

房地产融资政策松动，债市承压下跌

——利率债周报（2021.11.08-2021.11.14）

分析师 冯琳 于丽峰

1. 核心观点

上周（11月8日当周）债市消息面偏空，市场情绪有所降温，债市整体走跌。具体来看，上周一央行如期推出碳减排支持工具，周三10月物价和金融数据接连发布，但市场反应相对平淡，债市消息面最大利空来自房地产政策的松动。因地产相关政策利好频传，上周三、周四地产类资产强势反弹，债市承压下跌，另周五午后国债期货跳水翻绿、现券利率上行或也仍与此有关。房地产政策松动对债市的利空影响主要体现在三个层面：一是风险情绪有所修复，二是涉房信贷政策放松可能会加速“宽信用”进程，三是避免房地产硬着陆，有助于缓解经济下行担忧。对此，我们认为：

从房地产行业层面来看，行业“政策底”已至，后续房地产政策环境和金融环境将趋于改善，但“市场底”还不明朗。随着房贷政策松动，11月以来商品房销售有所回暖但整体数据仍弱，11月1日-13日30大中城市商品房销售面积仍处-18.6%的同比深跌状态，尚难言拐点已至。诚然，政策边际调整自上而下得到落实再到市场景气变化本身就存在一定的时滞，但我们认为，当前房地产需求端还面临着除信贷政策以外的其他制约因素，包括大型房企债务危机对购房者信心的冲击、疫情下居民就业和收入预期不稳定会抑制加杠杆购房意愿，以及房产税完全落地前政策效应仍存在不确定性等，这些因素都会加剧潜在购房者的观望情绪，从而拉长从“政策底”到“市场底”的传导时间。

由于地产需求端销售增速是供给端投资增速的领先指标，在需求端景气明显回升之前，房企难有较强的新开工意愿。更为重要的是，房地产融资政策边际松动意在帮助房企缓解流动性困难，避免房企债务危机无序扩散进而引发系统性风险，而非鼓励房企重新扩大投资，同时金融机构风险偏好仍低、地方加强预售资金监管等也有可能制约政策松动的效果，短期内房企新增投融资难有明显放量。我们判断，尽管房企加快竣工将对房地产投资增速产生一定支撑，但拿地谨慎和新开工不足背景下，未来一段时间房地产投资增速下行趋势恐难以逆转。

基于此，从宏观经济层面上来看，后续房地产投资增速持续回落，意味着其给经济造成的下行压力还

会不断加大，仍需宏观政策向逆周期方向适度发力。从信用角度看，房地产融资环境改善，令后续“宽信用”进程继续演进的**趋势更为明朗**，但提示关注两点：一是无论是房企端还是居民端，短期内房地产相关融资新增需求会比较有限，对于房地产融资政策松动对“宽信用”的推动作用不宜高估；二是刨除房地产相关融资的修复和“财政后置”造成的政府债券净发行同比高增，实体经济融资需求依然低迷，折射出经济下行压力。我们认为，“宽信用”利空债市的逻辑链条是“宽信用”→经济回升→政策收紧。但目前来看，其一，短期看经济下行压力仍然较大，“信用底”虽然已现，但“经济底”还不明朗；其二，当前房地产行业是信用修复而非重回信用扩张，房企信用风险可能还会继续暴露，整个行业的信用修复实际上需要相对宽松的货币和信用环境予以支持。

后市展望：上周房地产政策松动引发债市回调，而在此前市场因房企债务危机频发而风险偏好大幅回落的背景下，这更多属于风险情绪修复带来的短期调整。往后看，房地产“政策底”已现带来的风险情绪改善和对“宽信用”的担忧在短期内或仍将压制债市情绪，同时本周（11月15日当周）资金缺口较大可能会给短端利率带来上行压力并令长端承压；不过，在经济下行压力仍大、政策易松难紧背景下，中期看债市风险仍然不大，故回调即是机会。我们仍然认为，当前债市面临的多空信号比较混乱：一方面，宏观经济“类滞胀”格局加大央行货币政策摆布难度，市场对于货币政策锚定目标及后续货币政策走向的判断存在分歧；另一方面，在“信用底”已现而基本面仍在寻底的情况下，市场对于债市核心矛盾的判断也存在分歧。多空分歧下，预计未来一段时间债市仍难以突破震荡格局，10年期国债收益率仍将大致在2.85%-3.0%区间内震荡。

2. 上周市场回顾

2.1 二级市场

上周债市整体回调，长端利率上行幅度较大。全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.28%；现券方面，上周五10年期国债收益率较前一周五上行4.8bp，1年期国债收益率小幅下行0.93bp，收益率曲线趋于陡峭化。

11月8日：在前一周五（11月5日）海外利率大幅下行，以及周一央行开展1000亿元逆回购、净投放资金900亿元提振下，当日利率开盘下行，但随着午后资金面有所收敛，利率反弹。全天看，周一银行间主要利率债收益率小幅上行1bp左右，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窄幅震荡多数收平，其中，10年期主力合约涨0.01%。

11月9日：周一晚间央行发布公告，推出市场预期已久的碳减排支持工具，客观上有降低银行资金

成本的作用，但也可能会产生宽信用效果，因此对债市而言多空皆有，但利多和利空皆不明显，整体影响偏中性。周二银行间主要利率债收益率震荡波动，其中，10年期国债到期收益率下行0.25bp；国债期货各期限主力合约多数小幅收涨，其中，10年期主力合约涨0.09%。

11月10日：周三上午公布的CPI和PPI数据均超市场预期，但市场反应较为平淡；尾盘公布的金融数据低位企稳，对市场情绪的影响也不大。当日国债期货高开低走、整体收跌，现券收益率小幅上行的主要原因是房地产政策边际放松对市场风险情绪产生提振。具体看，周三银行间主要利率债收益率多数小幅上行1bp左右，其中，10年期国债到期收益率上行1.51bp；国债期货各期限主力合约多数小幅收跌，其中，10年期主力合约跌0.03%。

11月11日：当地时间周三美国劳工部公布数据显示，美国10月CPI同比大涨6.2%，高于预期并再创31年新高，驱动美债收益率上行，加之周四地产融资政策边际放松令债市继续承压，当日银行间主要利率债收益率上行2bp左右，其中，10年期国债到期收益率上行2.26bp；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0.20%。

11月12日：周五早盘债市表现平稳，但午后国债期货跳水翻绿、现券利率上行，或仍与房地产融资政策松动有关。当日银行间主要利率债收益率涨跌不一，其中，10年期国债到期收益率上行0.26bp；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0.06%。

