

资金面如期回暖 债市仍显谨慎

东方花旗债券市场周报

2018年01月02日-01月05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..... | 12 |
| 四、债市热点..... | 15 |

内容摘要

宏观经济

- ◇ 国内市场：12月财新PMI录得51.5，预期50.6，较上月提高0.7个百分点，显示制造业运行进一步改善，改善幅度为四个月以来最显著，不过补库存和物价上涨的可持续性存疑，经济的切实企稳还需进一步观察。
- ◇ 货币政策：央行四季度例会在北京召开，央行表示，要实施好稳健中性的货币政策，切实管住货币供给总闸门，综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷及社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提升金融运行效率和服务实体经济能力，有效控制宏观杠杆率。总体来看，央行的“强监管+中性货币政策”思路没变。

一级市场

- ◇ 概况：受节假日因素影响，上周一级市场新债发行规模继续回落，周内新发行债49只，发行总规模1,100.37亿（低于过去的52周平均发行规模的65.98%），周环比下降29.08%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模有所回升，周内有13只新债发行，发行总规模772亿元，周环比上升514.67%。需求方面，资金面紧张之势有所缓解，需求尚可，尤其短端产品需求较为旺盛。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，平均认购倍数为3.12。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模继续回落，周内有36只新发债，发行规模328.37亿，周环比回落76.57%。需求方面，资管新规等政策带来的不确定性始终是影响市场情绪的一片阴霾，同时银监会流动性新规可能加大一般存款和长期同业负债的争夺，非标回表压力，制约银行配债需求。

二级市场

- ◇ 货币市场：年后资金面紧张得以缓解，制约年底资金的LCR、MPA考核、财政存款投放等因素阶段性消退，外加年初定向降准生效等利好，市场情绪有望转好，资金利率全面下行，全周来看，各期限Shibor平均下行22个基点。
- ◇ 现券市场：尽管资金面转松，但12月财新制造业PMI创四个月新高、国开债重启发行，叠加债市交易新规冲击债市情绪，市场整体表现较为谨慎，长端收益率以上行为主，全周来看，利率债收益率平均下行3个基点，信用债收益率平均下行1个基点。

债市热点

- ◇ 一行三会发布《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》

一、宏观经济

国内市场

1月2日公布的12月财新中国制造业采购经理人指数（PMI），录得51.5，预期50.6，前值50.8，较上月提高0.7个百分点，显示制造业运行进一步改善，改善幅度为四个月以来最显著。这一走势与统计局制造业PMI相反。国家统计局公布的12月制造业PMI为51.6，回落0.2个百分点。

财新制造业PMI的反弹并不指向经济全面向好。首先，近日螺纹钢的现货价格已经跌回12月上旬大幅上涨之前的位置。螺纹钢现货价格的回调，反映了作为传统需求淡季的12月，在钢铁供给大为收缩的情况之下，需求端算不上强劲，并不能撑起螺纹钢价格继续上涨。从黑色系商品的近期表现来看，市场仍然是在博弈取暖季限产之下供需收缩的逻辑，而不是内需强劲的逻辑。其次，2017年11月工业利润和营收增速明显放缓，以及11月的财政收入增速也转负，均指向名义GDP增速出现了大幅放缓。最后，12月官方制造业PMI指数相对11月有所回落，而不是上升，反映制造业整体的生产经营活动在12月有所放缓，而不是加速。作为对企业的主观调查指数，官方PMI样本数量更大，覆盖的行业和地区也更为广泛，对经济全景的反映也就更为全面。

总体来看，12月财新制造业PMI较11月跃升1个百分点，显示年末制造业扩张有所加快，不过补库存和物价上涨的可持续性存疑，经济的切实企稳还需进一步观察。

货币政策

央行四季度例会在北京召开，央行表示，要实施好稳健中性的货币政策，切实管住货币供给总闸门，综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷及社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提升金融运行效率和服务实体经济能力，有效控制宏观杠杆率。总体来看，央行的“强监管+中性货币政策”思路没变。

