900	11.0	27900
2022年6月	11.4	28100	11.2	51700
2022年7月	12.0	6790	11.0	7561

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(三) 货币政策: 保持稳健货币政策, 支持稳经济大盘重点领域

7月4日, 为解决重大项目资本金到位难等问题, 人民银行支持开发银行、农业发展银行分别设立金融工具, 规模共 3000 亿元, 用于补充投资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。开发银行、农发行在取得银保监会批复后, 注册设立基础设施基金公司, 并完成首批项目资本金投放。

7月25日, 人民银行、文化和旅游部联合印发《关于金融支持文化和旅游行业恢复发展的通知》指出, 发挥货币政策工具的总量和结构双重功能, 保持流动性合理充裕, 运用再贷款、再贴现等货币政策工具, 引导银行业金融机构改善和加强对文化和旅游企业的信贷服务; 鼓励各级文化和旅游行政部门加大对受疫情影响的企业提供贴息支持, 发挥政府性融资担保体系在降低文化和旅游企业融资成本中的作用。

7月28日, 中共中央政治局会议指出, 宏观政策要在扩大需求上积极作为, 财政货币政策要有效弥补社会需求不足, 货币政策要保持流动性合理充裕, 加大对企业的信贷支持, 用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。

7月, 央行继续平价续作 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, 央行在保持稳健货币政策的同时, 支持稳经济大盘重点领域。接下来央行将继续实施好稳健的货币政策, 加快落实已确定的政策措施; 并引导金融机构按照市场化、法治化原则, 增强金融服务实体经济的能力; 引导政策性开发性银行落实好新增 8000 亿元信贷规模和设立 3000 亿元金融工具, 支持基础设施建设。

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: 净融资环比下降, 10 年期发行利率上行

2022年7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16230.9亿元;7月共实现净融资5008.28亿元,较上月减少713.12亿元(见图6)。其中,国债和政策性银行债分别发行10535.8亿元和5695.1亿元,净融资额分别为3940.38亿元和1067.9亿元。

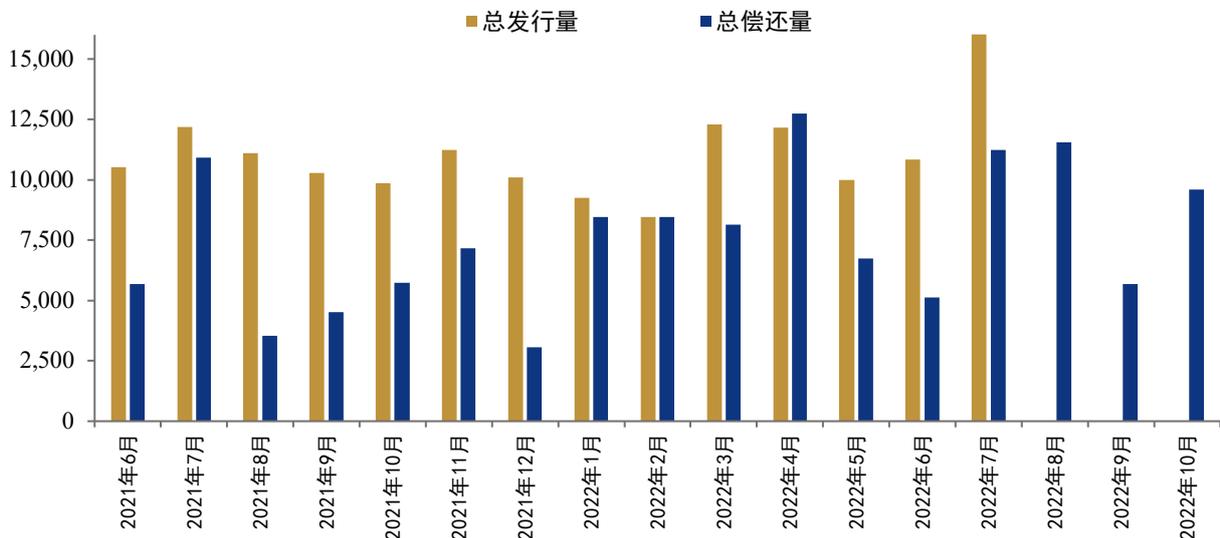


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2022年7月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看,7月,2年期、5年期与10年期国债发行利率均环比上扬;2年期与5年期政策利率债发行利率环比下行,10年期政策利率债发行利率有所上涨。国债方面,2年期与10年期国债加权平均发行利率环比涨幅较小,分别为0.89BP和1.9BP;5年期国债加权平均发行利率环比上行14.92BP。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下降8.07BP与0.5BP,10年期政策性银行债加权平均发行利率环比上升1.02BP。从发行利差来看,7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0.88BP至27.4BP(见图7)。

