

# 货币政策保持稳定，关注后续供给压力

## ——债券市场2021年7月月报



南京银行  
BANK OF NANJING

职途圈—专业的职场人报告咨询平台 (zhituquan.com)

2021.07.31



- ❖ **海外市场：**变异病毒扩散令海外新冠每日新增大幅反弹，美欧疫苗接种水平高，死亡率正趋于下降。美国制造业进一步走强，服务业高位放缓，最终消费端通胀持续高企，美元流动性过剩持续，美联储7月会议维持宽松政策，创设常设回购工具，美元呈现震荡走势。财政存款压降结束，加之通胀压力提升美联储收紧政策预期，美元短期可能有所走升。美债长期收益率有较多下行，期限结构走平，短端利率受利率走廊调控难以上行，长端收益率可能随资金过剩局面缓解而有所上行，短期美债收益率曲线可能有所走陡。欧元区服务业加快恢复，终端通胀较温和，欧元先走贬后走升，短期可能稍走贬。日本疫苗接种程度不高，经济恢复疲弱，终端通胀水平较低，日元主要受美日利差收缩推升，短期可能有所走贬。人民币窄幅震荡，短暂性受中美关系紧张引发市场恐慌拖累，后续短期可能稍有走贬。
- ❖ **宏观基本面：7月份制造业PMI继续下降，连续四个月回落。**从分项指标来看，受极端天气影响，生产需求同步走弱。由于部分基础原材料供给偏紧，物流运输难度加大，原本增速放缓的价格指数再次反弹，中小企业经营压力加大。尽管6月经济数据显示出口和投资仍有韧性，但全球经济复苏不及预期，叠加海外央行政策逐步退出，预计后续外需持续走弱，下半年进出口可能承压。同时地产政策趋严、城投再融资受到严格控制，也将使后续投资增速下行。叠加国内疫情再度爆发，德尔塔病毒传染性更强，使得下半年经济下行压力增大。整体来看，我国经济增长最高点可能已过。



- **货币政策及流动性：**7月以来，国内经济结构向好，边际走弱，货币政策总体中性，边际稍放松，全面降准0.5个百分点以弥合经济恢复不平衡，政策利率维持不变。由于地方专项债发行节奏仍偏慢，流动性大部分时间偏宽松，临近月末受跨月因素影响而略走紧。短期资金价格下行后大多平稳，长期资金价格平稳略下行。8月流动性到期压力较大。7月政治局会议判断外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍不稳固、不均衡，要求合理把握地方债发行进度，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕。在经济边际走弱进一步明显，国内局部疫情再次爆发，中美关系紧张背景下，预计货币政策呈现中性偏宽态势。8月地方债供给迎来小高峰，流动性可能总体适中，阶段略紧。
- **利率债策略：**7月份以来，受央行超预期降准影响，收益率大幅下行。随后多项风险事件爆发，利率延续下行趋势。从经济基本面看，下行压力开始逐步增大。一方面出口增速受海外生产恢复挤压，可能坚定回落；另一方面国内地产投资下行趋势比较确定、消费增速乏力。同时中小企业经营情况也不容乐观，青年团体失业率上升幅度较大。在此背景下央行降准进行预调微调，向后看三季度仍有多项风险尚待释放，如城投、地产、互联网监管等，为防止发生系统性风险，货币政策预计继续配合。整体看基本面利多债券、流动性较为充裕，债券市场风险较小，利率大幅上行的可能性较低。但当前收益率大幅下行后点位较低，多头比较拥挤，同时利率债供给仍未释放，收益率可能出现调整。建议交易盘现有持仓继续持有，若扰动出现可适度止盈；配置盘在利率低位久期不建议过长，可选择5Y左右政金债配置。



- ❶ **信用债策略：**在全面降准叠加机构欠配背景下，信用债收益率整体大幅下行，目前信用利差处于历史低位，进一步压缩空间有限。信用债一级市场需求仍然较好，城投债需求好于产业债。从主要配置品种来看，地方政府隐性债务监管趋严，近期银保监会15号文仍在落实中，实操性更强，延续“严控新增隐性债务，稳妥化解存量隐性债务”的政策思路，中长期有望进一步规范城投平台融资，防范风险向金融体系传导，但短期加大尾部区域风险，不同区域的城投分化可能进一步加剧，建议对城投债资质下沉和拉长久期保持谨慎态度。房地产调控政策保持高压，蓝光和恒大负面事件也对行业信用环境造成一定冲击，中诚信调整房地产行业展望为负面，后续房企经营和融资存在隐忧，房企分化格局将进一步增大，可寻找景气度较高、盈利表现较好的短久期产业债投资机会。



# 第一部分 海外市场

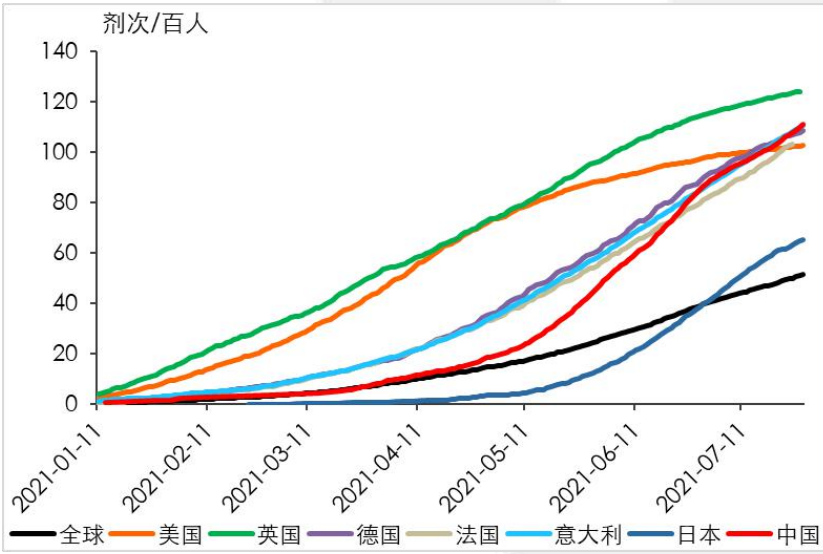
## 全球疫情再次恶化，人民币窄幅震荡



# 欧洲疫苗接种继续走高，日本接种仍落后

- 7月以来，欧元区和英国疫苗接种水平继续走高。至7月底，欧元区每百人接种疫苗剂次接近110附近，英国接近125。美国疫苗接种速度明显放慢，接种程度被欧元区略超越。
- 日本疫苗接种水平仍不高，且大幅落后于美欧。

图 至7月28日美欧中日疫苗接种比例





# 海外新冠每日新增大幅反弹

- 7月以来，随着变异病毒的扩散，全球新冠确诊再次大幅反弹。
- 变异病毒的扩散和疫苗总体接种进度缓慢，对发展中国家疫情防控形成严峻挑战。美欧发达经济体稍受变异病毒扩散冲击。

图 至7月29日海外新冠新增和累计确诊

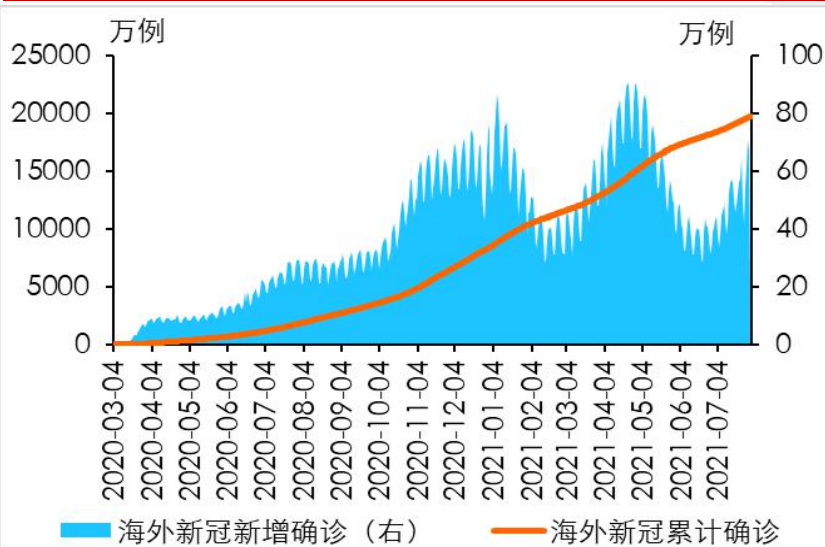
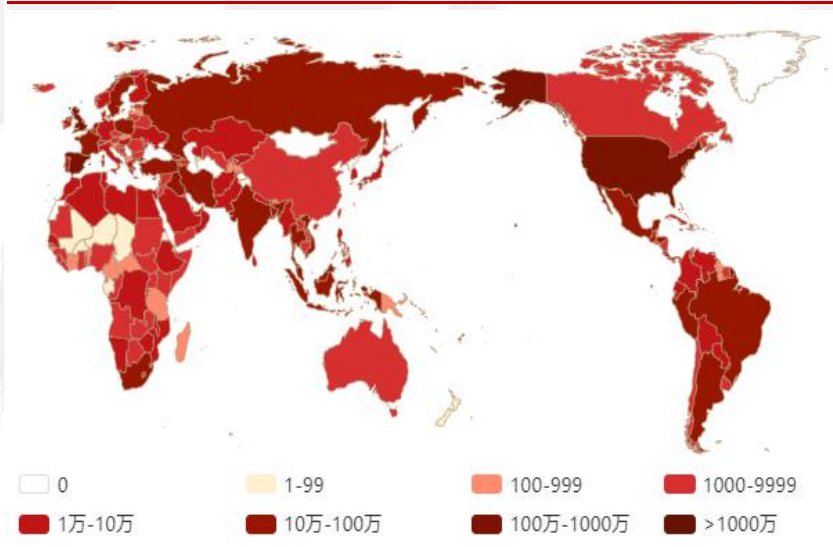


图 至7月29日全球新冠现存确诊分布



# 美欧日疫情大幅反弹，英国死亡率大幅下降

- 7月以来，由于变异病毒加快扩散，美欧日疫情均大幅反弹。
- 日本疫苗接种程度相对低，疫情防控形势严峻。
- 英国疫苗接种达较高水平，死亡率持续下降，全面解封正持续推进，最新每日确诊也有所降低。美国和欧元区死亡率也有环缓步下降迹象，为后续经济恢复埋下了一定铺垫，但疫情大幅反弹短期给经济恢复带来一定挑战。

图 至7月29日美欧日新冠新增确诊

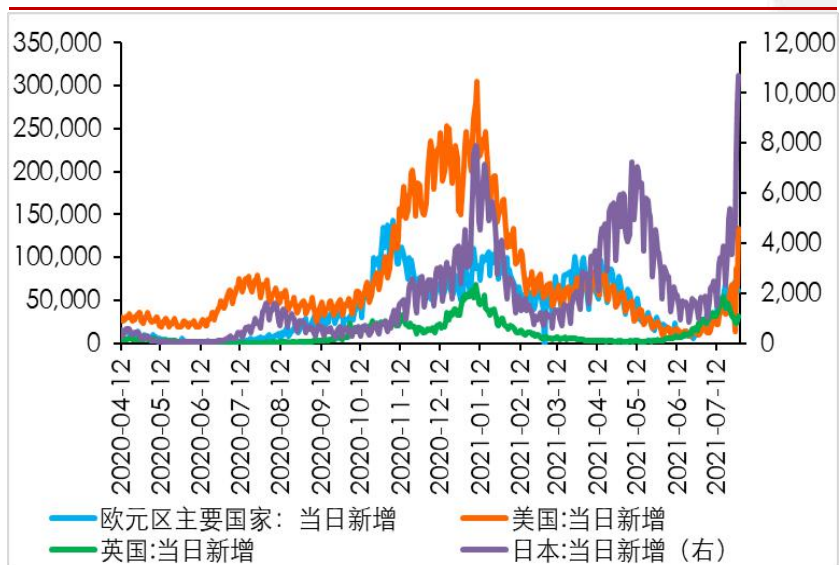
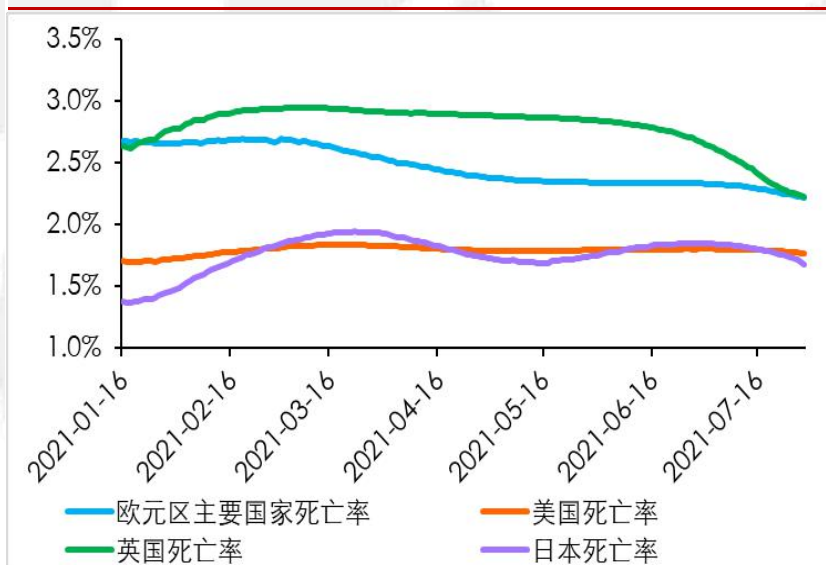


图 至7月29日美欧日新冠死亡率





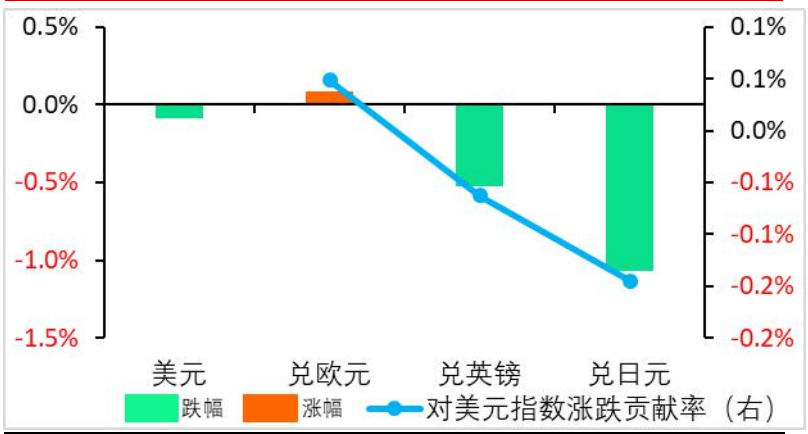
# 汇率回顾：美元震荡

图 美元欧元走势



7月以来，美元指数整体震荡，至7月28日，美元指数收于92.29，较上月底略贬0.1%。其中，兑欧元、英镑和日元分别升值0.1%，贬值0.5%和1.1%。美国经济恢复较好，通胀继续大幅走高，市场对美联储因此收紧政策的担忧对美元形成支撑；而美元流动性仍过剩，美联储持续强调高通胀的暂时性并承诺维持宽松抑制美元升势。美元因此震荡。

图 7月以来美元强弱



往后看，美元短期可能有所走升。美国债务限额豁免7月底到期，美元流动性过剩将有所缓解，美债收益率可能有所上行，对美元有提振。美国经济总体维持较好恢复，通胀水平持续走高，对美联储收紧货币政策的预期将走强，这些将推动美元有所走升。



# 美国制造业进一步走强，服务业高位放缓

	经济										
	GDP	出口	进口	贸易差额	零售		耐用品订单		工业产出		汽车销量
	环比折年率	季调, 同比	季调, 同比	百万美元	季调, 同比	季调, 环比	季调, 同比	季调, 环比	季调, 同比	季调, 环比	百万辆
2021/6	6.5				18.0	0.6	24.2	0.8	9.8	0.4	0.0
2021/5		41.0	37.9	-71240.04	27.6	-1.7	32.7	3.2	16.1	0.7	2.8
2021/4		36.4	34.8	-69071.06	53.4	0.9	47.9	-0.7	17.5	0.0	3.0
2021/3	6.4	8.1	18.4	-75025	29.7	11.3	21.7	1.3	1.5	2.7	2.8
2021/2		-7.9	5.2	-70643	6.5	-2.9	0.0	-4.3	-4.9	-3.1	2.4
2021/1		-5.8	3.9	-67092	9.4	7.6	4.3	3.6	-1.7	1.1	2.7

	就业				
	非农新增	非农时薪		ADP新增	失业率
	季调, 千	季调, 环比	季调, 同比	季调, 千	季调, %
2021/6	850	0.33	3.58	691.54	5.9
2021/5	583	0.43	1.88	886.12	5.8
2021/4	269	0.67	0.33	621.92	6.1
2021/3	785	-0.10	4.28	519.13	6
2021/2	536	0.27	5.23	179.64	6.2
2021/1	233	0.03	5.24	196.33	6.3

	通胀					
	PCE	核心PCE	CPI	核心CPI	PPI	CPI-PPI
	同比	同比	同比	同比	季调, 同比	%
2021/6	4.0	3.5	5.4	4.5	7.1	-1.7
2021/5	4.0	3.4	5.0	3.8	6.5	-1.5
2021/4	3.6	3.1	4.2	3.0	6.1	-1.9
2021/3	2.5	2.0	2.6	1.6	4.3	-1.7
2021/2	1.6	1.5	1.7	1.3	2.9	-1.2
2021/1	1.4	1.5	1.4	1.4	1.7	-0.3

数据来源: Wind

加速改善

缓慢改善

恶化

- 7月以来，美国经济整体仍保持较好恢复，但出现一定不均衡，表现为制造业进一步走强而服务业高位放缓。美国7月Markit制造业PMI指数63.1，创历史新高，也高于预期；服务业PMI指数59.8，大幅低于预期64.5和前值64.6，创五个月新低，疫情大幅反弹、通胀高企和用工短缺令服务业由前期的强劲恢复大幅放缓。6月零售环比0.6%，高于预期-0.3%和前值-1.7%，主要受此前较强的服务业恢复提振，在疫情大幅反弹背景下后续零售可能有所承压。
- 美国第二季度实际GDP年化季环比初值升6.5%，预期升8.4%，前值升6.4%。受疫情反弹影响，二季度GDP增长不及预期，但总体仍较强。美国6月核心PCE同比3.5%，再创历史新高。疫情反弹和政府财政补贴较大对就业和生产形成了一定阻碍，美国滞胀越发严重。随着8月财政补贴逐步结束，美国就业恢复预计会有所加快进而提振生产。



