

预期中国债市收益率将继续震荡调整

——2019年2月债券市场利率分析及展望

研发部 黄田

摘要：2019年2月，银行间市场流动性整体仍合理充裕，政策利率保持稳定。2月中旬后受逆回购暂停影响，资金面边际收紧，货币市场利率较上月小幅上升，债市收益率短降长升，债市发行环比下降，发行成本中利率债成本多数上升，信用债仍以下降为主；信用利差短降长升，级差短端收缩，长端与上月末持平。2月债市收益率在多空因素共同作用下开始震荡调整，美联储加息进程的放缓将弱化美债收益率上行的动力，国内货币政策未来的宽松空间更大，预期3月社融可能继续反弹、资金面边际收紧、民企宽信用政策继续推进，债市收益率将在市场风险偏好波动影响下继续调整。

一、政策及货币市场利率

2019年2月，政策利率保持不变，银行间市场流动性整体仍合理充裕，央行公开市场操作保持净回笼，

2019年2月，央行公开市场操作净回笼7235亿元，其中逆回购投放3600亿元，到期7000亿元，逆回购当月实现净回笼3400亿元；当月仍然未进行1年期MLF投放，但到期量为3839亿元，2月MLF净回笼3839亿元。2月公开市场操作利率保持不变，央行保持月初月末净投放，中间净回笼的节奏。

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

美联储年内加息概率下降，“今年晚些时候”可能停止缩表。

海外央行方面，美联储主席2月27日表示，美国将“很快”宣布结束缩表计划，并预计将于“今年晚些时候”停止缩表，同时重申美联储将对未来货币政策

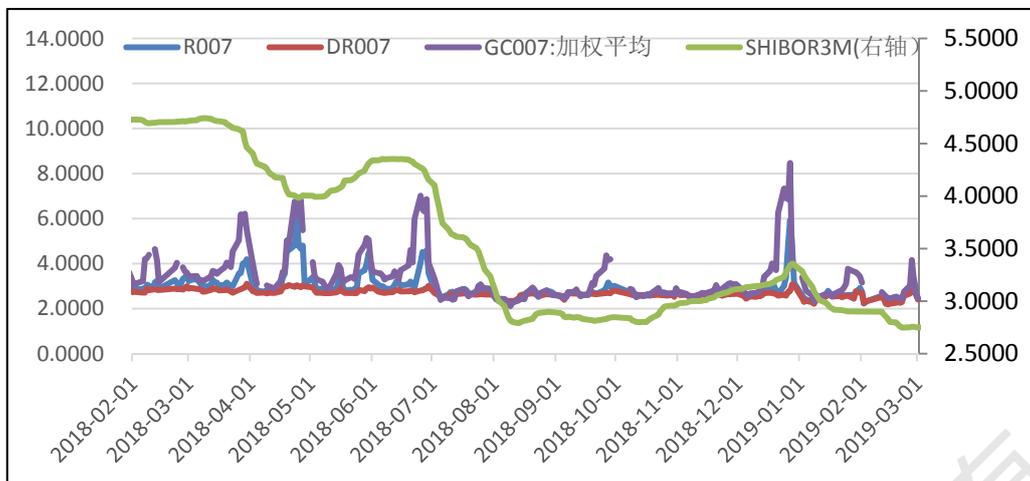
债券市场研究报告

调整保持耐心；此外，英国央行在宣布维持基准利率不变的同时强调，未来的任何加息都是渐进且有限的；日本央行和欧洲央行货币政策也都释放“鸽派”信号。

2019年2月中旬后，中国市场资金面边际收紧，货币市场利率较上月小幅上升。

2月，受央行暂停逆回购和国库现金定存到期影响，银行间市场流动性略有收紧，资金利率较上月有所上升。2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2.23%、2.26%和2.20%，较上月末分别上升7BP、4BP和5BP。

图表2 资金利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

中国银行间市场各期限同业存单发行利率继续下降。

同业存单方面，2月各期限发行利率全部较上月末下降，从全月走势来看，与资金利率表现类似，全月震荡下行，月末反弹，月末1个月、3个月和6个月期发行利率分别为2.75%、2.82%和2.99%，仍较上月末分别下降12BP、4BP和11BP。

