

债券市场收益率短升长降

——2019年8月债券市场利率分析及展望

研发部 何金中

摘要：2019年8月，受人民币兑美元汇率“破7”影响，市场流动性边际收缩预期推动货币市场资金利率上升，叠加通胀因素，国内债券市场1年期内的到期收益率及超短期融资券发行利率上升，而长端收益率在货币政策宽松预期及LPR改革利好推动下继续下降。展望后期，我国经济面临的增长压力依然较大，美欧相继降息及全球性的货币政策宽松周期下，国内稳健货币政策边际宽松预期依然强烈，经济基本面和政策面将继续利好债券市场利率下降；在多数主要经济体国债到期收益率快速下降甚至降至负利率的情况下，我国债券市场对国际机构投资者吸引力将不断加强，国际投资者的套利活动也将是推动债券市场利率进一步下行的力量。但值得注意的是，考虑到“非洲猪瘟”持续及国际油价受到意外事件冲击大幅上涨的影响，短期内我国物价上涨压力依然不小，将是制约债券市场利率特别是短端利率下行的一个重要因素。

一、债券市场发行利率和收益率概况

债券市场发行利率走势有所分化。2019年8月，除270天超短期融资券加权平均发行利率¹上升约11BP外，其余主要券种的加权平均发行利率均下降。

图表 1 2019年8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	2.9924%	-2.00
政策性银行债	3.1920%	-11.72
地方政府债	3.3772%	-8.48
5年期 AAA 级公司债	3.9992%	-4.84
7年期 AA 级企业债	6.5754%	-5.75
3年期 AAA 级中期票据	3.6421%	-12.27
5年期 AAA 级中期票据	3.8259%	-16.06
1年期短期融资券	3.6085%	-33.93
270天短期融资券	3.6889%	11.21

数据来源：Wind，新世纪评级整理、计算

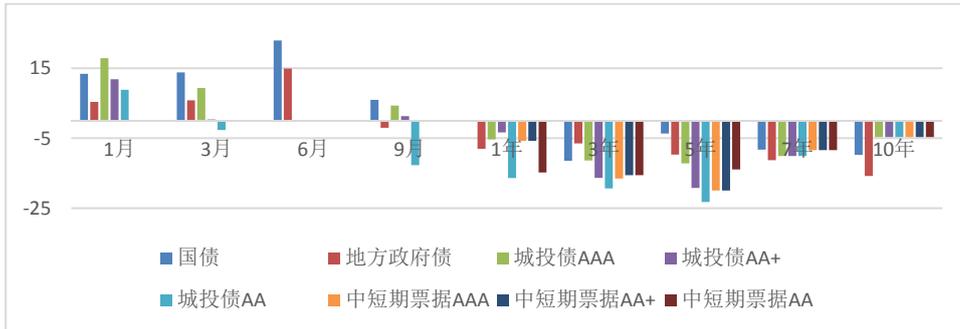
债券市场到期收益率短升长降。8月末，主要利率债和一般信用债的1年期及以上期限的到期收益率较7月末相比全线下降，而部分券种1年期以内的到期收益率有所上升，如国债1月期、3月期、6月期和9月期到期收益率均较上月

¹ 按发行金额为权重对票面利率进行加权平均而得。

债券市场研究报告

末上升，地方政府债 1 月期、3 月期和 6 月期到期收益率较上月末也有所上升。

图表 2 2019 年 8 月末主要券种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

2019 年 8 月，国内债券市场主要券种的发行利率和到期收益率走势在不同期限上的表现有所分化。其中，随着月初人民币兑美元汇率“破 7”，市场流动性边际收缩预期推动货币市场资金利率上升，同时物价依然坚挺，两因素叠加导致债券市场 1 年期内到期收益率及超短期融资券发行利率上升；而长端收益率在货币政策宽松预期及贷款基础利率（LPR）改革利好推动下继续下降。

