

PPI 创新高，金融数据触底，四季度还会降准吗？

——利率债周报（2021. 10. 11–2021. 10. 17）

分析师 冯琳 于丽峰

1. 核心观点

10月15日，央行举行第三季度金融统计数据新闻发布会，会上就通胀压力、房企债务风险、美联储Taper对国内货币政策的影响、四季度流动性情况及降准空间等市场关注的问题予以解答。针对四季度流动性情况和降准的可能性，央行货币政策司司长孙国峰作了如下回应：

“四季度，银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动。对于政府债券发行和税收缴款以及中期借贷便利到期等阶段性影响因素，人民银行将综合考虑流动性状况、金融机构需求等情况，灵活运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，适时适度投放不同期限流动性，熨平短期波动，满足金融机构合理的资金需求，保持流动性合理充裕。同时，结构性货币政策工具的实施在增加流动性总量方面也将发挥一定的作用”。

“这个过程（指大宗商品价格上涨）当中对一些下游的中小微企业会造成一些影响，……我们（央行）也出台了很多措施，包括前期出台的新增3000亿元支小再贷款额度，也包括7月初的降准，都是对中小微企业加大金融支持力度”。

“从流动性角度来说，人民银行要保持流动性合理充裕，从整个四季度来看，流动性供求的形势应当说是基本平衡的，人民银行将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币市场利率平稳运行。”

孙国峰司长的回应被不少市场声音解读为“打破”了降准预期。做出这一解读可能基于的角度是：（1）提到了MLF、OMO和结构性货币政策工具，但没有提及降准；可以理解为，到期MLF将通过MLF来续作，政府债券发行和税收缴款给资金面带来的压力将通过OMO来对冲；（2）9月份新增的3000亿元支小再贷款额度也能起到投放基础货币和增加流动性总量的作用，对降准有一定的替代性，而且7月降准的“余温”仍在，短时间内央行不太可能连续降准；（3）四季度流动性供求整体上基本平衡，阶段性的压力可以通过MLF和OMO精准对冲，不太需要再度通过降准来投放大量的中长期资金。

那么，四季度降准的可能性完全封闭了吗？我们认为仍难以断言。可以看到，央行在今年一季度和二季度货币政策执行报告的“下一阶段主要政策思路”中，都有“综合运用中期借贷便利、公开市场操

作、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导市场利率围绕政策利率上下波动”的表述，其中都没有提及降准。这样来看，如果央行在关于未来政策工具的论述中没有提及降准，并不代表接下来不会降准。毕竟，相对于OMO、MLF和结构性货币政策工具来说，降准要更为敏感，除非在特定条件下，一般监管层不会提前言及这一政策工具。

我们认为，当前经济下行压力加大，PPI-CPI剪刀差所代表的经济修复不均衡问题突出，降准仍然是央行的备选政策工具；四季度降准能否落地，主要取决于今年底及明年初宏观经济运行态势。当前货币政策越来越强调前瞻性，央行主要的考虑是经济下行压力是否会对就业市场带来显著影响。在CPI涨势温和、人民币汇率强势背景下，PPI高企、美联储收水都不会对是否实施降准构成明显掣肘。当然，我们也认为10月降准的可能性比较低，从流动性安排角度，11月或12月落地的概率更大一些。

后市展望及策略建议：9月底以来，债市经历了一波较快调整，核心原因是在通胀担忧升温、宽松预期降温、美债收益率走高等多重利空集中释放的同时，由于经济下行压力加大并未提振宽松预期，债市对基本面利好的反应钝化。短期内，这些利空因素还将继续发酵，尤其是上周五央行发布会后，降准预期遇冷令债市看空情绪升温——尽管我们认为四季度降准的可能性并未完全封闭，但10月份落地的概率较小，这意味着未来一段时间降准预期的落空无法证伪。我们判断，短期看债市将继续偏弱震荡，收益率曲线或将继续陡峭化上移。上周五10年期国债收益率已接近3.0%，后续市场继续消化利空、带动10年期国债收益率短线上破3.0%的可能性不低，但要继续冲破3.1%可能需要进一步的增量利空来催化。中期看，经济下行压力加大令货币政策易松难紧的逻辑并未发生根本性变化，11月或者12月降准的可能性仍然存在，因此，对债市也不必过度悲观，如后期降准落地，债市或将迎来新的机会。

2. 上周市场回顾

2.1 二级市场

上周债市利空较多，主要是通胀担忧的升温和降准预期的暂时落空，同时周三公布的9月出口数据也有超预期表现。利好主要是9月金融数据不及预期，显示信用仍在收缩，尤其是信贷增速下滑、期限结构恶化表明实体经济融资需求不振，经济下行压力较大，因而基本面对债市依然有利。不过，当前市场更为关注通胀走势和央行货币政策走向，对基本面的利好反应较为钝化。由此，上周债市跌势明显，10年期国债期货主力合约累计下跌0.39%；现券方面，周五10年期国债收益率升至2.97%，较前一周五上行4.97bp。

- 10月11日：前一周五（10月8日）国常会明确将市场交易电价上下浮动范围由分别不超过10%、15%，调整为原则上均不超过20%，加之山西极端天气影响煤炭供给，周一商品、尤其是黑色系商品期货价格普涨，其中动力煤涨停；同时，当日商务部网站公布将收储3万吨中央储备猪肉，这一消息直接推动生猪期货主力合约涨停。由此，当日债市继续交易通胀，银行间主要利率债收益率大幅上行3-5bp，其中，10年期国债到期收益率上行3.94bp，创逾三个月新高；国债期货各期限主力合约大幅收跌，其中，10年期主力合约跌0.45%，创7月9日以来收盘新低。
- 10月12日：周二国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，明确将从10月15日起有序放开全部燃煤发电电量上网电价，并扩大市场交易电价的上下浮动范围。发改委价格司副司长彭绍宗表示，此次改革对PPI有一定推升作用，但对CPI没有直接影响。当日动力煤期货连续第二个交易日涨停，通胀担忧下，债市情绪仍弱。不过，在经历前一日的大跌后，加之当日资金面转松、股市下跌，以及长端利率逼近3.0%后部分配置盘入市，周二银行间主要利率债收益率窄幅波动，其中，10年期国债到期收益率上行0.77bp；国债期货各期限主力合约涨跌不一，其中，10年期主力合约跌0.03%。
- 10月13日：周三上午海关总署公布9月进出口数据，出口增速再超预期。不过，9月出口额增速强势与商品价格上涨有很大关系，同时海关总署也表示四季度进出口增速可能会有所回落，因此，出口数据超预期虽对债市有所压制，但影响有限。午后现券收益率随资金面宽松震荡下行，收盘时公布的9月社融和信贷数据表现不佳，紧信用仍延续，对债市有一定提振。全天看，当日银行间主要利率债收益率变动不大，其中，10年期国债到期收益率下行0.79bp；国债期货各期限主力合约涨跌不一，其中，10年期主力合约涨0.08%。
- 10月14日：周四公布的9月PPI同比涨幅创有数据记录以来新高，但市场对PPI上扬已有预期，加之9月CPI同比涨幅下沉，核心CPI仍然较弱，显示工业品价格高位运行引发全面通胀的风险仍然比较低，当日债市对PPI创纪录新高反应有限，现券期货整体继续盘整。当日银行间主要利率债收益率窄幅波动，其中，10年期国债到期收益率上行0.03bp；国债期货各期限主力合约多数收平，其中，10年期主力合约涨0.07%。
- 10月15日：周五上午央行高额等量平价续作MLF，市场降准降息预期再度落空，下午央行货币政策司司长孙国峰回应四季度是否降准时表示，“从整个四季度来看，流动性供求的形势应当说是基本平衡的”，这被市场解读为四季度降准的必要性不高、可能性不大。受消息面利空影响，当日银行间主要利率债收益率上行，其中，10年期国债到期收益率上行1.02bp；国债期货各期限主力合约全线收跌，其中，10年期主力合约跌0.05%。

