

债券市场利率回顾与展望（2019年1月）

■ 文 / 徐永 黄田

摘要 ▶▶

2018年信用债市场发行在整体信用收缩的情况下，受益于标准化债权业务发展的有利环境，以及相对宽松的货币资金情况，全年发行明显回暖，主要信用债发行成本下降，信用利差收窄，不过民营企业债券发行人的融资环境相对恶化，违约情况增加。2019年中国经济面临的内外部压力仍较大，财政政策有一定的发力空间，在财政赤字率提高的情况下，地方债的发行将明显放量；预期金融类信用债的发行将继续增加，非金融类信用债的发行也将保持增长，房地产等行业的债券到期融资压力较大，发行成本在货币政策护航下整体反弹压力较小，但需关注基本面边际改善给债市利率带来的调整压力。

一、金融监管继续强化，债券市场发行有所回暖，非金融类信用债发行及净融资额均大幅增长

（一）坚持防风险思路，金融监管继续强化

2018年，监管层延续了防风险和去杠杆的思路，继续出台政策整治金融市场违法违规行为，上半年陆续推出了包括委托贷款、理财业务、大额风险暴露等

在内的针对商业银行的政策，资管新规及配套细则，地方政府及国有企业监管政策等。

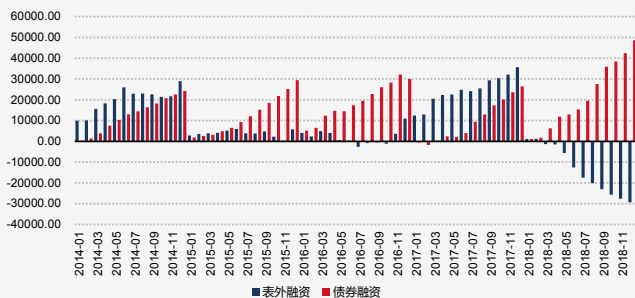
受金融强监管影响，表外融资明显萎缩，同时在系列政策支持下，债券融资明显加速。2018年，新增社会融资规模中表外融资减少2.93万亿元，而上年同期为增加3.57万亿元；而同期新增社会融资规模中债券融资增加4.86万亿元，较2017年的2.64万亿元明显增加。

图表1：2018年主要金融监管政策一览表

时间	发布者	文件	主要内容
2018.01.05	银保监会	《商业银行委托贷款管理办法》	规定委托贷款的资金来源，不得是受托管理的他人资金、银行授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等；银行不得接受委托人为金融资产管理和经营贷款业务机构的委托贷款业务申请；资金不得用于国家禁止领域、不得从事债券、资管等金融产品投资。
2018.01.13	银保监会	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	重点整治公司治理不健全、违反宏观调控政策、影子银行和交叉金融产品风险、侵害金融消费者权益、利益输送、违法违规展业、案件与操作风险、行业廉洁风险等8个方面22条乱象。
2018.03.30	财政部	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》	金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或间接通过地方国有企业等单位间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资；不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。
2018.04.27	央行、银保监会、证监会、外汇管理局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	按照产品类型统一监管标准，强化金融机构的勤勉尽责和信息披露义务，明确资产管理业务不得承诺保本收益，打破刚性兑付，严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险，抑制通道业务。
2018.05.04	银保监会	《商业银行大额风险暴露管理办法》	商业银行对同业单一客户或集团客户的风险暴露不得超过一级资本净额的比例由50%下降至25%，对同业业务的限制进一步加强；对于小额分散投资的资管和资产证券化产品，设置了风险暴露的宽松处理办法。
2018.05.25	银保监会	《商业银行流动性风险管理办法》	新增净稳定资金比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率三个流动性风险监管指标。
2018.07.20	央行	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	对4月发布的资管新规有关事项进一步明确：公募资产管理产品可以适当投资符合要求的非标准化债权类资产，过渡期内金融机构可以发行老产品投资新资产，但需符合相应要求等。
2018.08.08	国家发改委、人民银行、财政部、银保监会、国资委	《2018年降低企业杠杆率工作要点》	建立健全企业债务风险防控机制，充分发挥国有企业资产负债约束机制作用，加强金融机构对企业负债的约束，完善国有企业资本管理机制，健全企业债务风险监测预警机制，完善大型企业债务风险联合处置机制。
2018.09.13	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	分类确定国有企业资产负债约束指标标准，完善国有企业资产负债自我约束机制，合理设定资产负债率水平和资产负债结构；加强资产负债约束日常管理；加强金融机构对高负债企业的协同约束；强化企业财务失信行为联合惩戒机制。
2018.09.28	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	商业银行应当根据募集方式、投资性质、运作方式等分类管理理财产品；建立健全管理体系和管理制度，并从销售管理、投资运作管理、理财托管、信息披露、和监督管理等方面对理财产品作出相应规定。

