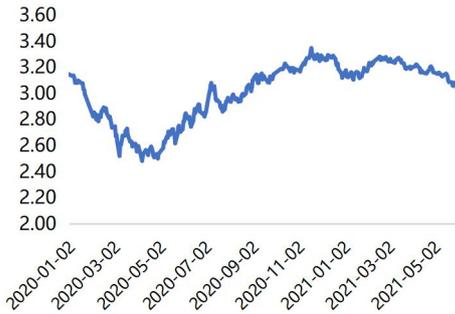
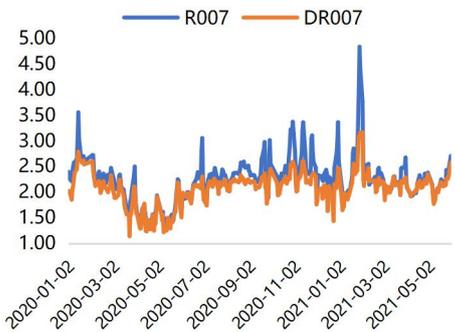


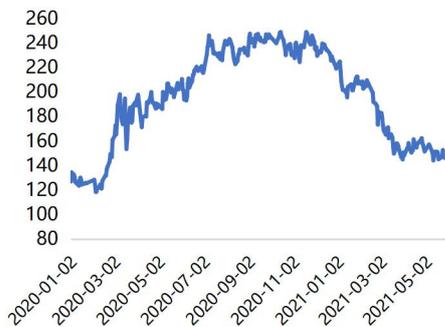
十年期国债收益率(%)：



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：2021年6月7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：

**宏观经济运行：**5月经济修复态势整体平稳，但“生产强、需求弱”的不均衡特征加剧，提示关注PMI新出口订单指数萎缩的持续性。通胀方面，严监管影响下，5月中旬起黑色系商品价格大跌，但因上旬冲得太高，加之原油、铜等国际定价大宗商品价格回落有限，预计5月PPI同比将上破8.0%。不过，央行定性“阶段性、输入性通胀”，意味着暂时不会为此大幅收紧货币政策，故短期看PPI快速上冲对债市影响仍有限。我们认为，相较通胀上行的高点，更应关注高通胀压力的持续性，毕竟“阶段性”预期是央行面对PPI快速上冲仍选择按兵不动的重要原因。如果三季度通胀压力未见明显缓和且一直延续至四季度，届时央行收紧货币政策以防止通胀预期扩散并引发全面通胀的可能性将显著加大。

**流动性环境：**5月地方债发行有所放量，缴税规模不小，但资金面仍显宽松，主要原因在于地方债供给规模仍然不及预期，同时“资产荒”叠加今年以来货币基金规模持续扩张，以及机构杠杆水平不高，也构成了资金面宽松、非银存款高增的重要原因。6月地方债发行料进一步放量，资金面边际收紧的概率更高一些，但“百年大庆”前夕市场利率出现大幅波动的可能性也很小，预计6月DR007中枢将进一步向短期政策利率水平回归，但应不会明显向上偏离。

**中美利差：**随着美债收益率上行势头暂告一段落，4月起中美利差收窄速度明显放缓，5月走势平稳，月末报150bp，较上月末收窄1bp。预计短期内美债收益率将延续盘整，中美利差将维持在150bp左右的较高水平，但到三季度，随着美联储削减QE的信号释放，市场对于美联储Taper预期不断强化，美债收益率仍有再度快速冲高的风险。

● 6月利率债市场展望：

6月收益率均值小幅上行的可能性更大一些。主要原因是6月新增专项债单月发行规模有望达到7000-8000亿，流动性“抽水”效应会有所体现。地方债供给增加一方面会带动资金面边际收紧、加大资金面波动，另一方面会在一定程度上缓和机构欠配压力。另外，在5月中下旬连续下跌后，5月底以来黑色系商品价格再现反弹，短期内PPI将继续处于高位，CPI同比也将小幅走高，物价因素会对债市形成一定牵制作用。不过，在当前稳字当头的货币政策基调下，同时考虑到机构面临的欠配局面短期内难以逆转，6月债市出现大幅波动的可能性也不大。

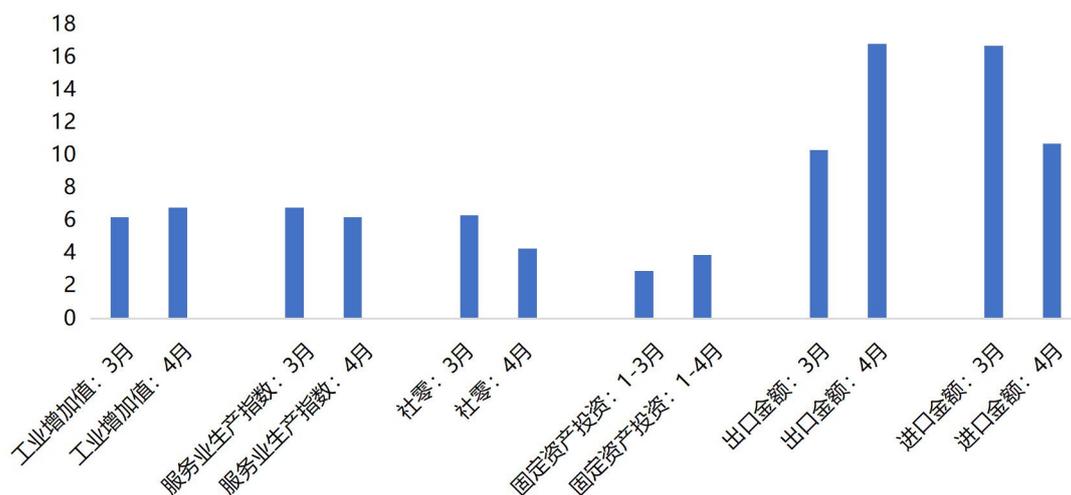
## 1. 债市运行环境

### 1.1 宏观经济运行

**（一）5月制造业和非制造业PMI指数“一下一上”，变化幅度都不大，显示经济修复态势整体平稳，修复动能正从制造业向服务业切换，且当前经济也不存在过热现象；5月制造业生产端和需求端景气走势分化，“生产强、需求弱”的不均衡特征加剧，提示关注新出口订单指数萎缩的持续性。**

5月中旬公布的4月经济数据显示经济修复动能略有减弱，整体表现不及预期，对债市情绪产生利好。从供给端来看，工业生产两年平均增速有所加快，但环比涨幅放缓显示边际提速动能减弱，服务业生产指数两年平均增速则有所下滑；从需求端来看，固定资产投资以名义值计算，两年平均增速上扬1个百分点，部分是受到PPI同比冲高影响，而价格变化相对较小的社零增速在4月明显走弱。这也表明，4月经济修复结构有所恶化，即前期修复偏缓、市场预期将加速改善的消费和服务业表现弱于预期，同时内需表现不及外需，出口持续强劲成为支撑工业生产扩张的主要动力。