汇率“破 7”，市场流动性收缩预期推动资金利率上升。8 月 5 日，受贸易战加剧预期影响，人民币兑美元汇率快速“破 7”，市场对人民币贬值的预期升温。由于外汇占款仍是国内基础货币投放的重要渠道，而汇率一旦形成趋势性贬值会导致外汇占款的加速流出，外汇占款的流出必然会导致国内基础货币收缩，从而形成市场流动性收紧预期。例如 2015 年“811”汇改后至 2017 年上半年，人民币兑美元汇率从 6.1 趋势性贬值到接近 7，同期我国外汇占款规模持续下降，环比负增长，随后人民币对美元汇率持续在 7 以下运行，我国外汇占款规模也基本在 21.2-21.5 万亿元区间小幅波动。在汇率“破 7”后，直至 8 月 12 日央行才开始通过逆回购操作向市场投放流动性，在此期间货币市场资金利率快速上升，DR007、R007 月内均值分别为 2.6355% 和 2.7799%，分别较上月上升 16.09BP 和 13.38BP。

图表 3 外汇占款与人民币兑美元汇率

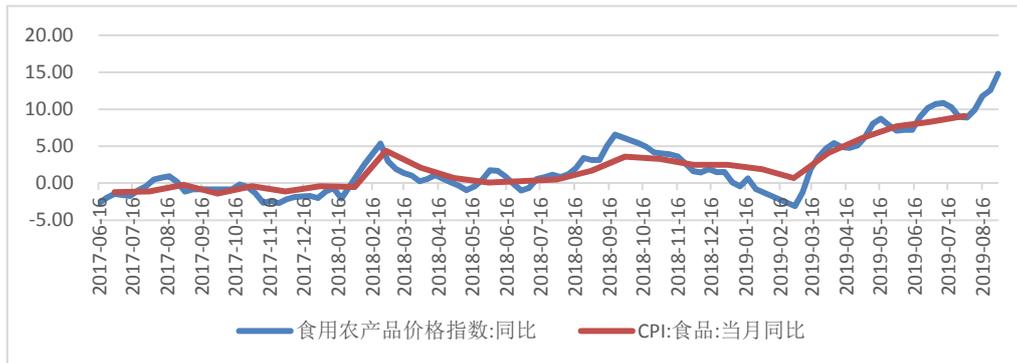


数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

债券市场研究报告

食品类价格依然坚挺，通胀预期对短期限利率持续构成上升压力。8月各周商务部公布的食用农产品价格指数同比涨幅持续上升，最后一周同比涨幅高达14.8%，较7月最后一周相比大幅提升了5.8个百分点。而今年以来食品价格上涨是导致CPI上涨加快的主要因素，故月内市场对CPI的上升预期依然较强，叠加前述流动性因素，共同推动债券市场1年期内到期收益率及超短期融资券发行利率上升。

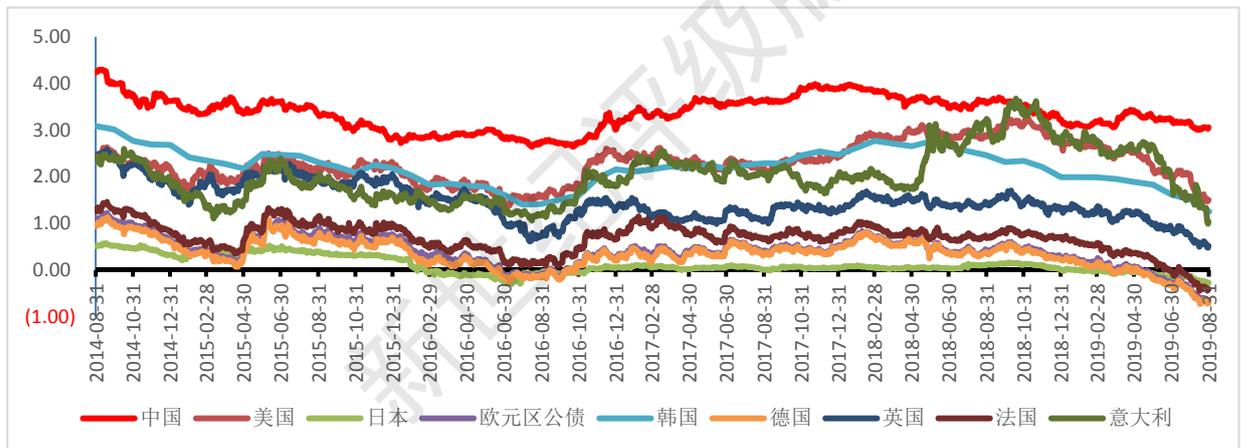
图表4 物价指数走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

