

理财整改扰动来袭，市场宽松预期依旧

——利率债周报（2021. 08. 23–2021. 08. 29）

分析师 冯琳 于丽峰

1. 核心观点

本周（8月23日当周）债市主要增量信息是监管对六大行及其理财子公司进行指导，提高了对银行理财的净值化要求。理论上讲，除了直接受到影响的银行二级资本债、永续债、私募债、ABS等品种外，对利率债的影响主要集中在中长期品种，原因在于部分理财产品为了缩短组合久期、降低净值波动，会卖出中长期利率债，同时，因预期监管冲击下利率回调，可能也会有部分机构减仓止盈。而从市场表现来看，本周三消息释出后，当日午后债市回调，周四债市延续调整，但周五因降准预期提振多头情绪，债市表现积极。整体上看，利率债市场对理财整改新规的反应比较有限，我们认为可能的原因是：一是由于受到影响的产品规模较大，市场对于新的监管规定能否全面落实尚存疑问；二是债市依然缺资产，市场宽松预期犹在，趋势仍存。不过，**银行理财净值化转型已进入冲刺阶段，可能出现的流动性冲击和增量消息扰动仍需保持关注。**

后市展望及策略建议：当前市场对货币政策解读颇多，整体看法偏宽松，本周央行加量操作OMO以及8月26日央行官方新闻稿中提到要运用存款准备金率等货币政策工具，为金融机构服务乡村振兴提供资金支持，令市场预期央行将再度降准。不过，溯源这则消息后会发现，央行副行长潘功胜的原话是“人民银行分支行要加大支农、支小再贷款、再贴现等货币政策工具的运用，继续对机构法人在县域，且业务在县域的金融机构执行优惠的存款准备金率”。这表明，新闻稿中所提到的“运用……存款准备金率”指的是继续执行此前已经在执行的优惠存款准备金率，而非新的降准。我们认为，**尽管年内后续政策易松难紧，但市场已经再度走到了央行前面，对很多消息存在过度解读，而在出现进一步的明确的宽松证据之前，建议对加入市场较多主观色彩的宽松行情谨慎追涨。当前债市面临的阶段性扰动较多，多空博弈、预期反复下，预计震荡行情还将延续一段时间，建议保持耐心。**

下周重点关注：下周利率债供给压力较小，资金面预计平稳偏松；下周二（8月31日）将公布8月PMI数据，8月高频数据出现结构性改善迹象，预计PMI会有所好转，对债市可能偏不利；本周五（8月27日）晚间，美联储主席鲍威尔在Jackson Hole全球央行年会上发表演讲，未给出具体缩债时间表，于市场而言增量信息有限，建议关注下周美国PMI和非农就业数据。

2. 本周市场回顾

2.1 二级市场

本周债市窄幅震荡，周中理财整改新规对债市造成冲击，但市场宽松预期依旧，债市趋势仍存，故利率调整幅度有限。全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.10%；本周五10年期国债收益率较上周五上行1.78bp，1年期国债收益率较上周五上行5.53bp，期限利差有所收窄。

图1 本周10年期国债现券收益率和期货价格走势



数据来源：Wind，东方金诚

8月23日：周一地方债缴款压力下，资金面收敛，加之股市和商品价格上涨，风险偏好回升。当日银行间主要利率债收益率上行1-2bp左右，其中10年期国债到期收益率上行1.52bp；当日国债期货各期限主力合约全线收跌，其中10年期主力合约跌0.15%。

8月24日：周一晚间央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，令宽信用预期发酵，但或因市场认为宽信用需通过宽货币实现，加之资金面转松，周二债市不跌反涨。当日银行间主要利率债收益率下行1-2bp左右，其中10年期国债到期收益率下行1.5bp；当日国债期货各期限主力合约小幅收涨，其中10年期主力合约涨0.16%。

8月25日：周三央行投放500亿OMO，净投放资金400亿，提振市场做多热情，但午后银行理财整改消息传出，引发债市调整，现券多数回吐全天涨幅。当日银行间主要利率债收益率上行1bp左右，其中10年期国债到期收益率上行0.25bp；当日国债期货各期限主力合约全线收涨，其中10年期主力合约涨0.18%。

8月26日：周四央行继续投放500亿OMO，但市场仍在发酵银行理财监管收紧的冲击，银行间主要利

率债收益率大幅上行 2-5bp，其中 10 年期国债到期收益率上行 3.01bp，当日银行永续债和二级资本债受冲击更明显，成交活跃且收益率大幅上行。当日国债期货各期限主力合约全线收跌，其中 10 年期主力合约跌 0.40%。

8月27日：8月26日晚间，央行官方新闻稿中提到要运用存款准备金率等货币政策工具，为金融机构服务乡村振兴提供资金支持，令市场预期央行将再度降准，加之周五央行继续投放500亿OMO，资金面转松，当日银行间主要利率债收益率转为下行，其中10年期国债收益率下行1.50bp。当日国债期货各期限主力合约全线上涨，其中10年期主力合约涨0.12%。

