

供给持续放量，二级调整为主

—— 8 月利率债月报

2021 年 9 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

8 月主要利率债总发行规模为 24277.68 亿元，总偿还规模为 9881.6 亿元，净融资规模与 7 月有所增加，为 14396.08 亿元。

○ 二级市场：多空交织，调整为主

8 月中下旬以前，市场多空因素交织，债市以震荡为主；8 月末后，资金面先紧后松，导致短端利率债上行较快，且受理财估值整改冲击影响，市场对银行二级资本债及永续债的抛售，间接波及到了利率债的交易情绪。

○ 基本面：下行压力加大

- 1) 生产端：工业降速，PMI 下行；
- 2) 投资端：投资走弱；
- 3) 消费端：持续下行；
- 4) 出口端：边际下滑；
- 5) 流动性：社融低预期，资金整体平稳

○ 投资观点：

从基本面和政策面来看，8 月经济数据延续走弱态势，货币政策方面，央行二季度货币政策执行报告指出：“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头，坚持实施正常的货币政策”。依然保持中性偏松基调，加之 LPR 降息持续落空，地产和城投政策偏紧的背景下，宽信用政策还未见启动。所以短期内来看，10Y 国债依然存在调整区间 2.85-2.95，维持中线 2.7 的判断。需注意，9 月地方债的供给扰动因素。

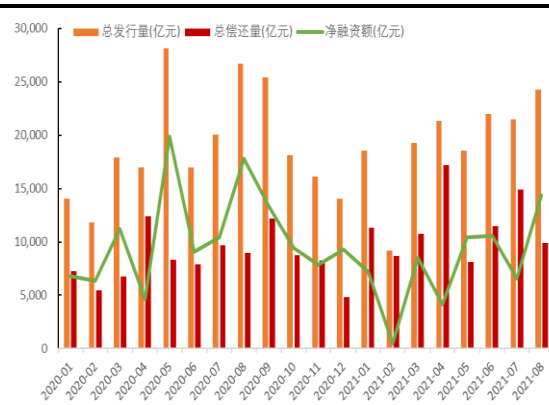
一、利率债一级市场

1、主要利率债：供给持续放量

截至 8 月 31 日，8 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持平。具体来看，8 月主要利率债总发行规模为 24277.68 亿元，总偿还规模为 9881.6 亿元，净融资规模与 7 月有所增加，为 14396.08 亿元。

地方债方面，8 月份总发行量较去年同期有所减少，但略高于 7 月。具体来看，8 月地方债总发行规模为 8797.28 亿元，总偿还规模为 3963.46 亿元，净融资规模为 4833.82 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）

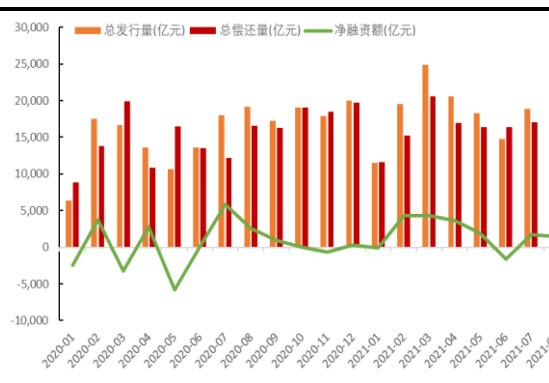


数据来源：Wind，百瑞信托

2、同业存单：发行略降，价格平稳

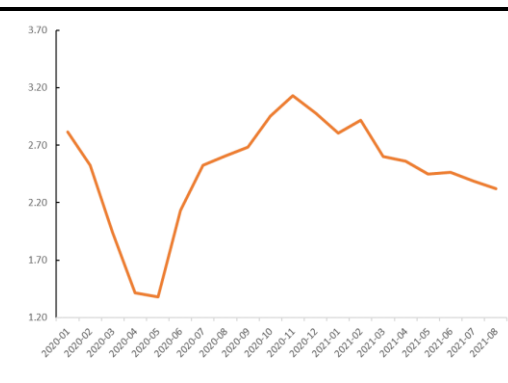
8 月同业存单量价齐跌。具体来看，同业存单总发行量为 18925.40 亿元，环比减少 1024.80 亿元；净融资额为 1468.3 亿元，环比减少 279.6 亿元；3M 股份行存单发行利率月均值为 2.32%，环比下行 7BP。

