

发行保持放量，利率债宽幅震荡

—— 6 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

6 月主要利率债总发行规模为 21990.68 亿元，总偿还规模为 11449.01 亿元，净融资规模与 5 月较为持平，为 10541.67 亿元。

○ 二级市场：短端波动较大，期限利差小幅走阔

受基本面数据弱化影响，进入 6 中下旬后，利率债收益率下行较快，国开和非国开的短端波动较大。

期限利差方面，5 月期限利差小幅走阔，整体处于历史分位数的中上区间。

○ 基本面

- 1) 生产端：工业走弱，PMI 走缓；
- 2) 投资端：边际弱化，地产韧性；
- 3) 消费端：修复不强；
- 4) 出口端：开始下滑；
- 5) 流动性：社融下滑，资金偏松，非银波动较大

○ 投资观点：

由于 5 月基本面数据不佳，10Y 国债收益率目前已从 3.35 高位下降到 3.09 位置，处于中规中矩，青黄不接的位置，后续将维持震荡格局为主。需关注维持流动性的平稳因素，及目前基本面边际弱化下，下半年政策的态度问题。

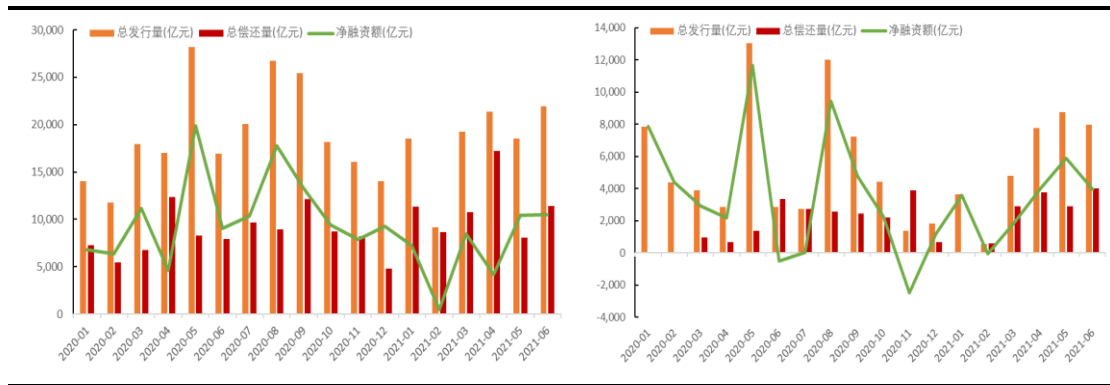
一、利率债一级市场

1、主要利率债：发行保持放量

截至6月30日，6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，6月主要利率债总发行规模为21990.68亿元，总偿还规模为11449.01亿元，净融资规模与5月较为持平，为10541.67亿元。

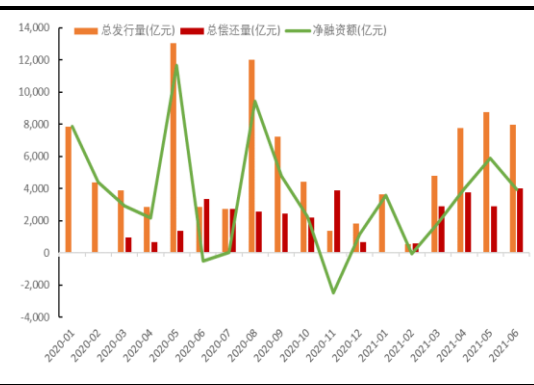
地方债方面，今年发行相对有些滞后，从5月份开始有追赶的态势，6月份总发行量较去年同期有所增加。具体来看，6月地方债总发行规模为7948.68亿元，总偿还规模为4020.37亿元，净融资规模为3928.31亿元。

