

利率普涨 关注“超级央行月”对利率走势的影响

研发部 徐永

一、利率综述及展望

8月央行政策利率未做调整，但银行间市场资金面在公开市场操作信号偏紧的情况下，各类利率整体走升，DR007 上涨 13BP，R007 上涨 33BP。

8月债券市场一级发行利率普遍走高，地方政府债平均发行利率上涨 11BP，企业债平均发行利率上涨 20BP，信用债取消或发行失败的规模上升，信用债净融资额下降。

债券二级市场收益率上涨，除国债外，债券品种多数短端收益率反弹幅度大于长端，显示阶段性调整压力可能主要来自流动性因素。

中国经济面临的不确定因素较多，设备投资反弹究竟是新一轮朱格拉中周期启动，抑或是阶段性供给侧改革的短期结果，目前仍未明朗。同时，制造业投资及工业企业利润走势虽整体向好，但煤炭、钢铁、有色金属等商品价格大幅上涨，可能给中下游行业盈利带来压力，并可能引致通胀反弹。因此，8月各类利率的上涨，除了公开市场净回笼、同业存单政策冲击等短期因素外，或存在基本面因素对利率的潜在影响。在贷款需求强劲，非标融资利率走升的情况下，未来有待观察。

展望9月，同业存单新规、MPA季末考核，将可能给资金面继续带来冲击，去杠杆政策的持续及央行的态度是否转变也值得重点关注，利好的因素则是人民币汇率的强势升值及外汇占款形势的趋好。

国内利率走势还将不可避免受到全球其它央行的影响，9月是“超级央行月”，美欧日都将召开新一轮的货币政策会议，虽然美国新增非农就业数据较为波动，但美联储在金融危机10年后开启正式缩表的概率仍然较大。随着欧洲经济复苏势头增强，欧洲央行也有逐步退出量化宽松政策的可能性。

全球主要经济体的经济复苏，改善了我国的外贸形势，对国内经济和流动性可能形成正面支撑，但我国面临外部货币政策正常化冲击的可能性也在加大。

二、政策利率跟踪

政策利率方面，央行8月未调整逆回购利率，7天期逆回购投放 15500 亿元，14天期逆回购投放 10800 亿元，28天逆回购继续缺席。

8月MLF操作了一次，规模 3995 亿元，期限 1 年，利率保持 3.2% 不变，这也是央行连续第三个月仅操作 1 年期 MLF 且未调整利率。当月 MLF 到期规模

为 2875 亿元，净投放 1120 亿元。

8 月 SLF 共操作 340.4 亿元，其中隔夜 28.03 亿元、7 天 227.07 亿元、1 个月 85.3 亿元，8 月末 SLF 余额为 220.18 亿元，较 7 月末的 110.73 亿元上升。SLF 当前的操作模式主要是央行分支机构面向辖内的地方中小金融机构，是央行实验利率走廊上限调控的重要工具。

PSL 方面，8 月央行对三家政策性银行净增加抵押补充贷款共 347 亿元，8 月末抵押补充贷款余额为 25041 亿元，央行自 2016 年起已不再公布定向性质明显的 PSL 利率。

8 月中央国库还进行了两期的国库现金招标，两期各 800 亿，期限均为 3 个月，利率分别为 4.46% 和 4.51%，当月国库现金到期规模为 800 亿，因此国库现金渠道的净投放为 800 亿。

虽然 MLF、SLF、PSL、国库现金等渠道维持了近 2400 亿元的净投放，不过从逆回购的操作来看，8 月逆回购投放了 26300 亿元，到期 31500 亿元，央行逆回购净回笼了 5200 亿元。

在不考虑外汇占款和财政存款投放因素的影响下，表面上看央行 8 月在资金面调控态度偏紧，不过 8 月份历来是财政支出较多的月份，财政存款投放的量估计较大，同时外汇占款今年以来负增长速度明显放缓，7 月份仅减少 47 亿元，因此银行体系的资金总量可能仍然较为充裕，这可能也是央行 8 月末连续多日未开展公开市场操作的重要原因。

海外央行方面，8 月美联储公布了 7 月利率会议的纪要全文，目前市场判断美联储 9 月再次加息或者缩表的概率较大。欧洲央行和日本央行 8 月的利率水平和购债计划未做调整。

三、货币市场利率跟踪

虽然央行判断 8 月银行体系资金充裕，不过由于市场对财政支出节奏的感知相对缓慢，而公开市场净回笼相对更容易影响市场情绪，同时受同业存单大量到期等因素影响，8 月资金面仍然较为波动，货币市场各类型利率普遍走升。