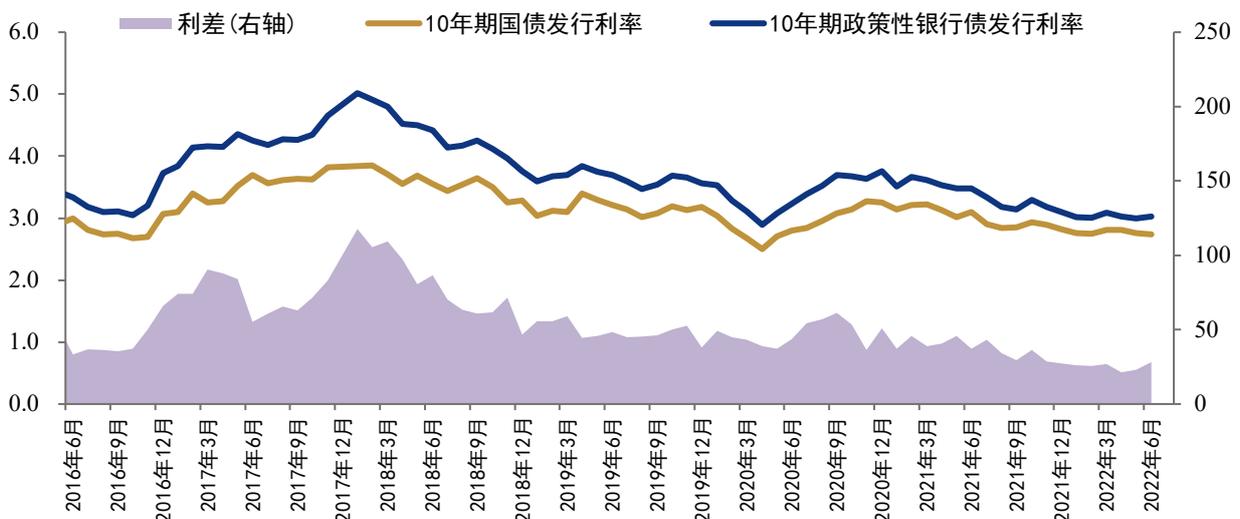


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2022年7月31日，单位：%，BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 地方债：7月地方政府债发行规模环比大幅下降

7月，全国地方债共发行4063.09亿元，较上月大幅缩减15273.52亿元；实现净融资-857.05亿元，较上月减少15850.65亿元（见图8）。新发行债券中有1248.29亿元为今年新增额度债券，占当月新发行地方债券的比重为30.7%。7月，地方债的平均发行期限为9.72年，10年期地方债平均发行利率为2.9819%，环比上升6.3BP。7月，地方债发行额最大的省份为重庆市，发行规模为389.93亿元；云南省、新疆维吾尔自治区与天津市等三个省市的地方债发行额也超过100亿元。

从专项债新增发行来看，7月新增专项债发行额为612.97亿元，占当月新增额度债券的比重约为49.1%，较上月新增专项债发行规模缩减13013.97亿元（见图9）。截至7月底，今年新增专项债发行规模达到34578.44亿元，占全年新增专项债务限额3.65万亿元的94.7%，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。

