

债券市场利率分析与展望（2018年4月）

研发部 徐永 黄田

摘要：3月市场利率出现分化，受季末及MPA考核因素影响，银行间市场资金利率有所上升，但对发行及二级市场利率影响较小，除短端利率债收益率和短融发行利率上涨外，中长期利率债收益率及债市发行利率均下降，债市发行也明显回暖，信用利差普遍压缩，级差多数下降。

中国经济结构性去杠杆，在金融监管和广义信用收缩的情况下，利率仍有反弹压力，但当前货币政策稳健中性略有宽松，主要经济体贸易战带来的风险偏好下降及基本面下行因素，短期仍带来了较为乐观的利率下行预期，1月中旬以来启动的利率下行走势仍在持续，但在二季度发行供给走暖、利率市场化继续推进等影响下，仍要重视利率反弹的扰动。

一、政策利率

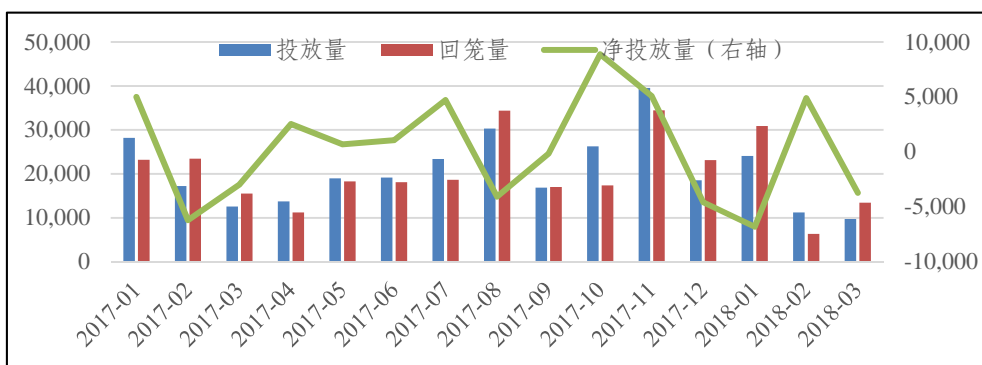
3月，央行公开市场操作利率跟随美联储加息步伐，上调7天期逆回购操作和SLF操作利率5BP，公开市场操作延续削峰填谷思路，流动性调控精准。

3月，中国央行跟随美联储加息上调了7天逆回购利率5BP，月末利率为2.55%，其余逆回购利率未调整。

此次公开市场操作利率小幅上行是央行对美联储加息的正常反应，符合市场预期，可以收窄与货币市场利率之间的利差，增强公开市场操作利率对货币市场利率的传导作用，约束非理性融资行为，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。

3月，央行逆回购投放总规模5400亿元，其中7天期3100亿元，14天期200亿元，28天期1700亿元，63天期400亿元，3月逆回购到期量为10500亿元，逆回购当月实现净回笼5100亿元；3月MLF操作4325亿元，到期量2950亿元，实现净投放1375亿元。公开市场3月实现净回笼3725亿元。

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

3 月资金面整体相对宽松，不过 3 月 23 日开始至月末，央行连续六日暂停公开市场操作，实现净回笼 2500 亿元，从央行近期操作来看，削峰填谷精准调控流动性的基调并未改变，预计跨季后资金流动性难以持续宽松，后续将大概率回归均衡。

其他政策工具方面，央行、财政部 3 月 26 日投放国库现金定存 500 亿元，利率为 4.62%，较 2 月的 4.50% 上升 12BP。3 月 22 日，央行同时上调了 SLF 操作利率，隔夜、7 天和 1 个月利率均上调 5BP 至 3.40%、3.55% 和 3.90%；3 月 SLF 共操作 540.6 亿元，其中 7 天 217.2 亿元，1 个月 323.4 亿元，3 月末常备借贷便利余额为 482.1 亿元。

美联储 3 月加息，并上调 GDP 增长预期和核心通胀预期、下调失业率预期，欧洲央行维持利率不变。

海外央行方面，美联储 3 月议息会议宣布加息 25 个基点，联邦基金利率从 1.25%-1.5% 调升到 1.5%-1.75%，上调 GDP 增长预期、下调失业率预期、小幅上调核心通胀预期；此外，市场预测 2018 年美联储仍将再加息 2~3 次。欧洲央行 3 月议息会议决议未调整政策利率，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。