# 美债期限结构有所走平

图 长短期美债走势

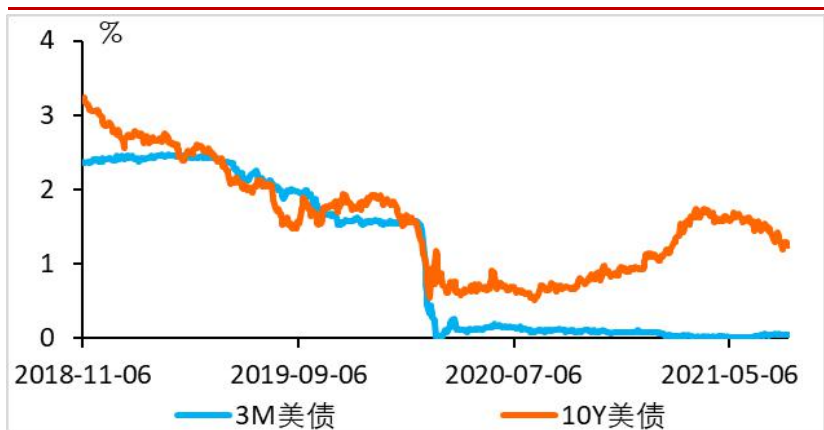
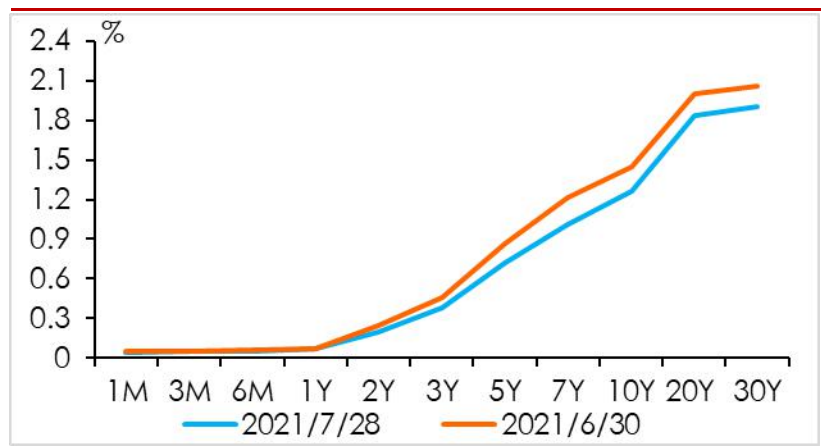


图 7月以来美国国债期限结构变动



- 7月以来，美债期限结构有所走平。美元仍呈现流动性过剩，美联储持续强调通胀的暂时性和承诺维持宽松，令中长期美债收益率有较多下行。美联储维持大幅宽松政策，美债短期收益率维持低位。美债期限结构因此有所走平。
- 往后看，长期美债收益率短时间可能有所走升。美国债务限额豁免7月底到期后，财政存款压降结束，美元流动性过剩可能有一定缓解，美国经济总体恢复较好，通胀持续高位令美联储开始收紧货币政策的预期仍在，这可能一定程度推升长期美债收益率。在美国两会未提高债务上限前，美债可能面临短期的违约恐慌，进而带来阶段恐慌性抛售，这也将对美债收益率形成提振。



1

美联储7月议息会议，维持联邦基金目标利率在0-0.25%不变，维持每月800亿美元国债和400亿美元MBS购买规模不变，维持准备金利率和隔夜逆回购利率不变；建立国内常设回购工具(SRF)和国际货币当局回购工具(FIMA repo)，操作上限5000亿美元，最低竞价利率0.25%，7月29日生效。

2

美联储表示，美国经济已经朝着缩减量化宽松目标取得了进展，这一表述较之前乐观，暗含一定“鹰”派气息。美联储同时强调，经济前景仍然存在风险，通胀上升很大程度反映暂时性因素影响。

3

鲍威尔重申将在通胀预期超出范围时调整政策，目前尚未就缩债时间做出任何决定。本次会议创设国内和国外常设回购工具，意在应对财政存款压降结束和后续缩减QE带来的流动性走紧风险。总体来看，美联基调仍偏“鸽”，短期可能维持QE规模。





# 美联储资产延续扩张步调，财政存款继续压降

- 7月以来，美联储资产规模按相同速度继续扩张。至7月21日，美联储总资产规模达到8.29万亿美元，其中，国债持有规模5.24万亿美元，MBS持有规模2.42万亿美元。
- 负债端，7月以来，美国财政存款先震荡后继续压降，逆回购存量也冲高稍回落。至7月21日，准备金再次回升至3.97万亿美元；财政存款压降至6163亿美元；隔夜逆回购稍回落至1.14万亿美元。由于7月底美国债务上限豁免到期，美国财政存款压降至4500亿美元附近可能暂停，美元流动性过剩可以随着压降结束而有明显缓解。

图 美联储主要债券持有规模

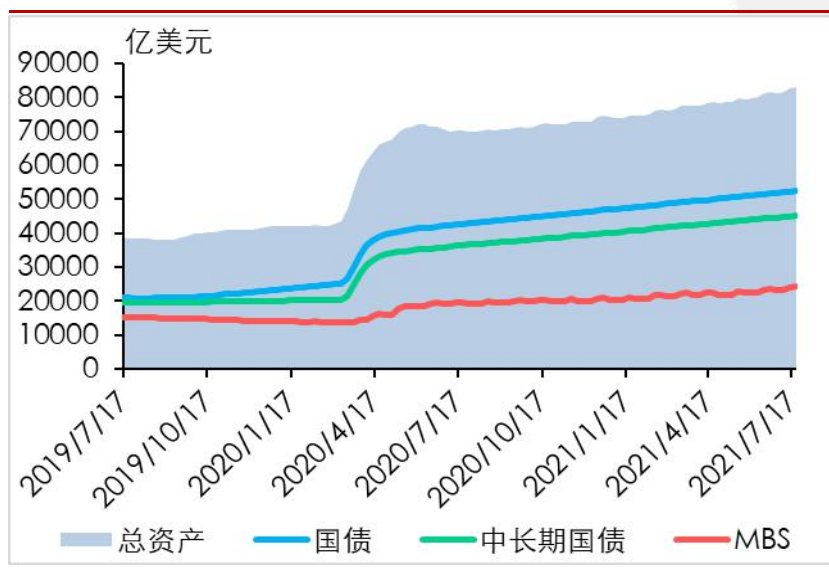


图 美联储通货、准备金和逆回购规模





# 美国国债国外投资者持仓5月继续回升

- 2021年5月，美国国债国外投资者全部持仓规模7.13万亿美元，较上月增加647亿美元；中国自身和通过比利时托管账户合计持有美国国债1.314万亿美元，较上月减少160亿美元，占比稍下降至18.43%；中国自身持有美债1.078万亿美元，较上月减少176亿美元，连续三个月减持；日本新财年资金大规模配置暂告一段落，持有美债规模较上月略下降106亿美元至1.266万亿美元；英国持有规模大幅增加359亿美元。
- 长期美债收益率较年初回升较多提升配置价值，加之美元流动性过剩而美联储承诺维持宽松令美债需求增加，国外投资者持有美债规模预计继续扩张。

图 美国国债主要国外投资者持仓与总体持仓

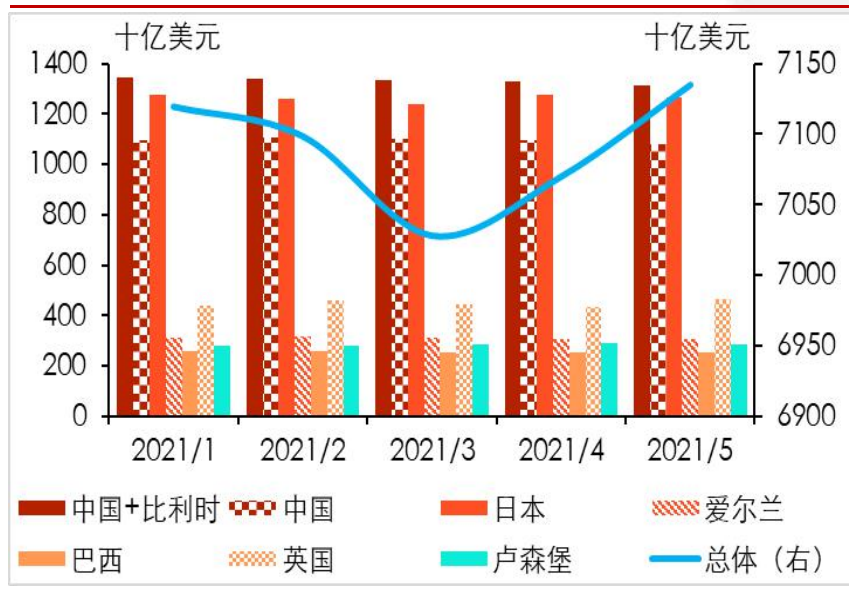
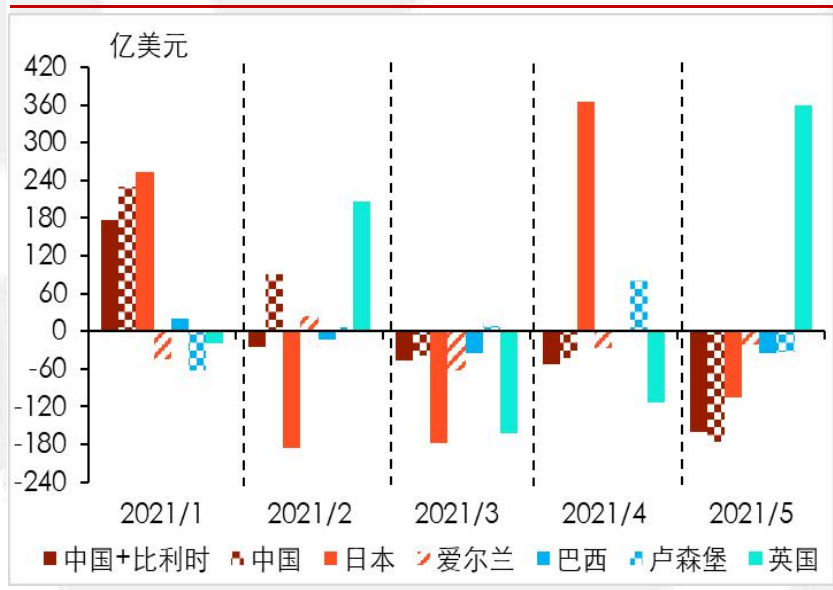


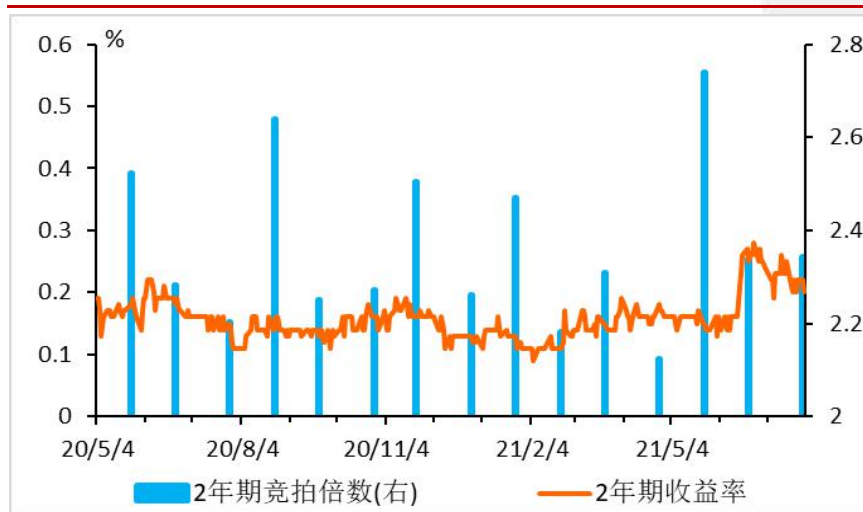
图 主要国外投资者持有美国国债规模变化



# 美债一级需求偏弱

- 7月，2Y美债竞拍倍数2.34，低于历史均值2.56%；10Y美债竞拍倍数2.19，低于历史均值2.33。
- 长期美债收益率再次跌落至较低水平，市场对美联储后续缩减QE也有担忧，这抑制了美债一级需求。

### 图 2年期美债竞拍倍数和收益率



### 图 10年期美债竞拍倍数和收益率



# 美国国债和美元指数非商业净多仓变化

- 7月以来，长期美债收益率继续大跌至低位，看多美债力量在历史低点徘徊。至7月20日，美国国债非商业净多仓历史分位数为8%。
- 市场对美联储后续政策收紧有一定预期，美元指数非商业净多仓继续上行至72.3%。

图 美国国债非商业净多仓底部震荡

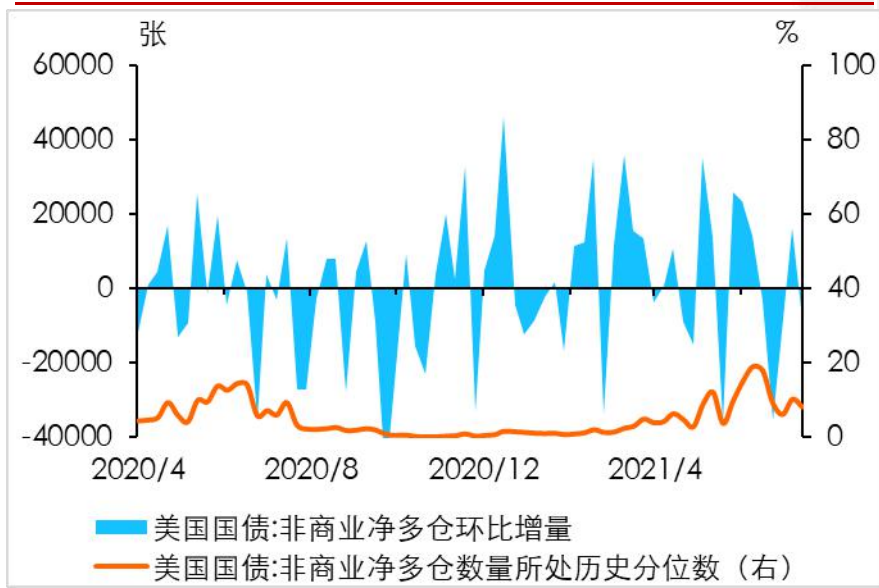


图 美元指数非商业净多仓有所走高



# 欧元区服务业加快恢复

	经济								
	GDP	出口	进口	贸易差额	零售		工业生产		失业率
	同比	环比	环比	百万欧元	同比	季调, 环比	同比	季调, 环比	%
2021/5		-1.5	0.7	9350.6	9.0	4.6	20.5	-1.0	7.90
2021/4		0.1	2.6	13426.5	23.3	-3.9	39.4	0.6	8.10
2021/3	-1.3	2.6	6.3	17892.3	13.7	4.0	11.7	0.5	8.10
2021/2		0.5	3.4	23499.1	-1.2	4.3	-1.8	-1.3	8.20
2021/1		-0.3	-1.2	28103.4	-4.8	-5.0	0.4	1.1	8.20
2020/12	-4.0	1.3	-0.3	26706.2	1.4	1.8	-0.1	0.0	8.20

	通胀						
	HICP		核心HICP		PPI		CPI-PPI
	同比	环比	同比	环比	同比	环比	%
2021/6	1.9	0.3	0.9	0.3			
2021/5	2.0	0.3	1.0	0.2	9.6	1.3	-7.6
2021/4	1.6	0.6	0.7	0.5	7.6	0.9	-6.0
2021/3	1.3	0.9	0.9	1.0	4.4	1.2	-3.1
2021/2	0.9	0.2	1.1	0.1	1.5	0.5	-0.6
2021/1	0.9	0.2	1.4	-0.5	0.4	1.7	0.5

	景气度				
	制造业PMI	服务业PMI	综合PMI	经济景气度	消费者信心
	%	%	%	指数	指数
2021/7	62.6	60.4	60.6		-4.4
2021/6	63.4	58.3	59.5	117.9	-3.3
2021/5	63.1	55.2	57.1	114.5	-5.1
2021/4	62.9	50.5	53.8	110.5	-8.1
2021/3	62.5	49.6	53.2	100.9	-10.8
2021/2	57.9	45.7	48.8	93.4	-14.8

数据来源: Wind

■ 加速改善

■ 缓慢改善

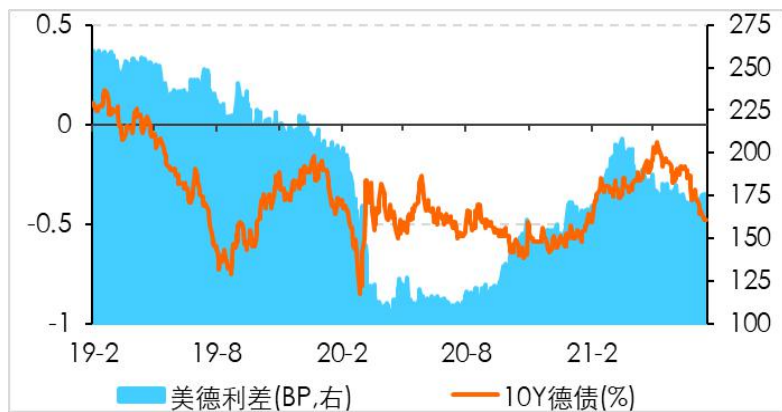
■ 恶化

- 随着疫苗接种水平继续走高，以及多国进一步放松社交“限制”，欧元区服务业继续加快恢复，制造业整个恢复态势也较强。欧元区7月制造业PMI62.6，略低于前值63.4，但仍有较高扩张；服务业PMI60.4，高于前值59.5，经济重新开放正推动服务业强劲恢复。5月出口环比下滑1.5%，此前变异病毒扩散令欧元区面临的外部需求有所弱化；进口环比0.7%，低于前值2.6%。

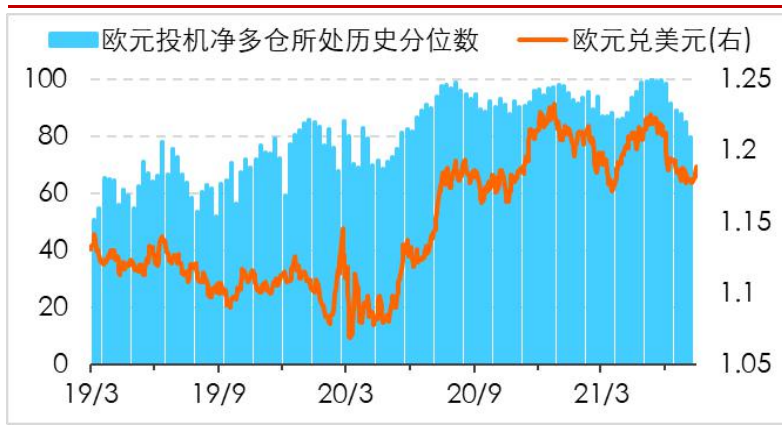




## 图 美德10Y国债利差



## 图 欧元投机持仓变化



7月以来，欧元先贬后升。美债和德债收益率均有所下行，美德利差整体在170BP附近震荡。通胀压力相对较小令市场对欧央行收紧政策担忧相对较小，欧元先有所走贬，后随着美国疫情反弹和议息会议维持“偏鸽”论调令美元下降而走升。至7月29日，欧元兑美元收于1.189，较6月底略升0.3%。

往后看，欧元区终端通胀水平尚不高，疫情反弹明显，货币政策收紧步伐预计慢于美国，这对欧元有一定拖累，预计欧元短期稍有走贬。





# 日本经济疲弱恢复

	经济												
	GDP	进口	出口	贸易差额	零售		工业生产		核心机械订单		新屋开工	失业率	现金收入
	同比	同比	同比	百万日元	同比	季调, 环比	同比	季调, 环比	同比	环比	同比	%	同比
2021/6		32.7	48.6	383180									
2021/5		27.9	49.6	-189363	8.3	-1.9	21.1	-6.5	12.4	7.8	9.9	3.10	1.86
2021/4		12.9	38.0	248771	11.9	-9.7	15.8	2.9	5.7	0.6	7.1	3.00	1.40
2021/3	-1.6	5.8	16.1	657823	5.2	16.1	3.4	1.7	-5.7	3.7	1.5	2.70	0.45
2021/2		11.9	-4.5	211740	-1.5	-3.9	-2.0	-1.3	-9.0	-8.5	-3.7	2.80	-0.38
2021/1		-9.5	6.4	-327164	-2.4	-16.3	-5.3	3.1	1.2	-4.5	-3.1	2.90	-1.30

