

债券市场利率分析与展望（2018年3月）

研发部 徐永 黄田

摘要：2018年前两个月公开市场操作先回笼后投放，1月央行上调了63天期逆回购操作利率，2月政策利率未作调整，货币市场资金利率整体平稳下行，利率债和信用债收益率1月中旬以来先后下行，且下行幅度较大，信用利差先扩大，后中长端利差有所收窄。

债券市场发行剔除同业存单后，前两个月发行好于去年同期表现，资产证券化发行受政策影响下降较为明显。非金融类信用债开年发行成本有所分化，公司债和中期票据发行成本下降，企业债发行成本因偿付量较大上升明显。

债券市场利率走向预期分歧较大，从CPI、美国加息、流动性供给及监管政策来看，债市利率未来仍有上行压力，但从社融需求回落、贷款利率下降以及GDP增长目标淡化来看，利率下行也有空间。

在非标业务继续高压监管的环境下，由于当前非标回表的贷款规模新增相较表外非标融资减少的规模低于预期，融资需求未来是否继续回落是观察利率方向的重要变量。

一、政策利率

2018年1月央行上调63天期逆回购操作利率5BP，2月政策利率未调整，公开市场操作整体呈现月初月末净回笼，中间净投放的节奏。

1月公开市场净回笼6815亿元，2月在春节因素影响下投放4895亿元。2月末7天、14天、28天和63天期逆回购利率分别为2.50%、2.65%和2.80%和2.95%。

1月逆回购投放总规模20100亿元，其中7天期10300亿元，14天期9100亿元，63天期700亿元，28天期品种缺席；1月逆回购到期规模28000亿元，逆回购当月保持净回笼。2月，逆回购和MLF共实现投放资金量11230亿元，其中逆回购投放7300亿元，14天期逆回购缺席，MLF操作3930亿元；2月逆回购和MLF到期量分别为3900亿元和2435亿元，分别实现净投放3400亿元和1495亿元。

图表 1 2017 年至今央行公开市场投放回笼走势（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

1月央行延续月末月初净回笼，中间净投放的特点，削峰填谷精准调控流动性。月初央行连续多日公开市场未操作，净回笼一度令市场资金面情绪紧张，1月10日起连续15天操作逆回购和MLF，缓解春节前临时流动性增加的需求。另外，央行去年出台的针对普惠金融实施定向降准的政策于1月25日正式实施，释放流动性约在3000亿元左右，均缓解了市场的流动性压力。2月春节前除2月13日操作了3930亿元的MLF以满足岁末年初流动性需求外，央行暂停了全部品种的逆回购操作。

值得注意的是，虽然公开市场操作利率去年末以来上升，但资金利率整体变化不大，2017年四季度的一般贷款加权利率还较三季度下降了0.02个百分点，显示当前政策利率向实体经济传导还有一定时滞。

2018年前两个月SLF分别操作254.5亿和273.8亿元，2月末常备借贷便利余额为213.4亿元。前2个月PSL分别净增加720和1510亿元，2月末余额为29106亿元。

美联储3月大概率加息，欧洲央行维持利率不变，QE可能持续到9月之后。

海外央行方面，美联储1月议息会议将加息措辞由“渐进加息”改为“进一步渐进加息”，市场预期3月份美联储将大概率加息。欧洲央行1月议息会议决议未调整政策利率，1月起每月购债规模由此前的600亿欧元下降至300亿欧元，并持续至今年9月，如有需要将延长；欧洲央行预计关键利率将在较长时间内维持现有水平。

日本央行1月议息会议未调整政策利率，但削减了部分长期限国债的购债规模。其中，10-25年期国债的购债规模，减少100亿日元至1900亿日元；25年期以上国债购买规模800亿元，亦较上次减少100亿日元，同时日本央行还小幅上调了2017-2019财年的经济增长预期，不过日本央行官员的讲话信号仍然较为