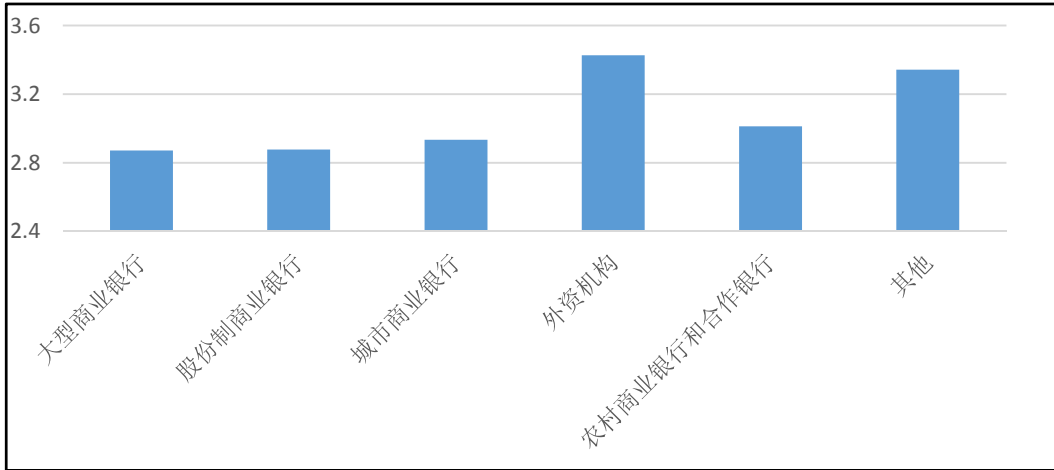
整体来看，银行间质押式回购、银行间买断式回购以及银行间同业拆借 8 月全月的加权平均利率分别为 3.0926%、3.4996% 和 2.9628%，7 月全月加权平均利率分别为 2.9036%、3.2912% 和 2.8207%，8 月分别上涨 19BP、21BP 和 14BP。

从月末利率对比来看，8 月底以上三类利率分别为 3.38%、3.81% 和 3.06%，较 7 月底分别上涨 12BP、27BP 及下降 1BP。8 月底 DR007 和 R007 分别为 4.0733%

和 2.9303%，较 7 月底分别上涨 13BP 和 33BP。

从质押式回购利率的机构类型分布来看，外资以及其他机构（主要为非银金融机构）8 月的成交利率明显高出存款类金融机构，当前非银金融机构的融资压力仍然较大。目前质押式回购的投资者结构呈现明显分化，政策性银行、全国性大型银行以及保险机构常年保持净融出角色，而券商、基金公司以及中小银行等一般是净融入角色。

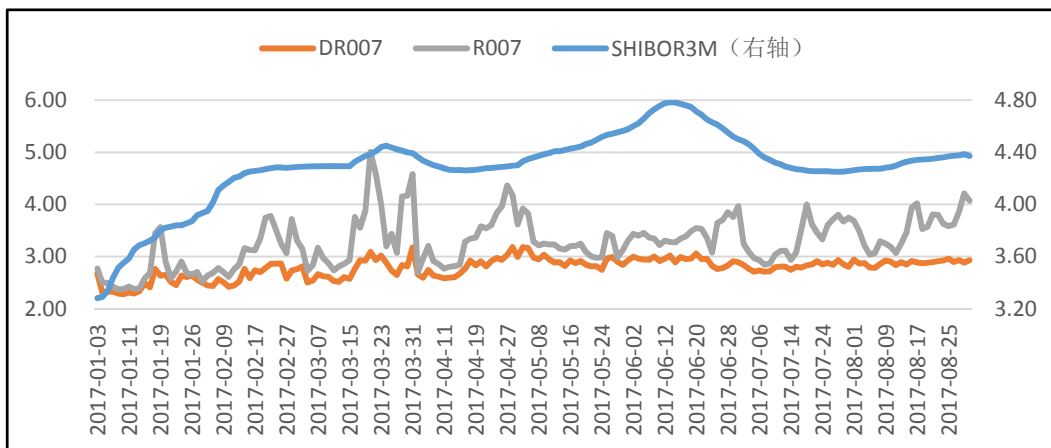
图表 1 8 月质押式回购利率机构类型分布（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

中长期利率方面，3M SHIBOR 利率 8 月上升 12 个 BP，呈现回落反弹走势。此前 2016 年前三季度 3M SHIBOR 基本稳定在 3% 以下，2016 年四季度开始逐步走升，并在今年 6 月中旬迎来了逾 2 年的阶段性高点 4.78%，随着去杠杆政策持续，市场预期资金利率将可能趋势性回落，不过从 8 月份的情况来看，由于机构加杠杆，叠加公开市场操作信号较紧，3M SHIBOR 利率再度走高。

