

利率债和汇率观察月报

(二零二一年九月月报)

9月利率债收益率曲线继续走平 Taper 渐行渐近人民币或承压

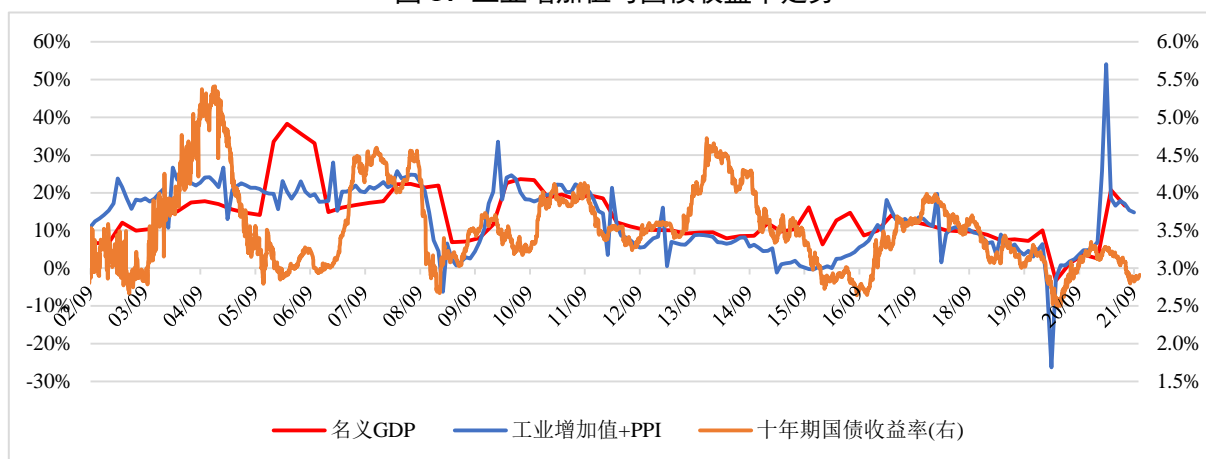
- ◆ 基本面：9月我国经济下行压力较大，但市场对“稳增长”的预期有所上升，叠加结构性通胀压力抬升以及中美关系缓和带来的风险偏好抬升，10月国债收益率或将小幅上行。
- ◆ 资金面：9月资金面先紧后松总体保持平稳，资金利率先升后降，利率均值小幅上行。近期结构性宽信用将加速推进，叠加地方政府债加速发行，社融增速或将触底反弹，同样或推动10月利率债收益率小幅上行。
- ◆ 一级市场：9月利率债总发行规模和净融资规模环比同比双降，平均发行成本整体变动不大。四季度地方政府专项债发行有望加速，带动利率债发行规模增加。
- ◆ 二级市场：9月利率债收益率先升后降，收益率曲线继续走平，这在一定程度上反映出市场对短期经济下行压力的担忧。
- ◆ 国别利差：9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，我国与上述经济体十年期国债利差均值普遍收窄。
- ◆ 汇率：9月美元兑人民币汇率走势基本稳定，在基本面因素和货币政策因素的作用下，10月美元兑人民币汇率仍将保持在稳定区间，但随着Taper渐行渐近，人民币或承压。



一、 基本面继续走弱，10月国债收益率或将小幅上行

9月官方制造业 PMI 指数为 49.6%，是上年 3 月以来首次降至荣枯线以下，制造业供需两端继续双缩，主要是由于能耗双控政策持续升级导致高耗能行业景气水平较低。高炉开工率、30 大中城市商品房销售面积、乘用车批发和零售销量等高频数据继续回落，预示经济修复动能进一步走弱。通胀方面，9 月 CPI 总体稳定，同比涨幅相较上月小幅回落，环比涨幅与上月持平；受煤炭和部分高耗能行业产品价格上涨等因素影响，PPI 同比、环比涨幅继续扩大。近期，监管部门数次表态维护房地产市场稳定，部分地区限电限产也有所松动，均表现了监管层的维稳导向。整体看，9 月基本面继续走弱但市场对“稳增长”的预期有所上升，叠加结构性通胀压力抬升以及中美关系缓和带来的风险偏好抬升，10 月国债收益率或将小幅上行。

