

稳增长压力仍然较大，稳信用方向更为明确

——利率债周报（2021. 11. 15-2021. 11. 21）

分析师 冯琳 于丽峰

1. 核心观点

上周一（11月15日），国家统计局发布了10月宏观经济数据，主要经济指标走势喜忧参半，整体表现无惊无喜，债市反应亦相对平淡。不过，在经历了此前几个月经济增速的快速下滑之后，10月基本面实现弱企稳，还是令市场对后续经济下行压力的担忧得到一定缓解。对此，我们提示关注三点：

首先，工业生产和消费的实际表现没有“看起来”那么好。工业生产和消费增速的超预期反弹是10月宏观经济数据中的亮点，两项指标的同比增速和两年平均增速均有所改善，支撑经济增长预期向乐观方向调整。不过，从工业生产表现来看，其一，10月工业生产动能边际增强主要与保供稳价力度加大以及“能耗双控”政策纠偏等供给侧政策调整有关，因此，工业三大门类中采矿业增加值加速最为明显，而因总需求依然疲弱，工业中占比最高的制造业生产动能仅实现低位企稳；其二，当前PPI和CPI剪刀差巨大、多处中下游的小微企业经营困难，而工业增加值指标统计的是规模以上工业企业，因而可能无法充分反映出小微企业的真实生产状况。从消费表现来看，10月社零同比增速超预期反弹主要受商品涨价拉动，这反映于当月社零实际同比增速不升反降，较上月放缓0.6个百分点至1.9%，表明从量的角度看，消费增长动能并未改善。

其次，超预期的出口对经济的拉动作用没有“看起来”那么强。10月出口额增速继续保持高位，再超市场预期。但仔细分析出口商品量价结构可以发现，出口额高增主因出口商品价格同比上涨。这导致出口额增速远超出口量增速，成为推动当前出口额同比快速增长的主要原因，这也与近期全球通胀整体升温相印证。可以看到，8月以来，在出口额同比持续运行于20%以上高位的同时，出口货运量同比增速大幅回落至个位数，10月已降至仅为0.8%，较上月下行0.6个百分点，连续三个月走低。这就解释了为何近期我国出口额保持高增，但制造业PMI中的新出口订单指数却持续处于收缩区间，以及工业增加值并未随出口走强而改善的原因（前者按照出口数量统计，后者按照不变价格统计）。这同时也意味着出口额大幅增长对国内工业生产的拉动力较为有限，难以缓解国内经济下行压力。

最后，尽管政策边际放松，但房地产对经济的拖累还在持续。6月末恒大风险暴露后，房地产投资韧

性明显弱化，这一势头已持续四个月，10月房地产投资同比和两年平均增速均延续下滑。与此相印证的是，已处寒潮中的楼市在10月继续降温，当月商品房销售面积同比增速延续两位数负增长。在上期周报《房地产融资政策松动，债市承压下跌》中，我们提出，尽管行业“政策底”已现，但“市场底”还不明朗，房地产投资增速下行趋势恐难以逆转，给经济造成的下行压力还会不断加大。而根据2011年和2015年两轮房地产下行周期规律，我们判断，当前仍然处于楼市和房地产投资下行初期阶段，本轮房地产寒潮期可能在明年年中之前结束。

整体上看，10月主要经济指标企稳反弹，或因此前政策纠偏，或因价格因素推升名义增速，经济增长的内生驱动力难言改善。我们注意到，11月以来，李克强总理先后在1日的发展壮大市场主体工作座谈会、2日的国务院常务会议、16日的世界经济论坛全球企业家特别对话会、18日的经济形势专家和企业家座谈会等四个场合提及“经济面临（出现）新的下行压力”；同时，媒体报道工信部正在密集调研摸底当前工业经济运行形势，进一步研究工业稳增长一揽子政策措施，也可作为侧面印证。

上周市场另一个关注点是央行于周五（11月19日）晚间发布的《2021年第三季度货币政策执行报告》。我们简要归纳以下要点：

首先，与二季度报告相比，三季度报告对短期宏观经济形势的判断更加谨慎，在肯定“经济长期向好的基本面没有变”的同时，强调“外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，保持经济平稳运行的难度加大”，表明内外部经济面临的问题是客观存在的。

其次，CPI方面，报告预测“四季度CPI温和上涨，总体保持在合理区间内平稳运行”，与二季度报告表述“CPI涨幅温和，预计下半年仍将在合理区间内平稳运行”相比变化不大；PPI方面，报告认为“PPI涨幅继续扩大，短期内可能维持高位”，与二季度报告中“PPI短期内可能维持相对高位”的判断保持一致，但未再强调“PPI走高大概率是阶段性的”以及“对此（指PPI高涨）宜客观、历史看待”，对PPI高位运行的暂时性、阶段性有所弱化。但整体上，报告仍认为通胀压力总体可控，在经历了三季度PPI的持续超预期上行后，报告对PPI通胀的措辞虽有微妙变化，但关注程度并不算高。

第三，近期以美联储Taper代表的海外货币政策调整对国内政策预期产生一定影响，对此，央行在三季度报告以专栏形式进行了具体论述，回顾了美联储上一轮紧缩对新兴经济体的外溢影响，但强调“当前我国面对的内外部环境与上轮相比有明显不同，发达经济体政策调整对我影响有限”。可以看出，随着海外经济体纷纷启动紧缩，外部平衡在央行政策考量中的比重加大，但以我为主的基调并未发生变化。

第四，对于市场最为关注的下一阶段货币政策取向，尽管报告对短期经济形势的判断更为谨慎，但仍

延续二季度报告“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头”这一表述。

第五，报告删除了二季度报告中的“坚决不搞‘大水漫灌’”、“管好货币总闸门”等提法，同时强调“增强信贷总量增长的稳定性”，相较二季度报告，释放出更强的稳信用信号。

后市展望及策略建议：从三季度货政报告可以看出，央行已经关注到当前经济面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，但在货币政策应对方面仍延续偏中性的基调，有意控制政策节奏，即当前阶段仍主要通过结构性货币政策工具来解决最为突出的结构性问题，为后续周期性压力加大，主要指明年经济面临的下行风险预留政策空间。考虑到结构性政策工具对稳增长作用不大，如果后续经济仍难以回归潜在增长区间，降准甚至于降息的空间仍然存在。短期看房地产融资利好频带来的风险情绪改善和对“宽信用”的担忧发酵将压制债市情绪，但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。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

上周债市窄幅震荡，10年期国债期货主力合约累计下跌0.95%；现券方面，上周五10年期国债收益率较前一周五小幅下行1.41bp，1年期国债收益率小幅下行0.89bp，收益率曲线略陡峭化。

