

债券市场利率分析与展望（2018年6月）

研发部 徐永 黄田

摘要：5月银行间市场资金面相对较为平稳，资金利率整体较上月下降，利率债收益率短升长降，信用债收益率普遍上升；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，发行回暖态势有所放缓；信用利差短降长升，级差全面上涨。

债市利率目前处于调整阶段，信用风险事件频发带来紧张的交易情绪，信用债收益率和利率债短端收益率上升，但信用收缩带来的基本面下行及货币政策宽松预期，利率债长端收益率仍一度下行；在美联储加息及美债利率上行的背景下，预期6月利率仍有反弹压力，企业的流动性风险和再融资压力也不容忽视。

一、政策利率

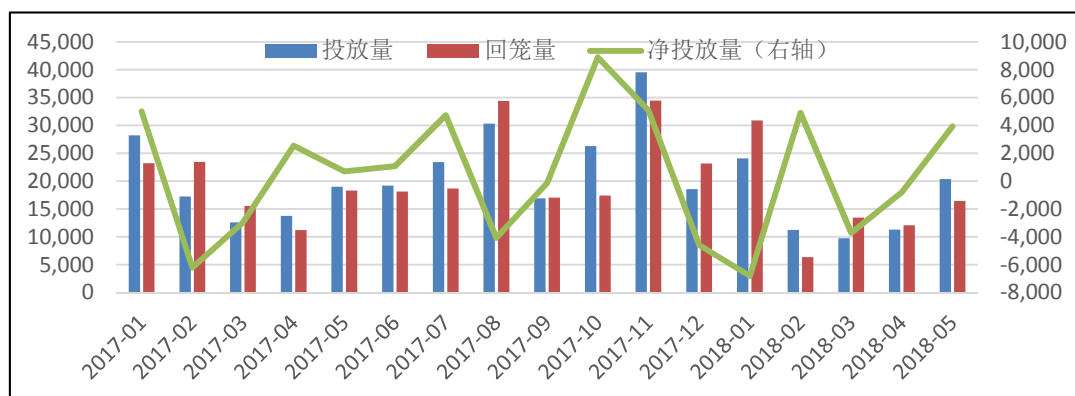
6月美联储加息，中国央行当天未跟进

5月公开市场净投放3935亿元，5月28日，央行上调了28天逆回购中标利率5BP，其余逆回购利率未调整，月末7天、14天、28天和63天期逆回购中标利率分别为2.55%、2.70%、2.85%和2.95%。

由于28天期逆回购在3月份美联储加息后一度缺席，5月底恢复操作，利率随行就市上升。美联储6月14日继续加息，国内利率虽仍有跟进的压力，不过当前信用收缩较为明显，央行当日公开市场未同步上调操作利率。

5月，央行逆回购投放总规模18800亿元，其中7天期10900亿元，14天期5300亿元，28天期2600亿元，63天期未操作，5月逆回购到期量为12500亿元，逆回购当月实现净投放6300亿元；5月MLF操作1560亿元，到期量3925亿元，当月MLF净回笼2365亿元。

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，5月初资金面压力较小，5月2日开始央行连续三天开展逆回购操作，公开市场实现净投放600亿元，但从财政存款变动趋势来看，5月份仍然是财政存款回笼月，税期带来的资金面压力犹存；中旬为对冲月度企业缴税影响，央行加大了公开市场操作力度，5月14日续作了1560亿元的MLF，5月15日开始连续三天开展逆回购操作，逆回购实现净投放4100亿元；5月28日开始，随着月末临近，跨月资金流动性有所收紧，加之央行逆回购到期较多，企业年度所得税清缴的扰动，月末资金面略显紧张，央行重启逆回购操作缓解流动性压力。总体看，随着降准实施以及货币政策维稳的力度增强，5月整体资金面压力不及4月。

其他政策工具方面，央行、财政部5月9日投放国库现金定存1200亿元，招标利率为4.63%，较4月的4.50%上升13BP。5月央行对金融机构开展常备借贷便利(SLF)操作共347.6亿元，操作利率未变，其中隔夜120亿元、7天121.6亿元，1个月106亿元，5月末SLF余额为227.6亿元。当月，人民银行对三家政策性银行净增加抵押补充贷款(PSL)801亿元，月末PSL余额为31247亿元。

美联储6月加息，对经济前景预期乐观

海外央行方面，美联储联邦基金目标利率维持5月3日凌晨发布的利率决议，区间仍为1.50%-1.75%，不过6月14日，美联储继续加息25个基点，同时上调了对2018年的经济和通胀水平预测，预期年内美联储仍可能继续加息2次；欧洲央行和日本央行5月均未召开议息会议。国际货币政策走向的变化仍需关注海外央行集中在6月中旬的议息会议决议。

