

### 下半年十年期国债收益率或围绕 3.0% 中枢区间波动

香港时间 2021 年 7 月 21 日，中诚信国际信用评级有限责任公司研究院（以下简称“中诚信国际研究院”）近日发布题为《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》的报告，认为在年内经济修复力度边际弱化但增长韧性仍存的背景下，货币政策将延续稳健基调，从“量”到“价”的进一步宽松操作出台可能性或较小，十年期国债收益率仍将呈现“上有顶、下有底”的区间波动走势，中枢或为 3.0% 左右，较上半年有所回落，波动幅度或不超过上半年 30BP 左右水平。

报告认为上半年货币政策及利率债市场运行主要有以下三大特点：第一，货币政策逐步回归常态，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。1-2 月，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，公开市场净回笼资金超 5000 亿元，整体回笼金额超预期；3 月起，货币政策维持稳健中性基调，央行建立每日定量投放逆回购的操作机制，公开市场操作更加谨慎精准，3-6 月净投放资金 639 亿元。从货币市场利率看，上半年利率中枢同比上行，各期限利率在 1 月下旬大幅上行后快速回落，随后平稳运行；临近 6 月末 R007 与 DR007 利差走阔，流动性分层加剧。第二，地方债发行节奏偏慢，国债、政策金融债持续扩容。受今年下达新增额度较晚、专项债项目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，地方债发行规模同比下行，国债、政策金融债发行节奏加快带动利率债整体发行规模增长，利率债发行规模较去年同期增长 4.33% 至 9.19 万亿元。第三，10 年期国债收益率大致呈先升后降走势，整体小幅下行。今年初受冬季疫情反复、银行间流动性较为紧张等多空因素影响，收益率呈区间波动状态；随后在资金面收紧、大宗商品持续上涨等因素的作用下，收益率波动上行；2 月下旬起，资金面转稳，叠加地方债发行较为缓慢，央行稳健操作下银行间流动性较为宽松，债市收益率整体下行。

展望年内政策走势，中诚信国际研究院认为，货币政策坚持稳字当头，总量适度，精准导向，稳健基调下从“量”到“价”的进一步宽松可能性或较小。目前海外环境对我国影响仍相对有限，年内我国货币政策仍将坚持以我为主，在国内经济基本面修复力度边际弱化但增长韧性仍存的背景下，货币政策仍将坚持稳字当头。从后续情况看，经济修复力度虽将边际放缓，但增长韧性仍存，基本面超预期恶化的可能性较小，报告倾向于认为，稳健货币政策取向将继续保持不变，部分流动性扰动较大的时点或可通过央行公开市场操作平抑波动，因此，在 7 月降准之后进一步启用价格层面的宽松操作如调降 MLF 利率等的必要性较小，但仍需警惕经济超预期下行、企业经营压力加剧等引发政策转向的可能。

报告预测，利率债全年发行规模或近 19 万亿，年内剩余规模或为 10 万亿元左右，三季度在新增专项债、国债发行提速下或将迎来供给高峰。报告测算，全年利率债发行规模或达到 18.78 万亿元，其中国债全年或发行 6.73 万亿元，年内剩余 3.91 万亿元；政策金融债全年或发行 5.23 万亿元，年内剩余 2.2 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 6.67 万亿，年内剩余 3.95 万亿。从发行节奏看，考虑到 11-12 月天气寒冷部分基建项目不适宜开工等因素，三季度新增专项债发行规模或相对较高，叠加三季度国债到期规模相对较高，利率债或迎来供给高峰，发行规模或近 5 万亿元。

报告认为，下半年 10 年期国债收益率或围绕 3.0% 区间波动，中枢或较上半年有所回落，波动幅度或在 30BP 左右。伴随央行全面降准落地，短期内收益率下行空间打开，但整体下行幅度

或不大，后续走势仍需关注经济修复情况及货币政策进一步取向。在基本面修复节奏或边际放缓的背景下，收益率上行动力或不足，虽面临流动性扰动，但在全面降准落地、稳货币取向不变的情况下，流动性压力也不必过分担忧；与此同时，考虑到我国经济仍有韧性，基本面超预期恶化可能性不大，收益率大概率不会出现趋势性下行，整体或“上有顶、下有底”的呈区间波动走势，波动中枢或较上半年有所回落，或为 3.0%左右，且在基本面及政策未超预期演变情况下，波动幅度大概率不超过上半年，或保持在 30BP 左右。

如欲获取报告的完整内容，请致电我们的客户服务热线+852-2860 7111。

## 版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

## 重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信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。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



### 中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼  
邮编：100020  
电话：(8610) 6642 8877  
传真：(8610) 6642 6100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610) 6642 8877  
Fax: (8610) 6642 6100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



### 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址:香港中环康乐广场 1 号  
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室  
电话:(852) 2860 7111  
传真:(852) 2868 0656  
网址:<http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,  
1 Connaught Place, Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>