图1 主要宏观经济指标两年平均增速变动情况（%）



数据来源：WIND，东方金诚

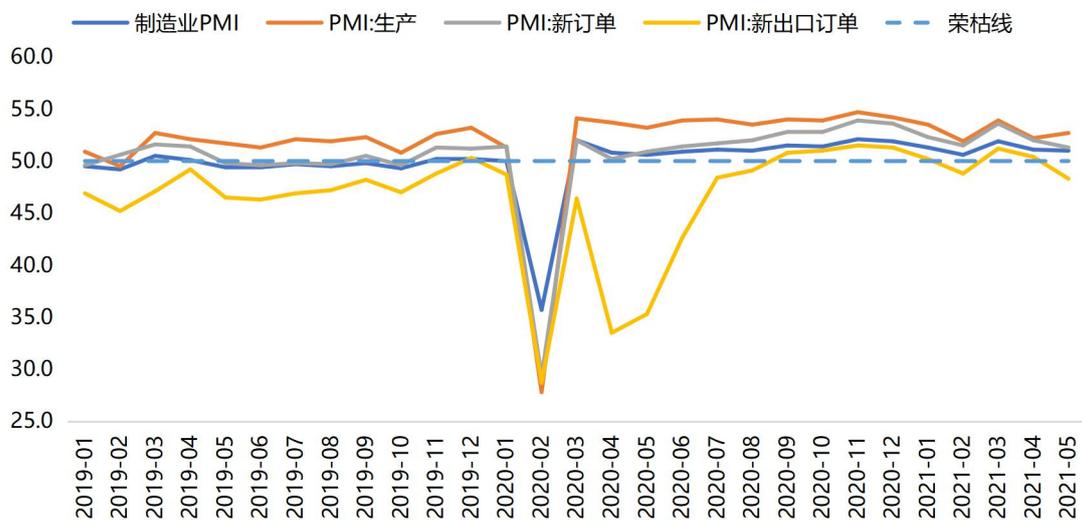
从5月来看，5月制造业PMI延续上月以来的低位运行状态，环比小幅下行0.1个百分点至51.0%。生产方面，5月PMI生产指数环比上升0.5个百分点至52.7%，显示制造业生产端扩张有所加速。从高频数据来看，随着

检修高炉数量逐渐减少，月内高炉开工率整体上行，月底升至62.4%，较上月月底提高0.6个百分点；化工方面，月内焦化企业产能修复明显，尿素、涤纶长丝生产企业的开工率维持近期较高水平；建材方面，当月水泥产量、浮法玻璃产能利用率均处于近期高位。

从需求端来看，5月新订单指数为51.3%，环比下滑0.7个百分点。当月商品房销售同比数据延续回落，土地市场受集中供地政策限制，成交面积和溢价率数据在月内呈现波动走势；汽车销量数据环比回调。此外，由长江商学院发布的企业销售前瞻指数在5月录得78.1，为2021年以来最低值。5月制造业需求端和生产端景气走势分化，表明当前“生产强、消费弱”的经济修复不均衡现象依然突出。

外需方面，5月新出口订单指数环比下降2.1个百分点至48.3%，重回收缩区间。新出口订单下降主要集中于基础原材料行业，受5月1日起取消部分钢铁产品出口退税影响，5月钢铁行业PMI新出口订单指数环比骤降7.8个百分点至43.9%。在当前主要经济体PMI指数均突破扩张区间、外需仍处修复通道背景下，PMI新出口订单指数的下滑会否持续仍需进一步观察。从高频数据来看，5月CCFI上扬，BDI指数则有所回落，但两项指标的两年平均增速与4月相比均有所加快，同时考虑到CCFI和出口金额增速之间的相关性要强于BDI指数，预计5月出口增长动能仍强，叠加基数走低，当月出口额同比仍将维持20%-30%的增长。

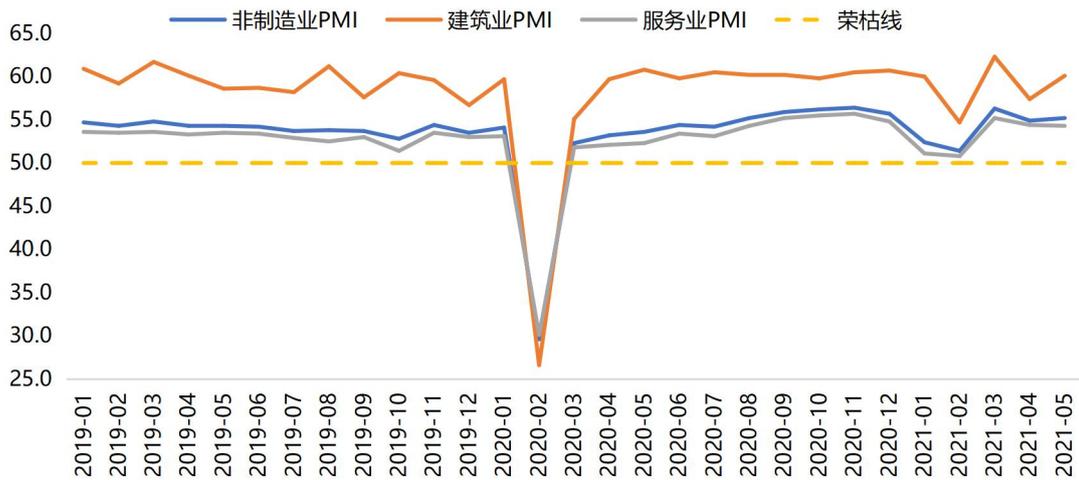
图2 制造业 PMI 及主要分项指数



数据来源：WIND，东方金诚

非制造业方面，5月非制造业商务活动指数为55.2%，比上月高出0.3个百分点，显示非制造业扩张力度有所加大。当月服务业商务活动指数录得54.3%，较上月小幅回落0.1个百分点，但高于年内均值1.1个百分点，运行总体稳定。其中，受“五一”假期消费活动带动，5月服务业消费持续升温，与长距离出行相关的铁路运输、航空运输、住宿等行业商务活动指数连续两个月高于65.0%，与居民消费密切相关的零售、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数均高于上月，且位于58.0%以上的较高景气区间。建筑业方面，5月建筑业PMI环比大幅上行2.7个百分点至60.1%，重返高景气空间，或与近期房地产投资保持较强韧性直接相关。从市场需求和用工情况来看，当月新订单指数和从业人员指数环比分别提高1.4和2.0个百分点，显示企业新签订工程合同量增加，劳动力需求上升，建筑业扩张动力有所增强。

图3 建筑业和服务业 PMI 指数



数据来源：WIND，东方金诚

整体上看，5月制造业和非制造业PMI指数“一下一上”，变化幅度都不大。这一方面表明经济修复态势整体平稳，修复动能正在从制造业向服务业切换；另一方面也显示当前经济不存在过热现象，加之监管层判断通胀冲高是短期现象，以及价格上涨挤压中下游企业利润、小型企业景气度回落至收缩区间，预计未来一段时间宏观政策将继续保持定力，大幅收紧的可能性很小。对债市而言，当前基本面对债市利空减弱，但也难言明确利好，市场对经济下行潜在风险的定价不多，主要原因是经济运行仍然处在向上修复过程，预计短期内市场对宏观经济扰动因素的反应将继续钝化。下半年则需关

