

债市持续调整，机构依旧谨慎

东方花旗债券市场周报

2017年5月22日-5月26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.....	16

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：截至5月25日，5月OMO利率继续持平，央行连续两个月未上调OMO利率，中性偏紧的货币政策有所缓和。5月货币市场相对宽松，央行回笼资金对冲程度低于4月。总的来说，从量和利率两方面来看，年初以来偏紧的货币政策均出现了缓和。这种货币政策的细微变化，可能与金融监管政策的收紧有关。

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117只，发行总规模1,621.48亿（低于过去的52周平均发行规模的49%），周环比下降30.27%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模有所回落，周内12只新债发行，发行总规模648亿元，周环比下降58.99%。需求方面，一级市场的总体整体需求仍然比较低迷，但机构的配置需求则在逐渐缓慢的恢复过程中，长期债券收益率出现了企稳迹象。周四下午国开债中标利率略高，10年国开170210续发到4.32%。全周来看，一级市场中标利率比前日二级市场下降8BP；认购倍数整体下降，平均中标倍数为2.76倍。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所回升，周内有105只新发债，发行规模973.48亿，周环比上升30.58%。截至上周，累计发行信用债27,395.14亿。由于债券市场处于调整阶段，一级市场取消发行的情况仍然存在，机构对信用债的需求也较为清淡。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。上周AA-/AA+的城投债发行利率为6.5%。

二级市场：

- ◇ 货币市场：上周资金面总体宽松，央行对货币市场的掌控力增强。Shibor利率方面，除短期限Shibor利率下行外，其余期限Shibor利率均有所上行，平均上行约4.4个基点。截止5月24日，1年期SHIBOR利率持续上升至4.322%，继续超过1年期贷款基础利率，不过两种利率属于不同范畴，无法直接比较。
- ◇ 现券市场：二级市场方面，近期债市处于不温不火的状态，缺乏明确的方向，机构整体较为谨慎，二级市场收益率整体略有上行。国债整体平均下行1BP，政策银行债整体平均上行2BP，信用债整体平均下行1BP。

债市热点：

- ◇ 穆迪调降中国主权债务评级

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

截至5月25日，5月OMO利率继续持平，央行连续两个月未上调OMO利率，而3月OMO利率上调至今已经超过两个月，中性偏紧的货币政策有所缓和。5月货币市场相对宽松，央行回笼对冲程度低于4月。随着外汇占款趋势性负增长，国内基础货币的补给主要依赖于央行，在这种大背景下央行对银行间流动性的控制力较强。今年以来，央行公开市场对冲平滑流动性，银行间呈现紧平衡状态，但5月中旬以来，崩紧的弦似乎略微松动。

总的来说，从量和利率两方面来看，年初以来偏紧的货币政策均出现了缓和。这种货币政策的细微变化，可能与金融监管政策的收紧有关。

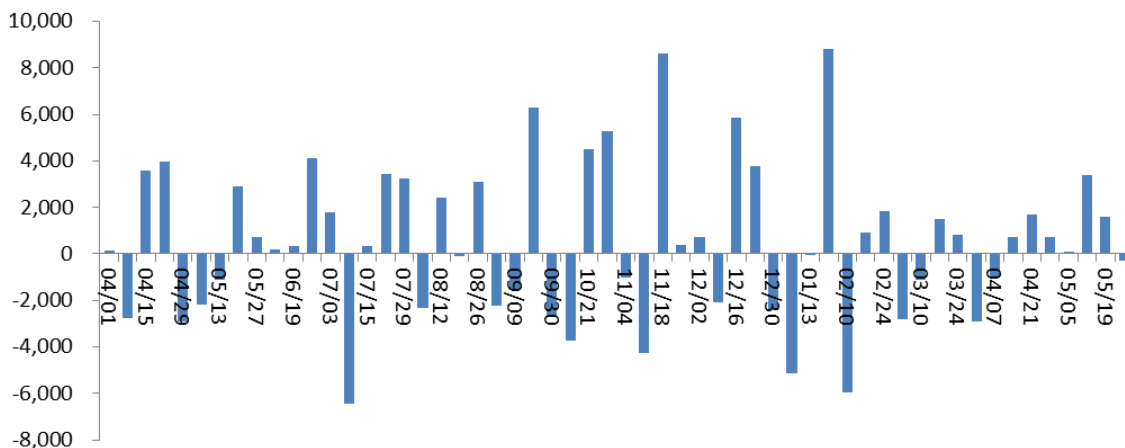
表 1: 上周基础货币变化情况

项目	流入资金（亿）	流出资金（亿）
公开市场	3800	4100
合计		-300

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3800亿元7、14天逆回购操作，利率分别为2.45%和2.60%。

