

债券市场利率分析与展望（2018年8月）

研发部 徐永 黄田

摘要：7月以来，央行窗口指导银行增配中低等级信用债，增加对中长期资金的投放，同时国务院常务会议和中央政治局会议向市场释放了货币政策边际宽松的积极信号，银行间市场资金面整体合理充裕，受此影响央行公开市场逆回购7月下旬起暂停至8月中旬才重启，期间资金利率继续下降，但利率债收益率8月初开始有所反弹。

7月社会融资规模走弱，利率债、金融类信用债和非金融类信用债发行均较上月增加，资产支持证券发行有所减少；发行利率除企业债以外，其他品种发行利率全部下降；信用利差和级差全面下降。

在控制宏观杠杆率的整体基调下，央行货币政策继续保持稳健中性，通过降准提高货币乘数，同时适度增加MLF等中长期货币供应，预期银行间资金面将继续保持宽松；财政政策进一步积极趋势显现，近期财政部督促加快地方政府专项债发行，中央财政支出步伐亦有所加快；预期我国实体经济的融资环境将在货币政策、监管政策及财政政策等“几家抬”的政策合力下有所改善。

一、政策利率

央行公开市场操作灵活，流动性保持合理充裕。

7月，公开市场净回笼780亿元，为加强对长期利率的引导，央行公开市场操作利率延续6月操作思路，除国库现金定存3个月利率下降12BP外，其余利率未进行调整。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%，1年期MLF操作利率3.30%。

7月，央行逆回购投放总规模6200亿元，且只有7天和14天两种期限，其中7天期4100亿元，14天期2100亿元，28天和63天期均未操作；7月逆回购到期量为12000亿元，逆回购当月实现净回笼5800亿元；7月MLF操作6905亿元，到期量1885亿元，当月MLF净投放5020亿元。

整体看，为对冲短期月中缴税和缴准因素影响，7月以来央行呵护资金面态度明确，对中长期资金的投放使得商业银行资产负债匹配程度进一步提高。

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，受 6 月底财政支出力度较大和 7 月 5 日定向降准释放 7000 亿元资金影响，7 月上旬银行体系流动性总量保持在合理充裕水平，央行仅 7 月 4 日进行了 100 亿元 7 天逆回购操作。中旬，因缴税规模较大，同时受缴准因素影响，央行为了避免出现大规模流动性回笼而呵护资金面的态度明确，当月逆回购操作有 6100 亿元在中旬进行。7 月 20 日开始，央行连续暂停了逆回购操作至 8 月中旬才重启。

央行增加中长期流动性的投放，同时窗口指导银行增加贷款投放和中低等级信用债配置。

MLF 方面，7 月 13 日，央行为对冲降准置换后到期的 1885 亿元 1 年期 MLF，等量续作了 1 年期 MLF，当日实现了完全对冲，同时 23 日在流动性相对宽松的环境下再次投放了 5020 亿元，央行继续通过增加对中长期流动性的投放来稳定商业银行的负债来源。

今年以来社融增速持续走弱，信用违约事件频发，民营和小微企业融资渠道受阻，6 月 1 日央行宣布适当扩大 MLF 担保品范围以来，政策向小微企业、绿色、“三农”债券以及优质的小微企业贷款和绿色贷款倾斜，为进一步实施精准调控，避免“大水漫灌”式刺激，7 月 18 日，央行窗口指导银行，表示将额外给予 MLF 资金用于支持贷款投放和信用债投资。其中，对于贷款投放，要求较月初报送贷款额度外的多增部分按 1:1 给予 MLF 资金；对于产业类信用债投资，AA+及以上评级按 1:1 比例给予 MLF，AA+以下评级按 1:2 给予 MLF 资金。这一指导行动将有望缓解当前的“紧信用”局面。

其他政策工具方面，7 月央行对金融机构开展常备借贷便利（SLF）操作共 36.90 亿元，操作利率未变，其中隔夜 5.00 亿元、7 天 15.10 亿元，1 个月 16.80 亿元，7 月末 SLF 余额为 31.90 亿元。当月，央行对三家政策性银行净增加抵押

补充贷款 (PSL) 303 亿元, 月末 PSL 余额为 32155 亿元。

美联储、欧洲央行和日本央行均维持利率不变。

海外央行方面, 8 月 2 日, 美联储举行议息会议宣布维持联邦基金目标利率区间为 1.75%-2.00% 不变, 符合市场预期, 且使用了经济强劲增长的表述; 欧洲央行 7 月议息会议宣布维持主要再融资利率水平在 0% 不变至少到 2019 年夏季, 将每月 300 亿欧元购债规模维持至 2018 年 9 月, 之后将每月购债规模降至 150 亿欧元, 并将于 2018 年 12 月结束购债, 同时将会继续保持现阶段宽松的货币政策水平。日本央行 7 月 31 日决议与市场预期一致维持利率不变, 并于 8 月 6 日起减少购买与日经指数挂钩的上市交易基金 (ETF), 同时对东证指数相关 ETF 的购买量由此前的 2.7 万亿日元增加到 4.2 万亿日元。

二、货币市场利率

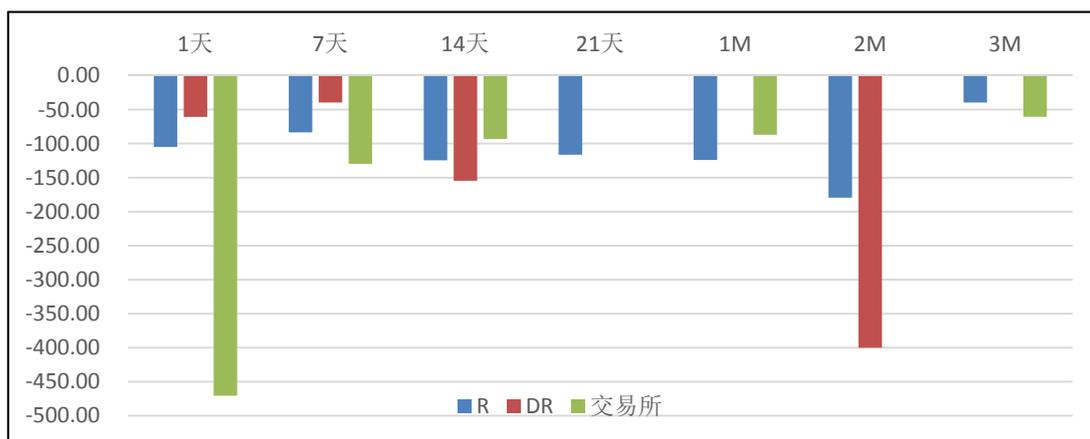
7 月以来, 银行间市场资金面整体宽松, 货币政策边际宽松的信号带动资金利率继续下行。

