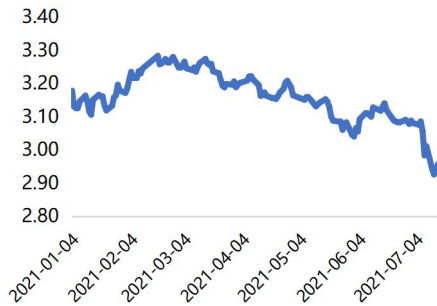


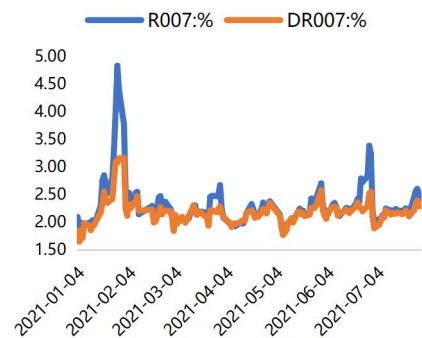
多重利好共振，供给扰动有限，短期内债市仍将处于相对有利的环境

——2021年7月利率债市场月报

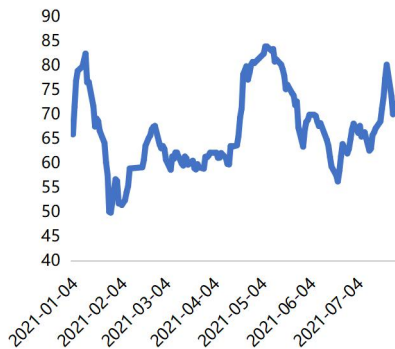
十年期国债收益率 (%)：



质押式回购利率 (%)：



国债 10Y-1Y 期限利差 (BP)：



分析师：

王青 冯琳 于丽峰

时间：2021年8月3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

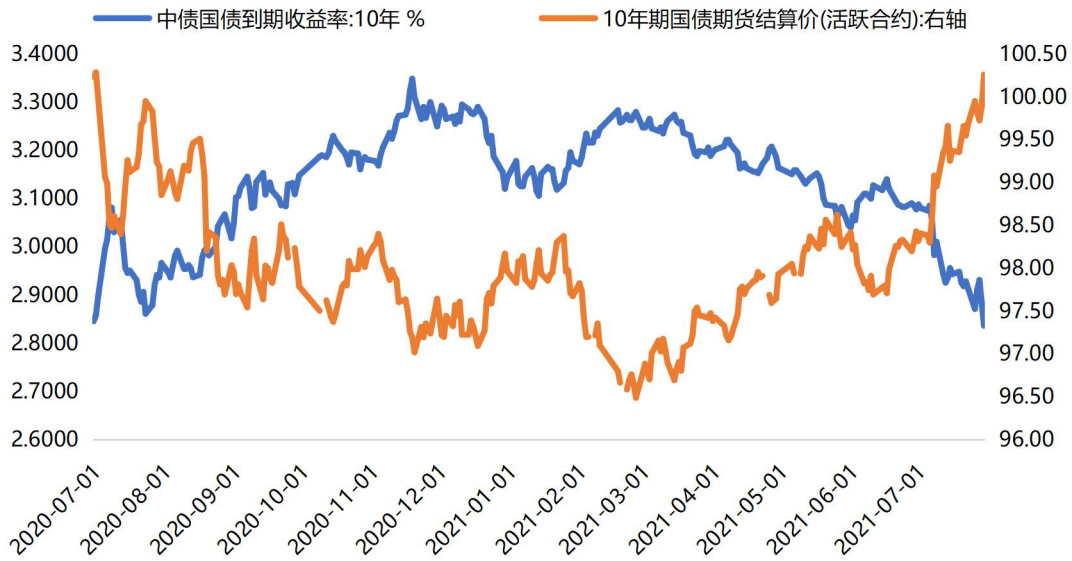
主要观点：

- 7月市场回顾：**7月债市大涨的触发因素是央行超预期全面降准，引燃市场做多情绪。月内中下旬，尽管市场博弈降息未果，但宽松预期并未证伪，且政策向宽松方向调整也使得市场对于下半年经济下行压力加大的预期升温，从而继续支撑多头情绪，带动债市持续上涨。此外，城投和地产领域监管持续加码加剧经济下行担忧、国内疫情再度反弹推升避险情绪、美债收益率下行引发风险情绪共振，最后一周国内股市大跌、“股债跷跷板”再现，票据利率创新低显示银行信贷投放可能不佳，以及7月29日-30日央行连续加量开展300亿元逆回购操作，使得月末资金面不紧并提振市场对资金面的乐观预期等因素，也对7月债市的持续上涨起到助推作用。