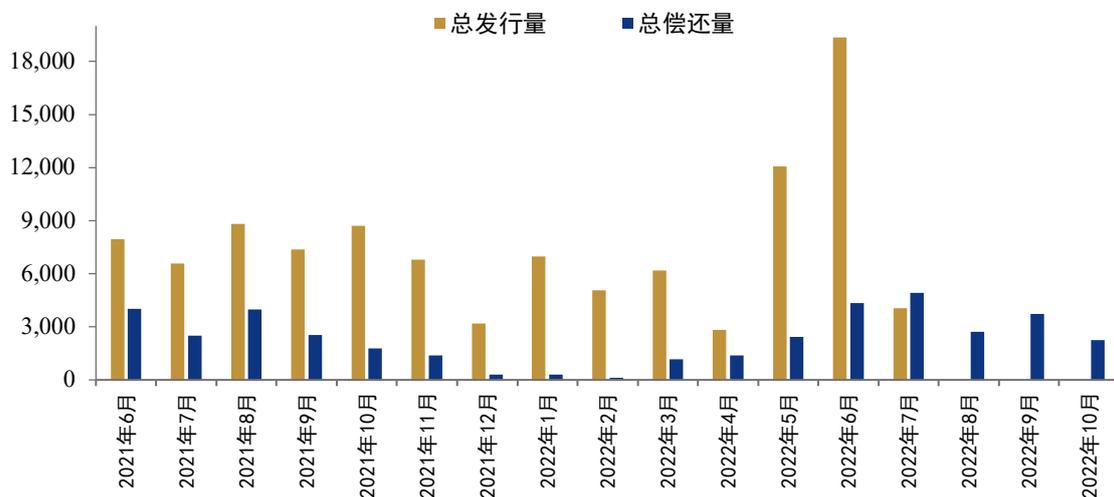


图8：地方债的发行与到期（数据截至2022年7月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

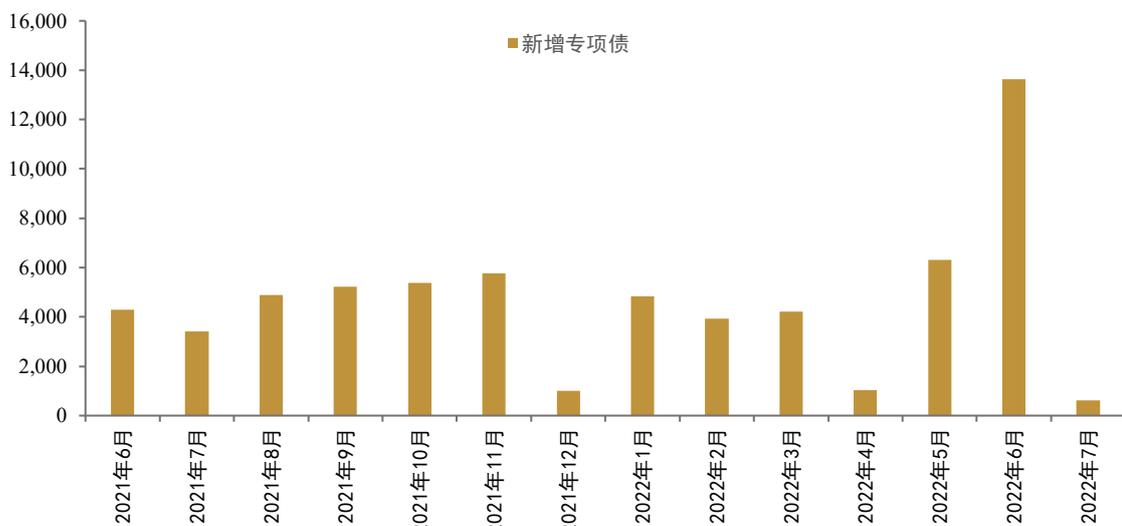


图9：新增专项债发行情况（数据截至2022年7月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 财政政策：稳市场主体稳就业稳物价，推动经济运行尽快回归正常轨道

7月12日，国务院总理李克强主持召开专家和企业家座谈会，分析经济形势，就做好下一步经济工作听取意见建议。会议指出，要全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，**抓住经济恢复重要窗口期，稳市场主体稳就业稳物价**，齐心协力在三季度巩固经济恢复向好基础，推动经济运行尽快回归正常轨道。

7月13日，国务院常务会议部署**加力稳岗拓岗的政策举措，确保就业大局稳定，继续通过保市场主体稳就业**；持续落实助企纾困政策，打通落实堵点，实行社保费缓缴、稳岗返还、就业补助等打包办理；要求多措并举扩消费，确定支持绿色智能家电消费的措施。

