



中诚信托研究周报

投资研究部
2021 年第 36 期
总第 155 期
2021/10/14

热点研究

近期市场利率波动分析及对信用市场的影响

九月底十月初以来，10 年期国债收益率出现了快速上升。10 年期国债收益率作为我国无风险利率的锚定，其走势变化是短中长期因素综合作用的结果，同时也必然影响金融资产的价格。对于信用市场来说，需研判市场利率走势、及时调整投资策略。

一、无风险利率近期波动上行

一是近期 10 年期国债收益率出现显著上行，引起市场关注。年初 10 年期国债收益率震荡上行，至 2 月中旬后转头震荡下行，至 8 月 5 日触及低点后走势呈现窄幅震荡，但自 9 月底以来快速上行。截至 10 月 12 日，10 年期国债收益率已达到 2.97%。

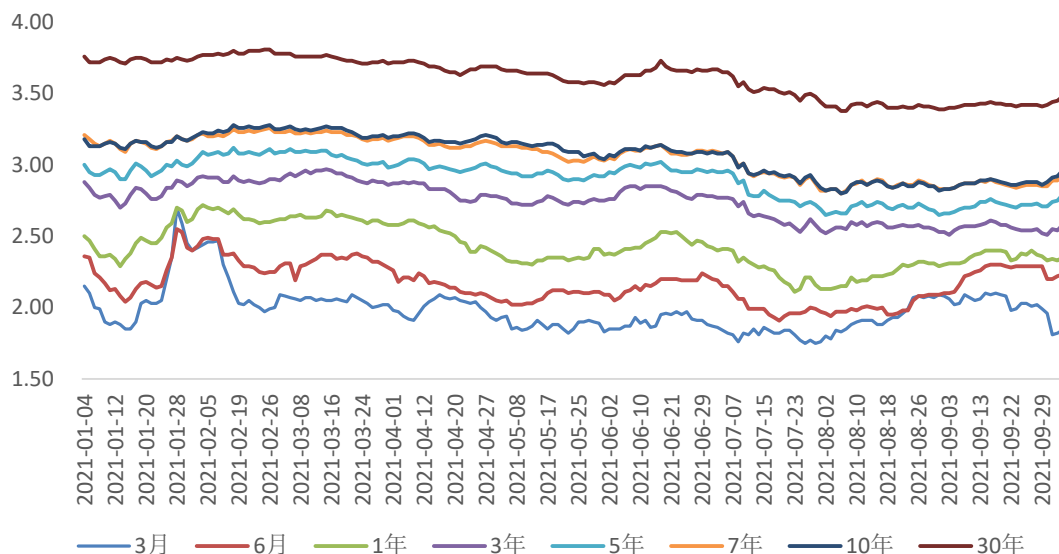


数据来源：中央国债登记结算公司（2021/10/12）

图 1：近半年 10 年期国债收益率曲线（单位：%）

二是不同期限的国债收益率曲线走向则呈现一定的差异。一方面，短期利率下行但中长期上行。近期，3 个月、6 个月期限的国债利率呈现下行趋势，1 年期国债收益率保持稳定，3-30 年的中长期期限国债收益率则普遍上行。另一方面，与上月相比，期限利差有所扩大，其中 1 年期及以下的国债收益率均有下行，其中 3 个月期限国债收益下行 22.89bp，6 个月期限的下行 1.45bp，1 年期的下行

1.99bp，而 3、5、7、10、30 年国债收益率则分别上行 2.71bp、9.35bp、7.65bp、10.01bp 和 7.90bp。



数据来源：中央国债登记结算公司（2021/10/12）

图 2：各期限国债收益率曲线（单位：%）

二、市场利率上行主要受短期因素影响

一是市场资金紧平衡，四季度或持续面临资金压力，市场情绪较为谨慎。近期市场资金紧平衡，主要是由于下半年巨量 MLF 到期、地方专项债发行提速、10 月缴税等的影响。今年 9-12 月，MLF 分别到期 6000 亿元、5000 亿元、10000 亿元和 9500 亿元，合计超过 3 万亿元，10 月中上旬还将有 9 月底操作的逆回购到期。据媒体报道，近期监管部门亦要求地方专项债发行提速，预计 10-11 月专项债发行月均 6000 亿，较创新高的 9 月发行规模 5716 亿还要更高。同时，10 月是企业所得税本年度季度预缴的最后一个申报期，也会由于缴税较为集中而造成一定的市场资金压力。

