

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

经济弱复苏，关键政策利率继续持稳

——2022年10月利率债市场运行报告

摘要

货币市场与货币政策方面，10月，央行MLF与逆回购中标利率维持稳定，等量平价续作MLF，公开市场操作和MLF共实现净回笼580亿元。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，于最后一周大幅上行，并于月末回落；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，10月资金面总体宽松；央行等量平价续作MLF，维持政策利率与贷款基准利率稳定；上调跨境融资宏观审慎调节参数以稳定汇率。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；继续深化利率市场化改革，促进降低企业融资和个人消费信贷成本。

利率债市场方面，从一级市场来看，10月国债和政策性银行债净融资共实现2797.31亿元，较上月减少6817.69亿元；10年期国债与政策性银行债发行利率均环比上升。10月地方债共发行6687.32亿元，实现净融资4444.41亿元，较上月增长5158.57亿元；新增专项债发行4279.09亿元，较上月增长4038.46亿元。根据稳经济大盘四季度工作推进会议提出的依法依规提前下达明年专项债部分限额，当前各地正积极谋划推进2023年专项债项目储备工作。预计随着明年专项债限额提前下达，第四季度新增专项债将放量发行。财政政策强调着力扩大内需，持续深化财税体制改革。

从利率债二级市场来看，10月国债与国开债成交活跃度环比继续下降；10年期国债收益率与10年期国开债收益率于月内波动下降；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、中德利差继续收窄，其中中美、中英利差持续倒挂；美元指数持续处于高位，人民币贬值压力强化，预计人民币汇率将在一段时间内偏弱运行。

综合来看，受关键利率持稳与经济弱复苏影响，10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2.6433%。但近期国内疫情防控措施进一步优化，楼市利好政策连续出台，包括支持民营企业发债融资的“第二支箭”、金融支持房地产16条以及商业银行出具保函置换预售监管资金。利好政策提振市场信心，预计未来一段时间内10年期国债收益率或将明显回升。但当前全国疫情形势依旧严峻复杂，经济恢复基础尚不牢固。需求端，10月金融数据滑坡，显示出实体融资需求疲软；10月出口同比增速为-0.3%，主要受基数效应及外部需求萎缩影响；10月房价环比续降，商品房销售仍旧不振，地产行业仍处于深度调整期。供给端，10月制造业与非制造业PMI均回落至收缩区间，受疫情多点散发影响，制造业生产放缓且物流不畅。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、房地产市场、国际油价等重要变量。

相关研究报告：

1. 《2022年9月利率债市场运行报告》，2022.10.15
2. 《2022年8月利率债市场运行报告》，2022.9.15
3. 《2022年7月利率债市场运行报告》，2022.8.15
4. 《2022年6月利率债市场运行报告》，2022.7.15
5. 《2022年5月利率债市场运行报告》，2022.6.15
6. 《2022年4月利率债市场运行报告》，2022.5.15

Author: Feng zuhan, Chen Haochuan,

Jian Jiangping,

E-mail: research@fecr.com.cn

The economy recovered slowly and key policy rates kept stable

—October 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 500 billion yuan to hedge the expiration of the previous MLF (500 billion yuan). The PBOC's open market operations (excluding Central Bank Bills Swap or CBS) achieved a net withdrawal of 58 billion yuan. Key capital prices fluctuated below the 7-day repo rate, rose sharply in the last week, and fell back at the end of the month. Loan prime rates (LPR) remain unchanged. 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 a slight increase. On the whole, the capital level was loose. The PBOC rolled over maturing medium-term policy loans while keeping key policy rates unchanged. The PBOC raised the macro-prudential adjustment parameter for cross-border financing of enterprises and financial institutions from 1 to 1.25. 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. Next, the PBOC will play the dual functions of aggregate and structural monetary policy, strengthen the guiding role of credit policy, and provide stronger support for the real economy. The PBOC will also promote further market-oriented interest rate reform, to reduce corporate financing and personal consumption credit cost.

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 279.731 billion yuan in October, an decrease of 681.769 billion yuan from the previous month. The issuance rates of 10-year government bonds and policy bank bonds both rose. The local government bonds issued a total of 668.732 billion yuan, achieving net financing of 444.441 billion yuan, an increase of 515.857 billion yuan from the previous month. The newly issued special bonds were 427.909 billion yuan, which increased significantly compared to last month. It is proposed that the special bonds quotas for next year will be issued in advance. At present, all localities are actively planning to promote the reserve of special bond projects. We expect that with the release of special bond quotas, newly issued special bonds will be issued in large quantities in the fourth quarter. Fiscal policy aims to expand domestic demand and continue to deepen the reform of the fiscal and taxation system.

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 a decrease. 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 had been in an inverted trend for several consecutive days. The U.S. dollar index kept at a high level, and the pressure of RMB depreciation was intensified. We expect that the RMB exchange rate will remain weak for a period of time.

On the whole, affected by the stability of key interest rates and the weak economic recovery, the yield of interest rate bonds in October showed a downward trend, and the yield of 10-year treasury bonds fell back to 2.6433% at the end of the month. However, the epidemic prevention and control measures have been further optimized, and favorable policies for the real estate market have been continuously introduced, including the "second arrow" to support private enterprises to issue bonds for financing, financial support for real estate, and commercial banks issuing letters of guarantee to replace pre-sale regulatory funds. Favorable policies have boosted market confidence, and it is expected that the yield on 10-year treasury bonds may rise significantly in the coming period. However, the epidemic situation is still severe and the foundation for economic recovery is not yet stable. On the demand side, the financial data of October shows that the financing demand for real economy is weak. The growth rate of exports in October was -0.3%, mainly due to the base effect and shrinking external demand. The housing price continued to fall in October and the commercial housing sales remained sluggish. On the supply side, both the manufacturing and non-manufacturing PMIs fell back to the contraction range in October. Affected by the epidemic, manufacturing production and logistics slowed down. In the follow-up, we can pay close attention to important variables such as the epidemic situation, the conflict between Russia and Ukraine, 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 580 亿元.....	2
(二) 10 月资金面偏宽松，LPR 继续持稳.....	3
(三) 货币政策：发挥货币政策总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持.....	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) 央行等量平价续作 MLF，月内净回笼 580 亿元

2022年10月（下称“10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580亿元。其中，逆回购投放量为9590亿元，逆回购到期10170亿元；MLF（含TMLF）投放5000亿元，MLF（含TMLF）回笼5000亿元（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10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
2022年9月	7180	0	400	0	0	10000	420	4000	6000
2022年10月	-580	0	0	0	0	9590	10170	5000	5000

