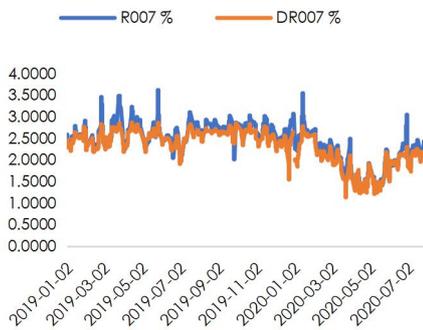


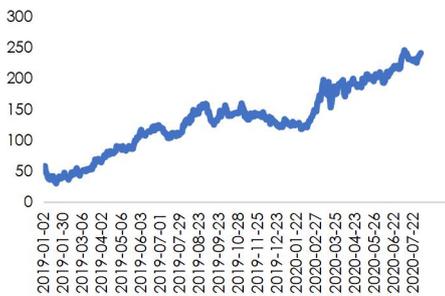
十年期国债收益率(%):



质押式回购利率(%):



中美10年期国债利差(BP):



分析师:

王青 冯琳

时间: 2020年8月6日

邮箱: dfjc@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

主要观点:

● 债市运行环境:

- (1) **宏观经济运行:** 高频数据显示, 7月宏观经济延续改善, 将于8月中公布的主要经济数据料将进一步回升; 7月CPI同比涨幅还将小幅加速, PPI同比降幅收窄速度趋缓。
- (2) **政策环境:** 7.30政治局会议对形势判断更为积极, 对货币政策表述偏紧, 但实际政策调整已走在前头, 后续政策基调将以稳为主; 资管新规过渡期延长1年靴子落地, 因市场早有预期, 对债市情绪利好有限。
- (3) **流动性环境:** 7月缴税及政府债券供给压力较大, 资金利率均值普遍走高, 中长期利率上行幅度更大。8月地方债发行将明显提速, 或为下半年政府债券发行高峰, 预计央行将积极开展公开市场操作进行对冲, 流动性料平稳偏紧; 8月降准可能性不大, 预计央行将等量或超额续作当月到期的MLF, 存单利率上行势头会有所缓解, 但也难见明显下行。
- (4) **中美利差:** 7月美债收益率整体走低, 月末中美10年期国债利差报241.64bp, 较上月末扩大25.34bp, 提振外资增配国内债券需求。

- **一级市场:** 7月利率债供给压力较大, 主因7100亿特别国债集中发行, 一般国债和地方债发行则为特别国债“让道”; 当月利率债各券种发行利率走高。
- **二级市场:** 7月收益率走势一波三折, 债市整体走弱。上旬股债跷跷板导致债市大幅调整; 随着股市快牛行情告一段落, 加之摊余成本法债基扩容, 中旬债市止跌回暖。不过, 因基本面走强、政治局会议货币政策表述边际收紧、股市表现较强等因素压制债市情绪, 7月最后一周债市结束超跌反弹, 中长端利率转为上行。
- **8月利率债市场展望:** 从影响债市的因素来看, 8月债市面临的利空大于利多, 债市情绪将持续受到压制。但利空消息多数已在市场预期当中, 难以引发收益率的进一步大幅上行。预计8月债市将呈现震荡趋稳行情, 月内10年期国债收益率将在2.9%-3.0%附近震荡。

## 1. 债市运行环境

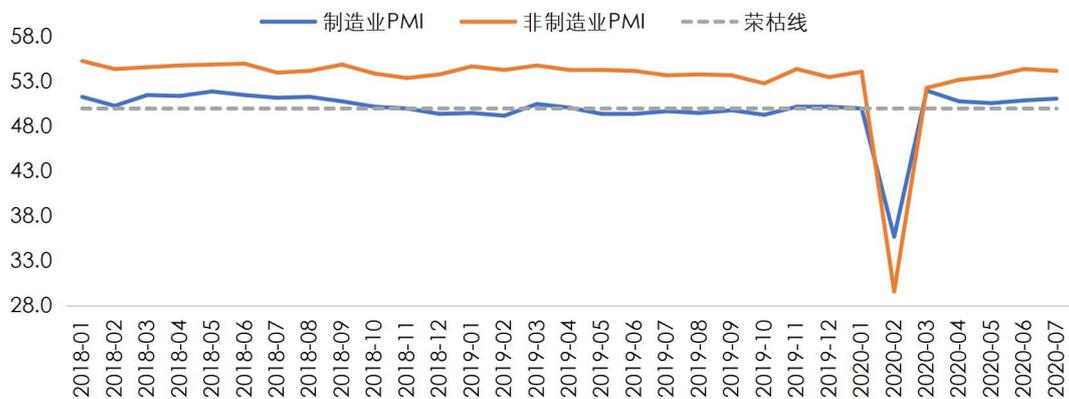
### 1.1 宏观经济运行

#### 7月经济持续修复，供需两端各项经济数据料延续回升

生产端，7月制造业PMI生产指数环比上扬0.1个百分点至54.0%，达到年内次高点。高频数据方面，7月高炉开工率均值70.17%，略低于上月的70.41%，高于上年7月的66.43%；焦炉生产率、炼油厂开工率、半钢胎开工率均值均高于上月和上年同期；7月6大发电集团耗煤量同比下降6.2%，上月为增长0.5%，或与南方洪灾、今夏气温偏低有关。整体看，生产在7月延续改善，叠加去年同期低基数，当月工业增加值同比增速将加快至5.0%以上。

服务业方面，7月服务业PMI为53.1%，环比回落0.3个百分点，继续运行于荣枯线以上。前期受疫情影响严重的密接型服务业加快复苏，其中，居民服务业和文化体育娱乐业PMI结束连续5个月的收缩，分别升至51.1%和51.9%。不过，因疫情零星反复不绝，防疫措施无法完全撤回，密接型服务业修复较为滞后，相关行业短期内将继续处于同比萎缩状态。

