

资金面结构性紧张 信用债发行成本趋升

研发部 徐永

9月中国央行流动性把握精准，公开市场操作呈现月初月末净回笼、中间净投放的节奏，政策利率继续保持稳定。货币市场平均利率总体下行，但DR007和R007出现分化，银行间市场资金面呈现结构性紧张局面，公募基金新规或将加大非银金融机构的融资难度。同业存单9月发行量较上月显著增加，发行利率波动与央行公开市场操作保持同步。

央行9月30日针对普惠金融出台定向降准政策，表明了持续加大支持实体经济的决心，有利于流动性的释放以及后期利率的稳定。海外央行方面，美联储9月宣布将于10月正式启动缩表，欧、日央行货币政策暂维持，短期内对中国的市场利率影响有限。

2017年前三季度，我国债券市场发行规模实现较快增长，其中利率债保持快速增长态势，信用债发行量同比增速仍继续下滑，但降幅逐月收窄；债券市场9月当月取消发行及发行失败的情况有所好转。由于前三季度国债和地方政府债的净融资量均低于去年同期，预计四季度的发行和净融资规模都将大幅增长。

9月债券市场一级发行利率总体呈上升趋势，利率债发行利率基本保持平稳，信用债发行成本继续上升，公司债、企业债发行成本上升明显。二级收益率方面，利率债曲线长降短升，曲线进一步平坦化；信用债的收益率则多小幅下降，但不同期限不同信用等级的表现有所分化。

展望10月，十九大期间金融市场将大概率保持稳定，同时人民币汇率双向波动背景下，外汇占款和银行结售汇走势好转，都是外汇流入转好的信号，利于后期国内整体流动性和利率稳定。当然10月也需密切关注MLF大量到期，央行投放节奏，财政存款缴款等带来的波动。

一、政策利率跟踪

中国央行政策利率9月继续保持稳定，公开市场操作呈现月初月末净回笼、中间净投放的节奏，央行流动性把握精准

9月公开市场逆回购利率未作调整，7天、14天和28天期逆回购利率分别为2.45%、2.60%和2.75%。逆回购投放总规模为13900亿元，其中7天期8000亿元，14天期3600亿元，28天期逆回购在7、8月份缺席后，9月6日再度重启，9月投放2300亿元。9月逆回购总到期规模为14200亿元，逆回购当月维持

小幅净回笼。

此前 28 天期逆回购的缺席一度暗含了央行放松货币政策降低利率中枢的可能性，不过由于 7 月份以来同业杠杆又有反弹，这使得央行货币放松的概率再度降低，不过从 9 月投放的 28 天期逆回购在全部逆回购的占比来看，不足 20%，显著低于今年其它季末月份，表明央行重启 28 天期逆回购的目的可能主要在于缓解跨季资金需求，并非继续拉长融资期限和利率水平。

MLF 方面，9 月 7 日，MLF 投放了 2980 亿元，期限为 1 年，利率持平在 3.2%。当月 MLF 到期总规模为 2830 亿元，MLF 净投放 150 亿元。

9 月 SLF 共操作 688.45 亿元，其中隔夜 2.61 亿元、7 天 313.14 亿元、1 个月 372.7 亿元，月末 SLF 余额为 636.83 亿元；9 月 PSL 净增加 324 亿元，月末余额为 25365 亿元。央行亦未公布对 SLF 和 PSL 利率进行调整。

9 月央行上述各类净投放不足千亿水平，不过考虑 9 月历来是财政存款投放的高峰期，多重因素对冲下，9 月资金面并未出现过度紧张。

从时间特征来看，央行近几个月也明显呈现月末和月初净回笼，中间加大投放对冲缴税、到期的特点，精准把握流动性。9 月初，央行连续多日公开市场未操作，净回笼局面令资金面情绪略显紧张；之后 9 月 6 日央行重启 28 天期逆回购，缓解季末跨季资金需求，并在 7 日操作 MLF，继续加大投放；不过 9 月下旬受季末、国庆及逆回购到期量较大等原因影响，公开市场再度净回笼，资金利率上涨较多。

