债券市场发行利率和收益率普遍下降

——2019 年 7 月债券市场利率分析及展望

研发部 何金中

摘要：2019 年 7 月，全球经济增长压力加大，主要央行以降息为主要标志的货币政策进一步宽松。从国内债券市场看，债券发行利率和收益率普遍下降；同时，央行公开市操作结束连续三月净投放，当月公开市场操作净回笼叠加缴税影响导致资金面边际收紧，资金利率短端上升，长端资金利率在央行重启 TMLF 影响下明显下降。我国经济增长压力仍较大，预计央行货币政策仍将在稳健中实施适时适度的逆周期调节。在这样的环境下，国内债券市场资金面将保持合理充裕，资金利率维持低位；LPR 形成机制的改革完善将降低贷款融资成本，实体融资增速将维持在合理区间波动，融资结构有望优化，市场风险偏好预期将有所回升；但需关注人民币汇率“破 7”及 CPI 可能继续小幅上行对利率下降带来的制约。

一、债券市场发行利率和收益率概况

债券市场发行利率普遍下降。2019 年 7 月，主要利率债和一般信用债的加权平均发行利率较上月相比均有下降，除企业债和地方政府债降幅相对较小外（此两券种在 6 月份的加权平均发行利率受地方政府专项债新政影响降幅较大），其余券种加权平均发行利率降幅均超 10BP。

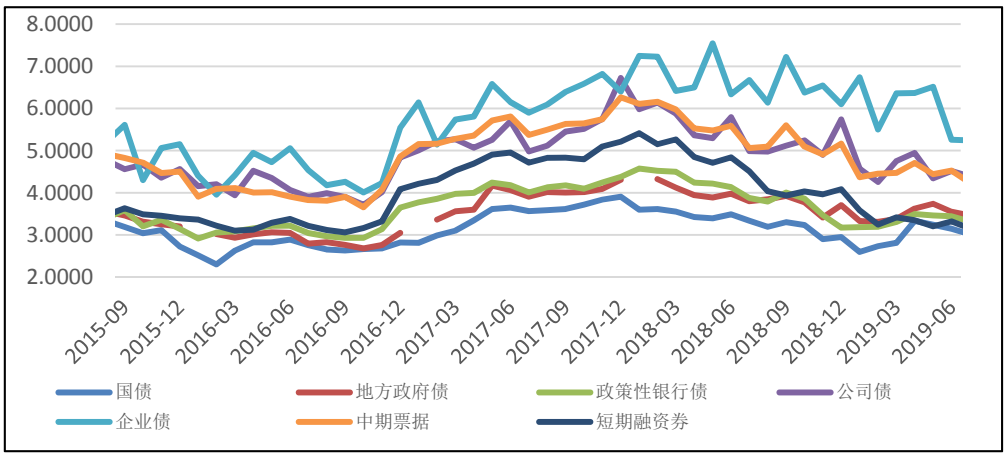
图表 1 2019 年 7 月主要券种加权平均发行利率及变化

券种	加权平均发行利率	较上月变化（BP）
国债	3.0124%	-13.36
政策性银行债	3.3231%	-11.90
地方政府债	3.4620%	-8.70
公司债	4.3892%	-12.81
企业债	5.2416%	-1.56
中期票据	4.2371%	-28.93
短期融资券	3.1560%	-16.69

