

利率观察：金融去杠杆进入政策消化期 广谱利率总体回落

研发部 徐永

随着内部金融去杠杆政策进入消化期，外部汇率贬值因素缓和，6月下旬以来国内金融市场资金面基本保持宽松，广谱利率总体回落。

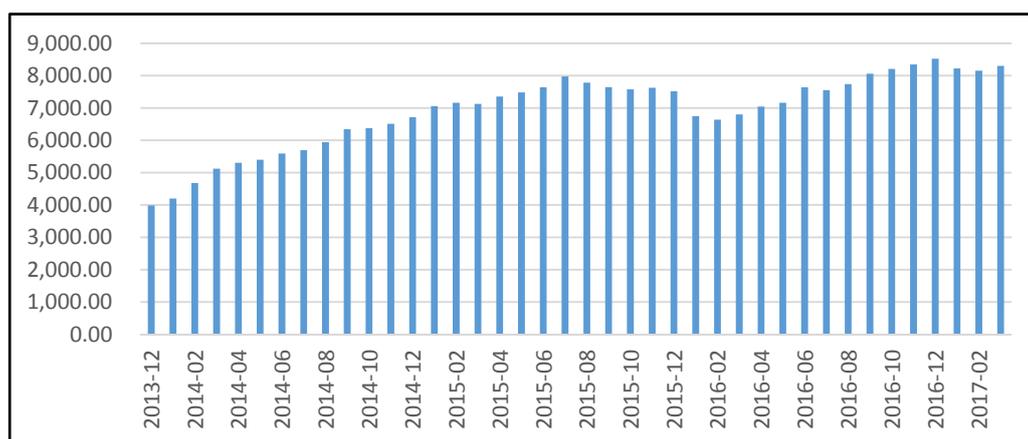
一、利率综述及展望

广谱利率总体6月先跌后涨，进入7月则呈现回落状态。其中，银行间市场资金利率6月上旬小幅回落，月末短暂上升，7月之后逐步下行；同业存单发行利率6月下旬以来从之前的“量价齐升”转向“量升价跌”；中长期利率债6月末虽有所反弹，但全月收益率维持下行。

今年以来，央行在公开市场对流动性的把握明显更为精准。央行每日公开市场操作公告，对当日流动性影响因素做出针对性分析，因此即使月末公开市场连续多日暂停操作，市场也并未产生恐慌情绪，显示央行的流动性调控水平明显提升，利好未来广谱利率长期平稳运行。

“债券通”开闸，有望给国内债券市场带来新增资金流入，但在汇率对冲工具有效运用前，料其对国内债券市场和利率水平产生的效果不明显。截至2017年3月末，境外机构和个人持有国内债券的余额为8301亿元，占国内全部债券余额的比例为1.3%。

图表1 境外机构和个人持有人民币债券情况（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

广谱利率展望方面，当前利率回落的可持续性还有待观察。需关注在货币市场利率和债券收益率总体下行的情况下，理财产品和信托的预期收益率仍在继续走升，显示非标融资在前期遭压缩转表内后，可能再度活跃，监管政策未来一段时间可能仍然会维持一定高压状态。

事实上，市场对短期利率的预期并不乐观。从国债收益率的期限利差来看，虽然 6 月下旬利差有所反弹，但整体利差水平仍在历史较低值，当前短期利率的下行趋势并不牢固。

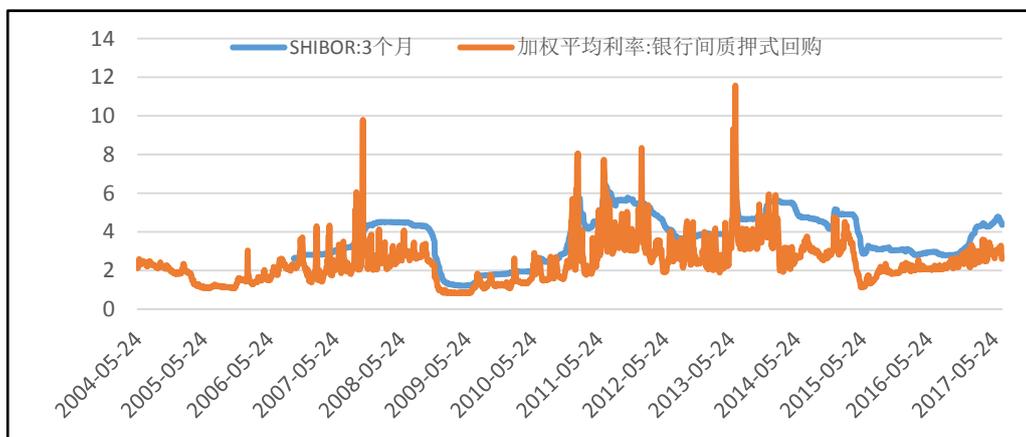
图表 2 国债期限利差（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

