

利率债专题

稳货币下政策更加有效精准 年内收益率或存在上行空间



稳货币下政策更加有效精准 年内收益率或存在上行空间

——货币政策及利率债前三季度回顾与展望

概述

- ◇ **货币政策与流动性展望：货币政策坚持稳字当头，操作注重精准调节**
- **货币政策坚持国内优先原则，稳健基调下更加注重结构性精准导向，把服务实体经济放到更加突出的位置。**在社融需求偏弱、经济下行压力较大的背景下，货币政策仍将坚持以我为主，稳字当头，在总量适度的原则上继续注重结构性精准导向，加大对重点领域和薄弱环节的支持力度。货币政策工具选择上，我们认为未来央行仍将更加注重政策操作的精准性和有效性，在灵活开展公开市场逆回购操作的同时，或通过采用 TMLF、CRA 等货币政策工具保持流动性合理充裕，但不排除经济超预期下行、企业经营压力显著加剧等引发降准的可能。
- ◇ **利率债展望：年内供给压力仍存，收益率中枢或上行至 2.9%-3.0%**
- **发行规模预测：年内利率债或仍有近 5 万亿待发，四季度仍有一定的供给压力。**根据测算，全年利率债发行规模或达到 18.77 万亿元，其中国债全年或发行 6.73 万亿元，年内剩余 2.02 万亿元；政策金融债全年或发行 5.23 万亿元，年内剩余 0.76 万亿元；若仅考虑新增债及偿还到期债券类再融资债，地方债全年或发行 6.81 万亿元，年内剩余 1.8 万亿元。
- **收益率走势：年内收益率存在上行空间，四季度波动中枢或为 2.9%-3.0%。**四季度流动性或有边际收紧压力，同时当前收益率水平处于相对低位，10 年期国债收益率持续向下突破仍需重大利好，在基本面和政策面均未出现超预期演化下，四季度收益率小幅上行的可能性较高，但在经济增速趋弱下，收益率上行空间或有限，中枢或较三季度小幅上移，或为 2.9%-3.0%。从明年一季度看，经济或仍有下行压力叠加流动性扰动因素不多，收益率或呈波动下行走势，明年一季度收益率中枢或较今年四季度有所下移，或为 2.8%-2.9%。
- ◇ **前三季度货币政策与流动性回顾：稳货币下更加注重有效精准，资金利率中枢同比上行**
- **货币政策：整体维持稳健基调，央行操作更加注重有效性和精准性。**今年以来，货币政策逐步回归常态化，整体维持稳健基调，央行更加注重政策操作的有效性和精准性，于三月起建立每日定量投放逆回购的操作机制，并在流动性压力较大时点加大公开市场投放力度。
- **货币市场利率：资金利率中枢同比上行，三季度末流动性分层加剧。**前三季度货币市场利率中枢同比上行，受资金面边际收紧影响，临近 9 月末资金利率大幅提升，R007 与 DR007 利差走阔，流动性分层加剧。LPR 报价方面，9 月 LPR 最新 1 年期报价、5 年期报价分别为 3.85%、4.65%，均保持不变。
- ◇ **前三季度利率债回顾：发行规模同比下降，收益率先升后降**
- **一级市场：地方债发行加速，利率债发行规模同比微降，发行利率同比上行。**受今年上半年新增专项债发行不及预期以及去年三季度万亿抗疫特别国债发行、地方债放量等基数效应影响，2021 年前三季度利率债整体发行规模略低于去年同期，同比小幅下降 0.43% 至 1.48 万亿元。前三季度利率债发行利率整体呈波动下行走势，但利率中枢仍较去年同期上行。
- **二级市场：交易规模同比回落，收益率先升后降。**2021 年前三季度利率债交投情绪较为冷淡，利率债整体交易规模较去年同期下降 22.34% 至 96.89 万亿元，地方债交易规模降幅较高。利率债收益率大致呈先升后降走势，3 月起收益率下行趋势较为明显，地方债发行节奏放缓、资金充裕下机构配置力量增强、央行重启全面降准为驱动收益率下行的主要动力。

今年以来，货币政策逐步回归常态，整体维持稳健基调，央行操作更加注重有效性和精准性。在实体融资需求偏弱、经济下行压力较大的背景下，货币政策仍将坚持以我为主，稳字当头，在总量适度的原则上继续注重结构性精准导向。货币政策工具选择上，我们认为未来央行仍将更加注重政策操作的精准性和有效性，在灵活开展公开市场逆回购操作的同时，或通过采用 TMLF、CRA 等货币政策工具保持流动性合理充裕，但不排除经济超预期下行、企业经营压力显著加剧等引发降准的可能。从收益率走势判断，年内流动性或有边际收紧压力，同时当前收益率水平处于相对低位，10 年期国债收益率持续向下突破仍需重大利好，在基本面和政策面均未出现超预期演化下，四季度收益率小幅上行的可能性较高，但在经济增速趋弱下，收益率上行空间或有限，中枢或较三季度小幅上移，或为 2.9%-3.0%；从明年一季度看，经济仍有下行压力叠加流动性扰动因素不多，收益率或呈波动下行走势。

一、前三季度货币政策与流动性回顾：稳货币下更加注重有效精准，资金利率中枢同比上行

（一）货币政策¹：整体维持稳健基调，央行操作更加注重有效性和精准性

今年以来，货币政策逐步回归常态化，整体维持稳健基调，央行更加注重政策操作的有效性和精准性，于三月起建立每日定量投放逆回购的操作机制，并在流动性压力较大时点加大公开市场投放力度。整体看，前三季度，央行共进行 1 次全面降准、释放长期资金约万亿元，公开市场回笼资金共 1666 亿元，其中进行逆回购操作 4.71 万亿元，逆回购到期 4.43 万亿元，实现逆回购净投放 2800 亿元；MLF 投放 2.55 万亿元，缩量对冲约 3 万亿 MLF 到期，实现 MLF 净回笼 4466 亿元。具体可分为以下三个阶段：

1. 第一阶段（1-2 月）：本阶段货币政策延续去年下半年起由“宽货币”向“稳货币”转变的基调，央行操作边际收紧。受去年 11 月债市信用风险事件影响，央行在去年 11-12 月加大公开市场操作力度，跨年时点资金面相对宽松；随后在前期由于资金充裕导致楼市、股市等过热的背景下，央行公开市场操作较为谨慎、边际收紧流动性，跨春节时点资金投放明显低于往年，1-2 月净回笼资金超 5000 亿元，整体回笼金额超预期，政策操作边际收紧。

