

# 利率债和汇率观察月报

(二零二二年一月月报)

## 宽货币利好债市 人民币韧性延续

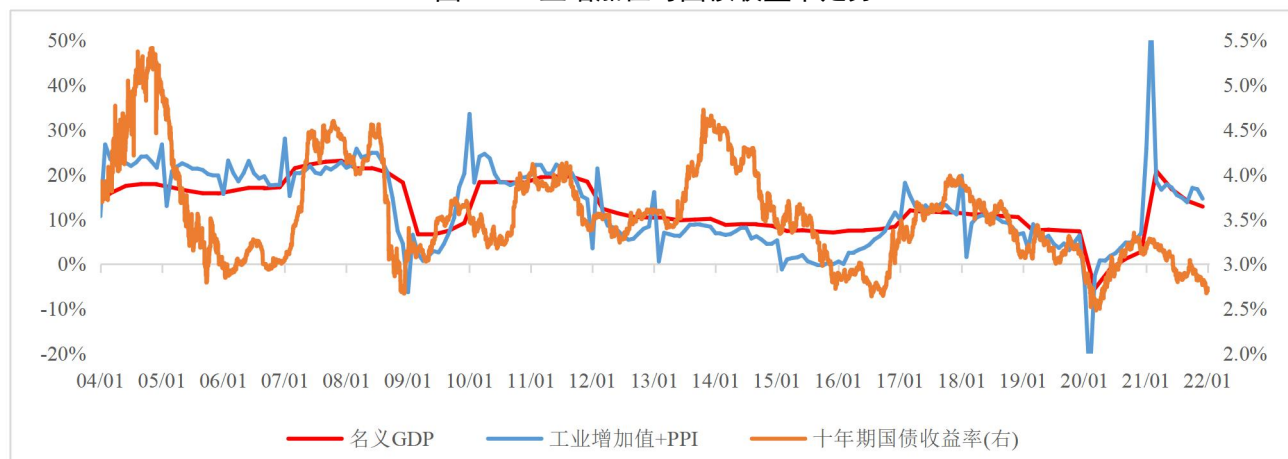
- ◆ 基本面和资金面：1月我国经济基本面总体偏弱但在稳增长政策支持下预计边际将有所改善，资金面总体平稳偏松带动资金利率均值小幅下行。在稳字当头的货币政策取向，2月资金面有望继续保持平稳，但鉴于“宽信用”持续性有待进一步验证，债券市场关于宽货币与宽信用的博弈仍将继续，预计长端国债收益率将低位窄幅震荡。
- ◆ 一级市场：1月利率债总发行规模环比同比双增，净融资规模环比减少、同比增长，平均发行成本多数下行。结合已经披露的发行计划及1月发行情况，预计2月国债总发行规模约5300亿元，净融资规模约-1000亿元；2月地方政府债总发行规模约5200亿元，净融资规模约5100亿元。
- ◆ 二级市场：1月受资金面平稳偏松及宽松货币预期提振影响，利率债收益率显著下行，国债和地方政府债交易规模环比有所增长。利率债短端收益率下行幅度大于长端收益率下行幅度，带动利率债收益率曲线趋于陡峭化。
- ◆ 国别利差：1月受美欧央行货币政策紧缩预期提升、通胀超预期持续走高等因素影响，美国、德国、英国、法国10年期国债收益率全面上行，并带动日本10年期国债收益率快速攀升。从国别利差看，中美、中德、中英、中法、中日10年期国债利差均显著收窄。
- ◆ 汇率：1月人民币对美元即期汇率继续小幅升值，波动区间为6.32~6.38。综合考虑基本面和货币政策因素以及中美经贸关系边际紧张，2月人民币汇率或小幅震荡走弱，预计人民币对美元即期汇率波动区间为6.33~6.42。



