

# 债券市场利率分析与展望（2017年11月）

研发部 徐永

当前全球经济复苏向好，国际油价及大宗商品价格上涨；美国经济走势好转，美联储稳步推进缩表和加息进程；欧洲央行缩减QE规模，紧跟其后。国内经济稳步增长，CPI和PPI走升；在货币政策保持紧平衡和金融监管持续加强的环境下，M2增速再创8.8%的历史新低。宏观经济、货币政策、通货膨胀三轮驱动下，我国债券市场利率中枢存在抬升动能。

在此情况下，公开市场净投放虽然10月份创了年内新高，货币市场资金利率整体下行，但10月以来10年期国债收益率快速上涨，目前已突破3.9%。信用债市场发行亦受到影响，信用利差短升长降，预计企业融资成本有继续上涨风险。

## 一、政策利率

**央行逆回购操作新增63天期品种，公开市场操作利率未调整，单月净投放量创年内新高**

央行公开市场操作近期新增了63天期逆回购品种，利率为2.9%，介于28天期逆回购2.75%和1年期MLF3.2%之间，其余政策利率未调整。

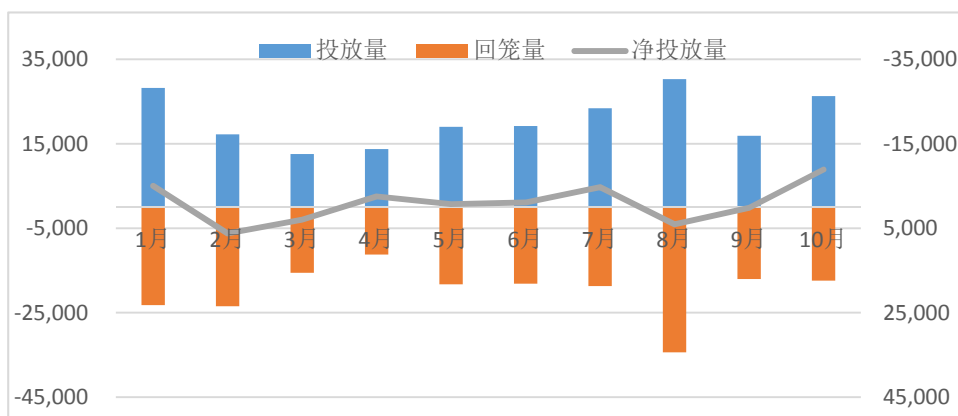
由于63天期逆回购首次操作在10月30日，正好实现跨年，我们认为央行此次拉长逆回购操作期限主要目的不在于提高融资成本，而是丰富逆回购的期限品种，缓解7天和14天等品种连续滚动压力，同时满足跨年和当前流动性调节等需要。

10月央行逆回购和MLF共实现投放资金量26280亿元，其中逆回购投放213000亿，MLF投放4980亿，逆回购和MLF到期量分别为13000亿和4395亿，当月公开市场操作实现净投放8885亿，净投放量为年内新高。

不过11月第二周以来，公开市场又转为净回笼；10月金融机构财政性存款增加了1.05万亿，而11、12月份一般也为财政存款投放高峰，有了财政存款对方对冲，预期年内公开市场的净投放会有所减少。

10月M2的增速下降为8.8%，整体来看，在经济增长和去杠杆背景下，央行货币供应还是偏紧的。

图表 1 2017 年央行公开市场投放回笼走势（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级

其他政策工具方面，近期财政部的 800 亿国库现金定存招标，利率为 4.42%，较 8 月的 4.51% 下降 9BP。10 月 SLF 的操作利率也未变，共操作 249.5 亿元，其中隔夜 13.31 亿元、7 天 221.10 亿元、1 个月 15.09 亿元，10 月末常备借贷便利余额为 223.20 亿元。

近期监管机构多次提示金融风险，央行表示将健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，影子银行、资管行业、互联网金融和金融控股公司等领域的风险为监管重点。10 月份央行还发布了应收账款质押新规，拓宽应收账款的定义（纳入项目收益权）和期限（调整至 0.5-30 年），PPP 项目的融资来源有望进一步扩宽。