11月15日：周一公布的10月经济数据喜忧参半，经济下滑势头企稳但整体仍弱，其中房地产相关数据表现不佳；央行开展1万亿MLF操作，不仅续作了当日到期的8000亿，也提前续作了将于月底到期的2000亿，资金面维持宽松；午后有传闻称11月份1年期LPR报价有可能下调5个基点，对债市情绪有所提振。整体上看，当日银行间主要利率债收益率下行1-2bp左右，其中，10年期国债到期收益率下行1.22bp；国债期货高开后波动上涨，全天全线收涨，其中，10年期主力合约涨0.25%。

11月16日：因英国央行行长贝利称对通胀形势非常不安，隔夜海外通胀和加息预期升温，美债收益率上行，对国内债市多头情绪有所压制；周二市场高度关注中美会谈情况，会谈气氛友好但会后未发表任何联合声明，或反映双方在一些问题上仍然存在分歧，整体看对债市影响有限。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下行0.25bp；国债期货各期限主力合约多数收平，其中，10年期主力合约收平。

11月17日：周三债市消息面平淡，资金面成市场主要关注点。受央行公开市场净回笼及缴税走款压力影响，当日资金面有所收敛，货币市场利率多数上涨，国债现券期货弱势震荡。当日银行间主要利

率债收益率小幅上行不足 1bp，其中，10 年期国债收益率上行 0.51bp；国债期货各期限主力合约小幅收跌，其中，10 年期主力合约 T2112 跌 0.08%。

11 月 18 日：周四债市消息面依然平淡，而随缴税走款近尾声，银行间资金面回稳。当日银行间主要利率债收益率小幅下行，其中，10 年期国债到期收益率下行 1.49bp；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 0.15%。

11 月 19 日：因市场传闻央行要求商业银行加大开发贷投放，周五债市午盘后大跌。全天来看，当日银行间主要利率债收益率上行 1-2bp 左右，其中，10 年期国债到期收益率上行 1.56bp；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 0.32%。