图 1：工业增加值与国债收益率走势



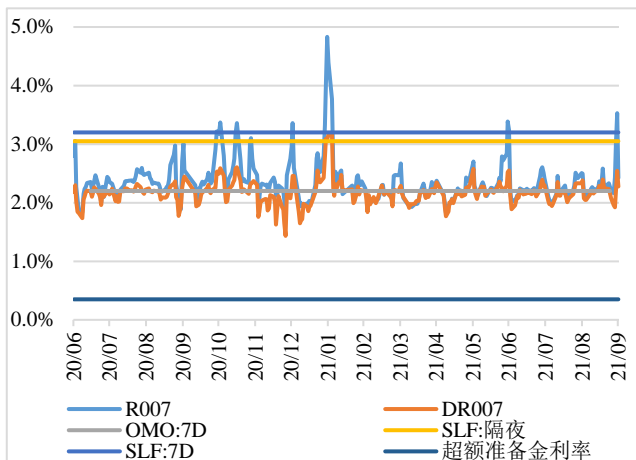
数据来源：Wind，联合资信整理

二、 资金面先紧后松总体保持平稳，资金利率先升后降，利率均值小幅上行

9 月资金面先紧后松总体保持平稳，资金利率先升后降，利率均值小幅上行。进入 9 月，受中秋、国庆双节临近以及季末资金需求旺盛等因素影响，主要资金利率于 9 月中上旬普遍上行。为维护季末流动性平稳，央行于 9 月 15 日开展 6000 亿元 MLF 操作，为 2021 年 7 月降准后首次对 MLF 的等量续作，随后于 9 月 17 日重启 14 天逆回购，同时增加 7 天逆回购投放量，带动资金利率下行。9 月 23 日央行召开电视会议，提出“要发挥好新增 3000 亿元支小再贷款额度的积极作用，引导地方法人金融机构积极主动对接小微企业融资需求，加快贷款投放进度”，24 日央行货币政策委员会第三季度例会召开，重申“用好新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款”，释放出结构性宽信用将加速推进的信号。在结构性宽信用政策支持下，叠加地方政府债加速发行，四季度社融增速或将触底反弹。10 月将面临 8400 亿元的 14 天逆回购到期、缴税高峰以及地方政府债加速发行对流动性的扰动，对资金面带来一定压力；同时银行理财产品估值从摊余成本法到公允价值法切换已拉开序幕，二级资本债、永续债遭遇抛售的同时加大了银

行资本补充工具的发行难度，银行资本补充压力加大，债市配置需求或将下降。受以上因素共同影响 10 月利率债收益率或将小幅上行。

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

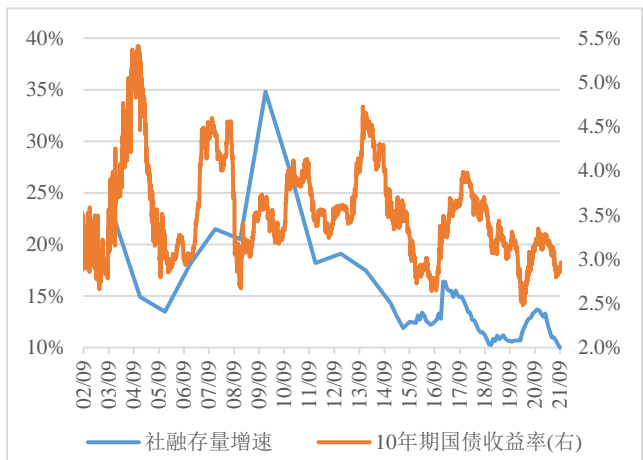


表 1：主要资金利率变动（单位：%）

	R001	R007	R014	R1M	DR001	DR007	DR014	DR1M	SHIBOR 隔夜	SHIBOR 1 周	SHIBOR 2 周	SHIBOR 1 月
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
2021/8/31	2.64	2.50	2.47	2.74	2.24	2.38	2.37	2.50	2.20	2.32	2.36	2.33
变动(BP)	-44.42	-6.80	44.00	-6.75	-15.49	-10.83	48.38	56.25	2.50	-5.60	61.00	11.00
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
8 月均值	2.07	2.23	2.32	2.49	2.01	2.15	2.19	2.31	2.01	2.17	2.21	2.30
变动(BP)	-0.13	14.35	29.94	10.78	2.04	3.19	23.69	23.76	2.85	3.11	21.22	5.92

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）

	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 9 月	0	0	0	0	5900	5900
2021 年 8 月	-1000	0	0	700	1600	1300
2020 年 9 月	4000	0	0	300	-100	4200
2020 年 8 月	1500	0	0	0	5000	6500

