

发行保持放量，利率债全线大涨

—— 7月利率债月报

2021年7月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 一级市场：发行保持放量

7月主要利率债总发行规模为21504.16亿元，总偿还规模为14928.31亿元，净融资规模与6月有所减少，为6575.85亿元。

○ 二级市场：债市空间点燃

月中旬为债市的拐点，7月上中旬，资金面均衡偏松，债市以震荡为主，但受月初国常会提及降准、随后央行全面降准等提振债市情绪，债市大涨；中下旬以来，delta疫情扩散，市场避险情绪上升，叠加资金面平稳，债市延续上涨行情，且10Y国债直接突破2.9%盘整区。

○ 基本面：缺乏内生增长动力

- 1) 生产端：工业降速，PMI走平；
- 2) 投资端：逐步分化，制造业支撑；
- 3) 消费端：修复遇阻；
- 4) 出口端：边际走强，持续性需关注；
- 5) 流动性：社融超预期，资金整体平稳

○ 投资观点：

730政治局会议依然保持“要坚持稳字当头、稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”基调，确认下半年适度宽松方向，目前10Y国债收益率大幅突破2.9%盘整压力位，交易情绪依然浓厚，下行趋势破不可挡，空间有望触及2.7%。政治局会议提到“预算内投资和地方债发行”的问题，由于上半年专项债整体发行有所滞后，1-7月新增地方债为全年额度的43.2%，特别是新增专项债才完成37.9%，8月后地方债发行的供给扰动会对资金面造成一定影响，但也会带来配置机会缓解目前的“资产荒”格局。

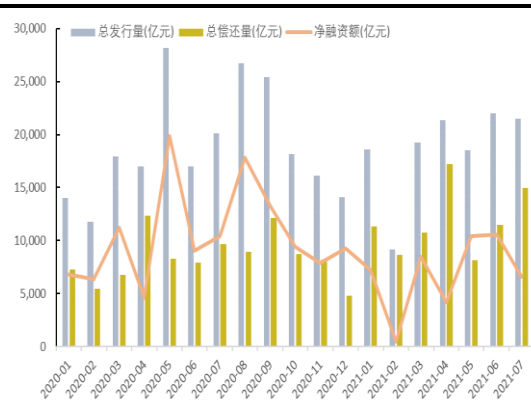
一、利率债一级市场

1、主要利率债：发行保持放量

截至 7 月 31 日，7 月主要利率债品种（国债、金融债、地方债）总发行量较去年同期有所增长。具体来看，7 月主要利率债总发行规模为 21504.16 亿元，总偿还规模为 14928.31 亿元，净融资规模与 6 月有所减少，为 6575.85 亿元。

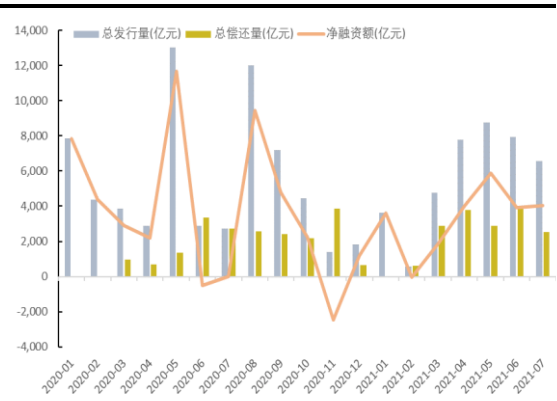
地方债方面，7 月份总发行量较去年同期有所增加。具体来看，7 月地方债总发行规模为 6567.76 亿元，总偿还规模为 2515.41 亿元，净融资规模为 4052.35 亿元。

