

以 LPR 改革推动融资成本下行，注重结构甚于总量

——固定收益市场周度观察（2019-08-18）

固定收益定期

文思信（分析师）

孙德基（联系人）

何斯迪（联系人）

wensiji@xsdzq.cn

sundeji@xsdzq.cn

hesidi@xsdzq.cn

证书编号：S0280517090001

证书编号：S0280119030003

证书编号：S0280118040014

● 核心观点

周六，为深化利率市场化改革，人民银行推出了 LPR 改革方案。首先简要提炼几个要点，一是每日公布改为每月 20 日公布，以提高报价行的重视程度；二是用 MLF 加点的方式报价，以反映银行机构在银行间实际的资金成本变化，体现了以负债端价格定资产端价格的理念，引导市场化水平提升；三是报价行数量由 10 家增加至 18 家，包括城商行、农商行、外资行和民营行，涵盖的主体范围更广，更能代表市场的普遍情况；四是在原有 1 年期利率报价基础上，增加 5 年期以上利率的报价，为住房抵押贷款等长期贷款提供定价标准，使 LPR 这一工具的应用范围更广，更适用实际业务需要。五是明确新贷款浮动利率以 LPR 为定价基准，而不是央行公布的基准利率（已 4 年未做调整），存量贷款暂时按原合同执行，但未来也可能向 LPR 为基准过渡。六是明确不得设定贷款利率隐性下限。七是央行会加强监督并将应用情况纳入 MPA 考核。

LPR 改革的政策目的十分明确，即是引导实际贷款利率下行。但这与以往的降息操作大不相同，降息是总量政策，而 LPR 为结构性政策，是金融供给侧结构性改革中的重要部分。央行在二季度货币政策执行报告中特别以专栏（专栏 2）的形式作出了相关表述，将“深化利率市场化改革，用改革的方法促进降低融资成本”列为推进金融供给侧结构性改革各项工作中的第一项，其实际举措即是推动利率体系“两轨合一轨”，以 LPR 逐步取代基准利率的作用。这与央行今年表现出的在总量宽松上保持定力，进一步加强结构性政策的思路是一致的。尽管美联储已经完全终止了紧缩操作并重启降息，但为了抑制国内房地产价格上涨及各类高负债主体的加杠杆行为，人民币银行并未跟进下调存款基准利率，预计在整个下半年全面降息也不会作为优先的政策选择。然而，实体企业的融资成本和融资环境又确实亟待改善。自今年 4 月起，贷款余额同比增速开始回落，已基本降至与 2018 年 5 月低位相当，尽管同一期间社融增速大体稳定，但主要依靠非标融资的少减，对增加民营企业和小微企业融资没有太大的实际帮助。贷款增长乏力，一方面由于需求不足背景下，企业本身在现有利率水平下可负担的融资需求不强，那么引导实际贷款利率的下行有助于改善这一现象，这也是 LPR 改革的初衷，希望能使实际贷款利率的下行不受贷款基准利率的制约，且打破隐性下限；另一方面，在现行金融体系中，小微企业获得贷款的可得性较差，这就需要通过继续建设“三档两优”存款准备金体系，从制度上激励中小银行定位于服务民营和小微企业，同时在 MPA 考核中予以鼓励，并在支小再贷款、再贴现额度和利率上予以支持。

因此，在 LPR 改革推出后的一段时间，全面的大幅宽松不易出现，央行的工作重心仍在于结构。具体操作上，通过降准继续补充必要的流动性可以期待，但全面降息的可能性较低，小幅下调货币政策工具利率，适度引导资金价格下行是更有可能的政策选择。那么，债市方向上继续向好，但年内空间已十分有限，在利率债仓位和久期上不妨保持必要的谨慎。

● 利率债

流动性观察：央行重启逆回购，资金价格上行

一级市场发行：净融资额回落，认购倍数上升

二级市场交易：国债期货下跌，现券收益率小幅震荡

● 信用债

一级市场发行与到期：发行量增加，净融资额回落

二级市场交易：信用债到期收益率下行，信用利差普遍收窄

上周，共有 5 只信用债发生违约：“18 精功 SCP004”

