

政策利好下债券市场收益率继续下行

——2019 年 1 月债券市场利率分析及展望

研发部 黄田

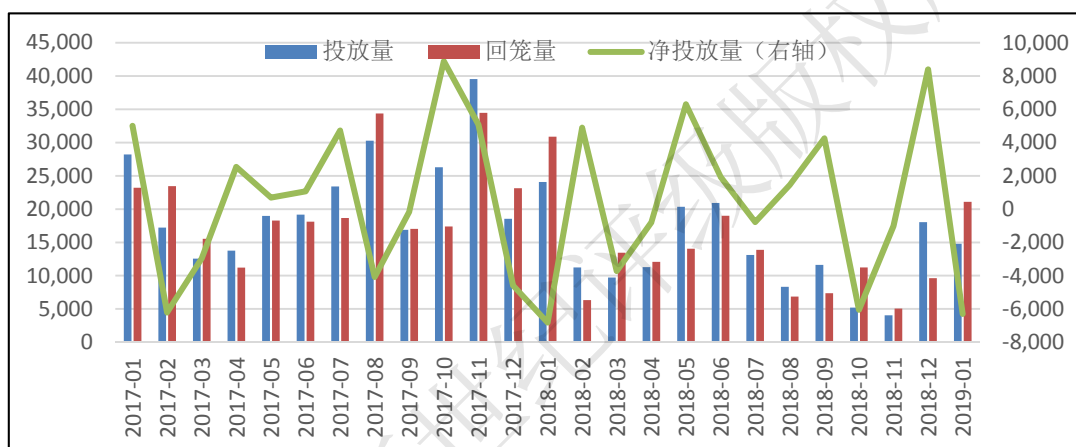
摘要：2019 年 1 月，在央行定向降准、开展定向中期借贷便利等多项政策利好下，银行间市场流动性保持合理充裕，货币市场利率较上年末下降，债市收益率继续下行；债市发行较上年同期明显回暖，发行成本除政策性银行债和企业债较上年末上升以外，其他券种的发行成本均下降；信用利差多数回落，中端级差收缩，长端与上年末持平。1 月美国发出暂停加息信号，全球货币政策表态偏宽松，叠加国内货币政策宽松预期，开年以来债券市场收益率继续下行，2 月在社融数据显著回暖，债市供给增加以及民企融资支持政策加码的背景下，利率债收益率继续震荡调整，预期随着实体融资环境的修复，利率债收益率下行趋势将有所放缓。

一、政策及货币市场利率

1 月银行间流动性依然保持合理充裕，央行公开市场操作保持净回笼，政策利率未变。

2019 年 1 月，央行公开市场操作净回笼 6300 亿元，其中逆回购投放 14800 亿元，到期 17200 亿元，逆回购当月实现净回笼 2400 亿元；当月未进行 1 年期 MLF 投放，但到期量为 3900 亿元，因此 1 月 MLF 净回笼 3900 亿元。1 月公开市场操作利率未变。

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

美联储发出暂停加息信号，欧洲央行和英国央行货币政策表态偏宽松。

海外央行方面，美联储 1 月进行的议息会议表示维持联邦基金目标利率区间

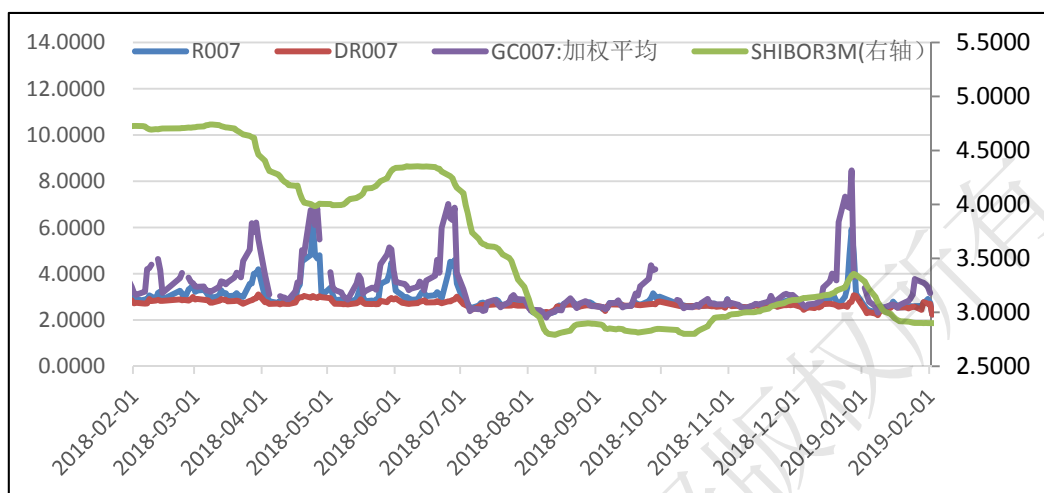
在 2.00%-2.25% 的水平，同时删除“进一步加息”的表述，改为“对未来联邦基金利率目标范围的调整保持耐心”；2 月 8 日英国央行宣布维持基准利率 0.75% 不变，同时下调 2019 年和 2020 年的经济增长预期。