- 8月市场展望：**受“基本面承压+货币边际宽松”预期以及避险情绪支撑，8月债市仍将处于相对有利的环境。主要利多因素包括：7月30日召开的中央政治局会议释放出外部形势更加复杂、国内基本面边际走弱、货币政策延续结构性宽松的信号；7月31日公布的7月制造业PMI继续回落，印证经济边际放缓压力，且从高频数据看，8月中旬公布的7月经济数据难有超预期表现；近日国内疫情持续扩散，避险情绪料进一步发酵，并将强化经济下行预期；8月公布的7月信贷数据或不及预期。利空因素方面，8月地方债发行量将达到万亿规模，中下旬债市可能会面临供给扰动，但无需过度担忧——在基本面和政策面对债市有利的局面下，供给因素不会改变整个债市走向。
- 策略建议：**短期内仍建议以继续持有为主，但不建议过度追多。尽管当前债市环境依然有利，但利率进一步下行会受到政策利率制约，下降空间已然有限。预计年内后续10年期国债收益率将大致在2.8%-3.0%之间震荡，中枢在2.9%附近。故2.8%以下时，如仓位较高，可以考虑降一些仓位、锁定部分盈利；而利率回调至3.0%上方时，则是比较合适的加仓机会。

1. 7月市场回顾

7月债市加速上涨。当月10年期国债期货主力合约上涨1.96%，月末冲破100，创去年7月以来新高；现券方面，7月10年期国债收益率向下轻松突破3.0%和2.9%两个阻力位，月末降至2.84%，较上月末下降24.15bp，也已回到去年7月初的水平。从收益率曲线变化来看，7月资金面整体偏松，资金利率中枢下移，带动债券短端利率走低，月末1年期国债收益率较上月末下行29.47bp，下行幅度超过长端，**收益率曲线陡峭化下移。**

图1 7月末10年期国债期货价格和现券收益率均已回到2020年7月初水平



数据来源：Wind，东方金诚

图2 7月国债收益率曲线变动情况

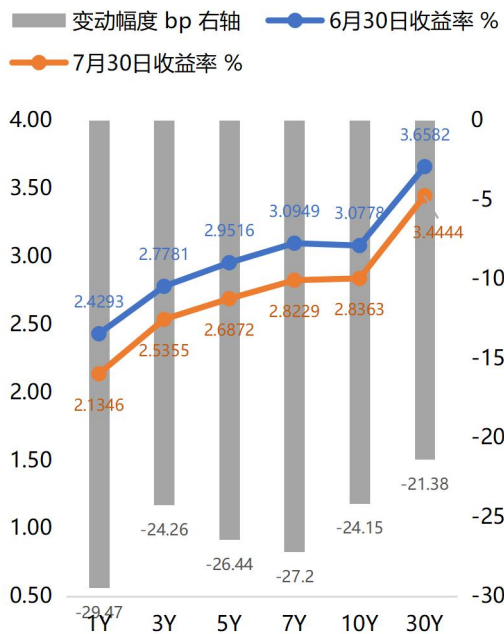
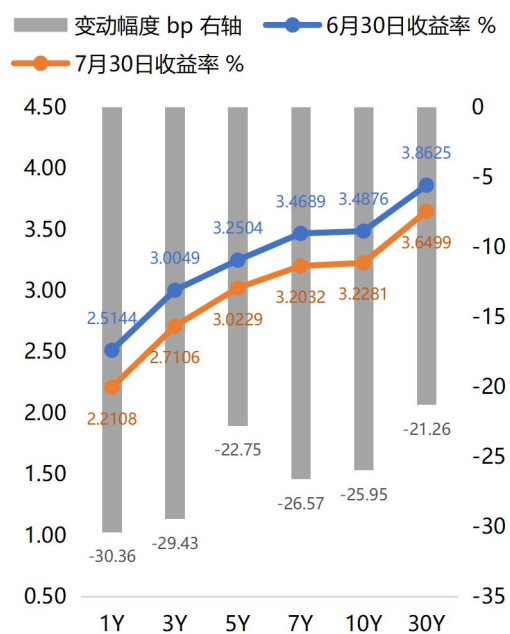


