

利率债和汇率观察年报

(2022 年 1 月)

一季度收益率存在上行压力 节前汇率有望继续保持强势

- ◆ 基本面和政策面：一季度经济或将有望迎来开门红，叠加基数的影响，我国 PPI 或将呈现前高后低的趋势；货币政策方面，一季度第二次降息可能性较小，国债收益率快速下行后大概率回调，且社融在政策的推动下或将迎来反弹。综合来看，一季度国债收益率存在上行的压力。
- ◆ 一级发行市场：2022 年，我国经济增长压力较 2021 年更高，稳增长需求加大，财政发力和基建投资对经济的托底必要性加大，因此利率债总供给压力较 2021 年有所增加。
- ◆ 二级市场：2021 年利率债收益率总体呈“前高后低”态势，收益率曲线趋于平坦化。2022 年，综合考虑基本面、通胀及货币政策因素，利率债收益率或呈震荡下行走势。
- ◆ 国别利差：2021 年中国与美国、德国、英国、法国、日本 10 年期国债利差呈“前高后低”走势，2022 年中国与上述主要经济体 10 年期国债利差或小幅震荡下行。
- ◆ 汇率：2021 年人民币对美元汇率在合理区间保持基本稳定。春节前在结汇需求支撑下人民币有望继续保持强势，节后综合考虑基本面和货币政策因素以及中美经贸关系存在的不确定性，人民币汇率或将小幅走弱，但 2022 年全年仍有望在合理区间保持基本稳定，预计人民币对美元汇率波动区间为 6.30~6.80。

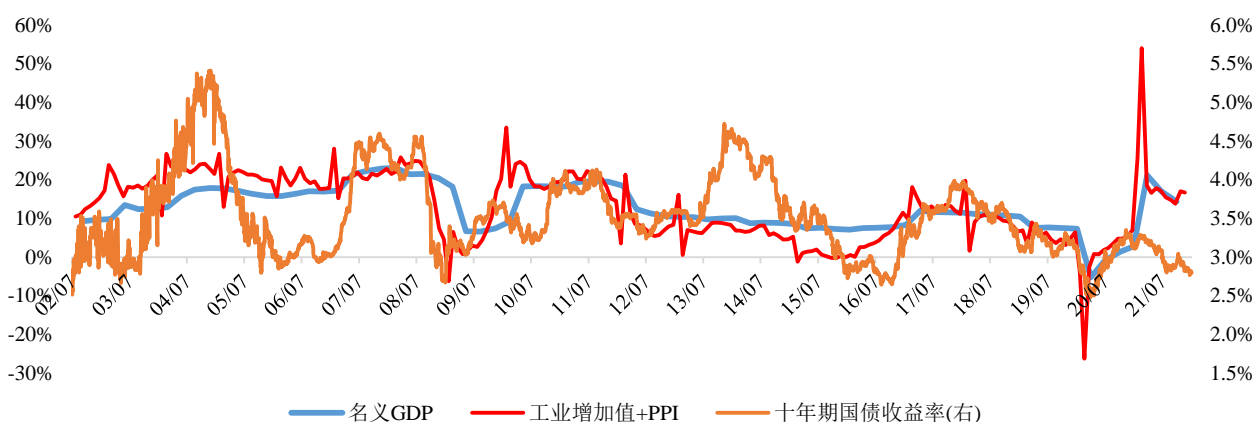


一、 基本面：2021 年经济下行压力逐季增大，一季度或迎开门红，警惕收益率上行

2021 年，在国际环境趋于复杂严峻、全球疫情不断蔓延、大宗商品价格上涨、供应链紧张、我国宏观政策回归常态化等背景下，我国经济上半年持续复苏，三季度经济增长有所放缓，从高频数据看，四季度 GDP 两年平均增速有望小幅改善。通胀方面，在国际大宗商品价格快速走高的带动下，我国 PPI 同比涨幅持续走高，虽然在“保供稳价”的政策下，PPI 同比上涨速度放缓，但依然保持在较高的位置，市场上对“类滞胀”预期较高，但央行多次提出“通胀走势总体稳定，不存在长期通胀或通缩的基础”，叠加 7 月降准表明央行货币政策“不受通胀影响”的态度，一定程度上稳定了市场“高通胀引发紧货币”的预期，12 月 PPI 涨幅连续第二个月回落，进一步缓解市场上对“滞胀”的预期；受国内需求相对疲弱的影响，叠加猪肉价格低迷，CPI 同比涨幅全年处于相对较低的位置，对市场的影响较小。