表 1: 上周基础货币变化情况

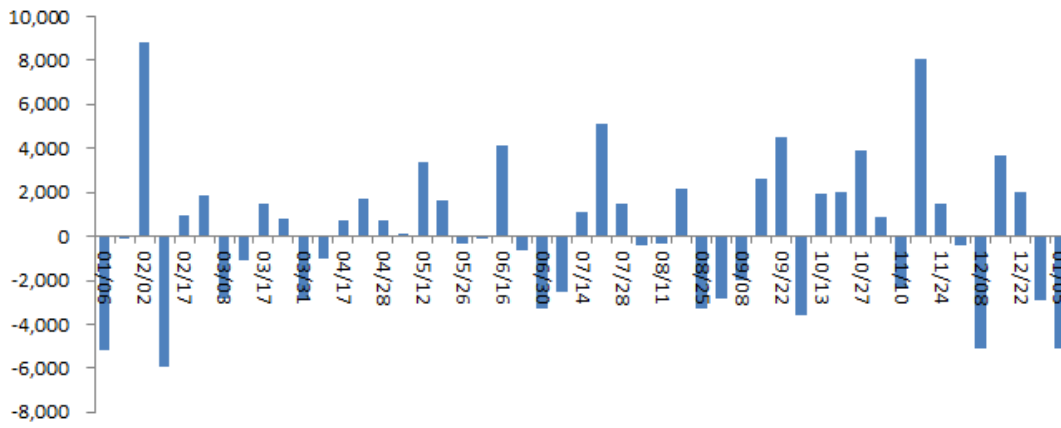
| 项目 | 流入资金（亿） | 流出资金（亿） |
|------|---------|---------|
| 公开市场 | - | 5100 |
| 合计 | | -5100 |

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

公开市场方面，央行无公开市场操作；另有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天逆回购到期；单周实现资金净回笼5100亿元。

预计本周，央行在公开市场有2600亿元28天期逆回购到期和1500亿元63天逆回购到期，预计单周实现资金自然净回笼4100亿元。

图 1: 公开市场净投放/回笼 (单位: 亿元)



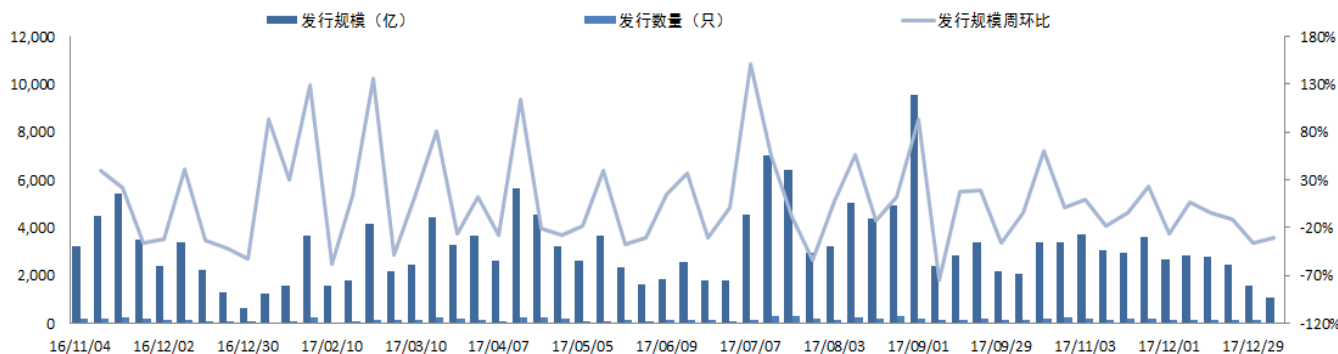
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

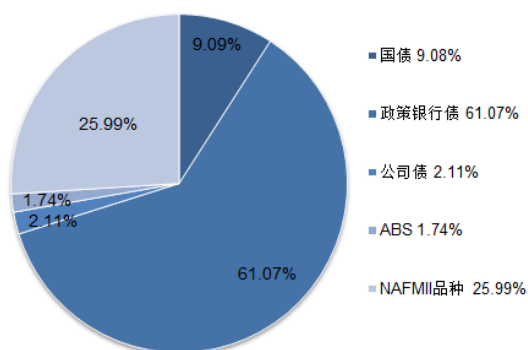
受节假日因素影响，上周一级市场新债发行规模继续回落，周内新发行债 49 只，发行总规模 1,100.37 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 65.98%），周环比下降 29.08%。

图 2: 债券市场单周发行规模



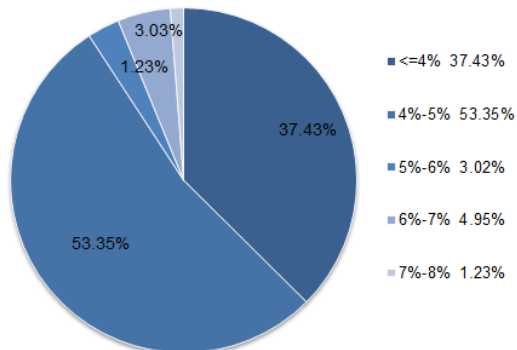
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3: 上周一级市场发行债券按类型划分



