债券市场发行利率和收益率有望维持较低水平

——2019 年 5 月债券市场利率分析及展望

研发部 黄田

摘要：2019 年 5 月，我国经济下行压力有所加大，央行为稳定市场预期加大公开市场操作力度，并实施定向降准，银行间市场资金面整体较为充裕，货币市场资金利率中枢随之下行，债券市场发行成本和收益率也普遍下降。我国宏观政策逆周期调节力度有所加大，有利于稳定市场预期，但政策成效有待释放，短期内我国经济数据整体仍存惯性下降可能；央行稳健的货币政策保持不变，可能将持续出台相应的维稳措施以缓解市场的担忧情绪，预期市场流动性继续保持合理充裕，债券市场发行利率和收益率有望维持较低水平，但继续下行的动力有所减弱，同时需关注跨季因素、CPI 可能超预期增长、中美贸易摩擦以及包商银行接管事件等因素给债市带来的影响。

一、债券市场发行利率和收益率概况

债券市场发行利率普遍下降，其中公司债和中期票据等信用债产品发行成本下降幅度较大。

2019 年 5 月，除地方政府债和企业债发行利率较上月上升外，其他券种发行利率均有所下降，其中以公司债和中期票据为代表的信用债发行利率下降幅度较大。

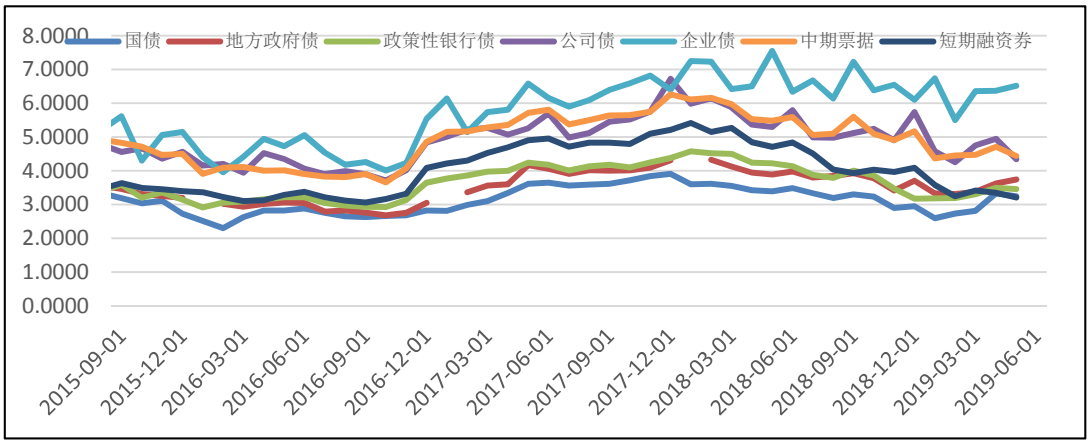
图表 1 2019 年 5 月主要券种加权平均发行利率及环比变化

券种	加权平均发行利率	环比变化（BP）
国债	3.2427%	-9
地方政府债	3.7405%	12
政策性银行债	3.4600%	-4
公司债	4.3433%	-60
企业债	6.5130%	15
中期票据	4.4406%	-27
短期融资券	3.2048%	-14