图3 7月国开债收益率曲线变动情况



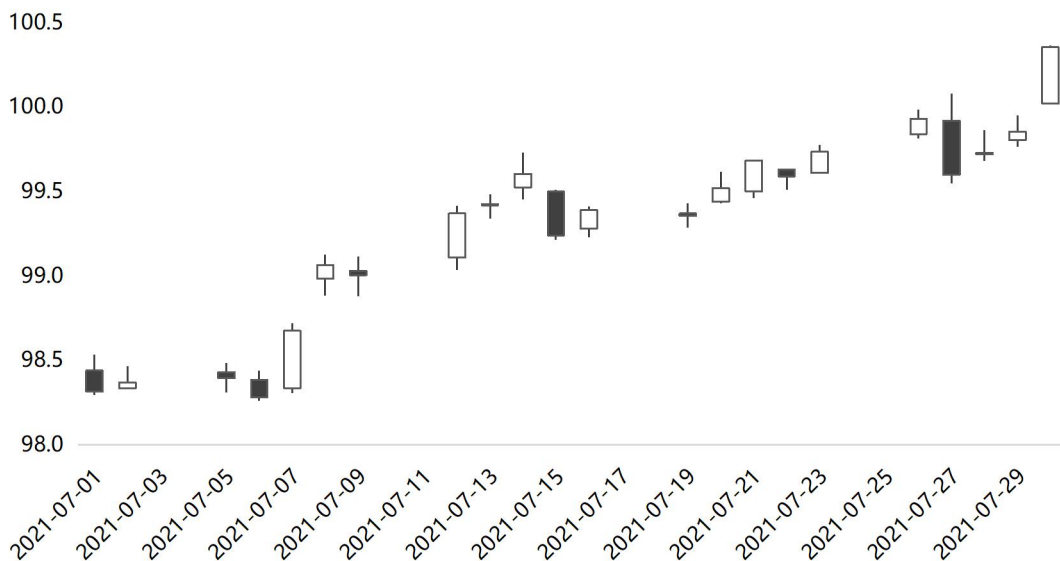
数据来源：Wind，东方金诚

从影响因素看，7月债市大涨的触发因素是央行超预期全面降准，引燃市场做多情绪。

从7月7日国常会提到降准到7月9日央行宣布降准，出现两轮预期差，助燃7月中上旬债市大涨。一是在国常会提到降准前，市场对降准并没有什么期待，反而对央行因通胀上行收紧货币政策有所担忧，这是第一轮预期差。二是在国常会提到降准后，市场对于降准会否落地、落地方式和释放资金量的预期仍相对谨慎，多数认为会采取定向降准方式，释放的资金量也会比较有限，甚至有观点认为可能不会落地。因此，央行7月9日即宣布7月15日实施降准，这一时点快于预期，且全面降准的方式和释放的1万亿资金量也均超出预期，这是第二轮预期差。在两轮预期差的影响下，市场对于后续货币政策的预期向着宽松方向迅速调整，并开始交易降息的可能性。

到7月15日，此次全面降准落地，同日央行开展1000亿元MLF操作，但维持利率不变，市场降息预期暂时落空，债市大幅回调，当日10年期国债期货主力合约下跌0.42%。但回调并未持续，从7月16日起，债市进入小幅震荡上涨过程。这一过程一直持续到7月27日，当日债市午盘拉涨后尾盘突现暴跌，全天大幅收跌，可能的原因有二：一是外围传言美国可能会限制美国基金在中国的投资，尽管消息并未得到官方证实，但估计受多头恐高效应影响，市场反应剧烈；二是可能有部分重仓互联网、教育等行业港股的外资产品因补充流动性需要而卖出人民币债券。而在经过27日的剧烈波动后，7月28日市场情绪偏弱，债市表现相对平淡，小幅收跌。但到7月29日，央行加量操作OMO，提振债市再度恢复上涨，并在30日扩大涨幅。

图4 7月10年期国债期货主力合约涨跌情况



数据来源：Wind，东方金诚

在市场博弈降息未果的情况下，7月中下旬债市延续涨势的核心原因是，尽管降息预期暂时落空，但宽松预期并未证伪，同时，政策向宽松方向调整也使得市场对于下半年经济下行压力加大的预期升温，认为央行全面降准是在为潜在经济下行压力提前进行政策对冲。由此，“货币边际转向宽松+经济下行压力加大”的预期共同支撑债市多头情绪。

此外，城投和地产领域监管持续加码加剧经济下行担忧、国内疫情再度反弹推升避险情绪、美债收益率下行引发风险情绪共振，最后一周国内股市大跌、“股债跷跷板”再现，票据利率创新低显示银行信贷投放可能不佳，以及7月29日-30日央行连续加量开展300亿元逆回购操作，使得月末资金面不紧并提振市场对资金面的乐观预期等因素，也对7月债市的持续上涨起到助推作用。