图表 1：主要利率债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 2：地方债一级情况（亿元）

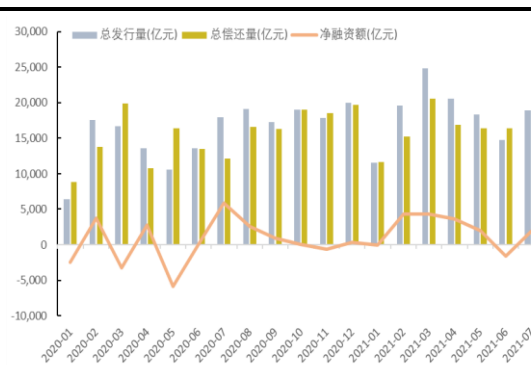


数据来源：Wind，百瑞信托

2、同业存单：发行增量，价格平稳

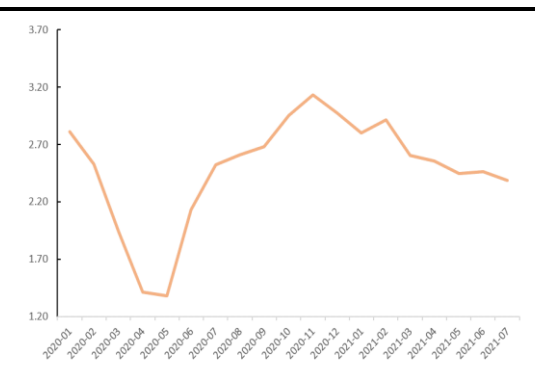
7 月同业存单量价齐跌。具体来看，同业存单总发行量为 18925.40 亿元，环比增加 4159.20 亿元；净融资额跌入负区间为 1856.10 亿元，环比增加 3480.60 亿元；3M 股份制同业存单发行利率月均值为 2.39%，环比下行 7BP。

图表 3：同业存单一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 4：3M 股份制同业存单发行利率（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

二、利率债二级市场

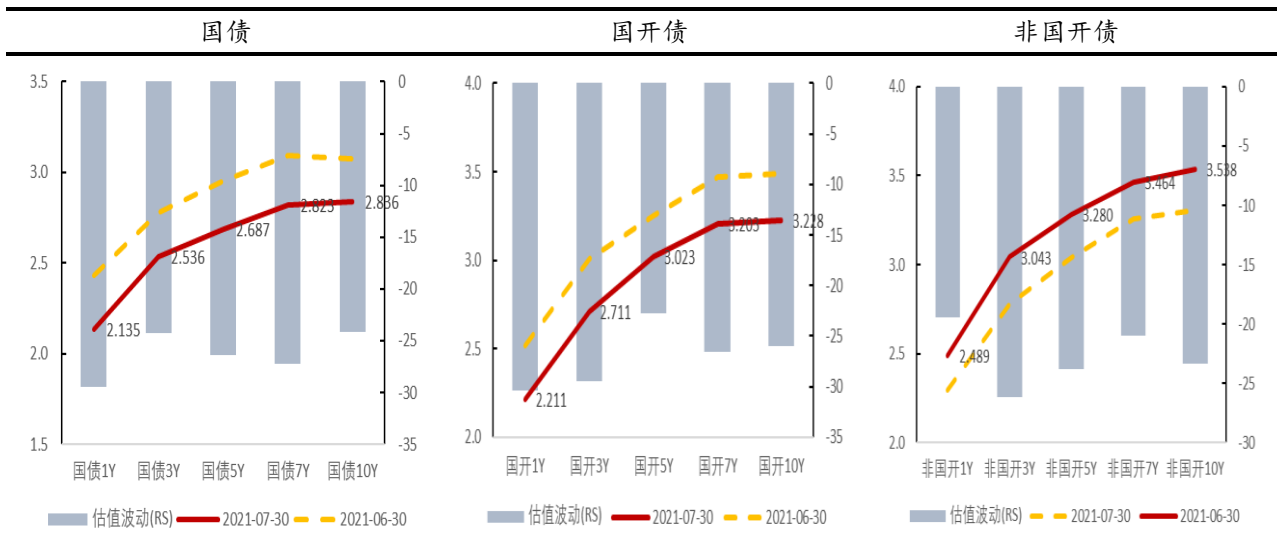
1、收益率情况：全面降准，整体下行

截至7月30日，国债方面，截至7月30日，1年期国债收益率为2.135%，较上月下行29.47BP。3年期国债收益率为2.536%，较上月下行2.778BP。5年期国债收益率为2.823%，较上月下行26.44BP。7年期国债收益率为2.823%，较上月上行27.2BP。10年期国债收益率为2.836%，较上月下行24.15BP。

国开债方面，1年期国开债收益率为2.211%，较上月下行30.36BP。3年期国开债收益率为2.711%，较上月下行29.43BP。5年期国开债收益率为3.023%，较上月下行22.75BP。7年期国开债收益率为3.203%，较上月下行26.57BP。10年期国开债收益率为3.288%，较上月下行25.95BP。

