

利率债和汇率观察月报

(二零二一年六月月报)

6月收益率先涨后跌 人民币汇率波动贬值

- ◆ 基本面：6月制造业PMI连续第三个月回落，高炉开工率一路下行同样显示6月工业生产偏弱，二者作为经济先行指标预示我国工业生产扩张趋势短期内或将有所放缓；通胀方面，6月CPI与PPI同比增速同步小幅回落。工业生产边际放缓叠加PPI增速高位回落，或将带动国债收益率震荡下行。
- ◆ 资金面：端午节后，跨季资金紧张，长期资金利率上涨显著，央行维护资金面意图明显，加大公开市场投放量，以维持跨季资金面稳定。7月全面降准，短期内支持利率债收益率下行。
- ◆ 一级发行市场：6月利率债发行规模环比小幅增加、净融资规模环比下降；从发行利率看，6月发行利率较整体较上月上升。下半年国债和地方政府债发行规模较上半年将有所增加。
- ◆ 二级交易市场：6月利率债收益率先涨后跌；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5月收窄。
- ◆ 国别利差：截至6月末，我国与主要经济体的利差较5月末均进一步走阔，其中与美国的利差上升幅度最大。
- ◆ 汇率：6月美元兑人民币汇率扭转了二季度以来升值的趋势，出现小幅回调。7月中美利差收窄叠加美元指数走强，人民币汇率或将小幅贬值，预计7月美元兑人民币汇率区间大致为6.39~6.52附近。短期内需要关注利率债跨国投资风险。

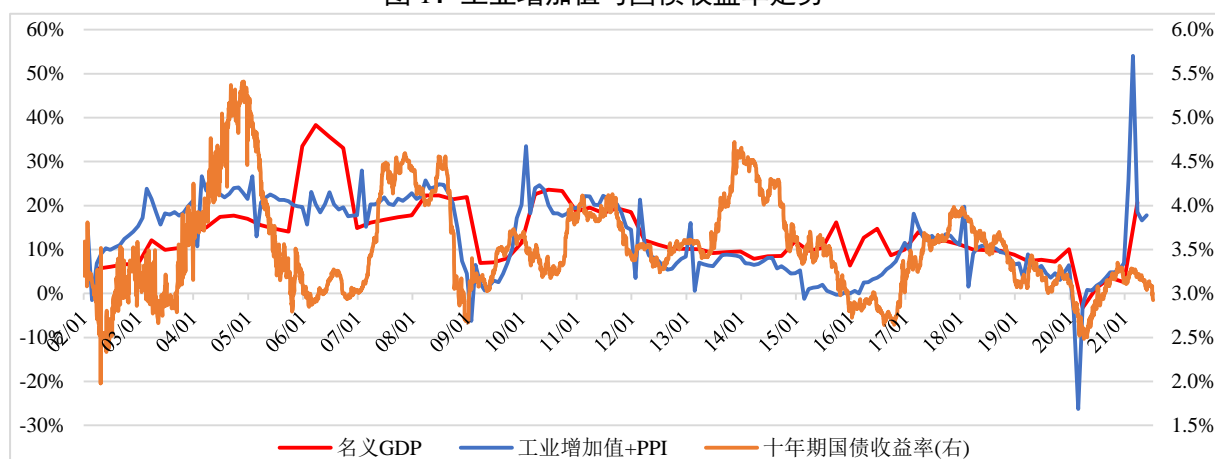


一、 基本面：工业生产边际放缓叠加通胀增速高位回落，或将带动国债收益率震荡下行

利率水平由资金的供给端和需求端共同决定，名义增长率代表资金的需求，是利率的决定性因素之一，二者间存在较高的相关性。名义增长的代表性指标主要是名义 GDP 增速，但由于 GDP 数据的披露频率较低，本报告以“工业增加值同比增速+通货膨胀率”作为名义增长率的替代指标，以此跟踪分析当前利率水平并预判未来走势。

2021 年 6 月，制造业 PMI 连续第三个月回落，较上月下降 0.1 个百分点至 50.9%，虽然继续位于扩张区间，但扩张趋势进一步放缓。6 月高炉开工率一路下行同样显示工业生产偏弱，二者作为经济先行指标预示我国工业生产扩张趋势短期内或将有所放缓。通胀方面，6 月 CPI 与 PPI 同比增速同步小幅下行，6 月以来虽然国际油价继续上行，但国内钢材价格上涨趋势得到控制，PMI 出厂价格指数也大幅下降，叠加上年基数效应的逐渐消退，预计 PPI 同比增速或将继续放缓。工业生产边际放缓叠加通胀增速的高位回落，或将带动国债收益率震荡下行。