二、货币市场利率

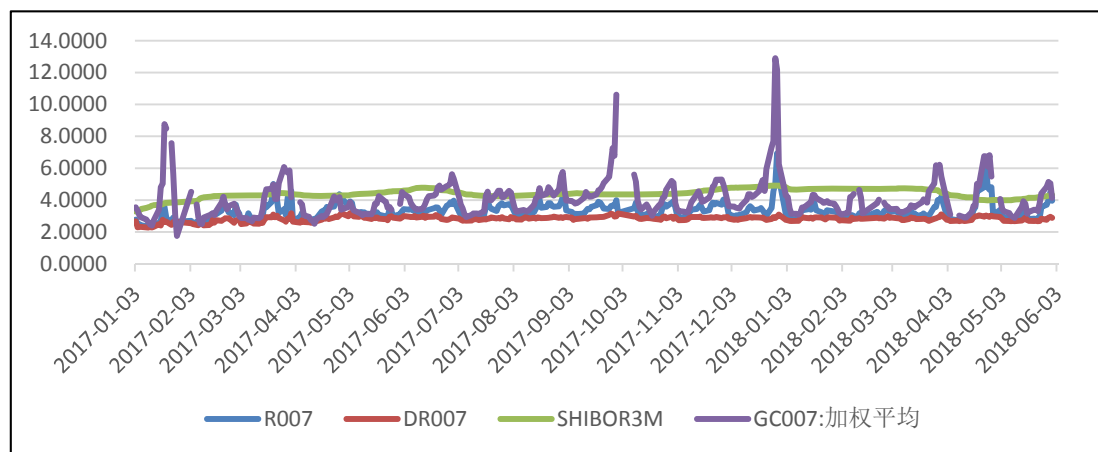
央行降准效果逐步显现，5月流动性压力减小，银行间市场资金面相对偏松，资金利率整体较上月下降。

5月，央行降准效果逐步显现，中上旬资金面一直比较宽松，使得银行间市场流动性压力减小，资金利率整体较上月下降明显。5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 2.82%、3.09%和 2.72%，较上月分别下降 28BP、49BP 和 9BP。

具体来看，月初时点金融机构流动性季节性转松，与五一长假前相比，5月上旬银行间市场资金面显著宽松，利率明显下行，5月10日，指标性的 R007、DR007 和 GC007 均达到上旬的最低位；中旬，受税期扰动以及金融机构缴存法定存款准备金和央行逆回购到期等因素影响，资金面略有趋紧，资金利率有所反弹，5月16日，R007、DR007 和 GC007，分别较5月10日反弹了 64BP、22BP 和 89BP，不过随着次日央行逆回购的投放，5月17日开始，资金利率明显下行；月末随着跨月资金流动性的收紧，资金利率再度上升。

交易所回购定盘利率 FRGC001 和 FRGC007 在5月30日分别上涨到了 6.78% 和 5.06%；6月1日，资金利率再度回落，分别下降到 4.30% 和 3.64%，但仍较上月同期下降了 11BP 和 43BP。

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增加，发行利率较上月有所回升。

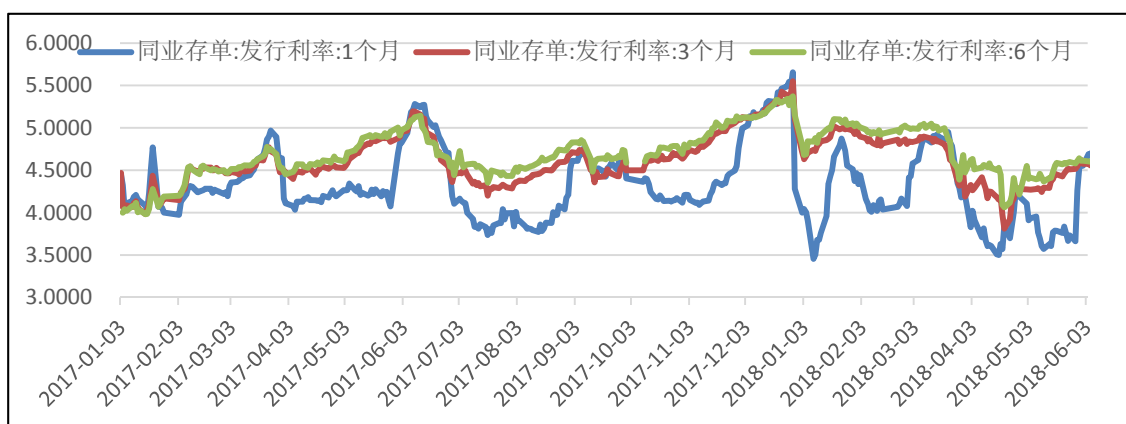
同业存单方面，5月各期限发行利率出现分化，1个月期呈现月初下跌月末反弹，3个月和6个月整体呈现波动中上行的状态，月末月初对比来看，1个月、3个月和6个月期品种分别上升 46BP、35BP 和 6BP。