图 1: 公开市场净投放/回笼（单位：亿元）



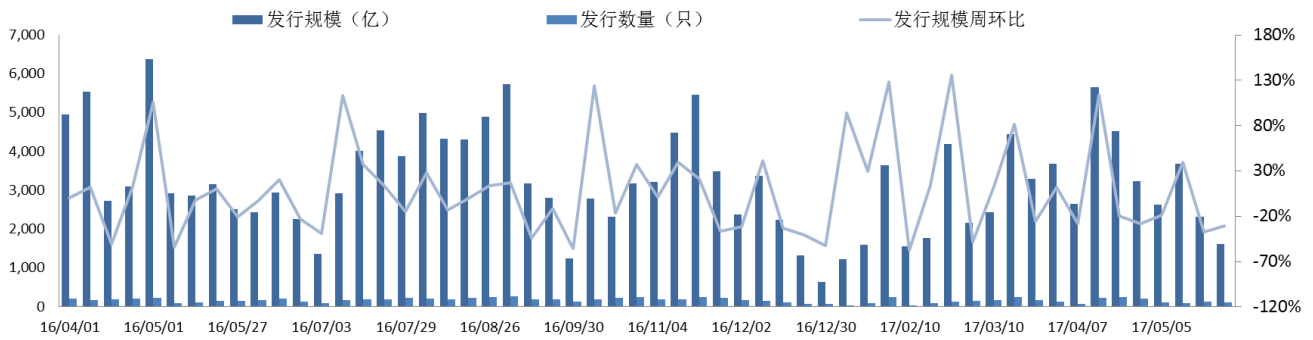
资料来源：wind，东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

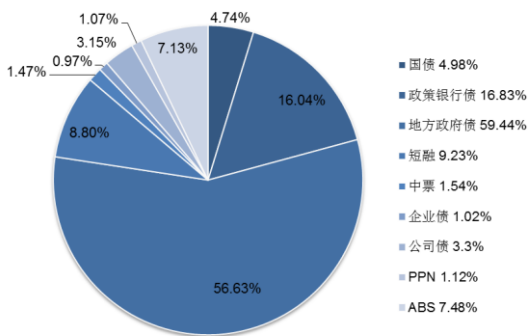
上周一级市场新债发行规模有所回落，周内新发行债 117 只，发行总规模 1,621.48 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 49%），周环比下降 30.27%。

图 2: 债券市场单周发行规模



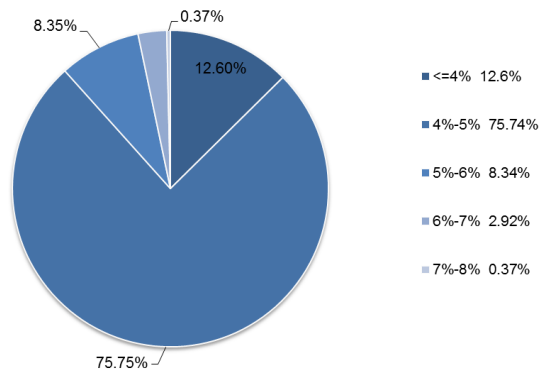
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3: 上周一级市场发行债券按类型划分



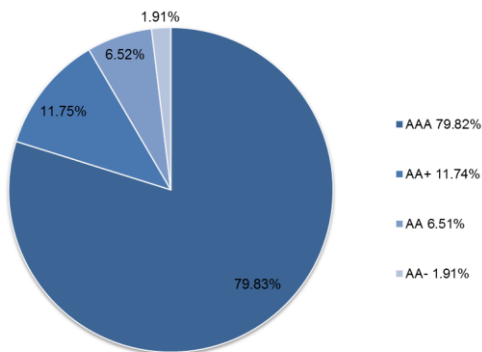
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4: 上周一级市场发行债券按发行利率划分