图5 7月美债收益率下行，中美利差走阔

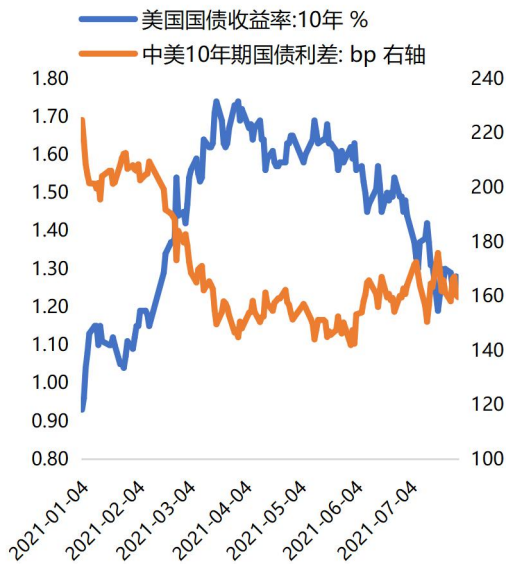


图6 7月最后一周股市暴跌

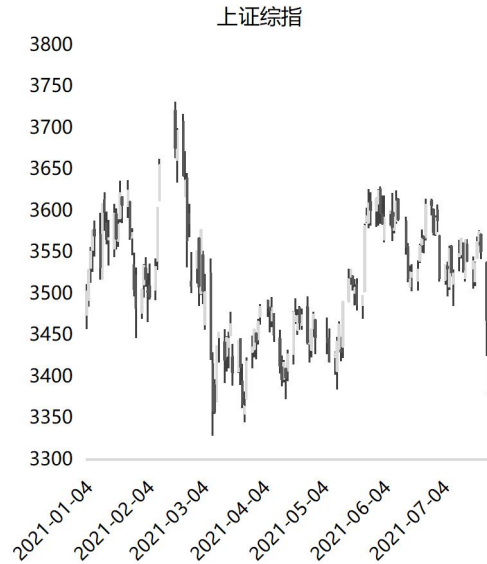


图7 7月下旬票据利率大幅走低

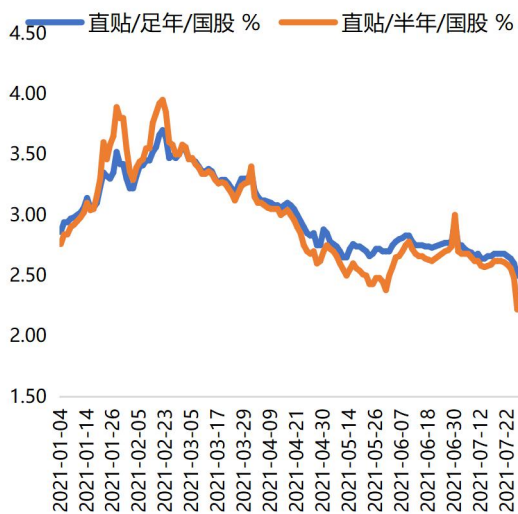


图8 7月R007和DR007中枢整体下移

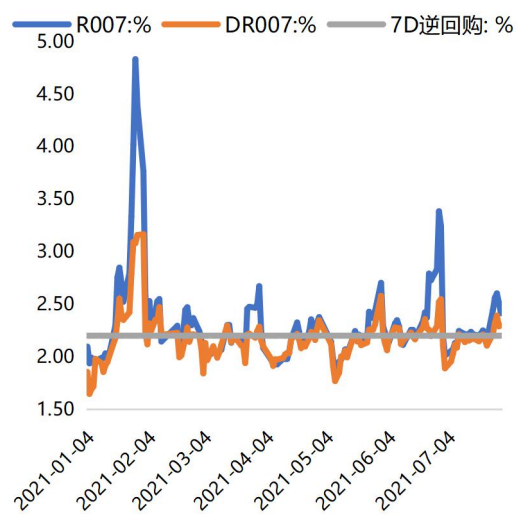
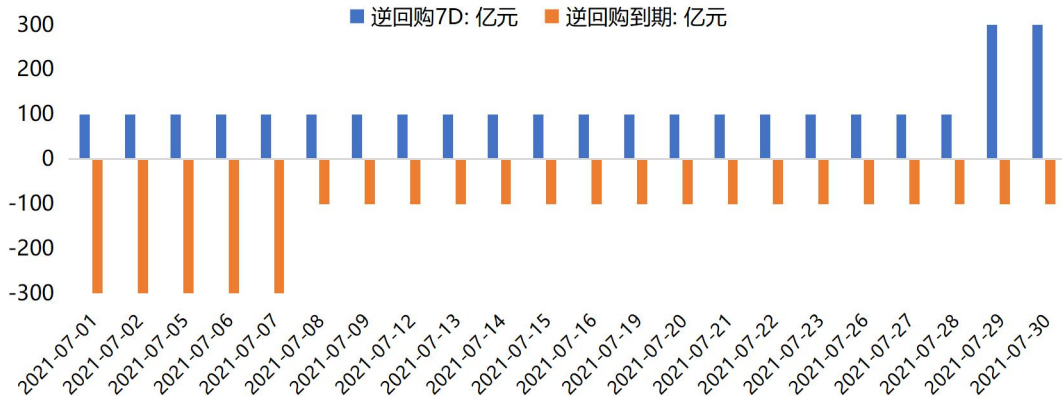