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）

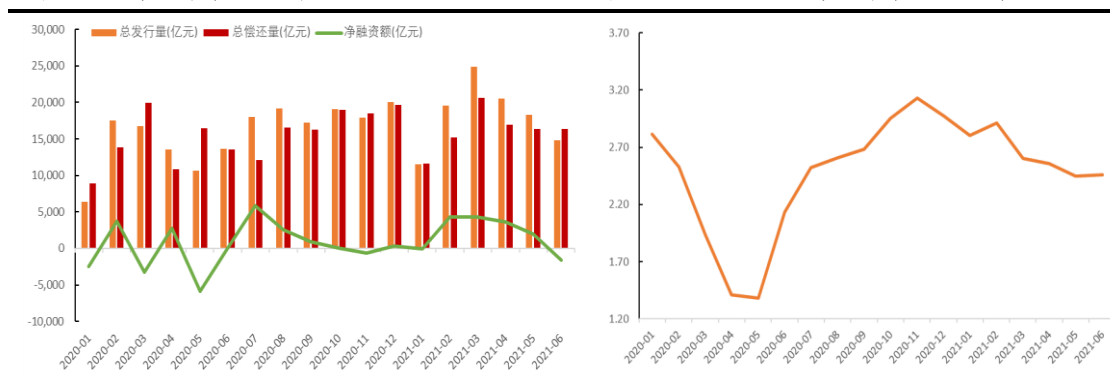


数据来源：Wind，百瑞信托

2、同业存单：发行降低，价格企稳

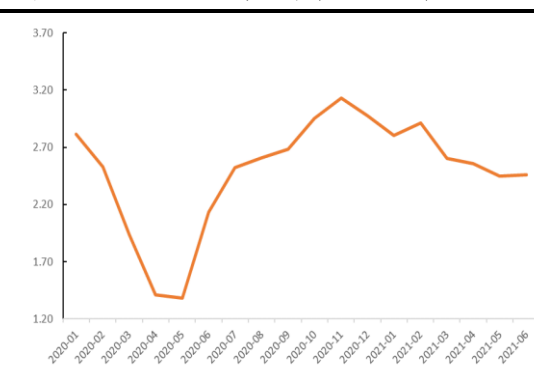
6月同业存单量价齐跌。具体来看，同业存单总发行量为14766.20亿元，环比减少3561亿元；净融资额跌入负区间为-1624.50亿元，环比减少3573.50亿元；3M股份制同业存单发行利率月均值为2.46%，环比上行1BP。

