

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

降息落地，十年期国债收益率续降

——2022年8月利率债市场运行报告

摘要

货币市场与货币政策方面，8月，央行将MLF与逆回购中标利率分别下调10BP，缩量减价续作MLF，公开市场操作和MLF共实现净回笼2060亿元。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，并于月底显著抬升；LPR报价呈非对称式下调，1年期LPR为3.65%，较前值3.7%下调5BP；5年期以上LPR为4.3%，较前值4.45%下调15BP；Shibor利率与同业存单到期收益率均呈下行趋势。整体来看，8月资金面总体宽松；央行缩量减价续作MLF，下调政策利率与贷款基础利率；接下来央行将保持货币信贷平稳适度增长，增加对实体经济贷款投放，保障房地产合理融资需求，用好政策性开发性金融工具，加大对重点领域相关项目的支持力度，尽快形成实物工作量。

利率债市场方面，从一级市场来看，8月国债和政策性银行债净融资共实现4599.66亿元，环比下降408.62亿元；10年期国债与10年期政策性银行债发行利率均环比下行。8月地方债共发行3909.42亿元，并实现净融资1191.76亿元，环比大幅增加；新增专项债发行515.89亿元，累计已完成全年新增专项债务限额3.65万亿元的96.15%。8月24日国常会提出，依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕，预计9月、10月新增专项债将放量发行。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，8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；中国货币政策与美欧货币政策显著分化，中美、中英、中德利差迅速收窄，其中中美、中英利差连续多日成倒挂走势；8月，美联储鹰派表态带动美元指数持续走强，而我国政策性降息落地，中美利差倒挂再次走阔导致人民币贬值压力增加。预计近期人民币币值将在央行所容忍的区间内波动下行。

综合来看，8月利率债收益率呈下行趋势，月末10年期国债收益率降至2.62%，预计未来一段时间政策利率将保持稳定，经济修复将带动10年期国债收益率小幅回升。8月，需求回暖带动制造业景气水平改善，PMI较前值上升0.4个百分点；金融数据回暖，企业中长期贷款需求在基建项目融资发力带动下显著回升。9月初，稳经济一揽子政策的接续政策措施推出，加力巩固经济恢复发展的基础。经济修复与政策发力将带动10年期国债收益率小幅回升。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7月利率债市场运行报告》，2022.8.15
2. 《2022年6月利率债市场运行报告》，2022.7.15
3. 《2022年5月利率债市场运行报告》，2022.6.15
4. 《2022年4月利率债市场运行报告》，2022.5.15
5. 《2022年3月利率债市场运行报告》，2022.4.15
6. 《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

The PBOC cut key interest rates and the yield of 10-year government bonds continued to fall

—August 2022 China's government bond market operation report

Summary

In the money market, the People's Bank of China (PBOC) lowered the Medium-term Lending Facility (MLF) rate and 7-day repo rate by 10BP respectively. The MLF injected 400 billion yuan to hedge the expiration of the previous MLF (600 billion yuan). The PBOC's open market operations (excluding Central Bank Bills Swap or CBS) achieved a net withdrawal of 206 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) was cut from 3.7% to 3.65% and five-year LPR was cut from 4.45% to 4.3%. Both the interest rates of Shibor and the interest rate of interbank negotiable certificates of deposit saw a decrease. On the whole, the capital level was loose. The PBOC reduced the volume of MLF and lowered the policy interest rate and loan base interest rate. Next, the PBOC will keep money and credit growth stable, increase lending to the real economy, and keep financing for the real estate sector stable. The PBOC will also make good use of policy development financial tools and increase support for related projects in key areas to form the physical workload as soon as possible.

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 459.966 billion yuan in August which is lower than the previous month's level. The issuance rates of newly issued central government bonds and newly issued policy bank bonds decreased. The amount of local government bond issuances was 390.942 billion yuan and the net financing was 119.176 billion yuan, which increased slightly compared to last month. In August, newly issued special bonds were 51.589 billion yuan. Until now, 96.15% of the newly issued special bonds limit for the year has been completed. On August 24, the State Council executive meeting proposed that balance of special-purpose bond quota worth over 500 billion yuan should be utilized pursuant to law and issued by end of October. We expect that new special bonds will be issued in large quantities in September and October. Fiscal policy emphasizes strengthening macro-policy adjustment and planning incremental policy tools.

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 an decrease. The yields of local government bonds also showed a downward trend. China's monetary policy and the monetary policy of the United States and Europe are significantly different, and the interest rate gap between China and the United States, China and Britain, and China and Germany have narrowed rapidly. Among them, the interest rate gap between China and the United States and China and the United Kingdom has been in an inverted trend for several consecutive days. In August, the Federal Reserve's hawkish statement drove the US dollar index Continued to strengthen, and the PBOC cut policy interest rates. Consequently, the

inversion of China-US interest rate gap has widened again, which has increased the pressure on RMB depreciation. We expect that the value of the RMB will fluctuate within the range tolerated by the central bank in the near future.

On the whole, the interest rate bond yield in August showed a downward trend, and the 10-year government bond yield dropped to 2.62% at the end of the month. It is expected that the policy interest rate will remain stable for a period of time in the future, and the economic recovery will drive the 10-year government bond yield to rebound slightly. In August, the recovery in demand led to an improvement in the manufacturing sector, and the PMI rose by 0.4. Financial data showed that the demand for medium and long-term loans of enterprises rebounded significantly, driven by the financing of infrastructure projects. In early September, successive policies and measures to stabilize the economic package were launched to strengthen the foundation for economic recovery. Economic recovery and policy efforts will drive the yield on the 10-year treasury bond to rebound slightly. 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) 央行缩量减价续作 MLF，月内净回笼 2060 亿元.....	2
(二) 8 月资金面宽松，LPR 非对称式下调.....	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利更高质量支持.....	6
二、利率债市场运行.....	7
(一) 一级市场与财政政策.....	7
三、总结与展望.....	14

一、货币市场与货币政策

(一) 央行缩量减价续作 MLF，月内净回笼 2060 亿元

2022年8月(下称“8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2060亿元。其中,逆回购投放量为460亿元,逆回购到期520亿元;MLF(含TMLF)投放4000亿元,MLF(含TMLF)回笼6000亿元(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8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
2022年8月	-2060	400	400	0	0	460	520	4000	6000

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

具体来看,8月,一级交易商的投标量继续减少,人民银行相应进一步降低逆回购操作量。8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20亿元逆回购,叠加逆回购到期规模也相对较小,最终央行于月内实现逆回购净回笼60亿元。

央行于8月15日开展4000亿元中期借贷便利(MLF)操作,期限1年,对冲8月16日到期的6000亿元MLF。此次1年MLF操作的中标利率为2.75%,较前值下降10BP。同日,央行开展20亿元7天逆回购操作,中标利率为2.00%,较前值下降10BP。

