

M 型曲线呈现，债市持续调整

东方花旗债券市场周报

2017 年 5 月 15 日-5 月 19 日

编制部门：债券资本市场部

目录

内容摘要.....	3
一、宏观经济.....	5
二、一级市场.....	7
三、二级市场.....	12
四、债市热点.....	15

内容摘要

宏观经济：

- ◇ 国内市场：国家统计局发布数据：2017年1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）144327亿元，同比增长8.9%，增速比1-3月份低0.3个百分点。其中民间固定资产投资88053亿元，同比名义增长6.9%，增速比1-3月份低0.8个百分点。
- ◇ 货币政策：信贷数据维持高位，货币政策维持紧平衡。一季度贷款利率上行将对整体信贷需求带来压力，非标融资已经得到控制，后续信贷增长并不乐观。央行一季度货币政策执行报告夜继续强调了稳健中性的货币政策，后续货币政策更多会体现去杠杆和维护流动性基本稳定的协调和平衡。

一级市场：

- ◇ 概况：上周一级市场新债发行规模有所回落，周内新发行债129只，发行总规模2,325.49亿（低于过去的52周平均发行规模的28%），周环比下降36.94%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模有所回升，周内15只新债发行，发行总规模1580亿元，周环比上升19.70%。需求方面，上周一级市场整体需求低迷，近期国债市场招标，明显高于二级市场，而且收益率曲线呈现M型，这在债券市场历史上并不多见。全周来看，一级市场中标利率比前日二级市场下降6BP；认购倍数整体下降，平均中标倍数为3倍。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所回落，周内有114只新发债，发行规模745.49亿，周环比下降43.52%。截至上周，累计发行信用债25,813.19亿。进入5月份之后，信用债收益率及信用利差继续维持小幅走扩的趋势。从各品种调整的情况来看，目前短融依然维持历史50%的分位数水平，而3年期中票在上一波调整中上行明显，信用利差目前已经处于历史50-60%的分位数水平，5年期中票除AA品种以外其余也都在历史中位数水平附近。

二级市场：

- ◇ 货币市场：近期金融监管强势推进，金融市场波动加剧，央行维稳意图明显，短期资金面呈稳中向好态势，全周资金面前紧后松；Shibor利率方面，除了1W以下期限Shibor利率有所下行，其余期限Shibor利率均小幅上行，平均上行约2.6个基点。
- ◇ 现券市场：二级市场方面，债市谨慎情绪略有改善，但机构仍较为谨慎，二级市场利率债收益率整体有所上行；但信用债上周交投开始活跃，有些长期信用债收益率有所下降。国债整体平均上行4BP，政策银行债整体平均下行1BP，信用债整体平均上行2BP。

债市热点：

- ◇ 国债收益率曲线呈现“M”型

一、宏观经济

国内市场

国家统计局发布数据：2017年1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）144327亿元，同比增长8.9%，增速比1-3月份低0.3个百分点。其中民间固定资产投资88053亿元，同比名义增长6.9%，增速比1-3月份低0.8个百分点。

货币政策

信贷数据维持高位，货币政策维持紧平衡。一季度贷款利率上行将对整体信贷需求带来压力，非标融资已经得到控制，后续信贷增长并不乐观。央行一季度货币政策执行报告继续强调了稳健中性的货币政策，后续货币政策更多会体现去杠杆和维护流动性基本稳定的协调和平衡。

