

# 交易拥挤，短线控制节奏

—— 11 月利率债月报

2021 年 12 月

## 要点：

百瑞信托博后工作站  
魏文臻杰

### ○ 一级市场：发行增量

11 月主要利率债品种（国债、金融债、地方债）总发行量较上月增加。具体来看，11 月主要利率债总发行规模为 23871.54 亿元，总偿还规模为 13281.77 亿元，净融资规模为 10589.77 亿元。

### ○ 二级市场：上涨为主

受利空出尽及 Omicron 影响，导致的全球避险情绪上升，叠加利率债交易情绪，利率债收益率大幅下行，10Y 国债收益率突破 2.9 压力位，一度到 2.82 的位置，交易拥挤度较高，可谨慎控制下短线交易节奏。

### ○ 基本面：持续走弱

- 1) 生产端：工业有所改善，PMI 下行；
- 2) 投资端：制造业支撑；
- 3) 消费端：略超预期；
- 4) 出口端：继续托底；
- 5) 流动性：社融回升，资金平衡

### ○ 投资观点：

短期来看，利率债交易拥挤度较高，且在央行通过 OMO：7D 精准控制流动性下，隔夜资金价格稳定，债市杠杆高企，可谨慎控制下短线交易节奏；中期来看，我们认为央行精准操作的货币政策：“定向宽货币+结构性宽信用”节奏将是明年上半年的主导，同时在稳增长的压力下，货币政策将以我为主，难言收紧，故中线 2.7 配置机会依然存在。风险因素不排除海外加息的传导。

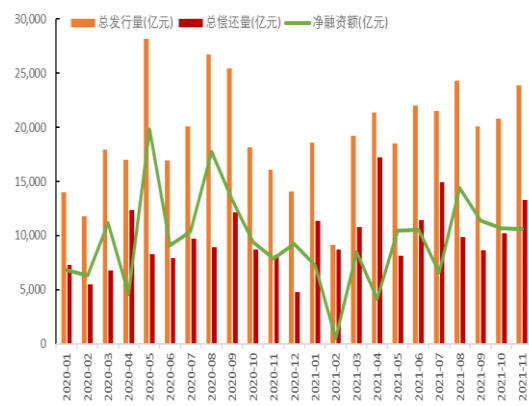
# 一、利率债一级市场

## 1、主要利率债：供给增量

截至 11 月 30 日，11 月主要利率债品种（国债、金融债、地方债）总发行量较上月增加。具体来看，11 月主要利率债总发行规模为 23871.54 亿元，总偿还规模为 13281.77 亿元，净融资规模为 10589.77 亿元。

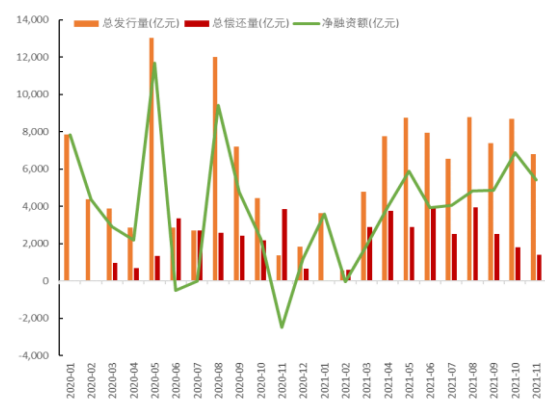
地方债方面，11 月地方债总发行规模为 6803.81 亿元，总偿还规模为 1391.37 亿元，净融资规模为 5412.44 亿元。

