

作者：陈浩川 简奖平 李云霞

邮箱：research@fecr.com.cn

流动性总量保持稳定，10年期国债收益率跌破3%
——2021年7月利率债市场运行报告

摘要

货币市场方面，7月份，央行公开市场操作（不包含CBS）和MLF实现净回笼3600亿元。同时，央行于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%，释放长期资金约1万亿元。考虑到8、9两月将共有1.3万亿元MLF到期，短期来看，市场流动性基本保持稳定。货币市场资金价格整体下行。7月，1年期LPR保持在3.85%。

展望未来，7月“降准”是为了保持流动性的合理充裕，其不代表货币政策的转向宽松，未来一段时期货币政策将保持稳健，预计未来货币价格或将维持震荡运行。

利率债一级市场方面，7月份国债和政策性银行债的合计发行量小幅增加，但净融资大幅回落至1264.46亿元。国债和政策性银行债发行利率下行，10年期国债加权平均发行利率为2.9027%，下行幅度近20BP；7月地方债新增发行节奏仍未提速，月内实现净融资4052.35亿元，与上月基本持平，新增发行地方债规模占比为61.41%。

截至7月底，各地已组织发行新增地方政府债券18833亿元，包括一般债券5287亿元，专项债券13546亿元。新增专项债券发行进度仅完成限额的37%，目前发行进度仍显著滞后。预计未来几个月专项债新增发行节奏或将有所加快。

利率债二级市场方面，7月份国债和国开债成交活跃度较上月增加；受“降准”、疫情和气象灾害等因素综合影响，国债和国开债到期收益率下行，10年期国债收益率跌破3.0%；地方政府债到期收益率下行。中外国债利差整体小幅收窄，中美国债利差在7月份经历了震荡，在7月底与6月末相比收窄了1.15BP，变化不大。境外机构投资者增持我国债券233.87亿元，但增持力度较上月大幅减弱。

近期债市利多因素不少，但已反应在目前的利率债收益率之中。展望未来，可密切关注国内及全球新冠疫情防控局势、国内经济复苏节奏、生产性物价走势、新增地方债发行进度等重要变量。

相关研究报告：

- 1.《2021年6月利率债市场运行报告》，2021.7.15
- 2.《2021年6月信用债市场运行报告》，2021.7.15
- 3.《2021年5月利率债市场运行报告》，2021.6.15
- 4.《2021年5月信用债市场运行报告》，2021.6.15
- 5.《2021年4月信用债市场运行报告》，2021.5.14
- 6.《2021年4月利率债市场运行报告》，2021.5.13
- 7.《2021年3月信用债市场运行报告》，2021.4.15
- 8.《2021年3月利率债市场运行报告》，2021.4.14

目录

一、货币市场运行	2
(一) 公开市场操作实现净回笼 3600 亿元，流动性总量保持基本稳定	2
(二) 货币市场资金价格整体下行	3
(三) “降准”不代表货币政策转向，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	5
二、利率债市场运行	6
(一) 国债和政策性银行债净融资下降，地方债新增发行仍未提速	6
(二) 利率债到期收益率下行，外资继续增持中国债券	8
三、总结与展望	12

一、货币市场运行

(一) 公开市场操作实现净回笼 3600 亿元，流动性总量保持基本稳定

2021年7月(下称“7月”),央行公开市场操作(不包含CBS)和MLF(含TMLF)共实现净回笼3600亿元。其中,逆回购投放量为2600亿元,逆回购到期3200亿元;国库现金定存投放700亿元,并有700亿元国库现金定存到期;MLF(含TMLF)投放1000亿元,MLF(含TMLF)回笼4000亿元(见表1)。

表1:公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼(截至2021年7月31日,单位:亿元)

时间	货币净投放	国库现金定存	国库现金到期	正回购投放	正回购到期	逆回购投放	逆回购到期	MLF投放(含TMLF)	MLF到期(含TMLF)
2020年7月	-6177	500	0	0	0	7700	11400	4000	6977
2020年8月	6500	500	500	0	0	20000	15000	7,000	5,500
2020年9月	4200	800	500	0	0	24700	24800	6000	2000
2020年10月	100	500	800	0	0	9300	11900	5000	2000
2020年11月	4300	500	500	0	0	17500	17200	10000	6000
2020年12月	3200	0	500	0	0	8600	8400	9500	6000
2021年1月	-2165	0	0	0	0	10690	12450	5000	5405
2021年2月	-3040	0	0	0	0	8300	11340	2000	2000
2021年3月	-200	0	0	0	0	2300	2500	1000	1000
2021年4月	839	700	0	0	0	2200	2000	1500	1561
2021年5月	0	700	700	0	0	1600	1600	1000	1000
2021年6月	1000	700	700	0	0	3100	2100	2000	2000
2021年7月	-3600	700	700	0	0	2600	3200	1000	4000

数据来源:Wind资讯,远东资信整理

7月,货币市场流动性总量保持基本稳定(图1)。具体来看,7月初前5个交易日,央行逆回购均为缩量续作,共实现逆回购净回笼1000亿元;之后,央行维持逆回购等量续作直至7月28日;月底最后两个交易日,央行开启超额续作逆回购操作,最终,月内央行逆回购操作共实现净回笼600亿元。同时,央行于7月15日有4000亿元MLF到期,并于同日对金融机构开展MLF缩量操作1000亿元(期限为1年,利率为2.95%),共实现净回笼3000亿元。财政部、中国人民银行于2021年7月28日以利率招标方式进行了2021年中央国库现金管理商业银行定期存款(四期)招投标,中标总量700亿元,2021年10月27日到期,中标利率3.60%,中标利率较上月提高(前值为3.35%)。此外,为提高商业银行永续债的市场流动性,支持商业银行发行永续债补充资本,央行在7月29日以固定费率数量招标方式开展了2021年第七期央行票据互换(CBS)操作,期限3个月,费率0.1%,中标总量50亿元。

央行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后,金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。降准释放长期资金约1万亿元。此次降准是货币政策回归常态后的常规操作,释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的MLF(8、9两月将共有1.3万亿元MLF到期),还有一部分资金被金融机构用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口,增加金融机构的长期资金占比,市场流动性总量仍将保持基本稳定。

