

# 利率债调整为主，等待降准信号

## —— 9 月利率债月报

2021 年 10 月

### 要点：

百瑞信托博后工作站  
魏文臻杰

#### ○ 一级市场：发行略减

9 月主要利率债总发行规模为 2007.54 亿元，总偿还规模为 8661.69 亿元，净融资规模与 8 月也有所降低，为 11415.85 亿元。

#### ○ 二级市场：多空交织，调整为主

市场多空因素交织，利多因素是基本面产需双降，经济下行压力加大；但利空因素是限电限产使得中、上游工业品价格抬升。在通胀压力和经济下行的矛盾体系下，债市以震荡为主。

#### ○ 基本面：几乎全线走弱

- 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：唯一发力源；
- 5) 流动性：社融有所企稳，资金紧平稳

#### ○ 投资观点：

从基本面和政策面来看，市场多空因素交织，债市调整的关键性突破因素在降准是否推行，何时到来的问题。从目前社融增速和 M2 增速来看，社融增速还有下行的小空间，预计年底进入阶段性拐点，而 M2 增速已趋于底部区域，所以认为 10-11 月仍是降准的窗口期。依然维持 10Y 国债短期调整空间 2.85-2.95 区间，中线 2.7 的判断。

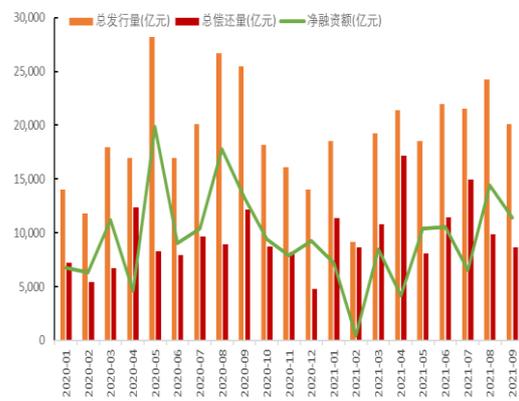
# 一、利率债一级市场

## 1、主要利率债：供给略减

截至9月30日，9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略降。具体来看，9月主要利率债总发行规模为2007.54亿元，总偿还规模为8661.69亿元，净融资规模与8月也有所降低，为11415.85亿元。

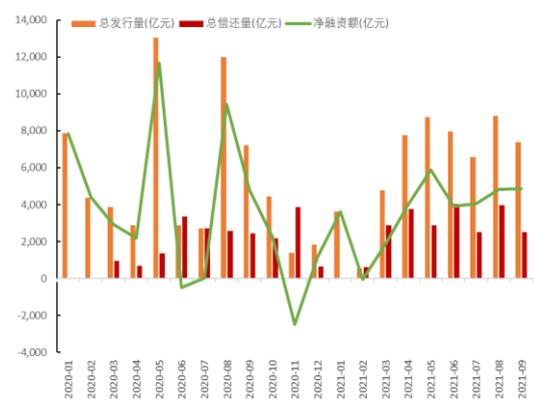
地方债方面，9月总发行量较去年同期持平。具体来看，9月地方债总发行规模为7378.44亿元，总偿还规模为2525.91亿元，净融资规模为4852.53亿元。

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）

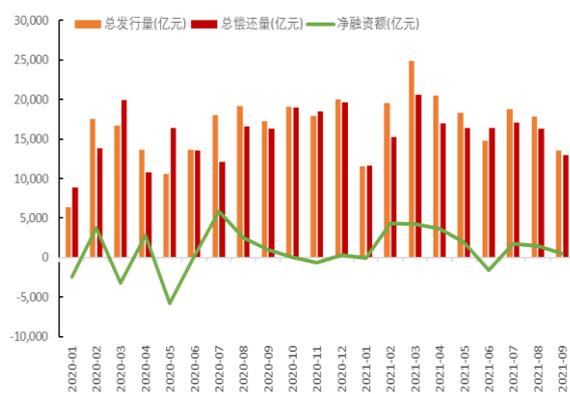


数据来源：Wind，百瑞信托

## 2、同业存单：发行略降，价格抬头

9月同业存单量价齐跌。具体来看，同业存单总发行量为13544.30亿元，环比减少4248.10亿元；净融资额为556亿元，环比减少912.30亿元；3M股份制存单发行利率月均值为2.40%，环比回升8BP。

