

## 利率下行对主要金融机构的影响分析

2024年9月29日

### 主要内容

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部

王婷  
[wangting@cspengyuan.com](mailto:wangting@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



#### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 市场利率不断下行，利率曲线扁平化，30年期国债收益率已下行至近20年最低水平，截至9月23日，与10年期国债利差也缩窄至近20年最低值10BP，利率下行对全市场金融机构都产生了不同程度的影响。

(1) 商业银行：①息差已降至历史低位，二季度末，我国商业银行净息差为1.54%，跌破1.6%关口；②利息收入进一步收缩，42家上市银行上半年实现利息净收入2.08万亿元，同比下降3.43%；③受益于利率下行、债券价格上涨，债券投资收益对银行利润形成一定支撑，上半年上市银行实现投资收益同比增长27.75%，国有行、股份行、城商行、农商行投资收益上半年分别同比增长10.54%、39.76%、31.2%、89.37%，农商行表现尤为亮眼。

(2) 非银金融：①帮助降低负债端成本，并承接由银行存款流出的资金推动负债端规模增长，2024年1-8月，新增非银存款3.6万亿元，高于往年同期水平，反映今年居民或增配了理财、基金、保险等各类金融产品，资金由银行存款流向非银产品；②负债端增长带来了资产端配置压力，从债券托管数据来看，2024年以来，保险、证券、广义基金（公募、理财等）、外资等机构资产端对债券均有不同幅度的增配；③资产端被迫拉长久期以及信用下沉，受益于债牛行情资产收益有所增长，但长久期和信用下沉策略对投资机构的流动性管理和信用风险定价能力也提出了更高的要求，同时，因各期限及级别间利差收窄，投资策略差异化空间被压缩，机构间投资策略趋于同质化，竞争加剧。

**理财方面**，存款利率下调首先引发存款流向理财市场。2024年6月理财增速已突破存款增速，6月底，理财存续规模28.52万亿元，较年初增加6.43%，同比增加12.55%。同时，拉长久期的策略下，理财资产端大量增配国债和地方债，对10年中票和二永债的配置也非常积极，2024年上半年理财产品整体收益稳健，累计创造收益3,413亿元，同比增长3.11%。但理财负债端并不稳定，拉长久期的策略在遭遇市场调整时容易出现负向反馈，8月中下旬理财净值回撤便是这一逻辑的演绎。此外，当前仍然偏低的风险偏好或不会引发银行存款向理财及其它金融产品大规模“搬家”。

**保险方面**，今年以来保险公司保费收入同比增长4.9%，资产配置压力

随之增长，上半年增配国债和地方政府债，债券配置比例整体提升，在债券利率下行、价格上涨下，上半年保险机构年化综合投资收益率抬升至6.9%的近年高位，而这一数值在2022-2023年时仅为1.83%和3.22%。

**(3) 债券承销：通常情况下，市场利率的高低对债券承销业务收费不产生直接影响，但由于实体经济需求较弱导致债券融资需求下降的情况下，会减少承销机构的收入，从而加剧竞争。同时，利率下行下企业发行债券更为容易，对承销机构的依赖作用相对减弱，从而承销机构被迫降低承销费率，本轮承销费率下降的主要群体是城投，其次是民企，而优质央企此前承销收费就相对较低，因而未表现出进一步的下降。**以信息披露相对全面的可转债为样本，民企承销费率均值从2022年的1.3%下降至2023-2024年1.0%-1.1%水平，费率有所下降，而AAA、AA+级央企2022、2023年费率均值均处于0.5%-0.6%水平，显著低于民企，并且未有下降趋势，因此对承销机构而言，不同客户群体会有不同的影响路径。当然，影响承销费率的因素很多，承销费率的变化并不完全由利率下行所致。

**2. 日本经验启示：**经济低迷以及长期低利率下，企业融资需求疲软，存款增速高于贷款增速，零利率下更是存款活期化，银行利息收入大幅减少，资产端大量增配政府债券以及积极寻求出海投资；政府债券不断增长、企业债券持续低迷，金融债更是显著收缩。当前日本普通企业债券占GDP比为15.3%，而美国仍有46%，中国非金融企业信用债券占比为21.5%，相较之下，中国信用债市场仍有一定增长空间，但增速或面临下滑。

**3. 展望：(1) 利率，中长期来看，利率的进一步走低或难以避免。**9月24日央行宣布将降准降息，刺激经济增长，下调存量按揭利率，减少提前还贷、促进消费，市场期待此轮政策效果。此外，当前机构增配需求仍然强劲，供需错配的情况未有改善，四季度财政发力的可能性较高，但企业融资动力不足，“资产荒”局面或仍将持续，对利率形成下行驱动力。

