

# 利率债和汇率观察月报

(二零二一年十一月月报)

## 利率债收益率曲线趋于平坦化 人民币有望在合理区间保持基本稳定

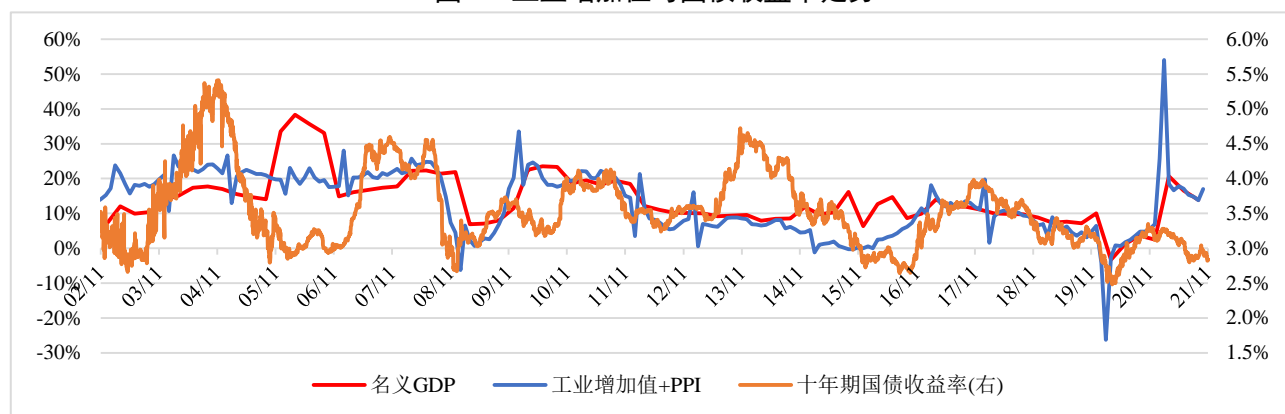
- ◆ 11 月利率债收益率小幅震荡下行，与我们的预测一致（详见《国债顺利“入富”利好债市 Taper 落地或使人民币小幅区间震荡》）。展望年末，受经济复苏动能疲弱和降准等因素影响，12 月长端国债收益率或继续小幅震荡下行。
- ◆ 一级市场：11 月利率债总发行规模和净融资规模环比有所减少、同比大幅增长，中长期平均发行成本整体下行。结合当前发行进度和剩余情况，预计 12 月国债净融资规模约 6000~7000 亿元，地方政府债净融资规模约 2000 亿元。总体看，12 月政府债净融资规模依然较大。
- ◆ 二级市场：11 月利率债收益率整体下行，收益率曲线趋于平坦化；10 年期和 7 年期国债收益率、10 年期和 7 年期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。
- ◆ 国别利差：11 月美国、德国、英国、法国、日本 10 年期国债收益率均值全面下行，中美、中日 10 年期国债利差收窄，中德、中英、中法 10 年期国债利差走阔。
- ◆ 汇率：11 月美元兑人民币即期汇率继续小幅升值，波动区间为 6.37~6.40，与我们的预测基本一致。在基本面和货币政策等因素综合作用下，12 月人民币汇率仍有望在合理区间保持基本稳定，预计美元兑人民币汇率波动区间为 6.35~6.42。在中美国债利差持续收窄情况下，需要关注利率债的跨国投资风险。



## 一、 基本面边际有所改善但总体仍疲弱，有助于 12 月长端国债收益率继续小幅震荡下行

2021 年 11 月，能耗双控和房地产调控出现边际放松，叠加“保供稳价”政策加码，制造业供给端约束有所缓解，经济基本面边际有所改善。11 月官方制造业 PMI 指数环比上升 0.9 个百分点至 50.10%，时隔两个月后重回扩张区间。房地产销售低位企稳，但高炉、焦化企业开工率仍然延续弱势，乘用车批发和零售销量继续下滑，预示经济复苏动能依旧偏弱。通胀方面，受季节性因素、成本上涨、散发疫情及去年同期低基数等共同影响，11 月 CPI 环比上涨 0.40%，涨幅较上月有所回落，同比上涨 2.30%，涨幅较上月继续扩大；随着保供稳价政策落实力度加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头得到遏制，11 月 PPI 环比持平于上月，同比上涨 12.9%，涨幅较上月有所回落。12 月政治局会议和中央经济工作会议定调“稳字当头”，叠加降准落地、支农支小再贷款利率下调，标志着政策重心逐步转向稳增长。当前至年末，在稳健的货币政策基调下，流动性有望继续保持合理充裕。整体看，11 月经济基本面边际有所改善但经济复苏动能总体仍疲弱，叠加近期政策重心转向稳增长及年底财政支出提速释放长期资金，将有助于 12 月长端国债收益率继续小幅震荡下行。