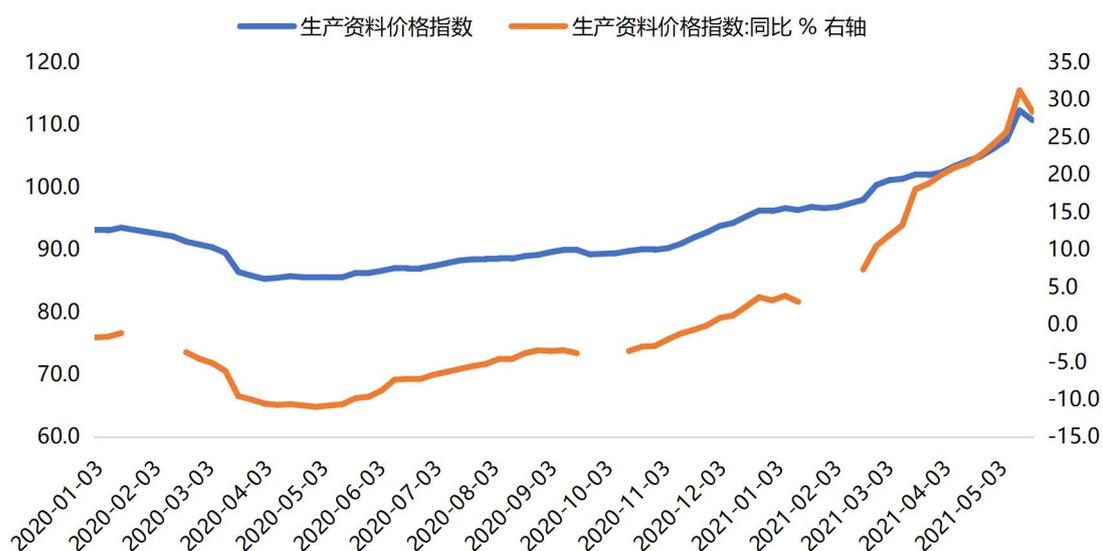
注出口下滑导致经济超预期下行的可能性。

**(二) 严监管影响下，5月中旬起黑色系商品价格连续下跌，但因上旬冲得太高，加之原油、铜等国际定价大宗商品价格回落有限，预计5月PPI同比将上破8.0%。不过，央行定性“阶段性、输入性通胀”，意味着为此大幅收紧货币政策的可能性不大，故短期看PPI快速上冲对债市影响仍有限。**

4月中下旬，在前期快速上涨后盘整月余的大宗商品价格迎来又一波上涨，这一上行势头一直持续到5月上旬。今年以来，大宗商品价格持续快速走高，一方面源于全球经济修复态势趋于明朗，大宗商品需求加速向常态水平回归，但这段时间印度、巴西、智利等新兴市场国家疫情加剧，大宗商品供应能力修复相对滞后，供需“错位”推高铜、铁矿石、原油等大宗商品价格；另一方面，疫情冲击下全球主要经济体纷纷实施大规模货币宽松政策，全球流动性处于极度宽松状态；此外，一些国际金融机构借此利用大宗商品期货市场进行炒作，也是价格在短时间内暴涨的重要原因。

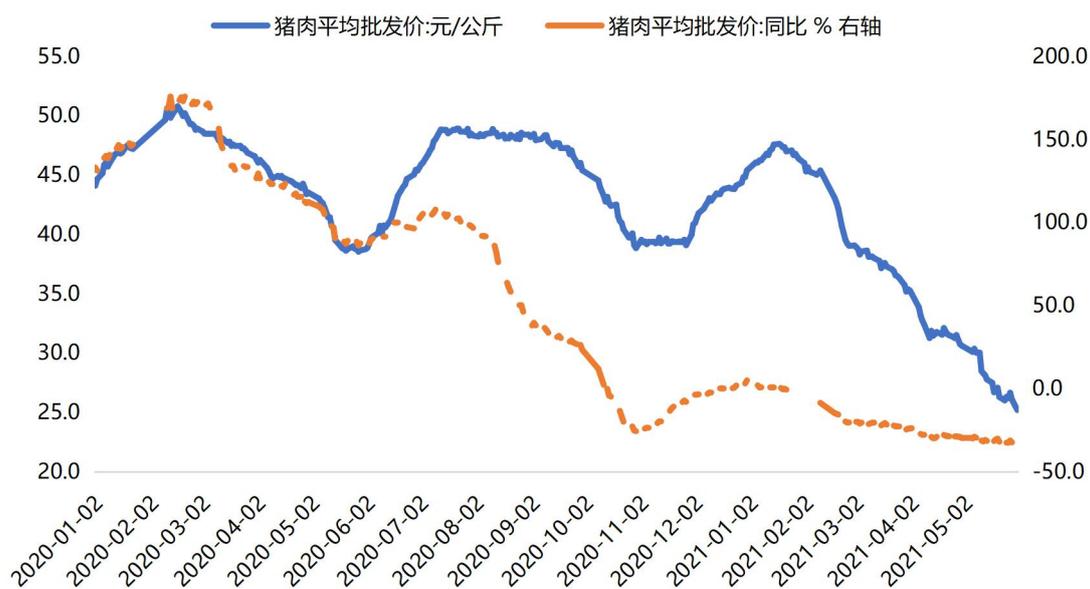
从5月来看，尽管5月中下旬黑色系商品价格大幅下跌，但由于上旬冲得太高，加之原油、铜等国际定价的核心大宗商品价格回落幅度有限，我们预计5月PPI同比将上破8.0%，继续超出市场预期。CPI方面，持续下行的猪肉价格将继续成为抑制整体CPI涨幅的重要因素，但伴随上游涨价向下游消费品价格传导，以及服务消费价格上扬，叠加基数走低，5月CPI同比涨幅有望扩大至1.4%左右，仍处较低水平。

图4 商务部生产资料价格指数显示5月PPI同比将进一步上冲



数据来源: WIND, 东方金诚

图5 5月猪肉价格持续下跌, 将继续平抑CPI涨幅



数据来源: WIND, 东方金诚

大宗商品价格上涨已引发监管层高度关注。5月12日召开的国常会提出,要跟踪分析国内外形势和市场变化,做好市场调节,应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。一周后,5月19日召开的国常会再次强调部署做好大宗商品保供稳价工作,保持经济平稳运行。又一周后,5月26日召开的国常会再提大宗商品涨价,指出要做好保供稳价,打击囤积居奇、哄抬价格等行为。监管层高度重视大宗商品价格上涨的原因在于:

首先，原材料价格快速上扬，会给下游行业带来成本抬升压力，特别是会加剧下游行业中的小微企业经营困难，因为这些企业普遍缺乏成本转嫁能力。而这些小微企业目前正是宏观经济中修复相对较缓的薄弱环节，且它们又与民生就业关系密切。其次，上游大宗商品价格快速上涨，在一定程度上会向消费市场传导，推高整体价格水平。更为重要的是，它还可能引发市场通胀预期抬头，带来全面、持续的高通胀风险，因此需要及时采取措施加以治理。