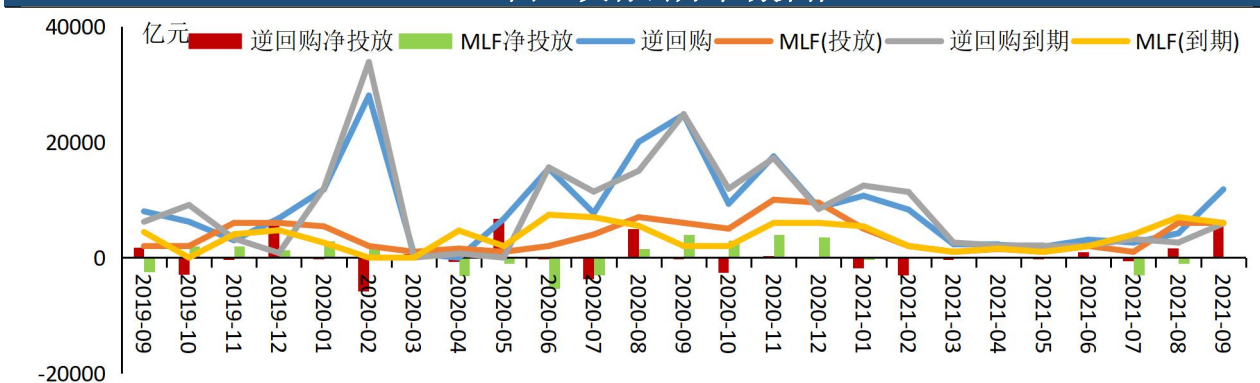
2. 第二阶段（3-5 月）：本阶段货币政策维持稳健中性基调，央行操作更加谨慎精准，开始建立每日定量投放逆回购的操作机制。3 月，央行公开市场开始每个工作日投放 100 亿元逆回购操作惯例，同时货币政策委员会一季度例会开始淡化政策“不急转弯”表述，继 1-2 月流动性收紧以来，货币政策完成从宽到稳的初步转向。4-5 月，央行公开市场操作仍以稳为主，延续 3 月以来每个工作日投放 100 亿元逆回购的操作，在《一季度货币政策执行报告》强调“政策操作应重点关注政策利率而非公开市场操作数量”的背景下，央行公开市场操作精准投放也印证了政策操作更加注重价格调控，通过持续释放政策利率信号，引导市场利率围绕政策利率波动。

3. 第三阶段（6-9 月）：本阶段货币政策延续稳健基调，受流动性等因素扰动，央行公开市场加大操作力度。6 月，央行打破近期 100 亿逆回购投放常规，于 24 日起每个工作日投放 300 亿元逆回购维护跨半年末资金面稳定。7 月，央行下调金融机构存款准备金率

¹ 2021 年前三季度货币政策见附表

0.5 个百分点，释放约万亿长期资金，用于归还到期 MLF 以及弥补 7 月中下旬税期高峰带来的流动性缺口。8 月，央行发布《2021 年二季度货币政策执行报告》强调下阶段货币政策仍坚持稳字当头，注重灵活精准、合理适度，在此背景下，央行公开市场延续精准操作，每日定量投放逆回购资金，临近月末提高每日逆回购投放规模至 500 亿元以保持流动性合理充裕。9 月，央行新增 3000 亿元支小再贷款额度，要求贷款平均利率在 5.5% 左右，引导小微企业融资成本进一步降低；同时，国务院政策例行吹风会表示今后几个月流动性供求将保持基本平衡，对于财政收支、政府债券发行缴款等因素对流动性产生的阶段性扰动，央行有充足的工具予以平滑，在此背景下，央行于 17 日起重启 14 天逆回购操作²，并加大 7 天逆回购投放规模以维护跨节资金面稳定，9 月中下旬资金投放力度明显加大；27 日，央行货币政策委员会 2021 年第三季度例会继续强调货币政策坚持稳健基调，搞好跨周期政策设计，增强信贷总量增长的稳定性，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置。

图 1 央行公开市场操作



数据来源：中诚信国际整理

（二）货币市场利率：资金利率中枢同比上行，三季度末流动性分层加剧

前三季度货币市场利率中枢同比上行，受资金面边际收紧影响，临近 9 月末资金利率大幅提升，R007 与 DR007 利差走阔，流动性分层加剧。具体来看，跨年时点资金面相对宽松，R007 和 DR007 均位于年内较低水平，但受央行公开市场投放不及预期等因素影响，银行间流动性边际收紧，1 月下旬资金利率大幅上行，R007 和 DR007 分别突破 4.83% 和 3.17%，创 2019 年以来新高；2 月初，在央行加大公开市场投放力度的背景下，资金利率快速回落；3-6 月中上旬，央行公开市场操作以稳为主，在流动性扰动因素不多的背景下，资金利率平稳运行；临近 6 月末，在地方债放量预期升温以及临近半年末缴税、缴准等流动性压力下，资金面边际收紧，资金利率波动上行，随后在央行公开市场投放力度加大下，资金利率有所回落；7-8 月，资金利率较为平稳，整体呈窄幅波动走势，DR007 月度均值围绕 2.20% 水平（7 天逆回购利率）波动，R007 与 DR007 利差保持在较低水平、均值为 8.40BP；临近 9 月末，受节前取现需求增加、地方债发行节奏加快等因素影响，资金面边际收紧，资金利率快速上行，R007 与 DR007 利差大幅走阔、一度达 98.29BP，流动性分层加剧。前三季度 R007 中枢为 2.31%，较去年同期上行 17.15BP；DR007 中枢为 2.18%，较去年同期上行 19.73BP。

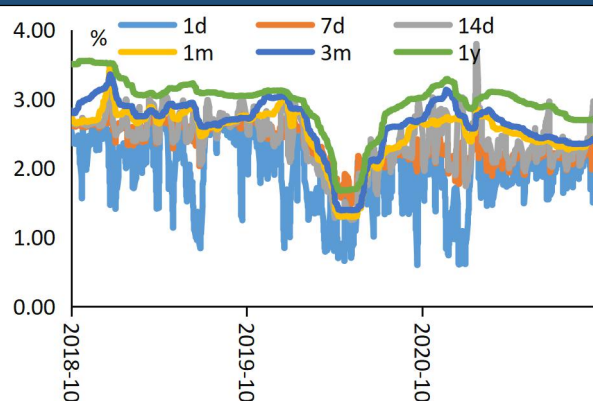
² 前一次 14 天逆回购操作时间为 2020 年 8 月

LPR 报价方面，9 月 LPR 最新 1 年期报价、5 年期报价分别为 3.85%、4.65%，均保持不变；1 年期报价与相同期限 AA+ 级企业债利差较 8 月小幅收窄 8.90BP 至 97.22BP，5 年期利差小幅收窄 5.93BP 至 100.27BP。9 月 7 日国务院政策例行吹风会表示，1-7 月贷款加权平均利率为 5.07%，较上年同期下降 0.08 个百分点；其中，企业贷款加权平均利率为 4.63%，较上年同期下降 0.14 个百分点，小微企业贷款利率降幅更大，伴随各项降成本措施效果显现，实体经济尤其是小微企业融资成本稳中有降。

