

资金面年关难过 债市成交清淡

东方花旗债券市场周报

2017年12月25日-12月29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.....	8
三、二级市场.....	13
四、监管动态.....	16

内容摘要

宏观经济

- ◇ 国内市场：11月工业企业主营业务收入增速放缓至11.4%，为年内最低增速，工业企业利润同比增速的明显回落将对未来工业企业的固定资产投资增速造成负面影响，特别是对于下游行业，预计明年下游行业固定资产投资增速难以反弹。今年以来下游行业利润同比增速一直处于较低水平，对应地，今年下游行业固定资产投资增速整体继续回落。
- ◇ 货币政策：中央经济工作会议提出要打好三大攻坚战，其中放在首要位置的就是防范化解重大风险，而之前政策层更是明确提出要控制宏观杠杆率，这也意味着货币政策难以放松，明年金融监管也会继续。但是在今年货币紧平衡的背景下，实体贷款利率大幅走高，非标融资受限，明年国内经济会面临重新回落的压力，限制央行进一步紧缩的空间。

一级市场

- ◇ 概况：受资金面极度紧张和年底时点因素影响，上周一级市场新债发行规模继续回落，周内新发行债132只，发行总规模1,551.52亿（低于过去的52周平均发行规模的51.97%），周环比下降36.39%。
- ◇ 利率债：临近年底，上周利率债发行规模急剧下降，周内仅1只新债发行，发行总规模150亿元，周环比下降89.29%。需求方面，年底最后一周资金异常紧张，但仅有一只国债发行，需求尚可。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场4个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模开始回升，周内有130只新发债，发行规模1,401.52亿，周环比回落34.89%。需求方面，11月债市大幅调整之下，配置盘力量有所出动，而信用债配置主力的广义基金仍忙于应付负债端的压力，增持动力仍较弱，值得注意的是，上周市场资金面异常紧张，市场配置需求很弱。城投债方面，双AA区县级城投目前发行利率跳跃至7.90%。

二级市场

- ◇ 货币市场：股份制银行、部分城商行以及非银机构依靠同业主动负债扩表，在严监管下压力较大，叠加年末的LCR等流动性考核、囤钱放贷因素，对跨年资金需求较大；与此同时，财政存款投放略存在时滞。上述因素叠加导致本来比较脆弱的资金面更为紧张。全周来看，各期限Shibor平均上行近7个基点。
- ◇ 现券市场：跨年资金紧张叠加监管忧虑，债市延续弱势，虽11月份工业企业利润数据低于前值利好债市，但未改市场谨慎情绪，现券成交清淡，全周收益率呈上行之势，其中利率债收益率平均上行2个基点，信用债收益率平均上行超过2个基点。

监管动态

- ◇ 银监会发布《关于规范银信类业务的通知》
- ◇ 央行决定建立“临时准备金动用安排”

一、宏观经济

国内市场

11月工业企业主营业务收入增速放缓至11.4%，为年内最低增速，一是11月工业品价格出现回落，二是去年同期基数有所抬升。今年以来，受益于供给侧改革，采矿业利润改善最为明显，但11月随着基数的抬升，采矿业利润增速大幅回落（11月当月增速11.4%，前值95.5%）；制造业当月同比继续回落至6.3%（前值10.2%）；电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润当月同比小幅回落至10.2%。

工业企业利润同比增速的明显回落将对未来工业企业的固定资产投资增速造成负面影响，特别是对于下游行业，预计明年下游行业固定资产投资增速难以反弹。今年以来下游行业利润同比增速一直处于较低水平，对应地，今年下游行业固定资产投资增速整体继续回落。

货币政策

中央经济工作会议提出要打好三大攻坚战，其中放在首要位置的就是防范化解重大风险，而之前政策层更是明确提出要控制宏观杠杆率，这也意味着货币政策难以放松，明年金融监管也会继续。但是在今年货币紧平衡的背景下，实体贷款利率大幅走高，非标融资受限，明年国内经济会面临重新回落的压力，限制央行进一步紧缩的空间。