图1 制造业和非制造业PMI指数（季节调整）



数据来源：WIND，东方金诚

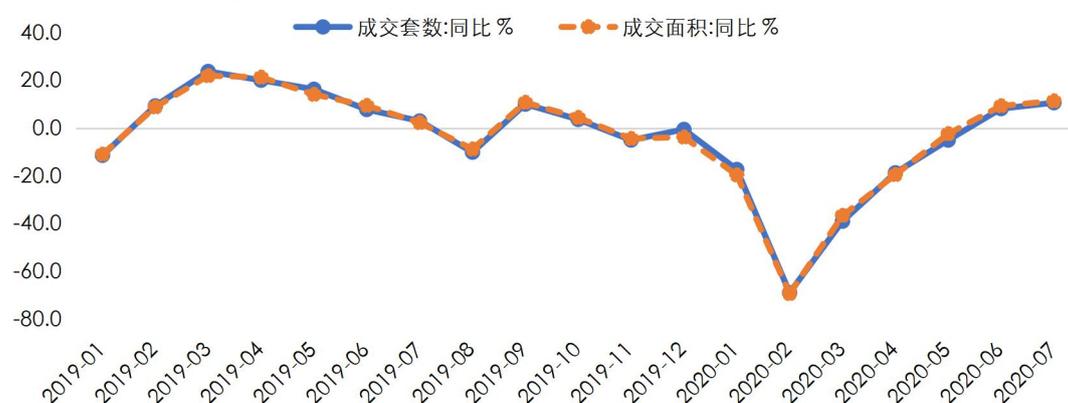
需求端，7月洪灾对项目施工存在扰动，但资金到位、支出效率提升将推动基建投资增速继续回升；房地产投资将保持韧性；制造业投资继续处于弱复苏状态。整体看，7月投资累计增速有望进一步上行。消费方面，7月乘用车销量环比下降，但受低基数影响，同比表现较好；7月大中城市商品房成交套数和成交面积同比增长10.7%和11.4%，增速较上月的8.2%和9.4%均有所加快，涉房相关消费有望保持相对强势。预计7月社零增速将小幅转正。

表 1 乘用车销售情况

	乘用车当周日均批 发量: 辆	乘用车当周日均批发 量:同比 %	乘用车当周日均零 售量: 辆	乘用车当周日均零 售量:同比 %
2020-04-06	22,785	-33	21,976	-35
2020-04-12	36,106	11	33,438	14
2020-04-19	40,669	6	36,964	-0.5
2020-04-25	48,955	15	48,794	12
2020-05-10	28,499	9	32,006	-7
2020-05-17	41,404	16	39,118	-3
2020-05-24	48,529	25	41,267	-5
2020-05-31	100,230	-2	100,140	9
2020-06-07	33,773	60	25,725	-10
2020-06-14	39,746	16	36,600	-17
2020-06-21	49,626	7	43,899	-11
2020-06-27	49,794	-35	51,627	-37
2020-06-30	133,423	18	152,553	-2
2020-07-05	28,635	11	24,884	-15
2020-07-12	36,555	12	31,347	-5
2020-07-19	40,028	3	38,390	8
2020-07-26	44,050	6	48,486	20

数据来源: WIND, 东方金诚

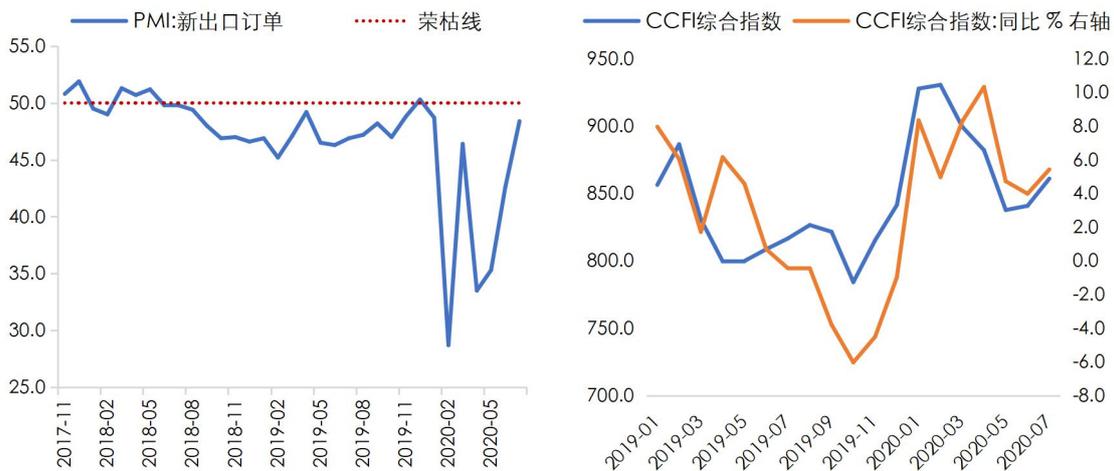
图 2 30 大中城市商品房成交情况



数据来源: WIND, 东方金诚

外需方面,当前全球经济处于重启后的修复进程,主要经济体逐渐放松隔离封锁措施恢复经济活动,当月相关国家 PMI 边际回升,国际贸易下行势头趋缓。7 月制造业 PMI 新出口订单指数 48.4%,环比改善 5.8 个百分点;7 月 CCFI (出口集装箱运价指数)同比增速为 5.4%,比上月加快 1.4 个百分点;其中,美东、美西、欧洲航线同比增速有明显加快,显示欧美经济重启利好外需改善。我们判断,7 月出口增速有望加快。