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

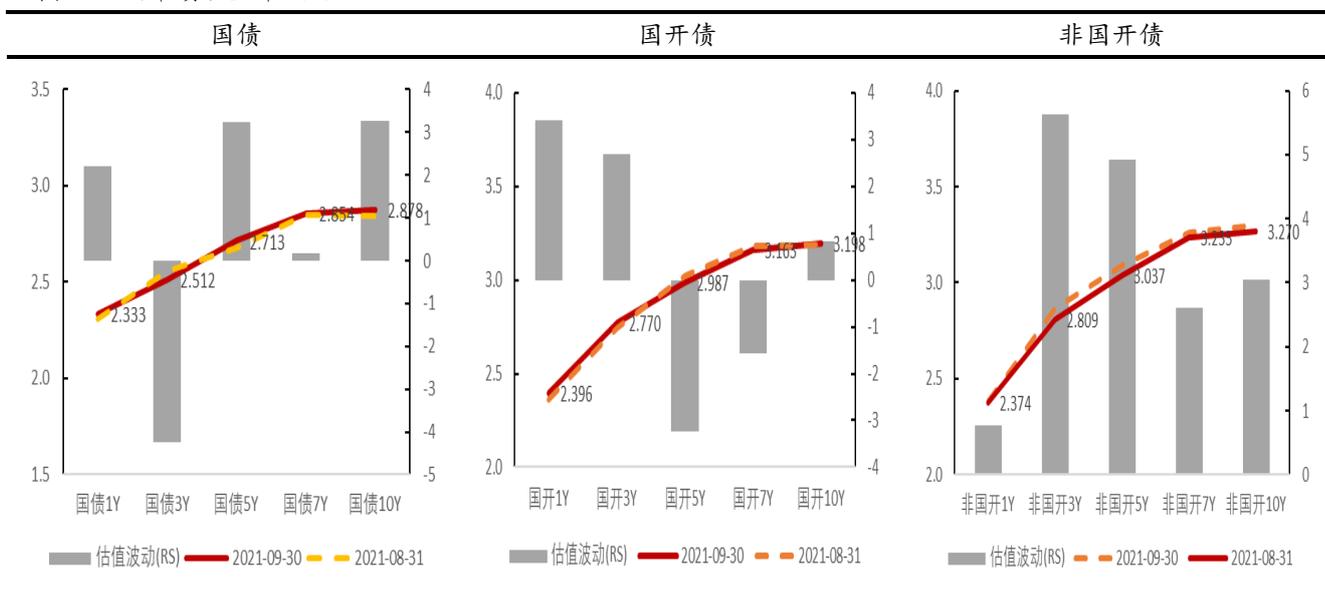
### 1、收益率情况：震荡调整为主

截至9月30日,国债方面,1年期国债收益率为2.333%,较上月上行2.22BP。3年期国债收益率为2.512%,较上月上下行-4.25BP。5年期国债收益率为2.713%,较上月上行3.23BP。7年期国债收益率为2.854%,较上月上行0.18BP。10年期国债收益率为2.878%,较上月上行3.26BP。

国开债方面,1年期国开债收益率为2.396%,较上月上行3.42BP。3年期国开债收益率为2.770%,较上月上行2.7BP。5年期国开债收益率为2.987%,较上月下行3.23BP。7年期国开债收益率为3.163%,较上月下行1.58BP。10年期国开债收益率为3.198%,较上月上行0.83BP。

非国开债方面,1年期非国开债收益率为2.382%,较上月上行0.77BP。3年期非国开债收益率为2.866%,较上月上行5.62BP。5年期非国开债收益率为3.086%,较上月上行4.92BP。7年期非国开债收益率为3.261%,较上月上行2.61BP。10年期非国开债收益率为3.301%,较上月上行3.05BP。

