

# 国债收益率倒挂，市场情绪悲观

东方花旗债券市场周报

2017年5月31日-6月9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：中国 5 月进口同比为 14.8%，较 4 月上升 2.9%，增速略超预期。大宗商品中，多数产品进口量同比回升，较 4 月原材料进口同比大幅下滑的局面有所好转。中国 5 月贸易顺差 2816 亿元，较 4 月增加 192 亿，贸易顺差持续。
- ◇ 货币政策：上周，央行进行 4,980 亿 MLF 操作，央行在完全续作 6 月到期存量 MLF 的基础上，增加了 667 亿元的流动性投放，释放了稳定跨季基础货币供给的信号。此次操作利率虽然与前期持平，但全部是 1 年期品种，这使得存量 MLF 余额的平均期限进一步被拉长。这种基础货币投放模式避免了释放“宽松信号”，但也能在一定程度上增强货币供给的“稳定性”，减轻频繁操作带来的成本。

## 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 142 只，发行总规模 1,872 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 41%），周环比上升 15.45%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模明显回升，周内 14 只新债发行，发行总规模 1350 亿元，周环比上升 108.33%。需求方面，周三有 800 亿国债的供给，巨大的供给量给市场造成了一定的恐惧，10 年期品种中标利率 3.6985%，认购倍数 2.9 倍，招标结果好于预期。国债交易价值不高，购买机构主要是配置类，反映出目前收益率绝对水平较高后配置需求开始走强。全周来看，中标利率比前日二级市场下降 5BP，平均中标倍数为 2.93 倍。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所回落，周内有 128 只新发债，发行规模 522 亿，周环比下降 46.38%。截至上周，累计发行信用债 29,074.5 亿。上周受到利率债发行量及市场悲观情绪的冲击，信用债市场的情绪仍然较为谨慎，但是对于优质的债券，配置力量逐渐加强。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。

## 二级市场：

- ◇ 货币市场：近期央行公开市场操作稳健，资金面整体平稳，本周 MLF 续作虽然缩短放长，但也进一步稳定了市场对流动性的预期。隔夜利率虽然小幅抬升，但 7 天利率相对于 16 年底和 17 年 3-4 月时，无论中枢还是波动均显著下降。Shibor 利率方面，各期限 Shibor 利率均有所上行，平均上行近 10 个基点。
- ◇ 现券市场：二级市场方面，周二 800 亿国债招标后，1Y 和 10Y 期国债期限利差由上周的 20bp 左右迅速收窄至不足 5bp，随着二级市场现券收益率进一步上行，1 年期国债收益率收盘 3.66%，超过 10 期国债收益率 3.65%，自 2013 年 6 月以来，债券市场再次出现 1Y 和 10Y 国债收益率倒挂的情形。总体来看，国债整体平均上行 7BP，政策银行债整体平均上行 1BP，信用债整体平均下行 2.9BP。

## 债市热点：

- ◇ 财政整顿步步升级

# 一、宏观经济

---

## 国内市场

中国 5 月进口同比为 14.8%，较 4 月上升 2.9%，增速略超预期。大宗商品中，多数产品进口量同比回升，较 4 月原材料进口同比大幅下滑的局面有所好转。中国 5 月贸易顺差 2816 亿元，较 4 月增加 192 亿，贸易顺差持续。虽然 2016 年供给侧改革后，中国进口增速提升快于出口增速，导致 2017 年前 5 个月贸易顺差额少于往年，但是绝对水平增量依然较大，在美元走弱时预计人民币仍以升值为主。

## 货币政策

上周，央行进行 4,980 亿 MLF 操作，央行在完全续作 6 月到期存量 MLF 的基础上，增加了 667 亿元的流动性投放，释放了稳定跨季基础货币供给的信号。此次操作利率虽然与前期持平，但全部是 1 年期品种，这使得存量 MLF 余额的平均期限进一步被拉长；相比 5 月末，MLF 加权平均利率进一步抬升 2.5bp。总的来说，央行此次操作延续了过去一段时间“给量加价”的思路。

这种基础货币投放模式避免了释放“宽松信号”，但也能在一定程度上增强货币供给的“稳定性”，减轻频繁操作带来的成本，当然，代价是基础货币“成本”会随着久期拉长而持续抬升。