1 月资金面合理充裕，货币市场利率较上年末下降。

2019 年 1 月，受央行定向降准、逆回购重启等因素影响，银行间市场流动性保持合理充裕，资金利率较上年末下降。1 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 2.16%、2.22% 和 2.15%，较上年末分别下降 30BP、38BP 和 34BP。

具体来看，随着元旦跨节因素逐渐消退，市场资金面较为宽松，资金利率自上年末开始显著下降，上旬整体表现为波动中下行，R007 和 DR007 一度分别低至 2.30% 和 2.21%；中旬表现较为平稳，月末受春节前资金需求影响，跨年资金相对紧张，R007 和 GC007 反弹至本月最高点，1 月 31 日分别达到 2.91% 和 2.70%，但由于春节期间央行进行公开市场操作呵护资金面，因此 R007 和 DR007 仍较上年末分别下降 22BP 和 34BP。

图表 2 资金利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

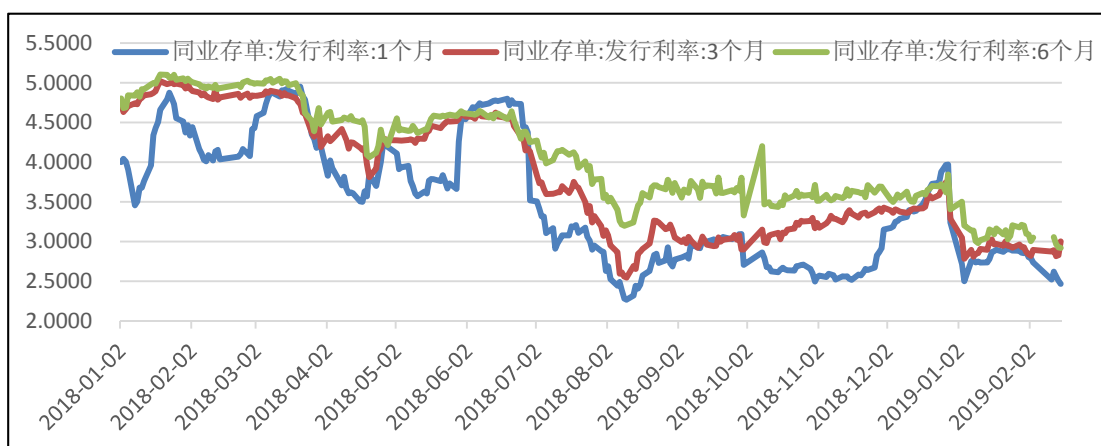
各期限同业存单发行利率全部下降。

同业存单方面，2019 年 1 月各期限发行利率全部下降，与资金利率表现类似，也是先下降后反弹，月末 1 个月、3 个月和 6 个月期品种发行利率最高分别反弹到 2.90%、3.00% 和 3.20%，分别较上年末下降 34BP、29BP 和 21BP。

1 月，同业存单总发行量 1.06¹ 万亿元，较上年 12 月减少 8355.50 亿元。从到期来看，本月同业存单总到期量为 8039.70 亿元，净融资额为 2515.40 亿元。

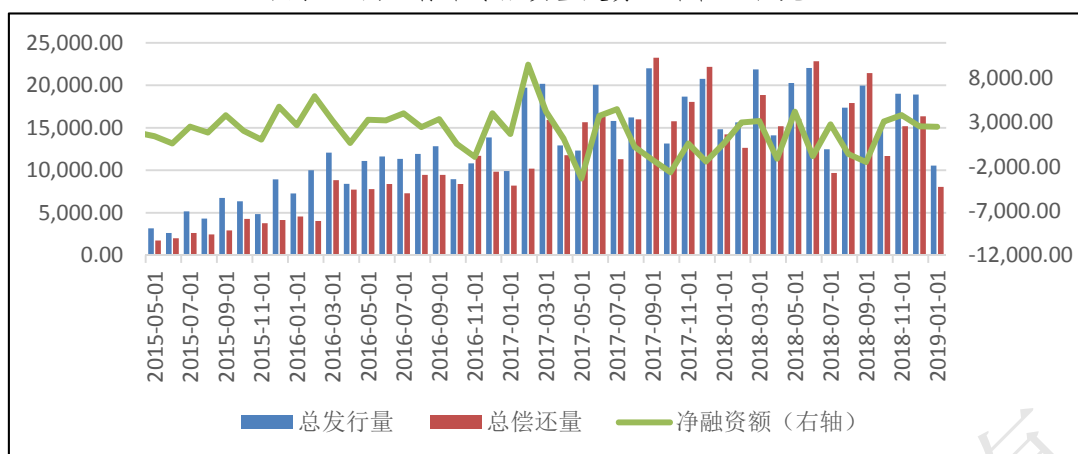
¹ 数据来源为 Wind 资讯，数据提取日期为 2019 年 2 月 13 日，下同。