图表5：利率债收益率（%）



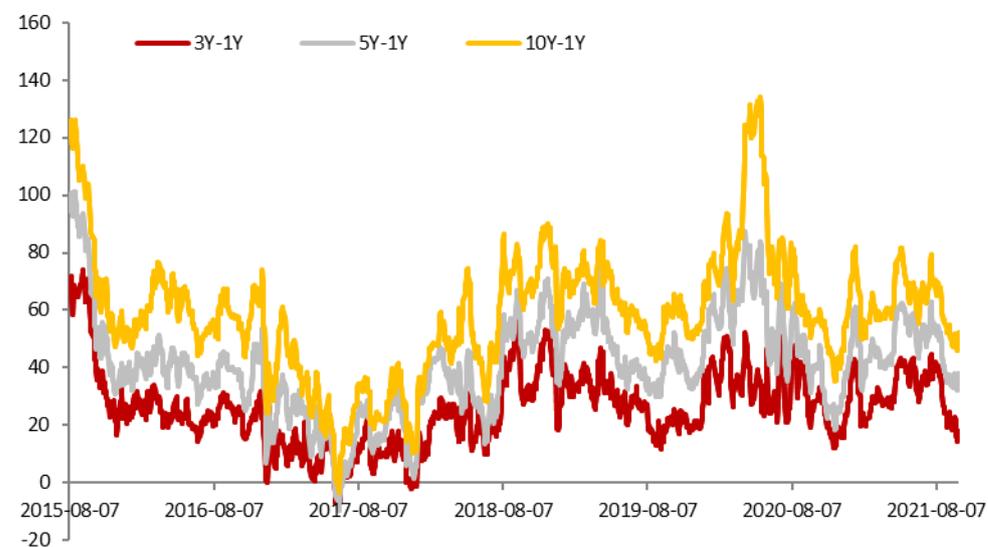
数据来源：Wind，百瑞信托

### 2、利差情况：低位震荡

期限利差方面,9月期限利差维持低位震荡,具体来看,国债3Y-1Y利差收窄6.04bp至17.95bp,位于23%分位数,国债5Y-1Y利差走阔2.52bp至38.07bp,位于41%分位数;国债10Y-1Y利差较上月末收窄1.49bp至52.13bp,位于33%