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，10月上半月，国庆节前投放的7天与14天逆回购接连到期，逆回购到期规模达到9870亿元。鉴于市场流动性相对充裕，央行开展逆回购操作规模相对较小，连续多日投放20亿元逆回购。临近月末，央行逆回购投放规模大增，最后一周逆回购投放规模达8500亿元。最终央行于月内实现逆回购净回笼580亿元。

央行于10月17日开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限1年，中标利率为2.75%，对冲15日到期的5000亿元MLF。在连续两月对MLF进行缩量续作后，10月央行等量续作MLF，以维持流动性平稳。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。

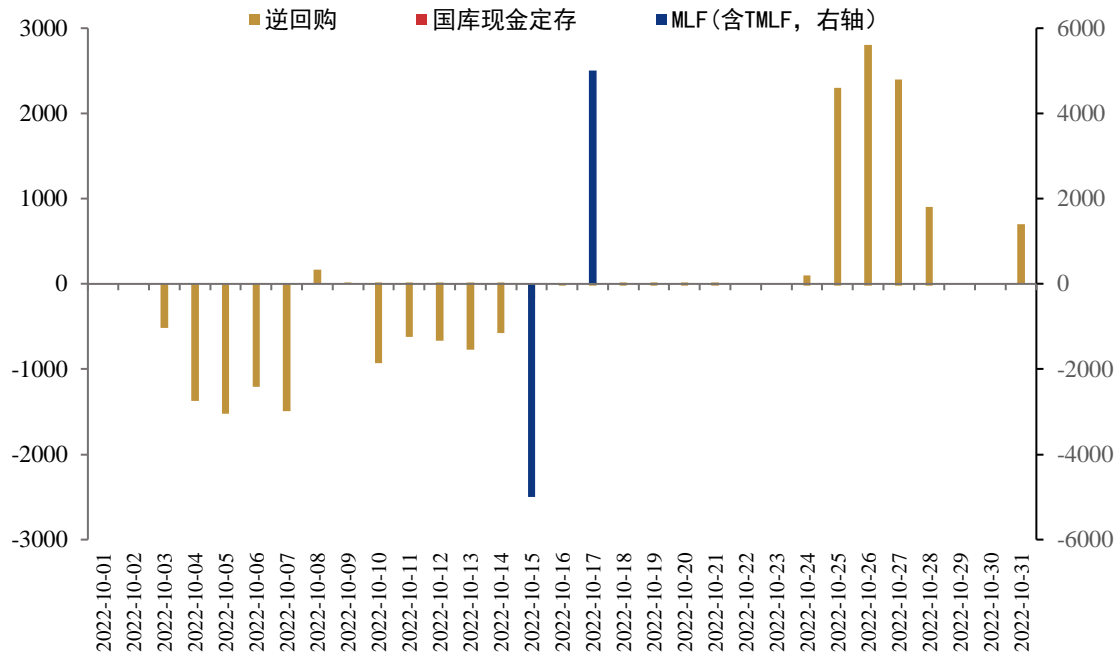


图1：2022年10月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

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10月31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%。

10月，人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共16.47亿元，其中隔夜期6.47亿元，7天期10.00亿元。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2.85%、3.00%、3.35%。

此外，10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1543亿元。期末抵押补充贷款余额为28024亿元。抵押补充贷款连续两月净新增，且10月净新增规模进一步增大。

（二）10月资金面偏宽松，LPR继续持稳

10月17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，于最后一周大幅上行，并于月末回落；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，并于最后一周大幅上行，10月25日升至2.6726%，并于月末回落至1.9912%。DR007整体走势与R007相似，多在1.4%-1.6%的区间内运行，最后一周波动走高，于10月27日升至2.0229%的月内高点，月末回落至1.9442%。R007-DR007价差也于10月末收窄至4.7BP。10月，DR007的月内均值为1.6473%，较央行7天逆回购中标利率低35.27BP。

以上针对关键货币资金价格的观察反映了10月资金面总体宽松，月末7天回购利率受跨月资金需求因素影响有所上行。

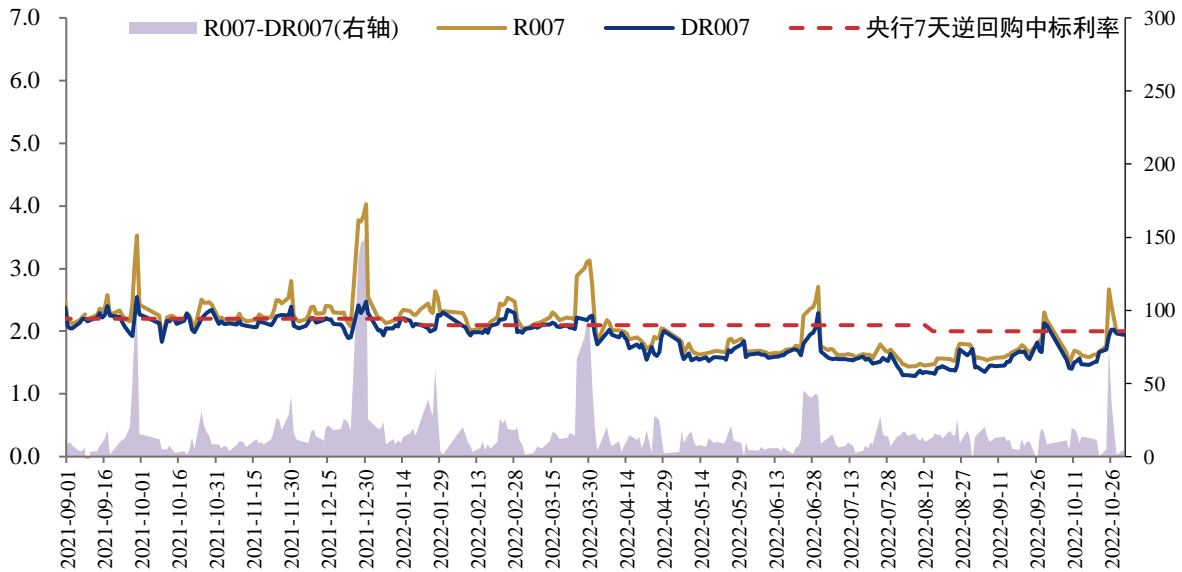


图2：R007、DR007利率及利差（单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷市场方面，10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。LPR继续维持前值不变主要是由于其定价基准——MLF中标利率保持不变，且近期银行净息差压力增加，缺乏进一步调降贷款利率的动力。

10月，不同期限Shibor利率小幅上行（见图3）。截至10月31日，3个月期、6个月期和1年期Shibor利率分别较上月末上升7.2BP、8.1BP和2.1BP。