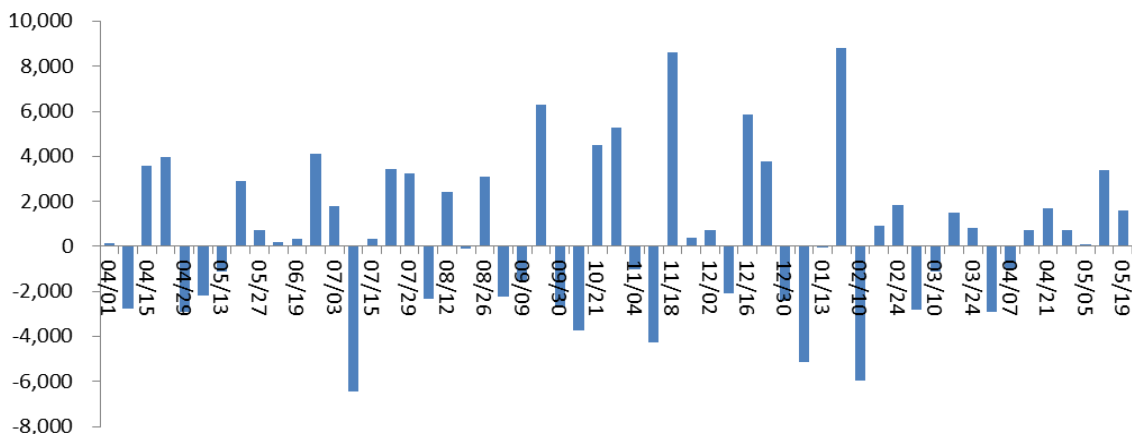
表 1: 上周基础货币变化情况

项目	流入资金（亿）	流出资金（亿）
公开市场	4100	2500
国库定存	-	1795
MLF 操作	800	-
合计		605

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

公开市场方面，公开市场方面，上周央行公开市场进行 4100 亿元 7、14 天逆回购操作，利率分别为 2.45%和 2.60%。另外，央行进行了 800 亿元的 MLF 操作，缓解紧张的资金面。

图 1: 公开市场净投放/回笼（单位：亿元）



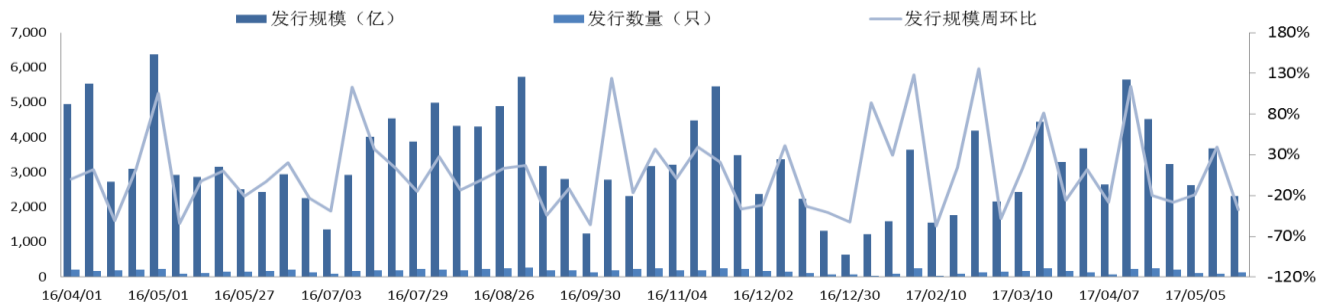
资料来源：wind，东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

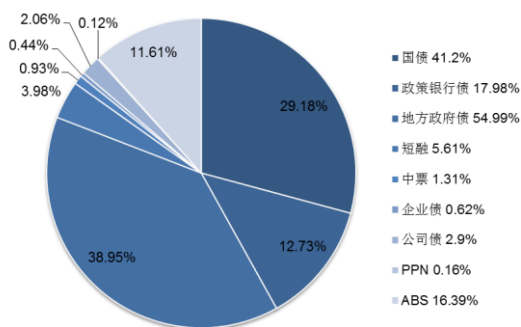
上周一级市场新债发行规模有所回落，周内新发行债 129 只，发行总规模 2,325.49 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 28%），周环比下降 36.94%。

