

利率观察：中国广谱利率升势迎来 6 月考验

研发部/何金中 徐永

2017 年 1-5 月，中国广谱利率整体呈现上升状态，在存贷款基准利率未做调整的情况下，央行公开市场政策利率、货币市场资金利率、债券收益率等都出现了较大幅度的上升。

整体来看，央行货币政策稳健中性、金融市场去杠杆及监管政策加强、美国加息、人民币贬值及资本流出压力等因素，对利率的整体走升起到了重要的影响，6 月份市场或将迎来更大考验，但在基本面复苏基础还不牢固的背景下，利率继续大规模走升支撑不足。

一、利率综述

1-5 月，公开市场 7 天、14 天和 28 天期逆回购，6 个月和 1 年期 MLF 操作利率均调升了 20BP。银行间市场质押式回购加权平均利率从年初的 2.34%，最高曾于 3 月底上涨到 3.59%，5 月底回落至 2.85%。其中，DR007 从年初的 2.67% 上涨至 5 月底的 2.84%。

债券一级市场发行成本普遍抬升，国债加权发行利率从 1 月的 2.81% 上涨到了 5 月的 3.61%，地方政府债加权发行利率从 2 月的 3.36% 上涨到 5 月的 4.17%，政策性银行债加权发行利率从 1 月的 3.77% 上涨到 5 月的 4.24%。

公司债加权发行利率从 1 月的 5.01% 上涨到 5 月的 5.26%；企业债加权发行利率 1 月份从去年 12 月底的 5.54% 快速上涨到 6.14%，5 月份继续上涨至 6.58%；中期票据加权发行利率从 1 月的 5.16% 上涨到 5 月的 5.71%，同期，短期融资券加权发行利率从 4.21% 上涨到 4.90%。

二级市场方面，10 年期国债收益率从年初的 3.11% 最高上涨到了 3.69%，5 月底为 3.61%，10 年期的国开债收益率从 1 月初的 3.7% 上涨到 5 月底的 4.34%，5 年期 AA 企业债到期收益率从年初的 4.56% 上升到 5 月底的 5.74%。

信用债的行业利差分化，钢铁、采掘和有色金属行业利差较高，非银金融、休闲服务类行业利差为负，收益率水平占优。

截至 3 月份，非金融企业一般贷款加权平均利率为 5.63%，比上年 12 月上升 0.19 个百分点；票据融资利率加权平均利率为 4.77%，比上年 12 月上升 0.87 个百分点。个人住房贷款加权平均利率为 4.55%，略有上行，比上年 12 月上升 0.03 个百分点。

普益财富数据显示，截至 5 月底，银行理财封闭式预期收益型人民币产品发行平均收益率从年初的 4.11% 上涨到 4.43%；信托理财 12 个月期新发行产品平均最高预期收益率从年初的 6.74% 上涨至 6.9%。

二、利率分类分析

（一）政策利率

央行目前货币政策利率工具种类丰富，除了传统的存款、贷款、再贷款、再贴现、存款准备金利率外，公开市场业务中的正、逆回购、央行票据、SLO，以及其它货币政策工具如 SLF、MLF、TLF、PSL 等都是央行的操作选择。

图表 1 中国央行主要政策利率水平（截止 2017 年 5 月底）

利率矩阵	shibor	逆回购	SLF	MLF	国库现金	质押式回购	存款基准	贷款基准
隔夜	2.64		3.30			2.66		
2天								
3天								
4天								
5天								
6天								
7天	2.86	2.45	3.45			2.84		
14天		2.6				3.89		
21天								
28天		2.75	3.80			3.27		
3个月	4.56				4.5	4.78		
6个月				3.05		4.90		
9个月								
1年	4.36			3.2			1.5	4.35
3年							2.75	4.75

数据来源：央行，新世纪评级整理

在我国货币政策从数量调控向价格调控的转型过程中，央行已经明确表示会进行利率走廊调控的探索，并明确了中短期利率走廊调控+中长期 MLF 的期限操作框架。

利率走廊调控的上限利率为 SLF，至于下限，一般应该是存款准备金利率或者央行正回购利率，由于 2015 年以来未再操作正回购，超储 0.72% 的存款利率也一直未变，因此目前市场主要是从利率走廊的上限利率以及其他利率工具的变化来观测央行调控的思路和走向。