	通胀										
	CPI		核心CPI		东京CPI		东京核心CPI		CGPI(PPI)		CPI-PPI
	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	%
2021/6	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2			5.0	0.6	-4.8
2021/5	-0.1	0.3	0.1	0.2	-0.4	0.3	-0.2	0.2	5.1	0.8	-5.2
2021/4	-0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	3.8	0.9	-4.2
2021/3	-0.2	0.2	-0.1	0.3	-0.2	0.1	-0.1	0.3	1.2	1.0	-1.4
2021/2	-0.4	0.0	-0.4	0.1	-0.3	0.1	-0.3	0.1	-0.6	0.5	0.2
2021/1	-0.6	0.5	-0.6	0.3	-0.5	0.4	-0.5	0.2	-1.5	0.5	0.9

	景气度	
	制造业PMI	服务业PMI
	%	%
2021/7	52.5	46.4
2021/6	52.4	48.0
2021/5	53.0	46.5
2021/4	53.6	49.5
2021/3	52.7	48.3
2021/2	51.4	46.3

数据来源: Wind

■ 加速改善   
 ■ 缓慢改善   
 ■ 恶化

- 由于疫苗接种程度相对不高，日本经济呈现疲弱恢复态势，制造业小幅扩张，服务业则持续收缩。日本7月服务业PMI46.4，较前值48进一步收缩。日本6月出口同比48.6%，主要受其他发达经济体制造业强劲恢复提振。为支持正在举办的奥运会，日本对东京实施新紧急状态措施，这将进一步抑制服务业。
- 日本终端消费通胀底部略回升，6月核心CPI同比0.2%，略高于上月0.1%，但仍大大低于目标水平。应对疫情的封锁措施仍严格，日本经济的继续承压，日央行大幅宽松预计将维持较长时间。



1

日本央行7月政策会议决议，**维持基准利率在-0.10%不变，维持10年期国债收益率目标在0.0%附近不变**，符合预期，对于收益率曲线控制，以8票赞成、1票反对通过；**将ETF年度购买上限维持在12万亿日元不变。**

2

日本央行预计，2021财年GDP增速3.8%，此前为4.0%；2022财年GDP增速2.7%，此前为2.4%；2021财年核心通胀0.6%，此前为0.1%。日本央行同时表示，目标是今年启动气候贷款计划。

3

由于变异病毒扩散令疫情恶化，日本央行认为，经济风险已经倾向于下行。日本经济恢复疲弱，通胀低迷，预计日本央行将较长时间维持大幅宽松政策。



# 日元有较多走升

图 日元投机仓位变化

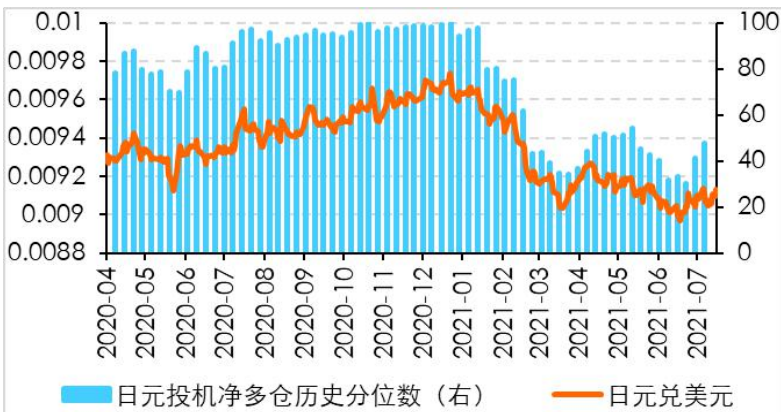
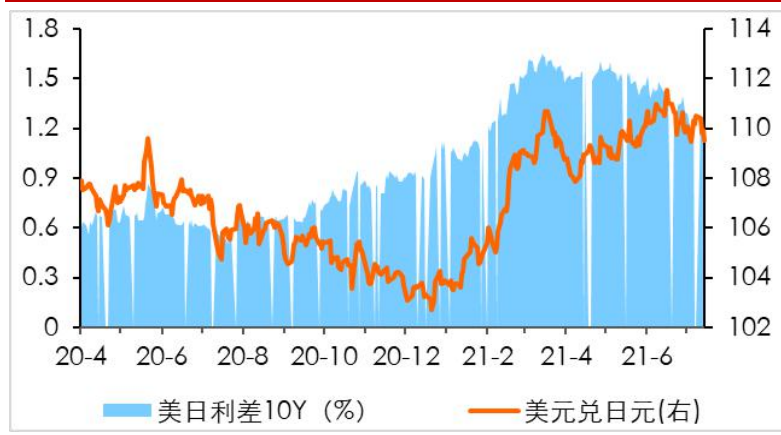


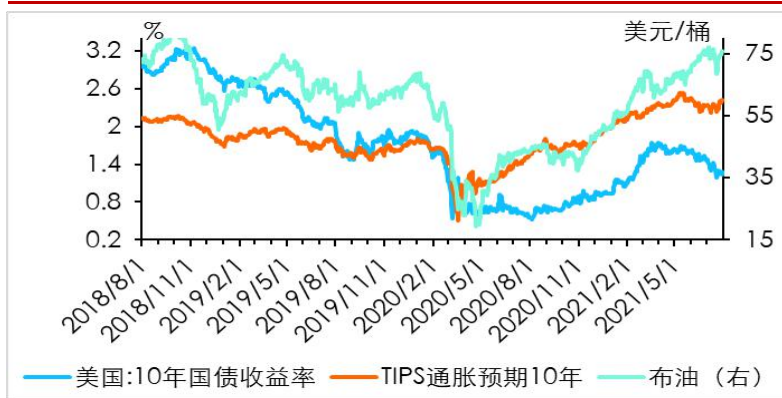
图 日元汇率与日美利差



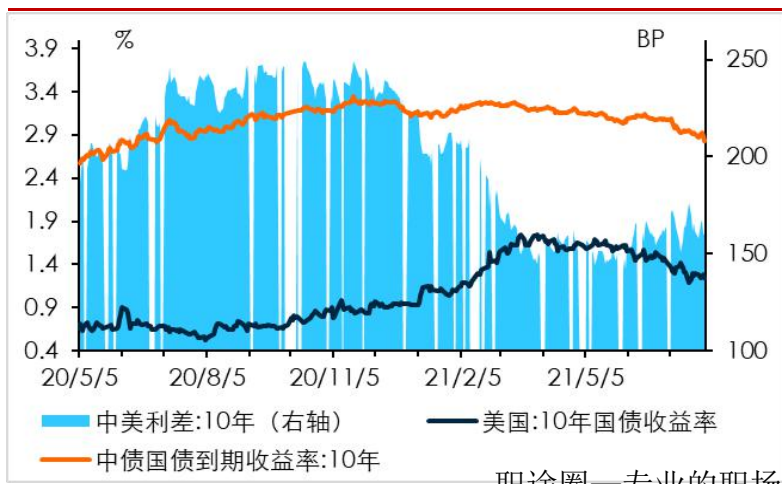
- 7月以来，日元有较多走升。美元流动性持续充裕，美债收益率大幅下跌，美日利差收缩，加之全球疫情大幅反弹令避险情绪升温，日元因此有较多走升，美元兑日元走升至7月29日109.5。
- 往后看，美元流动性过剩预计有所缓解，美日利差可能走扩，日本经济持续疲弱，日元短期可能有较多走贬。



### 图 美国10Y国债收益率与通胀预期



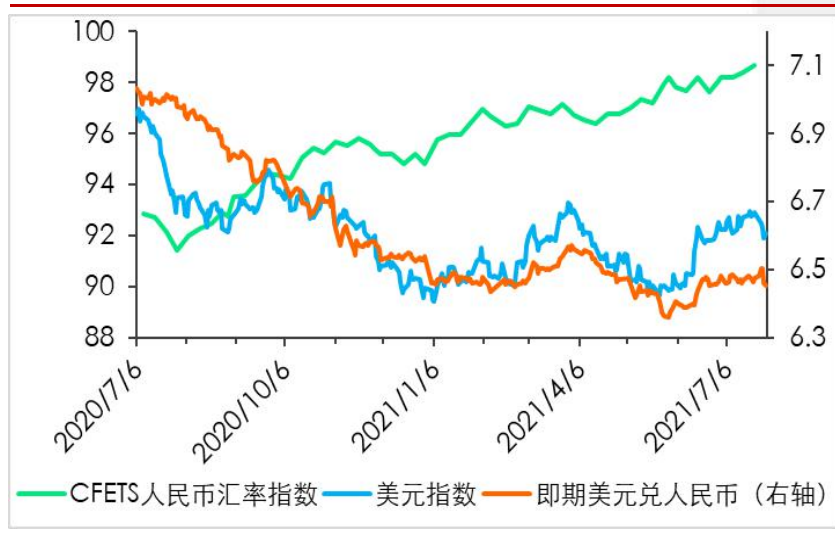
### 图 中美10Y国债收益率利差



7月以来，OPEC+增产达成协议，海外疫情大幅反弹一度令油价大跌，但供需缺口短期仍较大令油价大幅回升。TIPS反映的美国通胀预期稍上行至2.4%，稍高于美联储2%平均通胀基准。美债收益率在美元流动性充裕推动下有较大下跌。

7月以来，国内宣布全面降准，引燃债市做多行情，国债收益率有较大下行。**中美10年国债利差整体震荡。**往后看，8月国内地方债供给迎来小高峰，预计推动国债收益率有所回升。美元流动性充裕将有明显弱化，美债收益率可能有所上行，中美利差短期可能仍以震荡为主。

图 人民币和美元汇率走势



- 7月以来，中美利差整体震荡，美元整体也以震荡为主，美元兑人民币也在6.48附近呈现窄幅震荡态势。国内加强教育地产的调控，引发相关中概股暴跌，加之中美天津会谈“火药味”浓厚，传言美国限制基金对华投资，外资一度恐慌性抛售中国资产，引发人民币短暂跌破6.51。但美联储会议“偏鸽”表态压低美元，国内经济良好带来支撑，人民币随之回升明显。
- 往后看，人民币短期可能小幅走贬。美元短期可能有所升值一定程度施压人民币，同时中美仍趋于紧张，美国7月底暂停中国公司赴美IPO，这降一定程度拖累人民币。出口韧性和中美较高利差能一定程度缓解人民币贬值压力。因此，综合来看，预计人民币短期可能小幅走贬。





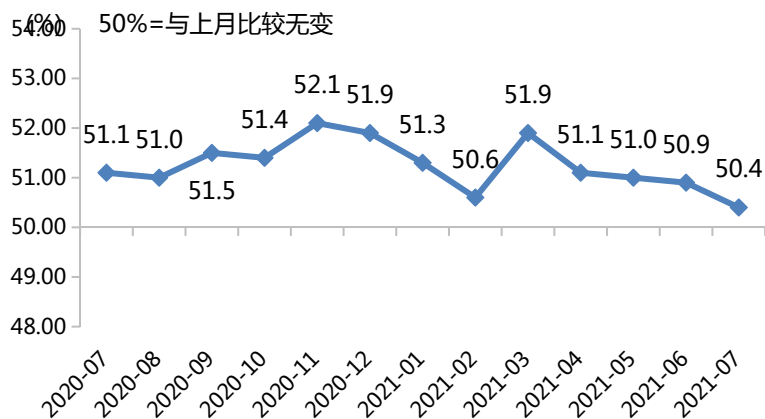
## 第二部分 国内宏观 经济隐忧显现，中小企业经营承压



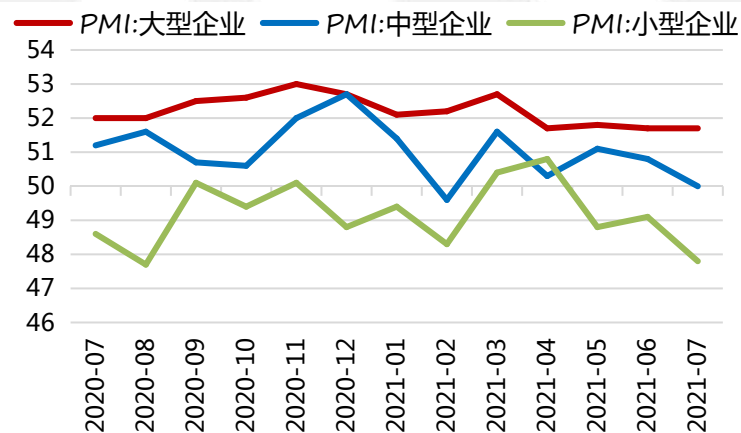
# PMI: 极端天气下生产放缓, 小型企业景气度持续回落

- 7月份, 制造业PMI为50.4%, 较上月回落0.5个百分点, 连续4个月回落, 制造业扩张态势有所放缓。
- 从行业情况看, 基础原材料行业供需增速明显放缓。基础原材料行业在我国东部和中部的比重较高, 本月我国东部和中部地区遭遇强降雨和台风, 对生产、运输等影响较大, 基础原材料行业供需明显放缓。消费品需求增速下行。新动能增长势头继续加快。装备制造业PMI和高技术制造业PMI分别较上月上升0.9和0.3个百分点至52.4%和55%, 其中生产指数和新订单指数都运行在高位水平。
- 从企业规模看, 大型企业景气保持平稳, 中小型企业有所回落。大型企业PMI为51.7%, 与上月持平, 高于制造业总体1.3个百分点。中、小型企业PMI分别为50.0%和47.8%, 低于上月0.8和1.3个百分点。小微企业生产经营仍面临较大的压力。

### 图 制造业PMI指数 (% , 季调)



### 图 大中小企业PMI指数走势 (%)



# PMI: 供需同步走弱，价格重回上行

- 从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数和新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。
- 供需同步走弱，企业被动补库。**7月份，生产指数为51.0%，环比回落0.9个百分点，连续两个月回落，创去年疫情后新低；新订单指数为50.9%，环比回落0.6个百分点。一方面，本月我国东部和中部地区遭遇强降雨和台风，对部分行业生产、运输等影响较大；另一方面，受到芯片、煤炭、电力供应紧张影响，部分企业生产活动放缓。需求放缓背景下，产成品库存指数较6月上升0.5个百分点，企业呈现被动补库特征。
- 价格指数加快上涨，中小企业经营压力加大。**由于部分基础原材料供给偏紧，物流运输难度加大，原本增速有所放缓的原材料价格再次反弹，带动产成品出厂价格也加快回升。调查中部分中、小型企业反映，近期原材料成本上涨、订单减少、回款压力加大等问题突出，企业生产经营承压。。
- 外需持续回落。**7月份，新出口订单指数为47.7%，环比回落0.4个百分点，连续4个月回落。一方面，受上游价格、汇率以及运价等多方面因素影响，企业出口意愿有所下降；另一方面，全球经济复苏仍受到疫情反复的影响，叠加海外央行政策逐步退出，海外需求可能低于市场预期。

图 制造业PMI指数 (%，季调)

	PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手 订单	产成品 库存	采购量	进口	出厂 价格	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	配送 时间	经营 预期
2021-07	50.4	51.0	50.9	47.7	46.1	47.6	50.8	49.4	53.8	62.9	47.7	49.6	48.9	57.8
2021-06	50.9	51.9	51.5	48.1	46.6	47.1	51.7	49.7	51.4	61.2	48.0	49.2	47.9	57.9
变动	-0.5	-0.9	-0.6	-0.4	-0.5	0.5	-0.9	-0.3	2.4	1.7	-0.3	0.4	1.0	-0.1



# PMI：暑期消费拉动明显，服务业增速回稳

- 7月份，非制造业商务活动指数为53.3%，略低于上月0.2个百分点，仍持续位于临界点之上，表明非制造业总体保持平稳扩张。
- 受暑期消费带动，服务业增速回稳。**数据变化表明，服务业增速有所回稳。从分行业变化看，暑期消费拉动作用明显，成为服务业增速回稳的主导因素。航空运输、住宿餐饮、文体娱乐以及旅游相关行业的商务活动指数和新订单指数较上月均有明显回升，铁路运输业商务活动指数保持高位，新订单指数较上月也有明显上升。此外，信息服务相关行业继续保持活跃，为服务业稳定也奠定了基础。电信服务业的商务活动指数连续3个月环比上升，保持在61%以上的较高水平。
- 受雨季影响，建筑业增速放缓。**导致建筑业增速回落的原因主要来自以下方面。一是持续雨季汛期给建筑业施工带来影响；二是持续高企的原材料价格在一定程度上延缓了施工进度，本月建筑业购进价格指数在上月大幅回落基础上，又有所回升；三是上半年专项债发行进度略有放缓在一定程度上延缓了投资需求的释放。

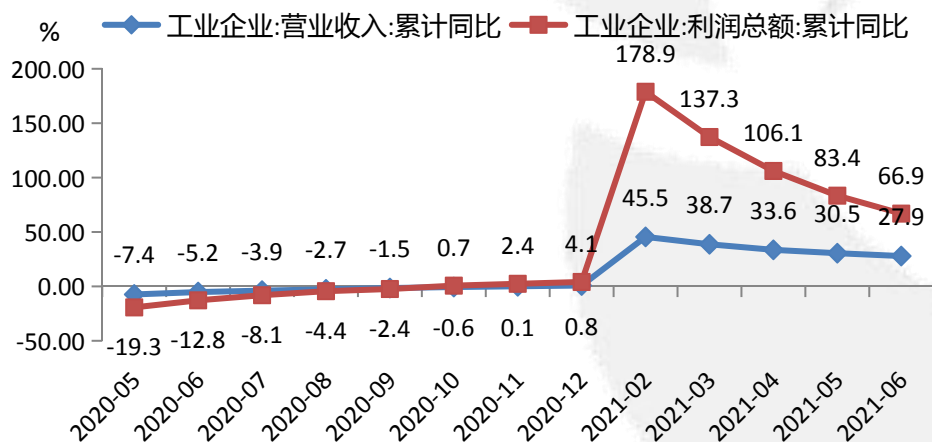
图 非制造业PMI指数（%，季调）



# 上游采矿业利润增速放缓，行业盈利不平衡现象突出

- 从行业大类上看，上游采矿业利润增长较快。1-6月份，采矿业实现利润总额3821.1亿元，同比增长1.33倍；制造业实现利润总额35677.3亿元，增长67.3%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额2684.8亿元，增长16.9%。利润增速分别较1-5月下降3个百分点、17.9个百分点和12.2个百分点。采矿业利润增速有所放缓。
- 上游采矿业和原材料制造业企业利润增长明显。在经济向好、需求扩大、价格上涨、上年同期基数较低等因素共同作用下，化工、钢铁、煤炭行业利润同比分别增长1.77倍、2.34倍、1.14倍，石油加工行业由上年同期亏损转为本期盈利。高技术和装备制造业利润保持较快增长。受益于市场需求改善、企业订单增加、液晶面板集成电路以及集装箱需求旺盛等有利因素，电子、汽车、电气机械、通用设备、金属制品行业利润同比增长34%-53%。消费品制造业利润加快恢复。从所有制看，私营、小微企业盈利恢复相对较慢。

图 各月累计营业收入与利润总额同比增速 (%)