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

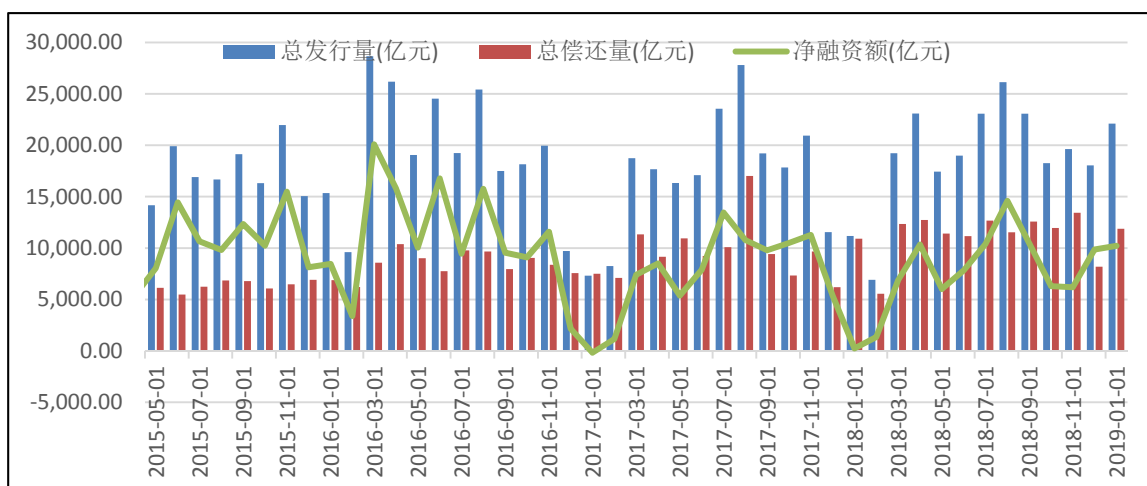
二、债券市场利率

1. 债券市场发行情况

剔除同业存单后，2019 年 1 月债券市场发行同比大幅增长，其中利率债、金融类信用债、非金融类信用债和资产支持证券发行均较上年同期增加。

2019 年 1 月，全国债券市场各类债券共发行 2914 支，较上年 1 月增长 22.95%；发行金额合计 3.26 万亿元，较上年同期增长 25.72%，发行支数和发行规模均高于去年同期。剔除同业存单后，2019 年 1 月，债券市场发行规模为 2.21 万亿元，较上年同期大幅增长 97.87%；发行支数 1375 支，是去年 1 月的 2.30 倍，发行支数和发行规模较去年同期明显回暖。

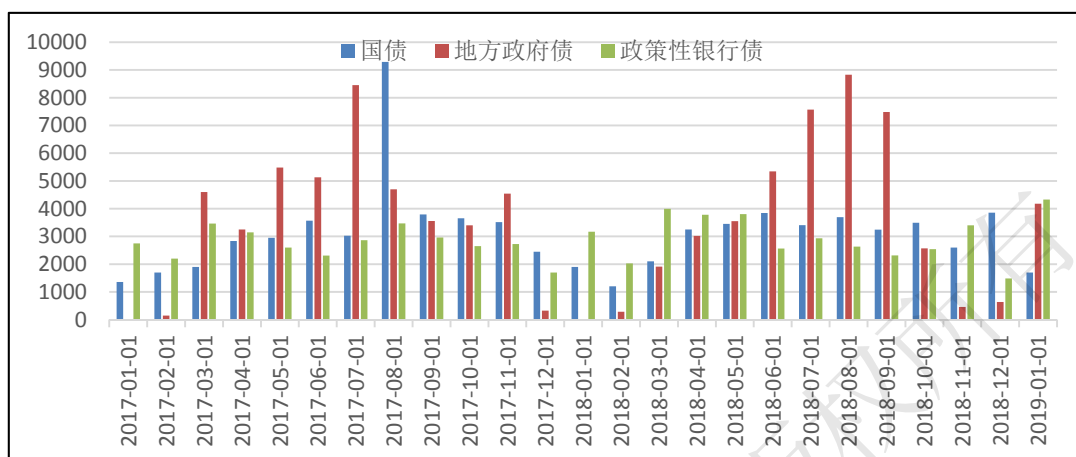
图表 5 债券市场发行情况（剔除同业存单，单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

