

内外部因素共同作用下债券市场收益率震荡回调

——2019年3月债券市场利率分析及展望

研发部 黄田

摘要：2019年3月，银行间市场流动性总量有所下降但仍处于合理充裕水平，政策利率维持不变。受企业缴税以及央行减少公开市场操作影响，资金面略有收紧，货币市场利率中枢较上月上升；债市收益率分化调整并出现震荡回调，长端利率债收益率普遍下行，短端利率债收益率有所上升，信用债收益率较上月普遍回升；债市发行环比大幅增加，各券种发行成本均上涨；信用利差明显走扩，级差短端收缩，长端与上月末持平。

3月多空因素共同作用带动债市收益率继续调整，美欧日央行货币政策释放鸽派信号对我国债市的外部约束减弱，但社会融资回暖在短期内降低了货币政策进一步边际宽松的可能性，国内经济基本面数据也有所好转，同时通胀预期的抬头、股市持续上涨产生的虹吸效应以及4月可能出现的资金面紧张均将对债市二级收益率形成扰动。预期4月债市仍处牛市阶段，但短期内可能在多空因素共同作用下震荡上行。

一、政策及货币市场利率

2019年3月，央行公开市场操作保持净回笼，银行体系流动性总量有所下降但仍处于合理充裕水平，政策利率维持不变。

2019年3月，央行公开市场操作净回笼6925亿元，其中逆回购投放1300亿元，到期3900亿元，逆回购当月实现净回笼2600亿元；当月仍然未进行1年期MLF投放，MLF到期量为4325亿元，3月MLF净回笼4325亿元。3月公开市场操作利率维持不变，央行保持月初月末净回笼，中间净投放的节奏。

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

债券市场研究报告

美联储今年将停止加息，欧洲央行拟开展新的刺激计划，我国货币政策将有更大的操作空间，但短期内进一步边际宽松的可能性降低。

海外央行方面，美联储 3 月 21 日议息会议决议宣布维持 2.40% 的联邦基准利率不变，保持联邦基金利率 2.25%-2.50% 目标区间不变，并预计今年将不再加息，明年将加息一次，同时美联储下调了对未来的经济预期。欧洲央行维持利率不变，并将进行新一轮的定向长期再融资操作来刺激实体经济；日本央行在保持当前超低利率的同时下调整体经济预期；英国央行维持基准利率不变。

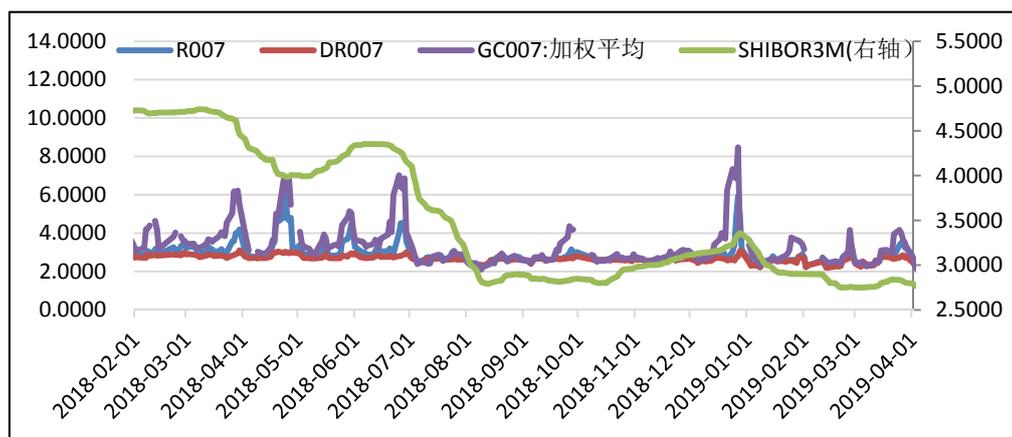
3 月发布的《政府工作报告》给出的我国全年货币政策总基调为“稳健的货币政策要松紧适度”，在量方面，强调了“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”和“保持流动性合理充裕、不搞‘大水漫灌’”；在价方面，强调了“深化利率市场化改革，降低实际利率水平”。