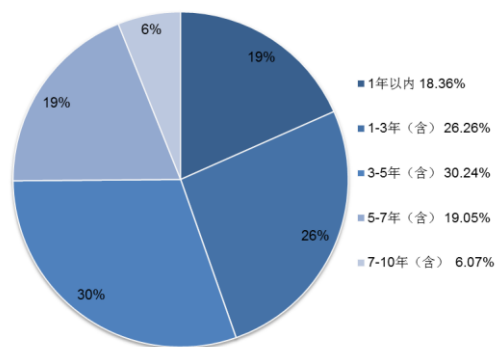
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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落，周内 12 只新债发行，发行总规模 648 亿元，周环比下降 58.99%。需求方面，一级市场的总体整体需求仍然比较低迷，但机构的配置需求则在逐渐缓慢的恢复过程中，长期债券收益率出现了企稳迹象。周四下午国开债中标利率略高，10 年国开 170210 续发到 4.32%。全周来看，一级市场中标利率比前日二级市场下降 8 BP；认购倍数整体下降，平均中标倍数为 2.76 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 贴现国债 25	3.27%	100	0.2493	2017/5/26	
政策性金融债					
17 国开 04 (增 11)	3.20%	68	1	2017/5/23	2.52
17 农发 05 (增 17)	3.85%	40	10	2017/5/24	3.65
17 农发 07 (增 3)	4.31%	50	3	2017/5/24	2.60
17 农发 08 (增 5)	4.04%	40	1	2017/5/24	2.70
17 农发 09 (增 5)	4.40%	50	5	2017/5/24	3.05
17 国开 05 (增 6)	4.26%	50	3	2017/5/25	2.63
17 国开 06 (增 6)	4.33%	50	5	2017/5/25	2.36
17 国开 10 (增 7)	4.32%	110	10	2017/5/25	1.87
17 进出 04 (增 9)	4.40%	30	5	2017/5/25	3.05
17 进出 06 (增 3)	3.79%	30	1	2017/5/25	3.00
17 进出 07 (增 2)	4.37%	30	3	2017/5/25	2.94

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升，周内有 105 只新发债，发行规模 973.48 亿，周环比上升 30.58%。截至上周，累计发行信用债 27,395.14 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	973.48	27,395.14
企业债	15.00	660.40
公司债	69.10	3,437.14
ABS	162.38	3,518.77
非政策性银行金融债	505.00	6,872.03
NAFMII 品种	222.00	12,906.80

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

由于债券市场处于调整阶段, 一级市场取消发行的情况仍然存在, 机构对信用债的需求也较为清淡。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。上周 AA-/AA+ 的城投债发行利率为 6.5%。

表 4: 上周 NAFMII 估值情况(%)

评级	1y	3y	5y	7y	10y	15y	20y	30y
重点 AAA	4.37	4.57	4.73	4.93	5.11	5.61	5.73	6.01
AAA	4.51	4.7	4.88	5.24	5.36	5.88	6.17	6.47
AA+	4.79	5.01	5.22	5.72	5.87	6.52	6.84	7.13
AA	5.05	5.39	5.65	6.21	6.46	7.11	7.49	7.92
AA-	5.76	6.35	6.74	7.61	7.95	8.52	8.99	9.25

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	4.11-4.20	-	5.10	-	-	-	-	5.60	-	-
AA+	6.50	-	5.15-5.40	-	-	-	6.80	-	-	-
AA	5.50	-	6.18	-	-	-	6.50	-	7.00	6.20
AA-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.50

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 嘉禾铸都 01	6.50%	AA+	AA-	8	5.0033	2017/5/24	资本货物	担保
17 开元专项债 01	7.30%	AA	AA	7	5.0033	2017/5/25	资本货物	
17 云水务绿色债		AA+	AA+	5.5	5+5	2017/5/26	公用事业 II	
公司债								
皖交控 01	4.95%	AAA	AAA	5	3+2	2017/5/23	运输	

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
皖交控 02	5.10%	AAA	AAA	5	5	2017/5/23	运输	
17 盾安 01	6.80%	AA	AA	1	2+1	2017/5/23	资本货物	
17 华讯 01	7.00%	AA	AA	3	2+1	2017/5/24	技术硬件与设备	
17 亦庄 01	5.60%	AA+	AA+	3	5	2017/5/25	多元金融	
私募债								
17 钦临 02	7.30%		AA	3	3+2	2017/5/22	房地产 II	担保
17 苏铁 01	5.60%		AA	2.8	3	2017/5/22	资本货物	
17 海宁 01	6.00%		AA	5	3+2	2017/5/23	资本货物	担保
17 兖矿 01			AAA	10	2+1	2017/5/24	能源 II	
17 常德 01	5.95%		AA+	6.5	5	2017/5/24	资本货物	
17 余交 03	6.50%		AA	5	5	2017/5/25	运输	
G17 首 Y1	5.50%	AAA	AAA	10	3+N	2017/5/26	公用事业 II	
17 方洋 02			AA	2	3+2	2017/5/26	资本货物	
17 金发债	6.50%		AA	5	3+2	2017/5/26	资本货物	
证监会主管 ABS								
华山 A1	5.35%	AAA		0.5	0.5	2017/5/22	消费者服务 II	
华山 A2	5.40%	AAA		0.55	1.5	2017/5/22	消费者服务 II	
华山 A3	5.45%	AAA		0.55	2.5	2017/5/22	消费者服务 II	
华山 A4	5.50%	AAA		0.4	3.5	2017/5/22	消费者服务 II	
华山 C				0.12	3.5	2017/5/22	消费者服务 II	
借呗 19A1	5.40%	AAA		18.86	1.0247	2017/5/23	多元金融	
借呗 19A2	5.80%	AA		1.84	1.0247	2017/5/23	多元金融	
借呗 19B				2.3	1.0247	2017/5/23	多元金融	