2月，同业存单总发行量1.14¹万亿元，较上月增加829.80亿元，总到期量为12433.80亿元，净融资额为-1048.90亿元。

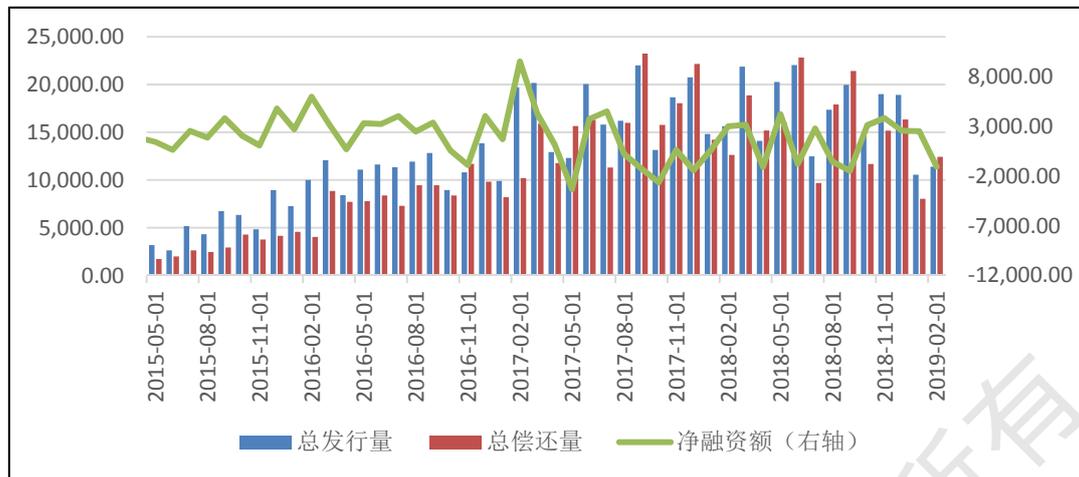
¹ 数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2019年3月4日，下同。

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、中国债券市场利率

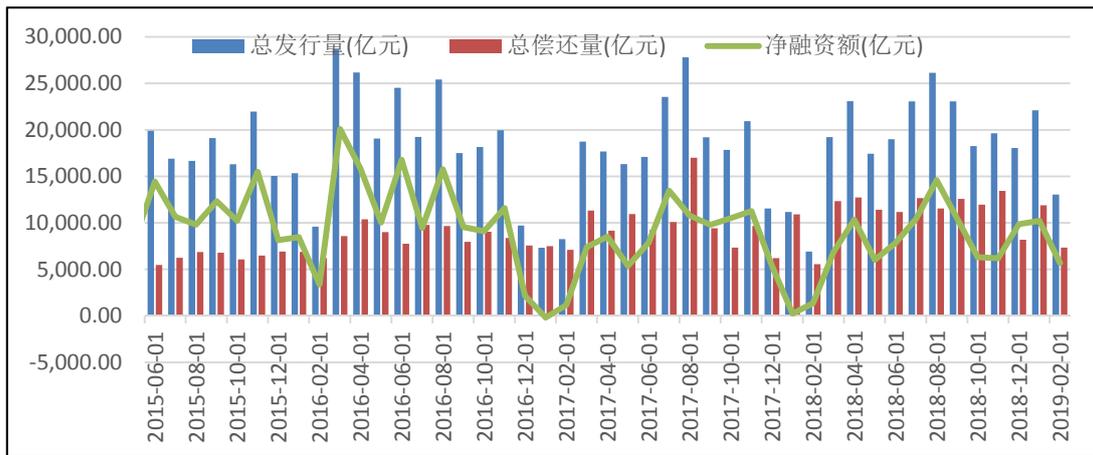
（一）债券市场发行情况

剔除同业存单后，2019年2月债券市场发行环比下降，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月减少。