而从较长期限的 3 个月 SHIBOR 利率走势，和银行间质押式回购加权利率的整体水平来看，6 月下旬虽然出现了回落，但整体仍在 2016 年以来的较高水平。因此仍然需要对当前的广谱利率的回落走势保持谨慎心态。

图表 3 资金利率走势（单位：%）

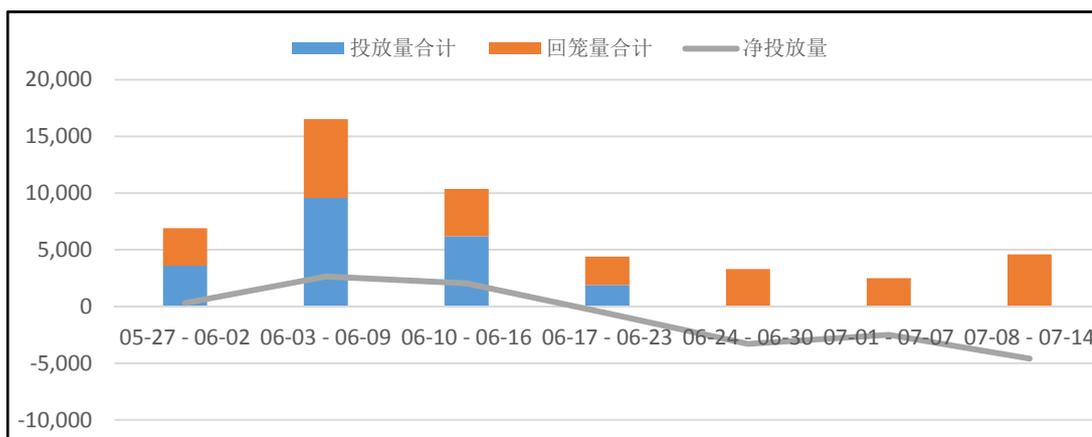


数据来源：WIND，新世纪评级整理

二、政策利率跟踪

6 月央行公开市场操作利率未做调整。操作期限方面，以 7 天、14 天和 28 天期为主，其中 7 天期投放 4800 亿，14 天期投放 4200 亿，28 天期投放 5200 亿。操作时间以上旬为主，下旬公开市场连续多日暂停操作，在到期因素影响下，下旬出现多日净回笼，不过有财政存款等因素对冲，资金面总体保持宽松。

图表 4 公开市场投放回笼走势（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

6月6日，央行还投放了1年期的MLF4980亿，当日MLF的到期回笼量仅为1510亿，显示央行对6月资金面的呵护之心。6月共有三期MLF到期，合计回笼量4313亿，当月MLF净投放667亿。

6月MLF1年期的操作利率维持在3.2%不变，但期限方面，当月没有6个月品种。从去年8月份以来，央行将MLF的操作期限从3个月、6个月的组合，拉长为6个月、1年期的组合，今年6月则是首次只有1年期的操作，融资利率不变的情况下，融资期限继续拉长。