分类来看，利率债发行规模较上年同期翻番，主要是地方政府债发行大幅增加所致，2019 年 1 月发行 4179.66 亿元，而上年同期未发行。此外，政策性银行债发行规模较去年 1 月增加，同比增幅为 36.54%。

图表 6 利率债发行情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

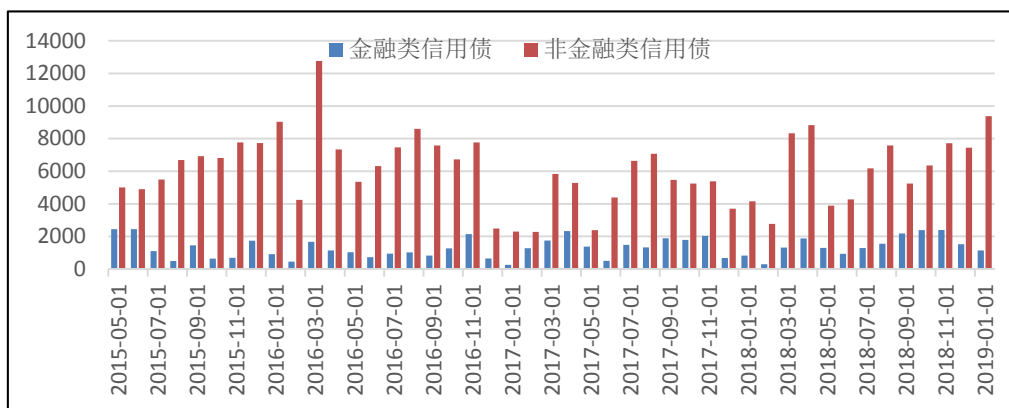
信用债方面，金融类信用债²1 月发行规模为 1143 亿元，较上年 1 月增加 321.20 亿元，主要是商业银行债和商业银行次级债发行增加所致。

2019 年 1 月，非金融类信用债³的发行规模同比大幅上升，1 月发行 9376.32 亿元，同比增长 125.96%，其中，除可交换债以外，各非金融类信用债发行同比均增长，其中企业债、公司债和中期票据的发行同比涨幅较大，分别为 578.09%、228.94%和 227.09%。

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。

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。

图表 7 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 1 月发行规模为 1289.91 亿元，同比涨幅为 77.04%，其中交易商协会 ABN 发行 259.08 亿元，证监会主管 ABS 发行 730.94 亿元，银监会主管 ABS 发行 299.89 亿元。

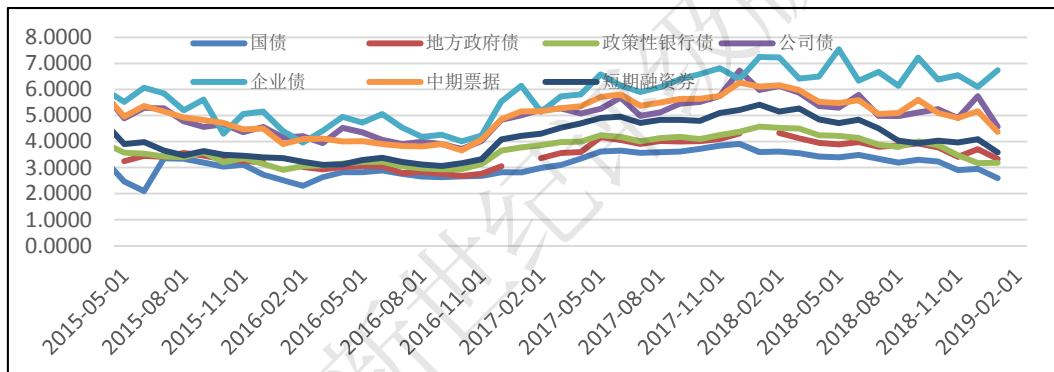
2. 债券市场发行利率

债券发行成本继续普遍下降，其中公司债和中期票据的成本回落较明显。

2019 年 1 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 2.5951%、3.3290%、3.1847%、4.5759%、6.7373%、4.3684%和 3.5822%，较上年末分别变化-35BP、-37BP、1BP、-116BP、64BP、-80BP 和 -50BP，除政策性银行债和企业债发行成本上升以外，其他券种的发行成本均下降，其中公司债和中期票据的发行成本回落较为明显。

企业债 1 月发行成本的上升可能与当月发行量较少而到期偿还量较大有关，1 月企业债总发行 290.90 亿元，较上年末下降 197.40 亿元，总到期偿还量为 491.12 亿元，比上年末增加 126.97 亿元，当月净融资额为 -290.22 亿元。

