

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

## 经济企稳，十年期国债收益率回升

——2022年9月利率债市场运行报告

### 摘要

货币市场与货币政策方面，9月，央行MLF与逆回购中标利率维持稳定，缩量平价续作MLF，公开市场操作和MLF共实现净投放7180亿元。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，并于月底大幅上行；LPR报价与前值持平，1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%；Shibor利率与同业存单到期收益率均呈小幅上行趋势。整体来看，9月资金面总体宽松；央行缩量平价续作MLF，维持政策利率与贷款基准利率稳定；央行充分利用外汇市场逆周期调节工具应对人民币贬值风险，放松住房信贷政策支持刚性和改善性住房需求；接下来央行将发挥货币政策总量和结构双重功能，强化信贷政策引导作用，为实体经济提供更有力的支持。

利率债市场方面，从一级市场来看，9月国债和政策性银行债净融资共实现9615.0亿元，较上月增加5015.34亿元；10年期国债发行利率微升，10年期政策性银行债发行利率环比下行。9月地方债共发行3010.84亿元，实现净融资-714.16亿元，较上月减少1905.92亿元；新增专项债发行240.63亿元，较上月新增专项债发行规模缩减275.26亿元。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，9月28日稳经济大盘四季度工作推进会议提出，依法依规提前下达明年专项债部分限额；预计第四季度新增专项债将放量发行。财政政策强调扩大有效投资和促进消费，调动市场主体和社会资本积极性，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策。

从利率债二级市场来看，9月国债与国开债成交活跃度环比大幅下降；10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动上升；主要中长期地方政府债到期收益率走势相对平稳；中国货币政策与美欧货币政策持续分化，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；9月，联储鹰派表态带动美元指数持续走强，人民币贬值压力加剧。预计人民币汇率将在一段时间内偏弱运行。

综合来看，9月利率债收益率呈小幅上行趋势，月末10年期国债收益率回升至2.7601%，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年期国债收益率持续回升。9月，生产扩张带动制造业景气水平改善，PMI较前值上升0.7个百分点，回升至扩张区间；政策工具的效果逐步显现，实体经济融资需求回暖，企业中长期贷款需求显著回升。9月初，稳经济一揽子政策的接续政策措施推出，房地产信贷政策放松，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8月利率债市场运行报告》，2022.9.15
2. 《2022年7月利率债市场运行报告》，2022.8.15
3. 《2022年6月利率债市场运行报告》，2022.7.15
4. 《2022年5月利率债市场运行报告》，2022.6.15
5. 《2022年4月利率债市场运行报告》，2022.5.15
6. 《2022年3月利率债市场运行报告》，2022.4.15
7. 《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 economy stabilizes and the yield of 10-year government bonds rises

—September 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 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 injection of 718 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 3.65% and five-year LPR was 4.3%. Both the interest rates of Shibor and the interest rate of interbank negotiable certificates of deposit saw an increase. On the whole, the capital level was loose. The PBOC reduced the volume of MLF and kept the policy interest rate and loan base interest rate stable. The PBOC made full use of the counter-cyclical adjustment tools of the foreign exchange market to deal with the risk of RMB depreciation, and relaxed the housing credit policy to support demand. Next, the PBOC will play the dual functions of aggregate and structural monetary policy, strengthen the guiding role of credit policy and support the real economy.

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 961.50 billion yuan in September, an increase of 501.534 billion yuan from the previous month. The issuance rates of newly issued central government bonds slightly increased and the issuance rates of newly issued policy bank bonds decreased. The local government bonds issued a total of 301.084 billion yuan, achieving net financing of -71.416 billion yuan, a decrease of 190.592 billion yuan from the previous month. The newly issued special bonds were 24.063 billion yuan, which decreased slightly compared to last month. On August 24, the State Council executive meeting proposed that balance of special bond quota worth over 500 billion yuan should be utilized pursuant to law and issued by end of October. On September 28, it is proposed that the special bonds for next year should be released in advance. We expect that newly issued special bonds will be issued in large quantities in the fourth quarter. The fiscal policy emphasizes expanding effective investment and promoting consumption, mobilizing the enthusiasm of market players and social capital, and continuing to implement a package of policies to stabilize the economy.

In the secondary market of Chinese government bonds, the trading activity of treasury bonds and policy bank bonds decreased. 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 remain stable. 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 September, the Federal Reserve's hawkish

statement drove the US dollar index Continued to increase, and the pressure on RMB depreciation intensified. We expect that the RMB exchange rate will be weak for a period of time.

On the whole, the interest rate bond yield in September showed a slight upward trend, and the 10-year government bond yield rose to 2.7601% 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 continue to rise slightly. In September, the expansion of production led to an improvement in the prosperity of the manufacturing industry. The PMI rose by 0.7 percentage points from the previous value and returned to the expansion range. Since the effect of policy tools has gradually emerged, the financing demand of the real economy has picked up and enterprises' demand for medium and long-term loans has rebounded significantly. In early September, successive policies to stabilize the economy were launched, and the housing credit policy was relaxed 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) 央行缩量平价续作 MLF，月内净投放 7180 亿元.....	2
(二) 9 月资金面宽松，LPR 与前值持平.....	3
(三) 货币政策：加大稳健货币政策实施力度，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定.....	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.....	14

## 一、货币市场与货币政策

### (一) 央行缩量平价续作 MLF，月内净投放 7180 亿元

2022年9月（下称“9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7180亿元。其中，逆回购投放量为10000亿元，逆回购到期420亿元；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9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
<b>2022年9月</b>	<b>7180</b>	<b>0</b>	<b>400</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10000</b>	<b>420</b>	<b>4000</b>	<b>6000</b>

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，9月上半月，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；下半月，受国庆假期临近与季末因素影响，央行逆回购投放规模扩大，且以14天逆回购搭配7天逆回购。最终央行于月内实现逆回购净投放9580亿元。

央行于9月15日开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限1年，中标利率为2.75%，对冲当日到期的6000亿元MLF。这是央行连续第二个月对MLF进行缩量续作，主要是因为市场流动性充裕以及一级交易商需求不大。同日，央行开展20亿元7天逆回购操作，中标利率为2.00%，与前次持平。