图1 10年期国债现券收益率和期货价格走势

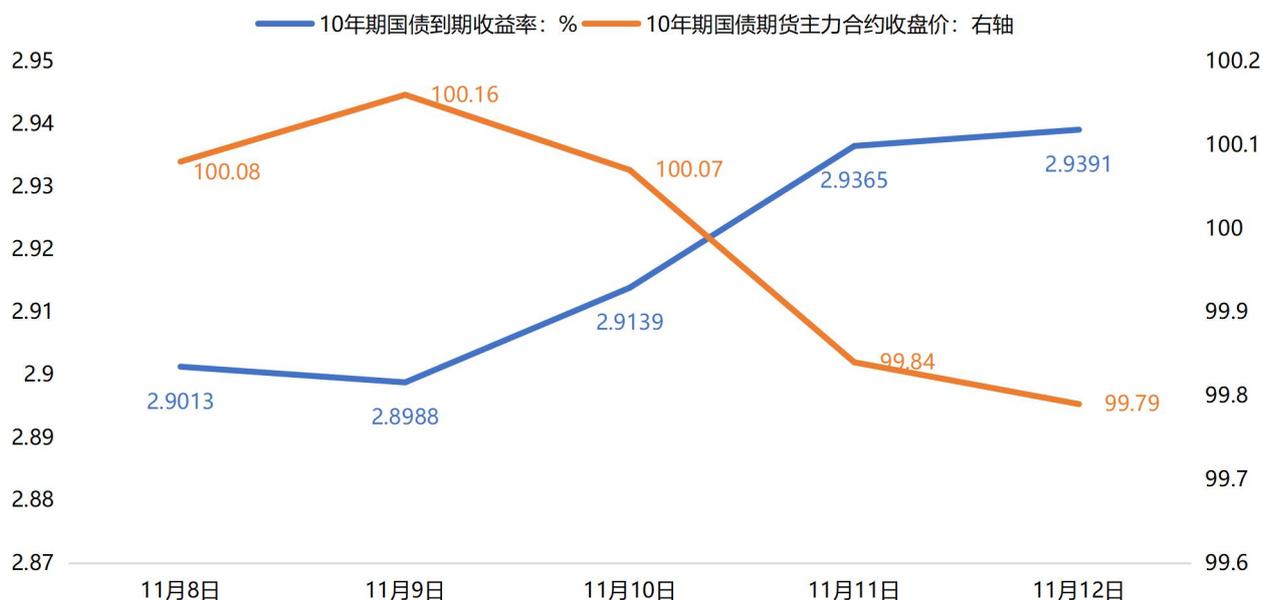


图2 上周国债收益率曲线陡峭化上行

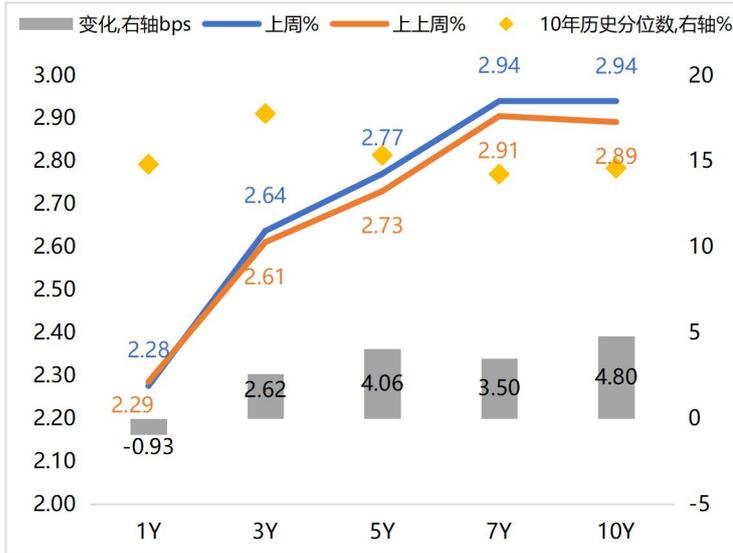


图3 上周国开债收益率曲线陡峭化上行

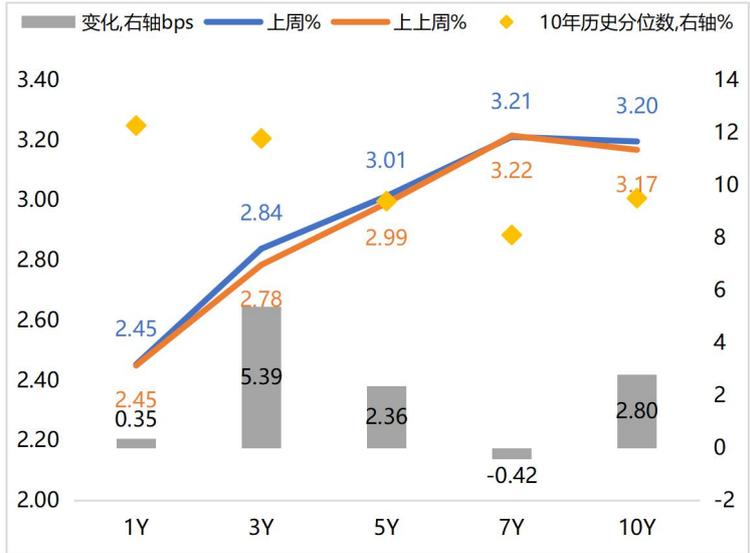


图4 上周国债期货小幅下跌

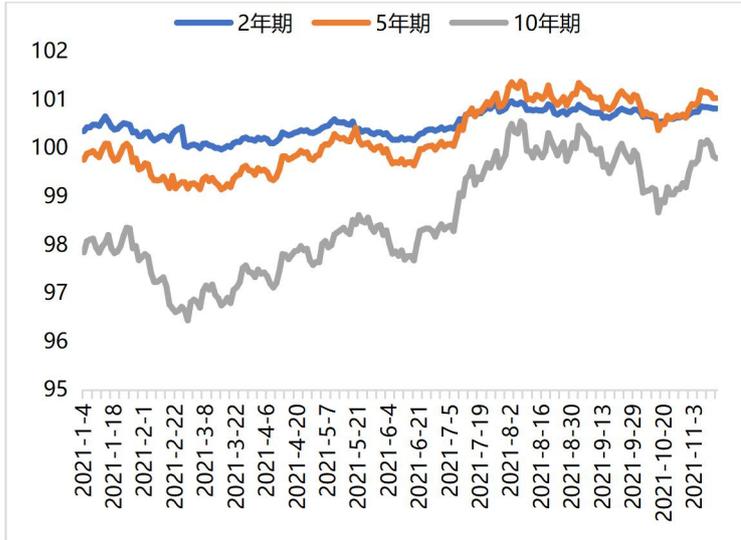


图5 上周国开债隐含税率继续下行

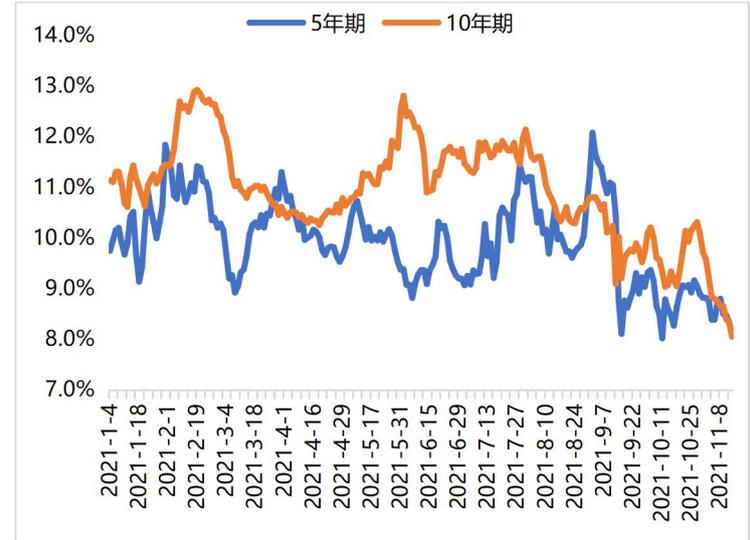


图6 上周国债10Y-1Y期限利差 (bp) 小幅上行

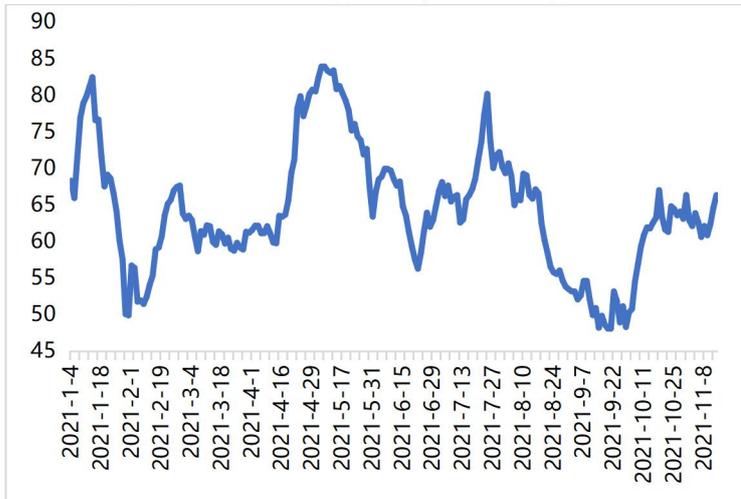
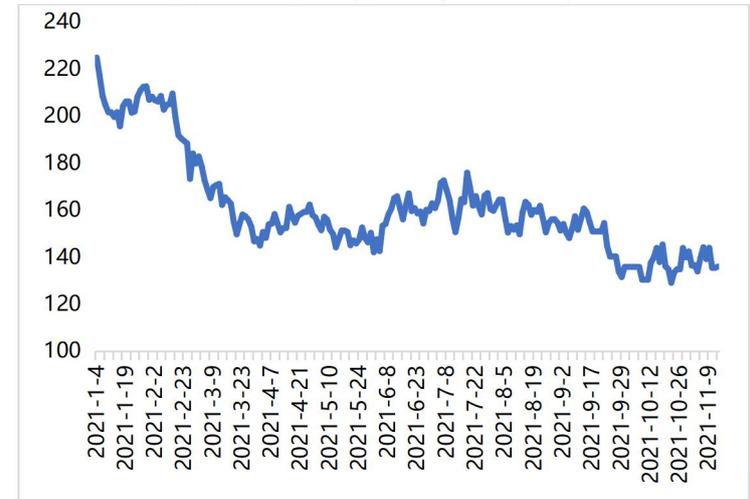


图7 上周中美10年期国债利差 (bp) 小幅下行



数据来源: Wind, 东方金诚

2.2 一级市场

上周共发行利率债 54 只，环比增加 28 只，发行量 3580 亿，环比减少 11 亿，净融资额 1495 亿，环比减少 317 亿，净融资主要由国债和政金债贡献。上周地方政府债发行有所恢复，净融资小幅回正；国债偿还量大幅增加，净融资额降至 527 亿元；政金债发行量环比小幅减少，但到期量为零，净融资额大幅转正。

表 1 利率债发行与到期（亿元）

	11月8日当周 发行量	11月1日当周 发行量	11月8日当周 偿还量	11月1日当周 偿还量	11月8日当周 净融资额	11月1日当周 净融资额
国债	2,202	2,361	1,676	201	527	2,160
政金债	940	980	0	1,014	940	-34
地方政府债	438	250	409	563	29	-313
合计	3,580	3,590	2,084	1,778	1,495	1,812

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 6 只国债，平均认购倍数为 3.58 倍；共发行 17 只政金债，平均认购倍数为 5.09 倍；共发行 31 只地方政府债，平均认购倍数为 20.85 倍。（*上周利率债发行情况详见附表 1-3*）

