

债券市场利率分析与展望（2018年5月）

研发部 徐永 黄田

摘要：4月银行间市场资金面先松后紧，资金利率有所上升，债市二级收益率先降后升；债市发行成本除企业债发行利率上升外，其他债券发行利率普遍下降，发行继续保持回暖态势；信用利差短升长降，级差出现期限分化。

降准替代MLF的货币政策，短期刺激了市场的交易性需求，债市收益率一度快速下降，但其中性效应仍可能抑制未来利率下行空间；5月部分经济数据可能边际改善，利率短期也有反弹压力；资管新规落地后，机构表外业务回表带来的市场调整及企业再融资压力，也需持续关注。

一、政策利率

央行上调14天逆回购操作利率和MLF操作利率5BP，公开市场保持净回笼。

4月央行分别上调了14天逆回购中标利率和MLF操作利率5BP，月末14天期逆回购中标利率为2.70%，1年期MLF操作利率为3.3%。4月央行公开市场操作利率跟随了3月加息的动作，符合市场预期。从央行角度来看，政策利率的上调在反映市场供求的同时，引导市场主体形成合理的利率预期，避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷，控制宏观杠杆率。

4月，央行逆回购投放总规模7600亿元，其中7天期6900亿元，14天期700亿元，28天期和63天期未操作，4月逆回购到期量为8400亿元，逆回购当月实现净回笼800亿元；4月MLF操作3675亿元，到期量3675亿元，公开市场4月实现净回笼800亿元，净回笼较上月减少2925亿元。

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

具体看，4月上旬资金面整体相对宽松，除4月8日和9日共操作了200亿元7天逆回购外，基本暂停了逆回购操作，公开市场维持净回笼；4月16日开始，央行重启逆回购操作，缓解缴税期临近带来的资金面紧张。总体看，今年以来，央行公开市场操作维持中性，流动性调控精准。

其他政策工具方面，央行、财政部4月20日投放国库现金定存800亿元，招标利率为4.50%，较3月的4.62%下降12BP。4月央行对金融机构开展常备借贷便利（SLF）操作利率未变，共操作467亿元，其中隔夜10亿元、7天355亿元，1个月102亿元，4月末SLF余额为390.6亿元。4月，PSL净增加532亿元，月末余额为30446亿元。

美联储维持联邦基金目标利率不变，货币政策立场依然宽松，欧洲央行如期维持利率不变。

海外央行方面，5月3日凌晨，美联储发布利率决议，维持联邦基金目标利率区间仍为1.50%-1.75%，符合市场预期，货币政策立场依然宽松，从而支持强劲的劳动力市场状况和通胀率持续向2%回归。欧洲央行4月议息会议决议如期未调整政策利率，购债规模延续每月300亿欧元，关键利率将在较长时间内维持现有水平，并超过净资产购买计划的时间。

