

利空逐步出尽，债市有望回暖

—— 10月利率债月报

2021年11月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 一级市场：发行增量

10月主要利率债总发行规模为20835.80亿元，总偿还规模为10186.43亿元，净融资规模为10649.37亿元。较去年同期有所增加。

○ 二级市场：先跌后补，V字形态

受PPI高企及降准预期打消等利空因素影响，债市跌势为主，但随着利空逐步出尽后，债市跌幅有所回补；由于资金面较平稳，从而长端受利空影响较大，期限利差以走阔为主。

○ 基本面：持续走弱

- 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：继续托底；
- 5) 流动性：社融继续探底，资金较松

○ 投资观点：

在利空因素的逐步出尽后，债市先跌后补，我们认为，短期10Y国债在2.95-3.15区间内震荡，中线配置机会依然存在，坚持中线2.7的判断。但不排除海外加息的扰动因素，目前美联储taper已出，但对于开启减少购债到加息的时间仍有较大分歧。

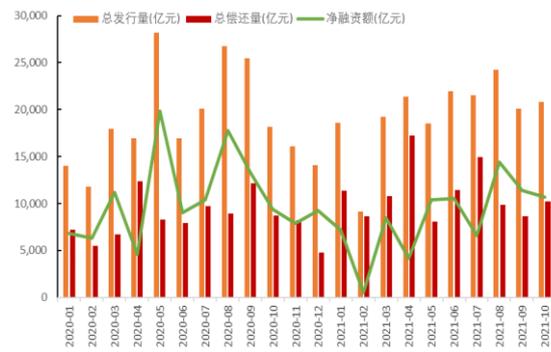
一、利率债一级市场

1、主要利率债：供给增量

截至 10 月 31 日，10 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增加。具体来看，10 月主要利率债总发行规模为 20835.80 亿元，总偿还规模为 10186.43 亿元，净融资规模为 10649.37 亿元。

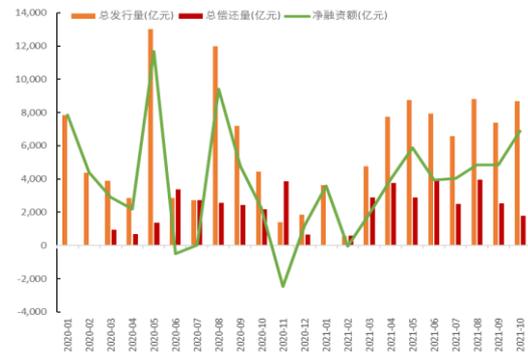
地方债方面，为赶进度，10 月总发行量较去年增加。具体来看，10 月地方债总发行规模为 8688.60 亿元，总偿还规模为 1795.23 亿元，净融资规模为 6893.37 亿元。按已下达的新增债务限额 42676 亿元计算，还剩下 7697 亿元新增地方债未发（7227 亿元新增专项债+470 亿元新增一般债）。

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）

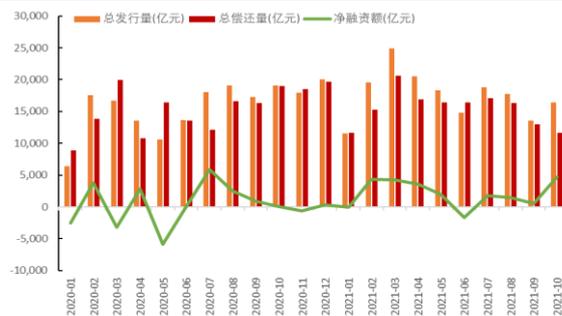


数据来源：Wind，百瑞信托

2、同业存单：量价齐升

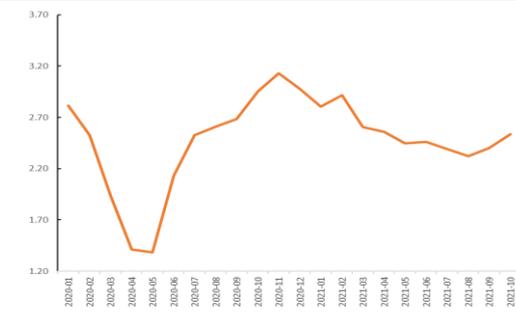
10 月同业存单量价齐跌。具体来看，同业存单总发行量为 16383.40 亿元，环比增加 2839.10 亿元；净融资额为 4746.50 亿元，环比增加 4190.50 亿元；3M 股份制存单发行利率月均值为 2.54%，环比回升 13BP。