二、货币市场利率

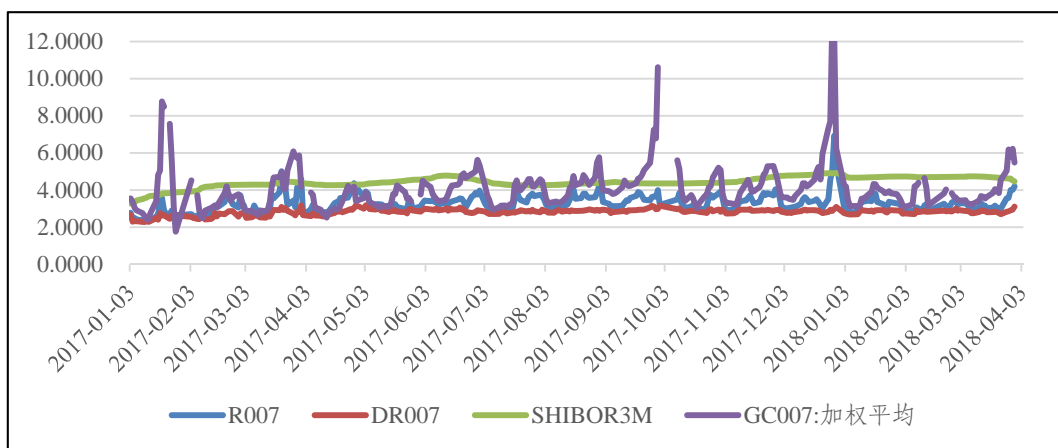
受季末 MPA 考核因素影响，银行间市场资金面情绪紧张，资金利率整体较上月有所上升。

因 3 月央行逆回购投放规模较 2018 年前两个月减少，且市场资金面对于季末 MPA 考核有一定担忧，银行间市场资金面情绪紧张，资金利率整体较上月有所上升，3 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较上月上升 3BP、7BP 和 1BP 至 2.90%、3.24% 和 2.74%。

3月指标性的R007大幅上升，DR007和GC007上中旬小幅回落，月末出现反弹。月初月末利率对比来看，R007、DR007和GC007分别变化了97BP、21BP和203BP，显示银行间融资成本上升，且交易所利率波动性显著高于其他品种。

交易所回购定盘利率FRGC001和FRGC007在3月30日分别上涨到了11.84%和5.49%，不过4月2日，资金利率再度回落，分别下降到4.15%和3.97%。

图表2 资金利率走势（单位：%）



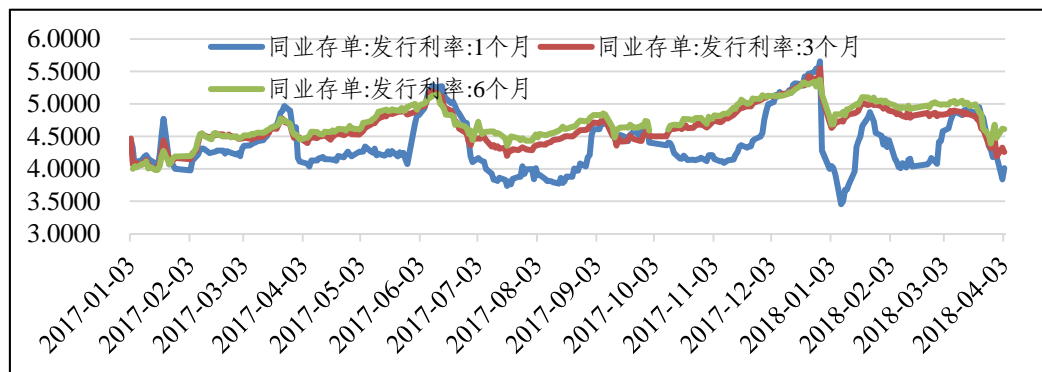
数据来源：Wind，新世纪评级整理

同业存单发行利率下降明显，总发行量和净融资额不断增加。

3月，央行两会期间因维稳需求投放资金来呵护资金面，流动性整体偏宽松，同业存单发行利率下降明显；月末月初对比来看，1个月、3个月和6个月期品种分别下降23BP、64BP和51BP。从发行与到期来看，本月同业存单的总供给继续增加，发行量为22018亿元，到期量较大，达到18862亿元，净融资额较上月继续上升，为3156.40亿元。