图 2: 债券市场单周发行规模



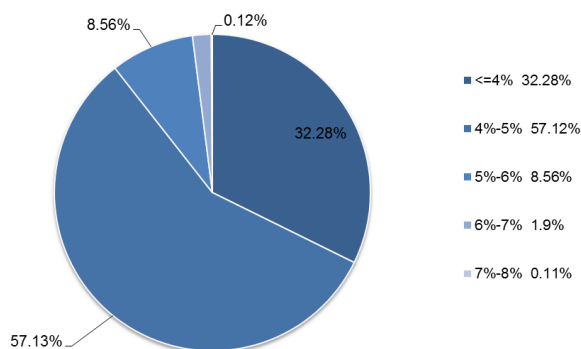
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3: 上周一级市场发行债券按类型划分



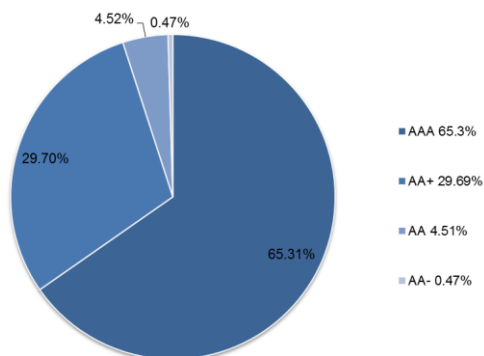
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4: 上周一级市场发行债券按发行利率划分



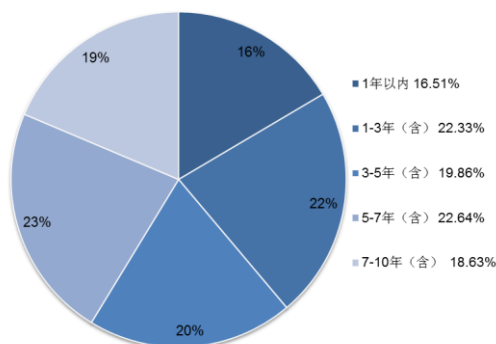
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 5: 上周一级市场发行债券按主体评级划分



资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 6: 上周一级市场发行债券按发行期限划分



资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

利率市场

上周利率债发行规模有所回升，周内 15 只新债发行，发行总规模 1580 亿元，周环比上升 19.70%。需求方面，上周一级市场整体需求低迷，近期国债市场招标，明显高于二级市场，而且收益率曲线呈现 M 型，这在债券市场历史上并不多见。全周来看，一级市场中标利率比前日二级市场下降 6 BP；认购倍数整体下降，平均中标倍数为 3 倍。

展望后市，供给激进，需求疲弱。根据公布的 2017 年政府工作报告，2017 年财政赤字率维持在 3% 左右，其中地方政府赤字规模达到 8300 亿元，需求方面，新增地方政府专项债券 8000 亿元，因此地方政府新增债券将达到 1.63 万亿，再考虑地方政府债务置换，2017 年地方债供给压力不小，4 月份地方债发行有望迎来第一个小高峰，这也在需求上对利率债有较大的替代效应。

表 2: 上周利率市场招投标情况

债券名称	中标利率	实际发行规模 (亿)	期限 (年)	发行起始日	全场倍数 (倍)
国债					
17 附息国债 06 (续 2)	3.73%	360	7	2017/5/17	1.66
17 附息国债 08 (续发)	3.67%	360	3	2017/5/17	1.62
17 附息国债 11	4.08%	280	50	2017/5/19	
17 贴现国债 24	3.18%	100	0.2493	2017/5/19	
政策性金融债					
17 国开 04 (增 10)	3.92%	40	1	2017/5/16	2.84
17 国开 05 (增 5)	4.26%	40	3	2017/5/16	3.73
17 国开 06 (增)	4.31%	40	5	2017/5/16	3.87
17 农发 05 (增 16)	4.51%	50	10	2017/5/17	3.66
17 农发 08 (增 4)	4.04%	50	1	2017/5/17	3.07
17 农发 09 (增 4)	4.47%	60	5	2017/5/17	3.14
17 国开 01 (增 10)	4.40%	30	7	2017/5/18	3.90
17 国开 10 (增 6)	4.27%	80	10	2017/5/18	2.92
17 进出 03 (增 7)	4.11%	30	10	2017/5/18	4.22
17 进出 06 (增 2)	3.79%	30	1	2017/5/18	3.63
17 进出 07 (增发)	4.37%	30	3	2017/5/18	3.36