2022 年经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，在政策加大稳增长的支持力度的背景下，一季度经济或将有希望迎来开门红：首先，2022 年地方政府专项债提前批额度已经下达，叠加各个地方已经应中央经济工作会议“要担负起稳定宏观经济的责任，政策发力适当靠前”的政策要求，积极开展工作，基建投资对经济的托底作用有望加强；其次，从历年信贷投放规模看，一季度信贷投放规模是全年最大，且 2022 年在稳增长的要求下，信贷投放力度会进一步加大，从跨年后票据贴现利率走高可以得到印证；此外，2022 年一季度国际赛事叠加两会举行，稳增长的动力较足，截止 1 月 25 日，多地政府表示要“奋战一季度，确保开门红”。通胀方面，主要还是面临国际输入压力，随着生产链的修复，国际大宗商品价格或将逐步回落，但在海外经济修复的背景下，需求上涨依旧支撑国际大宗商品价格高位，在基数的影响下，我国 PPI 涨幅或将呈现前高后低的趋势。综合经济增长和通胀方面看，一季度国债收益率存在上行的压力；全年看，经济下行压力叠加通胀担忧下降，国债收益率或将呈现震荡下行趋势。

图 1：工业增加值与国债收益率走势



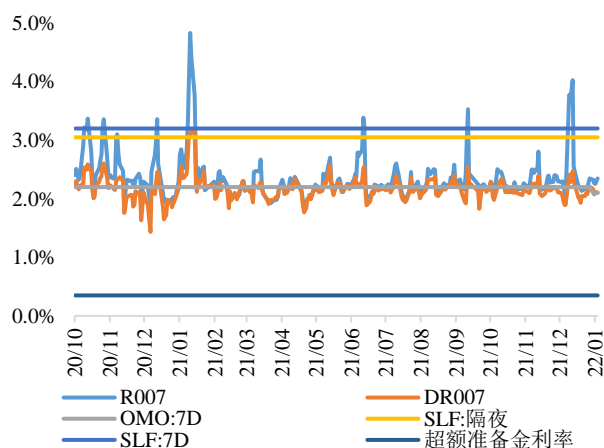
数据来源：Wind，联合资信整理

二、政策面：2021 年货币政策“先紧后边际放松”，2022 年政策利好债市

2021 年以来，央行贯彻执行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，通过灵活开展公开市场操作，熨平市场资金波动，市场资金波动幅度较过去 3 年降低。具体看，上半年在货币政策边际偏紧的情况下，资金利率略高于上年，但低于疫情前水平；下半年 7 月份降准，资金利率未出现明显下降，但由于 2020 年下半年资金利率随着货币政策的边际收紧而上行，2021 年资金利率低于上年水平，与 7 月下旬短端国债收益率低于过去 3 年同期水平相一致。社融增速与 10 年期国债收益相关性较大，主要是由于社融一定程度反映了实体融资需求，实体融资需求走弱，也意味着经济面临下行压力，所以国债收益率会随着下降。2021 年在房地产调控收紧的带动下，社融增速自 3 月开始回落，11 月在政府债券和企业债券融资的带动下有小幅回升，整体看，社融增速是影响 2021 年 10 年期国债收益率走势的重要因素之一。