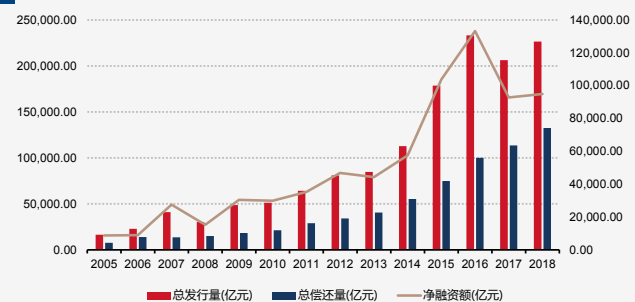
数据来源：新世纪评级根据公开资料整理

图表2：新增社会融资规模中表外融资与债券融资情况（单位：亿元）



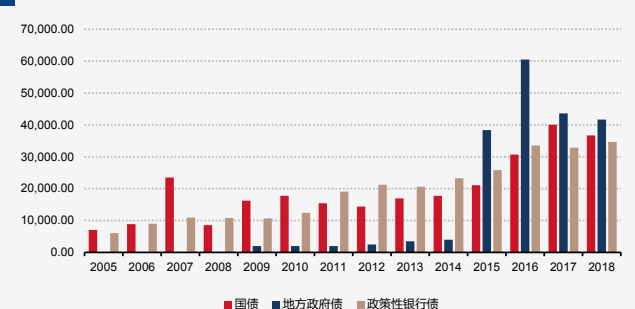
数据来源：新世纪评级整理

图表3：债券市场发行情况（剔除同业存单）



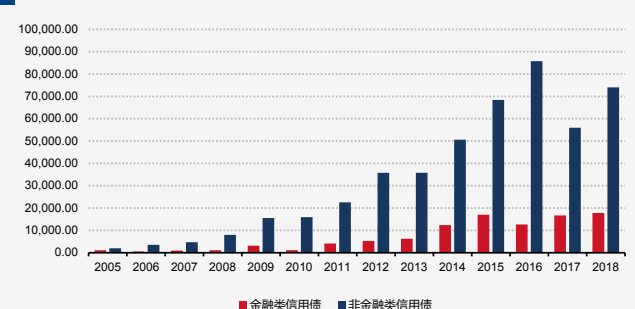
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表4：利率债发行情况（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表5：信用债发行情况（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（二）利率债发行继续下降，非金融类信用债明显反弹

2018年，全国债券市场各类债券共发行3.92万支，较上年增加1864支；发行金额合计43.76万亿元，较上年增长7.24%，发行支数和发行规模均较去年增加。2018年，同业存单发行支数和发行规模分别为2.73万支和21.10万亿元，较上年分别增长1.43%和4.62%。剔除同业存单后，债券市场全年的发行规模为22.66万亿元，发行支数1.19万支，较去年分别增长9.80%和14.24%，发行规模和发行支数全部较去年回暖。

分大类来看，利率债发行规模较2017年继续下降，主要是今年国债和地方政府债发行规模较上年减少所致，2018年分别发行3.67万亿元和4.16万亿元，较上年分别下降8.42%和4.43%。此外，政策性银行债发行同比上升，2018年发行3.46万亿元，较上年增长5.50%。

信用债方面，金融类信用债¹2018年发行规模为1.78万亿元，较上年增长6.80%，主要是商业银行债和证券公司短期融资券发行较上年增加所致。

2018年，非金融类信用债²的发行规模明显反弹，由2017年的5.60万亿元增加到2018年的7.40万亿元，同比增幅为32.30%。受益于今年央行货币政策的结构性宽松，以及资管新规落地后信用债市场承接的部分表外融资需求，传统信用债发行明显回暖，其中中期票据、短期融资券和定向工具2018年合计发行5.37万亿元，而去年发行量为3.91万亿元，是传统信用债回暖的主要动力。