二、货币市场利率

除传统缴税期扰动影响外，降准效应刺激了市场交易性需求，银行间市场资金面超预期紧张，资金利率整体较上月有所上升。

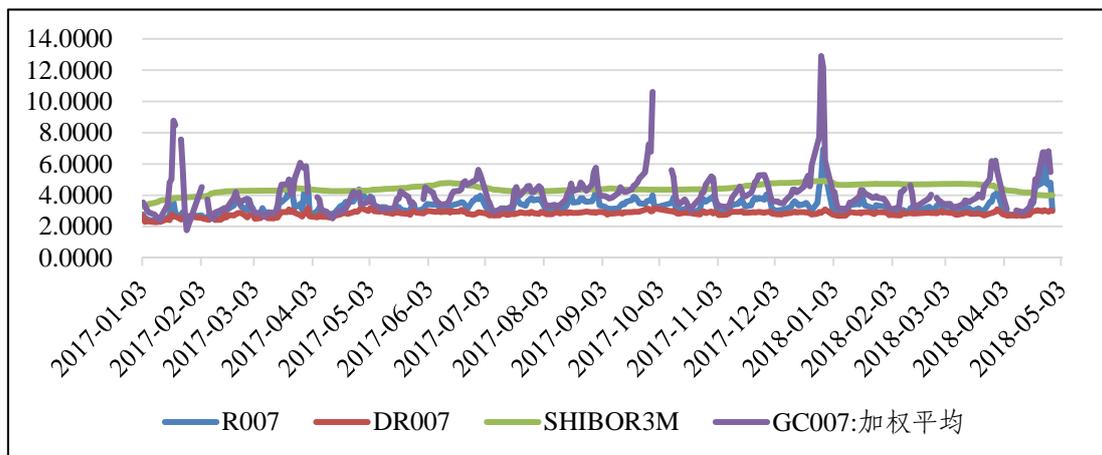
4月中上旬资金面一直比较宽松，央行宣布降准后，资金面反而收紧，除了传统缴税期扰动影响外，降准引发的货币宽松预期，使得市场抢筹现象较为明显，使得银行间市场资金面超预期紧张，资金利率整体较上月有所上升。4月，银行间质押式回购、买断式回购和同业拆借的加权平均利率分别为3.10%、3.58%和2.81%，较上月分别上升2BP、34BP和7BP。

具体来看，4月上旬，资金面维持宽松，利率小幅波动，指标性的R007、DR007和GC007上中旬均小幅回落；4月16日至24日，虽然央行出台降准政策且等量续作MLF并开始净投放，但税期扰动叠加非银金融机构购买债券增加的融资需求，使得资金面超预期紧张，资金利率迅速上升，4月24日，R007、DR007和GC007出现反弹，分别较月初变化了312BP、26BP和277BP；4月25日以后，随着降准实施，流动性得到释放，资金利率明显下行。

交易所回购定盘利率FRGC001和FRGC007在4月24日分别上涨到了9.29%和6.75%；5月2日，资金利率再度回落，分别下降到4.41%和4.07%，但仍较

上月同期上升了 26BP 和 10BP。

图表 2 资金利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

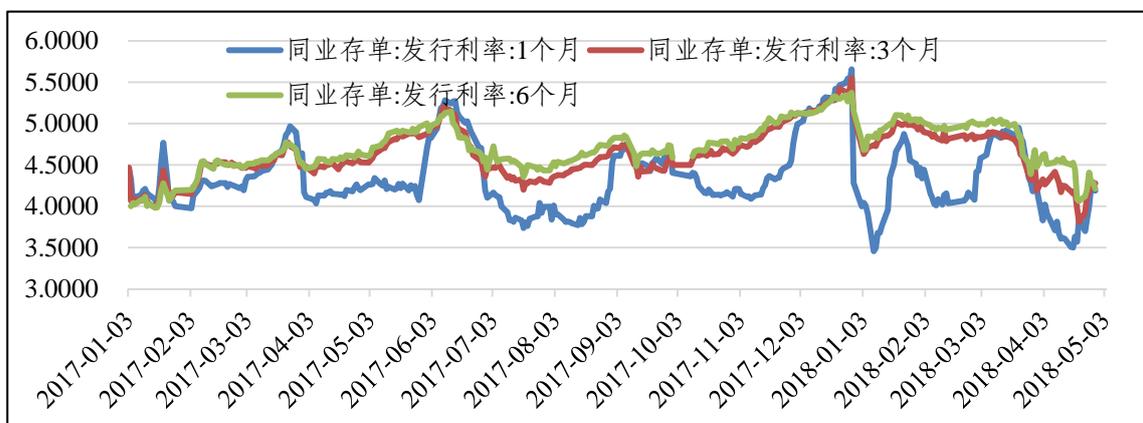
同业存单总发行量和净融资额明显萎缩，发行利率中枢下降明显。

同业存单方面，和 3 月发行利率单向下行不同，4 月各品种发行利率波动较大，整体呈现上中旬下跌下旬反弹的状态，月末月初对比来看，1 个月期品种上涨 36BP，3 个月和 6 个月期品种则分别下降 5BP 和 41BP。