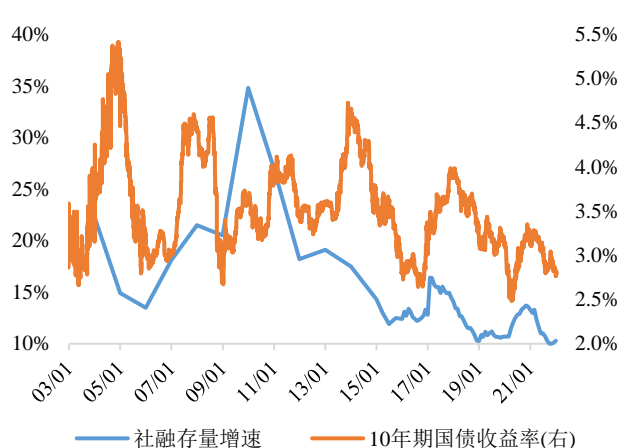
2021 年 12 月以来，各类会议频频释放稳增长信号，市场对宽信用和宽货币预期愈加浓厚。央行在 2022 年工作会议上明确，要切实担负起稳定宏观经济的责任，主动推出有利于经济稳定的货币金融政策，增强信贷总量增长的稳定性，加大对实体经济的支持力度。2022 年 1 月 17 日，MLF 和 7 天逆回购利率同时下调 10BP，虽然降息在市场预期内，但降息幅度超过市场预期，消息公布后 10 年期国债收益率迅速下行后小幅回升。回顾历史上的多次降息后国债利率在短期内快速下行后大概率会出现回调，且预计一季度不会迎来第二次降息；降准方面，2022 年 1 月 18 日刘国强副行长表示“当前金融机构平均存款准备金率是 8.4%，这个水平已经不高了”，但同时指出“空间变小了，但仍然还有一定的空间，可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用”，预计一季度降准的可能性较小。综合看，一季度货币政策进一步宽松的空间有限，叠加上文分析的一季度经济回暖的可能性较大，且社融在政策的推动下或将迎来反弹，一季度对 10 年期国债收益率形成向上的压力。全年来看，2022 年货币政策较 2021 年边际宽松，是国债收益率下行因素之一。