### 欧央行购债规模明年起减半，已在为 QE 退出开始做铺垫，美联储 12 月加息预期极高

海外央行方面，美联储 10 月议息会议维持现有利率不变，不过市场预期 12 月美国加息的概率接近 100%。欧洲央行 10 月议息会议亦未调整政策基准利率，但将明年每月购债规模从 600 亿欧元下调到了 300 亿欧元，期限延至明年 9 月份，同时继续提示将在经济状况恶化时继续加大购债规模。

## 二、货币市场利率

银行间市场资金利率整体下行，交易所利率波动较大，银行业融资成本仍有走高压力

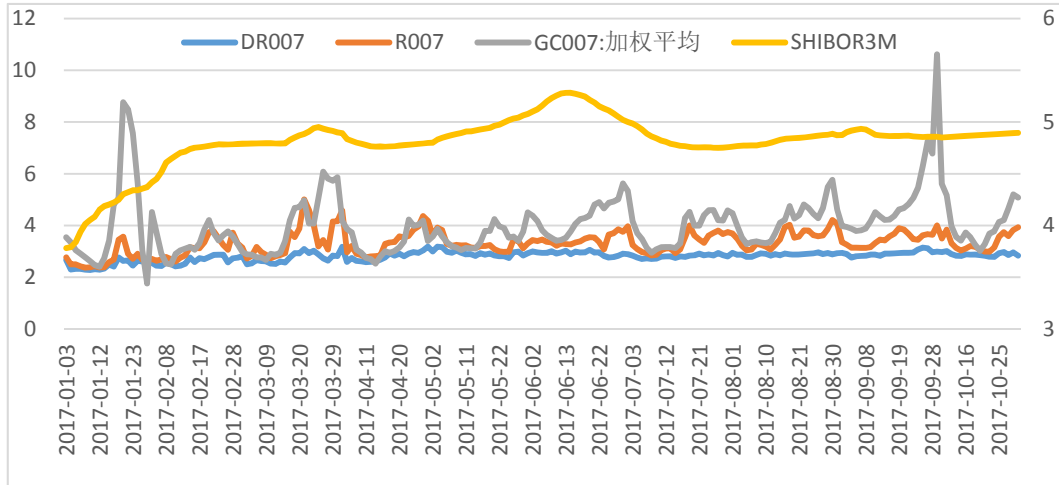
因央行公开市场操作每周保持净投放，银行间资金面整体并不紧张，10 月全月银行间同业拆借、质押式回购和买断式回购的加权平均利率分别下降 10BP、16BP 和 20BP。