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

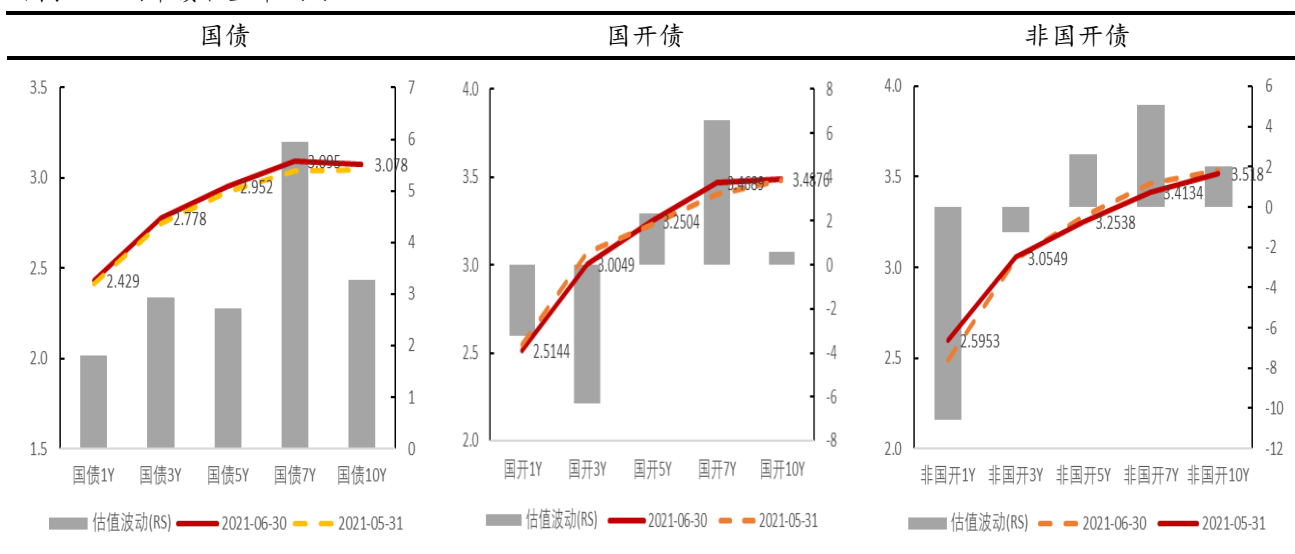
1、收益率情况：短端波动较大

国债方面，6月，1年期国债收益率为2.429%，较上月上行1.8BP。3年期国债收益率为2.778%，较上月上行2.94BP。5年期国债收益率为2.952%，较上月上行2.71BP。7年期国债收益率为3.095%，较上月上行5.94BP。10年期国债收益率为3.078%，较上月上行3.28BP。

国开债方面，6月，1年期国开债收益率为2.514%，较上月下行3.23BP。3年期国开债收益率为3.005%，较上月下行6.32BP。5年期国开债收益率为3.250%，较上月上行2.35BP。7年期国开债收益率为3.469%，较上月上行6.57BP。10年期国开债收益率为3.488%，较上月上行0.61BP。

非国开债方面，6月，1年期非国开债收益率为2.489%，较上月下行10.6BP。3年期非国开债收益率为3.043%，较上月下行1.23BP。5年期非国开债收益率为3.280%，较上月上行2.63BP。7年期非国开债收益率为3.464%，较上月上行5.08BP。10年期非国开债收益率为3.538%，较上月下行2.03BP。