数据来源：Wind，新世纪评级整理

新世纪评级版权所有

图表 2 主要券种发行利率走势（单位：%）



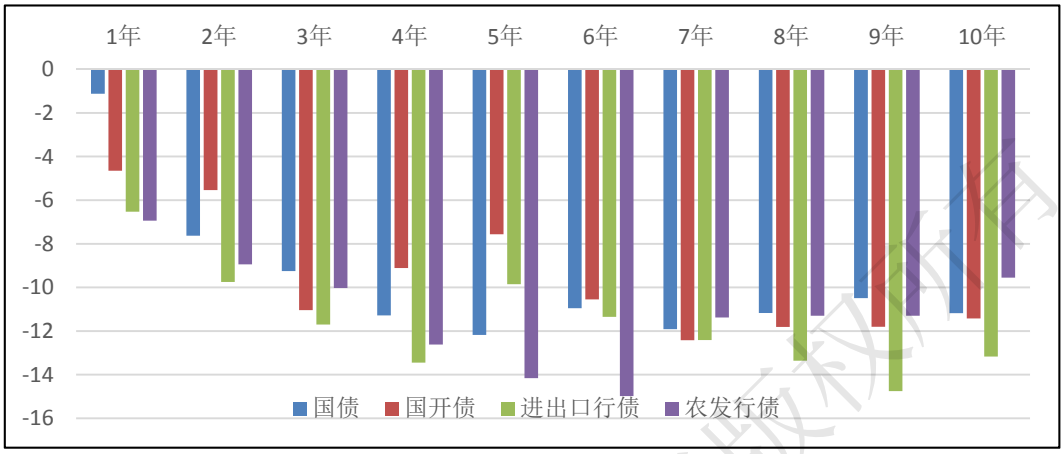
数据来源：Wind，新世纪评级整理

二级市场收益率全部下降。

2019 年 5 月，债券市场二级收益率普遍下降。

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下降，降幅分别在 1-12BP、5-12BP、6-15BP 和 7-15BP 之间。

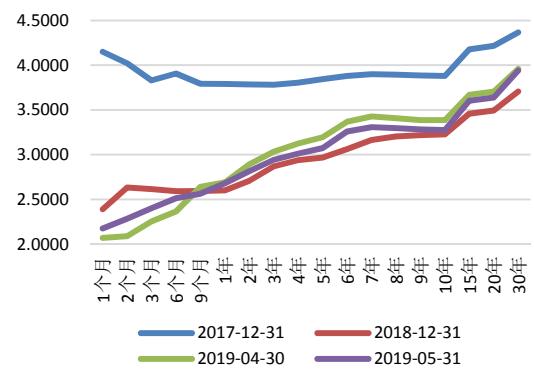
图表 3 各期限主要利率债收益率较上月变化（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

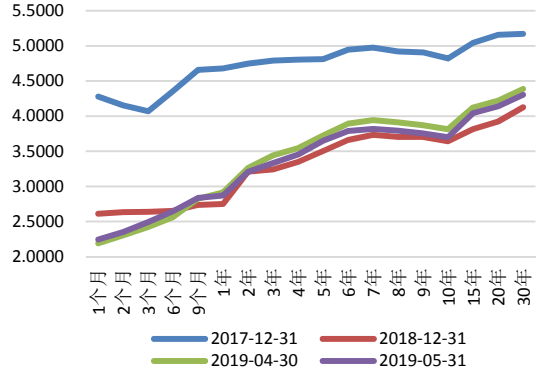
新世纪评级版权所有

图表 4 国债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

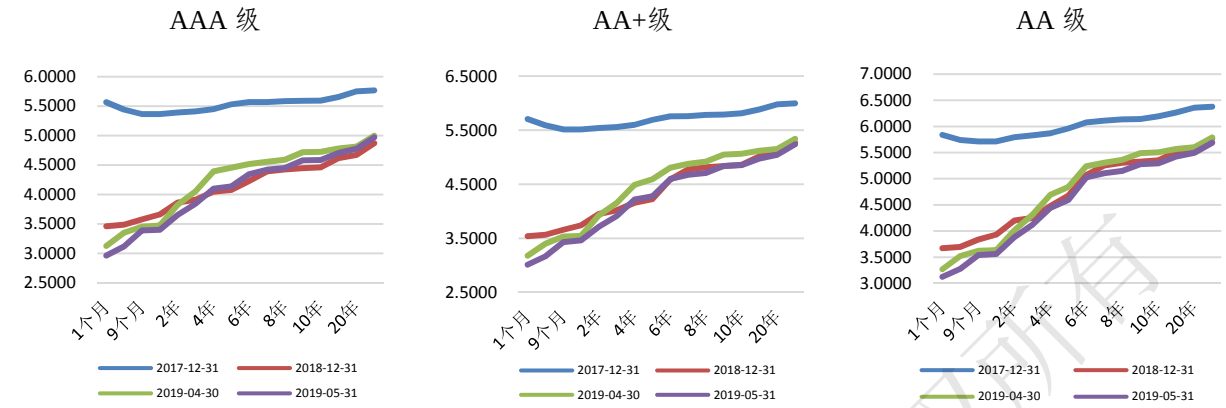
图表 5 国开债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