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：政策呵护资金面窄幅波动，全面降准短期内支撑利率债收益率下行

货币金融环境的变化也是影响利率水平的主要因素之一，货币政策和信贷政策是影响货币金融环境的主要原因，而货币投放和信用扩张的调整则是具体的表现手段。理论上，加大货币投放量或加大信用扩张力度将会推动利率水平的下行。

端午节后，跨季资金紧张，跨月资金利率上涨显著，央行加大投放量以维持资金面平稳。季末资金面较为紧张，尤其是端午节后，各期限资金利率全线上行，银行间 7 天回购利率（R007）一度超过 7 天常备借贷便利利率（SLF）。季末央行维护资金面意图明显，加大公开市场投放量，以维持跨季资金面稳定。整体看，6 月央行公开市场净投放总量为 1000 亿元，较 5 月（净回笼 100 亿）明显增加。

在货币政策坚持稳字当头的基调下，跨季后 7 月逆回购操作回到 100 亿元的每日规模，但 7 月共有 6400 万资金到期，叠加 7 月是缴税大月，可能会对流动性产生一定的冲击，另外 7 月中旬还有 4000 亿元 MLF 到期。7 月 7 日国常会表态“适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。”时隔两天，7 月 9 日，央行宣布 7 月 15 日起降准 50BP，下调后金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。虽然新华社点评此次降准不代表货币政策的转向，但市场担忧降准表明经济出现明显全面下行的迹象，短期内支撑利率债收益率下行。

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，同样支撑国债收益率的继续下行，且下行持续时间或较短，因为 6 月社融增速持平 5 月，在政府债券发行后移以及上年基数因素逐渐消退等因素影响下，社融增速可能处于低位徘徊区域。

图 2：主要资金利率变化曲线

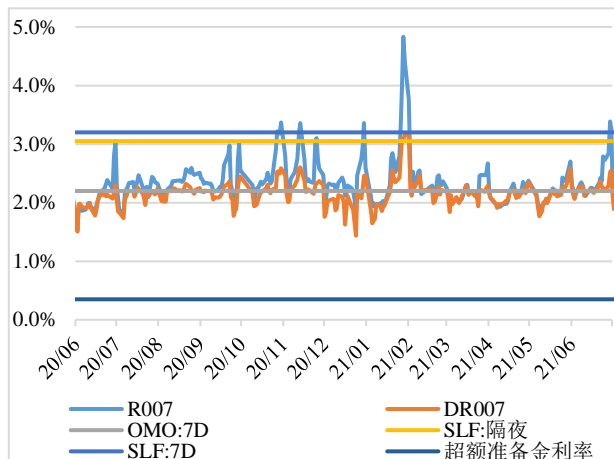
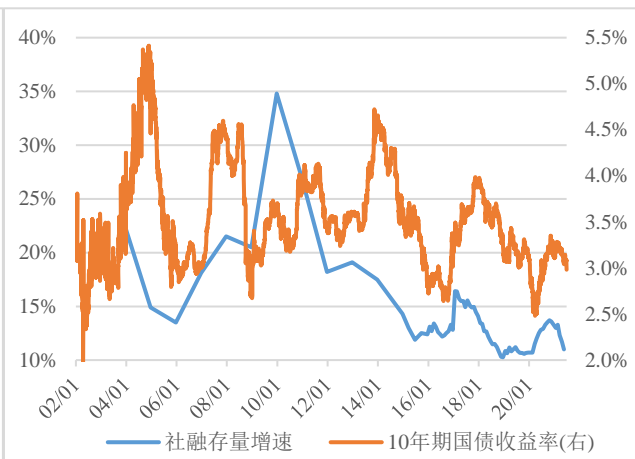


图 3：社融存量增速与国债收益率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

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
2021/6/30	3.65	3.24	3.53	3.37	2.25	2.55	2.99	2.89	2.18	2.41	2.97	2.42
2021/5/31	2.51	2.70	2.67	2.71	2.28	2.58	2.63	2.25	2.23	2.50	2.58	2.41
变动(BP)	114.12	53.94	86.28	66.24	-3.57	-3.06	35.36	63.65	-5.00	-9.70	38.50	0.80
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
5 月均值	2.03	2.18	2.33	2.49	1.99	2.12	2.19	2.33	2.00	2.15	2.19	2.42
变动(BP)	9.89	25.19	30.29	18.58	3.22	12.60	25.93	20.06	2.83	9.33	23.89	-2.79