**(2) 债市，或将迎来结构性调整：国债、地方债供给趋于增加，信用债增速趋于放缓。**在当前经济增速放缓的大背景下，有效需求不足，企业融资低迷，未来债券市场或将是政府部门加杠杆、企业部门去杠杆的过程。

**(3) 机构，长远来看，在国内经济从高速增长转向中低速增长，资本回报率逐步下行的背景下，叠加人口、新旧动能转换，利率下行趋势难以避免，再加上债券市场将面临的结构性变化，未来金融机构的竞争格局势必进一步白热化。**

今年以来市场利率不断下行，利率曲线扁平化，这对全市场的金融机构都产生了不同程度的影响。整体上，利率下行，对商业银行、非银金融机构的影响路径较为直观和直接，也是利率下行后最早受到冲击的金融机构，而对债券承销机构、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构影响路径较为隐蔽和间接，中介机构所收费用并不直接与利率挂钩，而是由于利率发生变化导致市场环境发生变化，从而间接影响中介机构的业务数量、业务结构、收入规模、利润空间等经营要素。此外，利率的变化对拥有不同客户群体、不同业务结构的同类金融机构有着不同的影响，因而金融机构的受影响程度和路径也存在分化。

本文以商业银行、非银金融机构、债券承销机构等为主要代表，分析利率下行对不同金融机构的影响，具体可表现为：银行息差收窄，利息收入承压；资产端被迫拉长久期以及信用下沉，对流动性管理和信用风险定价能力提出更高要求；利率下行并叠加资产荒，发行人融资成本下降，债券发行后也受到市场热捧，融资变得更为容易，承销机构的作用就越来越弱，信用评级的利差区分度也越来越小、市场竞争加剧等。此外，还分析了日本低利率时代下的债市经验，推演至中国债市或也将面临结构性调整（政府债增长，信用债低迷）。未来，随着低利率的持续，以及债市的结构性变化，金融机构将面临着越来越激烈的竞争格局。以下我们进行详细分析。

## 一、当前利率走势

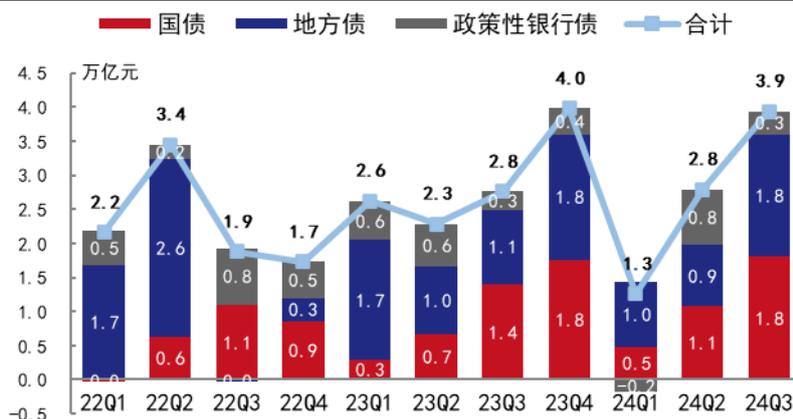
最近一轮的大周期性利率下行从 2018 年起已经启动，这是由经济增速放缓的长期因素驱动：随着经济增长动力的放缓，资本回报率也随之自然下行，国债收益率作为市场无风险利率的代表，自 2018 年高位起呈下行趋势至今。而近期短周期性利率走势更是加速下行，其中超长期限的 30 年期收益率已下行至近 20 年（自 2005 年后）的最低水平，截至 9 月 23 日，与 10 年期国债收益率的利差也缩窄至最低 10 个基点左右，亦为近 20 年来的最低值，这是由短期因素导致：今年年初以来央行接连降准降息，释放流动性、降低资金成本，为利率下行提供了短期因素基础；同时，债券供需层面出现失衡，受经济复苏势头不足、市场预期和情绪偏悲观、投资者风险偏好下行、银行储蓄增加影响，银行增配债券的需求强劲，但债券供给却不足，2024 年一二季度利率债供给同比减少，加速了债券收益率在短时期内的下行趋势，二季度中后期和三季度国债、地方债陆续发力，增加供给，截至目前利率债净融资规模大体与去年同期持平，而信用债净融资规模目前仍处于同比减少状态，资产荒局面仍在持续。

