

# 利率债和汇率观察月报

(二零二一年十月月报)

## 国债顺利“入富”利好债市 Taper 落地或使人民币小幅区间震荡

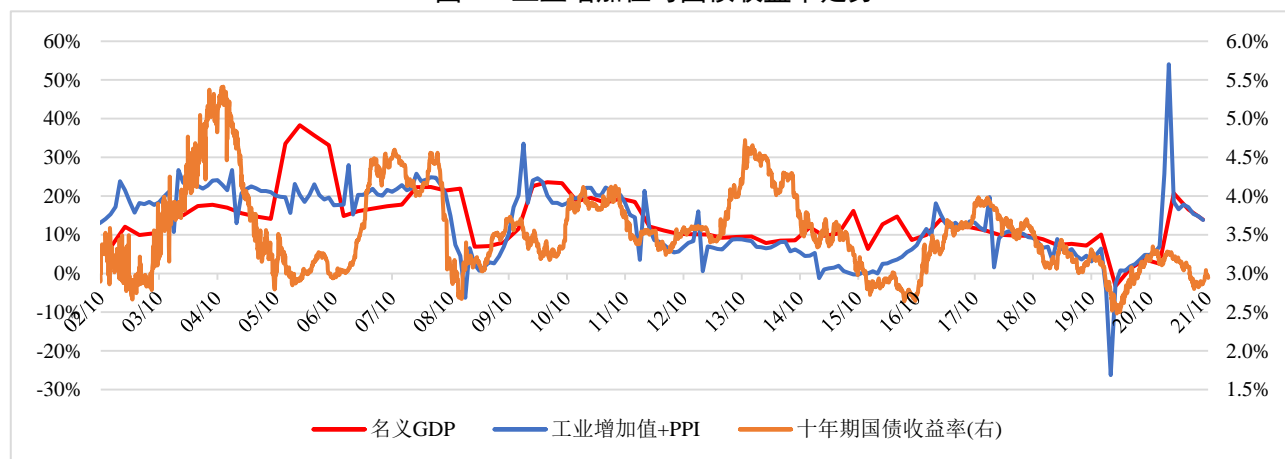
- ◆ 基本面：10 月我国经济基本面延续疲弱态势，叠加疫情反复、内需走弱以及能耗双控约束等因素，经济增速下行趋势或将延续，11 月国债收益率或将小幅震荡下行。
- ◆ 资金面：10 月资金面总体保持平衡、实现平稳跨月，资金利率均值小幅下行。中国国债顺利“入富”将利好国内债市，同样或推动 11 月国债收益率小幅震荡下行。
- ◆ 一级市场：10 月利率债总发行规模和净融资规模环比和同比均有所增长，平均发行成本整体变化不大。结合当前发行进度和剩余情况，预计 11 月国债总发行规模约为 7500~8500 亿元，净融资规模约为 2500~3500 亿元；11 月地方政府债总发行规模约为 8500~9500 亿元，净融资规模约为 7000~8000 亿元。
- ◆ 二级市场：10 月利率债收益率整体先升后降，中短期期限利差大多走阔；10 年期国债和 7 年期国债收益率出现倒挂，反映出市场对经济在中长期表现的担忧。
- ◆ 国别利差：10 月美国、德国、英国、法国、日本十年期国债收益率均值全面上行，我国与美国、德国、英国、法国十年期国债利差均值收窄，与日本十年期国债利差均值走阔。
- ◆ 汇率：受美元指数走弱、中国出口强劲、中美关系阶段性缓和等因素影响，10 月美元兑人民币汇率升值；在基本面和货币政策等因素的综合作用下，11 月美元兑人民币汇率或将小幅区间震荡。



## 一、 基本面延续疲弱态势，11月国债收益率或小幅震荡下行

2021年10月，能耗双控政策持续推进，叠加全球能源短缺和价格上涨，在供需两端同时压制制造业，疫情反弹拖累消费复苏，经济基本面进一步走弱。10月官方制造业PMI指数下降0.4个百分点至49.20%，连续两个月位于荣枯线以下。全国高炉开工率继续下行，商品房销售、乘用车批发和零售销量继续低位徘徊，表明经济复苏趋势继续放缓。通胀方面，受降雨天气、疫情反弹及成本增加等因素影响，10月CPI同比和环比涨幅分别为1.50%和0.70%，较上月均有所扩大；受国际输入性因素和国内主要能源和原材料供应偏紧影响，10月PPI同比和环比涨幅分别为13.50%和2.50%，创有数据记录以来的历史新高。近期，尽管房地产调控政策出现边际放松，但更多的是以防风险为目的，“房住不炒”政策总基调未变，此外，10月底以来多地疫情出现反复，也对经济产生一定负面影响。整体看，10月基本面延续疲弱态势，叠加疫情反复、内需走弱以及能耗双控约束等因素，经济增速下行趋势或将延续，11月国债收益率或将小幅震荡下行。