图2 本周国债收益率曲线小幅平坦化上行

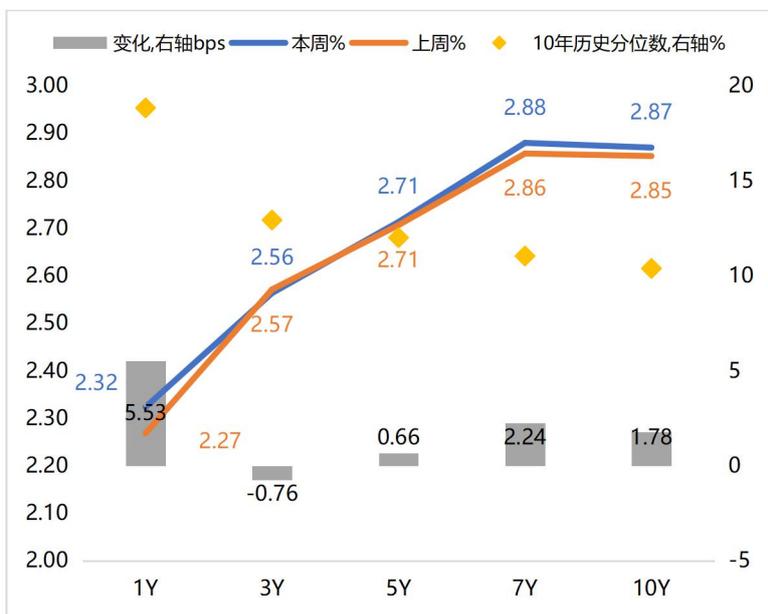


图3 本周国开债收益率曲线小幅陡峭化上行

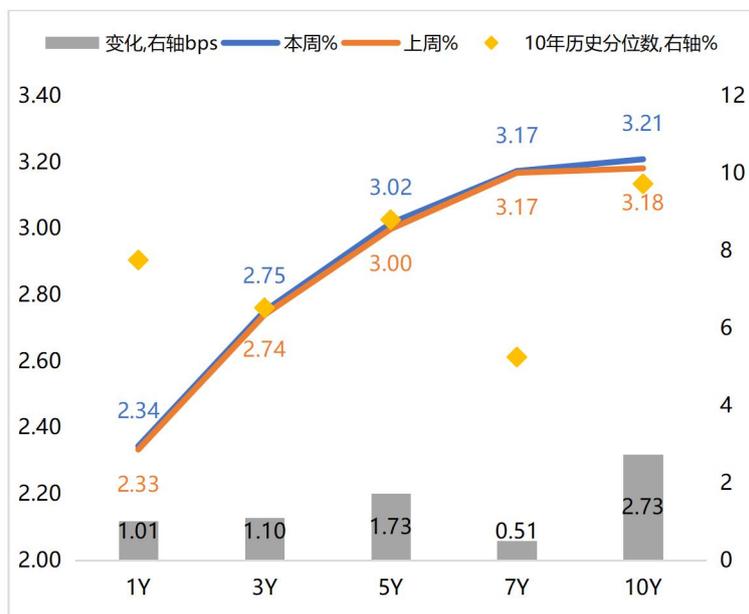


图4 本周国债期货先下后上

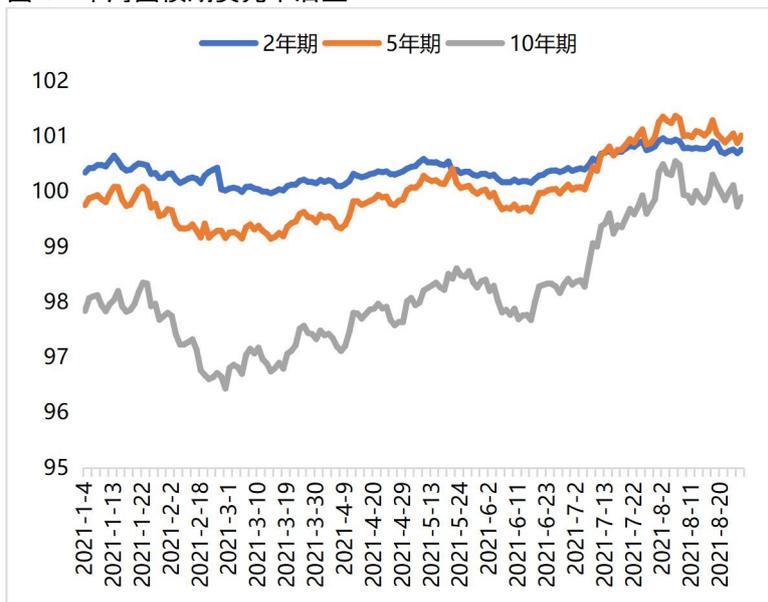
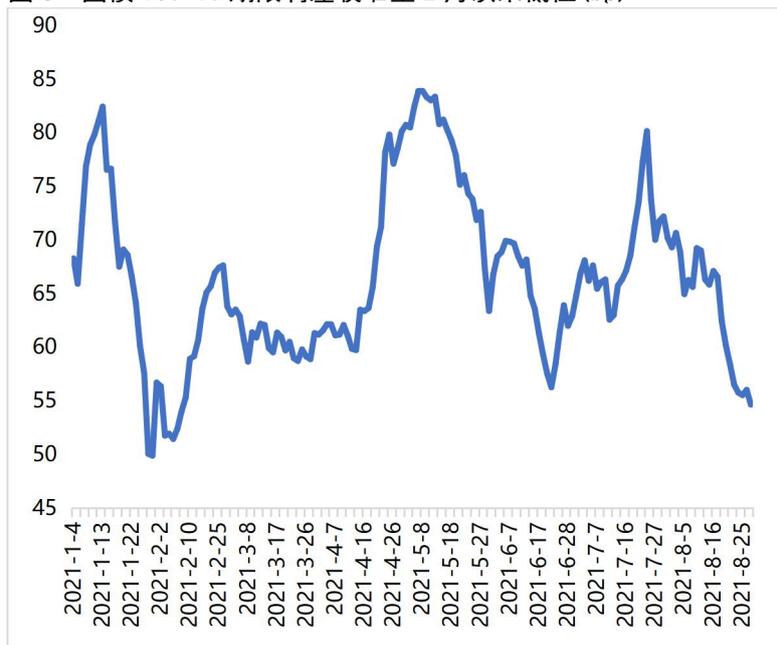