图 1 2005 年以来国债收益率与利差走势



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

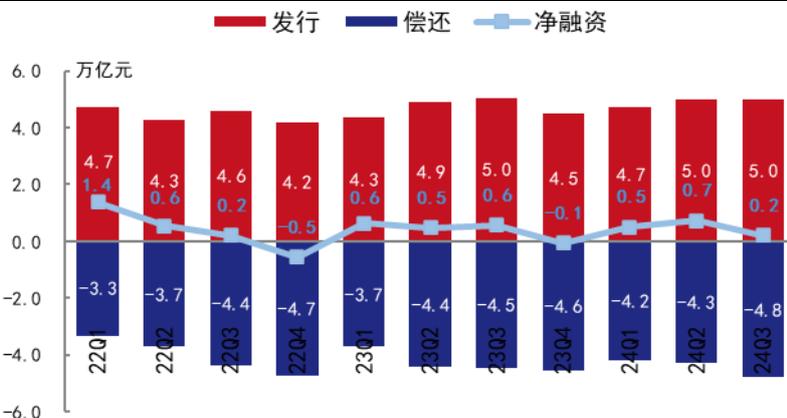
图 2 2024 年一、二季度利率债累计净融资额同比减少 16%，三季度有所增长



注：2024 年三季度为截至 9 月 19 日数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 2024 年前三季度信用债累计净融资额同比减少 18%



注：包含金融债（剔除政金债）和 ABS，2024 年三季度为截至 9 月 19 日数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 二、对金融机构的影响

### 1. 商业银行

由于市场利率的不断下行，银行贷款利率也持续下调，银行息差水平已降至历史低位。7月22日，1年期贷款市场报价利率（LPR）下降10个基点至3.35%，5年期以上LPR下降10个基点至3.85%。目前，我国商业银行的息差水平已降至历史低位。最新统计数据显示，截至2024年二季度末，我国商业银行净息差为1.54%，与一季度末持平，较2023年四季度末下降0.15个百分点，跌破1.6%关口。受息差收窄影响，今年上半年，42家上市银行实现利息净收入2.08万亿元，同比下降3.43%，其中有30家银行利息净收入同比下降。

图4 商业银行净息差不断压缩



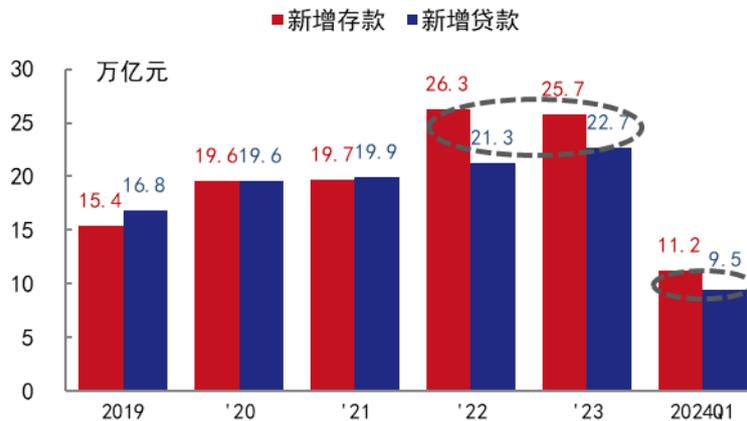
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

得益于存款利率市场化改革的深入推进，存款利率调整灵活性提升，贷款利率的下行也推动存款利率随之下行，保持净息差相对稳定。2022年4月，存款利率市场化调整机制建立后，自律机制成员银行可参考债券市场利率（10年期国债收益率为代表）和贷款市场利率（1年期LPR为代表）两种利率，调整存款利率水平。2024年7月25日，六大行活期存款利率下调5个基点，三个月、六个月、一年期定期存款利率下调10个基点，2年期、3年期、5年期定期存款利率下调20个基点。9月初，多家城商行、农商行、村镇银行等中小银行也宣布下调存款利率。本轮存款利率下调后，商业银行的净息差将保持相对稳定，持续收窄压力有所缓解，9月24日央行宣布将降低政策利率20BP，并引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，银行息差将保持基本稳定，同时降低存量房贷利率，有助于减少提前还贷行为，但随着利率下行后存款从短期向长期转变，以及基于对经济下行的担忧而选择提前还款的增加，未来息差仍有进一步下行的压力。

另一方面，上半年利率下行叠加资产荒形成的债券牛市为银行带来了投资收益的增长。2024年上半年，请务必阅读正文之后的免责声明

上市银行实现投资收益同比增长 27.75%，国有行、股份行、城商行、农商行投资收益上半年分别同比增长 10.54%、39.76%、31.2%、89.37%，农商行表现尤为亮眼。投资收益的大幅增长主要来自于债券投资收益的增长，但大小行在收益增长的构成方面有所不同：中小银行以交易盘为主，利率下行下债券价格上涨，银行卖出了部分盈利债券，兑现业绩，债券处置收益增加；而大行则以配置盘为主，近两年在储蓄增长与信贷放缓的双向夹击下配债需求不断增长，2024 年以来被动增配政府债，债券配置规模增长从而带动投资收益增长。此外，大行在增配政府债的同时，为维持负债端的流动性供给，也增加了同业存单的发行量，从而带动 2024 年 1-9 月同业存单发行规模超 22 万亿元，同比增长超 20%。

