



作者：邢博 黎轲 朱嘉林

电话：010-58352880

邮箱：xingbo@xinhua.org

编辑：范珊珊

审核：刘琼

官方网站：www.cnfin.com

客服热线：400-6123115



经济动能放缓及货币政策边际放松 下半年债市或有机会

今年上半年，我国经济运行稳中加固、稳中向好。货币政策坚持稳健基调，整体呈现“稳货币+紧信用”态势。全国债券市场新发债券18.23万亿元，同比下降2.99%。市场利率走势呈现先扬后抑趋势，主要呈现四个阶段。受资金市场利率影响明显，期限利差升至历史高位，并呈现倒N字走势。

下一阶段，我们认为，我国宏观经济增速整体呈下探趋势，经济的回落将使稳增长成为更重要的货币政策目标，下半年货币政策预计将在坚持“稳”字当头、坚持正常的货币政策空间的基础上，转为稳中偏松。预计2021年年末10年期国债收益率将处于3.0%左右。

目录

一、债券市场发行规模平稳增长	3
二、市场波动减弱，利率整体呈现先扬后抑趋势	4
三、受资金市场利率影响明显，债券期限利差升至历史高位	5
四、下阶段债券市场展望	6

图表目录

图表 1：债券发行情况	3
图表 2：主要类型国债收益率走势	5
图表 3：主要期限利差统计（单位：BP）	5

经济动能放缓及货币政策边际放松 下半年债市或有机会

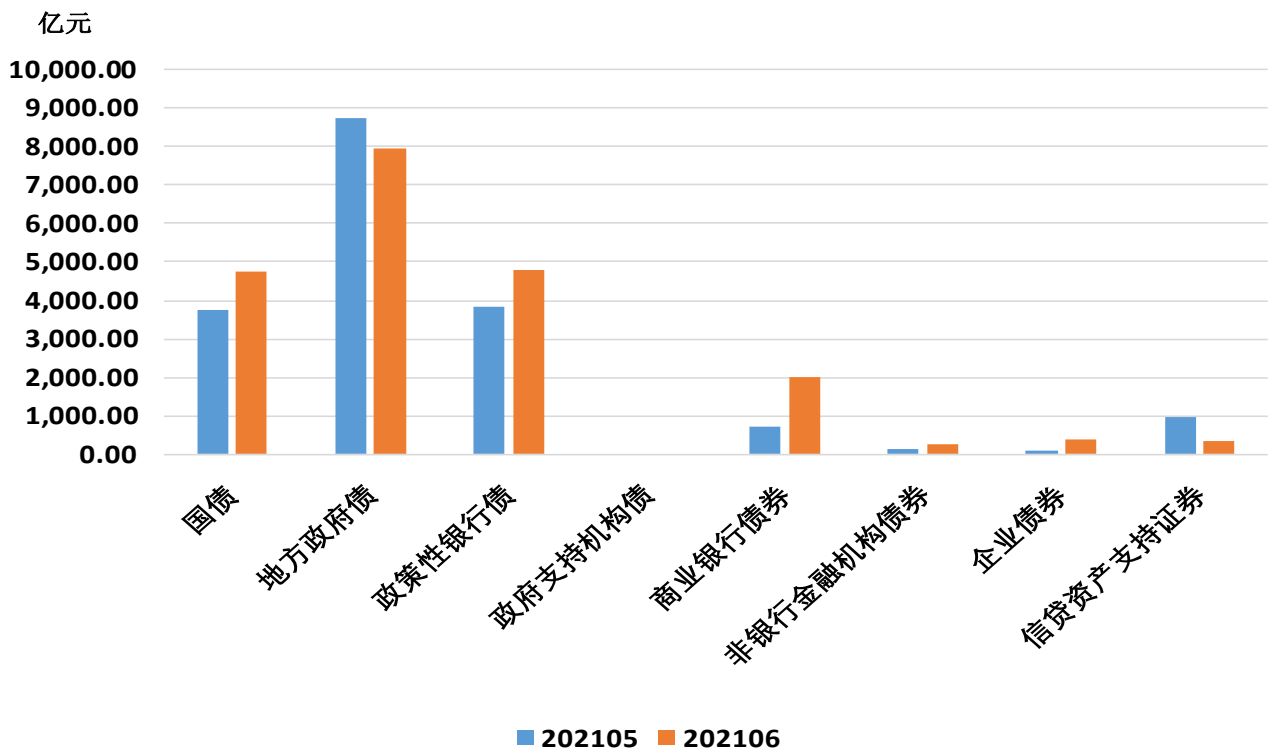
今年上半年，我国经济运行稳中加固、稳中向好。货币政策坚持稳健基调，整体呈现“稳货币+紧信用”态势。全国债券市场新发债券18.23万亿元，同比下降2.99%。市场利率走势呈现先扬后抑趋势，主要呈现四个阶段。受资金市场利率影响明显，期限利差升至历史高位，并呈现倒N字走势。