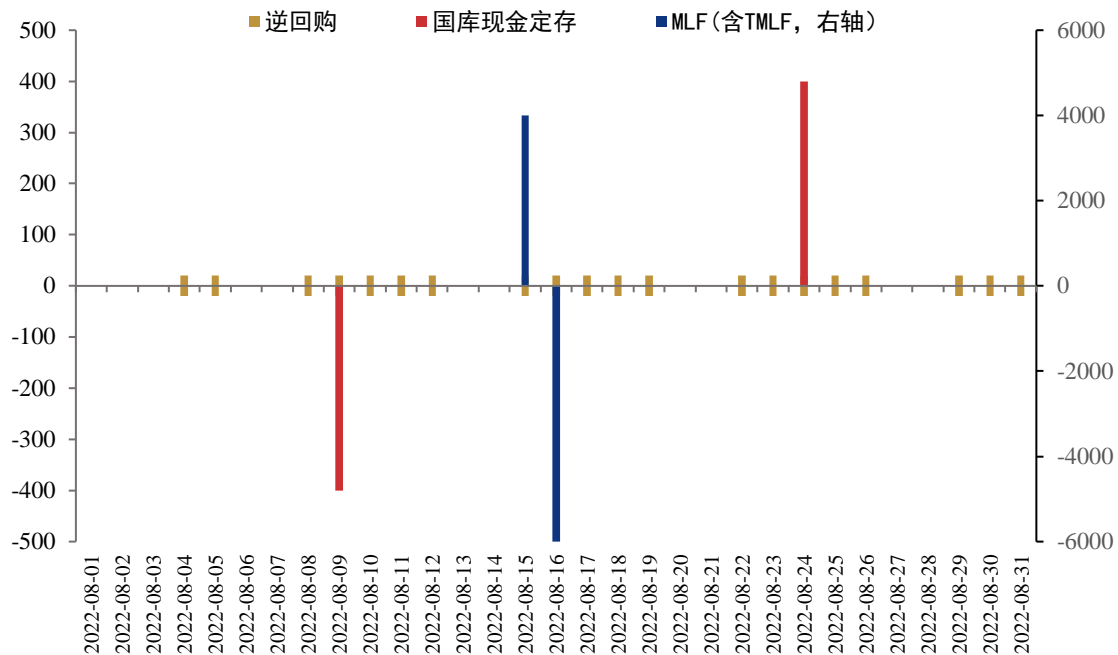


图 1: 2022年8月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼 (正值为投放, 负值为回笼, 单位: 亿元)

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8月30日开展了央行票据互换(CBS)操作, 操作量为50亿元, 期限3个月, 面向公开市场业务一级交易商进行固定费率数量招标, 费率为0.10%。

8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6.84亿元, 期限均为隔夜。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, 自2022年8月15日起, 隔夜、7天、1个月常备借贷便利利率分别为2.85%、3.00%、3.35%, 均下降10BP。

此外, 8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282亿元。期末抵押补充贷款余额为25399亿元。

(二) 8月资金面宽松, LPR非对称式下调

8月15日, 央行公开市场7天逆回购操作中标利率为2.0%, 较前置下降10BP。

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, 并于月末显著回升; 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1.4%-1.7%的区间内调整, 并于月末持续走高, 8月31日升至1.6932%。DR007整体走势与R007相似, 多在1.3%-1.6%的区间内运行, 月末最后一周波动走高, 于8月31日升至1.7170%, 逐渐逼近2.0%的政策利率。R007-DR007价差也于8月末收窄至-2.38BP。8月, DR007的月内均值为1.4170%, 与央行7天逆回购中标利率相差58.30BP。

以上针对关键货币资金价格的观察反映了8月资金面总体宽松, 最后一周7天回购利率受政府债缴款、缴准及跨月资金需求因素影响有所上行。

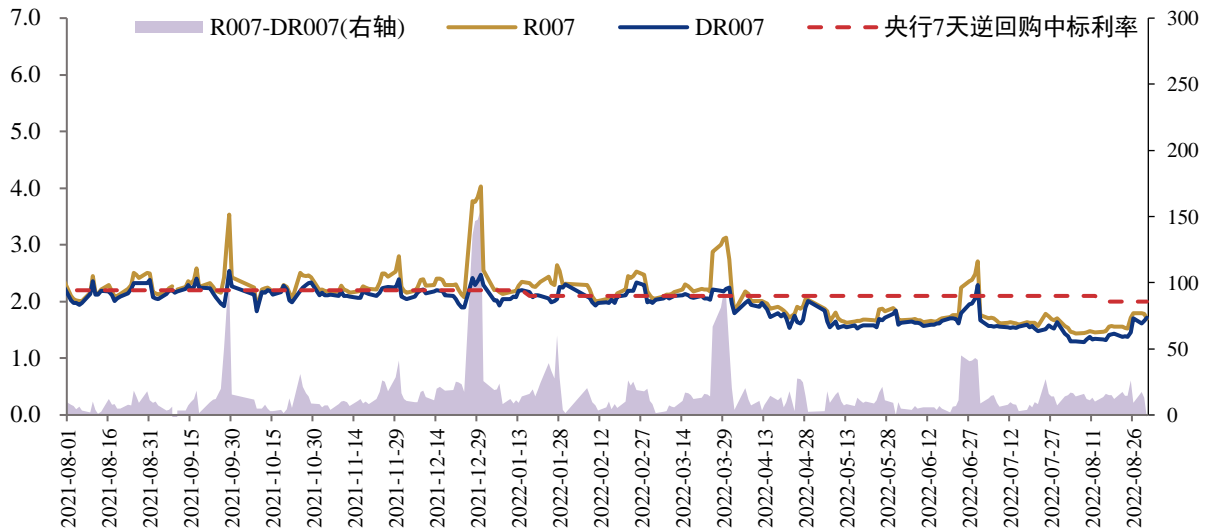


图 2: R007、DR007 利率及利差 (单位: %, BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

信贷市场方面, 8月22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3.65%, 较前值3.7%下调5BP; 5年期以上LPR为4.3%, 较前值4.45%下调15BP。8月MLF中标利率较上月下调10BP, LPR报价随之呈现非对称式下降。1年期LPR降幅较小主要是为避免企业利用贷款资金空转套利, 5年期LPR降幅超预期则是为提振居民刚性住房需求, 传达出强烈的“稳地产”信号。

8月, 不同期限Shibor利率呈下行趋势(见图3)。截至8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24.6BP、24.6BP和24.4BP。

8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AAA级1年期同业存单收益率与上月末相比分别下降14.12BP和17.12BP。