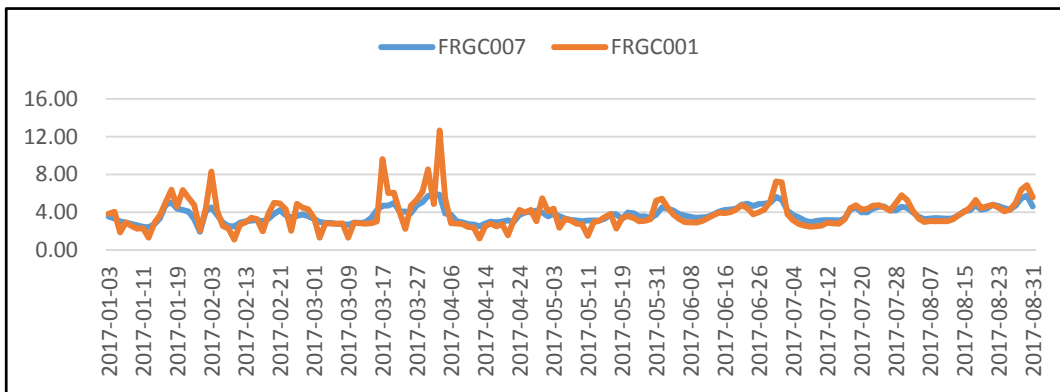
图表 2 主要资金利率走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

交易所资金利率方面，8月末GC001和GC007的定盘利率分别为5.5980%和4.6180%，利率仍然倒挂，显示隔夜利率的供给仍然较为紧张，不过从全月走势来看，当月隔夜定盘利率下降了20BP，7天期定盘利率上涨了4BP。衍生品利率方面，8月末1年期FR007利率互换定盘利率为3.5488%，较7月底的3.4100%上涨了14BP。

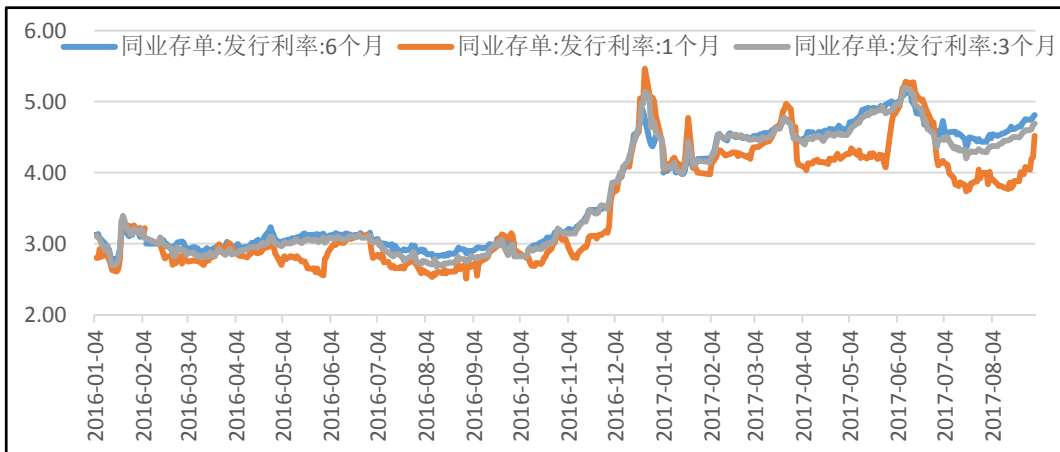
图表3 交易所资金利率走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

受资金利率上涨影响，同业存单的发行利率走升较为明显，8月末，1个月、3个月和6个月的平均发行利率分别为4.5155%、4.6900%和4.8100%，上月末分别为3.9951%、4.2857%和4.4339%，分别上涨52BP、40BP和38BP。

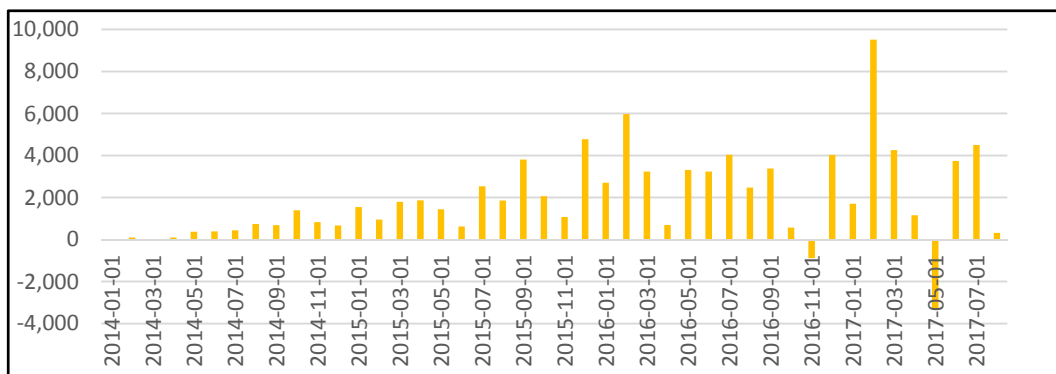
图表4 同业存单发行利率（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

融资成本上升，也影响了同业存单的净融资量，8月同业存单发行量达到16319亿元，虽然超过了到期量的15998亿元，但净融资量明显跳水，仅为321亿元，较7月的4506亿元大幅下降。