上周，共有 3 家企业发生评级变动，3 家主体评级被调低。

● 风险提示：监管力度持续加大、经济超预期反弹、通胀大幅上行、海外市场不确定性增强、违约事件频率上升

相关报告

《有定力的宽松，注重结构优化》
2019-08-11

《联储降息与避险推动收益率快速下行，短期空间已不大》2019-08-04

《中性货币政策旨在维持合理的债务扩张》2019-07-29

《经济仍然承压，政策注重平衡，债市维持乐观》2019-07-22

《外需继续弱化，非标抑制减轻》
2019-07-15

《十年与隔夜利差达历史高位》
2019-07-08

《生产端仍然偏弱，流动性易松难紧》
2019-07-01

《海外流动性预期转松，国内宽松空间加大》2019-06-23

《经济偏弱，逆周期调节意愿增强》
2019-06-17

《六月资金面整体无忧，但流动性分层应会加剧》2019-06-10

《风险处置不改变宽松方向，债市机会将至》2019-06-03

《政策边走边看，债市亦步亦趋》
2019-05-28

《经济数据偏弱，供需两端回落》
2019-05-20

《外部风险增加，社融增速回落》
2019-05-13

《生产放缓，债市趋稳》2019-05-06

《货币政策暂偏谨慎，但流动性仍需补充》2019-04-29

《逆周期调节政策起效，货币政策短暂观望》2019-04-22

《利率并轨旨在加强宽信用效果》
2019-04-19

《社融短期放量，收益率震荡筑顶》
2019-04-15

《债市阶段性调整，震荡中酝酿机会》
2019-04-08

《降准仍有必要，需要等待合适时机》
2019-04-01

《美联储明确结束缩表计划，外部紧缩压力缓解》2019-03-25

《经济开局偏弱，需要基建托底和货币宽松》2019-03-18

《经济基本面仍弱，亟待进一步宽松》
2019-03-11

目 录

核心观点.....	3
1、 利率债	4
1.1、 流动性观察：央行重启逆回购，资金价格上行.....	4
1.2、 一级市场发行：净融资额回落，认购倍数上升.....	6
1.3、 二级市场交易：国债期货下跌，现券收益率小幅震荡.....	7
2、 信用债	9
2.1、 一级市场发行与到期：发行量增加，净融资额回落.....	9
2.2、 二级市场交易：信用债到期收益率下行，信用利差普遍收窄.....	11
2.3、 一周信用违约事件回顾	12
2.4、 主体评级调整	12

图表目录

图 1： 存款类机构质押式回购加权利率曲线	4
图 2： 上交所国债质押式回购加权利率曲线	4
图 3： 存款类机构质押式回购加权利率近一年走势	5
图 4： 上交所国债质押式回购加权利率近一年走势	5
图 5： 银行间质押式回购加权利率近一年走势	5
图 6： 上海银行间同业拆放利率近一年走势	5
图 7： 央行每周公开市场投放与回笼规模（含 MLF、SLO、SLF）	5
图 8： 每周一级市场发行、偿还与净融资额情况	6
图 9： 中债国债到期收益率曲线	7
图 10： 中债国开债到期收益率曲线	7
图 11： 中债国债到期收益率近一年走势	8
图 12： 中债国开债到期收益率近一年走势	8
图 13： 国债期限利差近一年走势	8
图 14： 国开债期限利差近一年走势	8
图 15： 信用债发行与到期规模	9
图 16： 信用债发行（按评级分类）	10
图 17： 信用债发行（按期限分类）	10
图 18： 城投债到期收益率一周变动情况	11
图 19： 中短期票据到期收益率一周变动情况	11
图 20： 城投债信用利差一周变动情况	12
图 21： 中短期票据信用利差一周变动情况	12
表 1： 存款类机构质押式回购加权利率一周变化	4
表 2： 上交所国债质押式回购加权利率一周变化	4
表 3： 上周利率债发行一览	6
表 4： 中债国债到期收益率一周变化	7
表 5： 中债国开债到期收益率一周变化	8
表 6： 信用债发行（按债券种类分类）	9
表 7： 信用债发行（按证监会行业分类）	11
表 8： 信用债违约报表	12
表 9： 信用主体评级调整	12

