

地方债发行上量，利率债涨势放缓

—— 5月利率债月报

2021年6月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 一级市场：发行逐渐放量

地方债3-5月份的总发行规模与去年同期持平，有上量趋势，带动利率债一级发行增量。

○ 二级市场：涨多跌少，期限利差收窄

受地方债上量影响，中下旬资金价格回升，导致短端回调较多。于是5月整月来看，1Y期国债、国开债、非国开债到期收益率有所上行，但其他各期限均下行。

期限利差方面，5月期限利差整体收窄，整体处于历史分位数的中上区间。

○ 基本面

- 1) 生产端：工业走强，PMI走缓；
- 2) 投资端：整体向好；
- 3) 消费端：有所回落；
- 4) 出口端：依然超预期；
- 5) 流动性：社融下滑，资金稳中偏松

○ 投资观点：

从市场交易情况来看，10Y国债收益率目前已从3.35高位下降到3.05位置，市场情绪存在一定降温，向下空间有一定阻碍，或进入小休息平台。后续需关注维持流动性的平稳因素，比如资产端的供给、通胀的进一步传导；及下半年政策的态度问题。

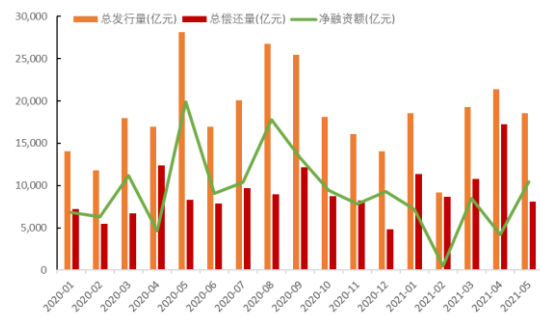
一、利率债一级市场

1、主要利率债：发行逐渐放量

截至 5 月 31 日，5 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收缩，去年 5 月份及 8、9 月份为发行大月，去年 5 月总发行量为 28163.86 亿元。具体来看，5 月主要利率债总发行规模为 18526.93 亿元，总偿还规模为 8100.36 亿元，净融资规模仅为 10426.57 亿元。

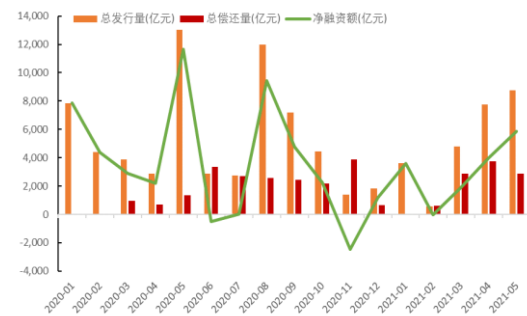
地方债方面，尽管总发行量较去年同期有所减少，但 3-5 月份的总发行规模与去年较为持平，且净融资额自 3 月份开始逐步抬升，整体来看，地方债有上量趋势。具体来看，5 月地方债总发行规模为 8753.43 亿元，总偿还规模为 2879.90 亿元，净融资规模为 5873.54 亿元。

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：量价齐跌

5 月同业存单量价齐跌。具体来看，同业存单总发行量为 18327.20 亿元，环比减少 2209 亿元；净融资额为 1949.00 亿元，环比减少 1663.70 亿元；3M 股份制存单发行利率月均值为 2.45%，环比下行 11BP。。