图表 8 主要债券发行成本走势（单位



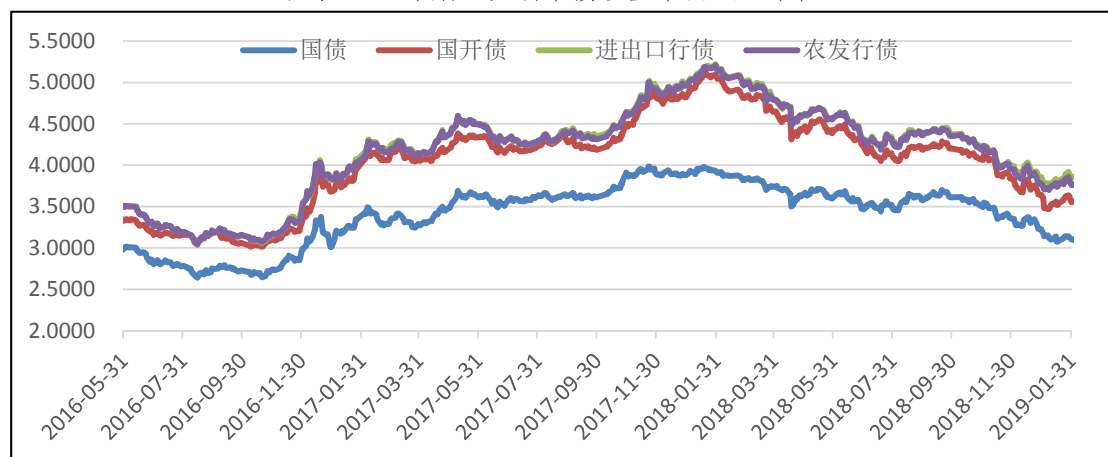
数据来源：Wind，新世纪评级整理

3. 债券市场收益率

2019 年 1 月利率债收益率和信用债收益率全部较上年末下降。

债券市场二级收益率方面，2019 年 1 月，中长期利率债收益率显著下行，10 年期国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率开年以来震荡下行，1 月末分别降至 3.10%、3.55%、3.85%和 3.76%，较上年末分别下降 12BP、9BP、1BP 和 2BP。

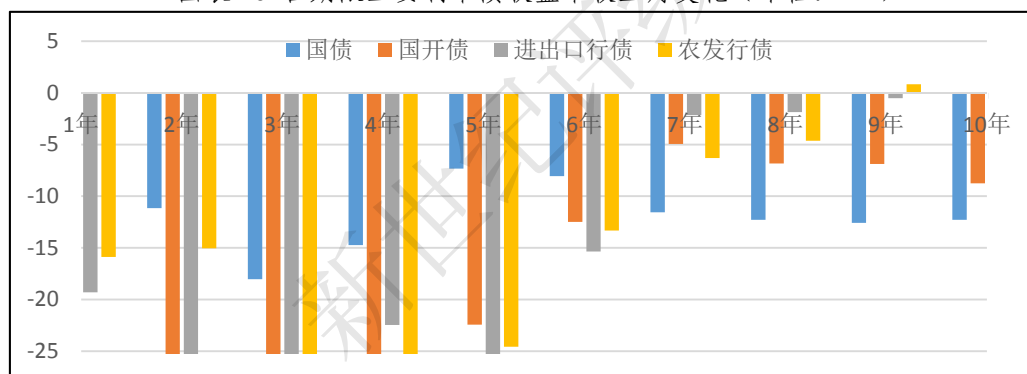
图表 9 10 年期主要利率债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

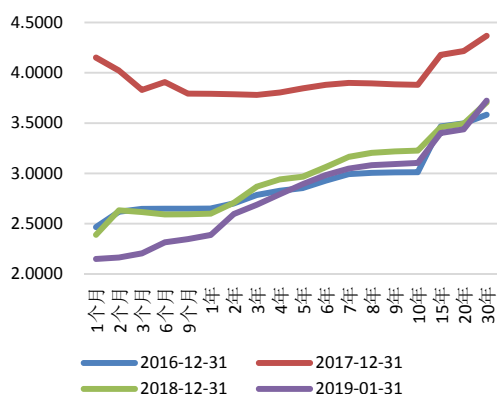
债市收益率自 2018 年四季度以来快速下行。2019 年 1 月，美联储再度释放偏鸽派信号，全球央行释放的货币政策信号整体也偏温和，国内货币政策所受的外部影响进一步减弱；同时，在央行提供的流动性支持下，银行间市场资金面持续宽松，债市二级收益率继续下降。进入 2 月，在流动性整体充裕和货币政策宽松预期下，债市收益率继续小幅下行，但在 1 月社融数据显著回暖、利率债供给增加、地方政府债密集发行以及民企融资支持政策持续加码的背景下，利率债收益率继续震荡调整，预期随着实体融资环境的修复，利率债收益率下行趋势将有所放缓。