7月21日，国务院常务会议部署**持续扩大有效需求的政策举措，增强经济恢复发展拉动力**。会议指出，要建立推进有效投资重大项目协调机制；依法依规做好政策性开发性金融工具资金投放等工作，加快专项债资金使用，引导商业银行相应提供配套融资，政策性银行新增信贷额度要及时投放；各地按质量要求加快项目进度，创造条件确保建设工地不停工、相关产业链供应链不间断，在三季度形成更多实物工作量，并注意多用以工代赈办法给农民工提供打工机会。

7月28日，中共中央政治局会议指出，宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足，**用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额**。

7月29日，国务院常务会议部署进一步扩需求举措，**推动有效投资和增加消费**。会议指出，加快中央预算内投资项目实施，督促地方加快专项债使用；以市场化方式用好政策性开发性金融工具；除个别地区外，限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制；打通二手车流通堵点；延续免征新能源汽车购置税政策；支持刚性和改善性住房需求；鼓励地方对绿色智能家电、绿色建材等予以适度补贴或贷款贴息。

整体来看，财政政策强调**稳市场主体稳就业稳物价，推动经济运行尽快回归正常轨道**。具体来看，稳岗拓岗政策与促消费政策加力；为支持基建投资，政策性、开发性金融工具加速落地；加快专项债资金使用，各地按质量要求加快项目进度，在三季度形成更多实物工作量。

（二）二级市场

1. 利率债到期收益率下行，月末10年期国债收益率为2.76%

（1）国债与国开债成交活跃度上升，国债与国开债收益率波动下降

2022年7月，国债与国开债成交活跃度环比大幅上升。7月国债共成交49832.45亿元，成交额较上月增加13756.32亿元，其中：活跃券“21付息国债09”7月29日到期收益率为2.7843%，与上月末相比下降4.79BP；政策性银行债成交91939.84亿元，成交额较上月增加5952.17亿元，其中，活跃券“21国开15”7月29日到期收益率为3.0281%，较上月末下降8.01BP。

7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）。7月末中债10年期国债收益率为2.7560%，和上月末相比下降6.45BP；7月末10年期国开债到期收益率为2.9300%，与上月末相比下降12.09BP。

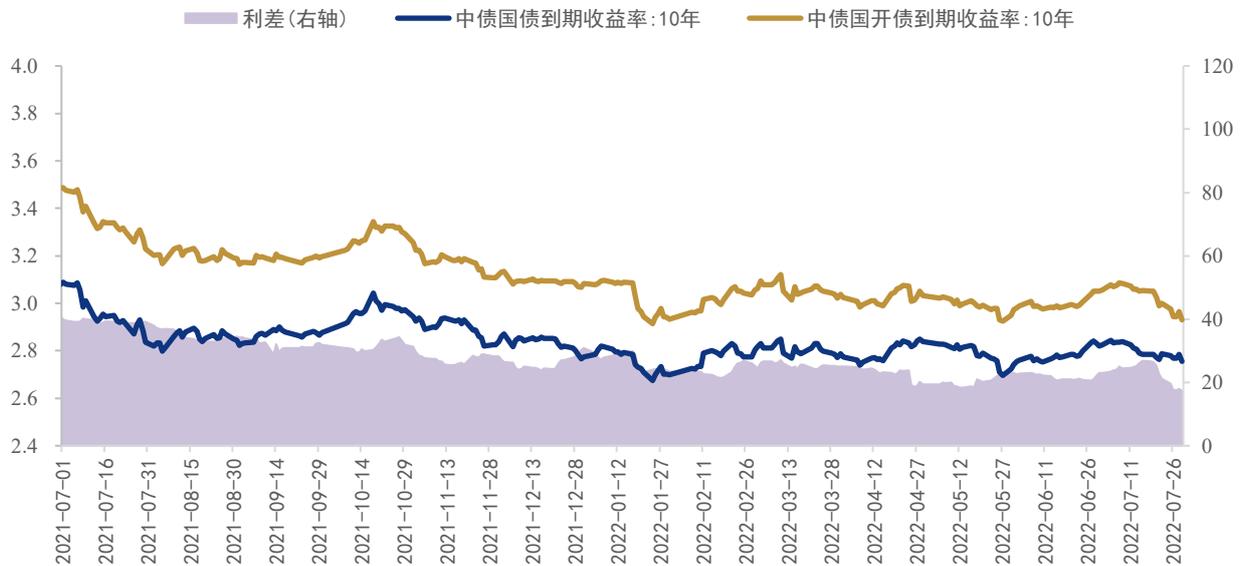


图 10: 10 年期国债与国开债利率走势及两者利差 (单位: %; BP)