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

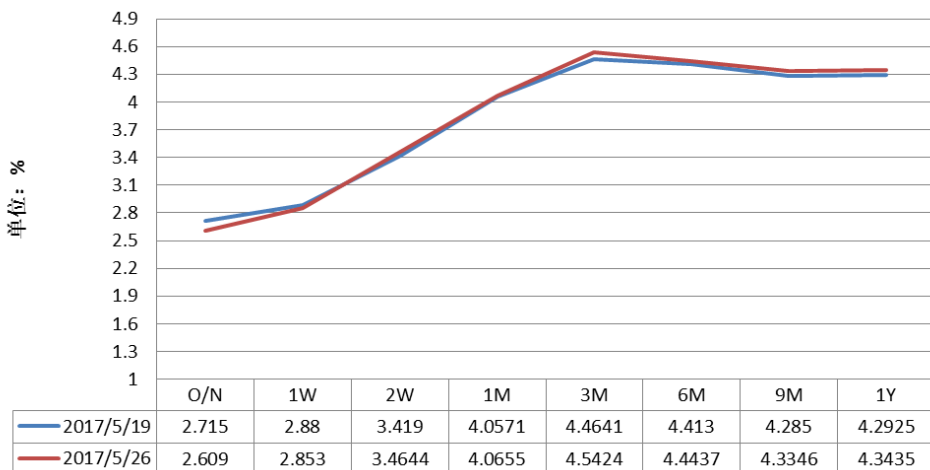
三、二级市场

货币市场

资金面有所放松。上周资金面总体宽松，央行对货币市场的掌控力增强。上周 Shibor 利率整体上行，除了 1W 以下短期限 Shibor 利率下行外，其余期限 Shibor 利率均有所上行，平均上行约 4.4 个基点。本周来看，央行将有 3300 亿 7 天、14 天和 28 天逆回购到期。

SHIBOR 持续上行超过 LPR，不过两种利率属于不同范畴，无法直接比较。近期，SHIBOR 利率持续上行，引发市场对于金融监管抬升实体经济融资利率的讨论。截止 5 月 24 日，1 年期 SHIBOR 利率持续上升至 4.322%，继续超过 1 年期贷款基准利率（Loan Prime Rate，以下简称 LPR）。SHIBOR 是银行间同业拆借的参考利率，反映银行间资金充足与否；而 LPR 是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，是授信的基础利率，反映实体融资的成本问题。两者本质上并不属于同一范畴。如果进行类比，其中的逻辑在于传导的可能性，即以 SHIBOR 为代表的银行间资金利率是否会向实体经济融资利率传导。

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，近期债市处于不温不火的状态，缺乏明确的方向，机构整体较为谨慎，二级市场收益率整体略有上行。国债整体平均下行 1BP，政策银行债整体平均上行 2BP，信用债整体平均下行 1BP。

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，加上一二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 25 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	3.47%	-1	1Y	4.16%	3

国债			金融债		
3Y	3.64%	-3	3Y 非国开	4.15%	-1
5Y	3.65%	0	3Y 国开	4.18%	0
7Y	3.70%	-3	5Y 非国开	4.35%	-1
10Y	3.65%	4	5Y 国开	4.32%	4
			7Y 非国开	4.46%	0
			7Y 国开	4.36%	4
			10Y 非国开	4.50%	1
			10Y 国开	4.49%	5

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 5月 25 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+	-	4.71%	-	4.77%	-	4.80%	-	4.84%
	AAA	4.84%	4.85%	4.88%	4.90%	4.89%	4.91%	4.97%	4.99%
	AA+	5.30%	5.25%	5.34%	5.30%	5.35%	5.31%	5.43%	5.39%
	AA	5.53%	5.50%	5.57%	5.55%	5.63%	5.61%	5.74%	5.69%
	AA-	6.43%	6.41%	6.57%	6.59%	6.74%	6.72%	6.89%	6.82%
与前周收益变动	AAA+	-	0	-	-5	-	-5	-	-3
	AAA	2	1	-5	-6	-9	-9	-3	-2
	AA+	5	4	-2	-3	-9	-9	-3	-2
	AA	7	8	0	1	-2	0	6	7
	AA-	5	4	-2	-3	-4	-4	4	3

