

2019 年 6 月债券市场风险监测报告

(中研发布)

统计监测部



中央国债登记结算有限责任公司

CHINA CENTRAL DEPOSITORY & CLEARING CO., LTD.

2019年6月债券市场风险监测报告

一、市场风险监测

2019年6月，债券指数上行，中债净价指数上升0.24%至99.8440点，中债国债净价指数上升0.32%至117.5452点，中债信用债净价指数上升0.05%至94.8409点。国债收益率曲线下行，10年期国债利率下行5BP至3.23%，1年期国债利率线下行4BP至2.64%。国债期货价格上升，10年期国债期货活跃合约结算价上升0.63%至97.50。

债券市场波动性下降。中债净价指数、1年期国债收益率和10年期国债利率波动率分别处于历史分位数的21%、21%和33%。本月各价格指标运行平稳，未出现单日较大波动。

2019年上半年，债券价格整体小幅下降，其中1-4月份宏观经济数据回暖带动债券利率上行，5、6月份外部不确定性增大影响债券利率重新下行。债市整体波动率略低于历史平均水平。

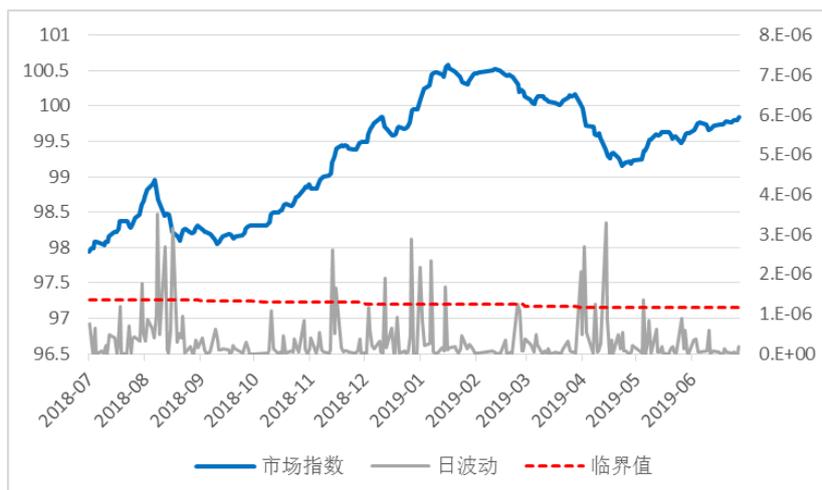


图 1.1: 中债净价指数走势及波动情况

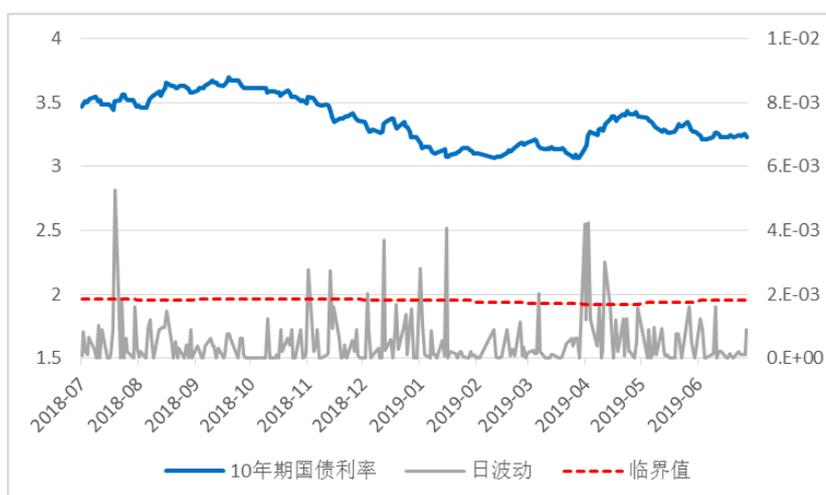


图 1.2: 10 年期国债利率走势及波动情况

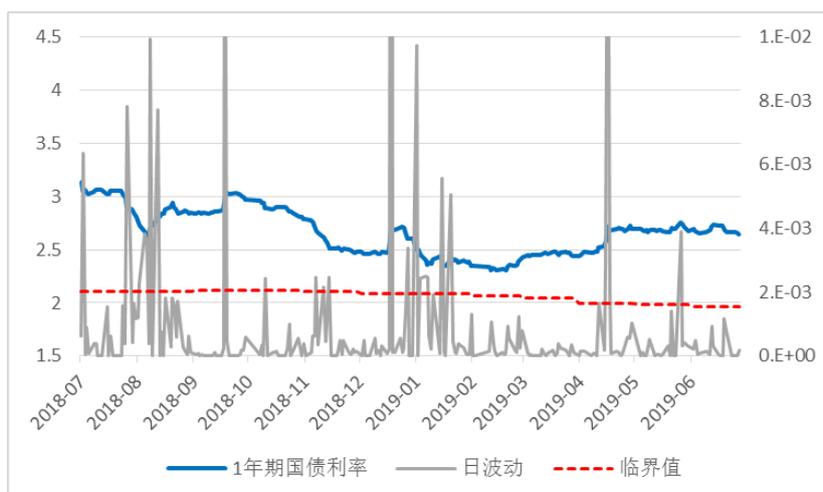


图 1.3: 1 年期国债利率走势及波动情况

二、信用风险监控

债券违约率月度边际上升。6月新增违约债券10支，违约规模65.08亿元¹，边际违约率²0.03%，较上月上升0.02个百分点。6月新增实质性违约企业1家，为腾邦集团，除已违约或展期债券外还存续1只2亿元待偿债券。

信用利差走势分化。5年期AA级产业债信用利差³182BP，较上月末收窄6BP，5年期AA级城投债信用利差⁴158BP，较上月末扩大6BP。

新发公司信用债债项资质边际上移，6月新发公司信用债隐含评级指数⁵为85.42，较上月上升0.30。