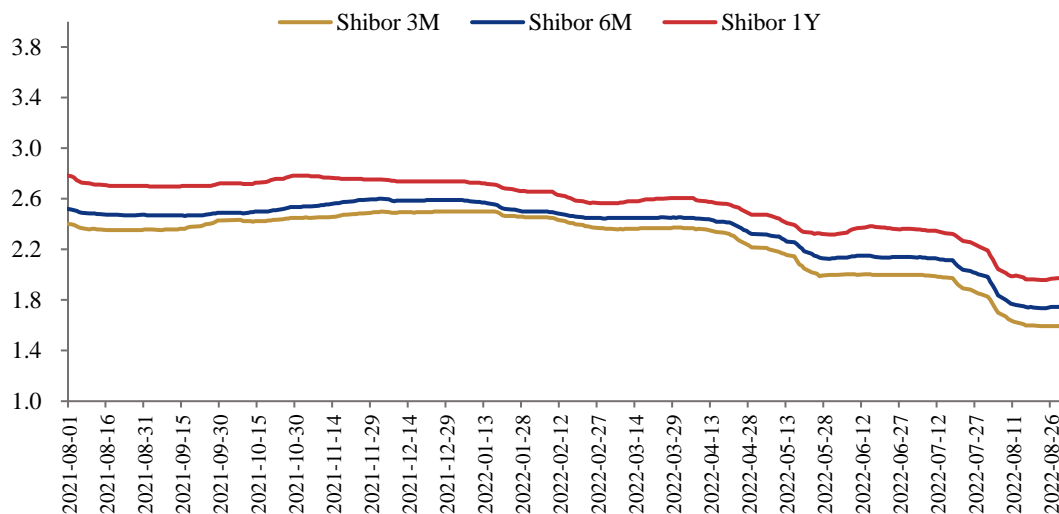


图 3: Shibor 利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

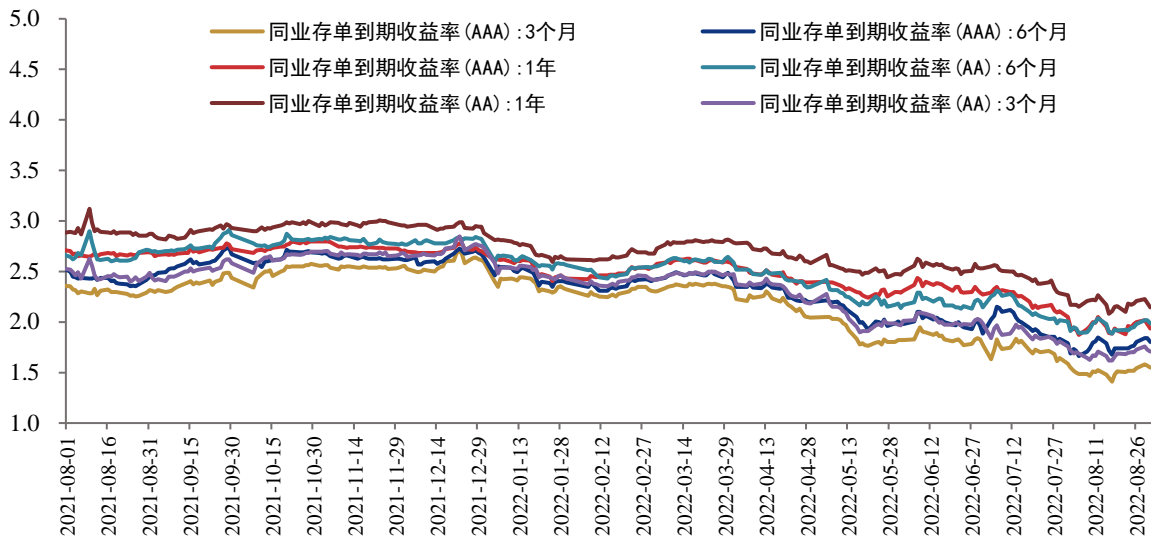


图4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

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，8月份发行量为15312.20亿元，环比增长689.6亿元；净融资额为-3551.6亿元，环比减少524.8亿元。未来3个月（9月-11月），每月分别有12966.5亿元、13938.8亿元和19878.0亿元到期（见图5）。

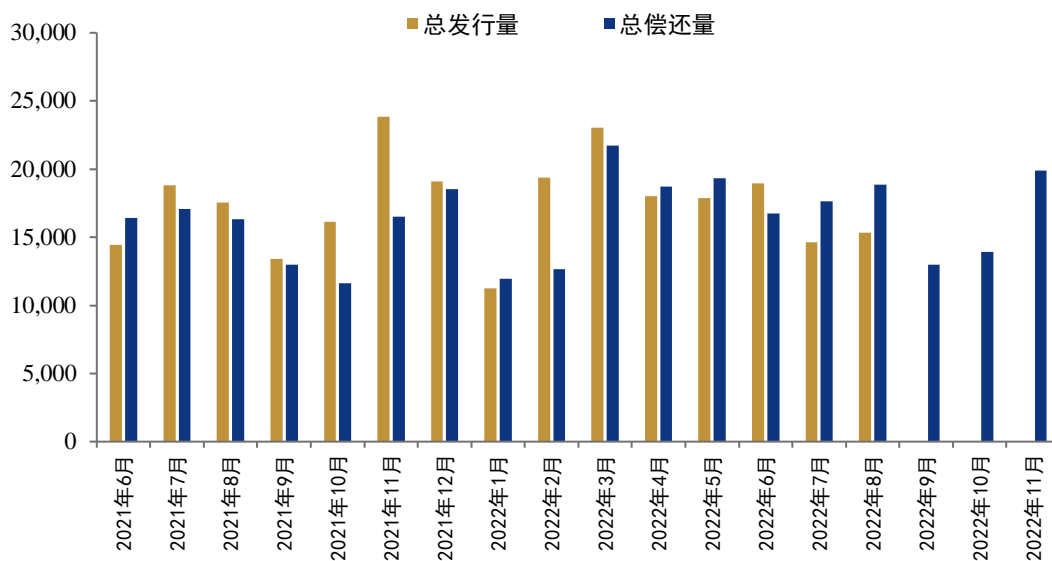


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2022年8月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷与社融方面，继7月金融数据总量与结构均不及预期后，8月金融数据回暖。8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比多增390亿元；8月社会融资规模增量为2.43万亿元，同比少增5571亿元。从结构来看，企事业中长期信贷融资需求明显改善，企事业中长期贷款增加7353亿元，同比多增2138亿元；居民中长期信贷需求相对疲弱，居民中长期贷款增加2658亿元，同比少增1601亿元。

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
2022年8月	12.2	12500	10.9	24300

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量更高质量支持

8月1日, 人民银行召开2022年下半年工作会议, 部署下一步重点工作: **保持货币信贷平稳适度增长, 稳妥化解重点领域风险, 完善宏观审慎管理体系, 深化金融市场改革, 稳步提升人民币国际化水平, 深入参与全球金融治理, 以及持续提升金融服务和管理水平。**