鸽派，显示在核心 CPI 低于 1% 的情况下，日本对于缩减 QE 仍然十分谨慎。

二、货币市场利率

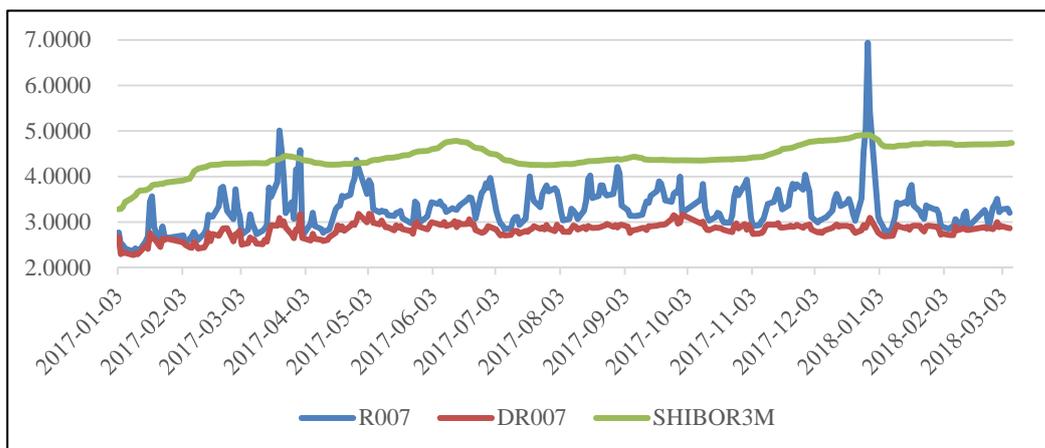
银行间资金利率 1-2 月整体下行，资金面压力有所缓解。

受年初资金面宽松影响，1-2 月银行间市场资金利率整体下行，1 月银行间质押式回购、买断式回购和同业拆借的加权平均利率分别为 2.88%、3.18% 和 2.78%，分别较上年末下降 23BP、28BP 和 13BP。2 月，上述各指标加权平均利率分别为 2.87%、3.17% 和 2.73%，较上月末分别下降了 1BP、1BP 和 5BP。

1 月指标性的 R007 大幅下降，DR007 月初回落，月末小幅反弹。月末与上年末利率对比来看，两者分别下降了 223BP 和 24BP，显示银行以及非银金融机构的融资成本均有所下降。2 月末，R007 和 DR007 分别较上月末上涨了 32BP 和 15BP。

SHIBOR 3M 利率进入 2018 年以来连续下降，1、2 月末分别较上月末下降 19BP 和 1BP，这可能与央行正式实施定向降准缓解银行间流动性压力有关。

图表 2 资金利率走势（单位：%）

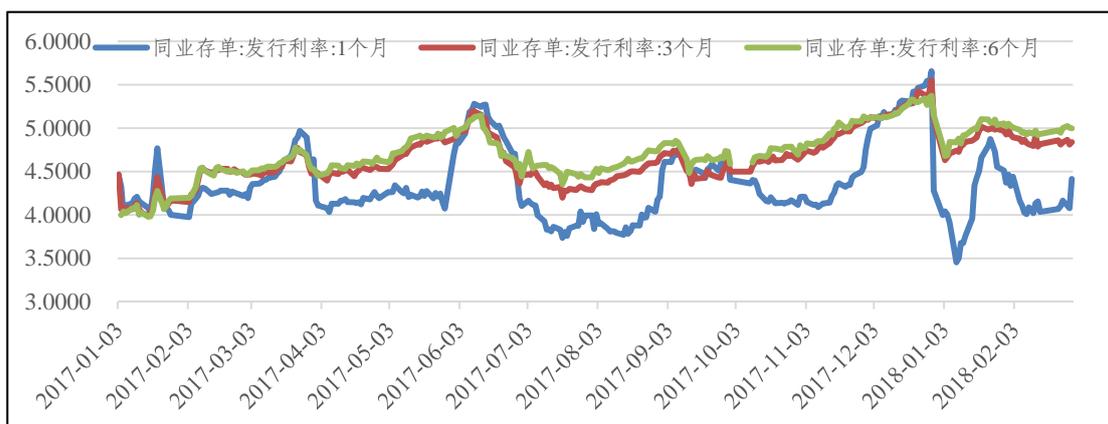


数据来源：Wind，新世纪评级整理

同业存单净融资额不断增加，发行利率受年初较为宽松的资金面影响普遍下降，春节前因流动性紧张而有所上升。

2018 年受年初季节因素和大范围定向降准的实施，资金面转松，同业存单发行利率自 2017 年末以来高位回落，1 月中下旬，由于春节前资金面有所收紧，同业存单的发行利率随之回升，1 个月期品种的上升幅度最大。2 月随着央行公开市场净投放的加大，资金面再次转松，其发行利率小幅回落。