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、 资金面延续相对平稳态势，对债市形成利好

2021 年 11 月资金面延续相对平稳态势，资金利率均值整体小幅下行。进入 11 月以来，受大额 MLF 到期、地方政府债发行等因素影响，流动性波动有所增大。在此背景下，央行使用公开市场逆回购、MLF 等多种政策工具熨平资金面的波动，保持流动性合理充裕。受此支撑，资金面总体保持平稳，主要资金利率月度均值整体小幅下行。得益于房地产调控政策边际放松以及地方政府专项债加速发行，11 月社融存量增速企稳回升。虽然这对长端国债收益率构成一定上行压力，但是 12 月 6 日央行宣布下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 1.2 万亿元，次日央行宣布下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点。历史经验表明，降准后短期内通常会带动长端国债收益率下行，对债市形成利好。综合考虑上述因素，12 月长

端国债收益率将继续小幅震荡下行。

图 2：主要资金利率变化曲线

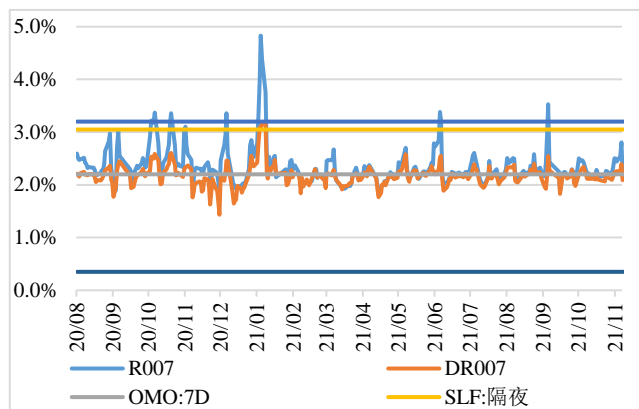


图 3：社融存量增速与国债收益率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

表 1：主要资金利率变动（单位：%）

| 时间         | R001   | R007  | R014  | R1M    | DR001 | DR007 | DR014 | DR1M   | SHIBOR<br>隔夜 | SHIBOR<br>1 周 | SHIBOR<br>2 周 | SHIBOR<br>1 月 |
|------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 2021/11/30 | 3.36   | 2.81  | 2.80  | 2.75   | 2.18  | 2.40  | 2.61  | 2.52   | 2.17         | 2.30          | 2.58          | 2.36          |
| 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          |
| 变动(BP)     | 108.94 | 38.08 | 40.14 | 24.24  | 5.44  | 5.50  | 22.02 | 3.71   | 3.10         | -0.20         | 16.20         | -4.20         |
| 11 月均值     | 2.04   | 2.29  | 2.39  | 2.50   | 1.94  | 2.16  | 2.24  | 2.31   | 1.95         | 2.17          | 2.25          | 2.37          |
| 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          |
| 变动(BP)     | 5.89   | 3.06  | -1.61 | -10.47 | -0.21 | -1.03 | -5.49 | -13.24 | -1.17        | -1.46         | -6.23         | -0.14         |

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 11 月 | 0       | 0        | 0         | -700      | -5000  | -5700 |
| 2021 年 10 月 | 0       | 0        | 0         | 0         | 1600   | 1600  |
| 2020 年 11 月 | 4000    | 0        | 0         | 0         | 300    | 4300  |
| 2020 年 10 月 | 3000    | 0        | 0         | -300      | -2600  | 100   |

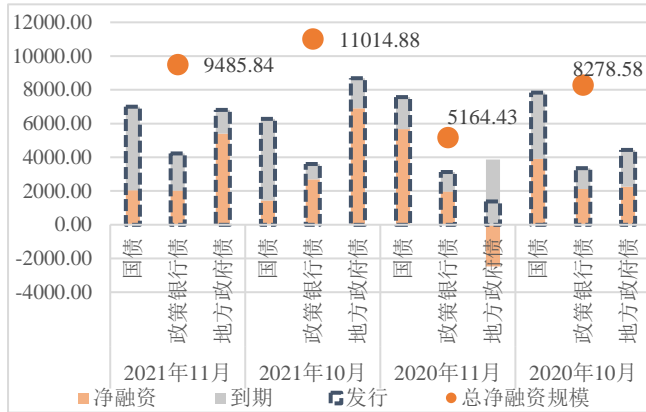
数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、一级市场：利率债总发行规模和净融资规模环比有所减少、同比大幅增长