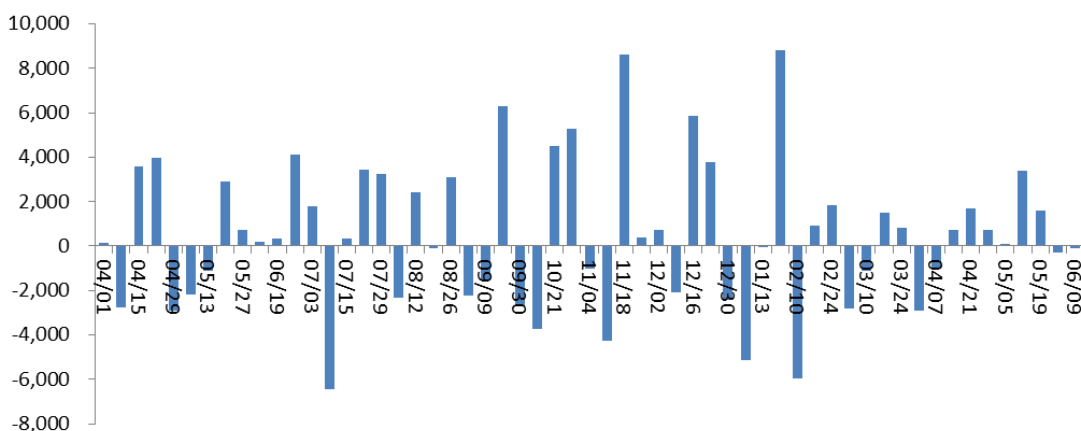
表 1: 上周基础货币变化情况

项目	流入资金 (亿)	流出资金 (亿)
公开市场	4600	4700
MLF 操作	4980	2243
合计		2637

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，上周央行公开市场除进行 7、14 天逆回购操作外，重启 28 天逆回购，逆回购金额共计 4600 亿元；利率分别为 2.45%、2.60%和 2.75%。

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

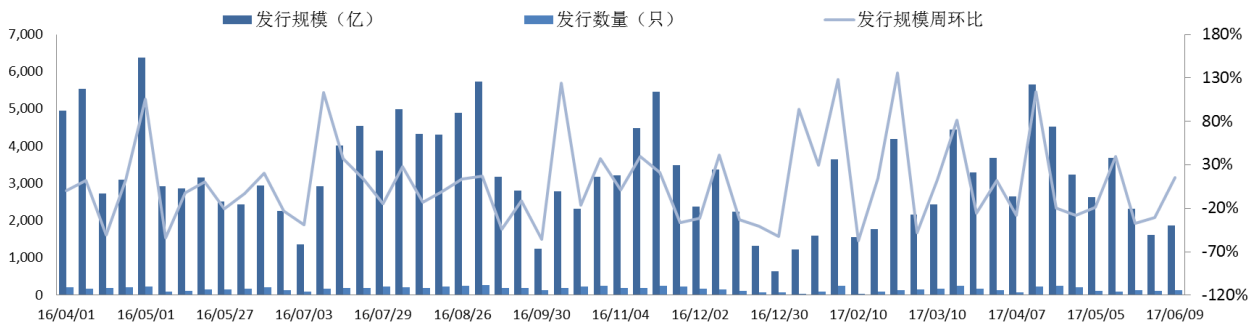
## 二、一级市场

---

### 概况

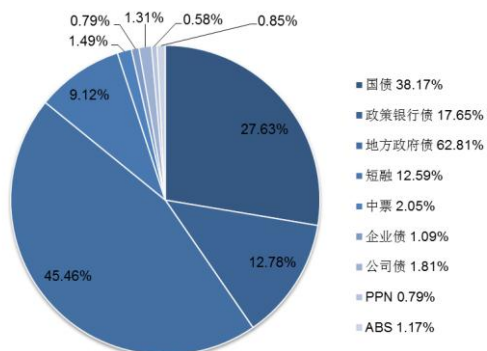
上周一级市场新债发行规模有所回落，周内新发行债 142 只，发行总规模 1,872 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 41%），周环比上升 15.45%。

图 2: 债券市场单周发行规模



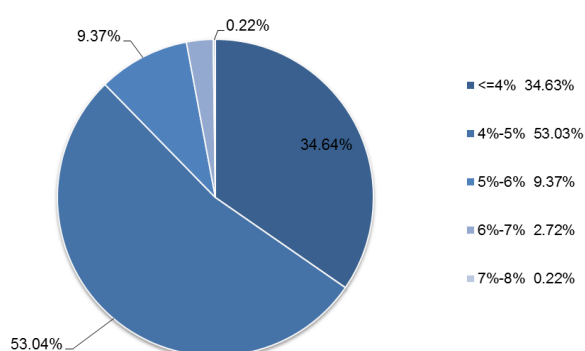
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3: 上周一级市场发行债券按类型划分



