

货币政策预期修正推动债券市场发行利率普遍回升

——2019 年 9 月债券市场利率分析及展望

研发部 何金中

摘要：2019 年 9 月，在央行降准推动下短端货币市场资金利率依然小幅下行并带动超短期融资券发行利率和短端到期收益率下降，而 CPI 涨幅继续加快、市场预期的降息迟迟未能实现，市场的货币政策预期修正导致国内债券市场主要券种的发行利率普遍上升、到期收益率在期限及品种上表现分化。展望后期，我国经济增长压力加大，但工业生产及消费均边际改善，同时中美贸易磋商取得重大积极进展，短期内基本面对债市利率的利好减弱；CPI 在“非洲猪瘟”的持续影响下虽存在进一步上升可能，但并不是通货膨胀，对债券市场利率构成上升压力，但程度相当有限；虽然外部主要央行持续降息，但在保持社会融资增速与名义 GDP 增速大体相当、保持杠杆稳定和以改革方式降低融资成本三大目标以及 MLF 与 LPR 利差未充分压缩的情况下，我国降息的可能性下降，市场的预期修正料将继续带动债券市场利率小幅回调。

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上升。2019 年 9 月，除 270 天超短期融资券加权平均发行利率¹下降约 13BP 外，其余主要券种的加权平均发行利率均上升，其中 1 年期短期融资券、7 年期 AA 级企业债和 3 年期 AAA 级中期票据的加权平均发行利率上升幅度相对较大。

图表 1 2019 年 9 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	3.0086%	1.62
政策性银行债	3.1988%	0.68
地方政府债	3.5162%	13.90
5 年期 AAA 级公司债	4.0956%	9.64
7 年期 AA 级企业债	6.9733%	39.79
3 年期 AAA 级中期票据	3.9654%	32.32
5 年期 AAA 级中期票据	3.8925%	4.84
1 年期短期融资券	4.2503%	64.18
270 天短期融资券	3.5558%	-13.12

数据来源：Wind，新世纪评级整理、计算

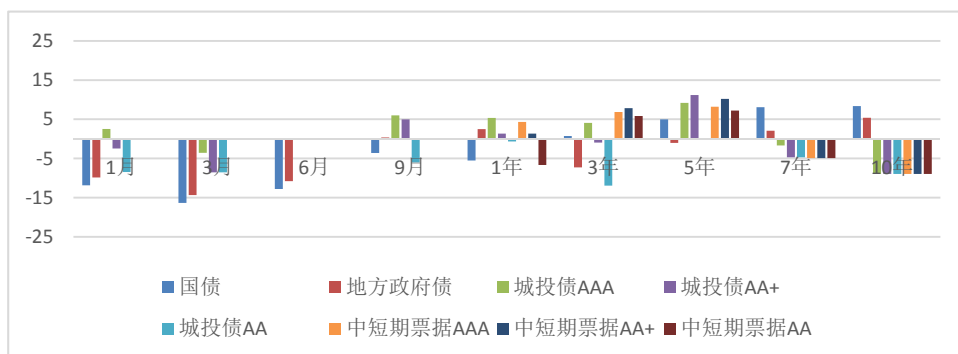
债券市场到期收益率在期限及品种上表现分化。9 月末，主要利率债和一般

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

信用债的 3 年期和 5 年期的到期收益率较 8 月末相比大多上升，而 1 年期及以下、7 年期和 10 年期的到期收益率有所下降。其中，国债和地方政府债 1 月期、3 月期和 6 月期到期收益率均下降约 10BP；AA 级城投债在主要期限普遍下降，而 5 年及以下期限的 AAA 级城投债到期收益率却普遍上升。

图表 2 2019 年 9 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 9 月，国内经济增长压力依然较大，央行降准力度加大，货币市场资金利率小幅下行，而 CPI 涨幅继续加快、市场预期的降息迟迟未能实现，导致国内债券市场主要券种的发行利率普遍上升、到期收益率在期限及品种上表现分化。