DR007 平稳下行，R007 和 GC007 上中旬回落，月末出现反弹。月初月末利

率对比来看，DR007、R007、GC007 全月变化分别为-14BP、43BP 和-52BP，交易所利率波动性显著高于其他品种。

3M SHIBOR 利率在 6、7 月份小幅下降后，8 月份开始资金利率持续走升，上升幅度为 20BP 左右，显示银行业间的融资成本仍有走高压力。

图表 2 资金利率走势（单位：%）

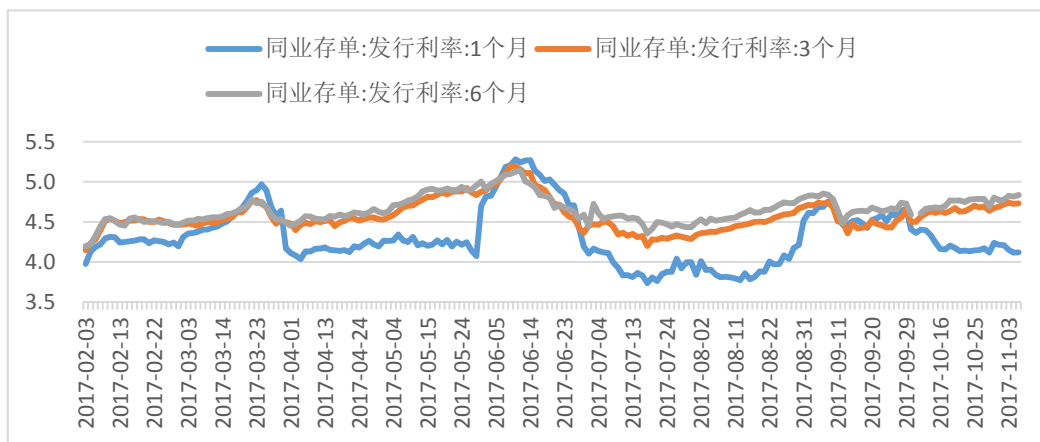


数据来源：WIND，新世纪评级

发行机构对跨年资金需求态度谨慎，同业存单发行利率分化，3 个月及以上同业存单发行利率明显上涨，1 个月期发行利率下降

10 月同业存单发行利率出现分化，3、6、9 和 12 个月期的同业存单发行利率上涨，1 个月期的同业存单发行利率则下降了 24BP。从发行与到期来看，本月同业存单的净供给继续下降，为减少 2613 亿元，因此总的供给压力可能并不是本月同业存单发行利率上涨的主要原因。

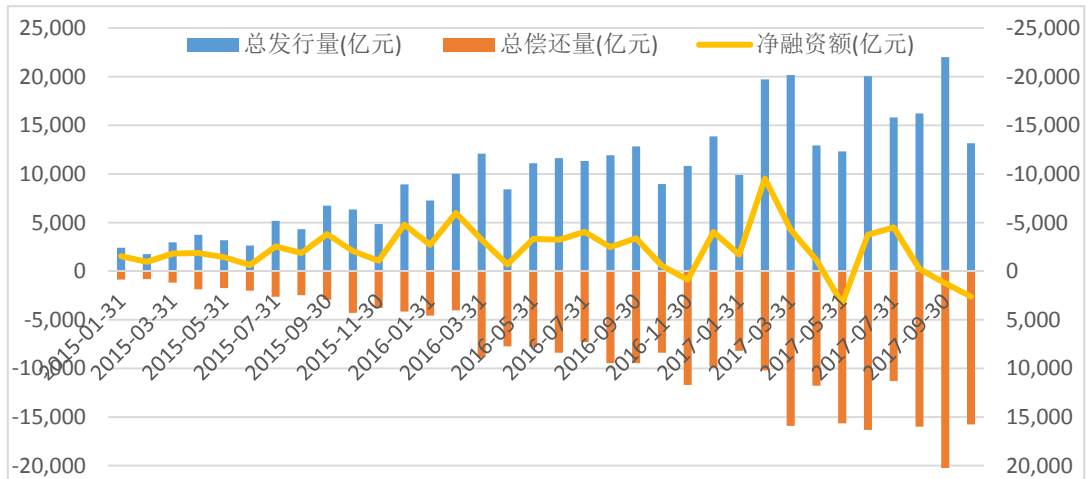
图表 3 同业存单发行利率走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级

从 10 月同业存单发行期限分布来看，1 年期、9 个月、6 个月、3 个月和 1 个月的发行规模分别为 2079 亿、338 亿、2249 亿、5134 亿、3341 亿，3 个月的发行规模最大，由于 10 月份发行 3 个月期同业存单正好实现跨年，因此 3 个月及以上期限的发行利率上涨可能体现了发行机构对春节前后资金面的谨慎态度，而由于目前资金面并不紧张，因此 1 个月期的发行利率明显下降。