图5 国开债隐含税率明显上行

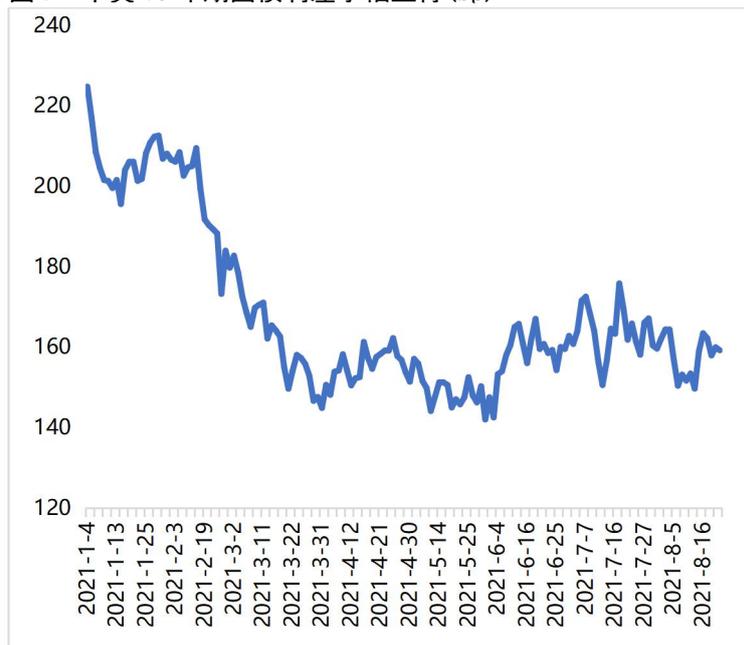


图 6 国债 10Y-1Y 期限利差收窄至 2 月以来低位 (bp)



数据来源: Wind, 东方金诚

图 7 中美 10 年期国债利差小幅上行 (bp)



2.2 一级市场

本周共发行利率债 81 只，环比减少 23 只，发行量 4522 亿，环比减少 2331 亿，净融资额 3151 亿，环比减少 2267 亿。本周国债发行、到期和净融资额环比均大幅减少；政金债发行量小幅减少、到期量增加，净融资额环比减少；地方债发行量环比略降，到期量有所增加，净融资降至 2392 亿元，单周净融资仍处历史较高水平。

表 1 利率债发行与到期 (亿元)

	本周发行量	上周发行量	本周偿还量	上周偿还量	本周净融资额	上周净融资额
国债	300	2,032	152	782	148	1,250
政金债	1,011	1,040	400	0	611	1,040
地方政府债	3,211	3,782	819	654	2,392	3,128
合计	4,522	6,853	1,371	1,436	3,151	5,418

数据来源: Wind, 东方金诚

本周利率债认购需求整体尚可：共发行 1 只国债，平均认购倍数为 2.75 倍；共发行 19 只政金债，平均认购倍数为 4.95 倍；共发行 81 只地方政府债，平均认购倍数为 25.43 倍。(本周利率债发行情况详见附表 1-3)

3. 本周重要事件

8月25日，据证券时报，**监管对六家国有大行及其理财子公司进行指导，做出了两项重要安排**：一是资管新规过渡期结束后，不得再存续或新发以摊余成本法计量的定期开放式理财产品；二是除严格按照现行监管规定使用摊余成本计量外，理财产品（除现金管理产品）自2021年9月1日之后新增的直接和间接投资的资产，均应优先使用市值法进行公允价值计量，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值，已适用成本法估值的理财产品存量资产，应于2021年10月底前完成整改。

根据本次监管要求，今年年底资管新规过渡期结束后，摊余成本法计量的定开类理财产品将不再存续和新发，同时，除现金管理类产品外，新产品从9月1日起、老产品在10月底前，无论是直接还是间接投资的资产，除未上市企业股权外全部采用市值法进行估值。这两项要求将推动银行理财除现金管理类和符合要求的封闭型产品外，全部采用市值法进行估值。因此，**本次监管收紧的主要冲击对象有三**：一是摊余成本法计量的定开类理财产品，面临全面转向市值法计量；二是包括银行二级资本债、永续债、私募债、ABS等此前使用摊余成本法估值的资产要转向市值法计量；三是对于间接投资的资产也要用市值法计量，这意味着，银行理财资金在体外“资产池”中进行收益调节管理净值波动的做法失去了操作空间。