2021 年 11 月利率债总发行规模和净融资规模环比有所减少、同比大幅增长。国债方面，11 月总发行规模较上月小幅增长、较上年同期小幅减少，净融资规模较上月大幅增长、较上年同期大幅减少。结合财政部公布的第四季度国债发行计划以及国债历史发行情况，预计 12 月国债总发行规模约 7000~8000 亿元，净融资规模约 6000~7000 亿元。地方政府债方面，11 月总发行规模和净融资规模较上月均显著减少，但较上年同期均大幅增长。考虑到地方政府一般债和专项债剩余额度不多，预计全部剩余额度将于 12 月发行完毕，据此估计 12 月地方政府债总发行规模约 2300 亿元，净融资规模约 2000 亿元。总体看，12 月政府债净融资

规模依然较大。政策银行债方面，11月总发行规模较上月和上年同期均明显增长，净融资规模较上月明显减少、较上年同期变化不大。

图 4：利率债发行规模（单位：亿元）

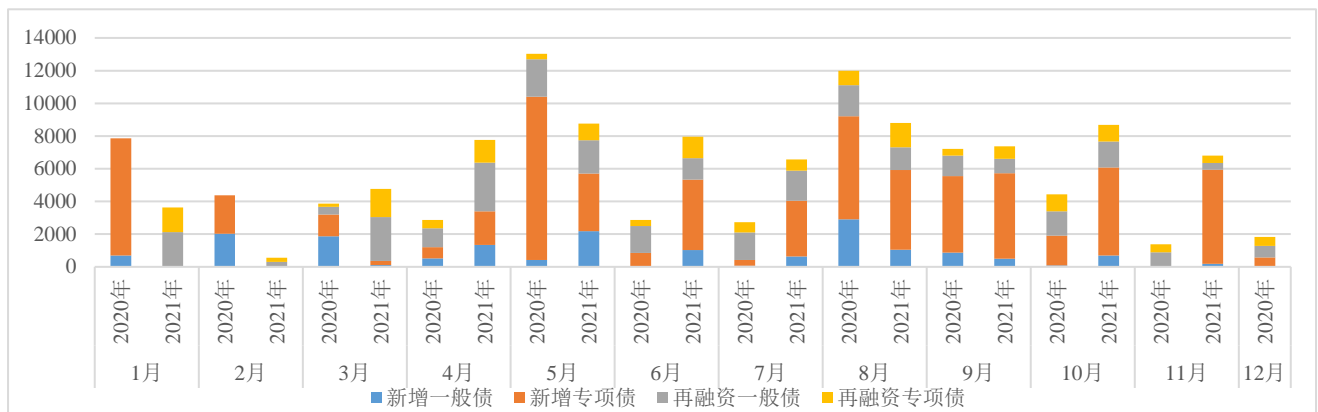


数据来源：Wind，联合资信整理

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 11 月 | 国债    | 6997.60 | 4957.40 | 2040.20  |
|             | 政策银行债 | 4227.20 | 2194.00 | 2033.20  |
|             | 地方政府债 | 6803.81 | 1391.37 | 5412.44  |
| 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  |
| 2020 年 11 月 | 国债    | 7569.90 | 1897.23 | 5672.67  |
|             | 政策银行债 | 3129.90 | 1159.10 | 1970.80  |
|             | 地方政府债 | 1383.64 | 3862.68 | -2479.04 |

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

利率债中长期平均发行成本整体下行。国债 10 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、7 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 3 年期平均发行利率微升，其余主要期限平均发行利率小幅下行。

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 11 月 | 2.22 | 2.56 | 2.94 | 3.13 | 2.91 | 2.89   | 2.24  | 2.60  | 2.78   | 3.00  | 3.15 | 3.27  | -     | -    | 2.85 | 2.95  | 3.11  | 3.15  |
| 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  |
| 变化(BP)      | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -13.00 | 8.62  | -0.63 | -19.04 | -1.48 | 0.56 | -7.33 | -     | -    | 2.33 | -6.42 | -8.01 | -6.64 |