从 2018 年以来央行持续的降准操作来看，国内货币政策结构性宽松迹象明显，彼时美联储仍处加息周期且不断缩表，中美货币政策基调差异明显，而随着近期美联储开始停止加息和缩表，中美货币政策周期矛盾开始出现转变，这也将给国内货币政策带来更大的操作空间。但是短期内，前期的降准及促进信贷的政策效果正在显现，3 月末 M2 增速及存量社会融资规模同比增速均出现明显回升，分别达到 8.6% 和 10.69%，而 2019 年实际 GDP 增速目标区间为 6.0%-6.5%，CPI 增速目标为 3%，那么与名义 GDP 增速相当的社会融资规模增速基本在 9.0%-9.5% 左右，所以当前的社会融资规模增速基本已处于合意水平，这可能在短期内限制货币政策进一步边际宽松。

2019 年 3 月，中国银行间市场资金面略有收紧，货币市场利率中枢较上月上升。

3 月，受税期因素以及央行减少公开市场操作影响，银行间市场资金面平稳略有收紧，资金利率中枢较上月上升。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为 2.47%、2.52% 和 2.42%，较上月末分别上升 24BP、26BP 和 22BP。

图表2 资金利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

银行间市场各期限同业存单发行利率涨跌互现。

3月同业存单发行利率有所反弹，但期限间出现分化。整体来看，全月震荡上升，月末下行，月末1个月、3个月和6个月期发行利率分别为2.89%、2.76%和3.04%，较上月末分别变化14BP、-7BP和5BP。

3月，同业存单总发行量1.84¹万亿元，较上月增加7147.70亿元，总到期量为18411.20亿元，净融资额为37.80亿元。

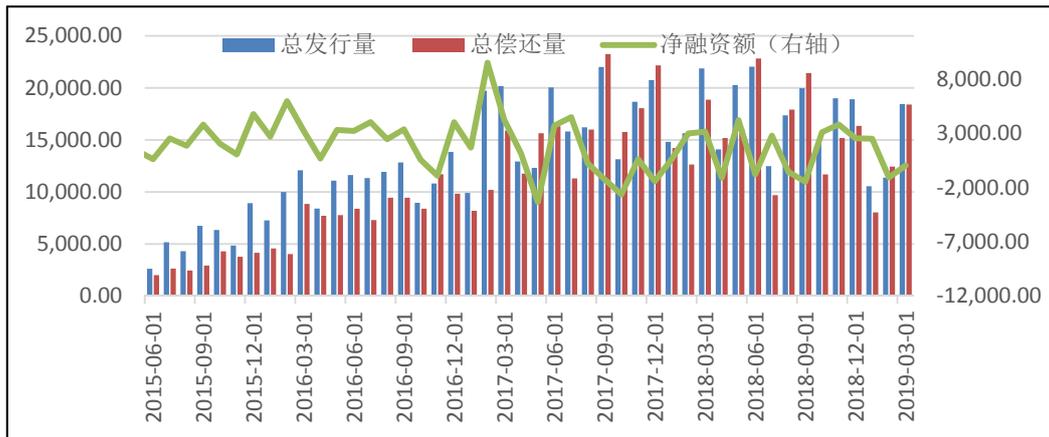
图表3 同业存单发行利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