应对举措方面，国常会提出多条措施，重点在于通过保障大宗商品供给来遏制价格的不合理上涨，防止向居民消费价格传导。同时，针对部分机构利用大宗商品期现货市场散布虚假信息、实施垄断协议等行为，监管层也开展了专项治理。可以看到，5月中旬起，铁矿石、螺纹钢、动力煤等多个黑色系期货品种连续多日大幅下挫，严监管产生了“立竿见影”的效果。这表明，前期大宗商品价格快速上行，既有供需错位原因，也确实存在市场跟风炒作、甚至哄抬价格等背离基本面的现象，未来监管趋严将对大宗商品价格非理性波动形成较强的抑制作用。

对于市场最为关注的央行货币政策应对，5月19日国常会提出要保持货币政策稳定性和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，合理引导市场预期。央行在《2021年第一季度货币政策执行报告》中也以专栏形式探讨了物价走势问题，强调“全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国PPI，但输入性通胀的风险总体可控……我国不存在长期通胀或通缩的基础”。我们认为，央行认为是“阶段性、输入性的通胀”，意味着为此大幅收紧货币政策的可能性不大，尤其考虑到下游企业正面临原材料涨价对利润的侵蚀，收紧货币政策不仅起不到有效平抑原材料价格涨幅的作用，反而会进一步恶化下游企业经营环境。这也是市场当前的普遍预期，由此解释了PPI虽持续冲高但对债市影响有限的核心原因。

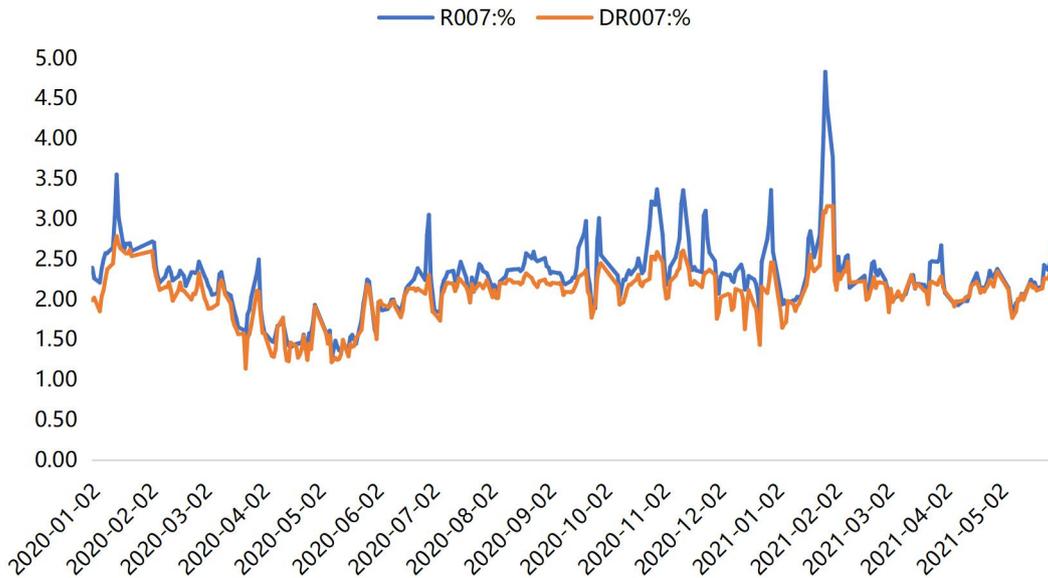
我们认为，相较通胀上行的高点，更应关注高通胀压力的持续性，毕竟“阶段性”的预期是央行面对PPI快速上冲仍选择按兵不动的重要原因，换言之，央行也在观察通胀的持续性。从央行《2021年第一季度货币政策执行报告》来看，目前央行认为通胀压力将集中于二、三季度，即“今年二、三

季度阶段性推高我国 PPI 涨幅”。由此，如果三季度通胀压力未见明显边际缓和且一直延续至四季度，届时央行收紧货币政策以防止通胀预期扩散并引发全面通胀的可能性将显著加大。

## 1.2 流动性环境

5月资金利率中枢与4月大致持平，仅小幅上扬。其中，DR007 月均值环比上行 1bp 至 2.12%，R007 月均值上行 4bp 至 2.18%，仍处低于短期政策利率（7 天期逆回购利率 2.20%）的水平。从月内走势看，5月中上旬资金面持续宽松，DR007 和 R007 持续运行于 2.20% 以下；5月最后一周，由于地方债发行加速推升缴款压力，叠加月末资金需求显现，DR007 和 R007 上扬至 2.20% 上方。

图 6 质押式回购加权利率



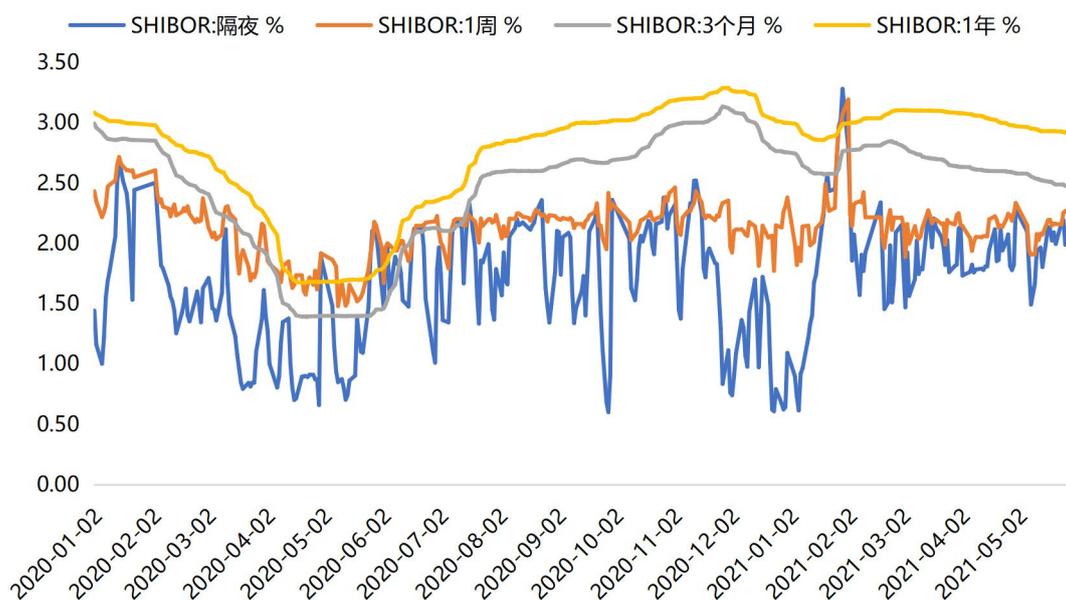
数据来源：WIND，东方金诚

表 1 质押式回购加权利率变动情况

	2021 年 4 月均值 (%)	2021 年 5 月均值 (%)	变动 (bp)
R001	1.9280	2.0306	10.26
R007	2.1388	2.1794	4.06
DR001	1.8924	1.9883	9.59
DR007	2.1100	2.1202	1.02