表 1: 上周基础货币变化情况

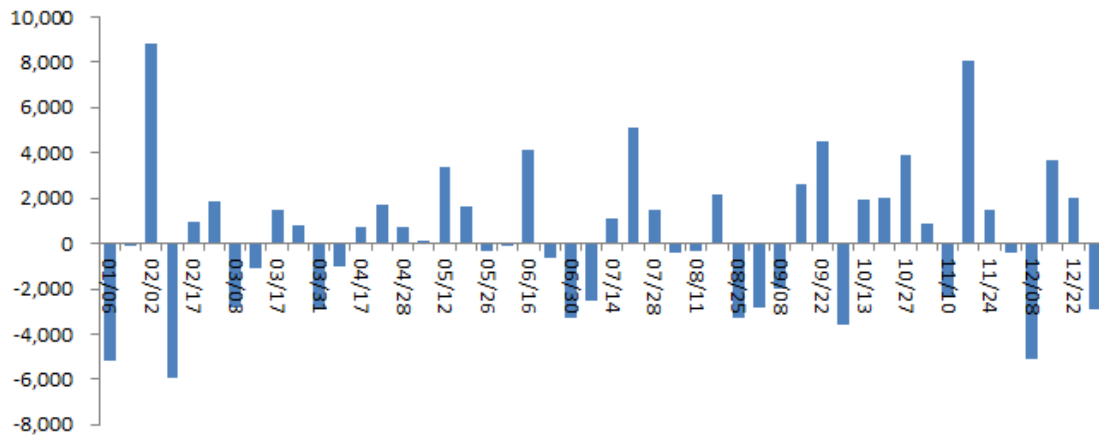
项目	流入资金 (亿)	流出资金 (亿)
公开市场	-	2900
合计		-2900

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

公开市场方面，央行未开展公开市场操作；另有2400亿元7天期逆回购到期和500亿元63天逆回购到期；单周实现资金净回笼2900亿元。

预计本周，央行在公开市场有2000亿元14天期逆回购到期、1000亿元28天逆回购到期和2100亿元63天期逆回购到期，预计单周实现资金自然净回笼5100亿元。

图 1: 公开市场净投放/回笼 (单位: 亿元)



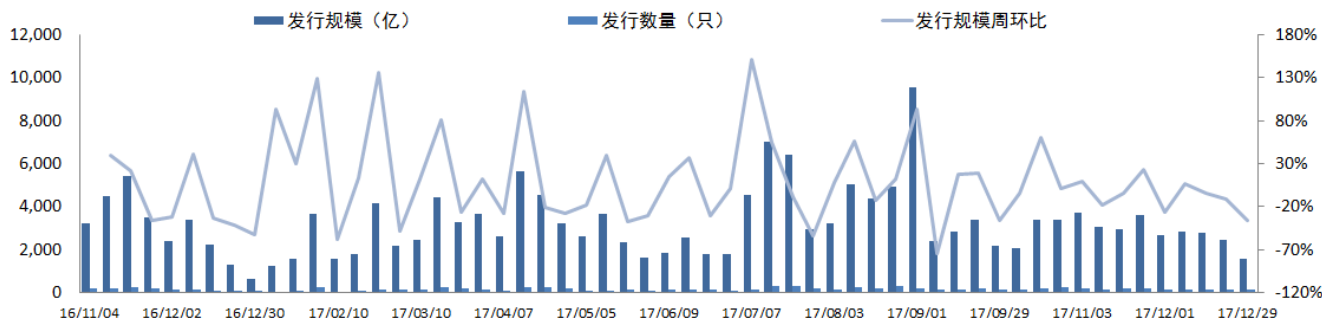
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

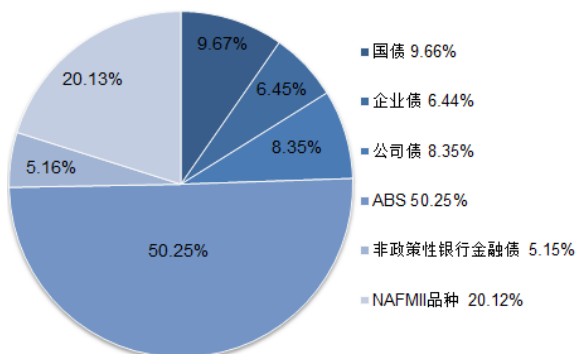
受资金面极度紧张和年底时点因素影响，上周一级市场新债发行规模继续回落，周内新发行债 132 只，发行总规模 1,551.52 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 51.97%），周环比下降 36.39%。