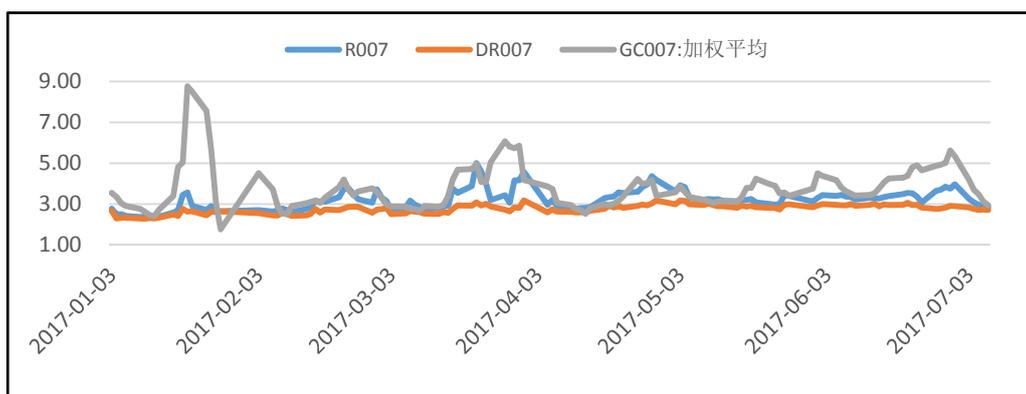
海外央行方面，6月美联储年内第二次加息，也是2015年12月以来的第四次加息，联邦基金目标利率区间提高至1%-1.25%。中国内地没有像3月那样跟随美国上调政策利率，但香港金管局继续跟随美联储上调了其贴现窗基本利率。

美国1季度实际GDP环比折年率终值为1.4%，虽然较去年四季度的2.1%走弱，但显著好于初值的0.7%，且有天气影响等因素，当前市场普遍预期二季度美国GDP增长会有明显反弹，支撑美联储加息。

欧日央行6月最新的货币政策决议都维持基准利率不变。欧洲央行主要再融资基准利率维持在0%，存款便利利率为-0.4%，边际贷款便利利率为0.25%，每月购债规模为600亿欧元。日本央行隔夜无担保政策利率维持在-0.1%，10年期国债收益率目标维持在0%，购债规模为80万亿日元。

三、货币市场利率跟踪

图表 5 货币市场利率走势（单位：%）



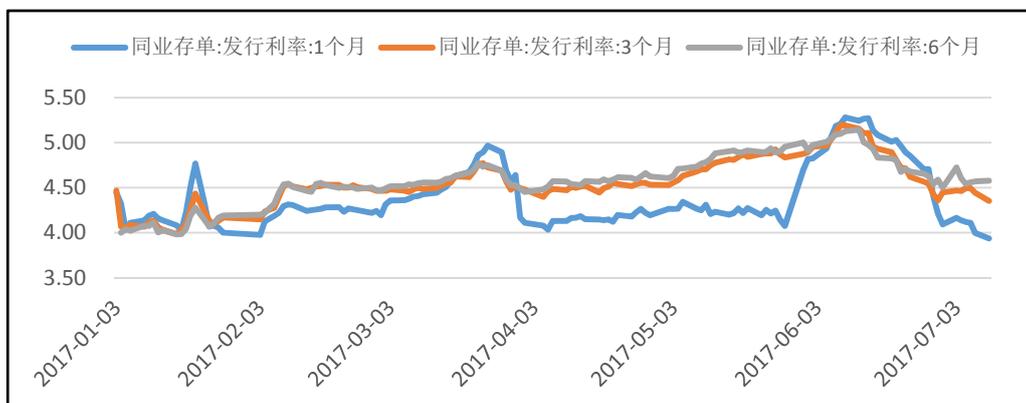
数据来源：WIND，新世纪评级整理

6 月中上旬货币市场资金面总体保持宽松，交易所 GC007 的加权利率有所回落，但下旬在 MPA 和季末考核等因素影响下，市场利率走升明显，部分在银行间市场融资受限的非银行金融机构，转而寻求在交易所市场融资，使得月末交易所利率上升幅度明显高于银行间。

不过 7 月刚过一周，市场利率已经明显回落。3 个月 SHIBOR 和银行间质押式回购加权利率 7 月第一周都回落到了 6 月初水平以下。总体而言，6 月末后两周，虽然公开市场净回笼量分别为 600 亿和 3300 亿，但 6 月历来也是财政存款投放较多的月份，资金利率的上涨幅度并未超出预期。