非国开债方面，1年期非国开债收益率为2.295%，较上月下行19.47BP。3年期非国开债收益率为2.781%，较上月下行26.14BP。5年期非国开债收益率为3.042%，较上月下行23.8BP。7年期非国开债收益率为3.255%，较上月下行20.97BP。10年期非国开债收益率为3.305%，较上月下行23.33BP。

图表5：利率债收益率（%）



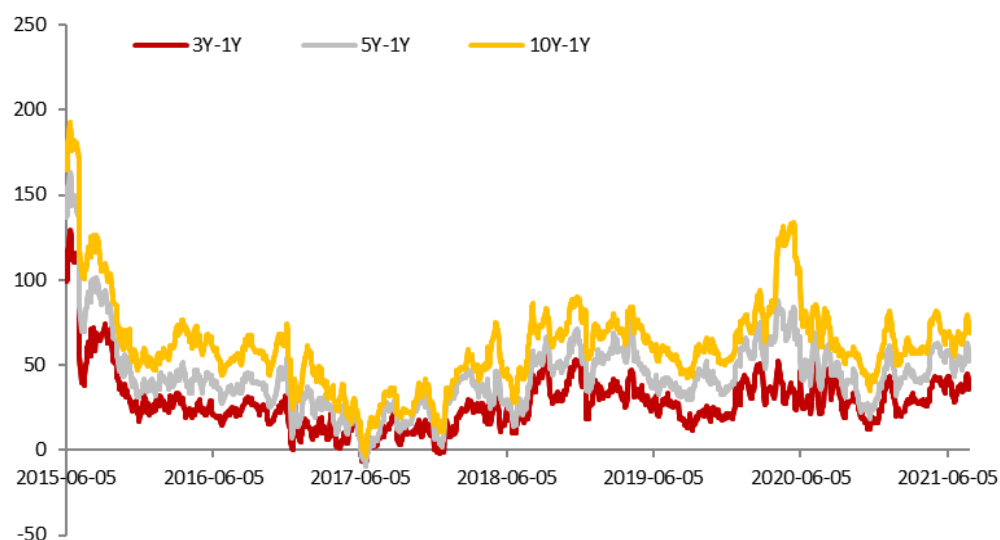
数据来源：Wind，百瑞信托

2、利差情况：小幅走阔

期限利差方面，7月期限利差整体走阔，具体来看，国债3Y-1Y利差走阔4.09bp至40.09bp，位于84%分位数，国债5Y-1Y利差走阔1.14bp至55.26bp，位于79%分位数；国债10Y-1Y利差较上月末走阔0.73bp至68.83bp，位于70%