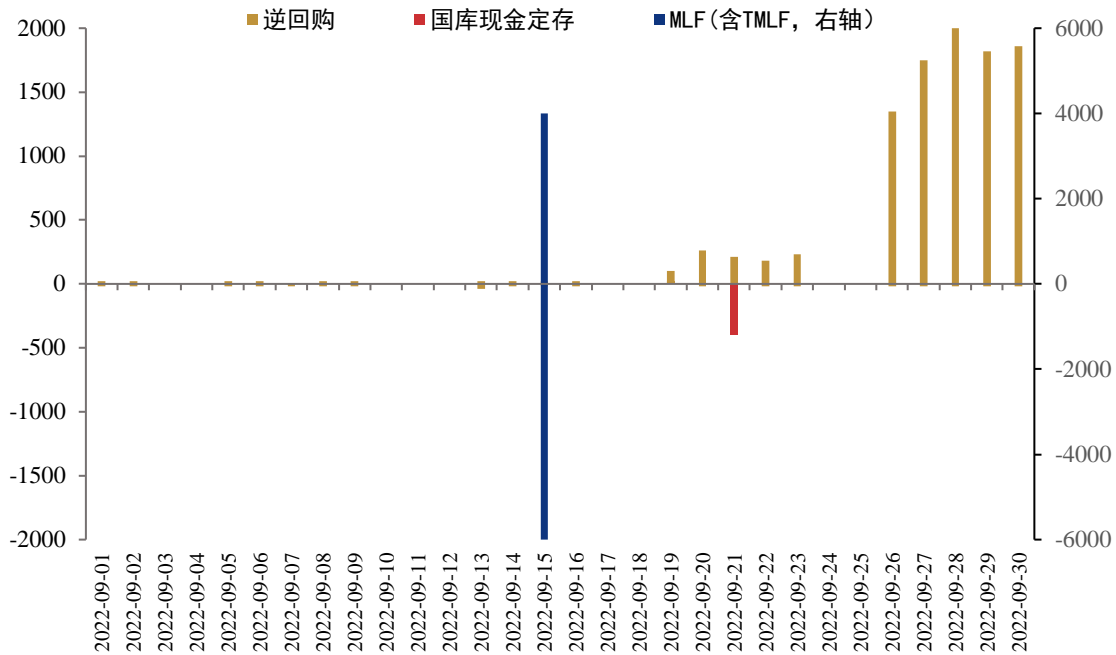


图1：2022年9月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

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9月29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，费率为0.10%。

9月，人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共9.69亿元，其中隔夜期5.49亿元，7天期4.20亿元。期末常备借贷便利余额为8.20亿元。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2.85%、3.00%、3.35%。

此外，9月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款1082亿元。期末抵押补充贷款余额为26481亿元。这是2020年2月以来，抵押补充贷款余额首次出现净增长，意味着这一工具已被重新激活。

## （二）9月资金面宽松，LPR与前值持平

9月15日，央行公开市场7天逆回购操作中标利率为2.0%，与前值持平。

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，并于月末大幅上行；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%-1.8%的区间内调整，并于月末大幅上行，9月29日升至2.2964%，并于次日小幅回落至2.1751%。DR007整体走势与R007相似，多在1.4%-1.6%的区间内运行，临近波动走高，于9月29日升至2.1321%的月内高点，并于次日回落至2.0919%。R007-DR007价差也于9月末收窄至8.32BP。9月，DR007的月内均值为1.6007%，较央行7天逆回购中标利率低39.93BP。

以上针对关键货币资金价格的观察反映了9月资金面总体宽松，最后两日7天回购利率受国庆假期临近，跨季、跨月资金需求因素影响有所上行。

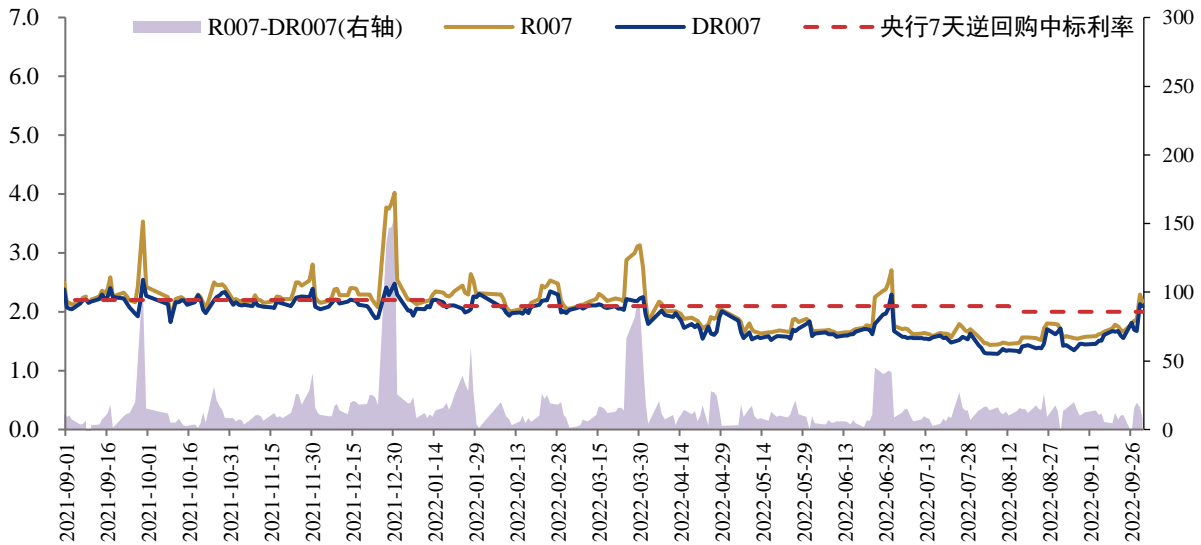


图2: R007、DR007利率及利差 (单位: %, BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

信贷市场方面, 9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3.65%, 5年期以上LPR为4.3%, 与前值持平。9月, 作为LPR定价基准的MLF中标利率保持不变, LPR报价相应持稳。今年以来, LPR报价多次下调令企业和居民贷款利率明显下行。目前我国定期存款利率约为1%至2%, 贷款利率约为4%至5%, 利率水平总体处于合理区间。

9月, 不同期限Shibor利率小幅上行(见图3)。截至9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7.3BP、5.0BP和4.2BP。

9月, 同业存单到期收益率也呈现上行趋势(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上升13.0BP和8.0BP。