从同业存单的发行利率来看，6 月上旬因为到期量大，提前备付等因素影响，同业存单加权发行利率上行明显，特别是跨月的一个月期品种，不过在央行公开市场净投放及 MLF 巨量投放引导下，之后同业存单发行利率明显回落。Wind 数据显示，6 月同业存单发行量为 20093 亿，在如此巨量的发行下，但发行利率和货币市场利率总体平稳，金融去杠杆政策压缩资金链条，提高货币市场效率，维持利率稳定的效果可能正在显现。

图表 6 同业存单发行利率（单位：%）

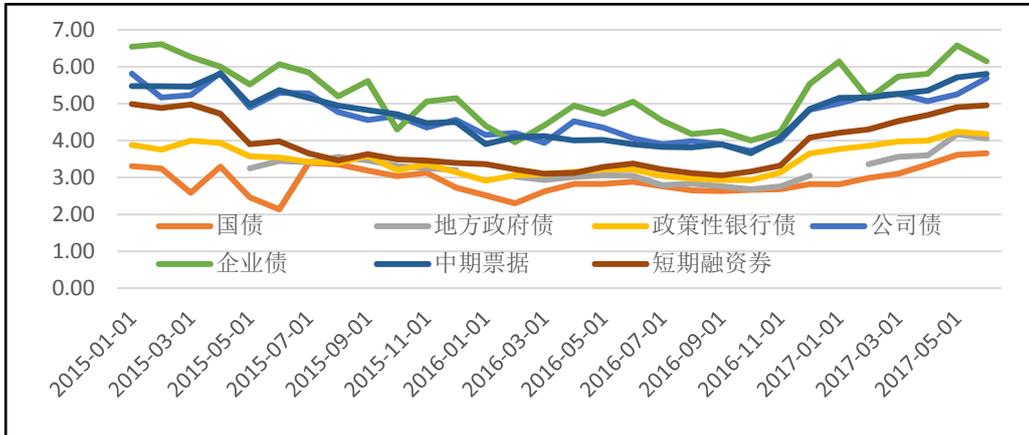


数据来源：WIND，新世纪评级整理

1 年期 FR007 利率互换利率延续 5 月以来的下行走势，从 6 月初的 3.59%，最低下行至 6 月 27 的 3.39%，6 月 30 日反弹至 3.47%，7 月初则转而回落。

四、债券市场利率跟踪

图表 7 6 月主要债券加权发行利率（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

一级发行利率方面，6 月加权发行利率出现下降的品种包括地方政府债、政策性银行债和企业债，分别从 5 月的 4.1683%、4.2409% 和 6.5801% 下降到 4.0609%、4.1777% 和 6.1519%，下降幅度分别为 10BP、6BP 和 43BP，企业债融资成本下降明显。

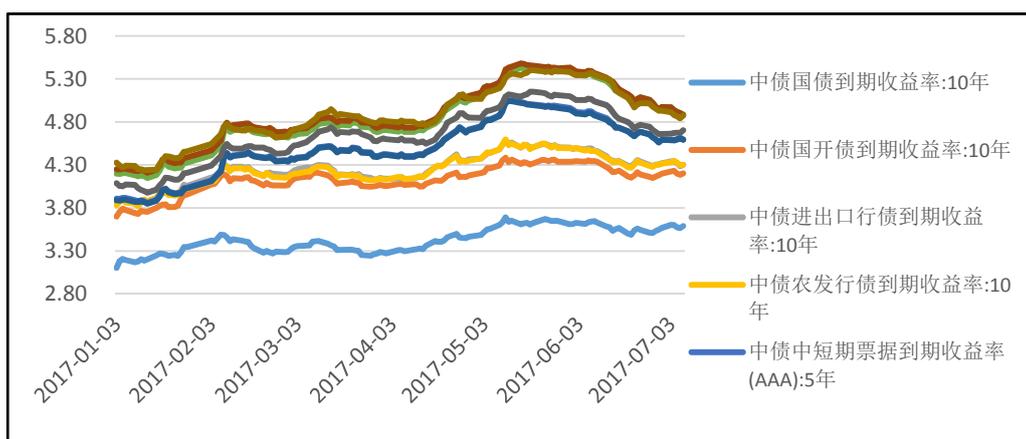
国债、公司债、中期票据和短融的加权发行利率则分别从 5 月的 3.6120%、5.2556%、5.7129% 和 4.9047% 分别上涨到 6 月的 3.6560%、5.6930%、5.8067% 和 4.9555%，上涨幅度分别为 5BP、43BP、10BP 和 6BP，交易所公司债的发行利率上涨最为明显，这可能和 6 月交易所利率上行幅度较大有关。