图 1 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

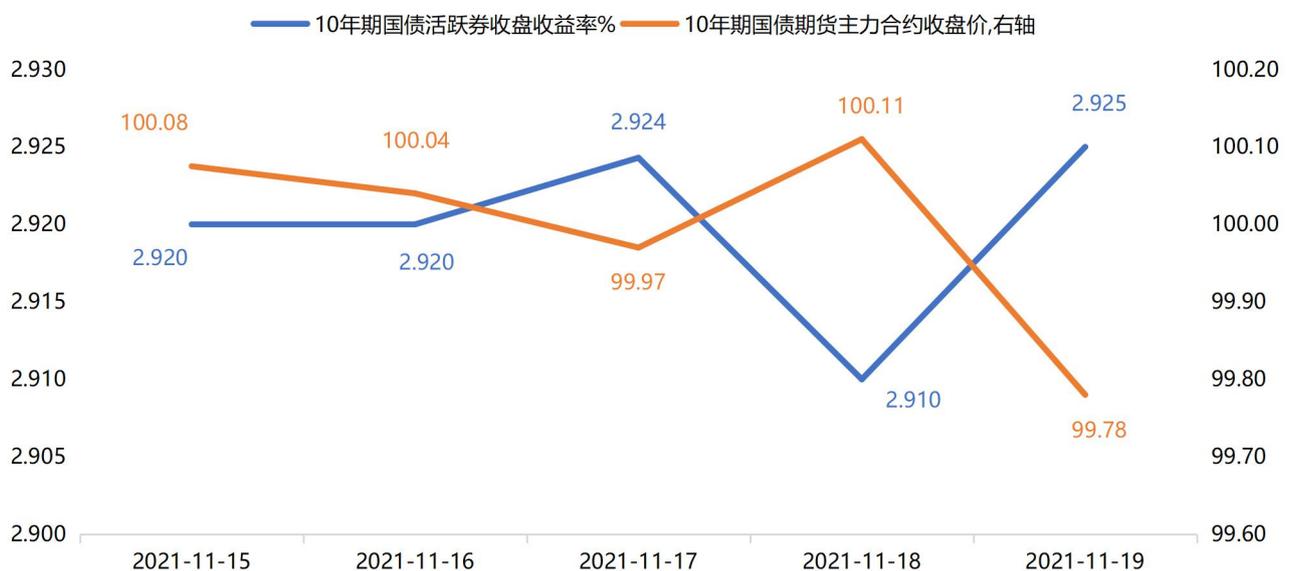


图 2 上周国债收益率曲线陡峭化下行



图 3 上周国开债收益率曲线陡峭化下行

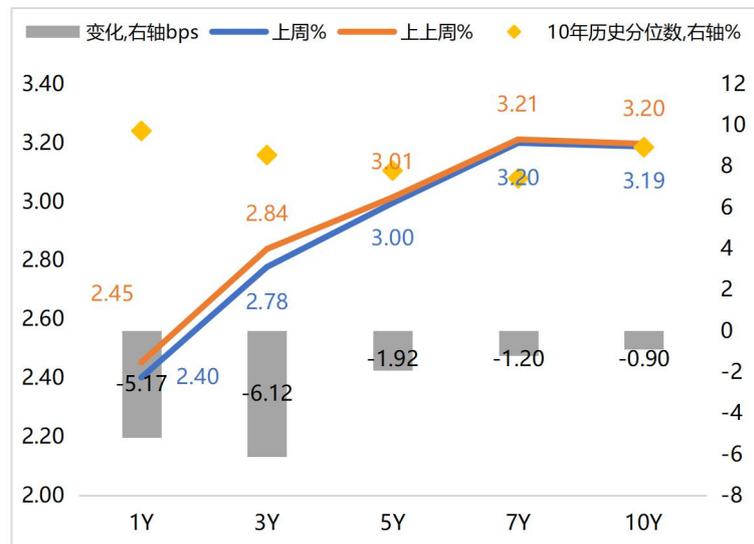


图4 上周国债期货小幅下跌

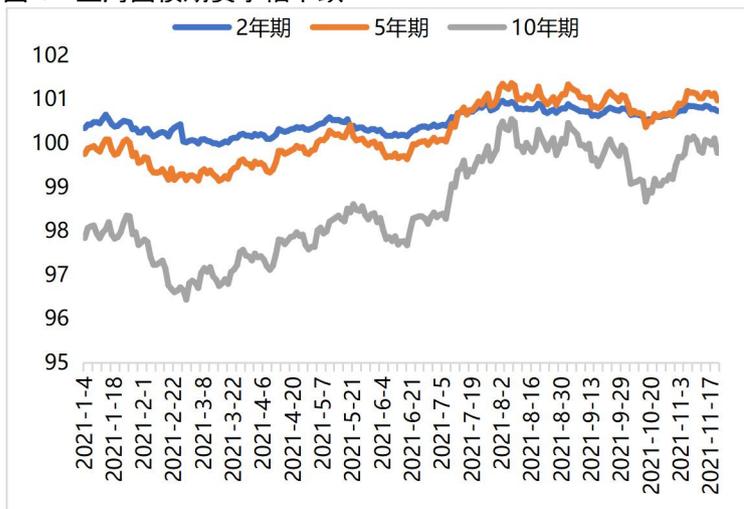


图5 上周国开债隐含税率继续下行

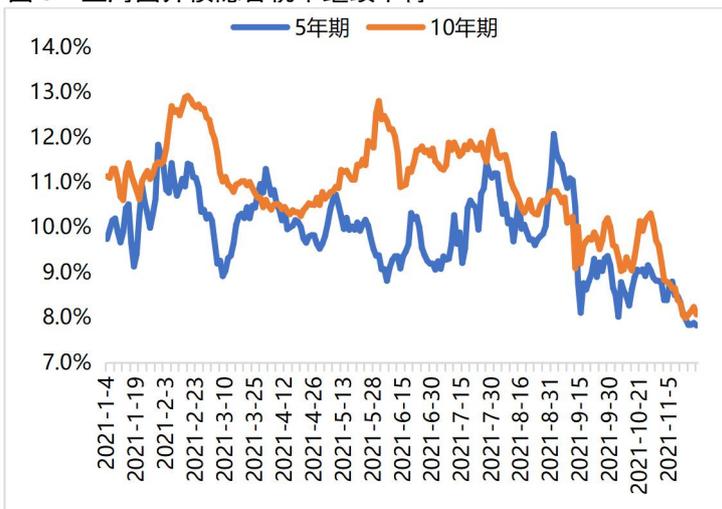


图6 上周国债10Y-1Y期限利差(bp)小幅上行

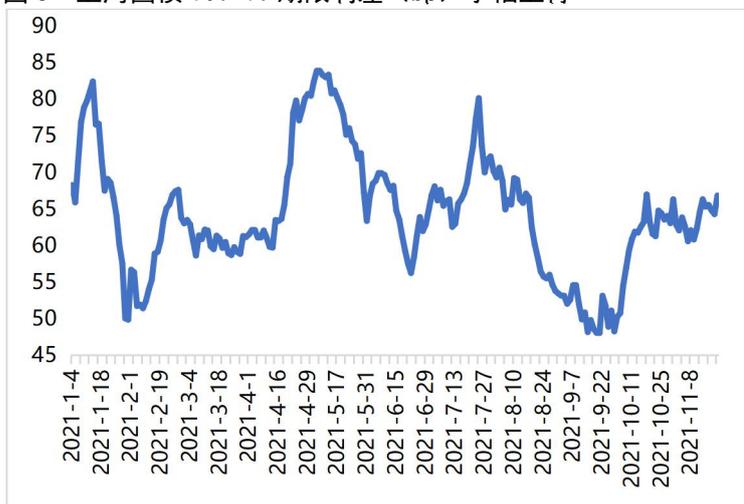
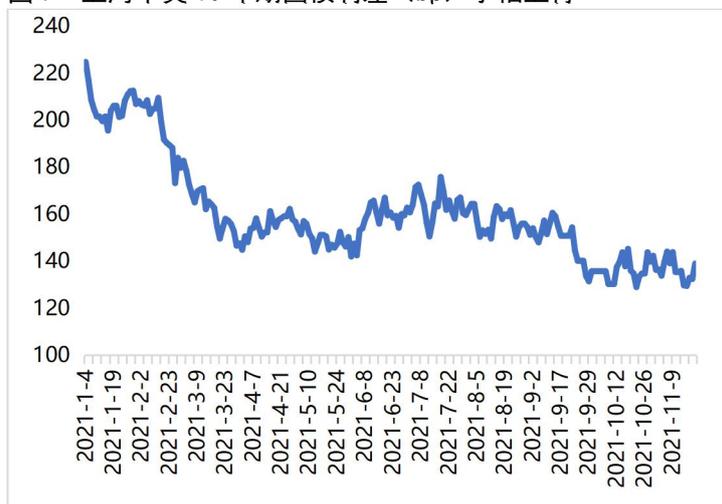


图7 上周中美10年期国债利差(bp)小幅上行



数据来源：Wind，东方金诚

2.2 一级市场

上周共发行利率债 81 只，环比增加 27 只，发行量 4820 亿元，环比增加 3580 亿元，净融资额 819 亿元，环比减少 676 亿元。上周地方政府债发行再度放量，发行量和净融资均较前一周增长 1500 亿元左右；国债发行量环比小幅上行，但偿还量大幅增加，净融资降至-548 亿元；政金债发行量环比小幅增加，但到期量大增，净融资转负。

表 1 利率债发行与到期（亿元）

	11月15日当周 发行量	11月8日当周 发行量	11月15日当周 偿还量	11月8日当周 偿还量	11月15日当周 净融资额	11月8日当周 净融资额
国债	1,933	2,202	2,481	1,676	-548	527
政金债	961	940	1,180	0	-219	940
地方政府债	1,926	438	339	409	1,587	29
合计	4,820	3,580	4,000	2,084	819	1,495

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 3.63 倍；共发行 17 只政金债，平均认购倍数为 6.02 倍；共发行 60 只地方政府债，平均认购倍数为 23.32 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 15 日），央行开展 1 万亿 MLF 操作，操作利率为 2.95%，与 10 月持平，连续 20 个月保持这一水平。11 月 MLF 两批合计到期量合计为 1 万亿，因此本月 MLF 为等量平价续作。

11 月有两批 MLF 到期，分别为 11 月 15 日的 8000 亿和 11 月 30 日的 2000 亿，合计到期量为 1 万亿，为年内最高水平。作为对比，上半年合计到期量为 10000 亿。今日央行开展 1 万亿元 MLF 操作，意味着本月为 MLF 连续第三个月高额等量续作。我们判断这背后有以下信号意义：

首先，MLF 巨额等量续作有助于商业银行备战新增专项债发行高峰。11 月中下旬将进入新增专项债高密度发行阶段，估计发行量将在 9000 亿元左右，显著高于上月全月的 5135 亿。在“财政后置”安排下，今年专项债发行在收官阶段进入高峰期。我们注意到，7 月央行降准后，银行体系中期流动性进入偏于宽松状态，以 1 年期商业银行（AAA 级）同业存单到期收益率为代表的中端市场利率低于中期政策利率（MLF 利率）20 个基点左右。在这一局面下，11 月央行依然选择巨额等量续作 MLF，有助于商业银行应对即将到来的新增地方政府专项债发行高峰，避免市场利率超预期上行。这一方面体现了货币政策和财政政策之间的配合，也有助于为四季度稳增长创造较为有利货币金融环境。