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 5月 25 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%	4.10%	4.32%	4.47%	4.75%	4.83%
	AAA	3.95%	4.27%	4.48%	4.62%	4.92%	4.99%
	AA+	4.28%	4.59%	4.80%	4.95%	5.29%	5.37%
	AA	4.68%	4.92%	5.05%	5.14%	5.41%	5.54%
	AA-	5.52%	5.87%	6.04%	6.19%	6.80%	7.09%
与前周收益变动	AAA+	0	6	8	8	-3	-4
	AAA	2	5	6	5	2	2
	AA+	1	4	5	7	3	2
	AA	6	4	2	0	7	10
	AA-	5	3	1	-1	7	10



资料来源：上清所,东方花旗债券资本市场部

四、债市热点

1、穆迪调降中国主权债务评级

穆迪自 1989 年来首次调降中国主权债务评级，将中国的长期本币和外币债务发行人的评级从 Aa3 降低至 A1，同时将评级展望（outlook）从“负面”（negative）上调为“稳定”（stable）。穆迪认为，未来几年中国的经济增长将趋缓，但债务将上升，削弱总体金融状况。当前的金融改革难以有效阻止总体债务水平和政府或有负债的上升。

穆迪此次调降评级，总体上对我国债市影响有限，但边际上的冲击仍然值得警惕。

（1）此次评级调降已有先兆，而且只是从“非常好”到“很好”的改变。2016 年 3 月，穆迪的评级展望为“负面”，已表明未来有可能下调中国的主权评级。当前中国的主权评级为 A1，仍属于“投资级”（investment grade），与日本、以色列等国家一档，在新兴国家中居于前列；评级展望为“稳定”，表明中期（6-18 个月）主权评级发生改变的概率不大。

（2）调降评级的原因只是唱空中国的“陈词滥调”。一方面，穆迪列出的理由并没有太多的“增量信息”，中国的债务问题近年来已被反复讨论，近期并没有明显恶化的迹象；另一方面，穆迪对中国的经济形势有所误读/曲解，片面放大了负面因素。参考主权评级同为 A1 的日本，其债务/GDP 的比重要比中国高得多，经济增速接近于 0。因此穆迪下调中国主权评级的理由并不成立，未来进一步下调的空间也不大。

（3）当前我国债市国际化程度并不高，调降评级“难起波澜”。截至 2017 年 4 月，境外投资者持有我国债券约 7,723 亿，在我国债市中的占比仅为 1.15%。从历史上看，我国金融市场对评级机构调整主权评级或展望反应平淡，此次也不例外。

（4）调降评级可能对我国正在进行的债市开放造成不利影响。近期我国的金融市场特别是债市的开放正在加速进行中。一方面，债市国际化是人民币国际化的重要组成部分，更多的国际投资者进入中国债市可以缓解资本流出的压力，对人民币汇率形成支撑；另一方面，更开放的金融市场还可以为“一带一路”等国家战略提供投融资支持。

“债券通”的目的正在于此。当前我国债市总体规模已接近十亿美金，位列全球第三，且收益/风险极佳，对国际投资者极具吸引力。但中国主权评级 28 年来一路向上的势头被逆转，国际投资者无疑会对人民币债券提出更高的风险补偿要求，这将不利于我国将国际资本“引进来”。

（5）主权评级下降将增加我国企业海外发债成本，从外部收紧信用环境，滋生风险。主权评级是我国企业评级的“上限”。穆迪下调中国主权评级后，随即将 26 家与政府相关的企业的评级下调一档。未来将会有不少企业从“投资级”（Baa3 以上）跌入“投机级”（speculative grade）。信用评级下降无疑将推高这些企业的融资成本，将美元负债敞口较大的企业（例如航空公司）的融资需求转向国内。考虑到当前国内“金融去杠杆”的紧信用环境，这些企业面临的流动性风险将大幅上升。

总体来看，穆迪下调我国主权评级理由十分牵强，对我国债市总体上冲击不大。但评级下调一方面将提高国际投资者的风险补偿要求，对我国债市开放不利；另一方面抬高了我国企业海外发债的成本，可能带来外部的风险冲击。

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。