

利率债和汇率观察月报

(二零二一年七月月报)

7月利率债收益率继续下行 美元兑人民币汇率保持相对稳定

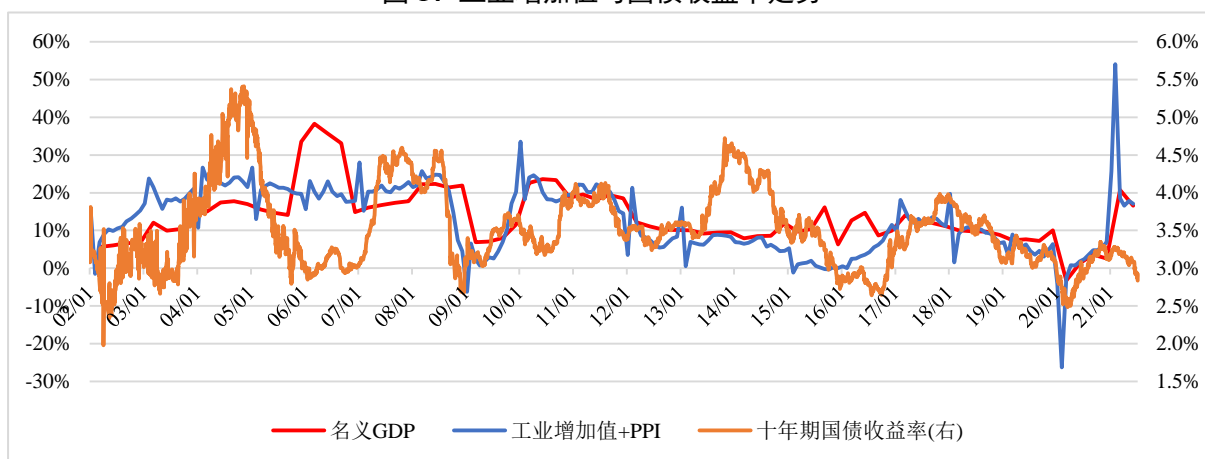
- ◆ 基本面：7月制造业PMI连续第四个月回落，临近荣枯线，供需两端均出现回落，或预示我国工业生产扩张趋势短期内将继续放缓，经济修复动能减弱。通胀方面，7月CPI同比或将继续回落，PPI同比增速难以继续下行。整体看，基本面偏弱叠加通胀上涨幅度有限，国债收益率依然有下行空间。
- ◆ 资金面：7月资金面相对较为宽松，主要资金利率月度均值全面下行。7月政治局会议强调“助力中小企业和困难行业持续恢复”，因此下半年不排除通过降准置换MLF的方式推动银行端负债成本下降以达到降低中小企业融资成本的目的。结构性信用宽松政策叠加政府债发行，或将带动下半年社融存量增速触底反弹，但由于其领先国债收益率，因此同样支持短期内国债收益率下行。
- ◆ 一级发行市场：7月，利率债总发行规模环比小幅上升，净融资规模环比继续下降，主要是由于7月国债到期规模大幅上升。下半年地方政府债发行规模较上半年将有所增加，且部分规模平滑至四季度。
- ◆ 二级交易市场：7月利率债收益率整体下行；债市交易活跃度上升，交易量较上月有所上升；国债、国开债期限利差均值多数较6月走阔。
- ◆ 国别利差：7月，主要经济体的十年期国债收益率均出现下行，主要是受疫情反弹、避险情绪上升等因素影响；从利差均值看，7月除日本外，我国与其他主要经济体的利差较6月均进一步走阔。
- ◆ 汇率：7月，美元兑人民币汇率基本稳定，人民币兑美元在7月小幅升值0.01%，下半年美元兑人民币汇率或将震荡贬值，但整体贬值压力可控。



一、 基本面：基本面偏弱，国债收益率依然有下行空间

7 月制造业 PMI 连续第四个月回落，临近荣枯线，供需两端均出现回落，或预示我国工业生产扩张趋势短期内将继续放缓，经济修复动能减弱；高频数据同样印证供需偏弱，生产端高炉开工率继续下行，需求端汽车批发销量、房地产销售走弱，同时 7 月下旬以来的疫情将抑制消费情绪。通胀方面，7 月猪肉价格和蔬菜价格同比继续下降，虽然降幅有所收窄但基于 2020 年 7 月基数上升，预计 7 月 CPI 同比增速继续小幅回落；PPI 方面，国际原油价格上升，国内钢材、煤炭价格同比上行，与 PMI 出厂价格反弹相一致，7 月 PPI 同比增速难以进一步下降，或将持平或小幅上行。整体看，**7 月基本面偏弱**，通胀虽然依然位于高位，但进一步上涨幅度或将有限，**国债收益率依然有下行空间**。