## 一、 基本面总体偏弱但预计边际有所改善，2月长端国债收益率料低位窄幅震荡

2022年1月，受到“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力的影响，经济基本面总体依旧偏弱。制造业供需两端双双走弱，1月官方制造业PMI指数环比下降0.2个百分点至50.10%，时隔两个月后再次出现回落；商品房销售面积、土地成交面积相较上月和上年同期均显著回落，预示着房地产行业在短期内仍将拖累经济增长；在倡导“就地过年”力度明显减弱的情况下，春节期间旅游、餐饮收入、电影票房等指标均不及2021年春节，消费修复任重道远。通胀方面，受春节假日因素、国际能源价格上涨及去年同期基数较高等共同影响，1月CPI环比由上月下降0.3%转为上涨0.4%，同比上涨0.9%，涨幅较上月回落0.6个百分点；随着保供稳价政策有力推进，煤炭、钢材等行业价格继续回落，1月PPI环比下降0.2%，降幅较上月收窄1.0个百分点，同比上涨9.1%，涨幅较上月回落1.2个百分点。在各项稳增长政策的支持下，经济基本面预计边际将有所改善：一是1月中下旬以来银行信贷投放力度不断加大，受此带动1月新增人民币贷款创单月统计高点，信贷实现“开门红”；二是随着地方政府专项债提前批额度下达，1月地方政府专项债发行规模大幅增长，同时1月为缴税大月但新增政府存款较上年同期大幅减少，表明财政提前发力，基建投资对经济的托底作用有望加强。整体看，1月经济基本面总体偏弱，在稳增长政策支持下预计边际将有所改善，但2月债券市场关于宽货币与宽信用的博弈仍将继续，长端国债收益率料低位窄幅震荡。

图1：工业增加值与国债收益率走势



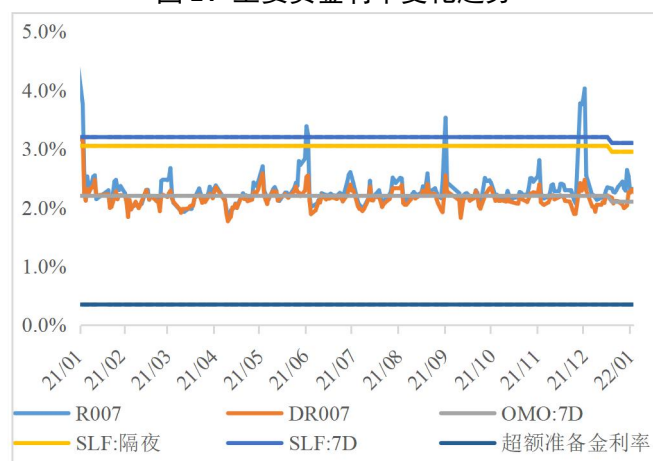
数据来源：Wind，联合资信整理

## 二、 资金面总体平稳偏松，资金利率均值小幅下行

2022年1月资金面总体平稳偏松，资金利率均值小幅下行。元旦假期后央行单日7天期逆回购操作规模降至100亿元以回笼流动性，但由于机构流动性需求较低，1月中上旬资金面整体相对宽松。进入1月下旬，受税期临近、缴准和春节取现等因素的影响，资金面有所趋紧。为此，央行于1月17日超额续作MLF，中标利率下调10个基点，并且自该日起连续五天增加7天逆回购投放量至1000亿元，中标利率同样下调

10个基点，随后央行于1月24日起连续七天进行14天逆回购操作，以熨平资金面波动，维护市场流动性平稳。受此支撑，1月资金面总体平稳偏松，主要资金利率均值小幅下行。得益于信贷投放力度扩大以及地方政府债发行规模大幅增长，1月社融存量增速较上月末提高0.2个百分点至10.5%。从央行近期表态看，货币政策将继续坚持“稳字当头、灵活适度”，综合运用多种货币政策工具保持流动性的合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性。综合看，2月资金面有望继续保持平稳，考虑到货币政策传导时滞，加之市场对1月金融数据的理解存在较大分歧，“宽信用”持续性仍有待验证，预计长端国债收益率将低位窄幅震荡。

图2：主要资金利率变化趋势



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：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
2022年1月	2000	0	0	0	4000	6000
2021年12月	-4500	0	0	-700	2000	-3200
2021年1月	2000	-2405	0	0	-1760	-2165