2019年2月，全国债券市场各类债券共发行2225支，较上月下降23.64%；发行金额合计2.43万亿元，较上月下降25.37%，发行支数和发行规模均低于上月。剔除同业存单后，2019年2月，债券市场发行规模为1.31万亿元，较上月下降，环比降幅为40.89%；发行支数558支，仅为上月的一半，发行支数和发行规模全部较上月下降。

债券市场研究报告

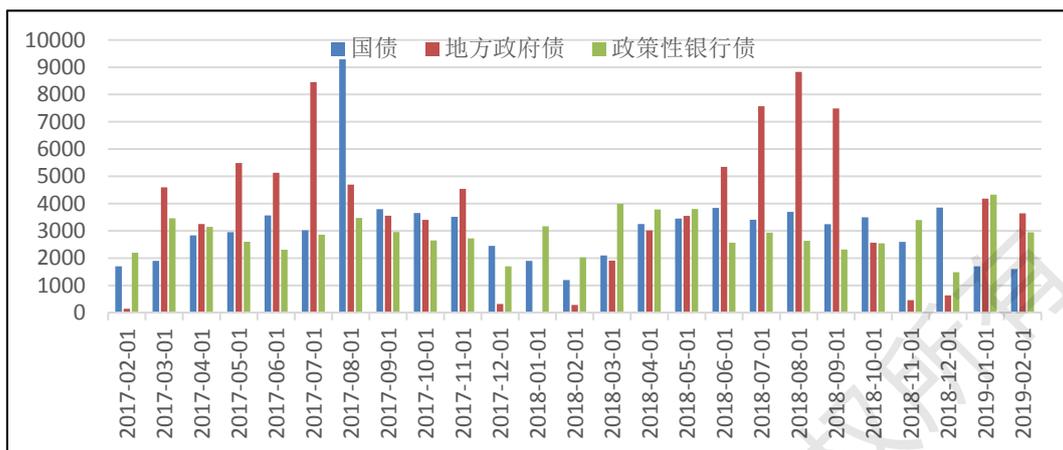
图表 5 债券市场发行情况（剔除同业存单，单位：亿元）



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月下降，主要是政策性银行债发行较上月减少所致，2 月发行 2950 亿元，环比下降 31.86%，此外，国债和地方政府债发行也较上月下降，环比降幅分别为 5.88% 和 12.87%。

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

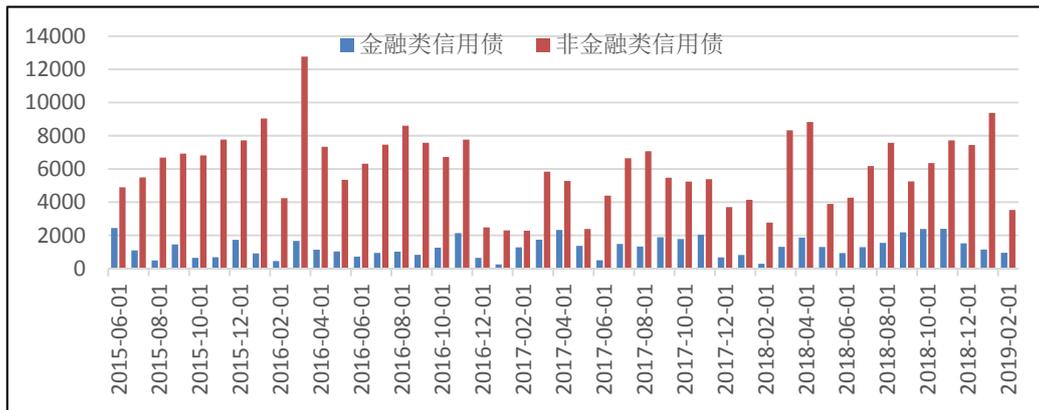
信用债方面，金融类信用债²2 月发行规模为 952 亿元，较 1 月减少 191.00 亿元，主要是证券公司债发行减少所致。