图 1：工业增加值与国债收益率走势



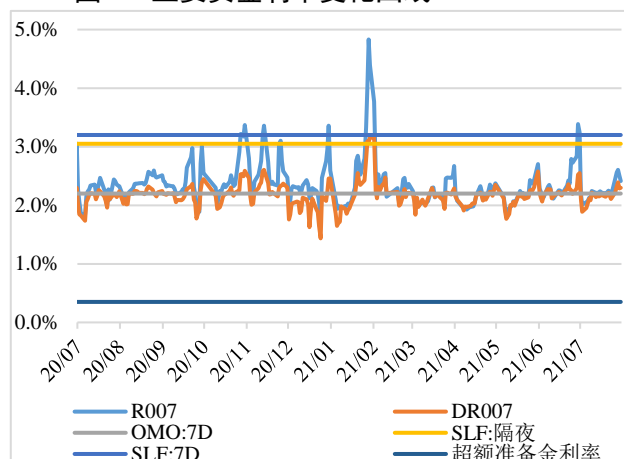
数据来源：Wind，联合资信整理

二、 资金面：资金面相对较为宽松，资金利率全面下行

7 月资金面相对较为宽松，主要资金利率月度均值全面下行。全面降准后，央行虽然并未降低 MLF 操作利率且缩量续作，共计释放了 7000 亿的流动性。随着银行月末考核临近，7 月底资金利率有所上行，7 月 28 日，R007 和 DR007 分别升至 2.60% 和 2.39% 的月内高点，较去年同期有所提高，但低于 2019 年同期。

7 月政治局会议较 4 月的政治局会议删除了“不急转弯”的表述，但同时强调“要做好宏观政策跨周期调节”，会议强调“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复”，与 7 月初国常会议表示对中小企业支持态度相一致，叠加当前 MLF 存量为历史最高值，因此下半年**不排除通过降准置换 MLF 的方式推动银行端负债成本下降以达到降低中小企业融资成本的目的**。结构性信用宽松政策叠加政府债发行，或将带动下半年社融存量增速触底反弹。从图 3 可以看出，社融存量增速与国债收益率走势相关性较高，且领先十年期国债收益率，因此同样支持**短期内国债收益率下行，但长期走势还需要进一步确认基本面走势**。

图 2：主要资金利率变化曲线



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：社融存量增速与国债收益率变化趋势

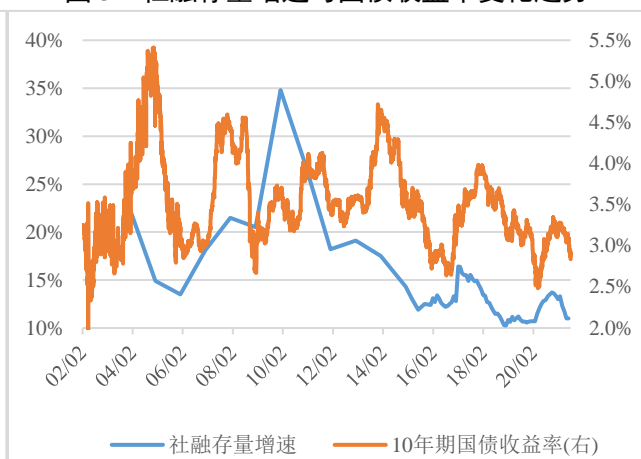


表 1：主要资金利率变动（单位：%、BP）

	R001	R007	R014	R1M	DR001	DR007	DR014	DR1M	SHIBOR 隔夜	SHIBOR 1 周	SHIBOR 2 周	SHIBOR 1 月
2021/7/30	2.29	2.41	2.46	2.75	2.15	2.30	2.34	2.45	2.18	2.28	2.34	2.33
2021/6/30	3.65	3.24	3.53	3.37	2.25	2.55	2.99	2.62	2.18	2.41	2.97	2.42
变动(BP)	-135.65	-82.85	-107.25	-62.36	-9.37	-25.00	-64.52	-16.93	0.10	-12.10	-62.70	-8.40
7 月均值	2.04	2.25	2.38	2.54	1.99	2.16	2.22	2.36	2.01	2.18	2.23	2.34
6 月均值	2.13	2.43	2.63	2.68	2.02	2.25	2.45	2.54	2.02	2.24	2.43	2.39
变动(BP)	-8.65	-18.11	-25.71	-13.40	-2.64	-8.64	-23.24	-17.46	-1.91	-6.11	-20.59	-5.51