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

表2 上海银行间同业拆放利率变动情况

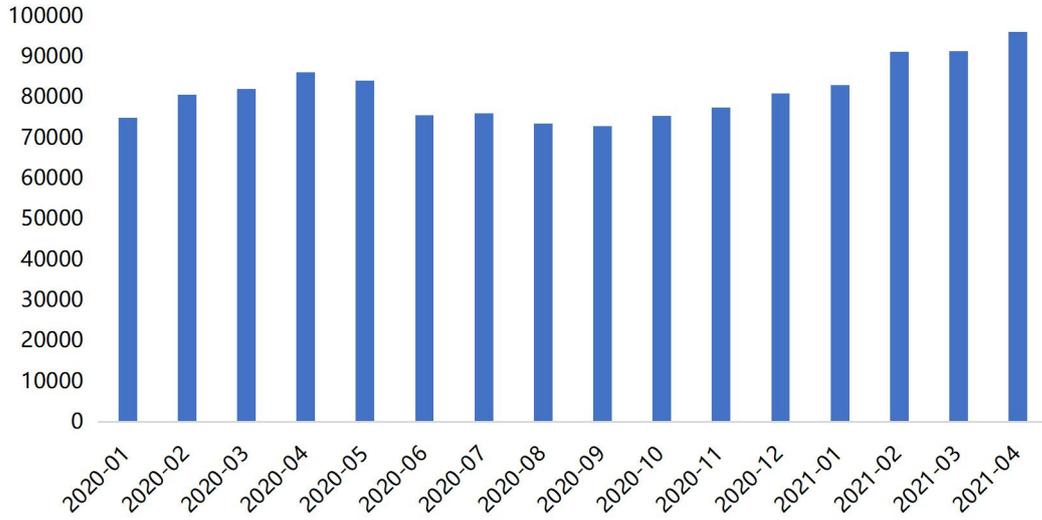
期限	2021年4月均值 (%)	2021年5月均值 (%)	变动 (bp)
隔夜	1.9022	1.9961	9.39
1W	2.1402	2.1452	0.50
2W	2.2043	2.1931	-1.12
1M	2.5073	2.4228	-8.44
3M	2.6046	2.5134	-9.12
6M	2.7905	2.6997	-9.07
9M	2.9031	2.8451	-5.80
1Y	3.0266	2.9332	-9.35

数据来源：WIND，东方金诚

5月地方债发行有所放量，缴税规模不小，但银行间资金水位仍高。主要原因在于地方债供给规模仍然不及预期，同时前期淤积的专项债资金集中释放，使得2-3月财政资金投放超出季节性——2-3月财政存款合计负增1.33万亿，较去年同期多减约6200亿，较2019年同期多减约9600亿——对冲了4-5月份的缴税压力。另外值得关注的是，与资金面持续宽松同时出现的是“资产荒”现象，原因在于非标压降、地方债发行滞后、信贷增速放缓、信用债净融资缩量，加之市场风险偏好较低、投资行为趋同，共同导致合意的可投资资产不足。“资产荒”叠加今年以来货币基金规模持续扩张，以

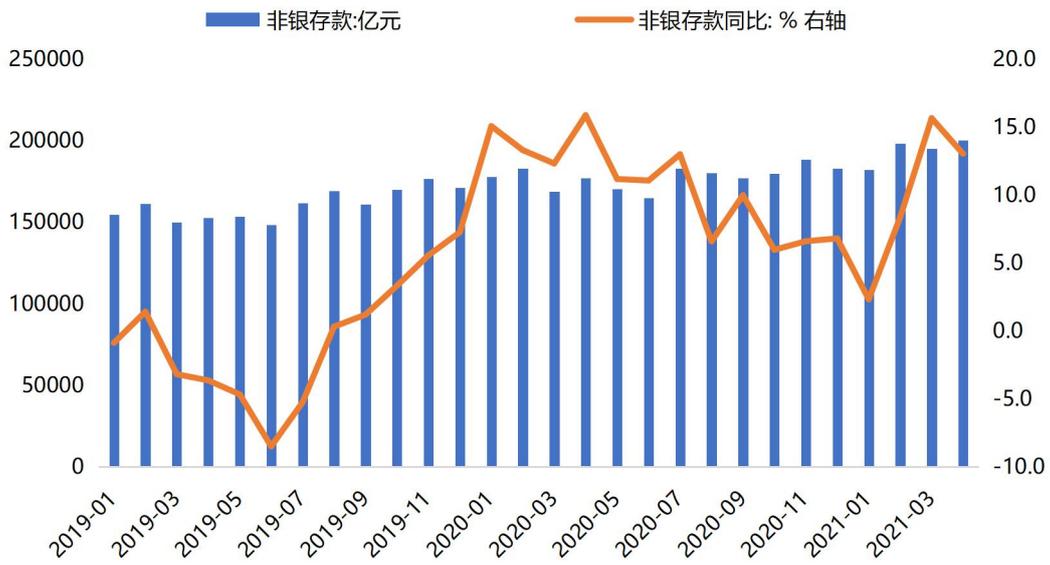
及机构杠杆水平不高,也构成了近期资金面宽松、非银存款高增的重要原因。

图 8 货币基金份额 (亿份)



数据来源: WIND, 东方金诚

图 9 非银行业金融机构存款余额及同比增速



数据来源: WIND, 东方金诚

我们认为, 3 月以来资金面的持续宽松并非央行主动为之, 以稳为主的货币政策取向并未发生变化。3 月以来央行在公开市场连续每个交易日开展 100 亿元地量逆回购操作, 同时, 3-5 月央行 MLF 操作也基本上是等量续作状态, 操作量减去 MLF 和 TMLF 到期量, 净回笼资金 61 亿。从公开市场操作来看, 在货币政策观察期, 央行操作大有以不变应万变之势 (事实上央行也缺少主动回笼流动性的工具)。具体到 5 月, 央行继续每天 100 亿、共开展

1900 亿元逆回购操作，净回笼资金 100 亿；17 日按例开展 1000 亿元 MLF 操作，完全对冲当月到期量；另外，月内央行还开展了 700 亿元 1 个月期国库现金定存操作，当月到期量也为 700 亿。整体上，5 月央行公开市场净回笼资金 100 亿，公开市场操作依然维持中性。

表 3 5 月央行资金投放量 (亿元)

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	1900	0	0	0	1000	700	3600
到期	0	0	2000				1000	700	3700
净投放	0	0	-100				0	0	-100

