

# 利率债和汇率观察月报

(二零二一年八月月报)

## 8 月利率债收益率进一步下行 美元兑人民币汇率保持相对稳定

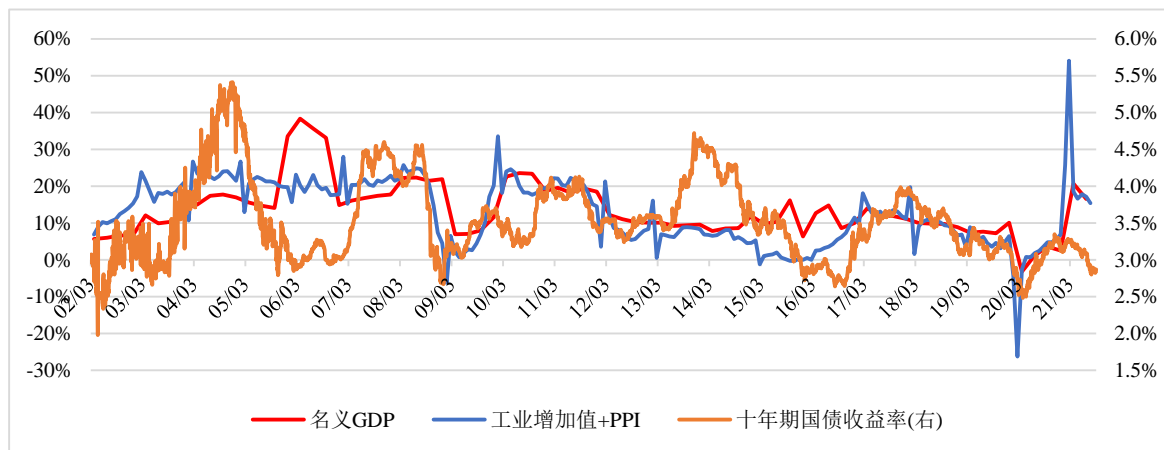
- ◆ 基本面：8 月制造业 PMI 连续五个月回落，临近荣枯线，供需两端均出现回落，预示经济修复动能减弱。通胀方面，8 月 CPI 总体平稳，PPI 涨幅有所扩大，通胀剪刀差再创历史新高。整体看，8 月基本面偏弱，叠加上下游分化的经济结构性问题，国债收益率依然有下行空间。
- ◆ 资金面：8 月资金面维持宽松，主要资金利率月度均值进一步下行。央行强调“助力中小企业和困难行业持续恢复”，下一阶段仍不排除通过降准置换 MLF 以推动银行成本下降从而达到降低中小企业融资成本的目的。社融存量增速走势支持短期内长端国债收益率继续下行。
- ◆ 一级发行市场：8 月利率债总发行规模、净融资规模环比双升，政策性银行债的发行规模基本符合往年发行节奏，主要期限平均发行成本多数下降。预计 9 月地方政府债发行将会加速，下半年利率债的发行规模较上半年将有所增加。
- ◆ 二级交易市场：8 月利率债收益率曲线趋于平缓；国债和地方政府债交易规模环比小幅回落，政策银行债交易规模环比小幅增长；国债和国开债主要期限利差普遍收窄。
- ◆ 国别利差：受疫情反弹、避险情绪上升等因素影响，8 月主要经济体十年期国债收益率均值全面下行；从利差均值看，我国与德国、英国、法国十年期国债利差小幅走阔，但与美国、日本十年期国债利差有所收窄。
- ◆ 汇率：8 月美元兑人民币汇率基本稳定，受基本面因素和货币政策影响，美元兑人民币汇率或将震荡贬值，预计 9 月美元兑人民币汇率波动区间为 6.42-6.50。