其次，11 月 MLF 净投放量未见加大，或预示后期降准概率增加。上周公布的 10 月金融数据显示，信贷、社融增速低位企稳，M2 增速连续两个月上扬。我们判断，接下来房地产融资环境边际回暖，信贷、社融增速将进入一个持续上扬过程。这是稳定今年底明年初宏观经济运行、有效控制系统性金融风险的重要支撑点。而伴随信贷投放规模加大，银行体系补充中长期性流动性的需求随之增加。7 月降准后，以 1 年期商业银行（AAA 级）同业存单到期收益率为代表的中端市场利率开始明显低于 MLF 利率，这有助于企业融资成本持续下行，在一定程度上抵消了 PPI 高增给中下游小微企业带来的成本下压力，助力稳增长；不过，在中期市场利率明显低于 MLF 利率背景下，银行通过 MLF 补充中长期流动性的动力也随之下降。下一步为激励银行以较低利率向企业发放贷款，通过降准渠道向银行提供低成本中长期流动性的需求将有所增大。

最后我们判断，面对年底前流动性波动加大、稳增长需求上升的局面，若单纯从流动性管理角度出发，年底前央行阶段性加大逆回购操作规模，以及适度加量续作 MLF，即可应对各类流动性扰动；若在兼

顾流动性管理的同时，着眼释放温和稳增长信号，推动信贷、社融增速较快回升，并引导实体经济融资成本下行，年底前央行也可能再次实施降准。

✚ 上周五（11月19日）央行发布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》。

✚ 报告指出，我国是具有强劲韧性的超大型经济体，经济长期向好的基本面没有变，发展潜力大、回旋空间广阔的特点明显，市场主体活力充足。也要看到，世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球大流行交织影响，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，要坚定信心，集中精力办好自己的事。

对于下一阶段货币政策思路，报告指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，保持物价水平总体稳定。发挥好结构性货币政策工具作用，用好新增3000亿元支小再贷款额度，实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作，用好2000亿元再贷款额度支持区域协调发展，落实好碳减排支持工具，设立2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，引导金融机构继续加大对中小微企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持。健全市场化利率形成和传导机制，继续释放贷款市场报价利率改革效能，优化存款利率监管，推动小微企业综合融资成本稳中有降。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，加强预期管理，完善跨境融资宏观审慎管理，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。坚持底线思维，增强统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作。推动经济稳定恢复，努力完成今年经济发展主要目标任务。

4. 上周实体经济观察

4.1 上周重点数据

✚ 上周一（11月15日），国家统计局公布数据显示：2021年10月规模以上工业增加值同比实际增长3.5%，前值3.1%；1-10月固定资产投资累计同比增长6.1%，1-9月为7.3%；10月社会消费品零售总额同比增长4.9%，前值4.4%。

✚ 10月煤、电增产保供政策发力，局部疫情对消费冲击较弱，出口延续强势，宏观经济下行势头得到遏

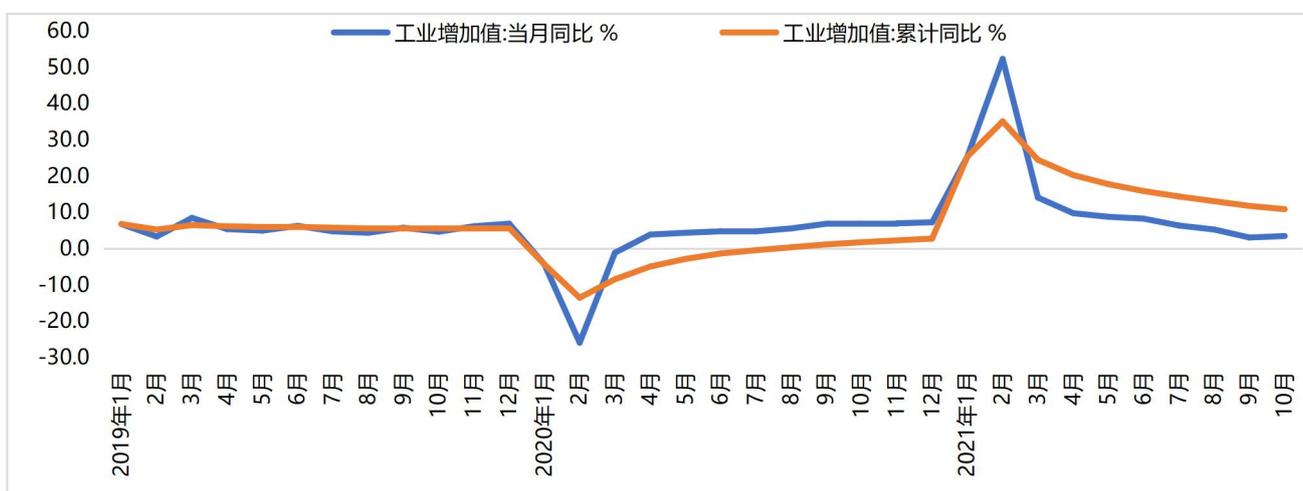
制。但目前经济增长动能整体依然偏弱，后续在房地产融资环境改善过程中，宏观政策仍将向稳增长方向倾斜。

工业生产方面，10月工业生产动能改善主因双控纠偏、保供稳价等供给端政策发挥作用。受制于总需求疲软，10月工业生产增速仍处在偏低水平，尤其是在工业中占比约八成的制造业生产扩张仍显乏力。

投资方面，1-10月固定资产投资同比增速回落，以两年平均增速衡量的固定资产投资动能止住下滑势头。当月商品房销售下行加快，房地产投资连续两个月同比负增长；不过，在政策面支持下，10月制造业投资两年平均增速恢复上行；宏观政策向稳增长方向微调，基建投资两年平均增速保持稳定。