¹ 数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2019年4月1日，下同。

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

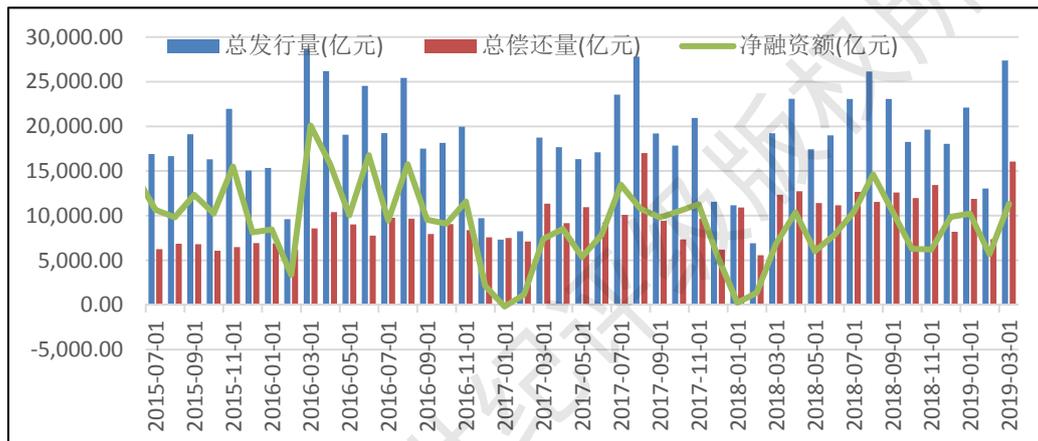
二、中国债券市场利率

（一）债券市场发行情况

剔除同业存单后，2019年3月债券市场发行环比大幅回暖，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大幅增加。

2019年3月，全国债券市场各类债券共发行3974支，较上月增长78.61%；发行金额合计4.58万亿元，较上月增长53.13%，发行支数和发行规模均高于上月。剔除同业存单后，2019年3月，债券市场发行规模为2.74万亿元，较上月翻番；发行支数1527支，环比增长173.66%，发行支数和发行规模全部较上月大幅上升。

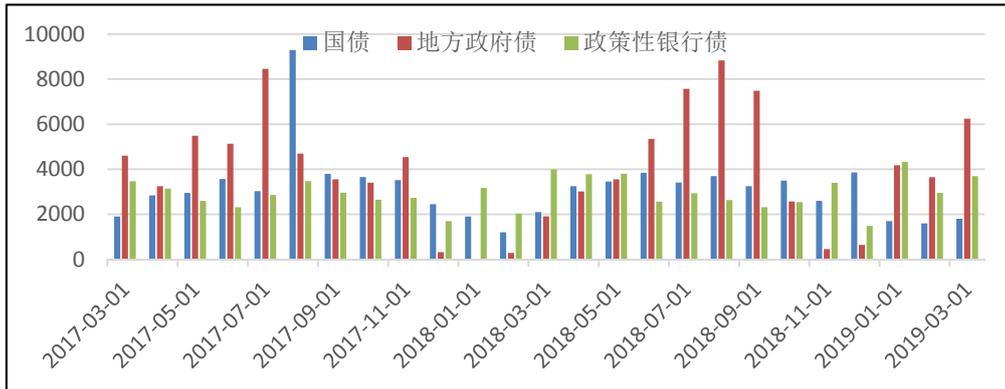
图表 5 债券市场发行情况（剔除同业存单，单位：亿元）



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增加，主要是地方政府债发行较上月明显增加，3月发行6245.13亿元，环比增长71.49%。同时，国债和政策性银行债发行也较上月有所上升，环比增幅分别为12.50%和25.19%。

图表 6 利率债发行情况（单位：亿元）

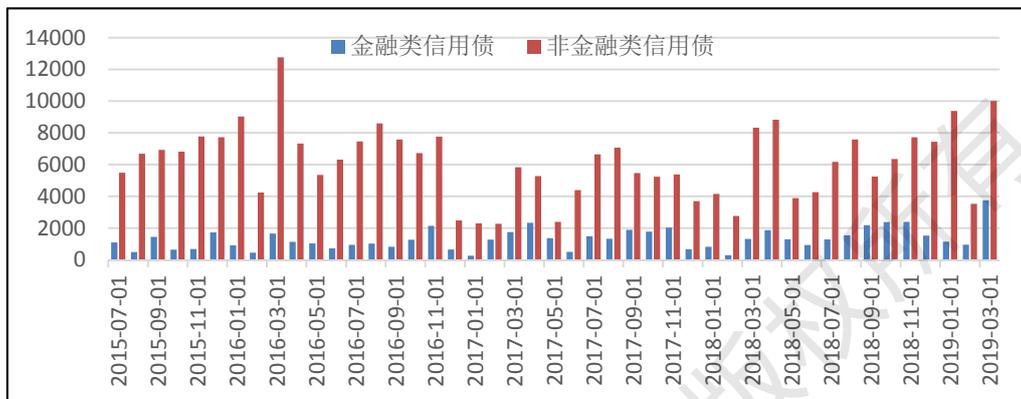


数据来源：Wind，新世纪评级整理

信用债方面，金融类信用债²3月发行规模为 3748.00 亿元，较 2 月增加 2796.00 亿元，主要是商业银行次级债券发行大幅增加。

2019 年 3 月，非金融类信用债³的发行规模环比大幅回暖，3 月发行 10012.12 亿元，环比增长 183.37%，各非金融类信用债发行规模环比均增长，涨幅均在 100% 以上，其中可转债、私募债和定向工具环比涨幅最大，分别为 960.87%、495.69% 和 335.29%。