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）

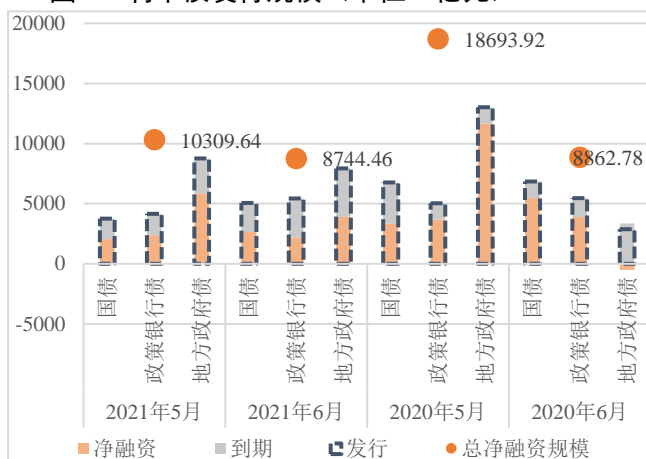
	MLF 净投放	TMLF 净投放	央行票据互换净投放	国库现金定存净投放	逆回购净投放	净投放量合计
2021 年 6 月	0	0	0	0	1000	1000
2021 年 5 月	0	0	0	0	-100	-100
2020 年 6 月	-5400	0	-25	0	-200	-5625
2020 年 5 月	-1000	0	0	0	6700	5700

数据来源：Wind，联合资信整理

三、一级发行市场：6月利率债发行规模环比小幅增加，下半年或将加快发行节奏

2021年6月，利率债总发行规模环比小幅上升，净融资规模环比下降，净融资规模较去年同期小幅减少。从发行节奏看，截至6月30日，国债供给进度显著慢于往年同期，下半年国债将呈现加快供给的特征；政策性银行债发行基本符合历史发行节奏，预计下半年将保持往年节奏；地方政府债方面，由于2021年专项债额度下发较晚导致地方政府债发行节奏也慢于往年，下半年仍有3万亿左右的新增地方债待发，其中新增一般债大约3500亿，新增专项债大约2.65万亿。6月28日财政部下发《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”，进一步规范了地方政府专项债券的资金使用。根据历年发行节奏以及现有地方政府发布的三季度地方债发行计划来看，今年地方政府债发行节奏大概率依然是三季度发行规模大于四季度。**整体看，下半年利率债发行规模较上半年将有所增加。**

图4：利率债发行规模（单位：亿元）

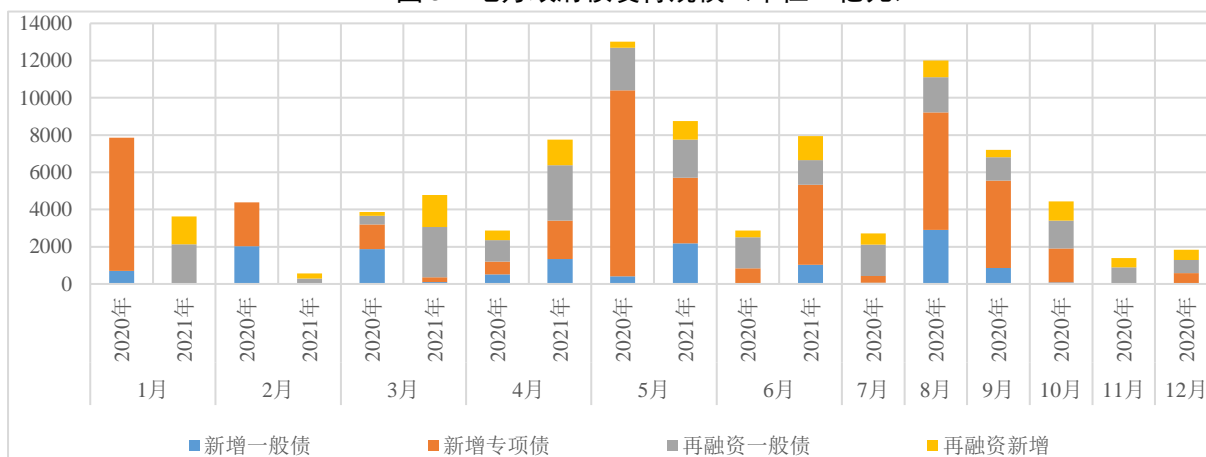


数据来源：Wind，联合资信整理

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
2021年5月	国债	3766.60	1702.09	2064.51
	政策银行债	4155.10	1783.50	2371.60
	地方政府债	8753.43	2879.90	5873.53