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), 7 月, 10 年期国债收益率下行的主要原因在于经济复苏进程不及预期。疫情防控方面, 全国疫情总体上处于低水平波动状态, 少数地区疫情有所反弹, 呈现多点散发、多地频发的态势, 但各地在发生本土疫情后均能在较短的时间内有效控制, 疫情影响相对有限; 7 月 28 日召开的中共中央政治局会议重申要坚持“动态清零”, 同时也强调要保证影响经济社会发展的重点功能有序运转, 该保的要坚决保住。经济增长方面, 7 月 PMI 较上月下降 1.2 个百分点, 重返收缩区间, 反映出供需两端修复均不及预期; 7 月规模以上工业增加值同比增速为 3.8%, 比上月回落 0.1 个百分点, 7 月社会消费品零售总额同比增长 2.7%, 比上月回落 0.4 个百分点, 1-7 月房地产开发投资同比下降 6.4%, 反映出经济恢复的基础尚不牢固。政策方面, 7 月下旬召开的国常会与中共中央政治局会议均强调宏观经济政策要继续扩大有效需求, 同时 7 月央行继续维持政策利率与贷款市场报价利率平稳。总的来说, 7 月的疫情防控情况、经济数据以及政策信号共同反映出宏观经济仍处于恢复进程, 带动 10 年期国债收益率整体下行。

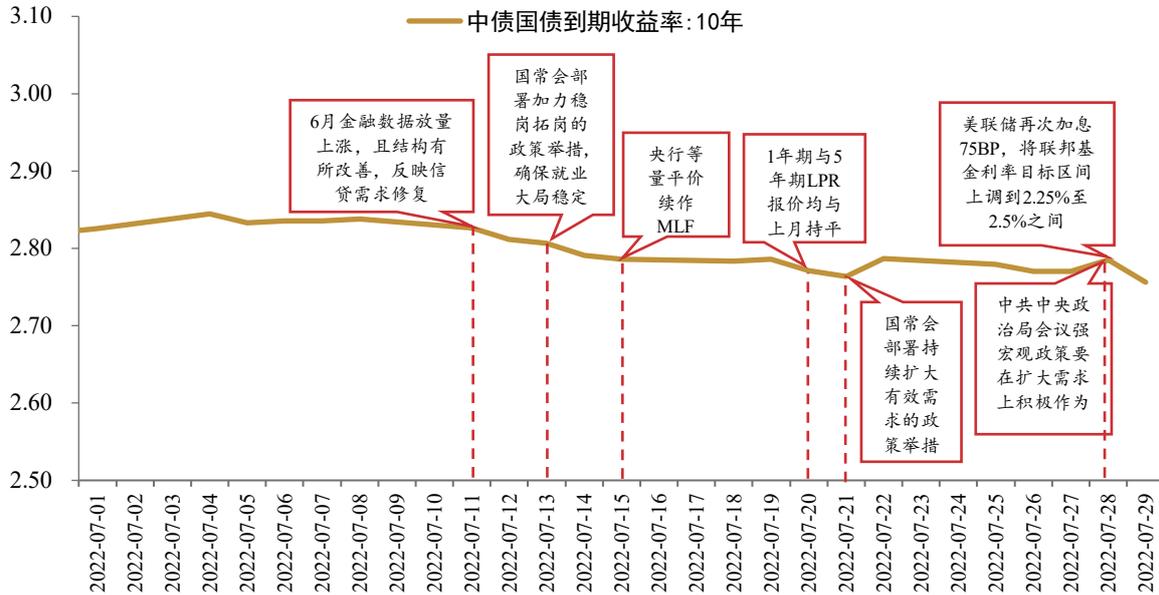


图 11: 10 年期国债利率走势及相关影响因素 (单位: %)