图1 10年期国债现券收益率和期货价格走势

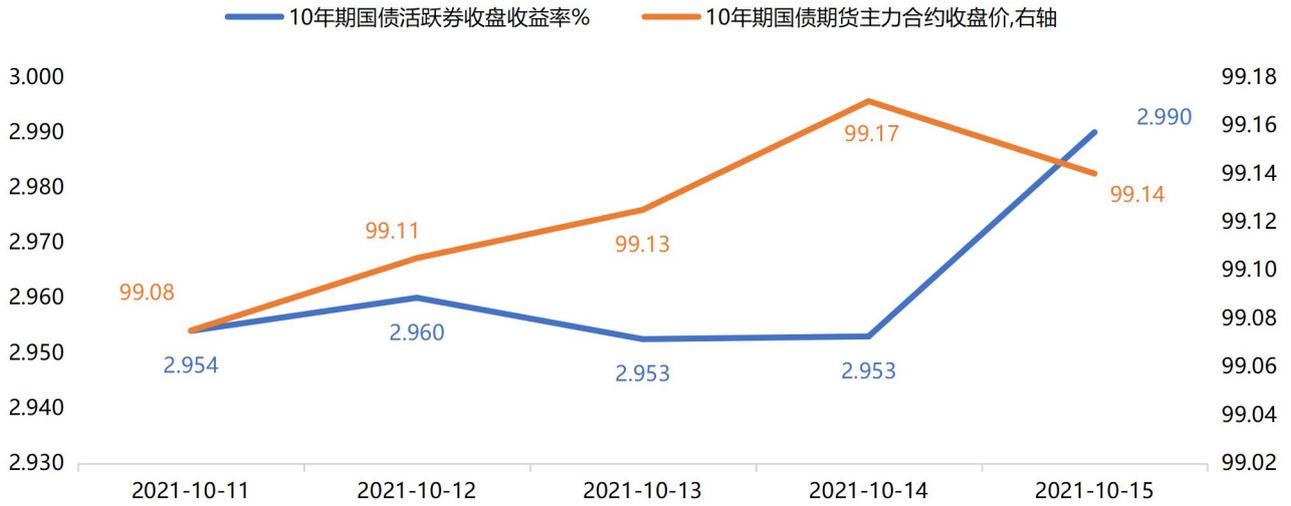


图2 上周国债收益率曲线陡峭化上行

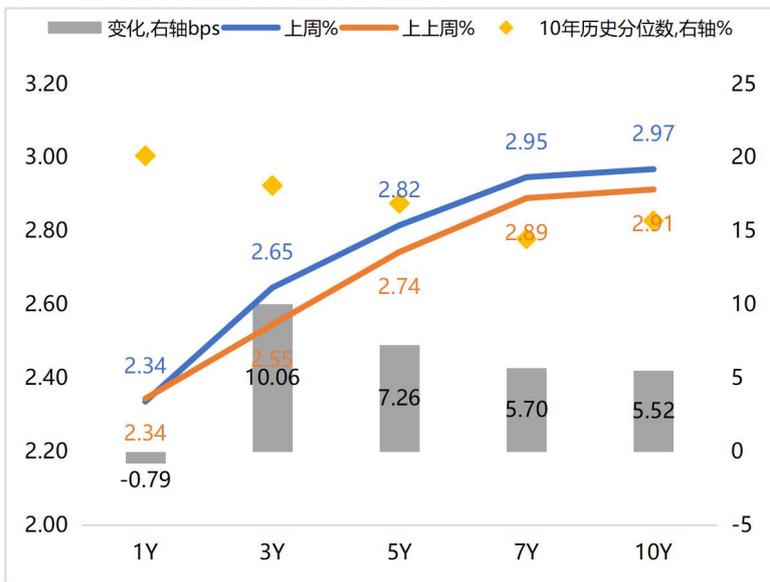


图3 上周国开债收益率曲线平坦化上行

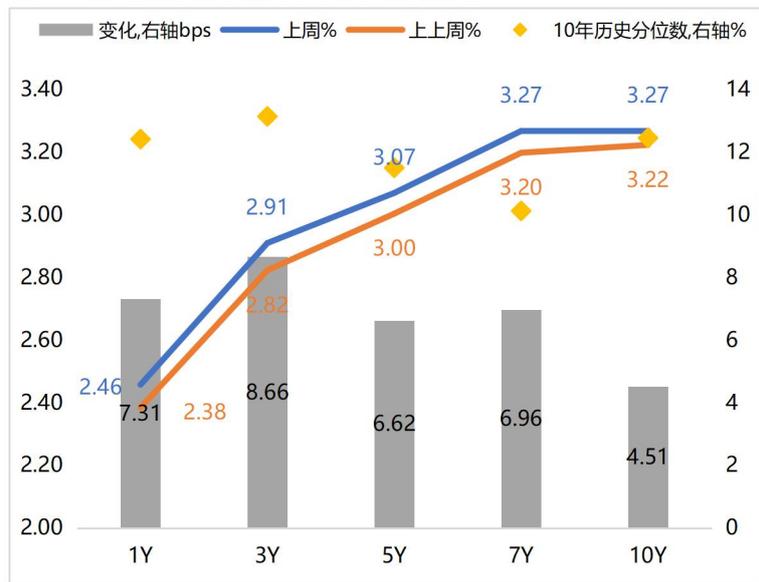


图4 上周10年期国债期货下跌明显



图5 上周5年期国开债隐含税率继续压缩

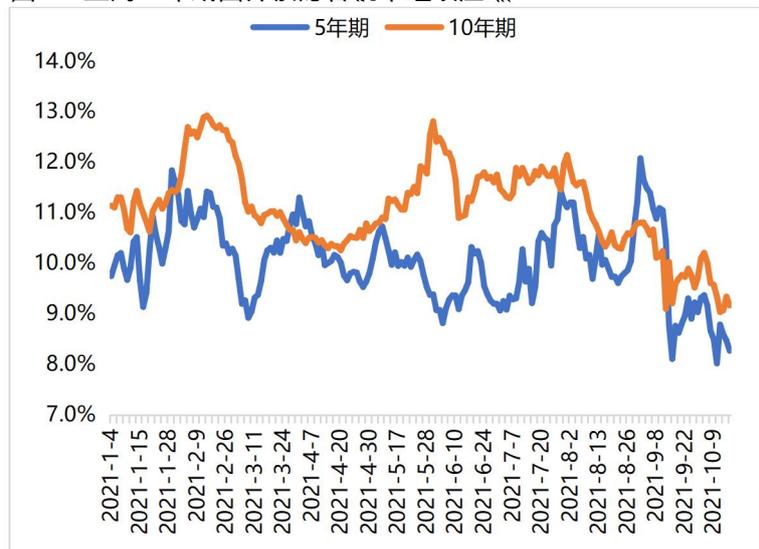


图 6 上周国债 10Y-1Y 期限利差大幅上行 (bp)

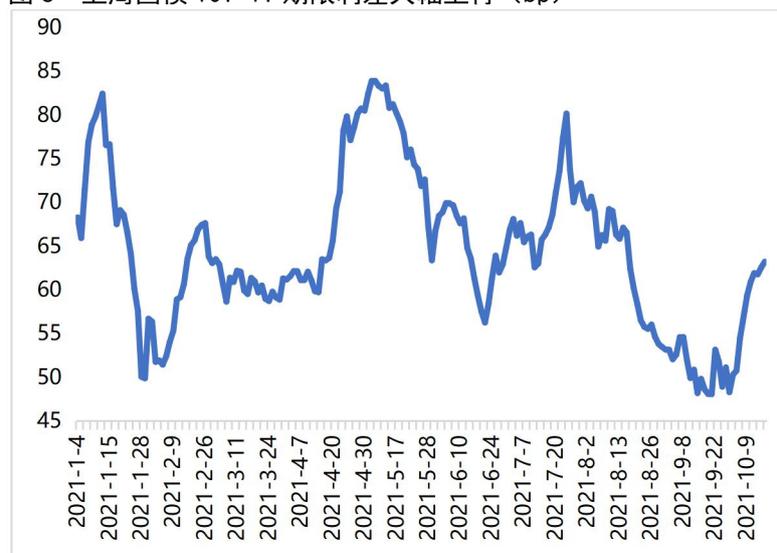
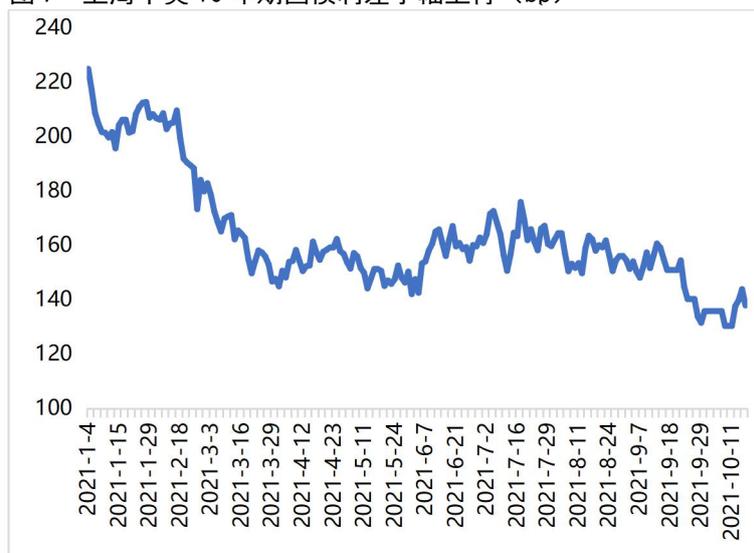


图 7 上周中美 10 年期国债利差小幅上行 (bp)



数据来源: Wind, 东方金诚

2.2 一级市场

上周共发行利率债 51 只, 环比增加 45 只, 发行量 4229 亿, 环比增加 3189 亿, 净融资额 1394 亿, 环比增加 1124 亿。此前一周期因国庆假期仅有两个工作日, 所以上周利率债各券种发行量和净融资额环比均有所增加。

表 1 利率债发行与到期 (亿元)

	本周发行量	上周发行量	本周偿还量	上周偿还量	本周净融资额	上周净融资额
国债	2,121	900	1,822	750	300	150
政金债	1,080	140	50	0	1,030	140
地方政府债	1,028	0	964	20	64	-20
合计	4,229	1,040	2,835	770	1,394	270