图表 4 同业存单净融资量走势（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级

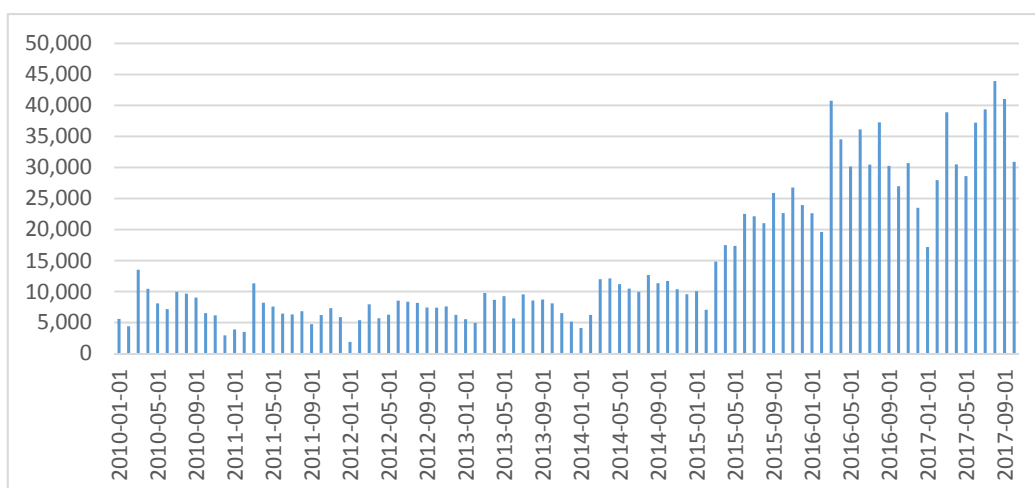
### 三、债券市场利率

#### （一）债券市场发行情况

公司债和证券公司债发行额较上月正增长，而同业存单明显萎缩，其余大多数品种受国庆假期影响亦小幅下降，致使债券市场发行总额较上月明显回落

10 月债券市场各类债券共发行 30916 亿元，较上月的 41045 亿元继续下降。其中，国债、地方政府债和政策性银行债分别发行 3724 亿、3400 亿和 2649 亿元，国债、政策性银行债本月的发行明显高于去年同期，地方政府债的发行则并未放量，较去年同期下降。当月同业存单发行明显下滑，从 9 月的 22000 亿下降到 10 月 13142 亿，是债券市场发行总额明显回落的主要原因。

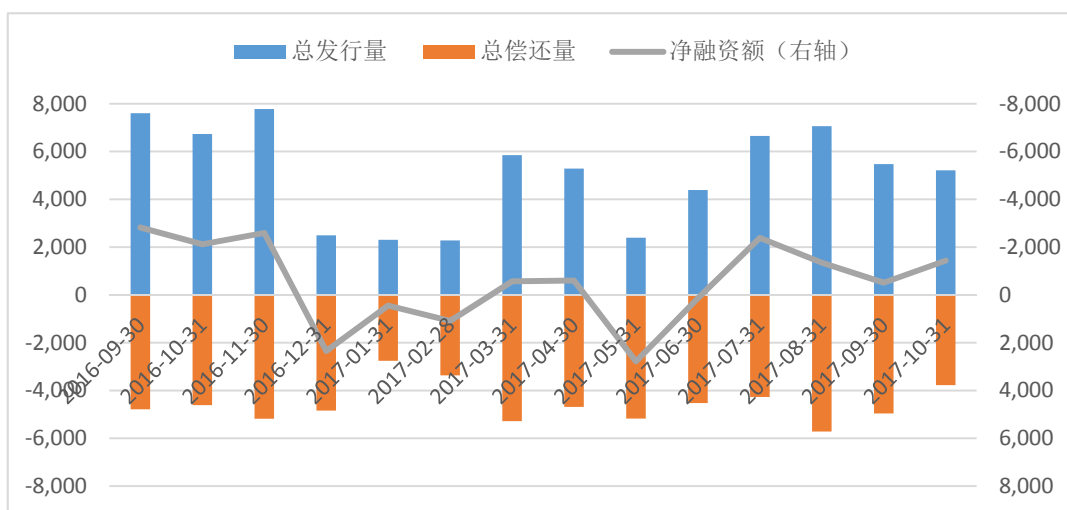
图表 5 债券市场发行月度走势（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级

10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）总发行5211亿元，受国庆假期影响，较上月的5470亿小幅下降。其中，公司债和证券公司债发行额较上月正增长，其余品种大多下降。9月信用债净融资量为1435亿元，较上月好转。

图表 6 主要信用债净融资走势（单位：亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级

10月取消或发行失败的规模为524亿，较上月有所反弹，近期债券市场调整幅度较大，信用债利率上行，企业的融资安排受到了一定影响。

### 时隔13年，美元主权债重启，对扩大金融业双向开放具有重要意义

10月，时隔13年后，财政部在香港发行了20亿美元主权债券，包括5年期10亿美元，10年期10亿美元。此次发行共获得约220亿美元认购。5年期收

益率为 2.196%；10 年期收益率为 2.687%。发行当天同期美国国债 5 年期和 10 年期的到期收益率分别为 2.07%和 2.46%，利差分别为 13BP 和 23BP。