表 1 货币市场利率变化

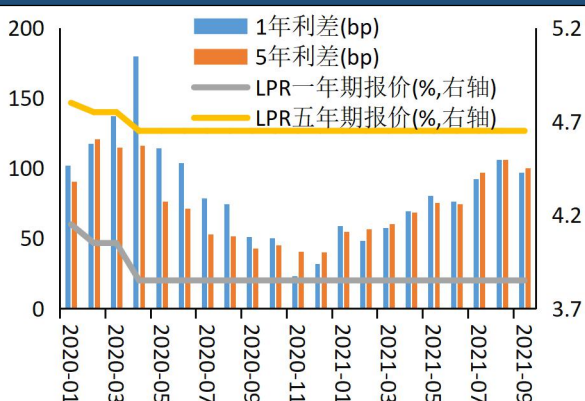
	时间	隔夜	1 周	2 周	1m	3m	6m	9m	1 年
shibor	2021/9/30	2.220	2.266	2.970	2.439	2.431	2.489	2.655	2.722
	较上月末变化 (BP)	2.5	-5.6	61.0	11.0	7.4	1.6	0.3	2.2
	较去年末变化 (BP)	112.7	-11.5	-5.5	-26.3	-32.5	-34.9	-28.4	-27.8
	较去年同期变化 (BP)	-14.0	-6.4	-4.0	-24.1	-25.9	-43.1	-33.5	-29.8
银行间同业拆借	2021/9/30	2.306	2.505	2.839	3.158	4.373			
	较上月末变化 (BP)	1.1	-18.6	38.7	-16.1	75.9			
	较去年末变化 (BP)	96.3	-4.7	-25.1	-194.8	79.5			
	较去年同期变化 (BP)	-19.4	-29.5	-19.1	-42.2	24.3			
银行间质押式回购	2021/9/30	2.198	2.427	2.913	2.674				
	较上月末变化 (BP)	-44.4	-6.8	44.0	-6.7				
	较去年末变化 (BP)	74.4	-16.7	-0.2	-64.3				
	较去年同期变化 (BP)	-33.2	-12.3	-24.7	44.4				
存款类机构质押式回购	2021/9/30	2.085	2.274	2.852					
	较上月末变化 (BP)	-15.5	-10.8	48.4					
	较去年末变化 (BP)	98.5	-18.2	-7.8					
	较去年同期变化 (BP)	-29.5	-17.6	-16.8					

图 2 SHIBOR 利率走势



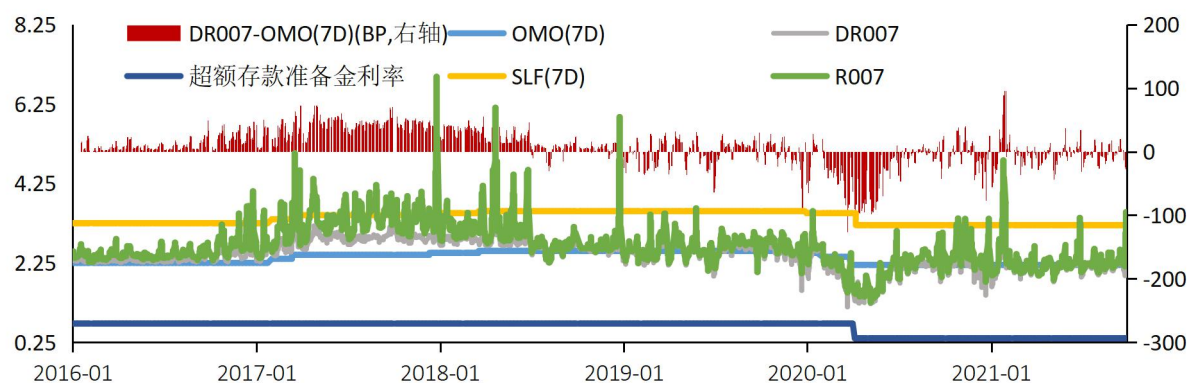
数据来源：中诚信国际整理

图 3 LPR 与相同期限 AA+ 企业债利差走势



数据来源：中诚信国际整理

图 4 利率走廊走势图



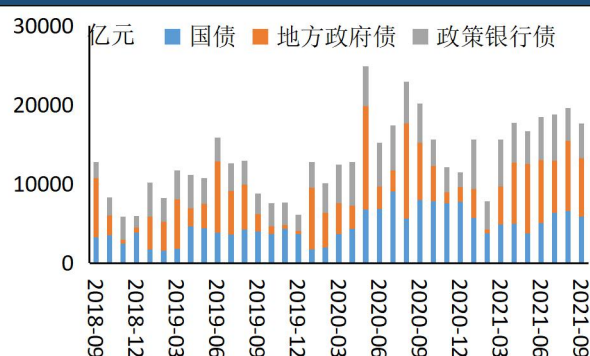
数据来源：中诚信国际整理

二、前三季度利率债回顾：发行规模同比下降，收益率先升后降

（一）一级市场：地方债发行加速，利率债发行规模同比微降，发行利率同比上行

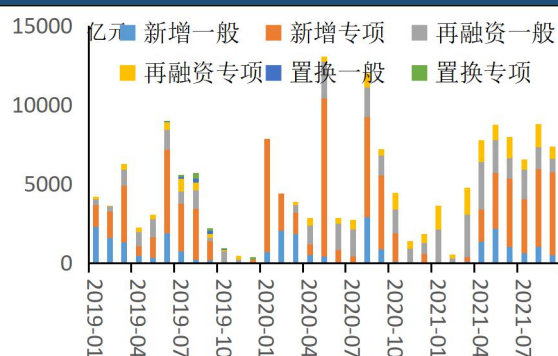
受今年上半年新增专项债发行不及预期以及去年三季度万亿抗疫特别国债发行、地方债放量等基数效应影响，2021年前三季度利率债整体发行规模略低于去年同期，同比小幅下降0.43%至1.48万亿元。分类别看，前三季度国债发行规模较去年同期下降1.99%至4.71万亿元，政策银行债发行规模增长2.18%至4.47万亿元，地方债发行规模较去年同期下降1.12%至5.62万亿元。其中，新增一般债发行6818.86亿元，较去年同期下降2574.58亿元，剩余额度³1381.14万亿元；受今年下达新增额度较晚、专项债审核较为严格等因素影响，上半年新增专项债发行节奏较为缓慢，三季度发行节奏虽有所加快，但前三季度整体发行规模仍较去年同期大幅下降9990.88亿元至2.37万亿元，剩余额度1.28万亿元；再融资一般债与再融资专项债前三季度分别发行1.56万亿元、1.01万亿元，分别较去年同期增长5136.95亿元、6794.34亿元。

图5 利率债月度发行规模变化



数据来源：中诚信国际整理

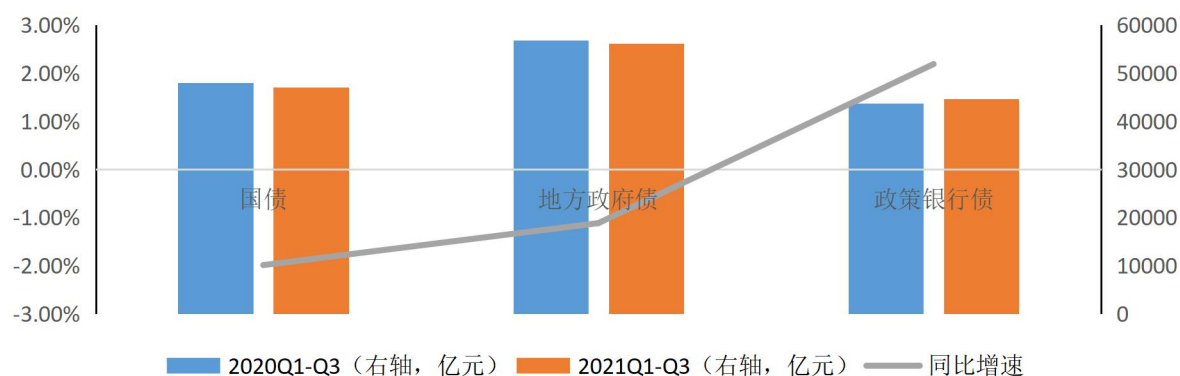
图6 地方债发行结构月度走势



数据来源：中诚信国际整理

图7 利率债发行规模比较

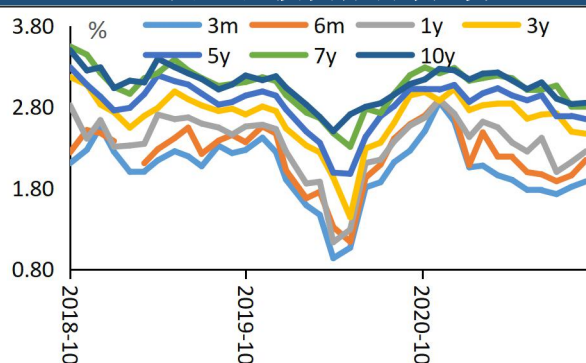
³ 9月16日国家发改委提出“加快全年3.65万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”，文中新增专项债剩余额度按3.65万亿计算，新增一般债按8200亿元计算。