10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5.44BP和0.44BP。

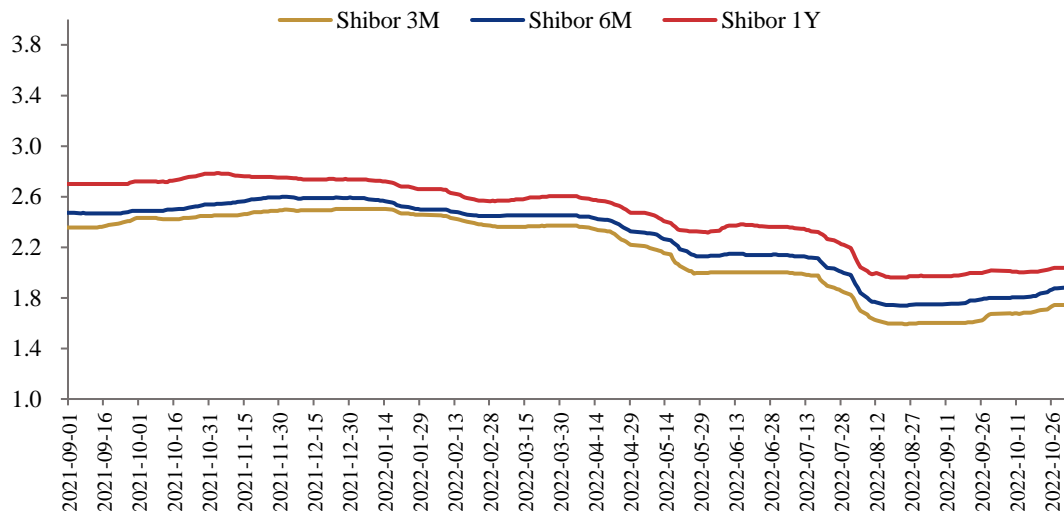


图3：Shibor利率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

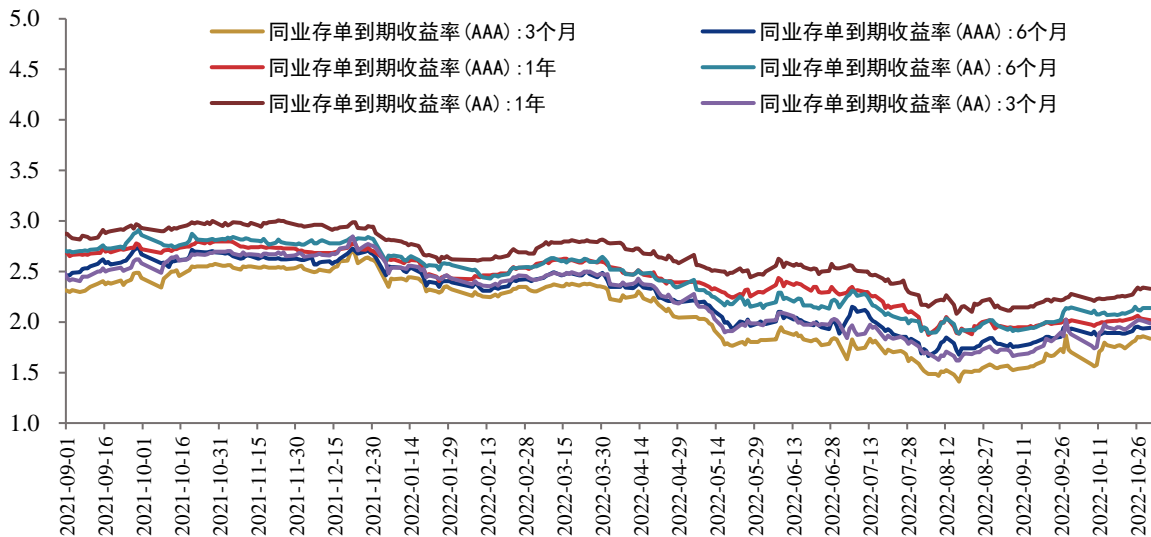


图 4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

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，10月份发行量为12148.8亿元，环比下降5791.5亿元；净融资额为-3449.3亿元，环比减少8423.1亿元。未来3个月（11月-1月），每月分别有21391.8亿元、12919.3亿元和8414.0亿元到期（见图5）。

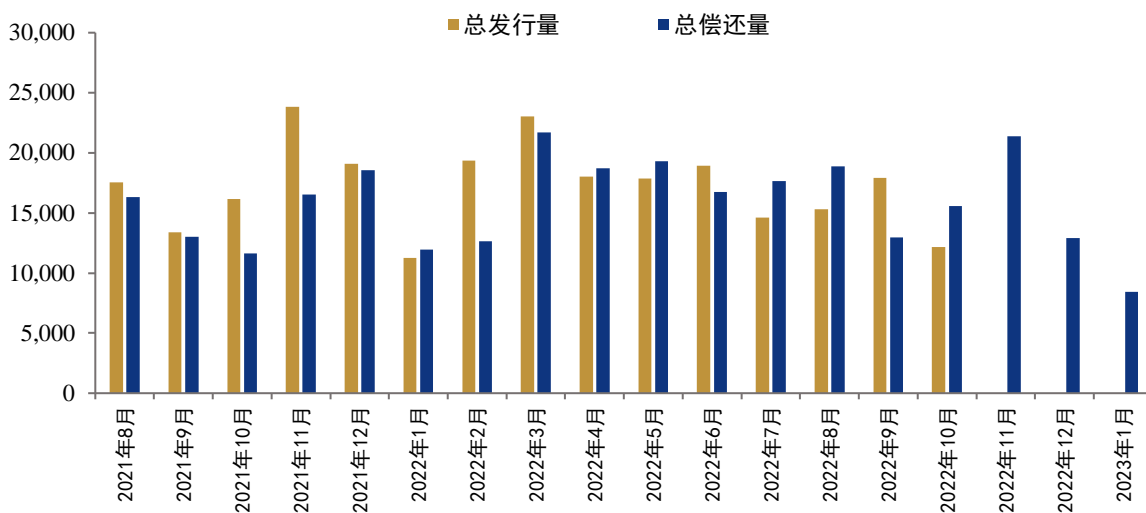


图 5：同业存单的发行与到期（数据截至2022年10月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷与社融方面，10月金融数据明显滑坡，实体融资需求大幅萎缩。10月新增人民币贷款6152亿元，同比少增2110亿元；10月社会融资规模增量为9079亿元，比上年同期少7097亿元。从结构来看，企事业中长期信贷融资需求相对稳定，企事业中长期贷款增加4623亿元，同比多增2433亿元；居民中长期信贷需求持续疲弱，居民中长期贷款增加332亿元，同比少增3889亿元。