短期看，本次整改时间较为紧迫，不可低估对市场的短期影响。10月底前，除现金管理类产品和符合要求的封闭型产品、未上市股权外，其他银行理财底层资产将全部转为市值法计量，距现在仅余两个月时间。可以预见，在整改阶段及完成后，理财产品净值波动性将明显放大。对于债市而言，今年债券收益率下行较多，成本法计量的资产积累了不少浮盈，转为市值法计量将出现较为可观的净值上涨。但目前无论利率债还是信用债，收益率均已处于历史较低水平，整改过后净值涨幅将明显缩小，波动性增强，投资者持有体验可能会明显转差，需警惕净值波动过程中的赎回风险。

同时，**为降低波动性，预计银行理财将减少长久期、低评级债券的持有规模，给长久期利率债、信用债等带来冲击**。同时，原来适用成本法计量的私募债、二级资本债、ABS等资产，因流动性较差且久期较长，改为市值法计量后波动加大，可能遭遇银行理财抛售。目前二级资本债、私募债利差均处于历史低位，需警惕卖出→净值下跌→赎回增加→进一步卖出→净值进一步下跌的负反馈循环。

中期看，本次监管升级缩小了银行理财产品和公募基金在估值方法方面的差距，理财产品“收益/波动”性价比下降。此前理财产品通过资质下沉、拉长久期、获取流动性溢价等方法增厚收益，并通过大量持有成本法计量资产、通过体外“资产池”进行净值管理等方法降低波动性，获得了比公募债基更高的收益/风险比，但严格使用市值法估值将使历史做法失效，加之银行理财不具备公募基金的免税优势和长期管理净值型产品的经验，未来面临的竞争压力和产品管理难度将上升。**理财规模若收缩**，

从需求角度看，对各类资产均不利。

长期看，债券市场的波动性将增大。对银行理财底层资产进行严格的市值法估值后，资产端价格波动对产品净值的传导将更加直接和迅速。银行理财的体量远大于目前的公募债基，当市场利率发生波动时，更大规模的投资者申赎行为将放大市场波动。同时，股债跷跷板的现象也将更加明显，投资者在不同大类资产之间移仓，将进一步增强股市和债市之间的负相关性，多资产配置的必要性提升。更重要的是，理财产品净值真正体现资产端价格波动，将推动市场无风险收益水平下行（此前银行理财由于其低波动性成为投资者眼中的无风险资产，其收益刚性也导致银行理财负债端成本下行缓慢，这也是监管持续推进理财净值化、打破刚度的初衷，真正净值化转型后低波动性的银行理财收益率将下行），提升投资者对风险资产的偏好，利好风险资产估值提升。

4. 本周实体经济观察

本周生产端高频数据普遍回升，其中，高炉、半钢胎开工率小幅上行，江浙织机开工率降幅收窄。从需求端来看，本周BDI指数继续上行、运价指数CCFI继续上涨，出口动能持续，但国内30大中城市商品房销售面积连续8周回落，地产下行压力继续加大。通胀方面，本周猪肉价格低位下行，预计震荡局面还会持续一段时间；本周大宗商品价格普遍上涨，布伦特原油现货价格、沪铜期货和螺纹钢期货活跃合约结算价分别上涨7.94%、3.16%和2.47%。

图8 本周高炉开工率环比小幅上涨(%)

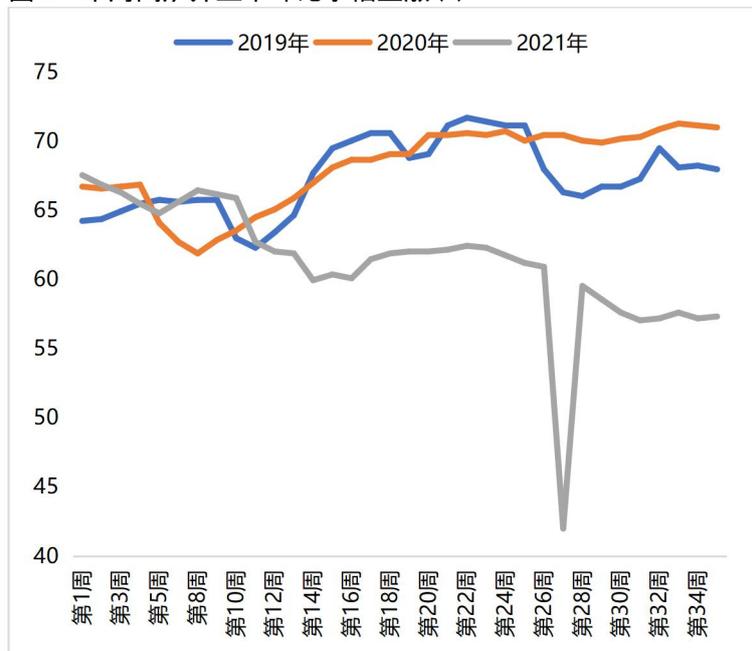


图9 本周江浙织机开工率降幅缩窄(%)