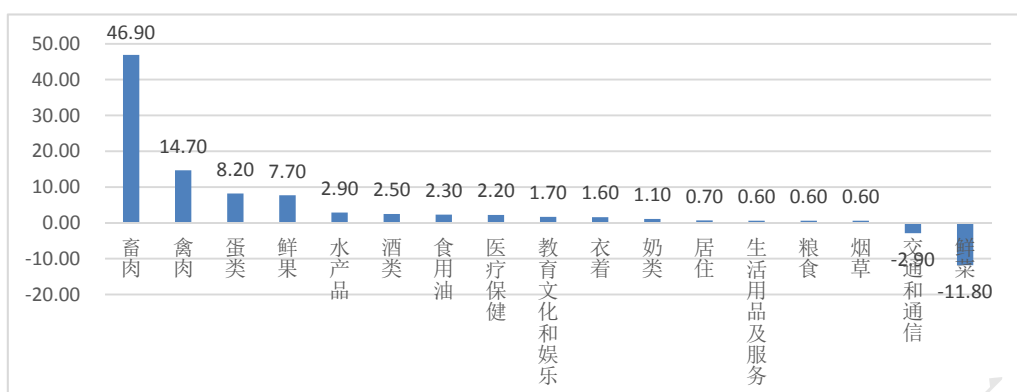
国内经济增长压力依然较大，央行降准力度加大，货币市场资金利率小幅下行。8 月 31 日公布的制造业 PMI 为 49.5%，较上期环比下降 0.2 个百分点，继续处于收缩区间，而随后公布的消费、投资及工业增加值增速继续下降，国内经济增长压力依然较大。9 月 4 日国务院常务会议明确提出要“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”，随后 9 月 6 日央行宣布全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，较 5 月份对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率相比，央行的降准力度加大。本次全面降准预计释放资金约 8000 亿元，定向降准预计释放资金约 1000 亿元，有利于市场流动性保持合理充裕，虽然适逢季末月、央行公开市场操作月内净回笼 665 亿元，货币市场资金利率月内均值依然小幅下行，9 月 DR007、R007 月内均值分别为 2.6300% 和 2.7205%，分别较上月小幅下降 0.55BP 和 5.94BP，是推动 9 月超短期融资券发行利率和短端收益率下降的重要因素。

CPI 涨幅触及 3%警戒线，但不是通货膨胀。9 月，“非洲猪瘟”的影响持续且有加剧的趋势，前三周商务部公布的食用农产品价格指数分别同比上涨 15.15%、13.44% 和 11.76%，较上月相比进一步加快，市场对 CPI “破 3” 的预期

债券市场研究报告

强烈，债券市场利率面临上升压力。最近公布的 9 月 CPI 同比上涨 3%，触及今年政府工作报告中“居民消费价格涨幅 3%左右”预期目标，基本印证了市场预期。但是需要注意的是，当前 CPI 的上涨加快并不是通货膨胀。按照通货膨胀的定义，通货膨胀是指一段时间内物价持续而普遍地上涨。从 9 月消费者物价指数 17 类分项的同比涨幅看，当前物价加快上涨并非普遍现象，而是个别现象。具体来看，9 月仅畜肉、禽肉、蛋类和鲜果 4 类的涨幅相对较大，分别为同比上涨 46.9%、14.7%、8.2%和 7.7%；水产品、酒类、食用油、医疗保健、教育文化和娱乐、衣着和奶类共 7 类的涨幅在 1%-3%；居住、生活用品及服务、粮食和烟草共 4 类的涨幅低于 1%；而交通运输和鲜菜则分别同比下降 2.9%和下降 11.8%。故当前 CPI 上涨加快并触及 3%的警戒线虽然会对债券市场利率构成上升压力，但是程度有限。

图表 3 2019 年 9 月 CPI 各分项同比涨幅（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

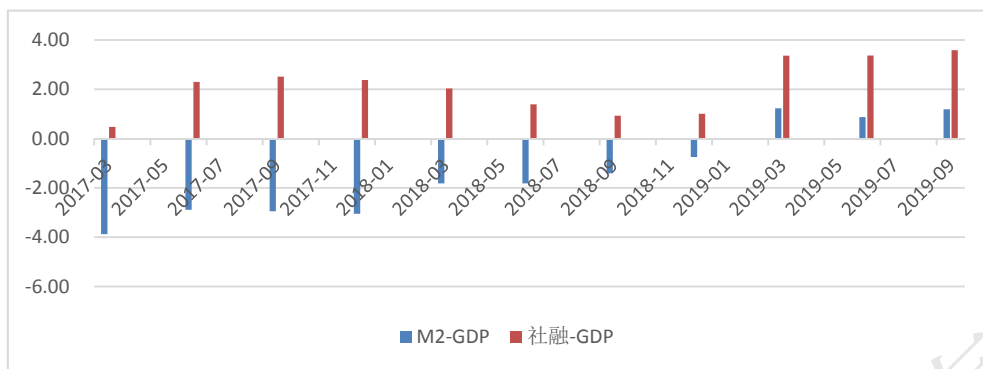
市场的降息预期迟迟未能落地，央行货币政策保持定力，市场的降息预期降温。在 8 月 17 日央行宣布 LPR 形成机制改革后，市场对央行调降 MLF 操作利率的预期强烈。9 月初，为了压低短端利率，美联储开始购买国债；9 月 12 日，欧洲央行降息并重启资产购买计划；美欧货币政策相继宽松叠加国内经济增长压力加大，市场对央行降息的预期随之高涨，但是在 9 月 17 日的 MLF 续作中，央行虽增加了 MLF 的投放规模，但操作利率维持 3.30% 不变，市场的降息预期落空。随后 9 月 24 日，央行行长在庆祝中华人民共和国成立 70 周年活动新闻中心在京举办的第一场新闻发布会答记者问过程中明确表态“中国的货币政策应当保持定力，坚持稳健取向”，同时提出了货币政策应当实现的三个目标，从三大目标看，我国货币政策进一步宽松的可能性降低，市场对未来央行降息的预期降温，从而导致中长期债券，特别是 1-5 年期债券的发行利率和收益率在预期修正下回升。