2019 年 2 月，非金融类信用债³的发行规模环比大幅下降，2 月发行 3533.24 亿元，环比下降 62.32%，各非金融类信用债发行规模均较上月减少，其中除公司债和可交换债环比降幅在 43.03% 和 37.50% 之外，其他券种发行规模环比降幅均在 50% 以上。

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 2 月发行规模为 333.20 亿元，环比下降 74.17%，其中交易商协会 ABN 发行 75.81 亿元，证监会主管 ABS 发行 105.93 亿元，银监会主管 ABS 发行 151.47 亿元。

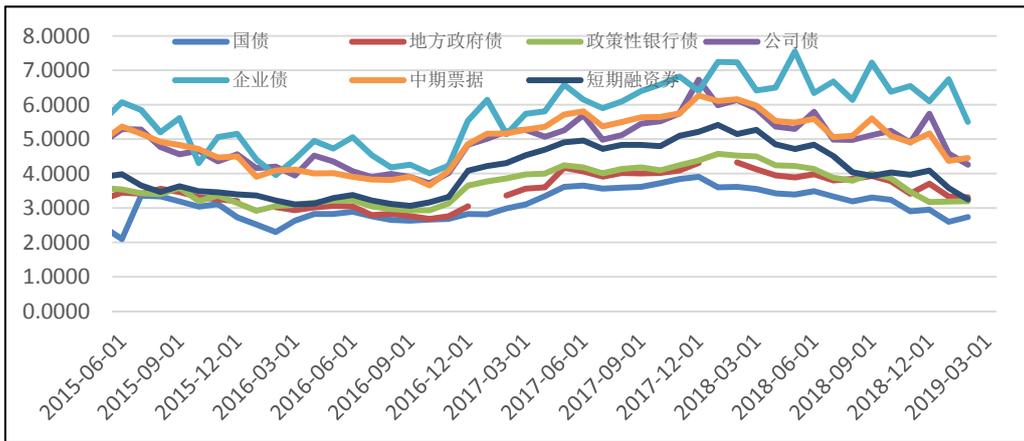
（二）债券市场发行利率

利率债发行成本多数上升，信用债发行利率仍以下降为主，其中企业债的发行成本回落较明显。

2019 年 2 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 2.7342%、3.3115%、3.1928%、4.2556%、5.5015%、4.4520%和 3.2444%，较上月末分别变化 14BP、-2BP、1BP、-32BP、-124BP、8BP 和 -34BP，其中国债、政策性银行债和中期票据发行成本较上月上升，其他券种的发行成本下降，企业债的发行成本回落较为明显。

2 月企业债发行成本的大幅回落可能与 1 月末发改委在关于企业债发行管理工作的发布会中公布的利好消息有关，发改委指出，2019 年要继续做好企业债券发行管理工作，聚焦重点领域、扩大企业债发行规模、优化企业债直接融资服务，这为今年企业债融资提供了重大利好。

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

(三) 债券市场收益率

2019 年 2 月, 利率债收益率和信用债收益率出现期限分化, 均表现为短端下降, 中长端上升。

债券市场二级收益率方面, 2019 年 2 月, 中长期利率债收益率有所上升, 10 年期国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率波动中反弹, 2 月末分别为 3.17%、3.68%、3.98% 和 3.87%, 分别较上月末上升 7BP、13BP、13BP 和 11BP。

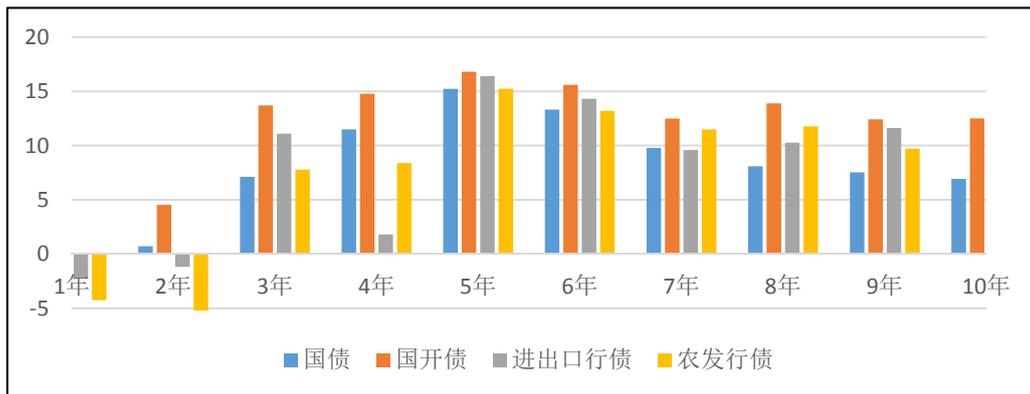
图表 9 10 年期主要利率债收益率曲线 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