## 一、 基本面：基本面偏弱，国债收益率依然有下行空间

8月官方制造业PMI指数为50.1%，较上月下降0.3个百分点，连续五个月回落，临近荣枯线，预示经济修复动能进一步减弱。受疫情和汛情等因素的影响，8月制造业供需两端均出现回落。PMI生产指数连续三个月回落，PMI新订单指数和新出口订单指数均位于荣枯线以下。同时，受房地产调控政策升级的影响，8月30大中城市商品房成交套数和成交面积均大幅下降。通胀方面，8月CPI总体平稳，同比、环比涨幅相较上月均小幅回落；受煤炭、化工和钢材等产品价格上涨影响，PPI同比、环比涨幅相较上月均有所扩大，通胀剪刀差（PPI同比-CPI同比）再创历史新高，揭示当前经济复苏严重不均衡。整体看，**8月基本面偏弱，叠加上下游分化的经济结构性问题，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

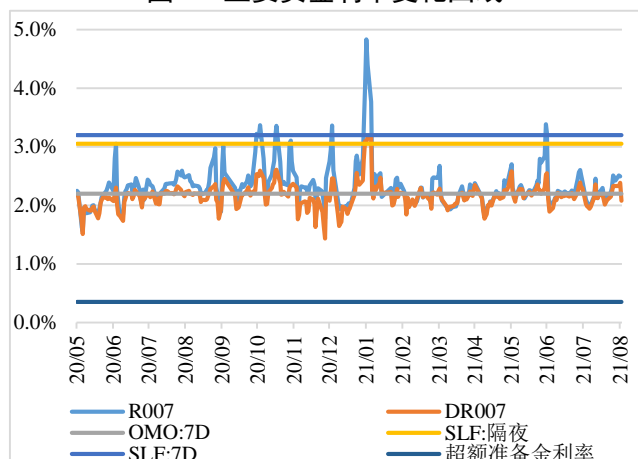


数据来源：Wind，联合资信整理

## 二、 资金面：资金面维持宽松，资金利率进一步下行

**8月资金面维持宽松，主要资金利率月度均值进一步下行。**在经历了7月央行降准、资金利率全面下行后，8月资金面维持宽松，央行本月加大公开市场操作力度，累计向市场净投放资金1300亿元，但跨月结束后央行恢复至每日公开市场逆回购100亿的常规操作，因此8月资金面相对宽松主要是对冲地方政府债加速发行影响，维持流动性合理充裕。8月23日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，指出要“把服务实体经济放到更加突出的位置，以适度的货币增长支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复”，同时强调“推进信贷结构调整”，我们认为本次会议继续释放了结构性宽信用的信号，鉴于当前商业银行净息差已经处于历史低位，而MLF存量处于历史高位，因此下一阶段**仍不排除通过降准置换MLF以推动银行成本下降从而达到降低中小企业融资成本的目的**。在宽信用政策的支撑下，叠加地方政府债加速发行的加持，四季度社融存量增速或将触底。历史数据显示，社融存量增速与国债收益率相关性较高，且通常领先十年期国债收益率。据此，预计**短期内长端国债收益率将继续下行。**