7 月以来, 资金面整体宽松, 银行间市场流动性压力减小, 资金利率整体继续下行。7 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 2.43%、3.25% 和 2.47%, 较上月末分别下降 46BP、57BP 和 26BP。

央行在 6 月 28 日公布的 2018 年第二季度例会新闻稿中首次提出“保持流动性合理充裕”, 与之前“保持流动性合理稳定”的政策表述有所转变, 市场利率从 6 月 29 日开始下行; 7 月 2 日召开的金融稳定委员会第一次会议表示要“维护金融市场流动性合理充裕”, 7 月 23 日国务院常务会议强调稳健货币政策要松紧适度, 进一步释放了货币政策边际宽松的信号; 同时 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚定做好去杠杆工作, 把握好力度和节奏”, 在政策不断释放积极信号的背景下, 资金利率持续下降, 8 月 7 日 R007、DR007 一度低至 2.32%、2.25%, 低于公开市场 7 天逆回购的政策利率水平。

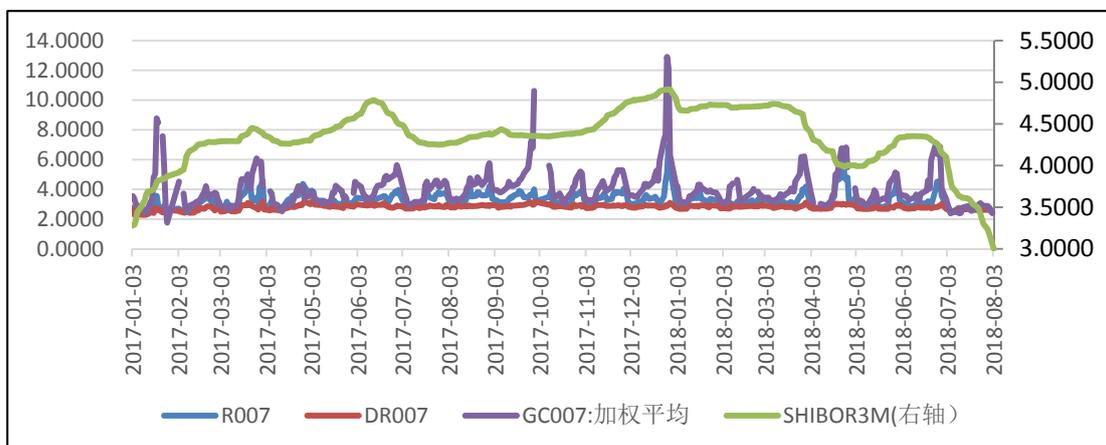
7 月 31 日, 交易所回购定盘利率 FRGC001 和 FRGC007 分别为 2.76% 和 2.74%, 较上月末分别下降了 500BP 和 130BP。

图表 2 资金利率较上月末变化（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 3 资金利率走势（单位：%）



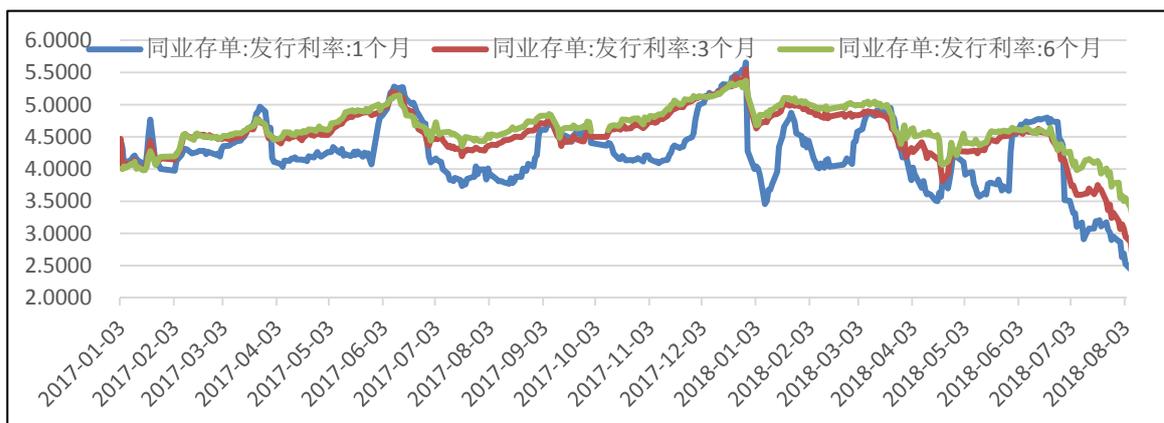
数据来源：Wind，新世纪评级整理

同业存单总发行量创今年月度最低，发行利率大幅下降，净融资额较上月增加。

同业存单方面，7月各期限发行利率均大幅下降，7月末，1个月、3个月和6个月期品种分别较上月末下降65P、106BP和70BP。同业存单利率的大幅下行主要与7月银行系统流动性处于相对宽裕状态有关，当月发行量创下今年月度最低，仅发行1.25¹万亿元，较上月减少9555.70亿元。从到期来看，本月同业存单总到期量较小，为2017年以来到期量最低，9694.40亿元，净融资额2786.30亿元，由于本月到期偿还量较小，净融资额较上月增加。