数据来源：Wind，新世纪评级整理、计算

新世纪评级版权所有

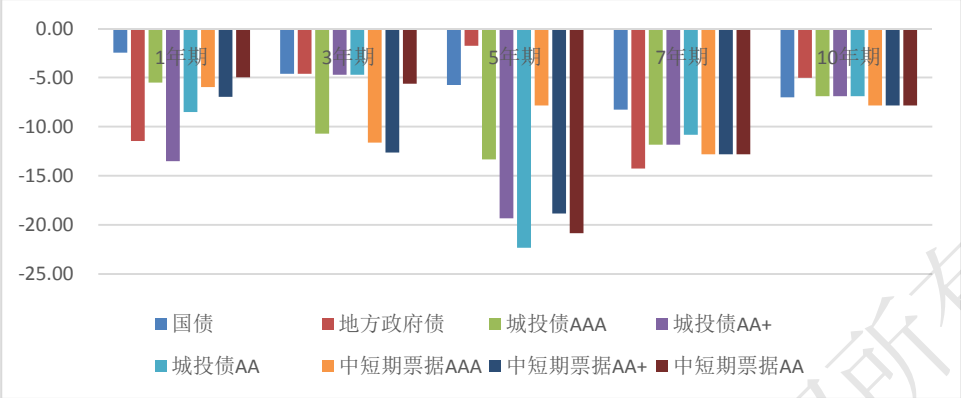
图表 2 主要券种发行利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

债券市场到期收益率亦普遍下降。7 月末，主要利率债和一般信用债的到期收益率较 6 月末相比亦普遍下降。其中，AAA 级以下的 5 年期城投债和中短期票据到期收益率降幅均超 10BP。

图表 3　2019 年 7 月末主要信用债到期收益率较上月末变化（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理、计算

二、债券市场发行利率和收益率走势分析

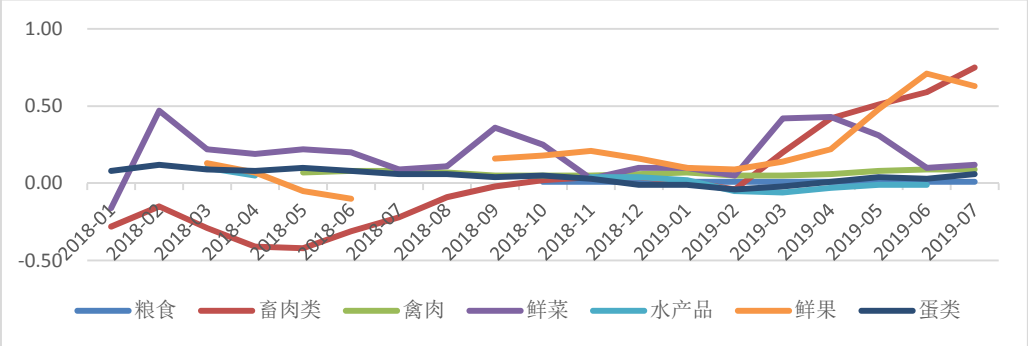
7 月，虽然 CPI 涨幅继续小幅上升、银行间市场资金面边际收紧、市场风险偏好下降，但在经济增长压力大、全球进入降息潮带来进一步宽松预期下，国内债券市场利率普遍下降。

CPI 涨幅小幅上升，但动能在减弱。作为上半年主要的阻碍无风险利率下行的通胀因素在本月继续小幅上升，7 月 CPI 同比增长 2.8%，较上月加快 0.1 个百分点。从大类看，非食品类价格同比涨幅由 1.4%下降至 1.3%，而食品类价格同比涨幅由 8.3%上升至 9.1%，仍是带动 CPI 涨幅加快的主要因素。从食品类的各分项看，畜肉和鲜果是对当前 CPI 上涨贡献最大的两个分项，7 月畜肉和鲜果分别拉动 CPI 同比上涨 0.75 个百分点和 0.63 个百分点，分别较上月上升 0.16 个百

新世纪评级版权所有

分点和下降 0.08 个百分点。随着鲜果供应上市，鲜果类价格涨幅开始回落，7 月鲜果同比上涨 39.10%，较上月下降 3.6 个百分点，后期鲜果对 CPI 的拉动有望逐步下降，CPI 上涨动能减弱，而受“非洲猪瘟”影响的畜肉类价格将是后期 CPI 上涨的关键变量。