央行定向降准政策出台，持续加大对实体经济的支持力度，有利于流动性的释放以及后期利率的稳定

央行 9 月 30 日出台针对普惠金融实施定向降准的政策，将此前向小微和三农行业领域贷款实施定向降准的领域扩展到脱贫攻坚和“双创”等其它普惠金融领域，表明了持续加大支持实体经济发展的决心。同时，央行制定了下调 0.5% 和 1.5% 两档降准优惠，从 2018 年开始实施，预期将额外释放 3000-4000 亿左右的流动性。

在稳健中性货币政策和去杠杆的背景下，央行公开市场采取削峰填谷的策略，逆回购加 MLF 投放基本对冲了财政存款、外汇占款等流动性缺口，目前金融体系的超额准备金率整体处于低位，截至上半年末为 1.4%。较低的超储使得银行间资金面容易呈现结构性紧张的局面，利率波动容易被放大。定向降准政策的实施有望减缓金融体系目前面临的这种压力，利好后期的利率稳定。

美联储缩表正式启动，欧、日央行货币政策暂维持，短期内对中国的市场利

率影响有限

海外央行方面，美日欧央行 9 月都召开了新一轮的货币政策会议：美联储宣布 10 月启动缩表，但并未加息，不过目前市场预期年底美联储加息的概率接近 90%；日本央行 9 月也未调整政策利率，并继续维持了购债规模；欧洲央行 9 月同样表示继续保持现有政策，每月 600 亿欧元的购债规模将持续到年底，但欧洲央行此次措辞偏鸽派，预期欧洲央行的货币政策正常化进程会相对缓慢。

美联储缩表进程的启动标志着美国正式退出量化宽松的货币政策，国内资本市场流动性的收紧将有助于美元升值和美元利率上升，增强对资本的吸引力，从而引起全球资本从新兴市场、欧洲等地区流入美国。但从目前中国经济的整体发展状况来看，中国宏观经济稳中向好、外汇储备充足、人民币市场化定价机制不断完善、人民币兑美元汇率双向波动基础已具备，同时中美国债利差安全边际处于较高水平，因此，短期内美联储缩表带动中国市场利率上升的可能性较小。

二、货币市场利率跟踪

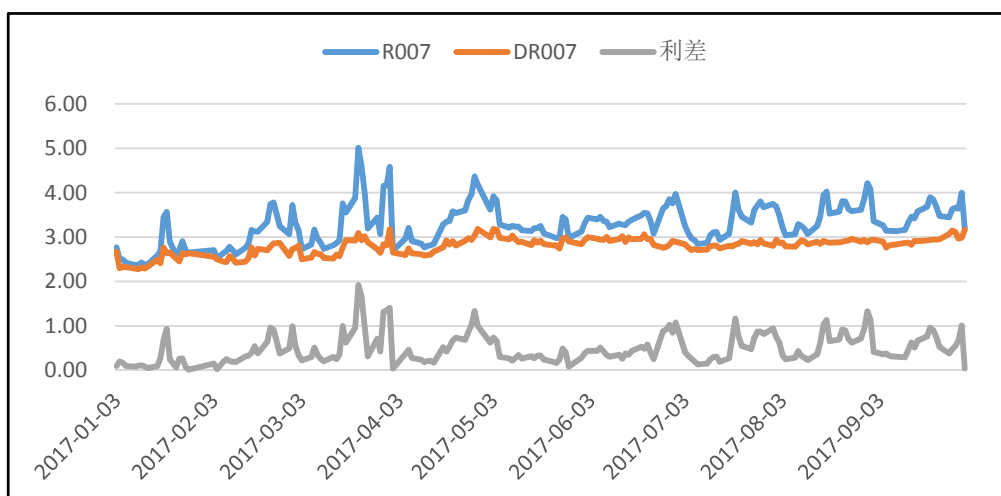
9 月市场平均利率总体下行，但 DR007 和 R007 出现分化，银行间市场资金面呈现结构性紧张局面，公募基金新规或将加大非银金融机构的融资难度