数据来源：Wind，联合资信整理

表 2：央行公开市场操作（单位：亿元）

	MLF 净投放	TMLF 净投放	央行票据互换净投放	国库现金定存净投放	逆回购净投放	净投放量
2021 年 7 月	-3000	0	0	0	-600	-3600
2021 年 6 月	0	0	0	0	1000	1000
2020 年 7 月	0	-2977	0	500	-3700	-6177
2020 年 6 月	-5400	0	-25	0	-200	-5625

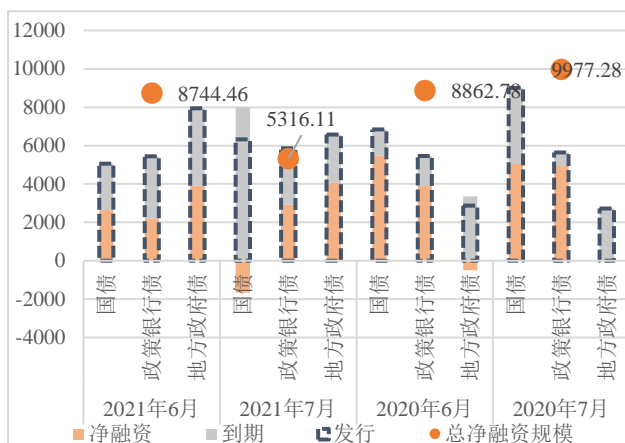
数据来源：Wind，联合资信整理

三、一级发行市场：7 月净融资规模环比下行，平均发行成本多数下降

7 月，利率债总发行规模环比小幅上升，净融资规模环比继续下降，主要是由于 7 月国债到期规模大幅上升；净融资规模较上年同期大幅减少。其中，7 月国债发行规模创今年最高，预计下半年或将恢复往年的供给节奏。政策性银行债发行基本符合历史发行节奏。截至 7 月底，新增地方政府债发行进度仅为 37.11%，显著慢于 2020 年及 2019 年的发行节奏，一方面是由于今年专项债额度下发时间较晚，另一方面是专项债发行门槛提高导致项目申请放缓。7 月政治局会议表示“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，表明下半年的发行或将提速，此前财政部长刘昆表示“适当放宽专项债