数据来源: Wind, 东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可: 共发行 4 只国债, 平均认购倍数为 2.87 倍; 共发行 19 只政金债, 平均认购倍数为 3.94 倍; 共发行 28 只地方政府债, 平均认购倍数为 17.71 倍。(上周利率债发行情况详见附表 1-3)

3. 上周重要事件

上周五 (10 月 15 日), 央行等量续作 5000 亿元 MLF, 操作利率为 2.95%, 连续 19 个月保持这一水平。

10 月 MLF 到期量不小, 央行连续第二个月高额等量续作, 表明政策面继续支持银行中长期流动性适度宽松。10 月 MLF 到期量为 5000 亿, 为年初以来第三高水平。7 月全面降准释放长期资金约 1 万亿, 其中部分资金被用来置换到期 MLF, 在 7 月、8 月分别置换 3000 亿和 1000 亿后, 9 月和 10 月 MLF 均为

等量续作，表明降准资金置换到期 MLF 的过程告一段落，这也意味着 7 月降准释放的增量长期资金为 6000 亿。这一增量资金规模不小，能够对银行加大信贷投放提供一定支持——三季度银行贷款审批指数与上季度基本持平，改变了去年下半年以来的较快下行势头，表明银行放贷的意愿和能力边际企稳。

可以看到，7 月 7 日国常会宣布降准决定以来，中端市场利率大幅下行。其中，1 年期商业银行（AAA 级）同业存单利率已降至明显低于中期政策利率（MLF 利率）的水平。我们认为，在此背景下央行选择等量续作 MLF，表明政策面继续支持银行中长期流动性适度宽松，叠加三季度货币政策委员会例会公报重申“增强信贷总量增长的稳定性”，我们判断，**9 月信贷、社融增速等金融数据基本触及本轮“紧信用”过程底部，10 月起有望进入一轮小幅回升过程，边际宽信用进程即将展开。**