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	12.1	24700	11.2	35300
2022年10月	11.8	6152	11.1	9079

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(三) 货币政策: 发挥货币政策总量和结构双重功能, 为实体经济提供更有有力支持

10月, 央行等量续作 5000 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。二十大报告提出, 深化金融体制改革, 建设现代中央银行制度, 加强和完善现代金融监管, 强化金融稳定保障体系, 依法将各类金融活动全部纳入监管, 守住不发生系统性风险底线; 健全资本市场功能, 提高直接融资比重。

10月24日, 人民银行党委、外汇局党组扩大会议提出, 要继续保持货币信贷总量合理增长, 加大对科技创新、乡村振兴、区域协调发展、绿色发展等重点领域支持力度, 稳定宏观经济大盘; 深化汇率市场化改革, 增强人民币汇率弹性, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定; 落实落细金融服务小微企业、民营企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制, 增强微观主体活力; 更好满足居民的刚性和改善性住房需求, 加大力度助推“保交楼、稳民生”工作。

10月25日, 为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理, 增加企业和金融机构跨境资金来源, 引导其优化资产负债结构, 人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25。此举有利于进一步扩大利用外资, 也有助于增加境内美元流动性, 缓和现汇市场人民币贬值压力。

10月26日, 国务院办公厅印发《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》并提出: 继续深化利率市场化改革, 发挥存款利率市场化调整机制作用, 释放贷款市场报价利率 (LPR) 形成机制改革效能, 促进降低企业融资和个人消费信贷成本; 督促 21 家全国性银行完善内部考核、履职尽责和激励机制, 引导商业银行扩大中长期贷款投放, 为设备更新改造等配足融资。

总体来看, 央行等量平价续作 MLF, 上调跨境融资宏观审慎调节参数以稳定汇率。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有力支持; 继续深化利率市场化改革, 促进降低企业融资和个人消费信贷成本。

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：净融资环比续降，10年期国债发行利率上行

2022年10月，国债和政策性银行债的合计发行量环比续降，共发行12706.2亿元；10月共实现净融资2797.31亿元，较上月减少6817.69亿元（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行8271.8亿元和4434.4亿元，净融资额分别为529.11亿元和2268.2亿元。

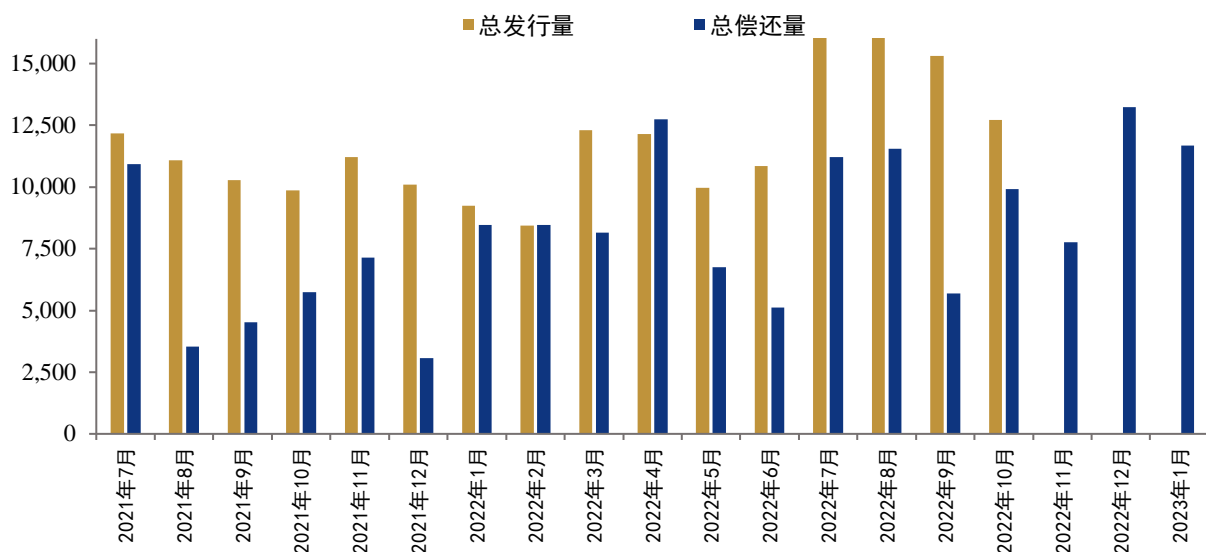


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2022年10月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，10月，2年期与5年期国债发行利率微升，10年期国债发行利率上行；2年期、5年期与10年期政策性银行债发行利率均呈小幅上行走势。国债方面，2年期与5年期国债加权平均发行利率环比涨幅较小，分别为1.01BP和1.55BP；10年期国债加权平均发行利率环比上升15.04BP。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上升4.33BP、3.01BP与2.34BP。从发行利差来看，10月份，10年期国债与政策性银行债发行利差较上月小幅上涨0.79BP至19.18BP（见图7）。

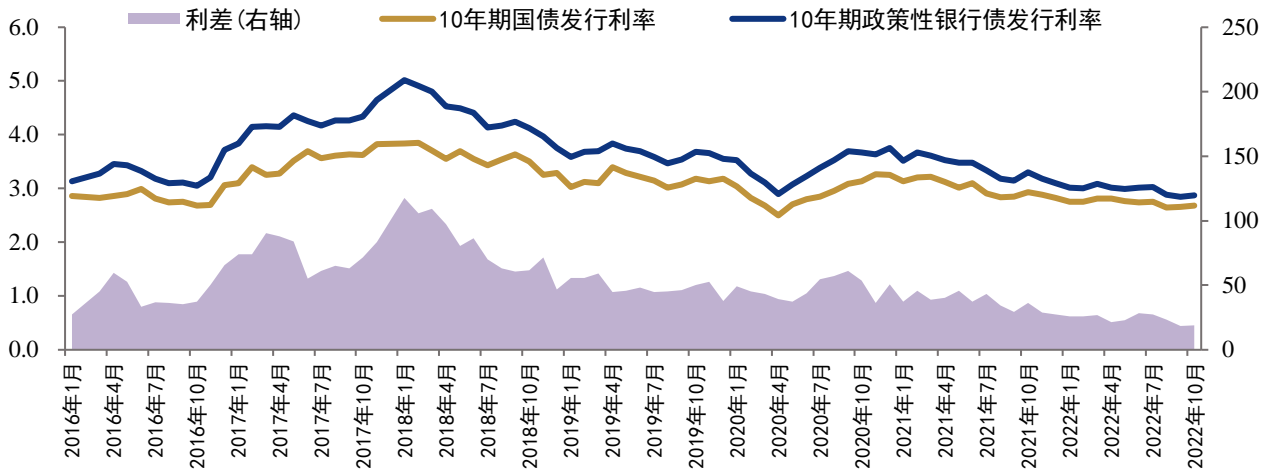


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2022年10月31日，单位：%、BP）
数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 地方债：10月发行放量，第四季度新增专项债发行可期