存量公司信用债隐含评级下调率保持稳定。中债估值的公司信用债中，隐含评级调整债券81支，其中下调72支，隐含评级下调率⁶为0.41%，与上月持平。隐含评级调整涉及发行主体共23家，其中下调19家，排名前3的行业⁷分别为制造业5家、建筑业3家和文化体育娱乐业3家。

2019年上半年，信用风险虽未解除但整体已有缓和迹象，上半年累计违约债券规模489.07亿元，较去年上半年同比增长156.53%，较去年下半年环比下降46.93%。一级市场发债企业资

¹ 违约债券统计口径包含协议展期债券，违约时间按首次违约或展期时间统计。

² 边际违约率是指特定时间段内发生违约量占期初市场总存量的比例，即：当月边际违约率=当月新增违约债券面额/上月末公司信用债托管量。其中公司信用债包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、资产支持证券、可转债、可交换债等。

³ 产业债信用利差=中债中短期票据到期利率-中债国债到期利率。

⁴ 城投债信用利差=中债城投债到期利率-中债国债到期利率。

⁵ 新发公司信用债隐含评级指数是对公司信用债发行的债项资质的综合度量，计算方法是将中债市场隐含评级转化为量化评级，再对新发行公司信用债以发行面额为权重计算量化评级的加权平均值。其中量化评级从100分起按照隐含评级高低顺序每降一级减5分，即隐含评级AAA+、AAA、AAA-、AA+、AA、AA-、A+、A、A-、BBB+、BBB、BB、B、CCC、CC分别对应量化评级100、95、90、85、80、75、70、65、60、55、50、45、40、35、30分。

⁶ 公司信用债隐含评级下调率是指公司信用债当月月末隐含评级低于上月月末隐含评级的债券支数占可比公司信用债总支数，其中可比公司信用债总支数是指当月和上月月末均有隐含评级的公司信用债支数。

⁷ 行业分类采用最新证监会行业分类标准。

质上移，新发公司信用债隐含评级指数整体上升。二级市场信用利差整体收窄，收窄幅度产业债大于城投债，此外期限利差有所扩大，等级利差小幅收窄。隐含评级下调率、评级下调/上调比相比去年均有显著下降。