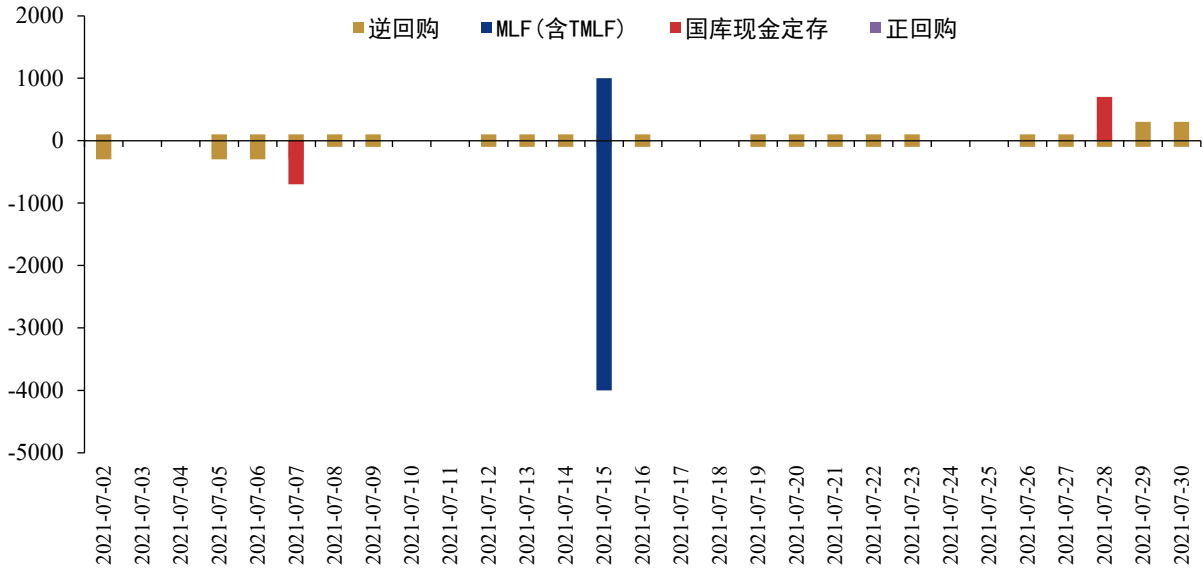


图1：2021年7月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，7月，为满足金融机构临时性流动性需求，央行对金融机构开展常备借贷便利操作共2.32亿元，其中隔夜0.02亿元，7天期2.30亿元，期末常备借贷便利余额为1.3亿元；隔夜、7天、1个月常备借贷便利利率分别为3.05%、3.2%、3.55%。国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净归还抵押补充贷款775亿元，期末抵押补充贷款余额为30151亿元。

（二）货币市场资金价格整体下行

银行间市场7天回购利率在7月初回落，后呈震荡运行态势，中枢小幅下行（见图2）。与6月末相比，R007回落82.85BP至2.4135%，DR007下行25BP至2.2980%，R007-DR007价差于月末回落至11.55BP。

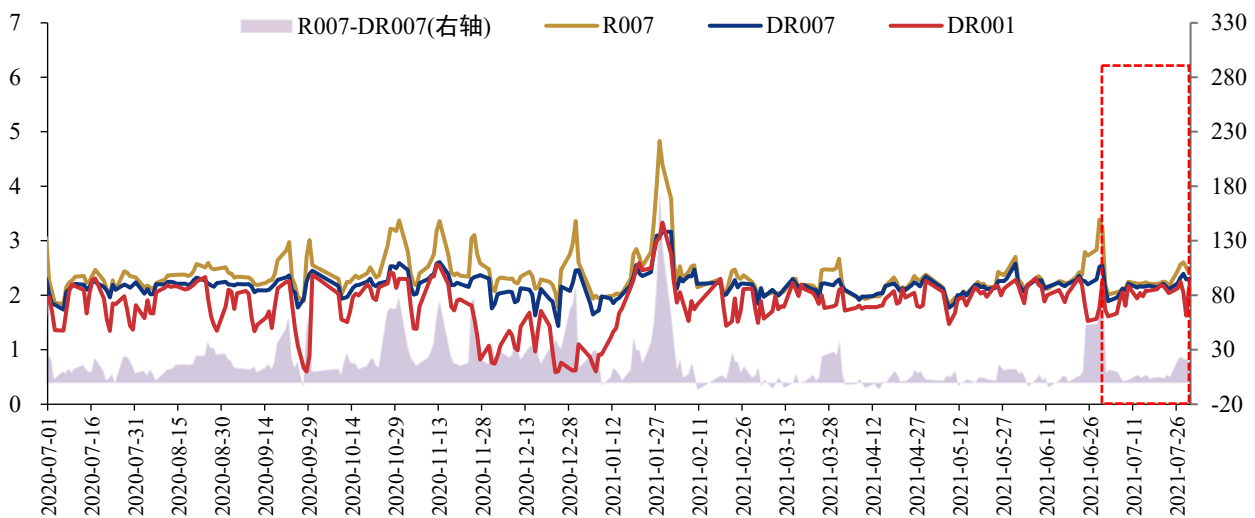


图2：R007、DR007利率及利差（单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷市场方面，7月20日，全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）与上月相比保持不变，1年期LPR为3.85%。

7月，不同期限Shibor利率明显下行，基本保持稳定（见图3）。截至7月30日，3个月期、6个月期和1年期Shibor利率分别下降5.7BP、8.4BP和11.5BP至2.4010%、2.5250%和2.7890%。