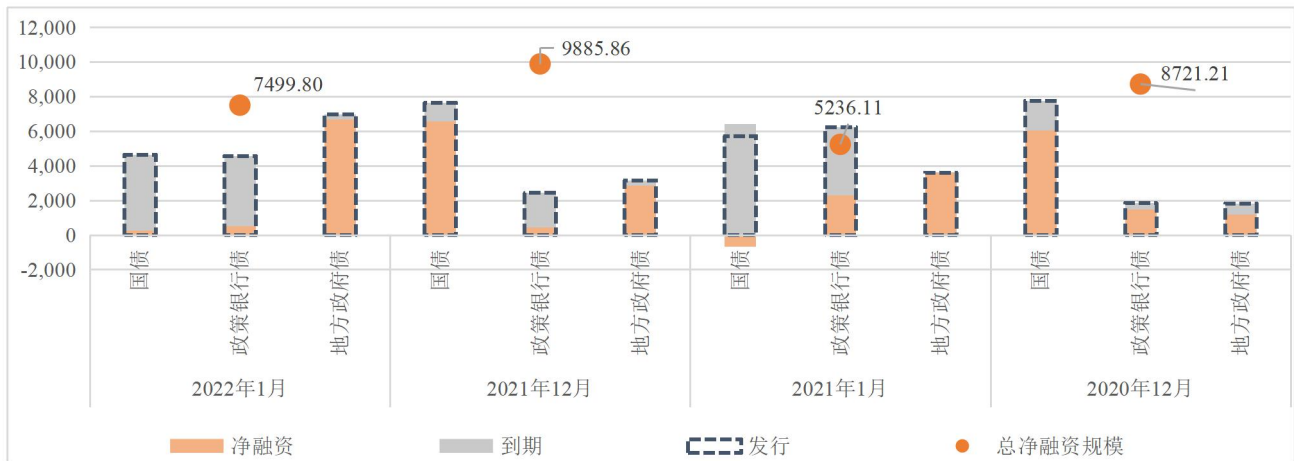
数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、一级市场：利率债总发行规模环比同比双增，净融资规模环比减少、同比增长，平均发行成本多数下行

2022年1月利率债总发行规模环比、同比双增，净融资规模环比减少、同比增长。国债方面，1月总发行规模较上月和上年同期均有所减少，净融资规模较上月大幅减少、较上年同期明显增长。结合财政部公布的一季度国债发行计划及国债历史发行情况，预计2月国债总发行规模约5300亿元，净融资规模约-1000亿元。地方政府债方面，1月总发行规模、净融资规模较上月和上年同期均大幅增长，表明积极的财政政策正在提前加码，预计基建投资对经济的托底作用不断加强。结合1月地方政府债发行情况同时考虑财政前置，预计2月地方政府债总发行规模约5200亿元，净融资规模约5100亿元。政策银行债方面，1月总发行规模和净融资规模较上月均有所增长、较上年同期明显减少。

利率债平均发行成本多数下行。国债 1 年期和 5 年期平均发行成本明显下行，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、2 年期和 10 年期平均发行成本小幅下行，其余主要期限平均发行利率小幅上行；地方政府债主要期限平均发行利率均明显下行。

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 2：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
2022 年 1 月	2.10	2.56	2.47	2.37	2.91	2.89	2.14	2.61	2.74	2.98	3.13	3.24	2.30	2.50	2.50	2.64	2.87	2.93
2021 年 12 月	2.22	2.56	2.47	2.69	2.91	2.89	2.15	2.63	2.68	2.97	3.09	3.28	2.63	2.70	2.83	2.92	3.09	3.06
变化(BP)	-12.00	0.00	0.00	-32.00	0.00	0.00	-1.57	-2.50	6.75	1.07	4.29	-3.89	-33.00	-20.67	-33.15	-28.25	-21.54	-13.43

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：利率债收益率显著下行，收益率曲线趋于陡峭化

**2022 年 1 月利率债收益率显著下行。**1 月上中旬，利率债短端收益率在相对宽松的资金面支撑下小幅下行，受美债利率大幅上行、国内稳增长政策加码、疫情反复导致避险情绪提升以及 2021 年 12 月经济数据整体偏弱等因素综合影响，长端收益率窄幅区间震荡。进入 1 月下旬，随着央行加大公开市场操作力度、下调 MLF 和 7 天逆回购利率以及央行副行长刘国强表示“货币政策要更加积极进取，注重靠前发力”，市场流动性保持合理充裕，宽松货币预期被进一步提振，带动利率债收益率大幅快速下行。从交易规模看，1 月国债和地方政府债交易规模较上月有所增长，政策银行债交易规模较上月小幅回落。

**利率债收益率曲线趋于陡峭化。**1 月利率债短端收益率下行幅度大于长端收益率下行幅度，10Y-1Y 期限利差震荡上行，利率债收益率曲线趋陡。从各主要期限利差走势特点看，国债 10Y-7Y、7Y-5Y、3Y-1Y



期限利差走阔，5Y-3Y 期限利差小幅收窄；国开债 7Y-5Y、3Y-1Y 期限利差走阔，10Y-7Y、5Y-3Y 期限利差收窄。整体看，利率债收益率曲线走陡主要是由于 7Y-5Y、3Y-1Y 期限利差走阔所致。