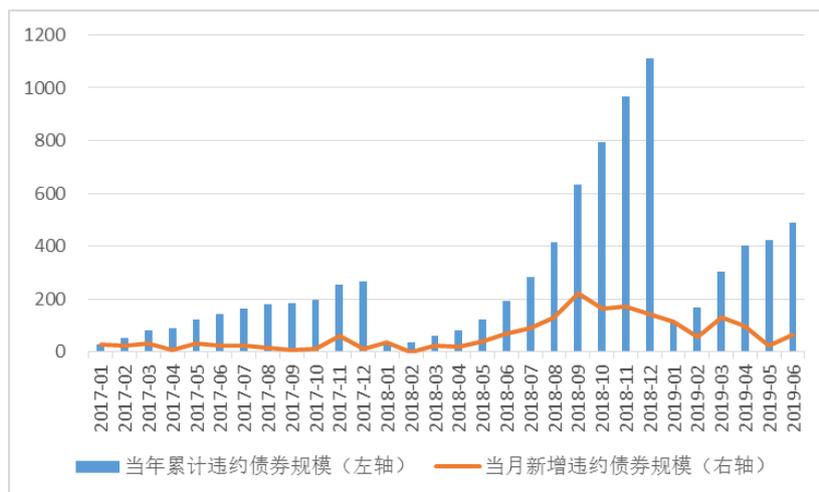


图 2.1: 新增违约债券统计



图 2.2: 信用利差走势

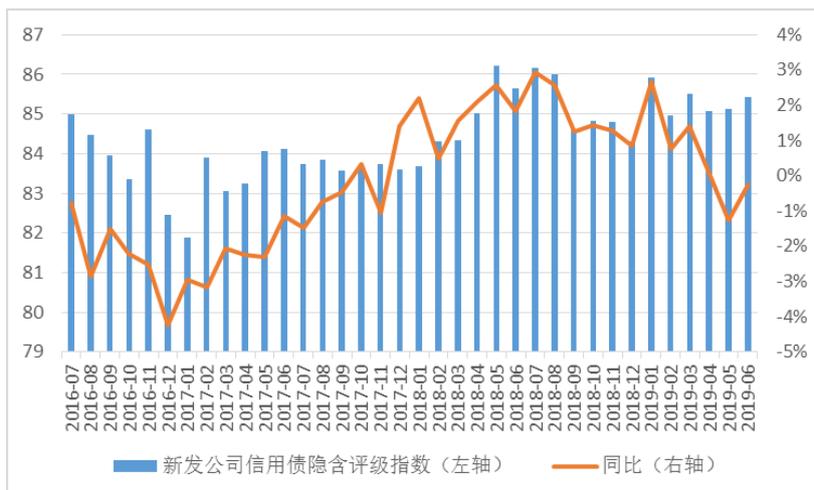


图 2.3: 新发公司信用债隐含评级指数

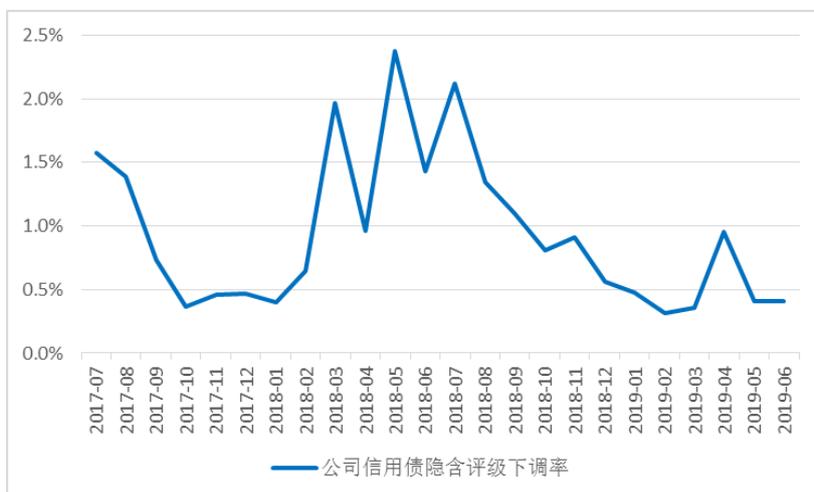


图 2.4: 存量公司信用债隐含评级调整情况

三、流动性风险监测

现券市场流动性边际下降。6月债券市场现券交易量约为15.70万亿元，日均现券交易量约为8263亿元，较上月下降6.05%。日均现券换手率⁸为0.91%，较上月下降0.07个百分点。