图 2: 债券市场单周发行规模



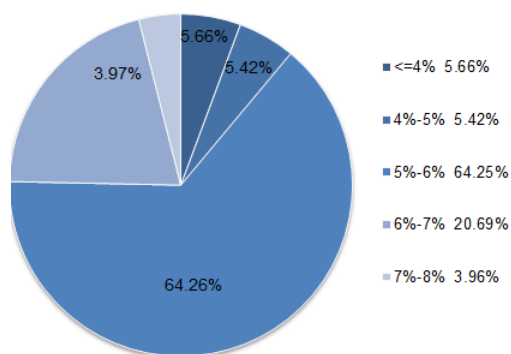
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3: 上周一级市场发行债券按类型划分



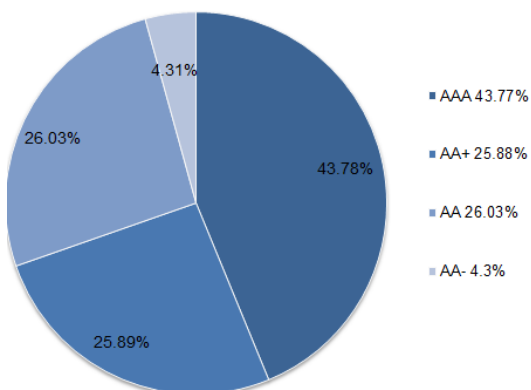
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4: 上周一级市场发行债券按发行利率划分



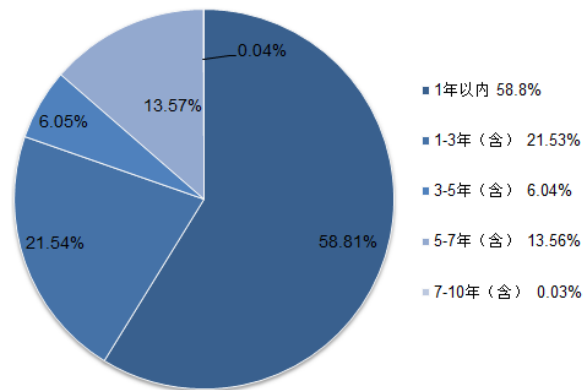
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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

临近年底，上周利率债发行规模急剧下降，周内仅 1 只新债发行，发行总规模 150 亿元，周环比下降 89.29%。需求方面，年底最后一周资金异常紧张，但仅有一只国债发行，需求尚可。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场 4 个基点。

展望后市，2018 年供给压力不减。国债方面，2017 年净发行量 1.5 万亿，基本符合年初计划的 1.55 万亿中央财政赤字。如果假设 18 年预算赤字率依旧保持在 3%，预计净发行量在 1.7-1.8 万亿，而 18 年国债到期量为 1.77 万亿，则总发行量在 3.47-3.57 万亿。金融债方面，2017 年总发行量为 3.28 万亿，基本持平 2016 年，目前来看，由于 2017 年发行较少，叠加 2018 年到期比今年多 0.25 万亿，估计 2018 年金融债供给压力要比今年更大。

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 61	3.7628%	150	91D	2017/12/29	

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开始回升，周内有 130 只新发债，发行规模 1,401.52 亿，周环比回落 34.89%。截至 2017 年全年，累计发行信用债 82,472.83 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	1,401.52	82,472.83
企业债	100.00	3,730.15
公司债	129.60	11,182.45
ABS	779.64	12,858.10
非政策性银行金融债	80.00	15,904.73
NAFMII 品种	312.28	38,797.40

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

需求方面，11 月债市大幅调整之下，配置盘力量有所出动，而信用债配置主力的广义基金仍忙于应付负债端的压力，增持动力仍较弱，值得注意的是，上周市场资金面异常紧张，市场配置需求很弱。城投债方面，双 AA 区县级城投目前发行利率跳跃至 7.90%。

表 4: 上周 NAFMII 估值情况

评级	1y	3y	5y	7y	10y	15y	20y	30y
重点 AAA	4.89%	5.05%	5.15%	5.23%	5.42%	5.78%	5.94%	6.22%
AAA	4.97%	5.17%	5.30%	5.50%	5.69%	6.06%	6.33%	6.64%

