

## 债券市场发行成本和收益率环比上升

——2019年4月债券市场利率分析及展望

研发部 黄田

**摘要：**2019年4月，受集中缴税、一季度经济数据超预期、央行缩量续作MLF影响，银行间市场资金面在下旬出现了边际收紧，货币市场资金利率中枢有所回升，债券市场发行成本和二级市场收益率均较上月有所上升。当前全球经济增长动能较弱，4月经济数据显示我国宏观经济运行仍面临一定下行压力，国内货币政策仍保持稳健，社会融资规模总体稳定，5月定向降准的实施有助于稳定市场预期，预计未来债券市场流动性仍将保持合理充裕，发行成本和收益率将维持平稳震荡态势，短期内有望下行。同时需关注通胀上升、市场对经济基本面的预期差以及中美贸易摩擦带来的市场情绪变化对债市的影响。

### 一、债券市场发行利率和收益率概况

债券市场发行成本普遍上升，其中国债、地方政府债等利率债产品发行成本上升幅度较大。

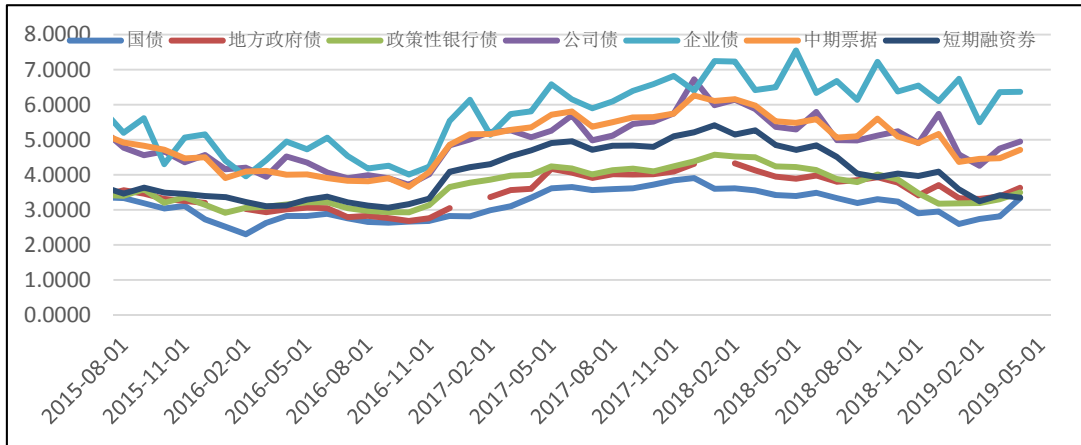
2019年4月，除短期融资券发行成本小幅下降外，其他券种发行成本均较上月上升，其中以国债和地方政府债为代表的利率债发行成本上升幅度最大。

图表 1 2019年4月主要券种加权平均发行利率及环比变化

券种	加权平均发行利率	环比变化 (BP)
国债	3.3315%	52
地方政府债	3.6253%	25
政策性银行债	3.4962%	19
公司债	4.9473%	20
企业债	6.3665%	1
中期票据	4.7081%	24
短期融资券	3.3472%	-7

数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 2 主要券种发行成本走势 (单位: %)



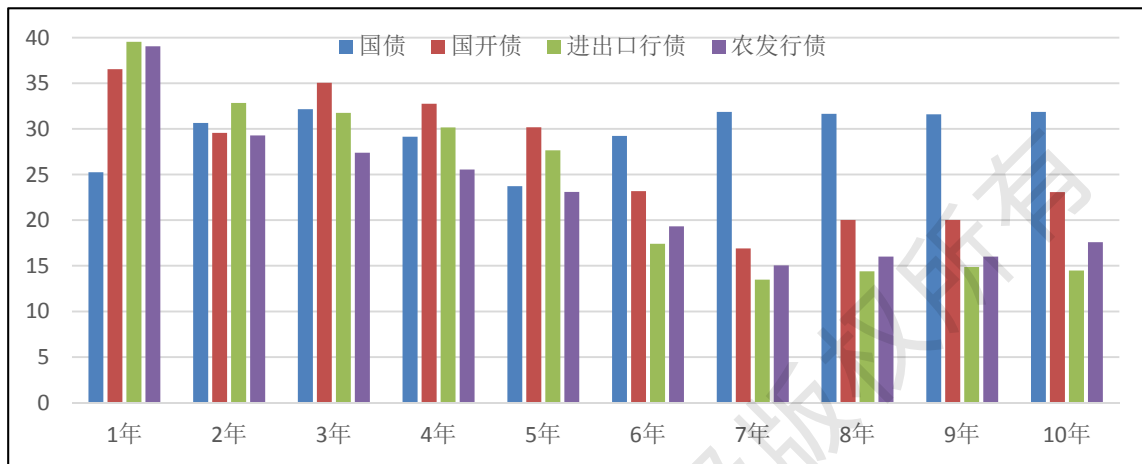
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