数据来源：中诚信国际整理

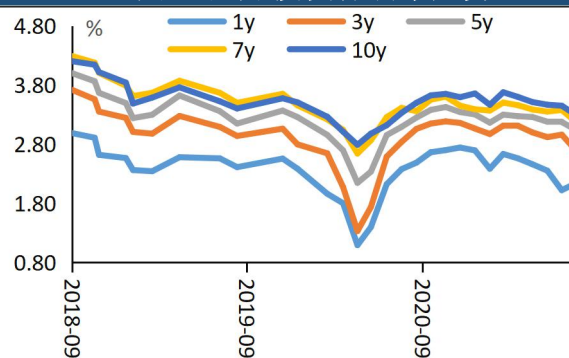
今年以来，利率债发行利率整体呈波动下行走势，但前三季度利率中枢仍较去年同期上行。具体来看，前三季度各期限国债月度平均发行利率均同比上行，平均上行幅度29.46BP，3年期上行幅度相对较高、为40.54BP；各期限国开债月度平均发行利率均同比上行，3年期上行幅度相对较高、为46.64BP。从9月数据看，各期限国债发行利率均同比下行，3年期下行幅度相对较高、为73.65BP；各期限国开债发行利率均较去年同期下行，1年期下行幅度相对较高、为49.94BP；地方债利差较8月收窄2.16BP至22.96BP。

图8 国债发行利率走势



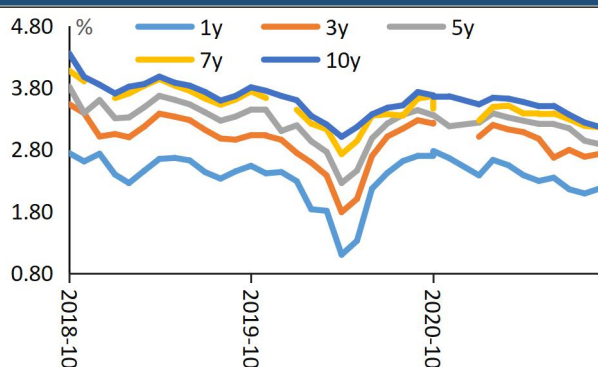
数据来源：中诚信国际整理

图9 国开债发行利率走势



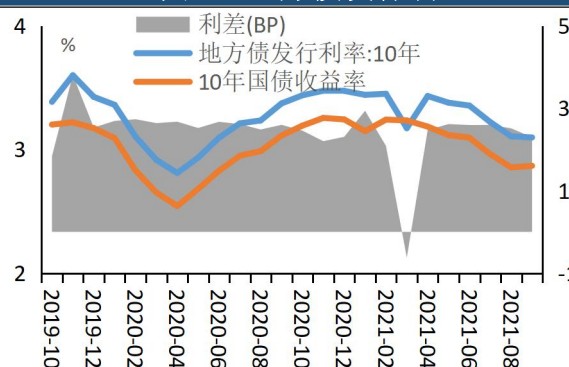
数据来源：中诚信国际整理

图10 非国开政策性金融债发行利率走势



数据来源：中诚信国际整理

图11 地方债发行利差



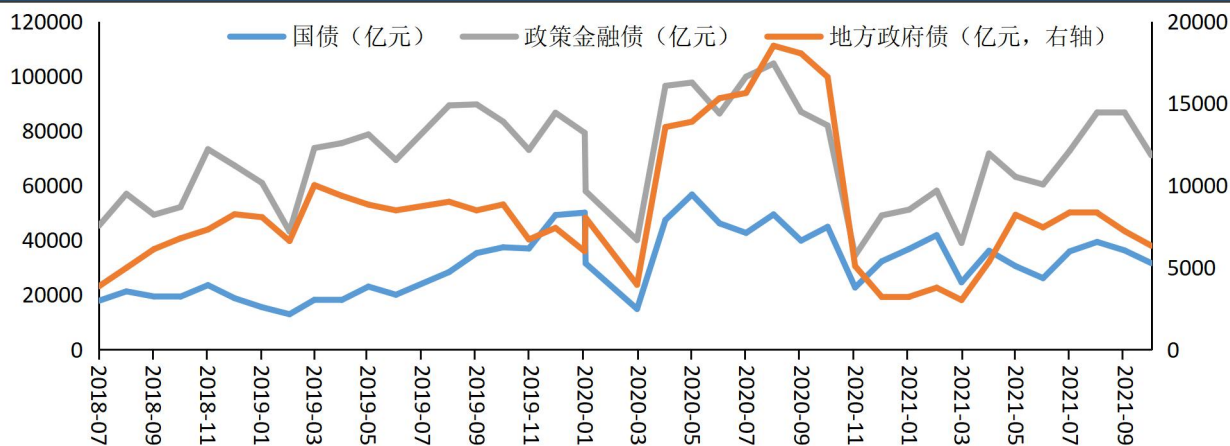
数据来源：中诚信国际整理

收益率先升后降

二级市场：交易规模同比回落，

2021 年前三季度利率债交投情绪较为冷淡，利率债整体交易规模较去年同期下降 22.34%至 96.89 万亿元，地方债交易规模降幅较高。分类别看，国债交易规模较去年同期下降 19.05%至 30.20 万亿元，政策金融债较去年同期下降 18.93%至 60.89 万亿元，地方债交易规模较去年同期大幅下降 53.04%至 5.80 万亿元。9 月，利率债交易规模较 8 月有所回落，国债、地方债、政金债分别较 8 月下降 19.05%、53.04%、18.93%。

图 12 前三季度利率债交易规模同比回落



数据来源：中诚信国际整理

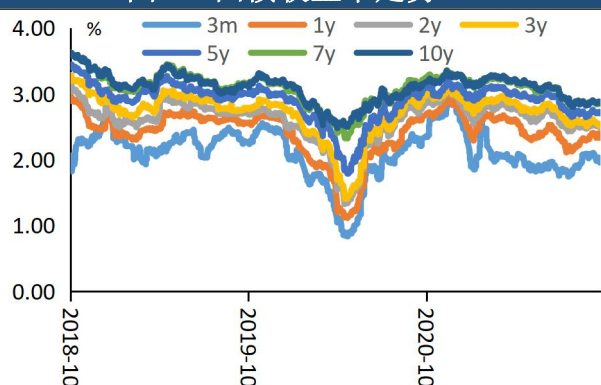
利率债收益率大致呈先升后降走势，3 月起收益率下行趋势较为明显，地方债发行节奏放缓、资金充裕下机构配置力量增强、央行启动全面降准为驱动收益率下行的主要动力。截至 9 月 30 日，10 年期国债收益率为 2.8776%，较去年末下行 26.53BP、较去年同期下行 27.06BP；10 年期国开债收益率较去年末下行 33.62BP 至 3.1976%。从超长债来看，30 年期国债收益率较去年末下行 30.31BP 至 3.1976%，50 年期国债收益率较去年末下行 24.50BP 至 3.54%。从收益率中枢来看，前三季度各期限利率债收益率中枢均较去年同期有所上行，10 年期国债收益率中枢较去年同期上行 22.28BP 至 3.0731%；10 年期国开债收益率中枢较去年同期上行 19.66BP 至 3.4593%。以前三季度 10 年国债收益率的运行轨迹为例，具体可分为三个阶段：