全月平均利率来看，9 月银行间质押式回购、银行间买断式回购以及银行间同业拆借的加权平均利率分别为 3.0701%、3.4923% 和 2.9168%，较上月分别下降 2BP、5BP 和 1BP。

但指标性的 DR007 和 R007 出现分化局面，前者的月末利率较上月末上涨 23BP，后者的月末利率则较上月大幅下降 87BP，显示银行与银行之间的资金成本在上升，但非银金融机构的融资成本可能在下降。

值得注意的是，DR007 是连续第二个月上涨，两月共上涨 36BP，由于商业银行的资金成本提升，势必会陆续传导到非银金融机构和实体经济，这可能是 9 月末央行出台结构性的定向降准政策的重要原因。

图表 1 DR007 和 R007 走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

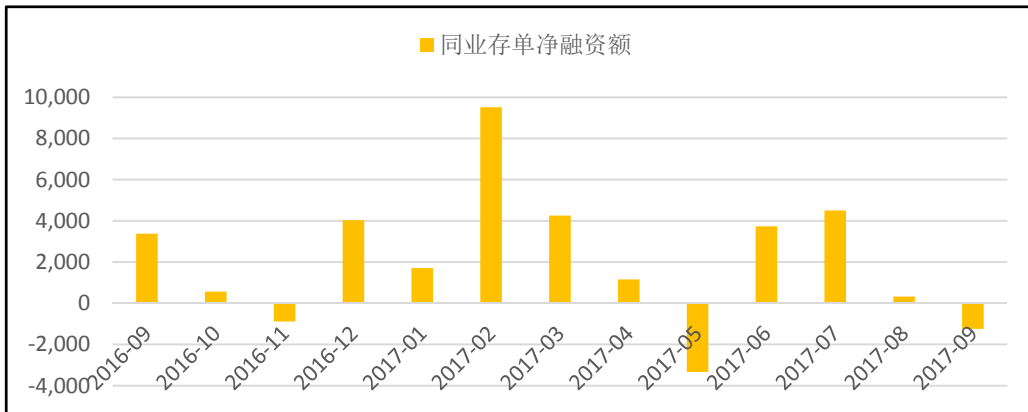
值得注意的是，10月1日起还将施行《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，其中规定“基金与私募类证券资管产品及中国证监会认定的其他主体为交易对手开展逆回购交易的，可接受质押品的资质要求应当与基金合同约定的投资范围保持一致”。由于货币基金不得投资AA+以下的债券与非金融企业债务融资工具，因此新规也相当于要求货基只能接受AAA、AA+的资产作为抵押品。截至7月末，货币基金规模超过5万亿元，此前充当了商业银行和非银金融机构之间流动性拆借的重要中介，预期新规将使得非银金融机构的融资难度继续加大，R007可能会更加波动。

同业存单 9 月发行量较上月显著增加，发行利率波动与央行公开市场操作保持同步

9月同业存单的发行利率基本追随了央行公开市场操作的节奏，9月7日逆回购重启之前，同业存单发行利率逐步走高，之后央行加大投放，资金面转松，同业存单的发行利率也逐渐走低，下旬受季末影响，资金面整体偏紧张，同业存单的发行利率也回升。

9月同业存单到期量较大，达到23251亿元，当月同业存单发行量为22004亿元，虽然显著高于8月发行的16319亿元，但净融资为-1247亿元，较8月继续下降。

图表 2 同业存款净融资走势（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

9月下旬受季末及国庆影响，各类利率普遍涨幅明显，但总体低于上月末

交易所利率方面，9月下旬在季末资金需求冲击下，交易所利率上涨明显，定盘利率FRGC001和FRGC007在9月29日分别上涨到了12.97%和10.61%，不过一般到了下月初，资金利率一般会再度回落。