从利率债收益率变化来看, 2 月出现期限分化, 短端收益率有所下降, 中长端收益率全部上升。就国债和国开债收益率而言, 1 年及以下期限收益率多数下降, 其他期限则全部上涨, 涨幅在 1-17BP 之间。

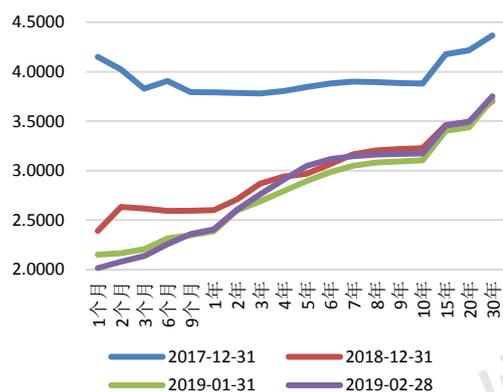
图表 10 各期限主要利率债收益率较上月变化 (单位: BP)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

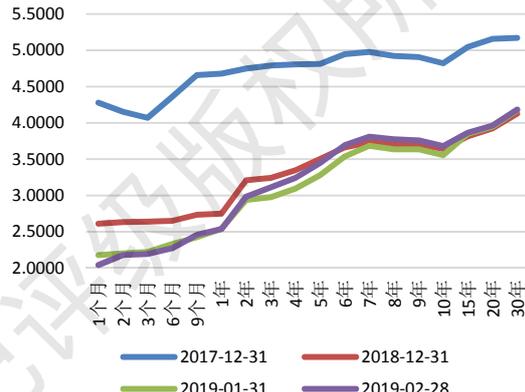
2019 年 2 月, 债市收益率在多空因素共同作用下开启了一轮震荡调整, 在央行保持流动性合理充裕的基调下, 月初至 2 月中旬债市收益率继续下行, 随后在 1 月社融增速大幅回升、股市进入阶段性牛市、中美贸易摩擦缓和的带动下, 债市二级收益率出现反弹。预期 3 月利率债收益率走势仍将继续震荡, 美联储加息进程的放缓将弱化美债收益率上行的动力, 2018 年四季度货币政策执行报告以及两会的政府工作报告中关于货币政策的表述均删除了“中性”二字, 这意味着国内货币政策未来的宽松空间更大, 利率债收益率仍有下行动力, 但同时社融增速反弹有望持续、3 月资金面可能在企业缴税、银行监管考核以及地方政府债券发行影响下出现边际收紧趋势, 此外今年以来民企宽信用政策不断推进, 实体融资环境有望修复, 3 月需继续关注市场风险偏好变化带来的收益率调整。

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: %)

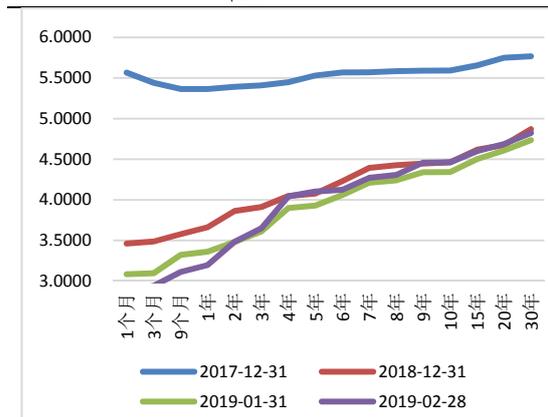


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

与利率债走势类似, 2 月信用债收益率也表现为短降长升。就城投债 AAA 级、AA+级和 AA 级收益率而言, 1 年期及以下期限收益率全部下降, 降幅 15-26BP 之间; 3 年期以上收益率则上涨, 涨幅分别在 6-17BP、1-12BP 和 5-14BP 之间。