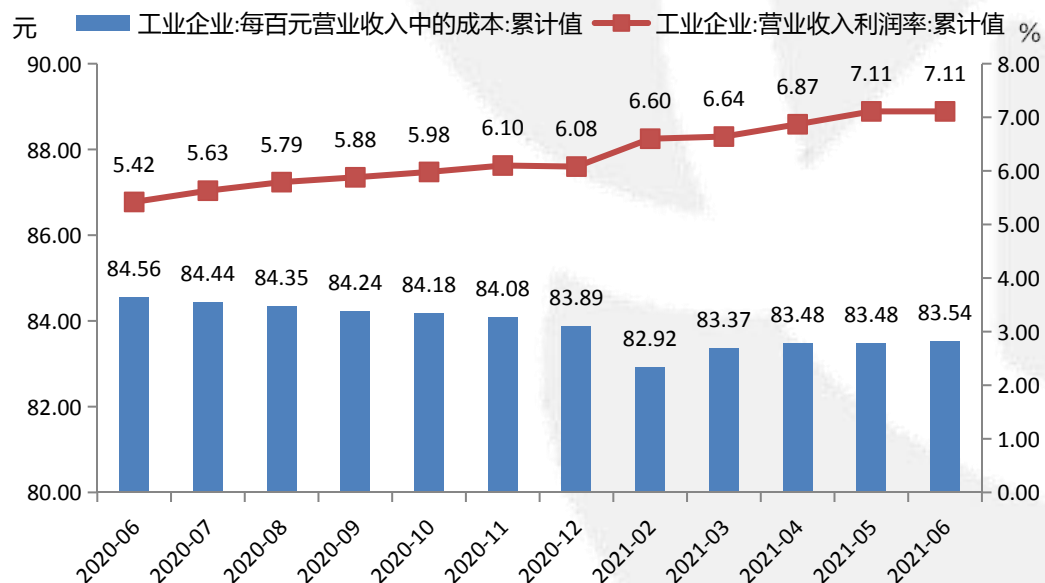




# 单位成本费用下降，企业营收利润率再创新高

- 收入增长快于成本费用，企业盈利水平不断提升。上半年，规模以上工业企业营业收入同比增长27.9%，增速分别比营业成本、费用合计快1.5和9.2个百分点。单位成本费用同比双双下降，每百元营业收入中的成本同比减少0.98元，其中，采矿业、原材料制造业分别减少6.79元、2.64元；每百元营业收入中的费用同比减少0.65元。规模以上工业企业营业收入利润率为7.11%，同比提高1.66个百分点，比一季度提高0.47个百分点。

图 各月累计利润与每百元营业收入中的成本 (%)



# 杠杆率保持稳定，周转效率提升

- 6月末，规模以上工业企业资产负债率为56.5%，同比下降0.4个百分点，自2020年11月份以来连续保持同比下降。分所有制看，国有企业、股份制企业和私营企业资产负债率分别为57.0%、57.3%和58.6%，分别同比下降1.0个百分点、0.2个百分点和0.1个百分点。值得关注的是，小微企业资产负债率历史分位数达到96%的高位，小微企业经营仍面临较大的压力。
- 应收账款增速持续回落，产成品库存周转加快。6月末，规模以上工业企业应收账款同比增长13.1%，比5月末回落1.0个百分点，连续3个月回落。应收账款平均回收期为51.4天，同比减少5.9天，比3月末减少2.4天。产成品存货周转天数为17.4天，同比减少2.5天，比3月末减少0.9天。

图 各类所有制工业企业资产负债率情况 (%)

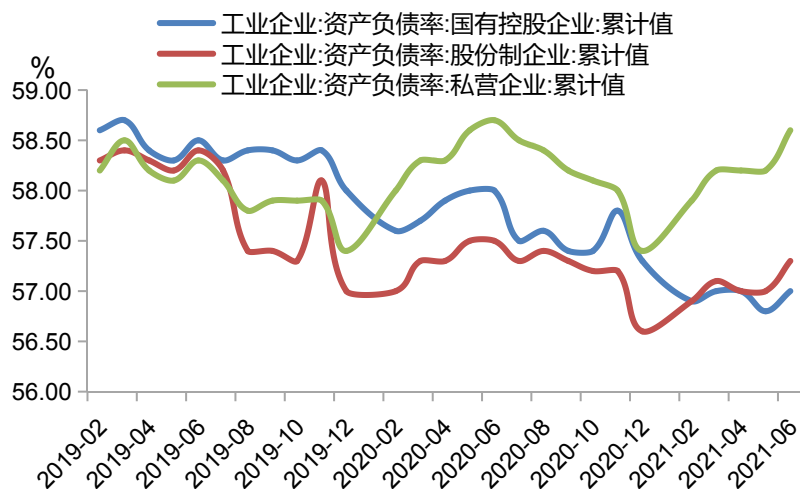
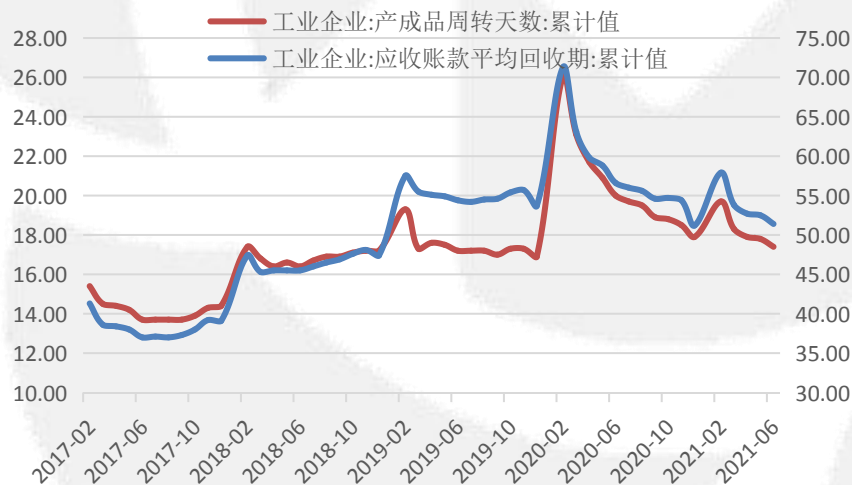


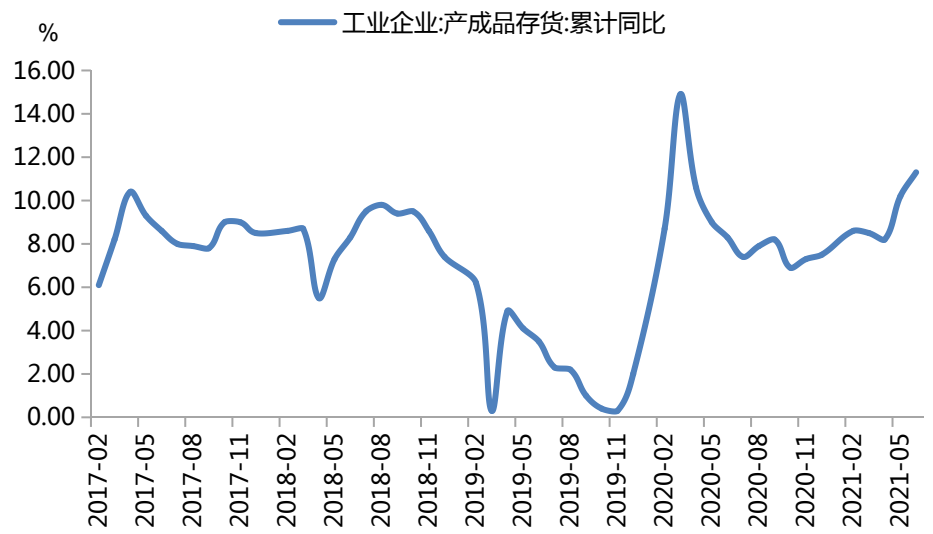
图 产成品周转天数和应收账款回收期



# 企业可能进入被动补库存阶段

- 1-6月，规模以上工业企业产成品存货累计同比为11.3%，比去年同期上升3.0个百分点，比5月末上升1.1个百分点。工业企业营收增速和库存增速出现一降一升组合，显示企业主动补库存进入后半阶段，甚至进入被动补库存阶段。

图 工业企业产成品存货变化情况 (%)



# 地产销售和土地成交继续下降

- 从30大中城市地产销售情况来看，7月地产销售面积和增速继续下降。7月份日均销售面积为56.29万平米/日，较6月（59.96万平米/日）继续下降，同比增速从-0.93%下降至-3.57%。地产销售的下降反应年初以来的严控措施开始对楼市产生较大影响。其中7月份一线城市销售增速降幅最大。
- 从土地成交情况来看，7月份100大中城市土地成交较为冷清，平均每周成交面积为704万平，较6月的1280万平下降较多，同比增速下降至-60%。供地面积下降幅度较小，但同比增速也为负，7月供地同比下降40%。

图 30大中城市日均成交面积同比增速 (%)

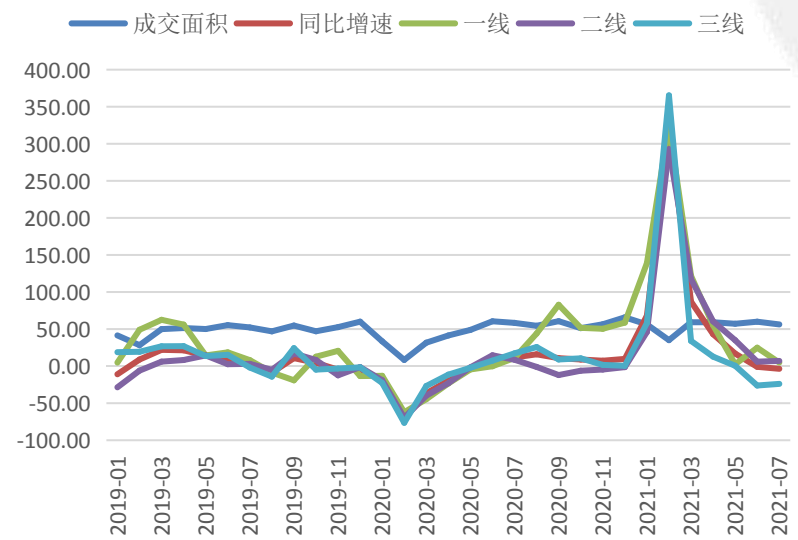
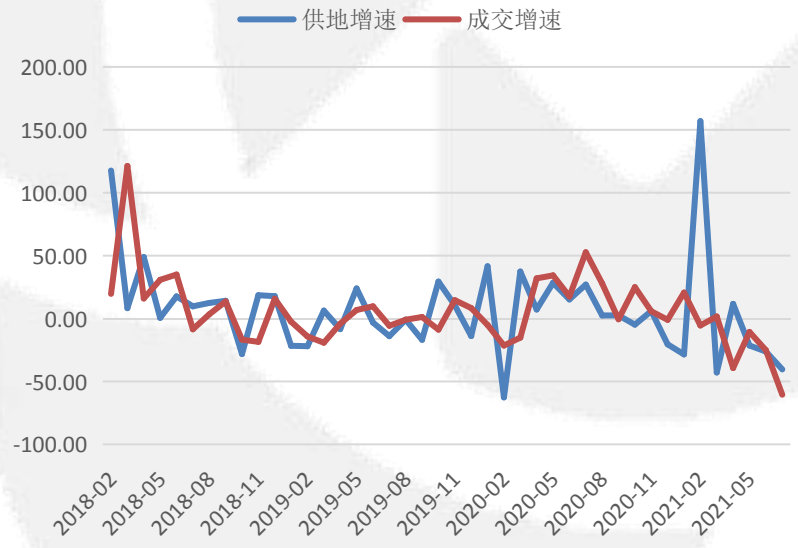


图 100大中城市土地成交面积同比增速



# 钢铁开工小幅回落，库存继续回升

- 7月份以来，受限产和高炉检修影响，钢铁高炉开工率继续小幅回落，从月初的59.53%下降至57.6%。但钢厂盈利比例有所上升，从68.1%回升至74.85%。
- 受高温、台风天气影响，下游开工下降，需求较弱，钢铁库存继续回升，与往年同期相比，目前库存处于较高位置。社会库存从7月初的1480万吨的上升至1524万吨，钢厂库存从7月初450万吨下降至402万吨。

图 钢厂高炉开工率 (%)

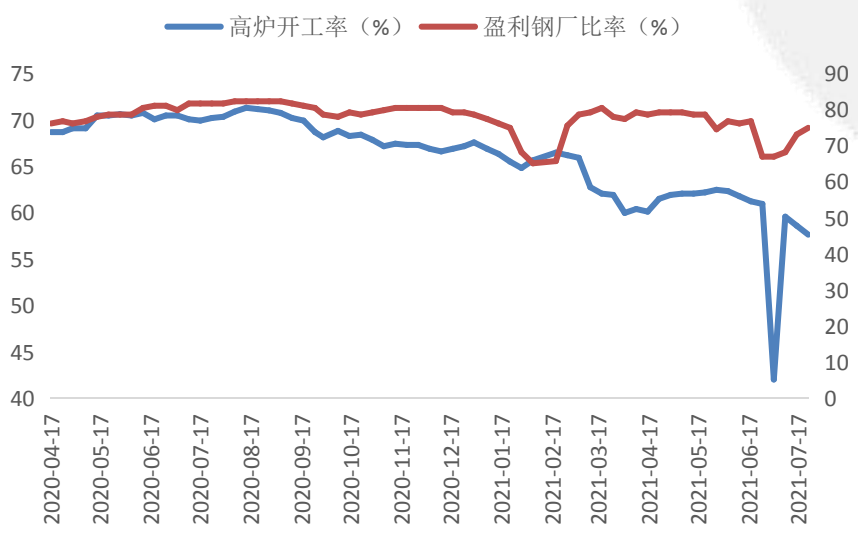
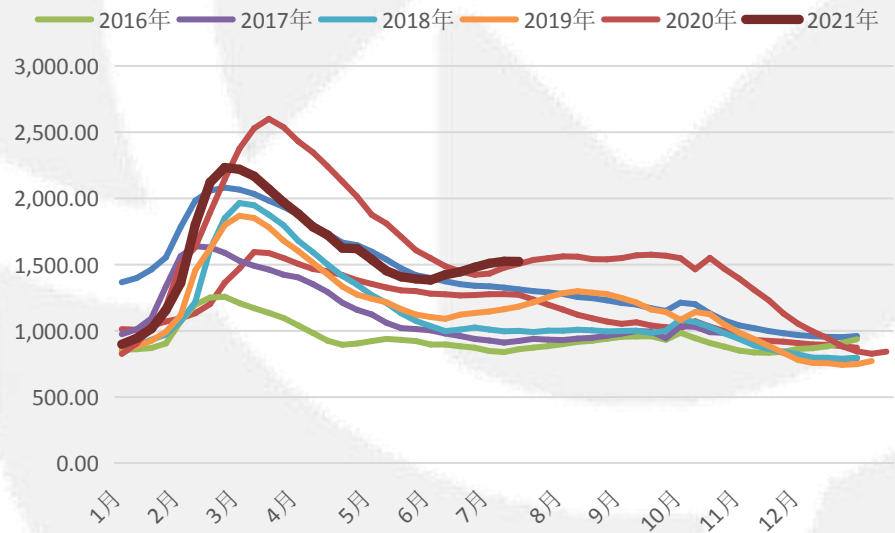


图 主要城市钢材库存 (社会库存合计)

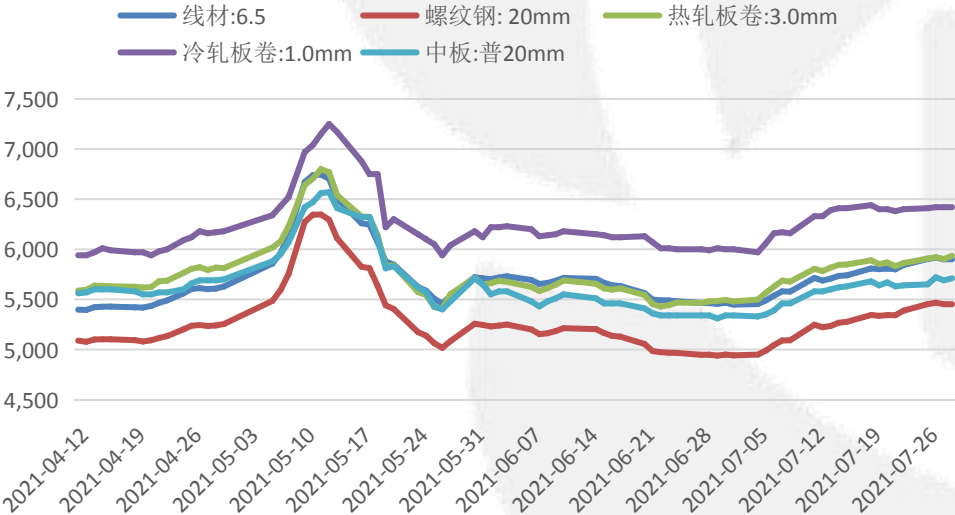




# 钢铁价格小幅上涨

- 从价格方面来看，7月份以来，钢材价格保持上涨趋势。
- 螺纹钢（20mm）从7月初的4949元/吨上涨至5452元/吨；冷轧卷板（1mm）从5495元/吨上涨至5935元/吨。

图 各类钢材价格



# 7月政治局会议解读

- ❖ 1、经济持续稳定修复，但对未来经济形势保持谨慎。
- ❖ 会议对二季度的经济走势总结较为积极，“稳定恢复、稳中向好”，但对下半年经济形势保持谨慎，主要体现在两个方面。一是删除了4月政治局会议中的“要用好稳增长压力较小的窗口期”，显示与4月份相比，当前稳增长的压力有所增大。二是对后续形势判断中，增加了“外部环境更趋复杂严峻”，内部仍然维持“经济恢复不稳固、不均衡”的表述。
- ❖ 从外部环境看，前期全球经济同步复苏的共振效应正在逐步减弱。一是delta毒株在全球扩散，该毒株传播力较强，令全球防疫工作再次遇到阻碍。二是出口动能减弱，海外生产逐步恢复对我国出口形成挤压。三是美联储QE退出临近，给国内政策协调带来压力。四是中美关系再次面临挑战。
- ❖ 出口是支撑疫情后国内经济恢复的主要动力，因此若后续外部环境趋于严峻，将使得出口增速难以维持。而与此同时，内需恢复仍然不稳固、不均衡，难以对出口的下行形成补充，因此整体对下半年的经济走势保持谨慎。
- ❖ 2、宏观政策跨周期调节，做好今明两年政策衔接。
- ❖ 在前述形势下，稳增长压力有所增大，会议指出要“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”。
- ❖ 与4月份相比，增加了“宏观政策跨周期调节”，会议采用了跨周期调节而非逆周期调节，显示政策目前更多是“预调”。目前企业盈利和通胀偏高，下行压力可控，仍然偏“窗口期”，但明年上半年企业盈利和通胀走低，稳增长压力可能会增大，因此会议提出了“统筹做好今明两年宏观政策衔接”，目前处于跨周期调节的预调期，为明年上半年可能出现的经济下行做好准备。



# 7月政治局会议解读

## 3、财政政策更为积极，地方债发行加速。

- 财政政策方面，表述更为积极。会议指出“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。”
- 其中，合理把握政府债券发行进度提示三季度地方政府债券发行即将加速。今年具有明显的财政后置特点，全年计划新增地方政府一般债券和专项债券合计4.27万亿，截至7月底，二者合计新增2.33万亿，发行进度约为55%。按照合理把握发行进度的要求，剩余额度预计在下半年而不是以往截止到三季度发行，近期地方债发行已经开始加速。“推动今年底明年初形成实物工作量”也将对今年四季度到明年上半年的经济走势起到平滑作用。

## 4、货币政策以我为主，保持流动性合理充裕。

- 货币政策延续了4月份会议的“保持流动性合理充裕”，并指出这一点主要是为了“助力中小企业和困难行业持续恢复”。
- 央行在7月15日提出全面降准0.5个百分点，主要目的也是为了降低中小企业融资成本。从PMI看，疫情后小企业景气度弱于大型和中型企业，主要表征中小企业的BCI指数（中国企业经营状况指数）下行幅度也较大。而近期PPI见顶回落、累积了较多的MLF到期，带来了一个较好的降准窗口期。但降准后7月20日的LPR利率并未下调，显示银行负债端成本仍然较高，叠加四季度仍有2.45万亿MLF到期，后续有可能继续降准予以支持，资金面预计保持稳定。