8月10日, 人民银行发布2022年第二季度中国货币政策执行报告。报告提出, **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, 搞好跨周期调节, 兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡, 坚持不搞“大水漫灌”, 不超发货币, 为实体经济提供更有力量、更高质量的支持; 要保持流动性合理充裕, 加大对企业的信贷支持, 用好政策性开发性金融工具, 重点发力支持基础设施领域建设, 保持货币供应量和社会融资规模合理增长, 力争经济运行实现最好结果; 展望未来, 信贷增长将与我国经济从高速增长转向高质量发展进程相适应, 更加重视总量稳、结构优。**

8月22日, 人民银行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会。会议指出, 主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维, 充分发挥带头和支柱作用, 保持贷款总量增长的稳定性; **要增加对实体经济贷款投放, 进一步做好对小微企业、绿色发展、科技创新等领域的信贷支持工作; 要保障房地产合理融资需求; 要依法合规加大对平台经济重点领域的金融支持; 政策性开发性银行要用好政策性开发性金融工具, 加大对重点领域相关项目的支持力度, 尽快形成实物工作量, 并带动贷款投放; 要坚持市场化、法治化原则, 统筹信贷平稳增长和防范金融风险之间的关系。**

8月, 央行缩量续作4000亿MLF, 并将中期借贷便利(MLF)和公开市场逆回购的中标利率相应下调10BP至2.75%和2.00%。LPR报价也相应下调, 1年期LPR为3.65%, 较前值3.7%下调5BP; 5年期以上LPR为4.3%, 较前值4.45%下调15BP。央行加大稳健货币政策实施力度, 下调关键政策利率与贷款基准利率。接下来央行将保持货币信贷平稳适度增长, 增加对实体经济贷款投放, 保障房地产合理融资需求, 用好政策性开发性金融工具, 加大对重点领域相关项目的支持力度, 尽快形成实物工作量。

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年期发行利率下行

2022年8月，国债和政策性银行债的合计发行量环比稍降，共发行16138.3亿元；8月共实现净融资4599.66亿元，较上月减少408.62亿元（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行10381.0亿元和5757.3亿元，净融资额分别为1414.36亿元和3185.3亿元。

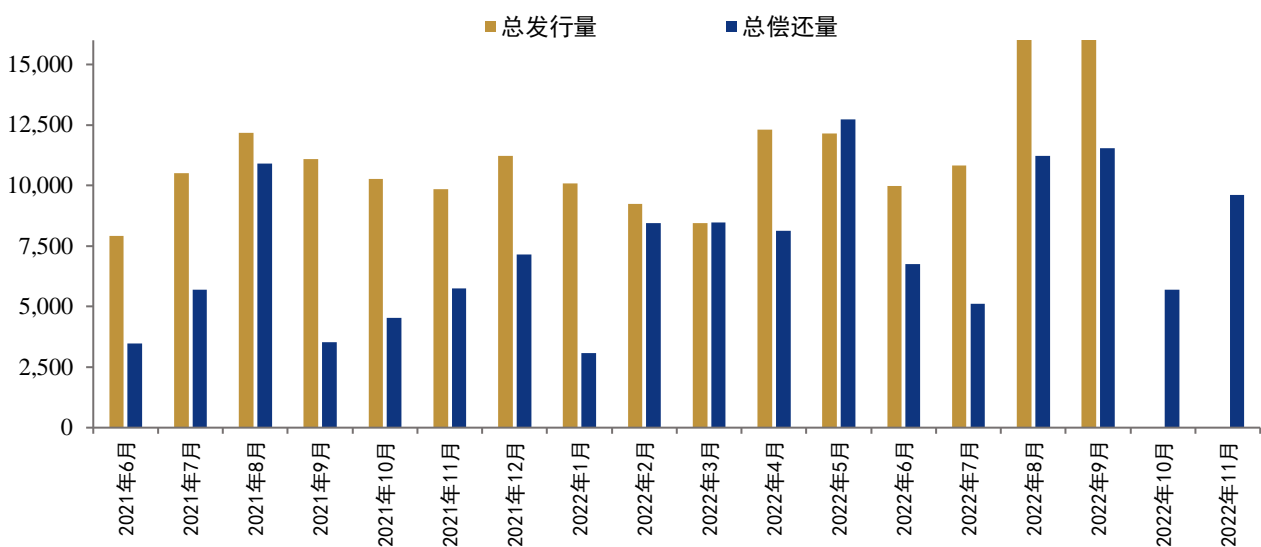


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2022年8月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，8月，2年期、5年期与10年期国债发行利率均环比下行；2年期、5年期与10年期政策性银行债发行利率也均呈环比下行走势。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大，分别为9.45BP和10.99BP；5年期国债加权平均发行利率环比下行5.37BP。政策性银行债方面，2年期与10年期政策性银行债加权平均发行利率分别环比下降14.87BP与15.13BP，5年期政策性银行债加权平均发行利率环比下降24.72BP。从发行利差来看，8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4.14BP至23.26BP（见图7）。

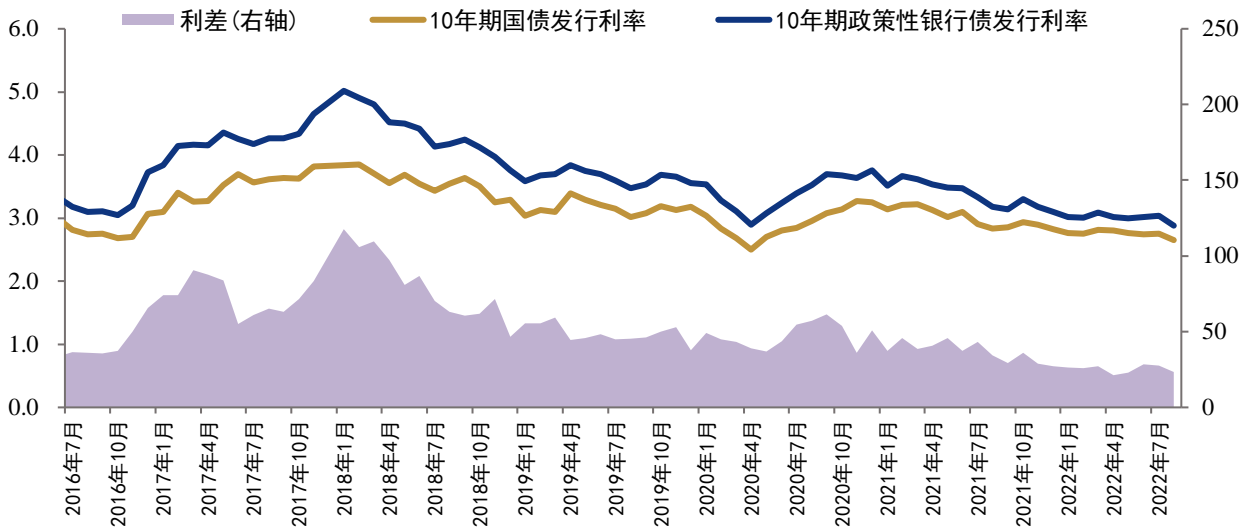


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2022年8月31日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 地方债：8月发行规模环比下行，未来两月新增专项债发行可期