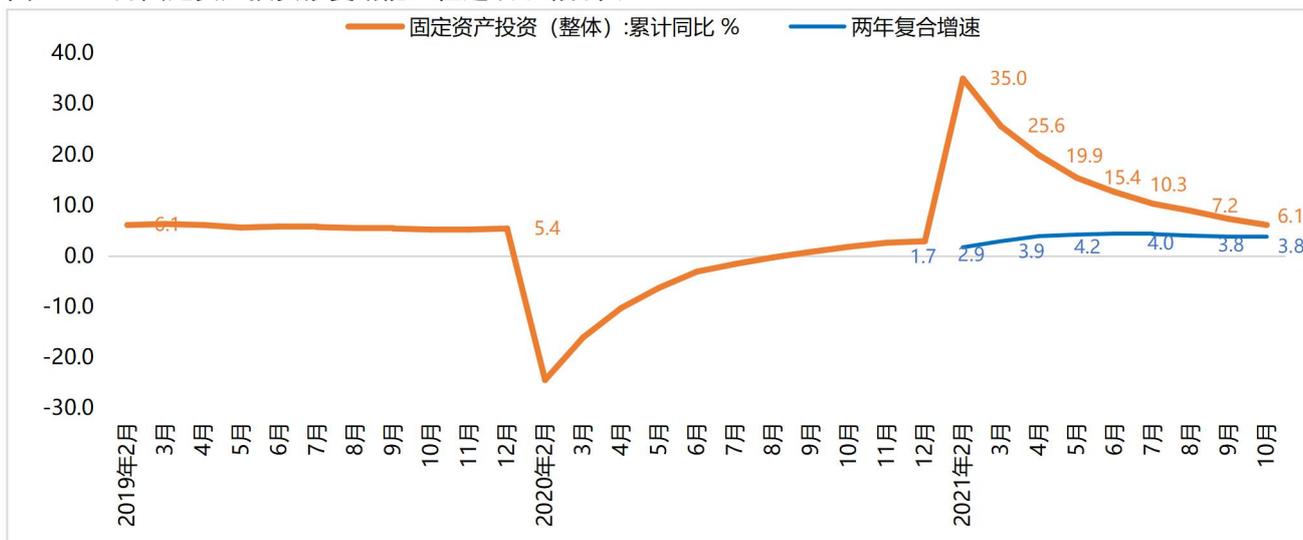
消费方面，10月社零同比和两年平均增速均有所反弹，表明当前这轮疫情带来的冲击不大。不过，疫情反复导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在，当前消费修复整体偏弱。

图8 10月工业增加值增速有所反弹



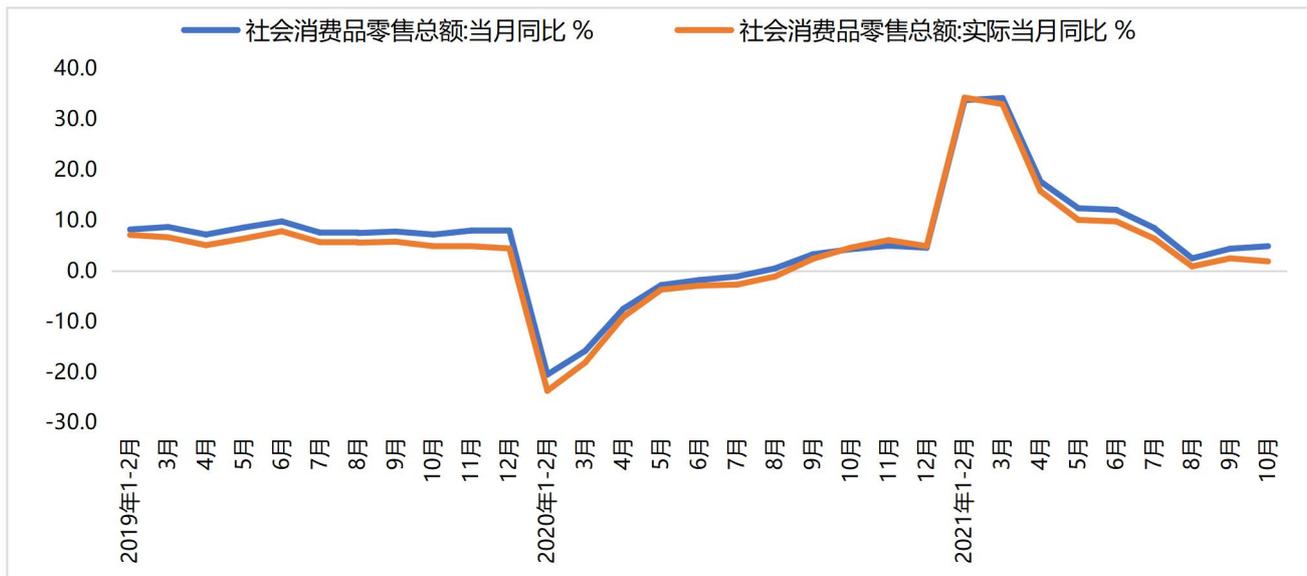
数据来源：Wind，东方金诚

图9 10月固定资产投资修复动能止住连续下滑势头



数据来源：Wind，东方金诚

图 10 10 月社零名义增速回升，但实际增速继续走弱



数据来源：Wind，东方金诚

4.2 上周高频数据

生产方面，上周《河北省 2021-2022 年采暖季钢铁行业错峰生产工作方案的通知》要求河北境内钢铁冶炼企业 11 月 15 日起实施错峰限产，高炉开工率下行，但半胎钢开工率和 PTA 产业链负荷率（江浙织机）延续上行趋势，工业生产有所恢复，但仍明显弱于过去两年同期；需求方面，上周 30 大中城市商品房销售面积环比小幅增长；BDI 指数继续下行，CCFI 指数小幅回升，出口景气度待观察。通胀方面，上周猪肉价格涨幅收窄；石油价格跌破 80 美元/桶，铜期货小幅下跌；螺纹钢和动力煤价格下跌均超 3%，但动力煤现货价格跌幅收窄至 1%。

图 11 上周高炉开工率环比小幅回落 (%)

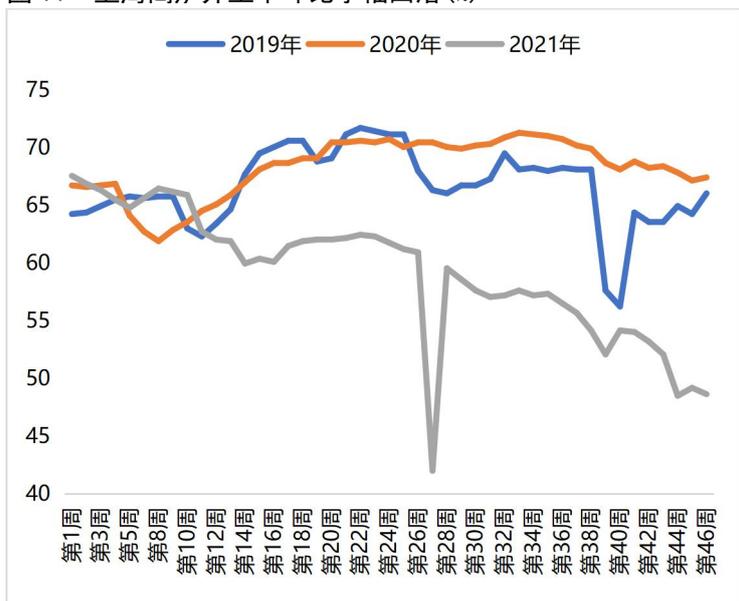


图 12 上周 PTA 产业链负荷率（江浙织机）继续上行 (%)