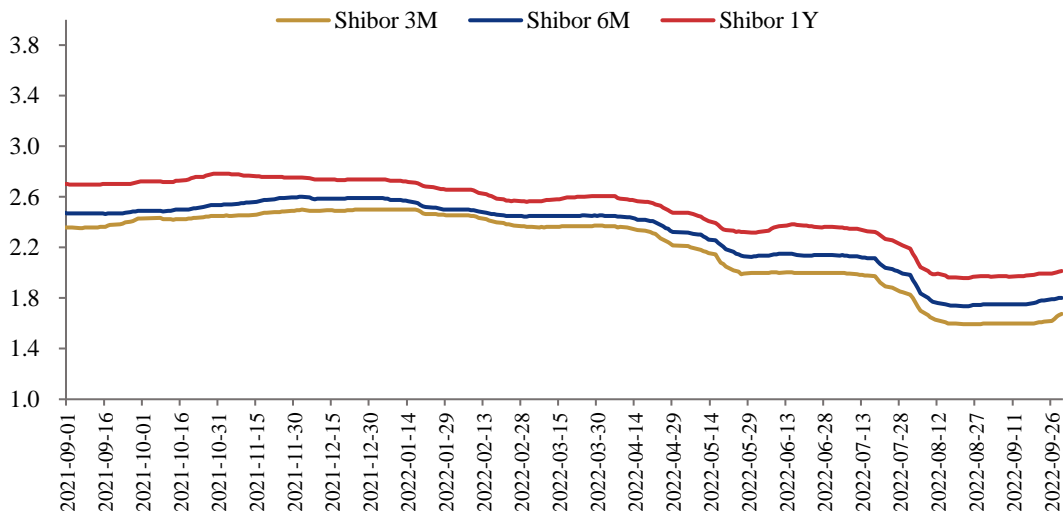


图3: Shibor利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理



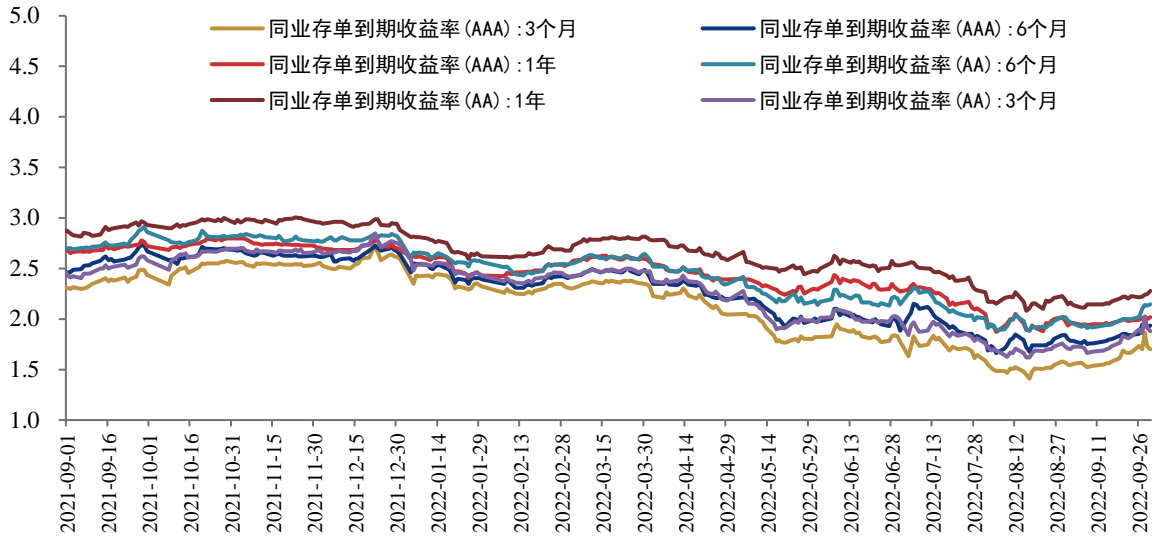


图4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

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，9月份发行量为17940.3亿元，环比增长2628.1亿元；净融资额为4973.8亿元，环比增加8525.4亿元。未来3个月（10月-12月），每月分别有15598.1亿元、19940.6亿元和12410.2亿元到期（见图5）。

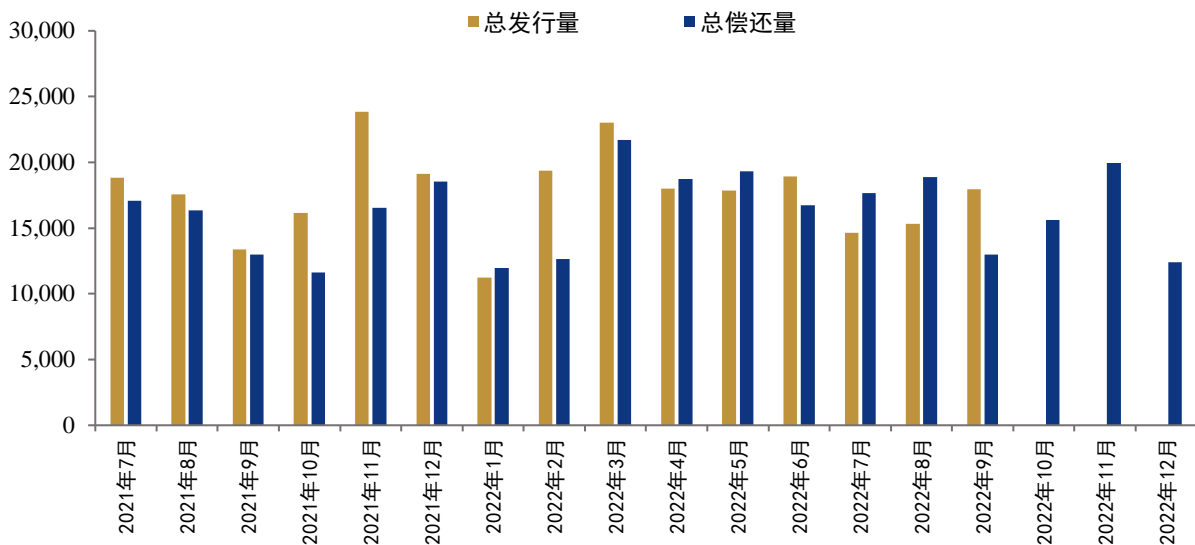


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2022年9月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷与社融方面，9月金融数据继续好转，实体融资需求回暖。9月新增人民币贷款2.47万亿元，同比多增8108亿元；9月社会融资规模增量为3.53万亿元，比上年同期多6245亿元。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13488亿元，同比多增6540亿元；居民中长期信贷需求仍相对疲弱，居民中长期贷款增加3456亿元，同比少增1211亿元。



**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
2022年9月	<b>12.1</b>	<b>24700</b>	<b>11.2</b>	<b>35300</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, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

9月5日, 人民银行决定, 自**2022年9月15日起**, 下调金融机构外汇存款准备金率**2个百分点**, 即外汇存款准备金率由现行**8%**下调至**6%**。在美联储强势加息周期之下, 人民币汇率承压回落。央行下调金融机构外汇存款准备金率有助于防范市场单边押注行为导致汇率大幅下挫, 偏离基本面。