3. 上周重点事件

上周一（11月8日），央行发布公告，推出市场预期已久的碳减排支持工具。其核心内容为央行通过碳减排支持工具向金融机构提供低成本资金，引导金融机构在自主决策、自担风险前提下，向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次 LPR 大致持平。

碳减排支持工具实际上属于央行再贷款的一种，即商业银行向企业发放碳减排贷款后，可向人民银行申请再贷款，利率为 1.75%，与扶贫再贷款和金融稳定再贷款利率相当。这说明在央行向商业银行提供碳减排资金成本方面，这次的政策支持力度确实很大，这也是部分市场人士认为推出碳减排工具相当于一次“变相降息”的原因。不过，本次公告规定“人民银行按贷款本金的 60% 向金融机构提供资金支持”，有别于支小支农再贷款等按照“1:1 比例报销”。这主要是为了强调银行在发放绿色贷款时“风险自担”，避免盲目冲量。与此同时，这也意味着银行的碳减排资金来源成本并非 1.75%——假设银行发放相关贷款的其它 40% 资金来源于 MLF，则综合资金成本将为 $1.75\% \times 60\% + 2.95\% \times 40\% = 2.23\%$ ，与支小支农再贷款利率基本相当。同时公告规定，银行向企业提供绿色信贷，利率要控制在相应期限档次的 LPR 报价附近。当前 1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期为 4.65%，而二季度末企业一般贷款加权平均

利率为 4.58%。这项规定要比支小支农再贷款更严格，意味着要确保政策红利向企业端传导。

✚ 本次公告没有提出碳减排支持工具的总量规模，但不宜理解为“上不封顶”。结合公告中“初期的碳减排重点领域范围突出‘小而精’”等要求，以及“目前碳减排支持工具发放对象暂定为全国性金融机构”，并非向所有银行推行，可以判断此项工具启动之初，银行还需要一个相关贷款项目评估审批能力建设过程，而且企业申请相关贷款也有一定门槛。另外，央行要求碳减排贷款利率应与同期档次 LPR 大致持平，这意味着银行对外发放的贷款利率水平偏低，可能也会导致银行将部分虽然符合碳减排要求但风险收益比过高的贷款项目排除在外。这些因素都意味着，短期内碳减排再贷款资金恐难以大规模投放。