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

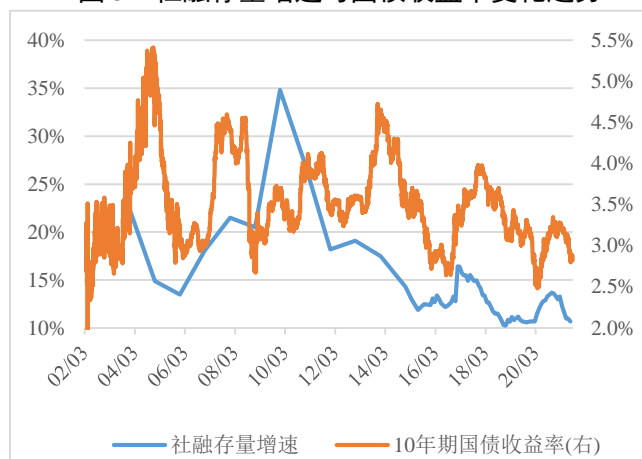


表 1：主要资金利率变动（单位：%、BP）

	R001	R007	R014	R1M	DR001	DR007	DR014	DR1M	SHIBOR 隔夜	SHIBOR 1 周	SHIBOR 2 周	SHIBOR 1 月
2021/8/31	2.64	2.50	2.47	2.74	2.24	2.38	2.37	2.50	2.20	2.32	2.36	2.33
2021/7/30	2.29	2.41	2.46	2.75	2.15	2.30	2.34	2.49	2.18	2.28	2.34	2.33
变动(BP)	35.09	8.16	1.75	-0.99	8.77	8.46	2.80	0.78	1.70	3.80	2.10	-0.20
8 月均值	2.07	2.23	2.32	2.49	2.01	2.15	2.19	2.31	2.01	2.17	2.21	2.30
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
变动(BP)	2.55	-2.16	-5.66	-5.40	1.22	-0.88	-2.81	-5.56	0.52	-1.07	-1.73	-3.91

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 8 月	-1000	0	0	700	1600	1300
2021 年 7 月	-3000	0	0	0	-600	-3600
2020 年 8 月	1500	0	0	0	5000	6500
2020 年 7 月	0	-2977	0	500	-3700	-6177

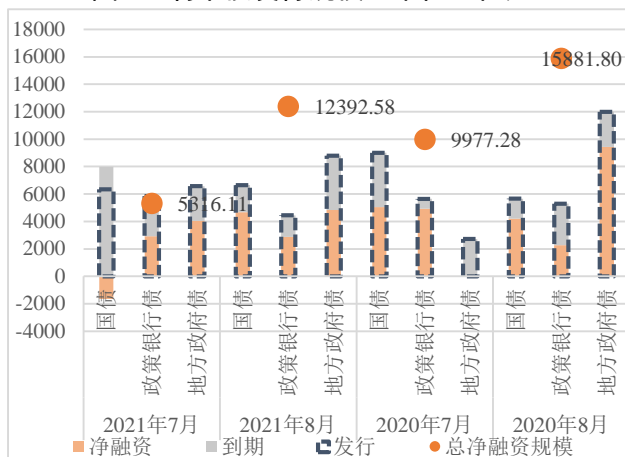
数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、一级发行市场：总发行规模和净融资规模环比双升、同比双降，平均发行成本多数下降

8 月，利率债总发行规模环比上升、同比下降，主要是由于本月地方政府债发行规模相较上月大幅增加，但相对上年同期大幅减少；利率债净融资规模环比上升、同比下降，原因在于，相较上月本月国债发行规模再创新高而到期规模大幅下降，但相对上年同期本月地方政府债发行规模大幅减少而到期规模显著增加。政策性银行债的发行规模基本符合往年发行节奏。截至 8 月底，新增地方政府专项债发行进度为 50.49%，8 月发行虽然加速，但依然显著慢于 2020 年及 2019 年同期的发行节奏。8 月 27 日，财政部公布《2021 年

上半年中国财政政策执行情况报告》，报告指出要“适度提速地方政府专项债券发行，推动今年底明年初形成实物工作量”。据报道，中部省份某地方财政局人士称“收到省厅通知，在预留12月发债额度后，剩余新增专项债额度需在9月发行完毕”。如果上述消息属实，9月或将迎来地方政府债年内单月最高发行规模，同时12月的净融资冲击较大。综合上述消息，9月地方政府债发行将会加速，下半年利率债的发行规模较上半年将有所增加。