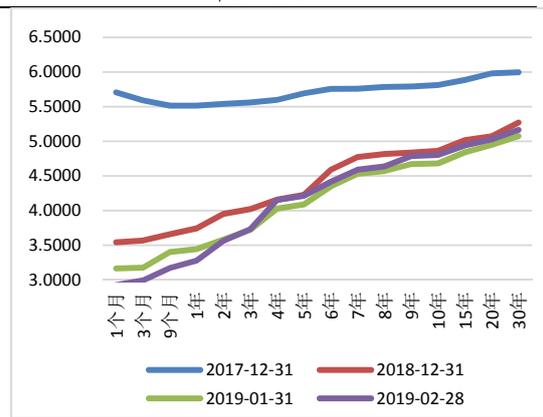
债券市场研究报告

图表 13: AAA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



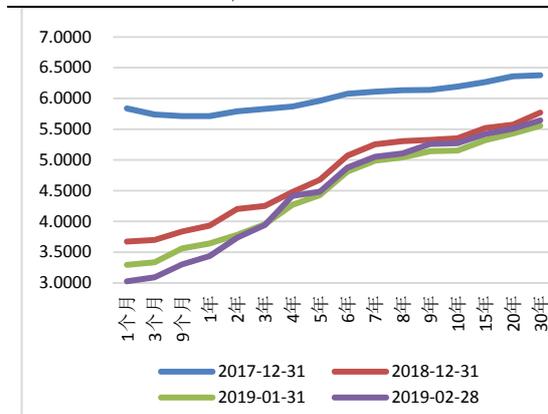
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 14: AA+级城投债收益率曲线 (单位: %)



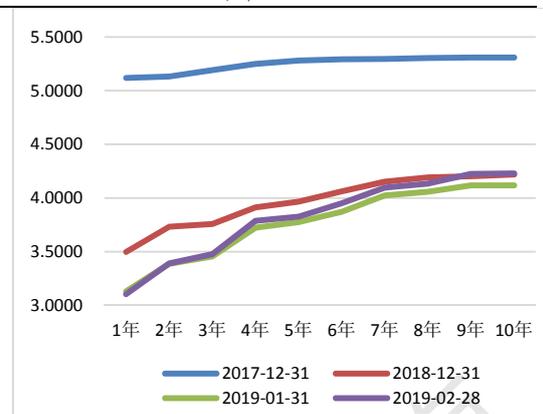
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 15: AA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



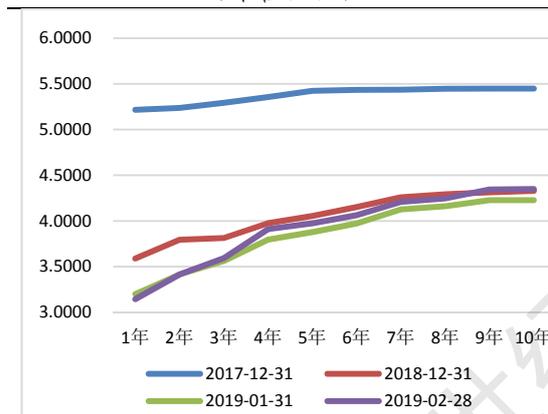
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 16: AAA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



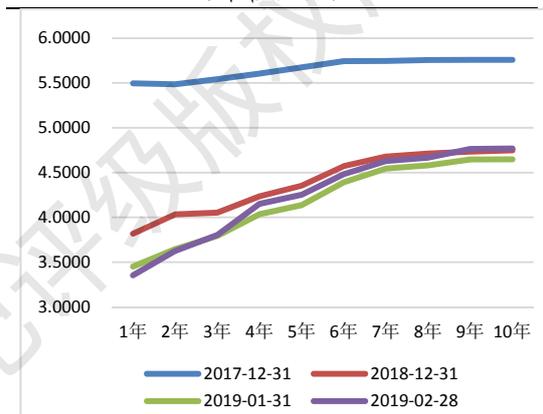
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