✚ 由此，碳减排支持工具的推出，表明央行结构性政策工具箱进一步丰富，支持绿色转型新添了一个有力抓手。但在接下来宽信用过程中，短期内碳减排支持工具下新增贷款规模将会比较有限，尚无法完全替代降准等传统政策工具。我们认为，年底前后降准能否落地，还取决于宏观经济金融走势，以及央行货币政策取向，降准的可能性不会因这项政策工具的推出而完全排除。最后总结一句话，碳减排政策工具的推出，还不能认为是一次“变相降息降准”，对接下来金融数据及市场利率走势影响不大。

4. 上周实体经济观察

4.1 上周重点数据

✚ 上周三（11月10日），国家统计局公布数据显示：2021年10月CPI同比1.5%，前值0.7%，上年同期0.5%；PPI同比13.5%，前值10.7%，上年同期-2.1%。

10月物价数据有两个关注点：首先是CPI涨幅在连续四个月下行后出现首次上扬，且上扬速度偏快，这是否意味着PPI-CPI传导效应开始体现？其次是当月PPI大幅冲高，超出市场普遍预期，这导致PPI-CPI“剪刀差”再创新高。

CPI方面，主要受上年同期基数下移，以及10月蔬菜价格大幅冲高、带动食品价格降幅明显收窄影响，当月CPI同比较快反弹；10月PPI-CPI传导效应依然不明显，绝大多数消费品价格和服务价格走势平稳。这意味着物价因素不会对年底前货币政策操作形成掣肘，政策面将继续加大对下游中小微企业的支持力度。

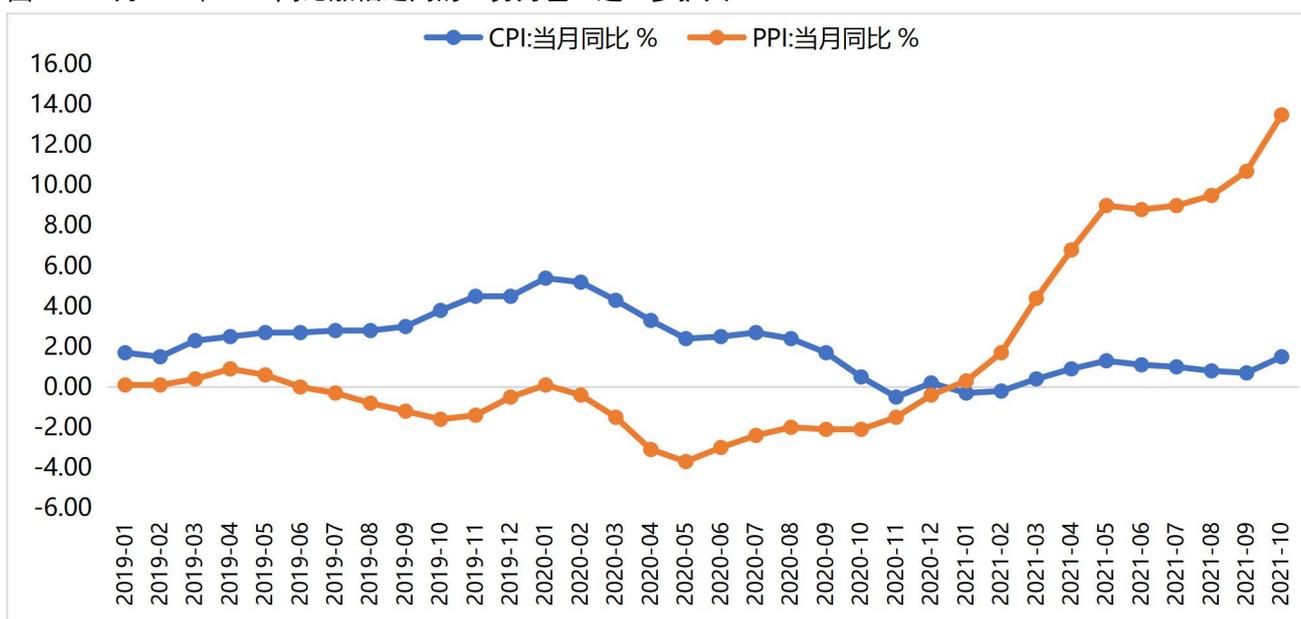
PPI方面，10月国内煤炭等黑色系商品价格经历“过山车”走势，快速上涨后大幅回落，但因中上旬价格冲得过高，即便中下旬跌势明显，但从全月平均水平来看，仍有明显上涨，再加上10月国际原

油和天然气价格走势偏强，整体来看，10月PPI环比、同比涨势仍有明显增强，其中同比涨幅续创有记录以来历史新高。

整体看，于物价数据而言，10月PPI再创新高，且涨幅再超预期，CPI涨幅亦同步走高，数据表现并不利于债市。但因10月下旬在煤炭价格暴跌引领下，国内工业品价格普降，市场对PPI通胀的担忧得到缓解，以及当月蔬菜涨价对CPI推升作用明显，但菜价上涨具有阶段性，且核心CPI仅小幅抬头，涨势仍然很弱，因此，10月物价数据并未令债市情绪产生大的波澜。

展望后续，考虑到猪肉价格回升势头将会延续，能源价格上涨也会继续向CPI传导，11月CPI同比涨幅有可能继续小幅扩大至2.0%左右。但10月蔬菜价格快速上涨局面的可持续性不强，接下来PPI-CPI传导效应整体上依然会很弱。这意味着年内CPI同比显著超出2.0%的可能性不大，短期内我国通胀形势整体温和的局面不会改变。PPI方面，10月将是本轮PPI上行的最高点，在国内煤、钢价格大幅下行带动下，11月PPI同比涨幅将见顶回落。但受国际定价大宗商品价格料将高位震荡影响，预计年底前工业品价格同比涨幅仍将处于两位数。

图8 10月PPI和CPI同比涨幅之间的“剪刀差”进一步扩大



数据来源：Wind，东方金诚

11月10日，央行公布数据显示：10月新增金融机构人民币贷款8262亿，环比少增8338亿，同比多增1364亿；10月末人民币贷款余额同比增速为11.9%，与上月末持平。10月新增社融1.59万亿，环比少增约1.3万亿，同比多增1970亿；10月末社会融资规模存量309.45万亿，同比增长10.0%，与上月末持平。10月末，M2同比增长8.7%，增速比上月末高0.4个百分点；M1同比增长2.8%，增速比上月末低0.9个百分点。