的发行时间限制，合理把握发行节奏”，因此预计部分专项债发行将平滑至四季度。整体看，下半年利率债发行规模较上半年将有所增加，其中主要是由于专项债发行规模上升。

图 4：利率债发行规模（单位：亿元）

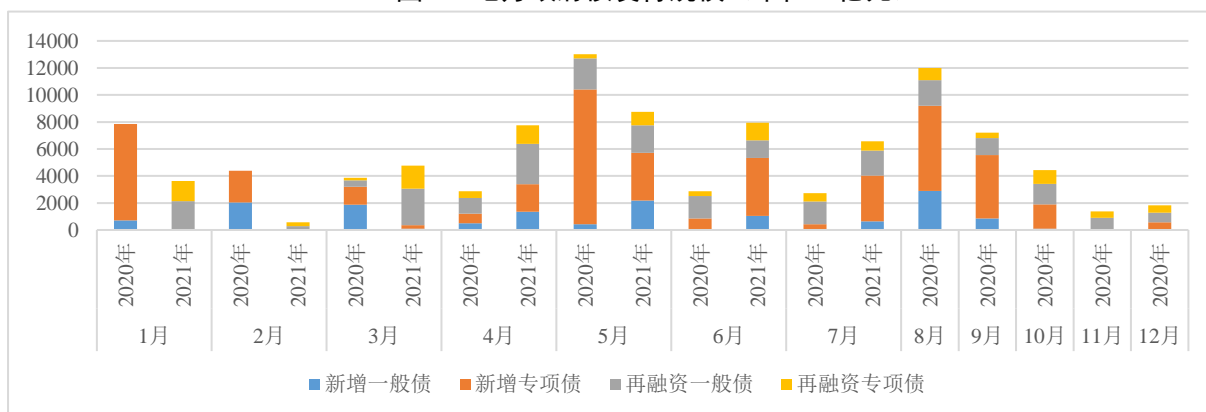


数据来源：Wind，联合资信整理

表 3：利率债发行、到期规模（单位：亿元）

		发行	到期	净融资
2021 年 7 月	国债	6331.90	7990.24	-1658.34
	政策银行债	5850.70	2928.60	2922.10
	地方政府债	6567.76	2515.41	4052.35
2021 年 6 月	国债	5064.10	2428.85	2635.25
	政策银行债	5443.90	3263.00	2180.90
	地方政府债	7948.68	4020.37	3928.31

图 5：地方政府债发行规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

从发行利率看，7月国债受资金面及避险情绪影响，配置需求较强，短端发行利率下行明显；政策银行债发行利率涨跌不一，主要是6月国开行发行了1年、3年和5年期的境内美元债，发行票面利率拉低了平均值；地方政府融资成本回落，7月地方政府债主要期限发行利率较6月均出现下行。

表 4：利率债发行利率均值（单位：%）

	国债						政策银行债						地方政府债					
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
2021 年 7 月	2.00	2.57	3.12	3.30	3.01	3.02	2.35	2.67	2.94	3.38	3.44	3.57	2.37	2.65	2.91	3.04	3.18	3.22
2021 年 6 月	2.36	2.57	3.32	3.50	3.01	3.02	2.27	3.05	2.90	3.38	3.44	3.54	-	2.88	3.02	3.22	3.33	3.35
变化(BP)	-36.00	0.00	-20.00	-20.00	0.00	0.00	8.00	-37.67	3.41	0.83	-0.11	2.84	-	-23.00	-11.31	-18.17	-14.90	-13.38

注：各期限利率债发行利率按照发行个数进行平均，下同。利率债发行期限主要包括1年、2年、3年、5年、7年、10年、15年、20年、30年以及50年等，其中地方政府债发行期限不包含50年，本表仅列示发行规模较多的期限利率。

数据来源：Wind，联合资信整理

四、 二级交易市场：收益率全面下行，期限利差大多走阔

7 月利率债收益率整体下行。7 月中旬发布的数据虽然好于预期，但利率债收益率并未出现上行，主要是全面降准带来的降息预期，叠加 7 月资金面相较 6 月宽松；6 月下旬以来，债市供给压力上升，但由于河南暴雨以及各地疫情的反弹提升避险情绪，利率债收益率延续下行趋势。从债市交易规模看，7 月债市交易活跃度上升，显示配置盘需求强劲。

图 6：利率债收益曲线

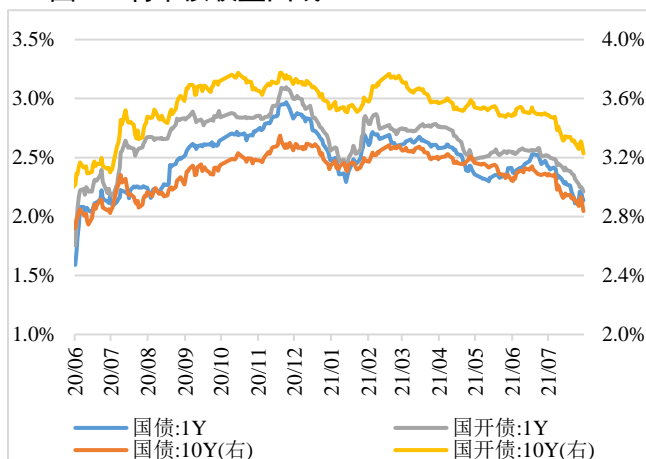
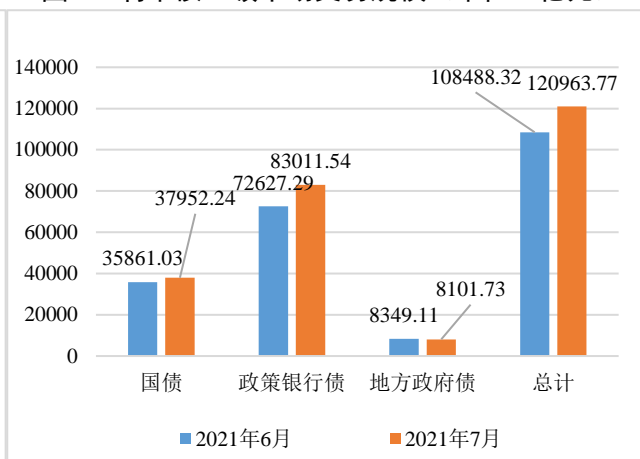