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 3 月发行规模为 1845.12 亿元，环比大幅增长 453.76%，其中交易商协会 ABN 发行 178.29 亿元，证监会主管 ABS 发行 879.77 亿元，银监会主管 ABS 发行 787.06 亿元。

（二）债券市场发行利率

债券市场发行成本全部上升，其中公司债和企业债的发行成本上升幅度最

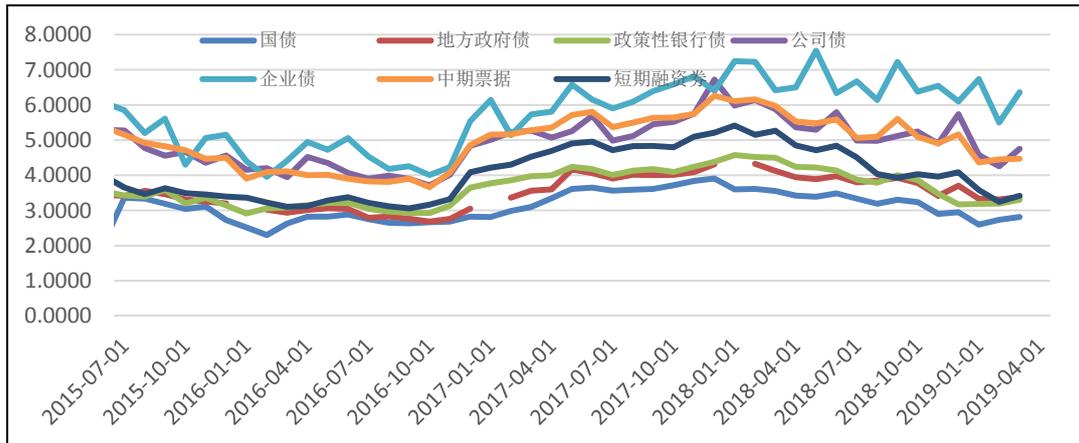
²该处金融类信用债包括商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券和其他金融机构债。

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。

大。

2019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2.8119%、3.3792%、3.3044%、4.7512%、6.3578%、4.4702%和3.4154%，较上月末分别上升8BP、7BP、11BP、50BP、86BP、2BP和17BP，债券市场发行成本全部较上月上升，其中公司债和企业债发行成本上升幅度最大。

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3月，信用债收益率普遍上升，利率债收益率有所分化，其中国债和国开债普遍下降，进出口行债和农发行债短升长降。

债券市场二级收益率方面，2019年3月，中长期利率债收益率有所下降，10年期国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率一路走低，3月末分别降至3.07%、3.58%、3.90%和3.82%，分别较上月末下降10BP、10BP、8BP和5BP。