10月，全国地方债共发行6687.32亿元，较上月增加3676.48亿元；实现净融资4444.41亿元，较上月增长5158.57亿元（见图8）。新发行债券中有4434.83亿元为今年新增额度债券，占当月新发行地方债券的比重为66.32%。10月，地方债的平均发行期限为14.81年，10年期地方债平均发行利率为2.8649%，环比上涨7.53BP。10月，地方债发行额最大的省份为四川省，发行规模约522.36亿元，山东省的地方债发行额也超过500亿元。

从专项债新增发行来看，10月新增专项债发行额为4279.09亿元，占当月新增额度债券的比重约为96.49%，较上月新增专项债发行规模增长4038.46亿元（见图9）。当月新增专项债放量发行主要是由于5000多亿元专项债地方结存限额须在10月底前发行完毕。根据稳经济大盘四季度工作推进会议提出的依法依规提前下达明年专项债部分限额，当前各地正积极谋划推进2023年专项债项目储备工作。预计随着明年专项债限额提前下达，第四季度新增专项债将放量发行。

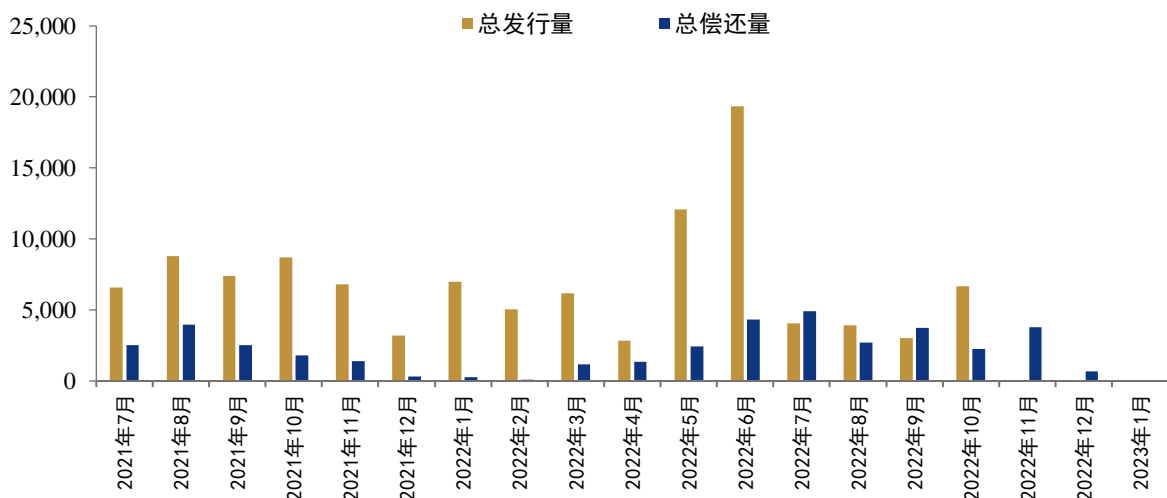


图8：地方债的发行与到期（数据截至2022年10月31日，单位：亿元）
数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

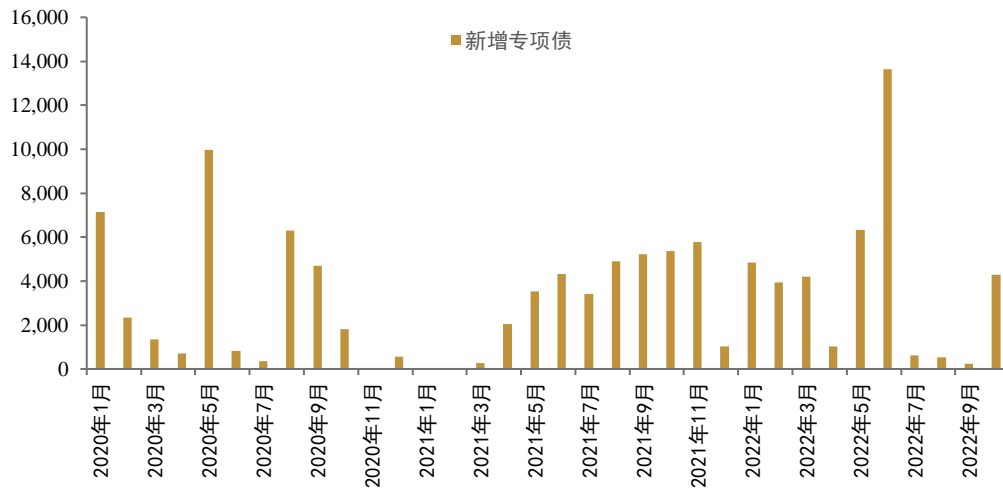


图9：新增专项债发行情况（数据截至2022年10月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 财政政策：着力扩大内需，持续深化财税体制改革

10月，中国共产党第二十次全国代表大会召开。二十大报告提出，健全宏观经济治理体系，发挥国家发展规划的战略导向作用，**加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用；健全现代预算制度，优化税制结构，完善财政转移支付体系。**

10月24日，财政部党组专题会议强调，要扎实贯彻全面建设社会主义现代化国家各项部署，**进一步完善财政支持创新发展、协调发展、绿色发展、开放发展、共享发展的政策举措，推动解决不平衡不充分的发展问题；坚持社会主义市场经济改革方向，持续深化财税体制改革，加强改革系统集成、协同高效，在健全现代预算制度、优化税制结构、完善财政转移支付体系等方面取得新突破。**

10月26日，国务院办公厅印发《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》并提出：**依法盘活用好5000多亿元专项债地方结存限额，与政策性开发性金融工具相结合，支持重点项目建设；在专项债资金和政策性开发性金融工具使用过程中，注重创新机制，发挥对社会资本的撬动作用。**

同日，国务院常务会议部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济进一步回稳向上。具体措施包括**深入落实制造业增量留抵税额即申即退，支持企业纾困和发展；财政金融政策工具支持重大项目建设、设备更新改造，要在四季度形成更多实物工作量。**

10月31日，财政部出台的《关于支持深圳探索创新财政政策体系与管理体制的实施意见》提出，支持深圳在财政政策体系与管理体制方面探索创新，更好发挥财政职能作用。其中包括支持深圳加快构建面向未来的现代产业体系，推动有效市场与有为政府更好结合，支持深圳与国家级基金加强合作，**鼓励国家级基金按照市场化原则在深圳布局、投资，助力深圳重点产业补链强链延链，支持深圳加强财政金融联动，综合运用融资担保、市场化风险补偿、贷款贴息等方式，引导金融资源更好服务实体经济，培育壮大市场主体。**