**图 5 存款显著增加，贷款增长乏力，银行配债需求强劲**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

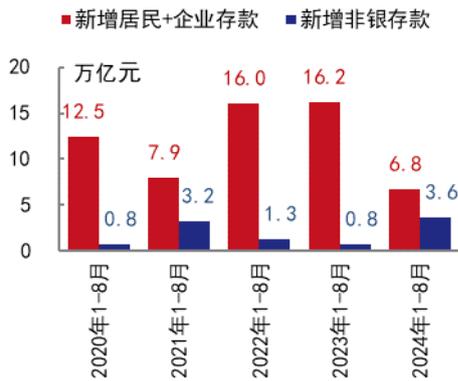
## 2. 非银金融

我们从负债端和资产端两个角度分别来看市场利率下行对非银金融机构的影响。对负债端的影响主要表现为，一方面因市场利率下行，负债端成本有所下行，另一方面，由于银行存款利率的下行，叠加今年 4 月份叫停“手工补息”后高息存款被禁止，存款向收益更高的理财及其它非银金融机构产品转移，从而推动负债端规模增长。2024 年 1-8 月，银行新增居民和企业存款 6.8 万亿元，增长规模明显低于往年同期，同时，新增非银存款 3.6 万亿元，明显高于往年同期，表明今年以来居民或增配了理财、基金、保险等各类金融产品，推动非银机构负债端的增长。

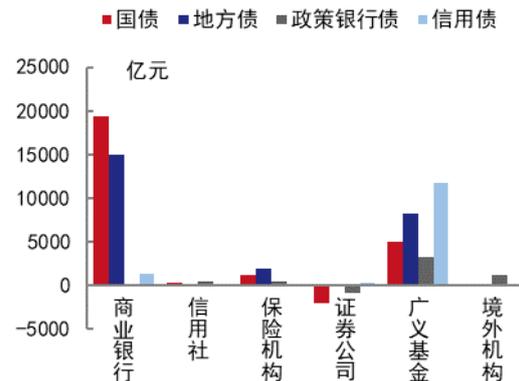
对资产端而言，一方面是由于负债端增长而带来的配债需求大幅增长，从债券托管数据来看，2024 年以来，保险、证券、广义基金（公募、理财等）、外资等机构资产端对债券均有不同幅度的增配。另一方面，面对当前债券供需失衡下的资产荒局面，资产端被迫拉长久期以及信用下沉，因此受益于债券牛市行

情资产端投资收益有所增长，但长久期和信用下沉策略对投资机构的流动性管理和信用风险定价能力也提出了更高的要求，同时，期限及级别利差收窄的情况下，投资策略差异化空间也随之压缩，机构投资策略趋于同质化，机构间竞争加剧。

**图 6 2024 年 1-8 月居民和企业存款增速放缓，非银存款增长加速**



**图 7 2024 年 1-8 月各类机构托管债券累积变化（较年初）情况**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：1.政策银行债仅为中债托管规模，不含上清所；2.信用债包括企业债、中票、短融、超短融、PPN 和其他公司信用类债券。

资料来源：中债，上清所，iFinD，中证鹏元整理

具体来看，存款利率下调首先引发存款流向**理财市场**。存款利率下行，自然引发存款向收益率相对更高的理财转移，再加上今年理财产品表现向好，银行存款向理财市场流动。数据显示，2023 年起银行存款增速持续放缓，2024 年 4 月时银行新增存款更是环比减少近 4 万亿，而理财增速则是自 2024 年起迅速攀升，6 月时理财增速已突破存款增速，7 月末，理财产品市场规模比 2023 年同期增长 14.9%，而银行存款余额同比增速为 6.3%，显著低于理财增速。根据银行业理财登记托管中心数据，2024 年上半年累计新发理财产品 1.54 万只，累计募集资金 33.68 万亿元，截至 6 月底，银行理财存续规模 28.52 万亿元，较年初增加 6.43%，同比增加 12.55%，年末或有望突破 30 万亿元规模。