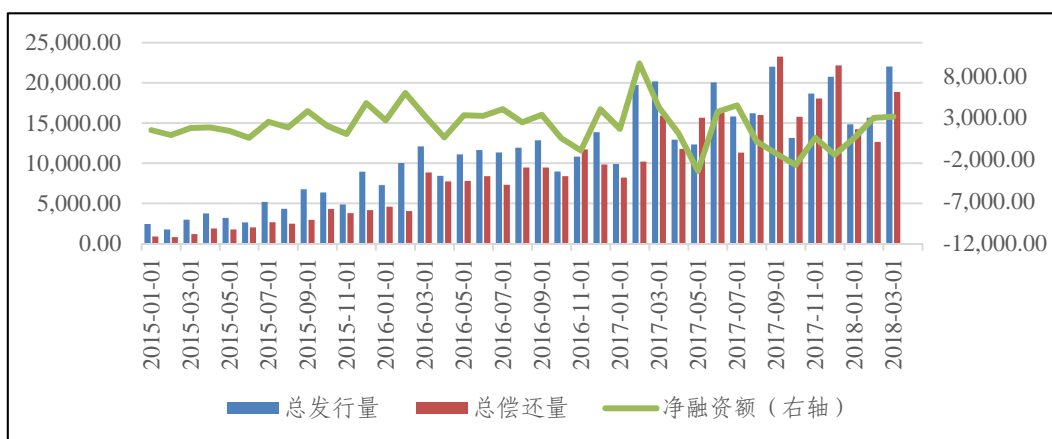
同业存单去年四季度以来的余额持续下降，不过在保本理财发行受限的影响下，银行负债端压力增加，银行发行同业存单和结构性存款的需求增加，同业存单余额一季度明显反弹，预期后期同业存单发行利率继续下降的阻力较大。

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 利率在经历 1、2 月份的下降后继续震荡下行，3 月末为 4.46%，是 2018 年一季度以来最低位，显示央行实施定向降准缓解银行间流动性压力的效果明显。

衍生品利率方面，3 月末，1 年期 FR007 和 FDR007 的利率互换定盘曲线均值分别为 3.34% 和 2.96%，分别较上月末下降 16BP 和 1BP。

三、债券市场利率

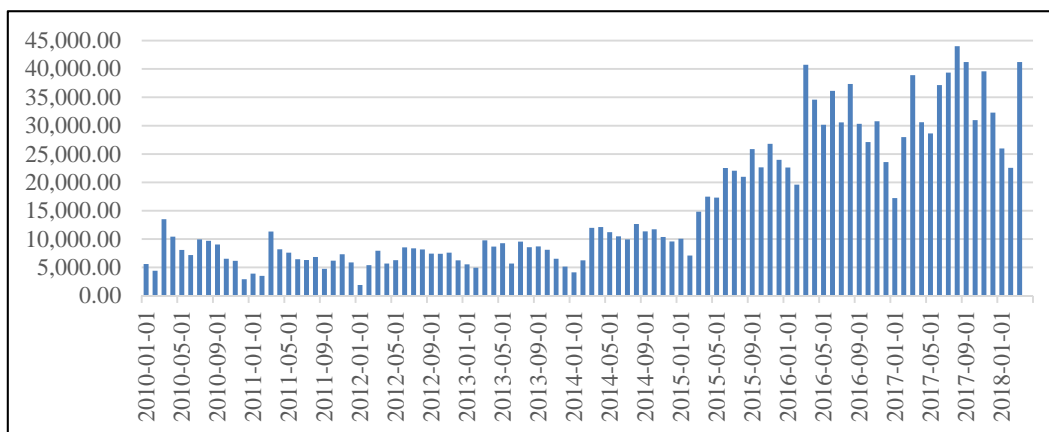
1. 债券市场发行情况

2018 年一季度，我国债券市场发行规模实现同比增长，3 月各类债券发行支数和规模均较上月增长明显，债券市场发行延续开年至今的回暖态势。

2018 年 1-3 月，全国债券市场共发行各类债券 8268 支，同比增长 4.30%；发行金额合计 89758 亿元，同比增长 6.67%。3 月，全国债券市场共发行各类债券 3670 支，较上月增加 1440 支；发行金额合计 41216 亿元，环比增加 18658 亿元，债券市场各类债券发行支数和规模均较上月明显增长。