表 1 7月央行资金投放量（亿元）

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	10000	0	2600	0	0	0	1000	700	14300
到期	0	0	3200				4000	700	7900
净投放	10000	0	-600				-3000	0	6400

数据来源：Wind，东方金诚

图 9 7月央行逆回购投放与到期情况



数据来源：Wind，东方金诚

2. 8月市场展望

受“基本面承压+货币边际宽松”预期以及避险情绪支撑，8月债市仍将处于相对有利的环境。主要利多因素包括：（1）7月30日召开的中央政治局会议释放出外部形势更加复杂、国内基本面边际走弱、货币政策延续结构性宽松的信号；（2）7月31日公布的7月制造业PMI继续回落，印证经济边际放缓压力；（3）近日国内疫情持续扩散，避险情绪料进一步发酵，并将强化经济下行预期；（4）7月下旬票据利率大幅走低，显示银行信贷投放可能不佳，8月公布的7月信贷数据或不及预期。利空因素方面，8月地方债发行量将达到万亿规模，中下旬债市可能会面临供给扰动，但无需过度担忧。我们认为，在基本面和政策面对债市有利的局面下，供给因素不会改变整个债市走向。

2.1 7月30日政治局会议释放出宏观政策向稳增长方向微调的信号

7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，并部署下半年经济工作，定调下半年宏观政策。从会议公报来看，相较4月30日的政治局会议，**本次会议对下半年内外部形势的判断更加悲观，同时政策基调出现微调，向稳增长方向做了一些具体部署。**整体上看，本次会议表述对债市利多大于利空，具体分析如下表：

表 2 7 月 30 日政治局会议公报关键表述及对债市影响

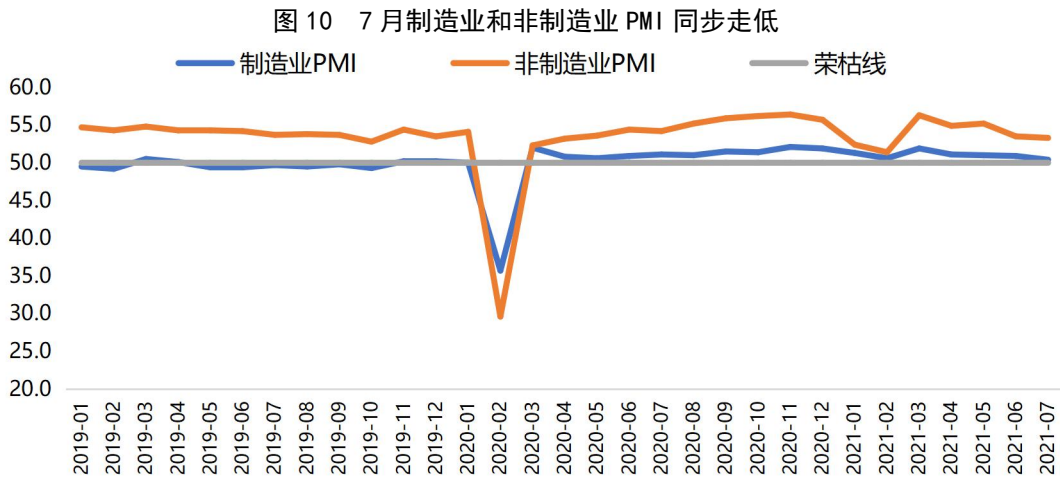
会议具体表述	解读	对债市影响方向
当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻	与 4.30 政治局会议公报相比，这是新增加的内容，主要是指 当前德尔塔毒株正在全球快速蔓延 ，这在扰动全球经济复苏前景的同时，也加剧了各经济体之间的复苏分化局面。	利多
国内经济恢复仍然不稳固、不均衡	今年以来，国内经济修复整体向好，但面临结构性失衡。上半年，出口高增带动工业生产先行是拉动经济增长的主要动力，但下半年我国出口增速有可能出现较快下滑。同时，在房地产调控压力下，此前表现出较强韧性的房地产投资已出现下行拐点。考虑到当前消费修复较缓，或难以有效对冲出口和房地产投资面临的下行压力， 下半年政策面向稳增长方向微调的迫切性确实增加 。	利多
积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，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	下半年宏观政策向稳增长方向微调，意味着财政也将边际发力，并将带动基建投资修复小幅加速。今年新增专项债额度不低，但上半年稳增长需求不高，专项债发行明显延后。考虑到从发债筹资到形成实物工作量需要一段时间间隔，因此， 为推动今年底明年初形成实物工作量，8 月起专项债发行进度可能明显加快 。	利空
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	会议确认了 7 月降准的必要性，同时也意味着为加大对中小企业和困难行业的支持力度，下半年货币政策还可能在这个方向上采取进一步措施。可能的措施包括：通过引导银行边际资金成本持续下降，推动 1 年期 LPR 报价下行；加大对国民经济薄弱环节和重点领域的再贷款支持力度； 不排除为应对下半年 MLF 大规模到期，央行于四季度再次实施降准的可能 。	利多
增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定	这主要是指 下半年美联储有望出台缩减购债规模计划，并带动全球金融环境收紧。考虑到国内外经济、物价形势存在较大差异，国内货币政策将突出“自主性”，不会随之收紧 。而这就可能增大人民币贬值压力。预计未来监管层将通过强化预期引导、严格跨境资金流动宏观审慎管理等方式，确保人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。另外，保持国内经济运行在合理区间，本身就是对人民币汇率的最大支持。	利多
做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间	下半年宏观政策仅是向稳增长方向微调，出现大幅宽松的可能性几乎可以排除 ，其标志就是下半年应当不会实施政策性降息，这也是为明年可能的经济下行压力预留政策空间。	中性
做好大宗商品保供稳价工作	结合下半年国际油价及国内煤、钢等工业品价格走势来看，年底前 PPI 同比仍将保持在 6.0%左右的高位。但监管层将其定性为供给侧、输入性通胀，将主要通过保障供给、打击投机等举措加以抑制。本次会议提到要纠正“运动式‘减碳’”，客观上也会对保供稳价起到积极作用。 这其一意味着 PPI 高企不太可能引起需求侧政策的收紧，其二表明监管层也不支持金融市场炒作通胀交易 。	利多