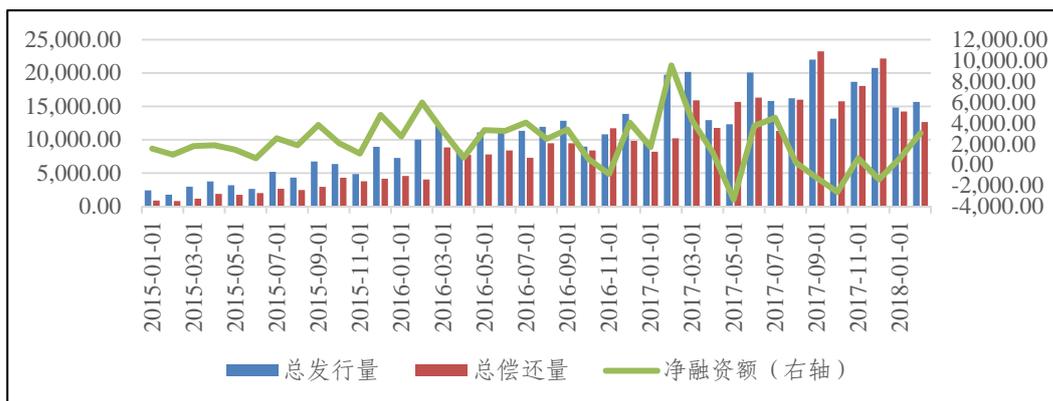
图表 3 同业存单发行利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

从发行与到期来看，2018 年同业存单的发行量较高，1、2 月分别发行 14825.4 亿元和 15643.2 亿元，净融资额一路攀升，从 1 月份的 610.6 亿元上升到 2 月的 3005.30 亿元。由于 2 月资金面整体宽松，因此同业存单的发行量因利率较低而表现供给上升。

图表 4 同业存单净融资量走势（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

三、债券市场利率

1. 债券市场发行情况

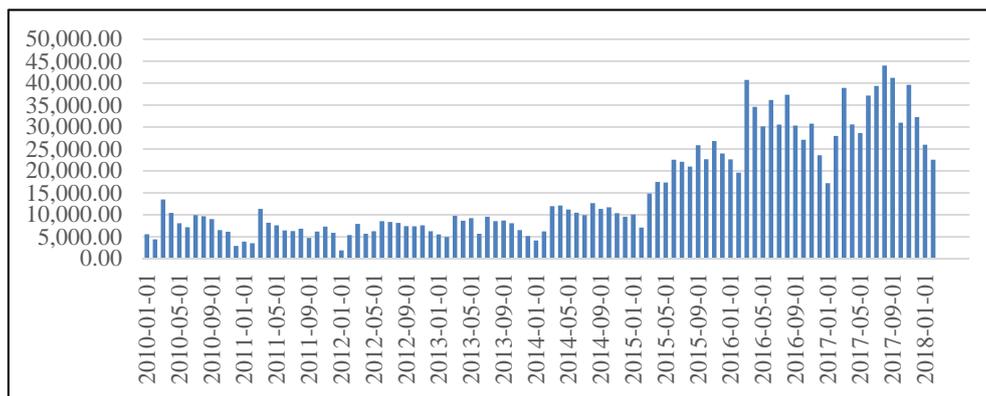
2018 年前两个月，债券市场发行有所回暖，剔除同业存单后的合计发行量仍然高于去年同期。

2018 年开年以来，货币市场资金面整体宽松，债券市场发行较上年同期有所回暖。2018 年 1 月，债券市场各类债券共发行 25975 亿元，较上年同期大幅增加 8751 亿元。其中，国债和政策性银行债分别发行 1900 亿元和 3740 亿元，发行规模明显高于去年同期。当月同业存单发行规模 14825 亿元，明显高于去年 1 月的 9902 亿元，是债券市场总体发行较上年明显回暖的主要原因。2 月，债券