总体上看，10月金融数据有两个特征：其一，信贷和社融数据都止住了前期的持续下滑势头，月末存量增速持平于上月末，“稳信用”态势初现，且从新增看，居民中长期贷款同比实现多增，指向房贷政策松动；其二，信贷和社融数据虽已企稳，但仍处历史低位，且企业中长期贷款仍处同比大幅少增状态，显示实体经济信贷需求较弱，制约信贷扩张力度。因此，从总量和结构两个角度看，10月金融数据对债市难言绝对利好或利空，整体影响有限。

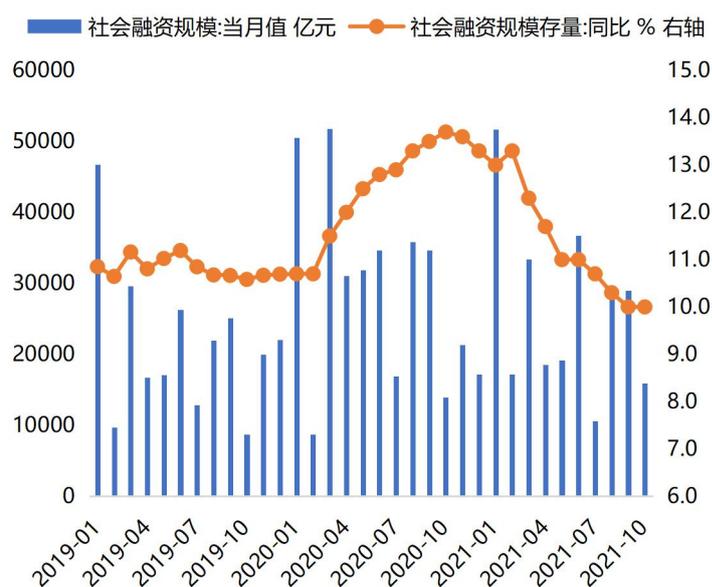
具体来看，10月信贷数据企稳，表明前期“宽信用”政策的累积效果已经开始显现，同时也与10月以来房地产相关信贷政策有所松动有关，后者直接体现于当月以房贷为主的居民中长期贷款恢复同比多增。不过，当月企业中长期贷款仍处同比大幅少增状态，显示企业有效贷款需求不足制约信贷扩张，这是当前信贷数据仍处偏弱水平的主要原因。社融方面，10月社融数据环比季节性少增，同比亦实现小幅多增，从分项看，这主要受政府债券融资和投向实体经济的人民币贷款同比较大幅度多增拉动，体现出“财政后置”和“宽信用”政策发力对金融数据的提振。10月末M2增速延续反弹，一方面受上年同期基数走低影响，同时当月信贷同比多增，也对存款派生有一定推动作用；M1增速进一步下滑，当月楼市继续降温是直接原因，也与当前经济下行压力加大，实体经济活跃程度下降相关。

展望未来，伴随宏观政策向稳增长方向微调，特别是房地产融资环境回暖，年内剩下两个月的信贷和社融增速有望回升，后续宽信用进程将继续演进。这将是稳定今年底明年初宏观经济运行的一个有力保障。

图9 新增人民币贷款规模及月末余额增速



图10 新增社融规模及月末存量增速



数据来源：Wind，东方金诚

4.2 上周高频数据

生产方面，上周开工率数据均现上行，高炉开工率在连续4周下跌后小幅回升，半钢胎开工率和PTA产业链负荷率（江浙织机）延续上行趋势，但主要开工率数据仍明显弱于前两年同期；需求方面，上周30大中城市商品房销售面积环比继续大幅减少，地产下行压力仍大；BDI指数继续小幅回升，CCFI指数再现小幅下降，出口景气度待观察。通胀方面，本周猪肉价格涨幅继续超3%；石油价格小幅下跌，铜和螺纹钢价格小幅上涨；煤炭期现货价格继续携手下跌，但跌幅收窄。

图 11 上周高炉开工率环比小幅回升(%)

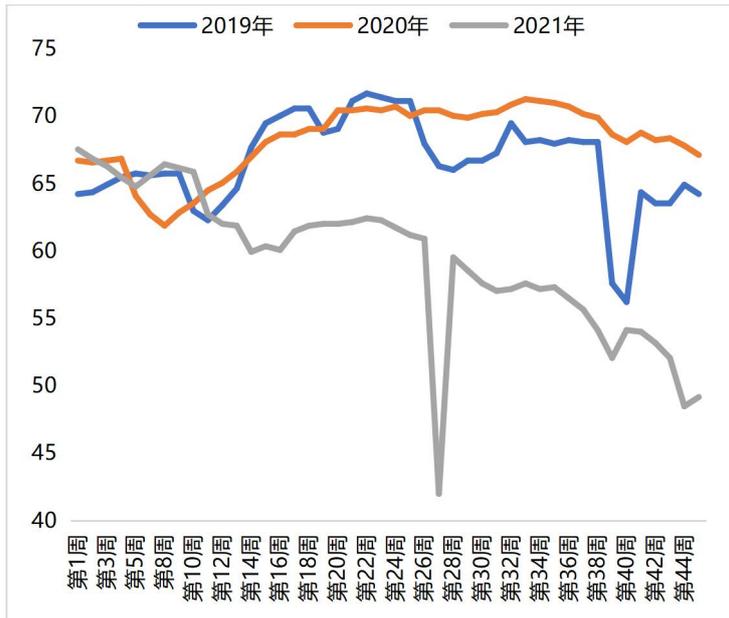


图 12 上周PTA产业链负荷率（江浙织机）小幅上行(%)

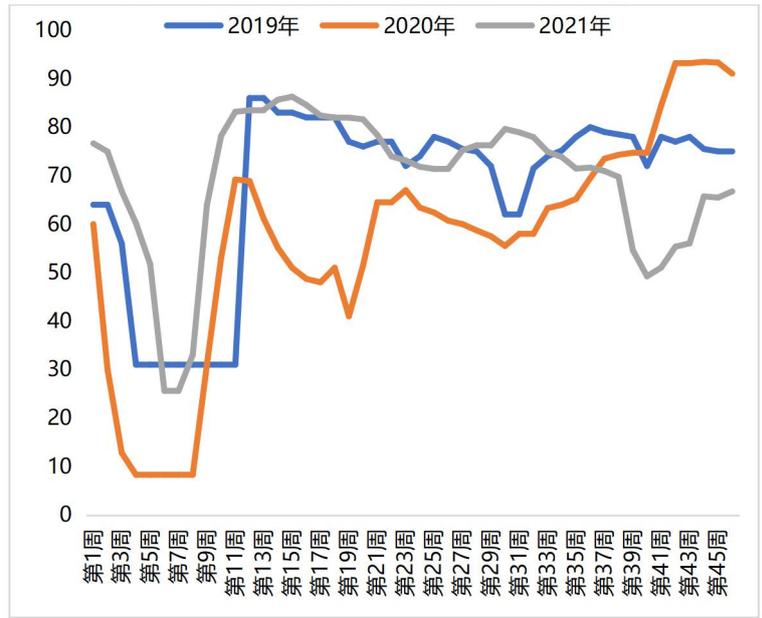


图 13 上周半钢胎开工率继续上行(%)