从发行与到期来看，本月同业存单的总供给较上月大幅下跌 7766 亿元，发行量为 1.41¹万亿元，到期量仍较大，为 15181 亿元，由于发行量不及当月到期量，净融资额年内首次出现负值，为 -1078 亿元。

同业存单一季度发行量反弹明显，但由于年初以来资金面超预期宽松，银行体系短期可用资金堆积较多，加之同业业务监管趋严，4 月同业存单发行同比增速逐渐收敛走低，净融资额下降，发行利率中枢下降。

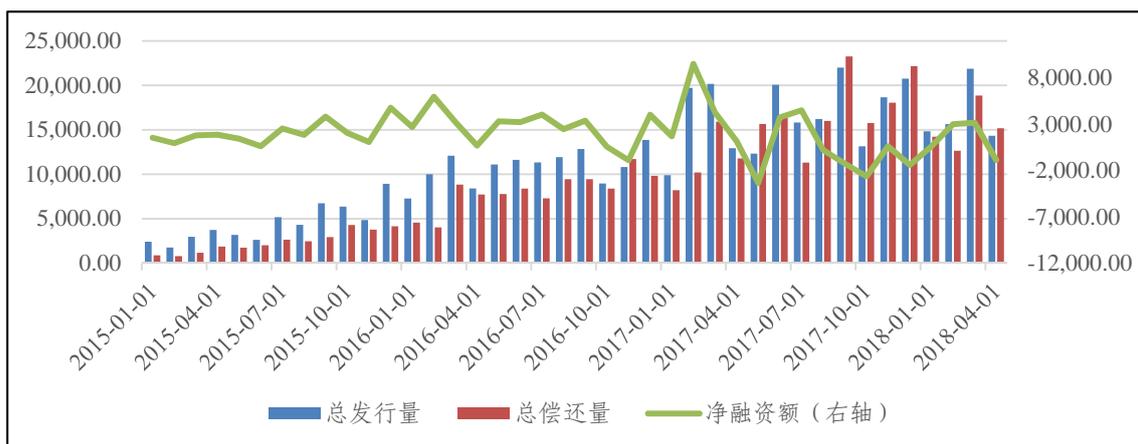
图表 3 同业存单发行利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

¹ 数据来源为 Wind 资讯，数据提取日期为 2018 年 5 月 3 日，下同。

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

中长期利率和衍生利率继续下降，资金利率预期仍乐观。

中长期利率方面，SHIBOR 3M 利率年初以来持续下行，4 月 25 日，在央行定向降准正式实施当日突破了 4.00%，达到 2018 年以来最低位 3.98%，随后小幅上升，月末为 4.00%，较月初下降了 40BP。

衍生品利率方面，4 月末，1 年期 FR007 和 FDR007 的利率互换定盘曲线均值分别为 3.27% 和 2.88%，分别较上月末下降 7BP 和 8BP。