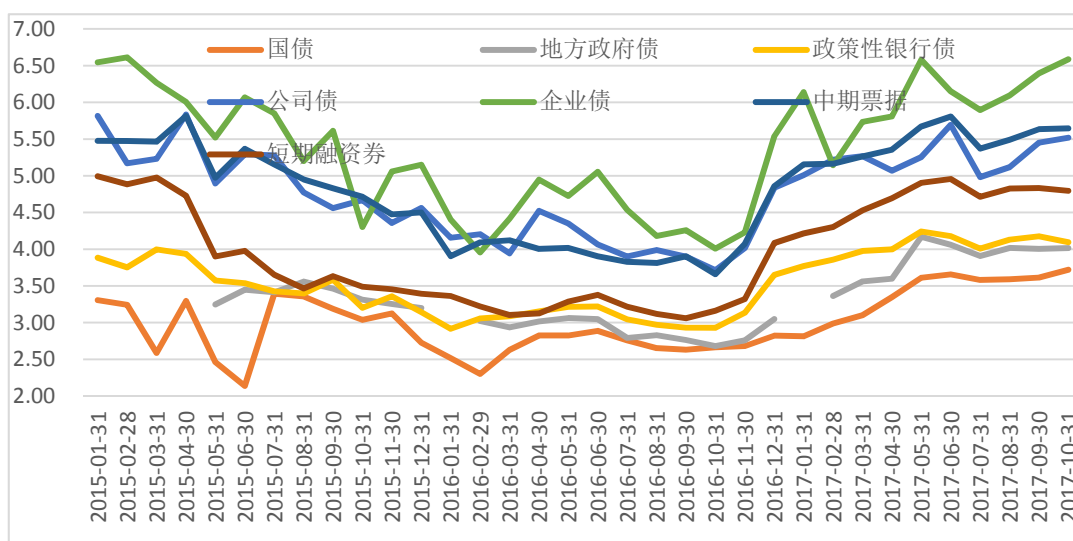
本期美元主权债券没有评级，财政部表示当前中国并没有很强的外部融资需求，发行美元主权债主要是为了建立中国外币债券定价基准，完善主权外币债券的收益率曲线，加强外国投资者对中国经济的理解及优化政府债务结构等考虑。同时，此次美元主权债的发行，也是我国站在新的历史起点上推进金融业对外开放的重要举措，对扩大金融业双向开放具有重要意义。

## （二）债券市场发行利率

### 债券发行成本继续普遍上涨，其中国债和企业债的成本上升明显

10 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 3.7207%、4.0143%、4.0952%、5.5176%、6.5879%、5.6441%和 4.7959%，较 9 月分别变化 11BP、1BP、-8BP、7BP、19BP、1BP 和-4BP，除政策性银行债和短期融资券的发行成本下降外，其他品种的发行成本均为上升，国债和企业债的成本上升明显。