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: %)



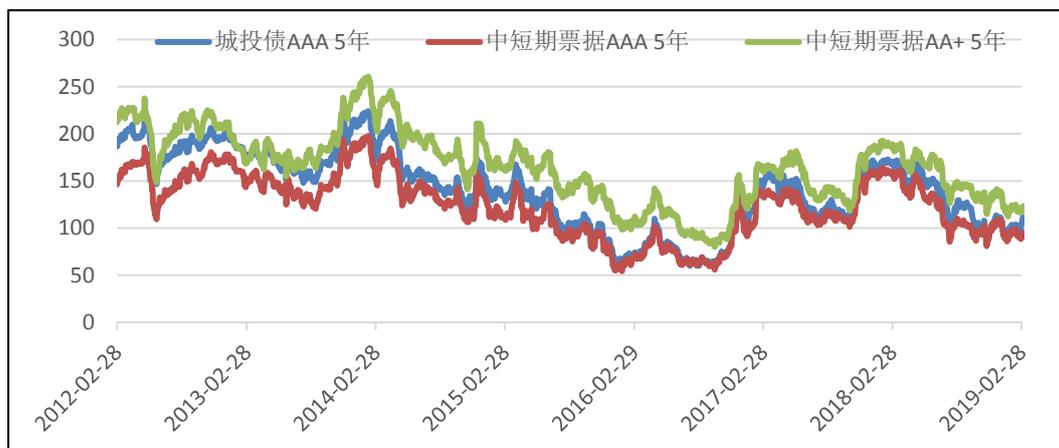
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

信用利差短降长升, 级差短端收缩, 长端与上月末持平。

2019年2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 105BP、93BP 和 121BP, 较上月末分别变化了 2BP、-5BP

和-3BP。

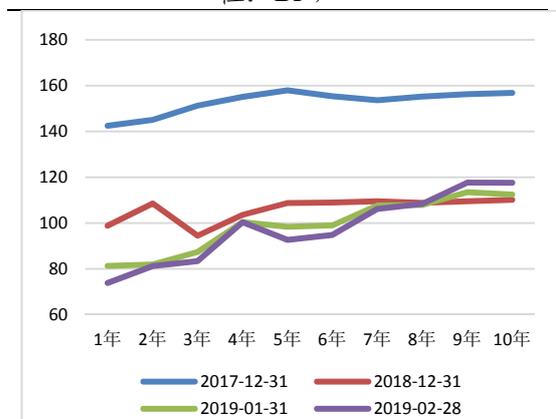
图表 19 主要信用债利差走势（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

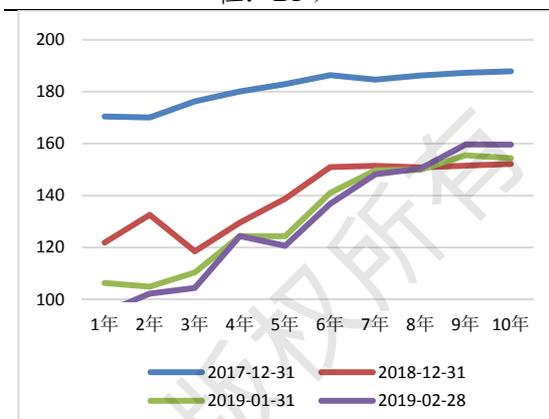
2019年2月，信用利差出现分化，中短端全部下降，长端有所上升，中短期票据AAA级和AA+级曲线表现相同，1-7年期信用利差下降，降幅分别为1-7BP和1-11BP之间；8-10年期则上涨，涨幅在1-5BP之间。