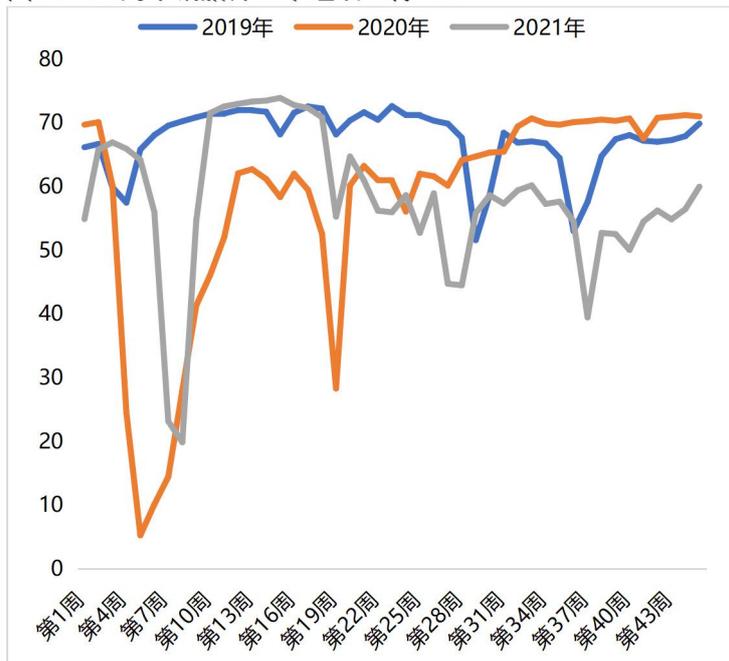


图 14 上周30大中城市商品房成交面积环比下跌(万平方米)