阶段一，波动上行期（2021 年 1 月 4 日-2021 年 2 月 18 日）收益率区间[3.1059%，3.2831%]：1 月下旬，资金面边际收紧，资金利率大幅上行，叠加春节前央行整体投放规模不及市场预期，且明显低于季节性，债市收益率波动上行；节后，由于春节期间海外经济延续修复以及原油等大宗商品价格持续上涨，美国市场通胀预期升温，美债收益率快速上行，受此影响，节后首日国内债市情绪整体偏弱，国债收益率延续上行。本阶段 10 年国债收益率上行至年内高点 3.2831%，波动范围为 17.72BP。

阶段二，持续下行期（2021 年 2 月 19 日-2021 年 8 月 5 日）收益率区间[2.7988%，3.2798%]：2 月下旬，整体到期规模较此前有所下降，净回笼资金大幅下滑，资金面转稳，此前流动性利空因素对债市影响减弱；3-6 月，地方债发行节奏缓慢、整体发行规模不及预期，银行间流动性相对宽松，资金面较为平稳，叠加资金充裕下机构配置力量增加，债市收益率波动下行；7-8 月初，央行全面降准 0.5 个百分点，超出市场预期，推动收益率持续下行。本阶段 10 年期国债收益率下行至年内低点 2.7988%，波动范围为 48.10BP。

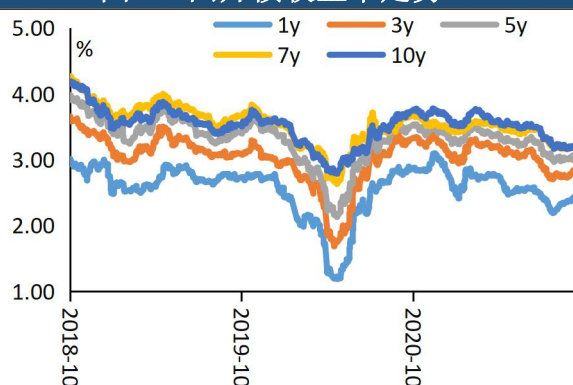
阶段三，区间波动期（2021年8月6日-2021年9月30日）收益率区间[2.8139%，2.9009%]：8月中下旬，在宏观数据显示经济修复边际放缓、实体融资需求偏弱以及地方债发行节奏加快等多种因素影响下，债市收益率方向性较不明显、呈区间波动状态；进入9月，在PPI继续走高、进出口数据仍向好等因素的影响下，收益率小幅上行；随后在经济数据延续回落以及央行加大公开市场投放力度下，收益率结束上行走势、重回区间波动状态。本阶段10年期国债收益率高点为2.9009%，波动范围为8.70BP。

图 13 国债收益率走势



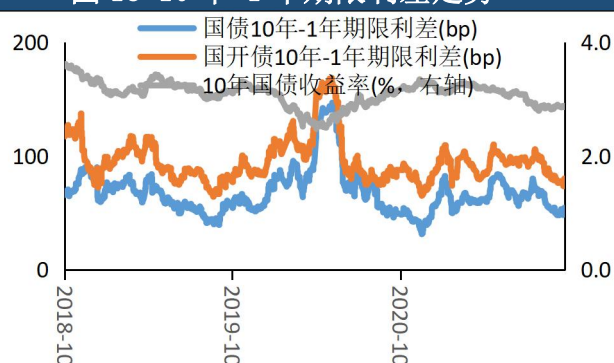
数据来源：中诚信国际整理

图 14 国开债收益率走势



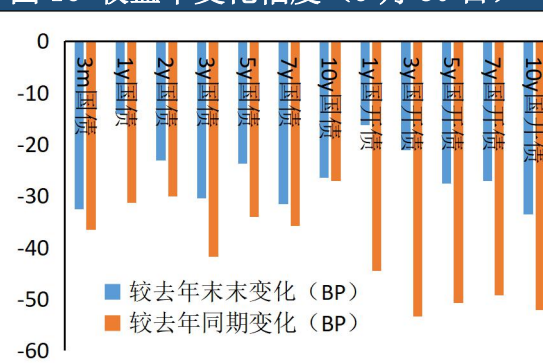
数据来源：中诚信国际整理

图 15 10年-1年期限利差走势



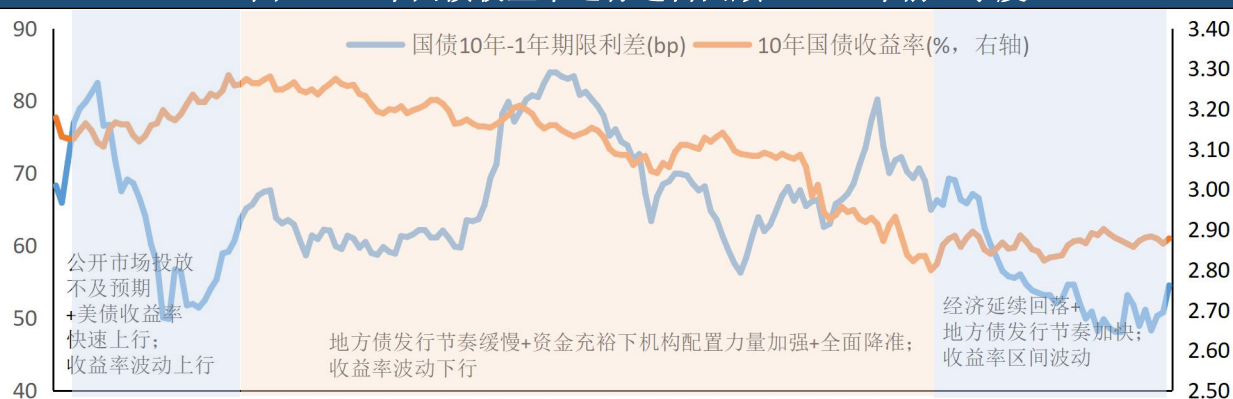
数据来源：中诚信国际整理

图 16 收益率变化幅度（9月30日）



数据来源：中诚信国际整理

图 17 10年国债收益率运行逻辑回顾（2021年前三季度）



2021-01-04 2021-01-29 2021-03-02 2021-03-29 2021-04-25 2021-05-24 2021-06-21 2021-07-16 2021-08-12 2021-09-08