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：利率债收益率整体下行，中短期期限利差均值出现分化

2021 年 11 月利率债收益率整体下行，与我们的预测一致（详见《国债顺利“入富”利好债市 Taper 落地或使人民币小幅区间震荡》）。11 月上中旬，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，受此支撑利率债收益率小幅震荡下行。11 月下旬，随着央行第三季度货币政策执行报告传递出“稳信贷、稳增长”的信号，市场宽松货币政策预期升温，叠加央行进一步加大公开市场操作力度，利率债收益率快速下行。从交易规模看，11 月国债、地方政府债和政策银行债交易规模较上月均有所增长。

图 6：利率债收益曲线

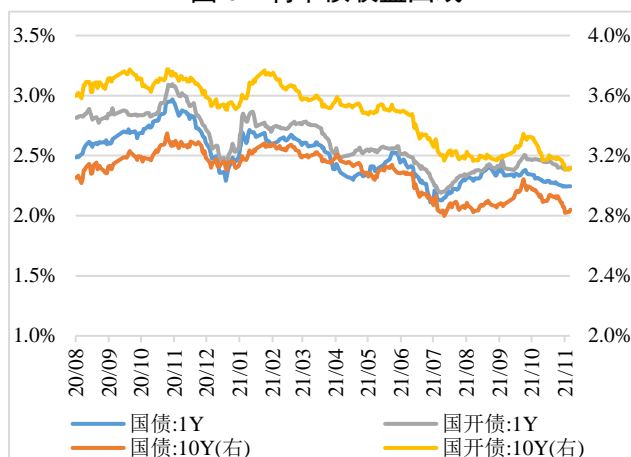
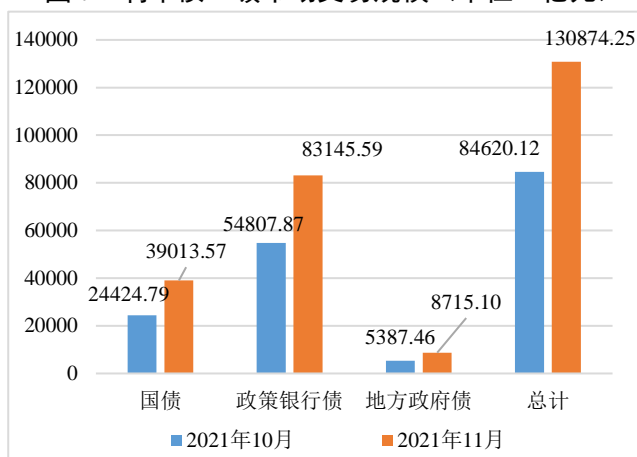


图 7：利率债二级市场交易规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

表 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  | 2021/11/30 | 2.25  | 2.50  | 2.59   | 2.69   | 2.86   | 2.83   |
|     | 2021/10/29 | 2.31  | 2.59  | 2.69   | 2.84   | 3.01   | 2.97   |
|     | 变化(BP)     | -6.37 | -8.30 | -9.93  | -15.18 | -14.77 | -14.82 |
|     | 11 月均值     | 2.27  | 2.52  | 2.61   | 2.75   | 2.92   | 2.90   |
|     | 10 月均值     | 2.35  | 2.58  | 2.65   | 2.83   | 2.98   | 2.97   |
|     | 变化(BP)     | -7.24 | -5.98 | -3.28  | -7.92  | -6.25  | -7.30  |
| 国开债 | 2021/11/30 | 2.39  | 2.62  | 2.71   | 2.93   | 3.16   | 3.11   |
|     | 2021/10/29 | 2.47  | 2.71  | 2.90   | 3.12   | 3.29   | 3.29   |
|     | 变化(BP)     | -7.87 | -9.07 | -18.32 | -18.44 | -12.58 | -18.49 |
|     | 11 月均值     | 2.43  | 2.65  | 2.79   | 2.99   | 3.20   | 3.18   |
|     | 10 月均值     | 2.45  | 2.71  | 2.92   | 3.10   | 3.27   | 3.29   |
|     | 变化(BP)     | -2.22 | -6.18 | -12.88 | -10.21 | -6.25  | -11.40 |