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 6 月末相比, 2022 年 7 月末多个期限国债收益率均有所回落。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 8.81BP、11.62BP、12.63BP、13.93BP、10.01BP 和 6.45BP。7 年期与 10 年期国债收益率的倒挂情况得到修复。从国债期限利差来看, 与 2022 年 6 月末相比, 2022 年 7 月末 5Y-2Y 国债期限利差收窄 2.31BP 至 34.81BP; 10Y-5Y 国债期限利差则从 16.76BP 走阔至 24.24BP (见图 12)。

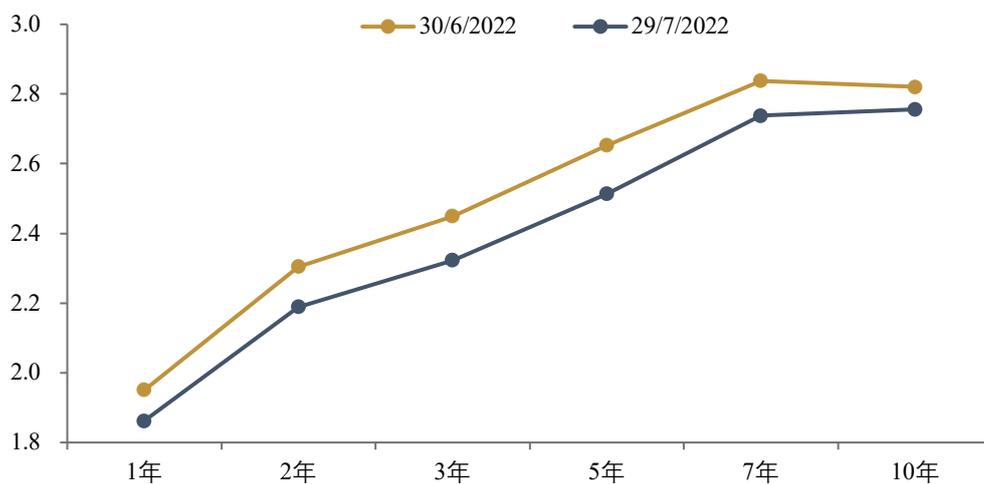


图 12: 2022 年 7 月末各期限中债国债到期收益率及其与 2022 年 6 月末比较 (单位: %)

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, 7 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, 7 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行 13.91BP、11.85BP、14.29BP、9.95BP、

13.31BP 和 12.09BP。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，7 月末 5Y-2Y 国开债期限利差由 37.03BP 走阔至 38.93BP；10Y-5Y 国开债期限利差由 25.79BP 收窄至 23.65BP（见图 13）。

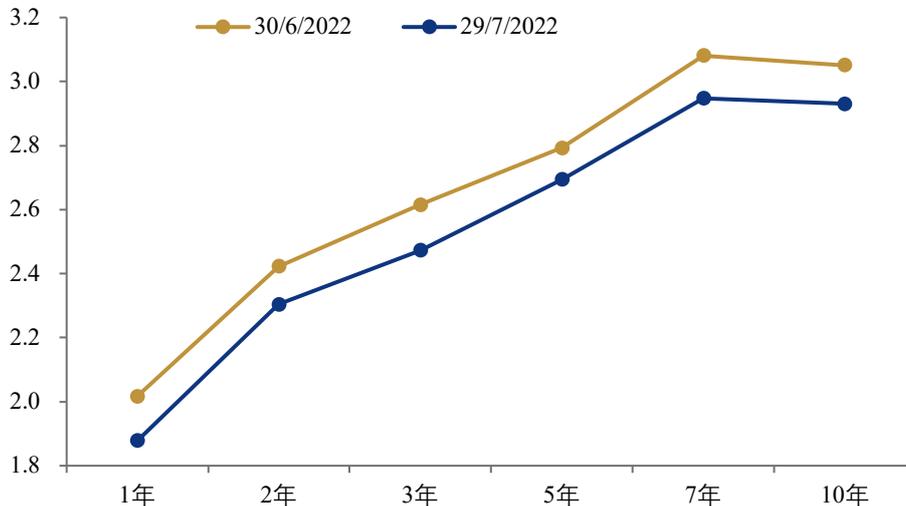


图 13: 2022 年 7 月末各期限中债国开债到期收益率及其与 2022 年 6 月末比较 (单位: %)