三、债券市场利率

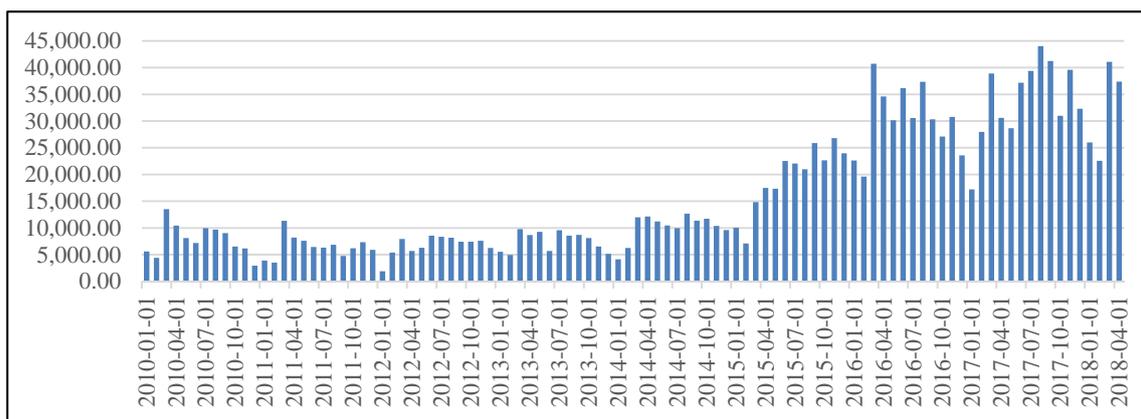
1. 债券市场发行情况

债券市场发行继续保持回暖态势，国债和地方政府债发行有所放量，发行规模较上月增长明显。

4 月，全国债券市场各类债券共发行 3174 支，较上月 3654 支减少；发行金额合计 3.69 万亿元，环比下降 9.11%。当月同业存单发行明显下滑，债券市场各类债券发行支数和规模均较上月明显回落。

剔除同业存单后，2018 年 4 月，债券市场发行规模为 2.28 万亿元，较上月 1.87 万亿元增加 0.41 万亿元；发行支数 1213 支，较上月增加 72 支。其中，国债和地方政府债发行明显高于 3 月，分别发行 3251 亿元和 3018 亿元；政策性银行债发行 3782 亿元，较上月略微下降。总的来看，债券市场发行继续保持回暖态势。

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

金融类信用债、非金融类信用债和资产支持证券 4 月发行继续回暖，环比实现正增长。

4 月，非金融类信用债²总发行 8559 亿元，较上月增加 575 亿元，传统信用债发行继续回暖；共发行 862 支，较上月增加 65 支。4 月非金融类信用债净融资额环比实现正增长，为 2953 亿元。

金融类信用债³4 月总发行 1866 亿元，较 3 月的 1279 亿元增加 587 亿元，净融资额跟随了总发行的变化趋势，较上月增加 266 亿元至 623 亿元。在金融强监管下，金融机构补充资本需求较强，4 月商业银行次级债券的发行量和净融资额较上月增加明显。

资产支持证券 4 月发行继续回暖，发行规模为 1889 亿元，较上月增加 871 亿元；总偿还量 771 亿元，净融资额 1118 亿元。

图表 6 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 该处非金融类信用债包括超短期融资券、短期融资券、中期票据（不含项目收益票据）、定向工具、企业债（不含项目收益债券）、公司债、私募债、可转债和可交换债。