2018年资产支持证券总发行规模为2.01万亿元，同比上涨35.89%，其中交易商协会ABN发行1256.98亿元，证监会主管ABS发行9509.74亿元，银监会主管ABS发行9318.35亿元。

¹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。

²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。

（三）利率债和金融类信用债净融资较上年下降，非金融类信用债净融资额大幅增长

从净融资的走势来看，2018年债券市场净融资额为11.39万亿元，较上年增长3.64%；剔除同业存单后，债券市场净融资额为9.59万亿元，较2017年的9.28万亿元上涨2.28%。在2018年信用债发行整体回暖的带动下，今年债券市场净融资经历了2017年的明显下降后开始反弹。

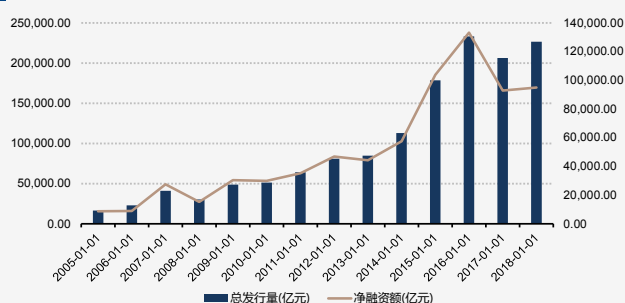
从分类净融资情况来看，因2018年发行规模的下降，利率债净融资额较上年下降，2018年净融资额为5.76万亿元，下降幅度为15.16%；金融类信用债的净融资较2017年下降幅度较大，为8065.95亿元；非金融类信用债2018年的净融资额为1.71万亿元，受发行规模反弹影响，净融资额较2017年大幅增长537.99%。

（四）除企业债融资成本上升外，其余债券发行成本普遍下降，其中短期限、高等级信用债的发行成本下降幅度较大

2018年，债券市场发行成本普遍下降，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当年的加权平均发行利率分别为3.3148%、3.8926%、4.0773%、5.3187%、6.4674%、5.4047%和4.5489%，较2017年分别变化-24BP、-5BP、-1BP、-3BP、30BP、-16BP和-22BP，其中企业债发行成本上升，其他券种的发行成本全部下降。

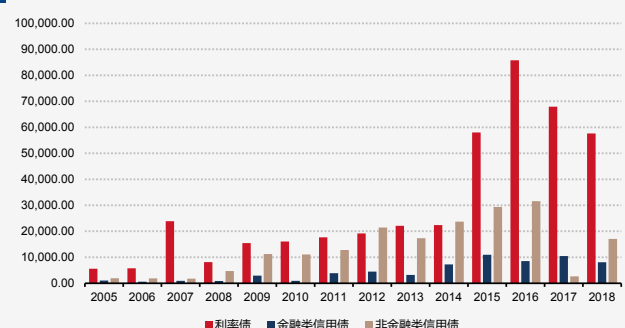
2018年在保持市场流动性合理充裕的基调下，资金面中性偏松，资金利率较上年下降，从而带动债券市场发行成本普遍下行，国债和短期融资券成本下降较大，较2017年分别下降24BP和22BP。但在金融防风险和强监管的背景下，地方政府隐性债务监管趋严，地方融资平台融资压力增加，企业债发行成本较2017年上升30BP。

图表6：债券市场发行与净融资情况（剔除同业存单）



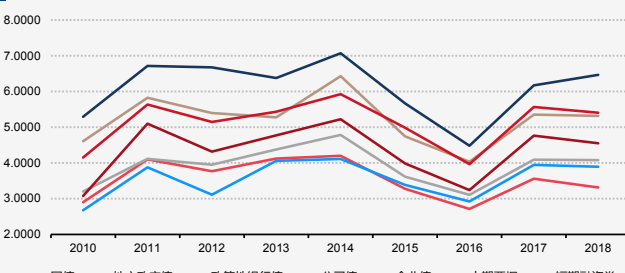
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7：债券市场分类净融资情况（单位：亿元）



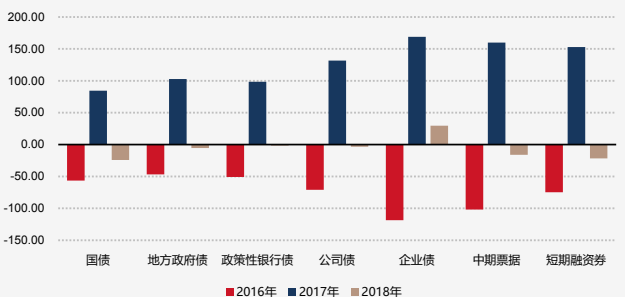
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表8：主要债券发行成本走势（单位：%）