另外，10 月 MLF 操作利率保持不变，政策性降息预期进一步降温。近期央行每日开展 7 天期逆回购操作，利率保持在 2.20%。由于在利率走廊中，短期和中期政策利率之间存在较为固定的联动关系，这实际上已预示 10 月 MLF 利率不会发生变化。需要说明的是，尽管近期以 1 年期商业银行（AAA 级）同业存单利率为代表的中端市场利率明显低于 MLF 利率，但该指标对预测政策利率走向的意义不大。本月 MLF 操作利率未作调整，进一步打破了市场中部分存在的政策性降息预期，表明 7 月全面降准更多属于针对小微企业等实体经济的定向支持措施，当前货币政策并未转向全面大幅宽松，灵活精准、合理适度的政策基调未发生变化，监管层仍然注重在稳增长、防风险和控通胀之间保持平衡。

4. 上周实体经济观察

4.1 上周重点数据

 上周三（10 月 13 日），海关总署公布数据显示：以美元计，9 月我国出口额同比增长 28.1%，前值 25.6%；进口额同比增长 17.6%，前值 33.1%。

出口方面，9 月出口表现明显超出市场预期，但若仔细分析我国主要出口商品的量价结构，可以发现：**9 月出口额增速超预期，主要原因来自主要出口商品价格的大幅上涨**，这也与近期海外市场通胀升温相印证。而**9 月我国主要出口商品数量同比增速变化并不大**，这与当月国内制造业 PMI 走低、以及近期工业增加值并未随出口走强而改善相一致（工业增加值增速为扣除价格因素的实际增长率）。**这意味着 9 月出口额大幅增长对国内工业生产的拉动力较为有限，短期内出口额的强劲增长对缓解国内经济下行压力帮助不大。**

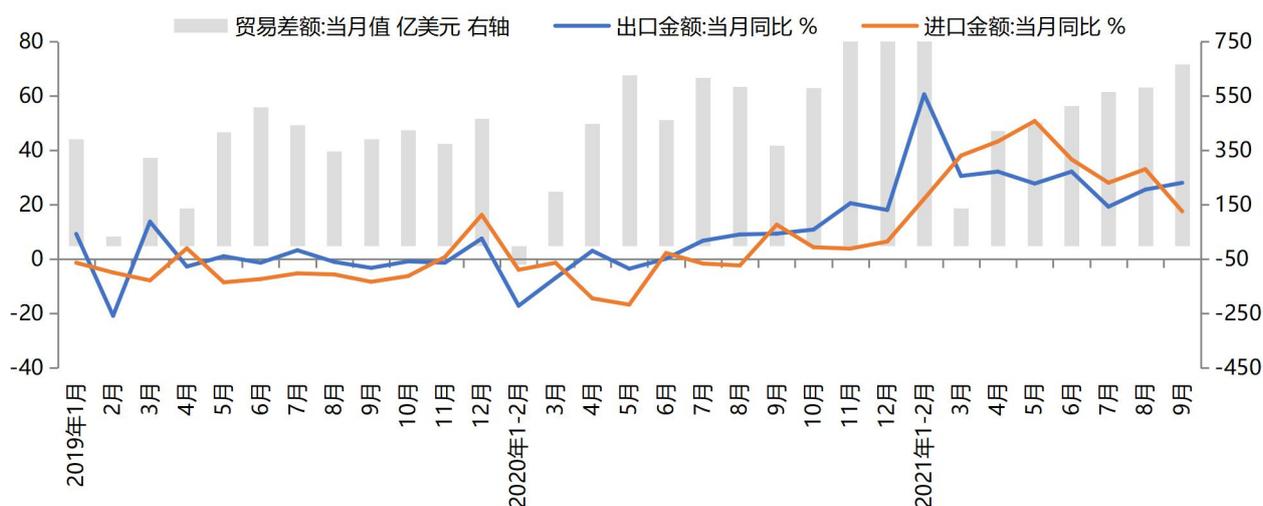
我们认为，尽管德尔塔变异病毒带来的全球疫情高峰正在进入退潮阶段，但当前全球疫情尚未出现根本性缓解，短期内出口订单还有向我国转移的趋势。更为重要的是，近期全球通胀升温、拉升我国出

口商品价格的趋势有望延续。这样来看，**尽管上年四季度出口增速基数抬升，但接下来几个月我国出口额增速将保持较高增长水平**。不过，当前需要重点关注出口货运量增速的变化，毕竟出口量变化才是衡量外需对国内经济拉动作用的核心指标。我们判断，**四季度出口货运量增速有可能转入低位，这意味着未来一段时间出口对国内经济增长的拉动作用会有所减弱**。

进口方面，9月我国进口额同比增速大幅下滑，主要原因是去年同期基数走高。从量价角度来看，9月大宗商品价格涨势明显，但因**进口金额按到岸价格计算，这就导致我国进口商品价格变化与国际市场价格波动之间存在一定时滞**，因此9月进口价格可能更多地反映7-8月的国际大宗商品价格走势，进而造成在9月大宗商品价格涨幅扩大的背景下，价格因素对我国进口金额增速的贡献反而下降。

除价格因素减弱之外，从主要进口商品来看，**9月进口量增速也有明显放缓，且对进口额增速的下拉作用较价格因素减弱更为突出**。背后的一个原因是，8月以来能耗双控升级导致工业生产减速，企业对工业原材料的需求下降，加之地产降温、消费低迷，生产端受限叠加需求端偏弱共同导致进口需求下滑。这也反映于9月PMI进口指数在收缩区间进一步下探至46.8%，为去年下半年以来最低。

图8 9月出口增速超预期上扬，进口增速下行



数据来源：Wind，东方金诚

上周三，央行公布数据显示：9月新增人民币贷款1.66万亿，月末贷款余额同比增速为11.9%，低于前值12.1%；9月新增社融2.90万亿，月末社融存量同比增速为10.0%，低于前值10.3%；9月末，M2同比增长8.3%，略高于前值8.2%，M1同比增长3.7%，低于前值4.2%。

9月金融数据整体偏弱，显示7月全面降准对宽信用的推动效应仍未体现。我们判断，**近期经济下行压力有所加大，企业融资需求下降，以及从宽信用信号发出到金融数据反弹往往存在2-3个月的时滞，都是9月金融数据偏弱的重要原因**，特别是在此次强调跨周期调节、不搞大水漫灌的背景下。

信贷方面，7月以来监管层频频释放宽松信用信号，但主要受城投、房地产相关融资严监管，以及经济下行背景下企业信贷需求减弱影响，加之近期以恒大为代表的大中型房企信用事件多发，或也导致银行对房企的信贷投放更为谨慎，但9月信贷数据依然偏弱。**社融方面**，在表内贷款环比季节性多增情况下，由于其他分项新增规模全面下滑，特别是在债市波动下，企业债券融资环比少增比较明显，9月新增社融仍略低于8月。当月社融同比亦大幅少增，主因新增政府债券融资受去年高基数影响同比大幅下滑，同时，表外票据融资、表内贷款和信托贷款等分项新增规模同比也有明显收缩。**货币供应量方面**，9月末M2增速小幅反弹，主要原因是当月非银存款少减，带动存款增速上扬；9月末M1增速进一步下滑0.5个百分点，当月楼市显著降温是直接原因，同时也因实体经济活跃程度有所下降。