³ 该处金融类信用债包括商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券和其他金融机构债。

图表 7 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

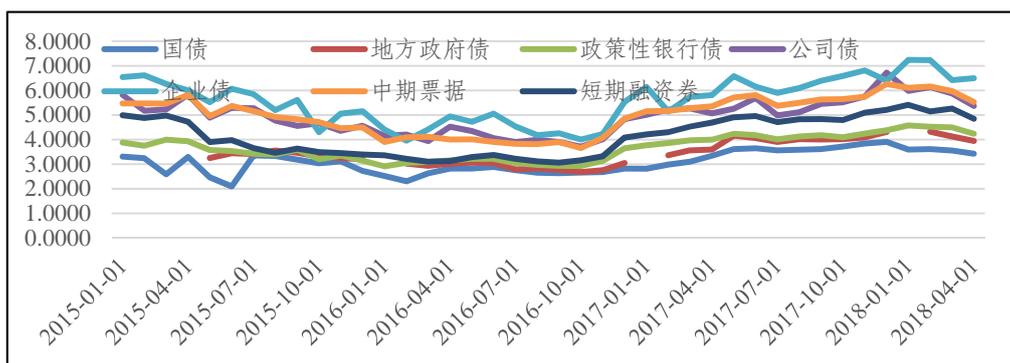
债券发行成本普遍下降，其中公司债、中期票据和短期融资券的发行成本下降最为明显。

一级发行利率方面，2018年4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3.4231%、3.9450%、4.2401%、5.3650%、6.4991%、5.5275%和4.8468%，较3月分别变化-13BP、-18BP、-26BP、-51BP、8BP、-45BP和-42BP，除企业债发行成本上升外，其他品种的发行成本均下降，其中公司债、中期票据和短期融资券的发行成本下降明显。在二季度发行供给走暖的情况下，预期信用债发行利率继续下降的阻力将有所增加。

企业债4月发行成本较3月上升，这可能与4月到期量和提前偿付量较大，而总发行量未能覆盖总偿还量有关，4月发行量375亿元，当月到期偿付量和提前偿还量分别为184亿元和723亿元，净融资额为-567亿元。

企业债当前融资压力有所增加，与地方融资平台监管趋严相关，4月中旬审计署披露部分地区违规举债行为，特别是其中涉及到将募集资金用于公益性项目建设的违规行为，预期严监管将继续影响城投企业的融资状况。

图表 8 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

利率债收益率月初迅速下降, 中旬跌至最低, 下旬小幅反弹, 主要信用债收益率下降明显, 其中城投债各等级收益率长期下降幅度较短期更大。

债券市场二级收益率方面, 4月利率债收益率下行幅度较大。具体看, 月初资金面宽松, 基本面数据偏弱叠加贸易战带来的投资者风险偏好变化带动收益率迅速下行。4月18日, 央行发布定向降准政策次日, 10年期主要利率债收益率基本全部跌至2018年以来最低, 10年期国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率分别为3.50%、4.31%、4.50%和4.48%, 分别较月初下降23BP、34BP、29BP和31BP。4月下旬, 资金面紧张带动资金利率抬升, 利率随之反弹。4月末, 10年期国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率分别为3.62%、4.42%、4.58%和4.58%, 较上月末分别下降12BP、23BP、20BP和21BP。

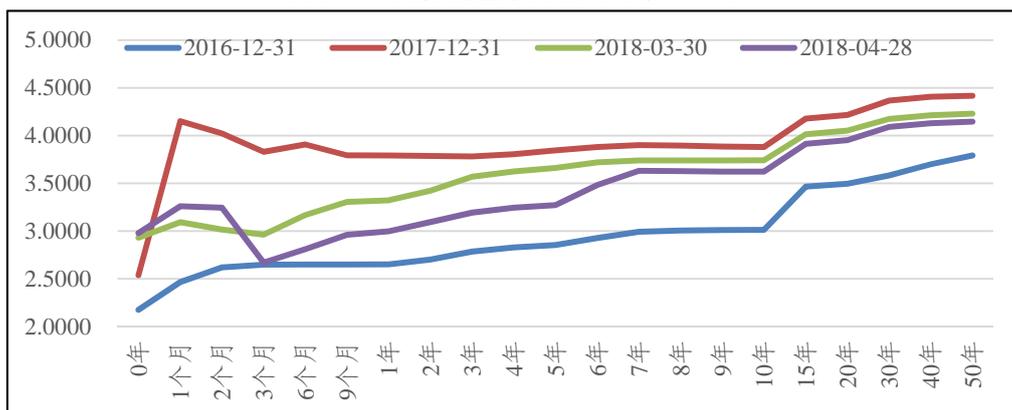
整体看, 4月, 国债收益率3-5年期收益率下降最多, 分别下降38BP、38BP和39BP。定向降准实施带来的资金供给边际改善和货币政策边际宽松, 使得债券市场交易情绪偏乐观, 二级市场利率债收益率普遍走低, 不过由于降准偿还MLF政策同时有基础货币紧缩效应, 4月下旬以来利率债收益率陆续反弹, 5月初已基本恢复到降准前的利率水平。