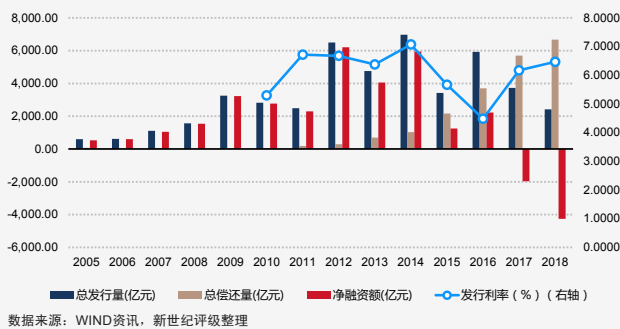
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表9：主要债券发行成本变化（单位：BP）



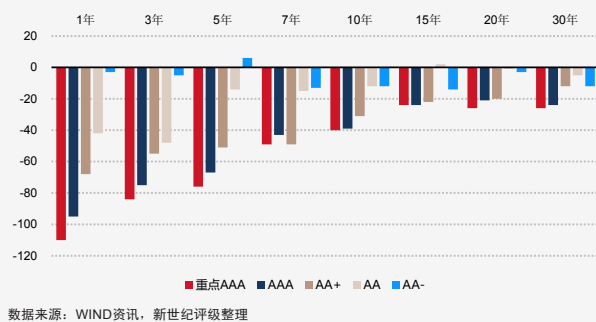
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表10：企业债发行与净融资走势



2018年企业债总发行量仅2418.38亿元，到期偿还量为6671.56亿元，而2017年发行3730.95亿元，到期量为5693.28亿元，发行规模明显下降。2016年以来企业债发行量逐年下降主要与地方政府债务严监管有关，同时受城投平台所发债券集中到期影响，发行成本从2016年开始再次逐渐上升，受此影响，净融资额从2016年开始逐步下滑，2018年下降到2005年以来最低，为-4253.18亿元。

图表11：非金融企业债务融资工具定价估值情况（单位：BP）

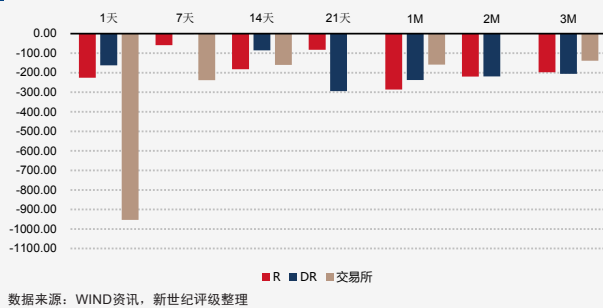


不同期限和评级的信用债发行成本也普遍下降，以2018年非金融企业债务融资工具定价估值的变化情况来看，除5年期AA-级和15年期AA级较2017年小幅上升外，其余期限和级别全部下降，其中短期限的成本下降幅度多数高于长期限，高等级的下降幅度高于低等级。

二、资金利率及债券市场二级收益率均下降，信用利差整体收缩

（一）资金利率及债券市场二级收益率全部下降

图表12：资金利率变化（单位：BP）



2018年，我国宏观经济面临下行压力，为缓解去杠杆带来的金融市场流动性压力，央行货币政策由稳健中性逐步调整到边际宽松和结构性宽松，全年通过公开市场操作、定向降准、再贷款和再贴现等措施缓解紧张的资金面，资金利率持续下行。年末R007较2017年末下降了59BP，从期限来看，1天、7天和14天的R下降幅度高于DR，而2M和3M的R下降幅度与DR基本持平，显示非银金融机构的短期融资成本比银间波动率大。

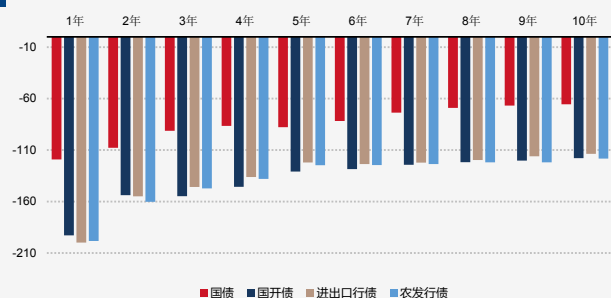
图表13：10年期主要利率债收益率曲线（单位：%）



债券市场二级收益率方面，2018年，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年末分别为3.23%、3.64%、3.86%和3.78%，较上年末分别下降65BP、118BP、114BP和118BP。