图3 相关指标显示7月出口增速有望加快

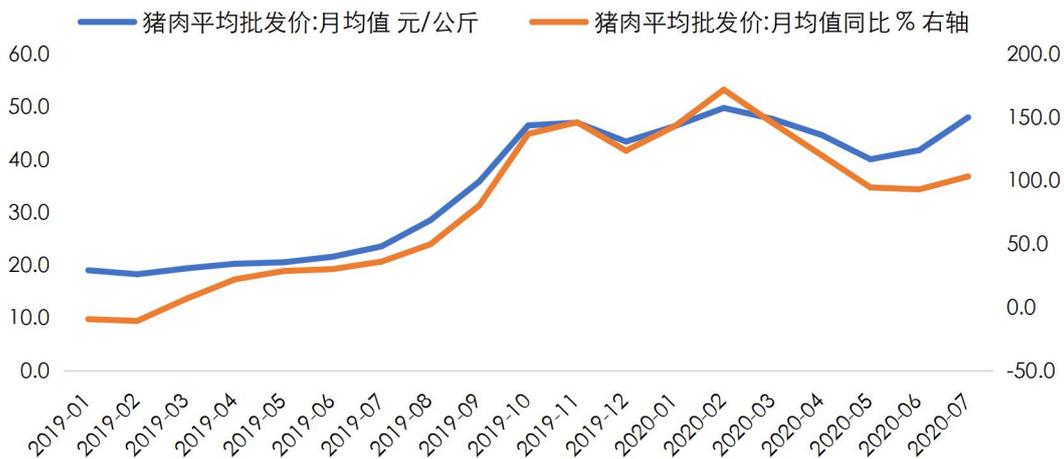


数据来源：WIND，东方金诚

### 7月CPI同比涨幅小幅回升；PPI同比将继续修复，但回升斜率趋缓

7月南方洪灾对蔬菜供应扰动仍存，当月农业部28种重点监测蔬菜价格环比上涨7.3%，同比上涨5.1%，与上月相比均有所加快；同时，因进口减缓以及餐饮业复苏带动消费改善，猪肉价格涨势加快，环比增长14.9%，同比增长103.6%。我们判断，7月CPI同比涨幅将加快至2.7%左右。但短期扰动不改下半年CPI回落趋势，预计8月起CPI同比将重回下行通道。

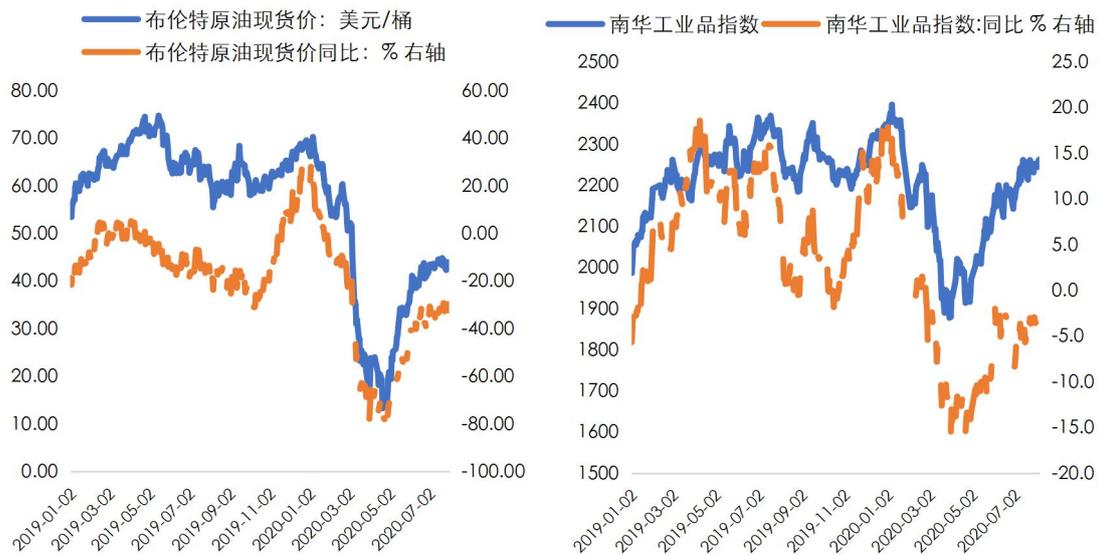
图4 7月猪肉价格涨幅加快



数据来源：WIND，东方金诚

PPI方面，7月国际油价均值较6月继续上扬，但环比涨幅明显收敛，同比降幅延续收窄，收窄速度亦有所放缓；同时，高频数据显示，国内黑金、有色等工业品价格整体维持上涨态势，涨势同样放缓。整体看，7月PPI同比修复斜率料将趋缓，预计同比降幅在2.6%左右。

图 5 7 月工业品价格延续回升，但斜率趋缓



数据来源: WIND, 东方金诚

## 1.2 政策环境

### 7.30 政治局会议: 形势判断更为积极, 政策基调突出稳健

7月30日, 中共中央政治局召开会议, 部署下半年经济工作。与4.17政治局会议强调两个“前所未有”——疫情冲击前所未有, 经济发展面临的挑战前所未有——相比, 本次会议提出“经济稳步恢复, 复工复产逐月好转, 二季度经济增长明显好于预期”, 对形势的判断更为积极。另一方面, 本次会议也强调“经济形势依然复杂严峻, 不稳定不确定性较大”。这主要是指当前境外疫情仍在加速蔓延, 输入性病例很难完全杜绝, 国内个别地区疫情还会不时出现反复。同时, 当前中美关系波折不断, 近期紧张态势有所升级。11月美国大选之前, 民调处于明显下风的特朗普有可能在中美关系上再启事端。

在宏观政策方面, 会议指出财政政策要更加积极有为、注重实效; 货币政策要更加灵活适度、精准导向; 房地产调控重申“房住不炒”。会议对于货币政策表述偏紧, 未再提及降息降准, 意味着下半年动用这两项政策工具的概率在下降; 即使实施, 降息降准幅度也会明显低于上半年, “推动综合融资成本明显下降”将主要由金融系统、特别是银行体系让利1.5万亿完成。

但下半年货币政策转向的可能性也基本可以排除, 这体现在本次会议强调“宏观政策加强协调配合”方面: 下半年财政发力仍需低成本融资支持, 财政

资金支持项目启动后，信贷、社融等配套资金也需要及时到位，才能充分发挥财政资金的逆周期调节作用。另外，尽管会议对于货币政策表述偏紧，但5月以来央行已对货币政策进行了边际调整，即实际政策调整走在了本次会议政策表述之前，后续货币政策进一步收紧的空间不大，基调将以稳为主。

### **资管新规过渡期延长一年靴子落地，基本符合市场预期**

7月31日，央行发布公告称，考虑到今年以来新冠肺炎疫情对经济金融带来的冲击，金融机构资产管理业务规范转型面临较大压力。为平稳推动资管新规实施和资管业务规范转型，将本来应于2020年底结束的资管新规过渡期延长至2021年底。同时，此次过渡期延长不涉及资管业务监管标准的变动和调整，并不意味着资管业务改革方向出现变化，表明非标严监管趋势并未发生改变。