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，6月国债均集中在上半月发行，各期限发行利率均值持平5月；政策银行债发行利率小

幅波动，2 年期和 5 年期平均发行利率较 5 月上行；地方政府债发行利率上半月小幅走高，在官媒发声¹叠加央行加大公开市场投放后，市场对资金过度收紧的担忧有所缓解，下半月地方政府债发行利率小幅下行。整体看，中期限利率债平均发行利率有所上行。

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 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
2021 年 5 月	2.36	2.57	3.32	3.50	3.01	3.02	2.48	3.05	3.08	3.30	3.44	3.68	2.59	2.88	3.01	3.18	3.33	3.38
变化(BP)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-21.83	0.06	-17.45	7.86	0.00	-13.19	-	0.00	1.26	4.15	0.34	-2.33

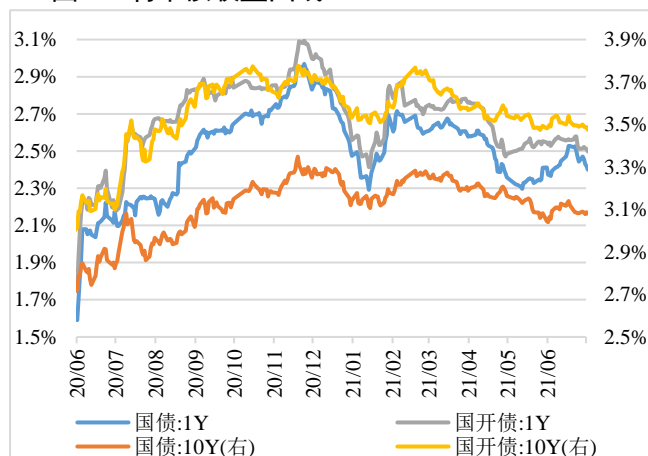
注：各期限利率债发行利率按照发行个数进行平均，下同。利率债发行期限主要包括 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年、20 年、30 年以及 50 年等，其中地方政府债发行期限不包含 50 年，本表仅列示发行规模较多的期限利率。

数据来源：Wind，联合资信整理

四、 二级交易市场：收益率先涨后跌，期限利差大多收窄

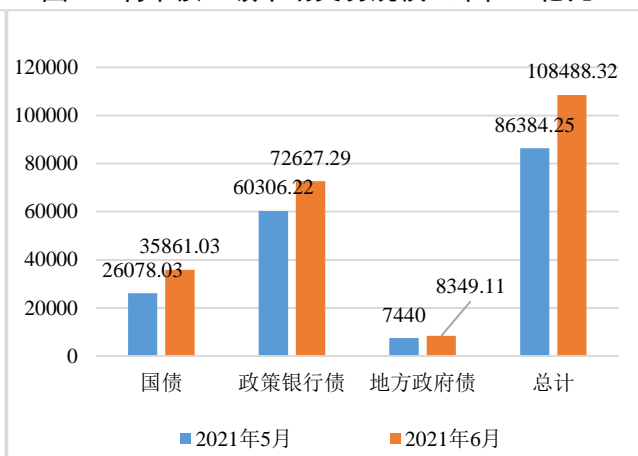
6 月利率债收益率先涨后跌。6 月上半月二级市场利率债收益率震荡上行；下半月央行加大公开市场投放后，二级市场利率债收益率小幅下行。截至 6 月 30 日，利率债收益率较 5 月 31 日小幅上行。十年及以内期限的国债中，除十年期国债外，其余期限国债收益率月度均值较 5 月小幅上行。

图 6：利率债收益曲线



数据来源：Wind，联合资信整理

图 7：利率债二级市场交易规模（单位：亿元）



¹ 6 月 20 日央行主管媒体《金融时报》评论文章指出，在货币政策“稳字当头”的政策取向向下，央行保持流动性合理充裕不是一句空话。市场主体无需对流动性产生不必要的担忧，更不宜以没有根据的猜测去预测流动性“收紧”和“波动”以及央行政策取向，误导市场预期，人为制造波动。