图1：工业增加值与国债收益率走势



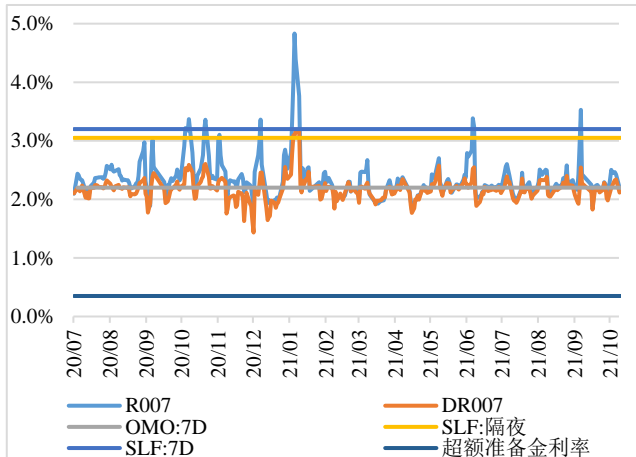
数据来源：Wind，联合资信整理

## 二、 资金面总体保持平衡、实现平稳跨月，资金利率均值小幅下行

2021年10月资金面总体保持平衡、实现平稳跨月，资金利率均值小幅下行。国庆假期后资金面相对宽松，央行恢复单日100亿元的逆回购常规操作以回笼流动性。10月15日，央行续作5000亿元MLF等额对冲当日到期的MLF，同日，货币政策司司长孙国峰在三季度金融统计数据新闻发布会上表示“对于政府债券发行、税收缴款以及MLF到期等阶段性影响因素，将灵活运用MLF、公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”。从10月20日开始，央行连续三天增加逆回购投放量至1000亿元，并于25日起连续五天增加逆回购投放量至2000亿元，以对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，维护月末流动性平稳。受此影响，主要资金利率月度均值整体小幅下行。近期，央行以支小再贷款为主要手段的结构性宽信用政策加速推进，叠加地方政府债加速发行等，10月社融增速触底企稳，这将对国债收益率带来一

定上行压力。另一方面，中国债券市场对外开放取得重要进展，一是 10 月 29 日中国国债正式纳入富时全球国债指数（WGBI），权重约为 6%，纳入过程将在 36 个月内完成；二是 10 月 27 日国常会决定将境外投资者投资境内债券市场税收优惠政策延长至 2025 年 12 月 31 日。这将进一步丰富外资引入渠道，增加外资对中国国债的配置需求，从而带动国债收益率下行。综合上述因素，预计 11 月国债收益率将小幅震荡下行。