核心观点

周六，为深化利率市场化改革，人民银行推出了 LPR 改革方案。首先简要提炼几个要点，一是每日公布改为每月 20 日公布，以提高报价行的重视程度；二是用 MLF 加点的方式报价，以反映银行机构在银行间实际的资金成本变化，体现了以负债端价格定资产端价格的理念，引导市场化水平提升；三是报价行数量由 10 家增加至 18 家，包括城商行、农商行、外资行和民营行，涵盖的主体范围更广，更能代表市场的普遍情况；四是在原有 1 年期利率报价基础上，增加 5 年期以上利率的报价，为住房抵押贷款等长期贷款提供定价标准，使 LPR 这一工具的应用范围更广，更适用实际业务需要。五是明确新贷款浮动利率以 LPR 为定价基准，而不是央行公布的基准利率（已 4 年未做调整），存量贷款暂时按原合同执行，但未来也可能向 LPR 为基准过渡。六是明确不得设定贷款利率隐性下限。七是央行会加强监督并将应用情况纳入 MPA 考核。

LPR 改革的政策目的十分明确，即是引导实际贷款利率下行。但这与以往的降息操作大不相同，降息是总量政策，而 LPR 为结构性政策，是金融供给侧结构性改革中的重要部分。央行在二季度货币政策执行报告中特别以专栏（专栏 2）的形式作出了相关表述，将“深化利率市场化改革，用改革的方法促进降低融资成本”列为推进金融供给侧结构性改革各项工作中的第一项，其实际举措即是推动利率体系“两轨合一轨”，以 LPR 逐步取代基准利率的作用。这与央行今年表现出的在总量宽松上保持定力，进一步加强结构性政策的思路是一致的。尽管美联储已经完全终止了紧缩操作并重启降息，但为了抑制国内房地产价格上涨及各类高负债主体的加杠杆行为，人民币银行并未跟进下调存贷款基准利率，预计在整个下半年全面降息也不会作为优先的政策选择。然而，实体企业的融资成本和融资环境又确实亟待改善。自今年 4 月起，贷款余额同比增速开始回落，已基本降至与 2018 年 5 月低位相当，尽管同一期间社融增速大体稳定，但主要依靠非标融资的少减，对增加民营企业和小微企业融资没有太大的实际帮助。贷款增长乏力，一方面由于需求不足的背景下，企业本身在现有利率水平下可负担的融资需求不强，那么引导实际贷款利率的下行有助于改善这一现象，这也是 LPR 改革的初衷，希望能使实际贷款利率的下行不受贷款基准利率的制约，且打破隐性下限；另一方面，在现行金融体系中，小微企业获得贷款的可得性较差，这就需要通过继续建设“三档两优”存款准备金体系，从制度上激励中小银行定位于服务民营和小微企业，同时在 MPA 考核中予以鼓励，并在支小再贷款、再贴现额度和利率上予以支持。

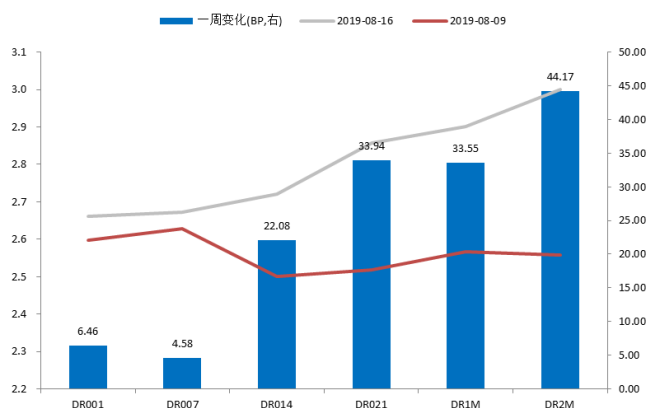
因此，在 LPR 改革推出后的一段时间，全面的大幅宽松不易出现，央行的工作重心仍在于结构。具体操作上，通过降准继续补充必要的流动性可以期待，但全面降息的可能性较低，小幅下调货币政策工具利率，适度引导资金价格下行是更有可能的政策选择。那么，债市方向上继续向好，但年内空间已十分有限，在利率债仓位和久期上不妨保持必要的谨慎。