8月，全国地方债共发行3909.42亿元，较上月缩减153.67亿元；实现净融资1191.76亿元，较上月增加2048.81亿元（见图8）。新发行债券中有642.22亿元为今年新增额度债券，占当月新发行地方债券的比重为16.43%。8月，地方债的平均发行期限为8.54年，10年期地方债平均发行利率为2.8326%，环比下降14.93BP。8月，地方债发行额最大的省份为山东省，发行规模为510.73亿元；浙江省与江苏省的地方债发行额也超过400亿元。

从专项债新增发行来看，8月新增专项债发行额为515.89亿元，占当月新增额度债券的比重约为80.33%，较上月新增专项债发行规模缩减97.08亿元（见图9）。截至8月底，今年新增专项债发行规模达到35094.32亿元，占全年新增专项债务限额3.65万亿元的96.15%，今年新增专项债发行任务基本完成。8月24日国常会提出，依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕，预计9月、10月新增专项债将放量发行。

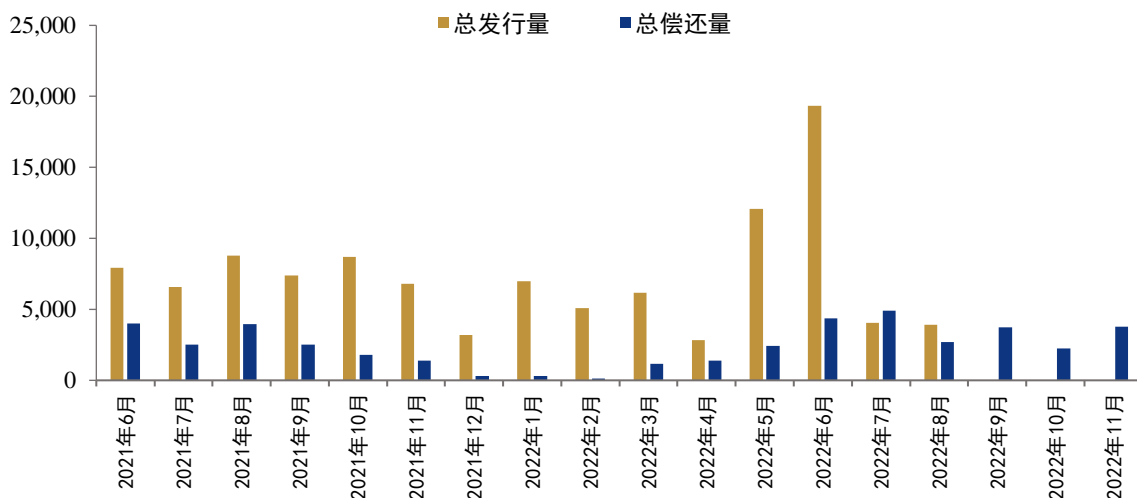


图8：地方债的发行与到期（数据截至2022年8月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

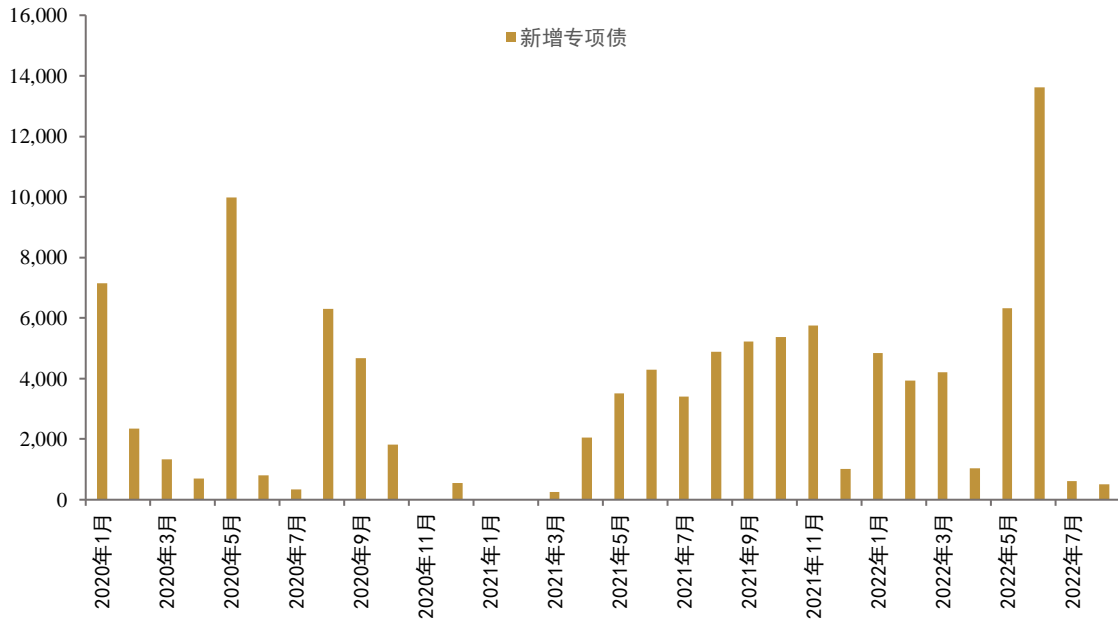


图9：新增专项债发行情况（数据截至2022年8月，单位：亿元）

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

8月1日，国家发展改革委召开上半年发展改革形势通报会。会议要求，**推动稳增长各项政策效应加快释放，充分发挥投资关键作用，促进重点领域消费加快恢复**，做好重要民生商品保供稳价，保持经济运行在合理区间，努力争取全年经济发展达到较好水平。

8月16日，李克强主持召开经济大省政府主要负责人经济形势座谈会。会议指出，**经济大省要勇挑大梁**，发挥稳经济关键支撑作用；落实好稳经济一揽子政策，挖掘自身政策潜力，保市场主体激发活力，保障物流主干道、微循环畅通，稳定产业链供应链；要多想办法促消费，**扩大汽车等大宗消费，支持住房刚性和改善性需求**；要**依法盘活债务限额空间**，并用好已发行的地方专项债和政策性开发性金融工具，符合条件项目越多的地方得到的资金要越多；各地要加快成熟项目建设，在三季度形成更多实物工作量，带动有效投资和相应消费。

8月18日，国务院常务会议部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施，**加大金融支持实体经济力度**；决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策，促进大宗消费。