图表 7 主要债券发行成本走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级

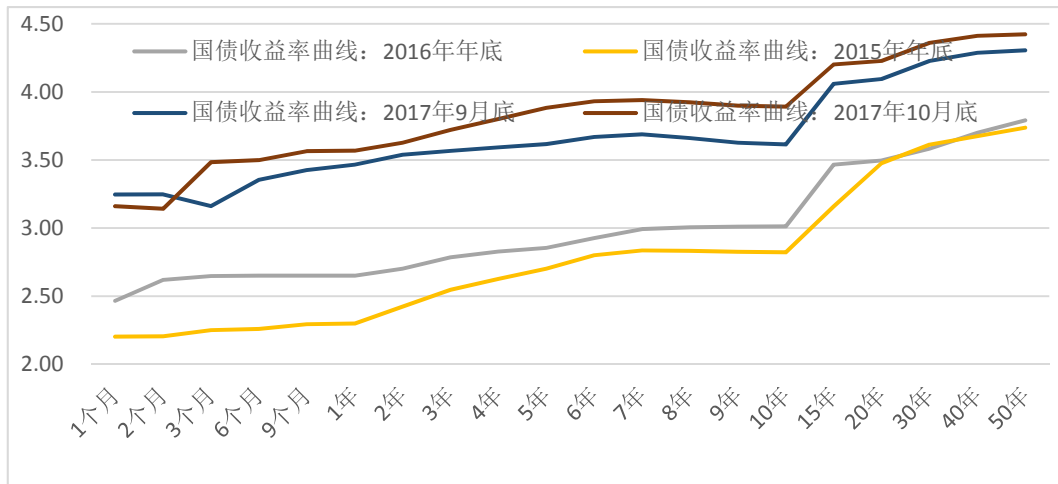
## （三）债券市场收益率

### 利率债和信用债到期收益率上升明显

10 月债券市场二级收益率上行明显，月末 10 年期国债和 10 年期国开债的收益率分别为 3.89%和 4.50%，较上月末分别上涨 28BP 和 31BP。10 年期国债 6 月至 9 月一直在 3.5-3.6%之间窄幅波动，10 月份在资金面并没有明显紧张的情况下收益率快速上行，长端收益率涨幅大于短端。

从原因来看，基本面的情况其实并不支持收益率的大幅上行，3季度的GDP为6.8%，低于前2个季度，且四季度还面临投资继续回落压力，不过M2持续下行，国际油价上涨，国内PPI、CPI走高，另外周小川行长近期公开表示，下半年GDP的增速有望达到7%，对市场预期产生了较大的影响。近期监管机构对金融风险提及较多，市场预期金融监管可能继续加强，也恶化了交易情绪，推动收益率快速上升。

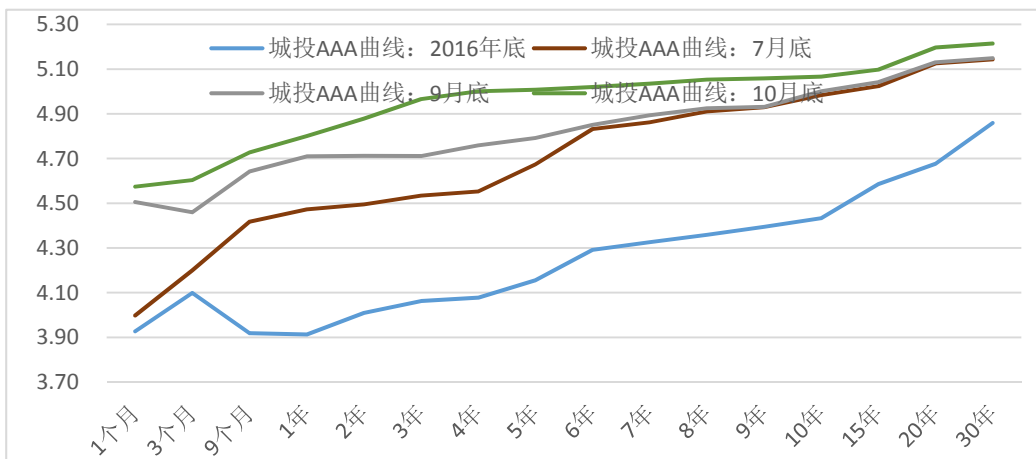
图表8 国债收益率曲线（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级

作为主要的无风险基准利率，10年期国债收益率的上涨，可能在后期波及信用债和贷款市场，造成企业融资成本上升的潜在风险，不过当前经济增长不支持利率短期过快上涨，预计10年期国债收益率年内上涨空间有限。