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

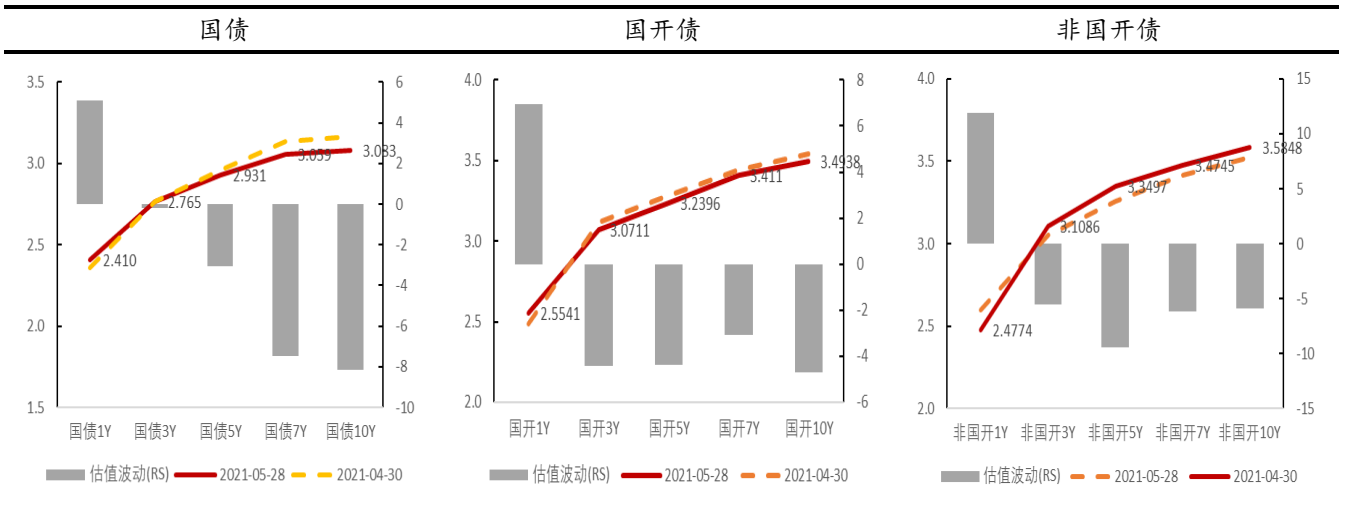
1、收益率情况：涨多跌少

国债方面，5月，1年期国债收益率为2.410%，较上月上行5.09BP。3年期国债收益率为2.765%，较上月下行0.18BP。5年期国债收益率为2.931%，较上月下行3.04BP。7年期国债收益率为3.059%，较上月下行7.46BP。10年期国债收益率为3.083%，较上月下行8.15BP。

国开债方面，5月，1年期国开债收益率为2.5541%，较上月上行6.94BP。3年期国开债收益率为3.0711%，较上月下行4.41BP。5年期国开债收益率为3.2396%，较上月下行4.39BP。7年期国开债收益率为3.411%，较上月下行3.08BP。10年期国开债收益率为3.4938%，较上月下行4.6BP。

非国开债方面，5月，1年期非国开债收益率为2.5968%，较上月上行11.94BP。3年期非国开债收益率为3.053%，较上月下行5.56BP。5年期非国开债收益率为3.2552%，较上月下行9.45BP。7年期非国开债收益率为3.4124%，较上月下行6.21BP。10年期非国开债收益率为3.5255%，较上月下行5.93BP。