数据来源：中诚信国际整理

三、货币政策与流动性展望：货币政策坚持稳字当头，操作注重精准调节

9月27日央行货币政策委员会2021年三季度例会强调货币政策要“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”以及“统筹做好今明两年宏观政策衔接”，在实体融资需求偏弱、经济下行压力较大的背景下，后续货币政策仍将坚持以我为主，稳字当头，在总量适度的原则上继续注重结构性精准导向，把服务实体经济放到更加突出的位置。货币政策工具选择上，我们认为未来央行仍将更加注重政策操作的精准性和有效性，在灵活开展公开市场逆回购操作的同时，或通过采用TMLF、CRA等货币政策工具保持流动性合理充裕，但不排除经济超预期下行、企业经营压力显著加剧等引发降准的可能。

（一）货币政策展望：稳字当头，精准导向，加大对重点领域和薄弱环节的支持力度

货币政策坚持国内优先原则，稳健基调下更加注重结构性精准导向，把服务实体经济放到更加突出的位置。从经济基本面来看，9月制造业PMI继续回落，降至荣枯线以下，供需两端均有所走弱，在消费修复持续偏弱、能耗双控政策下部分企业生产经营承压、地产城投严监管下投资受限的背景下，后续经济修复动力或仍呈趋弱状态；同时，9月27日央行货币政策委员会2021年三季度例会强调货币政策要“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”以及“统筹做好今明两年宏观政策衔接”，在此背景下，货币政策仍坚持稳健基调，支持实体经济尤其是中小微企业的发展。**通胀方面**，9月CPI同比上涨0.7%，较前值回落0.1个百分点，核心CPI为1.2%，与前值持平；PPI同比增速较前值上升1.2个百分点至10.7%，达到2000年以来的新高；四季度上游产品供给受限的局面或难以扭转，同时在10月发改委上调电价浮动区间下，后续能源成本上升或会对PPI的高位运行形成一定支撑，总体或仍处于较高位置；但PPI上涨更多源于供需失衡，利用货币政策调控效果较为有限，且目前CPI处于较低位置，通胀难以对货币政策形成较大的掣肘作用。**流动性方面**，年内MLF到期规模相对较高；同时，9月16日发改委提出“加快全年3.65万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”，若新增专项债额度于年内发行完毕，四季度新增专项债还需发行1.28万亿元，叠加年末取现需求增加以及缴税期等因素扰动，年内流动性压力或相对较高，在近期央行表示“今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动”下，后续货币政策仍将注重精准调节，保持流动性合理充裕。**从外部环境看**，近期美国短期债务上限提高4800亿美元至28.88万亿美元，并将债务上限延长至12月3日，美国债务上限问题得到暂时缓解；10月13日美联储公布的会议纪要显示，美联储官员预期可能从11月中旬或12月中旬开始缩减购债，美国货币政策或边际收紧。但在近期央行强调“防范外部冲击，集中精力办好自己的事”的背景下，后续货币政策或更注重国内外政策协调，但整体仍坚持以我为主。**整体而言**，在社融需求偏弱、经济下行压力较大的背景下，货币政策仍将坚持以我为主，稳字当头，在总量适度的原则上继续注重结构性精准导向，加大对重点领域和薄弱环节的支持力度。

（二）政策操作展望：注重精准性和有效性，或采用TMLF、CRA等工具维稳流动性

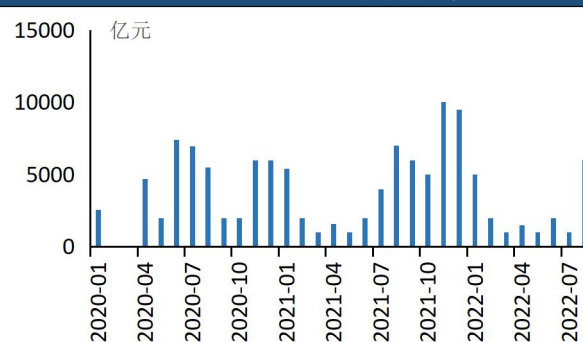
货币政策工具选择上，我们认为未来央行仍将更加注重政策操作的精准性和有效性，在灵活开展公开市场逆回购操作的同时，或通过采用 TMLF、CRA 等货币政策工具保持流动性合理充裕。从公开市场分布看，11-12 月 MLF 到期规模为 1.95 万亿元，到期规模相对较高，在 10 月 15 日央行金融统计数据新闻发布会继续强调四季度流动性供求将保持基本平衡的背景下，考虑到目前 MLF 存量同样处于历史较高水平，因此对于年内较高的 MLF 到期规模，我们认为，央行或通过采用 TMLF、加大逆回购投放力度等货币政策工具弥补流动性缺口。同时，9 月央行宣布年内发放再贷款额度 3000 亿元支持中小微企业，考虑发放流程仍需要一定的时间，10 月起再贷款额度或分批进入中小微企业，年内央行通过（定向）降准支持中小微企业发展的必要性降低，但不排除经济超预期下行、企业经营压力显著加剧等引发年内降准的可能。对于明年一季度货币政策操作，我们认为，若明年一季度经济下行压力较大，货币政策稳增长需求或显著提升，叠加跨年跨春节时点存在流动性扰动，央行或于跨年跨春节左右安排 1 次（定向）降准操作；若经济运行仍在预期内，央行（定向）降准的可能性或大幅降低，对于跨年跨春节时点、缴税期等流动性需求较大的时点，或采用 CRA、14 天逆回购等货币政策工具维护资金面稳定。

图 18 MLF 存量规模



数据来源：中诚信国际整理

图 19 MLF 到期分布



数据来源：中诚信国际整理

四、利率债展望：年内供给压力仍存，收益率中枢或上行至 2.9%-3.0%

（一）发行规模预测：年内利率债或仍有近 5 万亿待发，四季度仍有一定的供给压力

利率债全年发行规模或近 19 万亿，年内剩余规模或为 4.6 万亿元左右，四季度仍有一定的供给压力。根据我们测算⁴，全年利率债发行规模或达到 18.77 万亿元，其中国债全年或发行 6.73 万亿元，年内剩余 2.02 万亿元；政策金融债全年或发行 5.23 万亿元，年内剩余 0.76 万亿元；若仅考虑新增债⁵及偿还到期债券类再融资债，地方债全年或发行 6.81 万亿元，年内剩余 1.8 万亿元。

若从地方债细项看，新增债方面，9 月 16 日国家发改委提出“加快全年 3.65 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”，打破了市场上关于“新增专项债额度可能留存至下年”

⁴ 测算方法见《货币政策由宽转稳利率债发行放量，收益率或于三季度逐步筑顶至 3.5%——利率债 2020 年回顾与 2021 年展望》，2021 年 1 月 18 日

⁵ 仅考虑财政部目前已下达的新增额度 4.2676 万亿元，其中一般债 0.8 万亿元，专项债 3.4676 万亿元

的猜测，若以 3.65 万亿为口径计算，年内新增专项债还需发行 1.28 万亿元。从发行节奏看，根据 9 月 30 日 21 世纪经济报道，监管部门最新要求“专项债需在 11 月底前发行完毕，不再为 12 月预留额度”，在宏观数据持续走弱、专项债托底经济的需求较为迫切的背景下，后续新增专项债发行或将提速，10-11 月月均发行量或超 6000 亿元。再融资债方面，若参考 2021 年前三季度借新还旧比例，预计今年用于偿还债券的再融资地方债或发行 2.34 万亿元左右，四季度发行或为 0.39 万亿元。