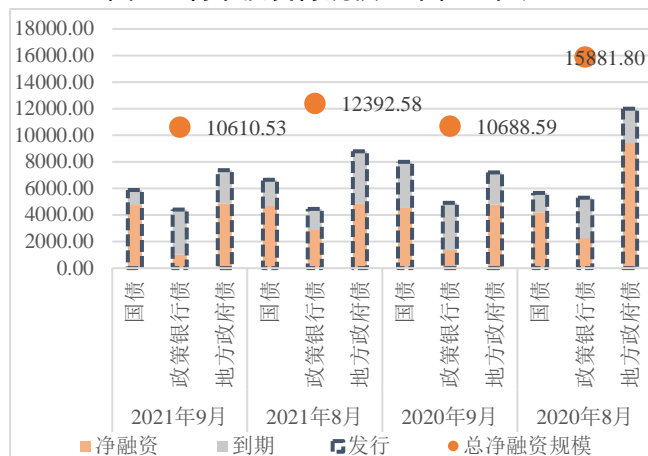
数据来源：Wind，联合资信整理

三、一级市场：利率债总发行规模和净融资规模环比同比双降，平均发行成本整体变动不大

9 月利率债总发行规模环比和同比双降，其中，国债和政策银行债发行规模较上月和上年同期均有所减少，地方政府债发行规模较上月有所减少、较上年同期小幅增加；利率债净融资规模环比和同比双降，其中，国债和地方政府债净融资规模较上月和上年同期均小幅增加，政策银行债净融资规模较上月和上年同期均显著减少。截至 9 月末，年内新增地方政府专项债发行规模 2.37 万亿元，发行进度为 64.86%，显著落

后于 2020 年及 2019 年同期超过 90% 的发行进度。9 月 1 日国常会明确提出“统筹做好跨周期调节，发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资”，9 月 16 日国家发改委新闻发布会表示“将加大宏观政策落实力度，加快全年 3.65 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”。展望第四季度，地方政府专项债发行有望继续加速，从而带动地方政府债发行规模增加。

图 4：利率债发行规模（单位：亿元）

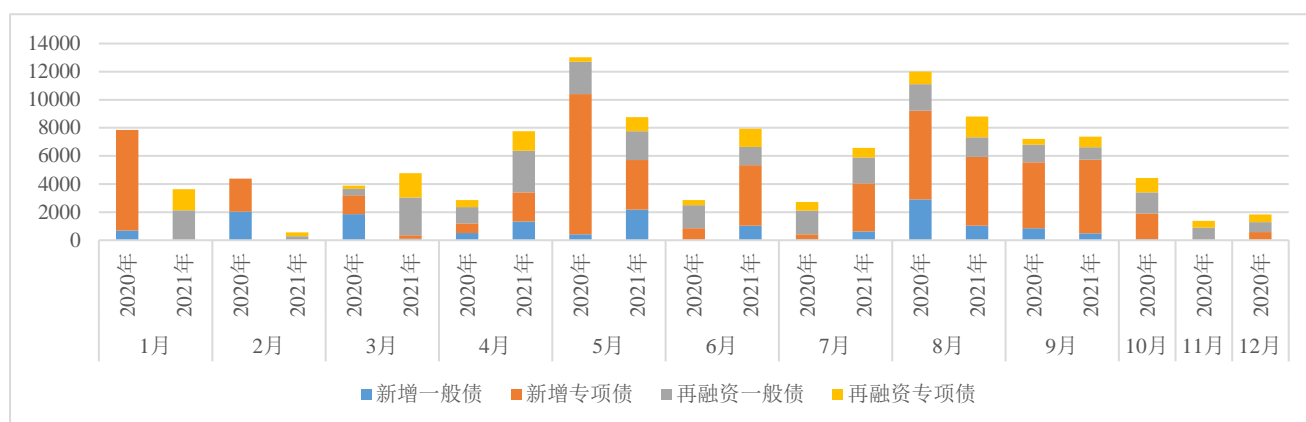


数据来源：Wind，联合资信整理

表 3：利率债发行、到期规模（单位：亿元）

		发行	到期	净融资
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
2021 年 8 月	国债	6646.50	1965.54	4680.96
	政策银行债	4448.40	1570.60	2877.80
	地方政府债	8797.28	3963.46	4833.82
2020 年 9 月	国债	8003.70	3468.90	4534.80
	政策银行债	4914.40	3541.58	1372.82
	地方政府债	7205.44	2424.47	4780.97