图表5：利率债收益率（%）

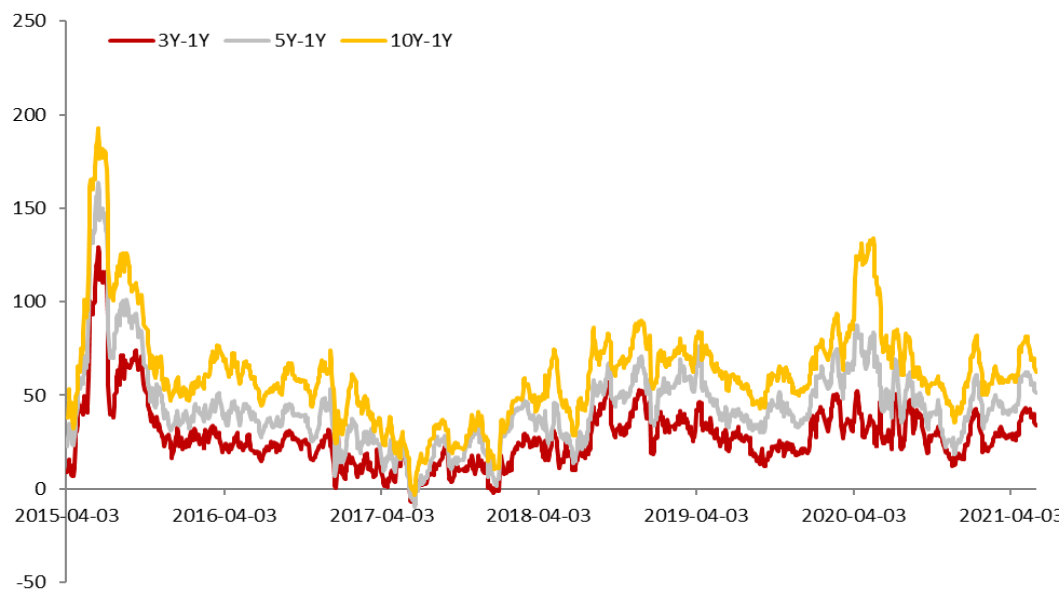


数据来源：Wind，百瑞信托

2、利差情况：整体收窄

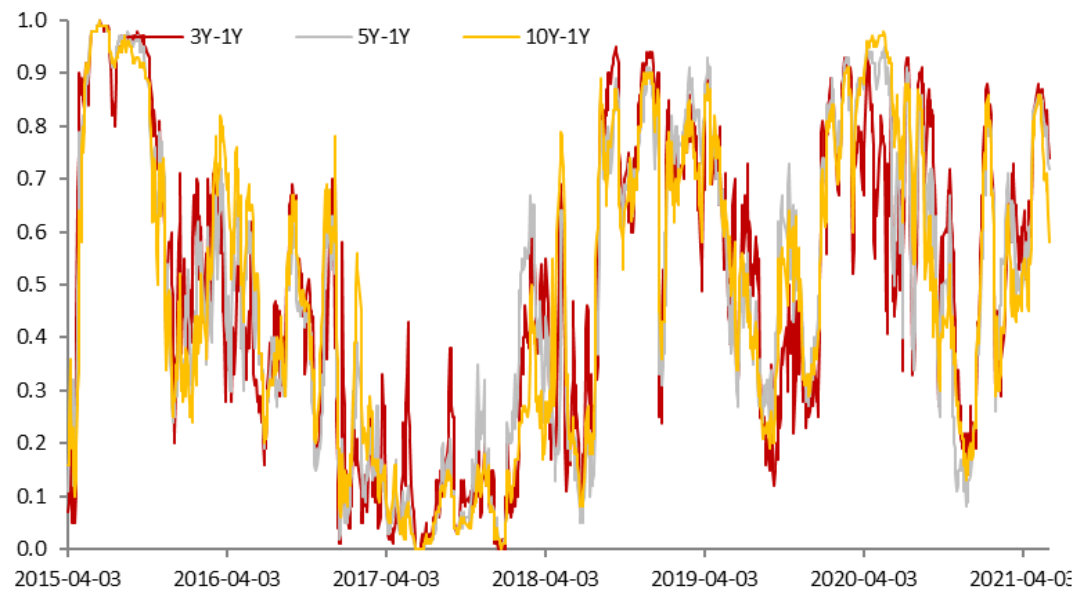
期限利差方面，5月期限利差整体收窄，具体来看，国债3Y-1Y利差收窄7.01bp至39.45bp，位于74%分位数，国开债5Y-1Y利差收窄8.92bp至56.47bp，位于72%分位数；国债10Y-1Y利差较上月末收窄14.98bp至69.66bp，位于58%分位数。