从后续来看，9月29日房地产金融工作座谈会首次提出“准确把握和执行好房地产金融宏观审慎管理制度”，同时，10月15日央行金融市场司司长邹澜在回应房地产信贷管理问题时，传递出银行对房企开发贷过于收紧应予以纠偏之意，预计下一阶段房地产相关贷款或将出现一定程度的宽松态势，并推动信贷需求边际回暖。另外，年底前政府债券发行将明显提速，也将直接带动社融数据改善。由此我们预计，从10月起，信贷、社融及M2增速有望进入一个同步回升过程。

图9 9月贷款余额和社融存量同比增速同步下行

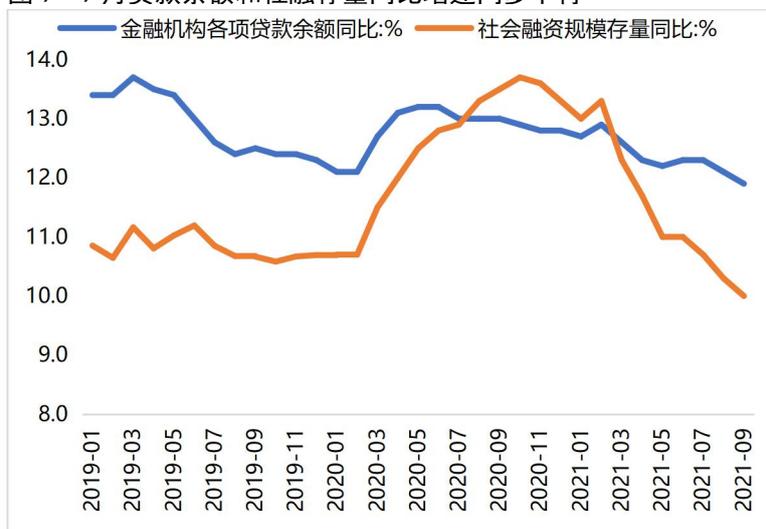
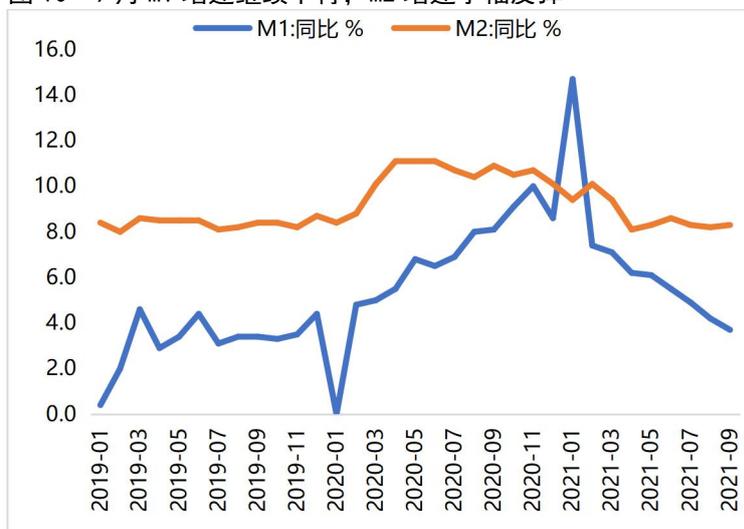


图10 9月M1增速继续下行，M2增速小幅反弹



数据来源：Wind，东方金诚

📊 上周四（10月14日），国家统计局公布数据显示：9月CPI同比0.7%，前值0.8%；PPI同比10.7%，前值9.5%。

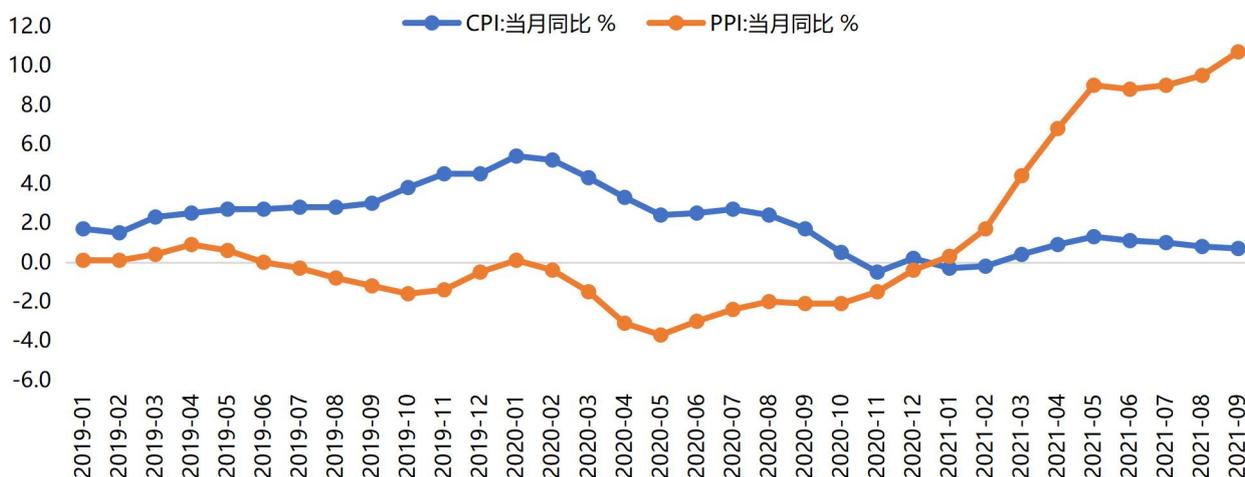
9月物价数据有两个特征：首先，由于国内外供给约束引发供需缺口扩大，9月能源和工业品价格大涨，推动PPI同比涨幅创下有记录以来历史新高；其次，由于猪肉价格继续下跌带动食品价格同比降幅走阔，9月CPI同比继续下沉，CPI与PPI的“剪刀差”扩大。需要说明的是，9月非食品价格同比

涨幅微升至 2.0%，但从分项上来看，主要原因是当月受大城市房租普遍上调带动，居住价格涨幅加快，以及新学期开学部分学校收费上调，带动教育和文化娱乐价格同比涨幅扩大。因此，9 月非食品价格涨幅微升无法证明 PPI 上涨向 CPI 的传导正在加速。

我们认为，当前 PPI 冲高向 CPI 的传导效应依然很弱，主要原因有三个：首先，在商品供应充分的背景下，当前居民消费需求偏低，背后是国内外疫情屡有反复，居民消费心理仍然谨慎，预防性储蓄增加。其次，过去 20 年我国 CPI 年均涨幅仅为 2.2%，整整一代人没有经历过高通胀，社会上很难形成高通胀预期。第三，去年以来我国疫情控制较早，宏观政策逆周期调节力度整体上较为温和，货币发行量没有出现大幅上升，也是当前 CPI 并未全面上涨的一个重要原因。