图 7：利率债二级市场交易规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

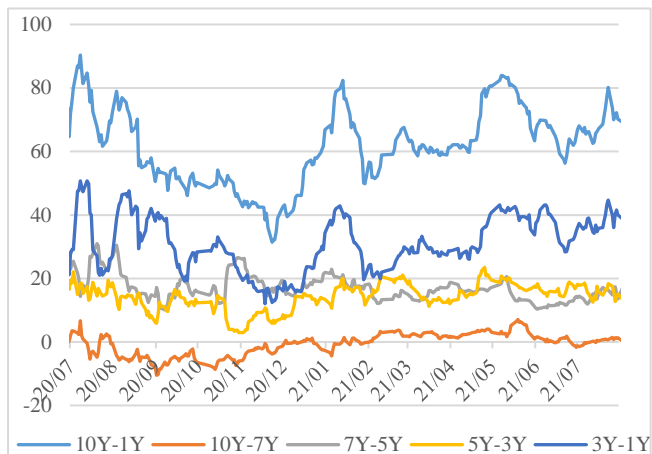
表 5：主要期限国债和国开债收益率变化（单位：%、BP）

		1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
国债利率变化	2021/7/30	2.13	2.45	2.54	2.69	2.82	2.84
	2021/6/30	2.43	2.66	2.78	2.95	3.09	3.08
	变化(BP)	-29.47	-20.88	-24.26	-26.44	-27.20	-24.15
	7 月平均值	2.27	2.53	2.65	2.81	2.96	2.96
	6 月平均值	2.45	2.71	2.81	2.97	3.09	3.10
	变化(BP)	-18.01	-17.33	-15.87	-16.28	-13.17	-13.39
国开债利率变化	2021/7/30	2.21	2.61	2.71	3.02	3.20	3.23
	2021/6/30	2.51	2.85	3.00	3.25	3.47	3.49
	变化(BP)	-30.36	-23.51	-29.43	-22.75	-26.57	-25.95
	7 月平均值	2.38	2.72	2.85	3.12	3.34	3.35
	6 月平均值	2.55	2.93	3.09	3.28	3.45	3.51
	变化(BP)	-16.88	-21.41	-24.01	-15.99	-11.60	-15.45

数据来源：Wind，联合资信整理

期限利差大多走阔。从期限利差均值来看，国债 10Y-7Y 和 5Y-3Y 期限利差均有所收窄，其余主要期限利差均有所走阔，表明短端利率受资金面影响下行更为显著。国开债主要期限利差中，10Y-7Y 和 3Y-1Y 期限利差收窄，其余期限利差走阔。截至 7 月末，国债 7Y-5Y 和 5Y-3Y 期限利差有所收窄，国开债 7Y-5Y 期限利差收窄。整体看，7 月主要期限国债和国开债期限利差较 6 月均有所扩大，收益曲线较 6 月陡峭化。