图表5：利率债收益率（%）

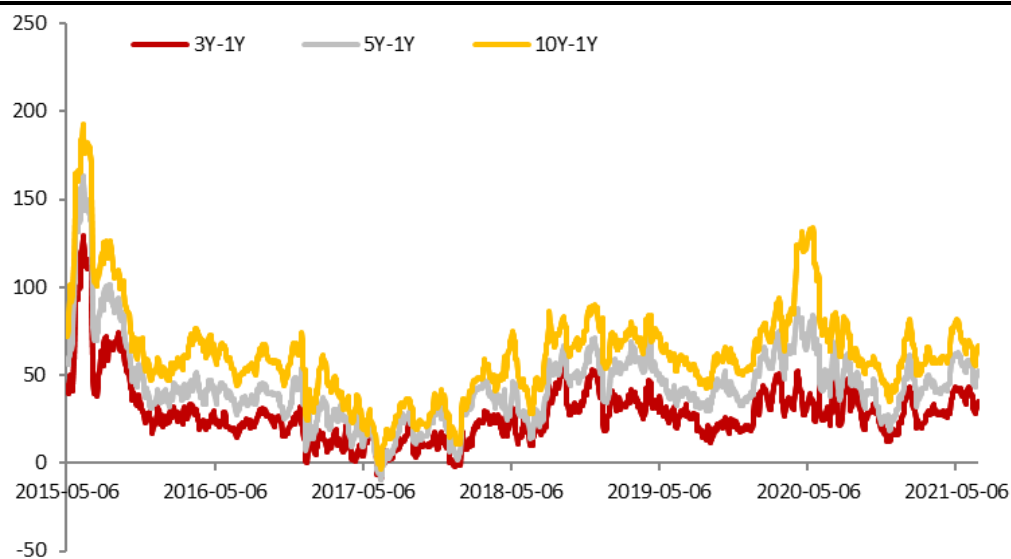


数据来源：Wind，百瑞信托

2、利差情况：小幅走阔

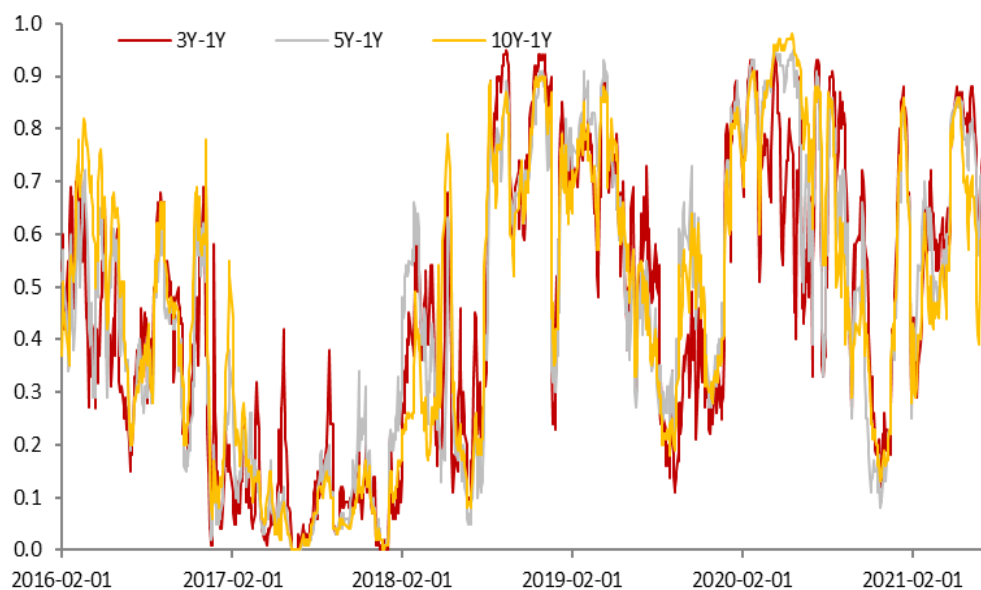
期限利差方面，6月期限利差整体走阔，具体来看，国债3Y-1Y利差收窄1.14bp至34.88bp，位于75%分位数，国开债5Y-1Y利差走阔0.92bp至52.23bp，位于73%分位数；国债10Y-1Y利差较上月末走阔4.14bp至66.56bp，位于65%分位数。

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

5 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：工业走弱，PMI 走缓，5 月工业增加值两年平均增速低于上月两

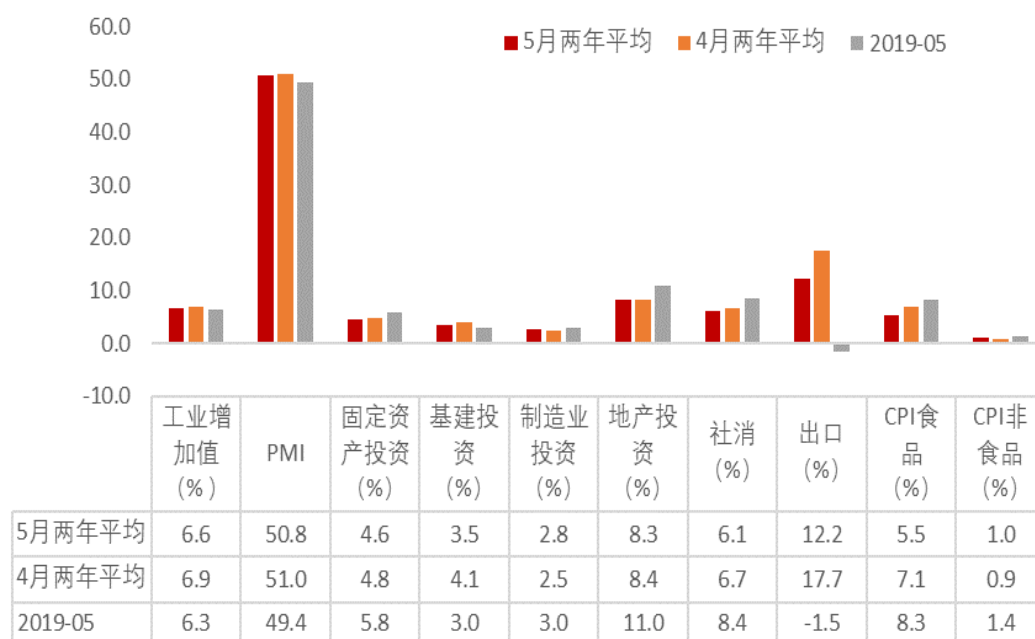
年平均，但超过 19 年同期水平，为 6.6%；而 5 月 PMI 两年平均值为 50.8，弱于 4 月，但强于 19 年同期水平。