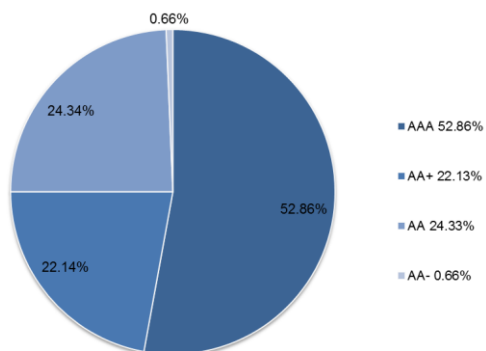
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4: 上周一级市场发行债券按发行利率划分



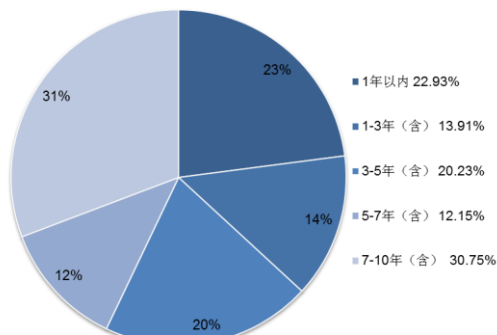
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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明显回升，周内 14 只新债发行，发行总规模 1350 亿元，周环比上升 108.33%。需求方面，周三有在 800 亿国债的供给，巨大的供给量给市场造成了一定的恐惧，10 年期品种中标利率 3.6985%，认购倍数 2.9 倍，招标结果好于预期。国债交易价值不高，购买机构主要是配置类，而周三 800 亿国债的绝对规模，创单日发行量最高，但发行结果尚可，反映出目前收益率绝对水平较高后配置需求开始走强。全周来看，中标利率比前日二级市场下降 5BP，平均中标倍数为 2.93 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)
<b>国债</b>					
17 附息国债 09 (续发)	3.67%	400	1	2017/6/7	1.78
17 附息国债 10 (续发)	3.70%	400	10	2017/6/7	2.90
<b>政策性金融债</b>					
17 国开 01 (增 11)	3.85%	30	7	2017/6/6	2.94
17 国开 05 (增 8)	3.88%	50	3	2017/6/6	2.39
17 国开 10 (增 9)	4.04%	110	10	2017/6/6	2.44
17 农发 05 (增 19)	4.43%	40	10	2017/6/7	4.68
17 农发 07 (增 5)	4.34%	50	3	2017/6/7	2.50
17 农发 08 (增 7)	4.15%	40	1	2017/6/7	2.92
17 农发 09 (增 7)	4.40%	50	5	2017/6/7	3.10
17 国开 04 (增 12)	3.96%	40	1	2017/6/8	3.10
17 国开绿债 02 (增发)	4.42%	50	5	2017/6/8	1.81
17 进出 03 (增 9)	4.43%	30	10	2017/6/8	3.43
17 进出 04 (增 11)	4.39%	30	5	2017/6/8	3.12
17 进出 07 (增 4)	4.34%	30	3	2017/6/8	2.76

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 128 只新发债，发行规模 522 亿，周环比下降 46.38%。截至上周，累计发行信用债 29,074.5 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	522.00	29,074.50
企业债	15.00	705.90
公司债	88.50	3,602.04
ABS	49.80	3,765.83
非政策性银行金融债	35.00	7,065.73
NAFMII 品种	333.70	13,935.00

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

上周受到利率债发行量及市场悲观情绪的冲击, 信用债市场的情绪仍然较为谨慎, 但是对于优质的债券, 配置力量逐渐加强。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	4.39	4.57	4.74	4.95	5.15	5.66	5.77	6.04
AAA	4.52	4.7	4.9	5.25	5.41	5.92	6.22	6.52
AA+	4.84	5.03	5.25	5.75	5.91	6.55	6.88	7.18
AA	5.14	5.44	5.7	6.23	6.5	7.15	7.53	7.96
AA-	5.86	6.42	6.8	7.63	7.98	8.55	9.02	9.26