从今年前 5 个月的情况来看，无论是 SLF 的操作利率，还是央行公开市场逆回购、MLF 利率，都出现了上调。其中 7 天期的逆回购和 SLF 利率均上调了 20 BP，分别从 2.25%、3.25% 上调至 2.45% 和 3.45%，并且都是分两次上调，每次上调 10 BP，特别是第二次上调，是在美联储 3 月加息之后的快速反应，央行当天一次性全面上调了 MLF、SLF 和逆回购的操作利率。

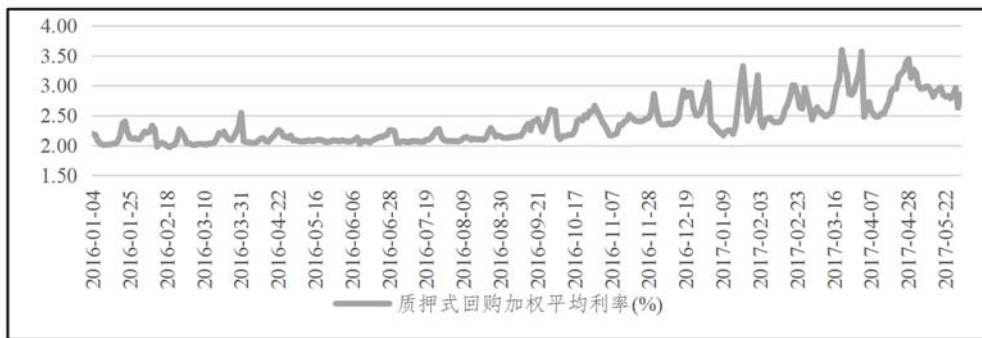
从 2015 年政策利率的连续下调到 2017 年上半年的连续上调，央行货币政策显然有逐步偏紧的转向，针对上调两次上调逆回购利率、SLF 和 MLF 操作利率，市场认为是央行在加息，为应对美联储加息防止资本流出，不过从央行的正式表态来看，央行并不希望市场对此进行过度解读。

央行一季度货币政策执行报告显示，公开市场利率随行就市适度上行，反映了2016年以来在内外因素综合作用下货币市场利率中枢上行的走势，是在保持流动性基本稳定目标下市场供求推动的结果，不宜将公开市场利率上行与“加息”划上等号。从当前形势看，公开市场利率更富有弹性，客观上也有助于去杠杆、抑泡沫、防风险，符合中央经济工作会议精神。

（二）货币市场利率

前5个月，货币市场利率出现了明显走升，并且自2016年第四季度以来，利率波动性明显提高。5月底，银行间市场质押式回购加权平均利率为2.8463%。从利率的绝对水平走高来看，可能与资本流动、金融市场杠杆交易、货币政策中性稳健以及金融监管政策加强等因素都有关系。

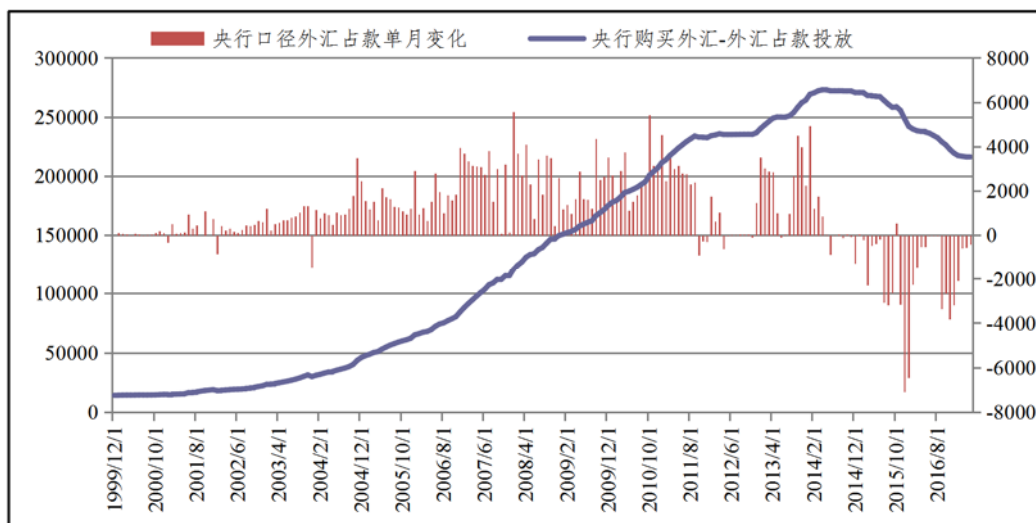
图表 2 银行间市场质押式回购加权平均利率走势



数据来源：wind，新世纪评级整理

从央行外汇占款的走势来看，虽然今年以来的外汇占款负增长已经明显收窄，但在美国下半年仍可能多次加息的预期下，当前资本流出压力未有缓解，这对银行间市场的流动性影响总体仍是负面。