图表 5 同业存单净融资量（单位：亿元）



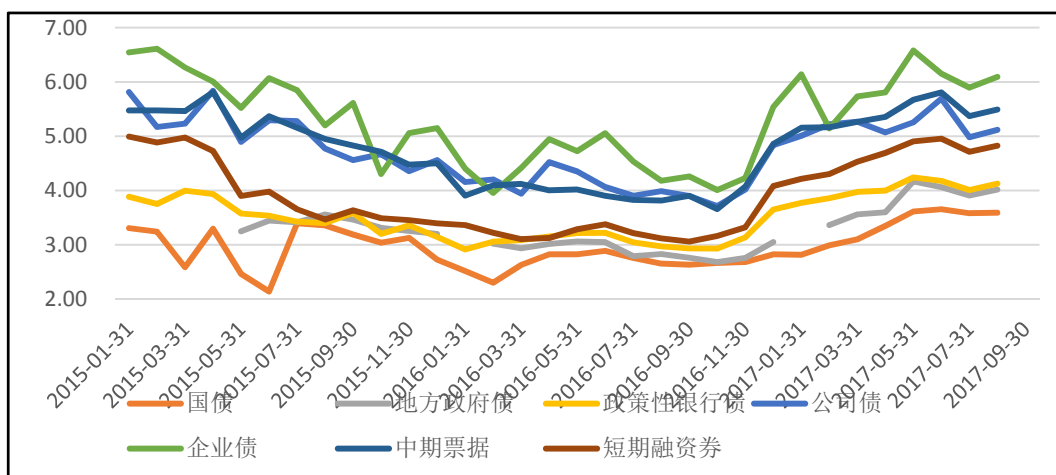
数据来源：WIND，新世纪评级整理

央行此前已公布拟于 2018 年一季度评估时起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核，且从 9 月 1 日，金融机构不得新发行期限超过 1 年（不含）的同业存单。从 2013 年至 8 月底同业存单的发行期限分布来看，1 年以上期限品种占比不到 1%，因此估计新规政策整体影响不大，但考虑基于套利交易的同业存单发行可能减少，预期后期同业存单发行将逐步回归流动性管理本位，而 9 月同业存单到期量预期将超过 2.3 万亿，后期同业存单发行回归正常时，银行业资金面可能会继续承压。

四、债券市场利率跟踪

一级利率方面，受资金利率走升的影响，主要债券的发行利率 8 月均走升，8 月国债、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加权平均发行利率分别为 3.5903%、4.0172%、4.1275%、5.1173%、6.0937%、5.4907%和 4.8255%，较 7 月分别上涨 1BP、11BP、12BP、13BP、20BP、12BP 和 11BP，企业债发行利率上升幅度最大。

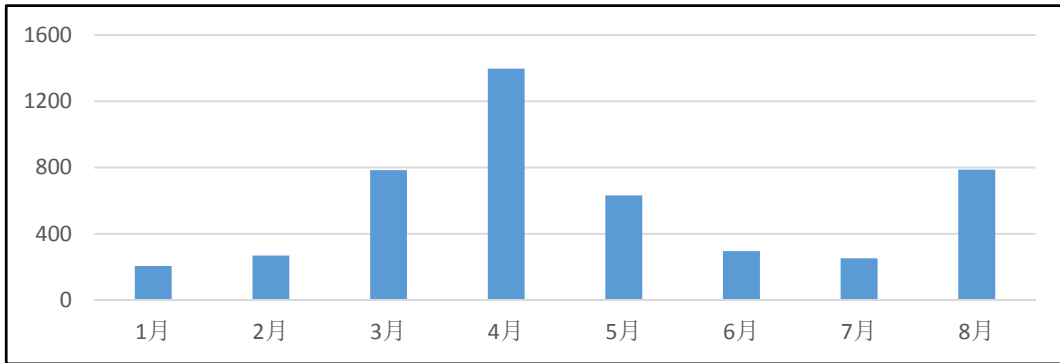
图表 6 主要债券发行利率走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

受发行成本上升影响，8月取消发行及发行失败的债券规模再度出现上涨，据WIND统计规模达到787.6亿元，较7月份的252.1亿元明显上升。今年前8个月，取消或发行失败的债券规模达到4294亿元，超过去年同期3762亿的水平。