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

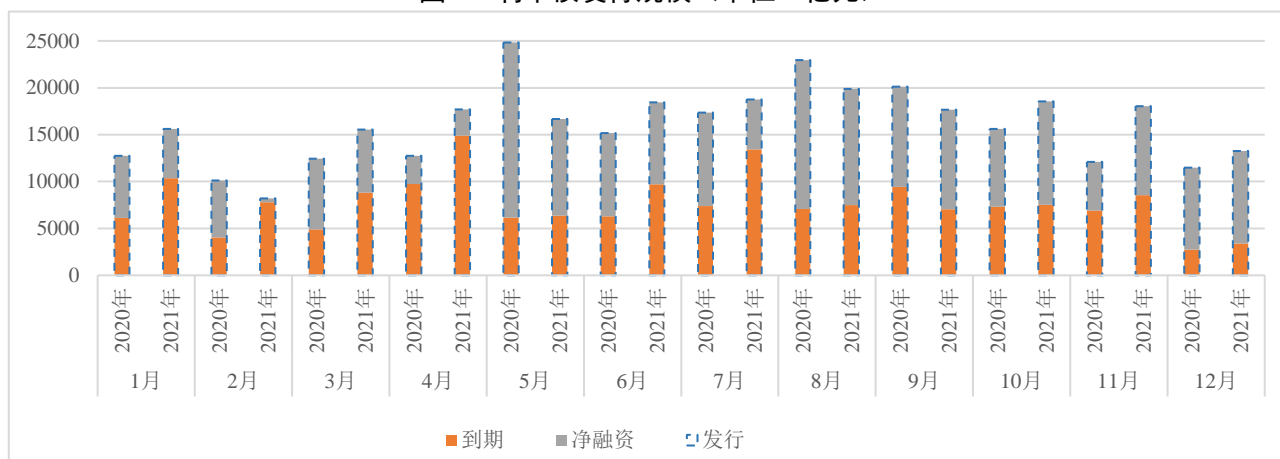


三、一级发行市场：2021 年利率债发行节奏较慢，2022 年供给压力增大

2021 年，利率债发行规模为 19.84 万亿元，较 2020 年增加 1.08 万亿元，其中国债发行 6.8 万亿元，较 2020 年小幅减少 3216.05 亿元，政策性银行债发行 5.56 万亿元，较 2020 年增加 3570 亿元，地方政府债发行 7.48 万亿元，较 2020 年增加 1.04 万亿元。整体看，**2021 年利率债一级发行市场的主要特点是 1-7 月发行节奏较上年放缓**，主要是由于地方政府债发行节奏显著放缓导致。2021 年地方政府债发行节奏较历年变慢的主要原因有三：首先，2021 年提前批额度下达时间与往年相比明显后移。2019 年和 2020 年的地方政府专项债提前批额度均是在年前就已经下达，而 2021 年的提前批额度是在 2021 年 3 月下达。其次，财政部加强对地方政府债的监管，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”，导致项目审批难度加大，拖累专项债的发行节奏。再次，2021 年一季度我国经济稳定修复，稳增长压力较小。7 月以来，政策多次强调“合理把握新增专项债发行进度”，在政策的推动下，8 月以来专项债发行进度明显加快，截至 12 月 31 日，新增专项债发行 99%，全年发行工作基本完成。

展望 2022 年利率债供给，**总供给压力较 2021 年有所增加**。2022 年，我国经济增长压力较 2021 年更高，中央经济会议明确指出“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”，财政发力和基建投资对经济的托底必要性加大，但考虑到 2021 年赤字率已经超出国际警戒线，预计 2022 年赤字率或将保持在 3.0%~3.2%之间，因此国债和地方政府一般债规模或较 2021 年有小规模增长；在稳增长压力下，地方政府专项债或将较 2021 年有小幅增长，但考虑到当前地方政府显性债务率已经较高的情况下，地方政府专项债规模不会大幅度增加；从历年发行看，在稳增长压力较大的年份政策性金融债均有较大规模的增长。因此综合看，2022 年利率债供给压力较 2021 年有所增加。**从发行节奏上看**，2021 年 12 月 16 日，财政部表示已经向各地提前下达 2022 年新增专项债提前批额度，**地方政府专项债提前批额度的下达会造成 2022 年一季度利率债供给压力会显著高于 2021 年同期**，对二级市场资金形成一定的挤压，对利率债收益率形成上行压力。

图 4：利率债发行规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

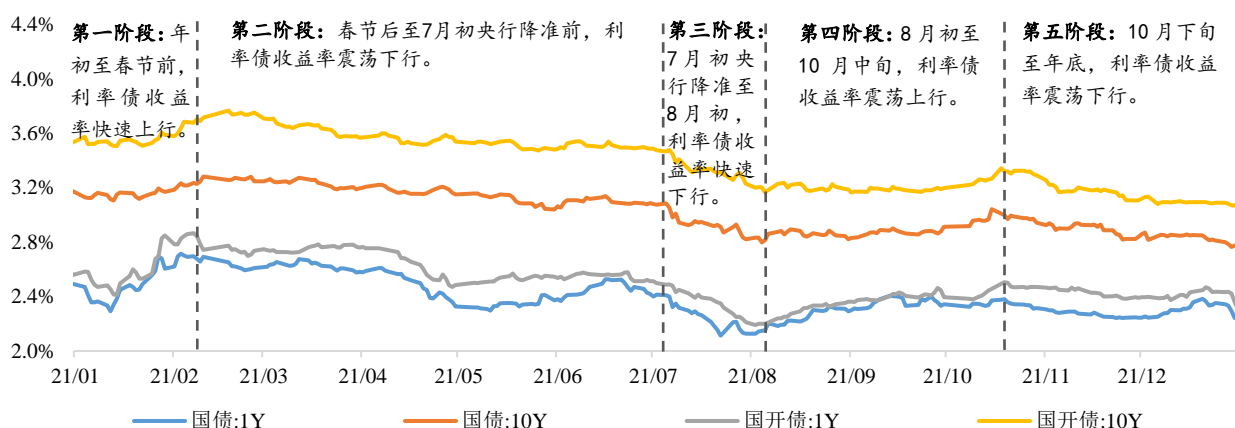
四、 二级市场：2021 年利率债收益率“前高后低”，2022 年或呈震荡下行走势