二级市场收益率整体上行。

2019 年 4 月, 债券市场二级收益率普遍上行。

利率债方面, 国债、国开债、进出口行债和农发行债的各期限收益率均有所上涨, 涨幅分别在 24-32BP、17-36BP、14-40BP 和 15-39BP 之间。

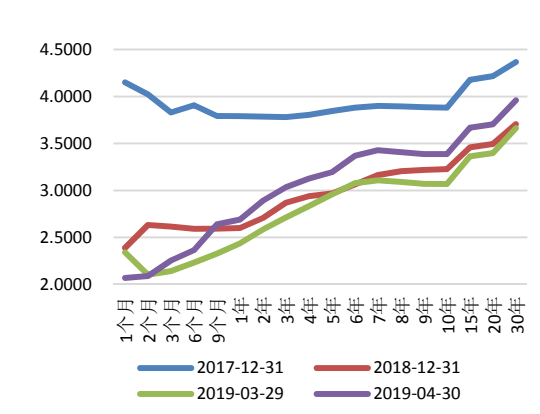
图表 3 各期限主要利率债收益率较上月变化 (单位: BP)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

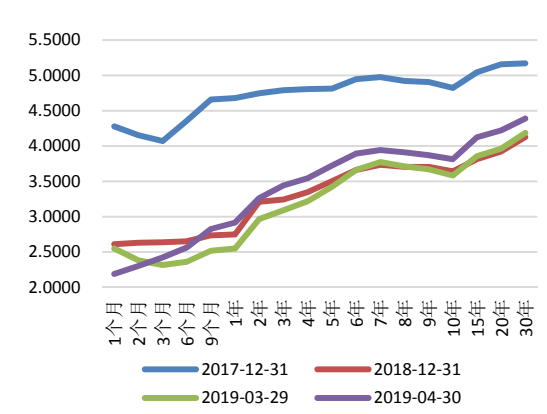
## 债券市场研究报告

图表 4 国债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

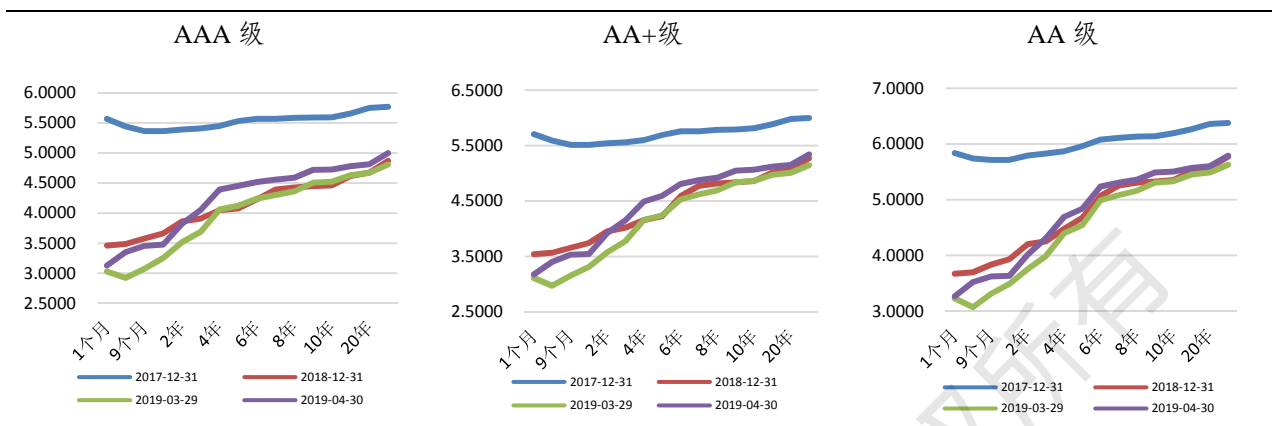
图表 5 国开债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