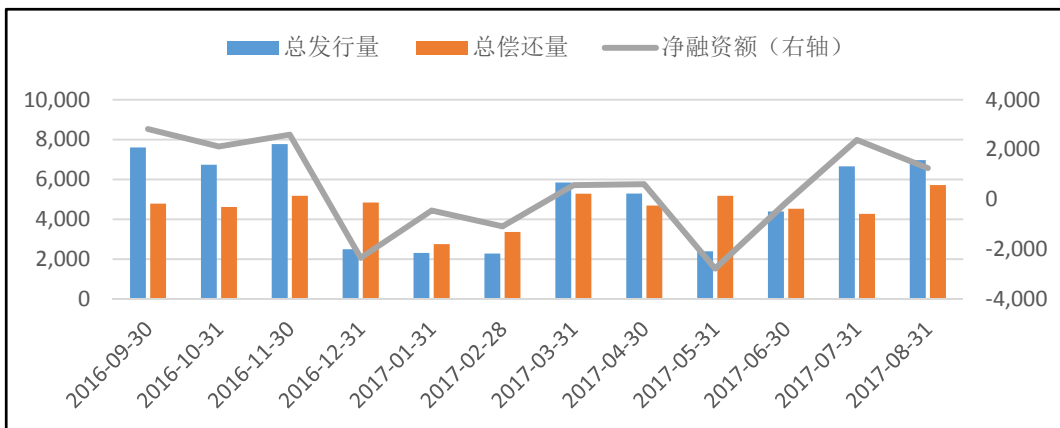
图表7 信用债取消及发行失败规模（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

主要信用债品种（企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债、可交换债、可分离债）8月的净融资额环比也出现下降，为1252亿元，7月为2387亿元。

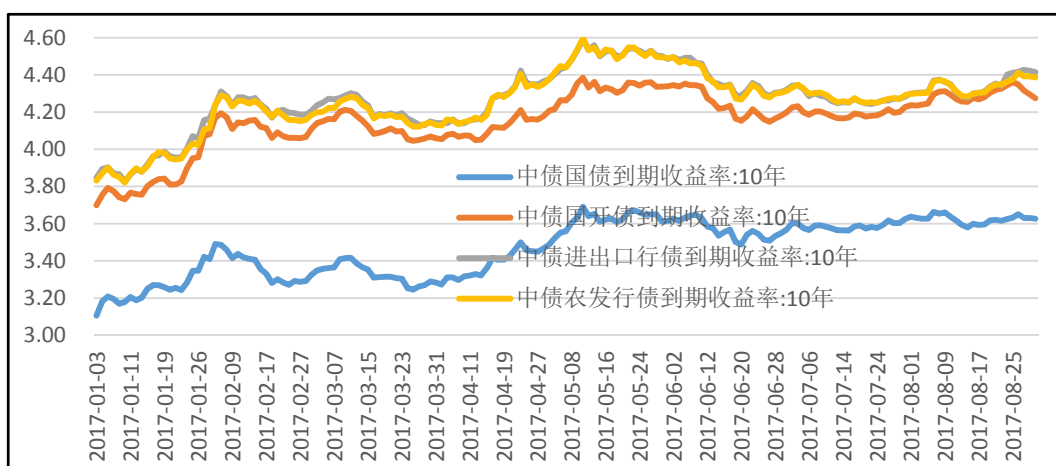
图表8 信用债净融资额走势（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

二级收益率方面，10年期国债、国开债、进出口行债以及农发行债的二级收益率8月末分别为3.63%、4.28%、4.42%、4.39%，较7月末分别上涨0BP、5BP、13BP和10BP。

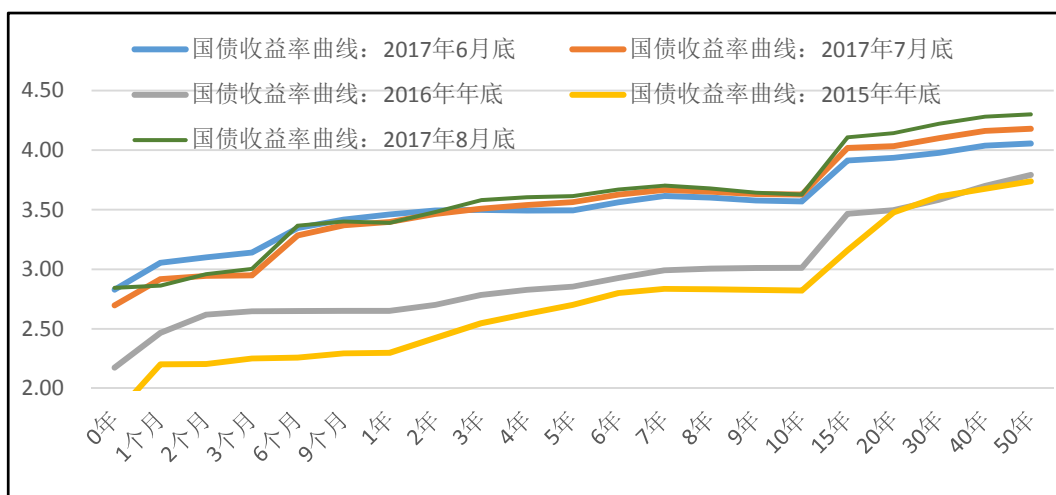
图表 9 利率债收益率变化（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