图表9 10年期主要利率债收益率曲线（单位：%）

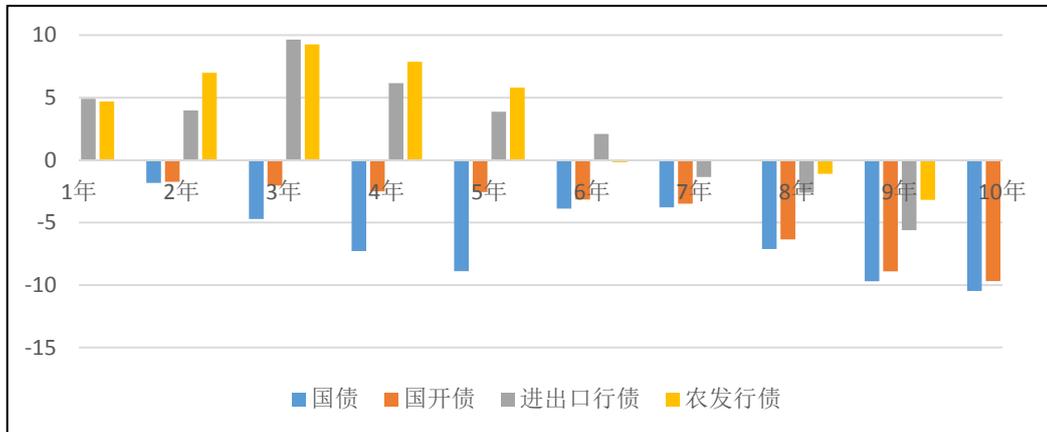


数据来源：Wind，新世纪评级整理

债券市场研究报告

3月，主要品种利率债在不同期限的收益率变化上表现不一。就国债和国开债收益率而言，各期限收益率普遍下降，降幅分别在2-11BP和1-10BP之间。而进出口行债和农发行债则出现期限分化，中短期1-5年收益率均上涨，长端8-10年期则全部下降。

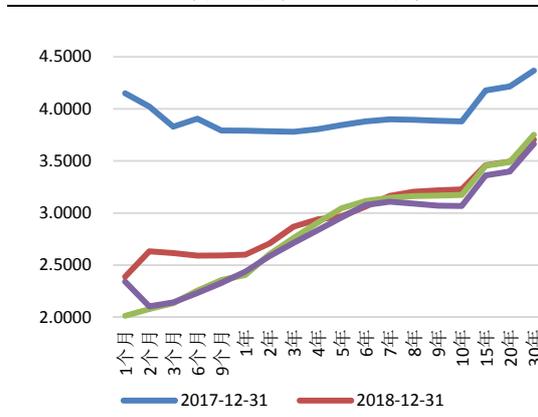
图表 10 各期限主要利率债收益率较上月变化（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

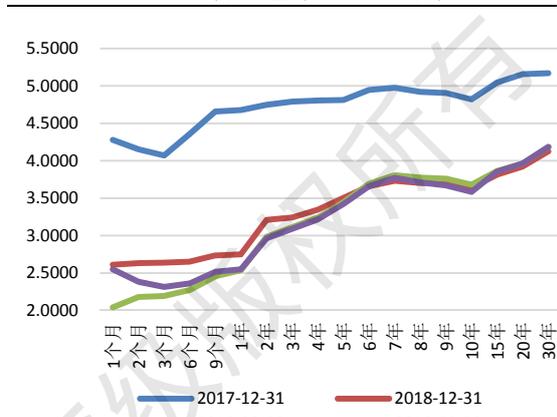
3月，多空因素共同作用带动债市收益率震荡调整，在流动性保持合理充裕以及稳健货币政策基调下，长端利率债收益率普遍下行，但受资金利率中枢上行以及股债跷跷板效应影响，短端利率债收益率有所上升。

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：%）

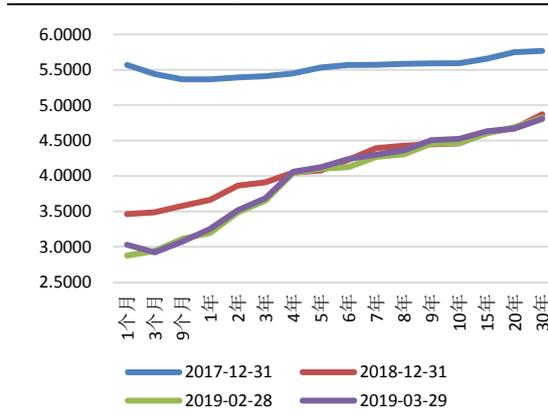


资料来源：Wind，新世纪评级整理

信用债方面，3月信用债收益率普遍上升。就城投债 AAA 级、AA+级和 AA 级收益率而言，除超短期 3 个月和 9 个月小幅下降外，其余期限收益率全部上升，涨幅在 1-11BP 之间。