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	-	-	4.85-6.00	-	-	-	4.73-5.18	-	-	-
AA+	-	-	5.19-6.50	-	-	-	5.65	5.88	-	-
AA	-	-	6.29-6.80	-	7.00	-	6.78	-	6.20	6.30
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
<b>企业债</b>								
17 鄂交投可续期 02	5.65%	AAA	AAA	15	5+N	2017/6/6	运输	
17 海盐债		AAA	AA	15	7	2017/6/9	多元金融	担保
17 襄阳高投债		AA+	AA	8	7	2017/6/9	资本货物	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
<b>公司债</b>								
17 兴沪 01	5.70%	AA+	AA+	5	3+2	2017/6/6	资本货物	
17 腾邦 01	7.50%	AA	AA	3	3	2017/6/6	多元金融	
G17 华电 1	4.80%	AAA	AAA	10	3+2	2017/6/7	公用事业 II	
<b>私募债</b>								
17 刚泰 01	7.96%		AA	1	2+1+2	2017/6/5	资本货物	
17 工控 01	6.50%		AA	5	3+2	2017/6/6		
17 山重 01	5.95%			2	3+2	2017/6/6		担保
17 深业 01	7.80%	AA+	AA+	2	3	2017/6/7	运输	担保
17 富阳债	6.10%		AA	5	3+2	2017/6/7	资本货物	
17 政通 01	6.75%		AA	5	3+2	2017/6/7	多元金融	
<b>证监会主管 ABS</b>								
花呗 22A1	5.60%	AAA		16.6	1.0247	2017/6/5	多元金融	
小米 01 优 A	5.70%	AAA		4.26		2017/6/5	多元金融	
花呗 22A2	5.80%	AA		0.94	1.0247	2017/6/5	多元金融	
小米 01 优 B	6.30%	AA		0.78		2017/6/5	多元金融	
花呗 22B				2.46	1.0247	2017/6/5	多元金融	
小米 01 次 1	8.00%			0.6		2017/6/5	多元金融	
小米 01 次 2				0.36		2017/6/5	多元金融	
借呗 21A1	5.70%	AAA		8.2	1.0247	2017/6/6	多元金融	
借呗 21A2	5.80%	AA		0.8	1.0247	2017/6/6	多元金融	
借呗 21B				1	1.0247	2017/6/6	多元金融	

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

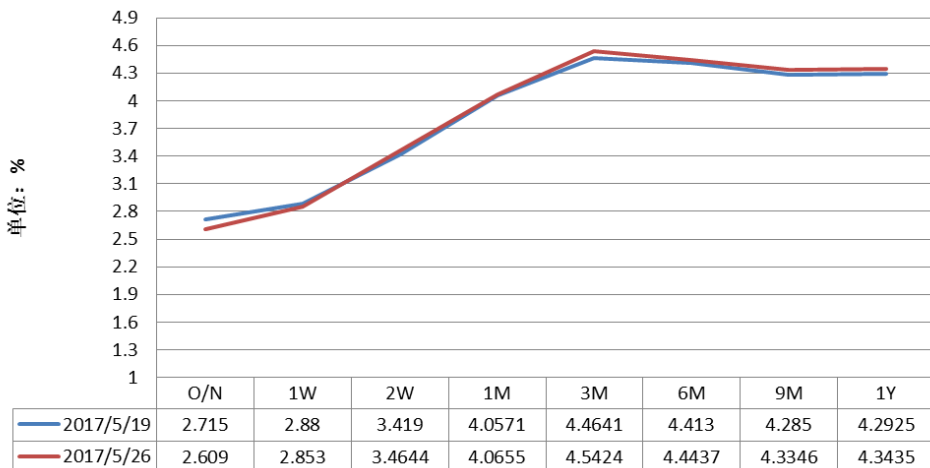
## 三、二级市场

---

## 货币市场

近期央行公开市场操作稳健，资金面整体平稳，本周 MLF 续作虽然缩短放长，但也进一步稳定了市场对流动性的预期。隔夜利率虽然小幅抬升，但 7 天利率相对于 16 年底和 17 年 3-4 月时，无论中枢还是波动均显著下降。Shibor 利率方面，各期限 Shibor 利率均有所上行，平均上行近 10 个基点。本周来看，央行将有 2100 亿 7 天、14 天和 28 天逆回购到期。

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，周二 800 亿国债招标后，1Y 和 10Y 期国债期限利差由上周的 20bp 左右迅速收窄至不足 5bp，随着二级市场现券收益率进一步上行，1 年期国债收益率收盘 3.66%，超过 10 期国债收益率 3.65%。自 2013 年 6 月以来，债券市场再次出现 1Y 和 10Y 国债收益率倒挂的情形。总体来看，国债整体平均上行 7BP，政策银行债整体平均上行 1BP，信用债整体平均下行 2.9BP。

**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: 6 月 8 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	3.66%	18	1Y	4.26%	11
3Y	3.62%	4	3Y 非国开	4.26%	3
5Y	3.64%	7	3Y 国开	4.26%	1
7Y	3.70%	4	5Y 非国开	4.36%	-1

国债			金融债		
10Y	3.65%	3	5Y 国开	4.31%	1
			7Y 非国开	4.42%	-3
			7Y 国开	4.35%	-3
			10Y 非国开	4.46%	-2
			10Y 国开	4.44%	1