二是近期能源价格大涨，上游资源价格上涨较快，且受上游 PPI 传导，CPI 也面临一定的上涨压力，引发市场对能源价格持续上涨和经济滞胀的担忧，也促使中长期无风险利率有所上升。

三是无风险利率同时受到了部分短期的事件性冲击，包括银行理财净值法估值加速推进，财政部发布《资产管理产品相关会计处理规定（征求意见稿）》，推动资管产品净值化转型，令市场近期对债券品种、久期的偏好发生变化；部分行业、领域企业的债券暴露了一定的信用风险，也在一定程度上助力推高无风险利率水平；美国 Taper 预期下美债收益率上行，全球能源价格上涨推升滞胀预期等等，综合因素下与短期国债收益率下行但中长期国债收益率上升的市场表现呈

现共振效应。同时，近期央行行长易纲在《金融研究》2021 年第 9 期刊发《中国的利率体系与利率市场化改革》，首次公开讨论市场公开操作工具。文章指出“资产购买工具不属于常规货币政策工具，而是央行在市场出现问题时的被迫选择。中国将尽可能地延长实施正常货币政策的时间，目前不需要实施资产购买操作。”因此，现阶段央行对市场利率的态度或是持续保证一定政策定力，可能也是加剧市场紧张情绪的又一因素。

三、目前市场利率尚不具备持续大幅上行的基础

一是从影响利率水平的长期因素来看，我国经济基本面长期向好的趋势并未改变，目前利率水平持续大幅上行的可能性较小。央行行长易纲在《中国的利率体系与利率市场化改革》中也表示，“中国的经济潜在增速仍有望维持在 5%-6% 的区间，有条件实施正常货币政策。”

二是从影响利率的主要短期因素来看，资金面的紧平衡和物价上涨压力可能在年底前有所缓解。一方面，9 月央行开展了 6000 亿元 1 年期 MLF 续作，9 月 30 日还开展了 1000 亿元 14 天逆回购操作，维护了银行体系的流动性合理充裕，传递出货币政策中性信号。因此，面对 10-11 月的 MLF 到期压力，央行或将继续传递稳健信号，稳定市场预期。另一方面，能源价格的上涨非需求推动和经济过热导致，而是供给端结构性失衡、供需错配所造成，在 PPI 难以向 CPI 快速传导的情况下，尤其是终端需求尚未整体恢复，供给端结构性失衡也显示出显著的短期阶段性特征。目前政府已采取增加煤炭供应、投放国家铜储备等政策及行为，稳定市场终端预期。因此，在经济增长仍面临较大下行压力的情况下，同时受地方政府债务 15 号文、地产信用风险暴露、资管新规过渡期到期后资管产品净值化转型等多项事件的影响，四季度市场利率水平可能会呈现继续小幅震荡向上的趋势，但可能更多体现的是对于三季度市场利率下行较多、宽松预期的降温。

四、对信用市场的主要影响分析

一是不必过分担忧目前利率水平的变化对市场信用风险的影响。其一，利率水平的变化并不必然导致信用风险的爆发，并非信用风险的爆发必然伴随牛熊转换，利率水平的变化和信用风险并不必然为因果关系。近十年中四次主要的信用风险爆发，包括 11 年的城投风波，14-15 年的过剩产能风险，18 年的民企违约潮，21 年的民营房企风险暴露，均主要与风险爆发领域融资的收紧和该领域盈利水平的下降有较大关系。从具体的实践来看，融资的收紧和盈利水平下降的螺旋式作用，也同时加剧了负反馈的过程，助推了风险的爆发。其二，短期内也应关注市场利率水平的变化对债券价格的影响。8 月以来，尽管部分领域的信用债收益率走势差异较大，地产债受恒大地产事件影响信用利差走扩，银行二级资本债和永续债受理财估值新规冲击遭到抛售，收益率快速上行，年内呈现显著马太