图 2：主要资金利率变化曲线



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：社融存量增速与国债收益率变化趋势

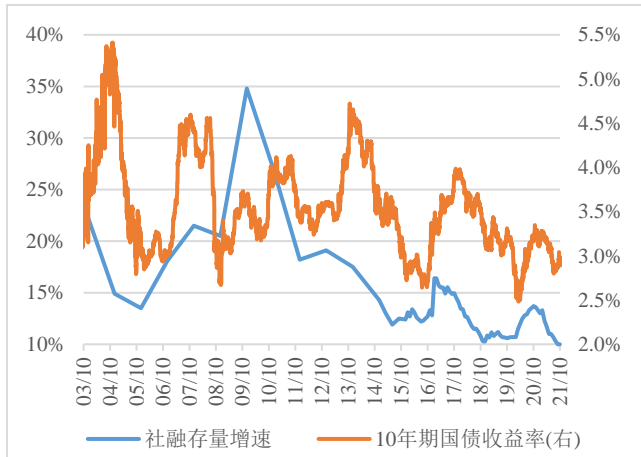


表 1：主要资金利率变动（单位：%）

时间	R001	R007	R014	R1M	DR001	DR007	DR014	DR1M	SHIBOR 隔夜	SHIBOR 1 周	SHIBOR 2 周	SHIBOR 1 月
2021/10/29	2.27	2.42	2.40	2.50	2.12	2.34	2.39	2.49	2.14	2.30	2.41	2.40
2021/9/30	2.20	2.43	2.91	2.67	2.09	2.27	2.85	3.06	2.22	2.27	2.97	2.44
变动(BP)	6.73	-0.22	-51.16	-16.94	3.68	6.57	-46.16	-57.68	-7.80	3.30	-55.60	-4.10
10 月均值	1.98	2.26	2.41	2.61	1.94	2.17	2.30	2.45	1.96	2.18	2.32	2.37
9 月均值	2.07	2.37	2.62	2.60	2.03	2.18	2.42	2.54	2.04	2.20	2.42	2.36
变动(BP)	-8.31	-11.19	-20.91	1.01	-8.23	-1.58	-12.77	-9.67	-8.17	-1.39	-10.52	1.36

数据来源：Wind，联合资信整理

表 2：央行公开市场操作（单位：亿元）

时间	MLF 净投放	TMLF 净投放	央行票据互换净投放	国库现金定存净投放	逆回购净投放	净投放量
2021 年 10 月	0	0	0	0	1600	1600
2021 年 9 月	0	0	0	0	5900	5900
2020 年 10 月	3000	0	0	-300	-2600	100
2020 年 9 月	4000	0	0	300	-100	4200

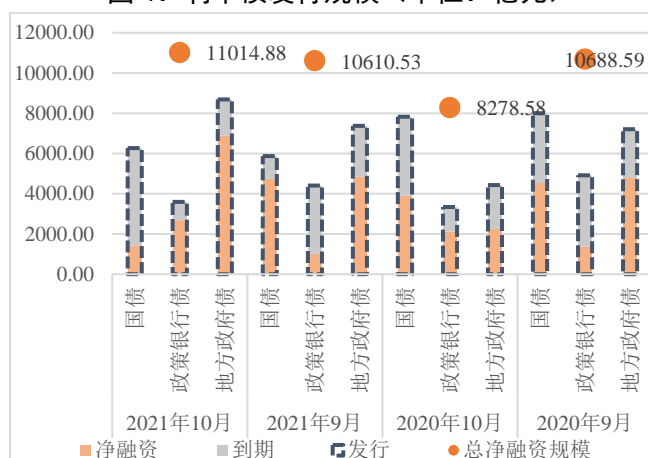
数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、一级市场：利率债总发行规模和净融资规模环比、同比均有所增长

2021 年 10 月利率债总发行规模和净融资规模环比、同比均有所增长。国债方面，10 月总发行规模较上月小幅增长但较上年同期明显减少，净融资规模较上月和上年同期均大幅减少。根据财政部公布的第四

季度国债发行计划，结合 11 月、12 月的总偿还量，预计 11 月国债总发行规模约为 7500~8500 亿元，净融资规模约为 2500~3500 亿元。**地方政府债方面**，10 月总发行规模、净融资规模较上月和上年同期均显著增长。财政部预算司副司长李大伟在 10 月 22 日召开的前三季度财政收支情况新闻发布会上表示“2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕”，结合当前发行进度和剩余情况，预计 11 月地方政府债总发行规模约为 8500~9500 亿元，净融资规模约为 7000~8000 亿元。**政策银行债方面**，10 月总发行规模较上月明显减少但较上年同期小幅增长，净融资规模较上月和上年同期均显著增长。