图表 10 各期限主要利率债收益率较上月变化（单位：BP）



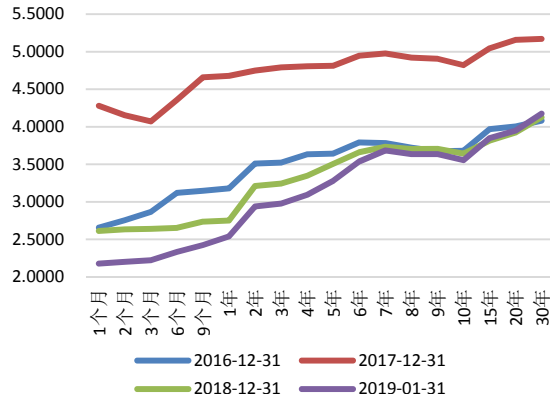
数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 11: 国债收益率曲线 (单位: %)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

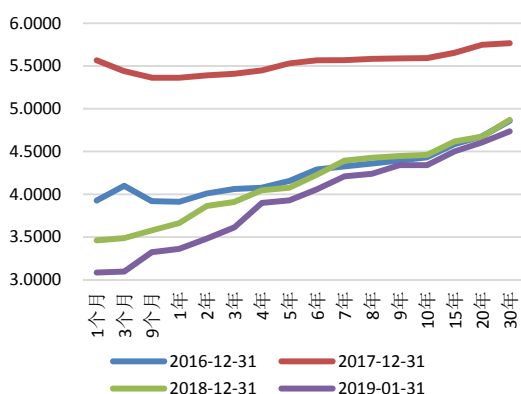
图表 12: 国开债收益率曲线 (单位: %)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

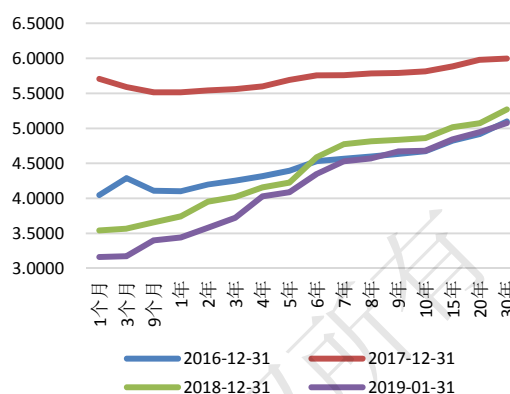
与利率债走势表现一样, 2019 年 1 月信用债收益率全部较上年末下降。就城投债 AAA 级、AA+级和 AA 级收益率而言, 所有期限收益率全部下降, 降幅分别在 6-39BP、13-39BP 和 14-42BP 之间。

图表 13: AAA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



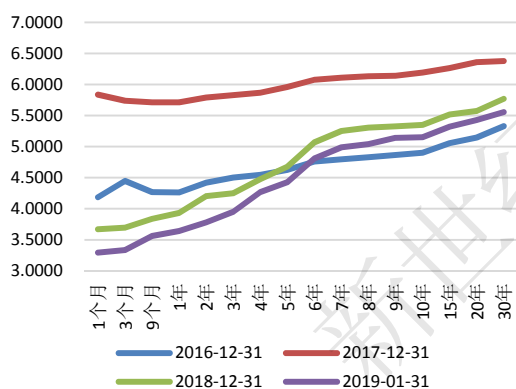
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 14: AA+级城投债收益率曲线 (单位: %)



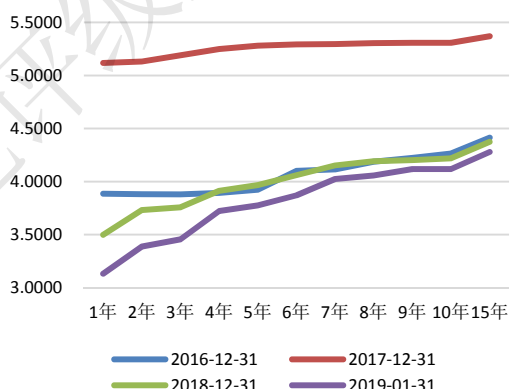
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 15: AA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

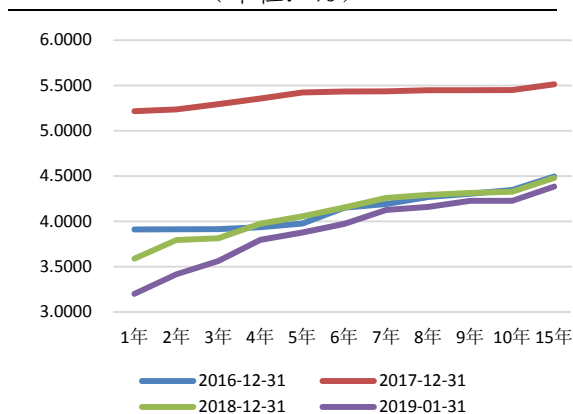
图表 16: AAA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