图 8 2023 年起存款增速持续放缓，2024 年后理财规模增速迅速攀升

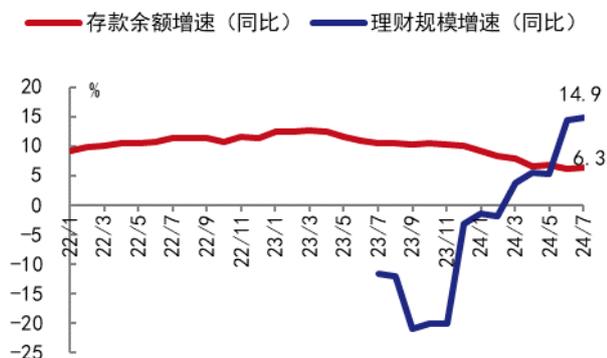
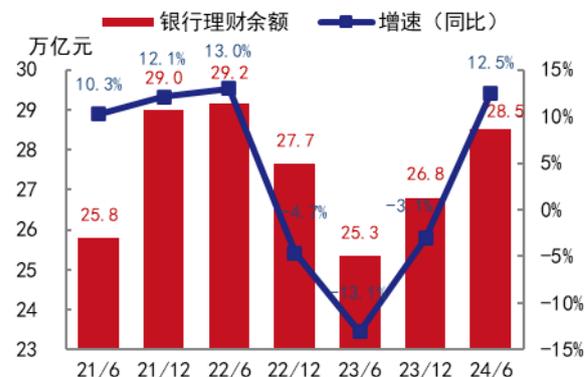


图 9 2022 年末的银行理财赎回风波退潮后，2023 年伴随利率下行，银行理财余额持续增长



注：理财规模根据理财产品定期公告、募集公告统计，部分产品未披露

资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：银行业理财登记托管中心，Wind，中证鹏元整理

拉长久期的策略下，理财资产端投资标的也发生变化：大量增配国债和地方债，对 10 年中票和二永债的配置也非常积极。2024 年上半年，理财产品整体收益稳健，累计为投资者创造收益 3,413 亿元，同比增长 3.11%。但理财负债端并不稳定，拉长久期的策略在遭遇市场调整时容易出现负向反馈，8 月中下旬理财净值回撤便是这一逻辑的演绎，甚至短时间内出现理财回流存款的迹象，但受益于 2022 年年末理财赎回风波后，各大机构加强了流动性管理，本轮回调时间较短、回调幅度不高。

其它非银金融机构方面，例如**保险**，今年以来保险公司保费收入增长较快，上半年实现保费收入 3.55 万亿元，同比增长 4.9%，资产配置压力随之增长，上半年保险公司加大了对国债和地方政府债的配置，债券配置比例整体提升。但在负债端成本下调慢于资产端收益的情况下，利差损风险逐步加大，保险公司被迫拉长资产端久期，受益于债券利率下行、价格上涨，保险公司扩大债券配置比例、拉长组合久期的策略，使得年化综合投资收益率明显抬升至 6.9% 的近年高位，而这一数值在 2022-2023 年时仅为 1.83% 和 3.22%。五家上市险企半年报也显示，2024 年上半年的总投资收益合计 3,370.63 亿元，同比增长 33.29%。

尽管资金由存款流向其它金融产品增加了金融脱媒风险，但当前较低的风险偏好下或不会引发存款大规模流出。当前居民可支配收入增速处在较低水平，加之疫情疤痕效应仍然存在，居民对未来预期仍偏谨慎，较低的风险偏好使得居民整体上对银行储蓄仍有较高的倾向性，即便是收益相对更高的理财市场也以风险偏好较低的投资者和产品为主，截至 2024 年 6 月末，理财市场个人投资者数量占比最高的为二级风险偏好（稳健型）投资者，占比 33.82%，产品占比最高的为二级风险等级（中低）及以下的理财产品，存续规模为 26.83 万亿元，占比 94.07%，因此利率下行或不会引发银行存款大规模向其它金融产品转移。

请务必阅读正文之后的免责声明

### 3. 债券承销

债券承销机构在债券发行过程中主要负责帮助发行人发行债券和销售债券，具体包括确定债券的发行期限、价格和数量，进行市场推广和投资者推介，协助发行人募集资金，以及保证债券发行质量和安全等。债券承销收费主要是与发行规模挂钩，按照债券发行规模收取一定比例的承销费用，也或者按总承包价向发行人收取总发行成本，其中包括承销费用，还包括向债券登记托管机构支付的发行登记服务费，向评级机构、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、担保机构等中介机构支付的中介服务费用，以及材料制作印刷等必要开支。整体上，市场利率的高低对债券承销业务收费不产生直接影响。

通常情况下，市场利率下行，能降低融资成本，增加市场融资需求，但本轮市场利率下行，更多是由于经济下行，实体经济预期较弱，需求不足导致的，企业融资趋于减少，央行为了推动经济发展，采取降息降准等支持性政策，增加了市场流动性，再加上监管收紧地方融资平台融资，城投债发行减少，造成债券市场供给不足，导致了市场供需出现矛盾，加剧了利率下行。债券一级市场供给的减少，会造成债券承销收入的下降，同时加剧承销市场的竞争，引发承销费率下降。

在实际业务中，具体的承销费用比例会根据市场行情、发行规模、发行结构、承销方式、发行人信用资质以及承销机构本身的市场地位等诸多因素综合确定。在当前利率下行再叠加供给不足导致资产荒的市场大环境下，债券发行更为容易、发行成本也相应降低，那么承销机构对发行人的辅助发行与推介作用相对减弱，因此在承销费率上仍会表现出一些变化，但不同发行主体间也存在分化。