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）

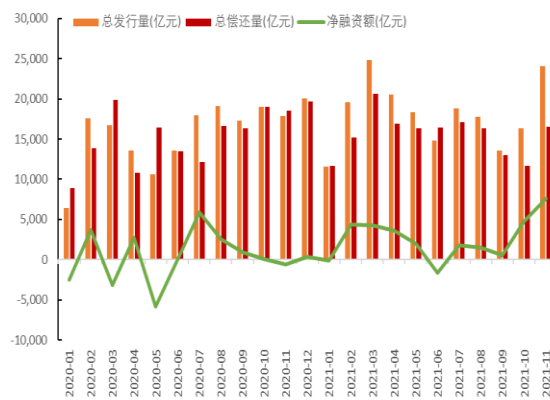


数据来源：Wind，百瑞信托

## 2、同业存单：量价齐升

11 月同业存单量价齐跌。具体来看，同业存单总发行量为 24107.8 亿元，环比增加 7724.40 亿元；净融资额为 7588.2 亿元，环比增加 2841.7 亿元；3M 股份制存单发行利率月均值为 2.58%，环比回升 4BP。

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

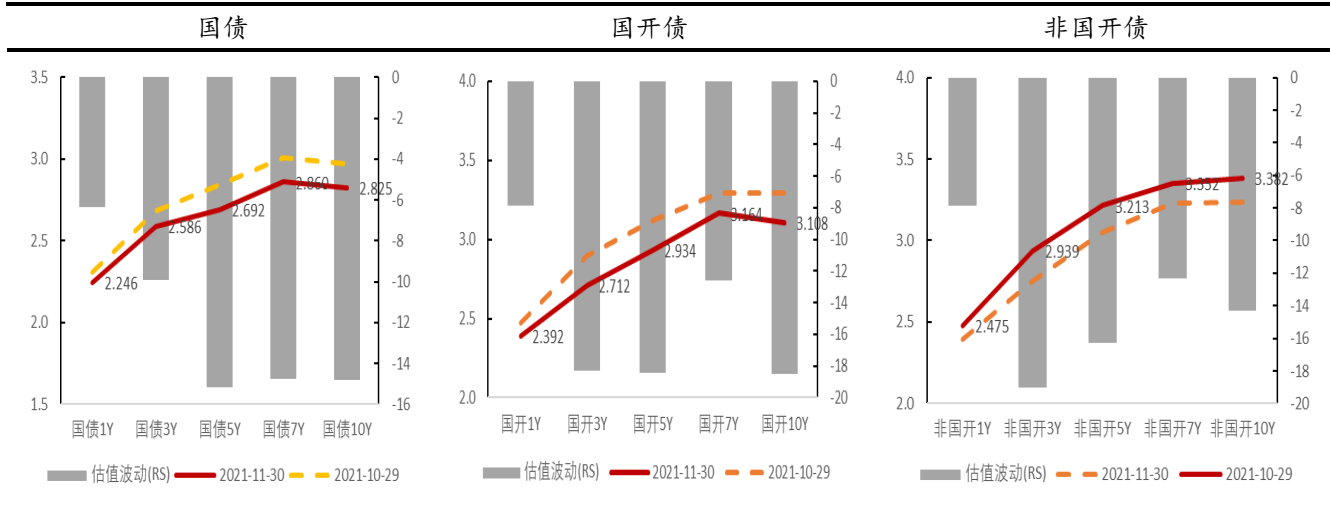
### 1、收益率情况：下行为主

截至 11 月 30 日，受利空出尽及 Omicron 影响，债市涨势为主，国债方面，1 年期国债收益率为 2.246%，较上月下行 6.37BP。3 年期国债收益率为 2.586%，较上月下行 9.93BP。5 年期国债收益率为 2.692%，较上月下行 15.18BP。7 年期国债收益率为 2.860%，较上月下行 14.77BP。10 年期国债收益率为 2.825%，较上月下行 14.82BP。

国开债方面，1 年期国开债收益率为 2.392%，较上月下行 7.87BP。3 年期国开债收益率为 2.712%，较上月下行 18.32BP。5 年期国开债收益率为 2.934%，较上月下行 18.44BP。7 年期国开债收益率为 3.164%，较上月下行 12.58BP。10 年期国开债收益率为 3.108%，较上月下行 18.49BP。