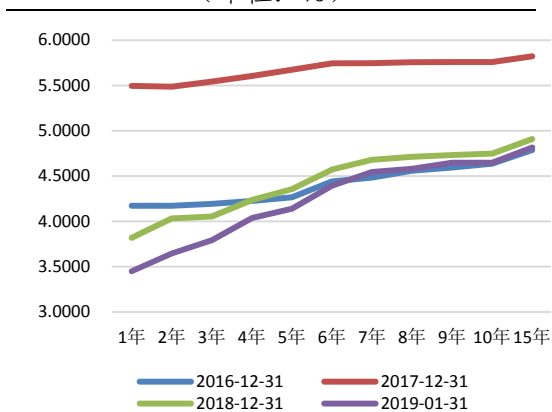
债券市场研究报告

图表 17: 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 18: AA+级中短期票据收益率曲线
(单位: %)

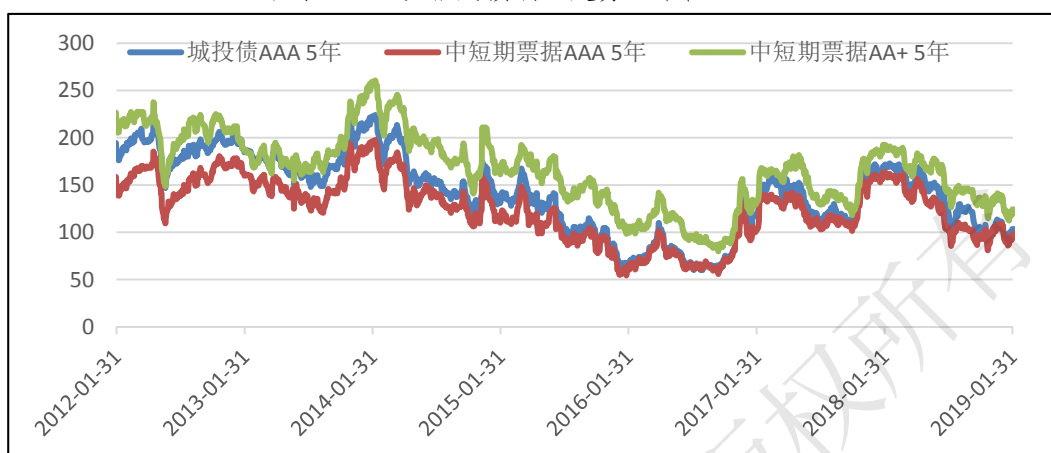


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

信用利差多数回落, 中端级差收缩, 长端与上年末持平。

2019 年 1 月末, 5 年期城投债 AAA、中短期票据 AAA 和中短期票据 AA+ 曲线信用利差分别为 103BP、98BP 和 124BP, 较上年末分别下降了 7BP、10BP 和 14BP。

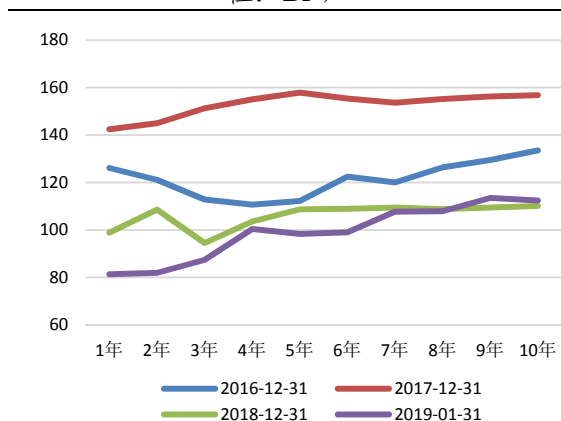
图表 19 主要信用债利差走势 (单位: BP)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

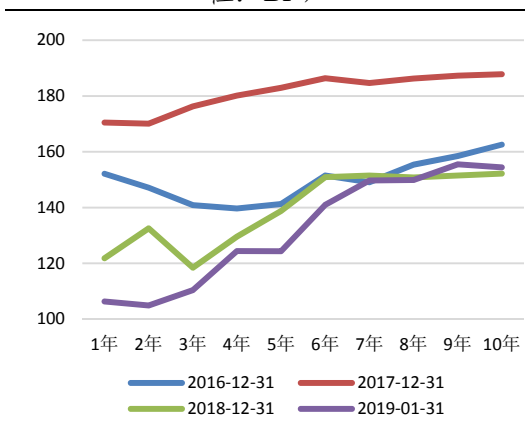
1 月信用利差多数下降, 但长端有所上升, 中短期票据 AAA 级 9 年期和 10 年期信用利差上涨, 涨幅分别为 4BP 和 2BP, 其他期限全部下降, 降幅在 1-27BP 之间; AA+级曲线表现与 AAA 级相同。