表4 2021年利率债发行结构预测（单位：万亿元）

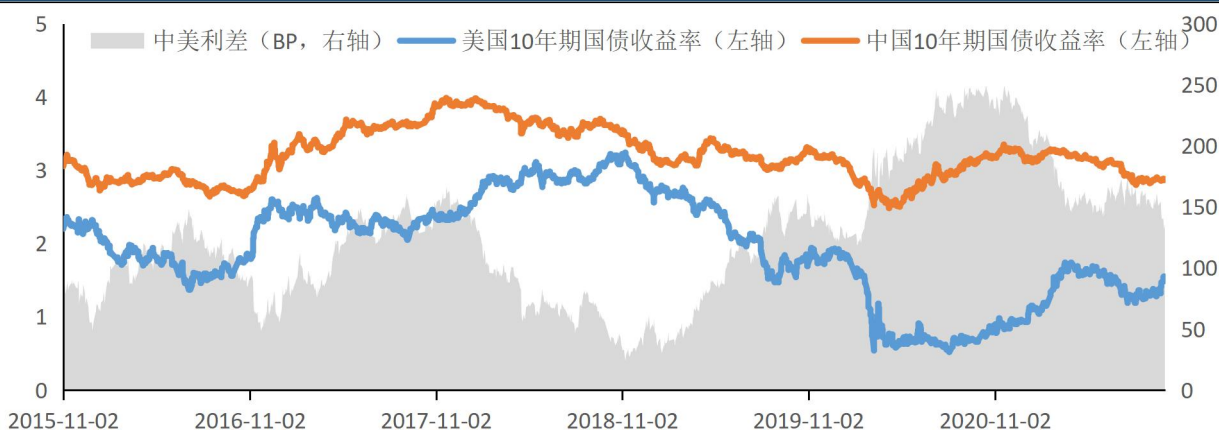
利率债类别		全年	一季度	二季度	三季度	四季度
		预计发行规模	实际发行规模	实际发行规模	实际发行规模	预计发行规模
国债		6.73	1.44	1.38	1.89	2.02
政策金融债		5.23	1.57	1.46	1.44	0.76
地方政府债	置换债券	/	/	/	/	
	再融资债券（偿还债券类）	2.34	0.38	0.87	0.7	0.39
	新增债券	一般债	0.01	0.46	0.22	0.13
		专项债	0.03	0.99	1.35	1.28
	地方债合计	6.81	0.42	2.32	2.27	1.80
总计		18.77	3.43	5.16	5.6	4.58

（二）收益率走势：年内收益率存在上行空间，四季度波动中枢或为 2.9%-3.0%

8-9 月国债收益率结束持续下行走势，整体呈窄幅波动状态，对四季度及明年一季度债市而言，收益率走势或仍主要聚焦国内因素的边际变化，但在美债收益率上行概率较大、中美利差面临进一步收窄的可能下，收益率面临底部约束。在消费修复持续偏弱、投资受限的背景下，后续经济基本面仍呈趋弱状态，对债市影响偏利多，但在政策强调“跨周期调节”、稳增长取向边际提升的背景下，经济大幅回落的可能性较低，较难对收益率带来趋势性下行影响。**流动性方面**，11-12 月 MLF 月均到期规模近万亿，到期规模相对较高，叠加新增专项债或仍有 1.28 万亿待发，年内流动性压力相对较大，央行虽会加大公开市场投放力度维护资金面稳定，但四季度流动性难以处于较为宽松的局面，流动性或仍有边际收紧压力。从明年一季度来看，MLF 到期规模为 8000 亿元，到期规模相对较小，同时 1-3 月非地方债供给高峰期，虽有跨年跨春节、缴税期等因素扰动，但整体流动性压力相对不大。**海外方面**，近期美债收益率重回 1.5% 以上，中美利差降至 130BP 左右，接近疫情前均值 125BP 的水平，后续来看，在美国经济延续修复以及美联储 Taper 渐近、美国货币政策或边际收紧的背景下，美债收益率上行的可能性较高，中美利差或面临进一步收窄的可能，或对我国债市收益率形成底部约束；10 月底国债入富将给我国债市带来被动型海外资金流入，短期内或对我国债市行情形成一定支撑，但未来半年内海外环境对我国债市的影响或仍聚焦中美经济和政策演变。**信用风险方面**，未来几个月信用债到期压力仍较大，在发行人偿债资金来源仍存在结构性差异的情况下，尾部主体信用风险仍存在加速暴露的可能性，需关注信用风险事件爆发或引起的收益率短期大幅上行的可能。

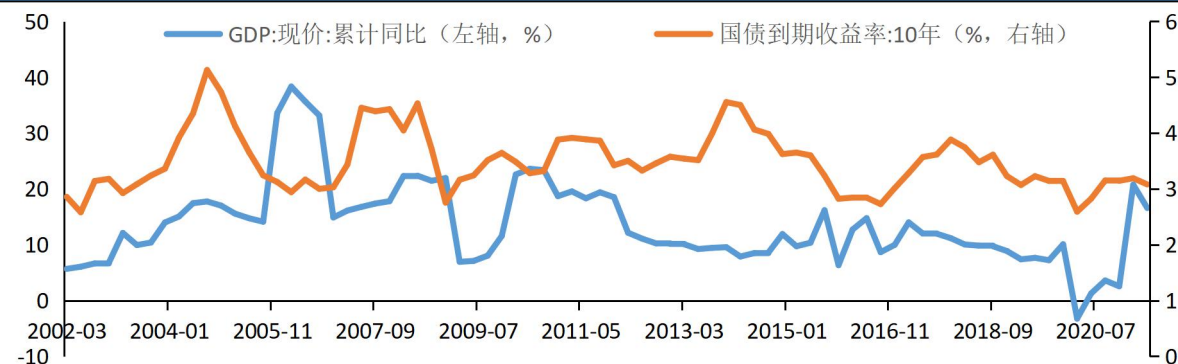
总体来看，四季度国债收益率存在上行空间，波动中枢或为 2.9%-3.0%；未来半年内国债收益率或呈“上有顶，下有底”区间波动状态。结合前文分析，四季度流动性或有边际收紧压力，同时当前收益率水平处于相对低位，10 年期国债收益率持续向下突破仍需重大利好，在基本面和政策面均未出现超预期演化下，四季度收益率小幅上行的可能性较高，但在经济增速趋弱下，收益率“上行有顶”，上行空间或相对有限，参考三季度 10 年期国债收益率中枢 2.9%的水平，我们认为四季度中枢或小幅上移，或为 2.9%-3.0%。从明年一季度来看，MLF 到期规模相对较小，且 1-3 月非地方债供给高峰期，流动性压力相对较小，叠加明年一季度经济下行压力或较大，收益率或呈波动下行走势；若央行于跨年跨春节时点降准，对收益率的向下推动幅度或更大，但无论央行是否降准，明年一季度的环境对债市来说均偏利好，或推动收益率波动下行，但下行空间或有限，收益率“下行有底”。整体而言，我们认为，明年一季度 10 年期国债收益率中枢或较今年四季度有所下移，或为 2.8%-2.9%。