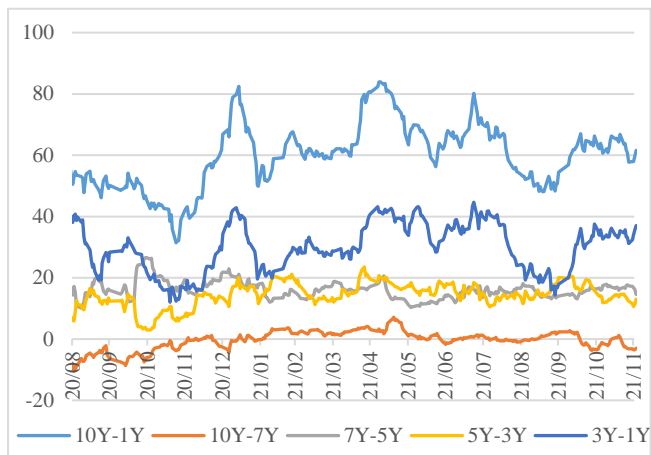
数据来源：Wind，联合资信整理

**中短期期限利差出现分化。**从期限利差均值来看，国债 10Y-7Y、5Y-3Y 期限利差小幅收窄，7Y-5Y、3Y-1Y 期限利差小幅走阔；国开债 10Y-7Y、3Y-1Y 期限利差小幅收窄，7Y-5Y、5Y-3Y 期限利差小幅走阔。整体看，国债和国开债收益率曲线趋于平坦化。此外，10 年期和 7 年期国债收益率、10 年期和 7 年期国开



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。

图 8：主要期限国债期限利差（单位：BP）

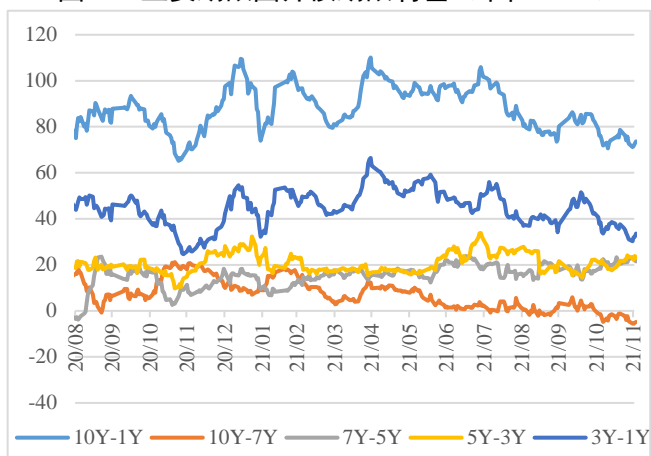


数据来源：Wind，联合资信整理

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 |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 2021/11/30 | 57.87  | -3.48  | 16.78 | 10.56 | 34.01 |
| 2021/10/29 | 66.32  | -3.43  | 16.37 | 15.81 | 37.57 |
| 变化         | -8.45  | -0.05  | 0.41  | -5.25 | -3.56 |
| 11 月均值     | 62.64  | -1.54  | 16.90 | 13.32 | 33.97 |
| 10 月均值     | 62.70  | -0.50  | 15.23 | 17.96 | 30.00 |
| 变化         | -0.06  | -1.05  | 1.67  | -4.64 | 3.96  |

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

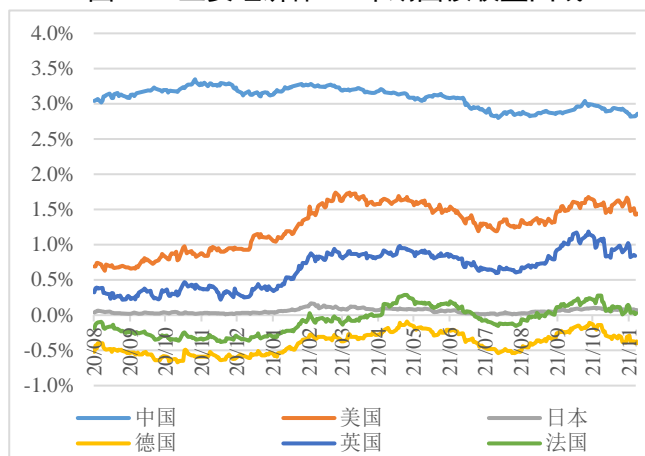
表 7：主要期限国开债期限利差变化（单位：BP）

| 时间         | 10Y-1Y | 10Y-7Y | 7Y-5Y | 5Y-3Y | 3Y-1Y  |
|------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 2021/11/30 | 71.61  | -5.61  | 22.98 | 22.25 | 31.99  |
| 2021/10/29 | 82.23  | 0.3    | 17.12 | 22.37 | 42.44  |
| 变化         | -10.62 | -5.91  | 5.86  | -0.12 | -10.45 |
| 11 月均值     | 74.62  | -2.79  | 20.92 | 20.76 | 35.72  |
| 10 月均值     | 83.80  | 2.37   | 16.95 | 18.10 | 46.38  |
| 变化         | -9.18  | -5.15  | 3.96  | 2.66  | -10.66 |