货币市场流动性保持充裕。本月七天基准回购利率（BR007）⁹平均为2.50%，低于上月均值12BP，低于公开市场操作利率¹⁰5BP。跨季因素影响下月末BR007上升至全月最高点2.70%，为近三年同期最低，低于去年6月末120BP。银行与非银融资利差小幅扩大。本月R007-DR007利差平均为9BP，较上月扩大2BP。

2019年上半年，现券市场流动性整体较高，上半年（年化）换手率208%，高于去年同期和去年全年水平。货币市场流动性整体充裕，BR007利率中枢在2.61%，环比下降3BP，但利率波动有所增大。银行与非银融资成本差距较小，R007-DR007利差平均为12BP，环比下降2BP。

⁸ 日均现券换手率计算方法为，当月现券交易面额除以月末托管量除以交易天数。

⁹ 基准回购利率（Benchmark Repo, BR）是中央结算公司编制和发布的回购市场利率基准，是基于全市场以利率债质押的质押式回购交易计算的成交利率加权中位数。基准回购利率包括隔夜和七天两个品种，分别以BR001和BR007表示。

¹⁰ 公开市场操作利率采用7天逆回购利率。

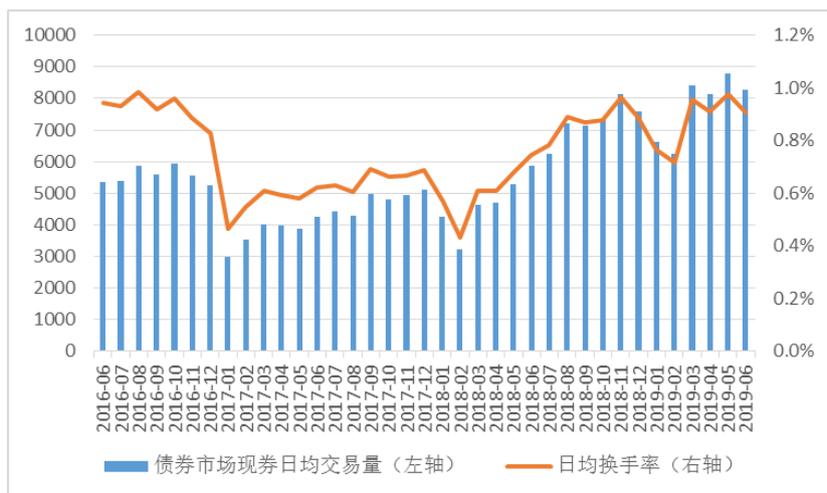


图 3.1: 现券日均交易量及换手率

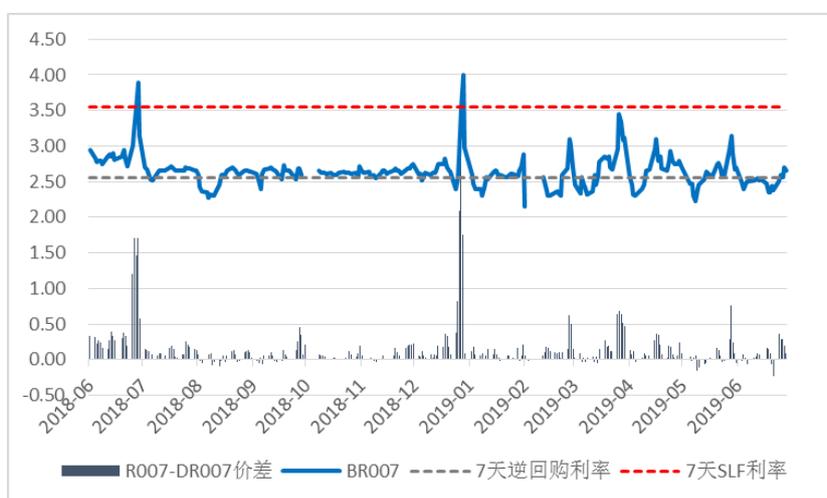


图 3.2: 货币市场利率

四、债券市场结构监测

债券市场总规模继续增长。2019年6月末，含同业存单在内的债券市场总托管量¹¹约为91.96万亿元，较上月增加1.05万亿元。规模同比增速15.81%，较上月上升0.11个百分点。