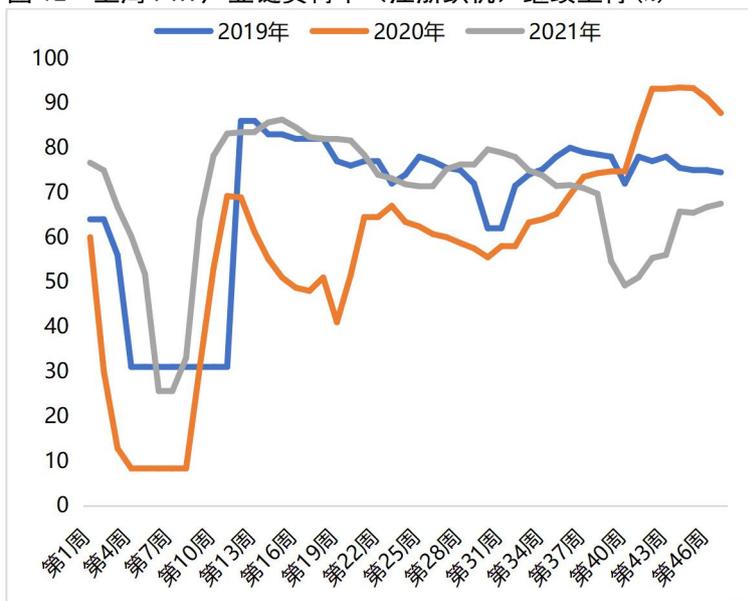


图 13 上半钢胎开工率继续上行 (%)

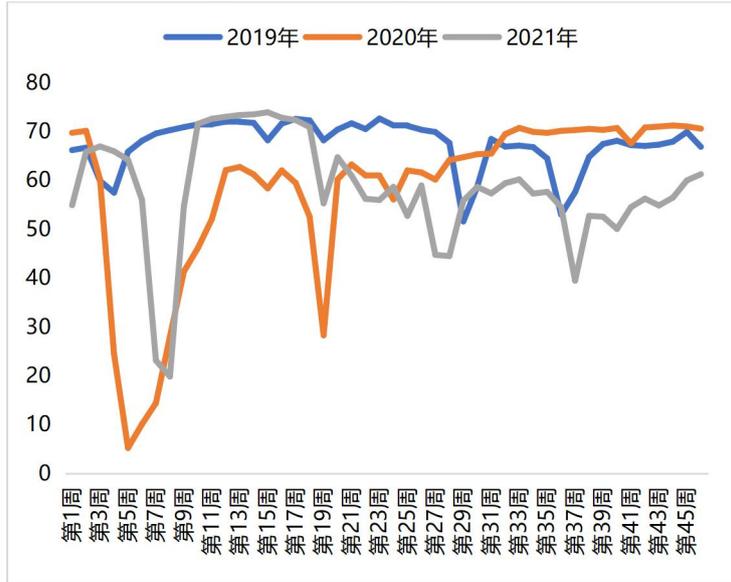


图 14 30 大中城市商品房成交面积 (7 日 MA, 万平方米)