市场总体发行规模 22548 亿元，较 1 月减少 3427 亿元。其中同业存单 15643 亿元，发行量较 1 月小幅增加；国债和政策性银行债发行量分别较 1 月末下滑 700 亿元和 1143 亿元，致债券市场发行规模总体较上月回落。

剔除同业存单后，1 月和 2 月债券市场发行量分别为 11150 亿元和 6904 亿元，虽然存在 1 月春节错位和 2 月春节假期影响，但合计发行量仍高于去年同期，表明债券市场发行有所回暖。

图表 5 债券市场发行月度走势（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

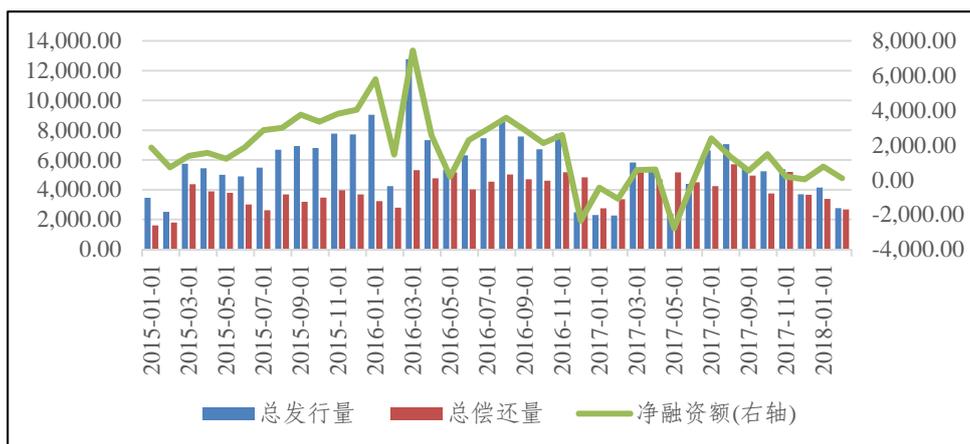
非金融类信用债净融资额 2 月较 1 月下降明显，资产支持证券发行量较上年出现大规模下滑。

2018 年 1 月，非金融类信用债（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）总发行 4150 亿元，年初基本面表现强劲及债市回暖带动信用债较 2017 年 12 月末的 3696 亿元小幅增加。1 月非金融类信用债净融资额 765 亿元。2 月发行较 1 月有所下降，为 2767 亿元，但高于去年同期，其中除一般企业债发行额较 1 月增长外，其他品种均下降。2018 年 2 月非金融类信用债净融资额 98 亿元，较上月末大幅下降。

2018 年前两个月，金融类信用债总发行分别为 822 亿元和 289 亿元，净融资额跟随着总发行的变化趋势，呈现 1 月较上年 12 月末增加而 2 月大幅下降的趋势，今年在表外非标回表的情况下，商业银行面临较大的融资压力，预期今年金融类信用债的发行仍将保持一定规模。

资产支持证券在经历 2017 年的爆发式增长后，受年初银监会发布的《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（银监发[2018]4 号）影响，2018 年开年出现明显下滑，1 月发行量较上年末的 2475 亿元大幅下降 1767 亿元，2 月延续上月的下降趋势，发行量仅 315 亿元。由于发行量的大幅降低无法覆盖当月的到期量，时隔一年后净融资额再现负值。

