

### 下半年可适时启动降准，十年期国债收益率中枢或小幅上行至 2.9% 左右

香港时间 2022 年 8 月 29 日，中诚信国际信用评级有限责任公司研究院近日发布题为《宽货币下资金价格全面调降，收益率中枢或小幅上行至 2.9%——货币政策及利率债 2022 年下半年展望》的报告指出，下半年货币政策有望继续坚持以我为主，稳字当头，针对经济运行中的结构性问题，央行将继续使用再贷款、直达工具等定向支持薄弱环节和重点领域，同时也将视经济修复情况适时启动降准。在此背景下，下半年收益率中枢将小幅上行，十年期国债收益率或围绕 2.9% 左右中枢延续窄幅波动。

报告总结了 2022 年上半年货币政策及利率债市场运行的三大特点。第一，政策稳中偏松，资金价格全面调降下利率中枢下行，二季度公开市场操作边际收紧。上半年央行共进行 1 次降息操作，1 次全面降准操作，1 次下调 1 年期 LPR 操作，2 次下调 5 年期 LPR 操作，并视流动性压力灵活调整资金投放节奏，其中二季度受资金面逐步转松影响，公开市场操作边际收紧。同时，受央行降息、全面降准等因素影响，银行间流动性较为宽松，叠加利率走廊上限 SLF 利率压降，资金利率中枢下行。第二，地方债放量拉动发行总量攀升，利率债发行规模同比增长。上半年地方债、国债放量带动利率债发行总量增长，利率债发行规模较去年同期增加 2.28 万亿元至 11.47 万亿元。其中，地方债发行规模较去年同期大幅增加 1.91 万亿元至 5.25 万亿元；国债发行规模较去年同期增加 6177.3 亿元至 3.44 万亿元；政策金融债发行规模较去年同期下降 2463.9 亿元至 2.78 万亿元。第三，避险情绪推升交易规模，收益率同比下行、窄幅波动。上半年，受俄乌冲突、国内疫情反复等因素影响，市场避险情绪上升，利率债交投情绪相对较高，交易规模较去年同期增加 14.08 万亿元至 73.65 万亿元。利率债收益率整体呈区间波动状态，10 年期国债收益率中枢同比下行 38.60BP 至 2.78%，其中二季度与一季度中枢基本持平。

展望年内政策，报告认为，下半年经济或呈缓慢修复状态，货币政策仍将坚持稳健基调，聚焦国内基本面，更加注重总量和结构工具的有效结合。在经济大概率呈“非对称 W 型”的缓慢复苏过程中，货币政策将坚持以我为主、稳字当头，继续从总量和结构上发力以支持经济复苏。货币政策工具选择上，针对经济运行中的结构性问题，将继续使用再贷款、直达工具等定向支持小微企业、科技创新、绿色发展等领域；同时，央行也将视经济修复情况适时启动降准以呵护流动性和降成本。从降准形式及幅度看，考虑到定向降准与全面降准释放资金规模差异较小、且全面降准更能提振市场信心，报告认为全面降准概率更大，同时在目前银行间流动性较为充裕的背景下，下调 25BP 的可能性更高，或可释放资金 5000 亿元，带动银行负债成本下行 2.2BP。

对于年内利率债发行规模，报告认为，下半年仍有近 10 万亿待发，或以政金债和国债为主。在 6 月底新增专项债基本完成发行的背景下，下半年地方债发行规模或将大幅缩量，整体将以再融资债为主，规模或超万亿。从政策金融债看，近期调增 8000 亿元政策性贷款支持基建，政策性银行负债端或需加大资金筹措力度，政金债规模或有所增加，叠加 6 月 30 日国常会表示重启 3000 亿元专项建设债补充项目资本金，下半年政金债发行规模或进一步加大，仍有超 3 万亿元待发。从国债看，伴随中央财政支出进一步增加，对于年内到期的特别国债续作的可能性进一步加大，考虑特别国债到期续作后年内或有超 5 万亿国债待发；同时也不排除疫情反复、经济运行偏弱、财政收支矛盾加剧等引发新发特别国债补充地方财力的可能性。

报告预测，下半年收益率走势或更多聚焦国内情况，在流动性压力减轻、经济逐步修复背景下，收益率中枢或较上半年小幅上行。目前我国债市收益率对中美利差容忍度较高，后续跟随美债收益率大幅上行的概率或较低，中美利差或仅形成一定的底部约束作用，我国债市收益率走势

将更加聚焦国内情况。从流动性看，后续新增专项债供给压力相对较低，叠加货币政策操作难度大，即使新发特别国债，也较难对流动性形成较大的扰动。从经济走势看，伴随宏观政策稳增长效果逐步显现，下半年经济基本面或继续修复，考虑到疫情常态化防控下较难出现4月时大规模停工停产的情况，因此经济基本面或较上半年边际好转，但受制于市场信心恢复不足、企业成本压力仍存等，经济修复速度较缓，10年期国债收益率中枢或较上半年小幅上行至2.9%左右，整体将延续窄幅波动状态。

*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>