图表 9 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

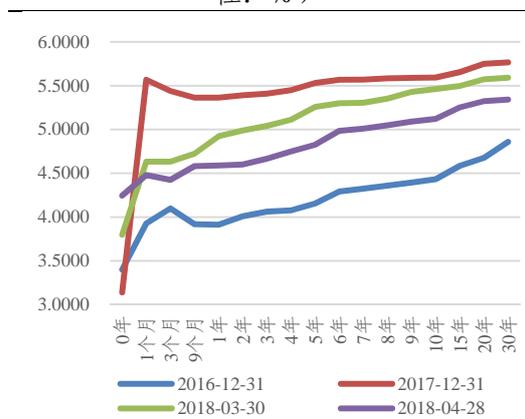
图表 10 国债收益率曲线（单位：%）



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

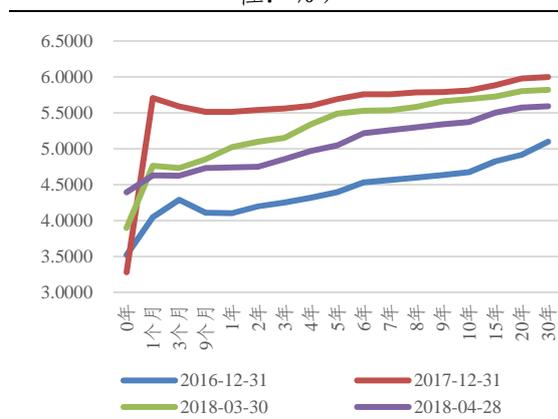
4月主要信用债收益率普遍下降,城投债各等级收益率长期下降幅度较短期更大,其中城投债AAA级、AA+级和AA级1年期以内的收益率下降幅度分别在14-20BP、10-13BP和5-13BP之间,1年期及以上各期限收益率下降幅度分别在24-43BP、22-44BP和13-42BP之间;对于中短期票据来说,1年期及以上AAA+级、AAA级和AA+级中短期票据收益率曲线降幅在22-36BP之间。

图表 11: AAA 级城投债收益率曲线（单位：%）



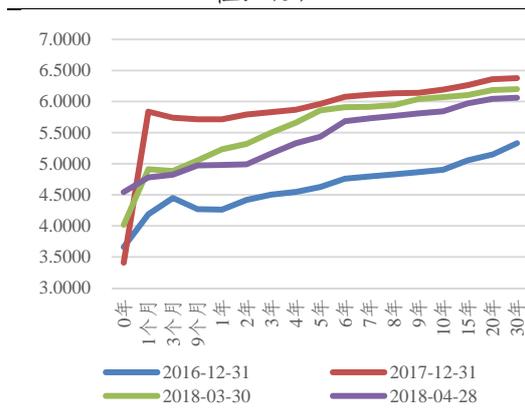
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 12: AA+级城投债收益率曲线（单位：%）



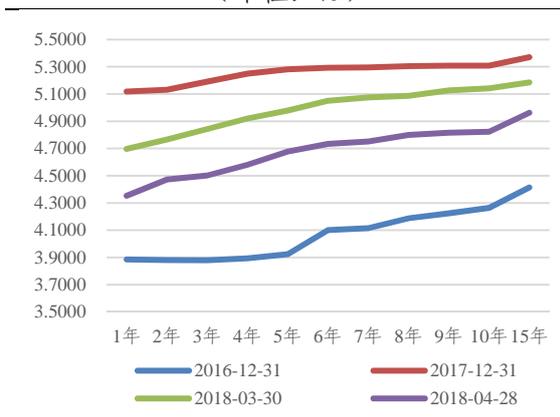
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 13: AA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