中长期利率方面，9月末3M Shibor的利率为4.35%，较8月末的4.37%下行2个BP。

衍生品利率方面，9月末，1年期FR007和FDR007的利率互换定盘曲线的均值分别为2.9075%和3.5%，较上月末分别下降5BP和6BP。

三、债券市场利率跟踪

（一）债券市场发行概况

2017年前三季度，我国债券市场发行规模实现同比增长，9月当月取消发行及发行失败的情况有所好转

2017年1~9月，全国债券市场共发行各类债券2.69万支，同比增长29.65%；发行金额合计30.50万亿元，同比增长8.08%，同比增速较上月增加3.42个百分点。9月，全国债券市场共发行各类债券3459支，同比增长27.69%；发行金额合计4.09万亿元，同比增长34.65%。9月当月推迟或发行失败的债券数量63只，较上月减少47只，涉及计划募集资金约407.90亿元。

利率债前三季度发行保持快速增长态势，但净融资规模同比下滑，预计四季度国债和地方政府债的发行和净融资规模将大幅增长

以国债、地方政府债、同业存单和政策性银行债为代表的利率产品1~9月合计发行24.09万亿元，同比增长21.04%，增速较1~8月加快4.25个百分点。其

中，同业存单发行 1.95 万支，同比增长 73.79%，发行金额合计 14.91 万亿元，同比增长 54.39%，增速较 1~8 月加快 2.62 个百分点。

国债去年发行 30665.8 亿元，净融资量为 13158 亿元，今年前三季度虽然发行量超过去年全年达到 31987.3 亿元，但净融资量仅为 9354 亿元，较去年前三季度低近 1000 亿元，在全年中央财政赤字 1.55 万亿元的规模预期下，预期四季度国债净融资量将最高达到 6146 亿元，高于去年四季度的 2865.6 亿元。

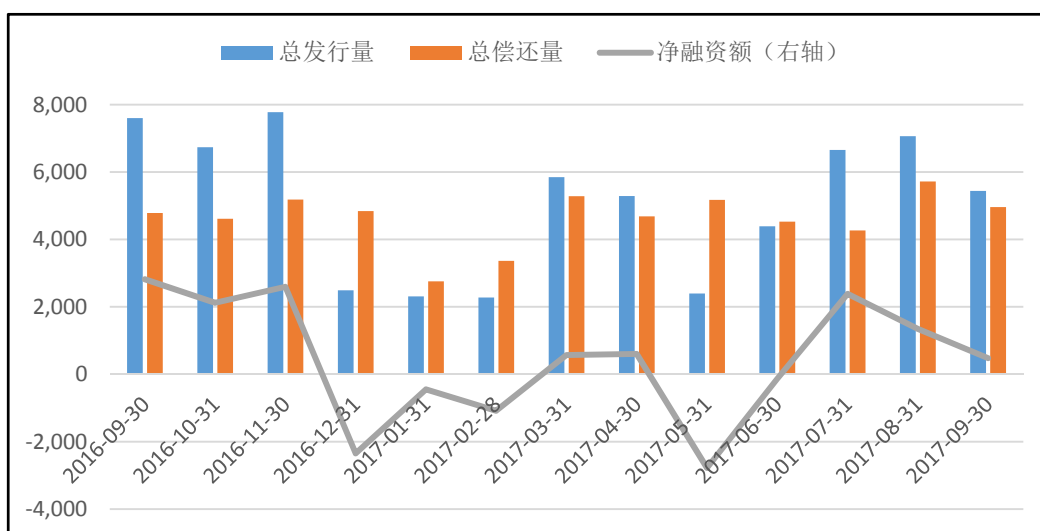
地方政府债前三季度的发行规模明显低于去年，去年前三季度发行规模为 5.08 万亿元，净融资量达到 4.8 万亿元，今年前三季度则是发行 3.53 万亿元，净融资量仅为 3.3 万亿元。若今年地方债置换规模为略超 3 万亿元，加上计划新增的 1.63 万亿元，预期全年地方债新发行规模为 4.63 万亿元，则四季度还剩 1.1 万亿元的地方债供给，高于去年四季度的 9619 亿元。