在此之前，市场已普遍预期资管新规过渡期将有所延长，央行此前在6月金融数据发布会上也已透露可能会延长一年，此次政策靴子落地基本符合预期。过渡期延长一年，意味着将有更多期限较长的存量资产可自然到期，可在一定程度上缓解存量资产集中处置给金融机构带来的压力；只延长一年，也体现了在对冲疫情影响的同时，推动金融机构早整改、早转型的思路。从对债市影响来看，过渡期延长将有助于缓解老产品抛售债券的压力，短期来看对债市情绪影响偏利好，但考虑到市场对此早有预期，政策靴子落地对债券收益率走势的影响较为有限。

### **1.3 流动性环境**

7月为传统缴税大月，加之7,100亿特别国债月内集中发行，资金面压力较大。从央行货币政策操作来看，为对冲税期影响，央行从7月13日开始密集开展逆回购操作，月内共12个交易日开展7天期逆回购，累计投放资金7,700亿；当月有7,700亿7天期逆回购到期，3,700亿14天期逆回购到期，净回笼资金3,700亿。7月央行开展1个月期国库现金定存操作，净投放资金500亿。从中长期资金来看，7月有4,000亿MLF到期，2,977亿TMLF到期，央行一次性缩量续作4,000亿，净回笼资金2,977亿。

表 2 7月央行资金投放量

单位：亿元	降准	TMLF	逆回购				MLF	国库现金定存	合计
			7天	14天	28天	63天			
投放	0	0	7700	0	0	0	4000	0	11700
到期	0	2977	11400				4000	0	18377
净投放	0	-2977	-3700				0	0	-6677

数据来源：WIND，东方金诚

从资金利率来看，7月中上旬资金利率波动上行，16日DR007达到2.26%，17日DR001达到2.31%后，随着税期影响减退，以及央行加大逆回购投放力度，资金面边际转松，资金利率开始回落。及至月末，隔夜利率持续运行在2.0%以下，DR007运行在1.96%-2.24%之间。

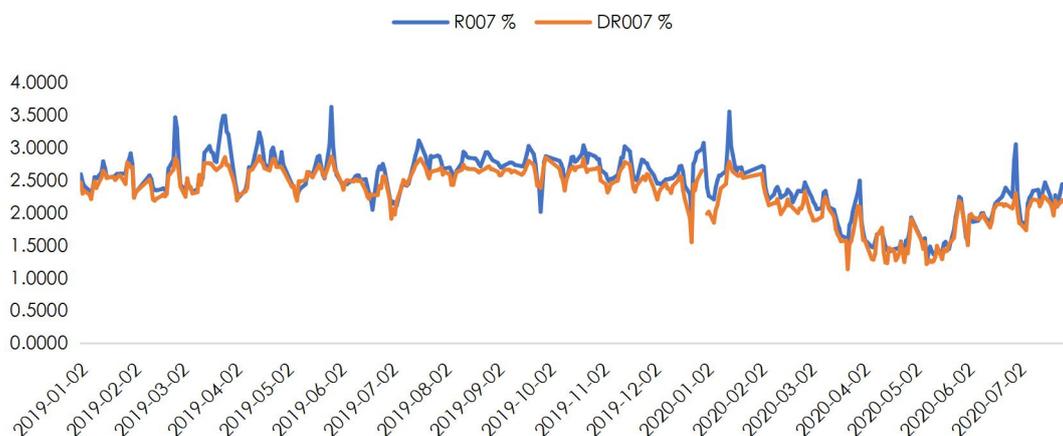
SHIBOR方面，7月各期限SHIBOR均值均高于上月，且中长期利率上行幅度更大，反映银行体系中长期流动性收紧。主要原因在于，在当月缴税和政府债券发行缴款压力较大的情况下，央行未实施降准，且缩量续作MLF和TMLF。再加上结构性存款的压降，导致银行体系缺乏中长期资金。我们也注意到，为补充中长期资金，银行加大同业存单发行力度。而在存单市场供给增加、需求不足情况下，7月同业存单发行利率明显上升。

表 3 质押式回购加权利率变动情况

	2020年6月均值 (%)	2020年7月均值 (%)	变动 (BP)
R001	1.79	1.87	8
R007	2.09	2.23	14
DR001	1.73	1.82	9
DR007	1.98	2.10	12

数据来源：WIND，东方金诚

图 6 银行间/存款类机构质押式回购加权利率



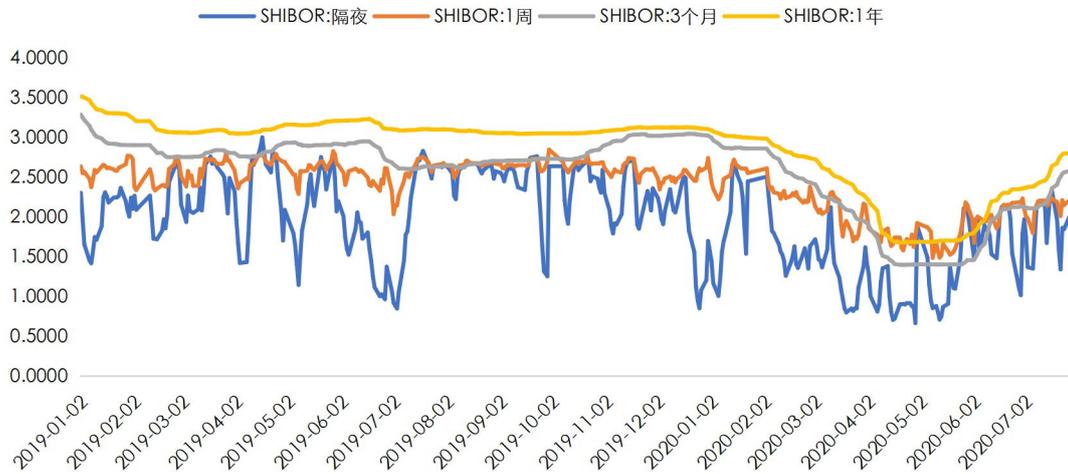
数据来源：WIND，东方金诚

表 4 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2020年6月均值 (%)	2020年7月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.74	1.82	9
1W	2.03	2.14	11
2W	1.92	2.10	18
1M	1.85	2.14	30
3M	1.88	2.33	45
6M	1.94	2.43	49
9M	2.05	2.52	47
1Y	2.14	2.59	46