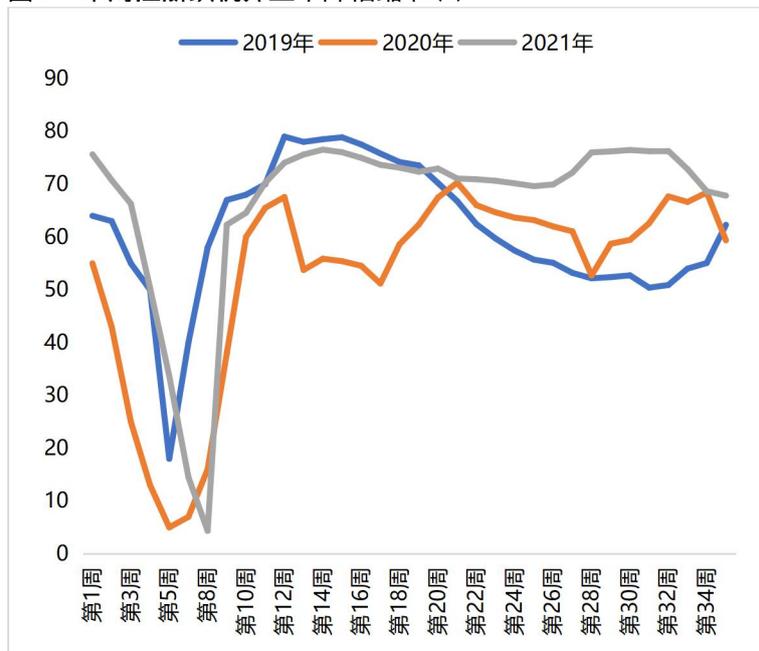


图 10 本周半钢胎开工率小幅回升 (%)

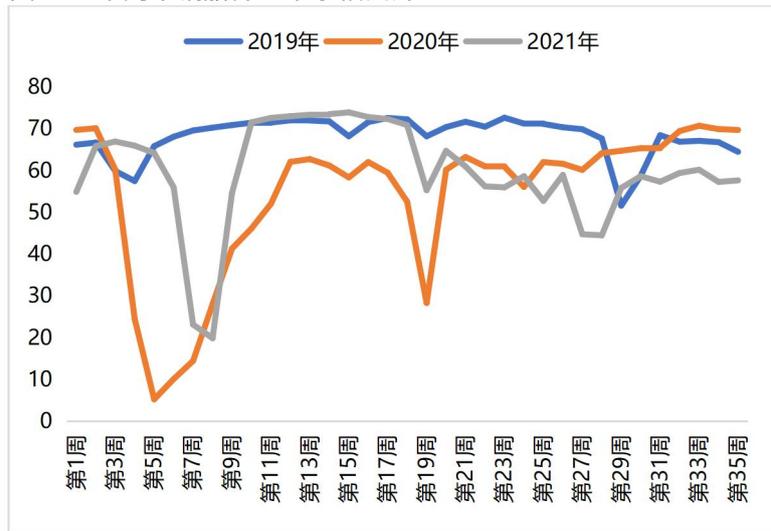


图 11 本周 30 大中城市商品房成交面积继续回落 (万平方米)