信用债发行量同比增速仍继续下滑，降幅逐月收窄，净融资额较上月缩减

以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券（含超短期融资券）和公司债等为代表的信用产品 1~9 月合计发行 6.41 万亿元，同比下降 22.93%，降幅较 1~8 月收窄 1.93 个百分点。

9 月当月，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）的总发行量为 5438 亿元，净融资量为 476 亿元，较上月继续下降。

图表 3 主要信用债净融资走势（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

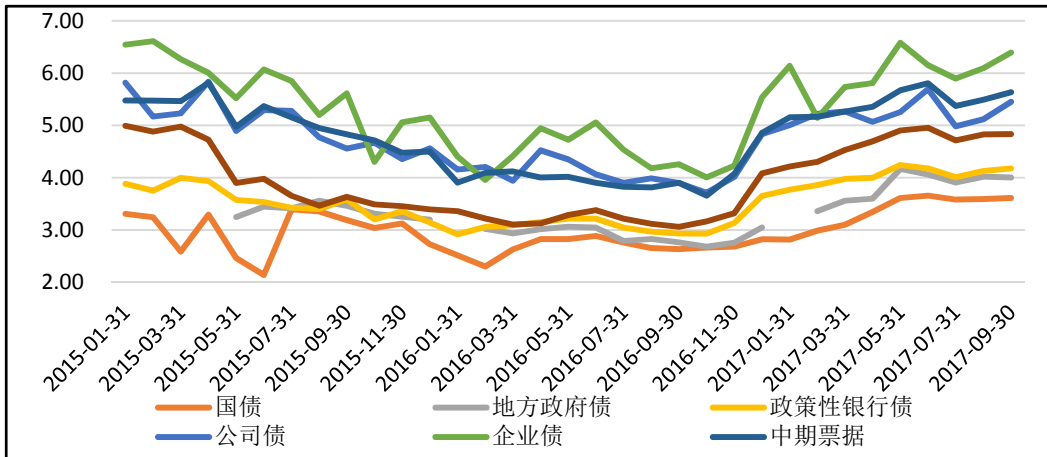
（二）债券市场发行利率

利率债发行利率基本保持平稳，信用债发行成本继续上升，公司债、企业债

发行成本上升明显

一级发行利率方面，9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 3.6127%、4.0039%、4.1767%、5.4502%、6.3950%、5.6347%和 4.8325%，较 8 月分别变化 2BP、-1BP、5BP、33BP、30BP、14BP 和 1BP，主要信用债的发行成本继续上升。