全球货币政策宽松周期完全打开，主要经济体国债利率加速下降，多国国债已下降至负利率。8月1日凌晨美联储宣布降息25BP，此为美国时隔10年后首度降息，随后诸多国家跟进，如巴西、印度、墨西哥等，仅8月1日-15日，全球就有10个国家降息，数量上已超过7月份的7个。全球货币政策宽松周期在美联储降息后完全打开，主要经济体国债利率也在加速下行，除中国外，以美欧日等为代表的主要国家或经济体的10年期国债到期收益率已低于2016年的低点，其中欧元区公债、德国、法国和日本更是降至负利率。8月21日，德国以0票面利率成功发行30年期国债，首开先河，对市场将形成较强导向，预计全球市场利率将继续下行。

图表5 全球主要经济体10年期国债到期收益率（%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

国内经济增长压力不减，货币政策宽松预期强烈带动长期限利率继续下降。国内经济方面，今年以来，国内 PPI 持续走低，但随着前期的减税降费政策逐步落地，工业企业经营业绩持续好转，7 月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 2.6%，而 6 月份为下降 3.1%。生产端方面，随着工业企业业绩的好转，生产端也迎来边际改善，8 月全国锅炉周平均开工率为 68.21%，较上月提升 1.77 个百分点，较上年同期提升 1.71 个百分点；6 大发电集团耗煤量同比虽仍下降 2.24%，但降幅较上月的-13.85%明显收窄。需求端方面，8 月全国广义乘用车销售同比下降 9.9%，降幅较上月的-5.4%进一步扩大；30 大中城市商品房成交面积当月同比下降 9.55%，房地产成交增速延续了 6 月份以来的下滑态势，监管层一再强调“房住不炒”，部分地区房地产调控政策收紧，房地产需求下降明显。

总体上，8 月份国内生产端虽有所改善，但需求端仍很疲弱，经济增长压力不减，在全球货币政策宽松背景下，市场对国内货币政策宽松预期强烈，成为当前推动债券市场利率特别是长端利率持续下行的的重要因素。同时，8 月末我国 10 年期国债到期收益率为 3.06%，远高于美国、韩国、意大利、英国及负利率的国家或地区，跟其他主要经济体相比，我国国债对国际机构投资者的投资价值更高，国际投资者的套利活动也对长端利率的下行起到了积极作用。

图表 6 工业企业业绩持续好转，实体需求仍疲弱



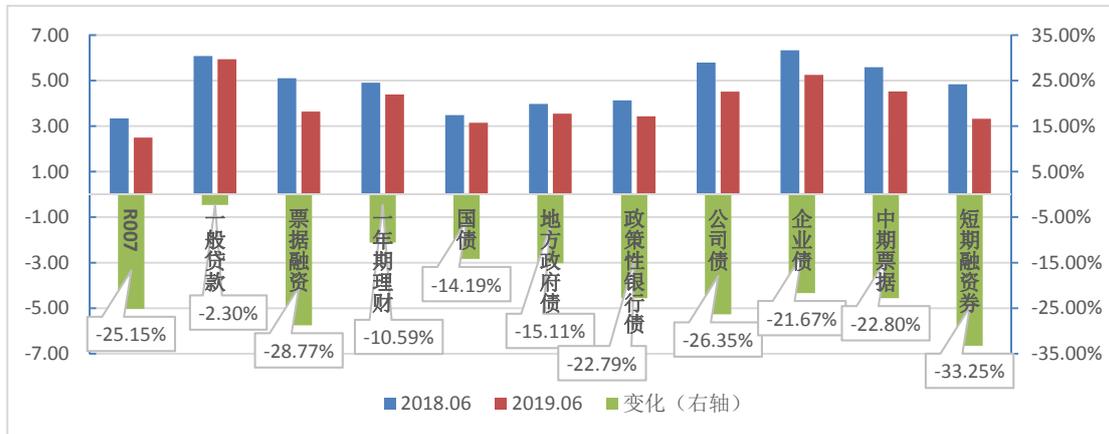
数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