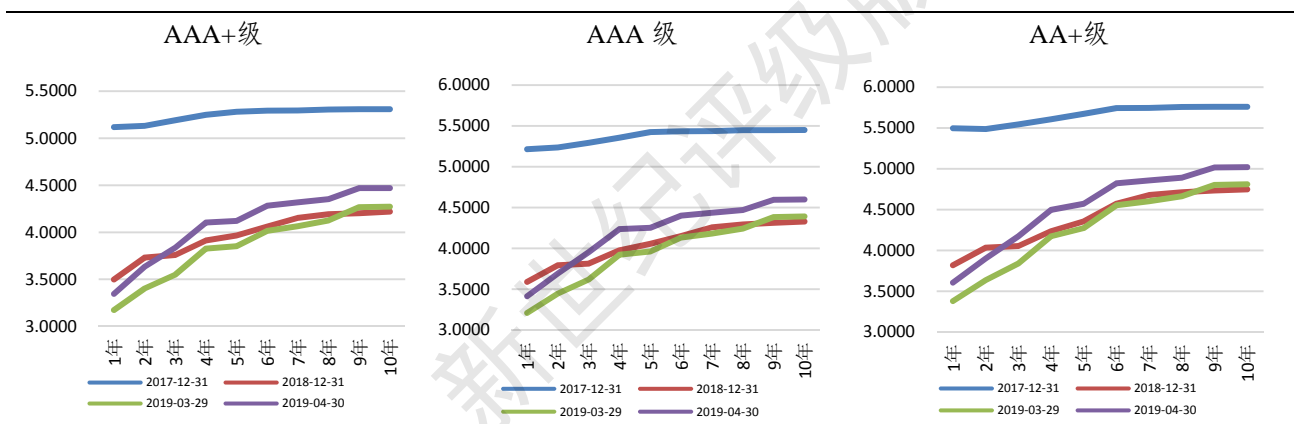
信用债方面，从城投债 AAA 级、AA+级和 AA 级收益率来看，各期限收益率全部上升，涨幅分别在 10-43BP、7-43BP 和 4-45BP 之间；中短期票据各期限各等级收益率表现亦然。

图表 6 城投债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 7 中短期票据收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 二、债券市场发行利率和收益率走势分析

债券市场发行成本和二级市场收益率 4 月普遍上升，主要与我国宏观经济基本面边际向好、稳健货币政策基调下的公开市场操作边际趋紧以及当月银行间市场资金利率中枢的上升等因素有关。

### 一季度我国宏观经济运行好于预期。

就国内经济基本面来看，4 月公布的一季度经济数据整体好于预期。分指标来看，3 月制造业 PMI 重回扩张区间，工业生产、消费、出口边际改善；投资方面，一季度基建投资同比增长 4.40%，增速持续稳步回升带动投资回暖；社会融资规模方面，一季度我国新增社会融资规模为 8.18 万亿元，较去年第四季度的 3.88 万亿元环比大幅增长 110.63%，较上年同期的 5.86 万亿元增长 39.71%；货币供应方面，3 月我国广义货币 M2 同比增速为 8.6%，环比上升 0.6 个百分点。总体来看，一季度我国宏观经济运行好于预期，实体融资状况好转。

### 央行货币政策依旧保持稳健，逆周期调节的力度有所弱化。

从政策面来看，海外方面，4 月全球经济整体延续低位增长态势，各国央行仍基本维持利率不变，货币政策环境整体宽松；在此背景下，国内货币政策仍保持稳健，但在具体操作上进行了边际调整。具体来看，4 月 12 日，央行货币政策委员会 2019 年第一季度例会强调，在新的经济形势下，要“保持战略定力”、重提“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”，逆周期调节力度也从 2018 年四季度的“大力度”变成了“坚持”，逆周期调节的力度有所弱化，这意味着央行在确认了一季度经济阶段性稳定后更加关注稳增长前提下的金融风险。此外，在 4 月 25 日的国务院新闻办公室举办的政策例行吹风会上，央行有关领导表示“稳健的货币政策要根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”、“稳健货币政策总体上力度得当、松紧适度，原来并没有放松，现在也谈不上收紧。”这一系列政策信号表明，在经济数据超预期和猪价上涨带来的通胀压力下，当前我国仍保持稳健的货币政策，但会根据经济运行的变化进行及时的微调。