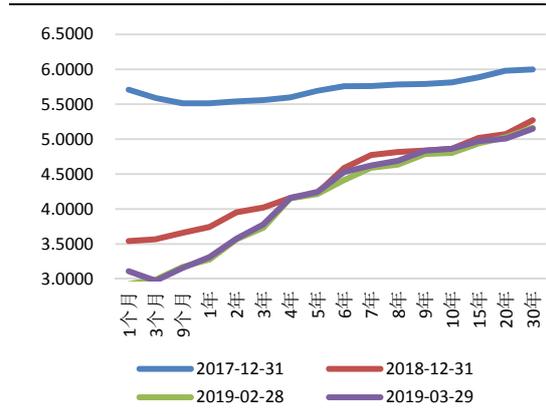
债券市场研究报告

图表 13: AAA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



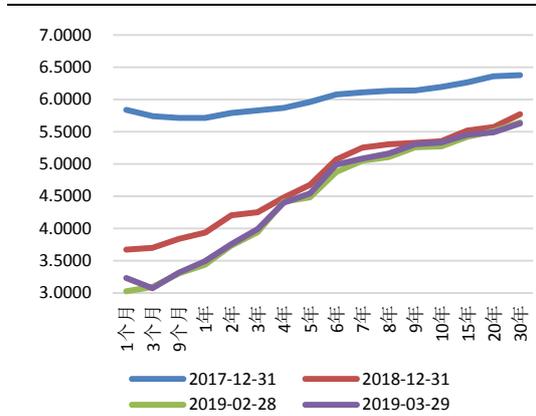
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 14: AA+级城投债收益率曲线 (单位: %)



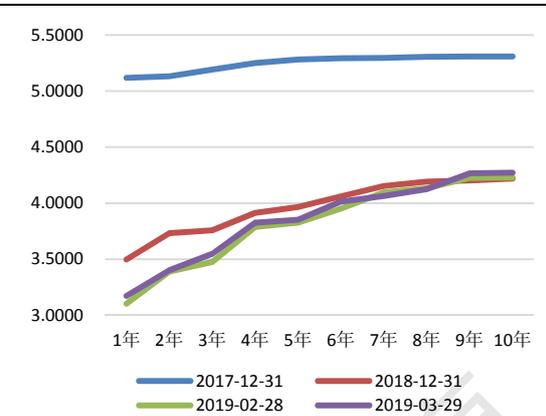
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 15: AA 级城投债收益率曲线 (单位: %)



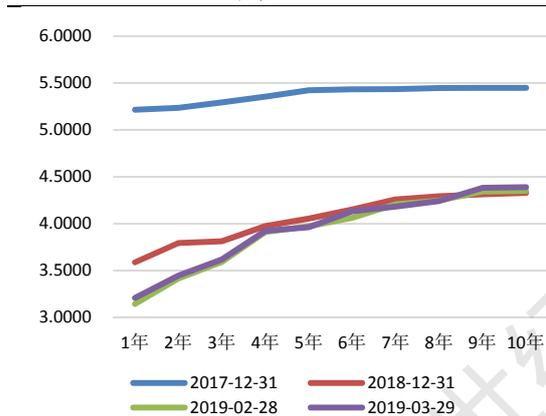
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 16: AAA+级中短期票据收益率曲线 (单位: %)



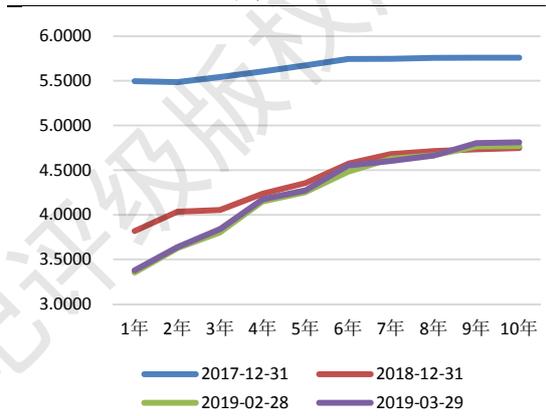
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

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: %)