期限利差方面，8月国债收益率曲线长端利率涨幅大于短端，收益率曲线进一步陡峭化。国开债曲线的表现则呈现相反走向，10年期以下国开品种短端的收益率上涨明显高于长端，8月1年期国开债收益率上涨幅度达到27BP，而10年期仅上涨5BP。

图表 10 国债收益率曲线（单位：%）



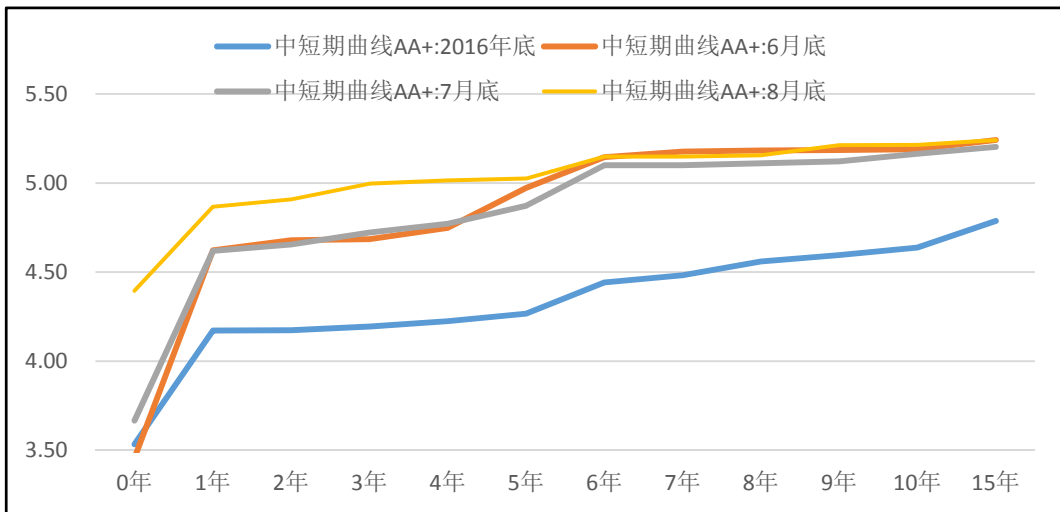
数据来源：WIND，新世纪评级整理

国债和国开债的这种差别可能是由两者的流动性差异造成的，国债的存量虽然远大于国开债，但在现券交易的占比中，国开债的交割比例早已超过国债，流动性状况优于国债，使得国开债的收益率受流动性因素的影响可能更为直接，而国债的价格反应可能更为滞后且多元。

信用债方面，中短期票据5年以下品种的二级收益率普遍走升，5年AAA和AA+中票8月末收益率为4.7650%和5.0250%，均较上月末上涨16BP，1年期AAA和AA+短融8月末收益率分别为4.6567%和4.8667%，较上月末均上涨

15 个 BP。5 年以上品种较上月收益率变化不大。

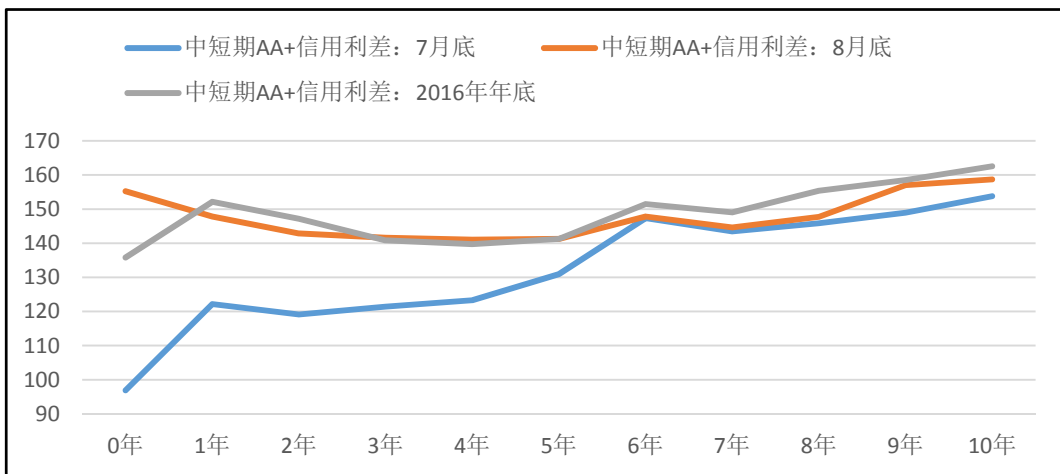
图表 11 中短期票据 AA+收益率曲线（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