资料来源：7.30 政治局会议公报，东方金诚

2.2 7月PMI数据印证经济下行压力边际加大，当月经济数据难有超预期表现

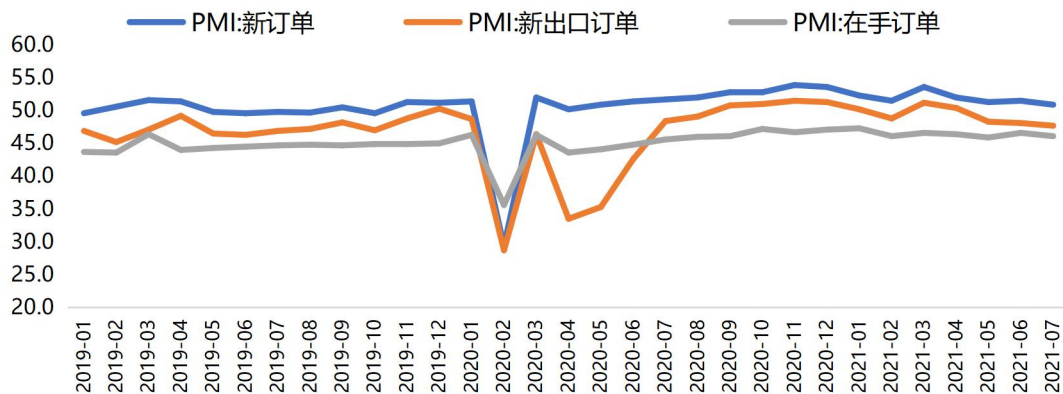
尽管7月公布的6月经济数据表现并不差，且制造业投资和社零超预期还指向经济增长结构有所改善，但当月央行超预期全面降准，仍导致市场对于下半年经济下行压力加大的预期升温，认为此次降准是监管层面对经济运行中存在的失衡问题和后续潜在的经济下行压力提前作出的政策反应。7月31日，国家统计局公布7月PMI数据，显示制造业和非制造业PMI双双走弱，即令基本面承压的预期得到初步印证。

具体来看，7月制造业PMI为50.4%，环比下降0.5个百分点，比上年同期下降0.7个百分点；非制造业商务活动指数为53.3%，环比下降0.2个百分点，低于上年同期0.9个百分点。历史数据显示，7月制造业PMI多数情况下会环比下滑，但今年0.5个百分点的降幅仍然偏大，超出普遍预期。这已是**制造业PMI连续4个月走低，且创下本轮经济修复以来的最低点。尤其是订单类指数全面下滑，显示总需求偏弱**。这在一定程度上体现近期洪涝灾害带来的短期影响，制造业供需两端同步走弱，但主要还是源自近几个月来国内商品消费和投资修复进度较缓，以制造业为主体的工业生产增速进入见顶回落期。考虑到7月非制造业PMI也出现小幅回落，我们认为**短期内稳增长压力或有所增加**。