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

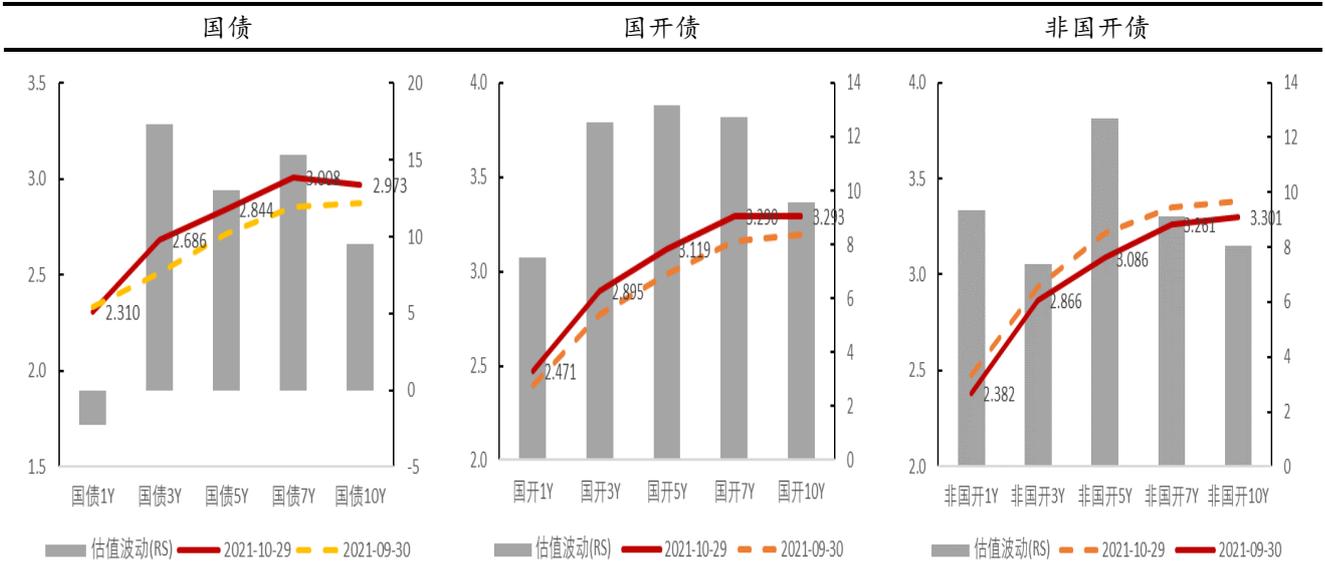
1、收益率情况：上行为主

截至 10 月 29 日，受 PPI 高企及降准预期打消影响，债市跌势为主，国债方面，1 年期国债收益率为 2.310%，较上月下行 2.27BP。3 年期国债收益率为 2.686%，较上月上行 17.35BP。5 年期国债收益率为 2.844%，较上月上行 13.04BP。7 年期国债收益率为 3.008%，较上月上行 15.35BP。10 年期国债收益率为 2.973%，较上月上行 9.56BP。

国开债方面，1 年期国开债收益率为 2.471%，较上月上行 7.50BP。3 年期国开债收益率为 2.895%，较上月上行 12.51BP。5 年期国开债收益率为 3.119%，较上月上行 13.18BP。7 年期国开债收益率为 3.290%，较上月上行 12.72BP。10 年期国开债收益率为 3.293%，较上月上行 9.54BP。