具体来看，央行行长提到的第一个目标是“既要稳当前，也要加强逆周期调节，保持广义货币 M2 和社会融资规模的增长速度和名义 GDP 的增长速度大体

债券市场研究报告

上相当匹配，坚决不搞“大水漫灌”。2019年以来，在货币政策由稳健中性转向稳健情况下，我国 M2 和社会融资规模的增速与名义 GDP 增速的差均出现了较大变化。其中 M2 增速与名义 GDP 增速差由 2017-2018 年的负转正，2019 年第一、二、三季度分别为 1.23%、0.87%和 1.19%，基本维持在 1%上下波动；存量社会融资规模的增速与名义 GDP 增速的差较此前相比明显扩大，2019 年第一、二、三季度分别为 3.36%、3.37%和 3.59%，基本实现了年初政府工作报告中制定的目标，故从 M2 和社融增速的目标看，货币政策进一步宽松的可能性很低。同时，PPI 同比增速从 7 月份开始已进入负增长态势，前三季度名义 GDP 增速也由上半年的 8.30%下降至 7.57%，未来名义 GDP 增速若进一步下降，为维持与名义 GDP 增速相适应的目标，M2 增速和存量社会融资规模增速较当前的 8.4%和 10.8%相比有所下降也存在可能，在这样的情况下，我国货币政策更不可能进一步宽松。

图表 4 M2、存量社融与名义 GDP 增速差（单位：%）

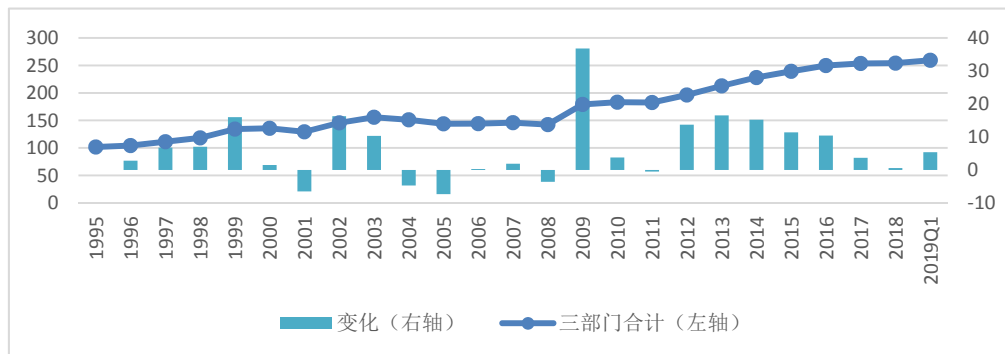


数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

央行行长提到的第二个目标是“要注意保持杠杆率的稳定，使得整个社会的债务水平处于可持续的水平”。2015 年底，去杠杆作为我国供给侧结构性改革五大任务之一被明确提出，在 2016 第四季度我国宏观经济阶段性企稳得到确认后，我国去杠杆工作开始正式进入实施阶段。到 2018 年，我国杠杆水平已得到较好地控制，根据 BIS 的统计，2018 年我国非金融部门（政府、居民、非金融企业三部门）杠杆率为 254.0%，仅较上年增加 0.6 个百分点，宏观杠杆率攀升的态势得到有效遏制。但是今年以来，随着宏观经济增长压力加大、社会融资增速的回升，“稳增长”与保持宏观杠杆率稳定之间的平衡面临挑战，2019 年一季度，BIS 统计的我国非金融部门杠杆率为 259.4%，较上年大幅上升 5.4 个百分点。当前我国杠杆水平已与美国和欧元区相当，且非金融企业部门杠杆率位居全球前列，而高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，保持宏观杠杆率稳定对于短期内“稳增长”和长期内推动经济高质量发展均是最优选择。故从杠杆率的角度看，我国货币政策也难进一步宽松。同时，从我国高杠杆的现状出发，为避免上世纪 90 年代日本经历的因资产泡沫破裂叠加高杠杆导致的长期经济衰退，我们就可以清晰地看