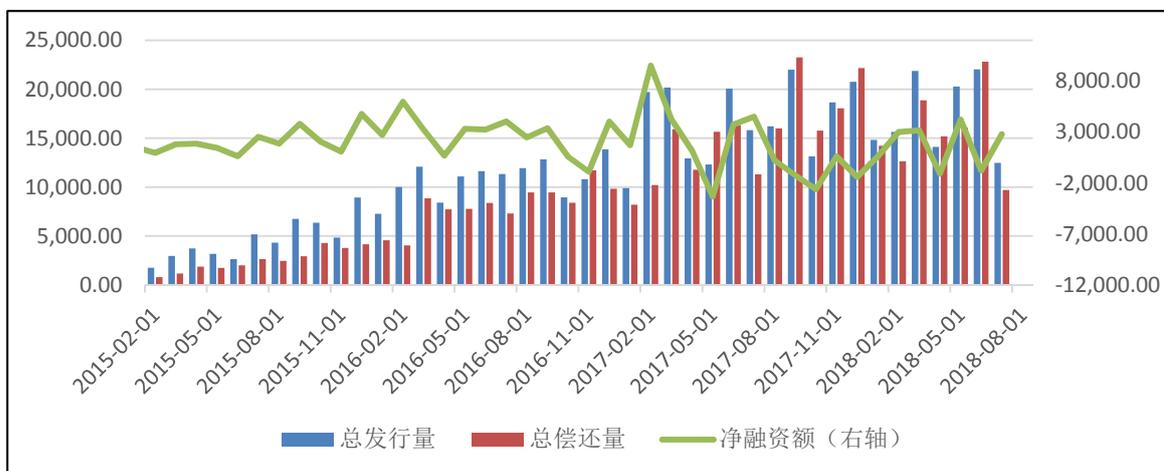
¹ 数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2018年8月3日，下同。

图表 4 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 5 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。

中长期利率方面，SHIBOR 3M 利率经历触底反弹后，7 月受流动性宽松影响再度一路下行，月末为 3.17%，较上月末大幅下降了 98BP。

衍生品利率方面，7 月末，1 年期 FR007 和 FDR007 的利率互换定盘曲线均值分别为 2.79% 和 2.76%，分别较上月末下降 20BP 和 8BP。

三、债券市场利率

1. 债券市场发行情况

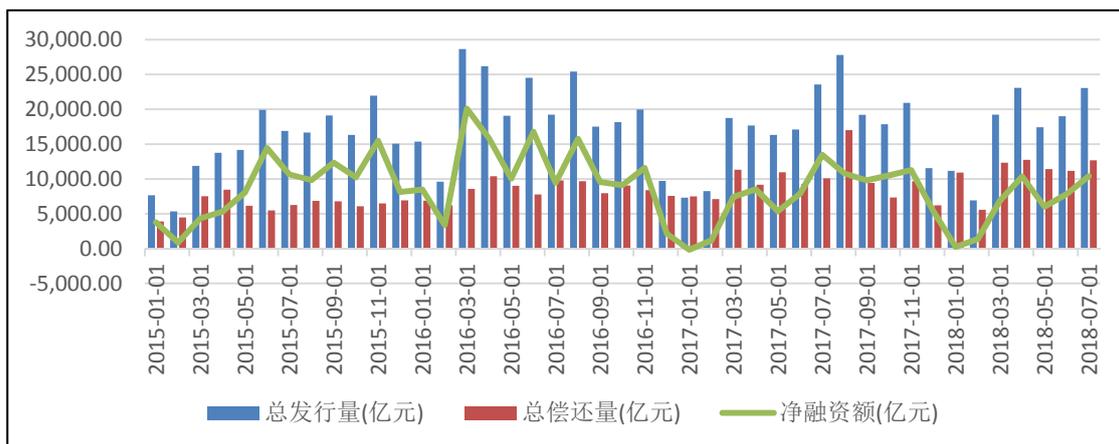
剔除同业存单后，债券市场发行环比继续增长，其中利率债、金融类信用债和非金融类信用债均较上月增加，资产支持证券发行有所减少。

7 月，全国债券市场各类债券共发行 2919 支，较上月的 3149 支减少；发行

金额合计 3.55 万亿元，同比下降 13.41%，发行支数和发行规模均较上月减少。本月同业存单发行明显减少，7 月发行 1975 支，环比下降 15.71%，发行规模为 1.25 万亿元，环比下降 43.36%。

剔除同业存单后，2018 年 7 月，债券市场发行规模为 2.30 万亿元，环比增长 21.23%；发行支数 944 支，环比增长 17.12%，发行支数和发行规模全部较上月上升。

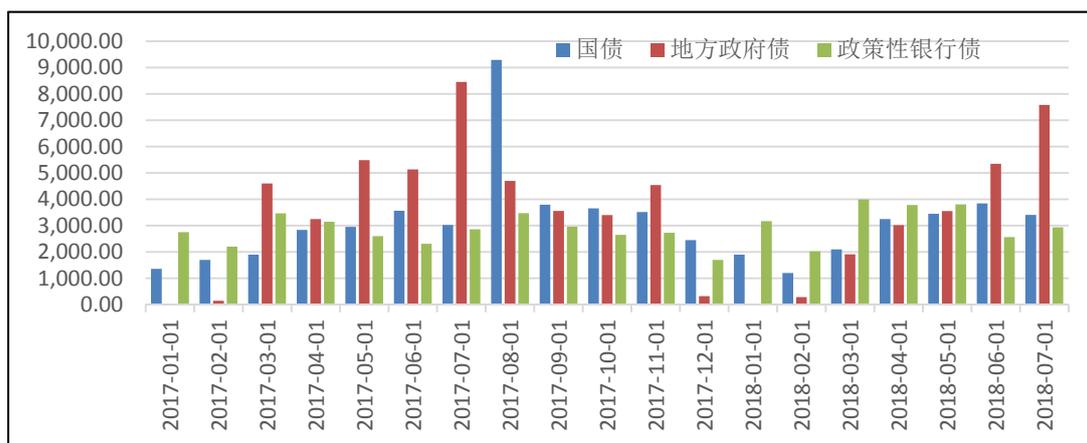
图表 6 债券市场发行情况（剔除同业存单，单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

分大类来看，利率债发行规模和发行支数均较上月有所增加，主要是地方政府债和政策性银行债发行较上月上升，环比分别增长 41.66% 和 14.40%。其中地方政府债发行规模环比增加较为明显，由上月的 5343.24 亿元增加到 7 月的 7569.54 亿元。