图 4：利率债发行规模（单位：亿元）

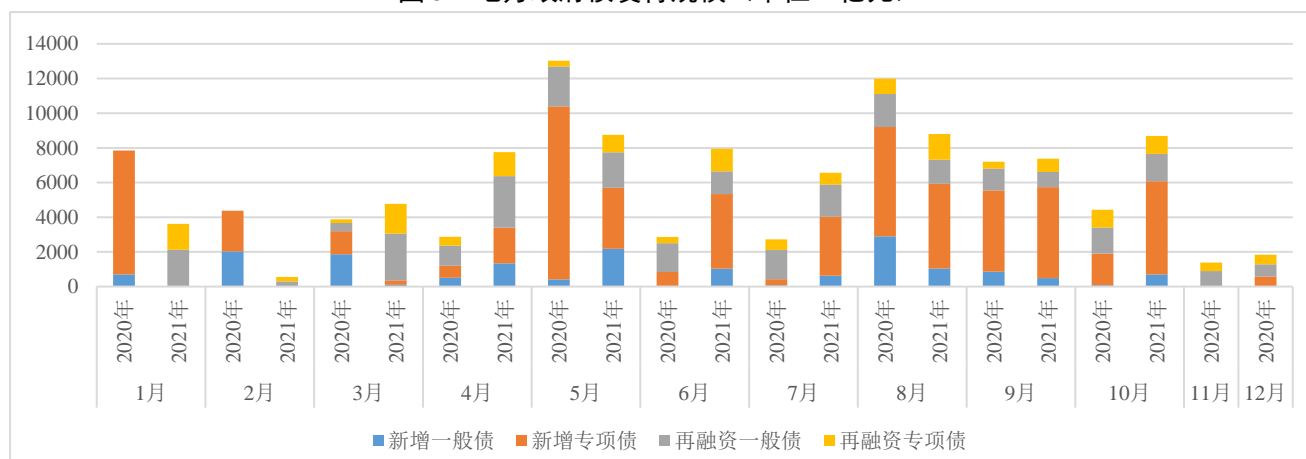


数据来源：Wind，联合资信整理

表 3：利率债发行、到期规模（单位：亿元）

时间	券种	发行	到期	净融资
2021 年 10 月	国债	6267.00	4827.80	1439.20
	政策银行债	3595.20	912.90	2682.30
	地方政府债	8688.60	1795.23	6893.38
2021 年 9 月	国债	5875.00	1133.40	4741.60
	政策银行债	4404.90	3388.50	1016.40
	地方政府债	7378.44	2525.91	4852.53
2020 年 10 月	国债	7831.05	3929.16	3901.89
	政策银行债	3344.40	1220.00	2124.40
	地方政府债	4429.27	2176.98	2252.29

图 5：地方政府债发行规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

利率债平均发行成本整体变化不大。国债 1 年期平均发行利率小幅上行，7 年期平均发行利率小幅下行，其余主要期限平均发行利率基本与上月持平；政策银行债 3 年期平均发行利率小幅上行，其余主要期限平均发行利率小幅下行；地方政府债 2 年期平均发行利率微降，其余主要期限平均发行利率小幅上行。

表 4：利率债主要期限发行利率均值（单位：%）

时间	国债						政策银行债						地方政府债					
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
2021 年 10 月	2.22	2.56	2.94	3.13	2.91	3.02	2.15	2.61	2.97	3.01	3.14	3.34	2.49	2.68	2.82	3.01	3.19	3.21
2021 年 9 月	2.00	2.57	2.94	3.13	3.01	3.02	2.21	2.67	2.92	3.03	3.15	3.57	2.46	2.69	2.82	2.93	3.07	3.10
变化(BP)	22.00	-1.00	0.00	0.00	-10.00	0.00	-5.44	-5.74	4.72	-1.67	-0.87	-23.13	3.00	-0.67	0.62	8.81	12.28	11.58

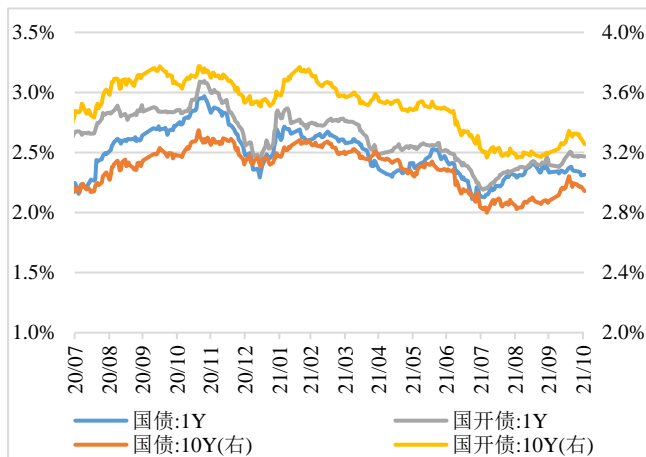
注：各期限利率债发行利率按照发行个数进行平均，下同。利率债发行期限主要包括 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年、20 年、30 年以及 50 年等，其中政策银行债不包含境内美元债，地方政府债发行期限不包含 50 年，本表仅列示发行规模较多的期限利率。