评级	1y	3y	5y	7y	10y	15y	20y	30y
AA+	5.21%	5.40%	5.58%	6.00%	6.22%	6.72%	7.02%	7.31%
AA	5.44%	5.71%	5.88%	6.41%	6.74%	7.32%	7.72%	8.08%
AA-	6.14%	6.66%	6.92%	7.75%	8.08%	8.58%	9.18%	9.27%

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	-	-	5.55	-	5.6	-	-	-	-	-
AA+	-	-	-	-	-	-	-	4.75-6.3	-	-
AA	-	-	6.2-7	-	6.18	-	-	6.7-7.5	-	7-7.6
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 宿迁城投债 02	6.44%	AA+	AA+	4	7	2017/12/25	资本货物	
17 西安高新债 01	6.12%	AAA	AAA	50	7	2017/12/26	资本货物	
17 金华融盛债	6.85%	AA+	AA	10	7	2017/12/26	资本货物	担保
17 武隆专项债 02	6.80%	AA+	AA-	4	7	2017/12/27	资本货物	担保
17 西平债 01	7.50%	AA+	AA-	7	7	2017/12/25	资本货物	担保
17 万盛管廊项目 NPB02	7.39%	AA		4	10	2017/12/27	资本货物	担保
17 西藏开投绿色债 NPB		AA+	AA+	10	5+5	2017/12/28	资本货物	
17 凤城河债 01	7.90%	AA	AA	5	7	2017/12/28	资本货物	
17 兰轨道债 01		AA+	AA	6	5+5+5	2017/12/29	资本货物	担保
公司债								
17 电科 01	5.28%	AAA	AAA	11	3	2017/12/25	资本货物	
17 铁投 Y1	5.95%	AAA	AAA	17	3+N	2017/12/25	资本货物	
17 银鹰 01	7.00%	AA	AA-	1	3+2	2017/12/26	材料 II	担保
17 泰瑞 02	7.00%	AA	AA	5	3+2	2017/12/26	材料 II	
17 中南 02	7.20%	AA+	AA+	4	2+2	2017/12/27	资本货物	
17 南传 03	7.50%	AA	AA	5	3+2	2017/12/28	资本货物	
私募债								
G17 启迪 2		AA+	AA+	3	3+2	2017/12/29	资本货物	
17 连工 02	7.27%		AA	2	3+2	2017/12/28	材料 II	
17 平投债	6.88%		AA	6.2	2+2+1	2017/12/28	资本货物	
17 通高新			AA	6	2+1	2017/12/29	房地产 II	

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
17 丰电债	6.42%			0.3	3	2017/12/27	商业	担保
17 亭湖 02				0.5	1+1+3	2017/12/25	资本货物	担保
证监会主管 ABS								
17 广田 2A1	6.00%	AAA		4.68		2017/12/25	资本货物	
17 广田 2A2	6.20%	AA+		1.8		2017/12/25	资本货物	
17 广田 2A3	6.50%	AA		1.665		2017/12/25	资本货物	
17 广田 2 次				0.855		2017/12/25	资本货物	
17 悦达 A	6.50%	AAA		4.7	1.24	2017/12/27	多元金融	
17 悦达 B	7.00%	AA+		0.5	1.49	2017/12/27	多元金融	
17 悦达次				0.49	1.49	2017/12/27	多元金融	
葛洲坝 A	6.00%	AAA		3.1	210D	2017/12/28	资本货物	
葛洲坝 B	6.50%	AA+		0.7	302D	2017/12/28	资本货物	
葛洲坝 C				1.32	3.7206	2017/12/28	资本货物	
尚隽 02A		AAA		7.92	351D	2017/12/28	保险 II	
尚隽 02 次				0.08	351D	2017/12/28	保险 II	
铁建 001A	5.70%	AAA		17.04	2.0658	2017/12/27	商业	
铁建 001C				0.9	2.0658	2017/12/27	商业	
中飞租 01	2.90%	AAA		0.1703	320D	2017/12/27	商业	
中飞租 02	3.00%	AAA		0.186	1.8767	2017/12/27	商业	
中飞租 03	3.28%	AAA		0.2043	2.874	2017/12/27	商业	
中飞租 04	3.48%	AAA		0.2374	3.874	2017/12/27	商业	
中飞租 05	3.58%	AAA		0.2411	4.874	2017/12/27	商业	
中飞租 06	3.60%	AAA		0.2745	5.874	2017/12/27	商业	
中飞租 07	3.90%	AAA		0.225	6.8822	2017/12/27	商业	
中飞租 08	4.00%	AAA		0.1747	7.6274	2017/12/27	商业	
华川优 A				0.3679		2017/12/28	多元金融	
华川优 B				2.1		2017/12/28	多元金融	
华川次				0.03		2017/12/28	多元金融	