从发行与到期来看，本月同业存单发行量为 2.03¹万亿元，较上月大幅上升 0.62 万亿元，到期量仍较大，为 1.61 万亿元，净融资额达到 2018 年以来的最高 4272.10 亿元。

¹ 数据来源为 Wind 资讯，数据提取日期为 2018 年 6 月 4 日，下同。

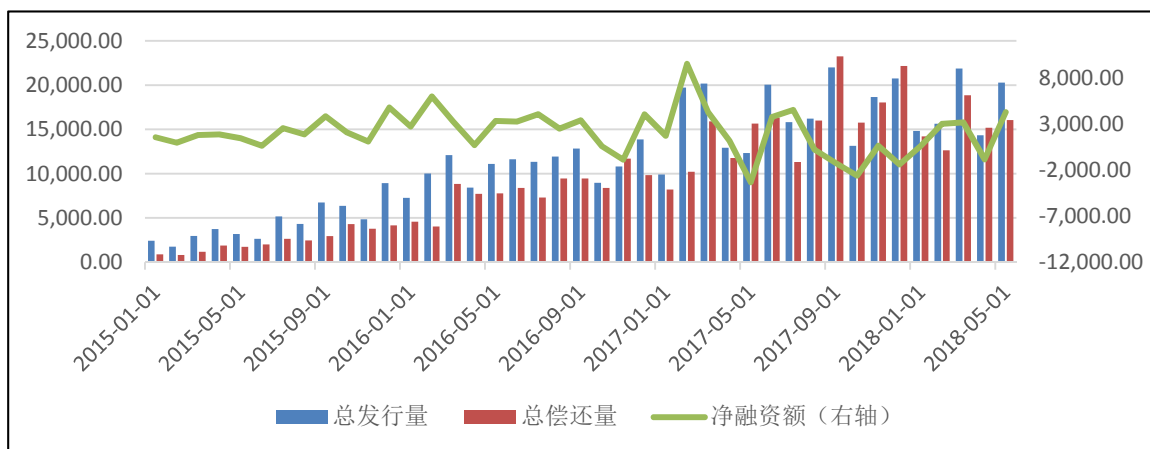
同业存单的净融资在去年出合同业监管的系列文件后，一度较为低迷，5月份在资金面整体较为平稳的情况下再度逆势上涨，可能与信用收缩的情况下，商业银行负债业务增长同步受限有关。受资管新规及非标融资减少影响，5月份社会融资规模增量为7608亿元，比上年同期少3023亿元，较4月的15605亿元更是大幅收缩。

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

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

中长期利率有所上升，衍生利率继续下降。

中长期利率方面，SHIBOR 3M 利率年初以来持续下行，不过在4月25日触底3.98%之后小幅上升，5月，严监管倒逼机构拉长负债期限，SHIBOR 3M 利率波动中陆续反弹，月末为4.33%，较月初上升了33BP。