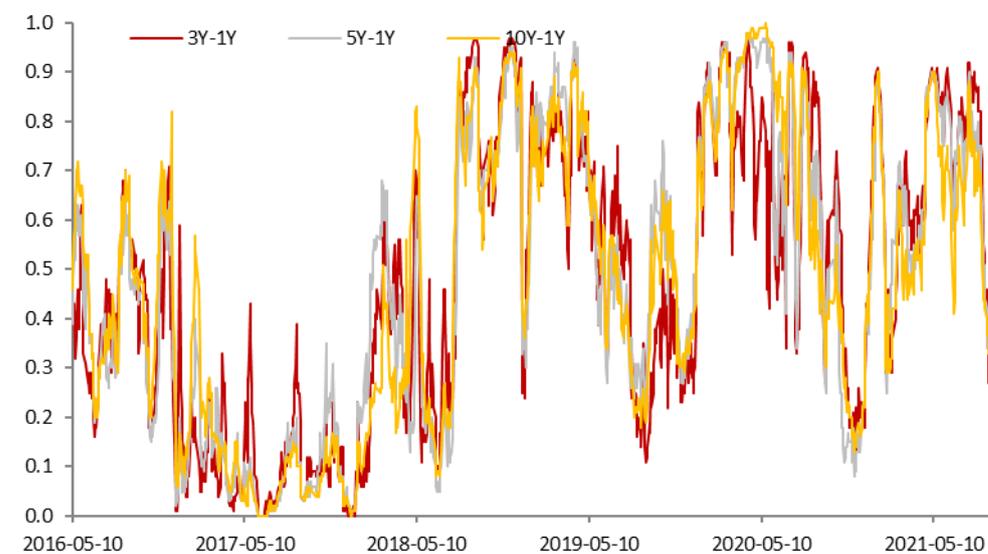
分位数。

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、经济数据几乎全面走弱

8 月经济数据出出口外，全面走弱，具体来看：

1) 生产端：工业降速，PMI 下行，8 月工业增加值同比增长 5.3%，较前期下

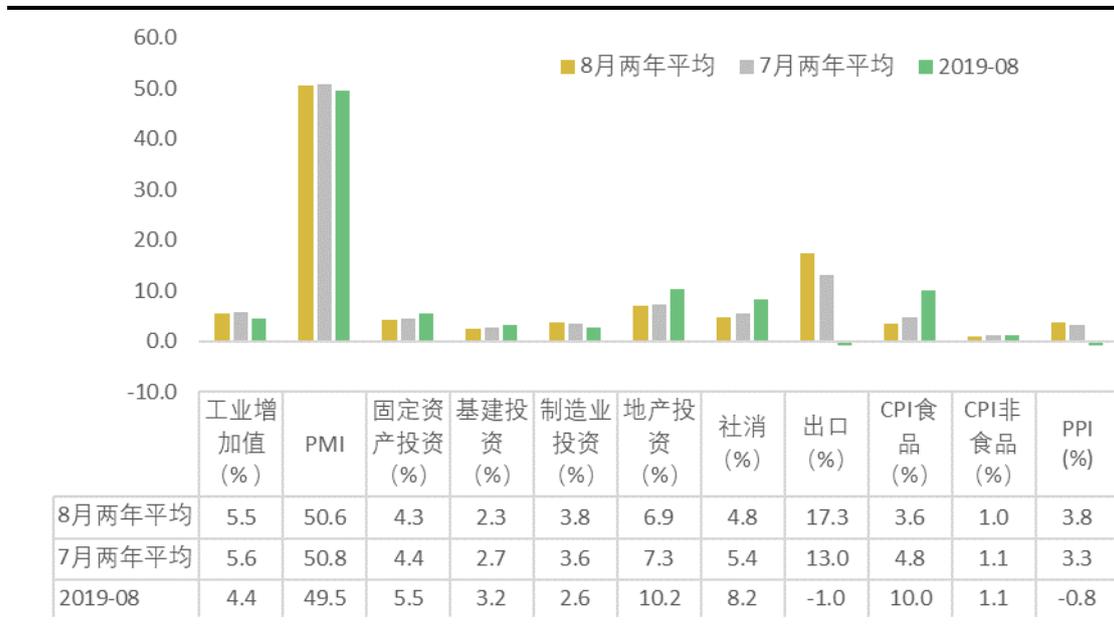
降 1.1pct，两年平均增速为 5.5%，较前期下降 0.1pct；而 7 月 PMI 为 50.1，两年平均值为 50.6，低于前期水平，处于枯荣线上方，但 9 月受限电政策影响，导致生产分项走弱明显，PMI 为 49.6，跌破枯荣线。

2) 投资端：投资走弱，8 月固定资产投资增速同比为 8.9%，较前期有所下滑，两年平均值为 4.3%，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，8 月两年平均社消增速为 4.8%，弱于上月两年平均及去年同期水平。价格方面，食品类 CPI 维持低位，非食品类较上月微降。