非国开债方面，1 年期非国开债收益率为 2.475%，较上月上行 9.33BP。3 年期非国开债收益率为 2.939%，较上月上行 7.36BP。5 年期非国开债收益率为 3.213%，较上月上行 12.7BP。7 年期非国开债收益率为 3.352%，较上月上行 9.1BP。10 年期非国开债收益率为 3.382%，较上月上行 8.06BP。

图表 5：利率债收益率 (%)



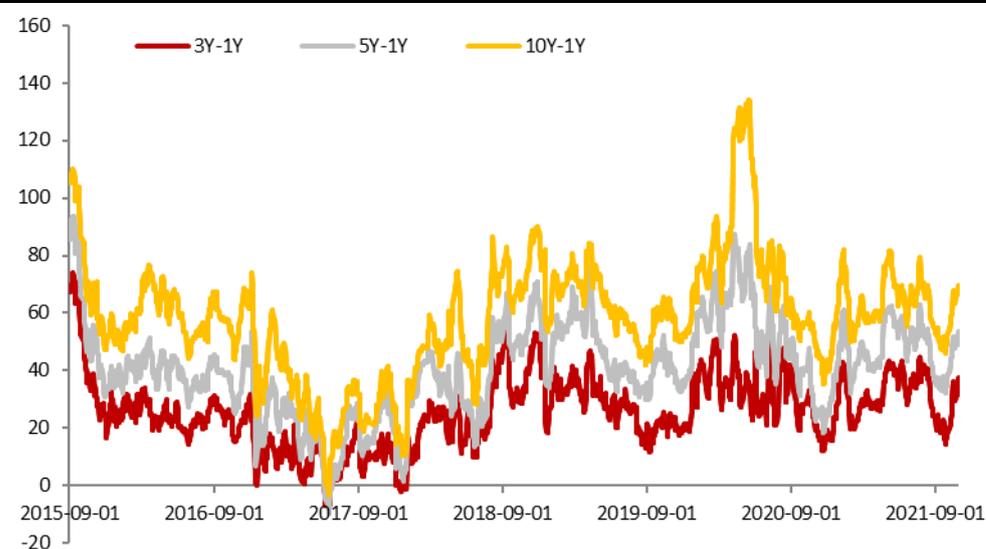
数据来源：Wind，百瑞信托

2、利差情况：走阔为主

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 利差走阔 20.30bp 至 37.57bp，位于 83%分位数，国债 5Y-1Y 利差走阔 18.64bp 至

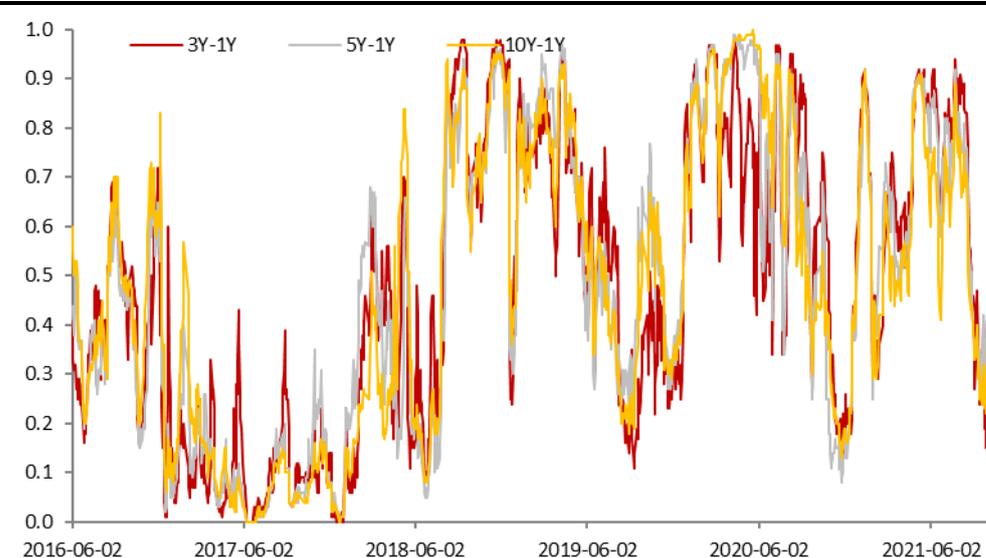
53.38bp, 位于 79%分位数; 国债 10Y-1Y 利差较上月末走阔 20.81bp 至 69.75bp, 位于 76%分位数。