LPR 改革落地，利好实体贷款融资成本下降，提升债券对银行的配置价值。 8 月 17 日，央行公告对 LPR 形成机制进行改革，其中最重要的一项改革是 LPR 报价方式由参考贷款基准利率改为参考中期借贷便利 (MLF) 利率为基础加点形成。同时，央行要求自公告日起，各银行应在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准。当前，我国货币政策向贷款市场融资成本传导不畅，2018 年下半年以来，国内货币政策虽未调整贷款基准利率，但定向宽松力度持续加码，国内货币市场利率、债券发行利率、理财产品利率均有明显下降，而信贷融资中仅短期的票据融资成本同步下降明显，一般贷款利率变化不大，2019 年二季度较上年同期仅小幅下降了 2%。从 8 月 20 日首次公布的改革后 LPR 看，较此前下降了 6BP，随着新签贷款合同中采用新

债券市场研究报告

机制下的 LPR 作为定价基准，一般贷款融资成本有望下降。同时，此次 LPR 形成机制改革有利于促进贷款利率“两轨合一轨”，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本。而对于债券市场而言，贷款利率的下降会提升债券对银行的配置价值，从而一定程度上带动债券市场利率下行。

图表 7 不同融资方式的融资成本情况



数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

三、总结与展望

2019 年 8 月，国内债券市场主要券种的发行利率和到期收益率走势在不同期限上的表现有所分化。其中，受人民币兑美元汇率“破 7”影响，市场流动性边际收缩预期推动货币市场资金利率上升，叠加通胀因素，国内债券市场 1 年期内的到期收益率及超短期融资券发行利率上升，而长端收益率在货币政策宽松预期及 LPR 改革利好推动下继续下降。

展望后期，全球经济增长正在放缓，中美虽重启贸易谈判但不确定性较大，我国经济景气度仍处收缩区间，8 月份工业增加值、消费及投资增速均在回落，我国经济面临的压力依然较大。在经济基本面下行压力较大的背景下，8 月 31 日召开的国务院金融稳定发展委员会第七次会议及 9 月 4 日召开的国务院常务会议均释放了加大逆周期调节力度的信号，9 月 6 日，央行宣布在全面降准 0.5 个百分点的基础上定向降准 1 个百分点支持中小微企业融资，国内稳健货币政策边际宽松力度加大，市场流动性将保持合理充裕格局，信用风险偏好有望继续改善，同时人民币汇率的贬值预期也在近期得到缓释，货币市场资金利率将维持低位；美联储 8 月和 9 月连续两次降息，9 月 12 日欧洲央行也宣布降息并重启资产购买计划，全球货币政策宽松持续，有望继续带动国内货币政策边际宽松。总体上，无论是经济基本面还是政策面均有利于债券市场利率继续下降，同时随着债券市场开放力度加大，在多数主要经济体国债到期收益率快速下降甚至降至负利率的情况下，我国债券市场对国际机构投资者的吸引力也将不断加强，国际投

债券市场研究报告

投资者的套利活动将是推动债券市场利率进一步下行的重要力量。但值得注意的是，虽然国务院已出台措施促进生猪生产，但是政策成效释放需要时间，而国际油价受到沙特意外事件冲击大幅上涨，短期内我国物价上涨压力依然不小，将成为制约市场利率特别短端利率下行的一个重要因素。

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。