

下半年利率债收益率料呈震荡走势

费兆奇

国家金融与发展实验室 特聘高级研究员

杨成元

华夏银行计划财务部

年初以来，我国债券市场收益率曲线整体呈现下行趋势。截至7月20日，利率债如1年期、10年期国债分别下行63bp和39bp；1年期、10年期国开债分别下行119bp和79bp；信用债如1年期、5年期AAA企业债分别下行107bp和104bp。收益率曲线整体下行，由资金面、政策面和基本面等综合因素推动货币的供求关系发生变化所导致。

从货币供求角度看，体现为货币政策边际宽松，实体经济需求不足，同时实体融资需求受到抑制，促使利率下行。一方面，央行维持稳健中性的货币政策，呈现边际宽松。一是多次定向降准，总计净释放资金近1.6万亿元；二是央行公开市场及时投放、MLF续作，保持流动性充裕；三是央行扩大MLF抵押品范围至AA级公司债，缓解银行抵押标的不足的困境；四是7月中旬财政部、人民银行开展3个月国库定存招标投放，利率下调103个BP，引导资金利率下行。

另一方面，实体经济需求不足的同时，资金需求受到抑制。其一，经济基本面下滑，整体需求下降。GDP增速从一季度的6.8%降至二季

度的 6.7%；规模以上累计工业增加值连续下降至 6.7%，不及预期；固定资产投资增速创新低至 6%；CPI 仍然偏弱，6 月份 1.9%；外部不确定因素增加，外需拉动进一步减弱。经济下行压力加大，整体需求呈现不足。其二，去杠杆、严监管延续，实体经济资金需求受到抑制。尤其是中小企业在信贷的配给制下依旧面临融资难问题，社会融资总量增速同比下降，在传统表内无法获得融资的实体企业在表外回表的过程中面临流动性困境。上半年，社会融资规模新增 9.1 万亿，社会融资规模存量增速 9.8%，总计较去年同期少增 2 万亿元，具体来看，表外回表后，表内信贷虽然得到扩张，信贷多增 0.55 万亿元，企业债融资多增 1.4 万亿元，但委外贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票等同比少增 1.4 万亿、1.5 万亿元以及 0.8 万亿元，另外，股市融资也同比少增 0.2 万亿元。

从债券的供求来看，上半年利率债的供给压力较小，配置需求在上升，推动利率下行。一方面，利率债在上半年的供给压力较小。从全年看，2018 年财政政策赤字率下调至 2.6%，净发行与 2017 年基本持平，全年的供给压力不大。从上半年的债券融资额看，国债净融资额仅为 0.35 万亿；此外，在政府去杠杆的推动下，地方政府融资逐步规范，无序扩张受到抑制，上半年新增加置换的地方债净融资总和仅实现 1.27 万亿。

另一方面，配置需求上升。一是商业银行融资向表内回归，资管新规和流动性新规的实施及落地，同业业务逐步压缩，商业银行资产

配置回归到信贷投放和债券投资，债券配置总量上升。二是我国引入外资方面开放度加快，为我国债市资金带来一定的补充。2018年上半年，境外机构银行间债券托管量大量增加，跃升为第四大增持机构，持仓占比从2017年上半年的1.4%增加到现在的2.0%。

从期限结构来看，2018年以来，短端利率较长端利率下降更快，5月份期限利差扩大至年初以来高点，曲线形状从平坦化转为陡峭化，其后，利差有所收敛，逐步走向扁平化。

从历史对比来看，2007年全球金融危机以来，收益率曲线形态变化多端，整体经历了从陡峭逐步走向平坦的过程，期限利差中枢不断缩小，截至2017年末，期限利差从2007年高点180bp左右缩小至历史最小值9bp。2018年初曲线形态呈现拐点，收益率曲线从平坦逐步走向陡峭化，表现为短期收益率下降，并带动长期收益率下降，期限利差开始扩大，从年初的9bp扩大至5月末的80BP，其后利差呈现下降趋势，6月为32bp，截至7月20日为46bp，目前来看，整个期限利差仍较小，处于历史1/4分位数（58b）左右，曲线较为平坦化。

从历史经验来看，曲线转向平坦化或期限利差倒挂，说明投资者对未来经济看法不确定。2007年以来，收益率曲线经历了从陡峭逐步转为平坦化的过程。主要原因在于，一是我国经济从高速增长阶段进入中高速增长阶段，经济增速逐步降至7%以内，同时，经济危机的滞后影响，加之人口老龄化，潜在经济增速也在下降，长期利率中枢在下降；二是全球货币政策从量化宽松逐步走向后期的中性或紧缩阶段，

尤其是美国率先进入加息和缩表进程，资金外流压力加大，导致我国政策紧缩压力加大，流动性收紧，政策利率（短期利率）上升较快；三是从国内来看，去杠杆的实施，需要短期利率的上升和流动性的紧平衡来配合，短期利率上升幅度较大，从而导致收益率曲线逐步平坦化。

2018年以来，货币政策边际宽松，短期利率下降较快，但长期利率下降有限，收益率曲线逐步转向陡峭化。我国经济结构调整逐步取得成效，经济前景逐步向好，导致长期利率并未随短期利率同步下降，而是基本保持稳定。但在5月份后，利差缩小，长短利率下行加快，主要在于债市违约率上升等，市场对未来经济前景担心，长端利率下降速度加快。

笔者认为，利率债收益率经过上半年的趋势性下行，在三季度可能呈现震荡走势，且存在一定的回调风险，中美利差收窄和利率债供给放量将成为制约收益率下行的主要因素。

一方面，下半年的经济下行压力有所增加，需要维持流动性合理充裕。一是制约经济持续向好的结构性、深层次问题突出，周期性因素依然是影响经济的主要原因。二是年初以来，世界经济形势更加错综复杂，未来不确定性增强。这需要货币政策维持合理充裕的流动性，降低实体经济融资成本。

但另一方面，除了去杠杆、调结构需要稳健中性的货币政策外，外部环境的压力使得国内利率继续下行的空间非常有限。目前，中美

利差已经缩小至历史低位，美国经济持续向好，美国通胀预期上升，货币政策继续收紧，特朗普政府基建和减税的经济政策将导致美债的供应量不断上升，市场利率继续上行。美元对人民币持续走强，尤其是二季度以来人民币贬值幅度加大，截至7月下旬，人民币贬值幅度达50bp。资金的外流压力也在加大，上半年外汇储备下降493亿美元。外部环境的压力需要中美利差保持在合理范围内，为此有拉动国内利率上行的压力。此外，按照今年的财政支出计划，无论是国债或是新增加和置换的地方债，下半年都将加速发行，从债券供给的角度制约收益率下行。

从期限结构看，年初以来，期限利差有所扩大，但从长周期来看，期限利差依旧较小，尤其是5月下旬未来，长端利率下降更快。笔者认为，下半年，利率曲线将继续平坦化。主因在于，我国利率在下半年大概率呈现震荡走势，政策利率下调的空间较为有限。长期利率虽已反映对未来经济前景的担忧，但在基本面偏弱的环境下，摆脱短期利率，大幅上行的可能性不大。