图表 20: AAA 级中短期票据信用利差 (单位: BP)



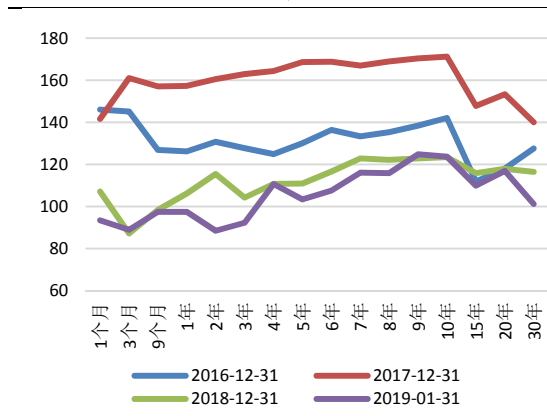
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 21: AA+级中短期票据信用利差 (单位: BP)



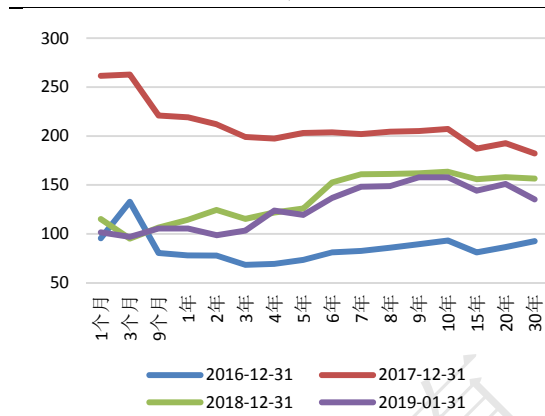
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 22: AAA 级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

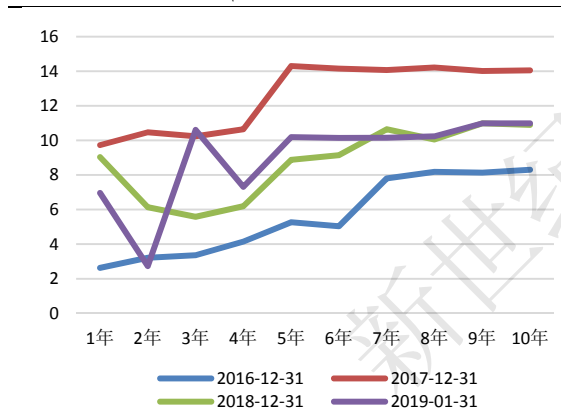
图表 23: AA+级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

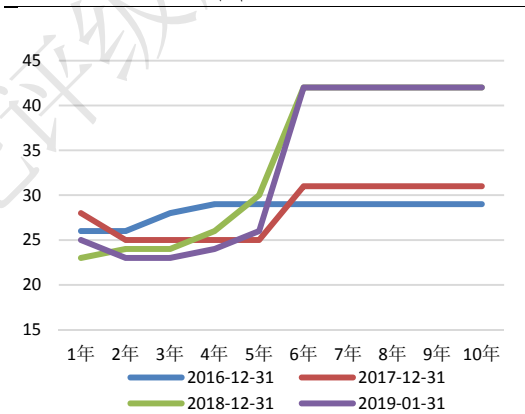
级差方面, 从中短期票据 AA+和 AAA 级之间的级差来看, 除 1 年期上升外, 2-5 年期级差全部下降, 而 6 年期及以上期限级差与上年末持平。

图表 24: 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 25: 中短期票据 AA+~AAA 级差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

三、小结与展望

2019 年开年以来，美联储发出暂停加息信号，全球货币政策表态趋于宽松，同时央行实施定向降准、开展定向中期借贷便利等多项宽松利好政策，在国内外因素影响下，银行间市场流动性保持合理充裕，货币市场利率较上年末下降，债市发行和收益率继续下行。

随着美联储和全球货币政策逐渐趋于宽松，中国央行货币政策所受欧美等央行货币政策的影响程度有所减弱，债券牛市有望继续。1 月经济数据显示社融数据显著回暖，利率债供给增加，地方政府债密集发行，同时国务院对于民企融资的支持政策再度加码，市场情绪将进一步修复，债市收益率将继续维持震荡调整，预期随着实体融资环境的好转，利率债收益率下行趋势将有所放缓。

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。