衍生品利率方面，5月末，1年期FR007和FDR007的利率互换定盘曲线均值分别为3.20%和2.85%，分别较上月末下降7BP和3BP。

三、债券市场利率

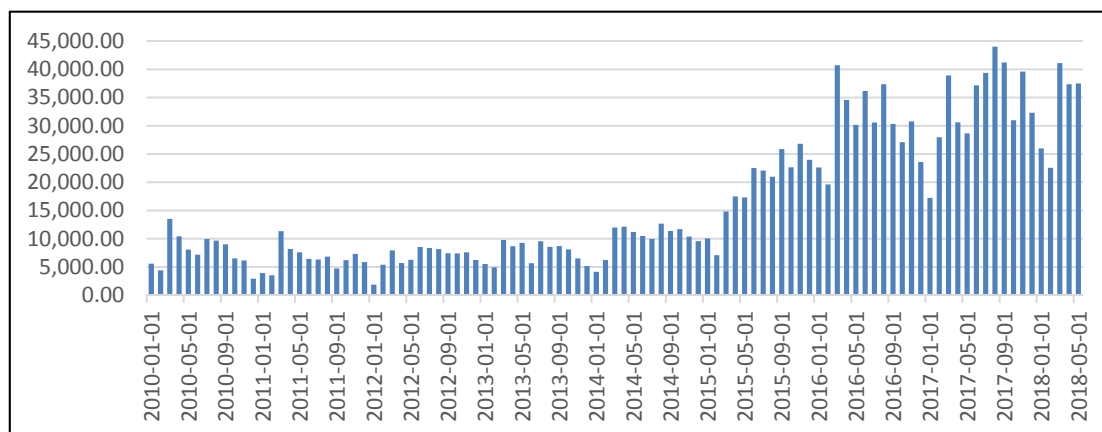
1. 债券市场发行情况

债券市场发行环比有所回落，但同比仍保持回暖势头，其中中期票据、短期融资券、超短期融资券和公司债发行规模和支数环比明显回落，同比均实现正增长。

5月，全国债券市场各类债券共发行3265支，较上月3174支增加；发行金额合计3.75万亿元，同比增长30.91%，环比增长1.65%。当月同业存单发行明显回暖，5月发行2579支，同比增长16.75%，环比增长31.51%，发行规模为2.03万亿元，同比增长64.60%，环比增长43.76%。

剔除同业存单后，2018年5月，债券市场发行规模为1.72万亿元，同比增长5.52%，环比下降24.56%；发行支数686支，同比增长16.27%，环比下降43.45%。其中，中期票据、短期融资券、超短期融资券和公司债的发行虽然明显低于4月，但均实现同比增长；国债、地方政府债和政策性银行债发行均较上月小幅上升，环比增长6.93%。总的来看，债券市场发行较上年同期仍保持回暖态势。

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、非金融类信用债发行同比有所增长，环比明显回落；资产支持证券5月发行明显收缩，同比和环比均出现负增长。

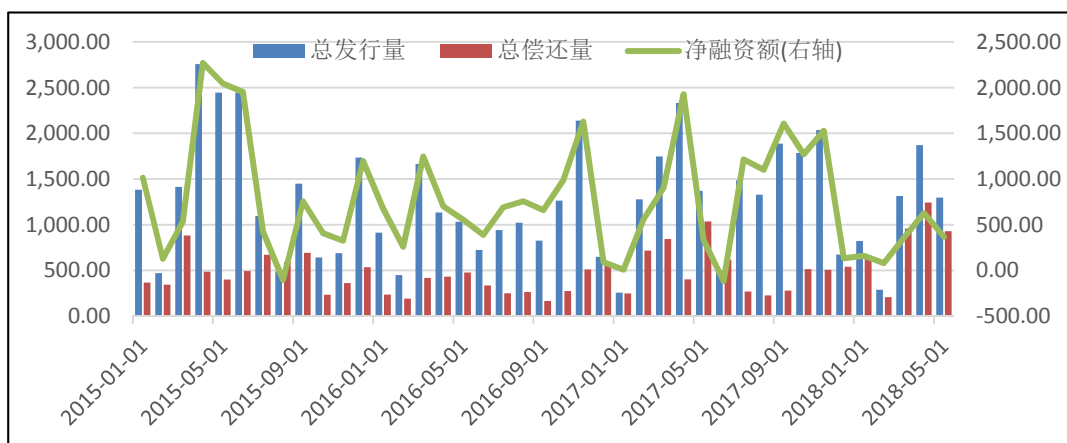
5月，非金融类信用债²总发行3834亿元，同比上升60.57%，环比下降55.20%，共发行354支，同比增长49.37%，环比回落58.93%。除定向工具、企业债、可转债和可交换债外，传统信用债发行同比持续增长，环比明显收缩。由于传统信用债5月集中到期量较大，总发行量不及当月总偿还量，净融资额2018年以来首次出现负增长，为-1252亿元。

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。

金融类信用债³5月总发行 1297 亿元，较 4 月的 1866 亿元减少 569 亿元，净融资额跟随了总发行的变化趋势，较上月减少，至 367 亿元。

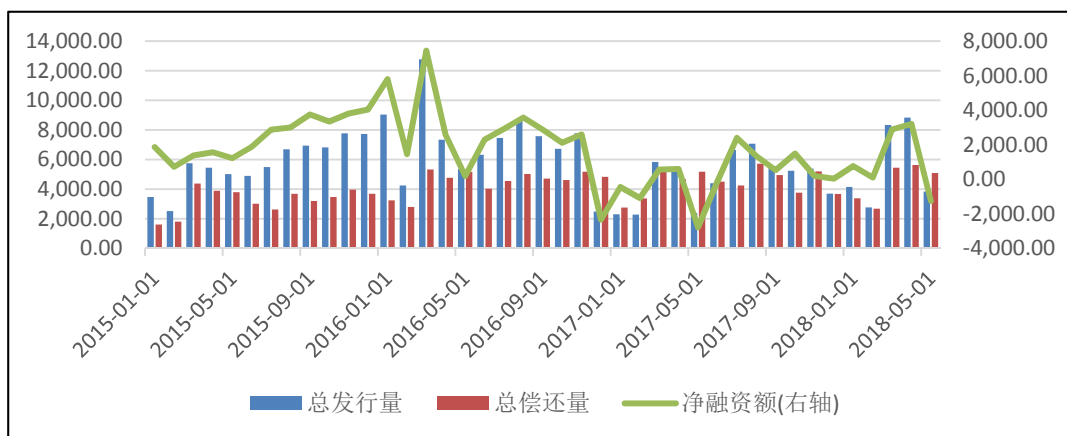
资产支持证券 5 月发行出现萎缩，发行规模为 878 亿元，同比下降 20.14% 环比下降 53.49%；总偿还量 805 亿元，净融资额 73 亿元。