8月24日，国务院常务会议部署**稳经济一揽子政策的接续政策措施**，加力巩固经济恢复发展基础；决定**增加政策性开发性金融工具额度和依法用好专项债结存限额**，再次增发农资补贴和支持发电企业发债融资；确定缓缴一批行政事业性收费和支持民营企业发展的举措，保市场主体保就业；决定向地方派出稳住经济大盘督导和服务工作组，促进政策加快落实；部署进一步做好抗旱救灾工作，强化财力物力支持。

8月30日，财政部发布《2022年上半年中国财政政策执行情况报告》。报告提出，**将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，持续保障改善民生，保持经济运行在合理区间。

8月31日，国务院常务会议部署充分释放政策效能，加快扩大有效需求；确定进一步优化营商环境、降低制度性交易成本的措施，持续为市场主体减负激活力。

财政政策强调加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具。具体来看，促消费与扩大投资政策持续发力；增加政策性开发性金融工具额度并下发5000多亿元专项债地方结存限额，将接续推进基础设施建设，拉动有效投资。

（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2.62%

（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8月，国债与国开债成交活跃度环比大幅上升。8月国债共成交66330.34亿元，成交额较上月增加16497.89亿元，其中：活跃券“21付息国债09”8月31日到期收益率为2.7574%，与上月末相比下降2.69BP；政策性银行债成交115888.4亿元，成交额较上月增加23948.56亿元，其中，活跃券“21国开15”8月31日到期收益率为2.9169%，较上月末下降11.12BP。

8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）。8月末中债10年期国债收益率为2.6225%，和上月末相比下降13.35BP；8月末10年期国开债到期收益率为2.8020%，与上月末相比下降12.8BP。

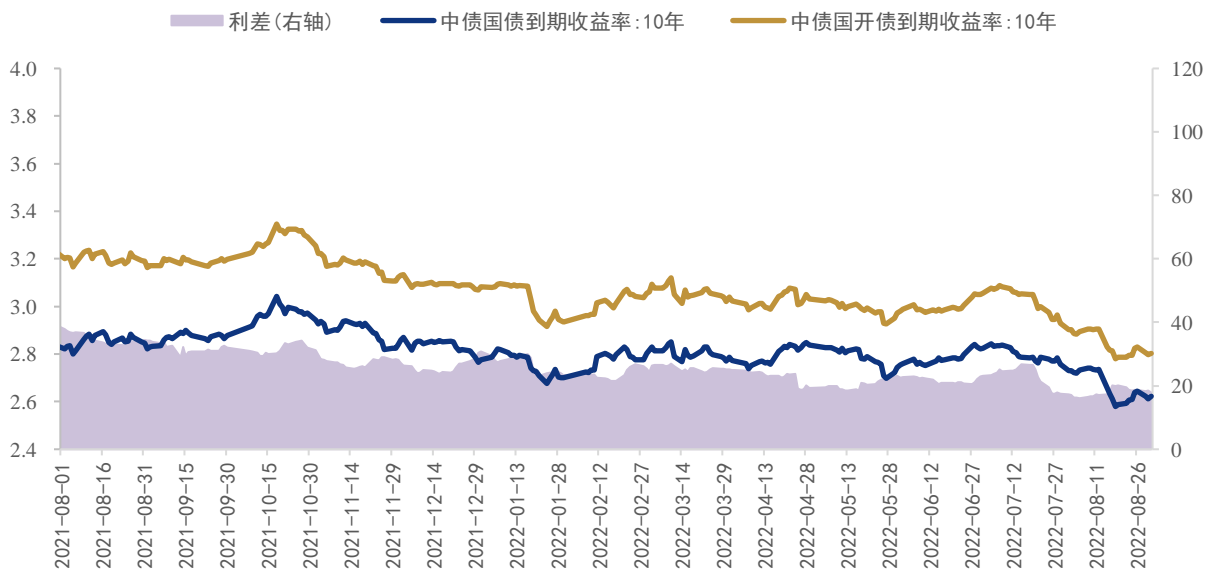


图10：10年期国债与国开债利率走势及两者利差（单位：%；BP）

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），8月，10年期国债收益率下行走势主要由货币政策边际宽松主导，同时受经济修复不及预期影响。货币政策方面，8月10日，央行发布的二季度货币政策执行报告释放新信号，加大稳健货币政策实施力度，为实体经济提供更有力量更高质量支持；8月12日，7月金融数据发布，金融数据的总量与结构均不及预期，市场普遍预期信贷需求的回升仍待政策合力的推动；8月15日，央行缩量续作4000亿MLF，并将MLF和公开市场逆回购的中标利率相应下调10BP至2.75%和2.00%；8月22日，LPR报价呈现非对称式下调，1年期LPR为3.65%，较前值3.7%下调5BP，5年期以上LPR为4.3%，较前值4.45%下调15BP。关键政策利

率与贷款基准利率的下调带动10年期国债收益率显著下行。经济增长方面，8月制造业PMI为49.4%，比上月上升0.4个百分点，但仍处于收缩区间。8月以来，全国多个省份累计报告本土感染者超过百例，疫情传播扩散风险抬升与疫情防控政策收紧拖累经济修复；同时，部分地区持续高温干旱，电力供应受限，影响工业生产。经济下行风险令10年期国债收益率承压。

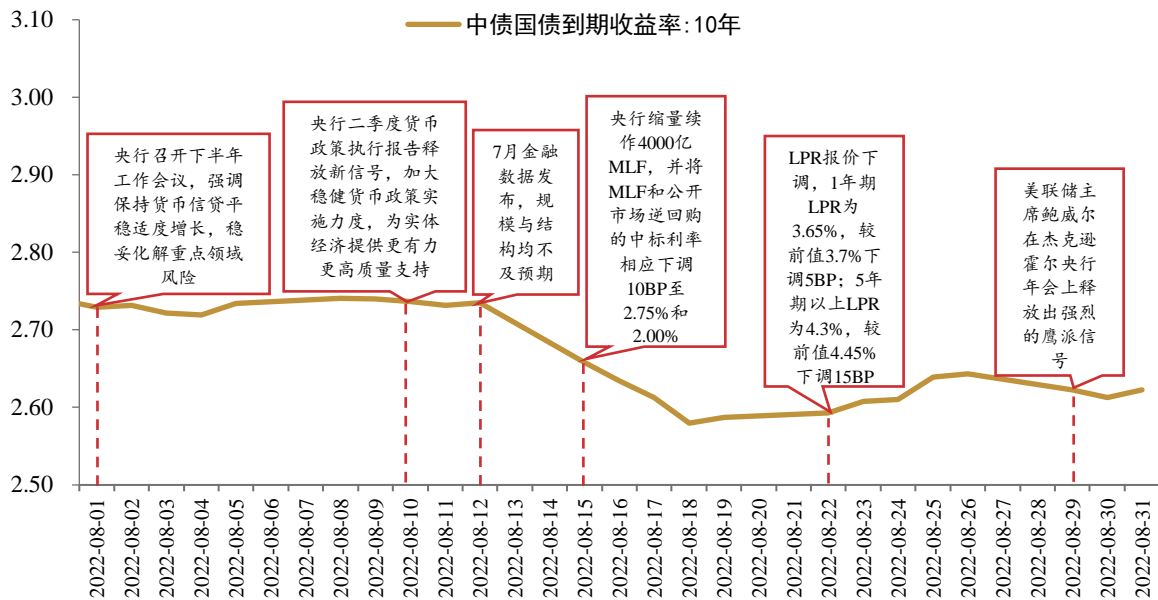


图 11: 10 年期国债利率走势及相关影响因素 (单位: %)