非国开债方面，1 年期非国开债收益率为 2.396%，较上月下行 7.85BP。3 年期非国开债收益率为 2.749%，较上月下行 19.04BP。5 年期非国开债收益率为 3.051%，较上月下行 16.26BP。7 年期非国开债收益率为 3.229%，较上月下行 12.35BP。10 年期非国开债收益率为 3.238%，较上月下行 14.31BP。

图表 5：利率债收益率 (%)

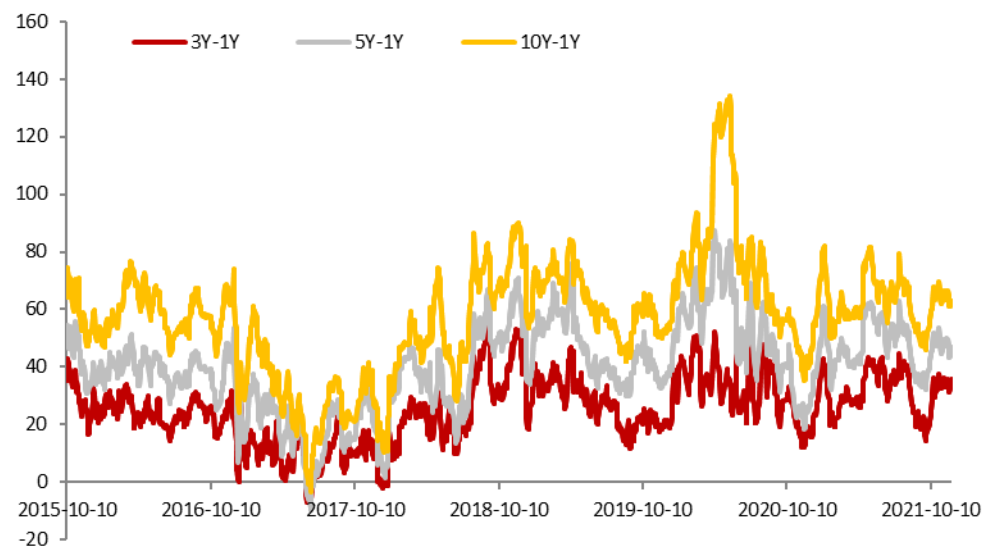


数据来源：Wind，百瑞信托

### 2、利差情况：远端收窄

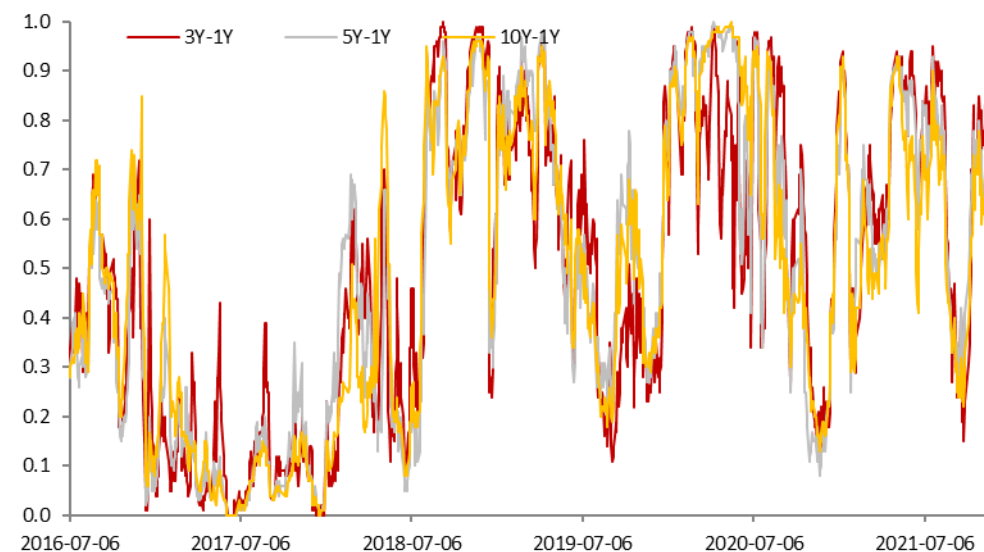
期限利差方面，11 月期限利差远端收窄，具体来看，国债 3Y-1Y 利差收窄 1.71bp 至 34.01bp，位于 78%分位数，国债 5Y-1Y 利差收窄 5.26bp 至 44.57bp，位于 61%分位数；国债 10Y-1Y 利差较上月末收窄 4.89bp 至 66.35bp，位于 58%分位数。