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

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，其中公司债和短期融资券的发行成本下降较为明显。

一级发行利率方面，2018 年 5 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 3.3917%、3.8878%、4.2190%、5.2955%、7.5451%、5.4799% 和 4.7103%，较 4 月分别变化

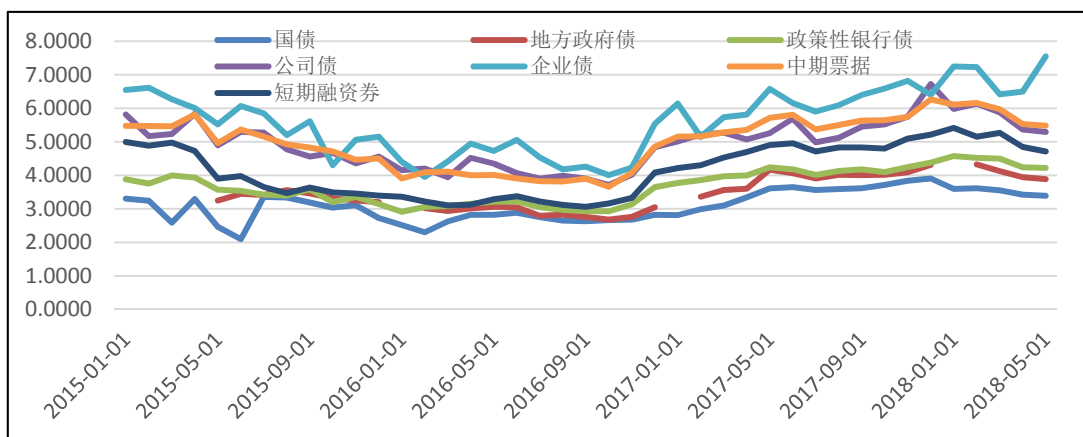
³ 该处金融类信用债包括商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券和其他金融机构债。

-3BP、-6BP、-2BP、-7BP、105BP、-5BP 和-14BP，除企业债发行成本上升外，其他品种的发行成本均下降，其中公司债和短期融资券的发行成本下降较为明显。

企业债 5 月发行成本较 4 月上升，这与 5 月总发行量锐减，而总偿还量较大有关，5 月发行量 36 亿元，当月总偿还量为 567.18 亿元，净融资额为-526.18 亿元。

值得注意的是，继 4 月中旬审计署披露部分地区违规举债行为之后，5 月国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，地方政府债务风险防范进一步加强，房企和城投平台境外发债将进一步受到严管，企业债融资压力有所增加，城投企业的融资状况持续收紧，发行利率较上月明显上升。

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

短期利率债收益率上升，长端利率债收益率下降；主要信用债收益率普遍上升，其中中长期城投债各等级收益率上升幅度较大。

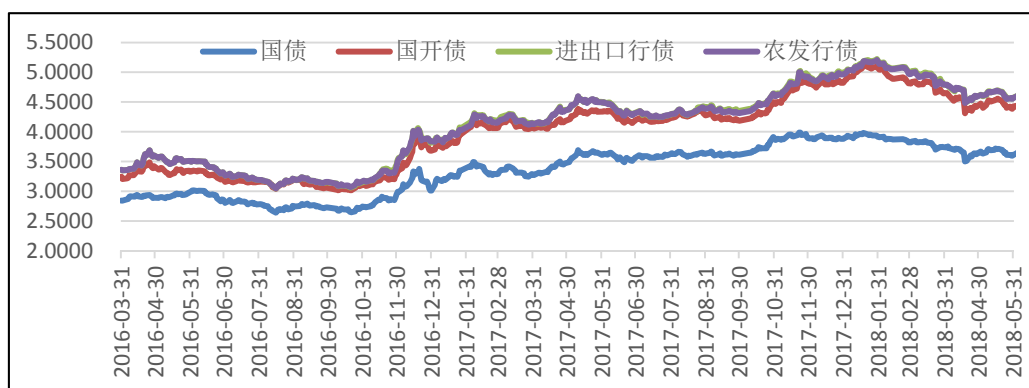
债券市场二级收益率方面，5 月利率债长期收益率继续波动中下行。月初，资金面宽松带动主要利率债收益率震荡下行；中旬，贸易战缓和、利率债供给放量叠加资金面略有趋紧、信用风险事件频发以及 6 月美联储加息预期等因素给国内债市带来一定压力，利率有所反弹。5 月 17 日，10 年期国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率分别较月初上升 5BP、8BP、7BP 和 6BP 至 3.71%、4.55%、4.69% 和 4.68%。下旬，随着资金利率的下降，利率债收益率一路走低，月末 10 年期国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率分别为 3.61%、4.43%、4.57% 和 4.57%，分别较月初下降 5BP、4BP、5BP 和 5BP。