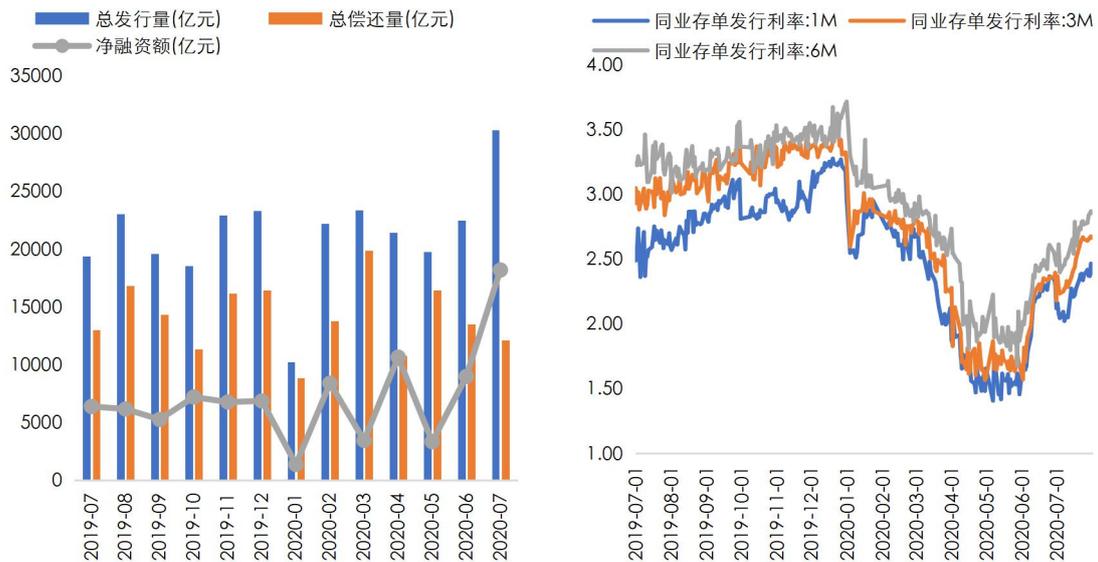
数据来源：WIND，东方金诚

图 7 上海银行间同业拆放利率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 8 7月同业存单发行量价齐升



数据来源：WIND，东方金诚

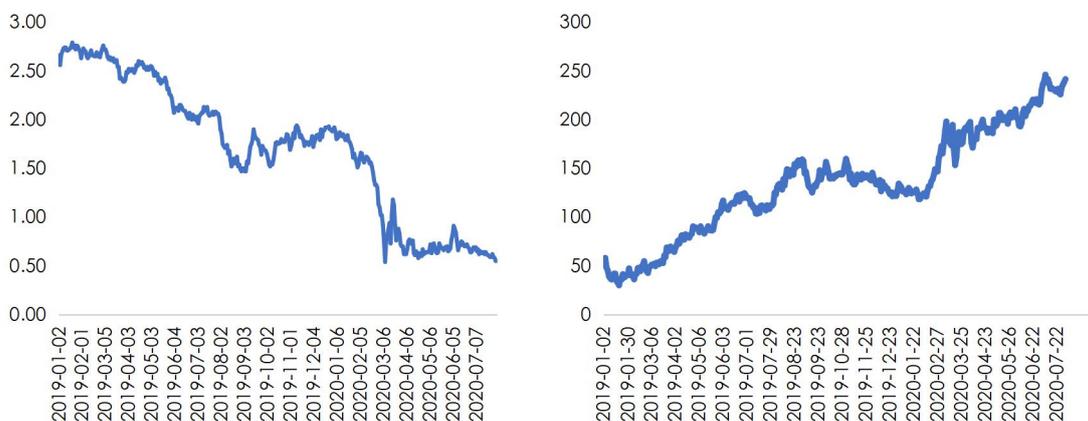
展望 8 月资金面，财政存款方面，截止 7 月底，新增专项债额度剩余 1.4 万亿元，新增一般债额度剩余 3,322 亿元。按照财政部要求，专项债在 10 月底前发行完毕，预计 8 月新增地方债发行量约 7,000 亿，净融资额约为 6,000 亿；地方债发行量将达到约 1.1 万亿，净融资 8,500 亿。再加上一般国债，预计 8 月政府债券净融资可能达到 1.3 万亿，高于 7 月份，或为下半年净融资高峰。不过，8 月缴税因素减弱，且财政支出力度有望加大，将在一定程度上缓解财政存款对资金面的挤占。缴准方面，7 月缴准基数通常季节性回落，8 月季节性上升，按照 2015-2019 年平均环比变动数据推算，假设加权平均法定存款准备金率为 9.4%，8 月缴准规模将比 7 月多 1,300 亿左右。其他因素来看，预计现金走款和外汇占款波动对资金面影响不大。

综上，在不考虑央行公开市场操作的情况下，8 月资金面压力将进一步加大，预计央行将积极开展公开市场操作来对冲政府债券供给压力，资金利率中枢将保持稳定。另外，8 月实施降准的可能性不大，预计央行将等量或超额续作当月到期的 5,500 亿 MLF，同业存单利率上行势头会有所缓解，但也难见明显下行，从而对债市利率构成制约。

#### 1.4 中美利差

由于美国疫情出现反弹，经济复苏前景蒙上阴影，市场对美联储更多刺激政策的押注加强，7 月美债收益率整体下行。月末 10 年期美债收益率降至 0.55%，较上月末下行 11bp。当月中美利差整体走阔，月末 10 年期中国国债收益率和 10 年期美债收益率利差报 241.64bp，较上月末扩大 25.34bp。