图表 7 利率债发行情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

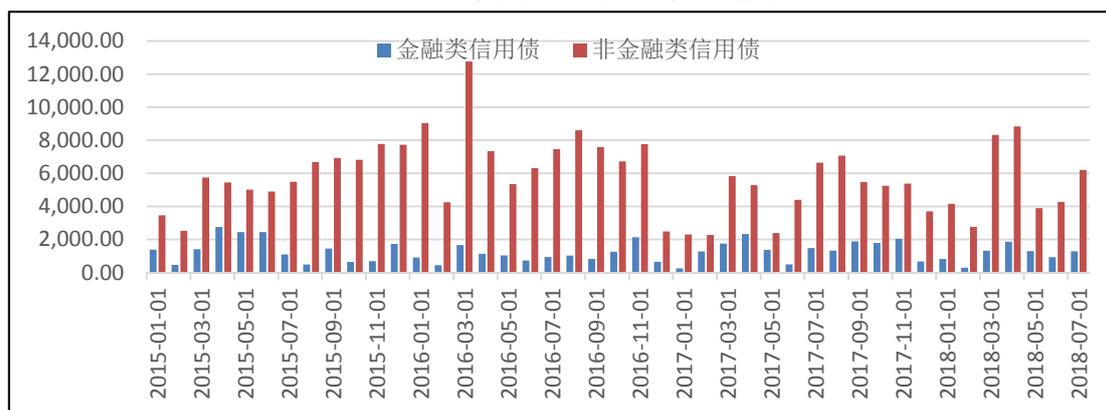
信用债方面，金融类信用债²7 月发行规模为 1286.00 亿元，较上月的 934.60

²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。

亿元小幅增加，主要是商业银行债和证券公司债较上月增加。

2018年7月，非金融类信用债³的发行规模环比明显增加，7月发行6174.36亿元，较上月增加1931.52亿元，其中，中期票据、短期融资券和公司债的发行环比增幅较大，分别为110.25%、81.41%和84.32%，企业债发行规模较上月大幅减少，环比下降52.82%。

图表8 信用债发行情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

资产支持证券7月发行规模为1242.09亿元，同比下降25.27%，其中交易商协会ABN发行20.00亿元，证监会主管ABS发行526.58亿元，银监会主管ABS发行695.51亿元。

利率债、金融类信用债和非金融类信用债净融资环比上升。

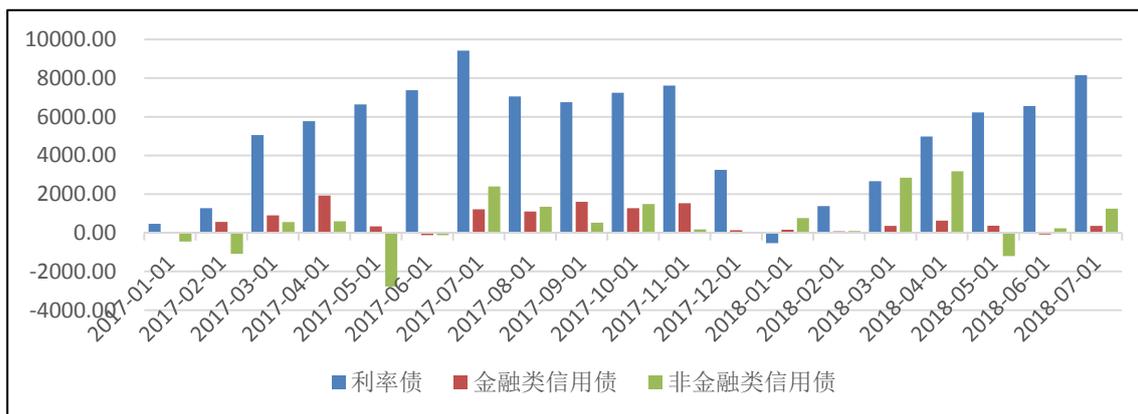
从净融资的走势来看，2018年7月债券市场净融资额为1.32万亿元，较上月增长87.35%；剔除同业存单后净融资额为1.04万亿元，环比增长32.89%，债券市场净融资额⁴跟随了总发行的趋势，延续今年以来融资好转的情况，7月净融资规模继续增长。

从分类净融资情况来看，利率债受地方政府债发行规模的大幅上升较上月增加明显，7月净融资额为8149.04亿元，较上月增加1588.06亿元；金融类信用债因发行规模的增加，净融资额较上月明显回暖，为355.05亿元；非金融类信用债受债券发行成本的下降，净融资额大幅增加，7月为1248.45亿元，较上月的230.61亿元大幅上升。

³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。

⁴由于同业存单占比较大，该处净融资额主要观察剔除同业存单后的情况。

图表 9 债券市场分类净融资情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

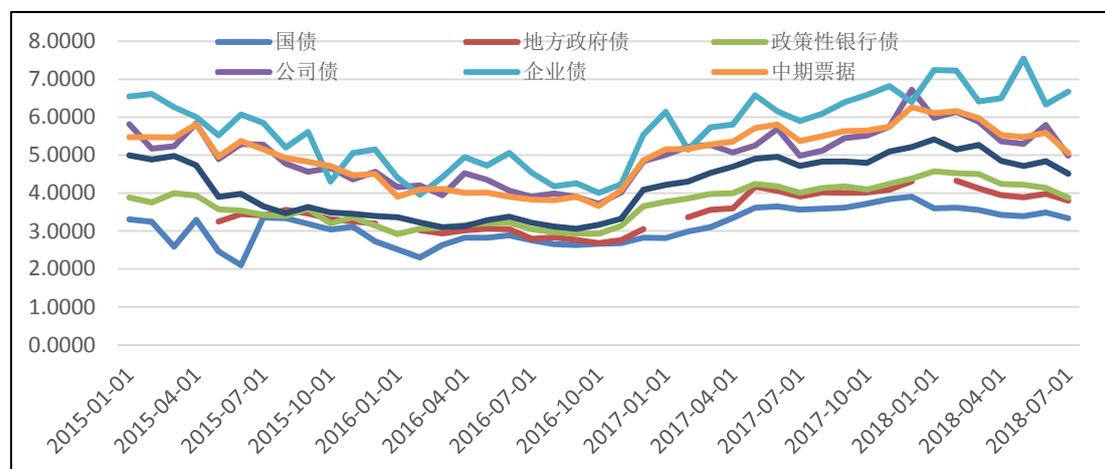
2. 债券市场发行利率

债券发行成本普遍下降，其中公司债和中期票据的发行成本下降幅度最大。

2018年7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 3.3360%、3.7994%、3.8774%、4.9872%、6.6741%、5.0591%和 4.5085%，较6月分别变化-15BP、-18BP、-26BP、-80BP、34BP、-53BP 和-33BP，除企业债发行成本上升外，其他品种的发行成本均保持继续下降态势，其中公司债和中期票据的发行成本下降较为明显。