整体看，5 月，国债收益率 3 个月以上，5 年期以下收益率上升，上涨幅度

在 6BP-22BP，7 年期以上长端二级市场收益率整体下下移，利率债收益率曲线普遍短升长降。

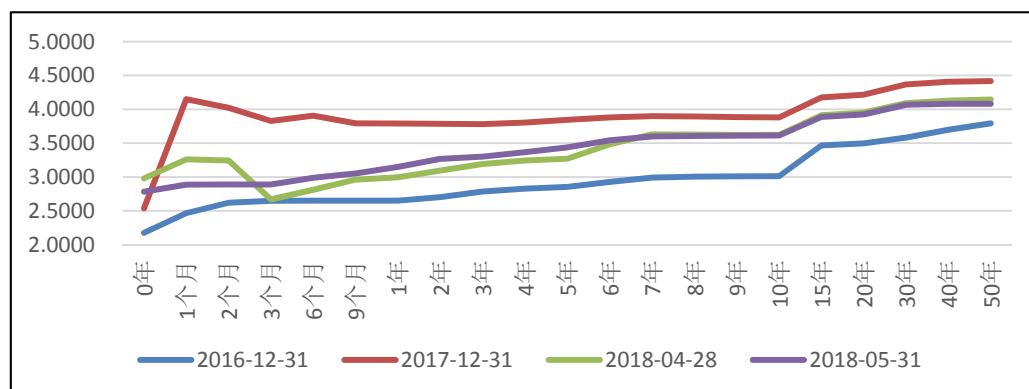
信用风险事件的频发以及市场对美联储的加息预期使得市场交易情绪紧张，利率债短端收益率上升，但投资者风险偏好的下降叠加基本面的预期，长端二级市场利率债收益率普遍走低。

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

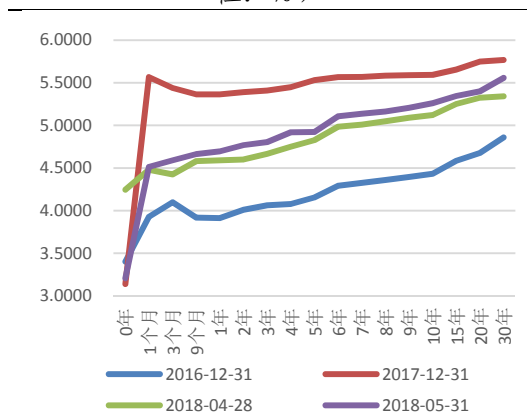
图表 10 国债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

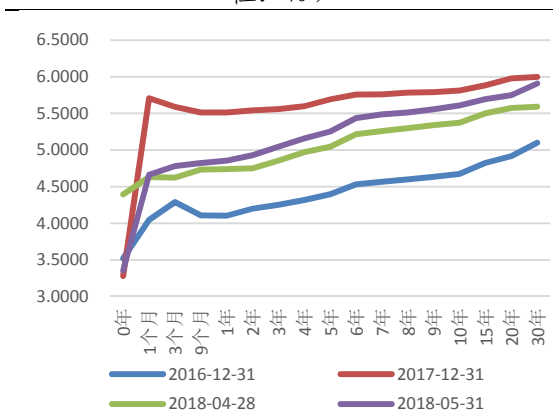
5 月主要信用债高评级收益率普遍上升，就城投债各等级收益率而言，AAA 级、AA+级和 AA 级 3-10 年期收益率上升幅度较大，分别在 10-17BP、19-24BP 和 21-28BP 之间；对于中短期票据来说，除 5 年期 AAA+级和 AAA 级收益率下降外，其余各期限 AAA+级、AAA 级和 AA+级中短期票据收益率曲线均上升，上升幅度在 5-19BP 之间。