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动不大。国债 3 年期平均发行利率小幅下行，其余主要期限平均发行利率与上月持平；政策银行债 1 年期、3 年期和 10 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 7 年期和 10 年期平均发行利率小幅微降，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：%）

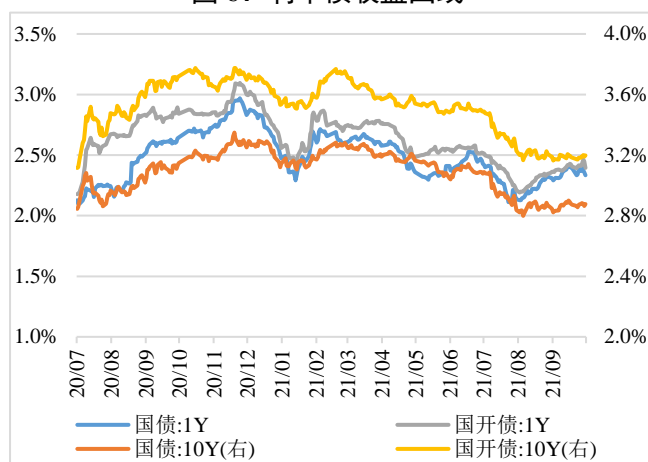
	国债						政策银行债						地方政府债					
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
2021 年 9 月	2.00	2.57	2.94	3.13	3.01	3.02	2.21	2.67	2.92	3.03	3.15	3.57	2.46	2.69	2.82	2.93	3.07	3.10
2021 年 8 月	2.00	2.57	3.12	3.13	3.01	3.02	2.17	2.75	2.86	3.27	3.18	3.52	-	2.66	2.77	2.92	3.08	3.11
变化(BP)	0.00	0.00	-18.50	0.00	0.00	0.00	3.38	-8.65	5.88	-24.43	-2.90	5.04	-	2.67	4.62	0.62	-0.76	-0.89

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：利率债收益率先升后降，收益率曲线继续走平，中短期期限利差均值大多收窄

9 月利率债收益率先升后降，收益率曲线继续走平。9 月上半月市场流动性趋紧，利率债收益率上行；月中随着央行加大公开市场操作力度，市场流动性逐步转松，利率债收益率小幅下行。但近期我国经济复苏持续放缓，受此影响，总体上看 9 月短端收益率上行幅度大于长端收益率上行幅度，收益率曲线进一步趋于平缓。从交易规模看，9 月国债、地方政府债和政策银行债交易规模相较 8 月均出现不同程度回落。