在当前宏观经济下行压力加大背景下，CPI 涨幅偏低有两个政策含义：首先，央行货币政策目标主盯 CPI，CPI 涨幅偏低意味着接下来物价因素不会对货币政策宽松形成掣肘。10 月 14 日，央行行长易纲在二十国集团财长和央行行长会议上就表示，中国通胀总温和，稳健的货币政策将灵活精准、合理适度，支持经济高质量发展。其次，在政策工具选择方面，PPI 与 CPI 之间的剪刀差持续扩大，意味着下游小微企业的经营困难在加剧，这也是央行 7 月降准的一个直接原因。由此，为稳定今年底、明年初宏观经济运行，特别是定向加大对小微企业的金融扶持力度，在当前物价走势剧烈分化的局面下，四季度央行再次实施全面降准的可能性仍然存在。

图 11 9 月 CPI 和 PPI 同比涨幅之间的剪刀差进一步扩大



数据来源：Wind，东方金诚

4.2 上周高频数据

节后生产端有所恢复，上周工业开工率多数升至节前水平：高炉开工率、PTA 产业链负荷率（江浙织机）跌幅和半胎钢开工率均小幅上行。需求端来看，上周 30 大中城市商品房销售面积环比增加，但仍远低于过去两年同期水平，地产下行压力继续加大；上周 BDI 指数高位回调，或因能耗双控影响原

材料进口需求；CCFI 指数延续上涨，出口景气度仍高。通胀方面，上周猪肉价格小幅上行；石油和铜价格涨幅较大，螺纹钢价格下跌。

图 12 上周高炉开工率环比小幅下跌(%)

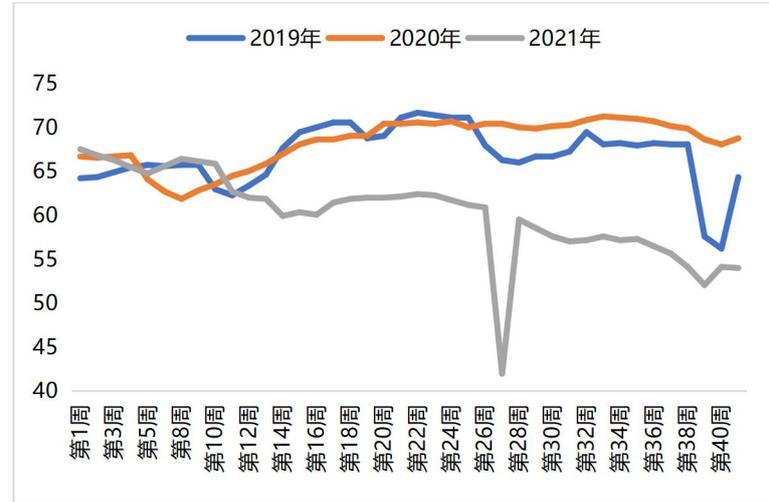


图 13 上周 PTA 产业链负荷率（江浙织机）环比上行(%)

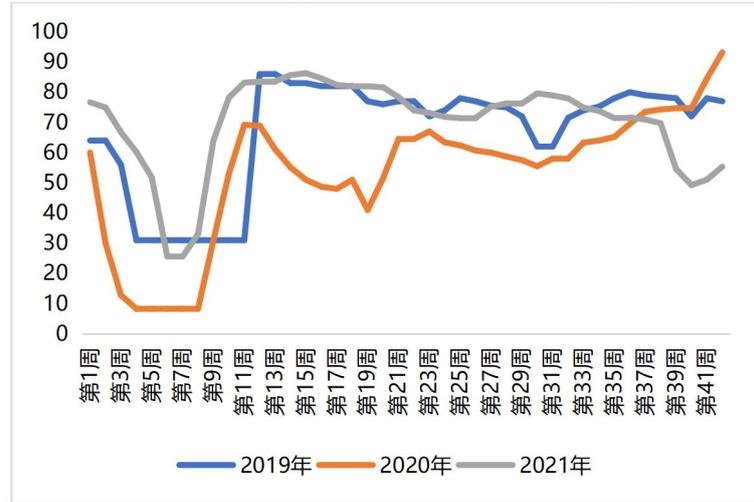


图 14 上周半钢胎开工率小幅回升(%)

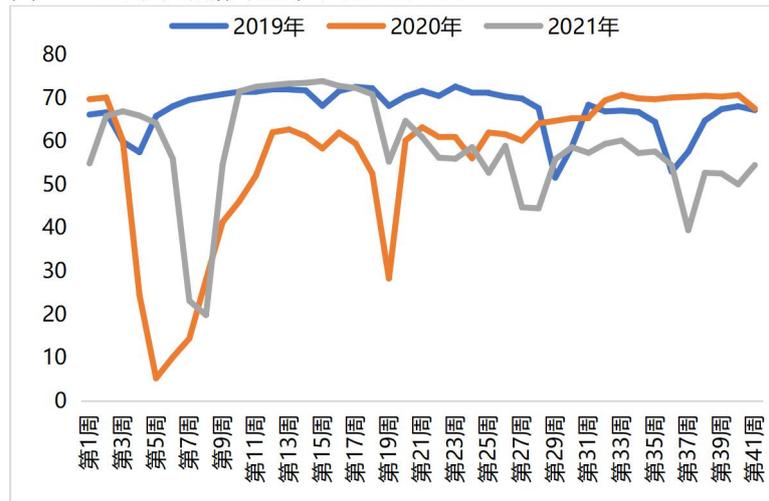


图 15 上周 30 大中城市商品房成交面积跌幅较大(万平方米)