# 7月政治局会议解读

- ❖ 5、三季度重点领域风险逐步释放。
- ❖ 在防风险方面，会议指出“要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，完善企业境外上市监管制度。”
- ❖ 其中，重点领域风险主要包括三个方面：
- ❖ 一是地方政府债务风险，本次会议提出“落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，“落实”较4月份会议的“建立”更进一步，显示目前基本框架已经建立，政策进入落实阶段，后续可能有更为详细的政策或者处置方案出台，如近期发布的15号文。
- ❖ 二是房地产风险，对地产会议再次提出“稳地价、稳房价、稳预期”，再次提出三稳更多是在趋严的政策导向下发挥稳定预期的作用。
- ❖ 三是企业境外上市监管制度，结合近期滴滴美国上市所暴露出的数据安全问题，反映出对于境内企业赴境外上市的监管存在一定漏洞，后续将对此进行规范。
- ❖ 总体而言，下半年在经济下行压力还可控的背景下，三季度是风险释放的一个窗口期。国内方面，近期各项政策出台后，部分行业和企业风险已经开始暴露。海外方面，中美关系再次面临挑战，对市场风险偏好的影响也开始增大。





# 7月政治局会议解读

- ❖ 6、产业政策关注国产替代、新能源汽车，碳达峰工作更进一步。
- ❖ 产业政策方面，重点提及了“支持新能源汽车加快发展”、“开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业”。会议延续十四五规划中对科技的重视，继续坚持国产替代和产业链安全。
- ❖ 在碳达峰、碳中和方面，会议较4月份“有序推进”更为详细。提出“尽快出台2030年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展”。主要是针对二季度以来，碳达峰工作中出现的各项问题，如减排政策过于激进，使得国内大宗商品价格出现明显上涨，部分区域持续拉闸限电，加剧了成本和通胀压力等。会议提出尽快出台行动方案，并且进行纠正，要“先立后破”，即在新能源、新基础设施建立之后再对旧动能集中清理，防止短期内产能下降太快带来通胀压力。
- ❖ 7、首次提及人口生育问题。
- ❖ 2021年5月，第七次人口普查结果出炉，尽管与2010年第六次人口普查人数相比，我国人口增长了5.38%至14.43亿，但从增长率看，近年来连续下滑，每年新生儿数目也出现较大幅度下降，后续人口增长压力较大。
- ❖ 因此，在7月份政治局会议中，首次提及人口问题。人口作为重要的生产要素，对我国后续经济增长至关重要。而近年来我国人口红利逐渐消退，老龄化日益严重，经济增长动能受限。对此，会议指出要“推进基本养老保险全国统筹，落实“三孩”生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套。”近期相关政策已陆续出台，包括总量层面从效率为主逐步转向公平更为重要，行业层面对教培行业进行整改，防止资本无序扩张，以及出台相关的养育配套政策等。





## 第三部分 流动性及货币政策

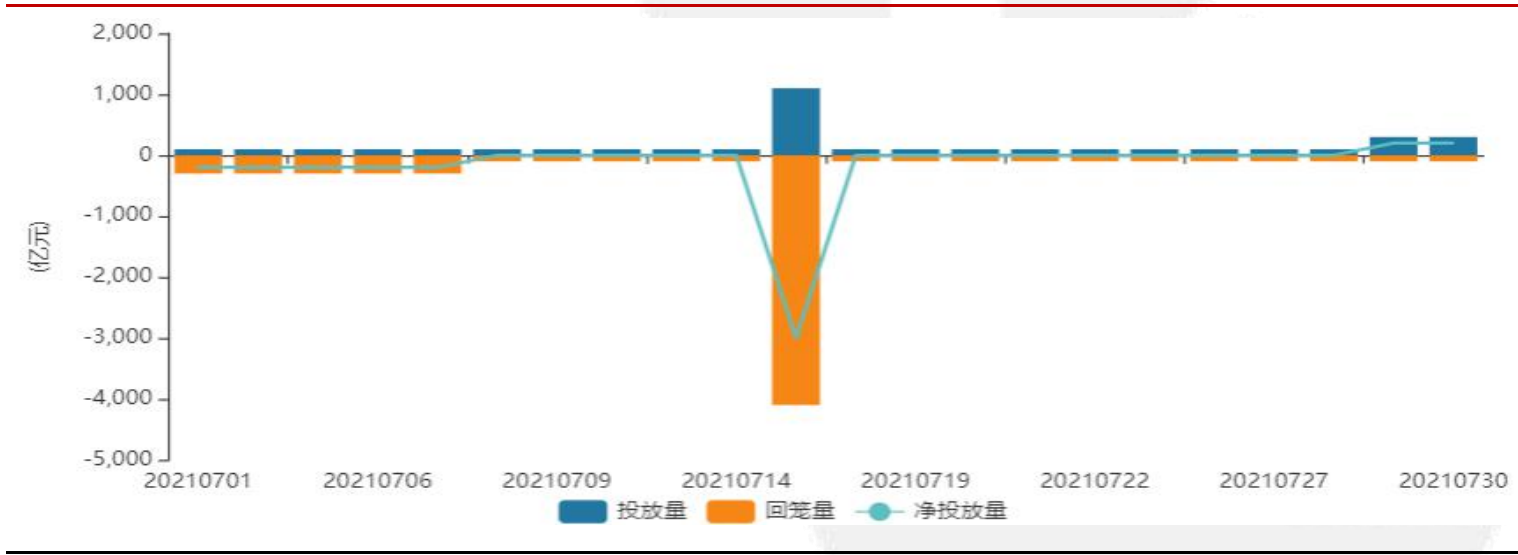
### 货币政策中性偏宽，流动性总体平稳



# 流动性回顾：资金面偏宽松

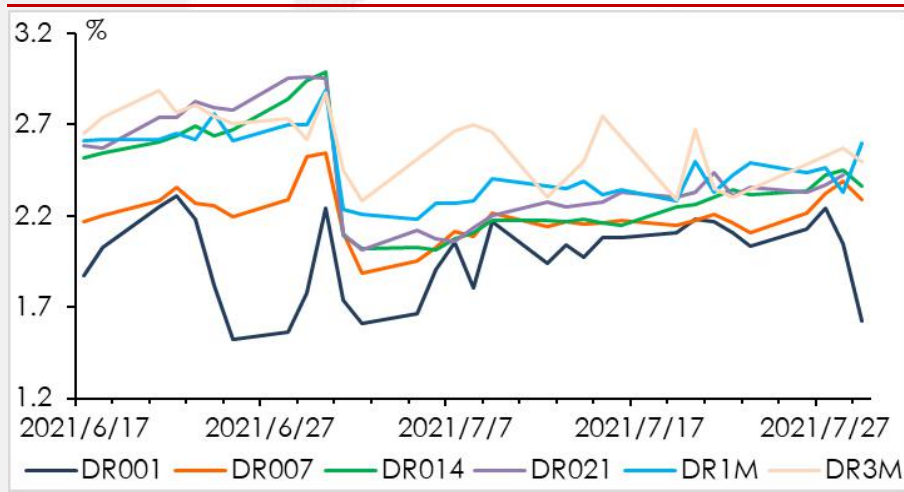
- 7月以来，国内经济结构向好，边际走弱，货币政策总体中性，边际稍放松，政策利率维持不变。为弥合经济恢复不平衡，降低企业融资成本，央行全面降准0.5个百分点，并部分替换到期MLF，货币政策边际有所放松。由于地方专项债发行节奏仍偏慢，流动性大部分时间偏宽松，临近月末受跨月因素影响而表现为略紧。
- 7月以来，由于全面降准实施释放长期资金约1万亿元，央行公开市场投放表现为净回笼。至7月30日，央行公开市场操作净回笼3600亿元。其中，逆回购到期3200亿元，投放2600亿元；MLF到期4000亿元，投放1000亿元。

图 央行公开市场操作（亿元）



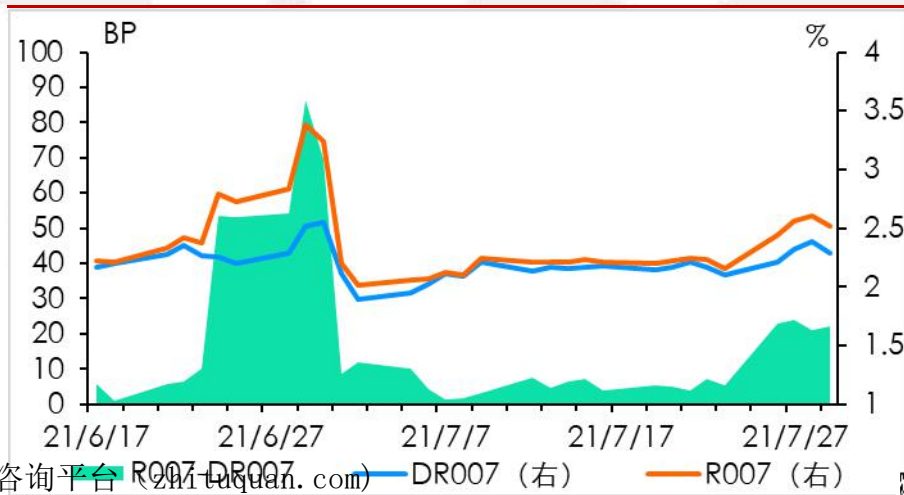
- 7月以来，短期资金价格下行后总体保持平稳。至7月29日，与6月底相比，DR001下行62BP至1.62%，DR007下行26BP至2.29%，DR014下行62BP至2.36%，DR1M下行53BP至2.42%，DR3M下行37BP至2.5%。8月地方债发行迎来小高峰，资金面总体适中，阶段出现偏紧状态，短期资金价格可能有所上行。

### 图 短期资金价格下行后保持平稳



- 7月以来，R007和DR007利差总体处在20BP以内及附近的较低水平，流动性分层总体很小。地方专项债发行迎来小高峰，流动性短期可能适中至略紧，流动性分层短期预计稍增大。

### 图 流动性分层总体很小

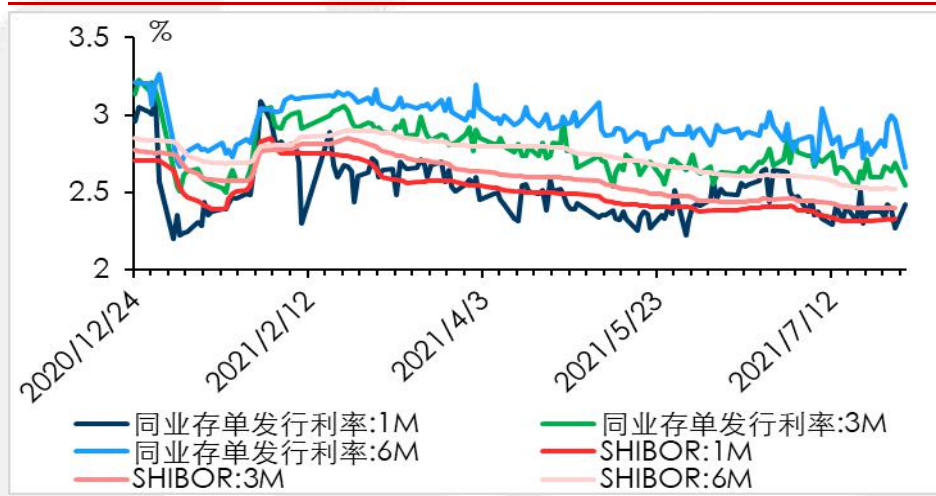


# 流动性回顾：长期资金价格总体平稳略下行

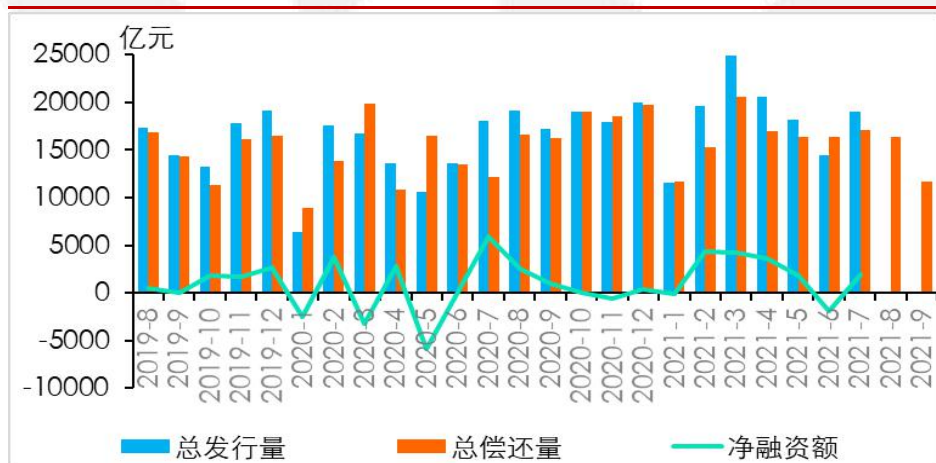
- 7月以来，长期资金利率总体平稳略有下行。至7月29日，较6月底，同业存单各期限利率：1M下行9BP至2.42%，3M下行14BP至2.559%，6M下行17BP至2.66%；Shibor各期限利率：1个月下行8BP至2.33%，3M下行6BP至2.4%，6M下行8BP至2.53%。短期看，长期资金预计以平稳为主，略有上行。

- 8月，同业存单总偿还量2.8万亿元，滚动发行压力适中。8月地方债发行小高峰预计阶段推动流动性偏紧，同业存单利率预计略有上行。

### 图 长期资金价格总体平稳略下行



### 图 同业存单滚动发行压力适中（亿元）



## 事件：

- 2021年7月27日，中国市场出现股债汇三杀局面。上证指数收盘大跌2.49%，失守3400点，这是继前一日大跌后的再次大跌；国债期货主力合约T2109大跌0.35%，10Y国债活跃券210009.IB收益率上行4.4BP；美元兑人民币一度大幅下跌，跌破6.51，创4个月低点。

## 点评：

### 一、监管力度加强引发市场恐慌

- 近期政策对教育、互联网、地产等重点行业加大监管力度，引发相关股票暴跌，进而激发市场恐慌情绪。7月24日两办印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，引发中概股教育股26日和27日连续暴跌。政策同时加大查处互联网巨头的垄断行为。房地产调控持续加码，7月23日上海市率先上调房贷利率；7月26日，据报道，被纳入“三道红线”试点的几十家重点房企，已被监管部门要求买地金额不得超过年销售金额的40%（即拿地销售比），且买地金额含公开市场拿地+收并购方式拿地。

### 二、中美关系再次紧张引发内外资抛售

- 不少香港基金经理表示，最近外资在陆续卖出中国资产，一方面源于中国监管政策的持续加强，另一方面源于对中美关系进一步紧张的担忧。7月26日中美在天津举行会谈，双方针锋相对，分歧依然巨大，火药味很浓。美国方面近期表示，在美上市中国公司必须披露潜在的政策风险，否则可能违反法律。市场担心，美国会就中国公司信息披露问题展开调查。同时市场传出，美国可能会限制美国基金在中国的投资，内外资均恐慌性大幅抛售中国资产。





## 三、暂时性恐慌不改中国资产良好发展

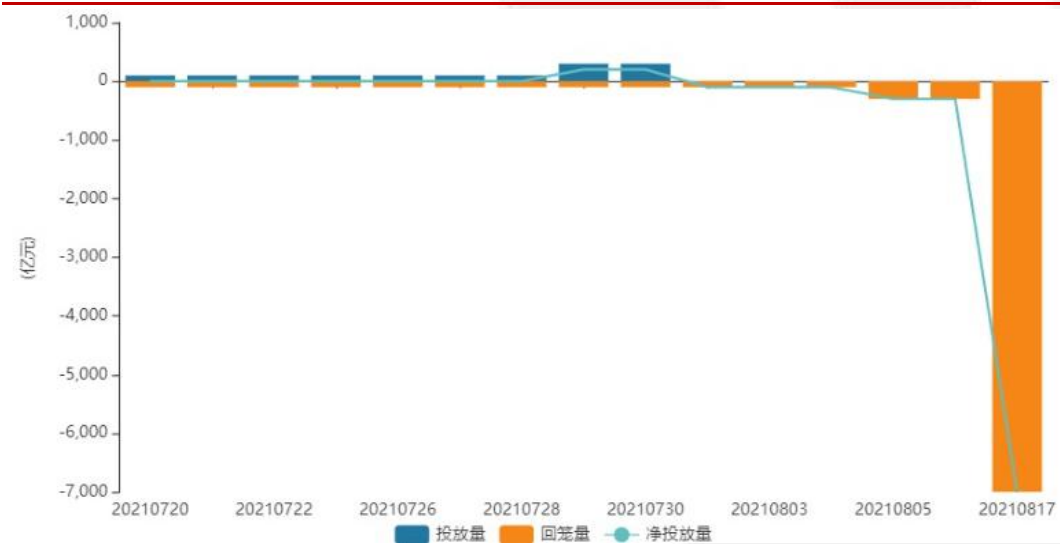
中国的经济基本面依然是全球最好，最稳健的，全面降准也为经济提供了托底支撑，股市经历大跌后预计趋于稳定，外汇在央行政策利率未动，货币政策大基调中性，以及出口韧性支撑下不具有大跌基础。债市的下跌更多是情绪因素，短期资金较稳定，基本面结构向好、边际弱化格局也对债市较友好，地产和地方债务的严厉把控令后续资产荒持续，债市收益率上有顶，当前主要矛盾还是地方债供给节奏对流动性的阶段冲击，注意把握其中带来的机会。



# 流动性前瞻：总体适中，阶段略紧

- 展望8月，共有7900亿元资金到期，其中逆回购到期900亿元，MLF到期7000亿元，到期压力较大。
- 7月政治局会议判断外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍不稳固、不均衡，因此要求，积极的财政政策提升效能，合理把握地方债发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕。在经济边际走弱进一步明显，国内局部疫情再次爆发，中美关系紧张背景下，预计货币政策呈现中性偏宽态势，流动性继续保持合理充裕。已发布地方专项债发行计划显示，8月地方债供给迎来小高峰，流动性可能总体适中，阶段略紧。

图 8月流动性到期压力较大（亿元）



## 第四部分 利率债策略

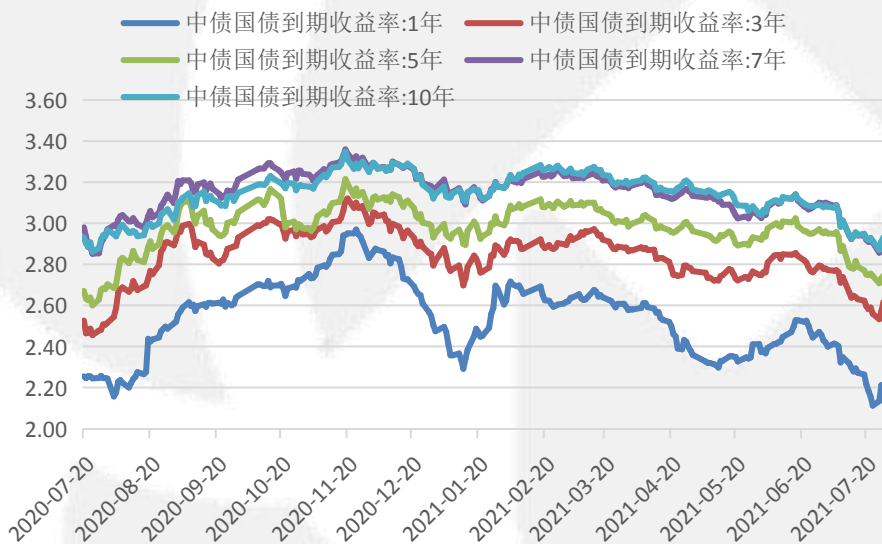
### 利率上行风险较小，继续持有择机止盈



# 利率债走势回顾

- 7月份以来，收益率继续下行。
- 进入7月以来，央行意外降准带动收益率大幅下行，也打消了市场对货币政策收紧的预期。后续多项风险陆续爆发，包括地产政策趋严、教培行业整改、南京疫情爆发等等，使得市场对后续经济增长的预期再度下调，风险偏好下降，收益率在前期降准后的基础上继续下行。
- 具体看，10Y期国债收益率从2.95%下降至2.88%，10Y国开收益率从3.33%下降至3.28%。