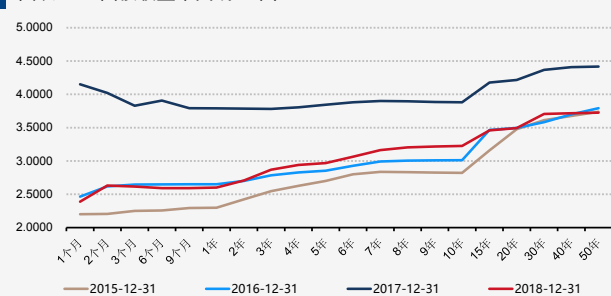
从期限来看，所有期限的国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率全部下降，下降幅度分别在65-176BP、118-193BP、107-200BP和113-198BP之间。

图表 14: 各期限主要利率债收益率较上年变化 (单位: BP)



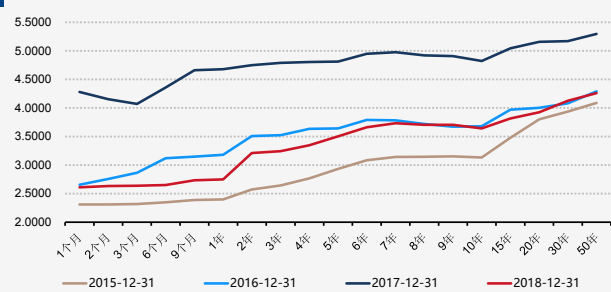
数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

图表 15: 国债收益率曲线 (单位: %)



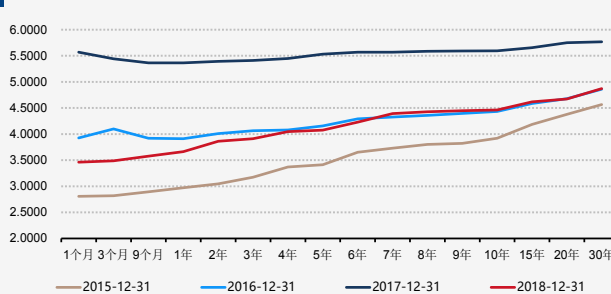
数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

图表 16: 国开债收益率曲线 (单位: %)



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

图表 17: AAA级城投债收益率曲线 (单位: %)



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

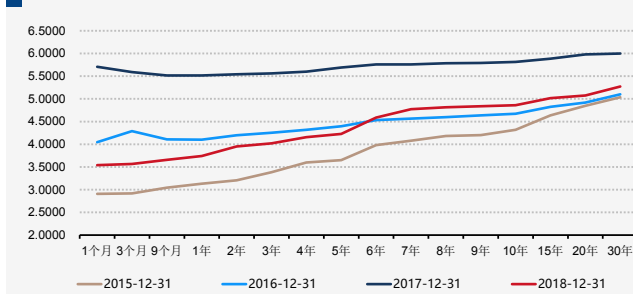
具体来看, 年初在监管政策连续密集出台的影响下, 市场情绪较为谨慎, 同时受资金面波动影响, 短端债市收益率上升, 但随着社融增速的持续回落以及中美贸易战带来的投资者风险偏好变化, 长端二级市场收益率明显下行。

二季度, 债市利率波动较大, 4月央行定向降准带来的资金供给边际改善和货币政策边际宽松带动债市收益率迎来一波下行, 但随后在资金面短期收紧、利率债供给放量、信用风险事件频发以及美联储加息预期等因素扰动下, 债市收益率迎来反弹压力, 三季度债市收益率在多空因素共同作用下震荡调整, 首先经济数据的持续走弱对债市收益率的下行形成支撑, 但通胀预期的抬头、地方政府债供给的加快以及国务院常务会议和中央政治局会议确定的“几家抬”的政策合力信号带动利率债收益率8月中旬至季末有所回升。