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、基本面分析

1、宏观数据

4 月经济总体继续恢复，但也有不及预期的地方，具体来看：

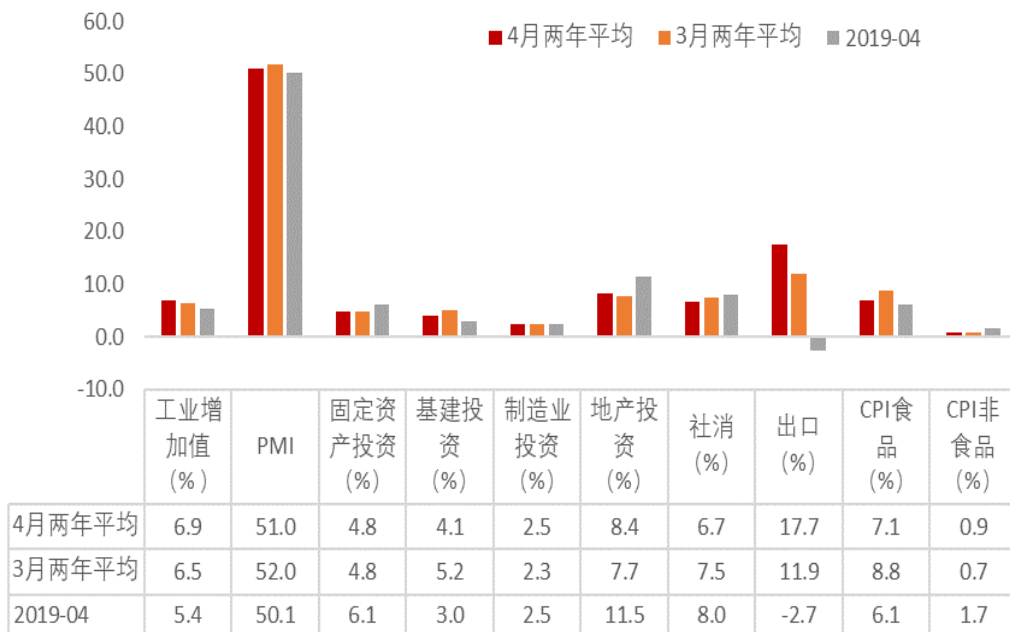
1) 生产端：工业走强，PMI 走缓，4 月工业增加值两年平均增速超过今年 3 月和 19 年同期水平，为 6.8%；而 4 月 PMI 两年平均值为 51.0，弱于 3 月，但强于 19 年同期水平。

2) 投资端：投资整体向好，固定资产投资增速 4 月两年平均值与上月持平，为 4.8%，弱于去年同期水平；分项来看，基建投资偏弱，制造业投资及地产投资较强。

3) 消费端：消费有所回落，4 月两年平均社消增速为 6.7%，弱于 3 月及去年同期水平。受猪肉价格下滑影响，食品类 CPI 有所回落，但非食品类 CPI 较 3 月有所抬头。

4) 出口端：出口依然超预期，4 月两年平均增速为 17.7%，明显高于 3 月及去年同期水平，显示我国外需强劲，在印度疫情蔓延及欧美经济复苏的背景下，我国外需在短期内还将继续走强。