图 9 美国 10 年期国债收益率（左，%）及中美 10 年期国债利差（右，BP）



数据来源：WIND，东方金诚

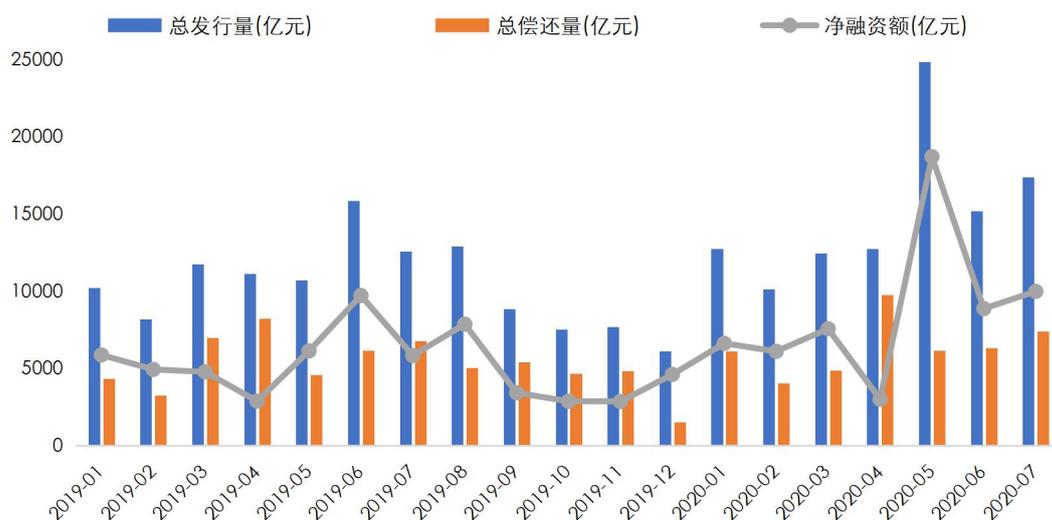
中美利差持续走阔提振外资增配国内债券需求。中债登数据显示，截至2020年7月末，该机构为境外机构托管债券面额达23441.24亿元，环比增加1481.13亿元，环比增幅为6.74%，同比增长38%。这也是该数据自2018年12月以来连续第20个月增加。在全球负利率债券规模不断增长、中美利差处于历史高位背景下，中国债券市场吸引力增加，外资流入的态势预计还将持续。

## 2. 一级市场

### 2.1 发行情况

7月利率债供给压力较大——发行量17,370亿，环比增加2,198亿，净融资额9,977亿，环比增加1,115亿。7月利率债发行量和净融资规模均为年内次高（仅次于5月），与去年同期相比，分别增加4,789亿和4,152亿。

图 10 利率债发行与到期



数据来源：WIND，东方金诚

7月利率债供给压力较大主因特别国债集中发行，一般国债和地方债发行则为特别国债“让道”。7月特别国债发行收官，当月发行量7,100亿，净融资7,100亿，均比上月增加4,200亿。7月一般国债发行量1,905亿，净融资-2,065亿，环比分别减少2,044亿和4,636亿；地方债发行量2,722亿，环比减少144亿，净融资7.48亿，环比增加499亿；政金债发行量5,642亿，净融资4,934亿，环比分别增加185亿和1,050亿。

表 5 各类别利率债发行量与净融资额（亿元）

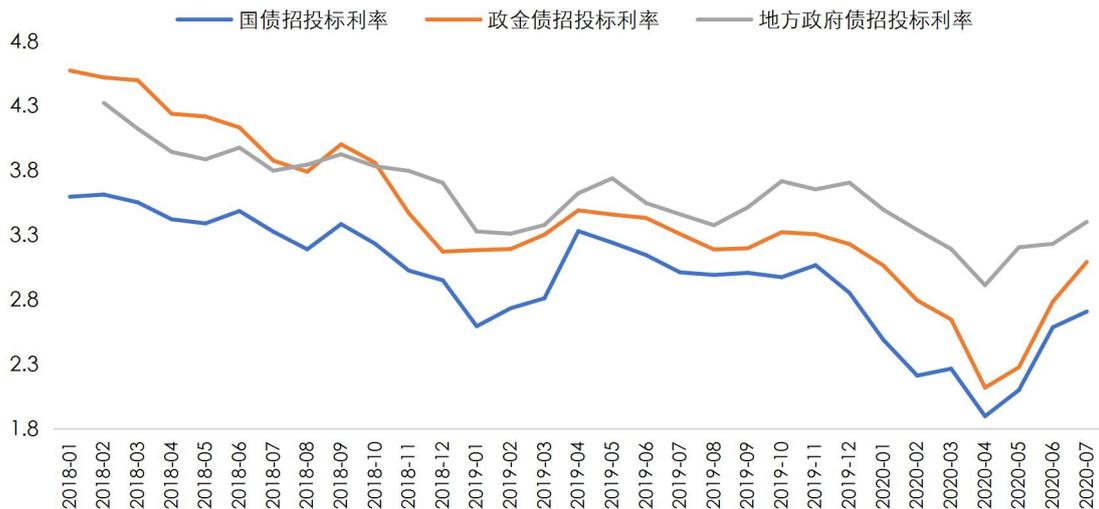
	发行量			净融资额		
	2020.07	2020.06	2019.07	2020.07	2020.06	2019.07
国债	9,006	6,849	3,585	5,035	5,471	1,340
政金债	5,642	5,457	3,437	4,934	3,884	66.7
地方政府债	2,722	2,867	5,559	7.48	-492	4,418

数据来源：WIND，东方金诚

## 2.2 发行利率

7月利率债供给压力较大，银行间流动性继续收紧，二级市场收益率上行，当月利率债一级发行利率同步走高。其中，国债、政金债和地方债加权平均发行利率环比分别上行12.15bp、30.73bp和16.96bp。

图 11 利率债发行利率走势（加权均值，%）



数据来源：WIND，东方金诚

## 3. 二级市场

### 3.1 到期收益率

7月收益率走势一波三折，债市整体走弱。具体来看，7月上旬债券收益率持续上行，9日10年期国债收益率触及高点3.08%，回升至疫情前（1月17日）水平。直接原因是股债翘翘板效应。7月初股市大涨，提升了风险偏好，带动资金加速流入股市，严重打击了债市情绪，对债市的资金流入也造成了压制，导致债市大幅调整。另一个深层次原因在于，经济修复较快，央行货

币政策进入观察期，7月初短期资金利率也未现明显下行。值得一提的是，虽然央行在月初下调了再贷款、再贴现利率，但是这并非市场所期望的降息，市场降准预期也一再落空，情绪较为悲观。