剔除同业存单后，2018 年一季度债券市场发行量合计 37271 亿元，同比增长 8.61%。3 月发行量为 19197 亿元，较上月的 6904 亿元大幅增加 12293 亿元，债券市场发行延续开年至今的回暖态势。

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

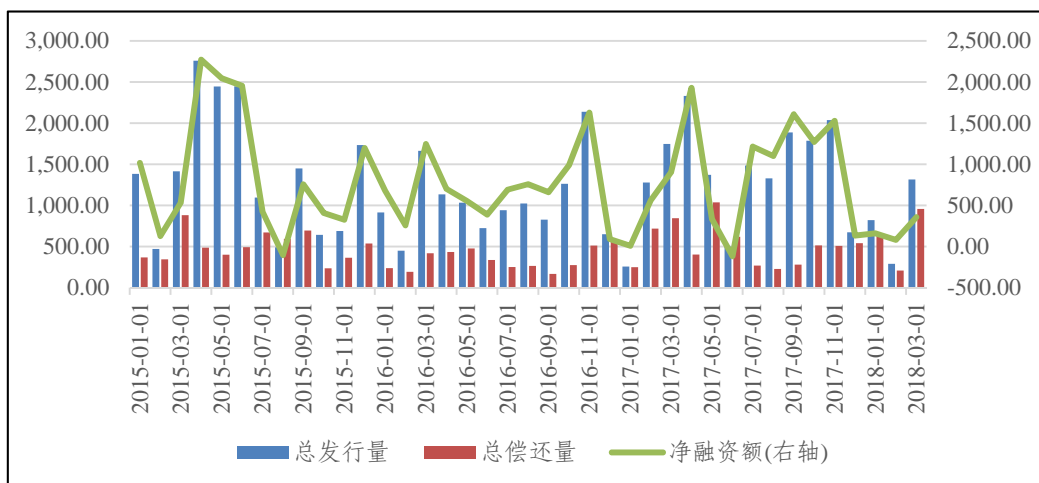
金融类信用债、非金融类信用债和资产支持证券 3 月发行量和净融资额均保持增长态势，预计二季度金融类信用债发行仍将保持一定规模。

3 月，非金融类信用债（企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债、可交换债）总发行 8331 亿元，较上月的 2767 亿大幅增加，传统信用债发行回暖明显；发行支数 803 支，同比增长 61.89%。3 月非金融类信用债净融资额达到一季度高位，为 2894 亿元，较上月和上年同期均大幅上升。

金融类信用债 3 月总发行 1314 亿元，较 2 月的 289 亿元大幅增加 1025 亿元，净融资额跟随了总发行的变化趋势，达到一季度的高位。3 月发行量和净融资额的大幅增加表明在金融强监管下，金融机构资本补充需求较强，预期二季度金融类信用债的发行仍将保持一定规模。

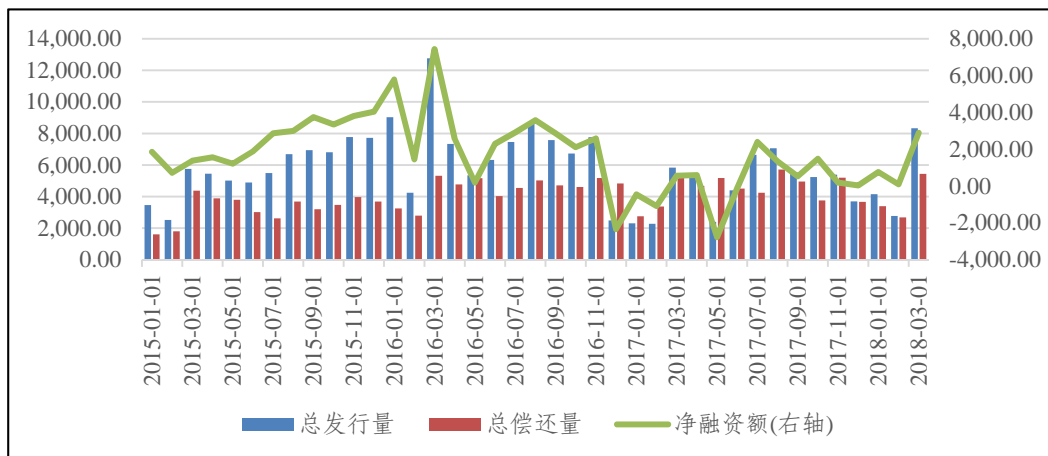
资产支持证券发行量经历 2018 年 1、2 月的下滑后有所回暖，3 月发行量为 1018.19 亿元，较上月增加 692 亿元。值得注意的是，3 月 28 日，中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“《资管新规》”），短期内，金融机构的表外业务、通道业务等将会因资管新规的落地而受到较大冲击，但预期资产支持证券发行所受影响较小。