今年以来，企业债因地方融资平台受到严管，融资压力增加，发行成本居高不下，7月发行成本较6月上升。考虑成本因素，城投企业对长期负债的配置意愿降低，同时地方政府债务风险防范进一步加强，使得企业债融资状况不容乐观，7月企业债总发行量锐减，仅发行 72 亿元，而当月总偿还量较大，为 612.07 亿元，7月净融资额为-540.07 亿元。

图表 10 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

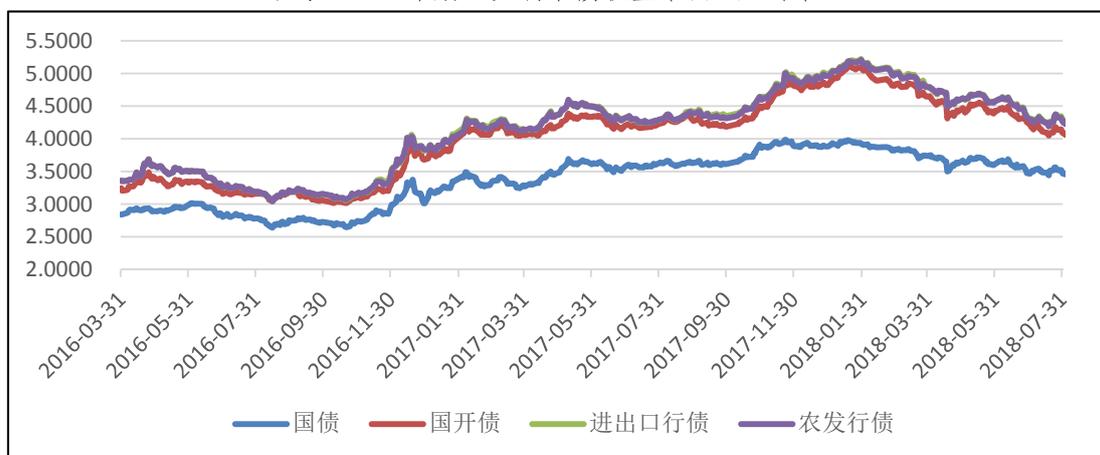
7月债市收益率继续下降，8月初利率债收益率小幅反弹。

债券市场二级收益率方面，2018年7月，各期限主要利率债收益率普遍下降。7月末，除10年期国债收益率基本与上月持平保持在3.48%外，10年期国开债、进出口行债和农发行债收益率分别较上月末下降15BP、5BP和5BP至4.10%、4.29%和4.27%。

就各期限收益率而言，7月，利率债短端收益率普遍下降，长端则出现分化，其中，国债收益率变化不大，国开债、进出口行债和农发行债继续下降，10年期国开债下降了15BP。

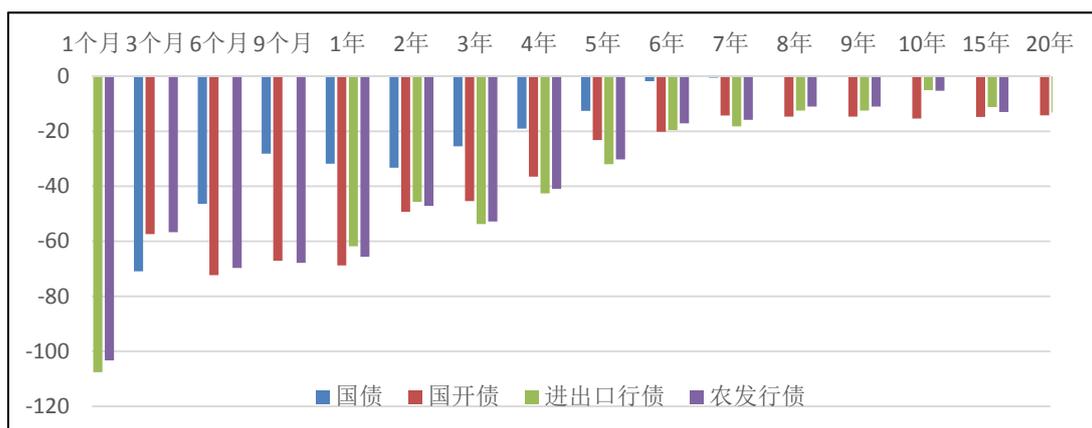
在银行间流动性保持充裕的情况下，当前利率债短端收益率仍有下降空间。而近两个月的经济金融数据均较弱，进出口增速双双走低，受中美贸易摩擦影响仍面临一定压力；社融增速持续下降，非标继续萎缩；固定资产投资增速放缓，基建投资增速大幅下降，工业增加值增速继续下降，这些因素均可能对利率债的收益率下行形成支撑，但地方政府债供给加快及中美利差的走势可能会抑制其下行的空间。

图表 11 10年期主要利率债收益率曲线（单位：%）



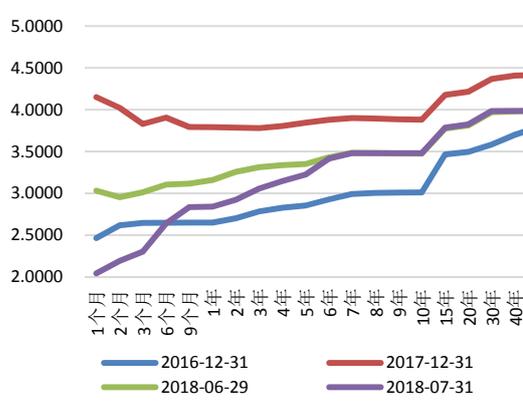
数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 12 各期限主要利率债收益率较上月变化 (单位: BP)