2021 年利率债收益率总体呈“前高后低”态势。从利率债收益率走势看，主要分为五个阶段。**第一阶段：年初至春节前，利率债收益率快速上行。**随着永煤违约事件对市场的冲击逐渐消退及资金面实现平稳跨年，央行开始回收流动性，资金面逐步收紧，市场流动性预期由乐观转向谨慎，利率债收益率快速上行。**第二阶段：春节后至 7 月初央行降准前，利率债收益率震荡下行。**这一阶段，央行货币政策坚持“稳字当头”，资金面总体平稳偏松，加之地方政府专项债额度下发较晚且发行门槛提高导致机构面临“资产荒”，利率债收益率呈震荡下行态势。**第三阶段：7 月初央行降准至 8 月初，利率债收益率快速下行。**进入 2021 年下半年，中国经济下行压力逐渐显现，7 月 9 日央行实施全面降准。全面降准在释放流动性的同时带动市场降息预期升温，从而带动利率债收益率快速下行。**第四阶段：8 月初至 10 月中旬，利率债收益率震荡上行。**8 月以来，地方政府债发行明显提速，央行结构性宽松货币政策也加速推进，带动市场宽信用预期不断升温，叠加结构性通胀压力不断抬升，利率债收益率震荡上行。**第五阶段：10 月下旬至年底，利率债收益率震荡下行。**在保供稳价政策支持下通胀压力有所缓解，央行通过灵活主动的公开市场操作维持了市场流动性的合理充裕，12 月央行二次降准落地、支农支小再贷款利率下调及 1 年期 LPR 下调进一步提振市场降息预期，利率债收益率震荡下行。

利率债收益率曲线趋于平坦化。2021 年利率债短端收益率下行幅度不及长端收益率下行幅度，10Y-1Y 期限利差震荡下行，利率债收益率曲线趋平。特别是下半年以来，受实体经济融资需求不足、经济下行压力加大及短端资金利率下行幅度有限等因素影响，利率债收益率曲线平坦化趋势较为明显。从各主要期限利差走势特点看，利率债收益率曲线走平主要是由于 3Y-1Y 期限利差收窄所致，这在一定程度上反映出市场对短期经济下行压力的担忧有所加深。此外，2021 年下半年以来，10 年期和 7 年期国债收益率、国开债收益率均出现“倒挂”，反映出市场对经济在中长期表现的担忧。

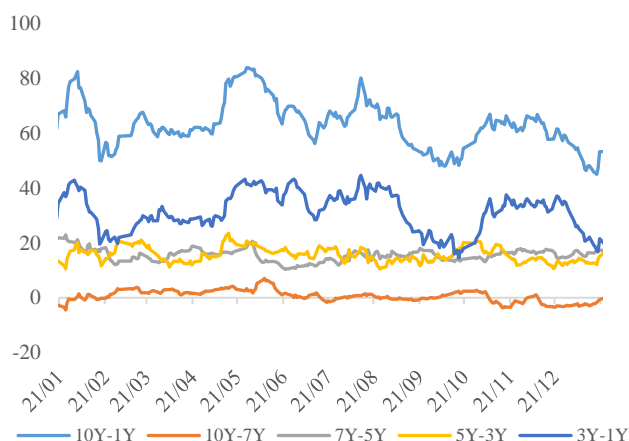
展望 2022 年，从**基本面**看，在各项稳增长政策支持下，一季度经济大概率迎来“开门红”，但是在需求收缩、供给冲击、预期减弱三重压力下，中国经济短期内仍面临一定下行压力，经济内生动能依旧偏弱。从**通胀**看，考虑到基数因素和猪肉价格逐步进入上行周期，CPI 涨幅料将温和回升；考虑基数因素，叠加保供稳价政策推进，PPI 涨幅料将逐步回落。从**货币政策**看，货币政策将继续坚持“以我为主”，更加聚焦稳增长和调结构，预计央行会通过降准、降息等方式加大对实体经济支持力度，支持高质量发展。综上所述，2022 年一季度利率债收益率面临一定上行压力，但从全年看利率债收益率或呈震荡下行走势。