图表 3 央行口径外汇占款余额及单月增量变化（单位：亿元）



数据来源：央行，新世纪评级整理

而央行在金融风险控制的整体背景下，流动性投放主要采取了公开市场操作及 MLF、SLF 等工具，而非此前的降准，体现在央行资产负债表上是央行对其他存款性公司的债权增加，且从上半年的情况来看，央行的操作以对冲流动性缺口为主，比如政府财政存款增加的情况下，相应增加流动性的投放，总体来看对其他存款性公司债权增加的规模与外汇占款、政府存款增加带来的总体缺口相当，流动性供给的整体基调并不宽松。

例如 1 月份，外汇占款减少叠加政府存款增加带来的流动性缺口为 6996 亿，当月央行对其他存款类公司的债权就增加了 6607 亿，4 月份，在缺口 5158 亿的情况下，央行投放 3850 亿，基本是维持少量缺口存在。

统计央行单月基础货币余额的变化，以及外汇占款、政府存款和对其他存款性公司债权三个因素的影响，也可以看到自 2015 年以来，除了个别月份有央票到期、定向回购等操作外，央行基础货币单月的变化与三项因素综合变化也基本保持同步，央行并没有通过其他渠道额外提供流动性，只不过 2015 年央行在除公开市场操作外，还多次调低准备金率，因此市场并未感受到流动性的过分紧张，而 2016 年下半年以来准备金率未再调整，市场流动性结构性紧张的程度才更加凸显。

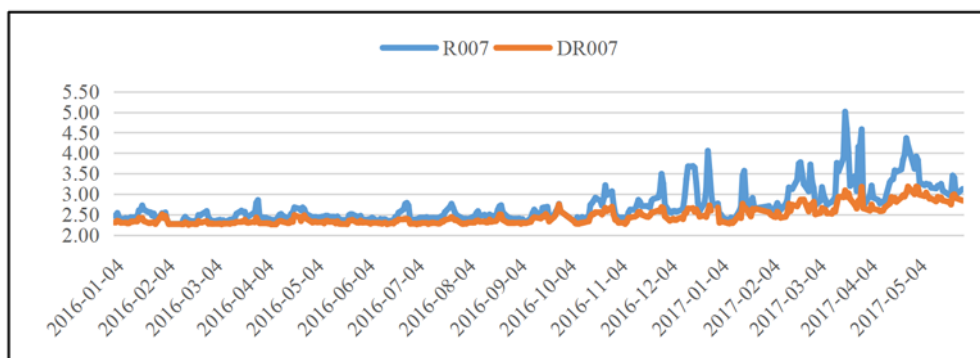
图表 4 基础货币单月变化与对比（单位：亿元）



数据来源：央行，新世纪评级整理

面对流动性紧平衡，不同品种的稳定性还是差异明显。从 DR007 来看，其利率的波动幅度就明显低于 R007，全国银行间同业拆借中心自 5 月 31 日起正式推出基于 DR 的定盘利率 FDR，即银银间回购定盘利率（包括 FDR001、FDR007 及 FDR014 三个品种），以及以 FDR007 为参考利率的利率互换交易相关服务。

图表 5 DR007 和 R007 利率走势



数据来源：wind，新世纪评级整理

此前已有基于 R 的回购定盘利率 FR，包括 FR001、FR007 和 FR014 三个品种，R 和 DR 的主要区别之一，在于前者是基于全部金融机构交易计算的利率，即包括银行和非银行类金融机构，而后者主要是基于存款类金融机构即银行之间的交易利率。

去年下半年以来，在金融监管，特别是 MPA 纳入考核等因素的影响下，银行类机构对非银金融机构的拆借业务明显趋于谨慎，非银融入困难增加，带动了 R007 利率波动明显大于 DR007。