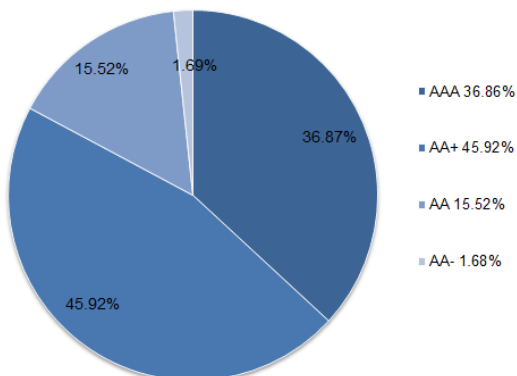
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4: 上周一级市场发行债券按发行利率划分



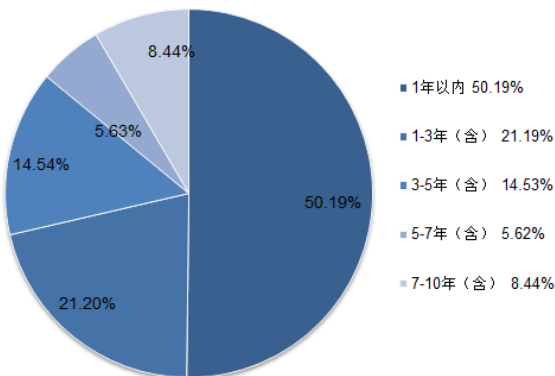
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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，周内有 13 只新债发行，发行总规模 772 亿元，周环比上升 514.67%。需求方面，资金面紧张之势有所缓解，需求尚可，尤其短端产品需求较为旺盛。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，平均认购倍数为 3.12。

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 | | | | | |
| 18 贴现国债 01 | 3.2966% | 100 | 91D | 2018/1/5 | - |
| 政策性金融债 | | | | | |
| 17 国开 08 (增 18) | 4.9426% | 60 | 7 | 2018/1/2 | 2.50 |
| 17 国开 11 (增 8) | 4.2887% | 60 | 365D | 2018/1/2 | 4.16 |
| 15 农发 06 (增 5) | 3.4816% | 70 | 3 | 2018/1/3 | - |
| 17 农发 11 (增 14) | 4.7090% | 32 | 3 | 2018/1/3 | - |
| 17 农发 12 (增 14) | 4.8239% | 30 | 5 | 2018/1/3 | - |
| 17 国开 09 (增 13) | 4.6312% | 60 | 3 | 2018/1/4 | 3.27 |
| 17 国开 12 (增 7) | 4.8177% | 70 | 5 | 2018/1/4 | 1.97 |
| 17 国开 15 (增 13) | 4.9052% | 90 | 10 | 2018/1/4 | 2.33 |
| 18 国开 01 | 3.4141% | 100 | 91D | 2018/1/4 | 4.75 |
| 17 进出 09 (增 22) | 4.8566% | 30 | 5 | 2018/1/5 | 2.79 |
| 17 进出 10 (增 18) | 4.6898% | 30 | 3 | 2018/1/5 | 2.66 |
| 18 进出 01 | 4.2000% | 40 | 365D | 2018/1/5 | 3.72 |

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继续回落，周内有 36 只新发债，发行规模 328.37 亿，周环比回落 76.57%。截至目前，2018 年累计发行信用债 328.37 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 | 328.37 | 328.37 |
| 公司债 | 23.22 | 23.22 |

| 债券品种 | 上周发行规模（亿） | 截至上周全年发行规模（亿） |
|-----------|-----------|---------------|
| ABS | 19.15 | 19.15 |
| NAFMII 品种 | 286.00 | 286.00 |

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

需求方面，资管新规等政策带来的不确定性始终是影响市场情绪的一片阴霾，同时银监会流动性新规可能加大一般存款和长期限同业负债的争夺，非标回表压力，制约银行配债需求。

表 4: 上周 NAFMII 估值情况

| 评级 | 1y | 3y | 5y | 7y | 10y | 15y | 20y | 30y |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 重点 AAA | 4.89% | 5.06% | 5.16% | 5.24% | 5.43% | 5.79% | 5.95% | 6.23% |
| AAA | 4.98% | 5.18% | 5.31% | 5.51% | 5.69% | 6.07% | 6.34% | 6.65% |
| AA+ | 5.21% | 5.41% | 5.59% | 6.01% | 6.22% | 6.73% | 7.03% | 7.32% |
| AA | 5.45% | 5.71% | 5.88% | 6.43% | 6.75% | 7.33% | 7.73% | 8.08% |
| AA- | 6.16% | 6.67% | 6.94% | 7.76% | 8.08% | 8.59% | 9.19% | 9.28% |