数据来源：Wind，联合资信整理

#### 四、 二级市场：利率债收益率整体先升后降，中短期期限利差均值大多走阔

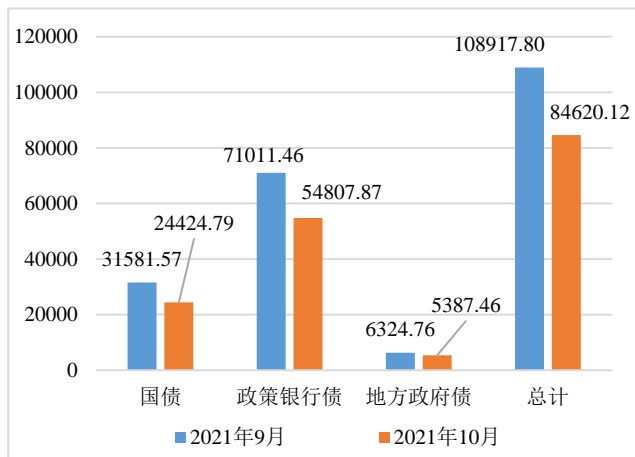
**10 月利率债收益率整体先升后降。**国庆节后随着央行回笼资金，市场流动性一度趋紧，但随着央行于 10 月 20 日增加逆回购投放量，市场流动性由紧转松，维持总体平衡。受此支撑，短端收益率走势总体平稳。3 年期及以上的中长端收益率在 10 月经历了一波快速调整：10 月中上旬，受市场降准预期落空、宽信用预期升温等因素影响，中长端收益率显著上行；10 月下旬，随着央行加大逆回购投放规模，流动性转松，中长端收益率有所回落，但相对月初依然明显上行。从交易规模看，10 月国债、地方政府债和政策银行债交易规模较上月均出现回落。

图 6：利率债收益曲线



数据来源：Wind，联合资信整理

图 7：利率债二级市场交易规模（单位：亿元）



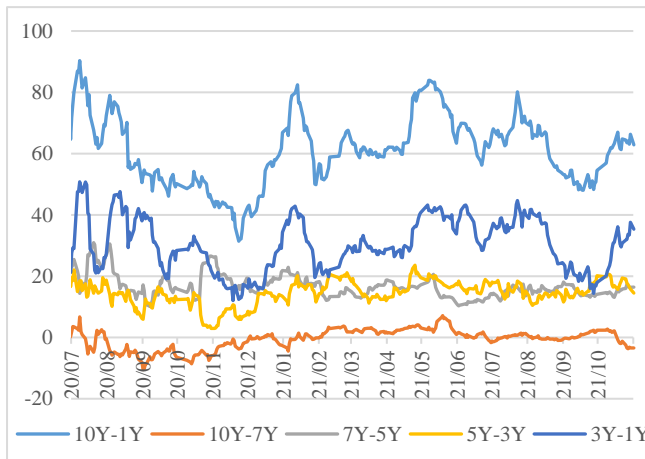


**表 5：主要期限国债和国开债二级市场收益率变化（单位：%）**

券种	时间	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
国债	2021/10/29	2.31	2.59	2.69	2.84	3.01	2.97
	2021/9/30	2.33	2.49	2.51	2.71	2.85	2.88
	变化(BP)	-2.27	9.46	17.35	13.04	15.35	9.56
	10 月均值	2.35	2.58	2.65	2.83	2.98	2.97
	9 月均值	2.36	2.51	2.56	2.71	2.86	2.87
	变化(BP)	-1.03	7.05	8.92	11.71	11.85	10.57
国开债	2021/10/29	2.47	2.71	2.90	3.12	3.29	3.29
	2021/9/30	2.40	2.67	2.77	2.99	3.16	3.20
	变化(BP)	7.50	3.89	12.51	13.18	12.72	9.54
	10 月均值	2.45	2.71	2.92	3.10	3.27	3.29
	9 月均值	2.40	2.67	2.79	3.01	3.19	3.19
	变化(BP)	5.04	4.08	12.42	9.10	7.90	10.37

数据来源：Wind，联合资信整理

中短期期限利差大多走阔。从期限利差均值来看，国债 10Y-7Y 期限利差小幅收窄，其余主要期限利差均走阔；国开债 7Y-5Y、5Y-3Y 期限利差小幅收窄，其余主要期限利差均走阔。整体看，**国债和国开债 3Y-1Y 期限利差走阔相对明显**，主要是由于 10 月下旬以来资金面相对宽松带动短端收益率下行。此外，10 年期国债和 7 年期国债收益率出现倒挂，反映出市场对经济在中长期表现的担忧。