数据来源: WIND, 东方金诚

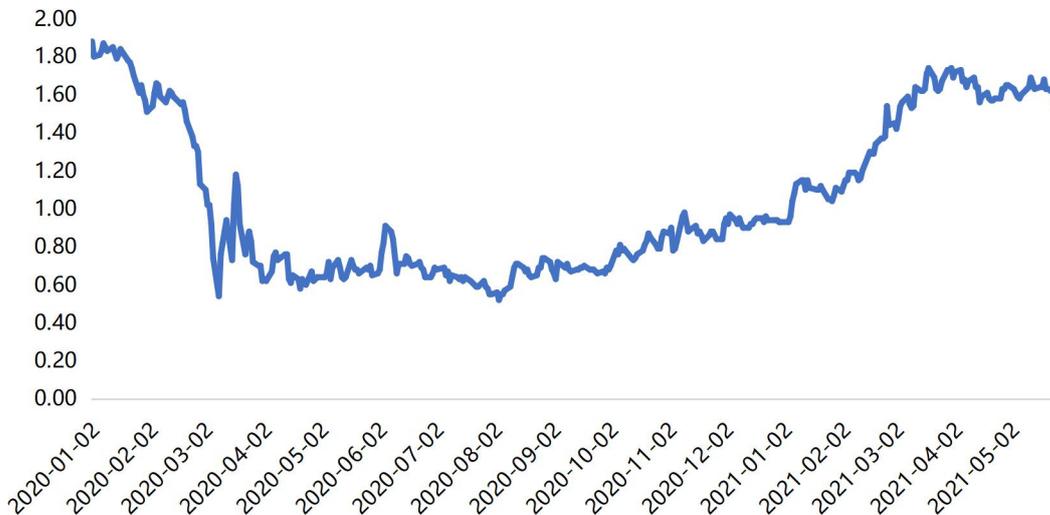
**展望 6 月，资金面压力会有所加大，主因地方债发行预期放量。**今年以来，新增专项债发行进度明显滞后。前 5 个月，新增专项债发行量仅 5840 亿，净融资额 5539 亿，而 6 月初财政部下达的今年新增地方政府专项债务限额为 34676 亿元（略低于此前 3.65 万亿元的预算安排额度），这意味着截至 5 月底，新增专项债发行进度仅为 17%。我们认为，主要原因是今年以来稳增长需求下降，这一方面令地方政府发行专项债的意愿较低，另一方面监管部门对于专项债项目的审核也更加严格。

在今年新增专项债仍将按照财政部下达的限额基本发行完毕的预期下（但提示关注全年发行规模明显低于限额的可能性），后续专项债发行将明显提速。我们预计，6 月新增专项债单月发行规模将达到 7000-8000 亿，比 5 月扩大 1 倍左右，流动性“抽水”效应会有所体现。不过，6 月为财政支出大月，财政资金的投放或将在一定程度上对冲地方债发行造成的财政资金上收，但对冲程度存在不确定性。同时，还应关注央行公开市场操作的投放力度。从目前的基本面和市场环境看，央行货币政策仍处在观察期，主动收紧或再度宽松的可能性都不大，公开市场操作预计将维持中性。整体上，6 月资金面生变的风险确有所加大，资金面边际收紧的概率更高一些。但未来一段时间央行货币政策仍将坚持稳字当头的基调，且 6 月份恰逢“百年大庆”前夕，市场利率出现大幅波动的可能性也很小。我们预计，6 月 DR007 中枢将进一步向短期政策利率水平回归，但应不会明显向上偏离。

### 1.3 中美利差

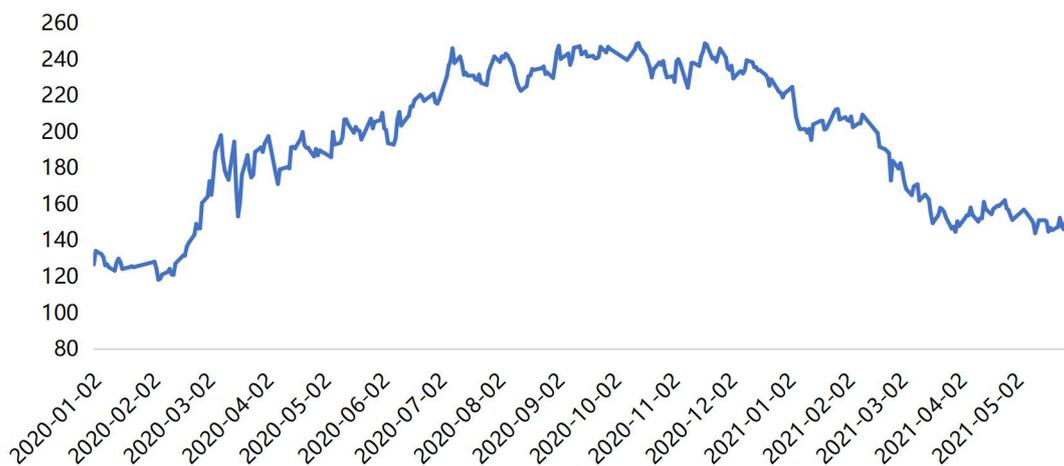
在经历了 1-3 月的持续上行后，4 月起美债收益率开启震荡行情，5 月延续盘整，月内 10Y 美债收益率在 1.55%-1.70% 之间波动。从月内走势看，5 月上旬 10Y 美债收益率围绕 1.60% 窄幅震荡；中旬 10Y 美债收益率波动中枢有所上移，期间两度冲高至接近 1.70% 后回落，主要原因是期间公布的美国 4 月通胀数据超出预期，CPI 同比增 4.2%、核心 CPI 同比增 3.0% 创十年以来新高，以及 4 月 FOMC 纪要首度探讨缩减购债，对市场情绪产生扰动；下旬，10Y 美债收益率波动中枢小幅回落，期间公布的 4 月美国核心 PCE 同比冲高至 3.1%，也未明显推升市场通胀预期。整体上看，5 月末 10Y 美债收益率报收 1.58%，较上月末下行 7bp。从中美利差来看，随着美债收益率上行势头暂告一段落，4 月起中美利差收窄速度明显放缓，5 月走势平稳，月末报 150bp，较上月末收窄 1bp。

图 10 美国 10 年期国债收益率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 11 中美 10 年期国债利差走势 (bp)



数据来源：WIND，东方金诚

我们关注到，在经历3月的净减持后，4-5月外资对人民币债券恢复净增持，这一方面受中美利差收窄速度放缓影响，另一方面也与近期人民币对美元汇率持续升值有关。同时，中国疫情控制得力、经济修复态势良好，对比印度、巴西等新兴经济体疫情仍然严峻，人民币资产的安全性和相对吸引力提升。

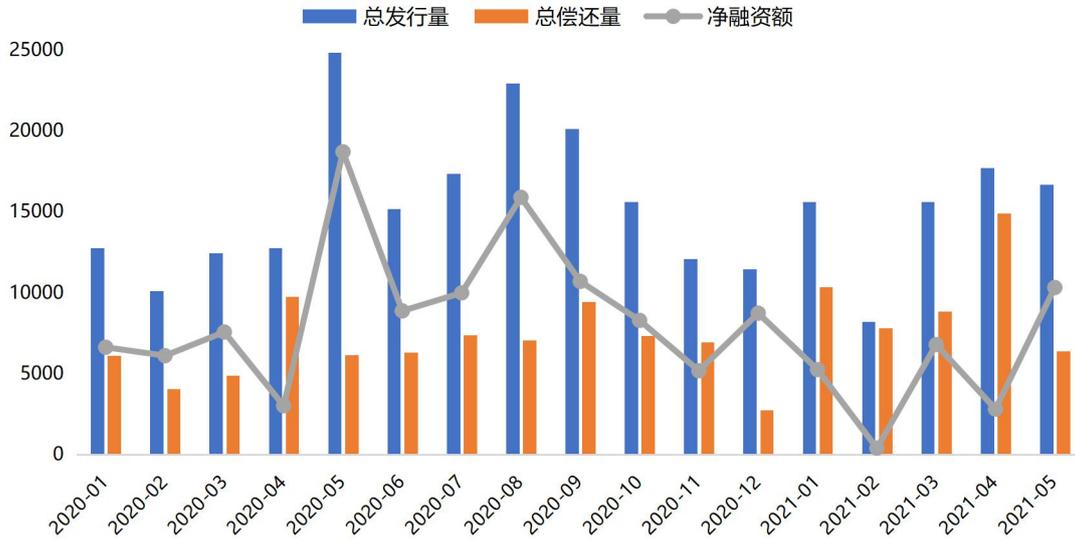
往后看，疫苗接种进度、经济复苏程度和就业改善情况等仍制约着美联储提前收紧货币政策的可能性。我们认为，对于4月FOMC纪要中提及“讨论缩减购债规模”，不宜做出过度解读，更不应将其视为美联储货币政策即将发生转向的暗示，美联储最早开始讨论削减QE的时间可能在今年三季度。预计短期内美债收益率将延续盘整，中美利差将维持在150bp左右的较高水平，支撑外资持续净流入。不过，到三季度，随着美联储削减QE的信号释放，市场对于美联储Taper预期不断强化，美债收益率仍有再度快速冲高的风险。