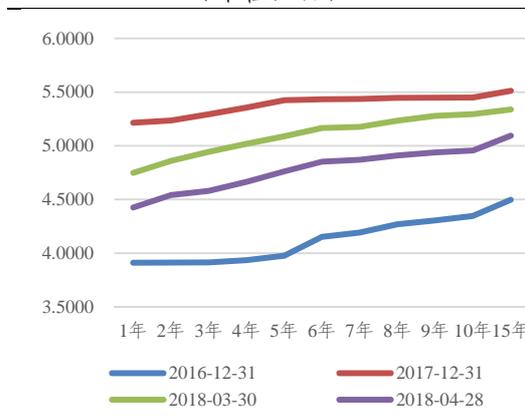
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 14: AAA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



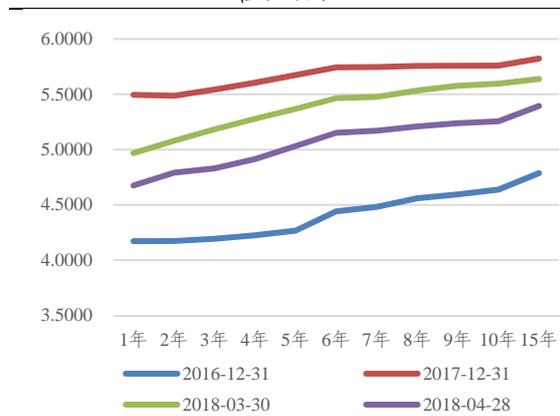
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 15: AAA 级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 16: AA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



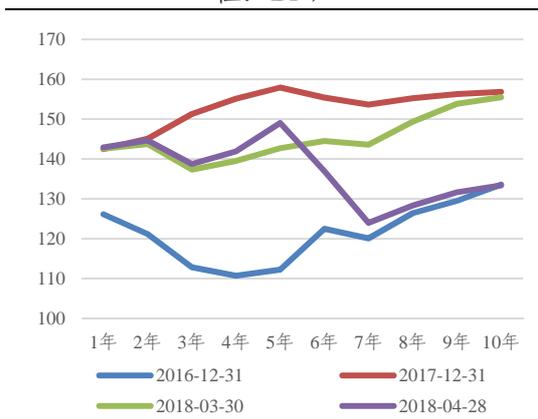
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

信用利差短升长降, 级差出现期限分化。

受国债收益率短端降幅大于长端影响, 信用利差 4 月出现分化, 以中短期票据 AAA 曲线和中短期票据 AA+ 曲线为例, 1-5 年期信用利差出现了上涨, 6 年及以上品种则均下降, 其中 5 年期 AAA 级 4 月底的利差为 149BP, 较 3 月末的 143BP 上涨了 6BP; 10 年期 AAA 级与 AA+ 级 4 月末利差均下降了 22BP。

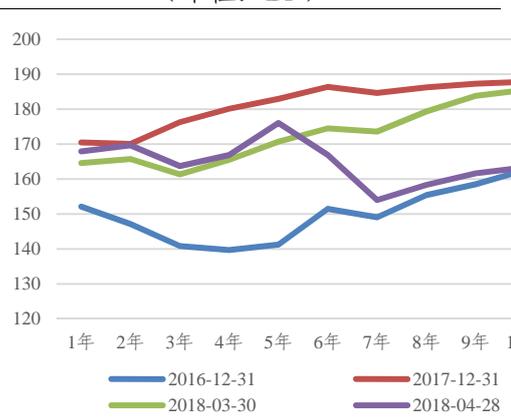
对于城投债 AAA 曲线和城投债 AA+ 曲线来说, 5 年期以下期限信用利差多数上涨, 5 年及以上期限均下降。

图表 17: AAA 级中短期票据信用利差 (单位: BP)