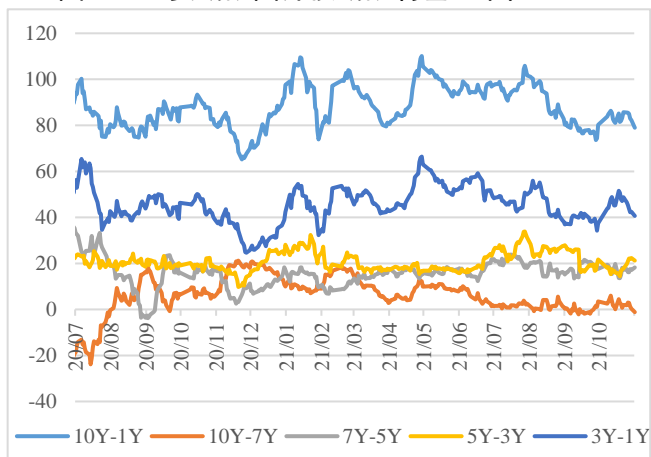
**图 8：主要期限国债期限利差（单位：BP）**


数据来源：Wind，联合资信整理

**表 6：主要期限国债期限利差变化（单位：BP）**

时间	10Y-1Y	10Y-7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	3Y-1Y
2021/10/29	66.32	-3.43	16.37	15.81	37.57
2021/9/30	54.49	2.36	14.06	20.12	17.95
变化	11.83	-5.79	2.31	-4.31	19.62
10 月均值	62.70	-0.50	15.23	17.96	30.00
9 月均值	51.10	0.78	15.09	15.17	20.05
变化	11.60	-1.28	0.14	2.79	9.95

图 9：主要期限国开债期限利差（单位：BP）



数据来源：Wind，联合资信整理

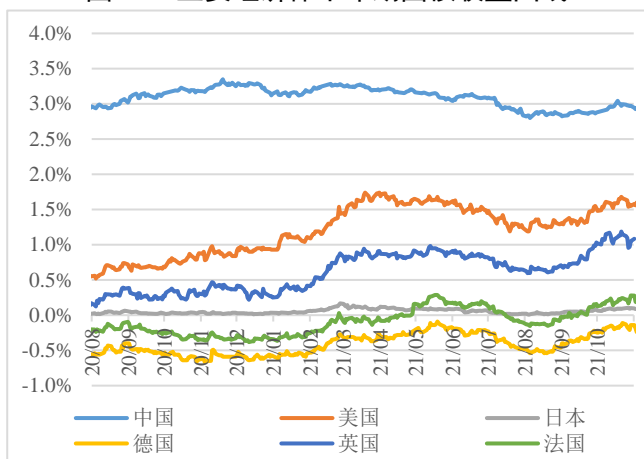
表 7：主要期限国开债期限利差变化（单位：BP）

时间	10Y-1Y	10Y-7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	3Y-1Y
2021/10/29	82.23	0.3	17.12	22.37	42.44
2021/9/30	80.19	3.48	17.58	21.7	37.43
变化	2.04	-3.18	-0.46	0.67	5.01
10 月均值	83.80	2.37	16.95	18.10	46.38
9 月均值	78.47	-0.10	18.16	21.42	39.00
变化	5.33	2.47	-1.20	-3.32	7.38

## 五、 国别利差：主要经济体国债收益率均值全面上行，我国与美、德、英、法利差收窄

10 月主要经济体十年期国债收益率均值全面上行。美国十年期国债收益率上行主要受三方面因素影响，一是疫情逐步好转，经济延续复苏态势；二是国际能源价格持续上涨导致通胀预期走高；三是美国债务上限期限到期日延迟至 12 月，美国国债违约风险有所缓和。欧元区经济延续复苏势头，三季度 GDP 环比增长 2.2%，为一年来最快增速，加之超预期的通胀，德国、英国、法国十年期国债收益率均出现较大幅度上行。日本近期疫情有效改善，但通胀依旧低位徘徊，日央行维持当前的宽松货币政策不变，因此日本十年期国债收益率上行幅度较小。受 10 月降准预期落空以及宽信用预期升温等因素影响，我国十年期国债收益率也有所上行。从利差均值看，我国与美国、德国、英国、法国十年期国债利差收窄，与日本十年期国债利差走阔。