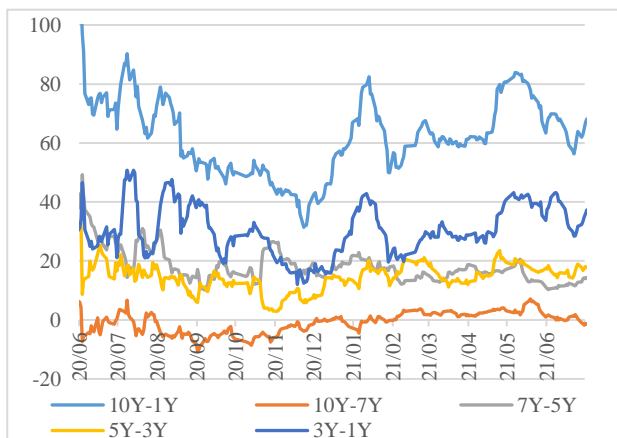
表 5：主要期限国债期限利差变化（单位：BP）

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	
国债利率变化	2021/6/30	2.43	2.66	2.78	2.95	3.09	3.08
	2021/5/31	2.41	2.66	2.75	2.92	3.04	3.05
	变化(BP)	1.80	0.30	2.94	2.71	5.94	3.28
	6 月平均值	2.45	2.71	2.81	2.97	3.09	3.10
	5 月平均值	2.34	2.61	2.74	2.92	3.08	3.12
	变化 (BP)	11.00	9.23	6.66	4.89	1.42	-2.09
国开债利率变化	2021/6/30	2.51	2.85	3.00	3.25	3.47	3.49
	2021/5/31	2.55	2.90	3.07	3.23	3.40	3.48
	变化(BP)	-3.23	-5.24	-6.32	2.35	6.57	0.61
	6 月平均值	2.55	2.93	3.09	3.28	3.45	3.51
	5 月平均值	2.53	2.91	3.08	3.25	3.42	3.51
	变化 (BP)	1.86	1.96	1.35	3.09	3.24	-0.60

数据来源：Wind，联合资信整理

期限利差大多收窄。从期限利差来看，国债 10Y-1Y 及 3Y-1Y 期限利差波动较大，都呈现上半月期限利差收窄、下半月期限利差走阔的轨迹。国开债除 10Y-1Y 期限利差波动较小外，其余期限利差均经历了较大的波动。整体看，6 月主要期限国债和国开债期限利差均值大多较 5 月收窄，收益曲线趋向平坦化。

图 8：主要期限国债期限利差（单位：BP）

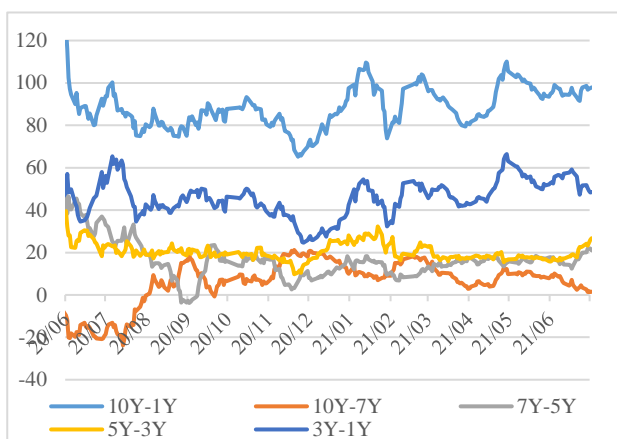


数据来源：Wind，联合资信整理

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
2021/6/30	64.85	-1.71	14.33	17.35	34.88
2021/5/31	63.37	0.95	11.1	17.58	33.74
变化	1.48	-2.66	3.23	-0.23	1.14
6 月平均值	64.47	0.50	11.76	16.40	35.81
5 月平均值	77.56	4.02	15.23	18.17	40.15
变化	-13.10	-3.51	-3.47	-1.77	-4.34

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

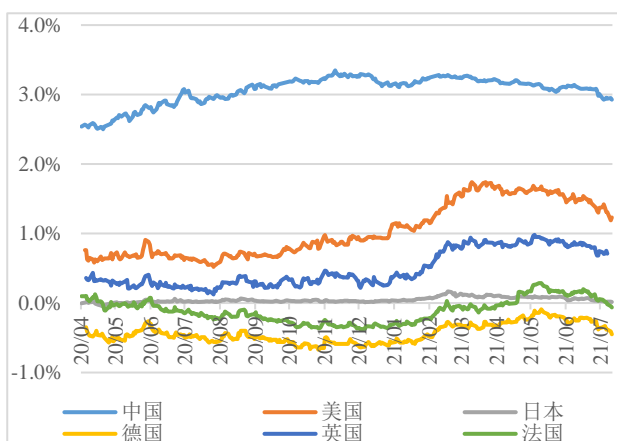
表 7：主要期限国开债期限利差变化（单位：BP）

	10Y-1Y	10Y-7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	3Y-1Y
2021/6/30	97.32	1.87	21.85	24.55	49.05
2021/5/31	93.48	7.83	17.63	15.88	52.14
变化	3.84	-5.96	4.22	8.67	-3.09
6 月平均值	95.75	5.62	16.85	19.22	54.06
5 月平均值	98.21	9.46	16.70	17.48	54.57
变化	-2.45	-3.84	0.15	1.74	-0.51