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 | - | - | 5.26 | - | - | - | - | - | - | - |
| AA+ | 5.67 | - | 5.68-6.99 | - | - | - | - | 6.2 | - | - |
| AA | - | - | - | - | - | - | - | 5.8 | - | - |
| AA- | - | - | - | - | - | - | - | 6.4 | - | - |

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 |
|------------------|-------|------|------|--------|---------|----------|------|------|
| 公司债 | | | | | | | | |
| 18 英唐 01 | 7.00% | AAA | AA- | 2.22 | 2+2 | 2018/1/2 | 技术硬件 | 担保 |
| 私募债 | | | | | | | | |
| 18 蓝天债 | 7.80% | AA | AA | 8 | 2+1+1+1 | 2018/1/3 | 资本货物 | |
| 18 桂交投 | | | AA | 10 | 3 | 2018/1/3 | 运输 | |
| 18 金港债 | 6.00% | | AA+ | 3 | 3 | 2018/1/4 | 资本货物 | |
| 证监会主管 ABS | | | | | | | | |
| 一方碧 26 | | AAA | | 8.86 | 365D | 2018/1/4 | 多元金融 | |
| 一方碧 27 | | AAA | | 10.29 | 365D | 2018/1/4 | 多元金融 | |

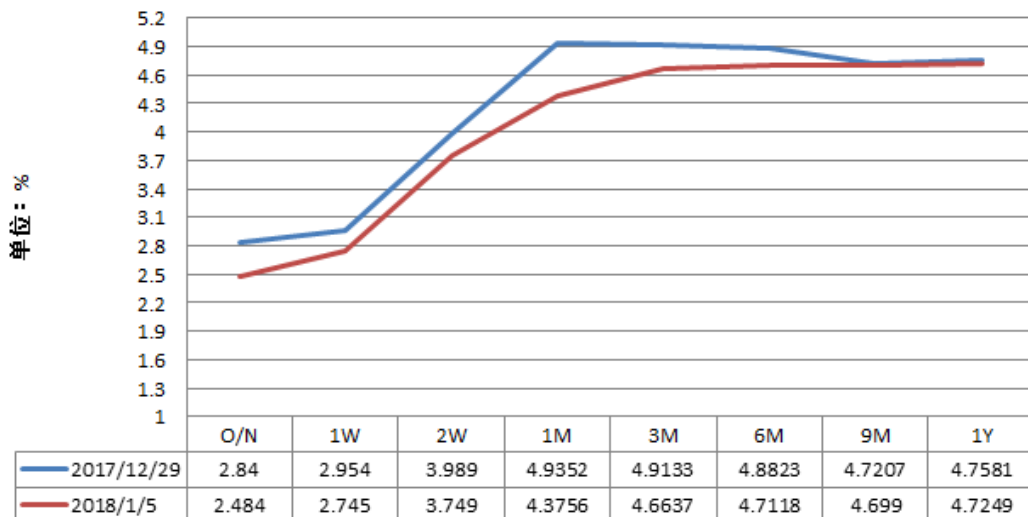
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

三、二级市场

货币市场

年后资金面紧张得以缓解，制约年底资金的 LCR、MPA 考核、财政存款投放等因素阶段性消退，外加年初定向降准生效等利好，市场情绪有望转好，资金利率全面下行，全周来看，各期限 Shibor 平均下行 22 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

尽管资金面转松，但 12 月财新制造业 PMI 创四个月新高、国开债重启发行，叠加债市交易新规冲击债市情绪，市场整体表现较为谨慎，长端收益率以上行为主，全周来看，利率债收益率平均下行了 3 个基点，信用债收益率平均下行 1 个基点。

展望后市，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: 1 月 5 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 | 3.54% | -25 | 1Y | 4.25% | -45 |
| 3Y | 3.72% | -6 | 3Y 非国开 | 4.30% | 1 |
| 5Y | 3.85% | 0 | 3Y 国开 | 4.21% | -5 |
| 7Y | 3.91% | 1 | 5Y 非国开 | 4.81% | 4 |
| 10Y | 3.92% | 4 | 5Y 国开 | 4.74% | 6 |
| | | | 7Y 非国开 | 4.90% | 2 |
| | | | 7Y 国开 | 4.87% | 2 |

| 国债 | | | 金融债 | | |
|----|--|--|---------|-------|----|
| | | | 10Y 非国开 | 5.04% | 5 |
| | | | 10Y 国开 | 5.00% | 10 |