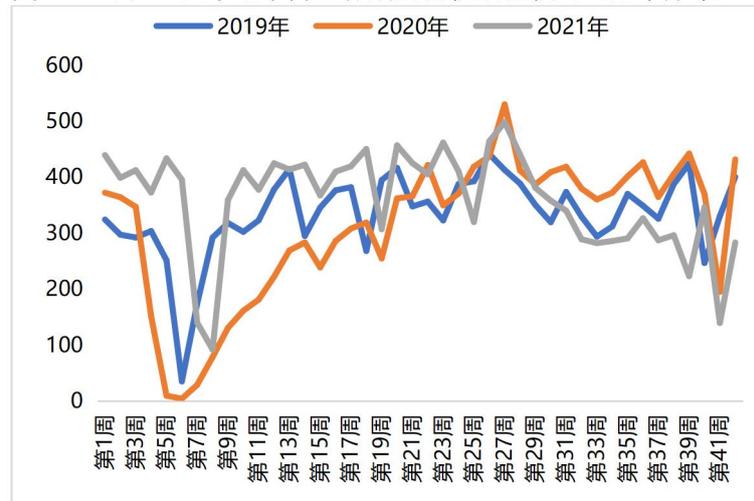


图 16 上周 BDI 指数大幅下行

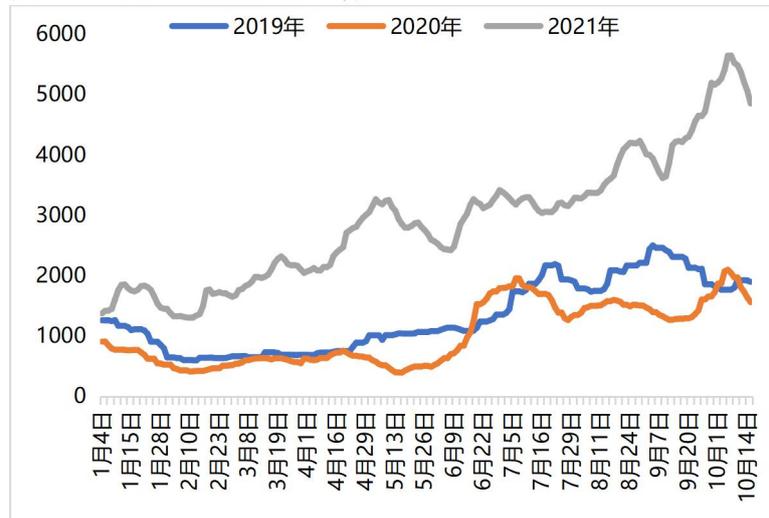


图 17 上周 CCFI 继续上行

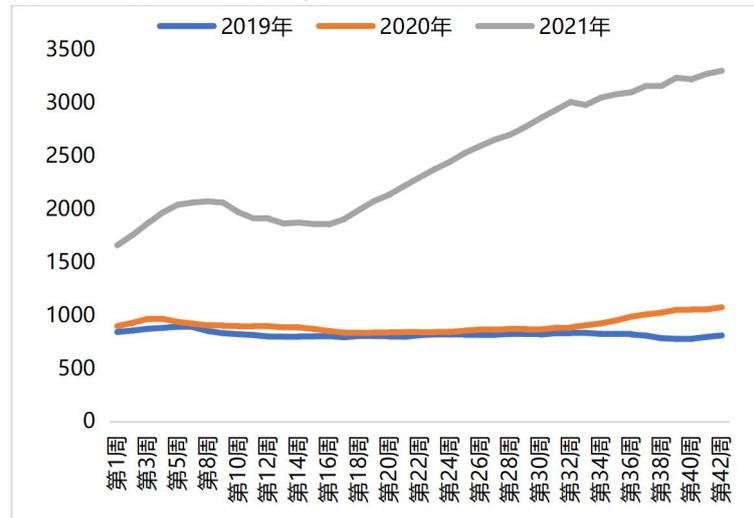


图 18 上周猪肉价格小幅上行



图 19 上周布油现货价格突破 85 美元/桶



图 20 上周铜期货价格上涨超 6%



图 21 上周螺纹钢期货价格下跌近 5%



数据来源: Wind, 东方金诚

5. 上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净回笼 4600 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量(亿元)	利率 (%)	名称	发生量(亿元)	利率 (%)
2021/10/11	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 14D	2,000	2.35
2021/10/12	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 14D	1,000	2.35
2021/10/13	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 14D	1,000	2.35
2021/10/14	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 14D	1,000	2.35
2021/10/15	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/10/15	MLF(投放)365D	5000	2.95	MLF(回笼)365D	5,000	2.95
投放	5500 亿元					
到期	10010 亿元					
净投放	-4600 亿元					

数据来源: Wind, 东方金诚

图 22 上周 R007 和 DR007 小幅上行

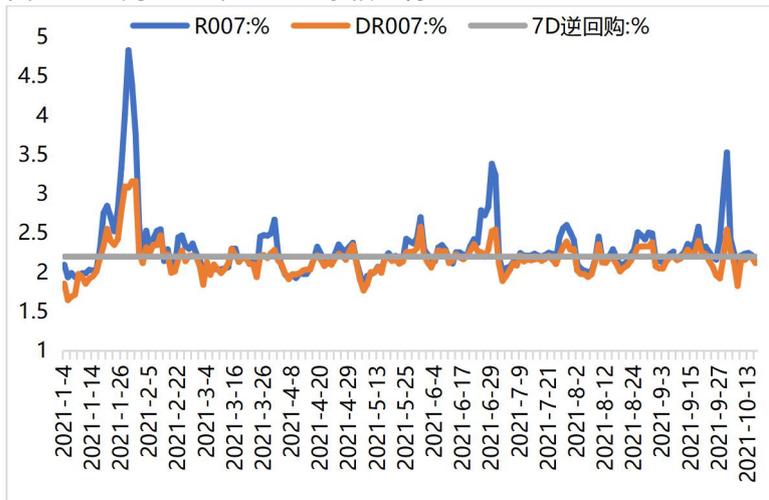


图 23 上周股份行同业存单发行利率低位波动 (%)



图 24 上周票据利率与前一周期基本持平 (%)