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

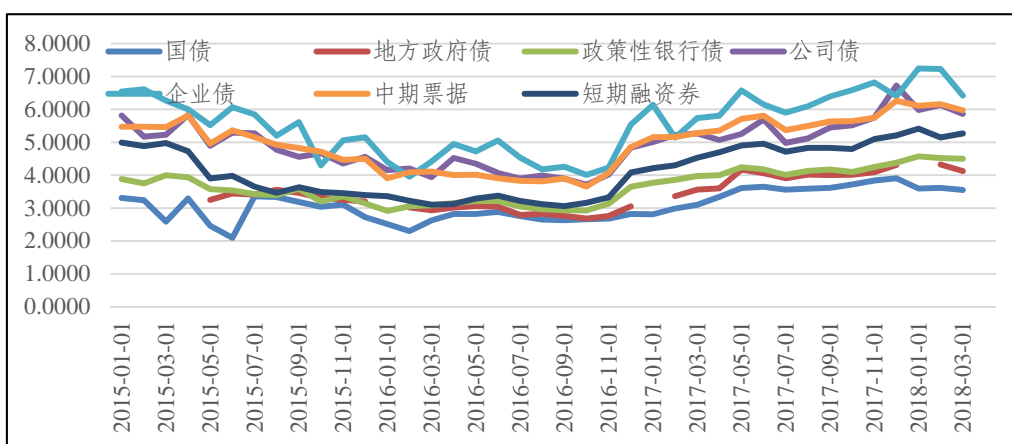
2. 债券市场发行利率

债券发行成本普遍下降, 其中公司债和企业债的成本下降明显。

一级发行利率方面, 2018 年 3 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 3.5541%、4.1243%、4.4996%、5.8620%、6.4165%、5.9742%和 5.2667%, 较 2 月分别变化 -6BP、-20BP、-2BP、-28BP、-81BP、-18BP 和 12BP, 除短期融资券发行成本上升外, 其他品种的发行成本均下降, 公司债和企业债的成本下降明显。在二季度发行供给走暖的情况下, 预期信用债发行利率下行压力有所增加。

公司债和企业债 3 月的发行量比 2 月明显增加, 3 月发行量分别 1568 亿元和 204 亿元, 当月到期偿付量分别为 485 亿元和 126 亿元, 净融资额分别为 1083 亿元和 78 亿元。

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

3月债券市场收益率普遍下降, 利率债收益率短升长降, 主要信用债收益率下降明显。

债券市场二级收益率方面, 3月利率债和信用债的收益率下行幅度均较大。3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 3.75%、4.63%、4.77%和 4.77%, 较上月末分别下降 7BP、19BP、21BP 和 20BP。

整体来看, 受资金面波动影响, 2018年3月, 利率债短端收益率普遍走高, 其中1年期国债收益率上涨了9个BP; 5年期及以上长端收益率整体下移, 利率债收益率曲线普遍短升长降。