7月同业存单到期收益率走势总体与Shibor利率类似，呈震荡下行趋势（见图4）。其中，AA级1年期同业存单收益率下行幅度最大，与6月末相比下行21.12BP。

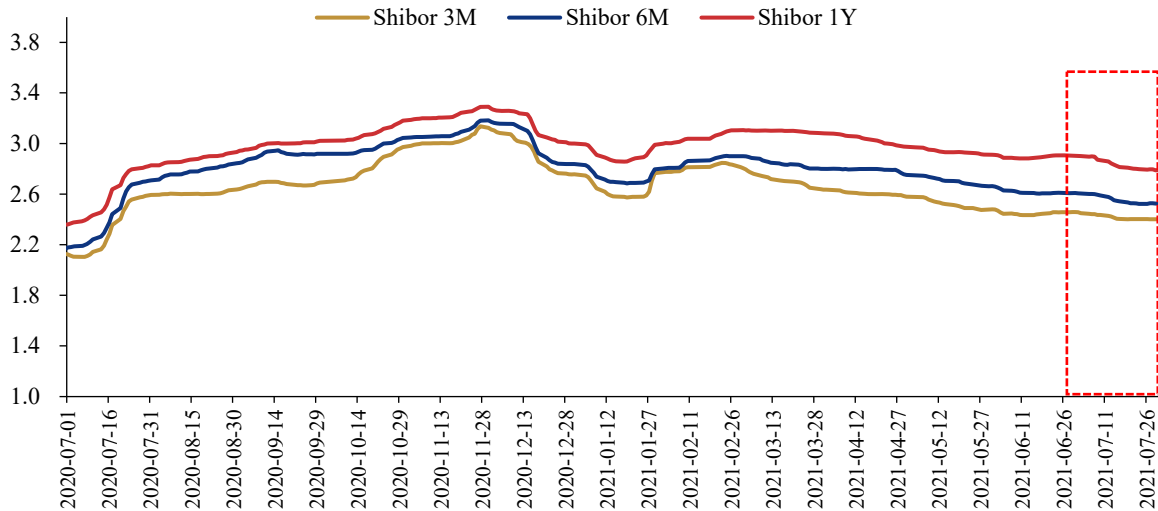


图3：Shibor利率走势（单位：%）

数据来源：Wind资讯，远东资信整理

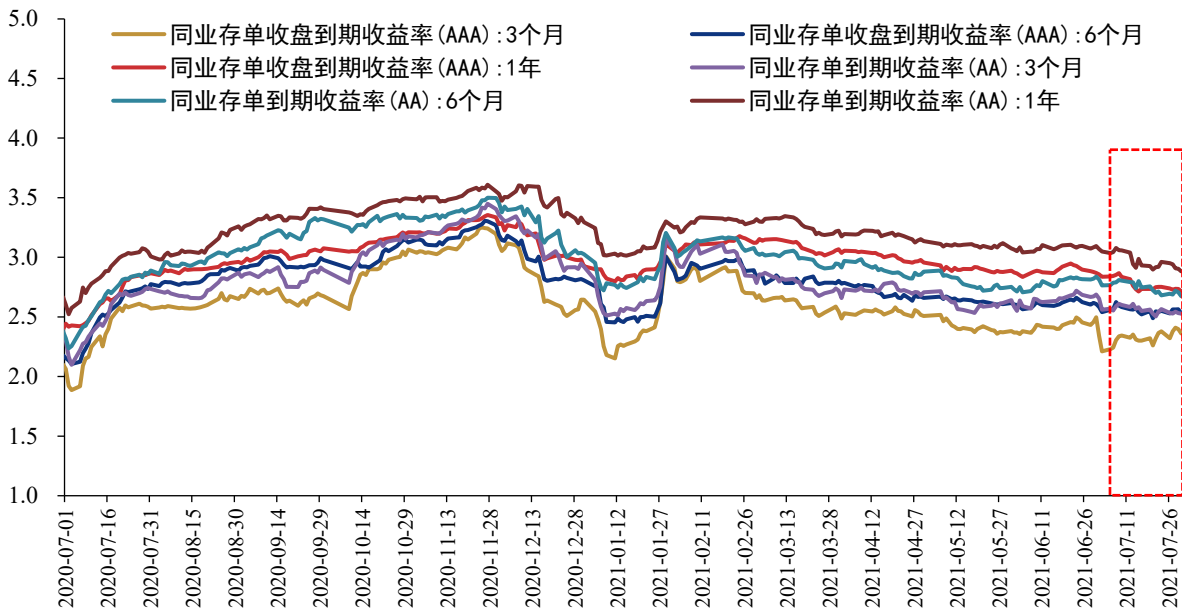


图4：同业存单到期收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind资讯，远东资信整理

从同业存单的发行与到期来看，7月份发行量为18925.40亿元，较上月增加4465.4亿元；净融资额为1856.10亿元（见图5），较上月由负转正。未来3个月（8月-10月），每月分别有16324.10亿元、11713.80亿元和10721.20亿元到期。

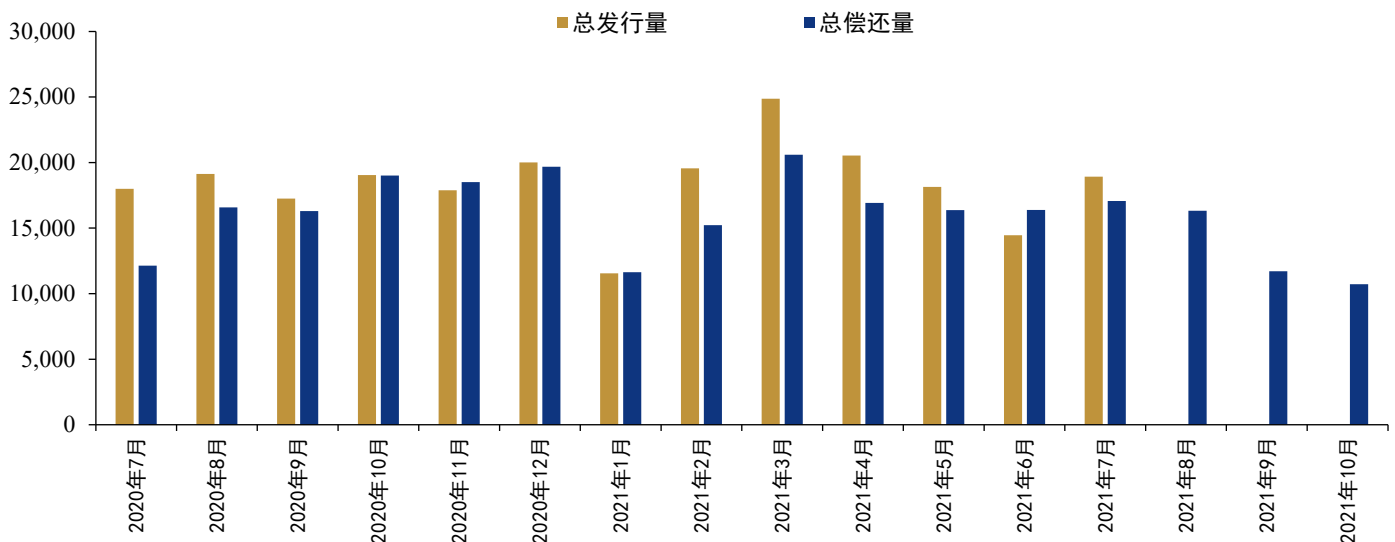


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2021年7月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）“降准”不代表货币政策转向，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度

7月7日，国务院常务会议提出，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特别是中小微企业的支持。会议决定，针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，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特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。

7月9日，中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。下一步，中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，坚持稳字当头，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，搞好跨周期设计，支持中小企业、绿色发展、科技创新，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

7月13日，国务院新闻办公室就2021年上半年金融统计数据情况举行发布会。中国人民银行货币政策司司长孙国峰在会上表示，“关于降准，此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健货币政策取向没有发生改变”“此次降准主要是为了优化金融机构的资金结构、提升金融服务能力、更好支持实体经济”。