图 7月债券收益率快速下行



# 收益率分位数下行

- 收益率所处的分位数也随利率下行继续下降。
- 其中国债关键期限的分位数分别为21%、26%、18%、14%、8.8%。
- 国开债关键期限的分位数分别为14%、12%、15%、9.5%、9.5%。
- 从收益率曲线看，目前国债收益率曲线上3Y较陡，国开债收益率曲线上5Y较陡。

**图 国债关键期限收益率**

2021/7/29	期限(国债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前水平	2.16	2.58	2.72	2.87	2.88	3.48
历史均值(近10年)	2.65	2.97	3.18	3.38	3.47	4.05
当前-均值	-0.49	-0.40	-0.47	-0.51	-0.59	-0.57
分位数	<b>21.2%</b>	<b>25.5%</b>	<b>17.7%</b>	<b>13.5%</b>	<b>8.8%</b>	<b>6.6%</b>

**图 国开债关键期限收益率**

2021/7/29	期限(国开债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	20年
当前水平	2.24	2.74	3.06	3.25	3.28	3.50
历史均值(近10年)	3.11	3.54	3.79	3.99	4.05	4.50
当前-均值	-0.88	-0.81	-0.73	-0.73	-0.77	-1.00
分位数	<b>14.4%</b>	<b>11.7%</b>	<b>14.6%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>1.9%</b>

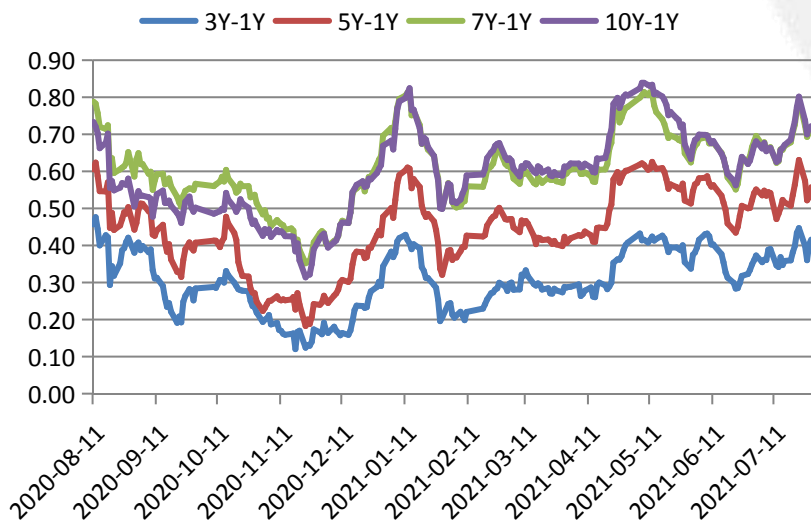




# 国债期限利差扩大，收益率曲线变陡

- 从期限利差看，7月份受降准影响，短端收益率下降幅度更大，期限利差呈现扩大走势，收益率曲线走陡。
- 从期限利差水平看，目前国债（3Y-1Y）期限利差水平较高，处于近十年历史分位数77%，国开债5Y、7Y与1Y期限利差水平较高，分别处于近十年历史分位数77%、72%。

**图 国债期限利差**



**图 国债、国开债期限利差**

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.42	0.56	0.71	0.72
历史均值（近10年）	0.32	0.53	0.73	0.82
当前-均值	0.09	0.02	-0.02	-0.10
历史分位数	76.90%	66.60%	62.50%	56.80%

国开期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.50	0.83	1.02	1.04
历史均值（近10年）	0.43	0.67	0.87	0.93
当前-均值	0.07	0.15	0.15	0.11
历史分位数	65.50%	76.90%	72.20%	69.20%



# 隐含税率短端下行，长端上行

- 降准后，国债收益率下行幅度大于国开债，隐含税率小幅上行。7月26日之后，受股票市场大跌影响，国开债短端被买入较多，短端隐含税率下行。
- 从绝对水平看，截至7月29日，国开债关键期限隐含税率分别为3%、6%、11%、12%、12%、12%，17Y、10Y隐含税率上行幅度较大，分别处于历史分位数17%、35%。

图 国开债隐含税率

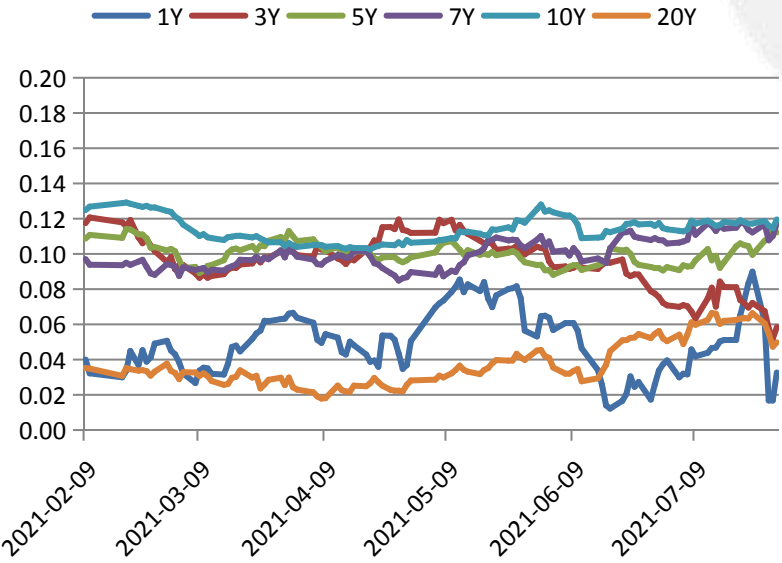
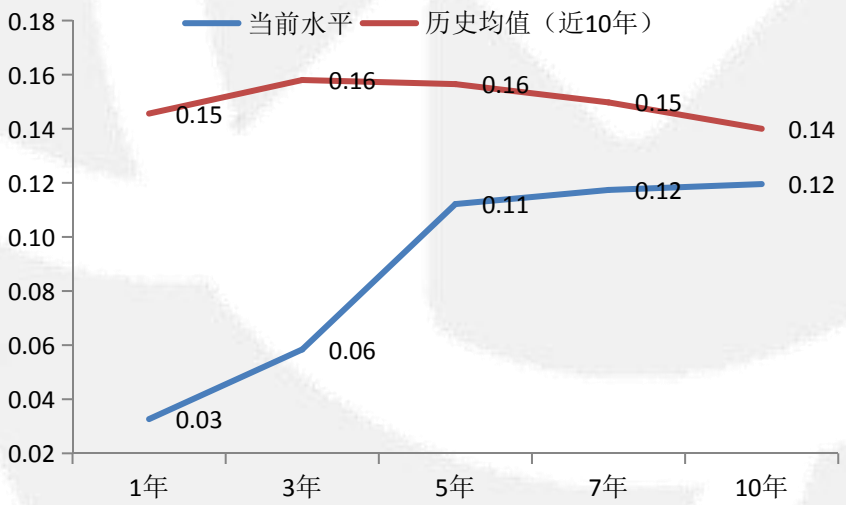
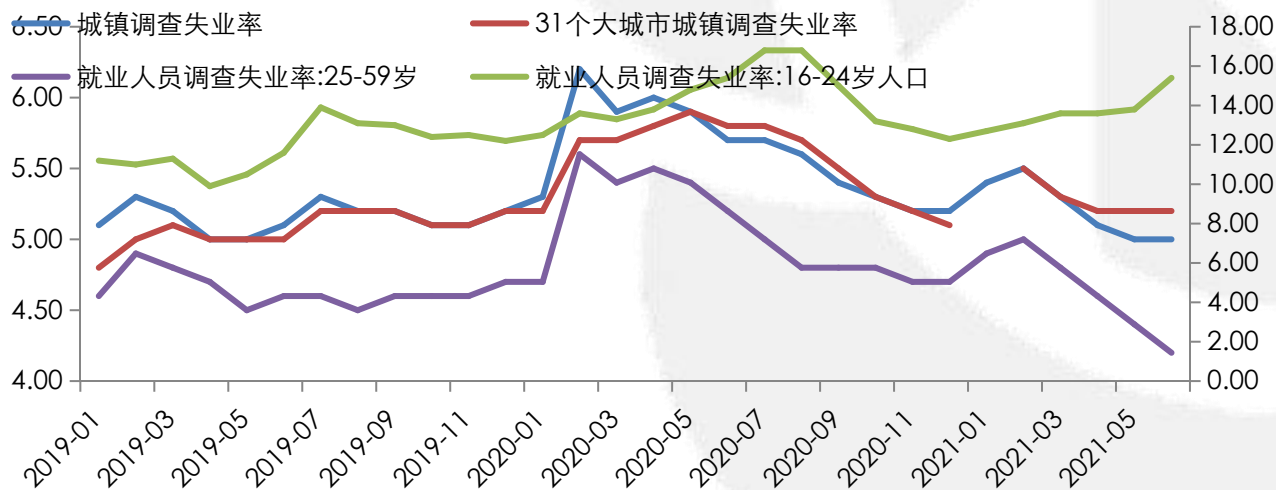


图 国开债隐含税率



- 从经济基本面看，6月份数据显示经济仍然具备韧性，投资、出口和消费略微超出预期，通胀从高位开始回落。目前经济的隐忧主要有两点：
- 一是结构分化，小企业经营情况堪忧。二季度GDP同比增速7.9%，不及市场预期的8.5%，一部分原因是服务业景气度较差，但未反应在月度数据中，另一部分原因是中小企业经营情况较差，而经济数据多统计规模以上企业的数据，因此会出现总体增速低于预期的情况。从6月PMI和BCI指数看，中小企业经营情况景气度在下行，主要由于上游原材料成本提高、下游议价能力较弱而挤压利润。
- 第二点隐忧是6月份16-24岁群体的失业率较高，较前值提高1.6个百分点到了15.4%，与疫情期间2020年6月相当。这部分群体失业率较高可能与2021年毕业生数量较大有关，也可能是企业用工需求较弱，需持续关注。

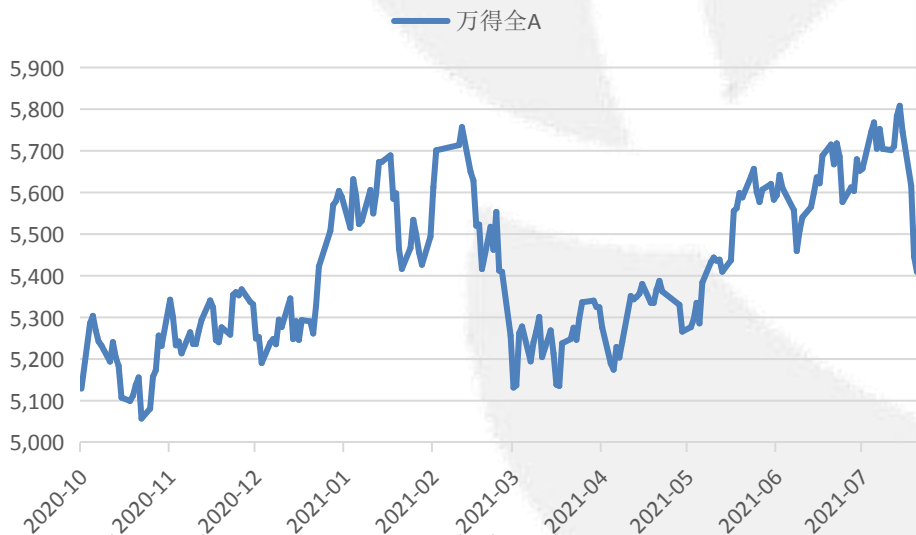
### 图 城镇调查失业率 (%)



# 风险集中释放，货币政策预调

- 在经济分化加深的背景下，央行此时进行降准，力推降低企业融资成本，缓解中小企业融资压力。
- 除此之外，三季度开始，各项风险陆续释放。首先是房地产限购更为严格，多地出台二手房交易价格指导、提高房贷利率等政策，地产销售热度下降；其次是地方政府债务继续化解，15号文出台使得城投企业再融资条件更为严格，债务风险逐步释放；三是对互联网等平台企业加强监管，对教培行业进行规范等。
- 在风险释放过程中，股票市场和债券市场的波动加大，央行提前进行降准也是对此进行预调微调。此次降准后LPR利率并未下调，显示降准对银行负债成本的降低作用有限，鉴于四季度仍有2.45万亿MLF到期，央行可能再度降准进行置换。

图 股票市场大幅回调 (%)



# 资金利率未明显下降，存单利率持续低于MLF

- 降准后货币市场资金利率中枢未明显下降，银行间7天质押式回购加权利率中枢仍然在2.2%左右，显示资金面未出现大幅宽松的现象。但从存单利率看，降准后一年期存单利率从2.9%下降至2.73%附近。从2019年经验看，在多次降准的影响下，银行负债端成本降低，存单利率持续低于MLF利率，近期存单利率预计难以向MLF收敛。
- 从狭义流动性看，下半年各项风险逐步释放，为预防系统性风险发生，货币政策对资金面较为呵护，资金利率大幅上行的可能性比较低。

图 银行间质押式回购加权利率 (%)

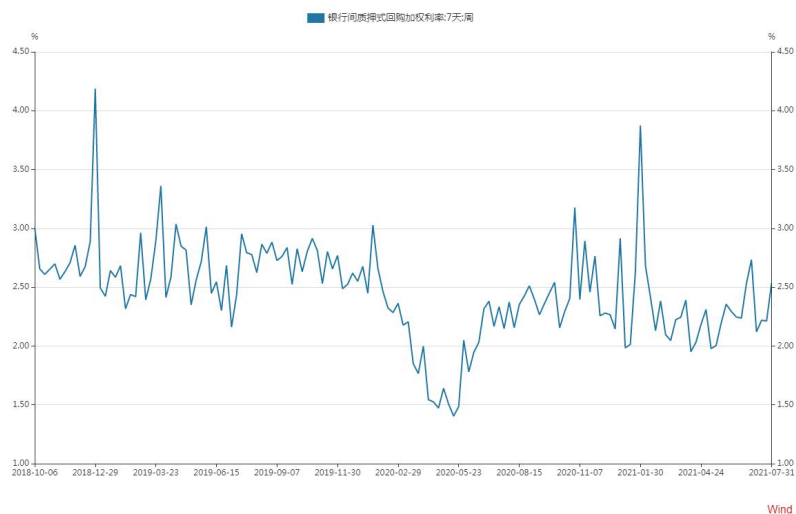
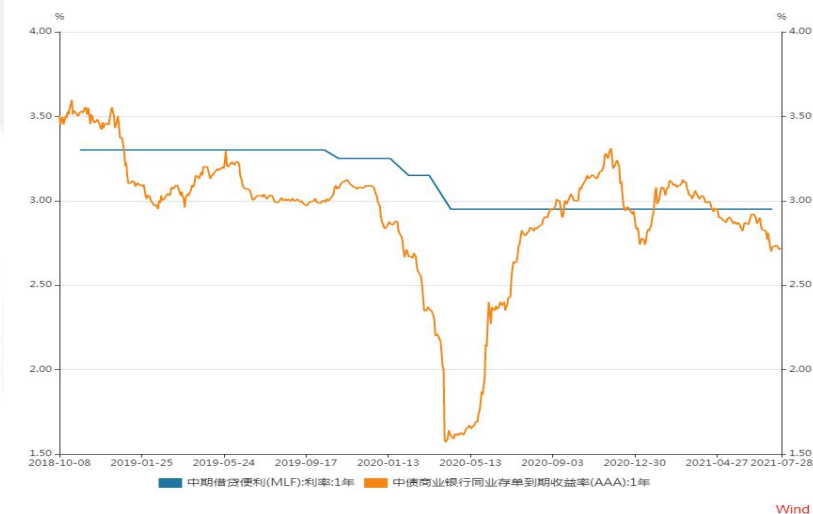


图 同业存单利率下行 (%)

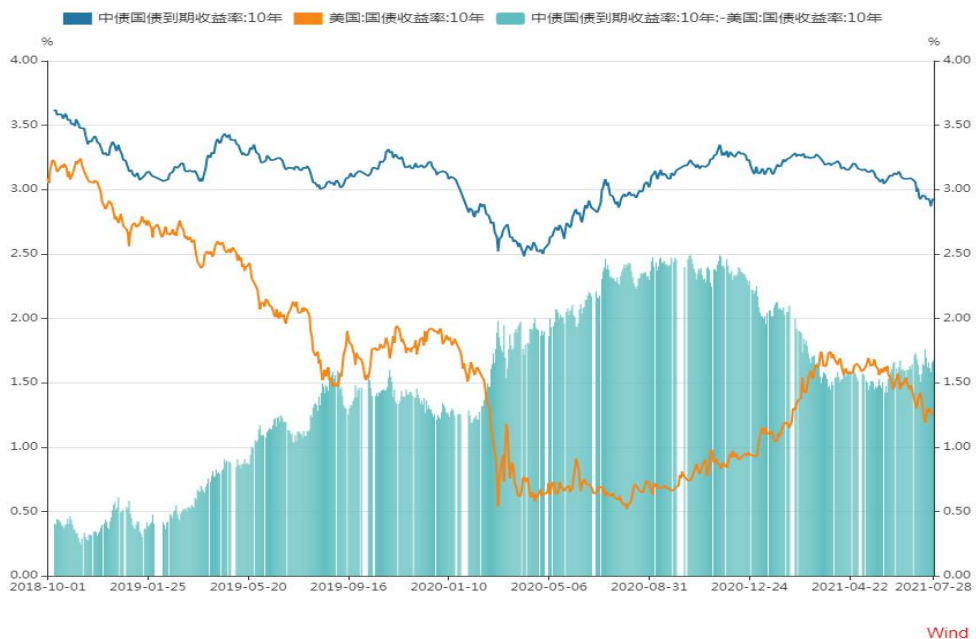




# 美债收益率上行，中美利差缩窄

- 7月份以来，中国和美国国债收益率均持续下行，中美10Y国债利差继续维持在160BP左右。尽管我国债券收益率较前期有所下行，但相对而言，利差水平仍然较高，叠加人民币贬值压力较小，目前人民币债券对境外机构仍然具备一定吸引力。但在股票市场波动加大时，境外机构可能出于流动性需要卖出债券，对收益率产生一定影响。