4) 出口端：保持强劲，8 月出口同比增长 25.6%，两年平均为 17.3%，较前期增长较大，主要是疫情反复下，机电产品、防疫物资的出口高增带动。

图表 8：生产，投资，消费均走弱

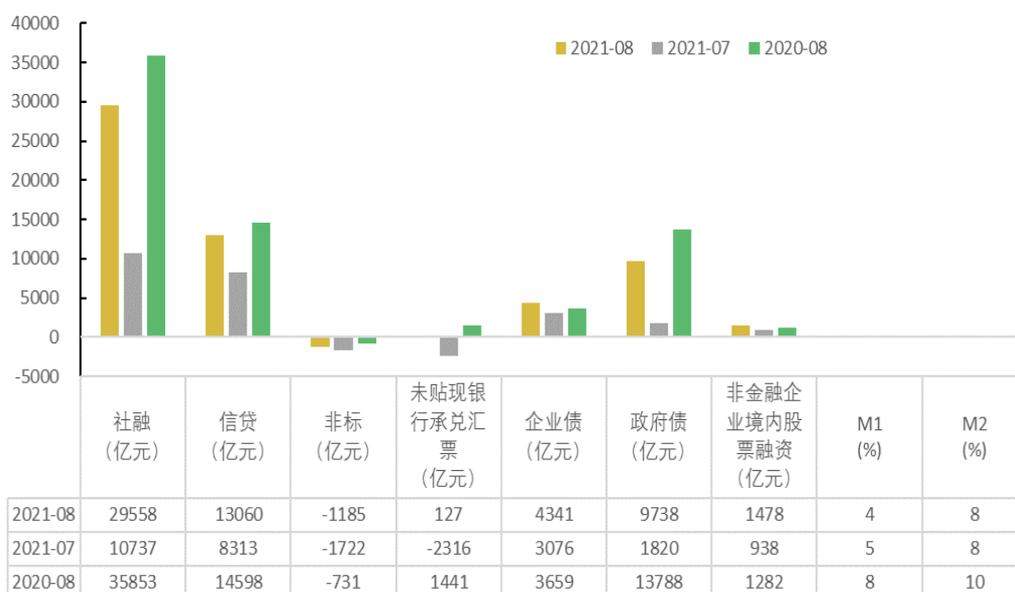


资料来源：Wind，百瑞信托

## 2、社融有所企稳，资金紧平衡

7 月，新增社融 29558 万亿元，有所企稳，但同比增速有所放缓，主要是票据及政府债带动，信贷依然疲软，M2 与 M1 剪刀差走阔到 4%。

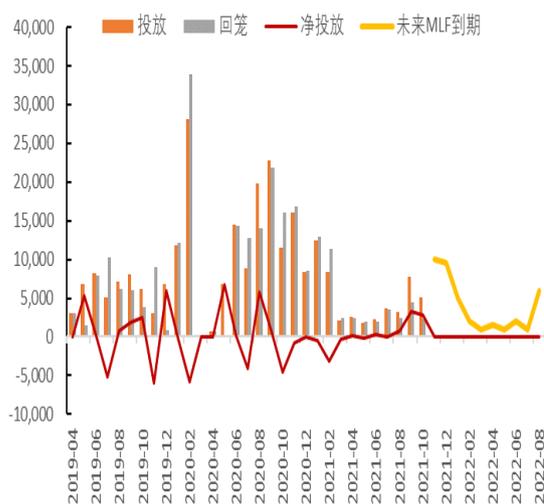
图表 9：金融数据情况



资料来源：Wind，百瑞信托

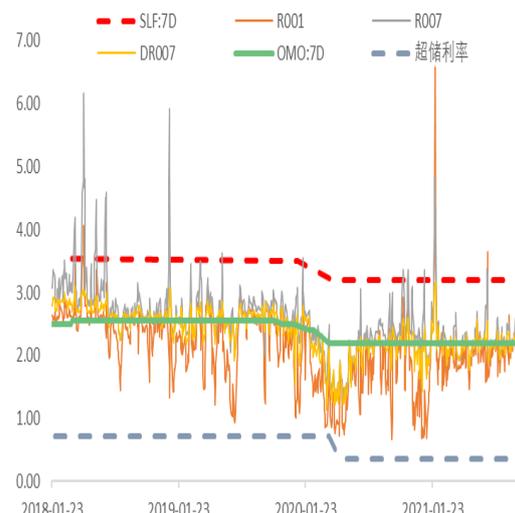
9月，公开市场操作净投放 3350 亿元（央行投放 7800 亿元，回笼 4450 亿元）。而资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，9月 R001 月均值为 2.07 持平（前值 2.07%），DR001 月均值为 2.03 上行 1.67bp（前值 2.01%）。整体来看，除了月末外，资金依然维持紧平衡。

图表 10：公开市场操作（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 11：利率走廊（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