信用债期限结构保持稳定。从存量上看，截至6月末，短期融资券占公司信用债11.01%，较上月末上升0.08个百分点；同业存单占商业金融债60.31%，较上月末下降0.67个百分点。从发行量上看6月公司信用债发行量小幅回升，其中短期融资券占比为42.34%，较上月上升6.08个百分点；商业金融债发行量下降，其中同业存单占比为92.52%，较上月上升0.48个百分点。

存量信贷期限结构保持稳定。5月非金融企业短期贷款和票据融资存量占比39.01%，较上月上升0.03个百分点。

2019年上半年，债券市场规模增长整体提速，公司信用债中短期融资券占比小幅增长，商业金融债中同业存单占比在二季度以来有所下降。信贷期限结构保持稳定。

¹¹ 债券市场总托管量包括中央结算公司、上海清算所、中证登托管的债券托管存量。

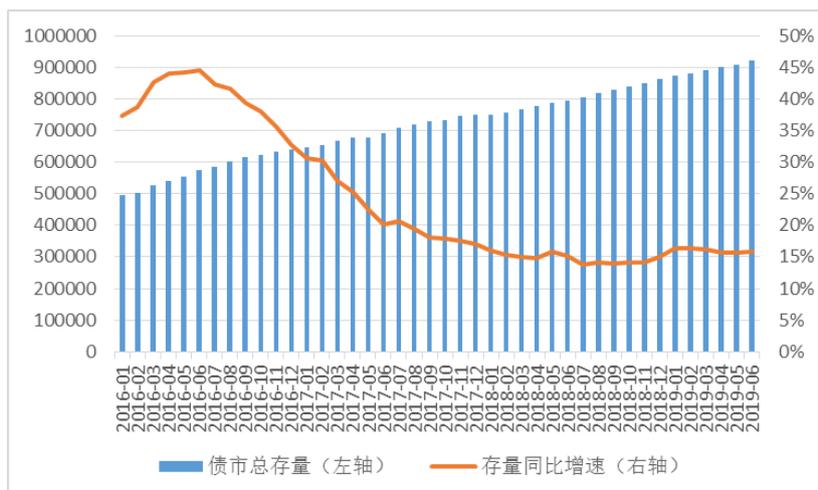


图 4.1: 债券市场规模及同比增速

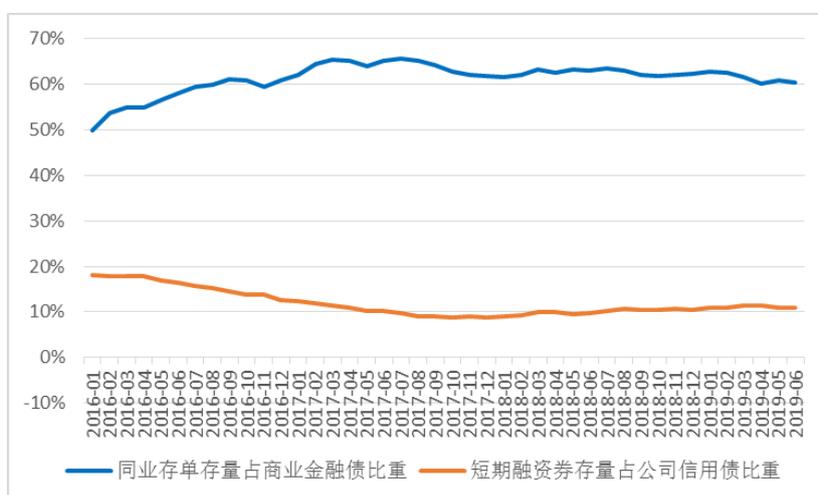


图 4.2: 信用债存量期限结构

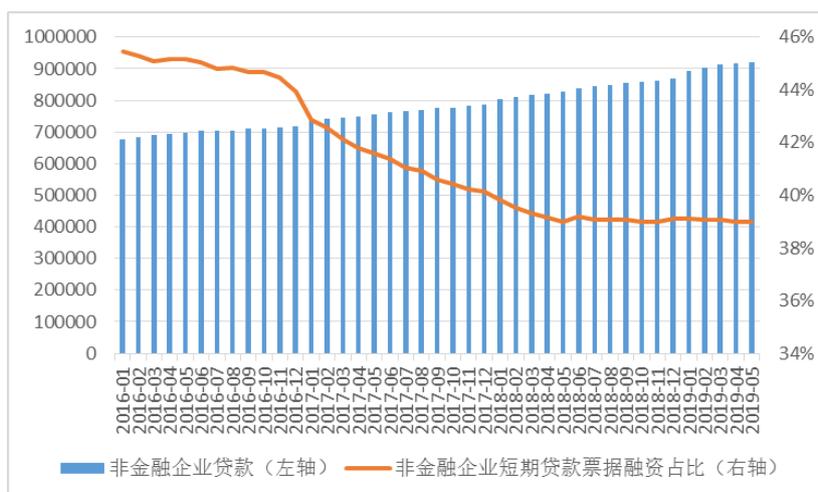