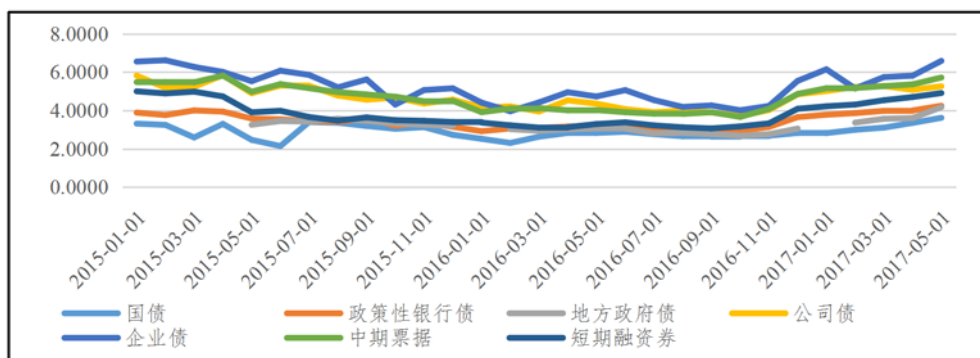
从利率走廊的角度来看，稳定性更强的品种显然更有利于上下限利率的区间调控，这或许也是央行自去年以来，不断强调 DR007 作为市场基准利率的重要原因，作为利率走廊调控的目标对象，DR 及 FDR 利率未来有望发挥比 FR 更重要的作用。

SHIBOR 的利率同样涨幅较大，5 月底 3 个月期 SHIBOR 利率已经上涨到 4.5%，较 2016 年 3 季度末 2.8% 的低位，上涨了 170 BP。同业存单的发行与二级利率也水涨船高。

（三）债券一级市场利率

债券一级市场的发行利率在资金利率等系列因素影响下，逐步走高，发行成本的走高也影响到了发行规模，除了国债外，地方政府债、政策性银行债、公司债、企业债、中期票据和短期融资券的实际发行金额同比都显著下降。

图表 6 债券发行利率走势图 (%)



数据来源：wind，新世纪评级整理

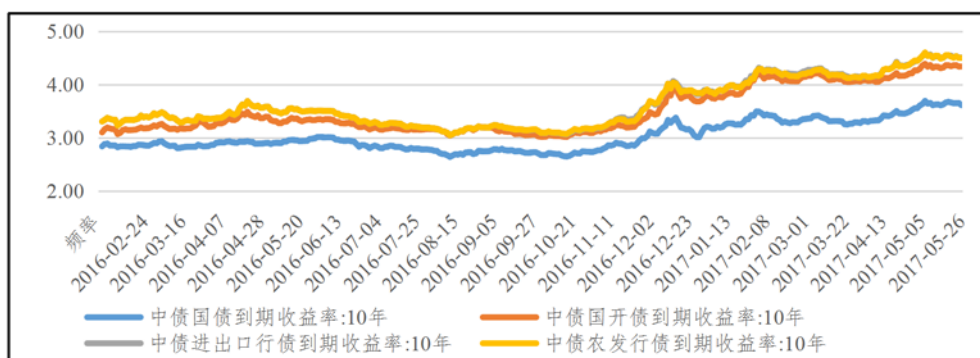
利率债方面，前 5 月，国债、地方政府债、政策性银行债的实际发行金额分别为 10760.3 亿元、13479 亿元和 14160.9 亿元，较去年同期分别增长 3.5%、下降 47%和下降 17%。地方政府债因债务置换的总额度限制可能面临下降，加上成本压力，实际发行额度下降较为明显。

信用债方面，公司债、企业债、中期票据、短期融资券前 5 月的实际发行额度分别为 675.90 亿元、3478.64 亿元、3068.70 亿元和 8737.90 亿元，同比分别大幅下降 70.9%、76.7%、40%和 43.8%。

(四) 债券二级市场收益率

前 5 月，利率债的二级市场利率亦不断上行。其中，10 年期国债到期收益率较 2016 年的低点 2.67%，上涨至 5 月底的 3.6%附近，10 年期国开债到期收益率自 2016 年的低点 3.04%，上涨至 5 月底的 4.34%附近。