数据来源：Wind，东方金诚

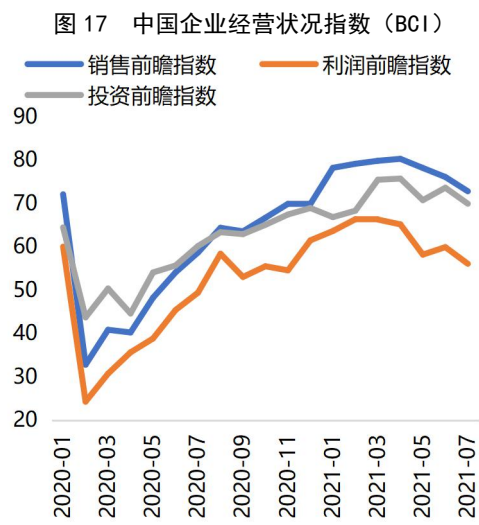
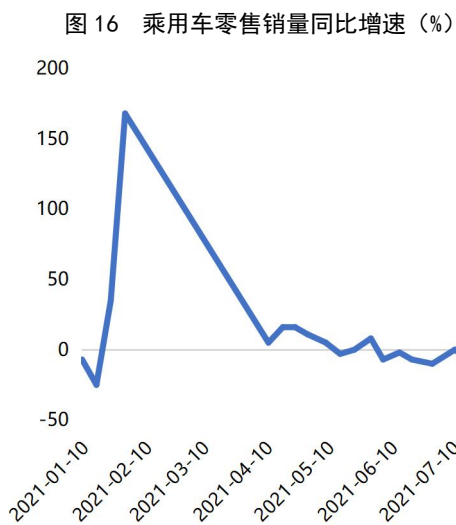
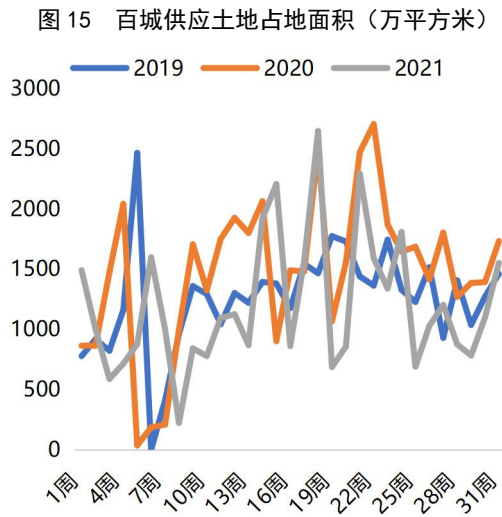
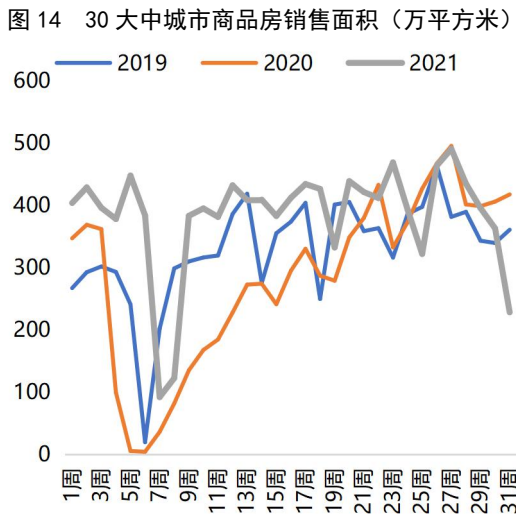
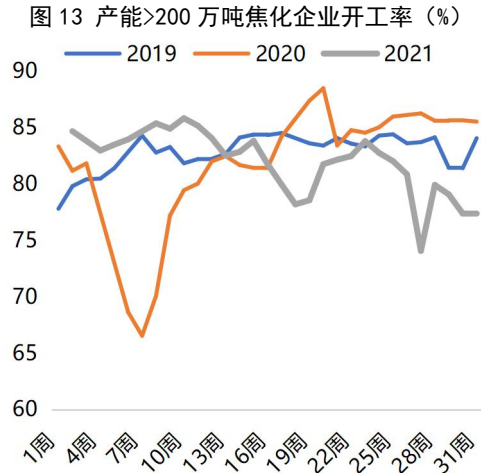
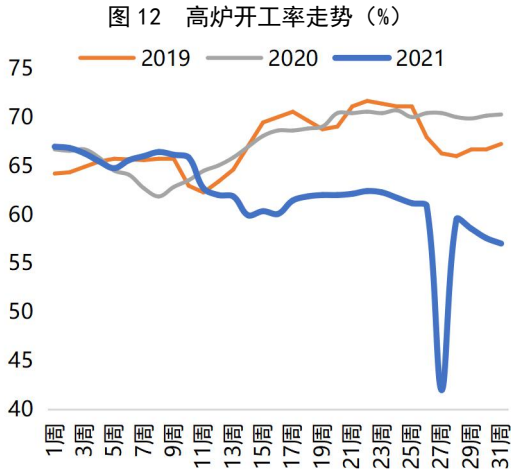
图 11 7月制造业 PMI 订单类指数全面下滑