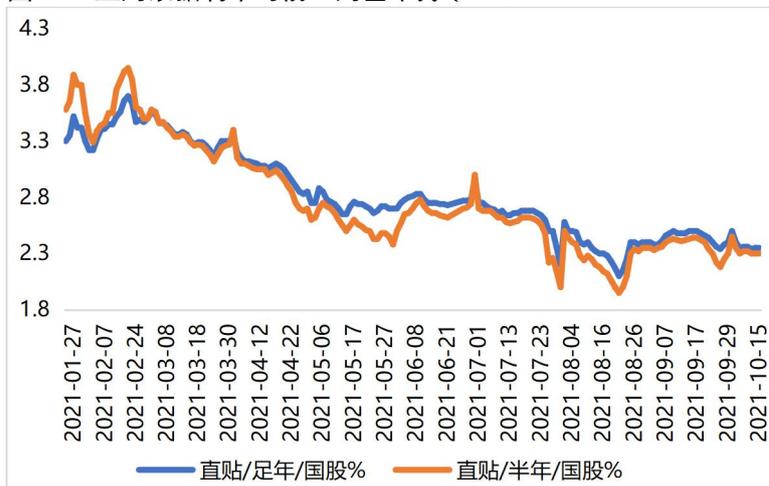


图 25 上周质押式回购成交量和隔夜占比回升

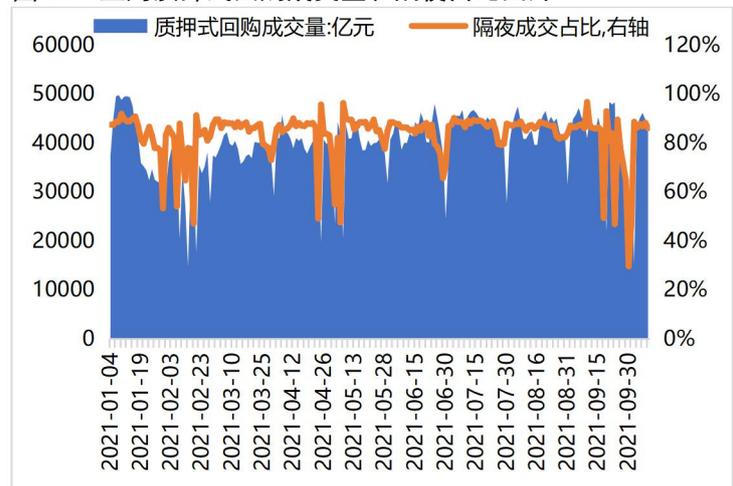
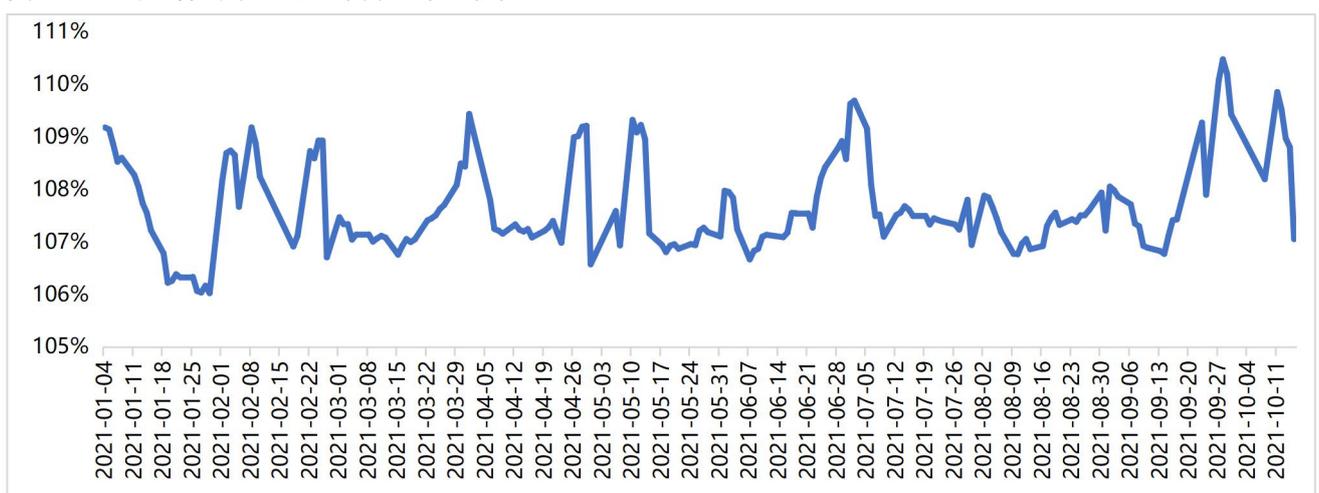


图 26 上周银行间市场杠杆率降至年内较低



注：杠杆水平=银行间债券市场托管余额/(银行间债券市场托管余额-待回购质押式回购余额)，其中银行间债券市场托管余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计，最新月份托管余额未公布前计算方法为去年同期托管余额*(1+过去12个月托管余额同比增幅均值)

数据来源：Wind，东方金诚

附表：

附表 1 本周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	全场倍数
21 贴现国债 49	500	0.25	1.84	2.01
21 付息国债 14	260	30.00	3.53	3.86
21 付息国债 12(续发)	680	3.00	2.47	2.82
21 付息国债 13	681	7.00	2.91	2.79

资料来源：Wind，东方金诚

附表 2 本周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率(%)	全场倍数	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率(%)	全场倍数
21 进出06(增4)	0	1	2.20	3.66	21 农发05(增20)	50	10	3.52	4.12
21 进出22(增发)	0	2	2.63	3.06	21 农发30(增4)	30	30	3.92	4.27
21 进出687	50	0	1.74	3.50	21 国开11(增9)	90	1	2.08	3.74
21 进出03(增22)	30	3	3.14	4.74	21 国开07(增13)	70	3	3.00	4.60
21 进出05(增18)	60	5	3.22	3.50	21 国开08(增3)	90	5	2.83	4.35
21 进出10(增10)	60	10	3.38	3.26	21 农发清发03(增发10)	30	2	2.58	4.26
21 国开17	20	3	2.84	4.82	21 农发清发04(增发7)	40	7	3.19	2.99
21 国开09(增8)	30	7	3.09	5.19	21 农发06(增10)	40	3	2.78	4.56
21 国开15(增3)	190	10	3.12	2.95	21 农发08(增8)	40	5	2.99	4.34
21 农发07(增10)	70	1	2.05	3.02					

资料来源：Wind，东方金诚

附表 3 本周地方政府债发行情况

证券简称	发行额(亿)	期限(年)	发行利率(%)	较前五日国债收益率均值上浮幅度(bp)	全场倍数	证券简称	发行额(亿)	期限(年)	发行利率(%)	较前五日国债收益率均值上浮幅度(bp)	全场倍数
21 四川债 41	15.0	3	2.75	15	22.67	21 青岛债 26	22.9	5	2.89	15	-
21 四川债 42	85.3	7	3.18	25	19.16	21 湖北债 120	1.3	1	2.49	15	-
21 四川债 43	23.0	20	3.59	25	19.54	21 湖北债 121	41.7	2	2.67	15	-
21 内蒙古债 28	9.2	5	3.03	25	20.37	21 湖北债 122	48.5	3	2.69	15	-
21 内蒙古债 27	100.9	7	3.17	25	19.19	21 湖北债 123	32.2	5	2.99	25	-
21 天津债 34	19.0	3	2.71	15	14.20	21 湖北债 124	18.2	7	3.13	25	-
21 天津债 33	10.0	3	2.71	15	14.38	21 湖北债 125	17.7	10	3.16	25	-
21 天津债 35	6.4	5	2.91	15	14.70	21 湖北债 64(续发)	0.4	2	2.63	11	-
21 天津债 36	52.0	10	3.18	25	13.36	21 湖北债 65(续 2)	4.0	3	2.72	18	-
21 天津债 37	115.2	15	3.55	25	13.62	21 湖北债 66(续 2)	23.2	5	2.89	15	-
21 天津债 38	9.0	15	3.55	25	14.86	21 湖北债 67(续 2)	8.7	7	3.05	17	-
21 天津债 39	31.6	20	3.57	25	14.47	21 湖北债 68(续发)	28.3	10	3.06	15	-

21 天津债 40	30.2	30	3.61	15	13.17	21 辽宁债 34	49.5	3	2.78	25	26.69
21 青岛债 27	8.0	5	2.89	15	-	21 辽宁债 33	216.5	5	2.98	25	25.35

资料来源：Wind，东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。