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

信用市场

上周信用债发行规模有所回落，周内有 114 只新发债，发行规模 745.49 亿，周环比下降 43.52%。截至上周，累计发行信用债 25,813.19 亿。具体种类发债规模及累计发债规模见下表：

表 3: 信用债发行情况

债券品种	上周发行规模 (亿)	截至上周全年发行规模 (亿)
信用债	745.49	25,813.19
企业债	16.60	645.40
公司债	76.52	3,306.04
ABS	302.87	3,210.12
非政策性银行金融债	160.00	6,178.83
NAFMII 品种	189.50	12,472.80

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

4月下旬监管政策的集中出台以及信用债供给的阶段性放量催生了这一波信用利差的大幅调整,进入5月份之后,信用债收益率及信用利差继续维持小幅走扩的趋势。从各品种调整的情况来看,目前短融依然维持历史50%的分位数水平,而3年期中票在上一波调整中上行明显,信用利差目前已经处于历史50-60%的分位数水平,5年期中票除AA品种以外其余也都在历史中位数水平附近。往后来看,我们认为信用债在需求持续走弱以及下半年信用风险增大的情况下,仍然面临进一步调整的压力。

表 4: 上周 NAFMII 估值情况(%)

评级	1y	3y	5y	7y	10y	15y	20y	30y
重点 AAA	4.34	4.56	4.71	4.9	5.06	5.57	5.69	5.98
AAA	4.46	4.69	4.87	5.21	5.31	5.84	6.14	6.45
AA+	4.74	4.99	5.2	5.68	5.82	6.49	6.81	7.11
AA	4.99	5.37	5.62	6.17	6.41	7.09	7.47	7.9
AA-	5.71	6.33	6.7	7.61	7.93	8.51	8.97	9.24

资料来源: www.nafmii.org.cn, 东方花旗债券资本市场部

表 5: 上周交易商协会发行品种情况 (%)

评级	3M		9M		1y		3y		5y	
	SCP	CP	SCP	CP	CP	PPN	MTN	PPN	MTN	PPN
AAA	-	-	4.90-6.00	-	-	-	-	-	5.79-6.14	-
AA+	5.00	-	5.15-5.35	-	-	-	-	-	6.40	5.67
AA	-	-	6.70-7.00	-	-	-	-	-	-	-
AA-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

表 6: 上周交易所债券市场发行情况

债券名称	票面利率	债项评级	主体评级	发行额 (亿)	期限 (年)	发行日	行业	增信方式
企业债								
17 灌东经开债	6.42%	AAA	AA	6.6	5.0033	2017/5/15	资本货物	担保
17 宜高双创债 01	6.10%	AA+	AA+	8	5.0033	2017/5/17	房地产 II	
17 东北袜业项目 NPB01	7.50%	AA		2	4.1027	2017/5/18	耐用消费品与服装	担保