效应的城投债近期亦出现了普遍上行，但信用债市场整体走势与 10 年期国债收益率上升的表现较为一致。

二是仍应关注利率水平的异常变化，警惕债市下行风险。在目前经济下行压力较大的基本面下，市场的短期情绪受基本面、资金面、政策面等各因素的影响较大，尤其是本轮债牛已持续较长时间，近期市场多、空甚至分歧等多种情绪交织，后期走势有待明朗。鉴于利率上行会导致金融资产价格下跌，资产价格的下跌与市场避险情绪的共振也会令资产价格下跌的幅度超出预期。因此，应提前就宏观经济走向进行分析研判，及时判断市场流动性和货币政策信号，提前做好债市下行的投资策略应对方案。

三是债券投资策略可从绝对收益策略向相对收益策略调整。其一，净值化估值下，市场利率水平的震荡必然影响资产的价格，伴随着申赎的持续进行，现阶段资管产品的净值波动将大于摊余成本法估值下的净值波动，投资人持有体验下降，可能会减少申购和增加赎回，导致债券投资类资管产品的管理难度加大。对此，在具体的投资操作方面，管理人应做好仓位、券种、久期等管理，尽可能减少甚至熨平净值过大波动，同时加强资金端、负债端管理，尤其是纯债产品等债券投资产品应更多面向长期资金、机构资金、配置类需求资金。其二，在刚兑、摊余成本法时代广受机构投资者青睐的债券投资产品，在近期的市场表现中已趋于净值波动加大且绝对收益有所走低，管理人也应不断优化业务策略和投资策略，在加强投资者教育的同时从绝对收益策略向相对收益策略调整。

执笔人：崔继培

宏观形势

银保监会要求保障煤电等生产企业合理融资需求

银保监会表示，保障煤电、煤炭、钢铁、有色金属等生产企业合理融资需求；督促银行保险机构特别是开发性、政策性银行，国有大型商业银行，全国性股份制银行，全力做好今冬明春能源电力保供金融服务工作，满足能源电力供应合理资金需求。

中国 1-8 月规模以上工业企业利润同比增长 49.5%

中国 1-8 月规模以上工业企业利润总额 56051.4 亿元，同比增长 49.5%，比去年同期增长 42.9%，两年平均增长 19.5%。国家统计局表示，8 月份规模以上工业企业利润仍然保持稳定增长，企业经营状况继续向好。大宗商品价格总体高位运行、国际物流成本较高、芯片短缺等问题仍在推高企业成本，企业利润持续稳定恢复面临较多挑战。

9 月财新服务业 PMI 为 53.4

9 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）达到 53.4，较 8 月回升 6.7 个百分点，显示服务业重回扩张态势。受访企业普遍表示，疫情改善，市场回暖，顾客数量增加，带动销售恢复增长。

同业动态

《关于整顿关于整顿信托公司异地部门有关事项的通知》征求意见

近期，银保监会下发《关于整顿信托公司异地部门有关事项的通知（征求意见稿）》。《通知》要求信托公司不得在注册地以外设有异地管理总部或形成异地管理总部运营模式，信托公司前台部门（业务、营销）可在异地设立，中后台部门均应在注册地设立，异地前台部门不得有业务等审批权限。通知指出信托公司可在北京、上海、江苏、浙江、湖北、广东、四川七个省级行政区设立异地部门，并对信托公司单家设立的异地部门数量、单个异地部门员工规模做出了严格要求；董事长（含副董事长）、经营管理层、监事长（监事会主席）应常驻注册地办公，不得在异地设有办公场所。信托公司应于通知印发之日起 1 年内完成异地管理总部整改工作。

首个四方联动慈善信托正式设立

近日，广州知行慈善信托正式签约，成为全国首单以“资助社区营造及乡村振兴相关领域”为目的的慈善信托。广州知行慈善信托由广州市衡信土地房地产评估有限公司出资，广东省千禾社区公益基金会担任委托人，粤财信托担任受托人，汉正家族办公室担任监察人，而信托的受益人范围为“准予资助的社区营造及乡村振兴相关领域公益项目和慈善活动中最终受益的个人、组织或法人机构”，其《慈善信托合同》由四方共同签署更是开全国先河。