四季度在经济数据全面走弱、油价及大宗商品价格持续回落和10月初定向降准的带动下, 债市收益率普遍下行。

2018年信用债收益率走势与利率债表现一样, 普遍下降, 但与国债同期限收益率相比, 信用债收益率下降幅度高于国债。2018年末, 5年期国债收益率较上年末下降了87BP, 而同期限城投债AAA级和AA+级收益率分别下降了145BP和146BP。

图表 18: AA+级城投债收益率曲线 (单位: %)



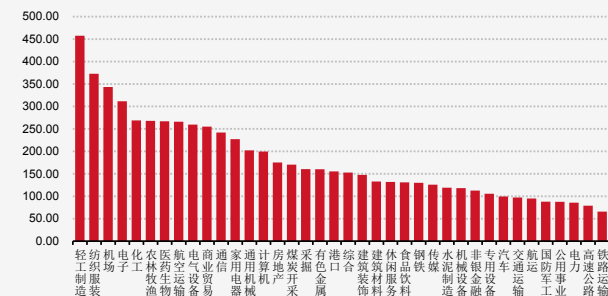
数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

图表19：主要信用债利差走势（单位：BP）



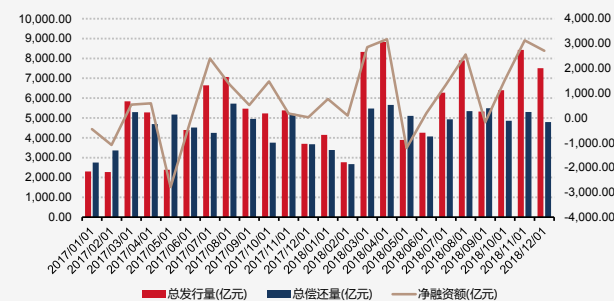
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表20：2018年行业利差变化（BP）



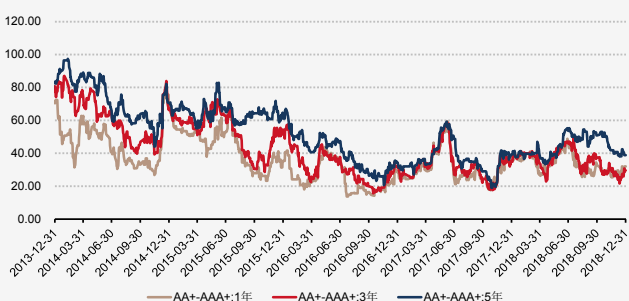
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表21：2018主要信用债净融资走势



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表22：中短期票据AA+-AAA+级差走势（单位：BP）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（二）信用利差整体下降，级差降幅不及利差

2018年，在流动性保持合理充裕的基调下，信用利差整体下降。分阶段看，年初受强监管政策影响，信用利差普遍走扩，随后在央行公开市场操作、定向降准安排下，资金面较为平稳，2-4月长端信用债利差开始收缩，5月和8-9月在融资偏紧、信用风险事件频发、中美贸易战以及美联储加息预期扰动下，信用利差多数走扩，之后四季度在定向降准释放流动性带动下，长端信用利差再度下降。

行业利差方面，2018年利差涨幅较大的行业分别是轻工制造、机场、电子、化工、医药生物、通信、煤炭开采等领域，与此前多为过剩产能债涨幅较大不同，今年涨幅较大的多与环保以及公司具体的信用事件有关。

信用利差的走势与信用债的发行和净融资情况密切相关，从主要信用债（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）2018年的净融资走势来看，在信用利差走扩的1、5、8-9月，由于投资者信用风险偏好下降，净融资规模明显下降，而在信用利差下降期间，净融资则明显上升。

与信用利差走势大体类似，2018年信用利差整体较上年末下降，从全年来看，上半年不同期限的评级利差整体较为稳定，但是下半年中短期票据不同期限间出现较为明显的分化，5年期级差收缩较少，2018年末较上年末仅下降了0.4BP，而1年期和3年期均下降了6BP。

三、2019年债券市场利率展望

（一）经济下行压力未消，利率预期总体下行

2019年中国经济增长仍将面临一定压力，外贸净出口在中美贸易战影响下负面影响可能进一步显现，房地产投资在棚改货币化逐步退出的情况下，面临一定下行压力；基建投资在财政收入下降及赤字率限制下反弹空间可能较为有限；制造业行业的投资也将受制行业利润及融资的改善状况。