图 8：主要期限国债期限利差（单位：BP）

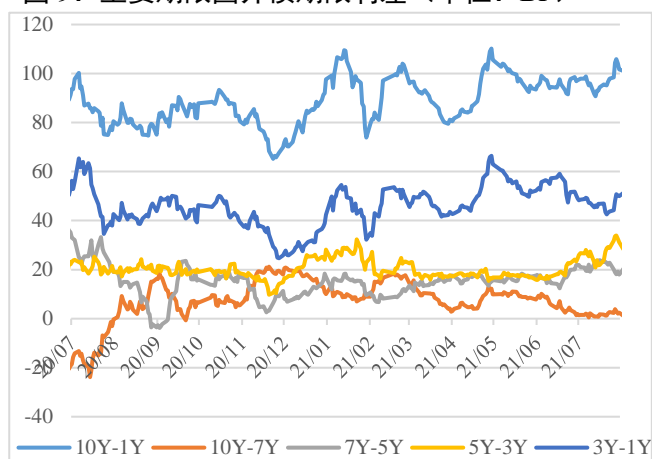


数据来源：Wind，联合资信整理

表 6：主要期限国债期限利差变化（单位：BP）

	10Y-1Y	10Y-7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	3Y-1Y
2021/7/30	70.17	1.34	13.57	15.17	40.09
2021/6/30	64.85	-1.71	14.33	17.35	34.88
变化	5.32	3.05	-0.76	-2.18	5.21
7 月平均值	69.09	0.28	14.87	15.98	37.95
6 月平均值	64.47	0.50	11.76	16.40	35.81
变化	4.62	-0.22	3.11	-0.42	2.14

图 9：主要期限国开债期限利差（单位：BP）



数据来源：Wind，联合资信整理

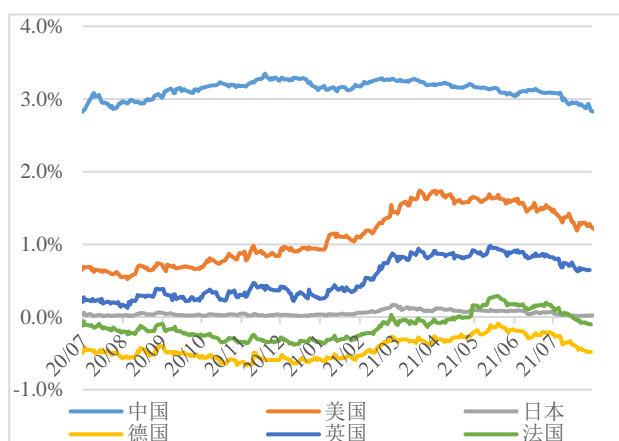
表 7：主要期限国开债期限利差变化（单位：BP）

	10Y-1Y	10Y-7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	3Y-1Y
2021/7/30	101.73	2.49	18.03	31.23	49.98
2021/6/30	97.32	1.87	21.85	24.55	49.05
变化	4.41	0.62	-3.82	6.68	0.93
7 月平均值	97.19	1.77	21.24	27.24	46.94
6 月平均值	95.75	5.62	16.85	19.22	54.06
变化	1.43	-3.85	4.39	8.02	-7.12

五、 国别利差：主要经济体国债收益率全部下行，我国与其利差多数走阔

7 月，主要经济体的十年期国债收益率均出现下行，主要是受疫情反弹、避险情绪上升等因素影响；从利差均值看，7 月除日本外，我国与其他主要经济体的利差较 6 月均进一步走阔。其中，日本国债收益率受“日本央行宣布将购买季度债券来替代之前的月度债券，并分 3 个阶段下调 7 月份日本国债购买频率”导致货币政策收紧预期，下行幅度较小；其他主要经济体的疫情较中国更严重，避险情绪更盛，国债收益率下行幅度均大于中国。因此导致我国与日本利差有所收窄，与其他主要经济体利差有所扩大。

图 10：主要经济体十年期国债收益曲线

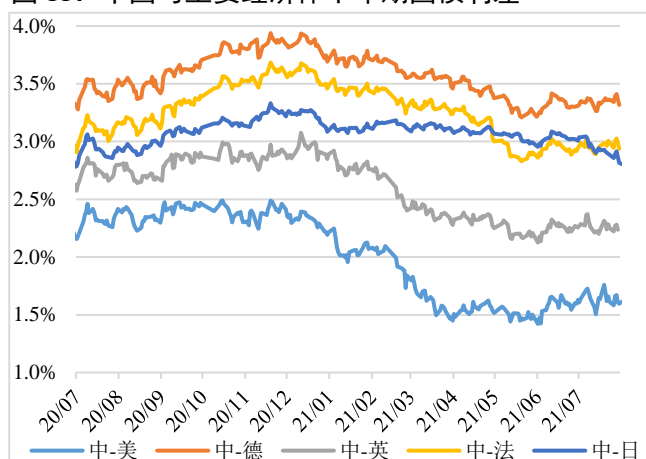


数据来源：Wind，联合资信整理

表 8：主要经济体十年期国债收益率（单位：%）

	中国	美国	德国	英国	法国	日本
2021/7/30	2.84	1.24	-0.48	0.65	-0.10	0.02
2021/6/30	3.08	1.50	-0.23	0.85	0.13	0.07
变化	-0.24	-0.26	-0.25	-0.20	-0.24	-0.05
7 月均值	2.96	1.32	-0.38	0.70	-0.01	0.03
6 月均值	3.10	1.52	-0.23	0.85	0.15	0.07
变化(BP)	-13.40	-20.05	-15.77	-15.46	-15.87	-4.28