图表 4 食品类下主要分项对 CPI 同比涨幅的拉动（单位：%）

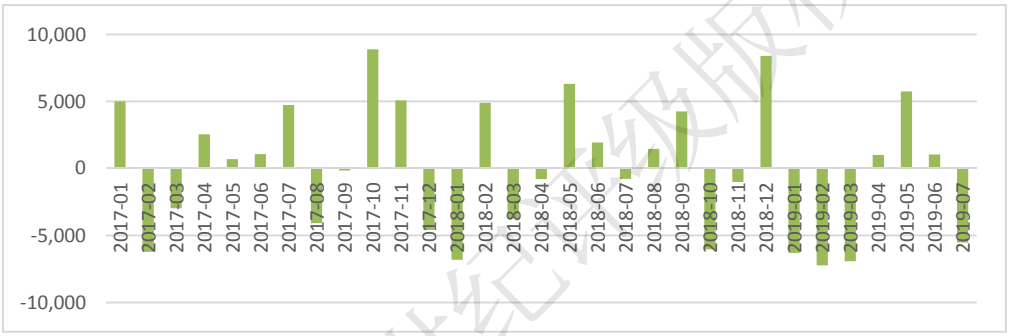


数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

跨季后央行公开市场操作净回笼，资金面边际收紧，资金利率短端上升，而长端资金利率在央行重启 TMLF 影响下明显下降。在 6 月资金面平稳跨季后，央行公开市场再度净回笼，结束连续三月净投放。7 月央行公开市场操作净回笼 5528 亿元，叠加缴税大月，市场资金面边际收紧，从而带动短端货币市场资金利率小幅上升。7 月，DR007 及 R007 内均值分别为 2.5017%和 2.6190%，分别较上月上升 9.04BP 和 12.16BP。

当月央行继 1 月和 4 月后第三次开展 TMLF 操作投放 2977 亿元，此次操作虽为对冲到期 MLF，但因利率水平较 MLF 利率低 15BP，从而带动长端货币市场资金利率下降，7 月 SHIBOR3M 月内均值为 2.6234%，较上月大幅下降 26.26BP。

图表 5 央行公开市场操作投放与回笼情况（单位：亿元）



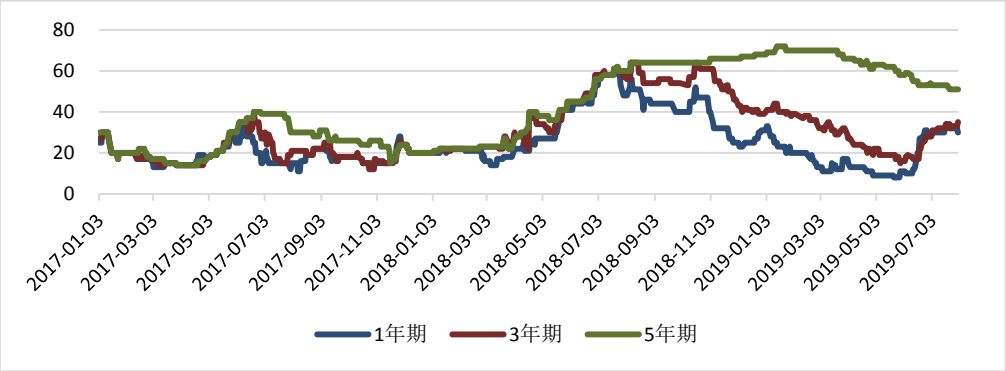
数据来源：Wind，新世纪评级整理、计算

注：数值为正表示央行净投放，反之则净回笼

实体融资边际收紧，债市违约依然多发，级差扩大，市场风险偏好有所下降。7 月，我国新增社会融资 1.01 万亿元，较上月的 2.26 万亿元大幅下降，其中新增人民币贷款 0.81 万亿元，仅多于年内 2 月份的 0.76 万亿元，同时较上月的 1.67