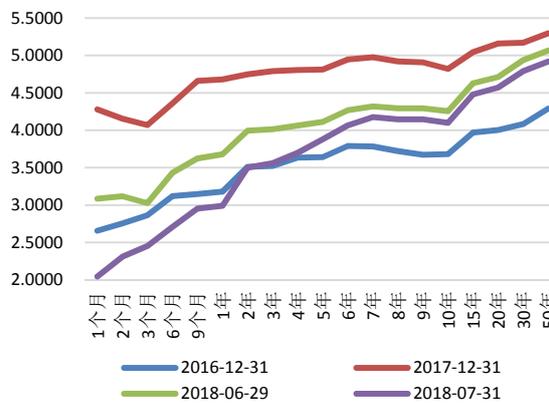
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 13: 国债收益率曲线 (单位: %)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 14: 国开债收益率曲线 (单位: %)



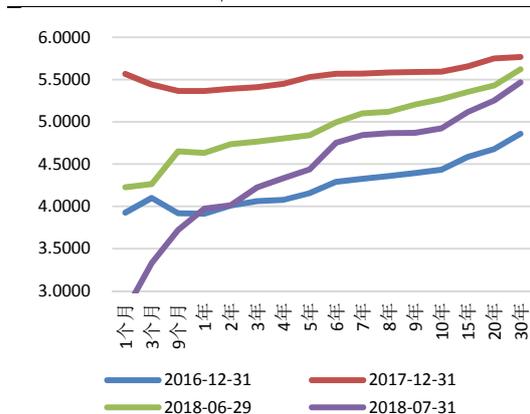
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

7月, 央行发布了资管新规补充细则, 以及银保监会和证监会发布的配套细则向市场释放了相对宽松的信号, 同时, 为对冲贸易战等外部不确定性带来的经济下行压力, 7月23日国务院常务会议强调财政政策更加积极, 稳健货币政策要松紧适度, 以及7月31日中央政治局会议强调的“坚定做好去杠杆工作, 把握好力度和节奏”, 进一步释放了货币政策边际宽松的信号, 并明确坚持不搞“大水漫灌”式强刺激, 支持中小企业和实体融资, 政策的一系列出台或对当前“紧信用”的政策环境有所改善, 不过表内贷款增加的制约因素仍然较多, 信用债的恢复力度也较为有限, 当前宽货币向宽信用的传导效率还需要进一步提高。

7月, 信用债收益率整体陡峭下行。就城投债各等级收益率而言, 5年期以下AAA级、AA+级和AA级收益率下降幅度较大, 分别在40-146BP、51-128BP和61-123BP之间。

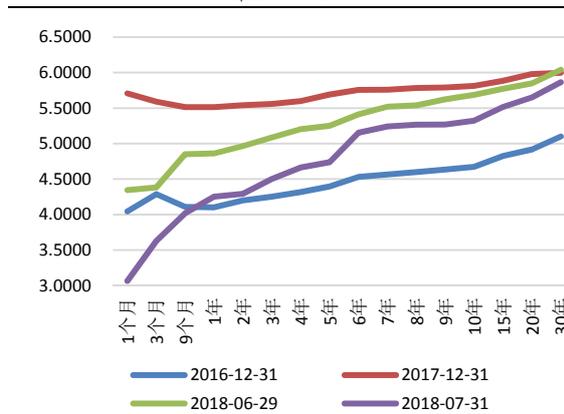
对于中短期票据来说, AAA+级、AAA级和AA+级中短期票据各期限收益率曲线均较上月下降, 下降幅度在20-85BP、24-89BP、24-99BP之间。

图表 15: AAA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



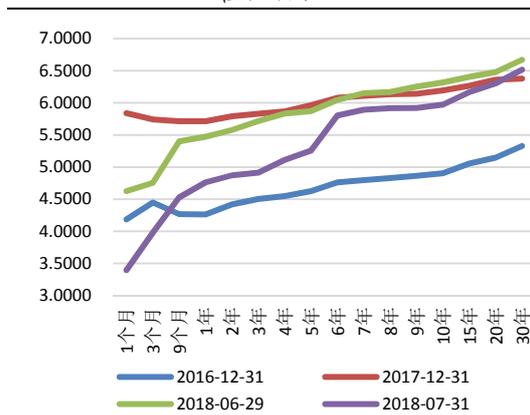
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 16: AA+级城投债收益率曲线 (单位: %)



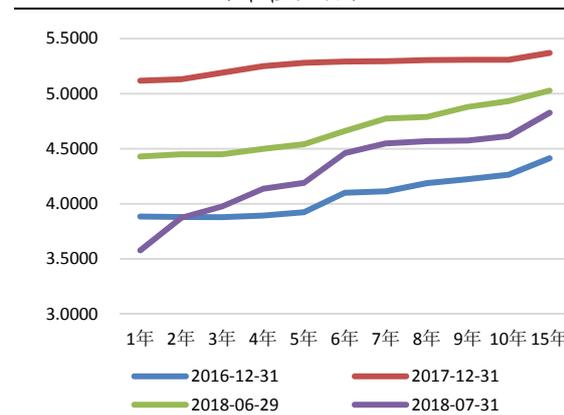
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 17: AA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



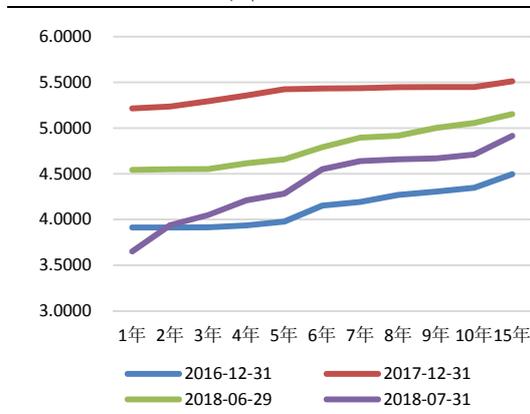
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 18: AAA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



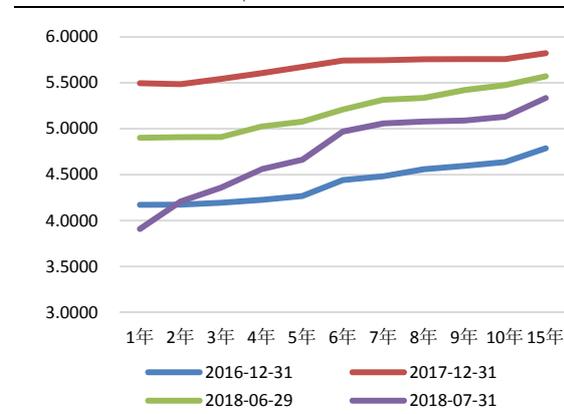
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 19: 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 20: AA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)