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

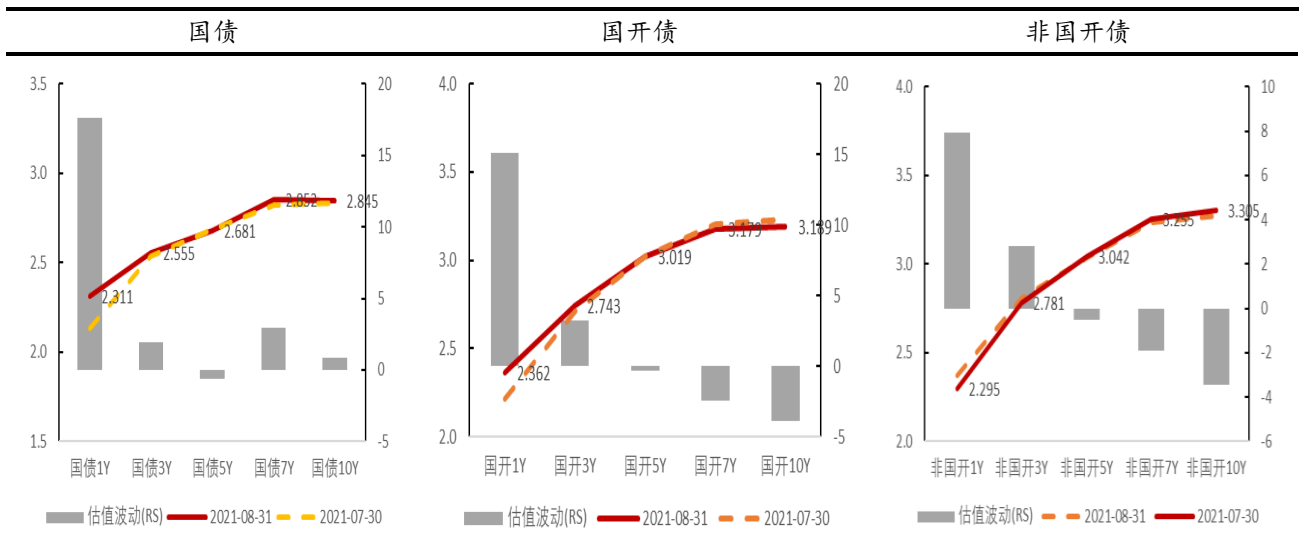
1、收益率情况：短端调整较大

截至8月31日,国债方面,1年期国债收益率为2.311%,较上月上行17.59BP。3年期国债收益率为2.555%,较上月上行1.928BP。5年期国债收益率为2.681%,较上月下行0.61BP。7年期国债收益率为2.852%,较上月上行2.93BP。10年期国债收益率为2.845%,较上月上行0.87BP。

国开债方面,1年期国开债收益率为2.362%,较上月上行15.07BP。3年期国开债收益率为2.743%,较上月上行3.24BP。5年期国开债收益率为3.019%,较上月下行0.36BP。7年期国开债收益率为3.179%,较上月下行2.46BP。10年期国开债收益率为3.189%,较上月下行3.88BP。

非国开债方面,1年期非国开债收益率为2.374%,较上月上行7.92BP。3年期非国开债收益率为2.809%,较上月上行2.81BP。5年期非国开债收益率为3.037%,较上月下行0.50BP。7年期非国开债收益率为3.235%,较上月下行1.93BP。10年期非国开债收益率为3.270%,较上月下行3.46BP。

图表5：利率债收益率(%)