图 6：利率债收益曲线


数据来源：Wind，联合资信整理

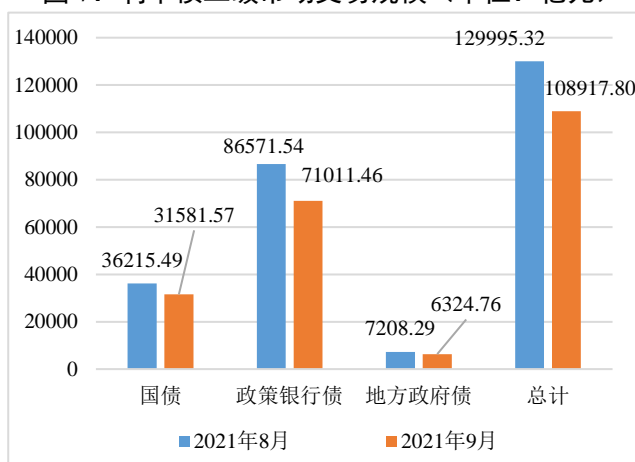
图 7：利率债二级市场交易规模（单位：亿元）


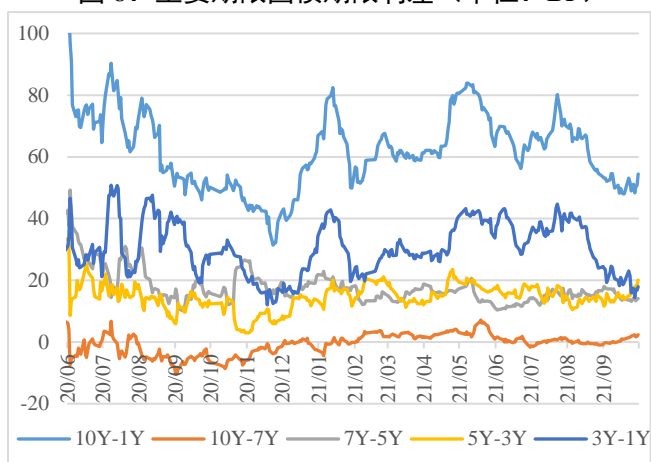
表 5：主要期限国债和国开债二级市场收益率变化（单位：%）

		1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
国债	2021/9/30	2.33	2.49	2.51	2.71	2.85	2.88
	2021/8/31	2.31	2.49	2.55	2.68	2.85	2.85
	变化(BP)	2.22	0.01	-4.25	3.23	0.18	3.26
	9 月均值	2.36	2.51	2.56	2.71	2.86	2.87
	8 月均值	2.23	2.50	2.57	2.70	2.86	2.85
	变化(BP)	12.73	1.51	-1.22	0.77	0.16	1.27
国开债	2021/9/30	2.40	2.67	2.77	2.99	3.16	3.20
	2021/8/31	2.36	2.63	2.74	3.02	3.18	3.19
	变化(BP)	3.42	4.45	2.70	-3.23	-1.58	0.83
	9 月均值	2.40	2.67	2.79	3.01	3.19	3.19
	8 月均值	2.28	2.63	2.75	3.01	3.19	3.20
	变化(BP)	11.77	4.50	3.97	-0.25	0.03	-1.57

数据来源：Wind，联合资信整理

中短期期限利差大多收窄。从期限利差均值来看，国债 10Y-7Y 和 5Y-3Y 期限利差小幅走阔，其余主要期限利差均收窄；国开债除 7Y-5Y 期限利差小幅走阔外，其余主要期限利差均收窄。整体看，9 月国债和国开债收益率曲线进一步走平，主要是由于 3Y-1Y 期限利差显著收窄，这在一定程度上反映出市场对短期经济下行压力的担忧继续加深。

图 8：主要期限国债期限利差（单位：BP）

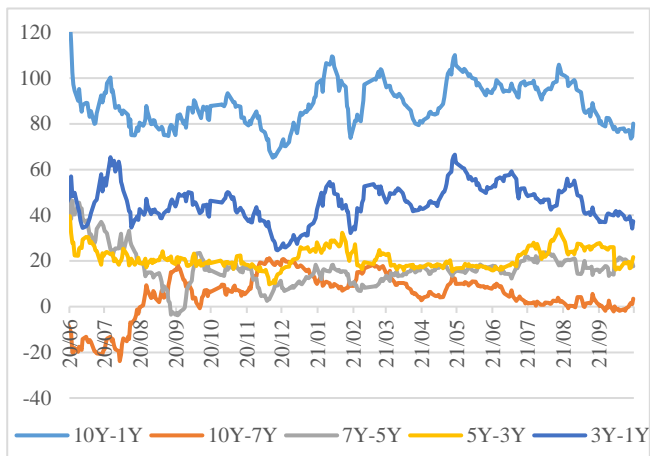


数据来源：Wind，联合资信整理

表 6：主要期限国债期限利差变化（单位：BP）

	10Y-1Y	10Y-7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	3Y-1Y
2021/9/30	54.49	2.36	14.06	20.12	17.95
2021/8/31	53.45	-0.72	17.11	12.64	24.42
变化	1.04	3.08	-3.05	7.48	-6.47
9 月均值	51.10	0.78	15.09	15.17	20.05
8 月均值	62.56	-0.32	15.70	13.19	34.00
变化	-11.46	1.11	-0.61	1.99	-13.95

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

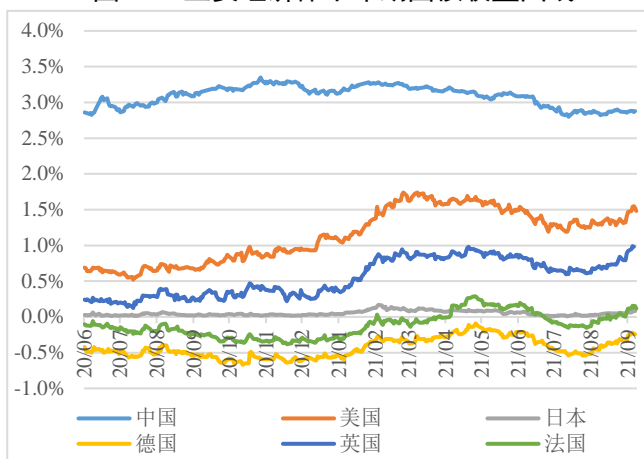
表 7：主要期限国开债期限利差变化（单位：BP）

	10Y-1Y	10Y-7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	3Y-1Y
2021/9/30	80.19	3.48	17.58	21.70	37.43
2021/8/31	82.78	1.07	15.93	27.63	38.15
变化	-2.59	2.41	1.65	-5.93	-0.72
9 月均值	78.47	-0.10	18.16	21.42	39.00
8 月均值	91.81	1.50	17.88	25.64	46.80
变化	-13.34	-1.60	0.28	-4.22	-7.80