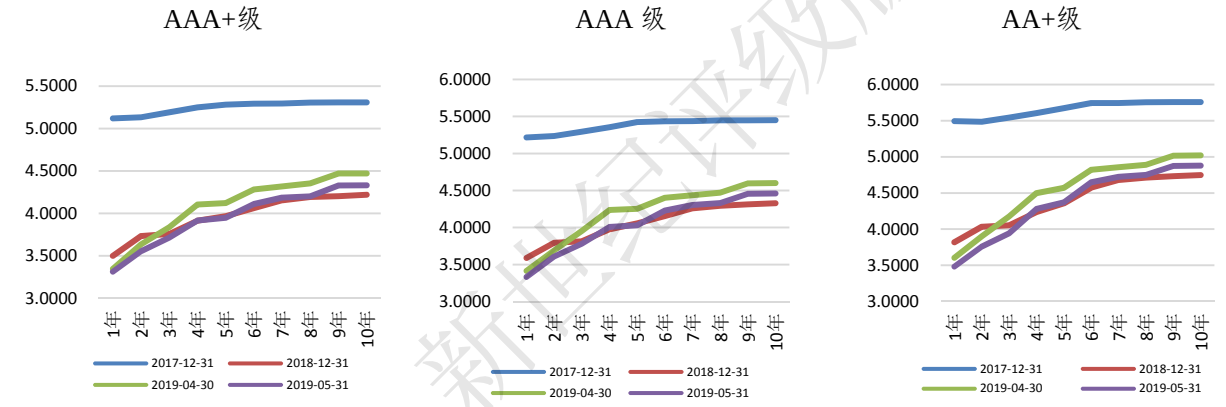
信用债方面，从城投债 AAA 级、AA+级和 AA 级收益率来看，各期限收益率全部下降，降幅分别在 4-32BP、8-32BP 和 7-25BP 之间；中短期票据各期限各等级收益率表现与城投债相同。

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

新世纪评级版权所有

二、债券市场发行利率和收益率走势分析

5 月，债券市场发行成本和二级市场收益率普遍下降，主要受我国宏观经济下行压力有所加大、央行实施定向降准及公开市场操作力度增强等因素影响。

我国宏观经济运行面临的下行压力有所加大。

近期公布的 4 月经济数据显示，我国宏观经济运行面临的下行压力有所加大。具体来看，4 月制造业 PMI 回落，供需两端边际调整，工业增加值、大部分工业品产量等数据均出现下滑；消费增速受假期错位影响略有回落；出口增速下降，且受中美贸易摩擦升级等因素影响未来存在不确定性；固定资产投资受制造业投资增速下滑拖累，2019 年 1-4 月我国固定资产投资额累计增速为 6.1%，增速较 1-3 月下降 0.2 个百分点。社会融资规模方面，4 月我国新增社会融资规模为 1.36 万亿元，同比下降 23.47%；货币供应方面，4 月我国广义货币 M2 同比增速为 8.5%，环比下降 0.1 个百分点。整体来看，我国经济基本面面临的下行压力有所加大。

稳健的货币政策并未转向，更注重结构性微调和支持实体经济的稳健发展。

海外方面，5 月全球经济基本面仍然偏弱，美国经济增长放缓，欧元区经济增长面临的风险上升，英国首相辞职、意大利债务问题显现，全球经济不确定性再度上升，风险事件频发带动全球风险偏好回落。为了对冲经济下行风险，6 月 4 日美联储主席表示将会采取适当的行动维持经济扩张，并可以将量化宽松政策作为“常规货币工具”，这意味着美国货币政策随时可能进入宽松周期。与此同时，全球央行货币政策正在逐步转向，新兴经济体中印度、俄罗斯均已降息。

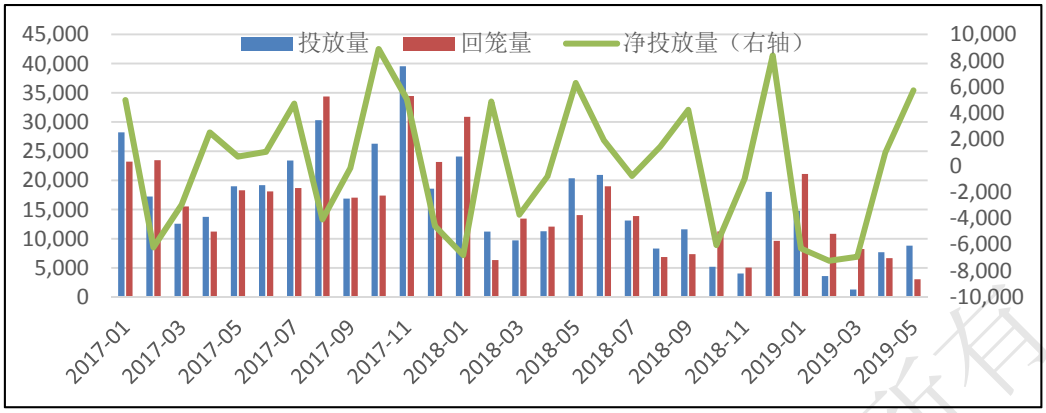
在全球央行货币政策开始转向的情况下，我国央行货币政策保持稳健，但更注重结构性微调和支持实体经济的稳健发展。5 月初，为稳定市场预期并支持民营和小微企业融资，央行再次发布定向降准措施，自 2019 年 5 月 15 日起，对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率，约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元。此次降准在呵护短期资金面的同时，意在服务于“稳就业”和“稳增长”，在存款准备金率已经处于相对合理的区间内，进一步加大对中小微和民营企业的定向融资政策，体现了央行“进一步降低小微企业融资成本”和“进一步疏通货币政策传导渠道”的意图，也是央行不搞“大水漫灌”的政策体现。值得注意的是，5 月底的包商银行被托管事件一度引发市场对流动性的担忧，为缓解市场的担忧情绪，央行表示将继续保持宏观流动性合理充裕，同时密切关注中小银行流动性状况，通过提高再贴现和 SLF 额度等多种货币政策工具，维护货币市场平稳运行。央行定向降准以及坚定支持中小银行的态度是结构性货币政策使用的具体体现，我国当前仍然