图 10：主要经济体十年期国债收益曲线

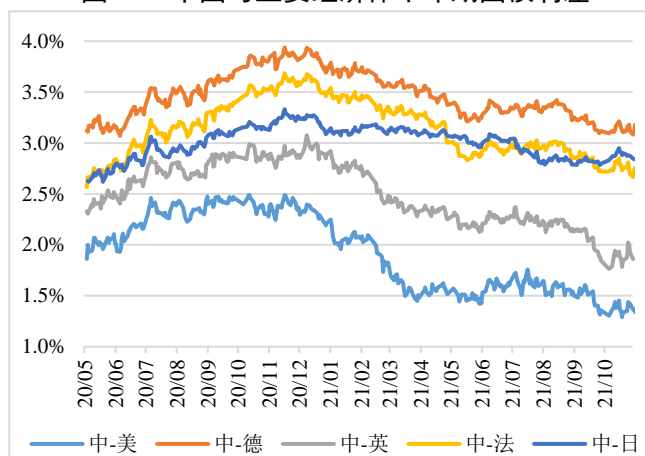


数据来源：Wind，联合资信整理

表 8：主要经济体十年期国债收益率（单位：%）

时间	中国	美国	德国	英国	法国	日本
2021/10/29	2.97	1.55	-0.14	1.05	0.28	0.10
2021/9/30	2.88	1.52	-0.24	1.03	0.16	0.08
变化(BP)	9.56	3.00	10.00	1.94	12.10	2.00
10 月均值	2.97	1.58	-0.18	1.08	0.20	0.09
9 月均值	2.87	1.37	-0.33	0.80	0.04	0.05
变化(BP)	10.57	20.77	15.46	28.07	16.18	3.26

图 11：中国与主要经济体十年期国债利差



数据来源：Wind，联合资信整理

表 9：主要经济体十年期国债利差变动（单位：%）

时间	中-美	中-德	中-英	中-法	中-日
2021/10/29	1.42	3.11	1.92	2.69	2.87
2021/9/30	1.36	3.12	1.85	2.72	2.80
变化(BP)	6.56	-0.44	7.62	-2.54	7.56
10 月均值	1.38	3.14	1.88	2.76	2.88
9 月均值	1.49	3.20	2.06	2.83	2.81
变化(BP)	-11.19	-5.94	-18.05	-6.41	7.14

## 六、 10 月美元兑人民币汇率升值，11 月人民币汇率或小幅区间震荡

**10 月，美元兑人民币汇率升值。**10 月期间，美元兑人民币即期汇率由 6.4491 变化至 6.4009。人民币汇率升值主要发生于 10 月下旬期间，主要原因有以下三方面，一是受欧美股市上涨、市场风险偏好回暖影响，美元指数自 10 月中旬开始不断走低；二是近期海外需求旺盛，中国出口保持强劲势头；三是中美关系迎来阶段性缓和。

展望后市，从**基本面**看，我国经济下行压力依然较大，尽管出口势头强劲，但印尼、越南、泰国等亚洲主要发展中国家疫情近期不断好转，预计将对我国出口带来一定压力。美国经济随着疫苗接种工作的推进和供应限制的缓解继续改善，且相比于欧元区依旧相对强劲，加之 10 月通胀超预期走高提振美联储加息预期，这将对美元指数形成支撑。从**货币政策**看，随着近期我国经济复苏持续放缓，结合央行近期关于货币政策的表述，后续央行货币政策仍将保持稳健，以确保流动性合理充裕。美联储 11 月 FOMC 会议宣布从本月开始实施 Taper，每月减少 100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS 购买规模，预计于明年年中完成 Taper。中美两国货币政策的分化将对美元形成支撑，给人民币带来一定贬值压力。此外，中国国债于 10 月 29 日正式**纳入富时全球国债指数（WGBI）**，这将有助于吸引外资流入，从而可以在一定程度上支撑人民币汇率。综上所述，后续人民币汇率进一步升值的动力偏弱，**11 月美元兑人民币汇率或将小幅区间震荡**，预计美元兑人民币汇率波动区间为 6.37~6.43。



图 12：美元兑人民币汇率



数据来源：Wind，联合资信整理

## 免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

## DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.