图 20 中美利差



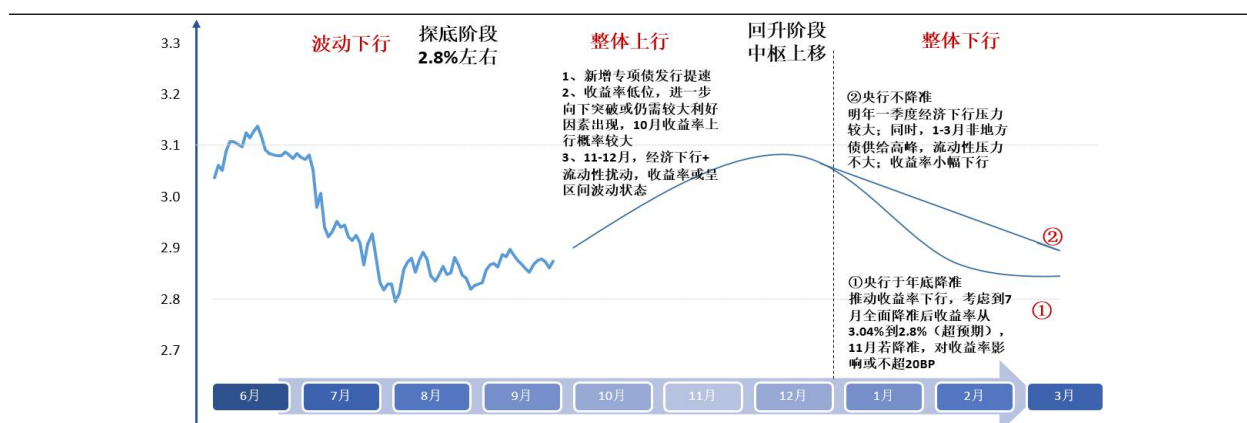
数据来源：中诚信国际整理

图 21 利率周期与经济基本面挂钩



数据来源：中诚信国际整理

图 22 10 年期国债收益率



数据来源：中诚信国际整理

附表：2021 年前三季度货币政策一览

日期	事件
2021 年 9 月 27 日	央行货币政策委员会 2021 年第三季度例会指出，要加强国内外经济形势边际变化的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接。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 ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。 坚持把服务实体经济放到更加突出的位置 ，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。
2021 年 9 月 9 日	央行公告称 新增 3000 亿元支小再贷款额度 ，在今年剩余 4 个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行，支持其增加小微企业和个体工商户贷款，要求贷款平均利率在 5.5% 左右，引导降低小微企业融资成本。3000 亿元支小再贷款采取“先贷后借”模式发放，地方法人银行先发放小微企业和个体工商户贷款，之后等额申请支小再贷款，以确保再贷款政策的精准和直达作用。
2021 年 9 月 7 日	国务院政策例行吹风会指出今年以来人民银行实施稳健的货币政策，综合运用降准、再贷款、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具投放基础货币，保持了流动性合理充裕； 今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动 。下一步，人民银行将实施稳健货币政策，保持流动性合理充裕，搞好跨周期政策设计，统筹考虑今年和明年货币政策的衔接， 加大对重点领域和薄弱环节的政策支持 。
2021 年 8 月 23 日	央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，指出要统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，增强前瞻性、有效性，把服务实体经济放到更加突出的位置， 加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性 ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
2021 年 8 月 9 日	央行发布《2021 年二季度货币政策执行报告》，强调下阶段货币政策仍坚持 稳字当头，注重灵活精准、合理适度，搞好跨周期政策设计 ，增强宏观政策自主性，根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系。
2021 年 7 月 31 日	央行召开 2021 年下半年工作会议强调，下半年将坚持稳中求进工作总基调，保持宏观政策稳定性，坚持不搞“大水漫灌”，增强前瞻性有效性， 稳健的货币政策继续聚焦支持实体经济 。
2021 年 7 月 13 日	上半年金融统计数据新闻发布会指出，此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作， 稳健货币政策取向没有发生改变 。下一阶段，货币政策将坚持以我为主、稳字当头，坚持正常货币政策，坚持货币政策的自主性。根据国内经济形势和物价走势，把握好政策力度和节奏，兼顾内外均衡，有力支持实体经济。
2021 年 7 月 9 日	央行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。
2021 年 6 月 28 日	央行货币政策委员会二季度例会指出，要加强国内外经济形势的研判分析， 加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计 ； 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效 ；完善央行政策利率体系，优化存款利率监管， 调整存款利率自律上限确定方式 ，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。
2021 年 6 月 11 日	央行行长易纲在第十三届陆家嘴论坛表示，考虑到我国经济运行在合理区间内，在潜在产出水平附近，物价走势整体可控，货币政策要与新发展阶段相适应， 坚持稳字当头，坚持实施正常的货币政策，尤其是注重跨周期的供求平衡，把握好政策的力度和节奏 。
2021 年 5 月 31 日	央行决定，自 2021 年 6 月 15 日起， 上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点 ，即外汇存款准备金率由现行的 5% 提高到 7%。

2021 年 5 月 11 日	央行发布《2021 年一季度货币政策执行报告》，指出我国经济持续稳定恢复，发展动力不断增强，但经济恢复不均衡、基础不稳固等问题仍存，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。
2021 年 4 月 12 日	央行第一季度金融统计数据新闻发布会指出，坚持稳健的货币政策 灵活精准、合理适度 ，把服务实体经济放到更加突出的位置，加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度； 密切关注 4 月份财政收支和市场流动性供求变化，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性进行精准调节，保持银行体系流动性合理充裕，为政府债券发行提供适宜的流动性环境。
2021 年 4 月 1 日	国务院新闻办公室召开新闻发布会指出，我国实施正常货币政策的积极作用正在显现，下一步，关键是 把自己的事办好，货币政策要稳字当头，保持定力，珍惜正常的货币政策空间 ，同时密切关注国际经济金融形势变化，增强人民币汇率弹性，以我为主开展国际宏观政策的协调，保持好宏观政策的领先态势。
2021 年 3 月 24 日	央行货币政策委员会 2021 年第一季度例会指出，要加强国际宏观经济政策协调， 集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展；稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持宏观杠杆率基本稳定；加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持。
2021 年 3 月 5 日	《2021 年政府工作报告》中指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系；保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定；优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。
2021 年 2 月 8 日	央行发布《2020 年四季度货币政策执行报告》，强调稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。
2021 年 1 月 15 日	国务院金融统计数据新闻发布会指出，货币政策 坚持国内优先的原则；一方面，保持宏观政策的连续性、稳定性和可持续性；另一方面，要完善金融监管体系、健全宏观审慎管理、持续提升系统性风险防控能力。2021 年货币政策要稳字当头，不急转弯，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好时度效。

作者：

中诚信国际 研究院

王 晨 010-66428877-319 chwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261 hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452 qfwang01@ccxi.com.cn

过往研究：

地方债发行提速流动性边际收紧，短期内收益率仍有小幅上行空间——8月利率债运行分析与展望，2021年9月

全面降准落地利率普遍回落，短期内收益率面临下行约束——7月利率债运行分析与展望，2021年8月

货币政策常态化全面降准落地，收益率或围绕3.0%中枢区间波动——货币政策及利率债上半年回顾与展望，2021年7月

央行小额净回笼资金利率窄幅波动，流动性边际收紧收益率或小幅上行——5月利率债运行分析及展望，2021年6月7日

央行延续精准操作资金面较为平稳，流动性缺口加大收益率或小幅上行——4月利率债运行分析及展望，2021年5月14日

货币政策逐步完成从宽到稳转向，收益率波动上行高点或为3.3%——货币政策及利率债一季度回顾与展望，2021年4月28日

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。