受利率下行影响承销收费下降的主要是城投主体，其次是民营企业，而优质央企此前承销收费就相对较低，因而此轮利率下行对其影响变化不大。城投、特别是弱资质城投，以及民营企业一直是承销机构收取承销费的重要来源，这部分群体因其信用风险相对较大，因而对承销机构的专业能力要求较高，相应地，承销机构也会要求相对较高的承销费率。

**城投方面**，今年城投企业受益于化债带来的短期偿债风险显著缓释这一基本面的改善，再加上当前资产荒局面，城投债处于供不应求状态，承销难度下降，优质区域的城投公司更是以高发行倍数和低发行利率发行，并且，当前债券发行以借新还旧为主，整体对承销机构指导发行和销售债券的能力诉求大幅降低，承销机构的承销能力或已不再是当前城投公司重要的考察因素，当前城投发行人在债券招标文件中设置的承销费率越来越低，承销机构的市场竞争正在加剧。根据调研信息，表现在承销费率上是呈下行趋势，当前 0.3%-0.4%的总承销费率已是常态，当然，不同地区、不同级别的主体或存在差异。但另一方面，受限于证券业协会和交易商协会对主承销商承销费报价的规范性要求，若发行人在债券招标文件中设置过低的

请务必阅读正文之后的免责声明

承销费率，承销机构也无法参与竞标，因此当前就出现个别地区城投债对承销商公开招标时，因有效竞标机构不足三家而废标的情况。

**民企方面**，当前在信用层面未有明显变化，因而对承销机构的承销诉求依然较大，此次利率下行背景下，承销费率也随之有所下降。我们以民企较为集中且信息披露较全的可转债为例，从 2022 年-2024 年发行的民企可转债中抽取了约 50 个样本，抽样比例约为 20%。数据显示，2022 年承销费率（按承销及保荐费用/发行规模\*100%计算）均值约为 1.3%，2023 年下降至 0.9%-1.0%，2024 年约在 1.1%水平，2023-2024 年承销费率较 2022 年有所下降，且 2024 年近 70%的抽样样本均处于均值附近的 1.0%-1.2%区间，最高值和最低值之间的差异化程度大幅降低，或反映债券承销市场已接近均衡状态，机构间的竞争已接近最大化。此外，我们观察近年有多次发行可转债的主体案例：对 AA 级主体浙江伟明环保股份有限公司的可转债承销费率从 2022 年 0.7%降至 2024 年的 0.4%，AA-级主体杭州聚合顺新材料股份有限公司从 2022 年的 2.9%降至 2024 年的 1.9%，A+级主体宁波卡倍亿电气技术股份有限公司从 2021 年的 1.5%降至 2024 年的 1.1%。无论是从抽样还是个案来观察，当前对民企的承销费率整体呈下行趋势。当然，影响承销费率的因素很多，承销费率的变化并不完全由利率下行所致。

**优质央国企方面**，因其优良信用资质，在资本市场向来是受欢迎群体，对承销机构诉求向来不强，承销费率一直处于低位，甚至部分承销机构为抢占头部企业的市场占有率，对优质央国企收取的承销费用远低于市场平均水平，因而当前利率下行对优质央国企影响不大，承销费率依旧维持在低位水平。我们仍以数据可得性较高的 AAA、AA+级国企可转债样本为代表，2022 年、2023 年承销费率均值分别为 0.5%和 0.6%，显著低于民企可转债的承销费率水平，且 2023 年略有上升，可见利率下行对优质央国企的承销费率变化影响并不显著（注：2024 年国企仅发行一期可转债，不具统计意义，因此不引入 2024 年数据做对比）。

### 三、日本低利率时代的经验

1990 年代地产泡沫破灭后，日本央行为了应对泡沫的破裂和随后的经济衰退，持续下调政策利率，日本进入持续三十年的低利率甚至负利率时代。

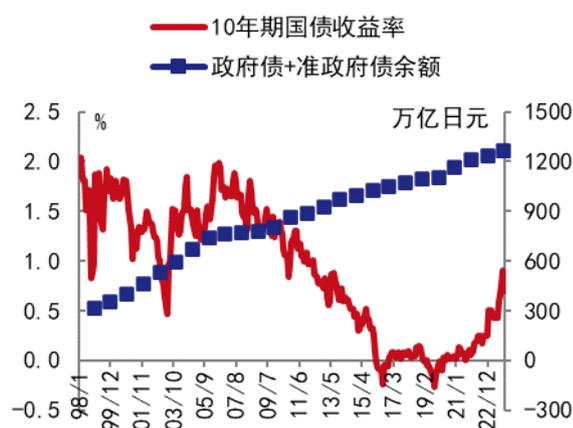
**国债收益率方面**，整体在波动中下行，零利率时期有过短暂上行。上世纪九十年代以来，日本国债收益率整体处于下行趋势，但在零利率时期（1999-2006），也出现过几次快速上行，主要驱动因素有货币紧缩、财政刺激、国债供给增加和经济阶段性回暖等，可见低利率时期下短期的扰动因素仍会对收益率产生显著影响。2006 年 7 月退出零利率政策，重启量化宽松政策，并且在 2016 年进入负利率时代，日本国债收益率自 2006 年起持续向下，最低利率为-0.265%。