数据来源：Wind，东方金诚

在目前经济下行预期比较一致的情况下，需要关注8月中旬公布的7月经济数据，不会产生新的预期差。我们认为，从7月PMI数据和高频数据来看，7月经济数据大概率将进一步印证经济复苏的边际放缓。从生产端来看，受需求端降温、部分行业限产、极端天气及部分供应链短缺等因素影响，7月制造业PMI生产指数环比大幅下滑0.9个百分点至51.0%，这也是本轮经济复苏以来的最低值。同时，从高频数据来看，当月钢铁、煤炭、焦化厂等企业开工率均走低。我们预计，7月工业增加值将环比走弱，同比增速将降至7.8%左右（上月为8.3%）。

相较生产端，以楼市、车市为代表的的需求端降温更值得关注。7月30大中城市商品房销售环比下降、同比跌幅加深；100城土地成交面积和规划建筑面积环比大降，同比也低于去年同期；当月汽车销量数据环比回调，同比仍为负增。另外，7月专项债发行未放量，多雨、极端天气影响项目施工，BCI销售、利润、投资前瞻指数均有不同程度放缓显示需求降温、原材料涨价带来的利润下滑可能会抑制企业资本支出意愿，以及国内疫情反弹、防疫升级扰动消费复苏等，预示7月基建投资、制造业投资和社零等指标也难有亮眼表现。



数据来源: Wind, 东方金诚

2.3 8月中下旬债市可能面临供给扰动，但无需过度担忧

今年新增专项债额度不低，但上半年稳增长需求不高，专项债发行进度明显延后。前7个月新增地方债共发行1.84万亿元，其中新增地方政府专项债发行13159亿元，占地方专项债新增限额3.65万亿元的36.1%。新增一般债5287亿元，占全年地方政府财政预算赤字8200亿元的64.5%。这意味着**接下来的5个月中，还有约2.6万亿元新增地方债待发。**

7月30日政治局会议提到要“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”。考虑到从发债筹资到形成实物工作量需要一段时间间隔，因此，为推动今年底明年初形成实物工作量，8月起专项债发行进度可能明显加快。从部分省市披露的发债计划来看，**8月地方债发行量有望达到万亿规模，比7月6500亿左右的发行量显著增加**，亦为年内最高，标志着8月发行节奏会明显加快，月内中下旬可能会对债市构成一定扰动。

不过，8月地方债发行虽明显放量，但考虑到到期量也比较大，净融资规模实际上增长较为有限——预计净融资额为6000亿，比7月增加约2000亿。同时，我们预计政策层面也会关注地方债发行加快对短期资金面可能产生的扰动，必要时央行会通过加大逆回购操作等方式进行对冲。而更为重要的是，在城投和地产融资渠道持续收紧、实体经济有效信贷需求减弱的情况下，银行仍面临欠配压力，可以消化地方债的增量供给。因此，我们认为，**对于供给压力尚无需过度担忧，在基本面和政策面对债市有利的局面下，供给因素不会改变整个债市走向。**

3. 利率债策略建议

受“基本面承压+货币宽松预期+避险情绪发酵”提振，8月2日债市如期上涨，当日10年期国债收益率盘初一度跌破2.8%关口，但8月3日债市即现回调。我们认为，在经历一波大涨后，获利盘止盈导致市场出现短期回调属正常现象，并不代表市场情绪发生逆转。尽管利率债供给加速释放带来的资金面扰动和“欠配”压力缓解可能会在8月中下旬给债市带来一定的回调风险，但在基本面下行压力加大、货币边际宽松的核心逻辑支撑下，债市所处的环境仍较为有利，面临的风险并不大。

策略方面，**短期内仍建议继续持有，但不建议过度追多。**尽管债市仍处顺风，但从8月初的点位来看，利率进一步下行会受到政策利率制约，下降空间已然有限。目前不少观点认为年内10年期国债收益率有望降至2.6%，我们认为在不下调政策利率，且资金利率围绕

OMO 波动的情况下，年内后续仅存在短线冲击这一利率水平的可能，毕竟去年长端利率在 2.6%附近时，资金利率和短端利率要比现在低得多。我们预计，年内后续 10 年期国债收益率将大致在 2.8%-3.0%之间震荡，中枢在 2.9%附近。故 2.8%以下时，如仓位较高，可以考虑降一些仓位、锁定部分盈利；而利率回调至 3.0%上方时，则是比较合适的加仓机会。