图 4.3: 非金融企业信贷存量及期限结构

五、债券市场杠杆率监测

债券市场杠杆率季节性上升。6月末市场总体杠杆率¹²为1.127，较上月末上升0.018，低于去年同期0.031。分类来看，商业银行、信用社、保险公司、证券公司、非法人产品等各类机构杠杆率均出现季节性上升，除证券公司外各类机构杠杆率低于去年同期。商业银行中，城市商业银行、全国性商业银行¹³、外资银行杠杆率上升，农村银行类机构¹⁴杠杆率下降；非法人产品中，商业银行理财产品、证券投资基金、券商资管计划、年金、社保基金杠杆率上升，保险产品、基金特定客户资产管理、信托计划杠杆率下降。

非法人产品、商业银行主力增持债券¹⁵。商业银行、信用社、保险机构、证券公司、非法人产品、境外机构债券持有量分别增加了0.99%、1.03%、3.76%、4.91%、4.17%、2.15%。商业银行中，城市商业银行减持债券3.87%，共2156.85亿元。

2019年上半年，债券市场杠杆率先升后降，二季度杠杆率整体处于较低水平。其中证券公司杠杆率高位震荡，其他各类机构杠杆率相对稳定。商业银行主力增持债券，其增持量占银行间市场债券增量的77%。商业银行中，全国性商业银行和农村银行类机构债券增持幅度较大。