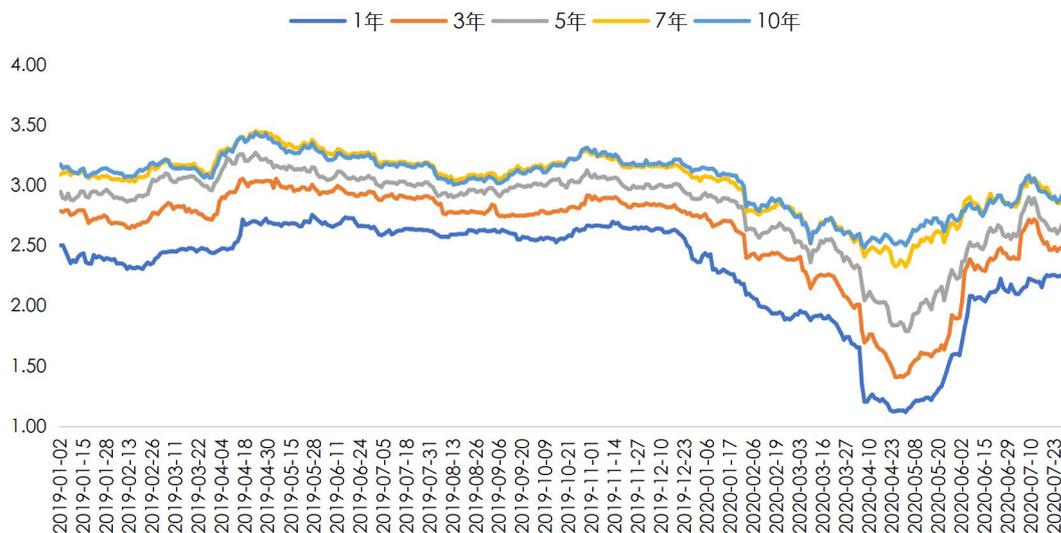
在9日利率触及高点后，债市开始止跌回暖。10年期国债收益率一路下行至24日的2.86%。主要原因是，随着股市“快牛”行情告一段落，出现暂时的调整，对债市情绪的压制也得到缓解，同时，在前期大跌之后，债市的配置价值提高，资金从股市往债市搬家的情况也有所缓和，月内摊余成本法债基扩容也说明了这一点——中旬3-7年期利率的下行，很大程度上由摊余成本法债基的增量买盘驱动。另外，税期影响减退后，资金面转松，以及中美关系出现新的波折，导致避险情绪升温等等，也对债市反弹起到一定解释作用。7月最后一周，基本面持续走强、政治局会议货币政策表述边际收紧、股市表现较强等压制债市情绪，债市结束此前的超跌反弹，中长端利率转为上行。

表 6 7月末各期限利率债到期收益率较上月末变动情况 (BP)

国债		国开债		地方债 (AAA)	
1Y	6.64	1Y	48.57	1Y	17.06
3Y	12.7	3Y	38.15	3Y	12.87
5Y	14.8	5Y	35.08	5Y	20.03
7Y	14.98	7Y	18.83	7Y	7.64
10Y	14.34	10Y	37.77	10Y	19.03

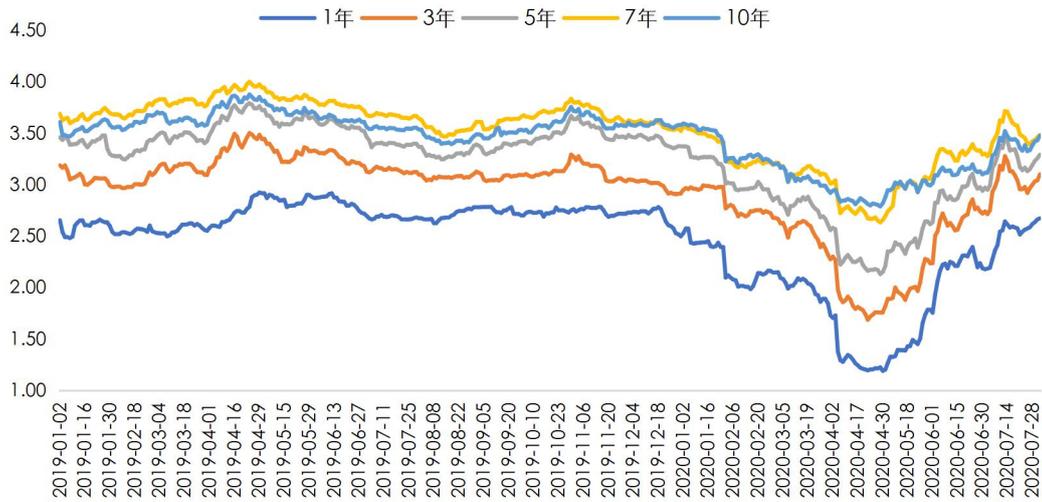
数据来源：WIND，东方金诚

图 12 各期限国债到期收益率 (%)



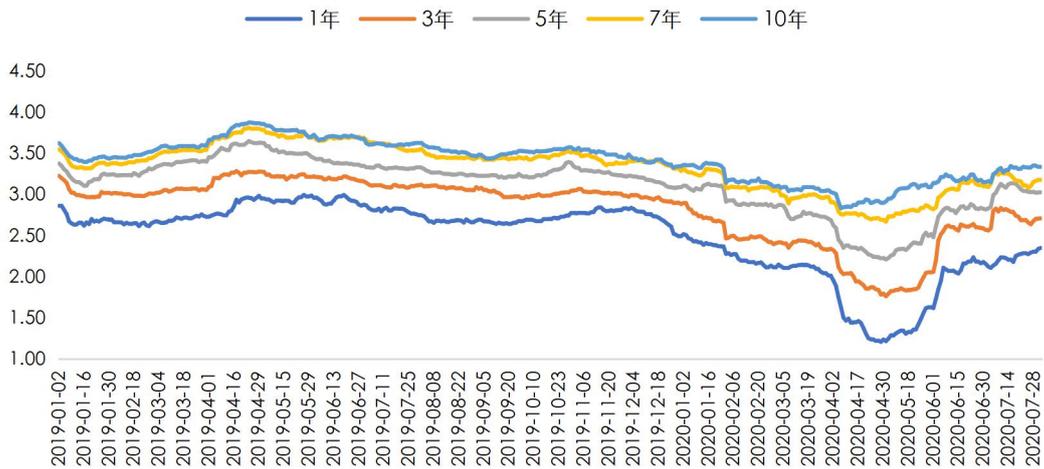
数据来源：WIND，东方金诚

图 13 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 14 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