1、利率债

1.1、流动性观察：央行重启逆回购，资金价格上行

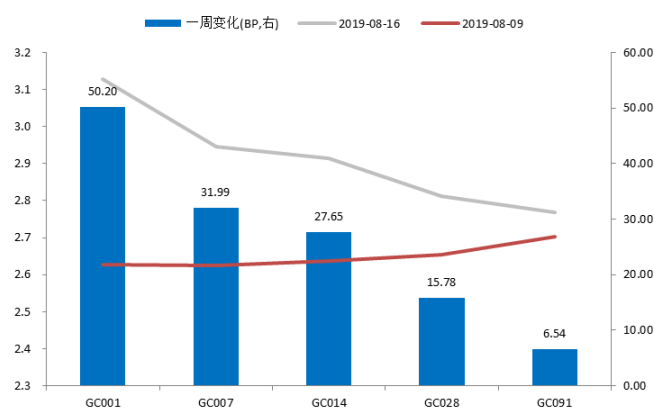
上周，央行共开展 3000 亿元逆回购操作及 4000 亿元中期借贷便利操作，共有 3830 亿元中期借贷便利到期，全口径下实现 3170 亿元净投放。上周央行面对税期高峰和中期借贷便利到期，进行超额续作和逆回购并举的操作，但净投放规模不大，并未传达宽松预期，短期货币政策仍然保持定力。银行间短期资金价格上行，其中，DR001 上行 6.46BP 至 2.6613%；DR007 上行 4.58BP 至 2.6731%；交易所资金价格上行，其中，隔夜 GC001 上行 50.20BP 至 3.1280%，GC007 上行 31.99BP 至 2.9450%。

图1：存款类机构质押式回购加权利率曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：上交所国债质押式回购加权利率曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1：存款类机构质押式回购加权利率一周变化

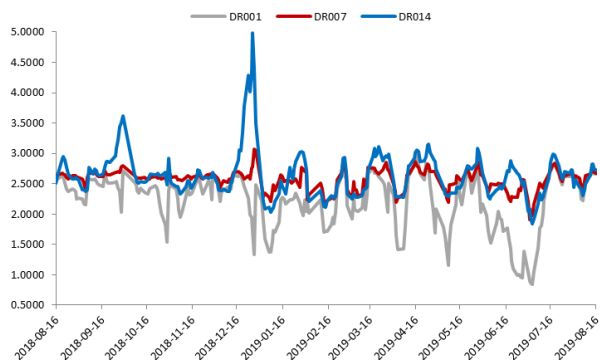
	DR001	DR007	DR014	DR021	DR1M	DR2M
2019-08-16	2.6613	2.6731	2.7215	2.8568	2.9020	3.0000
2019-08-09	2.5967	2.6273	2.5007	2.5174	2.5665	2.5583
一周变化(BP)	6.46	4.58	22.08	33.94	33.55	44.17

资料来源：Wind，新时代证券研究所

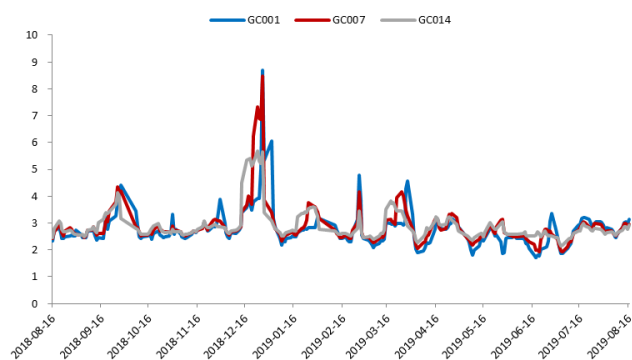
表2：上交所国债质押式回购加权利率一周变化

	GC001	GC007	GC014	GC028	GC091
2019-08-16	3.1280	2.9450	2.9140	2.8110	2.7680
2019-08-09	2.6260	2.6251	2.6375	2.6532	2.7026
一周变化(BP)	50.20	31.99	27.65	15.78	6.54

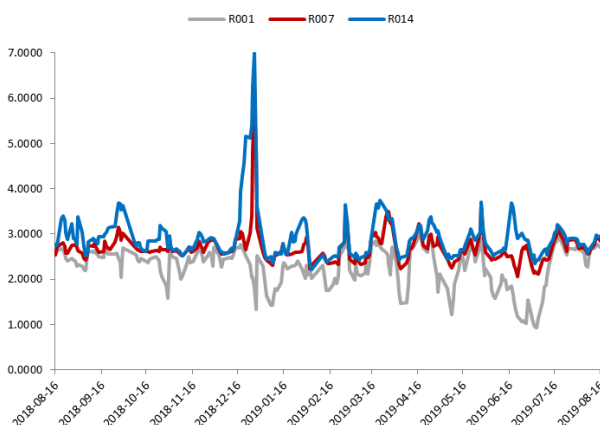
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 存款类机构质押式回购加权利率近一年走势