图 5：利率债收益率走势



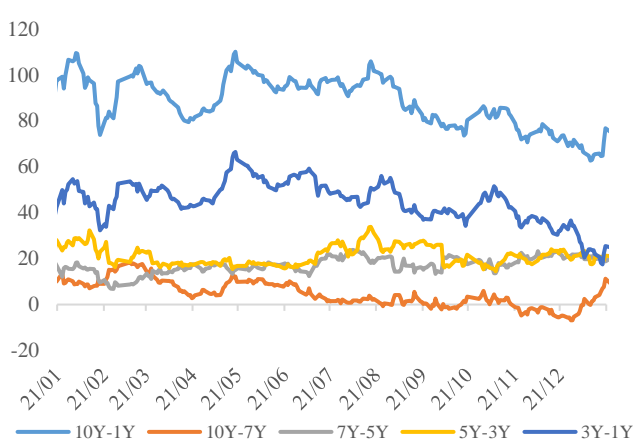
数据来源：Wind，联合资信整理

图 6：主要期限国债期限利差走势（单位：BP）



数据来源：Wind，联合资信整理

图 7：主要期限国开债期限利差走势（单位：BP）



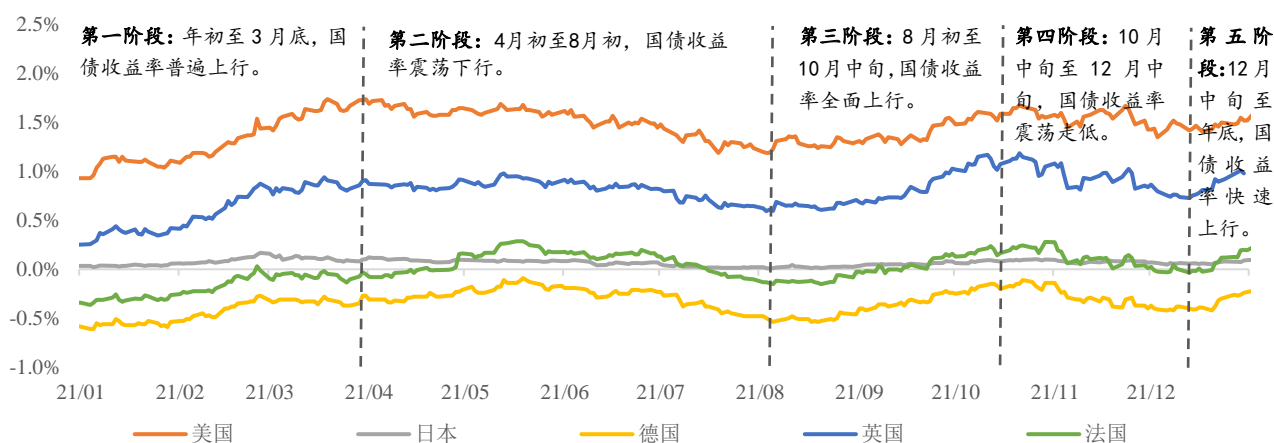
五、 国别利差：2021 年国别利差“前高后低”，2022 年或小幅震荡下行

2021 年中国与全球主要经济体 10 年期国债利差呈“前高后低”走势。梳理全年利差走势，主要分为五个阶段。**第一阶段：年初至 3 月底**，国别利差整体下行。受疫苗推出、全球经济复苏预期增强等因素影响，主要经济体 10 年期国债收益率普遍上行，中国与主要经济体国债利差整体下行。**第二阶段：4 月初至 8 月初**，国别利差大多窄幅震荡下行。受疫情反弹、全球供应链中断等因素影响，全球主要经济体 10 年期国债收益率呈震荡下行态势，除中美利差小幅震荡上行外，中国与其余主要经济体利差小幅震荡下行。**第三阶段：8 月初至 10 月中旬**，国别利差整体下行。受疫情好转、经济复苏及通胀预期走高等因素影响，全球主要经济体 10 年期国债收益率全面上行，中国与主要经济体国债利差整体下行。**第四阶段：10 月中旬至 12 月中旬**，国别利差小幅区间震荡。受通胀预期走高、Omicron 变异毒株出现、美联储宣布启动 Taper 和市场加息预期升温等因素影响，主要经济体 10 年期国债收益率震荡走低，中国与主要经济体国别利差小幅区间震荡。**第五阶段：12 月中旬至年底**，国别利差快速下行。受 12 月美、英、欧央行议息决议超市