### 3.2 利差走势

7月国债收益率中长端上行幅度更大，各期限利差多数走阔。其中，月末10Y-1Y利差较上月末扩大7.7bp至72.36bp。

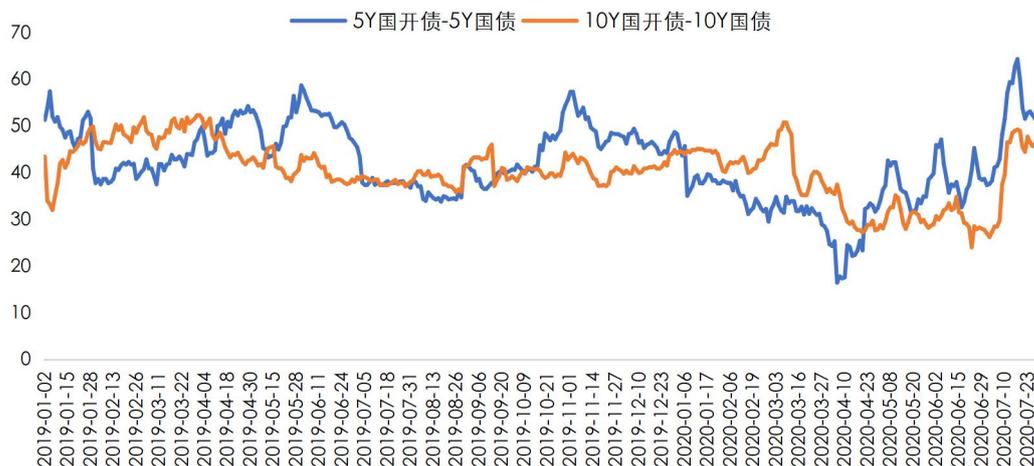
表 7 7月国债期限利差变动情况 (BP)

	7月末	6月末	变动幅度
3Y-1Y	27.24	21.18	6.06
5Y-3Y	18.7	16.6	2.1
7Y-5Y	26.78	26.6	0.18
10Y-7Y	-0.36	0.28	-0.64
10Y-1Y	72.36	64.66	7.7

数据来源：WIND，东方金诚

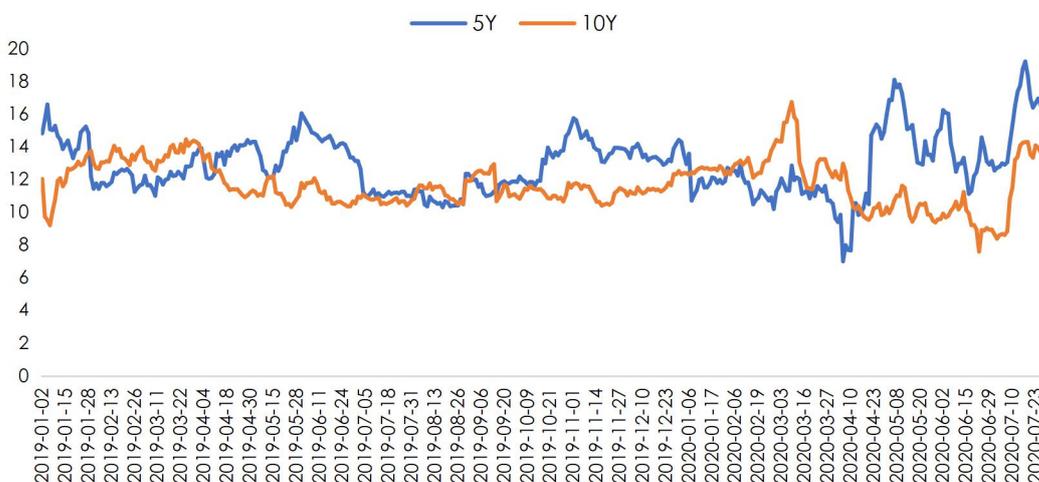
国开债和国债利差方面，7月末5年期国开债和国债利差较上月末走阔20.28bp至358.89bp，10年期国开债和国债利差走阔23.43bp至51.13bp；同期5年期国开债隐含税率上升4.76个百分点，10年期国开债隐含税率上升5.77个百分点。

图 15 国开债和国债利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

图 16 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

### 3. 8月利率债市场展望

#### 8月债市料将震荡趋稳

从影响债市的因素来看，8月债市面临的利空大于利多，但利空消息多数已在市场预期当中，对债市情绪的影响比较有限，难以引发收益率的进一步大幅上行。预计8月债市将呈现震荡趋稳行情，月内10年期国债收益率将在

2.9%-3.0%附近震荡。

具体来看，7月宏观经济继续改善，将于8月中公布的供需两侧主要经济数据料将进一步回升，CPI继续短期反弹，PPI延续修复走势，基本面对债市影响偏空。政策方面，政治局会议对货币政策表述边际收紧，但货币政策边际调整早已出现，市场反应钝化；资管新规过渡期延长一年靴子落地，有助于缓解老产品抛售债券的压力，对债市情绪影响偏利好但有限。

资金面来看，特别国债发行虽在7月收官，但8月地方债发行将明显提速，或为下半年政府债券发行高峰，预计央行将积极开展公开市场操作来对冲政府债券供给压力，流动性料平稳偏紧，资金利率将在政策利率附近波动；8月实施降准的可能性不大，预计央行将等量或超额续作当月到期的5,500亿MLF，同业存单利率上行势头会有所缓解，但也难见明显下行，从而对债市利率构成制约。

其他方面，7月摊余成本法债基扩容，与去年相比封闭期更偏长期化，一定程度上提升中长期收益率安全边际；中美利差处于历史高位，短期内将支撑外资持续流入；此外，海外疫情反弹、中美冲突升级等不确定性可能会阶段性推升市场避险情绪。