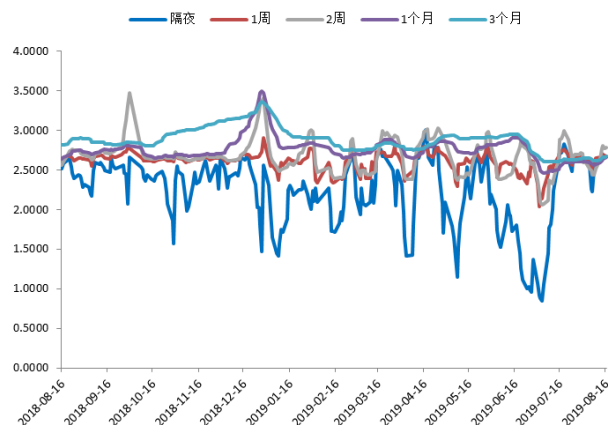
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 上交所国债质押式回购加权利率近一年走势

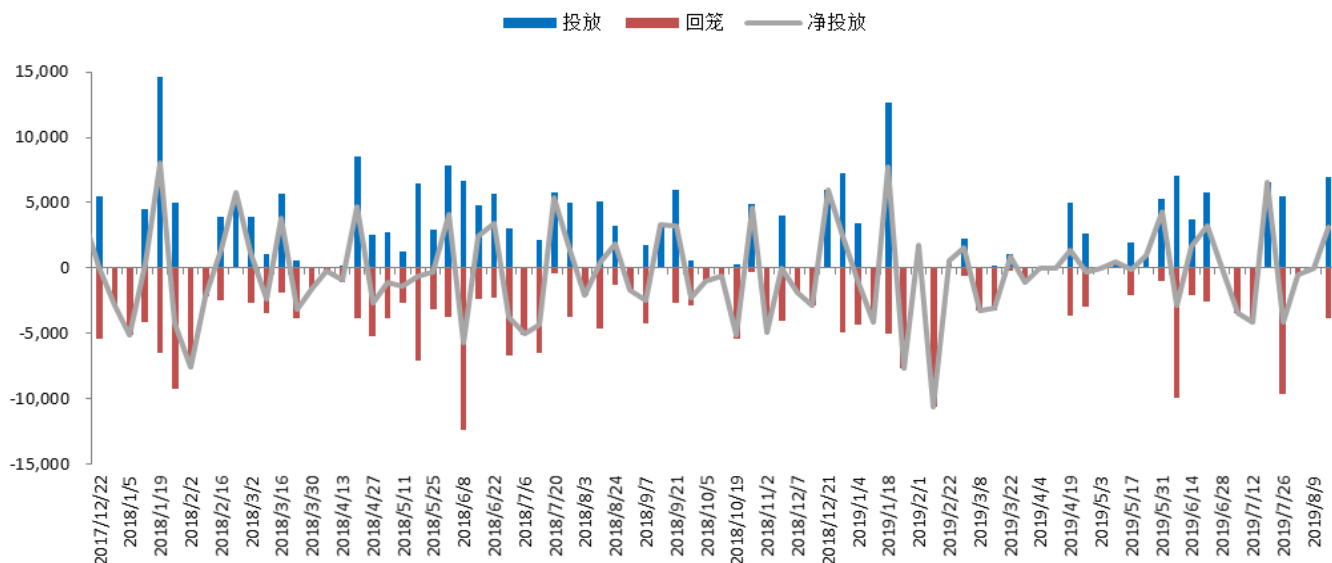
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 银行间质押式回购加权利率近一年走势