图表 4 主要债券发行成本（单位：%）



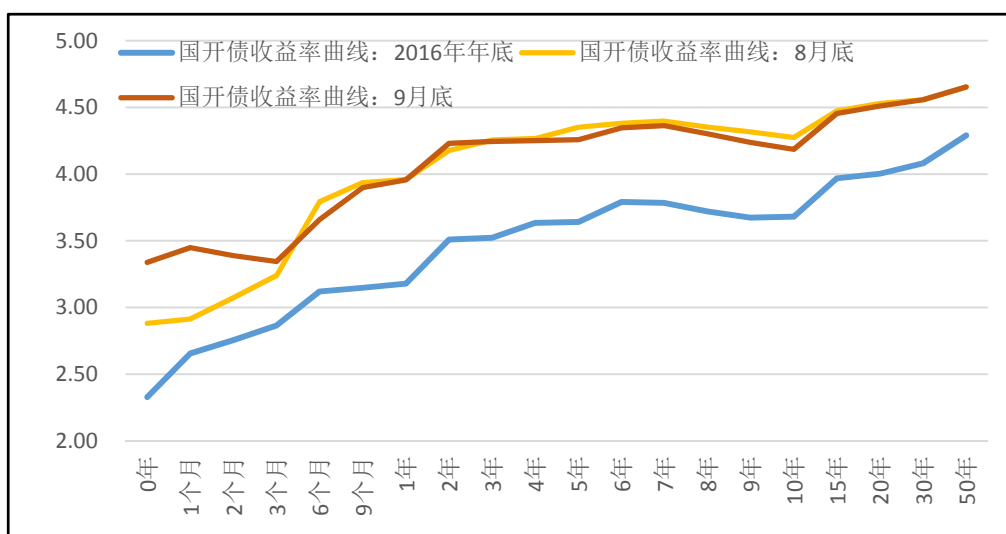
数据来源：WIND，新世纪评级整理

（三）债券市场收益率

利率债收益率短升长降，信用债收益率小幅下滑

二级收益率方面，主要的 10 年期利率债 9 月收益率均为下降，政策性银行债收益率下降幅度大于国债，9 月末 10 年期国债、国开债、农发行债和进出口行债收益率分别为 3.6136%、4.1856%、4.3129%和 4.3480%，较 8 月末分别下降 2BP、9BP、8BP 和 7BP。不过受资金面波动影响，短期的利率债收益率普遍走高，1 年期国债收益率上涨了 8 个 BP，利率债曲线较 8 月普遍短升长降。

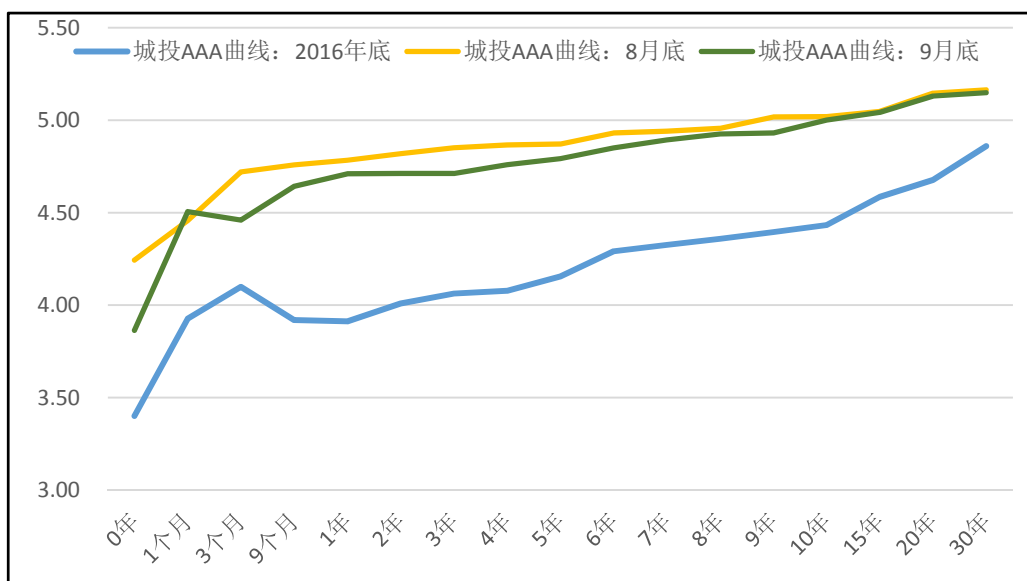
图表 5 国开债曲线（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