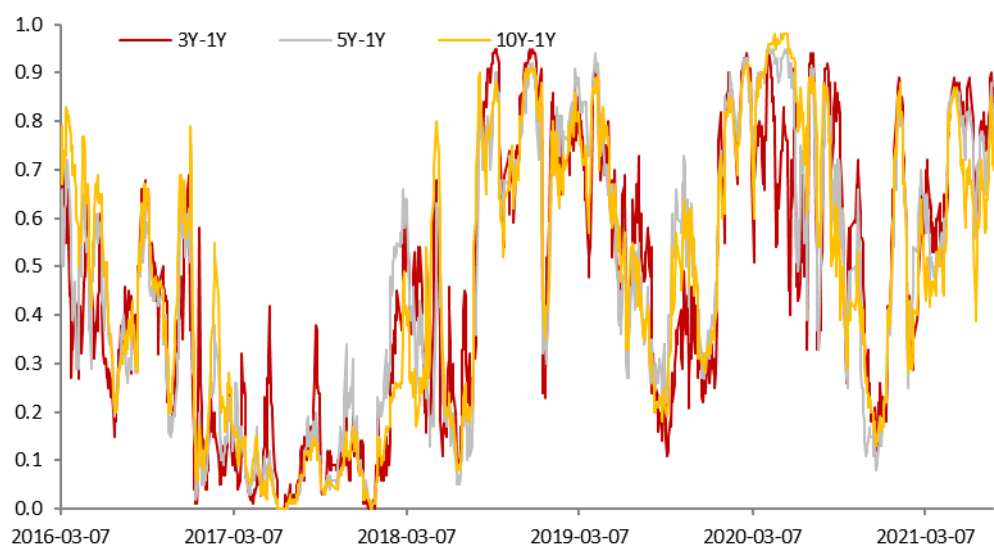
分位数。

图表 6：国债期限利差



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 7：国债期限利差分位数



资料来源：Wind，百瑞信托

三、经济基本面

1、经济内生增长动力不足

6 月经济总体继续恢复，但也有部分分化的地方，具体来看：

1) 生产端：工业降速，PMI 持平，6 月工业增加值同比增长 8.3%，较前期下

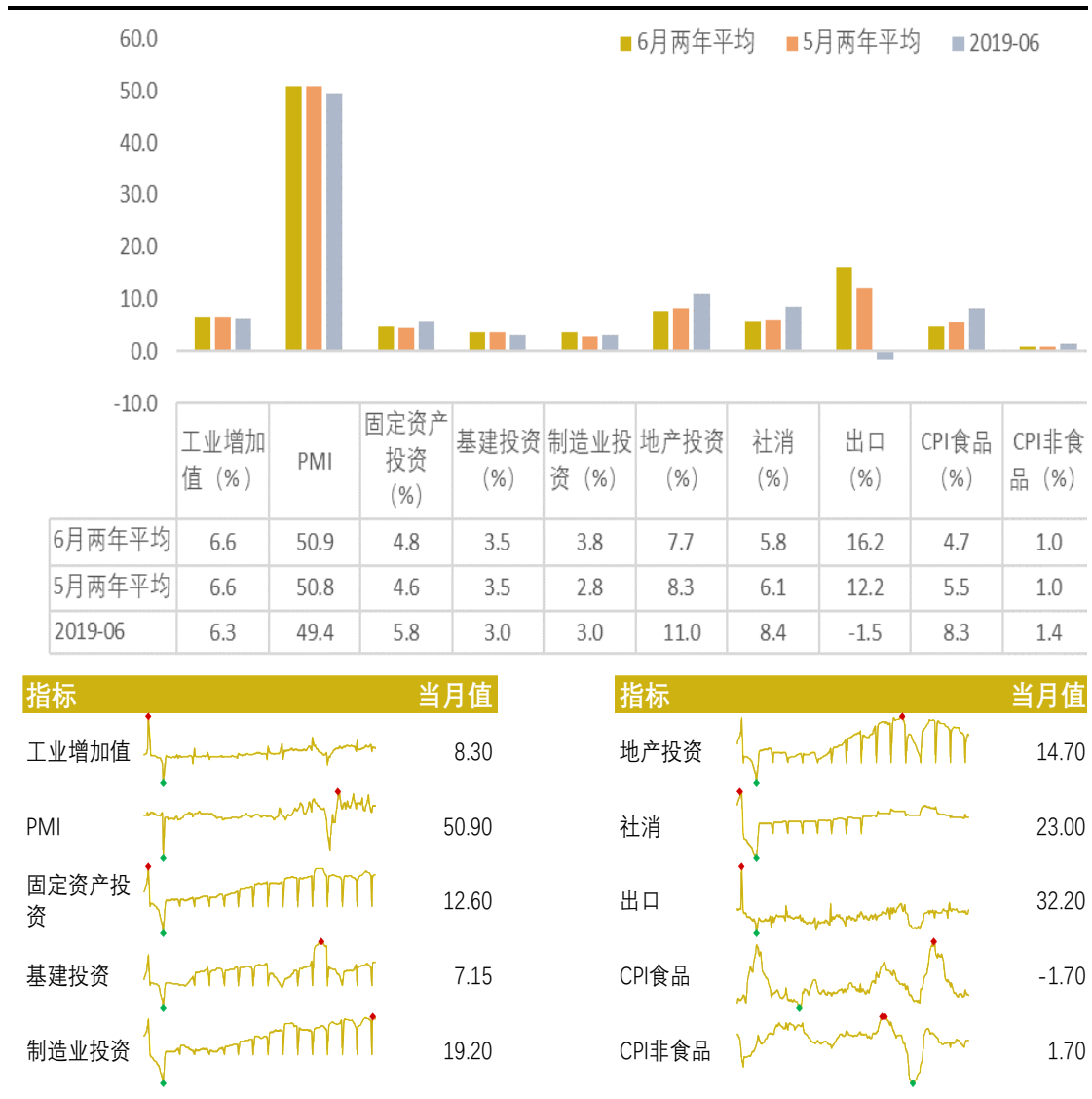
降 0.5pt，但两年平均增速为 6.6%与前期持平，韧性较强；而 5 月 PMI 为 50.9，两年平均值为 50.9，略高于前期水平，处于枯荣线上方。