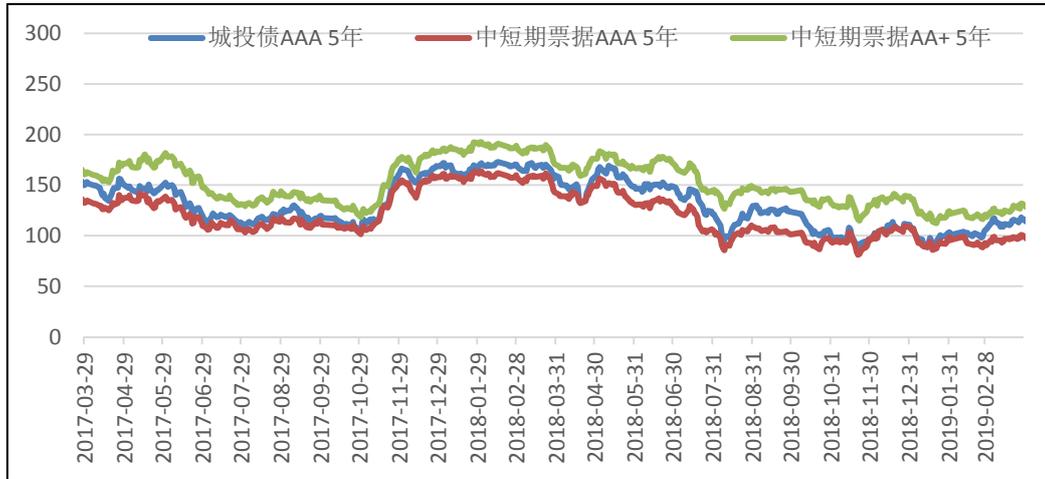
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

信用利差普遍走扩, 级差短端收缩, 长端与上月末持平。

2019年3月末, 5年期城投债 AAA、中短期票据 AAA 和中短期票据 AA+ 的信用利差分别为 116BP、101BP 和 132BP, 较上月末分别上升了 11BP、8BP 和

11BP。

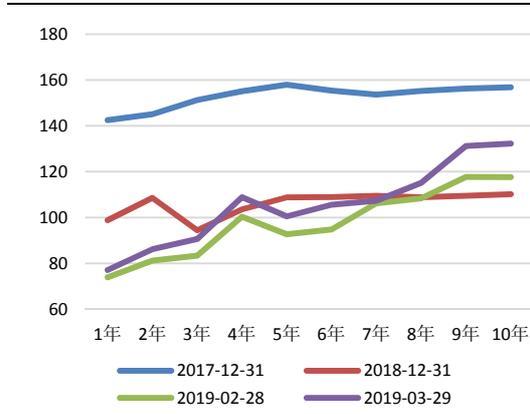
图表 19 主要信用债利差走势（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

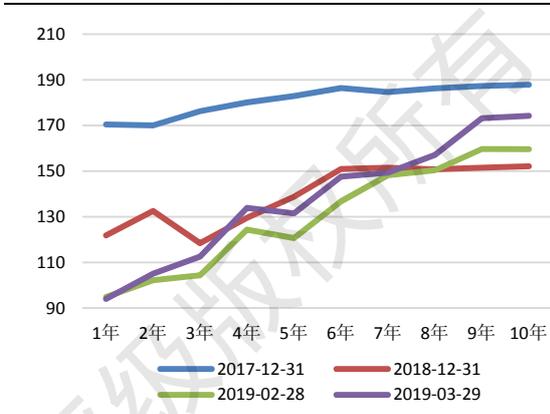
2019年3月，信用利差普遍走扩，其中中短期票据AAA级和AA+级曲线表现相同，各期限信用利差均上涨，涨幅均在3-15BP之间；而就城投债AAA级和AA+级收益率曲线来看，除超短期1个月和3个月的信用利差下降外，其余期限则均上涨，涨幅在1-17BP之间。

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

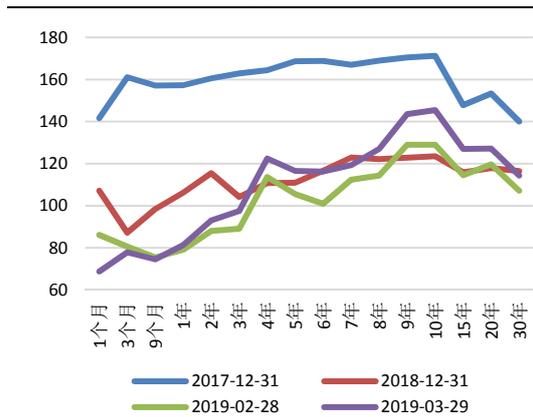
图表 21: AA+级中短期票据信用利差（单位：BP）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