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行趋势

7 月份, 主要中长期地方政府债到期收益率呈下行趋势, 7 月末 10 年期 AAA 级地方政府债到期收益率较上月末下降 15.76BP (见图 14)。

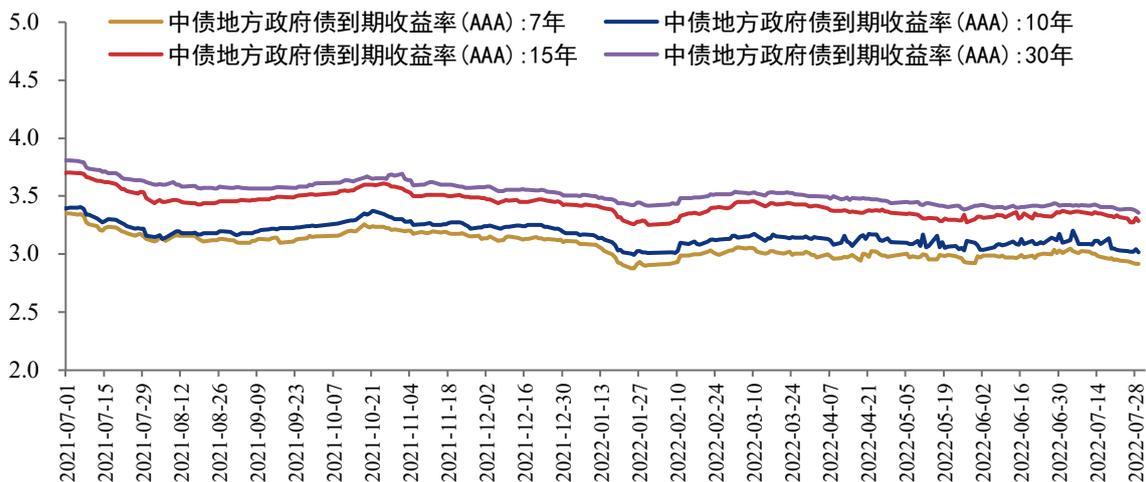


图 14: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2.10 年期美债收益率下行, 人民币贬值压力犹存

从国际角度来看, 7 月日本货币政策与美欧货币政策持续分化, 月末中美、中英、中德利差较上月末小幅走阔, 中日利差走势相对平稳 (见图 15)。具体来看, 美联储于 7 月 FOMC 议息会议继续加息 75BP, 将联邦基金利率目

标区间上调到 2.25%至 2.5%之间，但美国二季度实际 GDP 年化季率初值录得-0.9%，陷入“技术性衰退”。受经济硬着陆预期深化的影响，月末 10 年期美债收益率回落至 2.67%，中美利差由上月末-15.95BP 走阔至 8.6BP。欧洲央行也开启加息进程，欧洲央行 7 月会议决定将欧元区三大关键利率上调 50 个基点；但德国二季度 GDP 环比为 0.0%，经济处于衰退边缘，月内 10 年期德国国债收益率下行 54BP，月末中德利差较上月末走阔 47.55BP。英国二季度 GDP 环比萎缩 0.1%，带动月内 10 年期英国国债收益率下降 31.69BP，月末中英利差环比走阔 25.24BP。另一方面，日本央行继续坚持货币宽松立场，月内日本 10 年期国债收益率波动相对较小，月末中日利差与上月末基本持平。

7 月，美国经济衰退预期强化带动美元指数于月末回落，同时我国经济逐步修复，综合作用下月内人民币窄幅震荡（见图 16）。7 月 29 日，美元兑人民币即期汇率为 6.7390%，人民币较上月末贬值 0.57%。美联储下一次加息时点为 9 月，而 8 月 15 日中国人民银行已将中期借贷便利(MLF)利率和逆回购利率下调 10BP 至 2.75%和 2.00%，政策利率下调将带动中国国债收益率延续下行走势，预计 8 月中美利差将呈倒挂趋势，人民币币值继续承压。