债券名称	票面利率	债项评级	主体评级	发行额 (亿)	期限 (年)	发行日	行业	增信方式
公司债								
17 欣捷 01	7.50%	AA	AA	2.5	3+2	2017/5/15	资本货物	
17 电投 03	4.79%	AAA	AAA	10	2+1	2017/5/17	公用事业 II	
17 电投 04	4.80%	AAA	AAA	10	3+2	2017/5/17	公用事业 II	
17 璞泰 01	5.30%	AA+	AA-	2	2.6685	2017/5/17	材料 II	担保
17 金隅 01	5.20%	AAA	AAA	5	3+2	2017/5/18	材料 II	
17 金隅 02	5.38%	AAA	AAA	5	5+2	2017/5/18	材料 II	
17 常熟 01	5.50%	AA+	AA+	4	3+2	2017/5/18	资本货物	
17 常熟 02	5.97%	AA+	AA+	2	5	2017/5/18	资本货物	
私募债								
17 江阴 01	5.70%	AA+	AA+	5	2+1	2017/5/17	资本货物	
17 长隆 01	5.98%	AA+	AA+	10	3+2	2017/5/17	消费者服务 II	
17 新华 01	6.90%		AAA	15	2+1	2017/5/17	运输	
17 株高 01	6.20%		AA+	7	5	2017/5/18	房地产 II	
证监会主管 ABS								
金融街 A	5.12%	AAA		63.17	12.0082	2017/5/15		
金融街 B		AAA		2.7	12.0082	2017/5/15		
金融街 C				0.63	12.0082	2017/5/15		
一方碧 08	5.40%	AAA		8.92	364D	2017/5/16	多元金融	
17 京保 1 优	5.50%	AA+		5.52	184D	2017/5/17	多元金融	
17 京保 1 次				0.48	184D	2017/5/17	多元金融	
花呗 C 优	5.70%	AAA		16.6	1.011	2017/5/18	多元金融	
华润 1 期 A	5.29%	AAA		17.614	1.5041	2017/5/18	制药、生物技术与生命科学	
花呗 C 次优	5.74%	AA		0.94	1.011	2017/5/18	多元金融	
华润 1 期 02	5.50%	AA		1.468	1.5041	2017/5/18	制药、生物技术与生命科学	
花呗 C 次				2.46	1.011	2017/5/18	多元金融	
华润 1 期次 01				1.468	1.5041	2017/5/18	制药、生物技术与生命科学	
华润 1 期次 02				0.42	1.5041	2017/5/18	制药、生物技术与生命科学	
平银保理云 01	3.60%	AAA		4.81	1.0082	2017/5/19	材料 II	

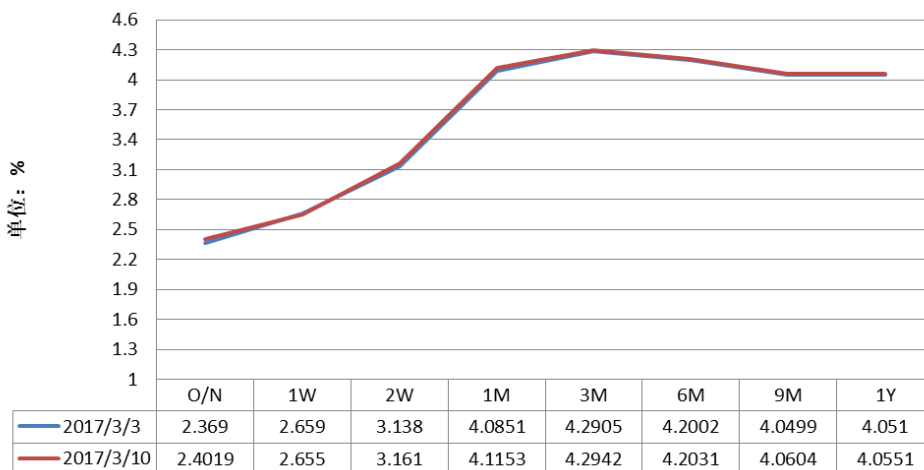
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

三、二级市场

货币市场

资金面先紧后松。近期金融监管强势推进，金融市场波动加剧，央行维稳意图明显，短期资金面呈稳中向好态势，全周资金面前紧后松，Shibor 利率方面，除了 1W 以下期限 Shibor 利率有所下行，其余期限 Shibor 利率均小幅上行，平均上行约 2.6 个基点。