市场预期偏鹰影响，全球主要经济体 10 年期国债收益率快速上行，中国与主要经济体国别利差快速下行。

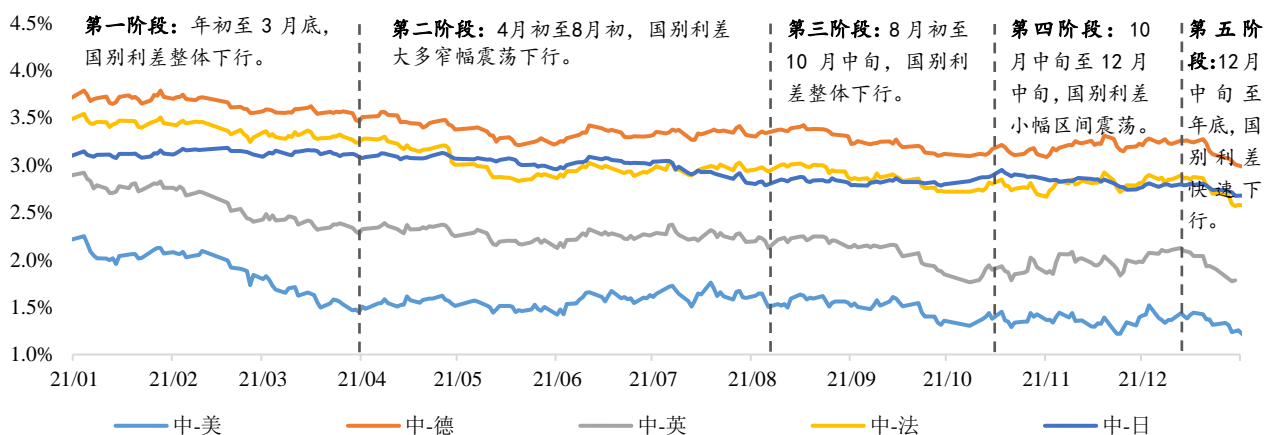
展望 2022 年，中国 10 年期国债收益率或呈震荡下行趋势。从全球主要经济体看，随着疫情逐步得到控制、供应链持续修复及美联储收紧货币政策以控制通胀水平，美国经济在 2022 年有望延续稳步复苏态势，料将带动美国 10 年期国债收益率震荡上行。对于欧洲而言，2022 年欧洲央行预计将逐步缩减资产购买规模，英国央行已于 2021 年 12 月启动加息，预计将早于欧元区退出宽松货币政策，欧洲经济有望在 2022 年恢复到疫情前水平，德国、法国、英国 10 年期国债收益率或小幅震荡上行。日本央行预计将会继续维持宽松的货币政策，随着疫情逐步改善，日本经济有望恢复到疫情之前水平，日本 10 年期国债收益率或将继续小幅区间震荡。综上所述，2022 年中国与主要经济体 10 年期国债利差或小幅震荡下行。