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 7 月末相比, 2022 年 8 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 12.45BP、9.17BP、13.1BP、10.71BP、12.3BP 和 13.35BP。从国债期限利差来看, 与 2022 年 7 月末相比, 2022 年 8 月末 5Y-2Y 国债期限利差收窄 1.54BP 至 30.96BP; 10Y-5Y 国债期限利差则从 24.24BP 收窄至 21.6BP (见图 12)。

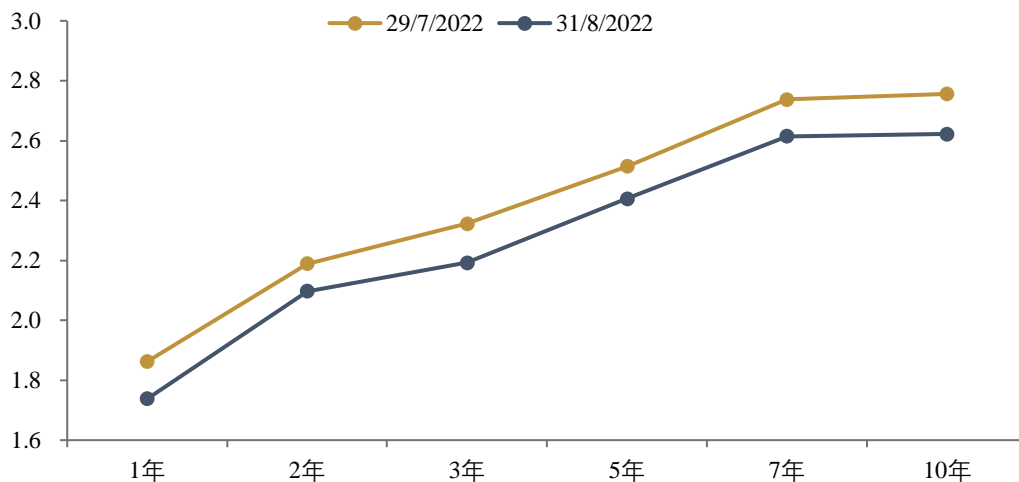


图 12: 2022 年 8 月末各期限中债国债到期收益率及其与 2022 年 7 月末比较 (单位: %)

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，8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，8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了4.38BP、10.31BP、14.02BP、19.25BP、13.71BP和12.8BP。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，8月末5Y-2Y国开债期限利差由38.93BP收窄至29.99BP；10Y-5Y国开债期限利差由23.65BP走阔至30.1BP（见图13）。

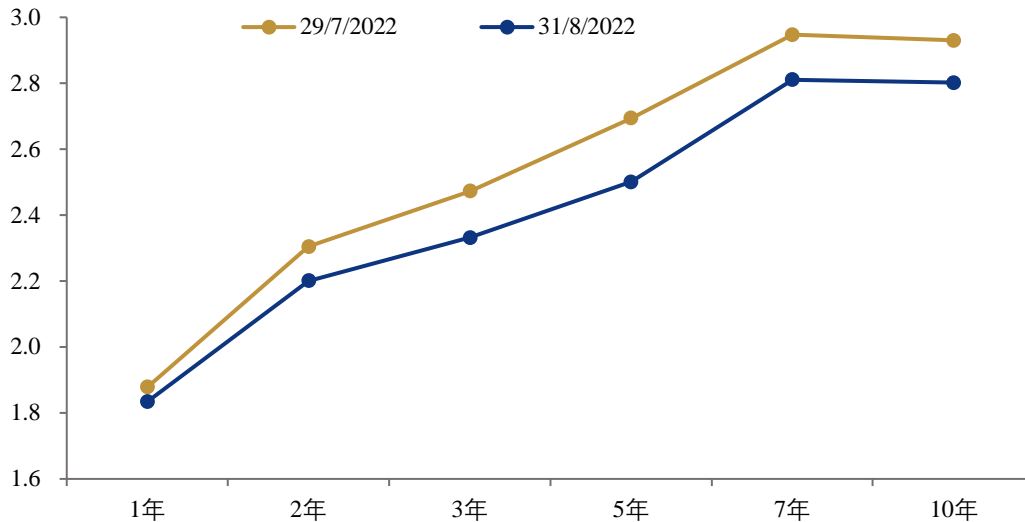


图13：2022年8月末各期限中债国开债到期收益率及其与2022年7月末比较（单位：%）

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

8月份，主要中长期限地方政府债到期收益率呈下行趋势，8月末10年期AAA级地方政府债到期收益率较上月末下降9.51BP（见图14）。

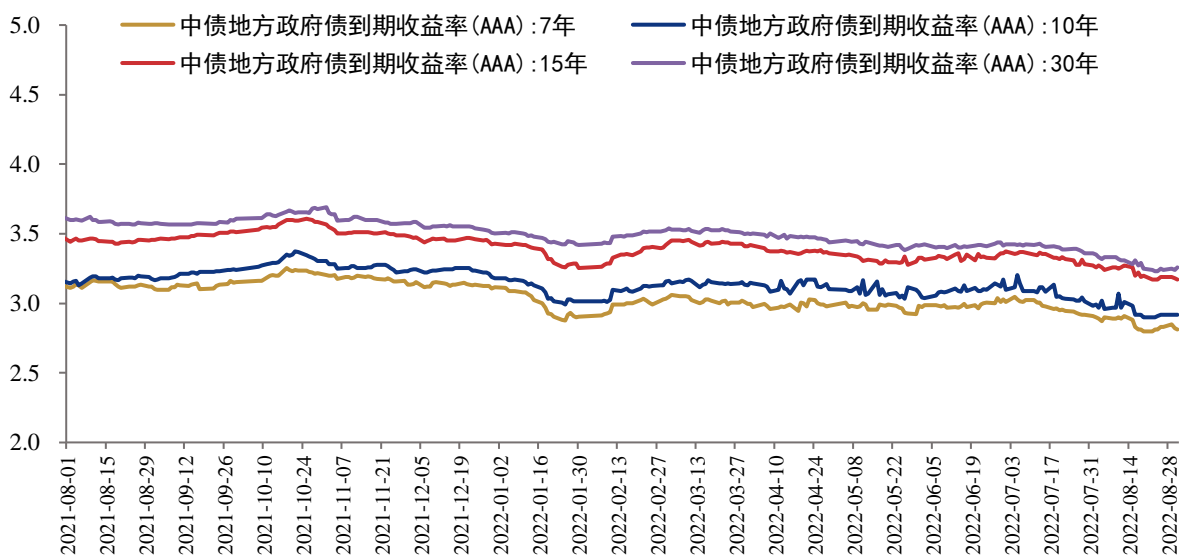


图14：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债利率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 中美货币政策相背而行，人民币贬值压力加剧