7月30日，人民银行召开2021年下半年工作会议。会议认为，上半年稳健的货币政策保持了连续性、稳定性、可持续性，为经济稳定恢复提供了有力支持。会议要求，2021年下半年，人民银行系统要坚持稳中求进工作总基调，保持宏观政策稳定性，坚持不搞“大水漫灌”，增强前瞻性有效性，稳健的货币政策继续聚焦支持实体经济。坚持稳字当头，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度；搞好跨周期政策设计，把握好政策实施的节奏和力度。

7月30日，中共中央政治局召开会议，会议指出，当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。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。**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。**要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。做好大宗商品保供稳价工作。

综合来看，“降准”是为了保持流动性的合理充裕，其不代表货币政策的转向宽松，但总体仍略偏利好，未来一段时期货币政策大概率将维持均衡、保持稳健，预计未来货币资金价格或将维持震荡运行。

二、利率债市场运行

（一）国债和政策性银行债净融资下降，地方债新增发行仍未提速

1. 国债与政策性银行债净融资下降，国债发行利率下行

2021年7月，国债和政策性银行债的合计发行量回升，共发行12183.30亿元，发行量较上月大幅增加，但净融资额较上月大幅回落至1264.46亿元（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行6332.60亿元和5850.70亿元，净融资额分别为-1657.64亿元和2922.10亿元，7月国债净融资由正转负。

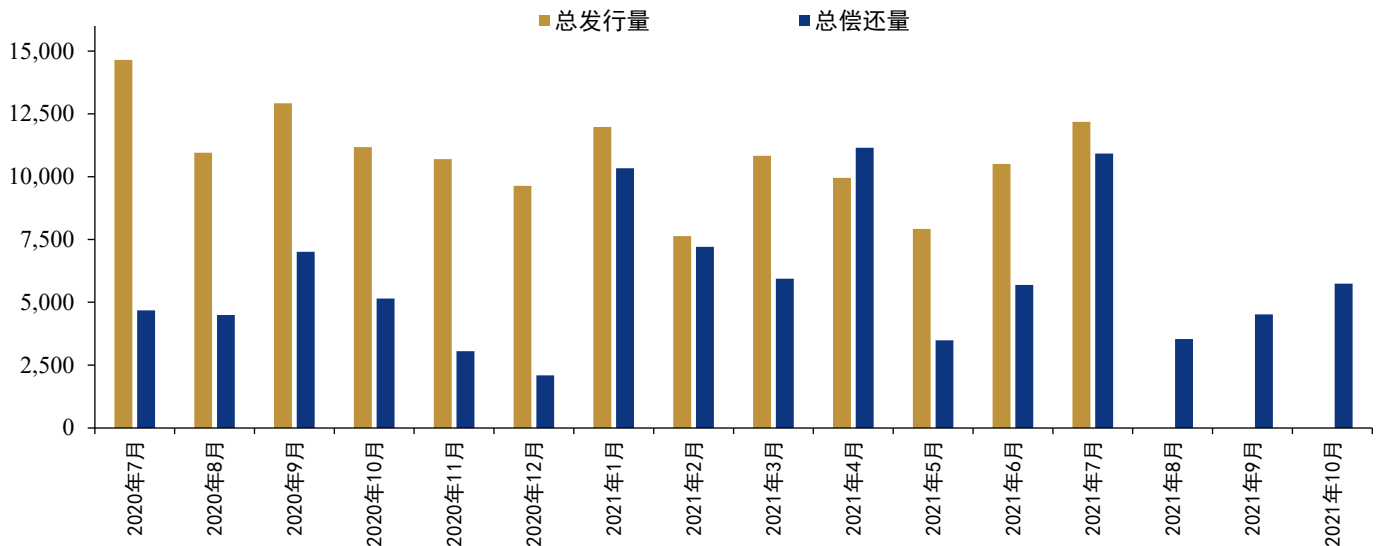


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2021年7月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind资讯，远东资信整理

从发行利率来看，7月各期限国债加权平均发行利率均下行，下行幅度较大。2年期和5年期国债加权平均发行利率下行幅度接近25BP，分别下行至2.4424%和2.8767%；10年期国债加权平均发行利率为2.9027%，下行幅度近20BP。7月各期限政策性银行债加权平均发行利率也呈下行趋势，2年期政策性银行债发行利率下行显著，下行幅度为25BP，5年期和10年期政策性银行债发行利率下行幅度在10-15BP之间。

拉长时间来看，2018年以来，10年期国债和10年期政策性银行债发行利率总体呈现回落态势。从发行利差来看，7月份，10年期政策性银行债发行利差为43.03BP，较上月有所走阔，但仍处于近5年的较低水平（图7）。

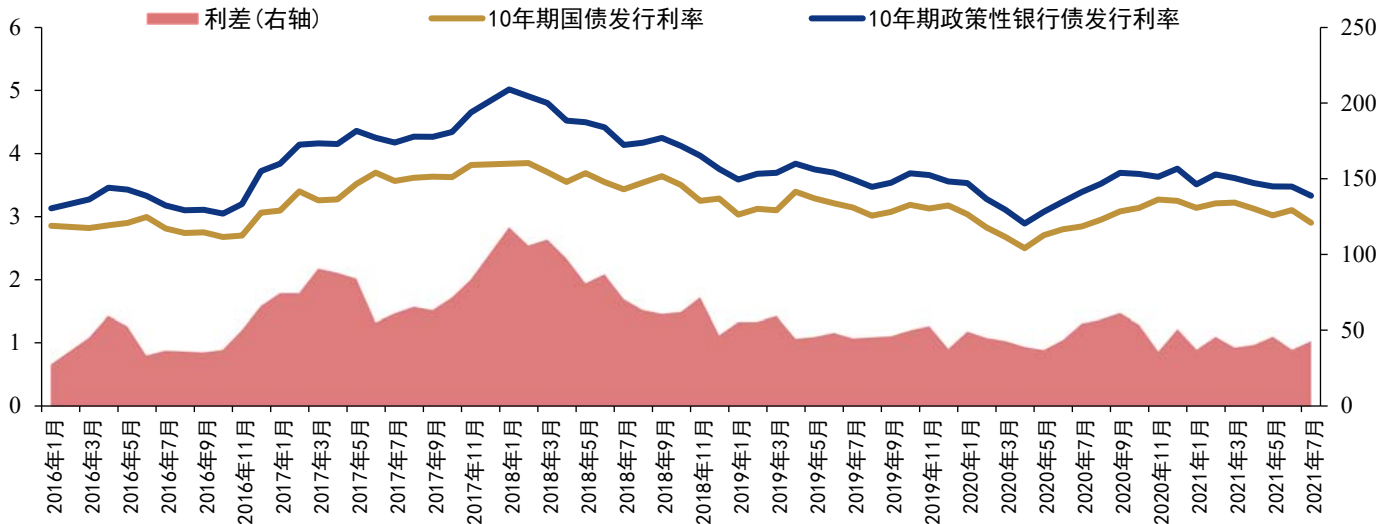


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2021年7月31日，单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 地方债新增发行仍未提速，专项债发行进度滞后