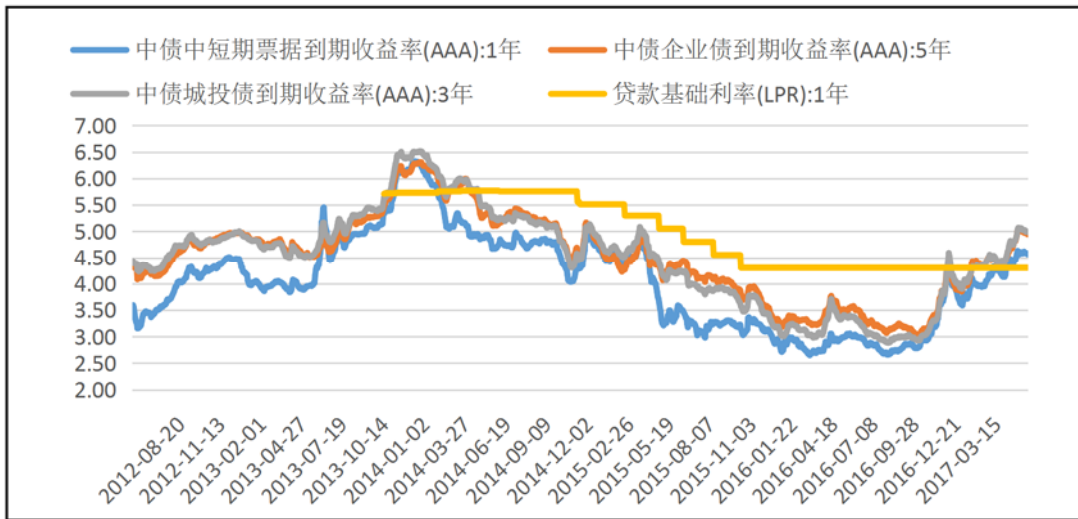
图表 7 利率债收益率走势 (%)