图 8：主要经济体 10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind，联合资信整理

图 9：中国与主要经济体 10 年期国债利差走势



数据来源：Wind，联合资信整理

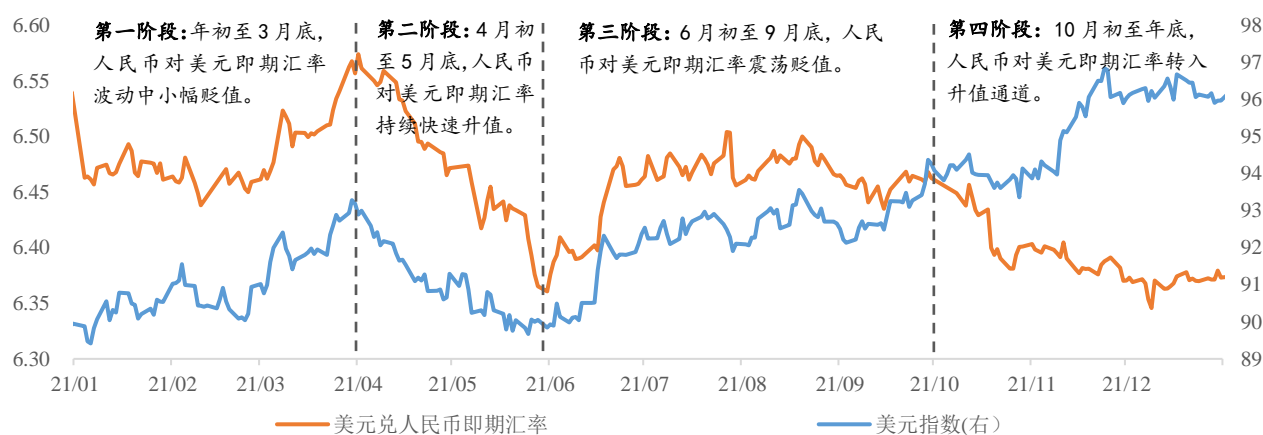
六、 2021 年人民币对美元即期汇率在合理区间保持基本稳定，2022 年或小幅走弱

2021 年人民币对美元即期汇率在合理区间保持基本稳定。截至 2021 年 12 月 31 日，人民币对美元即期汇率报 6.3730，较年初升值约 1.41%。从全年走势看，人民币对美元汇率先后经历了“贬值-升值-震荡贬值”

-升值”四个阶段。**第一阶段：年初至3月底，人民币对美元即期汇率波动中小幅贬值。**受美国经济强势复苏、美元指数走强、中美国债利差收窄等因素影响，人民币对美元即期汇率从年初的6.4628小幅贬值至3月底的6.5566。**第二阶段：4月初至5月底，人民币对美元即期汇率持续快速升值。**受中国经济开局良好、跨境资本加速流入、美元指数持续走弱等因素影响，人民币对美元即期汇率从4月初的6.5739升值至5月底的6.3607。**第三阶段：6月初至9月底，人民币对美元即期汇率震荡贬值。**受中美经济复苏和货币政策周期错位、美元指数震荡走强、外汇存款准备金率上调等因素影响，人民币对美元即期汇率呈震荡贬值态势，由6月初的6.3759变化至9月底的6.4626。**第四阶段：10月初至年底，人民币对美元即期汇率转入升值通道。**受中国出口势头强劲、中美经贸关系阶段性缓和、年末企业结汇需求旺盛等因素影响，10月初以来人民币对美元即期汇率持续升值，由10月初的6.4491变化至年底的6.3730。

展望2022年，从**基本面**看，中国经济短期内仍面临一定下行压力，考虑到基数因素，叠加海外疫情有望逐步改善，出口增速将逐步回归常态。随着总规模1.2万亿美元基建法案正式签署及债务上限问题暂时取得进展，美国经济有望继续保持良好复苏势头。从**货币政策**看，中国货币政策将继续坚持“以我为主”、“稳字当头”，近日美联储主席鲍威尔在连任听证会上表示“将在3月结束资产购买，将在今年内加息”。**中美经济复苏和货币政策的分化将对人民币产生一定贬值压力。**此外，中美经贸关系仍存在诸多变数。近期，美国商务部宣布将多家中国企业列入“实体清单”，说明中美关系依然处于焦灼状态，特别是随着2022年美国中期选举临近，不排除拜登政府为转移内部矛盾、提升民意支持率而将矛头再次转向中国。综上所述，当前至春节前，在企业较强的结汇需求支撑下人民币汇率有望继续保持强势；春节后企业结汇需求对人民币汇率的支撑将有所减弱，叠加基本面和政策面的因素，人民币汇率或将小幅走弱，但全年仍有望在合理区间保持基本稳定，预计2022年人民币对美元即期汇率波动区间为6.30~6.80。

图 10：美元兑人民币即期汇率走势



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.