五、 国别利差：主要经济体国债收益率均值全面上行，我国与其利差收窄

9 月主要经济体十年期国债收益率均值全面上行，其中美国、德国、英国、法国十年期国债收益率均值上行幅度较大，主要是由于疫情逐步好转，经济延续复苏态势，叠加全球能源危机引发通胀预期上行。从利差均值看，我国与主要经济体十年期国债利差普遍收窄。近期，美欧日等主要经济体经济复苏势头总体向好，美联储和英国央行相继释放鹰派信号。与之相对的是，我国经济复苏趋势持续放缓，经济下行压力不断加大。受此影响，我国与上述经济体十年期国债利差均出现不同程度收窄。

图 10：主要经济体十年期国债收益曲线

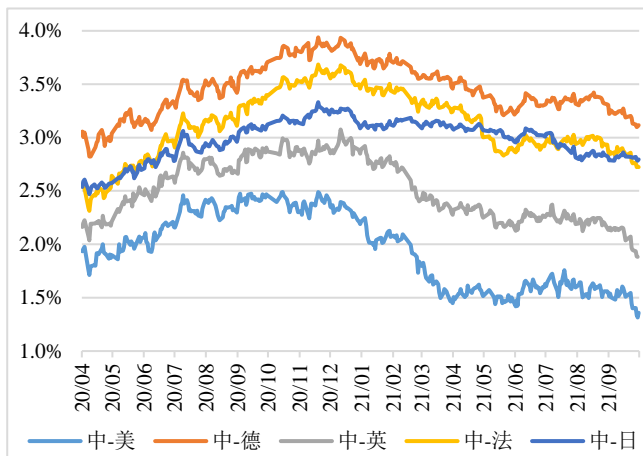


数据来源：Wind，联合资信整理

表 8：主要经济体十年期国债收益率（单位：%）

	中国	美国	德国	英国	法国	日本
2021/9/30	2.88	1.52	-0.24	1.03	0.16	0.08
2021/8/31	2.85	1.30	-0.46	0.71	-0.03	0.03
变化(BP)	3.26	22.00	22.00	32.10	18.50	5.10
9 月均值	2.87	1.37	-0.33	0.80	0.04	0.05
8 月均值	2.85	1.28	-0.50	0.64	-0.11	0.02
变化(BP)	1.27	9.16	17.00	15.83	15.02	3.22

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：%）

	中-美	中-德	中-英	中-法	中-日
2021/9/30	1.36	3.12	1.85	2.72	2.80
2021/8/31	1.55	3.31	2.13	2.87	2.82
变化(BP)	-18.74	-18.74	-28.84	-15.24	-1.84
9 月均值	1.49	3.20	2.06	2.83	2.81
8 月均值	1.57	3.36	2.21	2.97	2.83
变化(BP)	-8.39	-15.84	-14.76	-14.05	-1.98

六、人民币汇率继续保持在合理均衡水平上的基本稳定

9 月，美元兑人民币汇率走势基本稳定，波动区间为 6.44~6.47，均值为 6.46，较 8 月小幅升值。

从基本面看，我国经济复苏仍然不稳固、不均衡，从近期经济数据看经济面临下行压力。美国经济在疫苗接种和强有力政策支持下继续改善。虽然 9 月非农就业数据低于预期，但主要是由于疫情影响导致政府教育工作者就业人数骤减，而居高不下的通胀水平也主要是由于劳工短缺、供需不平衡等因素导致，随着疫情的逐步缓解非农就业有望迎来反弹，通胀水平也有望回归正常水平。从货币政策看，美联储 9 月 FOMC 会议纪要表示“经济朝着实现充分就业和物价稳定目标取得了实质性进展，如果进展大体上如预期的那样继续下去，资产购买的步伐可能很快就会放缓”，继续释放“鹰派”信号。人民银行货币政策委员会 2021 年第三季度例会指出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性”，引发市场“宽信用”的预期。综上所述，预计 10 月美元兑人民币汇率仍将保持在稳定区间，但随着 Taper 渐行渐近，人民币或承压。

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.