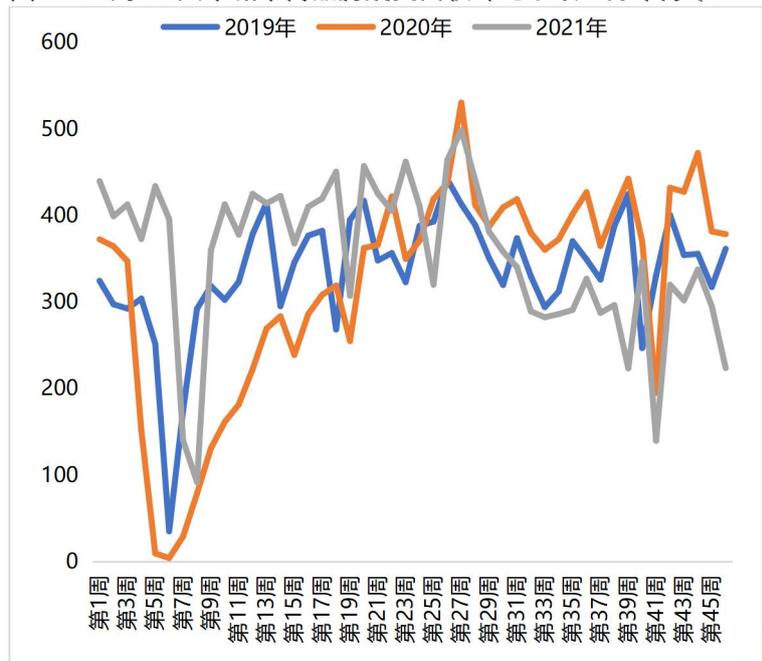


图 15 上周 BDI 指数小幅回升

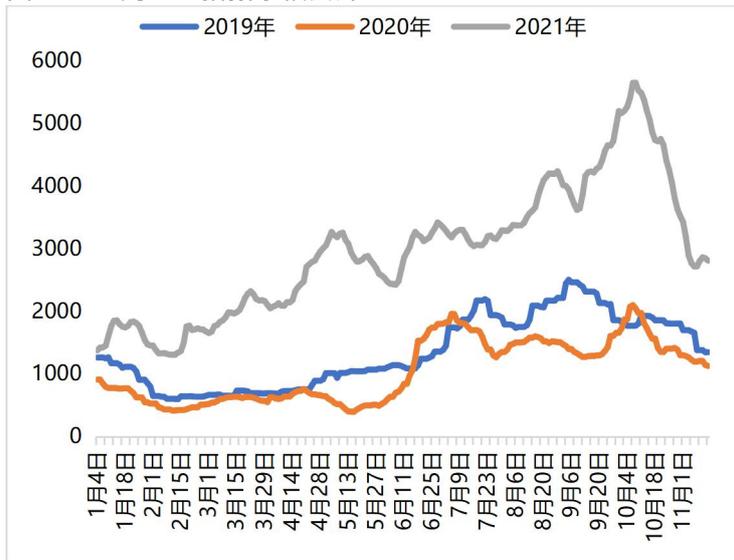


图 16 上周 CCFI 小幅回落

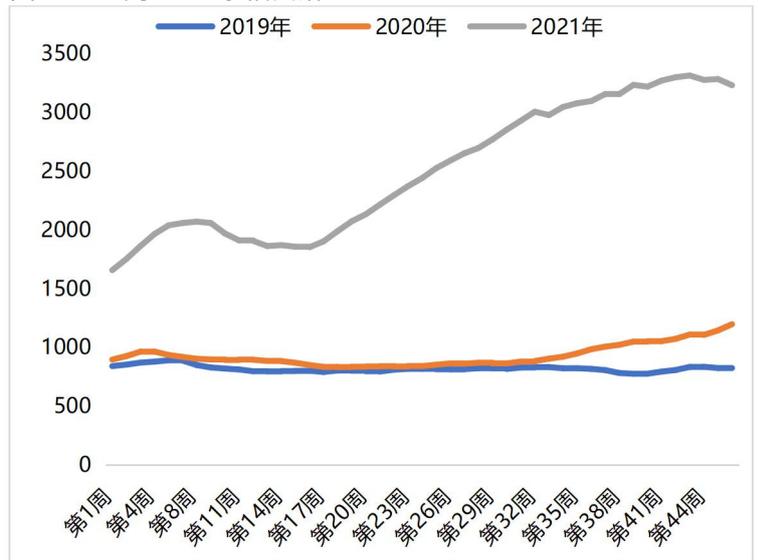


图 17 上周猪肉价格环比继续上行



图 18 上周布伦特原油价格震荡微跌



图 19 上周铜期货价格小幅上涨

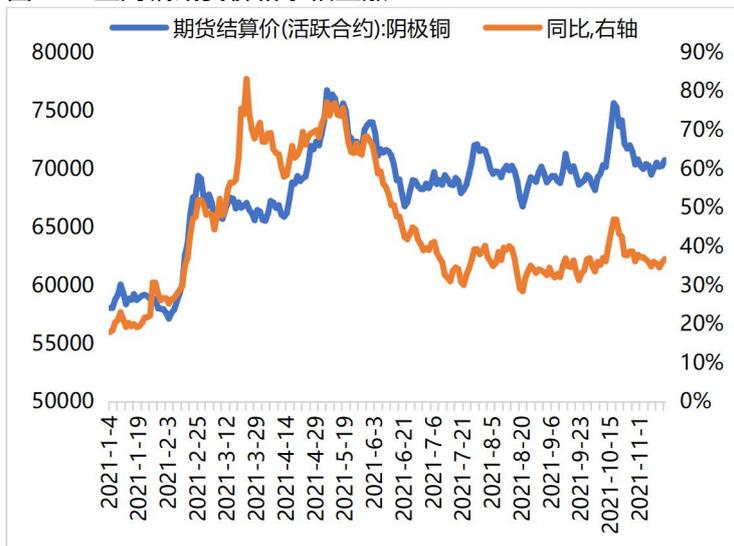


图 20 上周螺纹钢期货价格环比上涨超 3%

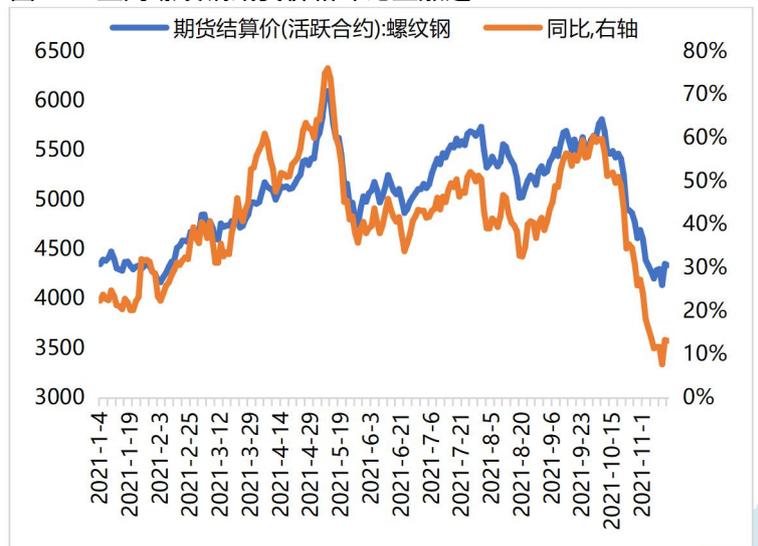


图 21 上周动力煤期货价格跌幅收窄至 7%



数据来源: Wind, 东方金诚

图 22 上周动力煤港口现货价环比跌幅近 25%



5. 上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净投放 2800 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 (%)
2021/11/08	逆回购 7D	1000	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/11/09	逆回购 7D	1000	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/11/10	逆回购 7D	1000	2.2	逆回购 7D	500	2.2
2021/11/11	逆回购 7D	1000	2.2	逆回购 7D	500	2.2
2021/11/12	逆回购 7D	1000	2.2	逆回购 7D	1,000	2.2
投放	5000 亿元					
到期	2200 亿元					
净投放	2800 亿元					

数据来源: Wind, 东方金诚

图 23 上周 R007 和 DR007 小幅下行

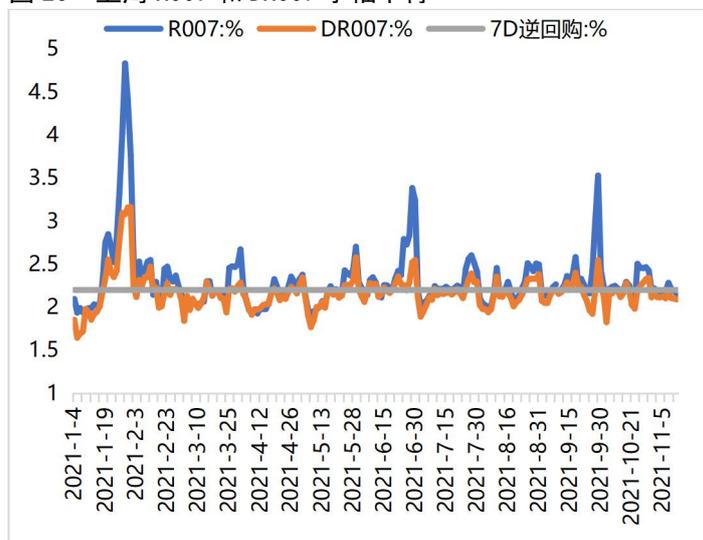


图 24 上周股份行同业存单发行利率小幅下行 (%)



图 25 上周票据利率小幅下跌 (%)