2) 投资端：制造业投资支撑，6 月固定资产投资增速同比为 12.6%，较前期有所下滑，但两年平均值为 4.8%，高于前期水平；从两年平均的分项数据来看分化较大，制造业是主要支撑，基建投资持平，地产投资受监管持续影响有所收缩。

3) 消费端：消费修复依然受阻，6 月两年平均社消增速为 5.8%，弱于上月两年平均及去年同期水平。价格方面，食品类 CPI 与非食品类 CPI 都有所回落。

4) 出口端：边际走强，6 月出口同比增长 32.2%，两年平均为 16.2%，较前期均有所增长，主要是以手机和面板为代表的电子产品增速回升，其次因受 Delta 变异毒株影响，6 月防疫物资出口也保持回升态势。

图表 8：工业有韧性，投资分化，消费走弱



资料来源：Wind，百瑞信托

2、社融超预期，资金平稳

6月，新增社融3.67万亿元，高于预期（2.89万亿元）和去年同期（3.47万亿元），分项下：新增人民币贷款同比显著多增8888亿元，是推动6月新增社融超预期的主要原因，其次是信用债发行好转，企业债融资多增4906亿元。

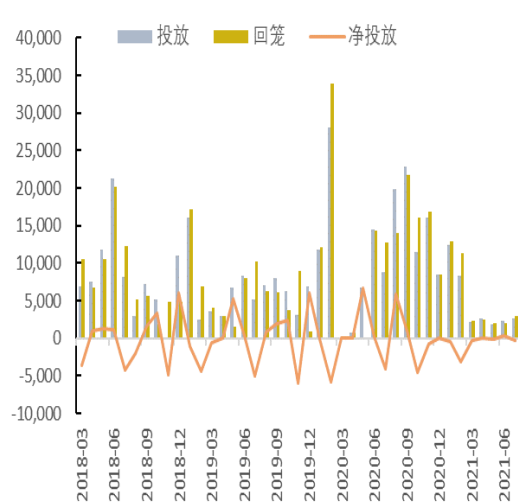
图表 9：金融数据情况



资料来源：Wind，百瑞信托

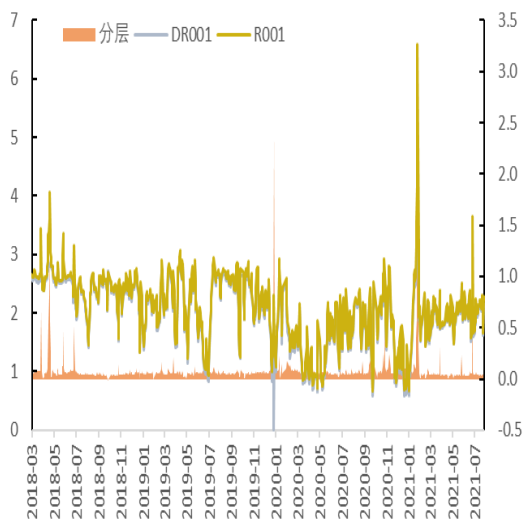
7月中旬，央行以“用价换量”的形式实施全面降准，使得公开市场操作净回笼350亿元（央行投放2650亿元，回笼3000亿元）。而资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，7月R001月均值为2.04下行9bp（前值2.13%），DR001月均值为2.00下行2bp（前值2.02%）。整体来看，在降准和公开市场细微操作的呵护下，缴税大月的资金也十分平稳。

图表 10：公开市场操作（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 11：隔夜回购利率（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

四、投资观点

从经济基本面来看，6 月经济总体继续恢复，但也有较多不及预期的地方，比如工业走弱，社消数据恢复遇阻等，而出口靠面板、疫情物资出口增量而回升，后续出口数据转弱的趋势或较难改变。在地产及城投去杠杆的监管持续趋严下，投资主要靠制造业支撑。整体经济缺乏内生增长动力，依然稳中偏弱。