图表 11: AAA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



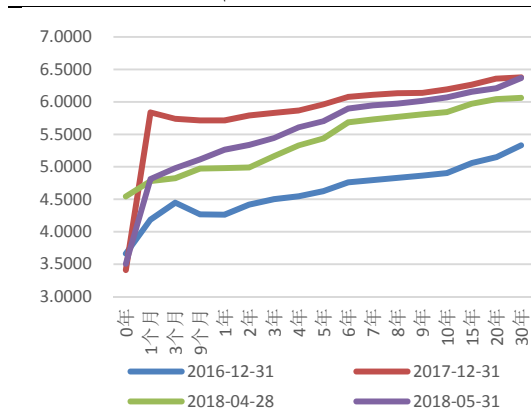
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 12: AA+级城投债收益率曲线 (单位: %)



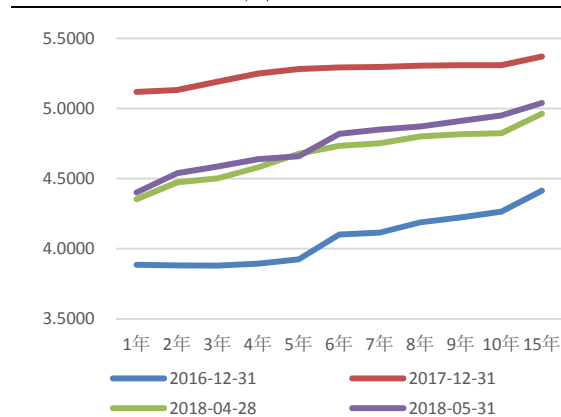
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 13: AA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



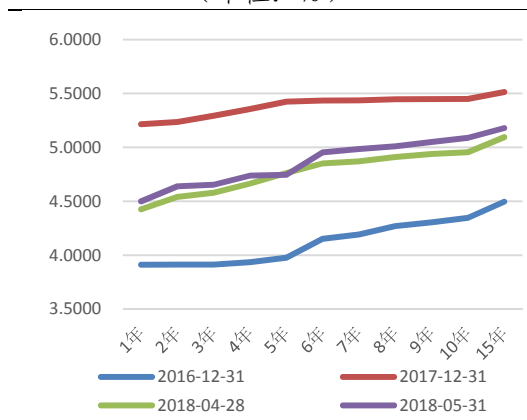
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 14: AAA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



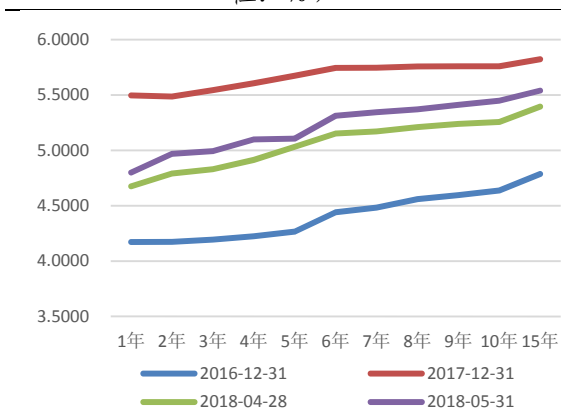
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

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: %)



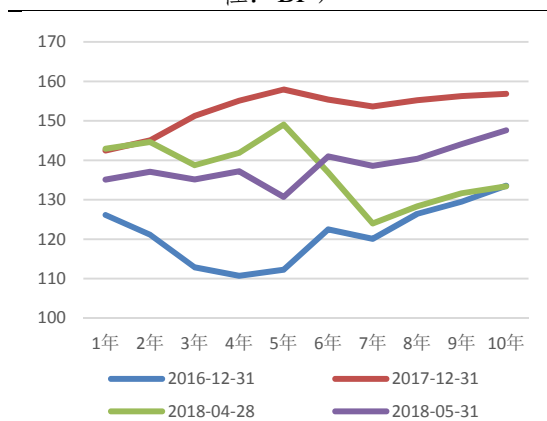
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

信用利差短降长升，级差全面上涨。

受国债收益率短升长降影响，信用利差 5 月出现分化，以中短期票据 AAA 曲线为例，1-5 年期信用利差出现了下降，6 年期及以上品种则均上涨，其中 5 年期 AAA 级 5 月底的利差为 131BP，较 4 月末的 149BP 下降了 18BP；5 月末，中短期票据 AA+级 5 年期信用利差下降了 9BP，6 年期及以上品种上升幅度在 5-20BP。