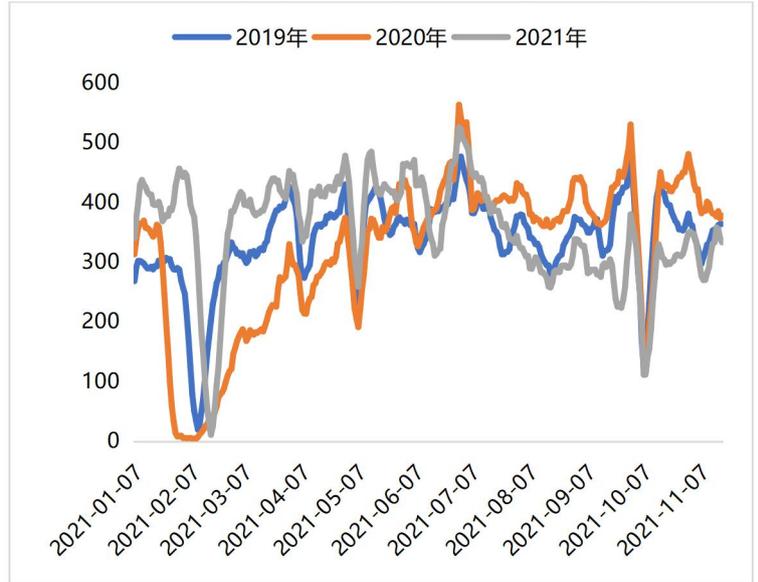


图 15 上周 BDI 指数继续下行

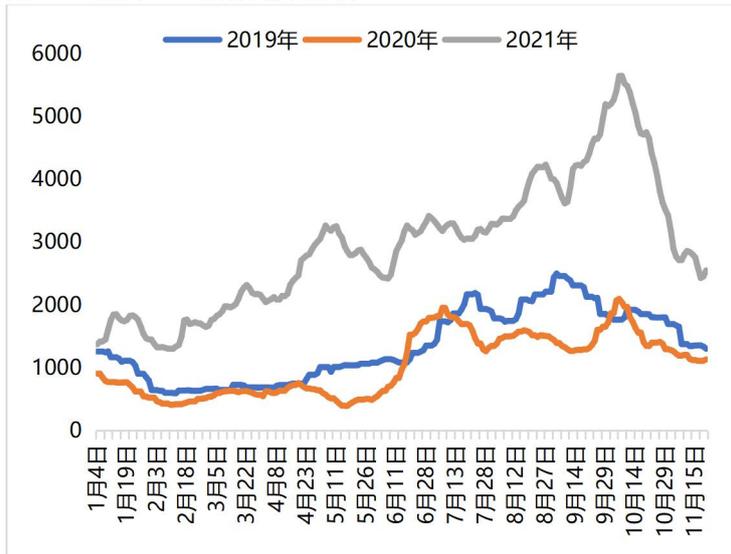


图 16 上周 CCFI 小幅上行

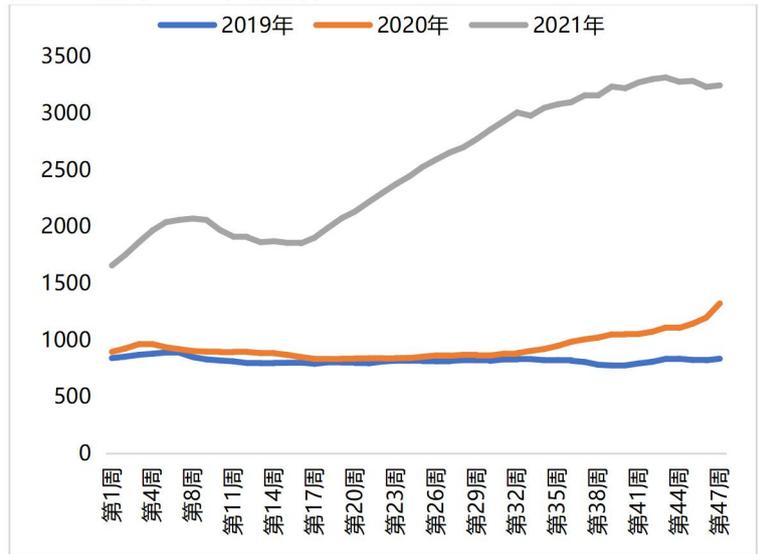


图 17 上周猪肉价格涨幅收窄

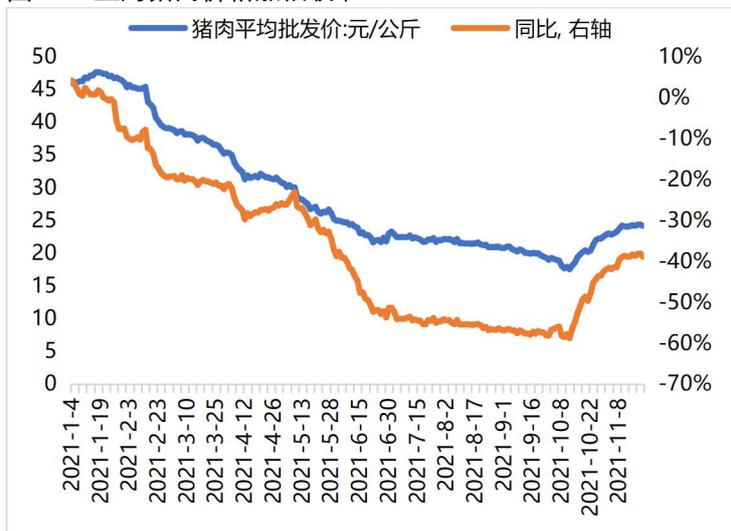


图 18 上周布油现货价格跌破 80 美元/桶



图 19 上周铜期货价格小幅下跌



图 20 上周螺纹钢期货价格环比下跌超 3%



图 21 上周动力煤期货价格下跌近 4%



图 22 上周动力煤港口现货价环比跌幅收窄至 1%



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 900 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 (%)
2021/11/15	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 7D	1000	2.2
2021/11/16	逆回购 7D	500	2.2	逆回购 7D	1000	2.2
2021/11/17	逆回购 7D	500	2.2	逆回购 7D	1000	2.2
2021/11/18	逆回购 7D	500	2.2	逆回购 7D	1000	2.2
2021/11/19	逆回购 7D	500	2.2	逆回购 7D	1000	2.2
2021/11/15	MLF(投放)365D	10,000	2.95			
2021/11/16				MLF(回笼)365D	8,000	2.95
投放			12100 亿元			
到期			13000 亿元			
净投放			-900 亿元			

数据来源：Wind，东方金诚

图 23 上周 R007 和 DR007 小幅下行

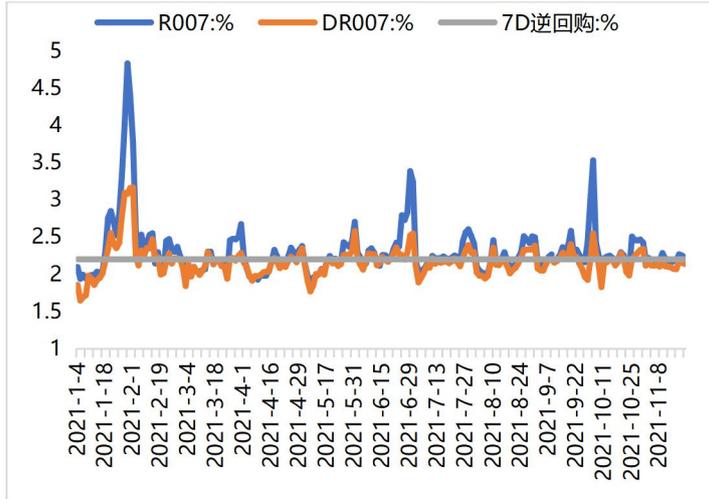


图 24 上周股份行同业存单发行利率小幅下行 (%)



图 25 上周票据利率小幅上行 (%)