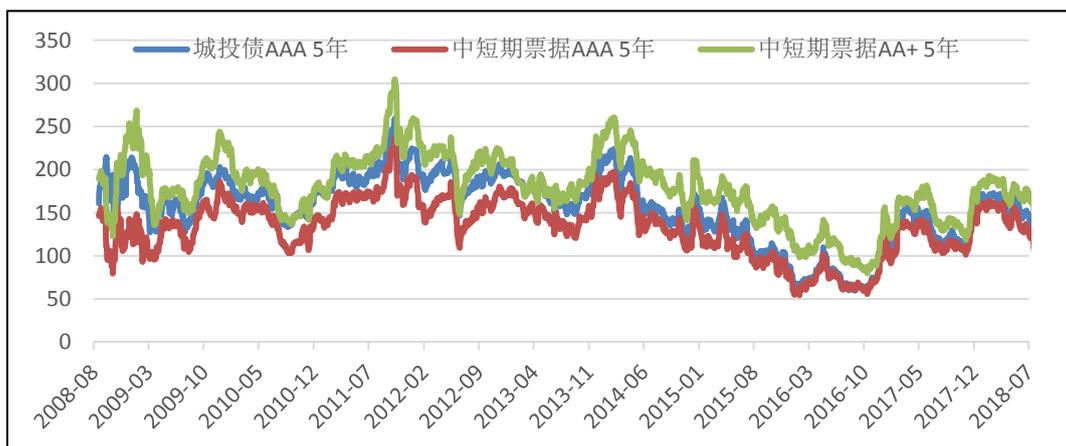


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

信用利差和级差普遍下降。

7月，信用利差整体下降。以5年期城投债AAA、中短期票据AAA和中短期票据AA+曲线为例，7月末各品种信用利差分别为121BP、106BP和144BP，较上月末分别下降了28BP、25BP和29BP。

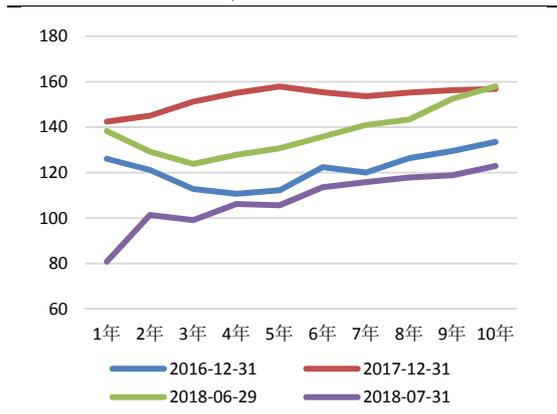
图表 21 主要信用债利差走势（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

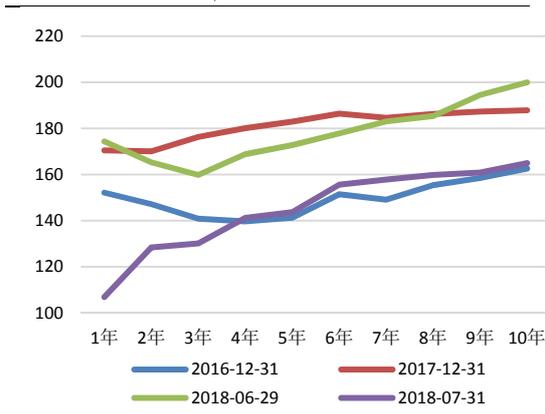
以中短期票据AAA级和AA+级曲线为例，全部期限信用利差出现下降，下降幅度分别在22-57BP和25-67BP之间。对于城投债AAA级曲线和AA+级曲线来说，7月各期限信用利差全线下降，降幅分别在17-65BP和19-55BP之间。

图表 22: AAA级中短期票据信用利差（单位：BP）



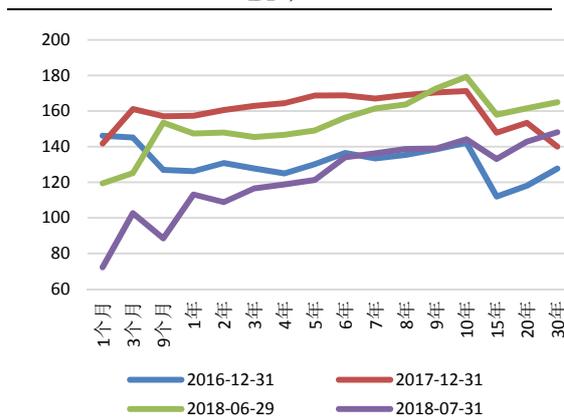
资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 23: AA+级中短期票据信用利差（单位：BP）



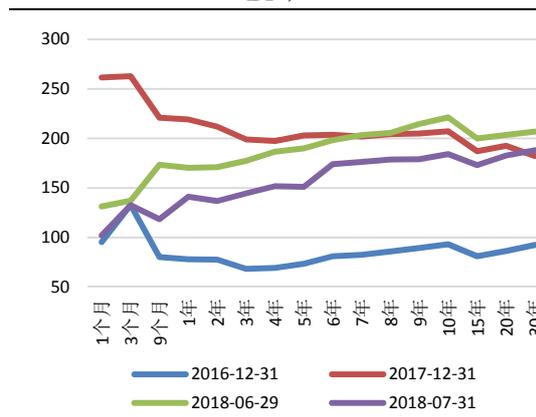
资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 24: AAA 级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