2) 投资端：投资整体向好，固定资产投资增速 5 月两年平均值与上月两年平均持平，为 4.6%，弱于去年同期水平；分项来看，基建投资持续走弱，制造业投资及地产投资较有韧性。

3) 消费端：消费修复不强，5 月两年平均社消增速为 6.1%，弱于上月两年平均及去年同期水平。受猪肉价格下滑影响，食品类 CPI 有所回落，但非食品类 CPI 持续小幅抬头。

4) 出口端：出口防疫物资出口增速高位回落影响有所下滑，5 月两年平均增速为 12.2%，低于上月两年平均，如剔除防疫物资来看，5 月我国出口依然较为强劲，主要与出行相关的服饰类及地产后消费相关的家电家具较为强劲。

图表 8：工业走强，出口持续改善，消费走弱

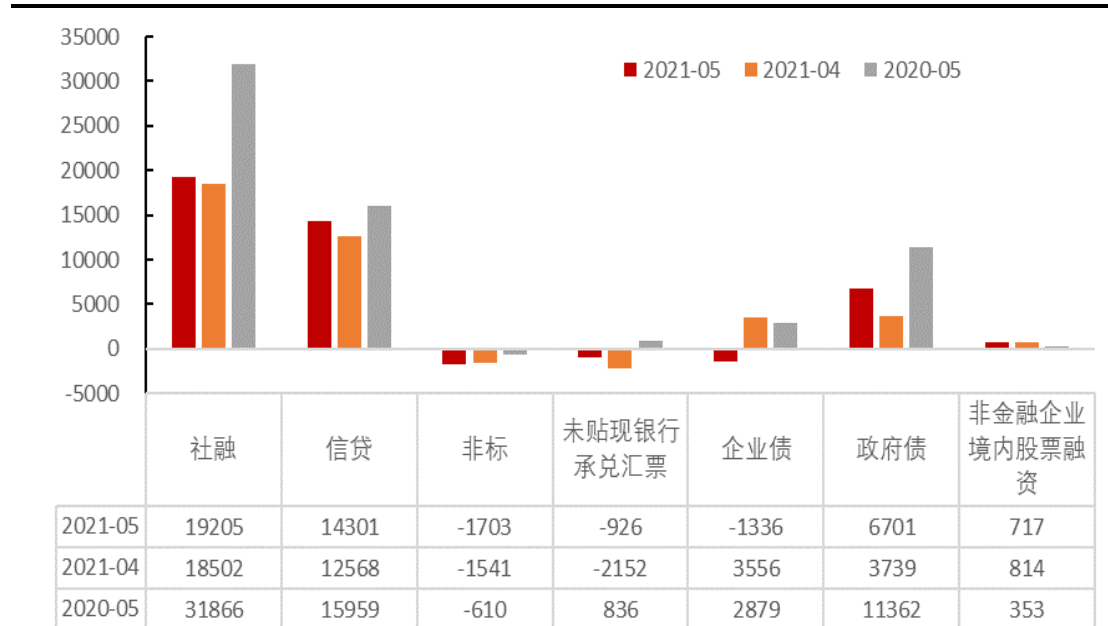


资料来源：Wind，百瑞信托

2、流动性：社融下滑，资金偏松非银波动较大

5 月，社融增速下降 0.7 个百分点至 11%，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，受地产调控加码影响，住户贷款、企（事）业单位贷款少增，而短期贷款环比 4 月有所增长，主要是受五一假期的旅游出行消费提振影响。同时，也注意到受地方债发行加速影响，政府债券项多增。