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、经济数据持续走弱

10月消费、制造业投资增长超预期，地产投资、基建投资下行，具体来看：

1) 生产端：工业略有恢复，PMI下行，9月工业增加值同比增长3.5%，较前期上升0.4pct，两年平均增速为5.2%，较前期上升0.2pct；而10月PMI为49.2

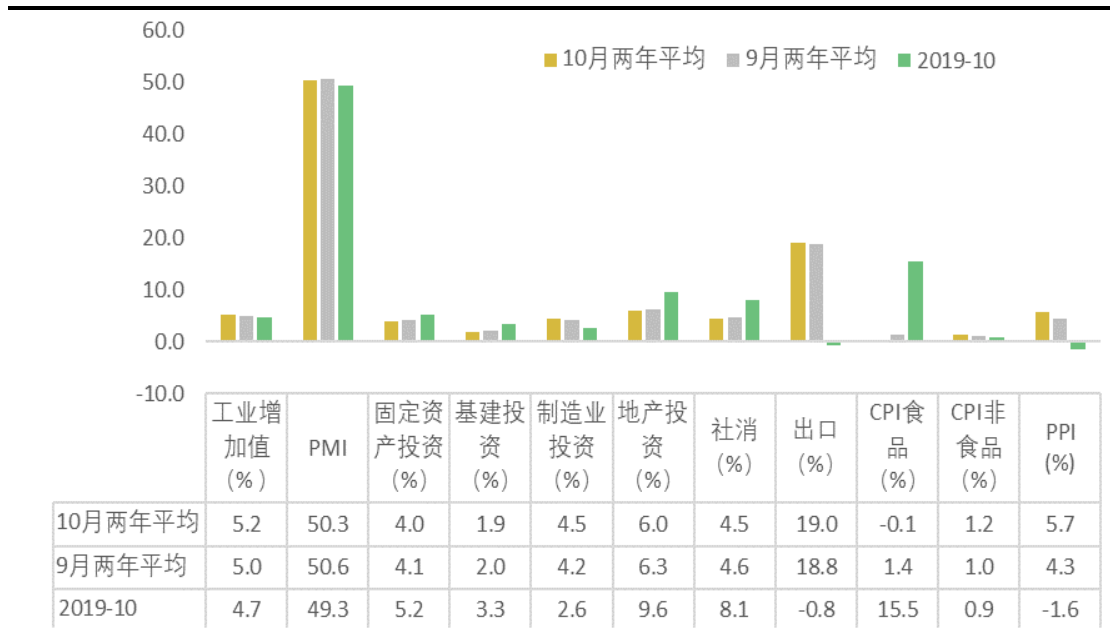
(11月 PMI 重回枯荣线为 50.1)，两年平均值为 50.3，较前期下降 0.3pct。

2) 投资端：投资走弱，10月固定资产投资增速同比为 6.1%，较前期下滑 1.2pct，两年平均值为 4.0%，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，制造业增长尚可。