从国际角度来看，8月中国货币政策与美欧货币政策显著分化，中美、中英、中德利差迅速收窄，其中中美、中英利差连续多日倒挂（见图15）。具体来看，8月，美联储预期紧缩持续强化，月末美联储主席鲍威尔释放出强烈的鹰派信号，带动10年期美债收益率于月末触及3.15%的高位，中美利差也进一步下探至-61.35BP。欧洲央行也传递出9月将采取大幅度利率行动的信号，带动10年期德国国债收益率月内上行61BP，中德利差月内收窄74.35BP。英国央行于8月4日宣布将基准利率上调0.5个百分点至1.75%，带动10年期英国国债收益率月内上行95.59BP，中英利差出现倒挂。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，10年期中国国债收益率走低带动中日利差小幅下行。

8月，美联储鹰派表态带动美元指数持续走强，而我国政策性降息落地，中美利差倒挂再次走阔导致人民币贬值压力增加（见图16）。8月31日，美元兑人民币即期汇率为6.8905%，人民币较上月末贬值2.2%。美联储下一次加息时点为9月20日至21日，市场普遍预计加息幅度或为75BP；而短期内我国的关键政策利率将保持稳定，美联储加息预期加剧了人民币贬值压力。对此，9月5日央行下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，以稳定人民币汇率。预计近期人民币币值将在央行所容忍的区间内波动下行。

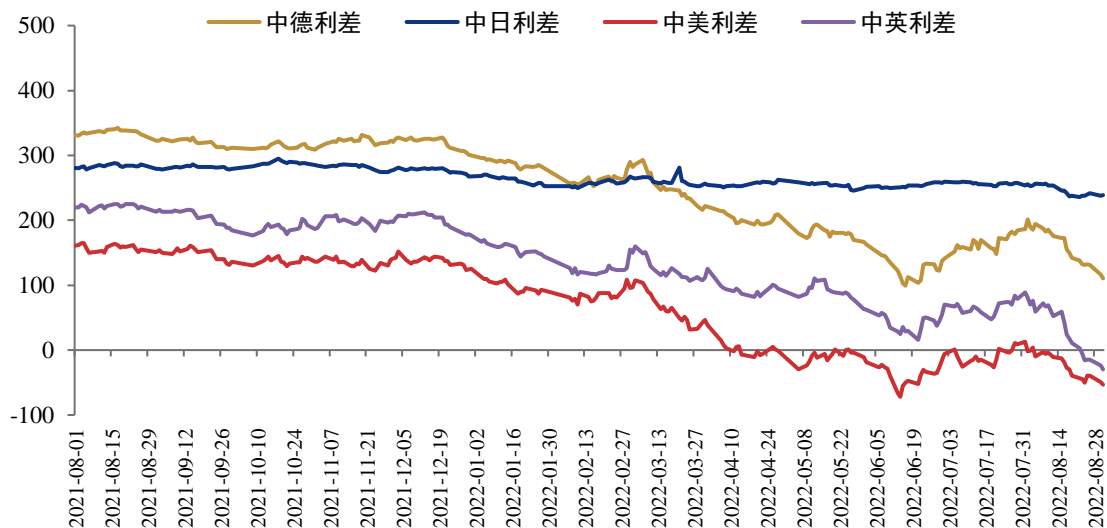


图 15: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

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 8 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, 8 月, 央行将 MLF 与逆回购中标利率分别下调 10BP, 缩量减价续作 MLF, 公开市场操作和 MLF 共实现净回笼 2060 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, 并于月底显著抬升; LPR 报价呈非对称式下调, 1 年期 LPR 为 3.65%, 较前值 3.7% 下调 5BP; 5 年期以上 LPR 为 4.3%, 较前值 4.45% 下调 15BP; Shibor 利率与同业存单到期收益率均呈下行趋势。整体来看, 8 月资金面总体宽松; 央行缩量减价续作 MLF, 下调政策利率与贷款基础利率; 接下来央行将保持货币信贷平稳适度增长, 增加对实体经济贷款投放, 保障房地产合理融资需求, 用好政策性开发性金融工具, 加大对重点领域相关项目的支持力度, 尽快形成实物工作量。

利率债市场方面, 从一级市场来看, 8 月国债和政策性银行债净融资共实现 4599.66 亿元, 环比下降 408.62 亿元; 10 年期国债与 10 年期政策性银行债发行利率均环比下行。8 月地方债共发行 3909.42 亿元, 并实现净融资 1191.76 亿元, 环比大幅增加; 新增专项债发行 515.89 亿元, 累计已完成全年新增专项债务限额 3.65 万亿元的 96.15%。8 月 24 日国常会提出, 依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额, 10 月底前发行完毕, 预计 9 月、10 月新增专项债将放量发行。财政政策强调加大宏观政策调节力度, 谋划增量政策工具。具体来看, 促消费与扩大投资政策持续发力; 增加政策性开发性金融工具额度并下发 5000 多亿元专项债地方结存限额, 将接续推进基础设施建设, 拉动有效投资。

从利率债二级市场来看, 8 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; 中国货币政策与美欧货币政策显著分化, 中美、中英、中德利差迅速收窄, 其中中美、中英利差连续多日成倒挂走势; 8 月, 美联储鹰派表态带动美元指数持续走强, 而我国政策性降息落地, 中美利差倒挂再次走阔导致人民币贬值压力增加。预计近期人民币币值将在央行所容忍的区间内波动下行。

综合来看, 8 月利率债收益率呈下行趋势, 月末 10 年期国债收益率降至 2.62%, 预计未来一段时间政策利率将保持稳定, 经济修复将带动 10 年期国债收益率小幅回升。8 月, 需求回暖带动制造业景气水平改善, PMI 较前值

上升 0.4 个百分点；金融数据回暖，企业中长期贷款需求在基建项目融资发力带动下显著回升。9 月初，稳经济一揽子政策的接续政策措施推出，加力巩固经济恢复发展的基础。经济修复与政策发力将带动 10 年期国债收益率小幅回升。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。