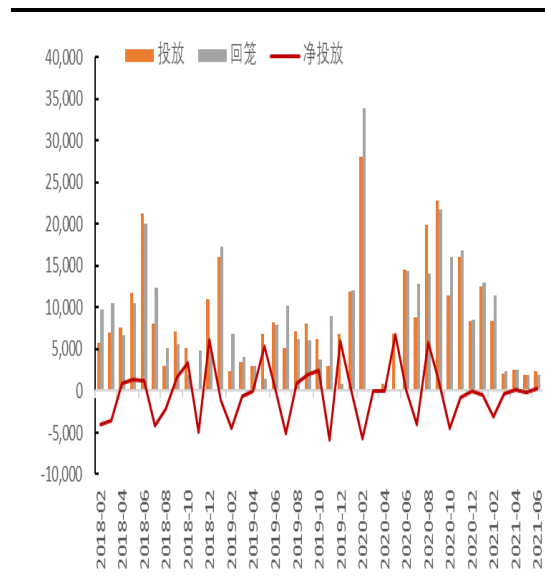
图表 9：社融分项情况



资料来源：Wind，百瑞信托

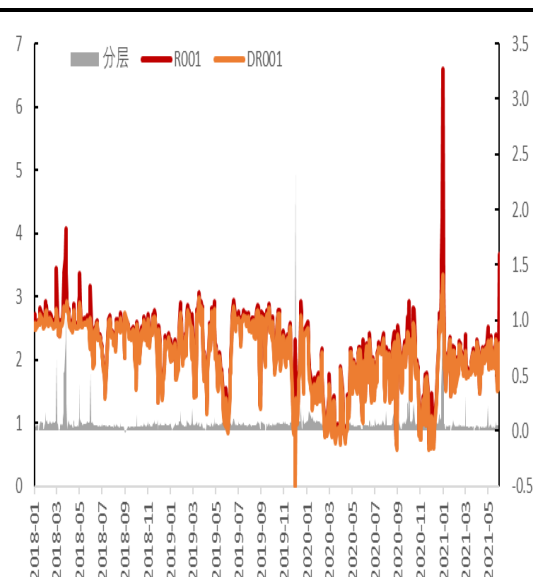
6月，央行投放2300亿元，回笼1950亿元，净投放350亿元。而资金价格整体小幅上行，从银行间质押式回购利率来看，5月R001月均值上行9.89bp至2.13%，DR001月均值上行3.22bp至2.02%。整体来看，年中资金受央行公开市场操作呵护，整体偏松，但非银资金相对波动较大，特别是月末这天，与银行资金拉开了分层，高出1.402%。

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，6月利率债发行保持加快速度，受跨年中影响，央行在最后一周加大了逆回购量，呵护市场，整体资金面偏松，但非银资金月末最后一天较吃紧。尽管社融、M2等金融数据有所回落，但在货币政策“稳字当头”的导向下，流动性依然会保持偏松的格局，且年中已过，预计7月流动性依然不会有较大担忧。

从经济基本面来看，5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、投资、PMI、出口走弱，社消数据恢复较慢等。由于疫情物资出口持续减少，下半年出口数据转弱的趋势或较难改变，同时由于经济内生增长动力不足，社消数据也较难快速恢复。所以整体基本面对利率债较利好。

从市场交易情况来看，由于5月基本面数据不佳，10Y国债收益率目前已从3.35高位下降到3.09位置，处于中规中矩，青黄不接的位置，后续将维持震荡格局为主。需关注维持流动性的平稳因素，及目前基本面边际弱化下，下半年政策的态度问题。