财政政策强调着力扩大内需，持续深化财税体制改革。具体包括，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，支持重点项目建设；深入落实制造业增量留抵税额即申即退，支持企业纾困和发展；支持深圳在财政政策体系与管理体制方面探索创新。

(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2.64%

(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下行

2022年10月，国债与国开债成交活跃度环比继续下降。10月国债共成交43276.01亿元，成交额较上月下降9650.69亿元，其中：活跃券“21付息国债09”10月31日到期收益率为2.7394%，与上月末相比下降7.93BP；政策性银行债成交77978.55亿元，成交额较上月下降23988.37亿元，其中，活跃券“21国开15”10月31日到期收益率为2.9013%，较上月末下降13.05BP。

10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）。10月末，中债10年期国债收益率为2.6433%，和上月末相比下降11.68BP；10年期国开债到期收益率为2.77%，与上月末相比下降16.38BP。

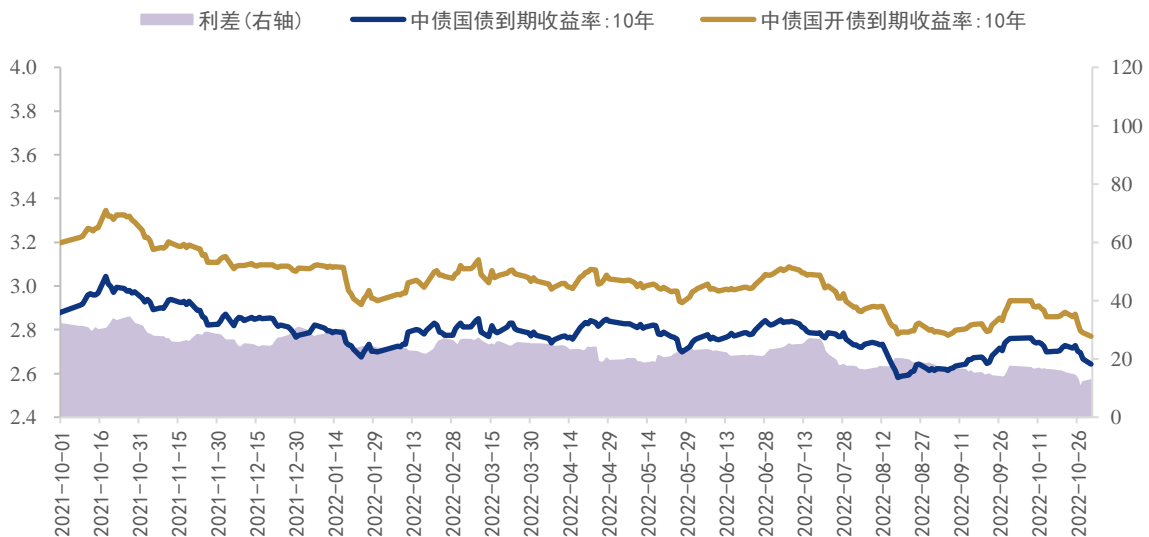


图10：10年期国债与国开债利率走势及两者利差（单位：%；BP）

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），月内10年期国债收益率整体呈稳中有降的走势，主要是由于关键政策利率继续持稳且经济仍呈现弱复苏态势。货币政策方面，10月11日，9月金融数据发布，金融数据继续好转，反映出实体融资需求回暖，但结构仍表现为“企业强，居民弱”；10月17日，央行等量平价续作5000亿元MLF；10月20日，LPR报价继续持稳，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，10月25日公布的三季度主要经济指标超出预期，前三季度国内生产总值为870269亿元，按不变价格计算，同比增长3.0%，比上半年加快0.5个百分点，显示出国民经济恢复向好。但社会消费品零售总额增长缓慢，房地产开发投资、房屋新开工面积以及商品房销售面积等地产相关数据表现较差，反映出需求不振以及房地产市场深度调整对经济增长构成挑战。10月制造业PMI为49.2%，比上月下降0.9个百分点，再次降至收缩区间，反映出制造业景气水平下降。对此，稳经济政策再加码，10月27日的国常会部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济进一步回稳向上。

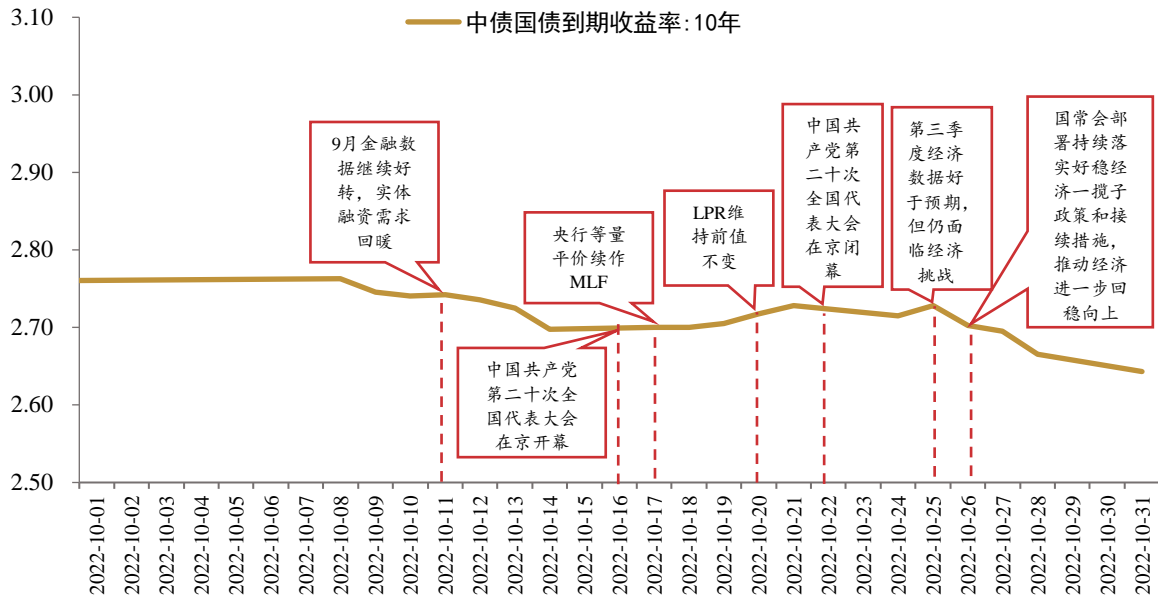


图 11: 10 年期国债利率走势及相关影响因素 (单位: %)