华宸信托拟增资，并引入 AMC 做股东

近日，华宸信托拟增资及调整股权结构请示获内蒙古银保监会批复。华晨信托注册资本拟由 8 亿元增至 9.25 亿元，拟进入新的股东——内蒙古金融资产管理有限公司。增资后，内蒙古金融资产管理有限公司将成为华宸信托第四大股东，持股比例为 13.59%。

地产信息

9 月 12 城完成二轮集中供地

9 月，12 城完成二轮集中土拍，带动本月土地成交量环比上涨 7%。不同能级城市的土拍市场有明显分化：一二线城市的成交规模均较上月大幅上涨；三四线城市受供应量持续低位及供地节奏调整的影响，成交规模环比大幅下降 32%。二轮集中土拍热度明显下滑，溢价率、流拍率等指标表现均不佳。溢价率再度走低主要是由于供地规则升级的影响，除深圳、福州外，其余城市二轮成交地块的平

均溢价率基本均在 6% 以下，较首轮大幅降低。土地流拍现象明显加剧。重点监测城市本月土地流拍率飙升至 27%，甚至高于受疫情影响最大的 2020 年 2 月，创下近两年新高，包括广州、沈阳、重庆、济南、天津等均有多幅地块遭遇流拍或临时撤牌，这些城市二轮集中出让的流拍率均在 30% 以上，较首轮大幅升高。

头部房企 9 月销售业绩持续下滑

9 月 TOP100 房企单月销售业绩规模不及 8 月，同比去年下降 36.2%，较 2019 年同期下降 17.7%，7-9 月单月业绩连续三个月同比下跌，且同比跌幅进一步扩大。从目标完成情况来看，今年前三季度企业整体的目标完成水平表现出一定的分化。一方面，在披露年度业绩目标的近半数百强房企中，截至 9 月末有近 2 成企业的业绩目标完成率在 75% 以上。另一方面，截至 9 月末有近半数房企目标完成率不及 70%，四季度去化压力较大。

央行季度例会罕见提及房地产

9 月 27 日，中国人民银行网站发布消息，3 天前，央行货币政策委员会 2021 年第三季度例会在北京召开。会议主要分析了国内外经济金融形势，其中罕见地提及房地产，明确要求“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。这是近年来央行货币政策委员会季度例会上首次提及房地产市场。

监管召开房地产金融工作座谈会

9 月 29 日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，要求金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。

香港拟建北部都会区

10 月 6 日，香港特区行政长官林郑月娥发布本届任期内最后一份施政报告，提出在新界北构建占地 300 平方公里的“北部都会区”，满足香港居民居住需求的同时，配合港深跨境口岸和交通基建，与深圳特区形成“双城三圈”的战略性布局。报告指出，“北部都会区”包括元朗区和北区两个地方行政区，并覆盖由西至东的深港口岸经济带及更纵深的腹地，面积约为 300 平方公里（约占香港总面积的 1/3）。都会区发展完成后，总住宅数目将达 90.5 万套至 92.6 万套，可容纳约 250 万人（约占香港总人口的 1/3）居住，并提供 65 万个职位，包括 15 万个创科产业相关职位。

东莞、北京海淀区发布二手房交易指导价

10 月 8 日，东莞市住房和城乡建设局发布《关于建立二手住房交易参考价格发布机制的通知》，在二手住房网签交易价格基础上，综合考虑税务部门、金融部门的评估价格、周边新建商品住房网签价格等因素，形成二手住房交易参考

价格，在局官方网站、微信公众号等发布，并视市场运行情况适时调整更新。房地产经纪机构、房地产网络信息发布平台等应对挂牌房源开展对照自查，不得受理及通过线上和线下渠道对外发布明显高于本市二手住房交易参考价格的挂牌价格。二手住房交易涉及的相关机构，应将二手住房交易参考价格作为开展业务的参考依据之一。