## 2. 一级市场

5月利率债发行量为1.67万亿，环比减少1034亿，主要原因是到期量环比下降8545亿至6366亿，当月净融资规模则环比增加7512亿至1.03万亿。分券种看，5月国债和政金债到期量大降，故发行量虽低于上月，但净融资额环比分别增加2367亿和3266亿；5月新增地方政府专项债发行进一步放量，尽管放量幅度仍不及预期——当月新增专项债发行量环比增1464

亿至 3520 亿、净融资额环比增 1501 亿至 3392 亿，带动当月地方债发行量环比增加 995 亿，净融资额环比增加 1879 亿。

图 12 利率债发行与到期 (亿元)



数据来源：WIND，东方金诚

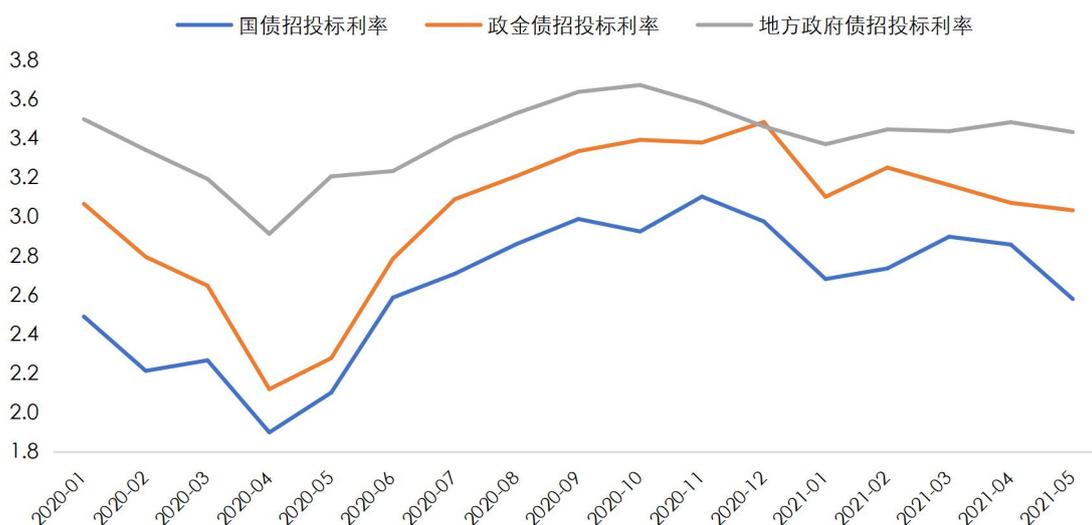
表 4 各类利率债发行量与净融资额 (亿元)

	发行量			净融资额		
	2021.05	2021.04	2020.05	2021.05	2021.04	2020.05
国债	3767	4958	6773	2064	-303	3349
政金债	4155	4992	5043	2372	-894	3673
地方政府债	8753	7758	13025	5874	3995	11672

数据来源：WIND，东方金诚

从发行利率来看，由于资金面宽松，配置力量较强，5月国债加权平均发行利率较上月下行 27.79bp，政金债加权平均发行利率下行 3.78bp，地方政府债加权平均发行利率下行 5.04bp。

图 13 利率债发行利率走势 (加权均值, %)



数据来源：WIND，东方金诚

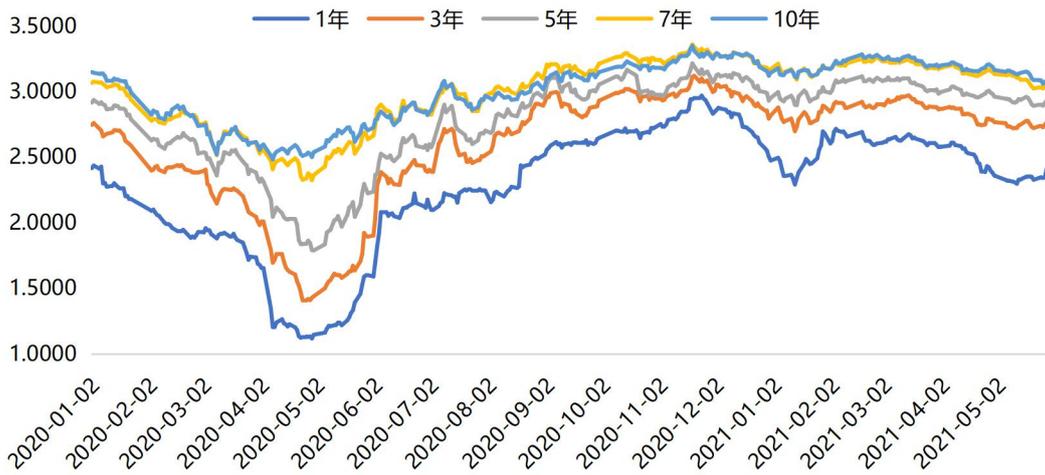
### 3. 二级市场

#### 3.1 到期收益率

5月债市继续走强，但与3-4月的“牛陡”行情不同，5月短端收益率小幅上扬，长端收益率整体下行，收益率曲线趋于平坦化。月末1Y国债到期收益率较上月末上行5.22bp，10Y国债到期收益率则较上月末下行11.90bp至3.05%，已逼近3.0%的市场心理关口。