二级市场收益率方面，利率债 6 月基本维持小幅下行的走势，月末最后几天则出现了回升，10 年国债收益率当月最低下行 10 个 BP，月底报 3.57%，较月初下行 5 个 BP；10 年国开最低下行近 20 个 BP，月底报 4.20%。

信用债的收益率也总体保持下行。以 5 年期品种为例，5 年 AAA 和 AA+ 中短期票据到期收益率 6 月初分别为 4.94% 和 5.37%，月末值则分别为 4.59% 和 4.97%，下行幅度分别为 35BP 和 40BP；5 年 AAA 和 AA+ 企业债到期收益率 6 月初分别为 4.92% 和 5.41%，月末则分别为 4.59% 和 4.97%，下行幅度分别为 33BP 和 44BP；5 年 AAA 和 AA+ 城投债收益率 6 月初分别为 5.08% 和 5.36%，月末则分别为 4.66% 和 4.93%，下行幅度分别为 42BP 和 43BP。

5 年期国债和国开债当月收益率下行幅度分别为 8BP 和 22BP，少于同期信用债收益率下行幅度，二级利差缩窄。

图表 8 主要债券收益率走势（单位：%）

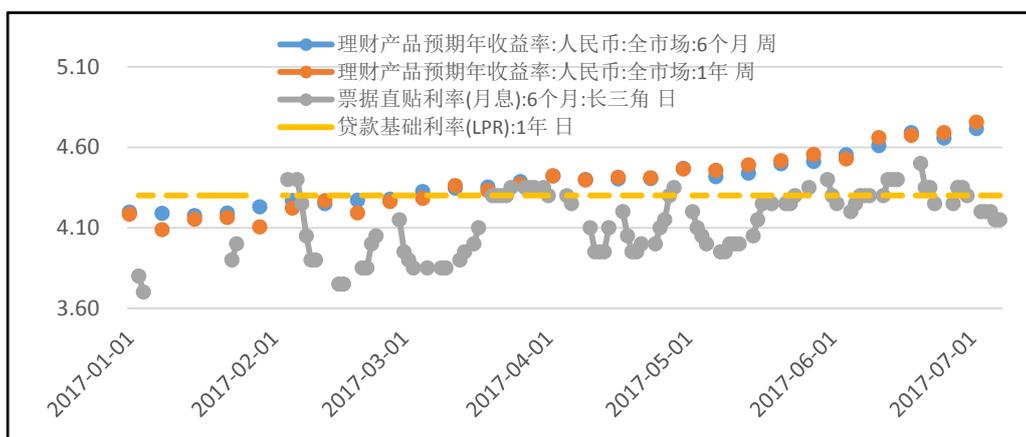


数据来源：WIND，新世纪评级整理

五、票据、信托及理财收益率跟踪

6 月票据收益率明显下行，资金面的总体宽松为票据收益率下行创造了条件；6 月理财收益率则继续保持上行，6 个月期理财预期年化收益率从 5 月末的 3.51%，上涨到 6 月末的 4.66%。

图表 9 理财、票据收益率走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

信托产品方面，普益标准数据显示，6 月最后一周，新发行的集合信托理财 12 个月期和 24 个月期产品的平均最高预期收益率为分别为 7.29% 及 7.36%。而 5 月末，新发行集合信托 12 个月期和 24 个月期产品的平均最高预期收益率为分别为 6.67% 及 7.12%。

信托和理财产品的收益率，在资金面和债券市场收益率总体下行的情况下，继续保持上涨，显示企业对非标融资的需求可能仍然较为强烈。