下一阶段，我们认为，我国宏观经济增速整体呈下探趋势，经济的回落将使稳增长成为更重要的货币政策目标，下半年货币政策预计将在坚持“稳”字当头、坚持正常的货币政策空间的基础上，转为稳中偏松。预计2021年年末10年期国债收益率将处于3.0%左右。

一、债券市场发行规模平稳增长

2021年上半年，全国债券市场新发债券18.23万亿元，同比下降2.99%。其中，中央结算公司登记新发债券10.50万亿元，占债券市场发行总量的57.63%；上海清算所登记新发债券4.98万亿元，占债券市场发行总量的27.34%；沪深交易所登记新发行债券2.74万亿元，占债券市场发行总量的15.03%。

图表 1：债券发行情况



来源：中债登、新华财经

从中央结算公司统计口径来看，6月份，债券发行量达到20,439.41亿元，发行量较5月份增加2,218.61亿元，上半年累计发行105,058.90亿元。其中，地方政府债、政策性银行债和国债发行量较大，分别为7,948.68亿元、4,777.60亿元和4,764.10亿元。

与5月份相比，商业银行债券、国债、政策性银行债、非银行金融机构债和企业债券发行量均有所增加。其中，商业银行债券和国债发行量增加明显，分别增加1,298.50亿元和1,006.54亿元。地方政府债发行量较上月微减804.75亿元。

二、市场波动减弱，利率整体呈现先扬后抑趋势

2021年上半年，我国经济运行稳中加固、稳中向好。货币政策坚持稳健基调，整体呈现“稳货币+紧信用”态势，宏观杠杆率保持稳定。公开市场操作利率的中枢作用不断增强，稳定的公开市场操作引导市场波动性显著降低，市场利率水平保持在合理区间。1月1日至6月30日，DR007均值为2.18%，围绕7天期逆回购利率上下波动；MLF和LPR报价均保持不变；10年期国债收益率波动幅度小于30BP。总体来看，债券市场利率走势呈现先扬后抑趋势，主要呈现四个阶段。

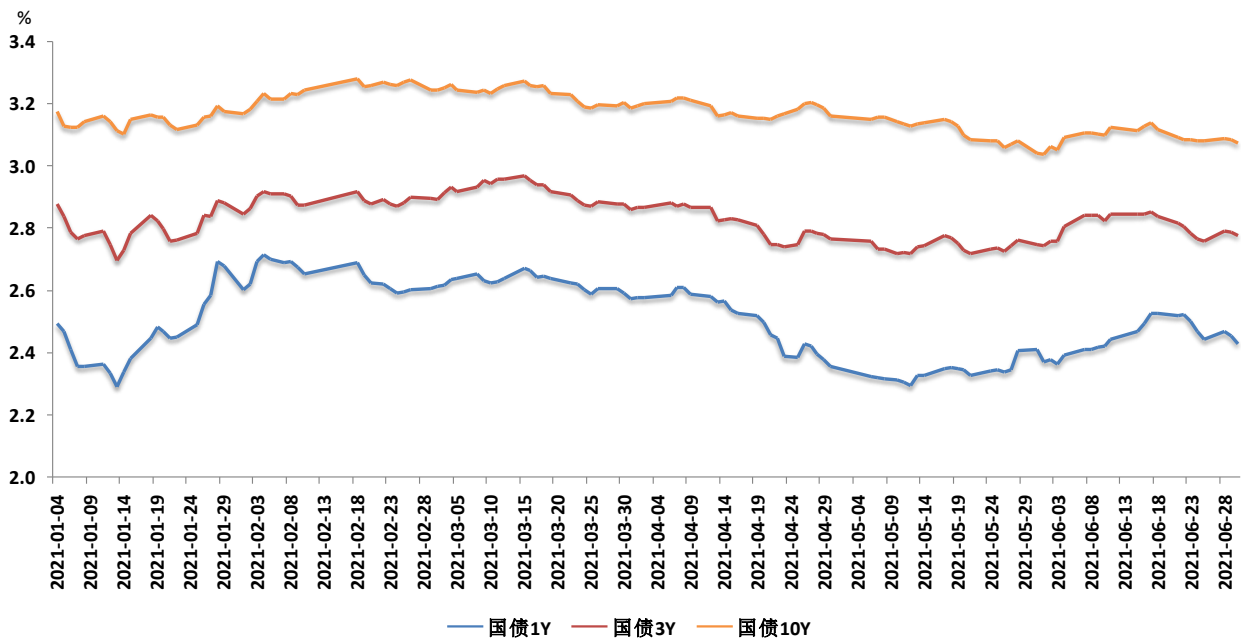
第一阶段为1月4日至1月22日。为对冲2020年11月发生的永煤集团信用债违约风险事件的影响，缓解发债困难、资金链紧张等局面，稳定市场情绪，2020年年末至2021年1月底，市场资金面一直呈现相对宽松的局面，10年期国债收益率维持在3.1%-3.2%区间波动。