图表 8：工业走强，出口持续改善，消费走弱

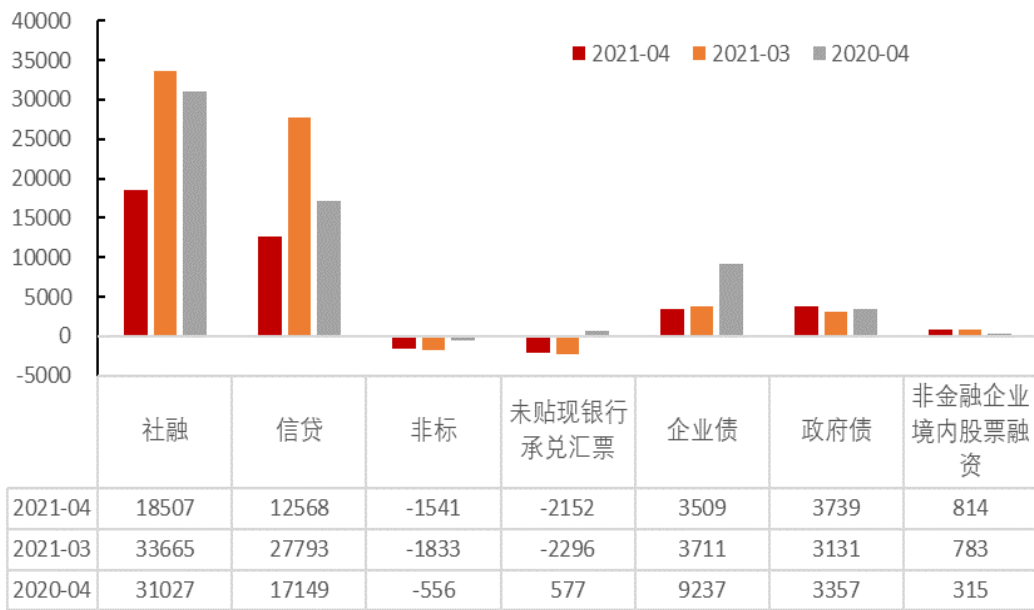


资料来源：Wind，百瑞信托

2、流动性：社融下滑，资金稳中偏松

4 月，社融增速下降 0.6 个百分点至 11.7%，下滑的主要原因是：信贷放缓、未贴现票据和企业债同比大幅少增，加上非标继续压降，从而拖累社融增速放缓。信贷方面主要是居民和企业的短贷、票据融资同比大幅少增，而居民和企业中长贷仍维持同比多增。

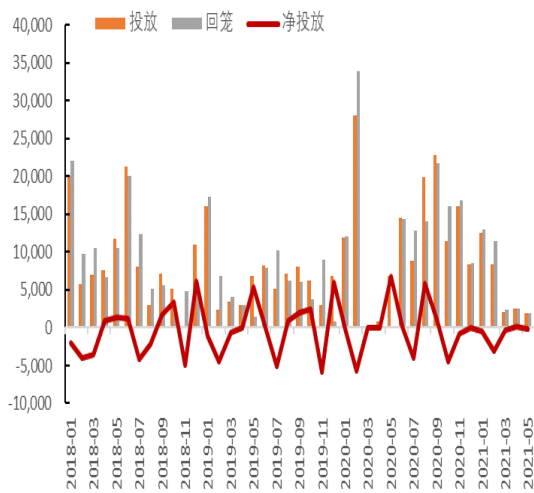
图表 9：社融分项情况



资料来源：Wind，百瑞信托

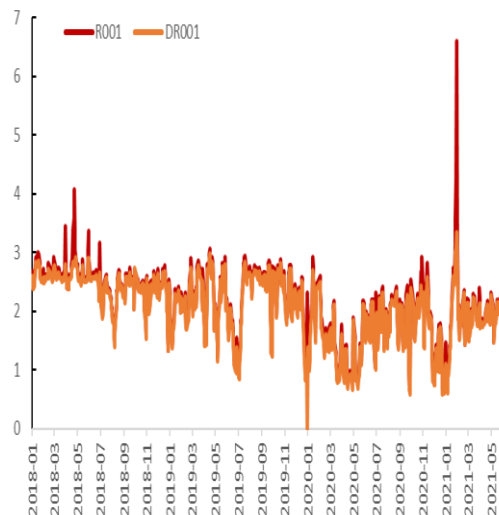
5月，央行投放1850亿元，回笼1950亿元，净回笼100亿元。而资金价格整体小幅上行，从银行间质押式回购利率来看，5月R001月均值上行8bp至2.03%，DR001月均值上行8bp至1.98%。整体来看，资金面还是稳中偏松。

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

整体来看, 5月地方债发行上量, 导致利率债一级发行有所回升, 受此影响, 5月下半旬资金面回购价格均值较4月份同期有所提高。尽管社融、M2等金融数据有所回落, 但从目前已披露的地方供给计划来看, 6月地方债供给压力将有所减少, 预计6月资金依然维持稳中偏松格局。

从经济基本面来看, 4月经济总体继续恢复, 但也有不及预期的地方, 比如PMI及社消数据的走弱, 以及通胀整体快速攀升等。进入5月以来, 政策多次提及对大宗商品通胀的控制, 抵消大宗商品价格上涨对经济增长的抑制, 同时从5月高频数据显示经济较4月存在边际改善的可能。