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 9 月末相比, 2022 年 10 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 12.3BP、5.82BP、10.78BP、15.64BP、10.11BP 和 11.68BP。其中, 7 年期与 10 年期国债收益率倒挂的情况再次出现。从国债期限利差来看, 与 2022 年 9 月末相比, 2022 年 10 月末 5Y-2Y 国债期限利差收窄 9.82BP 至 34.9BP; 10Y-5Y 国债期限利差则从 17.65BP 走阔至 21.61BP (见图 12)。

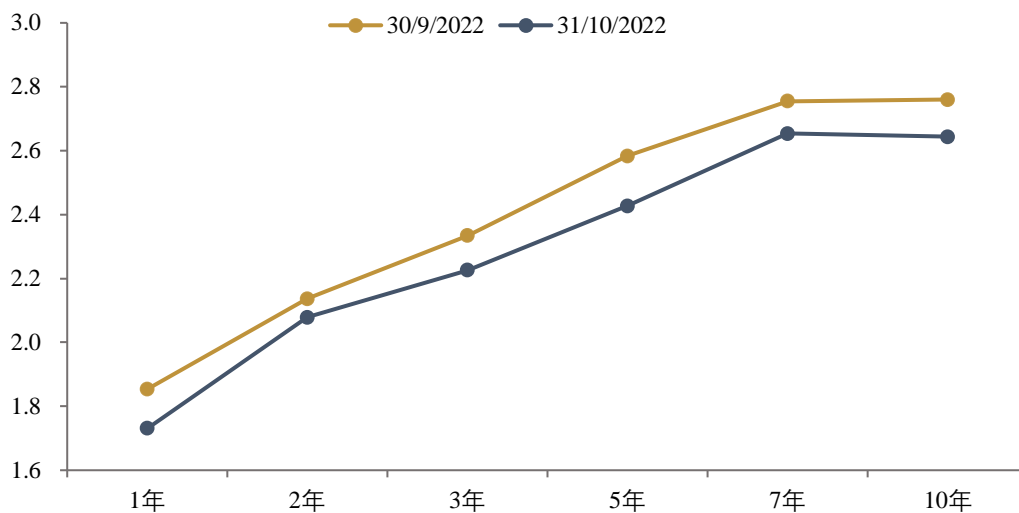


图 12: 2022 年 10 月末各期限中债国债到期收益率及其与 2022 年 9 月末比较 (单位: %)

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, 10 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, 10 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 3.13BP、6.21BP、10.34BP、10.55BP、

11.41BP 和 16.38BP。其中，7 年期与 10 年期国开债收益率倒挂的情况再次出现。从国开债期限利差来看，10 月末 5Y-2Y 国开债期限利差由 43.82BP 收窄至 39.48BP；10Y-5Y 国开债期限利差由 27.67BP 收窄至 21.84BP(见图 13)。

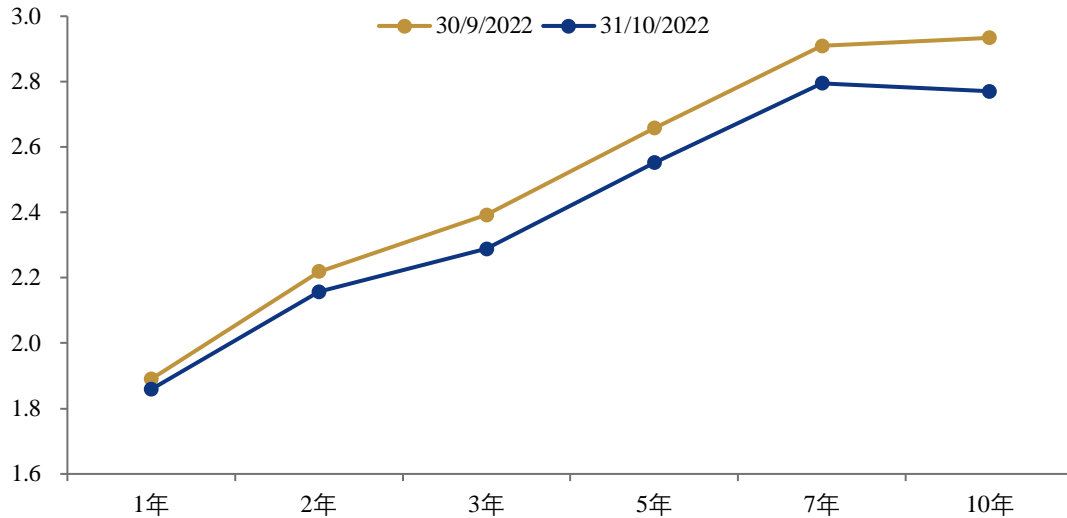


图 13: 2022 年 10 月末各期限中债国开债到期收益率及其与 2022 年 9 月末比较 (单位: %)