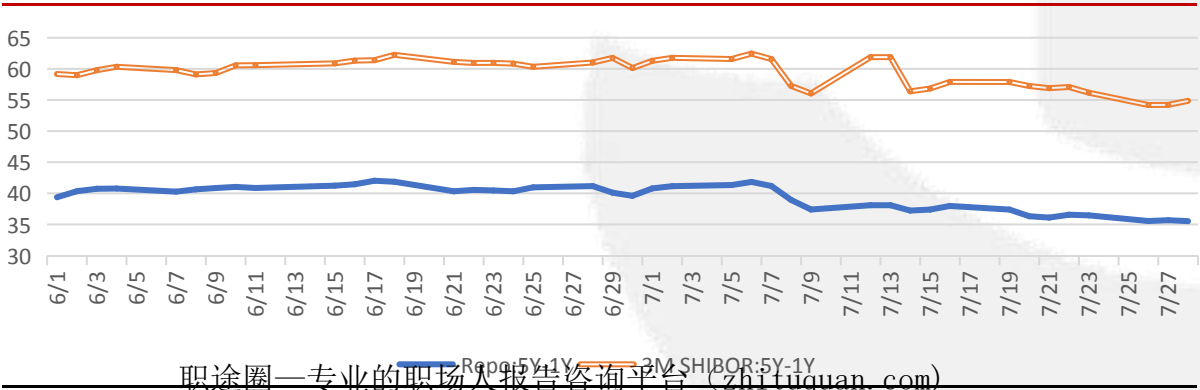
图 中美利差缩窄 (%)



# IRS：建议择机Sell IRS获取息差

- 7月7日的国常会提到将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支持。在两日后央行宣布15日启实行全面降准，市场情绪对于此次非预期降准信号表现在了各品种的互换利率上。截至7月28日，Repo 1年期报2.4025%，较月初下行9.1bp；Repo 5年期报2.7578%，较月初下行14.36bp；3M Shibor 1年期报2.6441%，较月初下行12.33bp；3M Shibor 5年期报3.1927%，较月初下行18.76bp。
- 7月15日降准后，7天银行间质押式回购利率围绕2.2%的价格中枢波动，没有进一步单边下行的趋势。且央行货币政策司长孙国峰在国新办新闻发布会上强调，此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健的货币政策取向并没有发生改变。因此短期流动性过于宽松的概率不大，建议择机Sell IRS获取息差。
- 期限利差方面，截至7月28日，Repo 1\*5报35.53bp，较月初下行5.26bp；3M Shibor 1\*5报54.86bp，较月初下行6.43bp。在稳健货币政策的导向下，短端持续走窄的概率较小，建议适时止盈上一月所推荐的做窄利差策略，后续待联储开启Taper的行动后可择机做宽。

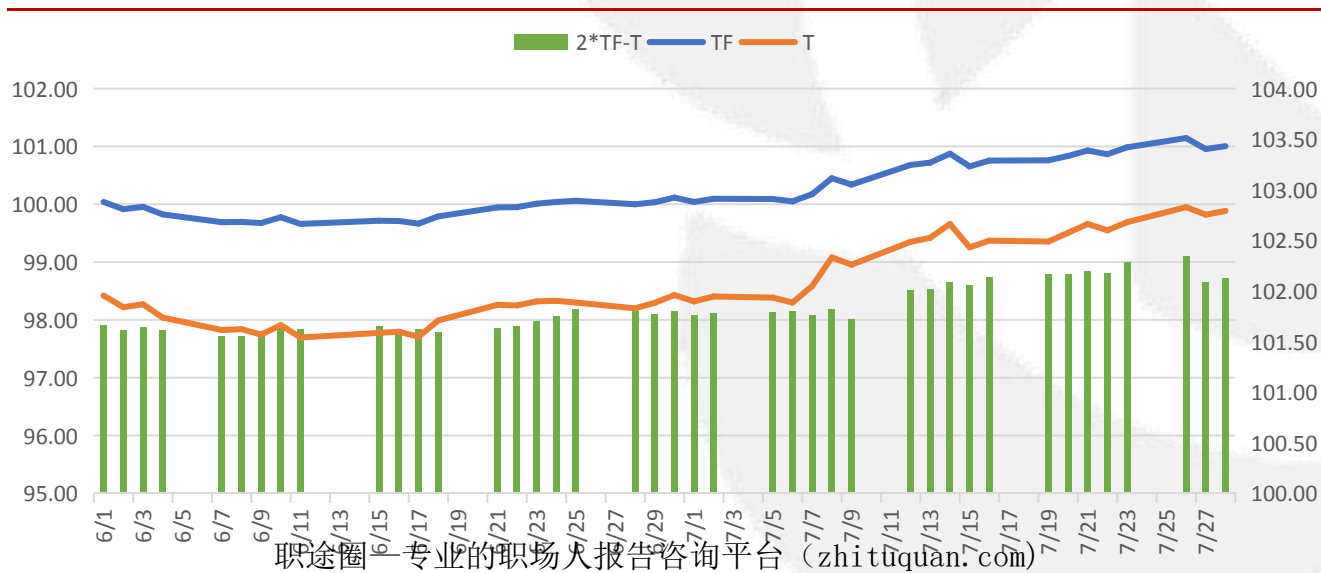
图 2021年Repo及Shibor3M1\*5期限利差走势 (bp)



# 国债期货：跨品种策略建议先保持观望

- 7月超预期的降准为债市注入一针强心剂。截至7月28日，TF品种报101.005，较月初上涨0.965；T品种报99.885，较月初上涨1.565。从这一段时间的走势上来看，7月7日（国常会提及适时降准）以及7月12日（降准消息出现后的第一个周一）贡献了7月最大的两根阳线。
- 从跨品种价差来看，截至7月28日，2\*TF-T报102.13，较月初上涨0.36。在市场将降准预期消化完毕后，近一周内跨品种价差处于震荡态势，预计在稳健的货币政策导向下短期内将维持横盘的走势，建议先保持观望，待到后续联储采取Taper行动可再择机做宽价差。

图 2021年国债期货期限利差走势



# 债券市场后续影响因素

综合来看，债券市场后续影响因素有以下几点：

利多因素：

- 1、**狭义流动性偏宽松**。在中小企业经营压力较大、青年团体失业率较高的背景下，货币政策降准予以支持。同时三季度多项风险开始释放，为防止发生系统性风险，狭义流动性预计保持宽松，利率大幅上行的可能性比较低。
- 2、**经济复苏边际走弱**。尽管6月数据显示出口、消费仍然有韧性，但经济增长也存在隐忧，尤其体现在中小企业经营压力增大。向后看投资方面地产和基建投资增速延续下行，出口增速可能见顶回落，库存周期也逐步走向被动补库，经济开始走弱，对债券市场有利。
- 3、**多项风险释放，风险偏好下降**。近期多个行业监管政策的出台，对股票市场形成较大的冲击。同时城投风险、地产风险也在逐步释放，中美摩擦再起，近期内整体风险偏好可能下降。

利空因素：

- 1、**利率债供给仍然是不确定因素**。目前7月份资金面有降准支持，但后续8、9月国债、地方债的发行压力仍然较大，供给可能仍然会形成一定扰动。
- 2、**海外货币政策逐步收紧**。美国通胀持续上行，海外货币政策预计将逐步收紧，鉴于前期外资流入较多，若美元走强后人民币贬值压力较大，可能使国内债券市场的境外资金产生流出压力。



- 7月份以来，受央行超预期降准影响，收益率大幅下行。随后多项风险事件爆发，利率延续下行趋势。从经济基本面看，下行压力开始逐步增大。一方面出口增速受海外生产恢复挤压，可能坚定回落；另一方面国内地产投资下行趋势比较确定、消费增速乏力。同时中小企业经营情况也不容乐观，青年团体失业率上升幅度较大。在此背景下央行降准进行预调微调，向后看三季度仍有多项风险尚待释放，如城投、地产、互联网监管等，为防止发生系统性风险，货币政策预计继续配合。整体看基本面利多债券、流动性较为充裕，债券市场风险较小，利率大幅上行的可能性较低。但当前收益率大幅下行后点位较低，多头比较拥挤，同时利率债供给仍未释放，收益率可能出现调整。建议交易盘现有持仓继续持有，若扰动出现可适度止盈；配置盘在利率低位久期不建议过长，可选择5Y左右政金债配置。





## 第五部分 信用债策略

### 利差降至历史低位，信用下沉保持谨慎

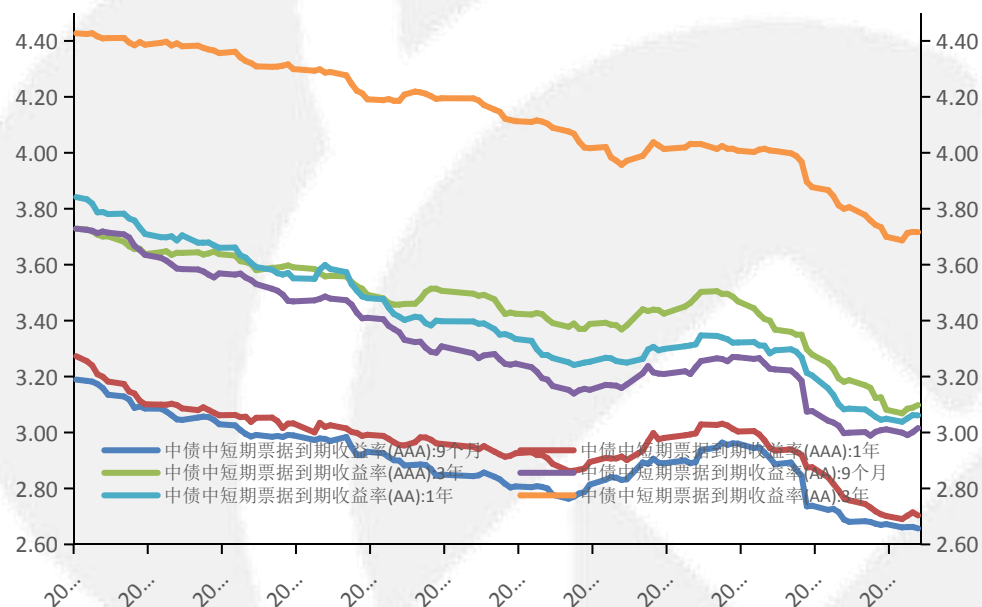


# 收益率：降准利好下整体下行

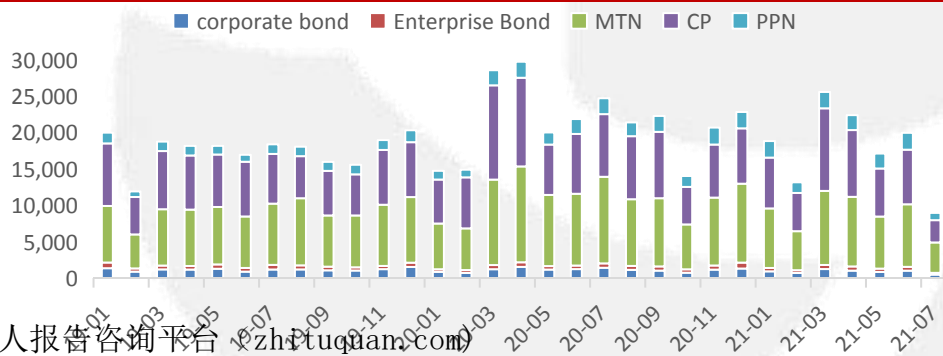
7月以来，经济延续向好，但机构欠配压力仍存，在降准的利好下，信用债收益率整体大幅下行，且下行幅度超过利率债，信用利差主动收缩。永煤超预期违约后，机构风险偏好收紧，且更加偏好城投债，高等级信用债和优质城投债利差被压缩至历史低位。往后看，年内“稳货币+紧信用”的基调没有发生变化，弱资质主体长期仍处于偏紧的信用环境中，信用下沉须保持谨慎。当前信用利差处于历史较低分位数水平，信用债性价比相对较低。

具体来看，AAA品种中，9M-1Y收益率较上月末下行27BP，3Y下行31BP，5Y下行32BP；AA品种中，9M下行23BP，1Y与下行25BP，3Y下行30BP，5Y下行26BP。绝对收益上，AAA等级品种处于2.66-3.40%；AA等级品种处于3.02-4.20%。

### 图 各期限信用债收益率走势



### 图 各品种信用债的月度成交量比较



# 信用利差：压缩至历史低位，进一步压缩空间有限



- 7月信用利差整体压缩，3-5Y品种压缩幅度最大。今年整体信用环境偏紧，市场风险偏好下降，高等级信用债利差被压缩至历史低位。在此背景下，叠加流动性保持合理充裕，市场风险偏好有所下沉。但当前信用风险仍未完全释放，信用下沉须保持谨慎。具体来看，AAA等级中，1Y品种信用利差走扩2BP，3-5Y压缩7-9BP。AA等级中，1Y品种信用利差走扩5BP，3Y压缩6BP，5Y压缩3BP，7Y走扩5BP。
- 从历史分位数情况来看，中高等级、中短品种信用利差继续压缩，历史分位数均不足10%，进一步压缩空间有限。

图 信用债中债估值与R007走势

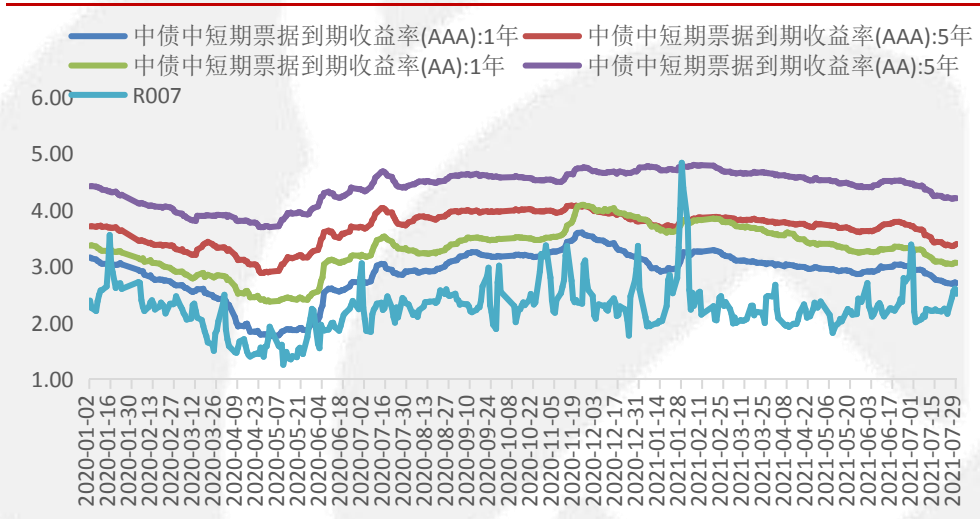


表 信用利差变化表

7月30日	期限类别	1Y	3Y	5Y	7Y
AAA	较上月末变化幅度	2	(7)	(9)	(2)
	最新分位数 (自2011)	10.80%	4.00%	4.90%	14.40%
	最新利差	56.20	55.40	67.57	83.32
AA+	较上月末变化幅度	2	(14)	(10)	(1)
	最新分位数 (自2011)	5.90%	0.30%	1.20%	4.00%
	最新利差	66.99	68.24	87.47	105.30
AA	较上月末变化幅度	5	(6)	(3)	5
	最新分位数 (自2011)	10.60%	11.30%	7.80%	22.20%
	最新利差	92.99	117.24	148.47	166.30



# 期限利差：整体压缩

- 7月信用债期限利差整体表现为压缩。2020年以来，信用风险事件频发，信用分化格局愈发清晰，市场明显更偏好高等级品种。但在近期流动性宽松、机构普遍“欠配”背景下，机构适当拉长了久期。具体来看，中高等级等级3Y-1Y利差压缩4-11BP，5-1Y期限利差压缩7-8P。
- 就当前分位数而言，中高等级3-1Y期限利差的分位数处于60%左右，5-3Y期限利差分位数在60-65%左右。

图 收益率曲线变化情况

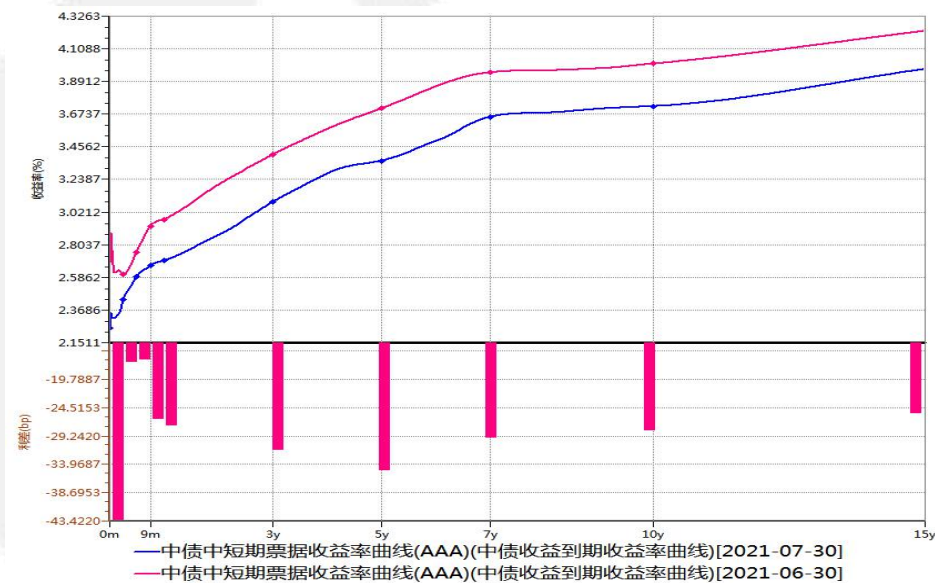


表 期限利差变化表

7月30日 (BP)	中票3Y-1Y				中票5Y-1Y				中票5Y-3Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
较3月末变化	(4)	(11)	(6)	(7)	(7)	(8)	(4)	(4)	(3)	3	2	3
历史均值	31	36	44	64	53	65	83	107	22	29	38	43
最小值	(54)	(52)	(32)	(23)	(45)	(38)	(14)	(7)	(7)	(4)	0	4
最大值	83	92	106	154	130	148	166	207	61	74	88	91
现值	39.29	41.34	64.34	63.34	66.63	75.74	110.74	109.74	27.34	34.40	46.40	46.40
分位数水平	62.20%	57.90%	75.10%	52.40%	64.20%	65.20%	71.70%	48.80%	65.60%	60.80%	64.00%	56.00%



# 一级市场：净融资额小幅回落，发行成本全面下行

- 截至7月30日，7月包括短融、中票、企业债、公司债、定向工具在内的非金融企业信用类债券合计发行规模10,671.91亿元，净融资2,369.63亿元，净融资额较上月小幅回落。发债地区方面，北京、江苏和广东发行规模占比均在10%以上，合计占比为45%；发行结构方面，前五大发行行业分别为城投（40%）、公用事业、综合、交通运输和建筑装饰，规模合计占比72%，其中城投占比较上月的48%有所回落；评级分布方面，AAA、AA+、AA占比分别为67%、21%和11%，中高评级合计88%，AAA等级品种占比明显较上月58%有所提升，显示市场投资者向高等级品种聚集。债券品种方面，短融、公司债、中期票据、定向工具和企业债占比分别为42%、30%、20%、5%和4%。取消发行规模较低，为134.89亿元，占总发行量比例为1.26%。
- 从一级发行的月度加权平均利率来看，7月公司债、中票和短融月度利率较上月均有所下行，目前公司债、中票和短融发行加权利率分别为3.68%、3.72%和2.81%，较上月分别下降44BP、47BP和15BP。全面降准利好债市，信用债发行成本也随之下降，中长期品种下行明显。月末资金面受缴税影响，有所扰动，但整体保持平稳宽松，一级市场需求端整体表现较好，认购情绪维持较高水平，其中南昌国资认购倍数在8以上。从去年开始对于城投融资监管政策持续收紧，以及近期银保监会15号文仍在落实中，延续“严控新增隐性债务，稳妥化解存量隐性债务”的政策思路，实操性更强，需关注城投债尾部风险。房地产调控政策频出，蓝光和恒大负面事件对行业形成一定冲击，以及中诚信调整房地产行业展望为负面，后续房企经营和融资存在隐忧，房企分化格局将进一步增大。