3) 消费端：有所改善，10月两年平均社消增速为 4.5%，与上月两年平均持平。价格方面，食品类 CPI 及非食品类均较上月有所抬头。

4) 出口端：保持强劲，10月出口同比增长 27.1%，两年平均为 19.0%，较前期略增 0.2pct。

图表 8：生产，投资，消费均走弱

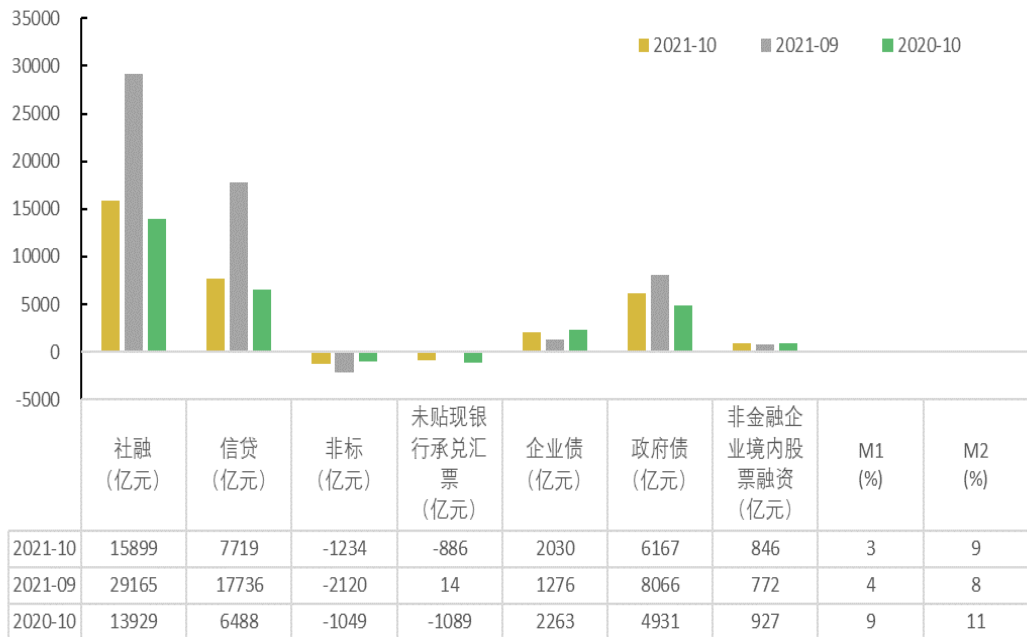


资料来源：Wind，百瑞信托

## 2、社融探底回升，资金平衡

10月，新增社融 15899 万亿元，同比增加 1970 万亿元，社融指标企稳背后的原因在于政策面上的信用供给略有宽松，M2 与 M1 剪刀差走阔到 5.9%。

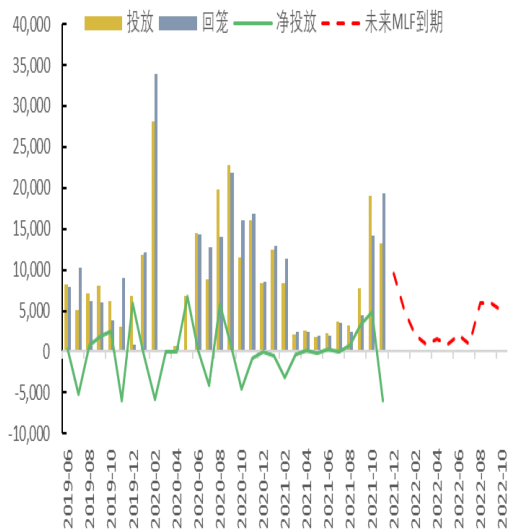
图表 9：金融数据情况



资料来源：Wind，百瑞信托

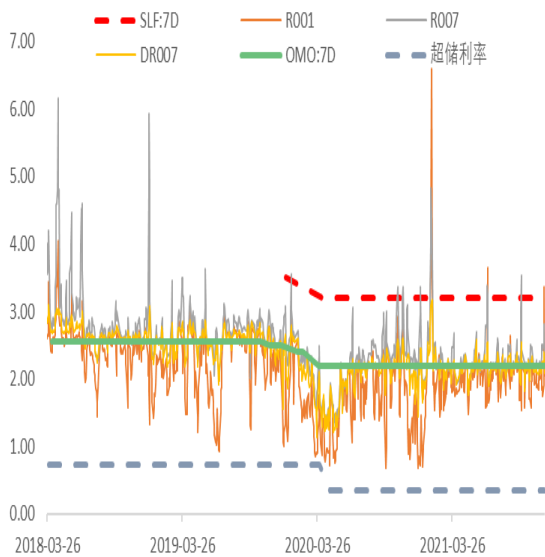
11月，公开市场操作净回笼6000亿元（央行投放13300亿元，回笼19300亿元）。而资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，9月R001月均值为2.04上行6bp（前值1.98%），DR001月均值为1.94持平（前值1.94%）。整体来看，由于央行月末几天回笼资金为主，导致跨月资金稍紧，其他时候维持平衡。