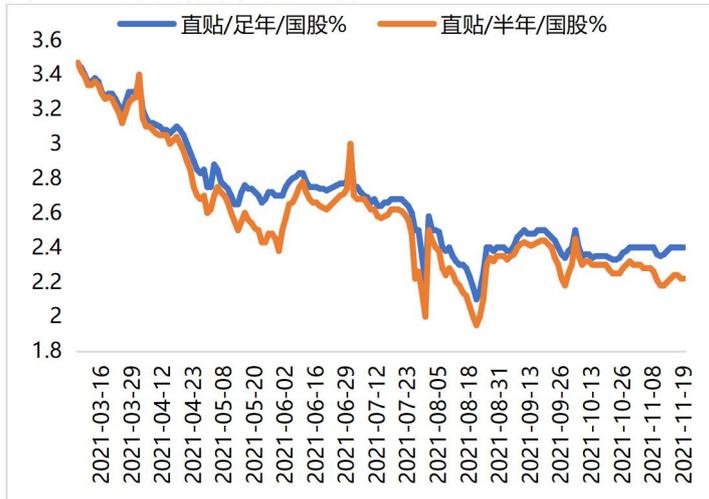


图 26 上周质押式回购成交量日均值继续上行

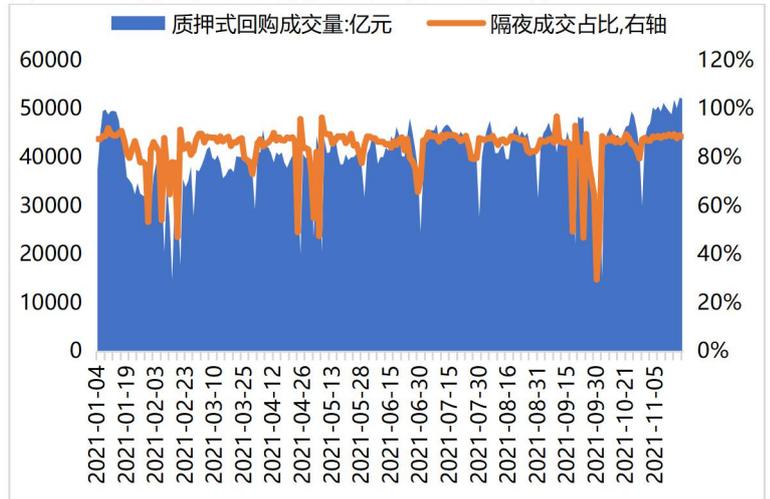
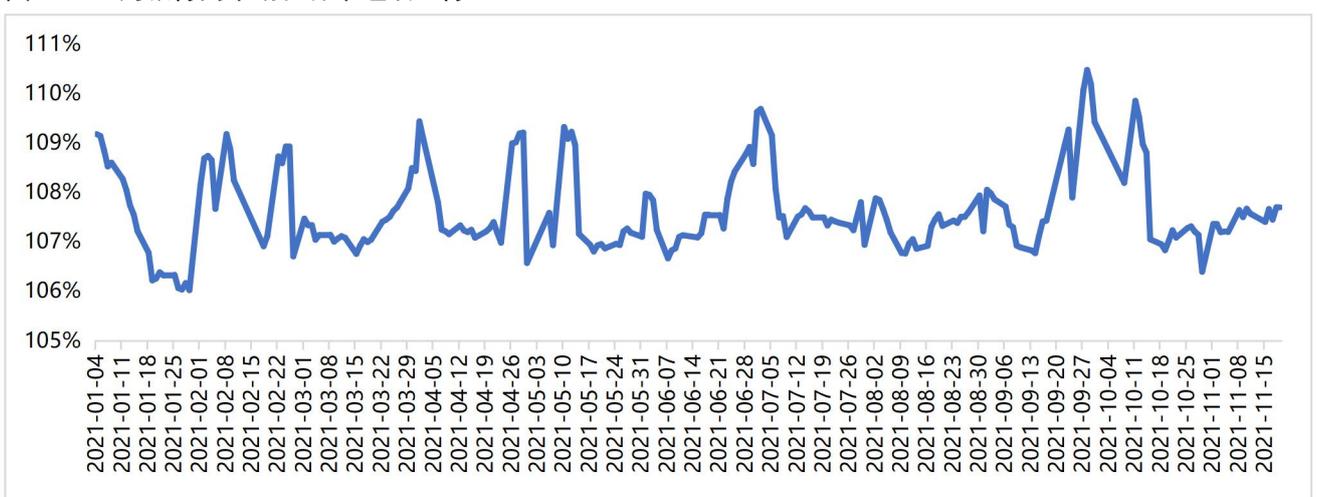


图 27 上周银行间市场杠杆率继续上行



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 57	500	0.25	2.12	2.29
21 贴现国债 56	350	0.50	2.19	2.98
21 附息国债 16(续发)	543	1.00	2.22	3.44
21 附息国债 17	540	10.00	2.89	5.80

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9)		1.0	2.20	7.44	21 国开16(增2)	121	1	2.25	4.03
21 进出22(增6)		2	2.63	6.46	21 国开18(增发)	90	3	2.73	4.88
21 进出13(增2)	30	3	2.76	5.93	21 国开08(增8)	90	5	2.83	5.48
21 进出05(增23)	30	5.0	3.22	6.99	21 国开21	30	30	3.56	7.51
21 进出10(增15)	40	10	3.38	5.99	21 农发清发03(增发15)	20	2	2.58	7.77
21 国开09(增13)	30	7	3.09	7.84	21 农发清发04(增发12)	30	7	3.19	5.87
21 国开15(增8)	180	10	3.12	4.06	21 农发06(增14)	30	3	2.78	6.99
21 农发11(增3)	50	1	2.25	5.20	21 农发08(增13)	40	5	2.99	6.32
21 农发10(增2)	90	10	3.30	3.66					

资料来源：Wind，东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

债券简称	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	债券简称	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 河北债 59	13.5	7	3.07	15	24.12	21 青岛债 28	39.4	10	3.18	25	29.01
21 河北债 60	19.4	10	3.18	25	23.83	21 青岛债 31	0.7	15	3.42	15	27.43
21 河北债 61	121.8	15	3.42	15	21.45	21 青岛债 29	4.7	15	3.42	15	29.60
21 河北债 62	27.4	20	3.55	25	22.86	21 青岛债 30	8.2	20	3.45	15	29.88
21 河北债 63	39.0	30	3.59	15	29.98	21 青岛债 32	4.6	20	3.45	15	28.46
21 山西债 45	1.0	5	3.01	25	19.90	21 陕西债 59	0.2	5	2.96	20	35.00
21 山西债 44	23.6	5	3.01	25	19.65	21 陕西债 60	3.8	7	3.13	20	26.75
21 山西债 46	26.1	10	3.18	25	20.38	21 陕西债 65	15.9	10	3.18	25	28.65
21 山西债 50	12.9	10	3.18	25	20.15	21 陕西债 61	6.3	10	3.18	25	27.11
21 山西债 47	58.9	15	3.52	25	18.02	21 陕西债 62	23.6	15	3.52	25	26.20
21 山西债 48	45.0	20	3.55	25	19.22	21 陕西债 63	79.5	20	3.50	20	25.75

21 山西债 49	19.8	30	3.64	20	24.16	21 陕西债 64	23.6	30	3.59	15	28.40
21 重庆债 17	24.6	10	3.18	25	26.87	21 福建债 44	7.9	10	3.17	25	20.98
21 重庆债 16	272.8	30	3.69	25	29.99	21 福建债 47	7.4	15	3.52	25	23.58
21 广东 104	37.0	5	2.91	15	16.93	21 福建债 45	19.2	15	3.51	24	21.77
21 广东 101	16.2	5	2.91	15	17.60	21 福建债 43	3.0	15	3.42	15	23.57
21 广东 103	171.2	5	2.91	15	17.49	21 福建债 48	1.4	15	3.52	25	20.27
21 广东 96	67.4	10	3.18	25	18.00	21 福建债 49	6.7	20	3.55	25	21.67
21 广东 97	47.6	15	3.50	22	16.51	21 福建债 46	3.3	20	3.55	25	21.71
21 广东 100	1.6	15	3.52	24	19.18	21 福建债 50	20.2	10	3.17	25	20.87
21 广东 102	58.7	15	3.50	22	17.57	21 福建债 56	8.1	10	3.17	25	21.09
21 广东 95	58.4	15	3.48	20	18.40	21 福建债 53	1.7	10	3.17	25	21.38
21 广东 98	96.5	20	3.45	15	15.25	21 福建债 57	13.9	15	3.52	25	20.33
21 广东 99	89.0	30	3.59	15	27.14	21 福建债 54	2.3	15	3.52	25	21.63
21 宁夏债 13	1.0	3	3.02	40	-	21 福建债 51	32.0	15	3.52	25	21.59
21 宁夏债 14	7.4	10	3.20	27	-	21 福建债 52	22.6	20	3.50	20	20.61
21 宁夏债 15	20.6	10	3.20	27	-	21 福建债 55	26.2	20	3.55	25	19.76
21 宁夏债 16	3.8	10	3.20	27	-	21 福建债 58	11.8	20	3.55	25	20.42
21 青岛债 33	1.0	5	2.91	15	29.60	21 云南债 39	72.5	3	2.88	25	29.11
21 青岛债 34	16.5	10	3.18	25	29.21	21 云南债 40	55.5	5	3.01	25	30.42

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、引用或以任何方式传播。

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。