实施稳健的货币政策，适时适度实施逆周期调节，并根据经济增长和价格形势变化进行及时的预调微调。

央行公开市场操作力度有所增强，银行间市场流动性保持合理充裕，资金利率中枢较上月下降。

5 月央行公开市场操作力度有所增强，全月流动性保持合理充裕，公开市场共投放 8800 亿元，回笼 3060 亿元，当月净投放 5740 亿元，净投放量较上月明显增加。具体操作方面，由于 4 月末财政支出推高了流动性总量，因此 5 月 6-8 号，央行公开市场操作维持了少量的逆回购投放，连续三天开展了共计 500 亿元的逆回购；月中，5 月 14 日，央行为了对冲当天到期的 1560 亿元 MLF，开展了 2000 亿元 MLF 续作；此后月末，为了缓解市场对央行接管包商银行事件带来的流动性担忧，央行又开展了较为密集的公开市场逆回购操作。整体来看，央行开展公开市场操作的节奏仍旧以保持银行间市场流动性合理充裕为目标。

图表 8 2017 年至今央行公开市场投放回笼走势（单位：亿元）



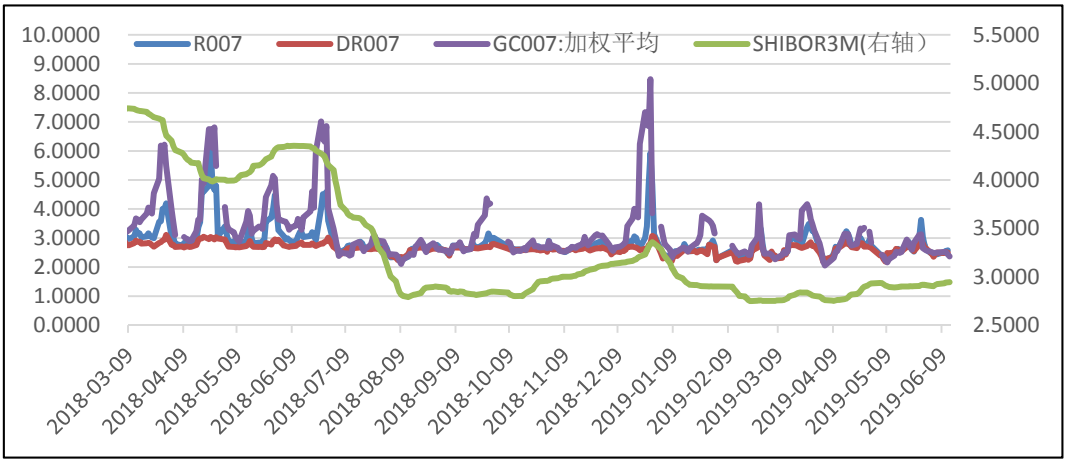
数据来源：Wind，新世纪评级整理

由于银行间市场流动性较为充裕，5 月货币市场资金利率中枢较上月下降，同时公开市场操作相对上月较为频繁，当月资金利率波动有所减小。具体来看，由于月初的假期因素，流动性面临的扰动较少，同时 4 月末财政支出带来的流动性总量较高，宽松的资金面维持到 5 月上旬，“五一”假期后，资金利率明显下降，5 月 8 日 R007 仅 2.25%，达到了 2 月以来最低。进入中旬，税期影响逐步显现，尽管央行从 5 月 15 日起针对农商行进行定向降准，但 R007 和 DR007 仍然出现了月内周期性的上升，20 日分别达到 2.86%和 2.69%。下旬，资金利率出现小幅回落后又大幅上升，主要是 5 月 24 日央行宣布接管包商银行后，市场对流动性的担忧引发银行间资金面压力加大，R007 在 5 月 28 日一度达到了 3.63%，创今年新高，与此同时 DR007 也达到了 2.86%，随后为稳定市场信心，在央行连续的公开市场操作下，货币市场紧张情绪有所缓解，月末 R007 和 DR007 再度回落到 2.59%和 2.63%。总体来看，5 月流动性整体合理充裕，R007 月内均值为

新世纪评级版权所有

2.65%，较上月的 2.75%下降 10 个 BP。

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

在我国经济基本面下行压力加大的情况下，央行为稳定市场预期加大公开市场操作力度，并实施定向降准，5 月银行间市场资金面整体较为充裕，货币市场资金利率中枢随之下行，债券市场发行利率和收益率也普遍下降。展望 6 月，我国稳健的货币政策不变，央行将持续出台相应的维稳措施以缓解市场的担忧情绪，预期市场流动性继续保持合理充裕，债券市场发行利率和收益率有望维持较低水平；逆周期调节力度的加大有利于稳定市场预期，但经济数据短期内仍存惯性下降的可能，债券市场可能会延续 5 月牛市，但发行利率和收益率继续下行的动力将有所减弱，同时需关注跨季因素、CPI 可能超预期增长、中美贸易摩擦以及包商银行接管事件等因素给债市带来的影响。