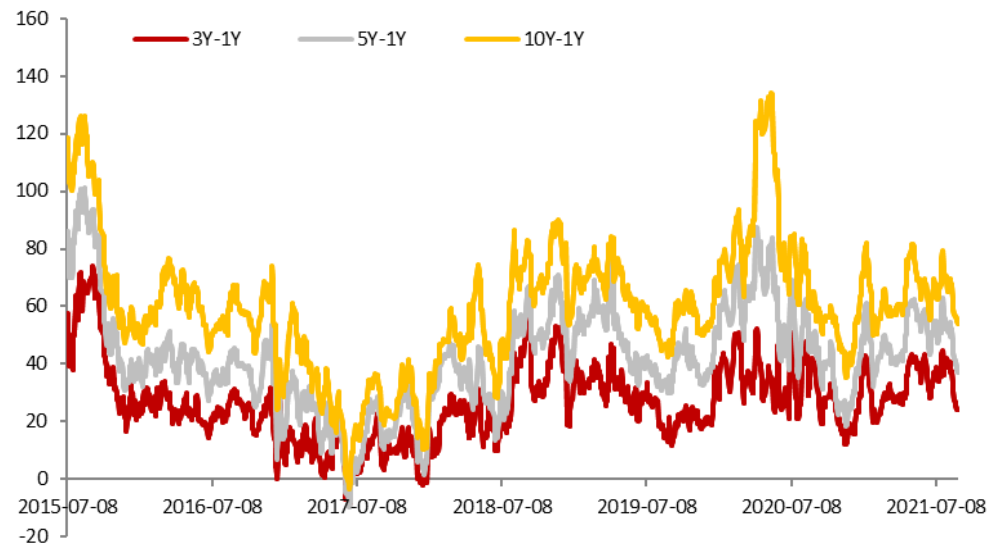
数据来源：Wind，百瑞信托

2、利差情况：收窄较快

期限利差方面,受短端调整较大影响,8月期限利差整体收窄,具体来看,国债3Y-1Y利差收窄14.39bp至24.42bp,位于44%分位数,国债5Y-1Y利差收窄15.28bp至37.06bp,位于38%分位数;国债10Y-1Y利差较上月末收窄14.82bp

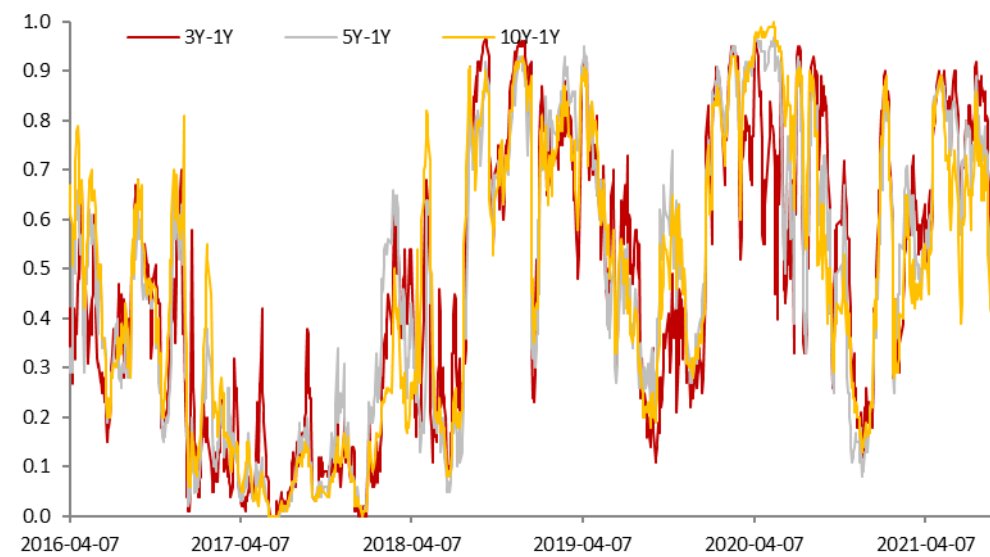
至 54.17bp，位于 37%分位数。

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

7 月经济总体较弱，具体来看：

1) 生产端：工业降速，PMI 下行，7 月工业增加值同比增长 6.4%，较前期下

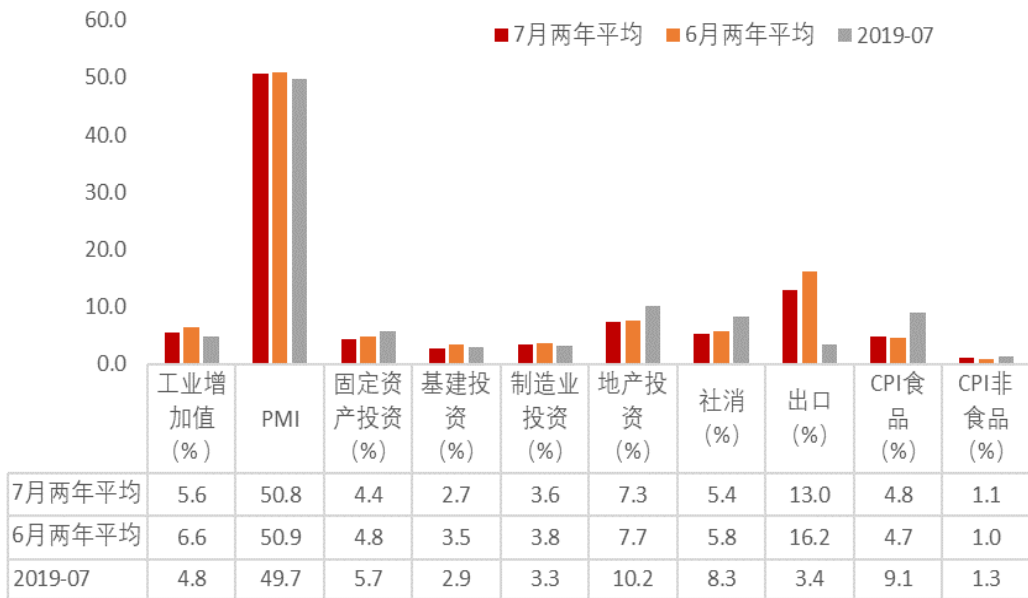
降 1.9pt，两年平均增速为 5.6%，较前期下降 1.0pt；而 7 月 PMI 为 50.4，两年平均值为 50.8，低于前期水平，处于枯荣线上方，但 8 月 PMI 为 50.1，大幅低于预期，且新订单、新出口订单等先行指标出现较大回落，经济走弱迹象明显。