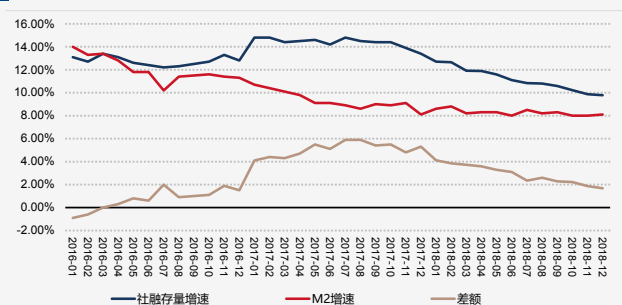
需求端的压力，叠加金融监管政策影响，社会融资规模2018年的增量较2017年已经出现了下降，社融存量增速也跌破了10%，与M2之间的差距缩小，预期2019年信用收缩的状况仍将持续，广谱利率仍有下行空间。

需要关注的是未来金融监管政策的走向。2018年四季度以来，监管层关于影子银行以及非标融资监管的表态有所放松，一旦未来非标持续萎缩的情况放缓，社融增速也将会回升，融资需求将有望推动融资利率反弹。

另外虽然经济下行、流动性宽松、通胀水平走低等支撑债券利率向下，但表内贷款利率，由于受商业银行资本约束、风险偏好等多种因素影响，目前仍是上行的状态，这种利率分化的局面预计将在“宽信用”的各种约束逐渐缓解后逐步统一。

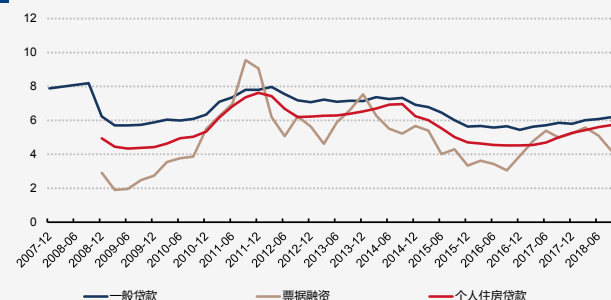
央行货币政策的总体基调也有利于利率的进一步下行，此前中央经济工作会议指出，稳健的货币政策要松紧适度，同时要进一步减税降费、有效缓解企业融资难融资贵的问题。

图表23：社融及M2增速



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表24：贷款利率走势



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

另外美联储加息速度将放缓，我国货币政策面临的外部约束有所降低，预计2019年央行货币政策仍将保持稳健中性，重点疏通货币政策传导机制，配合积极财政政策共同发力，流动性总体仍将是合理充裕。

2019年资金利率在货币政策稳健中性的环境下，也将有进一步下行的空间，10年国债收益率有跌破3%的较大可能，不过在财政货币政策持续发力的情况下，经济下行压力后期有边际改善的可能，届时将形成对利率下行走势的调整压力。

（二）债市供给预期平稳增长，关注行业融资成本及到期压力

预期2019年债券市场利率债的发行将受地方政府债的放量而较2018年提高，在预算赤字率可能提高至2.8%甚至3%，专项债的发行明显提速的情况下，地方政府债的发行量可能较2018年发行量增加达到1万亿。

为了缓解地方政府债2019年的供给冲击，财政部已经提前新增了地方政府债务13900亿元的限额，并将地方政府债的发行时间提前，1月份至今地方政府债的发行也明显提速，不过由于地方政府债需求火爆，其较国债的利差下限已经由40BP下降到25-40BP，预期地方政府债发行给债市利率带来的上涨压力较小。

2018年金融类信用债的发行仅较上年小幅增加，主要是商业银行资本补充类债券放量并不明显，预期2019年随着商业银行永续债等受政策鼓励品种发行的增加，金融类信用债的发行也会有较大的改善。

非金融类信用债方面，2019年预期发行仍将平稳增长，在保持2017年发行规模的预期下，预期全年仍将形成8万亿左右的供给，但一旦非标融资的形势变化以及贷款利率的下行，可能将对信用债的发行及融资成本形成一定的冲击。

民营企业及部分股权质押比例较高的上市公司的资金链条，在信用整体收缩的情况下，预期仍不乐观。2018年较多发行人的违约原因，来自于现金流及融资渠道的断裂，相比而言2019年面临更加有力的融资环境，这将有利于缓解民营企业及中小企业的融资及违约压力。