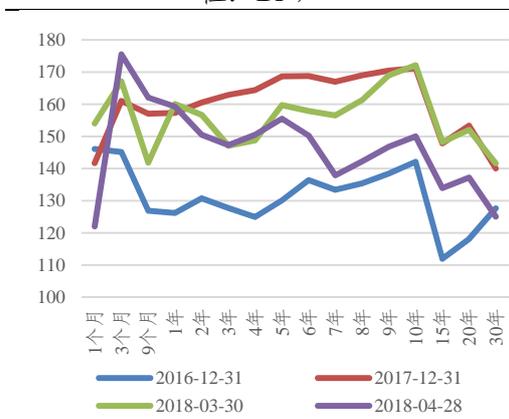
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 18: AA+级中短期票据信用利差 (单位: BP)



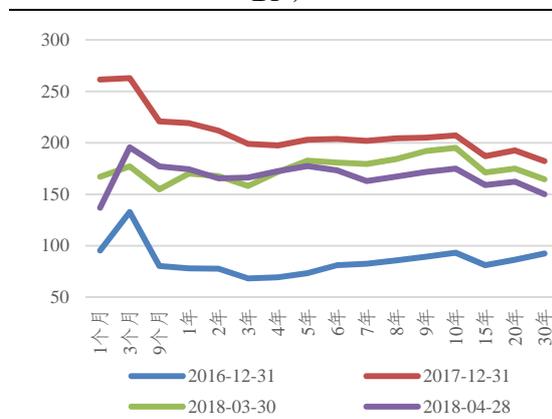
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 19: AAA 级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

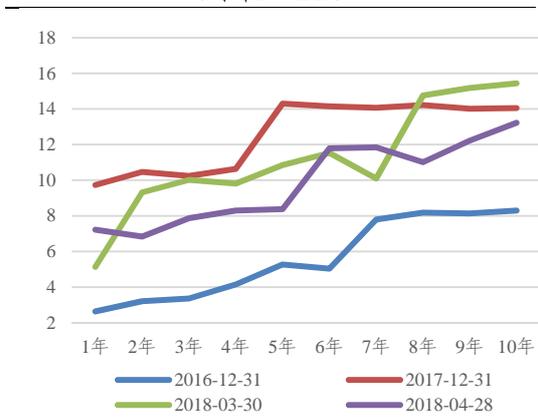
图表 20: AA+级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

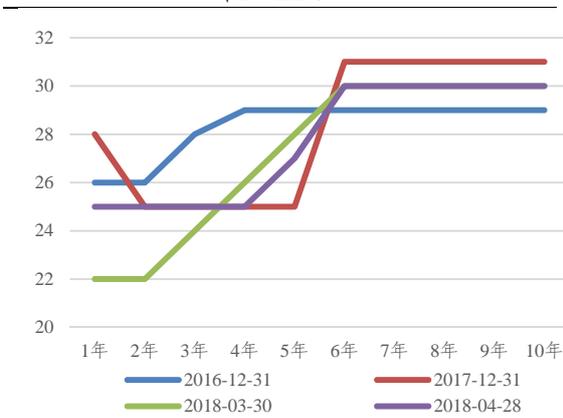
级差方面, 中短期票据 AA+和 AAA 级之间的利差变化主要集中在 5 年期及以下品种, 且期限分化, 1-3 年期级差上涨, 4、5 年期级差下降, 表明短期高等级信用债的收益率下行幅度高于低等级, 中长期低等级信用债收益率下行幅度大于高等级。

图表 21: 中短期票据 AAA~AAA+级差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 22: 中短期票据 AA+~AAA 级差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

四、小结与展望

债市二级收益率 4 月以来延续了 1 月中旬以来的下行走势，并在降准后继续下降至阶段性低点，10 年国债收益率最低达到 3.5%，之后则在资金利率走高等影响下，收益率出现反弹。

预期 5 月在财政支出加快、经济数据边际改善等因素影响下，市场利率继续有调整压力；城投企业受严监管政策影响融资压力可能加大，同时资管新规等政策落地，金融机构表外业务回表过程中短期存在的摩擦成本，也可能会使得部分企业特别是民企的融资难度增加，增加债券市场的违约风险。