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

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

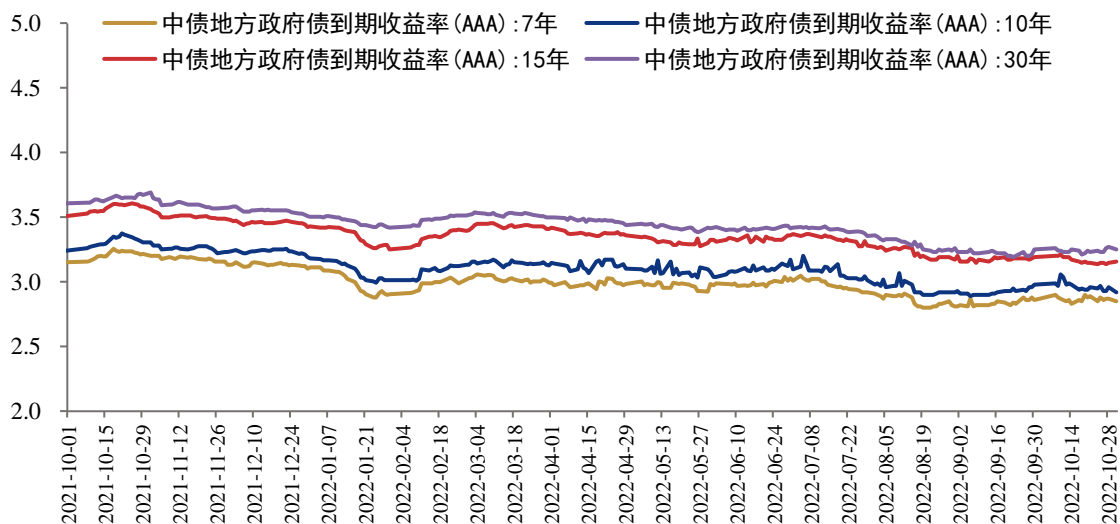


图 14: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 中美货币政策相背而行, 人民币贬值压力强化

从国际角度来看，10月中国货币政策与美欧货币政策进一步分化，中美、中英、中德利差继续收窄，其中中美、中英利差持续倒挂（见图15）。具体来看，美国劳动力市场紧张且通胀仍居高不下，9月非农就业人口新增26.3万人，9月CPI进一步升至8.2%的高位；在此背景下，美联储继续加息的政策立场坚定。10年期美债收益率波动上行，于月末升至4.1%，中美利差也进一步下探至-145.67BP。欧洲央行于10月27日召开货币政策会议，决定将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调至2.00%、2.25%和1.50%。10年期德国国债收益率月末升至2.19%，中德利差月内收窄18.68BP。英国前首相特拉斯原计划推行的减税计划令本国金融市场陷入混乱，10月上半月英国国债收益率持续处于4%以上的高位水平。随后特拉斯卸任，苏纳克就任，10年期英国国债收益率随之回落，月末降至3.6952%，中英利差回升至-105.19。日本央行于10月28日公布利率决议，基准利率维持在-0.1%，10年期国债收益率目标维持在0%附近。宽松的货币政策下，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下行带动中日利差小幅收窄。

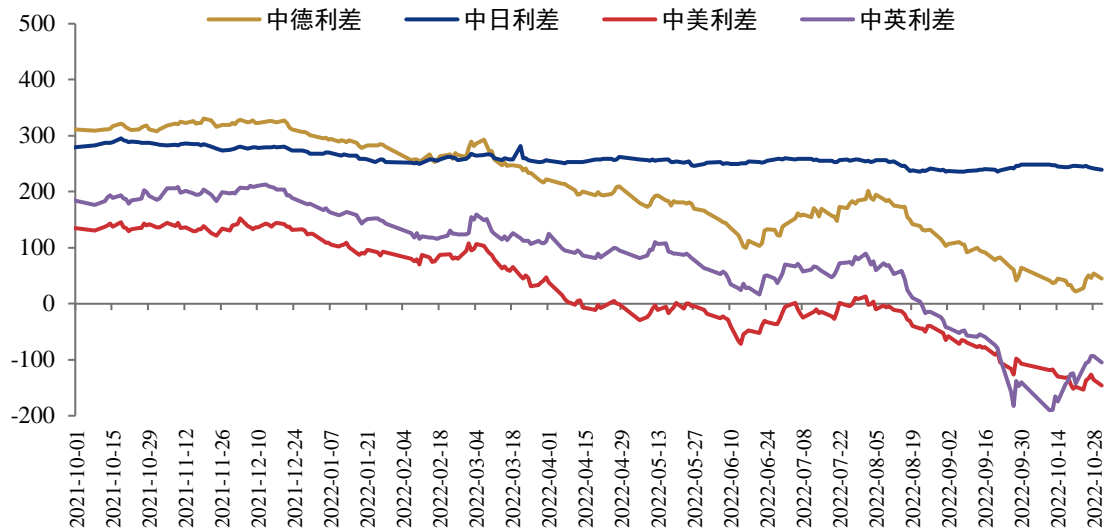


图 15: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

10月，在美联储坚定的政策立场下，美元指数持续处于高位，人民币贬值压力强化（见图16）。10月25日，人民币对美元汇率跌破7.3关口，触及7.3085%，月末小幅回升至7.2985%，较上月末贬值约2.81%。对此，10月25日，人民银行、外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25，以缓和现汇市场人民币贬值压力。11月，美联储第4次加息75个基点，将联邦基金利率目标区间上调至3.75%至4%之间；但近期公布的10月美国CPI同比增幅低于预期，市场预期美联储加息进程或将放缓。同时，近期国内稳经济政策持续发力，疫情防控政策进一步优化，地产利好政策频繁出台。内外因素作用下，人民币币值或呈阶段性反弹态势。



图 16: 人民币兑美元即期汇率 (2021 年 1 月 1 日至 2022 年 10 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, 10 月, 央行 MLF 与逆回购中标利率维持稳定, 等量平价续作 MLF, 公开市场操作和 MLF 共实现净回笼 580 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, 于最后一周大幅上行, 并于月末回落; 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, 10 月资金面总体宽松; 央行等量平价续作 MLF, 维持政策利率与贷款基准利率稳定; 上调跨境融资宏观审慎调节参数以稳定汇率。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; 继续深化利率市场化改革, 促进降低企业融资和个人消费信贷成本。

利率债市场方面, 从一级市场来看, 10 月国债和政策性银行债净融资共实现 2797.31 亿元, 较上月减少 6817.69 亿元; 10 年期国债与政策性银行债发行利率均环比上升。10 月地方债共发行 6687.32 亿元, 实现净融资 4444.41 亿元, 较上月增长 5158.57 亿元; 新增专项债发行 4279.09 亿元, 较上月增长 4038.46 亿元。根据稳经济大盘四季度工作推进会议提出的依法依规提前下达明年专项债部分限额, 当前各地正积极谋划推进 2023 年专项债项目储备工作。预计随着明年专项债限额下达, 第四季度新增专项债将放量发行。财政政策强调着力扩大内需, 持续深化财税体制改革。

从利率债二级市场来看, 10 月国债与国开债成交活跃度环比继续下降; 10 年期国债收益率与 10 年期国开债收益率于月内波动下降; 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、中德利差继续收窄, 其中中美、中英利差持续倒挂; 美元指数持续处于高位, 人民币贬值压力强化, 预计人民币汇率将在一段时间内偏弱运行。

综合来看，受关键利率持稳与经济弱复苏影响，10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2.6433%。但近期国内疫情防控措施进一步优化，楼市利好政策连续出台，包括支持民营企业发债融资的“第二支箭”、金融支持房地产16条以及商业银行出具保函置换预售监管资金。密集出台的利好政策提振市场信心，预计未来一段时间内10年期国债收益率或将明显回升。但当前全国疫情形势依旧严峻复杂，经济恢复基础尚不牢固。需求端，10月金融数据滑坡，显示出实体融资需求疲软，尤其是居民中长期贷款需求；10月出口同比增速为-0.3%，较上月下滑6.0个百分点，主要受基数效应及外部需求萎缩影响；10月房价环比续降，商品房销售仍旧不振，地产行业仍处于深度调整期。供给端，10月制造业与非制造业PMI均回落至收缩区间，受疫情多点散发影响，制造业生产放缓且物流不畅。后续可密切关注疫情形势、俄乌冲突、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。