7月份，全国地方债共计发行6567.76亿元，较上月减少1380.92亿元；净融资额为4052.35亿元，与上月相比变化不大（见图8）。新发行债券中有4033.35亿元为新增债券，占有新发行债券比重为61.41%。7月地方债平均发行期限为11.59年，其中，10年期地方债平均发行利率为3.3148%，与6月相比下降14.45BP。7月地方债发行额超过500亿元的地区有江苏、上海、陕西、河北。

此外，财政部政府债务研究和评估中心发布的数据显示，截至7月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券18833亿元，包括一般债券5287亿元和专项债券13546亿元。其中，一般债发行进度达到64%，但专项债发行进度仅37%，专项债发行进度依然滞后。

相关政策方面，7月1日，财政部印发《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》指出，地方政府专项债券项目资金绩效管理应当遵循科学规范、协同配合、公开透明、强化运用原则，通过事前绩效评估、绩效目标管理、绩效运行监控、绩效评价管理、评价结果应用等环节，推动提升债券资金配置效率和使用效益。

财政部预算司副司长项中新7月20日在2021年上半年财政收支情况新闻发布会上表示，专项债发行进度较去年有所放缓，主要是今年专项债券恢复常态化管理，适当放宽地方发行时间要求，这样既不会影响重点项目建设进度和资金需求，也可以有效避免债券资金闲置。下一步，财政部将指导地方合理把握发行节奏，做好信息公开，发挥专项债券资金使用效益。

7月21日，全国人大常委会预算工委负责人就《关于加强地方人大对政府债务审查监督的意见》答记者问。《意见》提出，要高度重视政府债务风险防范化解工作，依法推动政府严格规范债务管理，建立健全向人大报告政府债务机制，明确人大审查监督的程序和方法，深入开展全过程监管，强化违法违规举债责任追究。

7月30日召开的政治局会议提出，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。

综合来看，当前政策针对地方政府专项债绩效管理、地方政府债务风险管理进一步加强，在一定程度上限制了专项债发行节奏，目前专项债新增发行进度未及40%，未来发行或将提速。

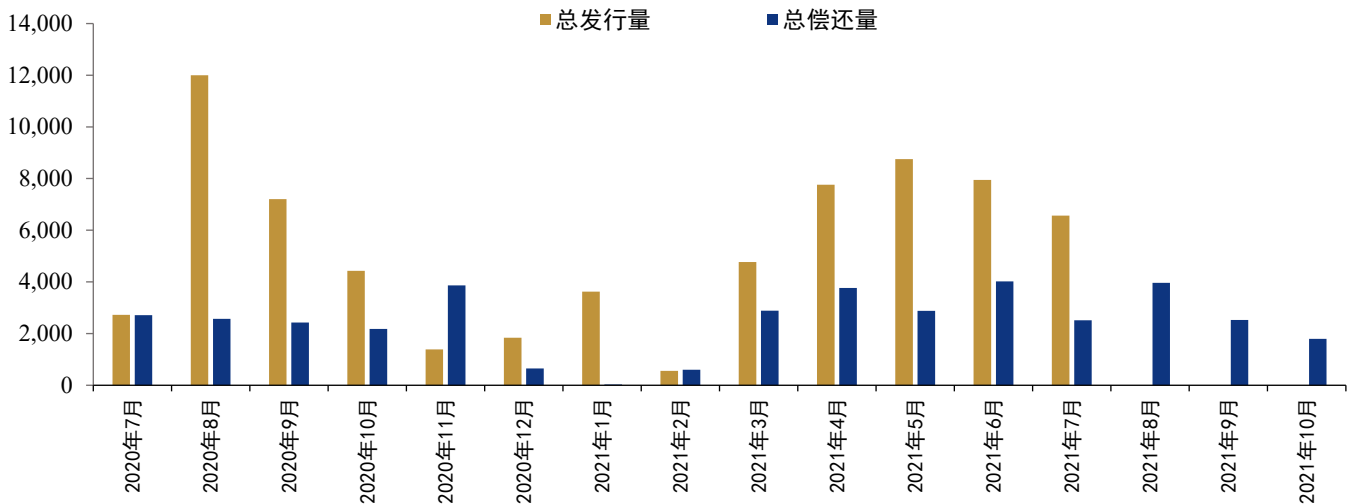


图8：地方债的发行与到期（数据截至2021年7月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）利率债到期收益率下行，外资继续增持中国债券

1. 利率债到期收益率下行

（1）国债和国开债成交活跃度增加，到期收益率下行

2021年7月份，国债共成交39320.14亿元，成交额较上月增加3459.11亿元，其中：活跃券“21付息国债09”7月30日到期收益率为2.840%，较6月末下行23.5BP；政策性银行债成交86633.97亿元，成交额较上月增加14006.68亿元，其中，活跃券“21国开05”7月30日到期收益率为3.268%，较6月末下行22.95BP。

7月份10年期国债和国开债收益率于月初开始一路下行，10年期国债收益率跌破3.0%（图9）。相比6月末，中债10年期国债和10年期国开债到期收益率分别下行24.15BP和25.95BP至2.8363%和3.2281%。

本月国债收益率一路下行，其主要原因或在于以下两个方面（图10）。一是央行“降准”于7月中上旬驱动国债收益率下行。自7月7日国常会提出“降准”，至7月9日央行决定“降准”，再到7月15日“降准”落地，10年期国债收益率受此影响，下行近10BP。二是疫情和多地气象灾害于7月下旬进一步驱动国债收益率下行。7月20日，南京禄口机场保洁人员被检出新冠病毒阳性，病毒随即在南京、江苏、辽宁等多个省份、地市扩散，截至7月末，全国已有多个省份出现新冠疫情。与此同时，7月下旬台风“烟花”引起我国多地强降雨天气，多地发生洪水、内涝等自然灾害。在疫情和气象灾害共同影响市场资金需求的情况下，7月20日至7月末，10年期国债收益率下行9BP。