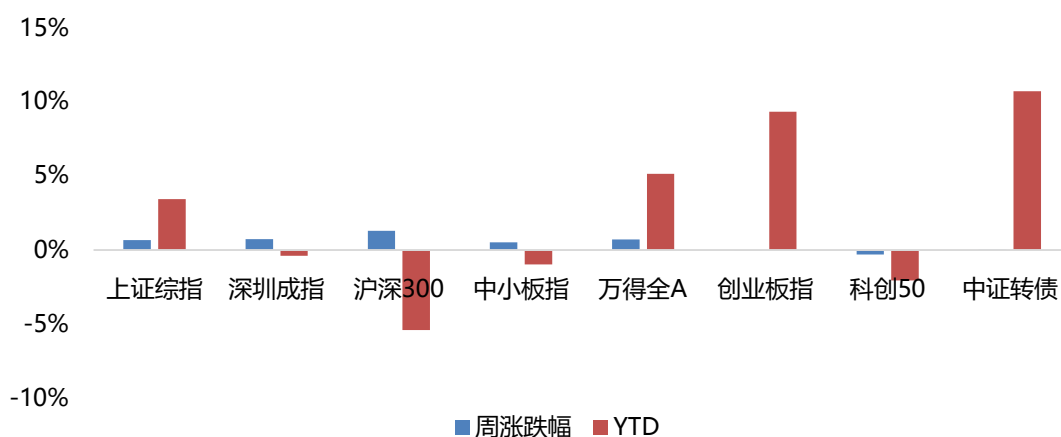
为规范行业自律，北京市和海淀区房地产经纪协会于近期发出了行业内部自律倡议，号召中介机构共同抵制通过抬高房屋售价来争夺房源的恶性竞争行为。同时，海淀房协结合近一年成交价格情况，对部分价格涨幅大、成交量大的热点小区，向中介机构发布了二手房交易指导参考价，供中介机构参考。

资本市场

股票市场

本期（9.27-10.08），上证指数上涨 0.67%。具体来看，上证综指报收于 3592.17，上涨 0.67%；深证成指报收于 14414.16 点，上涨 0.73%；沪深 300 报收于 4929.94 点，上涨 1.31%；创业板指报收 3243.20 点，下跌 0.04%；中证转债指数报收于 407.77 点，上涨 0.03%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,592.17	0.67%	3.43%
深圳成指	14,414.16	0.73%	-0.39%
沪深 300	4,929.94	1.31%	-5.40%
中小板指	9,451.29	0.53%	-0.98%
万得全 A	5,701.25	0.72%	5.15%
创业板指	3,243.20	-0.04%	9.34%
科创 50	1,364.46	-0.31%	-2.05%
中证转债	407.77	0.03%	10.72%



债券市场

本期（9.27-10.08），市场资金合理充裕，短期资金价格大幅上行。具体来看，银行间存款机构隔夜回购利率报收 2.1226，上涨 39.59BP；DR007 报收 2.1812，上涨 33.86BP。同业存单收盘到期收益率（AAA）1M、3M、6M、9M、1Y 分别下行 4.61BP、14.16BP、12.50BP 和 5.28BP、4.74BP。3 个月短融和国债分别下行 9.34P 和 19.79BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
DR001	1.7267	2.1226	39.59
DR007	1.8426	2.1812	33.86
CDAAA1M	2.6017	2.5556	-4.61
CDAAA3M	2.4829	2.3413	-14.16
CDAAA6M	2.7076	2.5826	-12.50
CDAAA9M	2.7261	2.6733	-5.28
CDAAA1Y	2.7325	2.6851	-4.74
短融 3 个月	2.5715	2.4781	-9.34
国债 3 个月	2.0098	1.8119	-19.79
国债 1 年期	2.3997	2.3440	-5.57
国债十年期	2.8825	2.9131	3.06
国开债十年期	3.1926	3.2226	3.00

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本期累计开展公开市场逆回购操作 5100 亿元，无 MLF 投放；本周共有 5100 亿元逆回购到期，无 MLF 到期，共实现资金净投放 0 亿元。

	上期（9.18-9.24）		本期（9.25-10.8）	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	900 亿元	4600 亿元	5100 亿元	5100 亿元
MLF				
SLF				
SLO				
合计	净投放 3700 亿元		净投放 0 亿元	