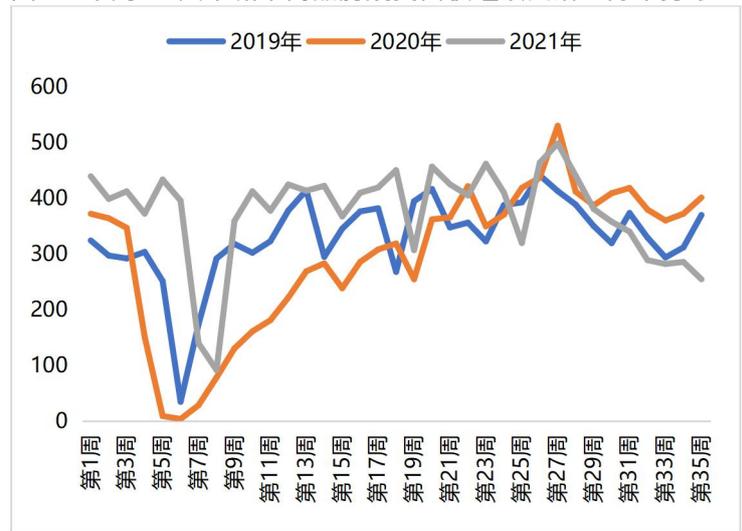


图 12 本周 BDI 指数上行斜率减小

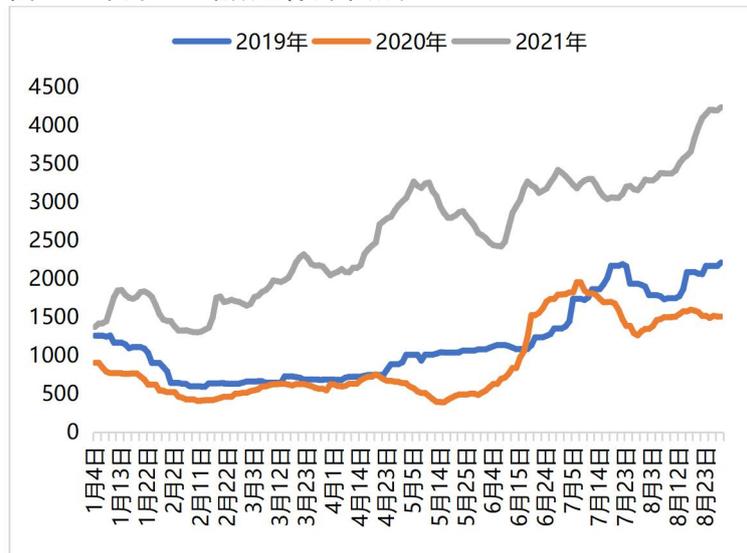


图 13 本周 CCFI 继续反弹

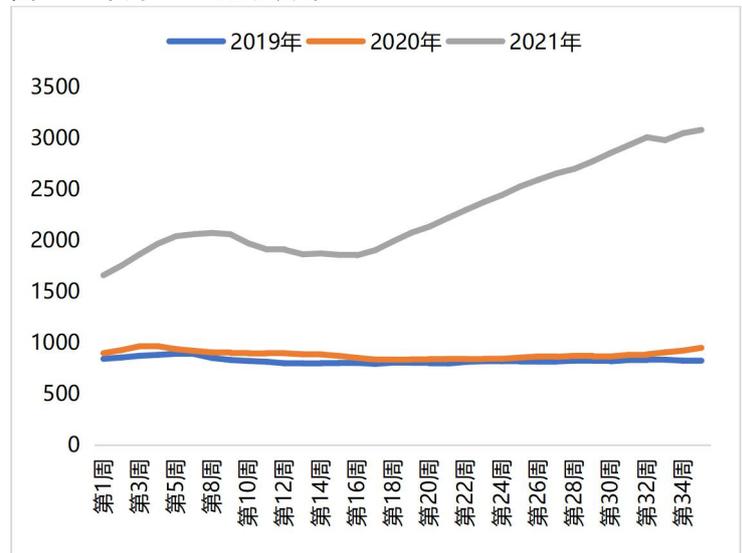


图 14 本周猪肉价格继续下行



图 15 本周国际油价反弹近 8%

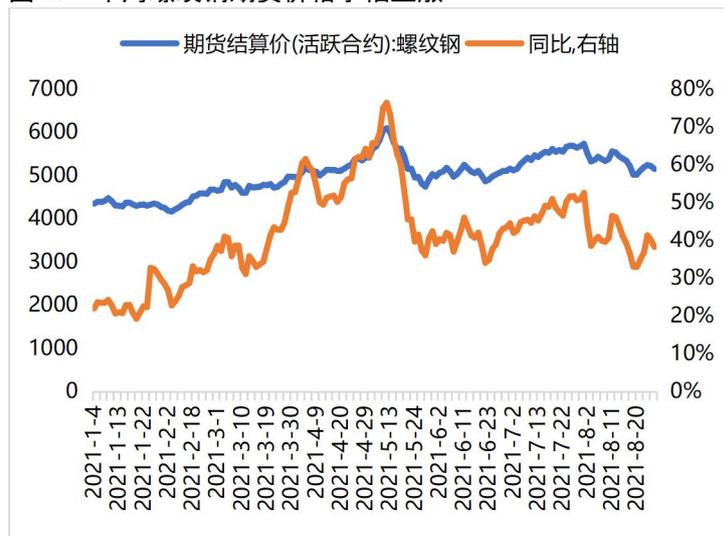


图 16 本周铜期货价格小幅上涨



数据来源: Wind, 东方金诚

图 17 本周螺纹钢期货价格小幅上涨



5. 本周流动性观察

表 2 本周央行公开市场净投放 1850 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量(亿元)	利率 (%)	名称	发生量(亿元)	利率 (%)
2021/08/23	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/08/24	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/08/25	逆回购 7D	500	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/08/26	逆回购 7D	500	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/08/27	逆回购 7D	500	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/08/27	国库定存 1 个月	700	3.0	央行票据互换 3 个月	50	2.35
投放	2400 亿元					
到期	550 亿元					
净投放	1850 亿元					

数据来源: Wind, 东方金诚

图 18 本周 R007 和 DR007 小幅上行

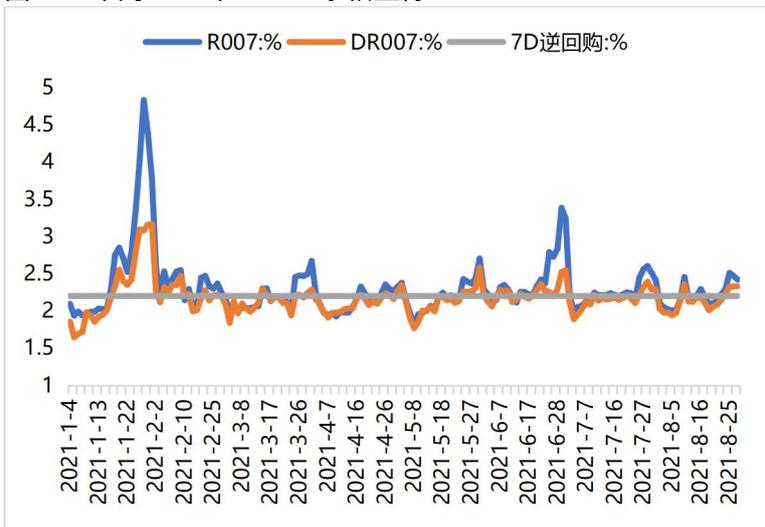


图 19 本周股份行同业存单发行利率低位波动 (%)



图 20 本周票据利率大幅反弹 (%)