出本轮的“稳增长”与 2008 年、2012 年“保 8”在政策方面有很大的不同，其中特别显著的两点是对房地产的调控不松反紧、货币政策持续强调不搞“大水漫灌”而更多是进行结构性宽松。

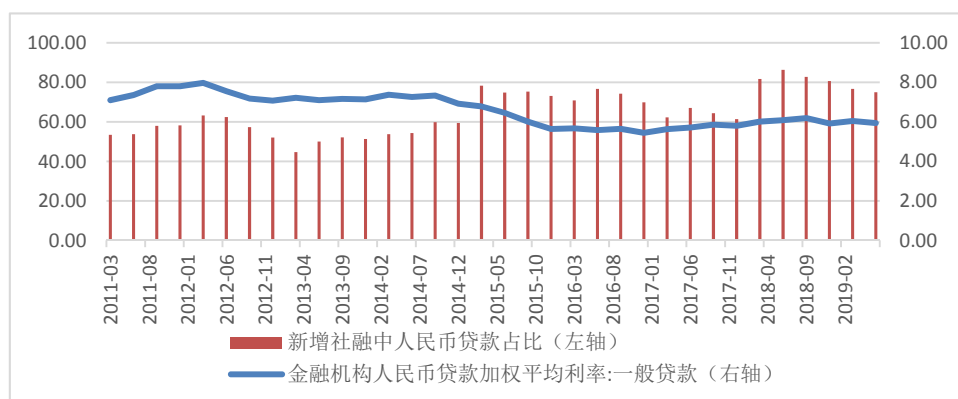
图表 5 中国非金融部门杠杆率情况（单位：%）



数据来源：BIS，新世纪评级整理、绘制

易纲行长提到的第三个目标是“要考虑到长远，要加大结构调整的力度，下大力气疏通货币政策的传导机制，以改革的方式降低企业的融资成本”。从我国社会融资的构成来看，信贷一直是最重要的融资来源，特别是 2018 年 4 月资管新规落地后，随着影子银行业务清理整顿的加速，信贷在实体经济融资中的重要性进一步上升。2018 年，我国新增人民币贷款占新增社会融资规模的比重高达 80.68%，创近年新高；今年前三季度，受地方政府专项债发行加速及企业债券融资保持较快增长影响，信贷的占比虽有所下降，但仍高达 74.17%。所以，从我国的融资结构看，要降低实体融资成本，关键在于降低信贷融资成本。但是正如我们在上篇报告《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》中指出的，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，而一般贷款利率变化不大，我国货币政策向贷款市场融资成本传导不畅。故从降低实体经济融资成本角度，当前更关键的是要疏通货币政策的传导机制而非货币政策进一步宽松，是要通过改革的方式引导贷款市场融资成本下降。9 月 20 日公布的新机制下 1 年期 LPR 报价再度下降 5BP 至 4.20%，改革方式引导信贷融资成本下降的成效在新增信贷中将逐步得到体现，但是当前 LPR 与 MLF 间的利差仍高达 90BP，仍有压缩空间，短期内调整 MLF 操作利率的必要性不高。

图表 6 我国信贷占比及贷款利率情况（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

三、总结与展望

2019 年 9 月，国内经济增长压力依然较大，央行月内采取了全面加定向降准的政策组合，有利于市场流动性保持合理充裕，虽然适逢季末月、央行公开市场操作月内净回笼，短端货币市场资金利率依然小幅下行并推动超短期融资券发行利率和短端到期收益率下降。而 CPI 涨幅继续加快、市场预期的降息迟迟未能实现，导致国内债券市场主要券种的发行利率普遍上升、到期收益率在期限及品种上表现分化。

展望后期，我国三季度 GDP 同比增速已触及 6.0% 的目标区间下限，经济增长压力加大，但 9 月当月的工业生产及消费均边际改善，同时中美贸易磋商在 10 月上旬取得重大积极进展，短期内经济增长存在企稳可能，基本面对债市利率的利好减弱。CPI 在“非洲猪瘟”的持续影响下虽存在进一步上升可能，但并不是通货膨胀，对债券市场利率构成上升压力，但程度会相当有限。虽然外部主要央行持续降息，我国稳健货币政策取向不变，资金面将保持合理充裕状态，但在保持社会融资增速与名义 GDP 增速大体相当、保持杠杆稳定和以改革方式降低融资成本三大目标以及 MLF 与 LPR 利差未充分压缩的情况下，我国降息的可能性下降，市场的预期修正料将继续带动债券市场利率小幅回调。

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。