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，10 月经济数据依然没有太多可圈可点的地方，依然通过制造业投资、出口托底拉动。

从市场交易情况来看，受 Omicron 疫情影响导致的全球避险情绪上升，以及利率债交易情绪的影响，利率债收益率大幅下行，10Y 国债收益率突破 2.9 压力位，到 2.82 的位置，交易拥挤度较高，可谨慎控制下短线交易节奏。从政策层面来看，地产开发贷有放宽迹象，但“房住不炒”基调不改，三季度货币政策执行报告删除了“坚决不搞“大水漫灌”、“管好货币总闸门”，新增了“保持经济平稳运行的难度加大”、“以我为主”、“增强信贷总量增长的稳定性”。整体认为宽信用节奏将开始弱启动，同时在稳增长的压力下，货币政策明年上半年不会收紧。所以，中期来看，我们认为央行精准操作的货币政策：“定向宽货币+结构性宽信用”节奏将是明年上半年的主导，同时在稳增长的压力下，货币政策将以我为主，难言收紧，故中线 2.7 配置机会依然存在。风险因素不排除海外加息的传导，目前市场对于开启减少购债到加息的时间仍有较大分歧。

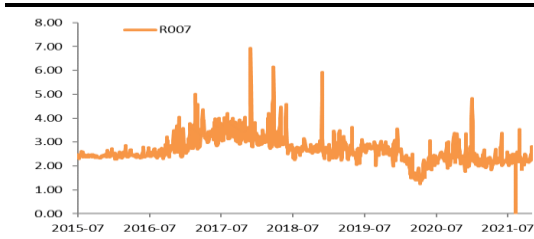
## 其他数据一览

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	0.27	0.35	0.58	0.54	0.73	30	2	0	4	0
国开	0.26	0.63	0.69	0.78	1.07	23	1	7	9	0
非国开	0.24	0.66	0.74	0.82	1.20	22	3	5	19	10
铁道	0.30	0.67	1.29	1.23	1.16	20	4	14	23	12
产业AAA	0.31	0.66	1.09	1.33	1.28	11	1	2		
产业AA+	0.36	0.87	1.33			6	34	47		
产业AA	0.51	0.71	1.03			79	91	92		
产业AA-	0.61	0.94				11	1	7	11	7
城投AAA	0.34	0.81	1.09	0.90	1.22	12	4	13		
城投AA+	0.39	0.85	1.42			9	4	26		
城投AA	0.49	0.88	1.33			89	87	86		
城投AA-	0.67	0.93								

资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 13: 7D 资金价格



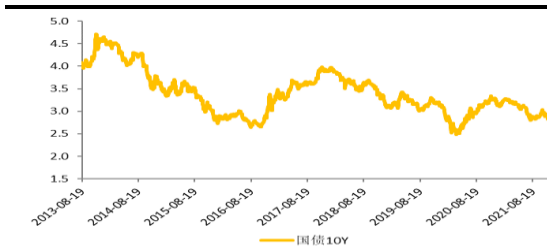
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 14: 杠杆价值



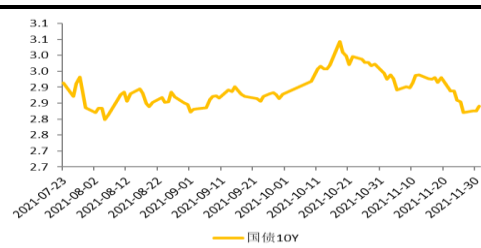
数据来源: Wind, 百瑞信托

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

图表 17: 利率债交易拥挤度



资料来源: Wind, 百瑞信托