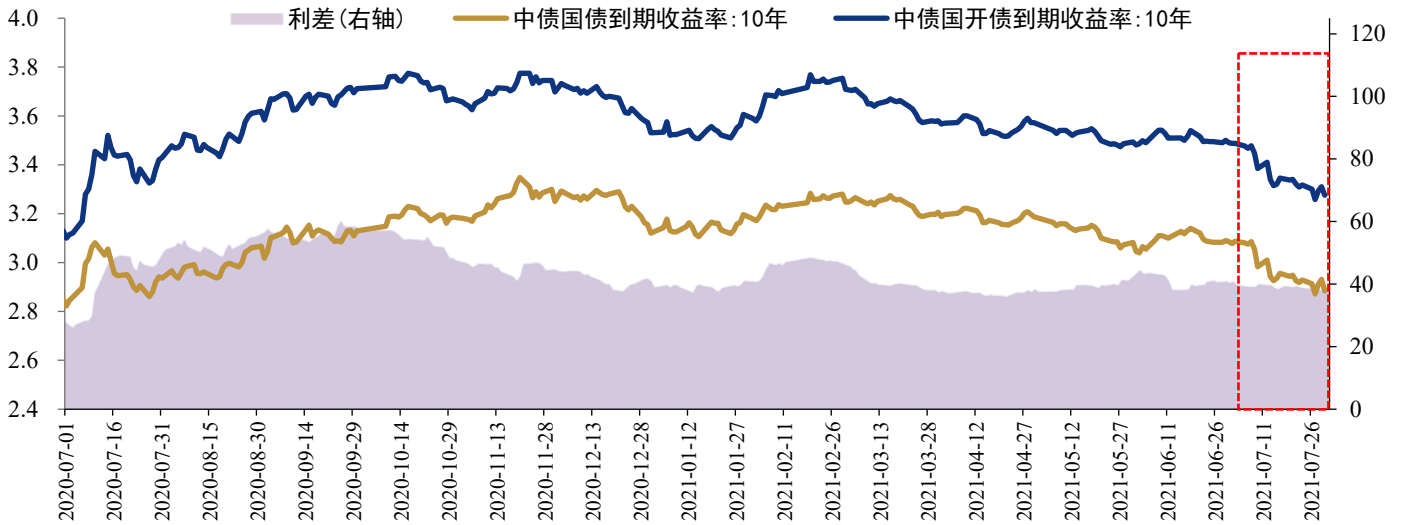


图9：10年期国债与国开债利率走势及两者利差（单位：%；BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

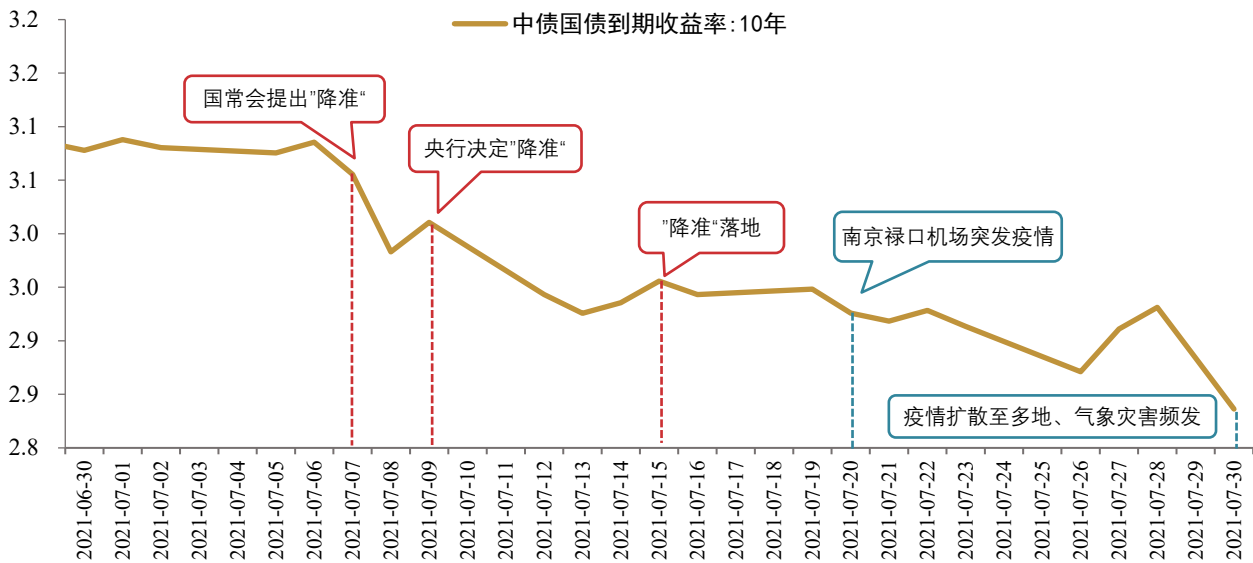


图10：7月份10年期国债利率走势及主要驱动因素（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从国债到期收益率变化来看，图11显示，与6月末相比，7月末国债收益率期限结构整体向下平移，各期限收益率均明显下行，降幅均在20BP以上。其中，下降幅度最大的是1年期国债收益率，降幅高达29.07BP。从国债期限利差来看，与6月末相比，7月末5Y-2Y国债期限利差小幅收窄5.56BP至23.52BP；10Y-5Y国债期限利差则微量走阔2.29BP至14.91BP（图11）。

从国开债到期收益率变化来看，与国债情况类似，7月末国开债收益率期限结构整体下移，各期限收益率均明显下行，降幅均在20BP以上。其中，下降幅度最大的是1年期国开债收益率，降幅高达30.36BP。从国债期限利差来看，与6月末相比，7月末5Y-2Y国开债期限利差为40.92BP，基本保持稳定；10Y-5Y国开债期限利差微量收窄3.2BP至20.52BP（图12）。

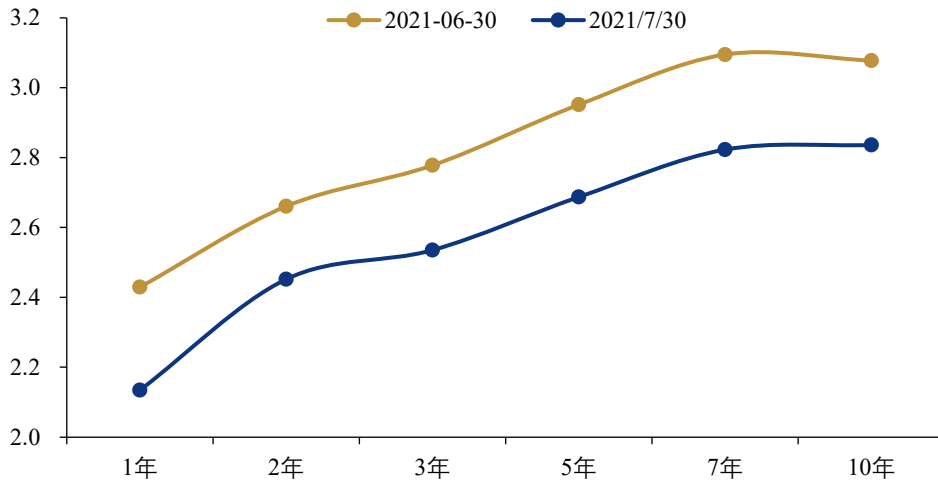


图 11: 2021 年 7 月末各期限中债国债到期收益率及其与 6 月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