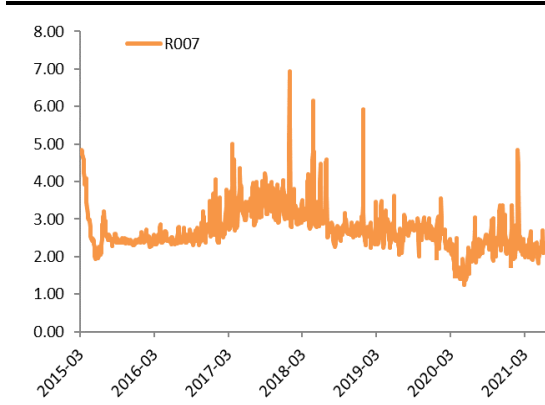
其他数据一揽

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	0.18	0.14	0.11	-0.12	-0.03	8	5	2	10	33
国开	0.23	0.42	0.16	-0.12	0.23	2	5	3	7	8
非国开	0.30	0.28	0.15	-0.03	0.12	13	3	7	20	12
铁道	0.16	0.13	0.00	0.20	0.49	15	7	12	26	18
产业AAA	0.18	0.24	-0.10	0.23	0.55	8	7	2		
产业AA+	0.18	0.14	0.19			12	26	20		
产业AA	0.42	0.15	0.35			70	74	69		
产业AA-	0.40	0.57				12	5	6	12	13
城投AAA	0.14	0.18	0.01	0.01	0.50	14	14	12		
城投AA+	0.14	0.06	-0.10			13	12	21		
城投AA	0.39	-0.10	0.29			92	92	93		
城投AA-	0.20	0.56								

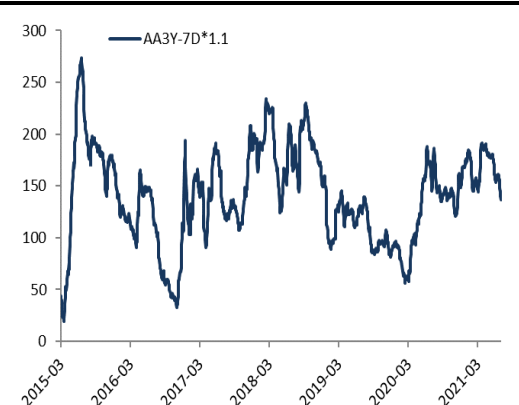
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 13: 7D 资金价格



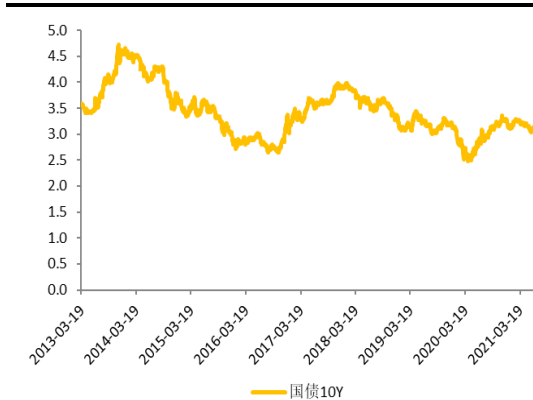
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 14: 杠杆价值



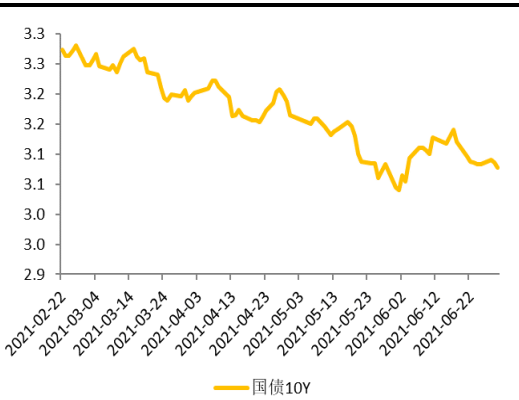
数据来源: Wind, 百瑞信托

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