9月信用债收益率则多小幅下降，9月末5年期AAA级城投债和AA+级中短期票据的收益率分别为4.7920%和4.9665%，较8月末分别下降8BP和6BP。

图表 6 AAA级城投债收益率曲线（单位：%）

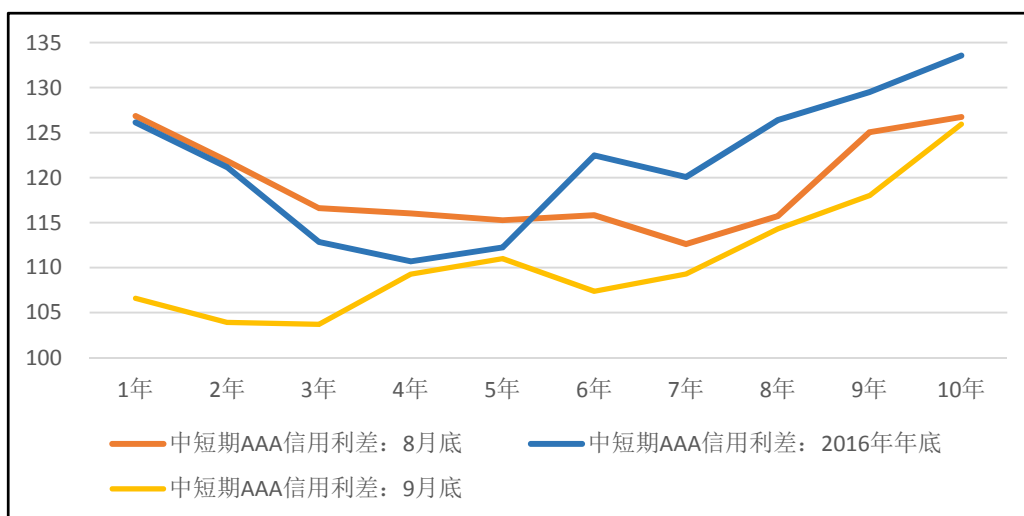


数据来源：WIND，新世纪评级整理

信用利差普遍压缩，短期压缩幅度较长期更大

信用利差方面，以AAA级中短期票据来看，利差普遍压缩，且短期由于利率债的收益率上行，利差压缩幅度更大，3年期9月底的利差为104BP，较8月底的117BP下降了14BP。

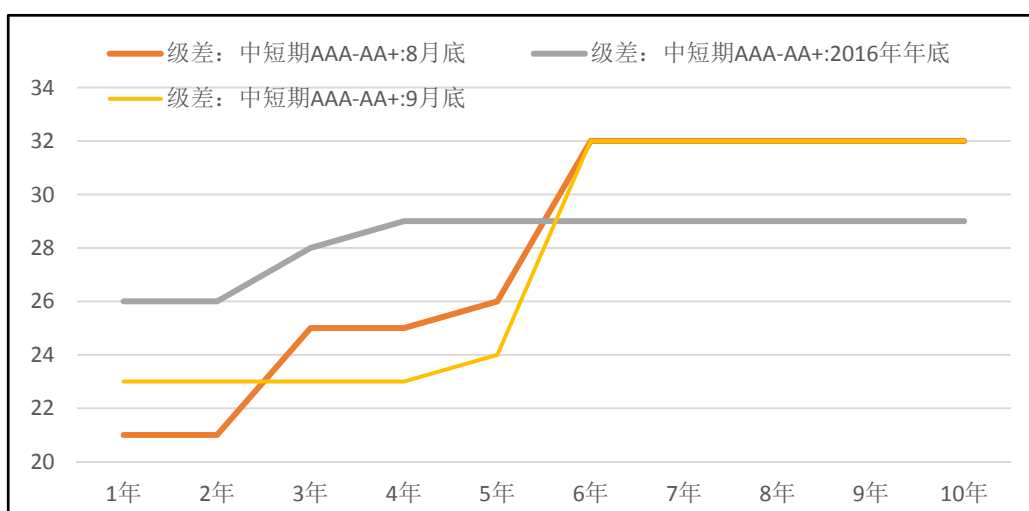
图表 7 中短期票据 AAA 利差（单位：BP）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

级差方面，中短期票据 AA+和 AAA 级之间的级差变化主要集中在 5 年以下品种，且期限分化，1、2 年期级差上涨，3-5 年期级差则下降，显示短期高等级信用债的收益率下行幅度可能高于低等级，中长期低等级信用债的收益率下行幅度大于高等级。

图表 8 中短期票据 AA+-AAA 级差（单位：BP）



数据来源：WIND，新世纪评级整理