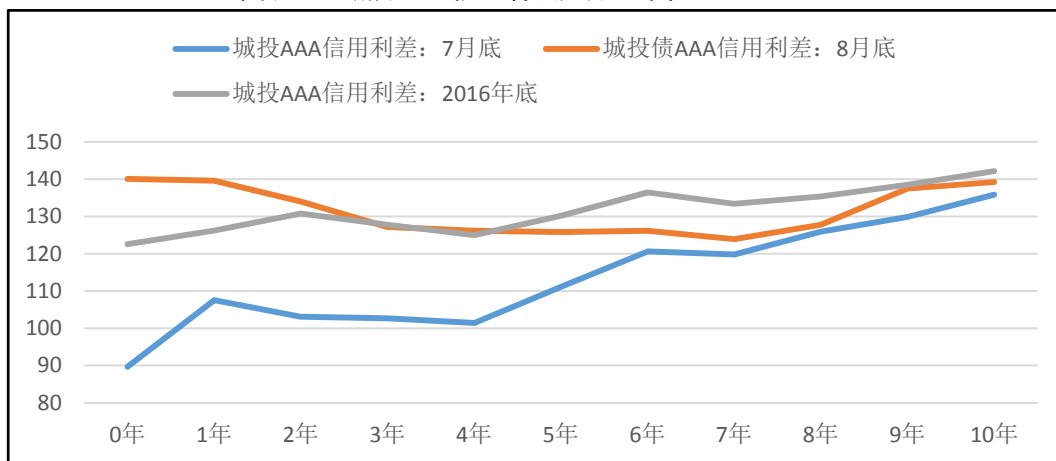
信用利差方面，以中短期 AA+曲线以及城投 AAA 曲线来看，由于 8 月国债短端变化不大，信用利差短端均出现走升，利差曲线平坦化。

图表 12 中短期票据 AA+信用利差（单位：BP）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

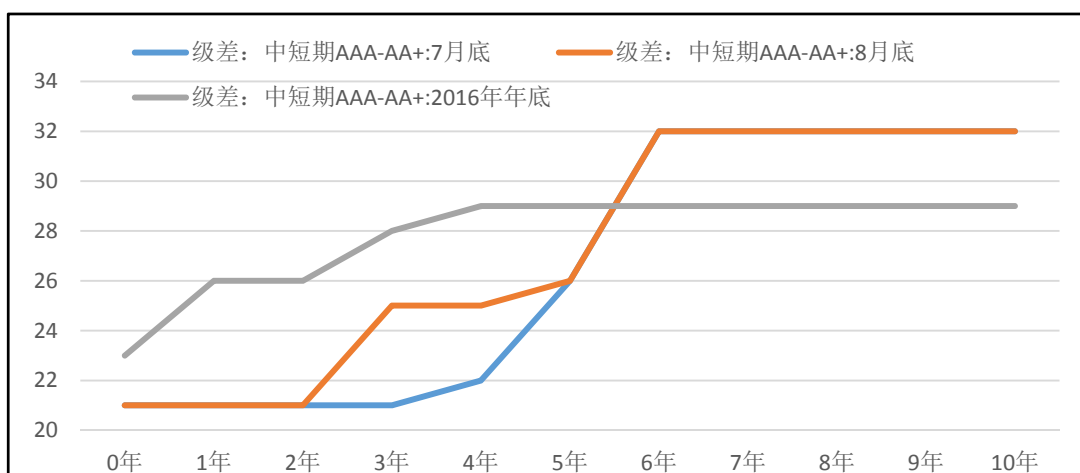
图表 13 城投 AAA 信用利差走势（单位：BP）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

级差方面,以中短期票据 AA+级与 AAA 级间为例,8月相比7月变化不大,变化主要集中在 2-5 年期较 7 月走阔,同时 8 月曲线相比年初来说,短端级差收窄,长端走高。