图表 6 非金融类信用债发行与到期走势 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

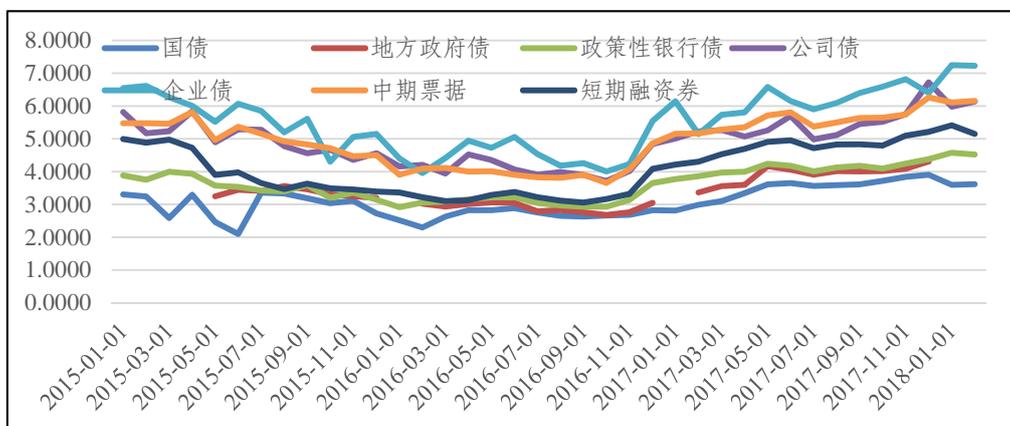
2. 债券市场发行利率

非金融类信用债发行成本分化, 公司债和中期票据发行成本下降, 企业债发行成本上升明显。

2018 年 1 月, 国债、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 3.5978%、4.5746%、5.9824%、7.2457%、6.1090% 和 5.4132%, 较上年末分别变化-31BP、20BP、-74BP、84BP、-15BP 和 20BP。其中以公司债和中期票据为主的信用债发行成本下降明显, 2 月有所反弹, 发行利率分别较 1 月上涨 15BP 和 5BP 至 6.1371% 和 6.1588%。

企业债开年的发行成本上升明显, 这可能和开年发行量偏少, 而到期量和提前偿付量较大有关, 1 月和 2 月企业债的发行量分别只有 45 亿和 73 亿, 但总偿付量分别达到 461 亿和 597 亿, 显示受政策影响, 企业债当前的发行融资压力较大。

图表 7 主要债券发行成本走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

3. 债券市场收益率

1月中旬以来，债市收益率普遍下降，未来利率走势需观察融资需求变化。

2018年1月中旬前，债券市场二级收益率维持上涨趋势，中旬以后，债市收益率开始下降，1月末10年期国债和10年期国开债收益率分别为3.91%和5.07%，分别较上年末上涨3BP和25BP。进入2月，10年期国债和10年期国开债收益率继续下降，2月末分别为3.82%和4.81%，较1月末分别下降9BP和26BP。

整体来看，受资金面波动影响，2018年1月，利率债短端收益率下行幅度较大，长端收益率相对稳定略有上升；2月整体下移，短端收益率降幅大于长端。

图表8 10年期主要利率债收益率曲线（单位：%）



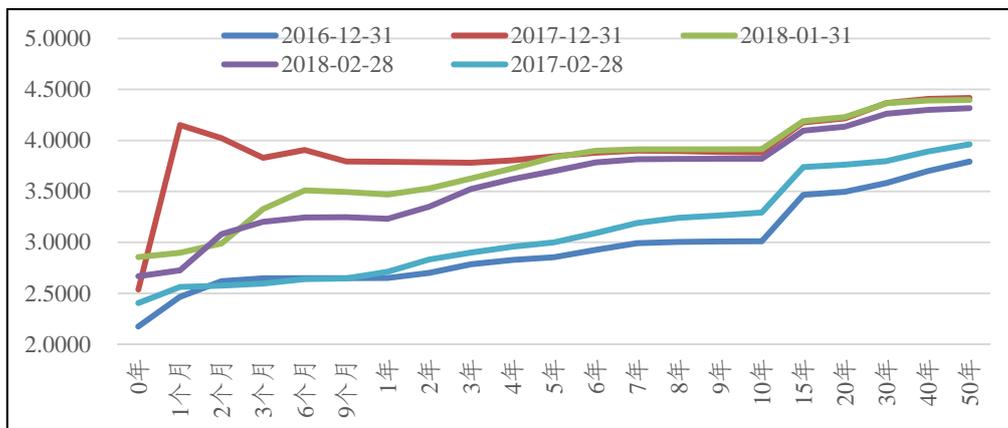
数据来源：Wind，新世纪评级整理

1月央行公开市场操作净回笼，市场一般预期岁末春节前资金面可能维持偏紧局面，叠加金融监管的压力，1月上旬推动债券市场收益率继续上升，1月中旬开始，资金面相对宽松叠加GDP增长可能低于预期，利率债和信用债的收益率下行幅度均较大，10年国债收益率下行幅度达到15BP，10年国开债收益率下行幅度达到30BP。