## 五、 国别利差：主要经济体国债收益率均值全面下行，中外利差表现分化

2021 年 11 月主要经济体 10 年期国债收益率均值全面下行。11 月上中旬，受美联储宣布启动 Taper、经济稳步复苏、通胀预期和加息预期走高等因素共同影响，美国 10 年期国债收益率小幅震荡上行，但 11 月 26 日 Omicron 变异毒株出现后市场避险情绪升温，带动美国 10 年期国债收益率快速大幅下行。英国、日本 10 年期国债收益率走势与美国 10 年期国债类似：英、日央行货币政策偏鸽，但是两国经济数据总体向好，受上述因素共同影响 11 月上中旬 10 年期国债收益率震荡上行；进入 11 月下旬，随着 Omicron 变异毒株爆发 10 年期国债收益率快速下行。德国、法国 10 年期国债收益率持续震荡下行，主要是由于欧元区经济复苏有所放缓、欧央行货币政策偏鸽以及 Omicron 变异毒株爆发导致避险情绪升温。从国别利差均值看，中美、中日 10 年期国债利差收窄，中德、中英、中法 10 年期国债利差走阔。

图 10：主要经济体 10 年期国债收益曲线

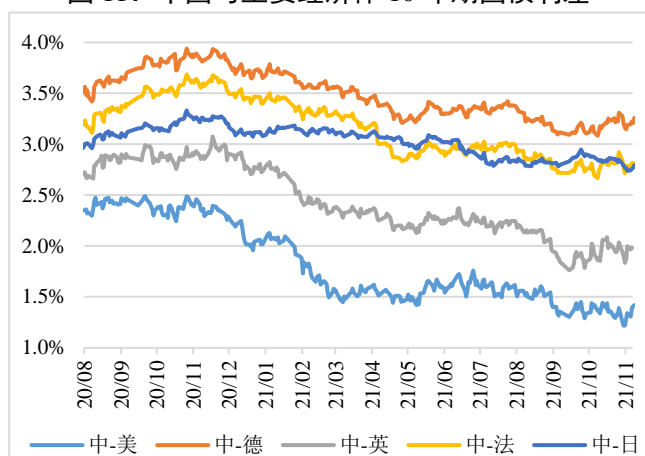


数据来源：Wind，联合资信整理

表 8：主要经济体 10 年期国债收益率（单位：%）

| 时间         | 中国     | 美国     | 德国     | 英国     | 法国     | 日本    |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 2021/11/30 | 2.83   | 1.43   | -0.40  | 0.84   | 0.01   | 0.07  |
| 2021/10/29 | 2.97   | 1.55   | -0.14  | 1.05   | 0.28   | 0.10  |
| 变化(BP)     | -14.82 | -12.00 | -26.00 | -20.97 | -26.70 | -3.40 |
| 11 月均值     | 2.90   | 1.56   | -0.30  | 0.94   | 0.10   | 0.08  |
| 10 月均值     | 2.97   | 1.58   | -0.18  | 1.08   | 0.20   | 0.09  |
| 变化(BP)     | -7.30  | -2.30  | -12.55 | -14.41 | -9.43  | -0.87 |