图 5：利率债收益率走势

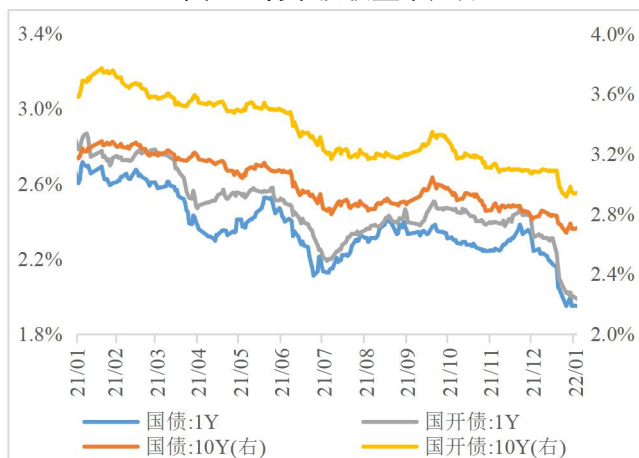
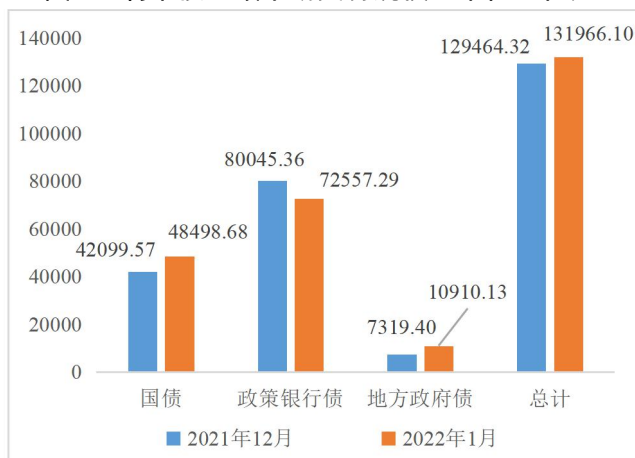


图 6：利率债二级市场交易规模（单位：亿元）



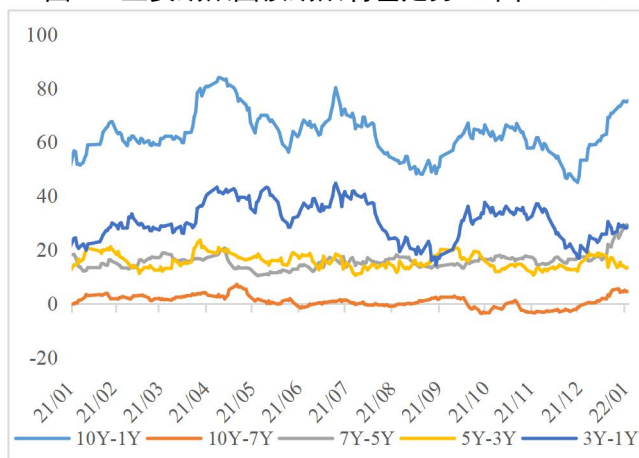
数据来源：Wind，联合资信整理

表 3：主要期限国债和国开债到期收益率变化（单位：%）

券种	时间	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
国债	2022/1/30	1.95	2.13	2.23	2.36	2.66	2.70
	2021/12/31	2.24	2.37	2.46	2.61	2.78	2.78
	变化(BP)	-29.15	-24.05	-22.66	-24.58	-12.69	-7.57
	2022 年 1 月均值	2.09	2.27	2.35	2.51	2.73	2.75
	2021 年 12 月均值	2.30	2.49	2.57	2.70	2.86	2.83
	变化(BP)	-21.13	-22.01	-21.66	-18.40	-13.13	-7.91
国开债	2022/1/30	2.00	2.35	2.43	2.60	2.90	2.93
	2021/12/31	2.32	2.51	2.57	2.78	2.97	3.08
	变化(BP)	-31.96	-16.31	-14.47	-18.22	-7.17	-14.94
	2022 年 1 月均值	2.17	2.41	2.51	2.71	2.97	3.02
	2021 年 12 月均值	2.41	2.60	2.68	2.89	3.10	3.09
	变化(BP)	-24.34	-18.29	-17.32	-17.73	-12.61	-7.54