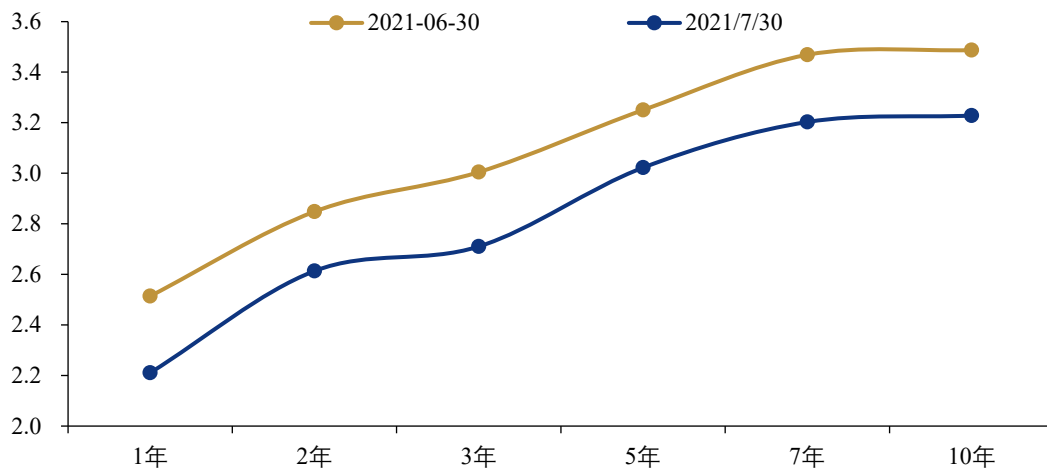


图 12: 2021 年 7 月末各期限中债国开债到期收益率及其与 6 月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 地方政府债到期收益率下行

受到国债收益率变化影响,7月份主要中长期限地方债到期收益率均明显下行,下行幅度在 20BP 左右(图 13)。其中,下行幅度最大的是 AAA 级 10 年期地方债到期收益率,下行了 23.54BP。7 月末 10 年期地方债到期收益率利差为 32.42BP,与 6 月末相比保持稳定。

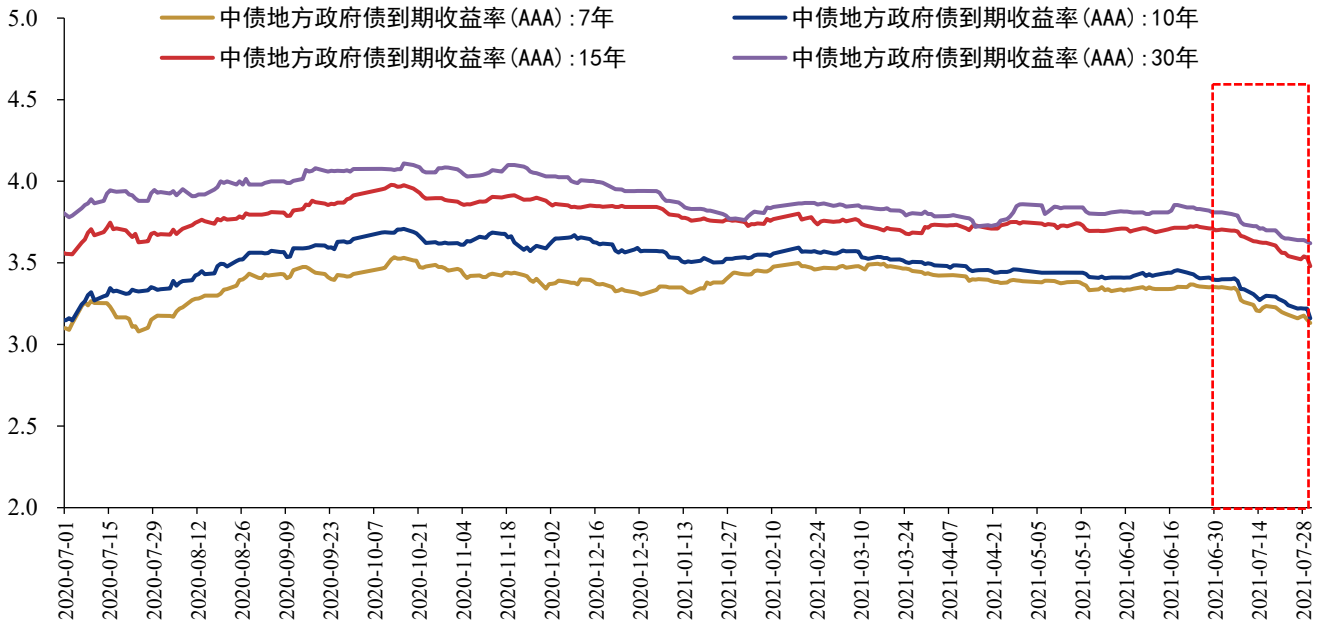


图 13：7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 中外国债利差小幅收窄，境外投资者继续增持我国债券

从国际角度来看，7 月份海外主要经济体国债收益率均下行，中外 10 年期国债利差呈小幅收窄态势（图 14）。其中，中美国债利差在 7 月份经历了震荡，在 160BP 左右徘徊，在 7 月底与 6 月末相比收窄了 1.15BP，变化不大。