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 上海银行间同业拆放利率近一年走势

资料来源：Wind，新时代证券研究所

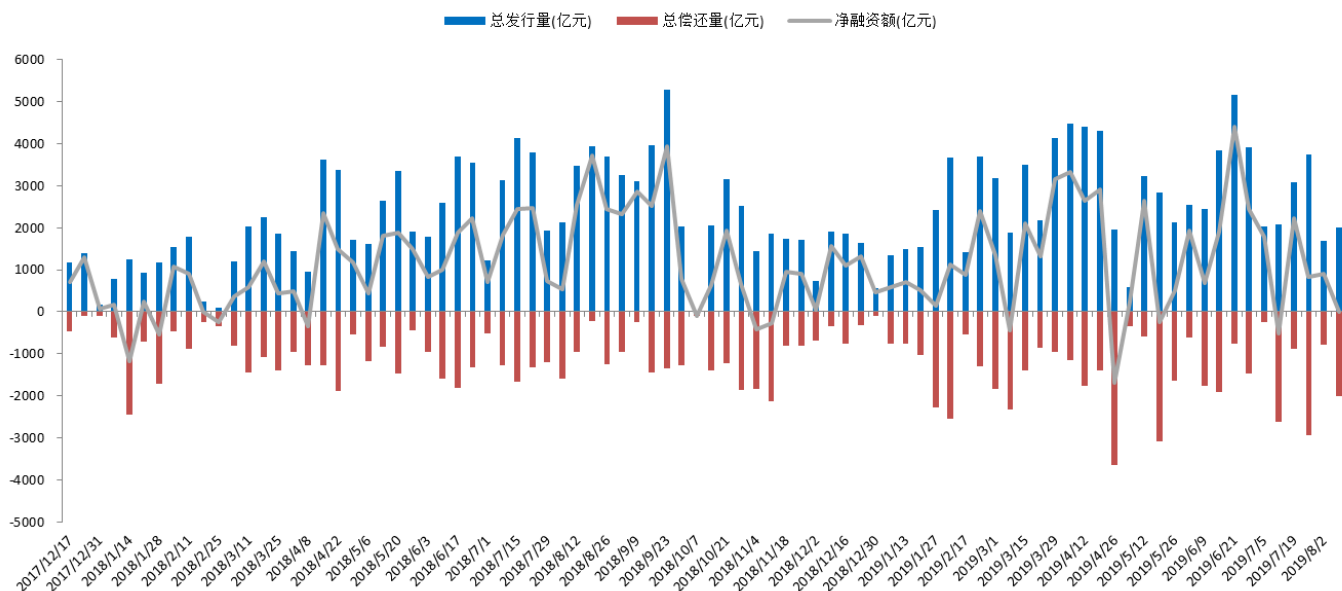
图7： 央行每周公开市场投放与回笼规模（含MLF、SLO、SLF）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、一级市场发行：净融资额回落，认购倍数上升

上周，一级市场利率债实际发行 20 只，实际发行规模合计 2,011.61 亿元；到期债券 11 只，总偿还量 2,007.62 亿元，净融资额为 3.99 亿元，全场平均认购倍数 3.0559，较上周小幅回升。

图8：每周一级市场发行、偿还与净融资额情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

发行品种方面，国债发行 6 只，募集资金 1276.90 亿元；政策性金融债中国开行债发行 5 只，募集资金 300 亿元，农发行债发行 6 只，募集资金 190 亿元，进出口债发行 3 只，募集资金 138 亿元；地方债发行降温，上周仅江西省发行 2 只地方债，募集资金 106.71 亿元。

表3：上周利率债发行一览

序号	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	全场倍数	边际倍数
1	19 贴现国债 35	2019-08-16	100.60	0.25	2.29	2.2939	—
2	19 附息国债 10(续发)	2019-08-16	375.60	30.00	3.86	3.6256	—
3	19 进出 06(增 11)	2019-08-15	40.00	3.00	3.37	2.9688	—
4	19 进出 05(增 25)	2019-08-15	50.00	5.00	3.28	3.2448	—
5	19 进出 10(增 12)	2019-08-15	48.00	10.00	3.86	3.5543	—
6	19 国开 07(增 13)	2019-08-15	40.00	3.00	3.18	2.9024	—
7	19 国开 09(增发)	2019-08-15	40.00	7.00	3.50	3.4308	—
8	19 附息国债 09(续发)	2019-08-14	340.70	2.00	2.74	2.6453	2.68
9	19 附息国债 04(续 4)	2019-08-14	460.00	5.00	3.19	2.8288	2.85
10	19 农发 05(增 8)	2019-08-14	20.00	1.00	2.51	2.3387	—
11	19 农发 08(增 4)	2019-08-14	30.00	7.00	3.63	3.5034	—
12	19 农发 06(增 5)	2019-08-14	60.00	10.00	3.74	3.5014	—
13	19 国开 12(增发)	2019-08-13	30.00	2.00	2.85	2.7849	—
14	19 国开 08(增 7)	2019-08-13	60.00	5.00	3.42	3.1610	—
15	19 国开 10(增 13)	2019-08-13	130.00	10.00	3.65	3.3537	—
16	19 江西债 28	2019-08-13	35.53	5.00	3.17	—	—
17	19 江西债 27	2019-08-13	71.18	5.00	3.17	—	—