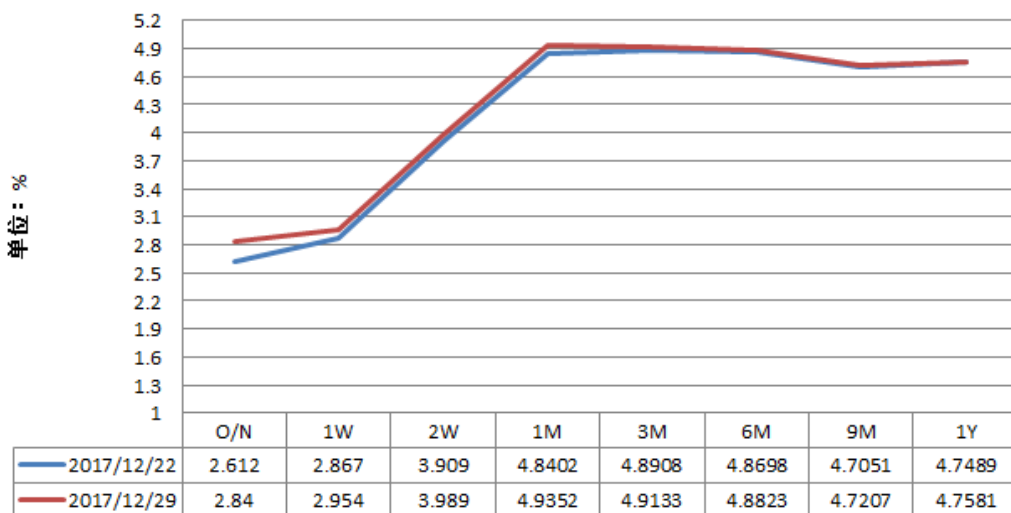
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

三、二级市场

货币市场

股份制银行、部分城商行以及非银机构依靠同业主动负债扩表，在严监管下压力较大，叠加年末的 LCR 等流动性考核、囤钱放贷因素，对跨年资金需求较大；与此同时，财政存款投放略存在时滞。上述因素叠加导致本来比较脆弱的资金面更为紧张。全周来看，各期限 Shibor 平均上行近 7 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

展望后期，在财政存款进一步投放以及度过年末修饰报表、应对考核窗口之后，资金面压力有望下降，同业存单利率也有望获得一定程度的下行。

现券市场

跨年资金紧张叠加监管忧虑，债市延续弱势，虽 11 月份工业企业利润数据低于前值利好债市，但未改市场谨慎情绪，现券成交清淡，全周收益率呈上行之势，其中利率债收益率平均上行 2 个基点，信用债收益率平均上行超过 2 个基点。由于资金面极度紧张，短期收益率上升较快，收益率趋于平坦化。

展望后市，目前市场情绪较为稳定，年末资金面的平稳将略超预期，这将有助于债市积蓄上涨的动能，但从中长期来看，债市仍受制于市场预期通胀回升等基本面因素，仍有不确定性。

表 7: 12 月 29 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	3.79%	-1	1Y	4.70%	2
3Y	3.78%	-2	3Y 非国开	4.73%	3
5Y	3.84%	1	3Y 国开	4.68%	4

国债			金融债		
7Y	3.90%	0	5Y 非国开	4.79%	3
10Y	3.88%	0	5Y 国开	4.79%	3
			7Y 非国开	4.85%	3
			7Y 国开	4.81%	3
			10Y 非国开	5.02%	4
			10Y 国开	4.98%	2