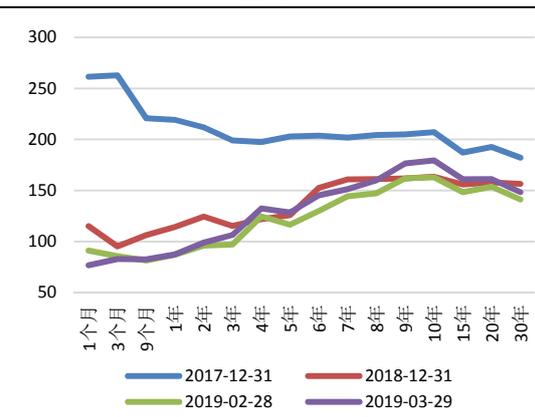
债券市场研究报告

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

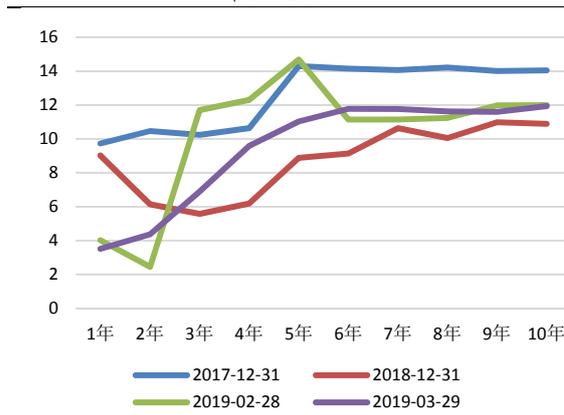
图表 23: AA+级城投债信用利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

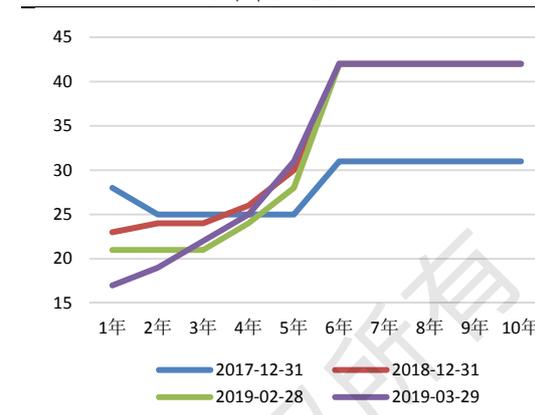
级差方面, 从中短期票据 AA+和 AAA 级之间的级差来看, 除 1-2 年期下降外, 3-5 年期级差均上升, 6 年期及以上期限级差与上月末持平。

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 3 月, 受企业缴税以及央行减少公开市场操作影响, 银行间市场资金面略有收紧, 货币市场利率中枢较上月上升, 债券市场发行成本随之普遍上涨, 多空因素共同作用带动债市收益率震荡调整, 长端利率债收益率普遍下行, 信用债收益率较上月上升。

展望 4 月, 在 3 月美欧日央行货币政策整体释放的较为强烈的鸽派信号影响下, 我国债市面临的外部约束不断缓解, 中美货币政策周期不同步的矛盾将逐渐消除, 国内货币政策将有更大的操作空间, 国内外环境的利好有助于债券市场继续走强, 长端利率债收益率有望继续下行。同时, 制造业 PMI 的回升、进出口增速的增加以及社融的回暖显示 3 月国内经济基本面数据有所好转, 投资者风险偏

债券市场研究报告

好将有所提升；此外，通胀预期抬头、股市持续上涨产生的虹吸效应以及4月可能因缴税大月、MLF集中到期等因素带来的资金面紧张将对债市形成扰动，预期4月债市仍处牛市阶段，但短期内可能在多空因素共同作用下震荡上行。

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。