序号	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	全场倍数	边际倍数
18	19 农发清发 01(增发 9)	2019-08-13	20.00	2.00	3.11	2.8420	—
19	19 农发 07(增 4)	2019-08-12	30.00	3.00	3.12	2.9699	—
20	19 农发 09	2019-08-12	30.00	5.00	3.24	—	—
21	19 储蓄 11	2019-08-10	0.00	3.00	4.00	—	—
22	19 储蓄 12	2019-08-10	0.00	5.00	4.27	—	—
合计			2,011.61		3.27		

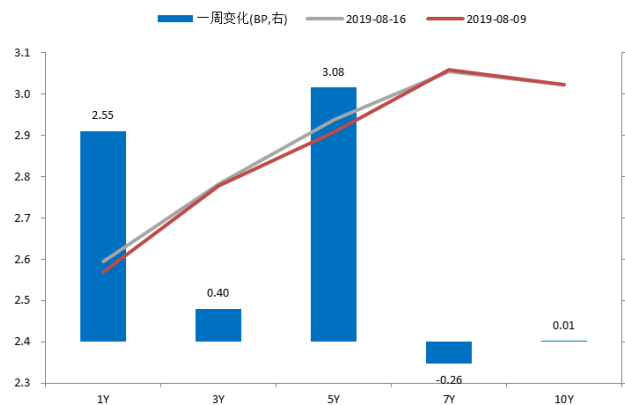
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.3、二级市场交易: 国债期货下跌, 现券收益率小幅震荡

上周, 国债期货上涨, 10 年期主力合约全周累计跌幅 0.44%; 5 年期主力合约全周累计跌幅 0.24%。国债现券收益率整体上行。其中 1 年期国债收益率上行 2.55BP 至 2.5949%; 3 年期、5 年期国债收益率分别上行 0.40BP、3.08BP、7 年期国债收益率下行 0.26BP。10 年期长端收益率上行 0.01BP 至 3.0217%, 10Y-1Y 期限利差收窄 2.54BP 至 42.68BP。

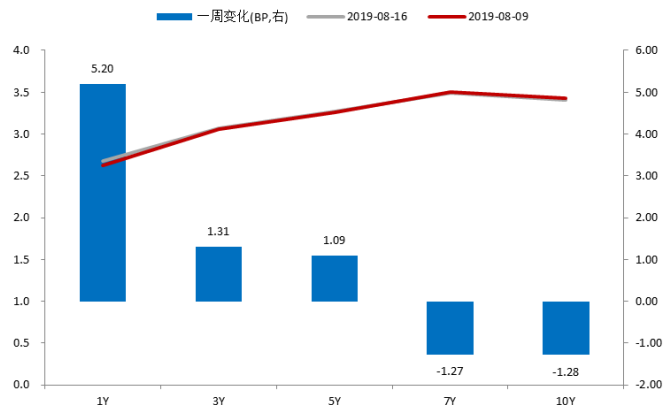
国开债现券各期限收益率整体上行, 1 年期国开债收益率上行 5.20BP 至 2.6808%, 10 年期国开债收益率下行 1.28BP 至 3.4118%。其中, 3 年期、5 年期收益率分别上行 1.31BP、1.09BP、7 年期收益率下行 1.27BP, 10Y-1Y 国开债期限利差收窄 2.77BP 至 79.58BP。