当前债市利率走向预期分歧较大，从CPI、美国加息、流动性供给及监管政策来看，债市利率未来仍有上行压力，但从社融需求回落、贷款利率下降以及GDP增长目标淡化来看，利率下行也有空间。

在非标业务继续高压监管的环境下，由于当前非标回表的贷款规模新增相较于表外非标融资减少的规模低于预期，融资需求未来是否继续回落是观察利率方向的重要变量。

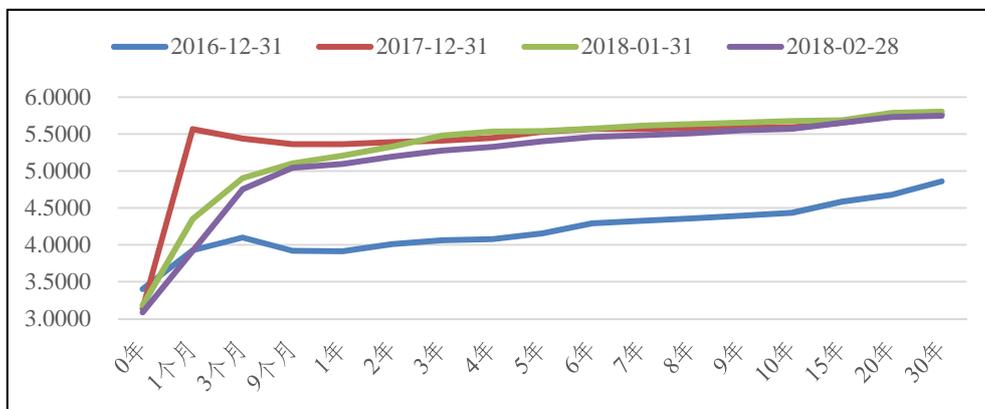
图表 9 国债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

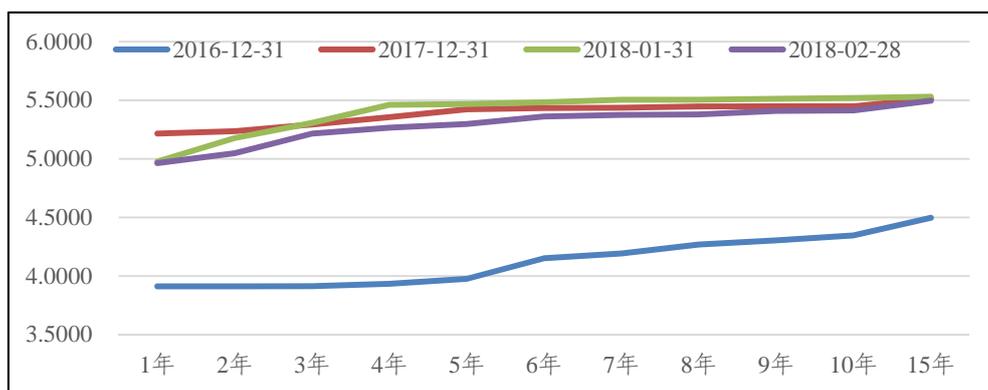
2018年1月信用债收益率较上年末多小幅上升，1月末城投债AAA各期限收益率涨幅在1-9BP之间，1年期及以上AAA级中短期票据收益率曲线涨幅在1-11BP之间。2月信用债各券种收益率普遍下降，城投债AAA下降幅度在6-43BP之间，1年期及以上AAA级中短期票据下降1-19BP。

图表 10 AAA 级城投债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 11 AAA 级中短期票据收益率曲线（单位：%）