请务必阅读正文之后的免责声明

商业银行方面，存款增速快于贷款，银行大量增配政府债券，零利率下存款活期化。经济低迷期，社会融资需求不足，存款增速显著高于贷款增速，且低利率下净息差收窄，银行利息收入大幅减少，存款的增长，促使银行增加资产投资，增厚投资收入，一方面增持国内大量发行的政府债券，另一方面，日本国内经济低迷，企业融资需求疲弱，从而出海寻求投资机会，增持外国证券和进行海外投资。此外，1998年亚洲金融危机后日本实施零利率政策，定期和活期存款的利差微乎其微，在经济局势不稳的情况下，居民倾向于将存款由定期转为活期，以备不时之需，银行存款活期化，这在美国、韩国也曾出现过类似情况。

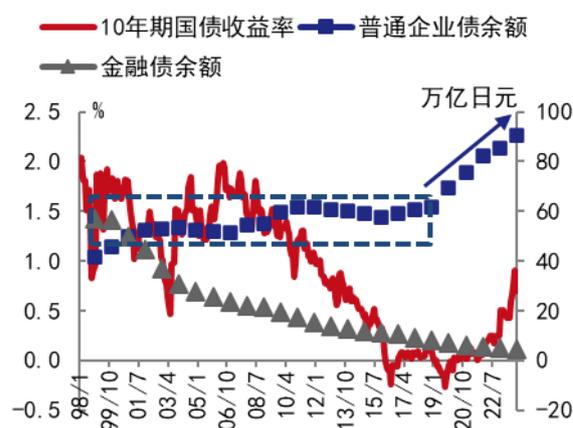
债市规模与结构方面，政府债券不断增长、企业债券则持续低迷，而金融债更是显著收缩。自1998年以来，日本债券市场总量增长，但结构上发生了显著变化：政府债券（国债+地方债）余额从1998年末的293.3万亿日元上升至2023年末的1,200.3万亿日元，复合年均增长率为6.45%，占比从59.9%上升至88.0%，而信用债（企业债及金融债等）余额则从1998年的175.8万亿元降至2018年的79.8万亿元，占比从35.9%降至6.8%，其中企业债在常年徘徊于在50-60万亿日元之间，自1998年至2018年间复合年均增长率仅为1.98%，直至2019年日本国债收益率回升，企业融资也随之增长，企业债券余额从2018年低点61.9万亿日元迅速增长至2023年末的90.4万亿日元，带动信用债占比回升至7.5%，但金融债券仍未恢复，主要受日本国内近三十年投资动力弱、融资需求低迷、贷款投放难的影响，银行业缺乏发行金融债的需求。

图 10 日本近三十年政府债余额持续增长



资料来源：日本证券业协会，招商证券，中证鹏元整理

图 11 日本企业融资随国债收益率下行而持续低迷



资料来源：日本证券业协会，招商证券，中证鹏元整理

#### 四、展望与总结

利率方面，中长期来看，利率的进一步走低或难以避免。货币政策保持支持性，需要进一步宽松，为实体经济提供良好的货币金融环境，降息降准仍可期。8月末，央行将二级市场买卖国债重新纳入工具箱，丰富了我国货币政策工具，未来央行也将通过买卖国债向市场投放基础货币并进行流动性管理。9月19日请务必阅读正文之后的免责声明

美联储宣布降息 50BP，国内货币宽松空间进一步打开。9 月 24 日，央行宣布将降准 50BP 和降息 20BP，为金融市场提供长期流动性，促进银行贷款投放支持经济增长，降低融资成本，并引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，降低银行息差压力，同时下调存量按揭利率，有利于减少提前还贷、促进消费。债券供给方面对利率的影响，今年债券净融资规模总体少于去年同期，虽然三季度利率债供给增加，但当前机构增配需求仍然强劲，供需错配的情况未有改善，四季度财政发力可能性较高，但当前企业部门融资动力不足，“资产荒”的供需矛盾在短期内难以转变，从而对利率形成下行驱动力。