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

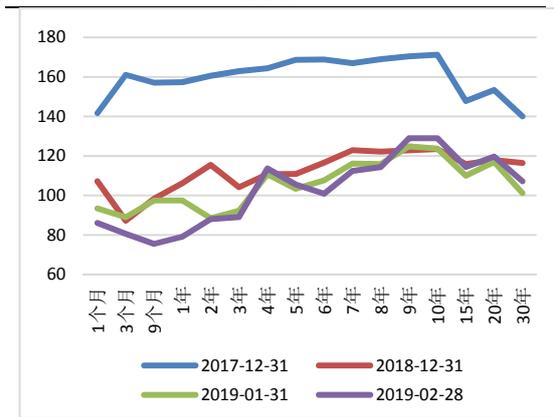
图表 21: AA+级中短期票据信用利差（单位：BP）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

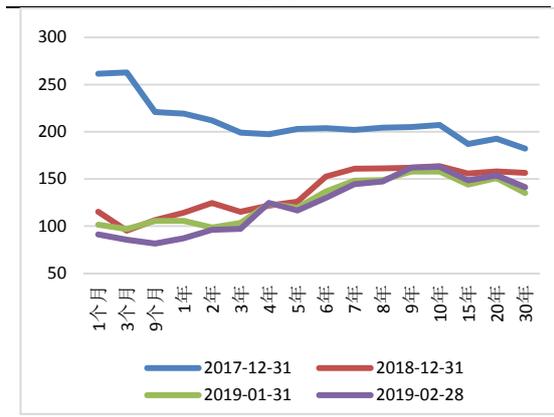
债券市场研究报告

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

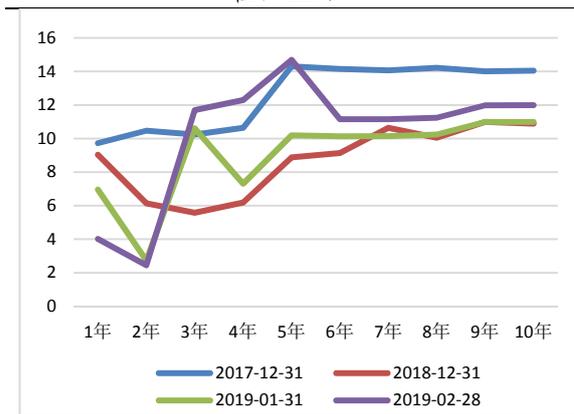
图表 23: AA+级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

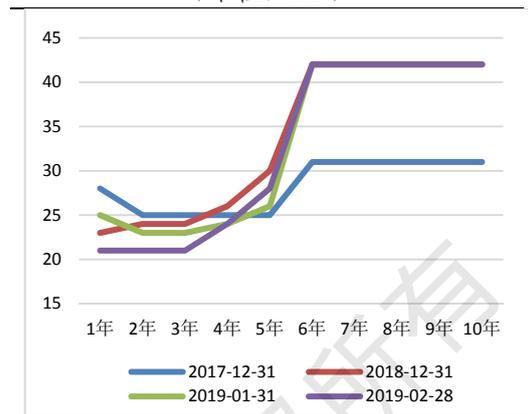
级差方面, 从中短期票据 AA+和 AAA 级之间的级差来看, 除 5 年期上升外, 1-3 年期级差全部下降, 而 6 年期及以上期限级差则与上月末持平。

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 2 月, 由于银行间市场流动性总量处于较高水平, 春节后央行公开市场暂停逆回购操作, 资金面边际收紧, 货币市场利率较上月小幅上升, 利率债发行成本随之上升, 债市收益率在多空因素共同作用下震荡调整, 短端下行, 中长端上升。

受美联储加息进程放缓和国内经济的影响, 中国央行对货币政策的表述更加宽松, 政策继续向宽信用方向转变, 债券市场有望长期看好; 同时, 社融增速的反弹并未带动基本面的好转, 资金面可能在监管考核和地方政府债发行等因素影响下边际收紧, 实体融资环境有望在民企宽信用政策的不断推进下逐步优化。就 2019 年 3 月而言, 需要关注市场风险偏好变化给债市收益率带来的调整。

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。