2) 投资端：投资走弱，7 月固定资产投资增速同比为 10.3%，较前期有所下滑，两年平均值为 4.4%，低于前期水平；从两年平均的分项数据来看均出现不同程度下滑，基建、地产受监管持续影响持续收缩，制造业相对较稳。

3) 消费端：持续偏弱，7 月两年平均社消增速为 5.4%，弱于上月两年平均及去年同期水平。价格方面，非食品类 CPI 较上月略有抬头。

4) 出口端：边际下滑，7 月出口同比增长 19.30%，两年平均为 13.0%，较前期均有所下滑，主要是海外受 Delta 变异毒株影响，疫情有所加剧，经济复苏预期略有下调。

图表 8：生产，投资，消费均走弱

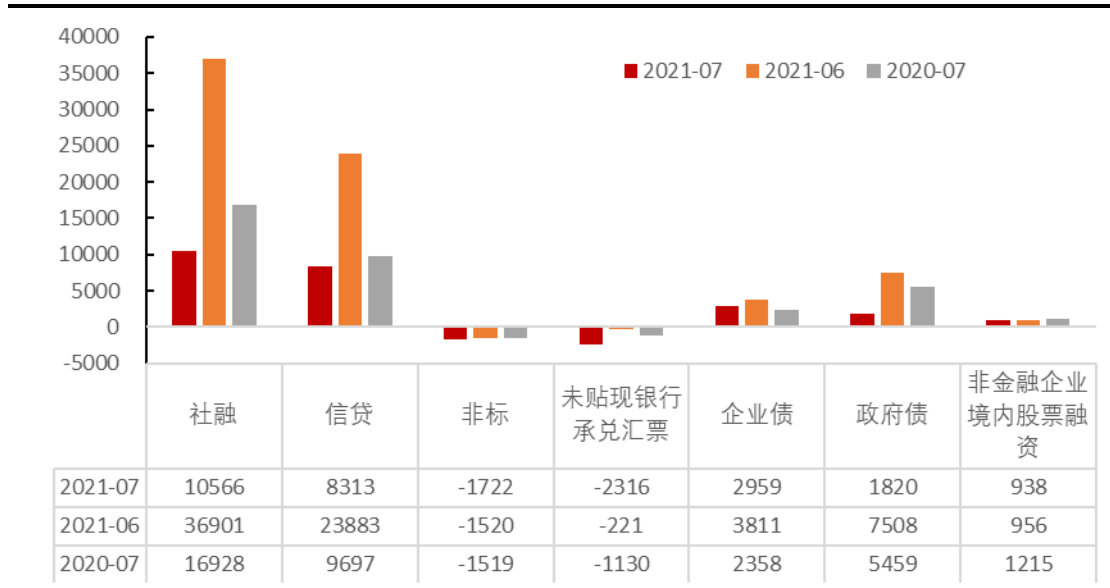


资料来源：Wind，百瑞信托

2、社融低预期，资金平稳

7 月，新增社融 1.06 万亿元，大幅低于预期，如果从 6-7 月均值来看尚可，主要是因为政府债发行低于预期、贷款融资需求减弱。其他分项：信贷也出现回落，非标持续萎缩。