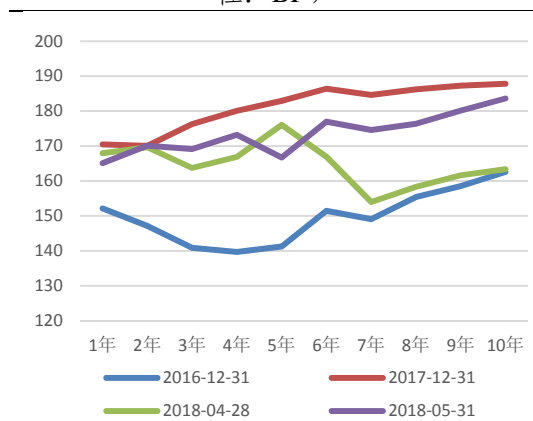
对于城投债 AAA 曲线来说，5 年期以下期限信用利差多数下降，6 年期及以上期限均上升；而 AA+级除 3 个月和 1 年期信用利差下降外，其余期限均上涨。

图表 17: AAA 级中短期票据信用利差 (单位: BP)



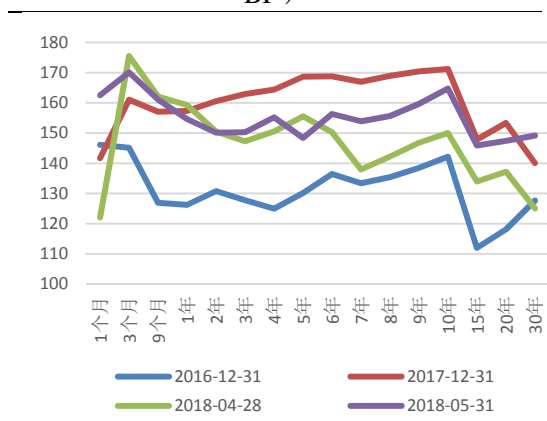
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 18: AA+级中短期票据信用利差 (单位: BP)



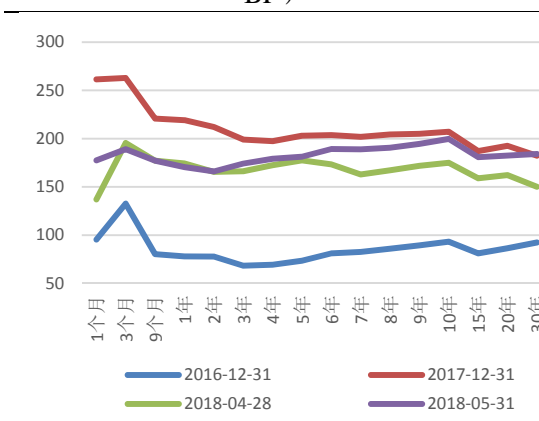
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

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

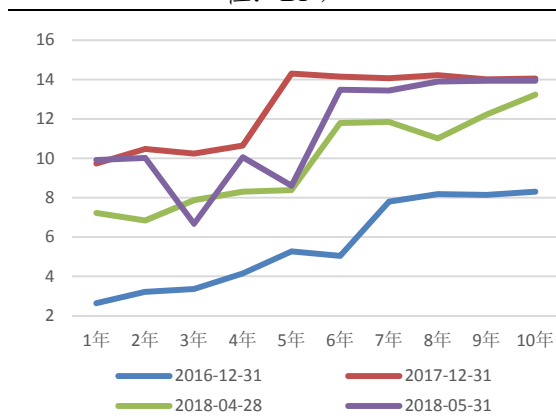
图表 20: AA+级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

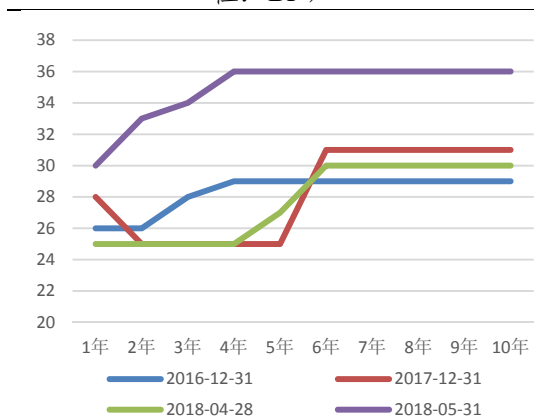
级差方面，从中短期票据 AA+和 AAA 级之间的级差变化来看，级差全面上涨，表明低等级信用债的收益率上升幅度高于高等级，3-5 年期品种级差上升幅度较大。

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

债市二级收益率经历了一波持续下行之后, 5 月在民企违约事件集中爆发, 银行负债业务趋紧张等因素影响下, 信用债收益率和短期利率债收益率出现了较为明显的反弹, 月末随着资金利率下降, 长端利率债收益率走低。

6 月在美联储加息等因素影响下, 预期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将继续较大, 部分企业特别是民企的流动性风险和再融资压力需密切关注, 预期未来 MLF+结构性降准的政策组合仍有空间。