图 11：中国与主要经济体 10 年期国债利差



数据来源：Wind，联合资信整理

表 9：主要经济体 10 年期国债利差变动（单位：%）

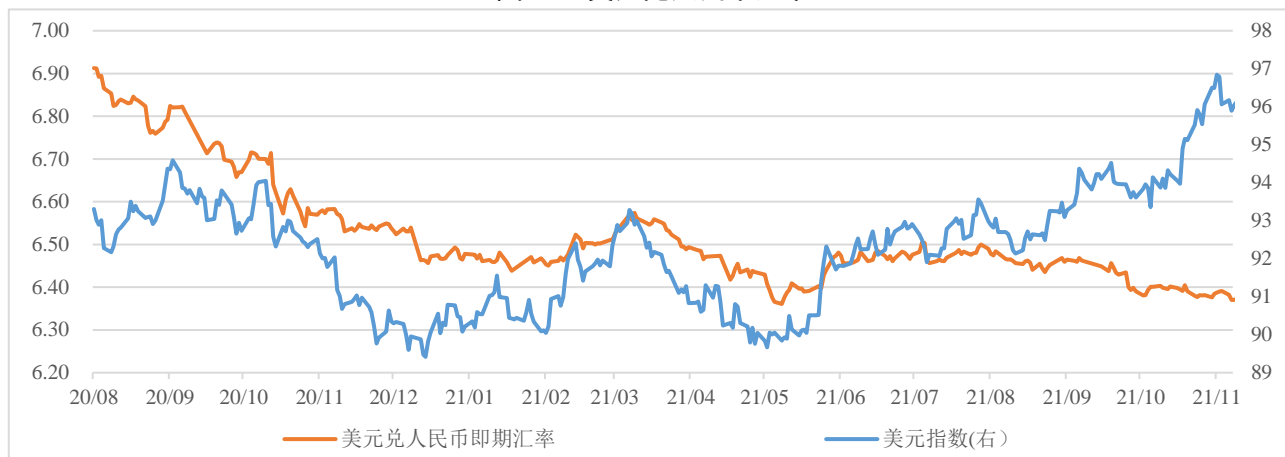
| 时间         | 中-美   | 中-德   | 中-英  | 中-法   | 中-日    |
|------------|-------|-------|------|-------|--------|
| 2021/11/30 | 1.40  | 3.23  | 1.98 | 2.81  | 2.76   |
| 2021/10/29 | 1.42  | 3.11  | 1.92 | 2.69  | 2.87   |
| 变化(BP)     | -2.82 | 11.18 | 6.15 | 11.88 | -11.42 |
| 11 月均值     | 1.34  | 3.20  | 1.96 | 2.80  | 2.82   |
| 10 月均值     | 1.38  | 3.14  | 1.88 | 2.76  | 2.88   |
| 变化(BP)     | -3.47 | 6.41  | 7.73 | 3.24  | -6.32  |

## 六、 11 月美元兑人民币汇率继续小幅升值，12 月仍有望在合理区间保持基本稳定

2021 年 11 月美元兑人民币即期汇率继续小幅升值至 6.37，波动区间为 6.37~6.40，与我们的预测基本一致（详见《国债顺利“入富”利好债市 Taper 落地或使人民币小幅区间震荡》）。美元兑人民币汇率升值主要是由于以下两方面原因：一是海外需求旺盛，中国出口保持强劲势头；二是中美关系阶段性缓和导致市场风险偏好抬升。展望后市，从基本面看，下半年以来内需持续偏弱导致我国经济下行压力较大，但出口一直保持高景气。近期海外新一轮疫情的爆发导致全球供应链修复进程放缓，有助于延续我国出口强势表现。美国经济近期复苏势头较好，居民消费和就业稳步改善，但持续的高通胀增加了经济复苏的不确定性。中美两国经济基本面对比将对人民币汇率形成一定支撑。从货币政策看，央行第三季度货币政策执行报告删除“坚决不搞‘大水漫灌’”、“管好货币总闸门”表述，新增“增强信贷总量增长的稳定性”表述，12 月初央行先后宣布全面降准和定向降息，货币政策重心逐渐转向稳增长。美联储主席鲍威尔近期连续发表鹰派言论，表示高通胀不再是暂时的，同时表示加速完成 Taper 是合适的，进一步提振了市场的加息预期。中美两

国货币政策的进一步分化对人民币产生一定贬值压力。此外，12月以来人民币延续升值势头，12月8日在岸、离岸人民币对美元汇率双双升破 6.35，刷新 2018 年 5 月以来高位，在此背景下，12 月 9 日央行宣布上调外汇存款准备金率 2 个百分点至 9%，稳定汇率意图明显。综合来看，**12 月人民币汇率仍有望在合理区间保持基本稳定，预计美元兑人民币汇率波动区间为 6.35~6.42**。8 月以来，中美国债利差持续收窄，且随着中美货币政策分化未来有可能进一步收窄，因此需要关注利率债的跨国投资风险。

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.