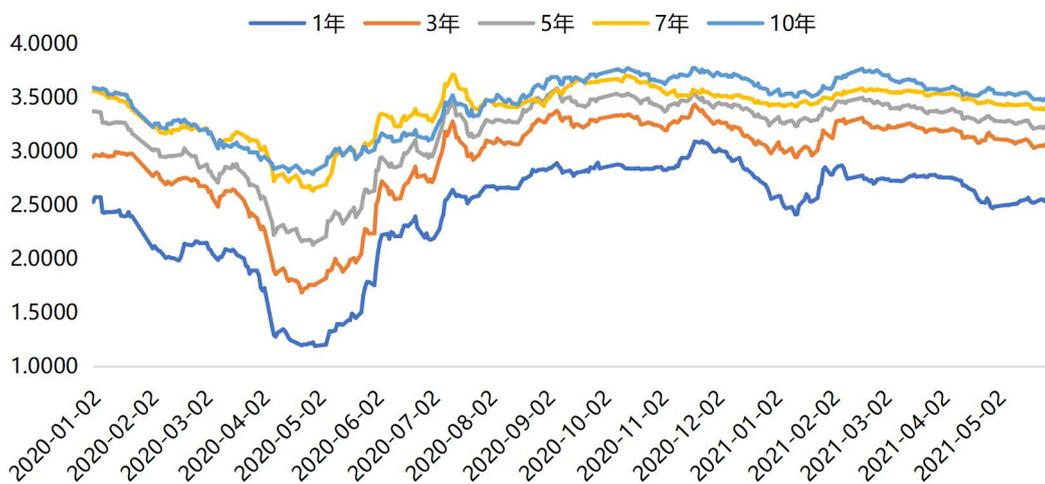
驱动5月债市“牛平”的核心原因在于：（1）5月资金面虽延续稳中偏松，但与4月相比，资金利率中枢小幅上移，尤其是下旬资金面有所收紧，带动短端利率小幅上扬；（2）“资产荒”下机构欠配压力较大（一方面来自于“钱多”，另一方面在于信用收缩、地方债发行滞后以及市场风险偏好较低、投资行为一致性导致可投资资产不足），带动收益率下行从短端向长端扩散；（3）5月监管层主要以供给为抓手、多措并举应对大宗商品涨价，中旬起多个黑色系商品期货价格大跌，市场通胀预期有所缓和，做平曲线的情绪增加。

图 14 各期限国债到期收益率 (%)



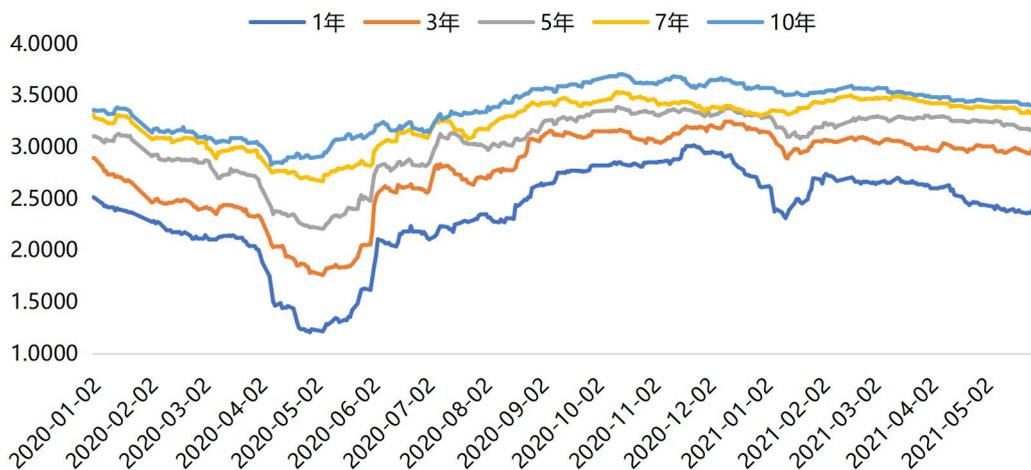
数据来源：WIND，东方金诚

图 15 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 16 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

表 5 5 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	5.22	1Y	6.20	1Y	0.57
3Y	-1.79	3Y	-4.71	3Y	-0.40
5Y	-3.70	5Y	-5.66	5Y	-6.22
7Y	-9.76	7Y	-3.86	7Y	-5.04
10Y	-11.9	10Y	-5.91	10Y	-4.49

数据来源：WIND，东方金诚

### 3.2 利差走势

从国债期限利差来看，5月收益率曲线趋于平坦化，月末10Y-1Y期限利差较上月末收窄17.12bp。

表6 5月国债期限利差变动情况 (BP)

	2021年4月末	2021年5月末	变动幅度
3Y-1Y	40.75	33.74	-7.01
5Y-3Y	19.49	17.58	-1.91
7Y-5Y	17.16	11.10	-6.06
10Y-1Y	80.49	63.37	-17.12
10Y-3Y	39.74	29.63	-10.11
10Y-5Y	20.25	12.05	-8.20
10Y-7Y	3.09	0.95	-2.14

数据来源：WIND，东方金诚

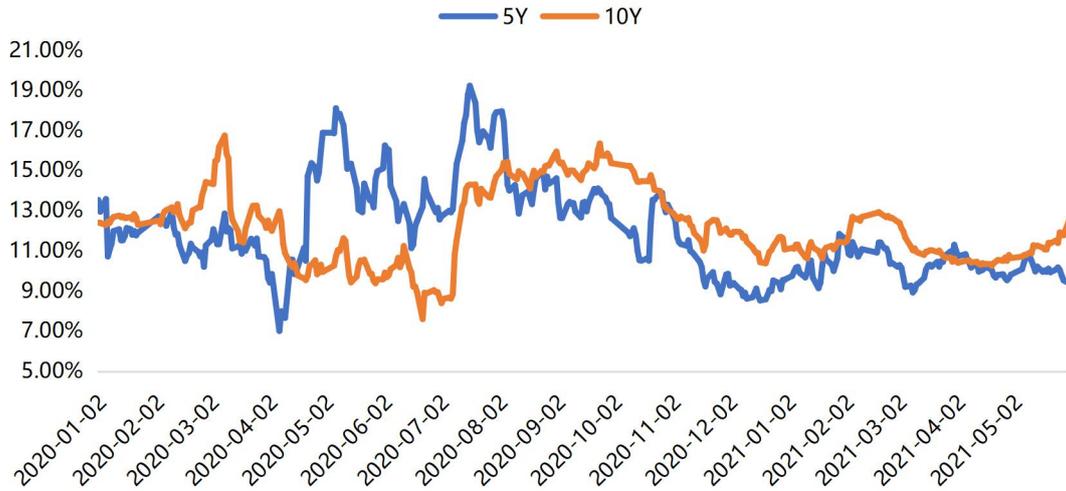
国开债和国债利差方面，5月末5年期国开债和国债利差较上月末收窄1.96bp，10年期利差走阔5.99bp；同期5年期国开债隐含税率下降0.44个百分点至9.37%，10年期国开债隐含税率微幅上升1.90个百分点至12.54%。

图17 国开债和国债利差走势 (bp)



数据来源：WIND，东方金诚

图 18 国开债隐含税率走势



数据来源：WIND，东方金诚

#### 4. 6 月利率债市场展望

我们认为，6 月债市收益率均值小幅上行的可能性更大一些。主要原因是 6 月新增专项债单月发行规模有望达到 7000-8000 亿，比 5 月扩大 1 倍左右，流动性“抽水”效应会有所体现。后续地方债供给增加一方面会带动资金面边际收紧、加大资金面波动，另一方面会在一定程度上缓和机构欠配压力。这可能成为一个潜在的扰动因素。另外，在 5 月中下旬连续下跌后，5 月底以来黑色系商品价格再现反弹，短期内 PPI 将继续处于高位，CPI 同比也将小幅走高，物价因素会对债市形成一定牵制作用。不过，在当前稳字当头的货币政策基调下，同时考虑到机构面临的欠配局面短期内难以逆转，6 月债市出现大幅波动的可能性也不大。我们判断，后期牵动债市走势的关键因素将是 PPI 走势，及其对 CPI 的传导效应。