9月26日, 为稳定外汇市场预期, 加强宏观审慎管理, 人民银行决定自**2022年9月28日起**, 将**远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%**。上调外汇风险准备金率, 将提高银行远期售汇成本, 降低企业远期购汇需求, 进而减少即期市场购汇需求, 有助于外汇市场供需平衡。

9月28日, 央行宣布, **设立设备更新改造专项再贷款**, 专项支持金融机构以不高于**3.2%**的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。

9月29日, 人民银行、银保监会联合发布通知, 决定**阶段性调整差别化住房信贷政策**。符合条件的城市政府, 可自主决定在**2022年底**前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。

9月30日, 央行决定, 自**2022年10月1日起**, 下调**首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点**, 5年以下(含5年)和5年以上利率分别调整为**2.6%**和**3.1%**; 第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变, 即5年以下(含5年)和5年以上利率分别不低于**3.025%**和**3.575%**。

同日, 央行货币政策委员会**2022年第三季度例会**召开。会议强调, 要发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能, 主动应对, 为实体经济提供更有力的支持; 引导企业和金融机构坚持“**风险中性**”理念, 加强预期管理, **保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定**; 将**因城施策**用足用好政策工具箱, 支持刚性和改善性住房需求, 推动“**保交楼**”专项借款加快落地使用。

9月, 央行缩量续作**4000亿MLF**, 维持中期借贷便利(MLF)和公开市场逆回购的中标利率不变。LPR报价也维持稳定。央行维持政策利率稳定, 充分利用外汇市场逆周期调节工具应对人民币贬值风险, 放松住房信贷政策

支持刚性和改善性住房需求。接下来央行将发挥货币政策总量和结构双重功能，强化信贷政策引导作用，为实体经济提供更有力的支持。

## 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：净融资环比大增，10年期国债发行利率微升

2022年9月，国债和政策性银行债的合计发行量环比稍降，共发行15301.7亿元；9月共实现净融资9615.0亿元，较上月增加5015.34亿元（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行9358.7亿元和5943.0亿元，净融资额分别为5680.6亿元和3934.4亿元。

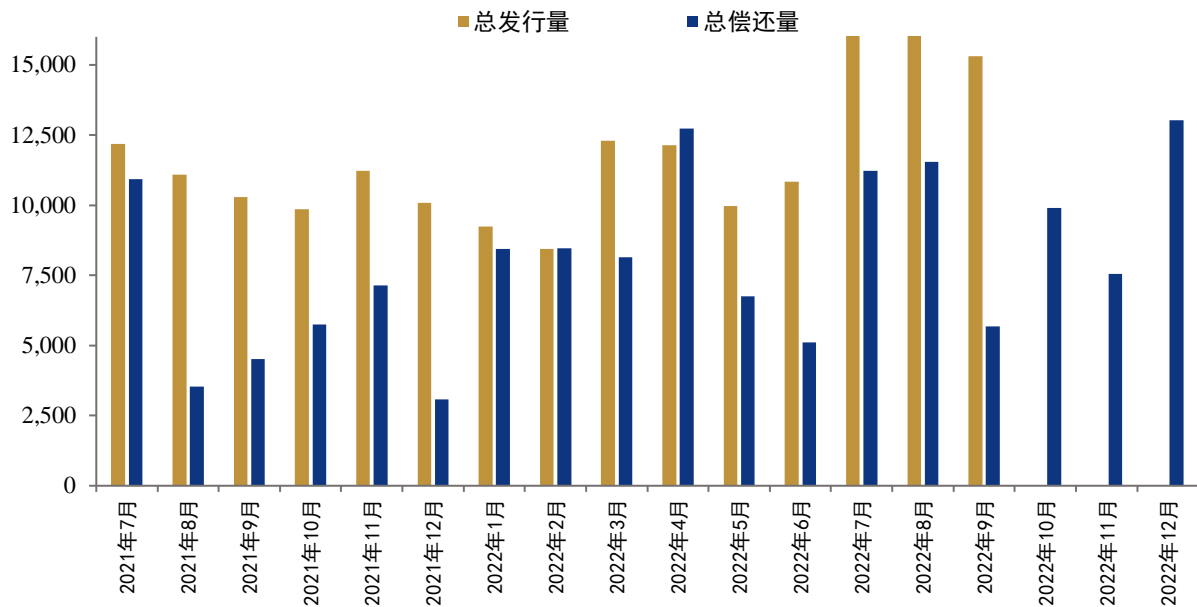


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2022年9月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，9月，2年期与5年期国债发行利率均环比下行，10年期国债发行利率微升；2年期、5年期与10年期政策性银行债发行利率均呈环比下行走势。国债方面，2年期与5年期国债加权平均发行利率环比降幅较大，分别为10.44BP和14.31BP；10年期国债加权平均发行利率环比上升1.37BP。政策性银行债方面，2年期、5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10.64BP、1.83BP与3.5BP。从发行利差来看，9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4.87BP至18.39BP（见图7）。

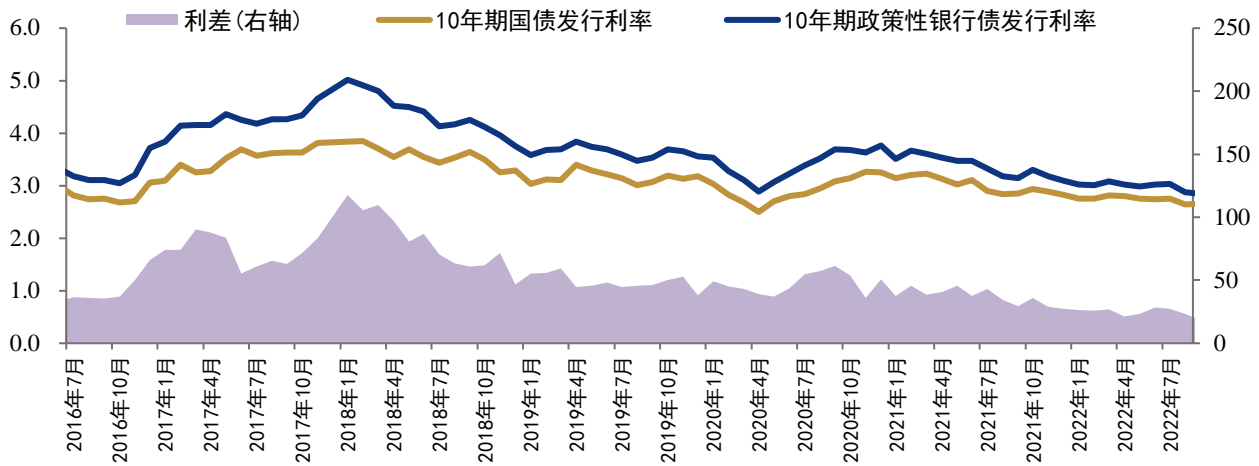


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2022年9月30日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 2. 地方债：9月发行规模环比下行，第四季度新增专项债发行可期