## 四、投资观点

从经济基本面来看，8月经济数据近乎全面走弱，仅靠出口拉动，走弱的原

因在：一是整体经济缺乏内生增长动力导致需求不足，二是受限产限电政策影响导致生产走弱，三是受散点疫情扩散导致餐饮不振；尽管 8 月社融数据有所企稳，但信贷依然偏弱，M2-M1 剪刀差持续扩大，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，市场多空因素交织，利多因素是基本面供需双降，经济下行压力加大；但利空因素是限电限产使得中、上游工业品价格抬升。在通胀压力和经济下行的矛盾体系下，债市以震荡为主。

从基本面和政策面来看，市场多空因素交织，债市调整的关键性突破因素在降准是否推行，何时到来的问题。从目前社融增速和 M2 增速来看，社融增速还有下行的小空间，预计年底进入阶段性拐点，而 M2 增速已趋于底部区域，所以认为 10-11 月仍是降准的窗口期。依然维持 10Y 国债短期调整空间 2.85-2.95 区间，中线 2.7 的判断。

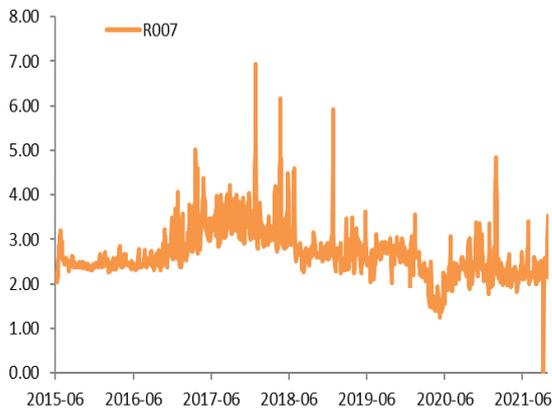
## 其他数据一览

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	0.17	0.33	0.07	0.22	-0.05	6	15	3	7	6
国开	0.16	0.15	0.39	0.35	0.19	2	30	13	16	7
非国开	0.18	0.07	0.02	0.10	0.01	11	25	32	39	23
铁道	0.13	-0.02	-0.16	-0.21	-0.17	17	36	42	64	39
产业AAA	0.08	0.02	-0.16	-0.30	-0.20	14	31	28		
产业AA+	0.05	-0.05	-0.10			12	64	65		
产业AA	0.27	-0.26	-0.24			79	96	95		
产业AA-	0.27	0.17				17	29	34	38	25
城投AAA	0.07	-0.03	-0.20	-0.42	-0.16	17	38	49		
城投AA+	0.10	-0.13	-0.49			18	40	46		
城投AA	0.23	-0.32	-0.59			93	96	91		
城投AA-	0.24	0.18								

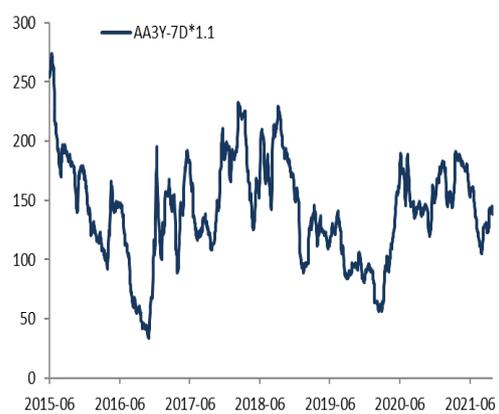
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 13: 7D 资金价格



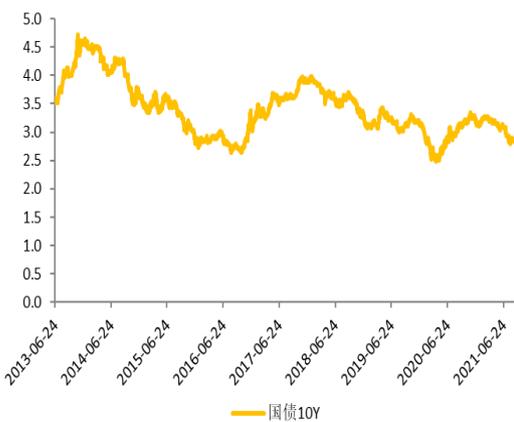
数据来源: Wind, 百瑞信托

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