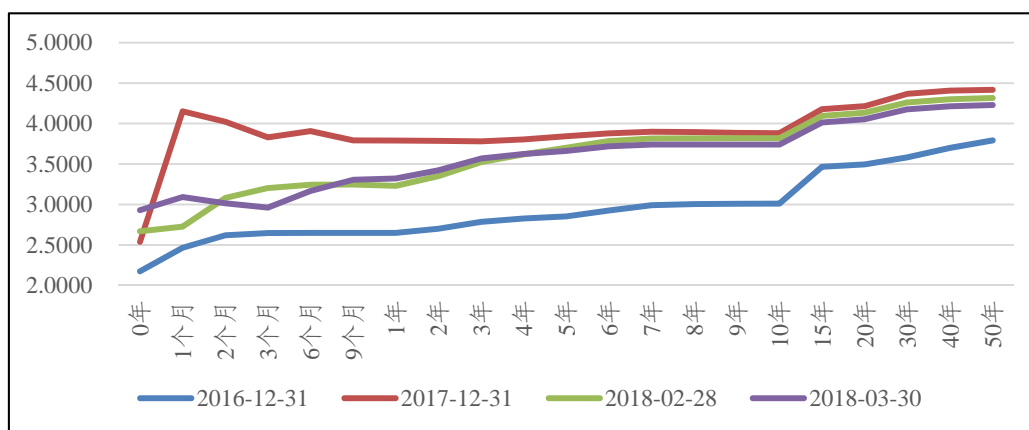
从原因来看, 季末资金利率上涨和政策利率的提高似乎并不支持债券市场二级收益率的下降, 但 GDP 增长目标淡化、社融增速持续回落和中美贸易战带来的投资者风险偏好变化对市场预期产生了影响, 使得债券市场交易情绪仍然较为乐观, 长端二级市场收益率下降明显。

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

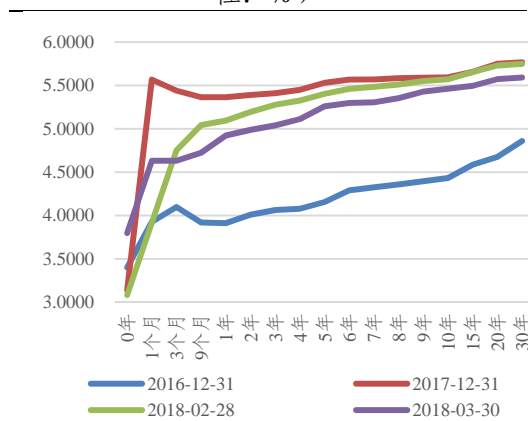
图表 10 国债收益率曲线（单位：%）



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

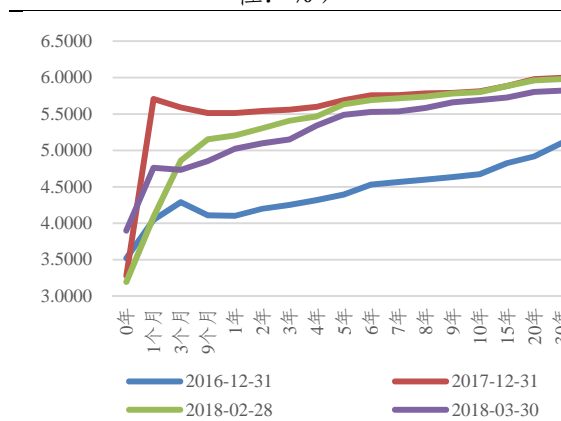
3月主要信用债收益率下降, 城投债 AAA 级、AA+级和 AA 级各期限收益率下降幅度分别在 12-32BP、11-30BP 和 8-24BP 之间, 1 年期及以上 AAA+级、AAA 级和 AA+级中短期票据收益率曲线降幅在 12-32BP 之间。

图表 11: AAA 级城投债收益率曲线（单位：%）



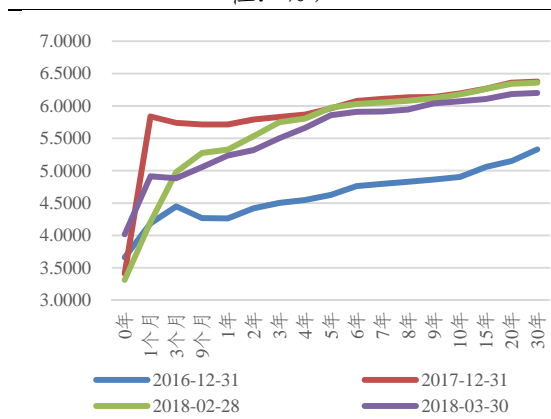
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 12: AA+级城投债收益率曲线（单位：%）