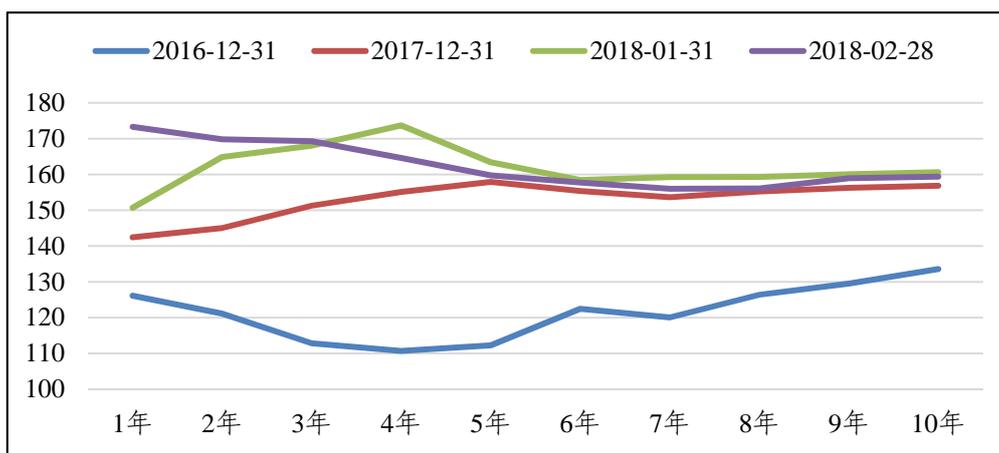


数据来源：Wind，新世纪评级整理

信用利差 1 月普遍上升，短期涨幅较长期更大，2 月短升长降。

信用利差方面，从 AAA 级中短期票据来看，利差普遍上升，且短期由于利率债下行幅度较大，利差涨幅更大，2 年期 1 月底的利差为 165BP，较 2017 年底的 145BP 上升了 20BP。2 月信用利差出现分化，1-3 年期信用利差出现上涨，4 年期以上品种均下降。

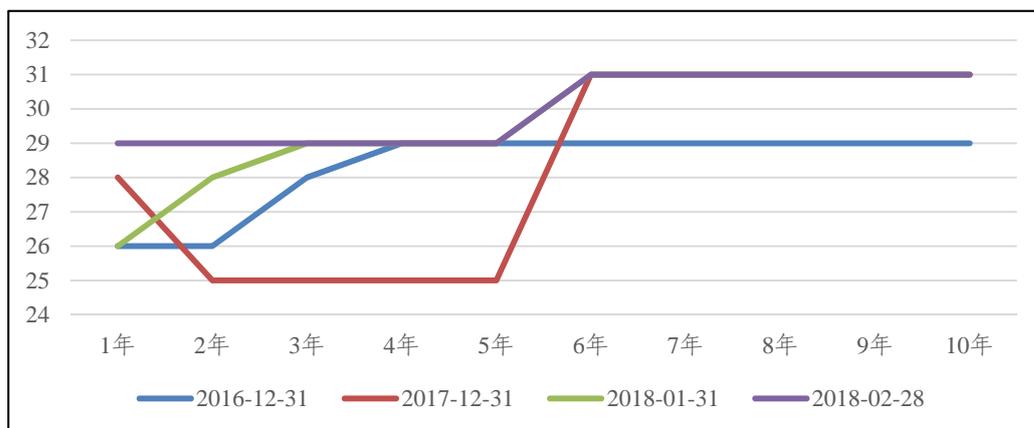
图表 12 AAA 级中短期票据信用利差（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

级差方面，2018 年以来，中短期票据 AA+ 和 AAA 级之间的级差变化不大，1、2 年期级差上涨，3 年期及以上品种级差未发生变化，表明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收益率变化幅度与高等级相同。

图表 13 中短期票据 AA+~AAA 级差（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

四、展望

全球经济保持复苏势头，但主要经济体通胀走势有所分化，同时大国间贸易摩擦较为激烈；中国经济在去年 GDP 超预期后，今年将增长目标淡化，显示了从中高速增长向高质量发展过渡的转型决心；财政赤字率下降，也显示了政府控制债务风险的决心，融资需求和贷款利率在去杠杆政策影响下，去年四季度以来有所下滑。

1 月中旬以来债市收益率启动了一波明显下行，有利于债券发行环境改善，前两个月债券市场发行表现也好于去年同期，在非标融资继续监管的情况下，表内贷款和直接融资全年需求继续看好，但需密切关注融资需求继续下滑及其对利率走势的影响，商业银行补充资本动力预期加强。

供给侧改革持续推进，将继续支撑新动能行业发展，集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展加快，减税政策也将继续支撑企业盈利改善，信用风险情况可能整体改善。