第二阶段为1月25日至2月18日。1月末春节临近，在疫情防控需求以及春节、季末等季节性因素影响下，流动性紧张趋势显现，人民银行适时调整了公开市场的投放力度。但投放力度不及市场预期，打消了市场对宽松货币政策的预判，导致市场资金面出现小钱慌，资金利率快速升高，DR007最高达到3.16%，R007最高达到4.83%。春节期间，海外大宗商品涨价，市场对通胀担忧明显，美债利率大幅上行，多因素叠加，致使10年期国债收益率进一步上行，冲高至3.28%。

第三阶段为2月19日至6月1日。面对大宗商品涨价可能带来的输入型通胀压力，监管层积极表态，多方施策保供稳价，有效减弱了市场对通胀的担忧以及对流动性收紧的预期。同时，人民银行对流动性进行有效呵护，通过OMO持续释放稳定的政策信号，维持了流动性的合理充裕。此外，今年以来政府债券发行节奏较为缓慢，加之市场对债市普遍持观望和谨慎态度，从而利率债供给延后、信用债供给收缩共同导致供需错配，机构资产荒显现。基于以上因素的共同作用，债券市场出现一波小牛市，10年期国债收益率呈现下行趋势，最低至3.04%。

第四阶段为6月2日至6月30日。进入6月之后，地方债发行提速，资金面出现边际收紧，叠加美联储缩表预期提前，引发市场对流动性承压的预期，债市交投情绪显现谨慎，10年期国债收益率有所走高。

图表 2：主要类型国债收益率走势



来源：wind、新华财经

三、受资金市场利率影响明显，债券期限利差升至历史高位

通常货币政策调控、经济周期是债券期限利差变动的重要影响因素。今年以来，我国经济维持稳定增长，货币政策坚持稳健基调，10年期国债收益率曲线总体波动较小。受资金利率变动影响，中短期国债收益率曲线波动相对较大。总体来看，债券期限利差大致呈现倒N字走势。

从10Y-1Y国债期限利差来看，1月中旬市场资金面呈现相对宽松的局面，国债短端利率下行速度快于长端，导致期限利差走阔；进入1月中下旬，春节、季末等季节性因素影响下，短期流动性紧张趋势显现，人民银行公开市场投放力度不及市场预期，资金市场利率快速回升，导致期限利差快速下行；春节过后，资金利率整体稳中有降，期限利差大致走平；进入4月中旬，人民银行积极对流动性进行呵护，监管层对有效应对大宗商品涨价积极表态，资金市场利率维持低位，短端国债利率快速下行，导致期限利差明显抬升，10Y国债-1Y国债收益率之差上行至年内高点，达到84BP，为近5年来的相对高位；进入6月份，地方债发行提速叠加美联储释放鹰派信号，引发市场对流动性承压的预期，资金市场利率边际收紧，短端国债利率显现上行，导致期限利差收窄。

图表 3：主要期限利差统计（单位：BP）

期限利差 (BP)	3y-1y	10y-3y	10y-1y	20y-3y	20y-10y
最新利差	36.84	28.90	65.74	71.86	42.96
历史均值	34.51	62.20	96.71	108.48	46.28
均值偏离	2.33	-33.30	-30.97	-36.62	-3.32
当前分位数点	61%	19%	35%	26%	45%
25%分位数点	20.66	32.49	57.22	70.85	33.80
50%分位数点	32.07	49.91	81.54	94.13	45.97
75%分位数点	43.20	90.05	132.31	138.85	56.68

来源：中债登、新华财经

四、下阶段债券市场展望

基于去年基数较高、信用收缩、出口回落等因素，预计下半年我国宏观经济增速整体呈现下探趋势。经济的回落将使稳增长成为更重要的货币政策目标，预计下半年货币政策在坚持稳字当头、坚持正常的货币政策空间的基础上，将转为稳中偏松。7月15日，为应对金融机构在今年下半年将面临的较明显流动性消耗，提升金融服务能力，从而更好支持实体经济，人民银行已实施全面降准。

此外，6月我国CPI同比涨幅回落，国内大宗商品保供稳价政策效果初步显现，工业品价格涨势有所趋缓，PPI环比和同比涨幅均有回落。下半年，通胀将不再是债市核心矛盾。

综上，预计2021年年末10年期国债收益率将处于3.0%左右。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。