图 11：中国与主要经济体十年期国债利差



数据来源：Wind，联合资信整理

表 9：主要经济体十年期国债利差变动（单位：%）

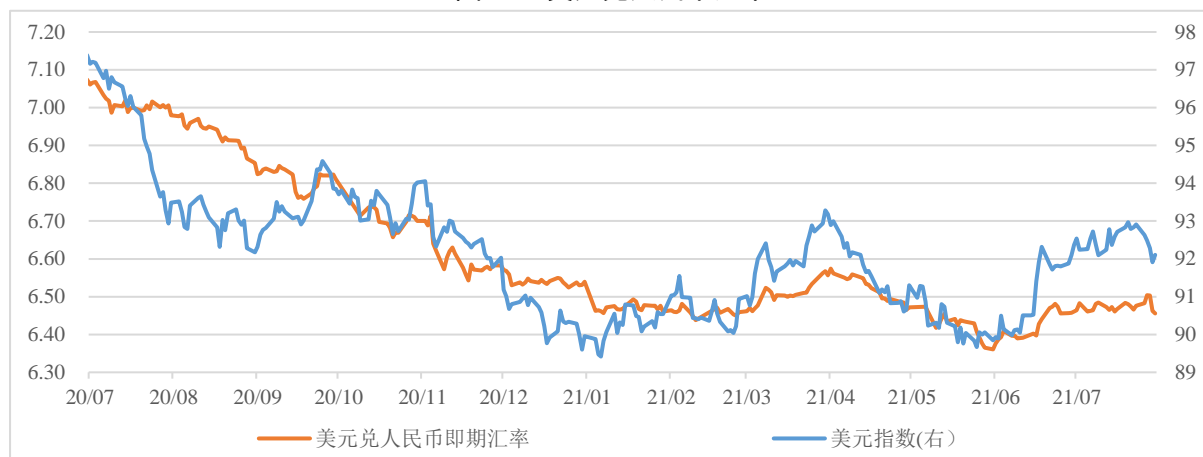
	中美	中德	中英	中法	中日
2021/7/30	1.60	3.32	2.24	2.94	2.81
2021/6/30	1.60	3.31	2.25	2.94	3.01
变化(BP)	0.10	0.85	-1.35	-0.55	-19.35
7 月均值	1.64	3.34	2.27	2.97	2.94
6 月均值	1.58	3.32	2.24	2.94	3.03
变化(BP)	6.16	2.62	2.80	2.62	-8.62

六、人民币汇率：7 月美元兑人民币汇率小幅波动，下半年存在一定的贬值压力

2021 年 7 月，美元兑人民币汇率基本稳定，波动区间在 6.45~6.50，人民币兑美元在 7 月基本稳定，小幅升值 0.01%。从基本面看，二季度我国 GDP 环比增速超过一季度，显示二季度经济修复加速，但并未回到潜在经济增速以上，德尔塔病毒更是加大了下半年经济修复的不确定性，下半年我国经济增长压力有所增加，叠加基数的影响，下半年我国经济增速预计逐季下行；而美国随着疫苗的推广，经济有望进一步修复，虽然疫情会扰动其修复进程，但美国经济修复峰值到达将晚于中国，中美经济修复周期形成错峰。从货币政策端看，7 月美联储议息会议首次讨论缩减债券购买计划，下半年美联储货币政策易紧难松。国家外汇管理局副局长、新闻发言人王春英在展望下半年人民币汇率走势时表示，人民币汇率还会存在双向波动，但还是会在合理区间上保持基本稳定。综合来看，美元指数有望进一步走强，美元兑人民币汇率或将震荡贬值，但整体贬值压力可控。人民币汇率贬值，可能会造热钱流出，外资减持国内债券，但从持有量看外资不是国内债券市场的主导力

量，且中国国债与其他主要经济体国债利差位于相对较高的位置，我国国债仍具有一定的吸引力，因此人民币汇率贬值对债市的影响有限。

图 12：美元兑人民币汇率



数据来源：Wind，联合资信整理

免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.