五、 国别利差：中国与主要经济体的利差进一步走阔

截至 6 月末，我国与主要经济体的利差较 5 月末均进一步走阔，其中与美国的利差上升幅度最大。6 月美国十年期国债收益率整体呈震荡下行走势，由 1.58% 下行至 1.45%，主要是由于月初非农就业不及预期，市场修正对前期经济增长乐观的预期。三季度美国经济预期较为乐观，同时美联储释放鹰派信号叠加美国通胀超预期上行，综合分析预计三季度美债收益率有望重回上行渠道，中美十年期国债利差或将有所收窄。除美国外，6 月我国与德国、英国和法国的十年期国债利差均值均有所上升，与日本利差则小幅收窄，日本国债利率下行幅度小于我国。

图 10：主要经济体十年期国债收益曲线

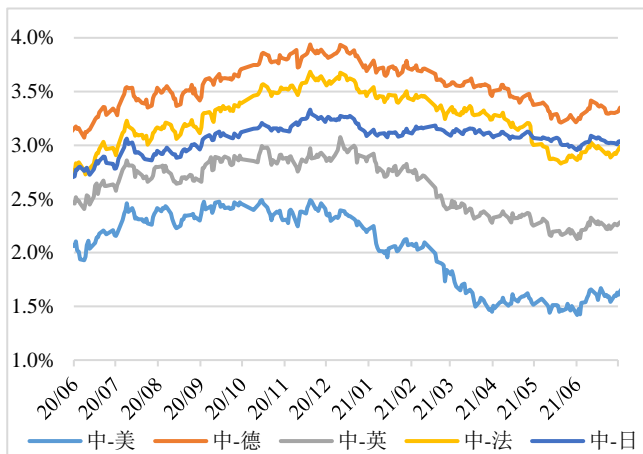


数据来源：Wind，联合资信整理

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
2021/6/30	3.08	1.45	-0.23	0.82	0.13	0.07
2021/5/31	3.05	1.53	-0.17	0.86	0.17	0.08
变化	0.03	-0.08	-0.06	-0.04	-0.04	-0.01
6 月均值	3.10	1.52	-0.23	0.85	0.15	0.07
5 月均值	3.12	1.62	-0.17	0.91	0.21	0.08
变化(BP)	-2.09	-10.19	-5.30	-5.09	-5.66	-1.63

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
2021/6/30	1.63	3.31	2.25	2.94	3.01
2021/5/31	1.42	3.22	2.13	2.87	2.96
变化(BP)	20.78	9.28	12.91	7.28	4.68
6 月均值	1.58	3.32	2.24	2.94	3.03
5 月均值	1.49	3.28	2.21	2.89	3.03
变化(BP)	8.08	3.75	2.98	4.87	-0.34

六、 人民币汇率：6 月人民币贬值，7 月美元兑人民币汇率或将进入震荡区间

2021 年 6 月，人民币震荡贬值，扭转了自二季度以来升值的趋势。月初美元兑人民币汇率在 6.4 左右波动，6 月 10 日之后，美元指数不断走高，6 月 17 日美联储会议公布释放鹰派信号后，美元指数更是大幅上行，叠加 6 月 15 日上调外汇存款准备金率，美元指数的走高带动人民币走弱。

从基本面看，下半年在基数的影响下我国经济增速逐季下行，而美国随着疫苗的推广，经济有望进一步修复；从货币政策端看，6 月美联储定下了鹰派议息的基调，叠加美国通胀预期抬升。综合来看，美元指数有望进一步走强，人民币兑美元汇率或将进入震荡区间。7 月中美利差收窄叠加美元指数的走强，人民币汇率或将小幅贬值，预计 7 月美元兑人民币汇率区间大致为 6.39~6.52 附近。短期内需要关注利率债跨国投资风险。

图 12：人民币兑美元汇率



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.