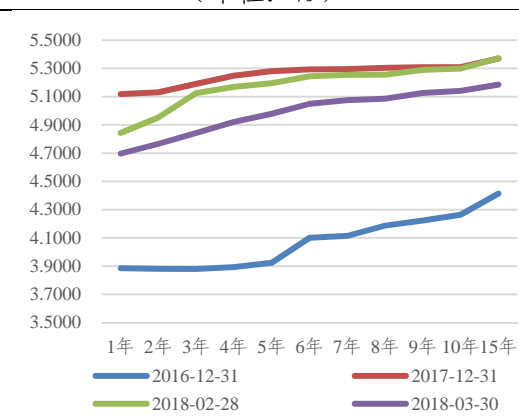
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 13: AA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



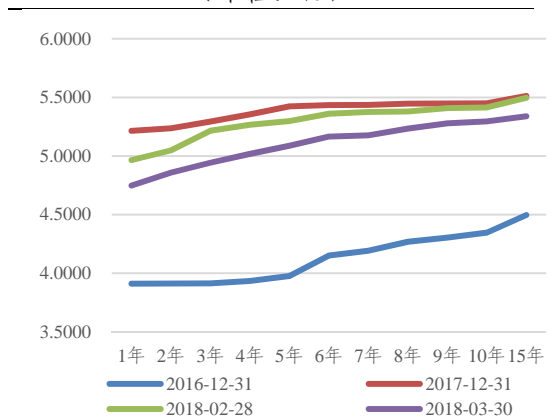
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 14: AAA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



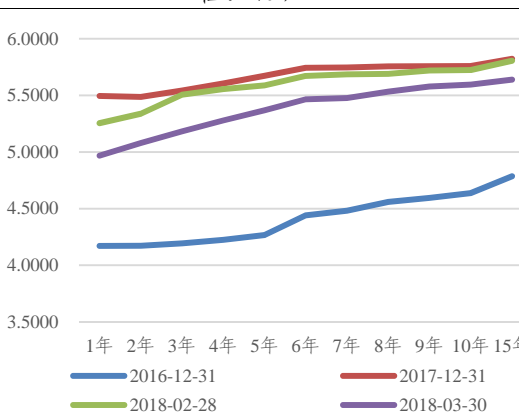
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

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: %)



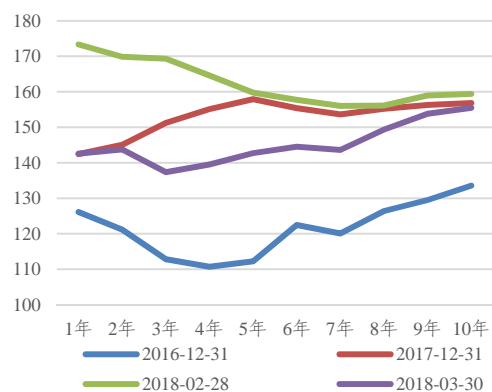
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

信用利差普遍压缩, 短期压缩幅度较长期更大。

信用利差方面, 以中短期票据 AAA 曲线和中短期票据 AA+曲线来看, 各期限信用利差 3 月普遍下降, 且短期由于信用债收益率下降而利率债收益率上行, 利差压缩更大, AA+级 1 年期 3 月底的利差为 164BP, 较 2 月末的 202BP 下降了 38BP, AAA+级与 AAA 级 3 年期 3 月末利差分别下降了 33BP 和 32BP。

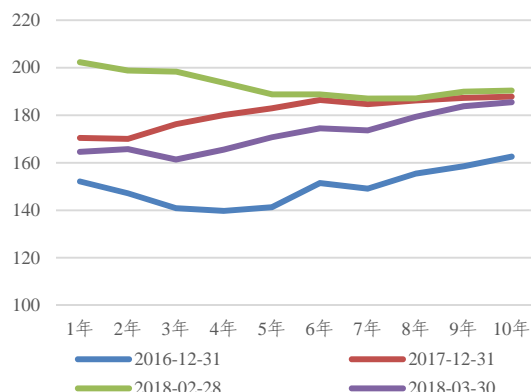
3 月城投债信用利差出现分化, 以城投债 AAA 曲线和城投债 AA+曲线为例, 1 个月期限信用利差出现了上涨, 9 个月及以上期限则均下降。