图表25：2018年主要支持实体经济融资政策一览表

时间	发布者	文件或操作	主要内容
2018.03.19	银监会	《中国银监会办公厅关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》	继续监测“三个不低于”，提出“两增两控”的新目标，同时从完善机构体系、提升服务效率、改进贷款支付、落实尽职免责、盘活信贷资源、主动开展信息披露等方面提出具体要求，推动银行业小微企业金融服务由高速增长转向高质量发展。
2018.06.25	央行、银保监会、证监会、国家发改委、财政部	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	加大货币政策支持力度，引导金融机构聚焦单户授信500万元及以下小微企业信贷投放；加大财税政策激励，提高金融机构支小积极性；加强贷款成本和贷款投放监测考核，促进企业成本明显降低。
2018.08.18	银保监会	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》	疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求，大力发展普惠金融，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务，支持基础设施领域补短板，积极发展消费金融，切实发挥保险资金的风险管理和保障功能。
2018.09.06	财政部、税务总局	《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	自2018年9月1日至2020年12月31日，对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。
2018.10.25	财政部、工业和信息化部	《关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知》	中央财政在2018-2020年每年安排资金30亿元，采用奖补结合的方式，对扩大小微企业融资担保业务规模、降低小微企业融资担保费率等政策性引导较强的地方进行奖补。
2018.10.31	国务院	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	加强地方政府专项债券资金和项目管理，加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，保障融资平台公司正常融资需求，充分调动民间投资积极性、规范有序推进PPP项目，深化投资领域“放管服”改革，同时需防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险。
2018.11.08	国务院	《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》	减少社会资本市场准入限制，缓解中小微企业融资难融资贵问题，营造公平竞争市场环境，简化企业投资审批，进一步减轻企业税费负担，降低企业生产经营成本。

数据来源：新世纪评级根据公开资料整理

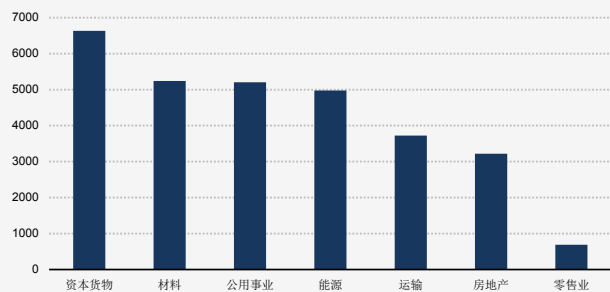
2019年除了需要关注企业的现金流及融资情况外，还需要关注企业的利润的表现，上市公司商誉减值情况可能拖累企业的利润增速，而民营工业企业利润增速是否能出现持续企稳走升，在整体工业企业利润减速的情况下，也将是未来影响企业融资成本的重要因素。

具体行业方面，今年到期信用债规模较大的行业集中在资本货物、材料、公用事业、能源运输及房地产等行业，这些行业的融资成本及现金流压力将相对较大，需密切关注这些行业潜在的融资及违约风险。

从具体的到期节奏来看，1、3、4月份是2019年主要产业债的到期高峰，四季度的到期压力将有所下降。从到期的主体评级分布来看，多数集中在AAA级别，到期品种方面，除了超短期融资券外，公司债、企业债、定向工具及私募债的到期规模均较大，公司债、企业债的发行审批因为政策支持已经明显加快，但定向工具及私募债此前由于信息披露相对有限，面对明年较大的到期规模，潜在偿付风险仍然值得关注。

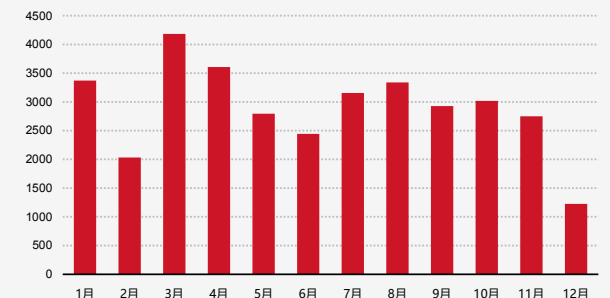
整体而言，2019年债券市场的发行无论利率债、金融类信用债和非金融类信用债，都可能较2018年有一定增长，但债市融资利率在整体信用收缩及货币政策宽松持续的情况下，仍有下行的空间，信用债的发行人则因为利润表现、行业及到期节奏等不同，表现将可能有所分化。

图表26：主要产业债到期情况（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表27：主要产业债到期月度分布（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理