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 1 月 5 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+ | - | 5.07% | - | 5.13% | - | 5.27% | - | 5.29% |
| | AAA | 5.17% | 5.17% | 5.24% | 5.24% | 5.39% | 5.39% | 5.41% | 5.41% |
| | AA+ | 5.44% | 5.44% | 5.52% | 5.52% | 5.67% | 5.67% | 5.69% | 5.69% |
| | AA | 5.64% | 5.64% | 5.73% | 5.73% | 5.88% | 5.88% | 5.90% | 5.90% |
| | AA- | 6.47% | 6.47% | 6.74% | 6.74% | 6.89% | 6.89% | 6.92% | 6.92% |
| 与前周收益变动 | AAA+ | - | -6 | - | -6 | - | 2 | - | 1 |
| | AAA | -7 | -7 | -5 | -5 | 3 | 3 | -1 | -1 |
| | AA+ | -5 | -5 | -2 | -2 | 6 | 6 | 2 | 2 |
| | AA | -5 | -5 | -1 | -1 | 7 | 7 | 3 | 3 |
| | AA- | -7 | -7 | -5 | -5 | 3 | 3 | -1 | -1 |

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 1 月 5 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+ | 4.40% | 4.57% | 4.79% | 4.92% | 5.13% | 5.29% |
| | AAA | 4.40% | 4.57% | 4.79% | 4.92% | 5.13% | 5.29% |
| | AA+ | 4.77% | 4.96% | 5.14% | 5.27% | 5.52% | 5.69% |
| | AA | 4.97% | 5.16% | 5.34% | 5.47% | 5.73% | 5.90% |
| | AA- | 5.69% | 5.92% | 6.12% | 6.25% | 6.74% | 6.92% |
| 与前周收益变动 | AAA+ | -72 | -48 | -32 | -20 | -6 | 1 |
| | AAA | -69 | -44 | -32 | -21 | -5 | -1 |
| | AA+ | -77 | -52 | -35 | -22 | -2 | 2 |
| | AA | -82 | -57 | -38 | -22 | -1 | 3 |
| | AA- | -76 | -51 | -32 | -16 | -5 | -1 |

资料来源: 上清所,东方花旗债券资本市场部

四、债市热点

一行三会发布《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》

财联社 1 月 4 日讯，据经济观察网证实，一行三会发布《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（以下简称“302 号文”）规范债券市场参与者债券交易业务。此项通知旨在整顿债市代持、高杠杆等乱象，严禁线下交易，控制杠杆率，要求全程留痕控风险。

302 号文有以下几点值得关注：（1）增加了新的监管指标，对逆回购及正回购总额除以净资产的比率进行了限制，将逆回购也纳入了监管口径，设定了上限，超过该上限需要向金融监管部门报告：存款机构正逆回购占超过上季度净资产 80%的；保险超过上季末 20%；其他机构超过上月末 120%。公募和理财超过上一日 40%，封闭运作基金和避险策略基金超过上一日 100%。私募性质非法人产品超过上一日 100%的。（2）对内控、系统、合规制度方面提出要求，做到全程留痕。人员、制度、资产的三个隔离。明确中后台责任，点名货币经纪公司需按规范开展经济业务。要求参与者向同业拆借中心、证交所、深交所和市场中介机构报送财务数据，中介机构加强监测和披露。从制度上对禁止代持规避监管提供前提。（3）要求债券回购交易、债券远期交易都要签订主协议。参与者开展债券回购交易，应按照会计准则要求将交易纳入机构资产负债表内及非法人产品表内核算，计入机构资产负债表内及非法人产品表内核算，计入“买入返售”或“卖出回购”科目。此条目的在于将隐藏在暗处的抽屉协议阳光化，必须有主体协议，并且纳入监管，计算相应监管资本、风险准备等风控指标，统一纳入规模、杠杆、集中度等指标控制。代持全部归入买断式回购，纳入监管范围内，这将大幅提高代持的成本。（4）当日实施，规定了一年的调整期，不合规的不允许再续作，未完成整改的不得开展各类债券交易业务。

总体来说，我们认为，相比其他机构，302 号文主要对券商自营和银行理财冲击较大，对银行自营、保险影响较小。

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。