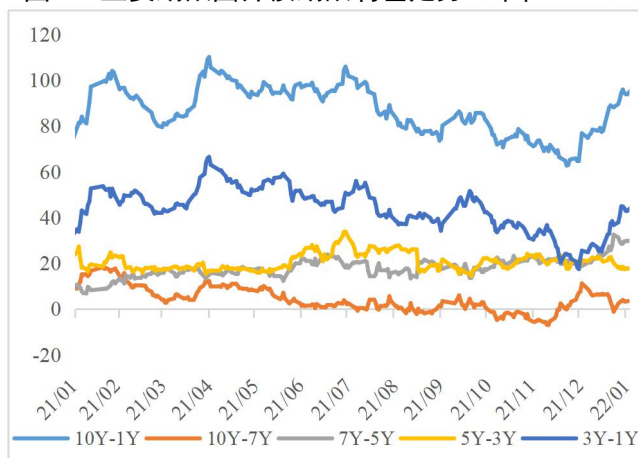
数据来源：Wind，联合资信整理

图 7：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

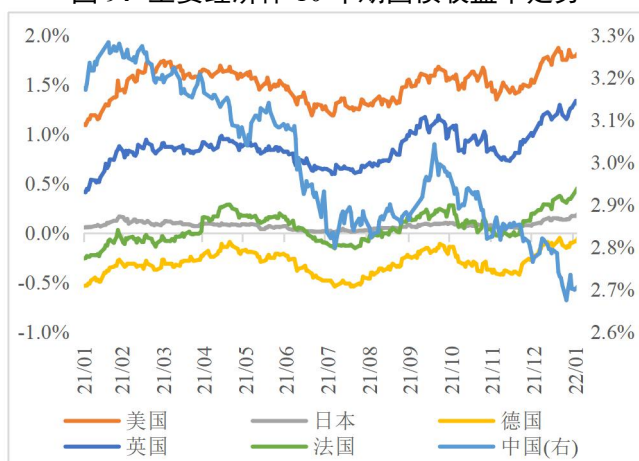
图 8：主要期限国开债期限利差走势（单位：BP）



## 五、 国别利差：主要经济体国债收益率全面上行，中外利差显著收窄

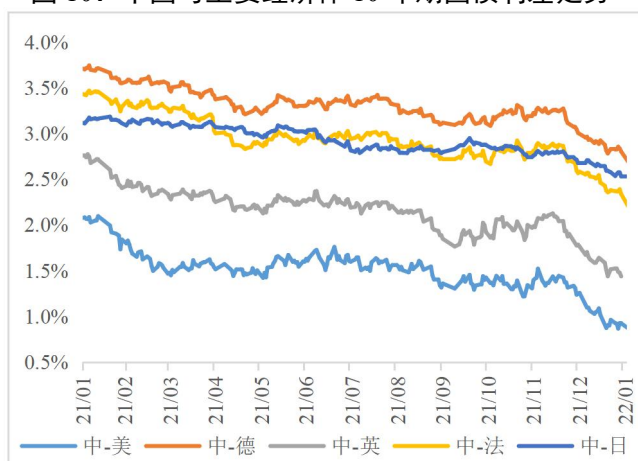
2022 年 1 月主要经济体 10 年期国债收益率全面上行。美国 10 年期国债收益率上行主要受两方面因素影响，一是美联储紧缩预期强化带动实际利率大幅快速上行；二是美国通胀水平持续走高。英国、德国、法国 10 年期国债收益率上行的主要影响因素，一是通胀水平超预期持续走高，二是市场对英、欧央行的加息预期不断提升。在欧美主要经济体国债收益率上行的推动下，日本 10 年期国债收益率也快速攀升。从国别利差看，中美、中德、中英、中法、中日 10 年期国债利差均显著收窄。

图 9：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 10：中国与主要经济体 10 年期国债利差走势



## 六、 人民币对美元即期汇率小幅升值，2 月人民币汇率或小幅震荡走弱

2022 年 1 月人民币对美元即期汇率继续小幅升值，波动区间为 6.32~6.38。人民币对美元汇率升值主要是由于以下三方面原因：一是 1 月中旬公布的出口数据延续强劲势头；二是年末企业结汇需求旺盛；三是政策加码提振稳增长预期。展望后市，从基本面看，我国经济基本面总体依旧偏弱但在稳增长政策支持下

有望逐步改善，出口在短期内有望继续保持韧性；美国经济延续复苏势头，居民消费和就业稳步改善，但通胀持续超预期走高。从**货币政策**看，在稳增长诉求下我国货币政策将更加积极进取，注重靠前发力，宽货币环境有望延续；美国经济持续复苏叠加通胀持续走高进一步强化了美联储货币政策紧缩预期。**中美经济基本面和货币政策分化有利于推动美元强势，对人民币产生一定贬值压力。**此外，近期“中美第一阶段贸易协议”相关问题使得两国关系再现紧张迹象，或加剧人民币汇率波动。综上所述，**2月人民币汇率或小幅震荡走弱，预计人民币对美元即期汇率波动区间为6.33~6.42。**

图 11：人民币对美元汇率走势



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.