图 2021年信用债融资月度分布 (亿元)

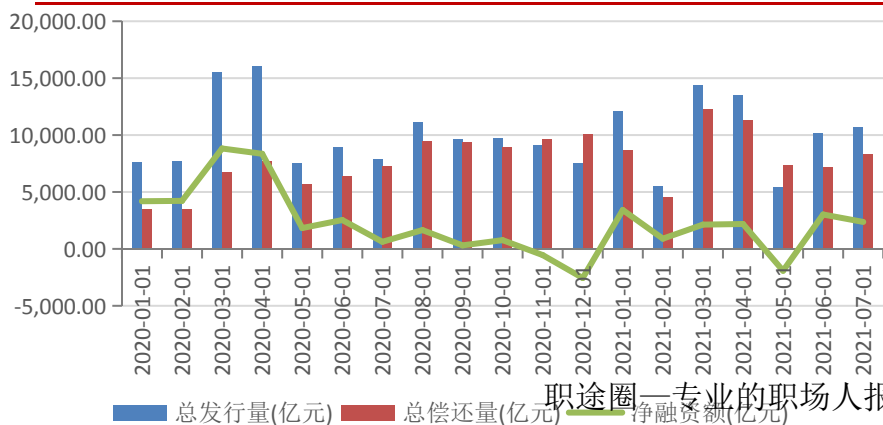
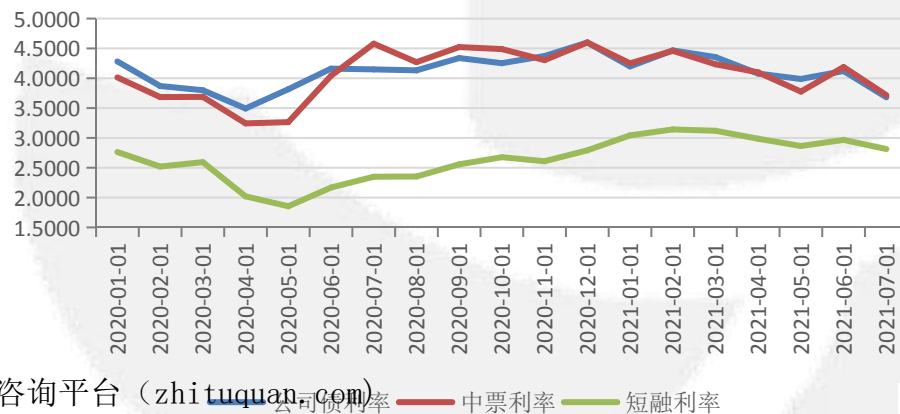


图 2020-2021年信用债月度加权平均发行利率 (%)





# 同业存单：流动性宽松下存单价跌量升

- 截至7月30日，7月同业存单共发行2,297只，总发行量19,020.50亿元，净融资额为1,951.20亿元，发行量和净融资均较6月有所回升。资金面维持平稳偏松态势，跨月资金面无虞，同业存单利率以下行为主，目前6个月期股份行、城商行、农商行的发行利率分别为2.45%、2.80%和2.66%，较6月底分别下降24BP、3BP、21BP。目前1年期股份行、城商行、农商行的发行利率分别为2.73%、3.02%和2.81%，较6月底分别下降10BP、12BP、19BP。全面降准释放长期资金，银行流动性得到改善，负债端缺口压力减弱，存单融资压力缓解，带动一年期股份行同业存单持续走低，目前下行至MLF利率下方22BP位置。后续若MLF利率不降，存单价格下行空间有限。中小行与大行的发行价差有所走阔，负债压力仍在，城商行与股份行存单发行价差在30-40BP左右，农商行与股份行存单发行价差在20-30BP左右。

图 2021年同业存单月度融资额(亿元)

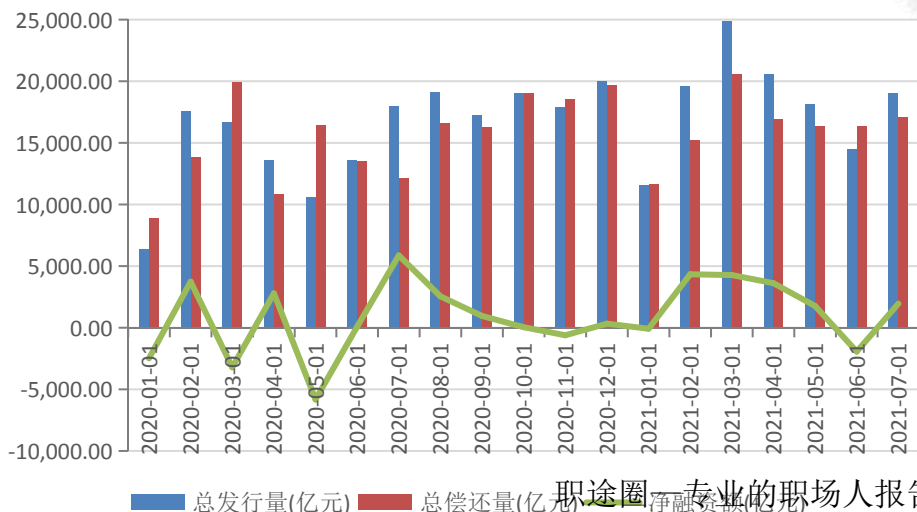
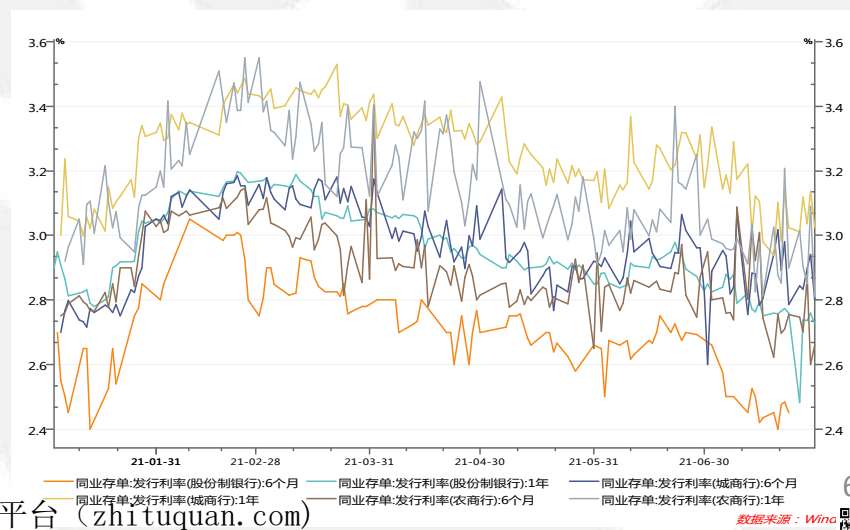


图 近期同业存单价格走势



# 评级上调：评级调整数量较少

- 截止7月30日，7月共有广州农商行、盐城国投、通顺交投、宜化化工4家主体评级或评级展望上调，其中盐城国投和通顺交投为城投，其他行业为银行和化工，每年年报公布后，进入评级调整高峰期，但今年3月，央行、发改委、财政部、银保监会和证监会五部委联合起草了《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》，其中对评级机构明确要求，应当建立以违约率为核心的评级质量验证机制，将高评级主体比例降至合理范围。和去年同期58家相比，评级上调的数量明显下降。
- 具体来看，广东农商行评级展望上调的原因是，经营所在地经济发展水平较高，增资扩股事宜稳步推进，资本实力有望进一步提升，营业网点众多，客户基础较为稳固，在当地具有良好的品牌认知度和优势，整体存款稳定性较好，得到广州市政府的大力支持；通顺交投的上调理由是，唐山市区位优势明显，下辖路产质量较好，区域竞争优势较强，得益于唐山港战略地位的提升，公司路产车流量有望持续提升；宜化化工评级展望上调的原因是，进一步聚焦主业并减轻经营负担，持续推进副业资产和低效资产的处置。新疆天运全年并表推动公司尿素产销量大幅增加，盈利状况大幅改善，经营性业务利润扭亏为盈，同时，总债务规模下降，短期债务占比不断下降，短期偿债压力有所缓解。

表 7月评级上调一览表

发行人	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级
广州农村商业银行股份有限公司	中诚信国际	2021-07-29	AAA	稳定	2021-04-19	AAA
盐城市国有资产投资集团有限公司	东方金诚	2021-07-29	AA+	稳定	2020-12-30	AA
唐山市通顺交通投资开发有限责任公司	鹏元资信	2021-07-29	AA+	稳定	2020-09-17	AA
湖北宜化化工股份有限公司	中诚信国际	2021-07-28	A	稳定	2020-07-23	A



# 评级下调：评级调整数量高于往年同期水平

- 每年6-7月为评级调整高峰，截止7月30日，7月共有34家主体评级下调或评级展望调整为负面，评级调整数量高于去年同期23家，所属行业为银行（10家）、城投（6家）、房地产（2家）、非银金融（2家）、机械设备（2家）等14个行业，调整后评级分布情况如下：AA+有5家，AA及AA-有19家，A+及A有7家、BBB+及B有2家、C有1家。蓝光发展主体评级为C，本月发生债券首次违约。
- 具体来看，银行包括山西平遥农商行、四川天府银行、盛京银行、河南新郑农商行、阜新银行等10家，下调理由包括逾期、关注和不良类贷款增长较快，区域、贷款行业和客户集中度高，非标投资规模较大，资产质量面临下行压力，盈利水平下滑，资产补充压力较大，拨备计提压力大等。城投包括辽源国资、汉中城投、黔东湖建投等6家，下调理由包括区域经济和财力下滑、信用环境恶化，经营情况恶化，短期偿债压力较大，或有负债压力较大，非标逾期等；其他主体下调理由还包括子公司存在债务违约及诉讼、会计师事务所出具带有强调事项段的无保留意见审计报告、存在代偿风险、主营业务经营压力较大、盈利能力下滑、债务压力较大和债务结构有待改善等。

表 7月评级下调一览表

行业	调整数量	评级下调	展望下调	评级调整后的水平					
				AA+	AA及AA-	A+及A	BBB+	B	C
银行	10	9	1	2	3	4	1		
城投	6	1	5		6				
房地产	2	2			1				1
非银金融	2	2			2				
机械设备	2	2			1	1			
其他	12	6	6	3	6	2		1	



# 首次违约主体：蓝光发展

- 背景：蓝光发展，“19蓝光MTN001”应于2021年7月11日兑付本息，截至到期兑付日终，发行人未能按照约定筹措足额偿付资金，“19蓝光MTN001”不能按期足额偿付本息，已构成实质性违约。截止2021年7月12日，公司累计到期未能偿还的债务本息合计45.44亿元。
- 原因分析：
- 蓝光发展，民营A股上市公司，2020年公司实现签约销售金额1,035.36亿元，同比微增1.97%，增速明显放缓，销售占比较高的城市主要为成都、重庆、福州、西安和天津。2020年以来公司先后完成医药板块运营主体成都迪康全部股权转让及物业服务子公司蓝光嘉宝服务的股权转让，以及非标逾期发生，已显露公司现金流紧张。
- 2020年受当期结算项目低价较高、受限价影响售价不达预期，盈利水平同比明显下滑，净利润率降至行业偏低水平，2020年净利润率为8.56%。公司债务水平持续上升，年内非标及债券偿付压力较大。截止21Q1，发行人净负债率升至110.97%，有息债务为2,194.23亿元，非银机构借款占比约30%，全年综合融资成本较高为8.2%。货币资金无法覆盖短期债务，且覆盖能力持续弱化，货币资金/短期债务为0.79。7月为年内境内债券还款高峰期，约27亿元境内债券含权到期。2022年公司面临60.73亿元境内债券含权到期。发行人经营性现金流回速放缓，2020年经营性现金流净额大幅流出61.27亿元。股权质押比例较高，融资空间受限。截至21年5月17日，股东蓝光投资及实际控制人杨铿累计质押所持蓝光发展股份的51.94%，占该公司总股本的30.29%。叠加2020年下半年以来房地产行业融资环境趋紧，在土地供应、外部融资和销售等环节的政策变化使公司经营及再融资压力加大。

表 违约债券一览表

发行人	首次债券违约日期	债券简称	存续债券余额(亿元)	已实质违约债券余额(亿元)	担保人	最新主体评级	发行时主体评级	违约前1月主体评级	企业性质	是否上市公司
四川蓝光发展股份有限公司	2021/7/12	19蓝光MTN001	114.3422	9	无	C	AA+	AA	民营企业	否





# 首次违约主体：宜华生活

- 背景：根据2020年第二次债券持有人会议决议，宜华生活在2021年7月16日前，支付“15宜华01”债券40%本金及相应延期期间利息；在2021年7月23日前兑付“15宜华02”债券40%本金及相应延期期间利息，公司未在上述期限足额兑付2只债券，债券持有人会议有权通过决议宣布全部未付本金、利息立即到期。
- 原因分析：外部融资渠道受阻，叠加现金内生能力恶化，导致债券发生实质违约。
- 公司股票被实施退市风险警示，融资渠道受阻。宜华生活2020年4月24日，因公司涉嫌信息披露违规，中国证监会决定对其进行立案调查。亚太事务所对宜华生活2019年财务报表无法表示意见。受上述事件影响，公司股票交易自2020年5月6日起被实施退市风险警示，公司直接融资渠道受阻。
- 经营情况明显恶化。公司业务包括人工造林、木材加工、木质和软体家具生产和销售等。受中美贸易摩擦、行业环境变化和市场竞争压力影响，营业收入持续大幅下降，2018-20Q3营收分别为74.02亿元、52.44亿元和9.14亿元，利润总额亏损增长，2019-20Q3分别为-2.32亿元和-8.11亿元。
- 经营活动呈现现金净流出，偿债能力大幅减弱。受公司销售收入大幅下滑且预付材料款影响，公司经营活动呈净流出态势，无法形成对债务本息的覆盖。且短期债务占比快速上升，截止20Q3，总债务为64.77亿元，短期为58.62亿元，账目资金不足1亿元，面临很大的短期偿债压力。此外，控股股东宜华集团发生实质性违约，受此影响，公司外部融资环境大幅恶化。

表 违约债券一览表

发行人	首次债券违约日期	债券简称	存续债券余额(亿元)	已实质违约债券余额(亿元)	担保人	最新主体评级	发行时主体评级	违约前1月主体评级	企业性质	是否上市公司
宜华生活科技股份有限公司	2021/7/16	15宜华01	12	12	宜华企业(集团)有限公司	CCC	AA	CCC	民营企业	否





# 中资美元债：一级发行规模较上月变化不大

- 一级市场：截至2021年7月28日，中资美元债一级发行规模较上月变化不大，共发行62只，规模共达186.33亿美元。
- 具体来看，城投板块共发行10只，规模共达16.14亿美元，其中广州产业投资基金管理有限公司定价3亿美元，票息2.85%的美元债券，为本月发行规模最大的城投债；地产板块共发行13只，规模共达36.82亿美元，其中上坤地产发行2.1亿美元，定价12.25%，为本月定价最高的新发地产债；金融板块共发行19只，规模共达57.75亿美元。其他版块共发行20只，规模共达75.62亿美元。

图 中资美元债一级市场发行情况

债券分类	城投	地产	金融	其他	共计
发行规模（亿美元）	16.14	36.82	57.75	75.62	186.33
发行数量（只）	10	13	19	20	62

数据来源：DM



# 中资美元债： 回报指数涨跌互现

❖ 二级市场：

1. 中资美元债指数 (Markit iBoxx)

截至7月28日，中资美元债回报指数较月初下跌0.87%，报245.1642；中资美元债投资级回报指数较月初上涨0.46%，报220.5122；中资美元债高收益回报指数较月初下跌4.41%，报315.9501。

图 中资美元债综合指数



数据来源：Bloomberg 专业财经职场人报告咨询平台最新估值数据计算变动比例



# 中资美元债：投资级均上涨，高收益均下跌

## 二级市场：

### 2. 中资美元债不同等级表现

截至7月28日，投资级名字较月初均上涨，A等级收益率较二季度初下行14.2bps，BBB等级收益率下行84.3bps；高收益名字均下跌，BB等级收益率上行160.6bps；B等级收益率上行270.2bps。

图 中资美元债各信用等级表现

信用等级	收益率 (%)	近1周变动 (bps)	近1月变动 (bps)
A+至A-	1.63	2.6	-14.2
BBB+至BBB-	3.607	54.9	-84.3
BB+至BB-	5.518	99.4	160.6
B+至B-	14.63	317.7	270.2

数据来源：Bloomberg，评级为彭博综合评级  
职途圈—专业的职场人报告咨询平台 (zhituquan.com)



## 事件：

近日，银保监会发布了《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》【银保监发[2021]15号】（以下简称“15号文”，暂未在银保监会官网发布），城投监管政策持续收紧，引发市场热议。

## 点评：

整体来看，“15号文”延续了以往的监管思路和政策要求，继续发力化解地方政府隐性债务，固守不发生系统性金融风险的底线，其核心要点在于“**禁新增、化存量、强管理、重监测、严问责**”。从政策影响来看，“15号文”短期内可能会对城投公司融资业务造成一定的紧张，部分区域信用环境差、主体资信不高的城投公司可能出现暴露风险。但长期来看，“15号文”旨在进一步约束和规范城投融资行为，促进城投公司规范化地向市场化转型，有效化解地方政府隐性债务这个顽疾。

从对债券市场的影响来看，**隐债监管趋严，基建投资承压，整体利好利率债**。2021年以来，城投融资政策不断收紧，本轮政策从资金需求和资金供给双方同步收紧，约束及规范平台融资行为。根据文件精神，对于政府相关的项目，只能采用政府预算内资金或专项债进行配套，银行基金配套资金受限，可能对基建投资形成一定负面影响，整体利好利率债。**城投分化可能进一步加剧**。城投政策仍在收紧过程中，在永煤事件过后，债券市场投资者变得更加谨慎。由于偿债能力的差异，不同区域的城投分化可能进一步加剧，**其中非标违约风险、低等级城投的到期压力，都可能是触发分化的因素**。城投债区域选择仍需慎重，避免过度下沉。



- ❶ 在全面降准利好下，信用债收益率整体大幅下行，3-5年期中高等级品种压缩幅度较高，显示投资者通过拉长高等级品种久期来寻找超额收益，目前信用利差分位数水平处于历史低位，进一步压缩空间有限。资金平稳宽松背景下，一级市场需求端整体表现较好，投标上限和票面利率之间的利差走阔，城投债仍然受到市场青睐，认购情况好于产业债。从主要配置品种来看，去年开始地方政府债务和城投融资监管政策进一步趋严，近期银保监会15号文仍在落实中，实操性更强，延续“严控新增隐性债务，稳妥化解存量隐性债务”的政策思路，中长期有望进一步规范城投平台融资，防范风险向金融体系传导，但短期加大尾部区域风险，不同区域的城投分化可能进一步加剧，建议对城投债资质下沉和拉长久期保持谨慎态度。房地产调控政策频出，蓝光和恒大负面事件对行业信用环境形成一定影响，叠加中诚信调整房地产行业展望为负面，后续房企经营和融资存在隐忧，房企分化格局将进一步增大，可寻找景气度较高、盈利表现较好的短久期产业债投资机会。





欢迎交流!

南京银行资金运营中心金融市场研究部

研究员：刘怡庆 王丽君 印文 姜宇薇 王慧 任翌

联系电话：021-36698006 021-36698010



# 免责声明



本报告由南京银行资金运营中心金融市场研究部提供，本报告的信息均来源于公开资料，本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司已力求报告内容的客观、公正。我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