图表9 城投债AAA曲线（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级

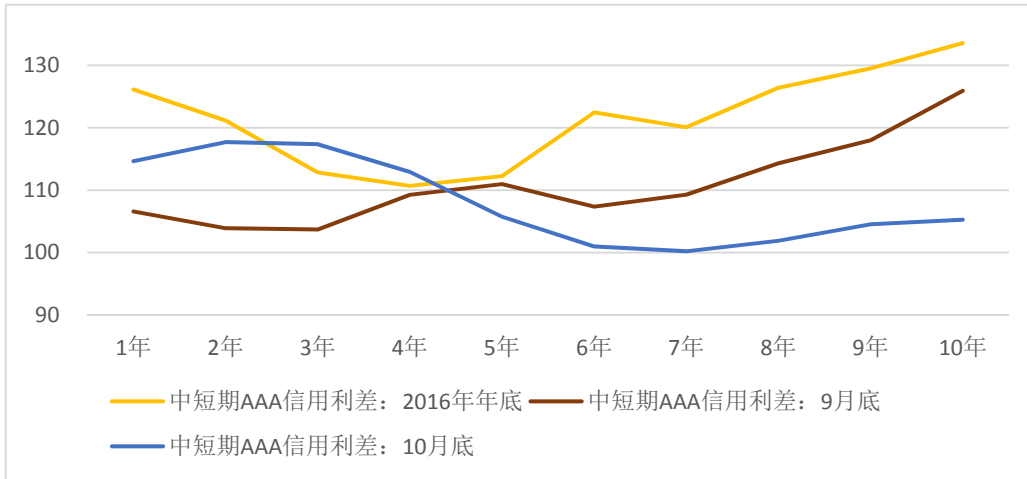
受利率债调整影响，主要信用债收益率涨幅明显，城投债AAA各期限的涨幅在6-25BP之间，1年及以上期限中短期AAA票据收益率涨幅在7-29BP，1年

及以上中短期 AA+ 票据收益率涨幅在 6-23BP。

### 信用利差短升长降，级差全面回落

受国债收益率长端涨幅大于短端的影响，信用利差 10 月出现了分化，以城投债 AAA 曲线、中短期票据 AAA 曲线以及中短期票据 AA+ 曲线为例，1-3 年信用利差均出现了上涨，5 年以上品种则均为下降。

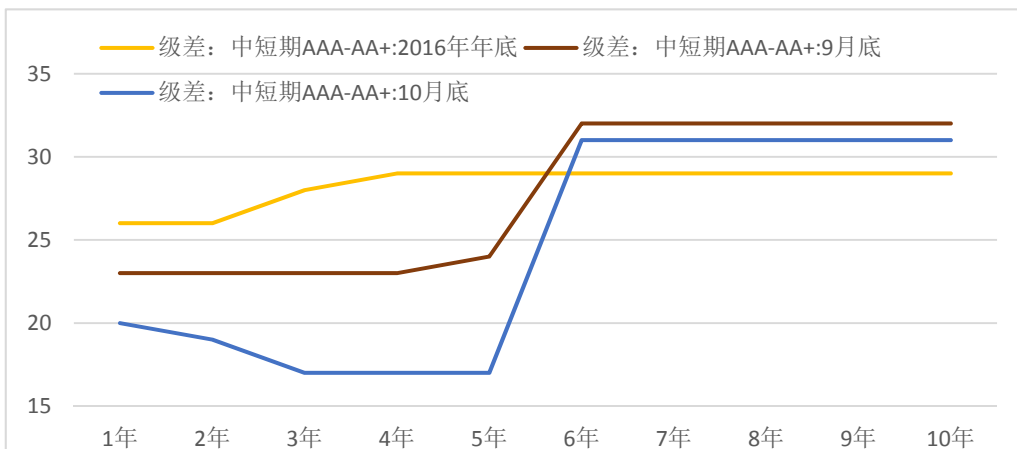
图表 10 中短期 AAA 信用利差（单位：BP）



数据来源：WIND，新世纪评级

级差方面，10 月份债券市场调整幅度最大的是利率债和高等级信用债，以中短期 AA+ 和 AAA 之间的利差来看，低等级的收益率上涨幅度低于高等级，级差全面下降，3-5 年期的级差下降幅度最大。10 月丹东港集团“14 丹东港 MTN001”违约，不过由于市场对此已有所预期，违约事件并没有在二级市场造成太大的负面影响。

图表 11 中短期 AA+-AAA 级差（单位：BP）



数据来源：WIND，新世纪评级



#### 四、小结及展望

目前我国 10 年期国债收益率已回升到 2014 年年末水平，未来可能进一步上涨，信用债收益率将随之进一步抬升，中央财政、地方政府以及企业的融资成本将面临继续上涨的压力；债券市场发行规模或受资金成本上升影响将有所萎缩，但部分政策鼓励的品种如 PPP 资产证券化等的发展前景较为乐观。