数据来源：chinabond，新世纪评级整理

信用债的收益率也抬升迅速，多数品种二级收益率全面超越 LPR，不过行业利差的表现仍然较为分化，非银金融、休闲服务等行业表现较好。

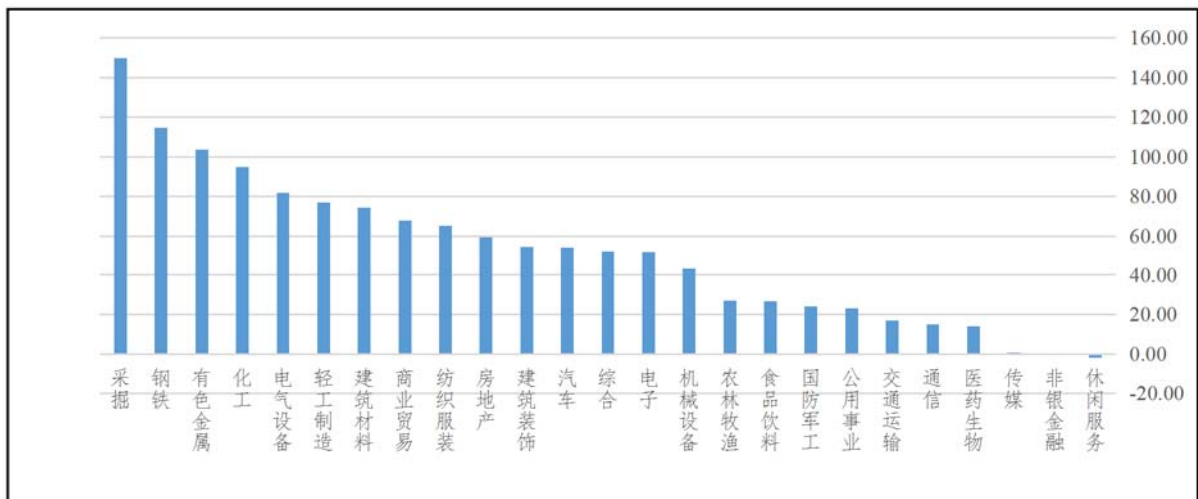
图表 8 信用债收益率走势



数据来源：wind，新世纪评级整理

图表 9 非城投类信用债行业利差表现

数据来源：wind，新世纪评级整理

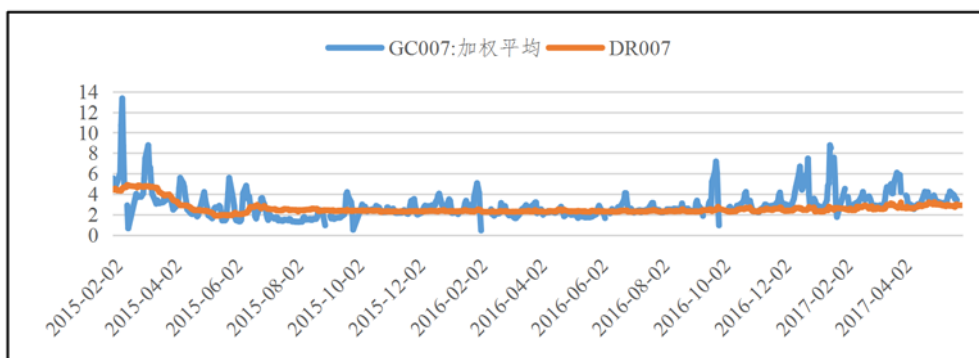


(五) 利率衍生品及交易所市场利率

利率衍生品方面，FR007 一年期固定利率 1 月份为 3.2262%，5 月份为 3.7418%，上升 51.56BP。

交易所市场的利率波动显著高于银行间市场，不过上交所已经修改了回购规则，并自 5 月 22 日起实行，有望提高交易所回购利率的稳定性。

图表 10 交易所市场与银行间市场 7 天回购利率



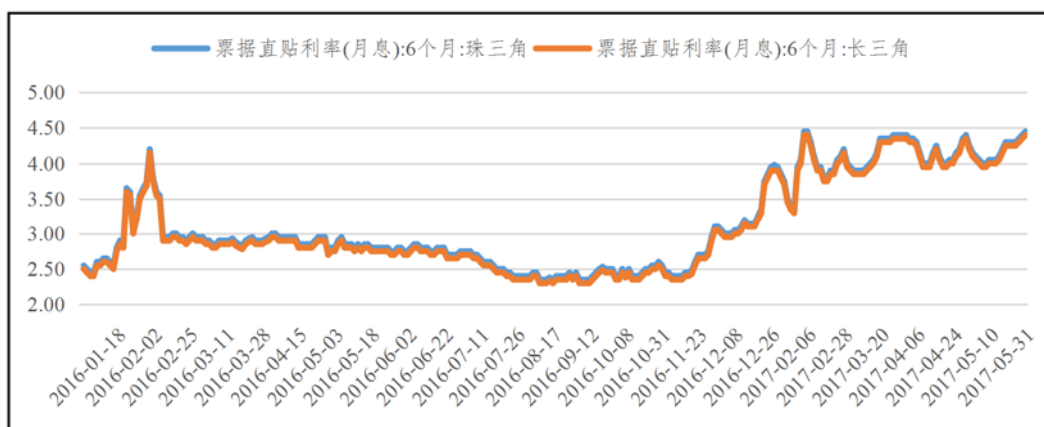
数据来源：wind，新世纪评级整理

新规调整主要涉及两方面内容：一是修改质押式回购计息规则，计息天数从回购期限的名义天数修改为资金实际占款天数，以消除名义计息天数规则下由于周末和节假日因素导致的回购利率大幅波动，同时将全年计息天数从 360 天改为 365 天；二是修改质押式回购收盘价计算方法，由当日最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价改为当日最后一笔交易前一小时所有交易的成交量加权平均价。

（六）票据、理财及信托收益率

前 5 个月，受金融数据扩张，加上债券、股票等直接融资相对低迷，非标类融资仍然较为活跃，不过受金融数据可能回落以及金融监管影响，后期利率是否回落值得关注。

图表 11 票据收益率走势图（%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

三、利率展望

半年末资金面历来较为紧张，加上今年的 MPA 考核、同业存单到期量较大等因素，资金面及利率形势整体不容乐观，不过按照惯例，央行当期投放力度也会更大，预期市场利率在 6 月应该不会出现过度上涨的局面。

债券利率方面，目前国债二级市场收益率较去年底部已抬升 100 个 BP，各类信用债的加权发行利率也普遍高于 LPR，并使得融资量骤减，但从央行基准利率的水平来看，目前全面上调的预期和基础还不足，这种情况下，无论是利率债还是信用债，收益率继续上升的空间可能都较为有限，预期半年末后利率可能逐步下行。