9月，全国地方债共发行3010.84亿元，较上月缩减898.58亿元；实现净融资-714.16亿元，较上月减少1905.92亿元（见图8）。新发行债券中有321.69亿元为今年新增额度债券，占当月新发行地方债券的比重为10.68%。9月，地方债的平均发行期限为9.88年，10年期地方债平均发行利率为2.7896%，环比下降4.3BP。9月，地方债发行额最大的省份为上海，发行规模为506.8亿元，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，9月新增专项债发行额为240.63亿元，占当月新增额度债券的比重约为74.80%，较上月新增专项债发行规模缩减275.26亿元（见图9）。截至9月底，今年新增专项债发行规模达到35334.95亿元，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；9月28日稳经济大盘四季度工作推进会议提出，依法依规提前下达明年专项债部分限额；预计第四季度新增专项债将放量发行。

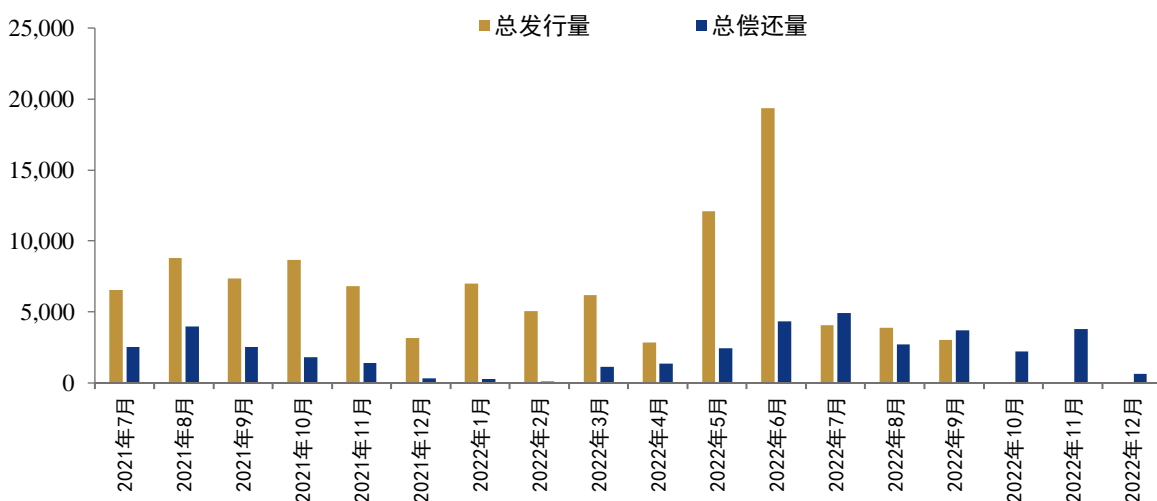


图8：地方债的发行与到期（数据截至2022年9月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

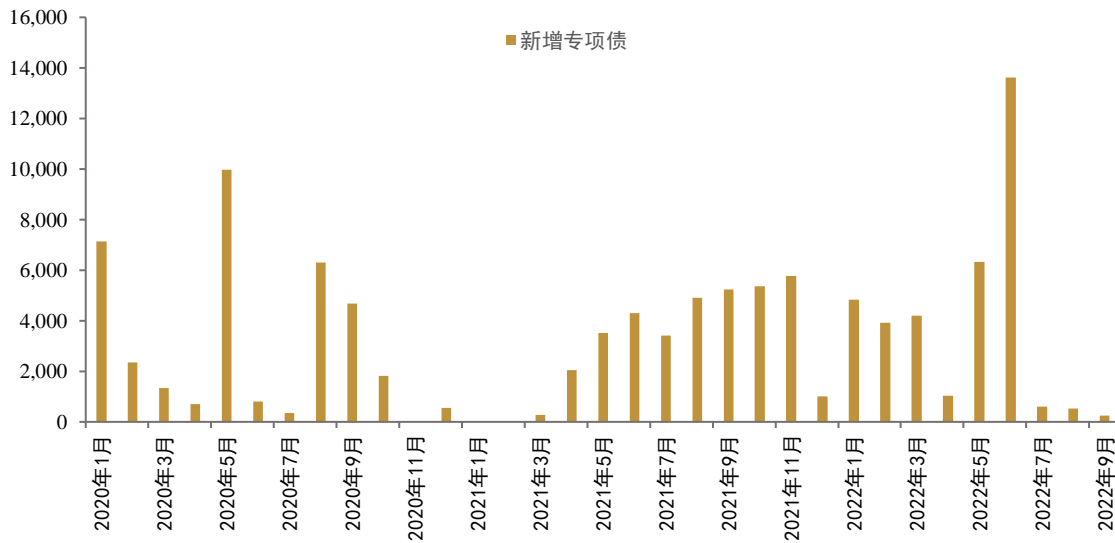


图9：新增专项债发行情况（数据截至2022年9月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 3. 财政政策：继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，扩大有效需求

9月5日，国务院政策例行吹风会介绍稳经济一揽子政策的接续政策措施。财政部部长助理欧文汉介绍，财政部门将依法盘活地方政府专项债务限额存量，更好发挥专项债券资金撬动作用；缓缴部分行政事业性收费，助力企业和个体工商户减负纾困；支持用好政策性开发性金融工具，推动重要项目有序落地。

9月7日，国务院常务会议部署加力支持就业创业的政策，拓展就业空间，培育壮大市场主体和经济新动能；决定对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持，促进消费发挥主拉动作用；部署阶段性支持企业创新的减税政策，激励企业增加投入提升创新能力；确定依法盘活地方专项债结存限额的举措，更好发挥有效投资一举多得作用。

9月12日，李克强主持召开国务院专题会议，强调要加快重点项目建设，政策性开发性金融工具根据地方实际需求增加额度，上半年开工项目纳入支持范围，推动商业银行提早参与项目实施、配足中长期贷款，在今年后几个月形成更多实物工作量；调动民间资本参与重点项目建设积极性，推出一批示范项目；运用阶段性财政贴息、加大研发费用加计扣除力度、政策性金融工具等举措，支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造，以增加制造业和服务业市场活力、扩大内需和挖掘市场潜力，增强发展后劲。

9月13日，国务院常务会议决定进一步延长制造业缓税补缴期限，加力助企纾困；确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，扩市场需求、增发展后劲；部署进一步稳外贸稳外资的举措，助力经济巩固恢复基础。