**债市方面，从日本经验推及中国债券市场，未来若持续利率走低，债市或将面临结构性调整：政府债券持续增长，信用债券增速放缓。**国债收益率的不断走低，本质上反映的是市场对未来预期的趋弱，社融的持续低迷（2024 年 1-8 个月社会融资规模增量累计为 21.9 万亿元，比上年同期少 3.32 万亿元），也反映当前有效需求不足，企业部门扩大再生产意愿不强，融资走弱。因此，在经济增速放缓的大背景下，未来或将是政府部门加杠杆、企业部门去杠杆的过程，那么债券市场将迎来结构性调整：国债、地方债供给趋于增加，信用债则增速放缓，整体处于低迷甚至收缩。

中国政府债券自 2018 年以来复合增长率为 15.2%，占比从 38.4% 上升至 48.2%，信用债券复合增速 8.4%，占比从 33.3% 下降至 28.3%，且 2024 年出现了余额较 2023 年末减少的趋势（46.3 万亿元下降至 44.5 万亿元）。可以预见，未来政府债券增速将保持增长，占比也将会显著提升，而信用债券增速则会进一步放缓，占比也将持续下降。

从信用债占 GDP 比重来看，截至 2023 年末数据，我国非金融企业信用债券（不含 ABS）余额为 27.1 万亿元，占 GDP 的比重为 21.5%，日本普通企业债券余额为 90.4 万亿日元，占 GDP 比 15.3%，日本企业融资经历近三十年的低迷后，当前占 GDP 比重较低。美国企业融资仍然活跃，美国企业部门（Corporate）债券余额为 10.74 万亿美元，占 GDP 的比重为 46%，相较于美国而言，当前中国工商企业债券融资占比仍然偏低，未来我国信用债券融资仍有一定增长空间，但增速或较当前有所下降。因此，对于债券承销机构和信用评级机构而言，或将面临业务量增速放缓甚至减少的局面。

**机构方面**，在国内经济从高速增长转向中低速增长，资本回报率逐步下行的背景下，叠加人口、新旧动能转换，市场流动性将保持宽松，利率下行趋势难以避免。在低利率环境下，再叠加债券市场将面临的结构性变化，金融机构的竞争格局势必进一步白热化：

**（1）商业银行**，随着利率走低，息差仍有可能进一步收窄，银行利息收入进一步收缩，且因为存款利率的下降，存款或将流向理财及其它非银金融机构产品，一定程度上加剧金融脱媒风险，但受益于利率

请务必阅读正文之后的免责声明

下行，资产端的债券投资收入或对银行利润形成一定的支撑，但未来信用债的供给增速或将下降，对当前信用债配置比例较高的股份行、城商行等或将面临资产结构的调整。此外，未来若银行存款进一步流向非银机构产品、金融脱媒加剧，对商业银行而言或将加大对同业存款、企业机构大额存款业务，以及融资融券、证券质押贷款等新型融资业务的拓展。

**(2) 非银金融**，利率下行有助于降低负债端成本，并承接由银行存款流出的资金进而推动负债端规模增长，但对投资端而言，资产被迫拉长久期以及信用下沉，这对投资机构的流动性管理和信用风险定价能力提出了更高的要求，同时，因各期限及级别间的利差收窄，投资策略差异化空间也随之被压缩，投资策略同质化越来越严重，机构间的竞争程度会愈演愈烈。此外，由于债券市场的结构性变化，政府债券仍保持较高增速的同时，信用债券将进入低增速期，对于信用债券的主力配置机构如广义基金等，或面临信用债资产供给严重不足的局面，影响其资产配置及收益率水平。

**(3) 债券承销**，流动性宽裕，利率维持低位下企业发行债券更为容易，对承销机构的依赖作用也相对减弱，特别是对城投主体和民营企业的承销收费被动降低，而优质央国企目前影响不大，因此有着不同客户群体的承销机构，或将出现不同的影响路径。但随着竞争的加剧，未来包括央国企的承销收费全面下行或难以避免，此外，面对债券市场或将出现的结构性变化，信用债承销将大幅放缓甚至收缩，中小承销机构面临较大的生存压力，而头部券商或尚能凭借较高的政府债承销市占率优势，继续维持政府债券承销的增长，但政府债券承销费率远低于信用债券，部分机构或不能对冲信用债承销收入的减少，在当前券商整合步伐明显加快的局势下，承销收费的进一步下行、债券市场的结构化调整，或将加速券商的合并步伐。

当前低利率时代，是中国近 20 年来从未出现过的，对我国金融机构造成的影响之深度与广度也是从未有过的，对金融机构而言是新的挑战也是新的机遇，金融机构需要积极应对新局面并迅速调整战略思路，才有可能在未来持续低利率的时代突出重围，成为新常态下的优胜者。

## 免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

**中证鹏元资信评估股份有限公司**

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140