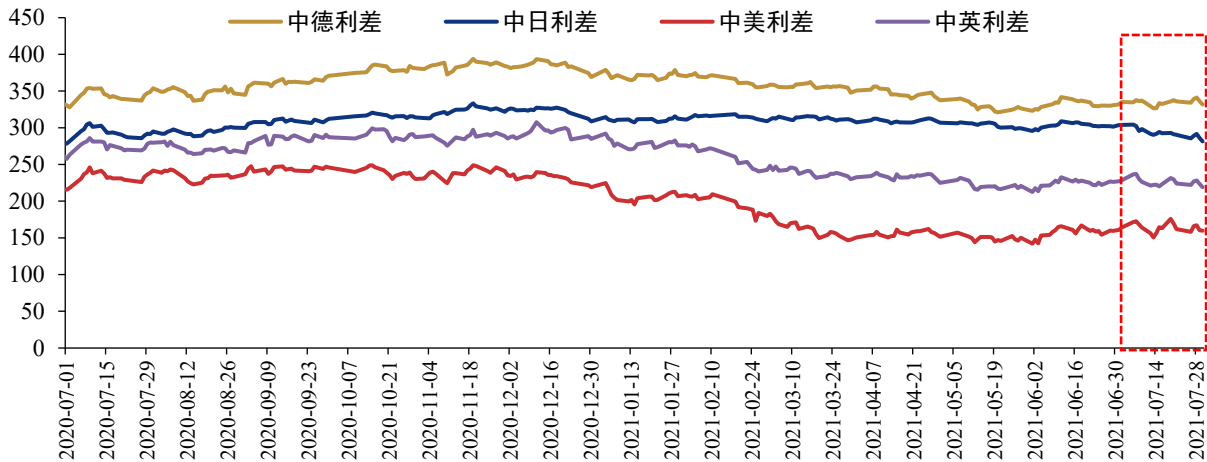


图 14：10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

7 月份，境外机构投资者继续增持我国债券，或受人民币汇率连续上升影响，增持力度较上月下降不少（图 15）。截至 7 月末，境外机构债券托管我国境内债券面额为 37669.96 亿元（中央结算公司和上清所境外机构债券托管量总和），7 月新增债券持有量 233.87 亿元，与 6 月相比大幅减少。

展望未来，中国经济复苏态势在全球来看具有明显优势，加上中美10年期国债近160BP的利差优势，为中国国债与日俱增的吸引力奠定了基础。此外，上海浦东将打造全球人民币离岸金融中心，将进一步扩大中国国债的国际影响力，长期利好中国债券市场发展。

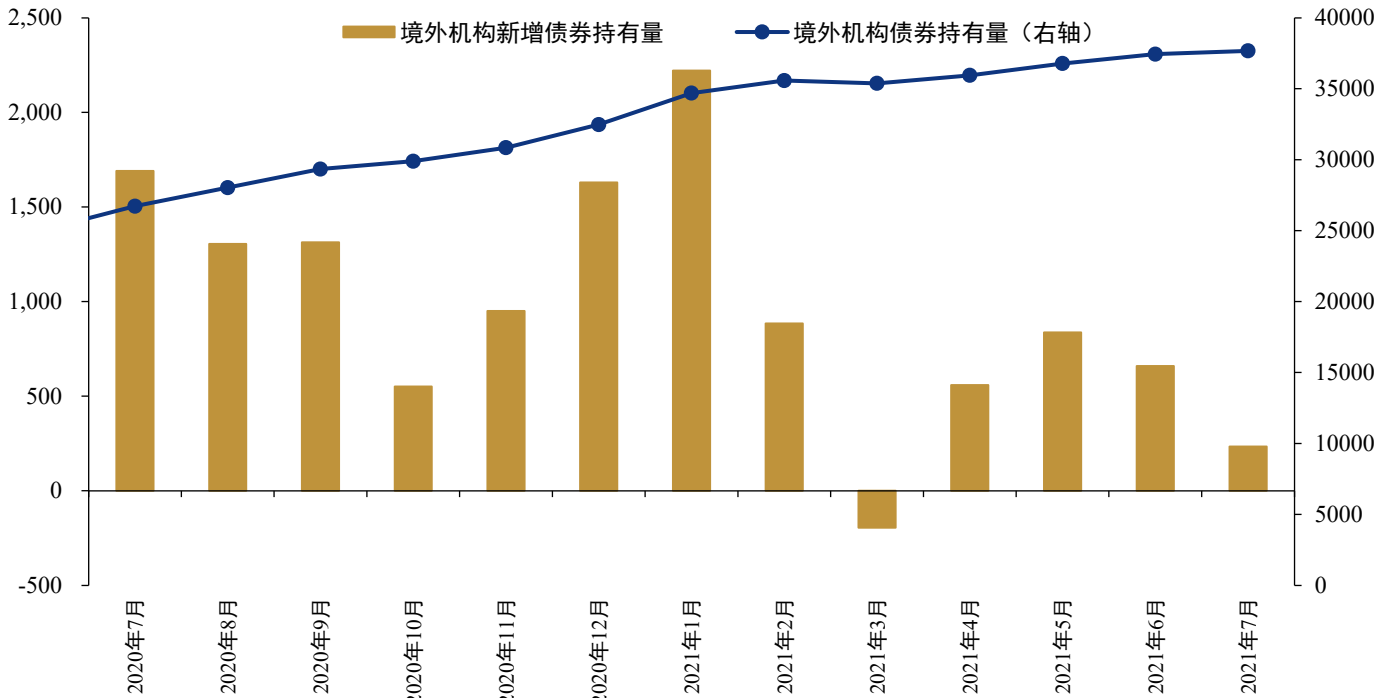


图 15: 境外机构持有我国债券总量及新增量 (单位: 亿元)

数据来源: 上清所、中债登, 远东资信整理

三、总结与展望

货币市场方面，央行7月公开市场操作实现净回笼3600亿元。同时，央行于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元。考虑到8、9两月将共有1.3万亿元MLF到期，短期来看，市场流动性总量基本保持稳定。关键货币资金价格于月初回落后震荡运行，中枢较为稳定。展望未来，“降准”是为了保持流动性的合理充裕，其不代表货币政策的转向宽松，未来一段时期货币政策将保持稳健，预计未来货币资金价格或将维持震荡运行。

利率债市场方面，从一级市场来看，7月份国债和政策性银行债净融资大幅回落至1264.46亿元，国债发行利率环比下行。7月地方债新增发行节奏仍未提速，月内实现净融资4052.35亿元，与上月基本持平，专项债发行进度仅完成限额的37%。展望未来，专项债新增发行节奏或将有所加快。

从利率债二级市场来看，7月份国债和国开债成交活跃度增加；受“降准”、疫情和气象灾害等因素综合影响，国债和国开债到期收益率下行，10年期国债收益率跌破3.0%；地方政府债到期收益率下行；中外国债利差总体小幅收窄，中美利差基本保持稳定，境外机构投资者增持我国债券233.87亿元，但增持力度较上月有所减弱。

总之，近期债市利多因素不少，但已反应在目前的利率债收益率之中。展望未来，国内利率债市场运行有以下几点因素值得关注：一是“德尔塔”毒株在全球蔓延，欧美多国疫情强势反弹，中国多地出现疫情境外输入，我国疫情防控依然面临严峻挑战。二是下半年经济复苏步伐趋缓程度如何。三是关注生产性物价在经历了高位震荡后是否会开启回落走势。四是新增地方债发行进度依然滞后严重，今年后几月地方债发行节奏或将明显提速。五是美国经济刺激法案后续进展。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士、麦考瑞大学银行金融硕士，研究与发展部研究员；
简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究与发展部总经理、研究员；
李云霞，中央财经大学金融硕士，研究与发展部助理研究员（实习生）。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。