图表 17: AAA 级中短期票据信用利差 (单位: BP)



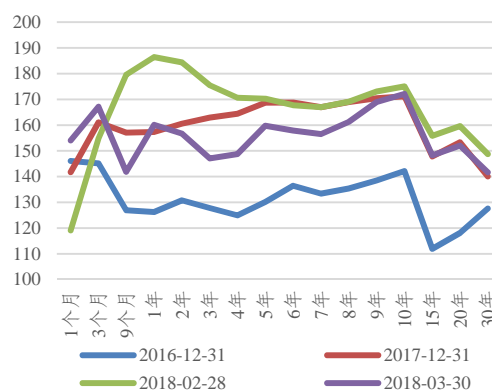
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 18: AA+级中短期票据信用利差 (单位: BP)



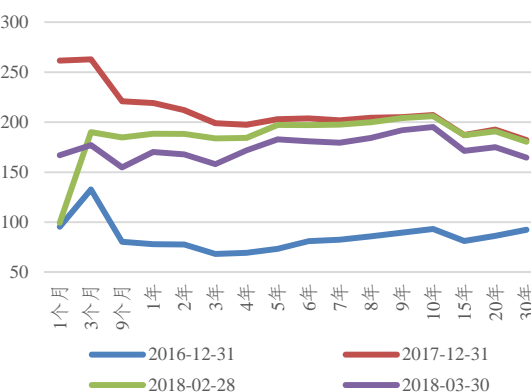
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

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

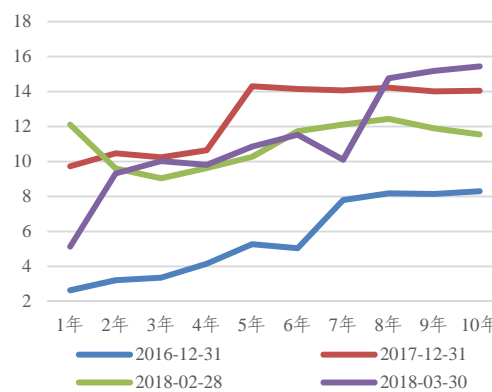
图表 20: AA+级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

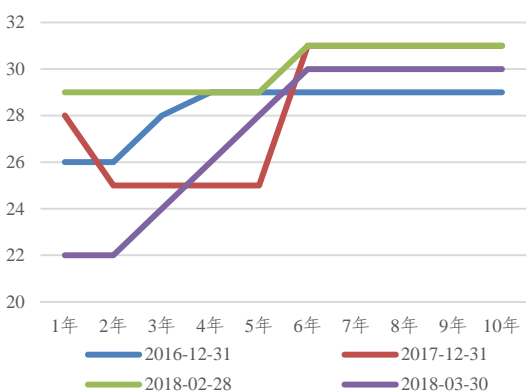
级差方面, 从中短期票据 AA+和 AAA 级之间的利差变化来看, 低等级信用债的收益率下行幅度高于高等级, 级差全面下降, 1-5 年期品种级差下降幅度较大。

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

今年以来，债券市场走势大体分为两个阶段，1月中旬以前，延续去年的调整走势，各类债券收益率上升至阶段高点，10年国债最高上涨3.98%；中旬以后，受流动性持续宽松等因素影响，收益率普遍明显回落，1季度末10年国债收益率较高点下降25个BP，5年AAA企业债收益率较高点下降40BP，3月末，受季末因素影响，短端利率略有反弹。

一季度全球经济景气度自高位略有回落，美联储货币政策持续收紧，中美贸易战导致全球金融市场大幅波动，市场风险偏好有所下降，国际黄金价格上涨。

中国经济增速今年可能小幅波动，美元贬值背景下人民币兑美元汇率升值，也可能对中国外贸出口形成压制，但中国严控债务风险，结构性去杠杆进程继续，海外机构对国内经济和债券市场保持乐观，购买国内债券有所加速；展望二季度，预期债市利率继续下行仍有空间，但需重视供给增加、融资需求回落可能会对债券市场形成扰动。