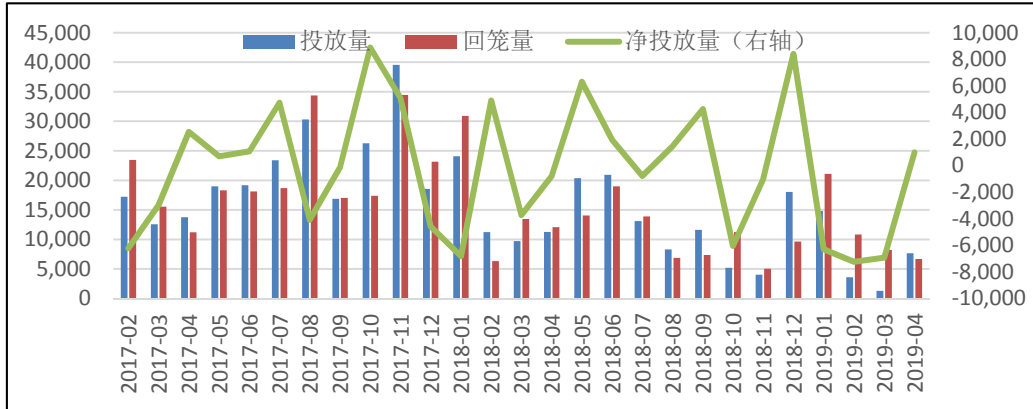
**央行公开市场操作节奏边际趋紧，4 月中下旬流动性有所收紧，货币市场资金利率波动有所增加，利率中枢较上月回升。**

在稳健货币政策基调下，央行对货币政策的微调通过操作工具的边际调整可以看出。就公开市场操作而言，4 月央行公开市场操作力度明显减弱，自 3 月 20 日开始连续三周暂停公开市场操作至 4 月 16 日才重启，之后又缩量续作了 MLF，虽然在 4 月 24 日央行开展了 2019 年第二季度 2674 亿元的定向中期借贷便利（TMLF）操作，对缩量续作 MLF 所产生的中长期流动性缺口形成了补充，但仍难以对冲当周 3000 亿元的逆回购到期量。此后 25 日至月末，由于“财政支出力

## 债券市场研究报告

度较大，银行体系流动性总量处于较高水平”，央行再度暂停公开市场操作。

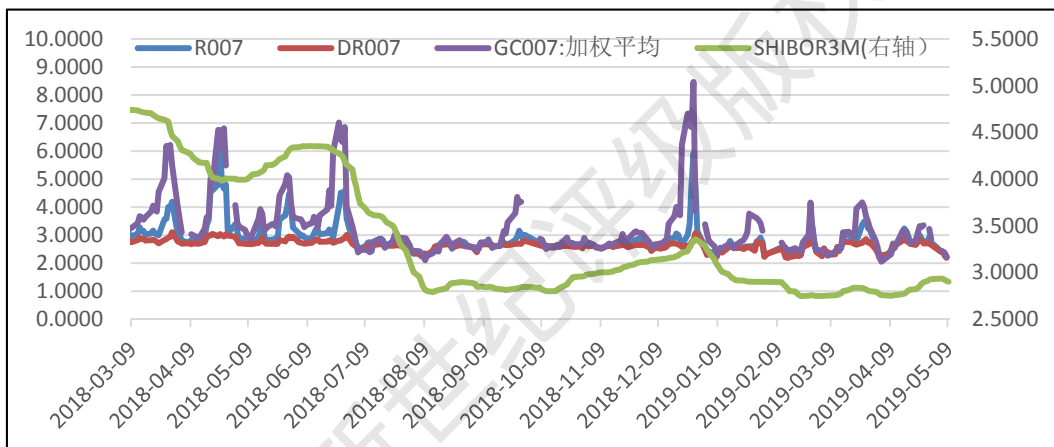
图表 8 2017 年至今央行公开市场投放回笼走势（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