9月27日，国务院常务会议决定对部分行政事业性收费和保证金实行阶段性缓缴，进一步帮助市场主体减负纾困。

9月28日，李克强主持召开稳经济大盘四季度工作推进会议，强调注重用好近期出台的两项重要政策工具。一是用好政策性开发性金融工具，根据地方项目需求合理确定额度投放，加快资金使用和基础设施项目建设，在四

季度形成更多实物工作量。二是用好专项再贷款、财政贴息等政策，加快推进制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造，尽早形成现实需求。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。因城施策运用政策工具箱中的工具，支持刚性和改善性住房需求，实施好保交楼政策。

财政政策强调扩大有效投资和促进消费，调动市场主体和社会资本积极性，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策。具体来看，依法盘活地方政府专项债务限额存量，并依法依规提前下达明年专项债部分限额；为稳市场主体，延长制造业缓税补缴期限，对部分行政事业性收费和保证金实行阶段性缓缴。

## （二）二级市场

### 1. 利率债到期收益率上行，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环比下降，国债与国开债收益率波动上升

2022年9月，国债与国开债成交活跃度环比大幅下降。9月国债共成交52926.7亿元，成交额较上月下降13403.64亿元，其中：活跃券“21付息国债09”9月30日到期收益率为2.8187%，与上月末相比上升6.13BP；政策性银行债成交101966.92亿元，成交额较上月下降13921.48亿元，其中，活跃

券“21国开15”9月30日到期收益率为3.0318%，较上月末上升11.49BP。

9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上升（见图10）。9月末中债10年期国债收益率为2.7601%，和上月末相比上升13.76BP；9月末10年期国开债到期收益率为2.9338%，与上月末相比上升13.18BP。

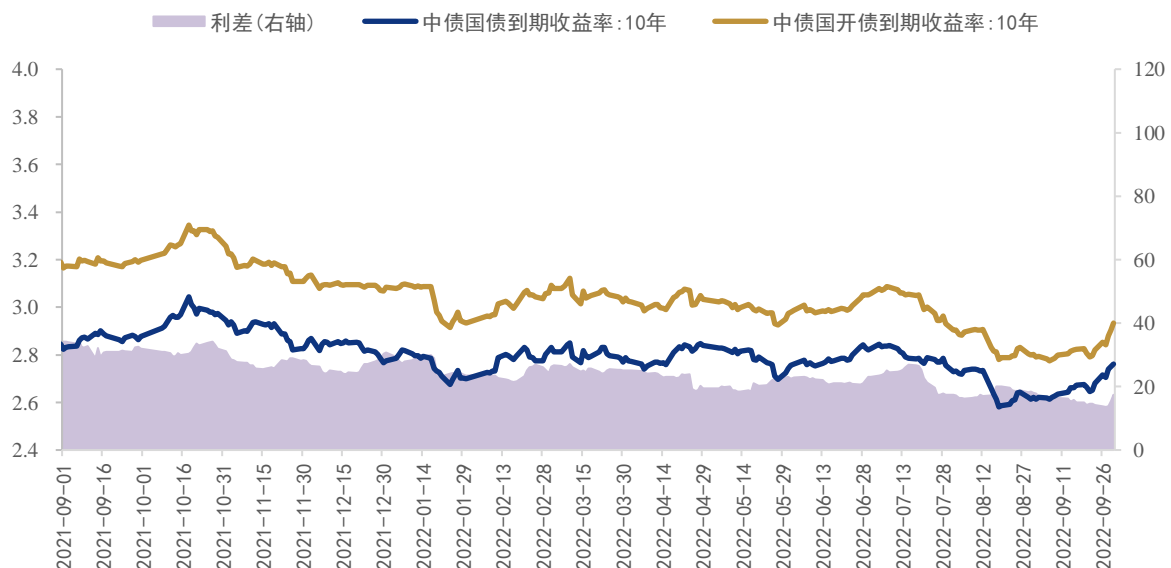


图10：10年期国债与国开债利率走势及两者利差（单位：%；BP）

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），9月，10年期国债收益率呈现出稳中有升的走势，主要是由于关键政策利率维持稳定，且国民经济持续修复，稳经济政策再加码。货币政策方面，9月10日，8月金融数据发布，金融数据的总量与结构有所好转，显示出有效信贷需求回升；9月15日，央行缩量续作4000亿MLF，MLF和公

开市场逆回购的中标利率维持稳定；9月20日，LPR报价维持稳定，1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%。由于关键政策利率与贷款基准利率与前值持平，10年期国债收益率相应地整体波动较小。经济增长方面，9月15日公布的主要经济指标整体改善，显示出国民经济正持续修复；9月制造业PMI为50.1%，比上月上升0.7个百分点，回升至扩张区间。同时，稳经济政策再次加码，9月5日国务院政策例行吹风会召开，介绍稳经济一揽子政策的接续政策措施；9月国务院常务会议推出延长制造业缓税补缴期限，对部分行政事业性收费和保证金实行阶段性缓缴；9月末中央出台降低房贷利率、降低公积金利率、换购退税等三大地产政策，以稳地产、稳房价。

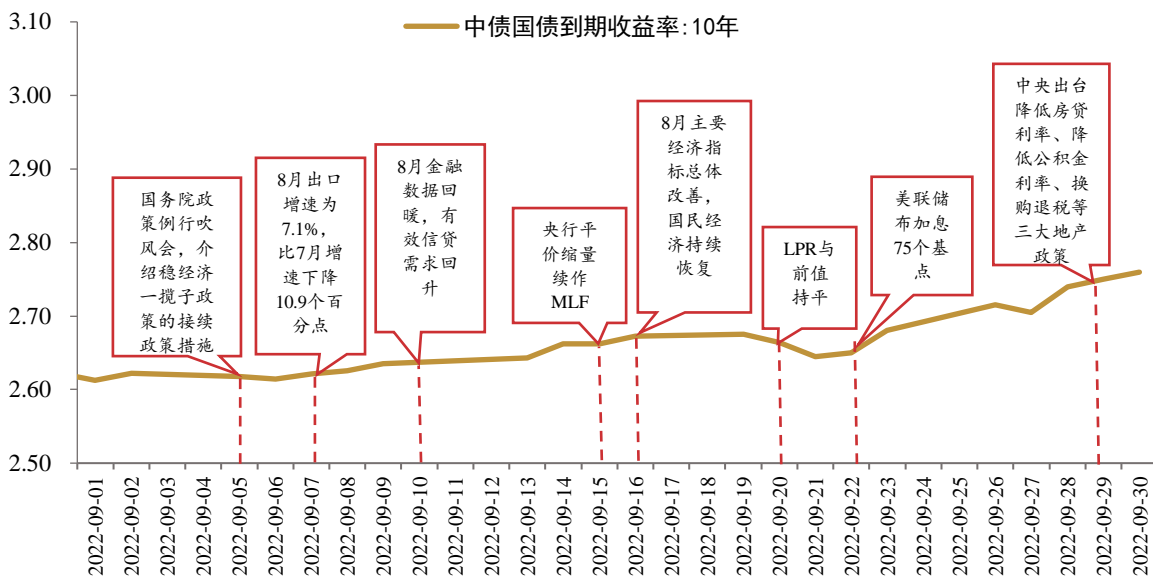


图 11: 10年期国债利率走势及相关影响因素 (单位: %)