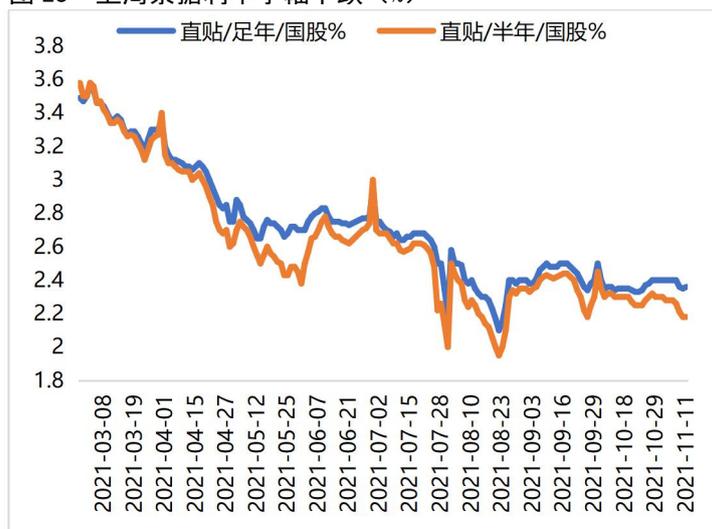


图 26 上周质押式回购成交量日均值超过 5 万亿

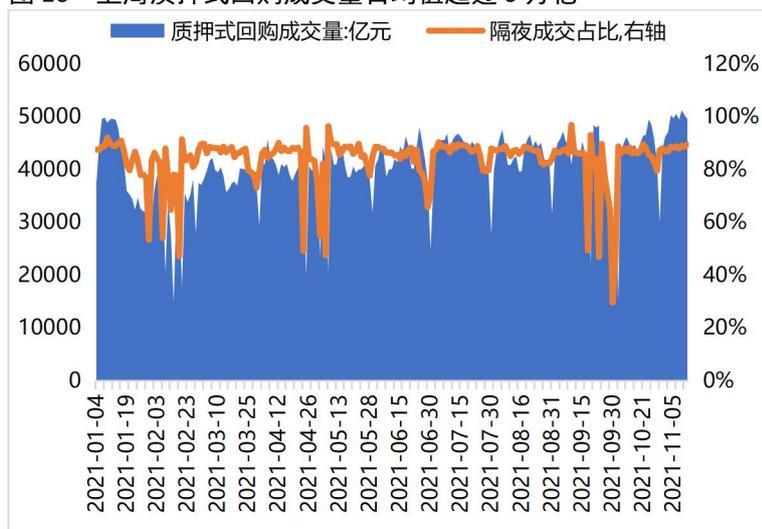
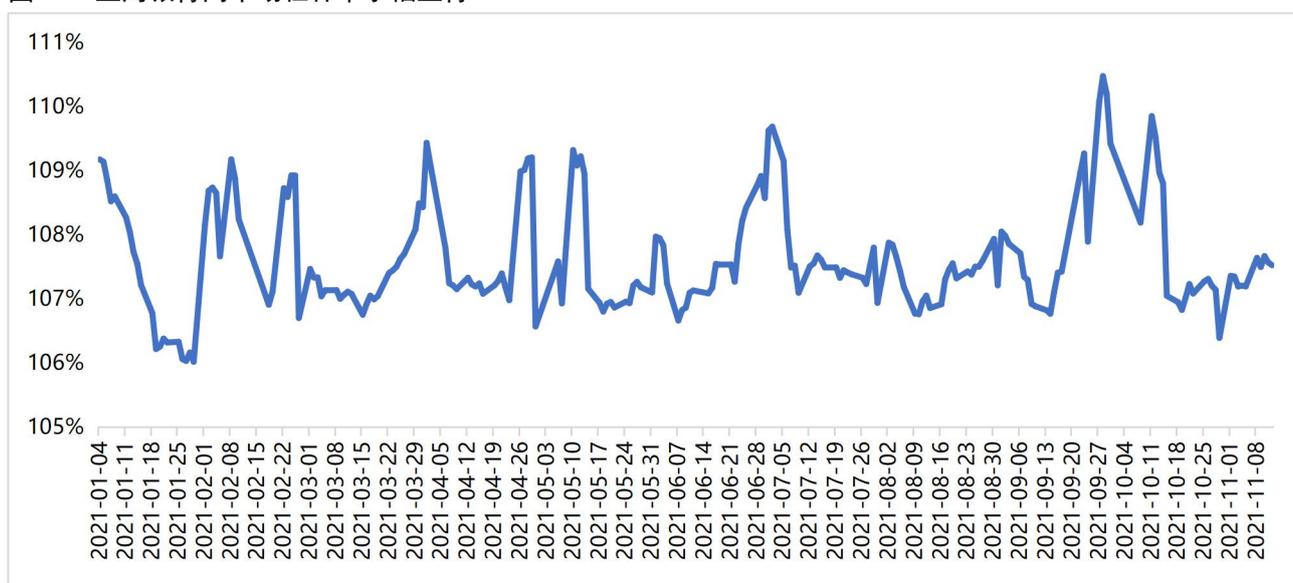


图 27 上周银行间市场杠杆率小幅上行



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月托管余额*(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 上周国债发行情况

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 55	502	0.25	2.11	2.43
21 附息国债 14(续发)	260	30.00	3.53	3.68
21 凭证式国债 07	150	3.00	3.40	
21 凭证式国债 08	150	5.00	3.57	

21 附息国债 15(续发)	574	2.00	2.56	3.64
21 附息国债 11(续 3)	566	5.00	2.69	4.57

资料来源: Wind, 东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

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8)		1.0	2.20	5.55	21农发10(增发)	90	10	3.30	3.35
21进出22(增5)		2	2.63	5.69	21国开16(增发)	90	1	2.25	3.48
农发2101(增发)		1	2.27	3.58	21国开18	80	3	2.73	3.48
21进出13(增发)	30	3.0	2.76	5.02	21国开08(增7)	90	5	2.83	5.29
21进出05(增22)	30	5	3.22	7.32	21农发清发03(增发14)	20	2	2.58	6.68
21进出10(增14)	40	10	3.38	5.53	21农发清发04(增发11)	30	7	3.19	6.38
21国开09(增12)	30	7	3.09	5.89	21农发06(增13)	30	3	2.78	6.34
21国开15(增7)	180	10	3.12	3.86	21农发08(增12)	40	5	2.99	5.57
21农发11(增2)	70	1	2.25	3.56					

资料来源: Wind, 东方金诚

附表 3 上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 广西债 29	19.3	10	3.16	25	20.84	21 四川 14(续发)	19.1	20	3.83	54	-
21 广西债 26	3.3	20	3.54	25	20.18	21 四川债 64	8.6	20	3.54	25	19.85
21 广西债 27	37.5	20	3.54	25	19.56	21 四川债 60	18.8	20	3.54	25	19.94
21 广西债 28	19.6	30	3.62	19	20.66	21 四川债 71	5.1	5	3.02	25	20.90
21 广西债 25	42.5	30	3.60	17	19.36	21 四川债 65	0.9	5	3.02	25	21.89
21 广西债 24	16.8	30	3.62	19	22.38	21 四川债 66	14.8	7	3.17	24	20.09
21 兵团债 11	3.6	7	3.18	25	-	21 四川债 72	25.6	7	3.17	24	19.78
21 兵团债 12	2.8	7	3.18	25	-	21 四川债 67	1.0	10	3.17	25	18.99
21 四川债 55	16.1	5	3.02	25	20.22	21 四川债 73	12.2	10	3.17	25	19.12
21 四川债 61	2.7	5	3.02	25	20.19	21 四川债 68	2.1	15	3.50	24	21.85
21 四川债 62	6.0	7	3.17	24	21.96	21 四川债 74	5.3	15	3.50	24	21.24
21 四川债 58	8.9	10	3.17	25	18.72	21 四川债 75	13.6	20	3.54	25	20.37
21 四川债 56	37.6	10	3.17	25	19.25	21 四川债 69	41.9	20	3.54	25	19.21
21 四川债 59	5.5	15	3.51	25	19.40	21 四川债 70	23.4	30	3.58	15	23.50
21 四川债 63	3.6	15	3.51	25	20.25	21 西藏 15	14.6	10	3.18	25	34.09
21 四川债 57	5.2	15	3.51	25	19.90						

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。