图4：利率债发行规模（单位：亿元）

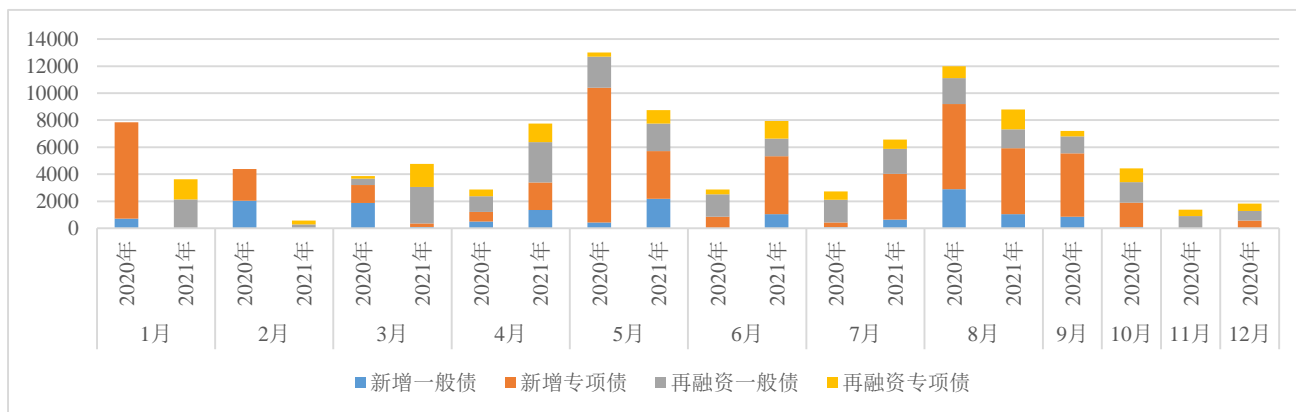


数据来源：Wind，联合资信整理

表3：利率债发行、到期规模（单位：亿元）

		发行	到期	净融资
2021年8月	国债	6646.50	1965.54	4680.96
	政策银行债	4448.40	1570.60	2877.80
	地方政府债	8797.28	3963.46	4833.82
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

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，8月国债受资金面及避险情绪影响，配置需求较强，发行利率稳中有降；对于政策银行债和地方政府债，除2年期发行利率相较7月小幅上行外，其余主要期限发行利率均显著下行。

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8月	2.00	2.57	3.12	3.13	3.01	3.02	2.17	2.75	2.86	3.27	3.18	3.52	-	2.66	2.77	2.92	3.08	3.11
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
变化(BP)	0.00	0.00	0.00	-17.00	0.00	0.00	-17.35	8.36	-7.73	-10.90	-26.11	-5.12	-	1.50	-13.32	-11.96	-10.52	-11.50

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：收益率曲线趋于平缓，期限利差普遍收窄

**8 月利率债收益率曲线趋于平缓。**8 月央行维持缩量续作 MLF，叠加地方政府债发行量上升，市场对资金面担忧情绪上升，短端收益率上行。但 8 月公布的主要经济指标普遍回落，经济下行压力逐渐显现，受此影响长端收益率稳中趋降，收益率曲线逐渐趋平。从债市交易规模看，8 月国债和地方政府债交易规模相较 7 月小幅回落，政策银行债交易规模相较 7 月小幅增长。

图 6：利率债收益率曲线

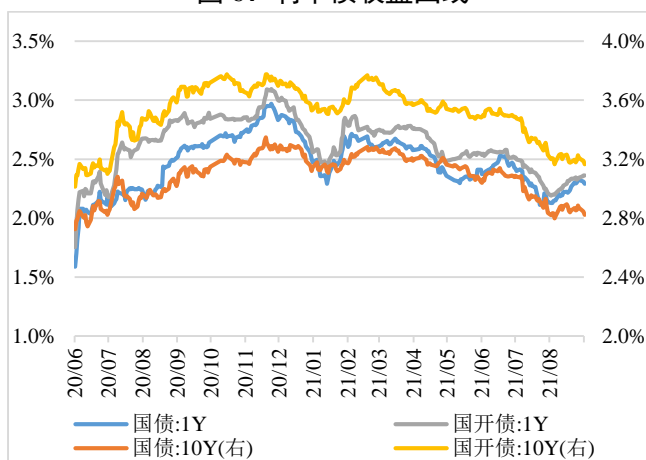
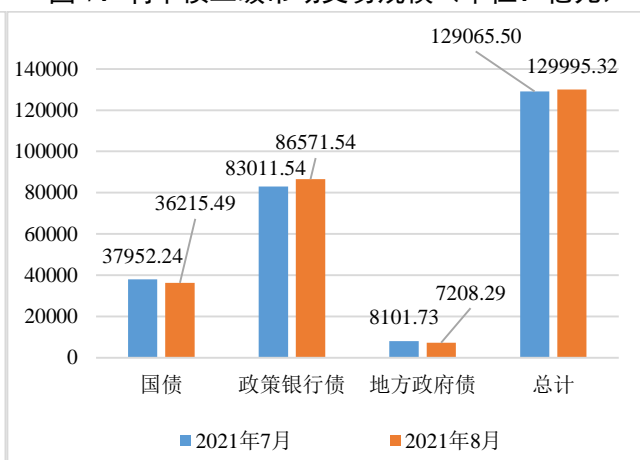