图9: 中债国债到期收益率曲线



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图10: 中债国开债到期收益率曲线



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表4: 中债国债到期收益率一周变化

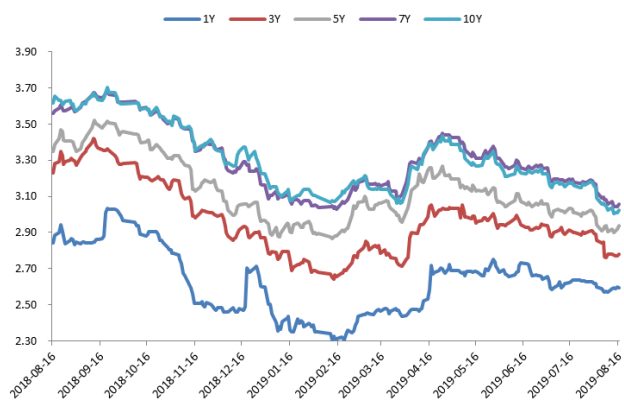
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
2019-08-16	2.5949	2.7818	2.9369	3.0548	3.0217
2019-08-09	2.5694	2.7778	2.9061	3.0574	3.0216
一周变化(BP)	2.55	0.40	3.08	-0.26	0.01

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

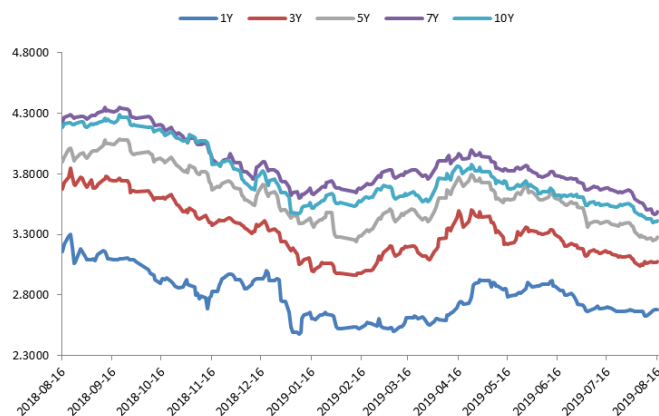
表5: 中债国开债到期收益率一周变化

	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
2019-08-16	2.6808	3.0734	3.2744	3.4895	3.4118
2019-08-09	2.6288	3.0603	3.2635	3.5022	3.4246
一周变化(BP)	5.20	1.31	1.09	-1.27	-1.28

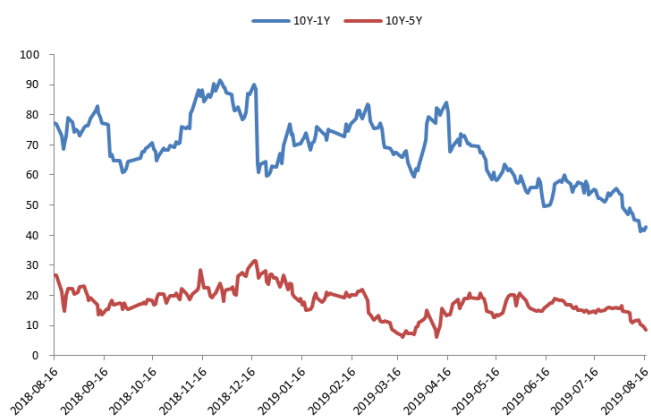
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图11: 中债国债到期收益率近一年走势

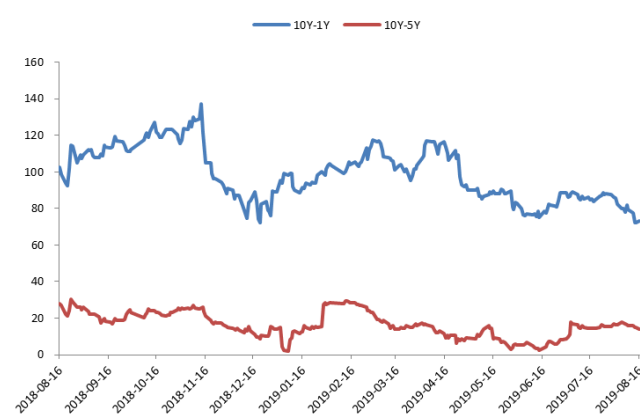
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 中债国开债到期收益率近一年走势

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图13: 国债期限利差近一年走势

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图14: 国开债期限利差近一年走势

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10643