受央行公开市场操作影响，4 月银行间市场资金利率波动有所增加，资金利率中枢较上月上升。具体来看，4 月上旬银行间市场流动性总体合理充裕，央行连续三周暂停公开市场操作，DR007 短暂回落至政策利率下方；中下旬，受集中缴税、3 月经济数据超预期以及央行缩量续作 MLF 影响，银行间市场资金面出现了边际收紧，货币市场资金利率有所回升，4 月 16 日 DR007 一度上行至 2.87%，达到 2018 年以来的高位。此外，4 月 23 日央行针对市场上出现的传言“央行 4 月 25 日起拟对部分农商行及农村信用社等农村金融机构定向降准 1 个百分点”辟谣，表示消息不实，并没有新的定向降准政策，降准的预期差给市场带来了较为紧张的情绪，加剧了货币市场资金利率的波动。整体看，在系列因素影响下，4 月中下旬市场流动性出现一定程度的收紧，DR007 震荡走高，4 月均值为 2.6248%，较上月 2.5886% 上升 4BP，为今年以来最高。

图表 9 资金利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理



### 三、小结与展望

受集中缴税、一季度经济数据超预期、央行缩量续作 MLF 影响，4 月下旬银行间市场资金面出现了边际收紧，货币市场资金利率中枢有所回升，债券市场各类产品的发行成本和收益率均出现环比上升趋势。展望 5 月，我国经济基本面仍面临下行压力，稳健的货币政策松紧适度，央行实施定向降准一定程度上缓解了阶段性流动性压力，有助于稳定市场预期，同时在社会融资存量规模保持良好水平的情况下，预期债券市场流动性仍将保持合理充裕，收益率将维持平稳震荡态势，短期内有望下行，但通胀上行、市场对经济基本面的预期差以及中美贸易磋商不确定性等因素带来的避险情绪将会对收益率下行形成制约。

具体来看，经济基本面方面，4 月我国制造业 PMI 景气度收缩，生产和需求端有所回落，价格指数有所下降，供需两端仍处偏弱状态；固定资产投资、社会消费品零售总额、出口均同比回落。社融数据明显回落，当月新增社会融资规模为 1.36 万亿元，环比下降 1.49 万亿元，同比减少 0.41 万亿元；但社会融资存量保持良好水平，4 月达到 209.68 万亿元，同比增加 10.40%。同时，5 月 9 日美国政府宣布提高对从中国进口的 2000 亿美元商品加征关税税率，中美贸易摩擦再次升级，我国出口地区的结构将发生进一步调整，对美国的依赖度将进一步降低，长期来看对我国出口的影响程度有限，但中美贸易磋商进展及贸易摩擦的不确定性将给市场情绪带来一定扰动。

货币政策方面，在前期的降准预期差带来的市场悲观情绪蔓延的情况下，为稳定市场预期同时支持民营和小微企业融资，5 月初央行再次发布定向降准措施，公告显示自 2019 年 5 月 15 日起，对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率，约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元。降准政策是央行为增强金融支持实体经济的灵活精准调控，我国当前仍然实施稳健的货币政策，但弱化逆周期调节力度，总体上会松紧适度。

流动性方面，在稳健货币政策基调下，5 月银行间市场流动性仍将保持合理充裕，全月或将维持平衡状态。从央行公开市场工具的到期情况来看，5 月中旬面临税期扰动，同时有 1560 亿元的 MLF 到期，双重因素叠加对流动性形成一定压力，但央行已通过公开市场操作进行对冲；同时 5 月 6 日央行发布的定向降准措施也缓解了阶段性流动性压力。从地方债发行情况来看，由于 4 月份地方债累计发行 2266 亿元，较一季度发行节奏有所放缓，那么按照财政部“争取在 9 月底前完成全年新增债券发行”的要求，预计 5 月地方债发行节奏可能会有所加快，对流动性的影响或较 4 月有所上升。但整体而言，债券市场流动性基本会处于相对充裕状态，预期未来收益率将维持平稳震荡态势，短期内有望下行。

## 免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。