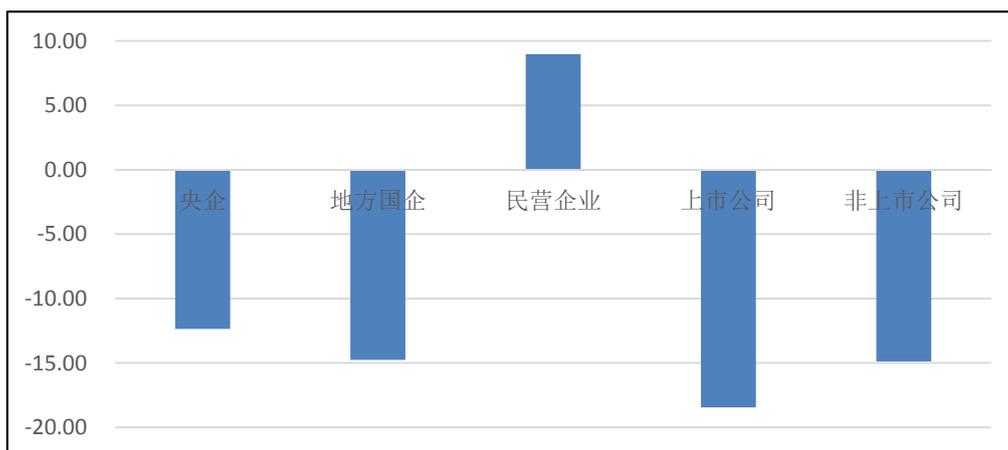
图表 25: AA+级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

7月, 从不同企业类型利差变化情况来看, 仅民营企业的利差较上月上涨, 央企、地方国企下降幅度小于上市公司和非上市公司, 民营企业违约事件不断爆发的情况下, 相关民企债继续成为市场抛售的主要对象。

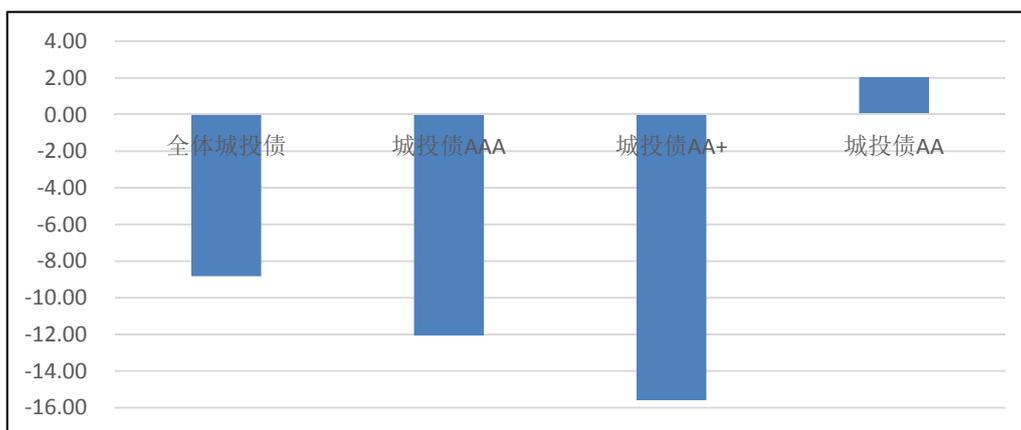
图表 26 不同企业类型利差较上月变化 (单位: BP)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

7月, 不同评级的城投债利差变化差异较为明显, AA 级城投债的利差上涨, AA+级和 AAA 级城投债的利差较上月均下降, 其中 AA+级下降幅度最大, 较上月下降 16BP, 企业债一级市场的发行成本上升对二级市场收益率走势并没有形成明显影响。

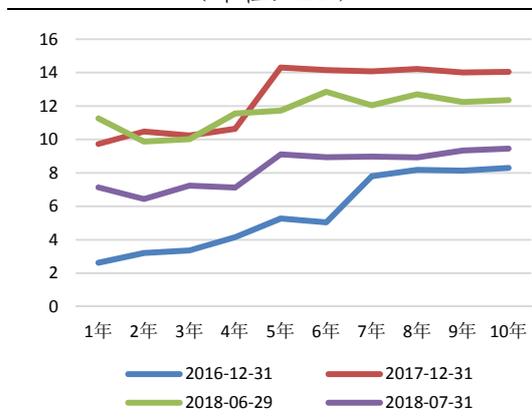
图表 27 城投债不同评级利差较上月变化（单位 BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

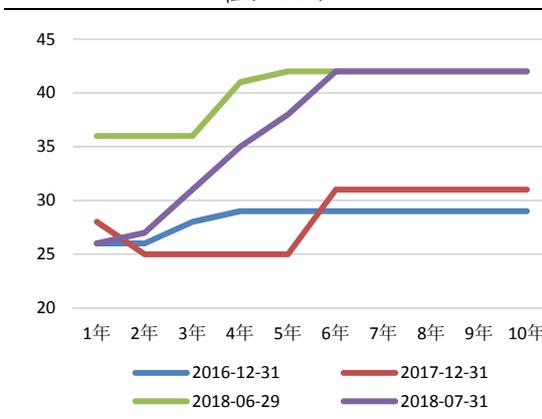
与利差走势相同，整体看，7月级差普遍下降。从中短期票据AA+和AAA级之间的级差来看，1-5年期级差全面下降，表明短期低等级信用债的收益率下降幅度高于高等级；6年及以上期限的级差则与上月持平，长期高等级信用债下降幅度与低等级相同。

图表 28：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 29：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

全球经济复苏步伐分化，下行风险累积，中美贸易摩擦升级，新兴市场金融波动进一步加剧，主要发达国家货币政策正常化存在不确定性，强监管下我国地方政府投融资行为和金融机构运作进一步规范，短期内诸多因素“几碰头”对我国经济基本面和金融市场的平稳运行形成了扰动，货币政策的边际调整仍不足以缓冲“几碰头”带来的负面影响，我国实体经济的融资环境仍需依靠各部门的宏观经济政策形成合力，发挥“几家抬”的政策效应。

二季度央行货币政策执行报告定调我国央行货币政策仍保持稳健中性，当前人民币贬值压力阶段有所加大，但外汇储备保持正增长；基础货币收缩的同时，银行间流动性保持了合理充裕，银行间资金利率平稳下降，债市发行及二级市场收益率整体受宽货币和实体经济下行影响，也处于下行走势。

预期地方政府投融资及金融机构资产管理业务的逐步规范，短期仍可能给经济带来下行压力，民营企业的违约风险仍然较大，部分城投企业的融资压力也可能逐步暴露，但地方政府隐性债务管理日趋规范，地方政府债务风险整体较为可控；年内财政政策有望持续发力，基建投资增速也可能会有所恢复，同时地方政府债的发行节奏加快，债市供给将明显增加。