具体来看，经济基本面方面，5 月制造业 PMI 再次下降至收缩区间，生产与需求端继续同步回落，价格指数下降，库存整体回升，从业人员指数显示就业端压力仍存；社会融资规模方面，5 月新增社会融资规模为 1.40 万亿元，环比上升 0.04 万亿元，同比增加 0.45 万亿元，社融数据有所反弹。固定资产投资方面，基建和房地产投资增速回落，制造业投资略有改善。消费方面，受益于五一节假日和低基数的带动，5 月我国社会消费品零售总额同比增长 8.6%，较上月增加 1.4 个百分点，但持续性有待观察。整体来看，5 月经济指标小幅下滑。在供需两弱的背景下，我国逆周期调节力度加大，6 月 10 日中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，推出地方政府专项债券发行和管理新规，并提出“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”，专项债新政有利于边际改善城投企业融资环境，同时基建投资有望得到提振，但政策成效有待释放，同时中美贸易摩擦未见明显改善，短期内

新世纪评级版权所有

我国经济数据整体仍存惯性下降可能。

货币政策方面，在央行接管包商银行事件的影响下，大型银行和中小银行面临的流动性压力将出现分化，同时为减小非银金融机构的负债端压力，稳定市场情绪和信心，预期央行将继续出台相应的维稳措施，例如继续实施结构化货币政策，通过对中小银行定向降准给予其一定的流动性补充。此外，为进一步降低实体融资成本，解决中小企业融资难融资贵问题，央行可能会继续加大对 TMLF 的投放，降低公开市场操作利率来引导资金利率下行，提振市场情绪。值得注意的是，5 月通胀压力有所增加，CPI 达到 2.7%，但核心 CPI 较上月下降 0.1 个百分点到 1.6%，因此 CPI 的温和上升不会引起货币政策的收紧，同时外部的宽松叠加核心 CPI 的回落，使得我国货币政策仍具有一定操作空间，预期我国央行货币政策基调仍将保持稳健，既不会出现超出市场预期的大幅宽松，也不会大幅收紧，但需关注 CPI 可能超预期增长给市场情绪带来的影响。

流动性方面，6 月银行间市场流动性宽松格局有望延续，整体资金面将保持合理充裕。从目前央行公开市场操作节奏可以看出，面对到期的逆回购和 MLF，央行均通过流动性投放进行了对冲；此外，考虑到同业存单的发行在包商银行被托管的影响下大幅回落，央行为维稳中小银行流动性，可能会加大公开市场操作力度；同时 6 月财政存款变动释放的资金对流动性形成了支撑，降准也有利于缓解中小银行的缴准压力。但从季节性角度来看，由于跨季因素影响，一般 6 月资金面会有所紧张，月底资金利率可能高于月初，这也是扰动债市延续牛市的因素之一。

新世纪评级版权所有

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。

新世纪评级版权所有