图 7: Shibor 收益率曲线



资料来源: www.shibor.org, 东方花旗债券资本市场部

现券市场

二级市场方面，债市谨慎情绪略有改善，但机构仍较为谨慎，二级市场利率债收益率整体有所上行；但信用债上周交投开始活跃，有些长期信用债收益率有所下降。国债整体平均上行 4BP，政策银行债整体平均下行 1BP，信用债整体平均上行 2BP。本周来看，央行将有 4100 亿 7 天、14 天和 28 天逆回购到期。

展望后市，债市仍将趋于谨慎。受到资金紧张、监管冲击及信用风险的影响，加上一级市场取消发行的影响，债券的风险在 2017 年会加大，基于此，我们认为近期债市将趋于谨慎。

表 7: 5 月 18 日利率债成交收益率及一周变动

国债			金融债		
T-Bond			S-Bond		
Tenor	YTM	Weekly Change	Tenor	YTM	Weekly Change
1Y	3.48%	4	1Y	4.13%	9
3Y	3.67%	7	3Y 非国开	4.11%	0
5Y	3.65%	1	3Y 国开	4.16%	3
7Y	3.73%	8	5Y 非国开	4.36%	-4
10Y	3.61%	-3	5Y 国开	4.32%	-6
			7Y 非国开	4.46%	-4
			7Y 国开	4.32%	-5

国债			金融债		
			10Y 非国开	4.50%	-3
			10Y 国开	4.45%	-3

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 5 月 18 日企业债和中票成交收益率及一周变动

	评级	2y		3y		4y		5y	
		企业债	中票	企业债	中票	企业债	中票	企业债	中票
绝对收益率	AAA+	-	4.72%	-	4.81%	-	4.85%	-	4.87%
	AAA	4.82%	4.84%	4.94%	4.96%	4.98%	5.00%	5.00%	5.01%
	AA+	5.25%	5.21%	5.37%	5.33%	5.44%	5.40%	5.46%	5.41%
	AA	5.46%	5.42%	5.58%	5.54%	5.65%	5.61%	5.68%	5.62%
	AA-	6.38%	6.37%	6.60%	6.62%	6.78%	6.76%	6.85%	6.79%
与前周收益变动	AAA+	-	-1	-	-7	-	-5	-	-7
	AAA	4	4	0	0	-2	-2	-4	-4
	AA+	8	8	4	4	7	7	3	3
	AA	10	10	6	6	7	7	3	3
	AA-	10	10	-3	-3	-2	-2	-4	-4

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 5 月 18 日上交所各品种估值及一周变动

	评级	3M	6M	9M	1y	3y	5y
		YTM	YTM	YTM	YTM	YTM	YTM
绝对收益率	AAA+	3.79%	4.05%	4.25%	4.39%	4.79%	4.87%
	AAA	3.93%	4.22%	4.42%	4.56%	4.90%	4.97%
	AA+	4.27%	4.55%	4.74%	4.88%	5.26%	5.35%
	AA	4.62%	4.88%	5.03%	5.14%	5.34%	5.44%
	AA-	5.47%	5.84%	6.03%	6.19%	6.74%	6.99%
与前周收益变动	AAA+	-16	-17	-13	-8	7	9
	AAA	-6	-6	-5	-2	5	6
	AA+	-6	-6	-5	-2	5	6
	AA	4	7	9	11	12	13
	AA-	4	7	9	11	12	13

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

四、债市热点

1、国债收益率曲线呈现“M”型

4月以来，在强监管和金融缩表冲击下，债市再度经历一轮快速下跌，近期收益率曲线和活跃利率品种出现一系列异于常态的利差倒挂现象，上周3Y和7Y国债中标利率明显高于5Y和10Y国债二级市场利率，国债收益率曲线呈现近似“M”型，异常的利差倒挂主要体现在：