图 7：利率债二级市场交易规模（单位：亿元）



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	2021/8/31	2.31	2.49	2.55	2.68	2.85	2.85
	2021/7/30	2.13	2.45	2.54	2.69	2.82	2.84
	变化(BP)	17.59	3.91	1.92	-0.61	2.93	0.87
	8 月平均值	2.23	2.50	2.57	2.70	2.86	2.85
	7 月平均值	2.27	2.53	2.65	2.81	2.96	2.96
	变化(BP)	-4.15	-3.51	-8.10	-10.89	-10.07	-10.67
国开债利率变化	2021/8/31	2.36	2.63	2.74	3.02	3.18	3.19
	2021/7/30	2.21	2.61	2.71	3.02	3.20	3.23
	变化(BP)	15.07	1.14	3.24	-0.36	-2.46	-3.88
	8 月平均值	2.28	2.63	2.75	3.01	3.19	3.20
	7 月平均值	2.38	2.72	2.85	3.12	3.34	3.35
	变化(BP)	-9.71	-9.03	-9.85	-11.44	-14.81	-15.09

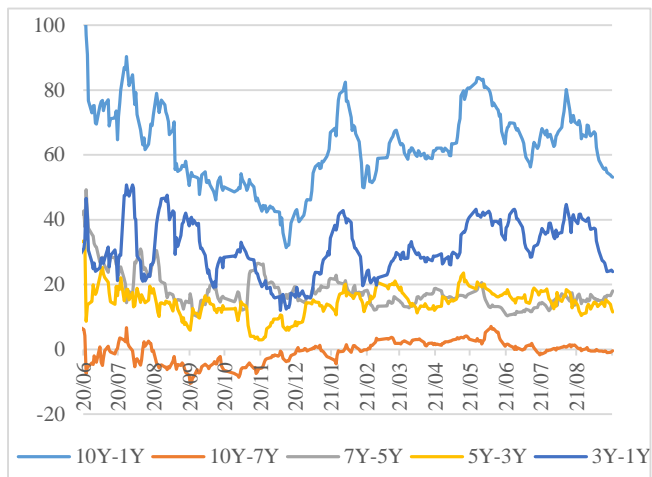
数据来源：Wind，联合资信整理

**期限利差普遍收窄。**从期限利差均值来看，国债 7Y-5Y 期限利差小幅走阔，其余主要期限利差均显著收窄，国开债主要期限利差均显著收窄。整体看，8 月国债和国开债收益率曲线相较 7 月更加平缓，市场对



经济下行压力的担忧进一步加深。

图 8：主要期限国债期限利差（单位：BP）

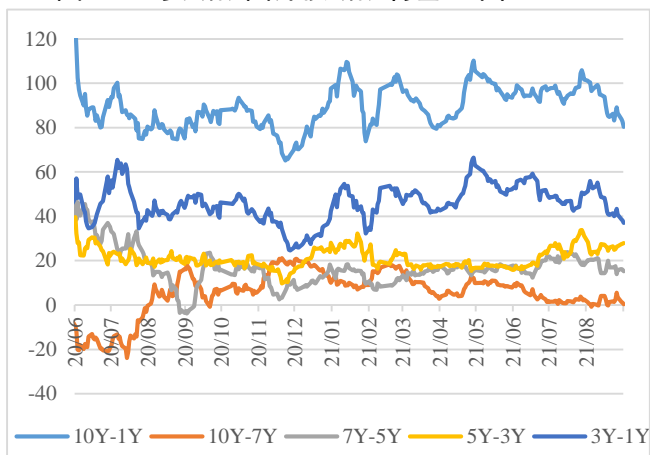


数据来源：Wind，联合资信整理

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
2021/8/31	53.45	-0.72	17.11	12.64	24.42
2021/7/30	70.17	1.34	13.57	15.17	40.09
变化	-16.72	-2.06	3.54	-2.53	-15.67
8 月平均值	62.56	-0.32	15.70	13.19	34.00
7 月平均值	69.09	0.28	14.87	15.98	37.95
变化	-6.53	-0.60	0.82	-2.79	-3.95