图表 14 中短期票据 AA+-AAA 级差（单位：BP）

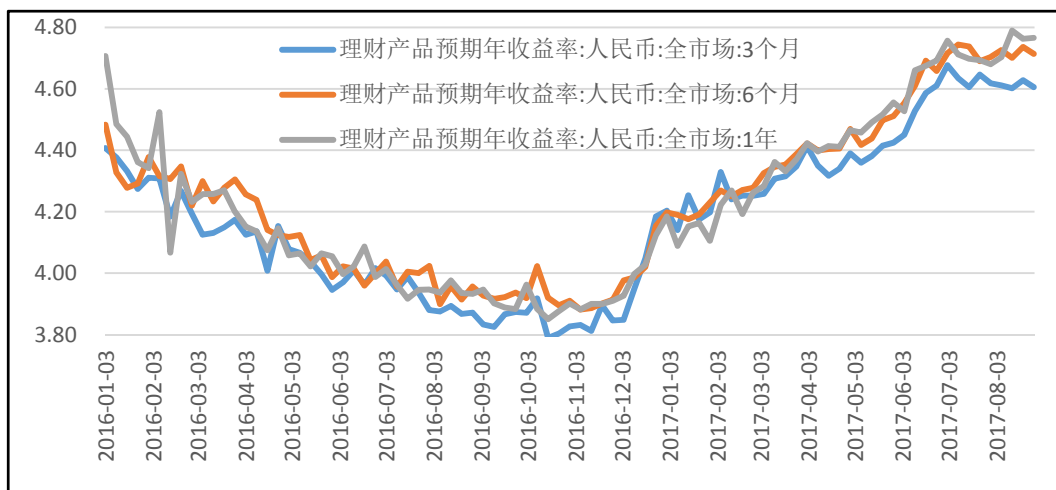


数据来源：WIND，新世纪评级整理

五、信托、票据及理财收益率跟踪

从理财产品的预期收益率走势来看,8月1年期以下的品种变化不大,1年期品种则较7月末上涨了近10个BP。

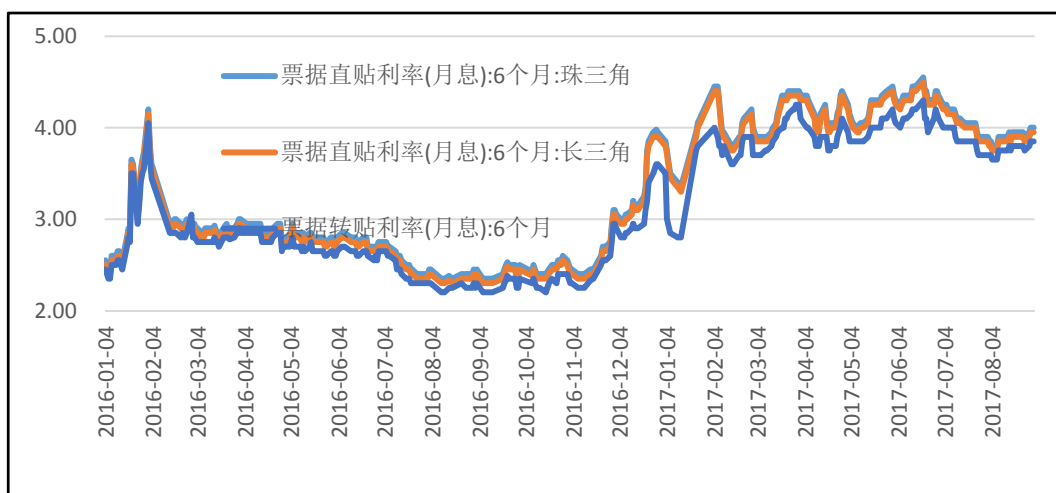
图表 15 理财产品预期收益率走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

票据利率方面，珠三角、长三角、中西部和环渤海的 6 个月期票据直贴利率 8 月末分别为 3.95%、3.9%、4%、4.05%，均较上月末上涨 10 个 BP。6 个月期票据转贴利率 8 月末为 3.8%，较 7 月末上涨 15BP。

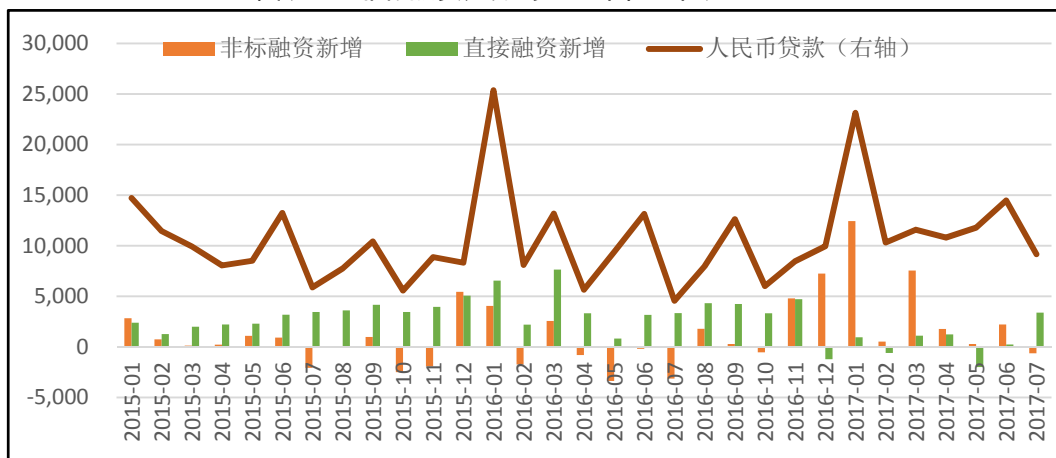
图表 16 票据利率走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

信托收益率方面，普益标准数据显示，8 月末 1 年期和 2 年期产品的平均最高预期收益率为分别为 6.98%及 7.44%，分别较上月末下降 1BP 和上涨 14BP。

图表 17 非标融资走势对比 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 新世纪评级整理

从非标融资(信托贷款、委托贷款和票据融资)去年四季度以来的走势来看,去年11月到今年1月非标融资都曾明显放量,但4月开始在系列监管政策的影响下,非标和直接融资的下降都较为明显,从非标利率近两个月连续上升的情况来看,非标融资在遭到持续压缩之后,潜在融资需求可能在逐步释放,助推融资利率上涨。