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

9 月经济数据除制造业投资、出口托底外, 其他均走弱, 具体来看:

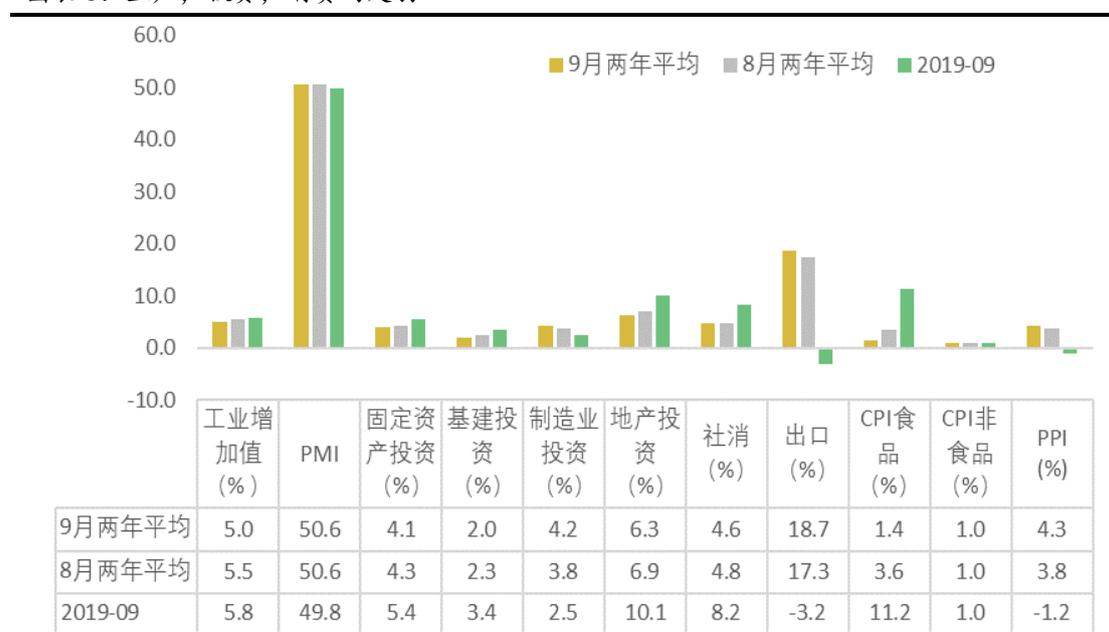
1) 生产端：工业降速，PMI 下行，9 月工业增加值同比增长 3.1%，较前期下降 2.2pct，两年平均增速为 5.0%，较前期下降 0.5pct；而 9 月 PMI 为 49.6（10 月 PMI 为 49.2），位于枯荣线下方，两年平均值为 50.6，与前期持平。

2) 投资端：投资走弱，9 月固定资产投资增速同比为 7.3%，较前期下滑 1.6pct，两年平均值为 4.1%，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，9 月两年平均社消增速为 4.6%，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，非食品类较上月持平。