从市场交易情况来看，月中旬为债市的拐点，7 月上中旬，资金面均衡偏松，债市以震荡为主，但受月初国常会提及降准、随后央行全面降准等提振债市情绪，债市大涨；中下旬以来，delta 疫情扩散，市场避险情绪上升，叠加资金面平稳，债市延续上涨行情。

730 政治局会议依然保持“要坚持稳字当头、稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”基调，确认下半年适度宽松方向，目前 10Y 国债收益率大幅突破 2.9% 盘整压力位，交易情绪依然浓厚，下行趋势破不可挡，空间有望触及 2.7%。政治局会议提到“预算内投资和地方债发行”的问题，由于上半年专项债整体发行有所滞后，1-7 月新增地方债为全年额度的 43.2%，特别是新增专项债才完成 37.9%，8 月后地方债发行的供给扰动会对资金面造成一定影响，但也会带来配置机会缓解目前的“资产荒”格局，维持 10Y 国债利率低点 2.7% 的判断。

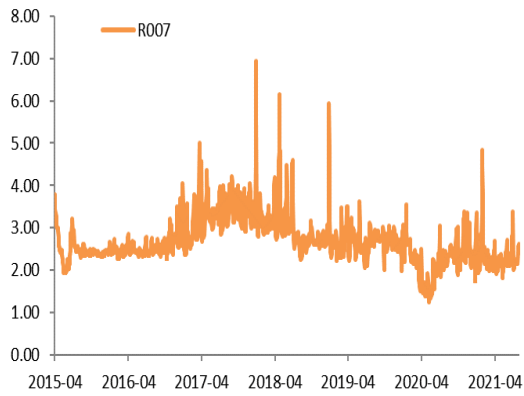
其他数据一揽

图表 12: 债券市场表现情况

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.46	0.90	1.44	1.94	2.31					
国开	0.48	1.06	1.29	1.91	2.46	9	2	15	16	39
非国开	0.38	0.97	1.34	1.56	2.23	26	6	10	20	22
铁道	0.46	1.17	1.92	2.18	2.73	30	2	3	25	14
产业AAA	0.49	1.15	1.86	2.09	2.64	32	6	10	42	25
产业AA+	0.49	1.35	1.91			23	1	3		
产业AA	0.58	0.94	1.68			31	30	38		
产业AA-	0.61	1.22				91	91	92		
城投AAA	0.46	1.10	1.70	2.07	2.25	32	6	10	25	27
城投AA+	0.47	1.27	1.93			31	6	11		
城投AA	0.55	1.07	1.90			26	10	46		
城投AA-	0.59	1.34				96	96	97		

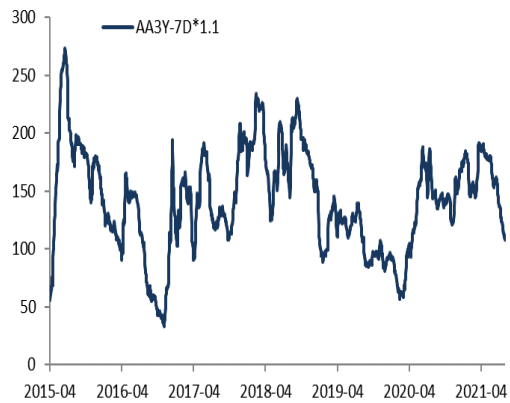
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 13: 7D 资金价格



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 14: 杠杆价值



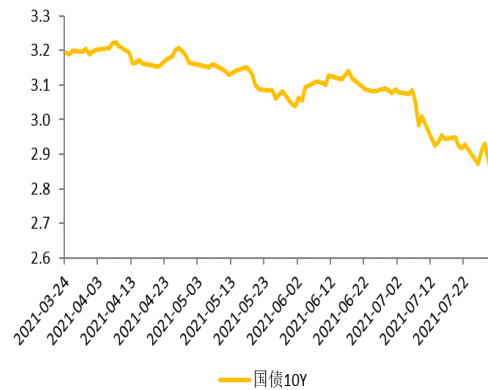
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 15: 国债 10Y



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 16: 近 90 天内变化



数据来源: Wind, 百瑞信托