1) 时间价值为负，长端10Y-7Y、短端5Y-3Y期限利差显著倒挂。其中，国开债7Y与10Y利率大幅倒挂15bp，国债7Y与10Y倒挂10bp，不仅长端期限利差倒挂，短端国债5Y和3Y期限利差也压缩为0。如果说7Y-10Y作为利率曲线价值洼地的典型代表，在债市成交清淡时期常出现倒挂而被投资者习以为常的话，短端利差的倒挂则更为罕见，从历史均值看，2014年以来国债5Y-3Y利差均值为15-20bp左右，倒挂现象仅在2016年12月、2013年11月钱荒和债灾的崩盘时期短暂出现。

2) 国开与非国开定价差异拉大。4月以来，10Y非国开与国开利差从6-7bp大幅走扩至21bp，创下17年以来新高，重回2016年末债市大跌时两者利差高位。

3) 市场对国开的“喜新厌旧”。10Y国开最新券170210成交在4.32%附近，剩余期限在8.89Y的老券160210成交在4.56%左右，新旧活跃券利差相差25bp。而非国开债交易利率则没有新券和老券的显著差别，剩余期限在9.65Y的17农发05成交在4.53%，而8.94Y的老券16农发18成交利率为4.56%，新老券没有体现出明显差别。

蹊跷倒挂利差的背后，意味着当前债市的交易流动性严重不足。在理想情况下，市场异常利差的存在可以通过期限互换、债券互换、发新券赎老券等方式进行套利而消除，而“蹊跷利差”的持续存在，显然意味着市场存在更深层次的矛盾：

1、套利交易不足，市场流动性缺乏，流动性风险正在积聚。在一个资金充裕、交易活跃的市场，理论上不会有如此多的“价值洼地”，套利资金尤其配置盘会填平这些价值低估品种。但实际上，市场异常利差的持续甚至走扩，意味着这些价值洼地没有对手盘，反应市场整体流动性较差，交易盘有限的资金只集中在特定期限、特定品种和个券上，而配置资金没有明显兴趣去做窄相对利差。只有在流动性不足、市场交易不活跃的市场，才会有这些明显价值洼地的存在，不能带动市场定价回归理性。4月以来公募基金、券商资管、自营等产品和机构，受到更加严格监管和持续赎回压力，对资产流动性变现价值更加重视，在熊市中投资者对于流动性较差的7Y、3Y期品种要求的流动性溢价更高。

2、银行负债利率走高，超储严重匮乏，短端利率债配置缺乏吸引力。1季度银行超储跌至1.3%，创下2011年3月以来最低，表外转表内带动信贷需求强劲，不少银行表内信贷额度紧张，月初就已投放大半，挤出银行债券自营配置需求。配置盘不仅资金的“量”在收缩，负债成本也在大幅提高，根据wind统计，最新银行同业存单6M发行利率高达4.89%，其中股份行在4.65%左右，而城商行高达4.95%，同业和资金成本抬升导致银行负债的刚性成本

提高，对资产端收益要求提升，短端 1-3Y 利率债的相对吸引力下降，上周 1Y 农发债招标破 4%，也体现出配置需求冷淡的特征。

3、市场微观结构层面的异常信息，往往可能蕴含着债券市场中短期走势的方向。交易盘的资金偏好越来越集中到 5Y、10Y 等特定期限和品种上，蹊跷利差之下隐藏的价值洼地无人填平，反映的正是交易资金不足、配置需求不给力、市场成交不活跃的状况，投资者心态仍然谨慎，也意味着收益率目前的位置尚未达到“市场出清”。

免责声明

本材料是基于可靠的且目前已公开的信息撰写，力求但不保证该信息的准确性和完整性。本材料仅代表撰写人（发言人）的观点，如无书面授权，不代表东方花旗证券立场。在任何情况下，本材料中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者若使用内容需自行承担风险。

Citi 和弧形标志是花旗集团的注册商标和服务标志，需经授权使用。