4) 出口端：保持强劲，9 月出口同比增长 28.1%，两年平均为 18.7%，较前期增长较大，主要是高新技术产品、机电产品、农产品的出口高增带动。

图表 8：生产，投资，消费均走弱

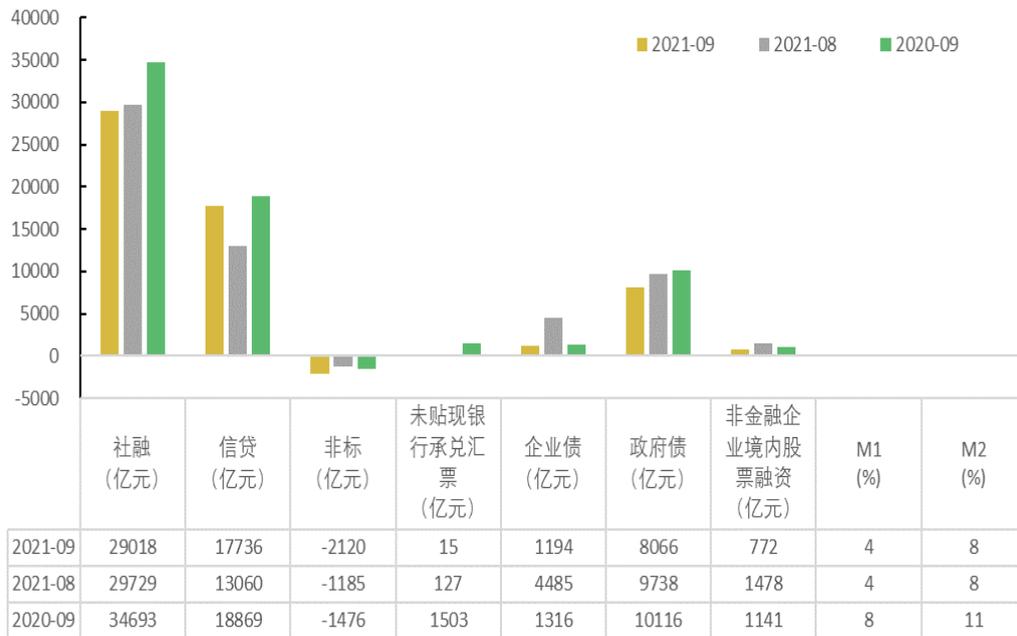


资料来源：Wind，百瑞信托

2、社融继续探底，资金较松

9 月，新增社融 29018 万亿元，同比环比均走低，主要是受经济需求偏弱及地产调控影响，使得表外融资和人民币贷款成为主要拖累项，M2 与 M1 剪刀差走阔到 4.6%。