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

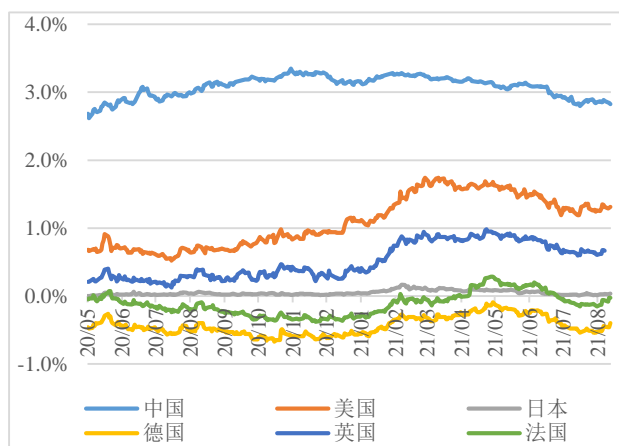
表 7：主要期限国开债期限利差变化（单位：BP）

	10Y-1Y	10Y-7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	3Y-1Y
2021/8/31	82.78	1.07	15.93	27.63	38.15
2021/7/30	101.73	2.49	18.03	31.23	49.98
变化	-18.95	-1.42	-2.1	-3.6	-11.83
8 月平均值	91.81	1.50	17.88	25.64	46.80
7 月平均值	97.19	1.77	21.24	27.24	46.94
变化	-5.38	-0.27	-3.37	-1.60	-0.14

## 五、 国别利差：主要经济体国债收益率均值全面下行，我国与美、日利差收窄

受疫情反弹、避险情绪上升等因素影响，8 月主要经济体十年期国债收益率均值全面下行。从利差均值看，8 月我国与德国、英国、法国十年期国债利差小幅走阔，但与美国、日本十年期国债利差有所收窄。近期我国主要经济数据全面回落，加剧了市场对经济下行压力的担忧，导致十年期国债收益率均值大幅下行；美国十年期国债收益率均值受国内经济复苏支撑下行幅度较小，受日本央行此前宣布购买季度债券替代月度债券导致货币政策预期收紧影响，日本十年期国债收益率均值小幅下行；德国、英国、法国受到疫情反弹影响避险情绪上升，十年期国债收益率均值大幅下行。

图 10：主要经济体十年期国债收益率曲线

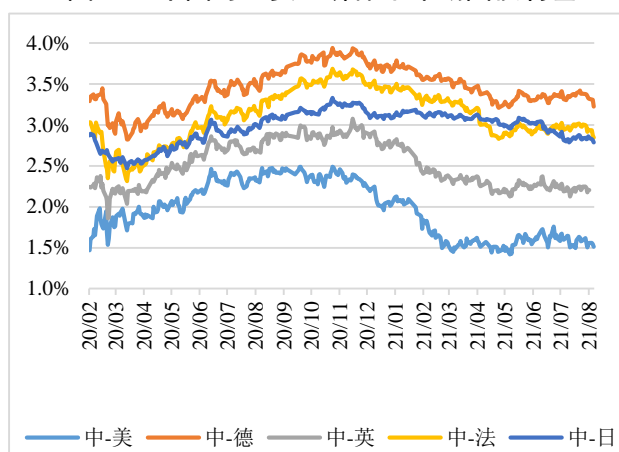


数据来源：Wind，联合资信整理

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
2021/8/31	2.85	1.30	-0.46	0.67	-0.03	0.03
2021/7/30	2.84	1.24	-0.48	0.65	-0.10	0.02
变化	0.01	0.06	0.02	0.02	0.08	0.01
8 月均值	2.85	1.28	-0.50	0.64	-0.11	0.02
7 月均值	2.96	1.32	-0.38	0.70	-0.01	0.03
变化(BP)	-10.67	-3.54	-11.95	-5.96	-10.90	-0.30