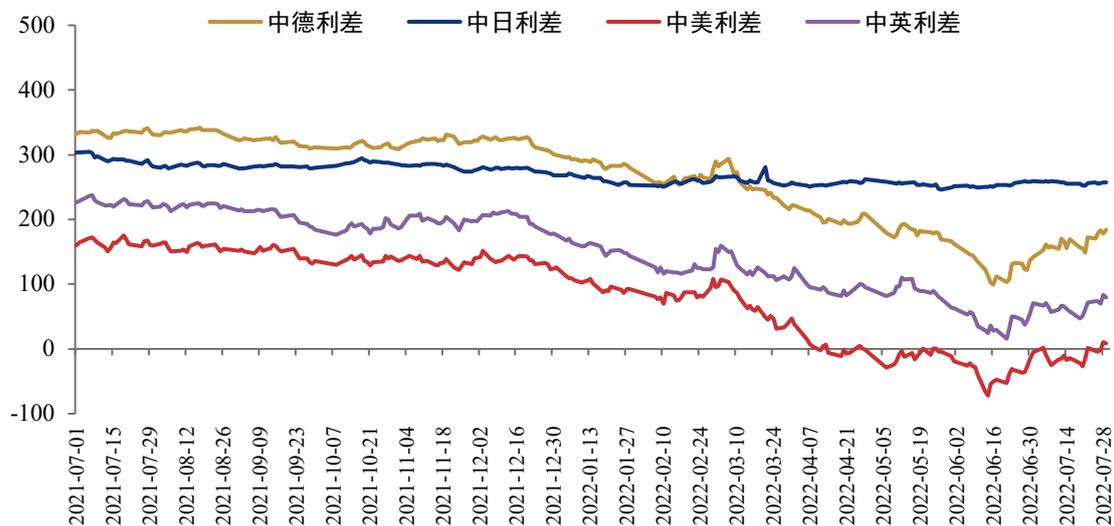


图 15: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

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 7 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，7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3940亿元。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，并于月底小幅抬升；1年期与5年期以上LPR均维持前值不变；Shibor利率与同业存单到期收益率均呈下行趋势。整体来看，7月资金面总体宽松；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；央行在保持稳健货币政策的同时，支持稳经济大盘重点领域。接下来央行将继续实施好稳健的货币政策，加快落实已确定的政策措施；并引导金融机构按照市场化、法治化原则，增强金融服务实体经济的能力；引导政策性开发性银行落实好新增8000亿元信贷规模和设立3000亿元金融工具，支持基础设施建设。

利率债市场方面，从一级市场来看，7月国债和政策性银行债净融资共实现5008.28亿元，环比下降713.12亿元；10年期国债与10年期政策性银行债发行利率均环比上行。7月地方债共发行4063.09亿元，并实现净融资-857.05亿元，环比大幅减少；新增专项债发行612.97亿元，累计已完成全年新增专项债务限额3.65万亿元的94.7%。整体来看，财政政策强调稳市场主体稳就业稳物价，推动经济运行尽快回归正常轨道；稳岗拓岗政策与促消费政策加力；为支持基建投资，政策性、开发性金融工具加速落地；加快专项债资金使用，各地按质量要求加快项目进度，在三季度形成更多实物工作量。

从利率债二级市场来看，7月国债与国开债成交活跃度环比大幅上升；10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动下降；主要中长期地方政府债到期收益率呈下行趋势；海外主要经济体国债收益率走势不一，月末中美10年期国债收益率利差回正；7月，美国经济衰退预期强化带动美元指数于月末回落，同时我国经济逐步修复，综合作用下月内人民币窄幅震荡。预计8月中美利差将呈倒挂趋势，人民币币值继续承压。

综合来看，7月利率债收益率呈下行趋势，月末10年期国债收益率回落至2.76%，预计未来一段时间政策利率下调将进一步带动10年期国债收益率下行。7月PMI数值与生产、消费、投资等宏观经济数据反映出经济恢复的基础尚不牢固，同时7月的金融数据显示实体融资需求偏弱。在经济基本面与信贷表现不及预期的背景下，8月15日中国人民银行将中期借贷便利（MLF）利率和逆回购利率下调10BP至2.75%和2.00%，预计后续一年期LPR也将小幅下行。政策利率与贷款市场利率的下调将有助于降低融资成本，刺激融资需求。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、金融数据、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

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。