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 6月8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+	-	4.67%	-	4.67%	-	4.68%	-	4.77%
	AAA	4.78%	4.80%	4.78%	4.80%	4.81%	4.82%	4.88%	4.90%
	AA+	5.25%	5.23%	5.27%	5.23%	5.30%	5.25%	5.37%	5.33%
	AA	5.58%	5.58%	5.60%	5.58%	5.63%	5.60%	5.73%	5.68%
	AA-	6.57%	6.56%	6.62%	6.64%	6.71%	6.68%	6.85%	6.78%
与前周收益变动	AAA+	-	-3	-	-5	-	-8	-	-3
	AAA	-3	-3	-5	-5	-8	-8	-5	-5
	AA+	-3	-3	-5	-5	-8	-8	-5	-5
	AA	2	2	0	0	-3	-3	0	0
	AA-	2	2	0	0	-3	-3	0	0

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 6月8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+	3.75%	4.08%	4.29%	4.42%	4.72%	4.80%
	AAA	3.97%	4.29%	4.48%	4.60%	4.88%	4.96%
	AA+	4.33%	4.64%	4.84%	4.98%	5.30%	5.38%
	AA	4.78%	5.04%	5.15%	5.20%	5.38%	5.52%
	AA-	5.62%	5.98%	6.14%	6.24%	6.78%	7.07%
与前周收益变动	AAA+	2	3	1	-1	-5	-6
	AAA	-2	-4	-4	-4	-2	-2
	AA+	-1	-2	-1	0	0	0
	AA	6	6	6	4	-5	-5
	AA-	6	6	6	4	-5	-5

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

## 四、债市热点

---

## 1、财政整顿步步升级

财政整顿风暴来袭，50号文、87号文、国务院第4次大督查，严监管步步升级。主要监管内容包括：

(1) 50号文：1) 禁止地方政府违规担保，开展地方融资担保清理整改。2) 加强平台公司融资管理，不得以公益性资产、储备土地注入平台，不得承诺将储备土地预期出让收入作为偿债来源，金融机构不得要求或接受地方提供担保函、承诺函、安慰函等。3) 规范地方PPP融资。不得以借贷资金出资各类投资基金，不得以任何方式承诺回购本金、承担损失、承诺最低收益；不得对股权投资附加额外条款变相举债。4) 强调地方唯一融资方式是发行地方债，不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式，要求企业为地方举债等。

(2) 87号文主要内容：1) 划定政府购买服务“负面清单”，严禁将铁路、公路、机场、通讯、水电煤气，以及教育、科技、医疗卫生、文化、体育等基建，储备土地前期开发，农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；严禁将建设工程与服务打包作为政府购买服务项目；严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资纳入政府购买服务范围。2) 严禁利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相融资，不得利用签订应付（收）账款合同帮助融资平台公司。3) 年度预算未安排资金的，不得实施政府购买服务，不能作为变相增加财政支出的依据。4) 各省组织摸底排查，于10月底前报送财政部。

(3) 国务院第4次大督查全面启动，覆盖范围更大、力度更强：国务院将于2017年7月派出督查组，选择重要经济指标相对靠后、重点工作任务进度相对滞后、有关问题相对集中的部分地区进行实地督查，不良资产、地方存量债务置换、违法违规融资担保等领域是重点督查对象。

财政整顿风暴，冲击影响几何？

1) 本轮财政整肃定调高，多部委联合参与监管，落地执行力更严格，标志着广义信用财政宽松周期转为紧缩，预计涉及城投平台、产业基金、政府购买等方式变相举债的净融资收缩规模将达万亿级，下半年基建和PPP项目落地面临更大融资压力，但政策决心的定力很强，即使短期基建和经济面临一定下行压力，政策很可能也只是微调而不会很快转向。

2) 虽然土地储备专项债批准发行，有助于地方融资“开正门、堵偏门”，但由于土地储备债属于地方政府专项债额度中的一部分，总体规模有限，没有明显增量资金带动效应，难以完全对冲其他融资通道萎缩的不利冲击，后续再融资仍面临很大压力。

3) 土地储备债获准发行后，城投平台通过地方土地注入变相融资的渠道将会萎缩，城投平台的融资能力被大幅削弱。地方政府借道PPP、产业基金、政府购买、明股实债等变相融资大幅受限，城投后续流动性和偿债来源的不确定性风险大大提高。



4) 城投、产业基金等与政府债务的边界划分进一步厘清，地方外部支持和刚兑信仰大幅弱化，安全边际大幅弱化，无论对银行等金融机构还是债市投资者，对城投平台、产业基金 SPV、政府应收款项等的资金敞口将显著收缩削减。

#### 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。