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

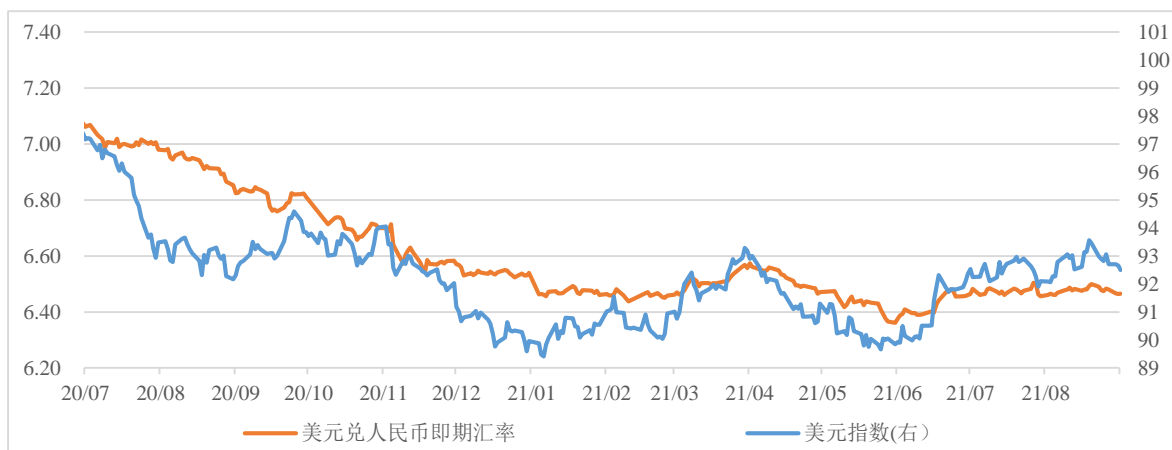
表 9：主要经济体十年期国债利差变动（单位：%）

	中美	中德	中英	中法	中日
2021/8/31	1.55	3.31	2.20	2.87	2.82
2021/7/30	1.60	3.32	2.19	2.94	2.81
变化(BP)	-5.13	-1.13	1.43	-6.73	0.07
8 月均值	1.57	3.36	2.27	2.97	2.83
7 月均值	1.70	3.34	2.26	2.97	2.94
变化(BP)	-13.13	1.28	0.87	0.22	-10.48

## 六、 人民币汇率：8 月美元兑人民币汇率基本稳定，汇率贬值风险可控

8 月，美元兑人民币汇率走势基本稳定。从基本面看，近期我国主要经济增长数据普遍回落，消费、投资、出口三驾马车全面放缓，显示经济下行压力有所加大。从全球经济看，美国经济在宽松政策的刺激下复苏态势较好，尽管 8 月非农就业数据低于市场预期，但主要是由于疫情反弹造成的返工困难，随着疫情逐步缓解就业有望加速修复。此外，9 月 6 日以后全美将有超过 700 万失业者失去联邦紧急失业救济金，这将有助于改善就业意愿。从货币政策看，美联储 7 月 FOMC 会议纪要表示“若经济能如期恢复，年内开始 Taper 将是合适的”，美联储主席在杰克逊霍尔全球央行年会上重申上述观点。7 月政治局会议强调“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕”，8 月央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，表示“以适度的货币增长支持经济高质量发展”。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，但风险总体可控，仍有望在合理区间上保持基本稳定，预计 9 月美元兑人民币汇率波动区间为 6.42~6.50。

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.