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 12 月 29 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+	-	5.13%	-	5.19%	-	5.25%	-	5.28%
	AAA	5.24%	5.24%	5.29%	5.29%	5.36%	5.36%	5.42%	5.42%
	AA+	5.49%	5.49%	5.54%	5.54%	5.61%	5.61%	5.67%	5.67%
	AA	5.69%	5.69%	5.74%	5.74%	5.81%	5.81%	5.87%	5.87%
	AA-	6.54%	6.54%	6.79%	6.79%	6.86%	6.86%	6.93%	6.93%
与前周收益变动	AAA+	-	4	-	1	-	-1	-	2
	AAA	5	5	1	1	0	0	5	5
	AA+	5	5	1	1	0	0	5	5
	AA	5	5	1	1	0	0	5	5
	AA-	5	5	1	1	0	0	5	5

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 12 月 29 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+	5.11%	5.05%	5.12%	5.12%	5.19%	5.28%
	AAA	5.11%	5.05%	5.12%	5.12%	5.19%	5.28%
	AA+	5.54%	5.48%	5.49%	5.50%	5.54%	5.67%
	AA	5.79%	5.73%	5.72%	5.70%	5.74%	5.87%
	AA-	6.45%	6.43%	6.44%	6.42%	6.79%	6.93%
与前周收益变动	AAA+	11	5	12	7	1	2
	AAA	13	8	12	11	1	5
	AA+	13	8	12	11	1	5
	AA	13	8	12	11	1	5
	AA-	13	8	12	11	1	5

资料来源: 上清所,东方花旗债券资本市场部

四、监管动态

1、银监会发布《关于规范银信类业务的通知》

12月22日，银监会发布《关于规范银信类业务的通知》（以下简称“55号文”或《通知》）（银监发〔2017〕55号），并答记者问。

55号文首次明确将银行表内外资金和收益权同时纳入银信类业务的定义，且将财产权信托全部纳入其中，并明确规定银信通道业务的定义，银信类业务范围扩大。尤其是表外也纳入监管，是对《资管新规》去多层嵌套、去通道的落实与呼应。未来，利用财产权信托实现出表再回购的操作难持续。

55号文要求将穿透原则落实在监管要求中，银行不得利用信托通道规避监管要求或实现资产虚假出表。目前信托收益权投资多视为同业资产，信用风险权重为20%；《通知》之下，未来穿透监管，根据底层资产相应占用资本，避免监管套利。

银行考核压力加大。我们统计主要大中型银行及60家城农商行样本来看，表内资管计划+资金信托计划规模合计10万亿；基于信托业数据来看，银信合作规模高达5万亿，且在14年至今快速发展。监管的从严，一方面，意味着现有穿透监管下，商业银行需要计提更多的风险资本、拨备，消耗其核心一级资本充足率、影响其当期利润；另一方面，结合资管新规、IFRS9等未来的执行，银行资本充足率进一步消耗，而新的监管框架，从MPA可以看出，主要通过资本充足率来严格并有效监管商业银行的行为，从而若资本充足率有限则银行MPA考核压力加大，进一步制约广义信贷的增速。

对信托公司实施名单制管理。考虑实际当中，银行基本也执行白名单，实质影响相对较小。（5）强调禁止银信业务投向地产、平台、股市、产能过剩行业。

整体来看，未来信托的通道业务进一步压缩，非标转标、表外转表内。我们预计补短板政策仍将进一步出台，有效规范金融机构行为，延续宏观审慎监。

2、央行决定建立“临时准备金动用安排”

2017年12月29日，人民银行公告：决定建立“临时准备金动用安排”。在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天。

本次的“临时准备金动用安排”有如下特点：（1）范围扩大至全国性银行，即除了传统五大行，股份制银行也在列；（2）“临时准备金动用安排”，即商业银行上缴在央行处的准备金可以动用，意味着不需要抵押品，解决了抵押券偏紧和LCR等指标掣肘资金传导等压力；（3）动用银行自身存在央行处的准备金，应无需支付额外的资金成本（即成本为0），只是这部分准备金取回临时支用后，无法享受1.62%的法定准备金利率（机会成本概念）。

“临时准备金动用安排”操作对象范围扩大至全国性银行，即除了传统五大行，股份制银行也在列。根据我们的观察，春节全国性银行的取现需求占全部取现需求或高达90%。对全国性银行开放的“临时准备金动用安排”，可有效缓解机构春节流动性压力，也可有效对冲春节取现等流动性扰动。换个角度，今年春节从央行公开市场操作的角度，其投放流动性压力也明显减轻，有助于稳定市场对资金面的预期。

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。