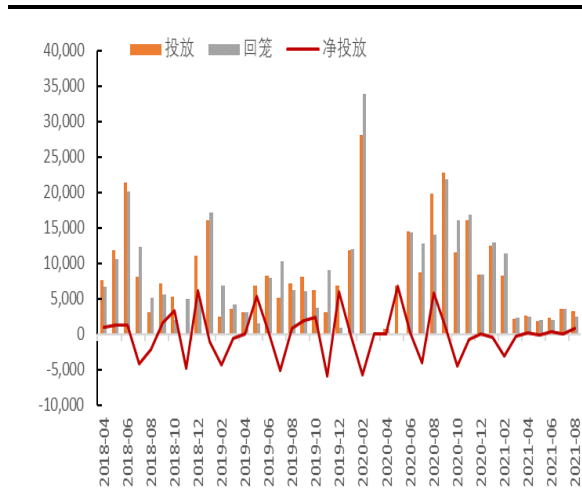
图表 9：金融数据情况



资料来源：Wind，百瑞信托

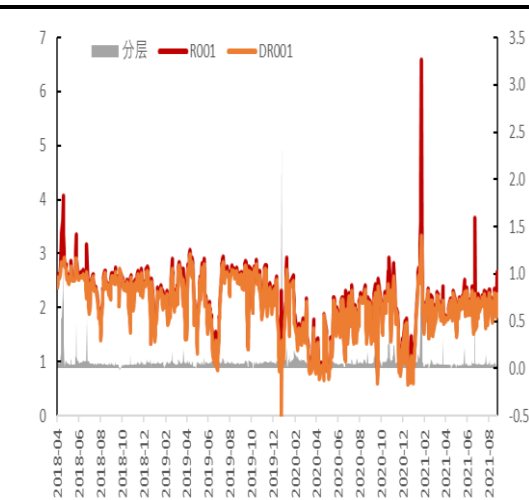
8 月，公开市场操作净投放 850 亿元（央行投放 3250 亿元，回笼 2400 亿元）。而资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，8 月 R001 月均值为 2.07 下行 2.55bp（前值 2.04%），DR001 月均值为 2.01 上行 1.22bp（前值 2.00%）。整体来看，除了月末外，资金依然稳中偏松。

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，7 月经济数据总体偏弱，比如生产、投资、消费均走弱，或受洪水及疫情扰动的影响有关，整体经济缺乏内生增长动力；而 7 月社融数据

大幅回落，也从侧面反映了实体经济融资需求不足。

从市场交易情况来看，8月中下旬以前，市场多空因素交织，债市以震荡为主；8月末后，资金面先紧后松，导致短端利率债上行较快，且受理财估值整改冲击影响，市场对银行二级资本债及永续债的抛售，间接波及到了利率债的交易情绪。

从基本面和政策面来看，8月经济数据延续走弱态势，货币政策方面，央行二季度货币政策执行报告指出：“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头，坚持实施正常的货币政策”。依然保持中性偏松基调，加之 LPR 降息持续落空，地产和城投政策偏紧的背景下，宽信用政策还未见启动。所以短期内来看，10Y 国债依然存在调整区间 2.85-2.95，维持中线 2.7 的判断。需注意，9 月地方债的供给扰动因素。

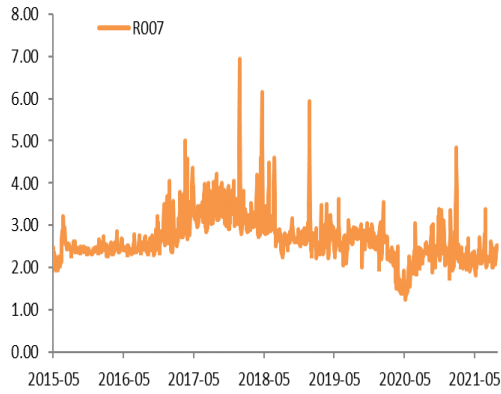
其他数据一览

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	0.03	0.17	0.26	0.06	0.17					
国开	0.06	0.15	0.28	0.43	0.60	3	4	17	9	16
非国开	0.13	0.16	0.29	0.40	0.57	4	7	11	11	8
铁道	0.22	0.24	-0.17	0.19	-0.09	1	2	20	23	20
产业AAA	0.23	0.23	0.03	0.24	-0.10	1	6	27	37	35
产业AA+	0.25	0.16	-0.09			0	3	19		
产业AA	0.28	0.54	0.04			0	34	58		
产业AA-	0.43	0.03				73	94	95		
城投AAA	0.26	0.34	0.15	0.42	0.52	0	3	18	13	22
城投AA+	0.26	0.32	0.08			2	3	22		
城投AA	0.36	0.30	0.49			2	2	29		
城投AA-	0.54	0.90				90	92	96		

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



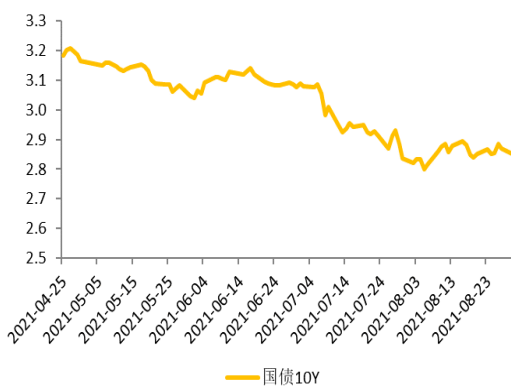
数据来源: Wind, 百瑞信托

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