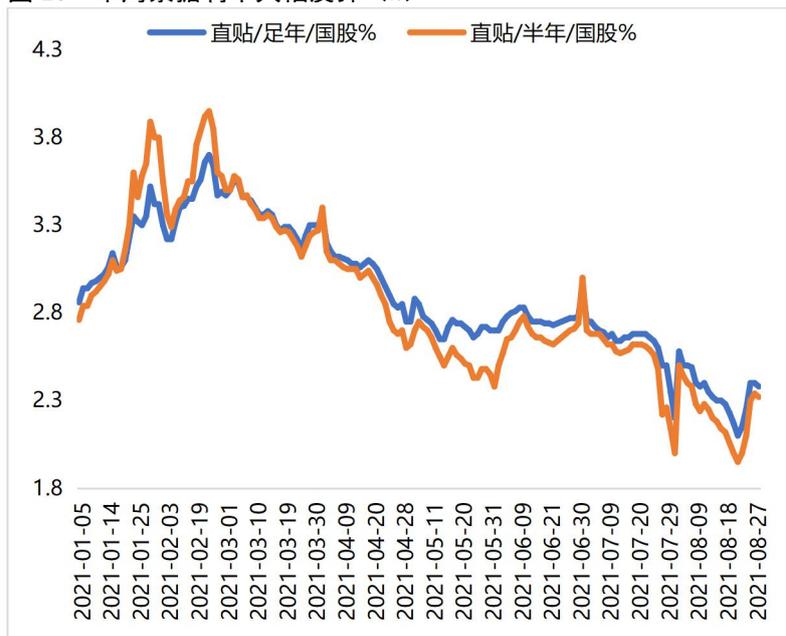


图 21 本周质押式回购成交量和隔夜占比小幅下行

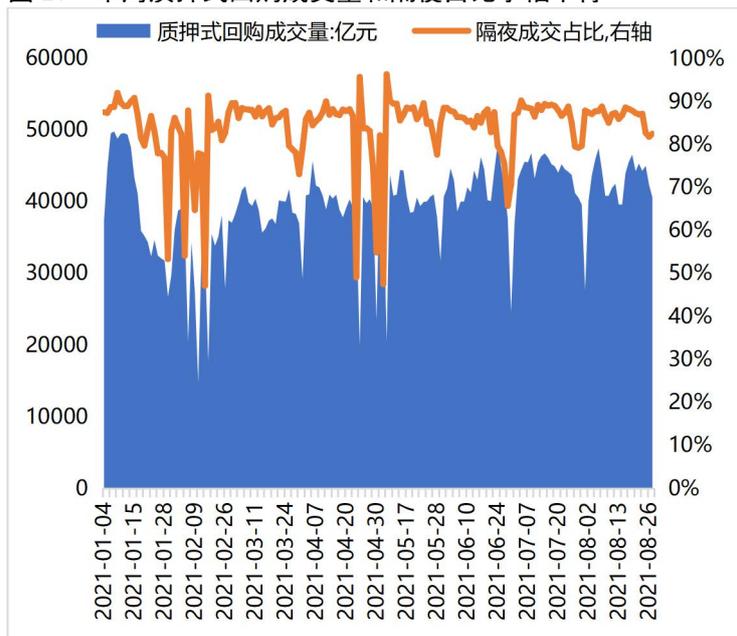
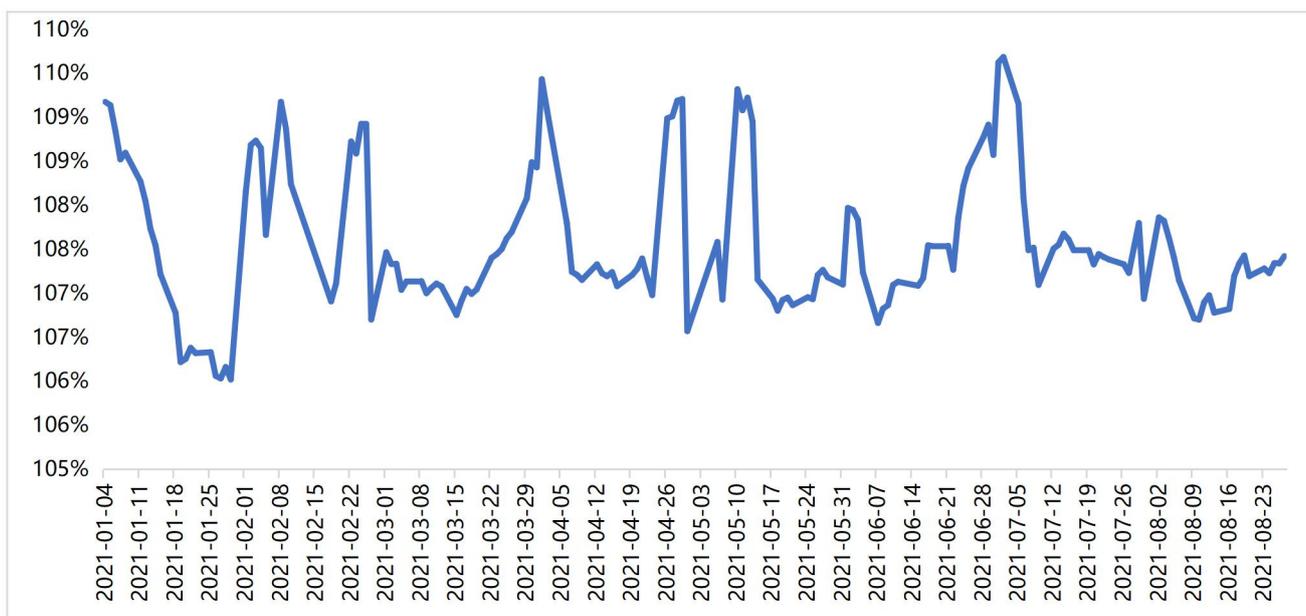