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8月末相比，2022年9月末多个期限国债收益率均有所回升。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升了11.57BP、3.95BP、14.23BP、17.71BP、14.07BP和13.76BP。从国债期限利差来看，与2022年8月末相比，2022年9月末5Y-2Y国债期限利差走阔13.76BP至44.72BP；10Y-5Y国债期限利差则从21.6BP收窄至17.65BP（见图12）。

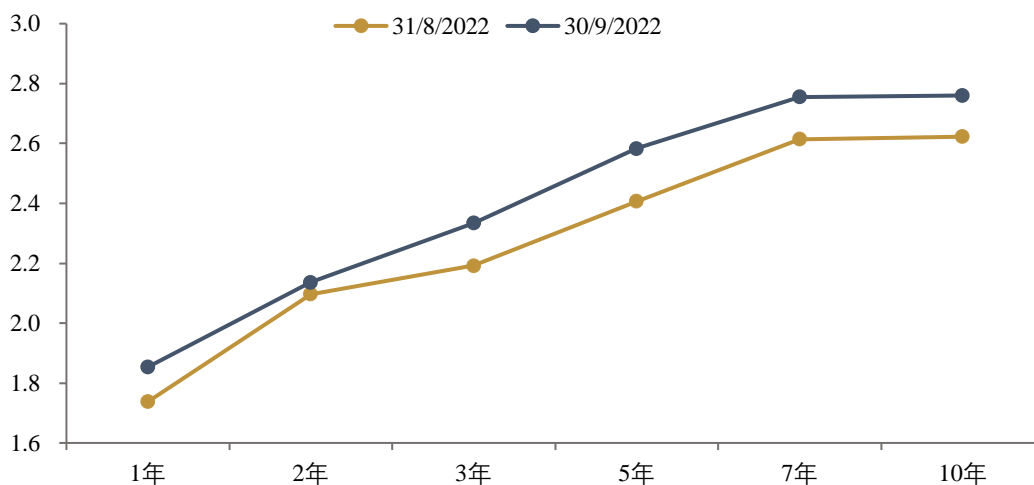


图 12: 2022年9月末各期限中债国债到期收益率及其与2022年8月末比较 (单位: %)



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，9月末多个期限的国开债收益率与上月末相比均有所上升。具体来看，9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5.58BP、1.78BP、5.99BP、15.61BP、9.83BP和13.18BP。其中，7年期与10年期国开债收益率倒挂的情况得到修正。从国开债期限利差来看，9月末5Y-2Y国开债期限利差由29.99BP走阔至43.82BP；10Y-5Y国开债期限利差由30.1BP收窄至27.67BP(见图13)。

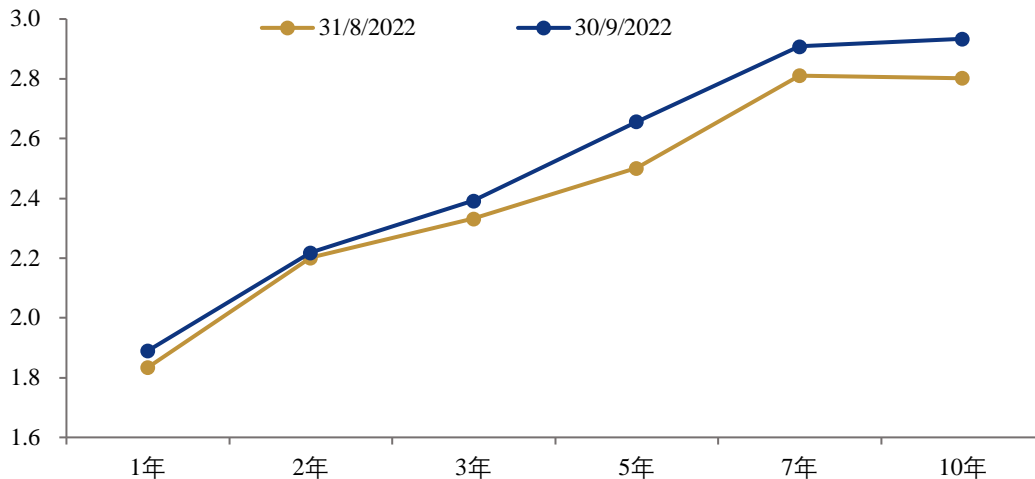


图 13: 2022年9月末各期限中债国开债到期收益率及其与2022年8月末比较 (单位: %)