万亿元下降近一半；月末存量社会融资规模同比增长 10.7%，较上月下降 0.22 个百分点。整体上，7 月份实体融资虽较上年相比有改善，但从环比看，当月实体融资有所收紧，国内债券市场违约也仍呈多发状态。据新世纪评级统计，7 月国内债券市场新增首次违约主体 5 家[1]，仅次于年内 3 月高点 6 家。在债市违约多发的同时，1 年期和 3 年期 AA 与 AA+级中短期票据的级差在月末较上月末相比分别上升 2BP 和 7BP，表明受违约影响，短期内市场风险偏好有所下降；但 5 年期 AA 与 AA+级中短期票据的级差延续前期的下降趋势，表明长期内市场风险偏好继续处于改善过程中。

图表 6 中短期票据 AA 与 AA+级差走势（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理、计算

经济增长压力大，全球进入降息潮带来的货币政策进一步宽松预期推动债券市场收益率普遍下降。进入 7 月后，随着“国五”汽车促销结束，国内经济生产和需求再度走弱，经济增长压力大。从数据看， 30 个大中城市当月商品房成交面积同比增速由上月的 9.48%回落至 2.27%，而狭义乘用车销量同比增速由上月的 4.90%转为下降 5.00%；7 月全国高炉周开工率均值为 66.44%，较上月的 70.41%大幅下降 3.97 个百分点，6 大发电集团的耗煤量当月同比负增长 13.85%，降幅较上月扩大 3.73 个百分点。

同时，随着全球经济增长压力加大，市场对全球进入新一轮宽松周期的预期强烈，7 月也是开启了一波降息潮。据不完全统计，当月共有 7 个国家降息，较 6 月份及以前均明显增多，其中不乏发达国家，如澳大利亚和韩国。同时，在 8 月 1 日，美联储也是如期降息，随后有众多国家跟进。截至目前，在金砖国家中，除中国外，其余四国均已降息，其中印度更是已降息 4 次。

[1] 具体请参阅新世纪评级官网《债券市场违约与信用风险事件报告（2019 年 7 月）》（http://www.shxsj.com/show.php?id=18092）

图表 7　2019 年以来降息国家

月份	降息国家
1 月	—
2 月	印度、埃及
3 月	尼日利亚
4 月	印度、哈萨克斯坦、乌克兰
5 月	马来西亚、新西兰、菲律宾
6 月	澳大利亚、印度、智利、俄罗斯
7 月	澳大利亚、印度尼西亚、韩国、乌克兰、南非、土耳其、俄罗斯
8 月 1 日-9 日	美国、巴西、泰国、新西兰、印度、菲律宾、秘鲁

数据来源：Wind，新世纪评级整理

今年以来，国内经济受内部增长动能下降及外部贸易冲突影响，增长压力加大，市场对央行降息的预期随着外部经济体开启降息潮而变得更加强烈，从而推动债券市场利率普遍下行。

三、总结与展望

2019 年 7 月，虽然国内 CPI 涨幅继续小幅上升、银行间市场资金面边际收紧带动短端资金利率上升、债券市场违约依然多发下市场风险偏好下降，但在经济增长压力大、全球进入降息潮带来货币政策进一步宽松预期下，国内债券市场利率普遍下降。

展望后期，中美贸易谈判依然具有很大不确定性，制造业 PMI 仍处收缩区间，我国经济增长压力仍较大；央行货币政策料继续维持稳健，仍会适时适度实施逆周期调节，市场资金面依然呈合理充裕格局，资金利率将保持低位；贷款基础利率（LPR）形成机制改革有利于引导贷款融资成本下降，同时会提高银行在资产端上债券的配置价值，从而有利于债券收益率下行；同时央行在《2019 年第二季度货币政策执行报告》中表示下一阶段将引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，预期实体融资增速维持在当前水平上下波动，但融资结构有望优化并带动市场风险偏好回升。总体上，经济基本面及货币政策将继续有利于债券市场利率下行，但需关注人民币汇率“破 7”后货币贬值预期导致的外汇占款减少对资金面的不利影响、受台风及“非洲猪瘟”影响下 CPI 可能继续小幅上行对利率下降带来制约等。

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。

新世纪评级版权所有