¹² 市场总体杠杆率基于中央结算公司数据测算，杠杆率=托管量/（托管量-质押式回购待购回余额）。

¹³ 全国性商业银行包括国有及国有控股商业银行、股份制商业银行及其分支行。

¹⁴ 农村银行类机构包括农村商业银行、农村合作银行和村镇银行。

¹⁵ 仅统计中央结算公司托管的银行间市场债券。

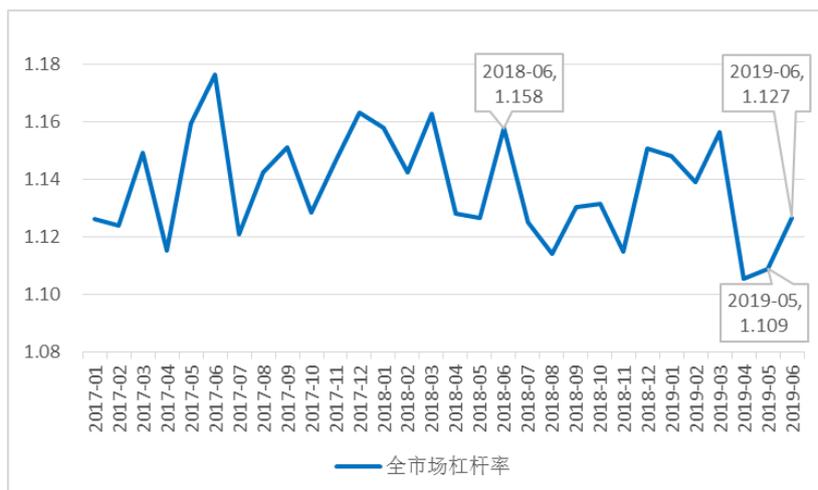


图 5.1: 全市场杠杆率

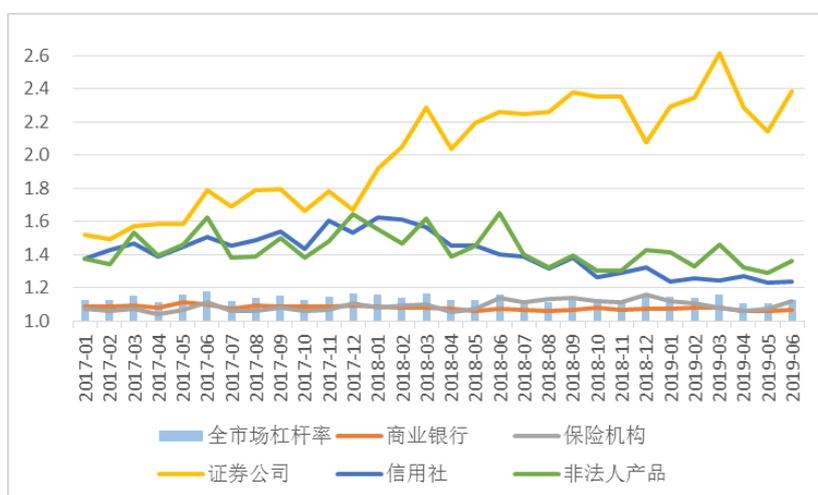


图 5.2: 主要市场成员杠杆率

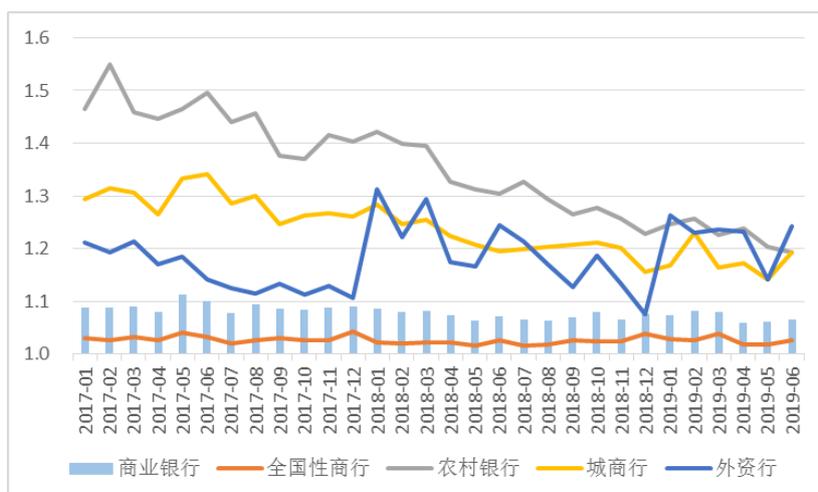


图 5.3: 商业银行杠杆率

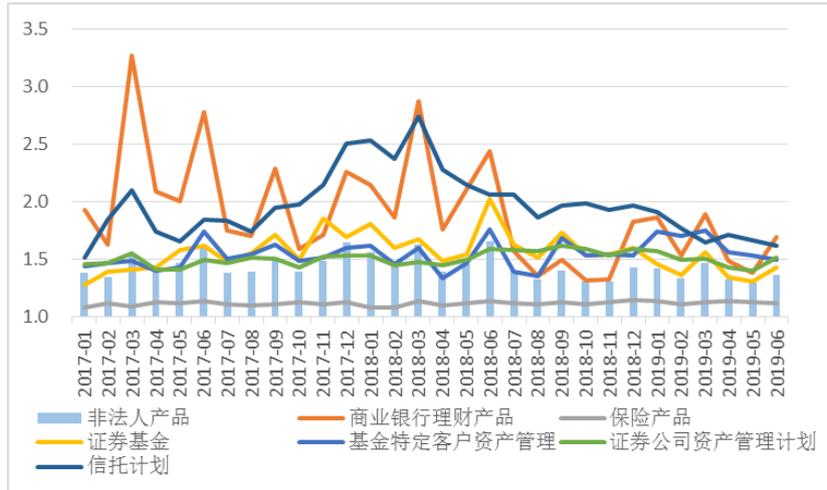


图 5.4: 非法人产品杠杆率