从市场交易情况来看, 10Y国债收益率目前已从3.35高位下降到3.05位置, 市场情绪存在一定降温, 向下空间有一定阻碍, 或进入小休息平台。后续需关注维持流动性的平稳因素, 比如资产端的供给、通胀的进一步传导; 及下半年政策的态度问题。

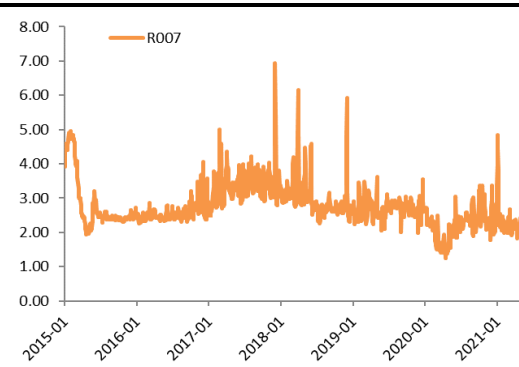
其他数据一揽

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	0.13	0.21	0.36	0.70	0.93					
国开	0.12	0.36	0.45	0.45	0.65	22	16	3	8	33
非国开	0.08	0.39	0.68	0.64	0.76	25	7	2	6	4
铁道	0.31	0.49	0.51	0.56	0.36	4	1	2	23	12
产业AAA	0.28	0.59	0.83	0.74	0.53	7	6	2	34	19
产业AA+	0.33	0.85	0.85			2	1	1		
产业AA	0.36	0.65	1.10			10	26	15		
产业AA-	0.55	0.92				70	79	71		
城投AAA	0.29	0.62	0.76	1.18	1.57	3	3	3	10	13
城投AA+	0.32	0.74	1.13			3	2	5		
城投AA	0.48	0.63	0.95			2	10	30		
城投AA-	0.41	0.95				87	93	95		

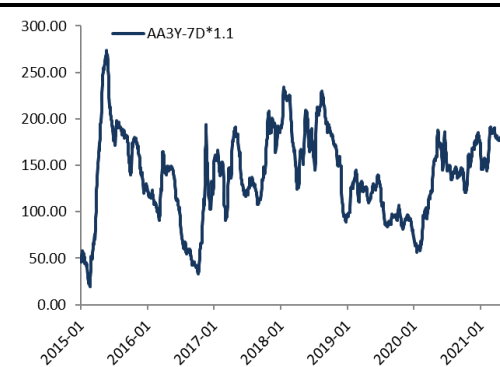
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 13: 7D 资金价格



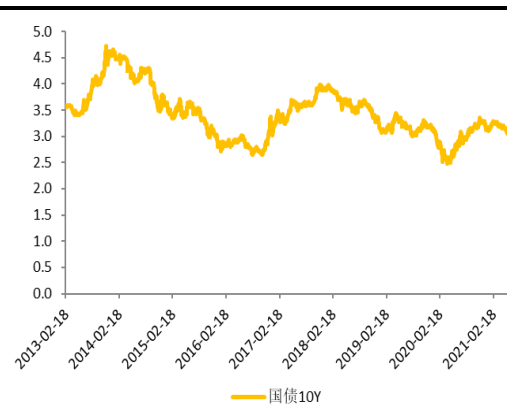
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 14: 杠杆价值



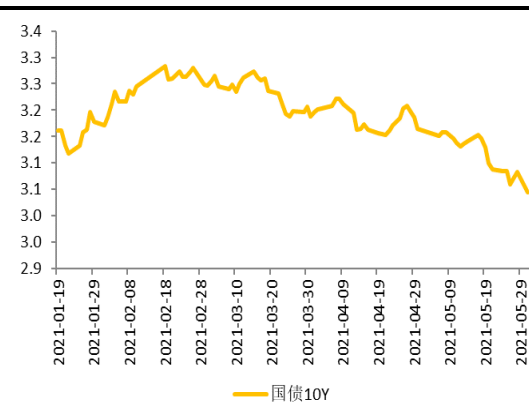
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 15: 各期限国债 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