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

## (2) 地方政府债到期收益率走势相对平稳

9月份，主要中长期期限地方政府债到期收益率走势相对平稳，9月末10年期AAA级地方政府债到期收益率较上月末小幅上升6BP(见图14)。

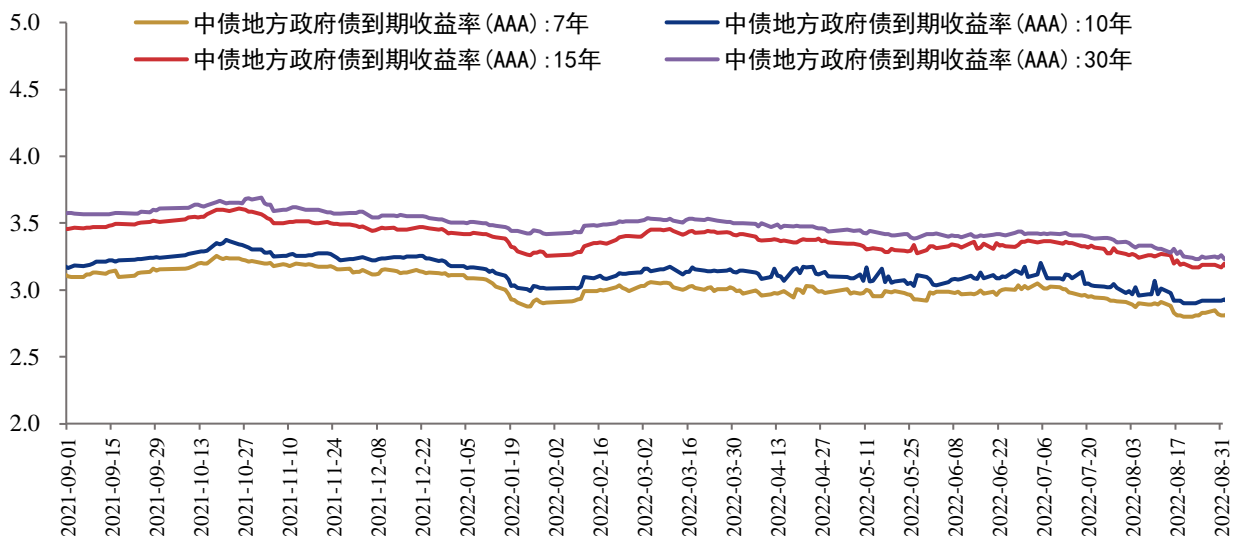


图 14: 7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债利率走势 (单位: %)

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，9月中国货币政策与美欧货币政策持续分化，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，9月，美国联邦储备委员会宣布加息75个基点，将联邦基金利率目标区间上调到3.00%至3.25%之间，带动10年期美债收益率快速上行，于月末触及3.83%的高位，中美利差也进一步下探至-106.99BP。欧洲央行也将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调至1.25%、1.50%和0.75%，带动10年期德国国债收益率月内上行60BP，中德利差月内收窄46.24BP。英国央行也于9月22日宣布加息50个基点，将利率升至2.25%，带动10年期英国国债收益率月内上行124.34BP，中英利差降至-140.29BP。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上行带动中日利差小幅上升。

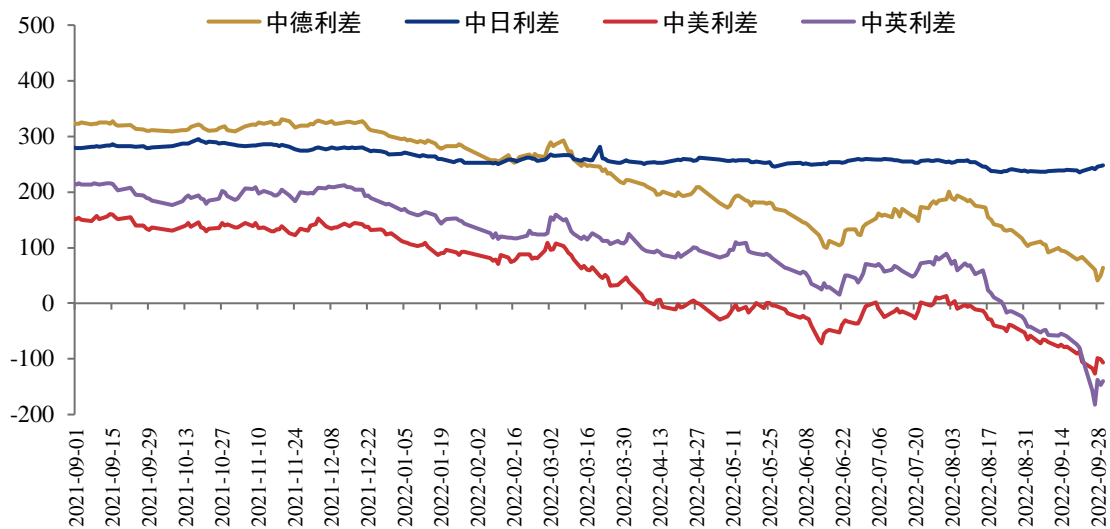


图 15：10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

9月，美联储鹰派表态带动美元指数持续走强，于9月27日站上114.15的高位，人民币贬值压力加剧（见图16）。9月28日，人民币对美元汇率跌破7.2关口，触及7.2458%，月末小幅回升至7.0931%，较上月末贬值约2.9%。美联储下一次加息时点为11月，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，美联储连续大幅加息预期加剧人民币贬值压力。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，9月26日央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%，以稳定人民币币值。预计人民币汇率将在一段时间内偏弱运行。



图 16: 人民币兑美元即期汇率 (2021年1月1日至2022年9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, 9月, 央行 MLF 与逆回购中标利率维持稳定, 缩量平价续作 MLF, 公开市场操作和 MLF 共实现净投放 7180 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, 并于月底大幅上行; LPR 报价与前值持平, 1 年期 LPR 为 3.65%, 5 年期以上 LPR 为 4.3%; Shibor 利率与同业存单到期收益率均呈小幅上行趋势。整体来看, 9 月资金面总体宽松; 央行缩量平价续作 MLF, 维持政策利率与贷款基准利率稳定; 央行充分利用外汇市场逆周期调节工具应对人民币贬值风险, 放松住房信贷政策支持刚性和改善性住房需求; 接下来央行将发挥货币政策总量和结构双重功能, 强化信贷政策引导作用, 为实体经济提供更有力的支持。

利率债市场方面, 从一级市场来看, 9 月国债和政策性银行债净融资共实现 9615.0 亿元, 较上月增加 5015.34 亿元; 10 年期国债发行利率微升, 10 年期政策性银行债发行利率环比下行。9 月地方债共发行 3010.84 亿元, 实现净融资-714.16 亿元, 较上月减少 1905.92 亿元; 新增专项债发行 240.63 亿元, 较上月新增专项债发行规模缩减 275.26 亿元。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, 9 月 28 日稳经济大盘四季度工作推进会议提出, 依法依规提前下达明年专项债部分限额; 预计第四季度新增专项债将放量发行。财政政策强调扩大有效投资和促进消费, 调动市场主体和社会资本积极性, 继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策。

从利率债二级市场来看, 9 月国债与国开债成交活跃度环比大幅下降; 10 年期国债收益率与 10 年期国开债收益率于月内波动上升; 主要中长期地方政府债到期收益率走势相对平稳; 中国货币政策与美欧货币政策持续分化, 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; 9 月, 联储鹰派表态带动美元指数持续走强, 人民币贬值压力加剧。预计人民币汇率将在一段时间内偏弱运行。

综合来看, 9 月利率债收益率呈小幅上行趋势, 月末 10 年期国债收益率回升至 2.7601%, 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 年期国债收益率持续回升。9 月, 生产扩张带动制造业景气水平改善,

PMI 较前值上升 0.7 个百分点，回升至扩张区间；政策工具的效果逐步显现，实体经济融资需求回暖，企业中长期贷款需求显著回升。9 月初，稳经济一揽子政策的接续政策措施推出，房地产信贷政策放松，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](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。