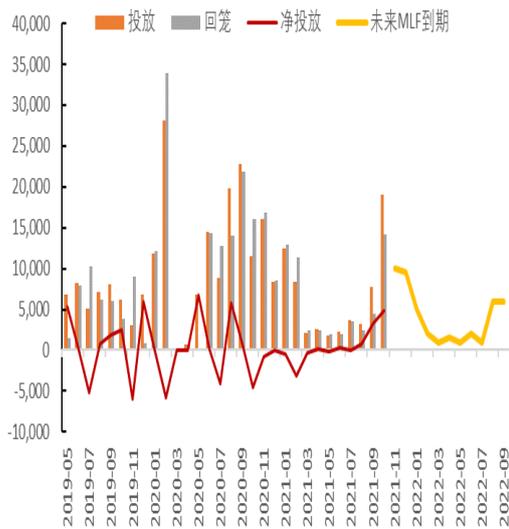
图表 9：金融数据情况



资料来源：Wind，百瑞信托

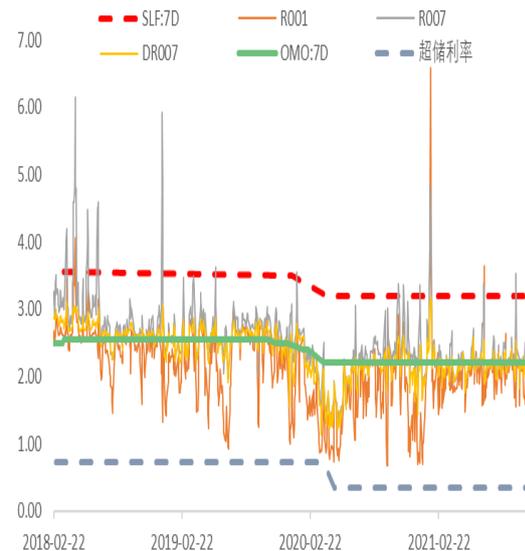
10月，公开市场操作净投放4900亿元（央行投放19000亿元，回笼14100亿元）。而资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，9月R001月均值为1.98下行9bp（前值2.07%），DR001月均值为1.94下行8.23bp（前值2.03%）。整体来看，由于央行下旬连续千亿投放对冲缴税及跨月，资金较松。

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，9月经济数据持续走弱，仅靠制造业投资、出口托底拉动，走弱的原因在：一是受地产去杠杆、城投隐债显化影响，二是受限产限电政策影响导致生产走弱，三是项目回报率低，内生增长动力缺乏；尽管9月社融数据继续探底，但由于信用风险持续发酵以及财政支出提速，政策搭配略有微调，年底社融增速有望企稳。

从市场交易情况来看，市场多空因素交织，利多因素是基本面产需双降，经济下行压力加大；但利空因素是限电限产使得上游工业品价格抬升、MLF的续作减低市场对降准的预期、地方债的赶速发行等。在利空因素的逐步出尽后，债市先跌后补，我们认为，短期10Y国债在2.95-3.15区间内震荡，中线配置机会依然存在，坚持中线2.7的判断。但不排除海外加息的扰动因素，目前美联储taper已出，但对于开启减少购债到加息的时间仍有较大分歧。

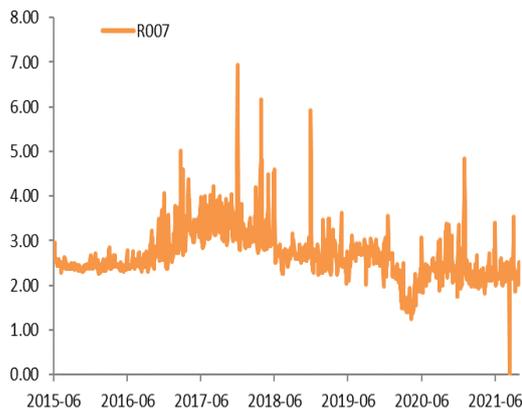
其他数据一览

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	0.20	-0.28	-0.38	-0.72	-0.59					
国开	0.12	-0.13	-0.36	-0.53	-0.55	31	6	2	2	5
非国开	0.10	0.02	-0.33	-0.30	-0.41	27	5	10	7	2
铁道	0.21	0.03	0.25	0.09	0.03	17	3	5	10	9
产业AAA	0.25	0.16	0.36	0.28	0.27	17	3	2	13	13
产业AA+	0.29	0.20	0.42			8	2	0		
产业AA	0.32	0.46	0.15			8	32	30		
产业AA-	0.47	0.37				78	88	86		
城投AAA	0.28	0.15	0.34	0.21	0.34	12	2	1	5	6
城投AA+	0.29	0.14	0.40			11	6	11		
城投AA	0.33	0.63	-0.11			7	16	20		
城投AA-	0.47	0.35				92	86	83		

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



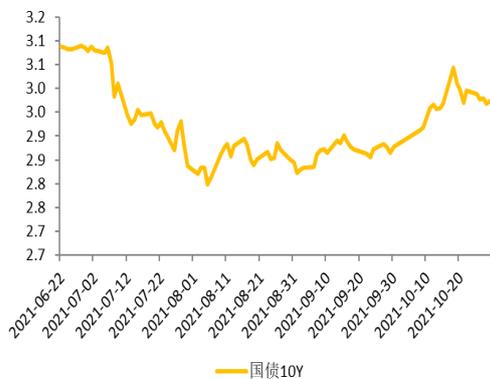
数据来源: Wind, 百瑞信托

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