图 22 银行间市场杠杆率小幅上行



注：杠杆水平=银行间债券市场托管余额/(银行间债券市场托管余额-待回购质押式回购余额)，其中银行间债券市场托管余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计
数据来源：Wind，东方金诚

附表：

附表 1 本周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	全场倍数
21 贴现国债 41	300	0.25	1.95	2.75

资料来源：Wind，东方金诚

附表 2 本周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率(%)	全场倍数	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率(%)	全场倍数
21 农发清发 03(增发 5)	30	2	2.58	7.36	21 农发 06(增 5)	50	3	2.78	4.44
21 农发清发 04(增发 2)	50	7	3.19	4.13	21 农发 08(增 2)	60	5	2.99	3.85

资料来源: Wind, 东方金诚

附表 3 本周地方政府债发行情况

证券简称	发行额(亿)	期限(年)	发行利率(%)	较前五日国债收益率均值上浮幅度(bp)	全场倍数	证券简称	发行额(亿)	期限(年)	发行利率(%)	较前五日国债收益率均值上浮幅度(bp)	全场倍数
21 重庆债 10	94.6	5	2.96	25	-	21 安徽债 27	21.1	3	2.82	25	36.09
21 重庆债 12	123.3	20	3.52	25	-	21 安徽债 28	2.3	7	3.01	15	31.78
21 重庆债 11	85.4	20	3.52	25	-	21 安徽债 29	33.5	10	3.11	25	30.72
21 青岛债 15	20.0	3	2.82	25	-	21 安徽债 30	68.0	15	3.39	15	30.85
21 青岛债 16	55.0	5	2.96	25	-	21 安徽债 31	37.2	20	3.42	15	29.95
21 青岛债 17	29.0	5	2.96	25	-	21 安徽债 32	48.0	30	3.56	15	37.91
21 青岛债 18	49.1	10	3.11	25	-	21 黑龙江债 38	7.0	3	2.82	25	18.52
21 青岛债 24	10.0	10	3.11	25	-	21 山东债 49	259.1	5	2.86	15	17.29
21 青岛债 25	40.7	10	3.11	25	-	21 山东债 46	128.0	7	3.06	20	18.62
21 青岛债 22	3.5	15	3.49	25	-	21 山东债 50	386.4	7	3.06	20	17.26
21 青岛债 19	15.7	15	3.49	25	-	21 山东债 51	3.0	7	3.06	20	20.27
21 青岛债 20	1.7	20	3.52	25	-	21 山东债 42	81.5	10	3.11	25	18.32
21 青岛债 23	29.2	20	3.52	25	-	21 山东债 47	12.2	15	3.44	20	22.26
21 青岛债 21	20.0	30	3.66	25	-	21 山东债 43	57.4	15	3.44	20	21.42
21 贵州债 28	59.8	7	3.11	25	25.29	21 山东债 48	19.3	20	3.47	20	21.45
21 贵州债 29	120.0	15	3.48	25	25.92	21 山东债 44	81.8	20	3.47	20	19.92
21 广西债 16	11.9	10	3.10	25	20.04	21 山东债 45	51.0	30	3.56	15	21.38
21 广西债 15	70.2	15	3.48	25	17.10	21 江西债 17	92.8	5	2.96	25	26.91
21 广西债 20	210.6	20	3.52	25	17.86	21 江西债 18	40.2	5	2.96	25	31.09
21 广西债 19	9.7	20	3.52	25	20.09	21 江西债 19	79.0	10	3.11	25	29.36
21 广西债 21	3.5	20	3.52	25	20.29	21 陕西债 33	11.4	5	2.96	25	29.04
21 广西债 18	49.5	30	3.60	20	25.31	21 陕西债 37	21.6	7	3.07	20	28.98
21 广西债 22	73.9	30	3.60	20	24.99	21 陕西债 34	9.3	10	3.11	25	29.14
21 广西债 17	25.6	30	3.60	20	25.60	21 陕西债 38	14.9	10	3.11	25	28.07
21 河北债 32	6.3	5	2.85	15	25.74	21 陕西债 32	66.1	10	3.11	25	27.86
21 河北债 34	11.4	5	2.85	15	25.41	21 陕西债 41	46.0	10	3.16	30	26.99
21 河北债 35	13.0	7	3.01	15	25.20	21 陕西债 35	15.4	15	3.45	20	31.11
21 河北债 30	8.0	10	3.10	25	18.32	21 陕西债 39	1.2	15	3.45	20	25.65
21 河北债 33	4.0	15	3.38	15	31.50	21 陕西债 40	7.1	20	3.48	20	28.89
21 河北债 31	103.8	15	3.46	23	22.63	21 陕西债 36	70.8	20	3.48	20	24.92
21 河北债 36	42.5	15	3.38	15	31.85	21 西藏债 12	23.6	10	3.11	25	34.58
21 河北债 37	14.2	20	3.42	15	26.19						

资料来源: Wind, 东方金诚