

# 监管是主变量 债市仍显谨慎

东方花旗债券市场周报

2018年01月08日-01月12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、债市热点.....	16

## 内容摘要

---

## 宏观经济

- ◇ 国内市场：受伊朗和利比亚局势影响，原油价格上涨幅度较大，叠加受天气影响，12月果菜价格上行明显，12月CPI同比1.8%，预期1.9%，前值1.7%，市场对2018年食品通胀上行的预期有所升温。
- ◇ 货币政策：资金面宽松并不意味着货币政策态度放松，临时准备金动用期限较短，在一季度经济有韧性，通胀上行背景下央行货币投放可能仍然有限，并且在海外美联储加息背景下，央行一季度上调逆回购利率的可能性仍然较大，货币政策可能仍将回归到紧平衡。

## 一级市场

- ◇ 概况：上周一级市场新债发行规模开始回升，周内新发行债91只，发行总规模1,892.30亿（低于过去的52周平均发行规模的41.67%），周环比上升71.97%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模继续回升，周内有16只新债发行，发行总规模1241亿元，周环比上升60.75%。需求方面，资金继续回暖，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近5个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模开始回升，周内有75只新发债，发行规模328.37亿，周环比上升98.34%。需求方面，同业存单发行将进一步收紧，此外银行表外理财向净值型产品转型过程中仍存在较大流动性压力，这意味着银行对债券的配置需求仍然难有起色，债市主要需求主体均缺乏新资金进场，需求缺位的现象短期内仍将延续。

## 二级市场

- ◇ 货币市场：随着年关跨年资金需求逐渐释放和满足，节后一周内流动性水平出现明显转松现象。不过央行截至上周二连续12日暂停公开市场操作的累积效应逐步显现，叠加税期将近，上周流动性逐渐有收敛趋势。全周来看，短期限Shibor利率上升17个基点，1M以上Shibor利率下降5个基点。
- ◇ 现券市场：年后资金面整体转松，不过上周逐步有边际收敛趋势，韧性较强的经济基本面和持续出台的监管政策对长端形成压制，整体收益率上行。全周来看，利率债收益率平均上行5个基点，信用债收益率平均上行1个基点。

## 债市热点

- ◇ 中债登、上清所公告了12月债券托管数据

# 一、宏观经济

---

## 国内市场

受伊朗和利比亚局势影响，原油价格上涨幅度较大，叠加受天气影响，12月果菜价格上行明显，12月CPI同比1.8%，预期1.9%，前值1.7%，市场对2018年食品通胀上行的预期有所升温。

从分项上来看，天气因素促食品反弹，但非食品仍平稳，而全国寒潮天气导致的蔬菜价格上涨短期内有一定的影响，但不会持续推升通胀。初步判断2018年整体通胀可控。

12月出口同比10.9%，预期10.8%，前值12.3%；12月进口同比4.5%，预期15.1%，前值17.7%。进口同比出现较大程度的回落。短期来看出口或仍将在一定时间内保持稳定，但过去一段时间，中国在海外贸易中的份额是提升的，去年的高增长是景气度恢复叠加份额回升的结果，未来将面临基数提升叠加外部压力加大的不利因素（如特朗普贸易政策），因此我们维持进出口高点已经出现，未来将逐渐趋于回落的判断，但出口回落速度可能较慢。

## 货币政策

资金面宽松并不意味着货币政策态度放松，临时准备金动用期限较短，在一季度经济有韧性，通胀上行背景下央行货币投放可能仍然有限，并且在海外美联储加息背景下，央行一季度上调逆回购利率的可能性仍然较大，货币政策可能仍将回归到紧平衡。

表 1: 上周基础货币变化情况

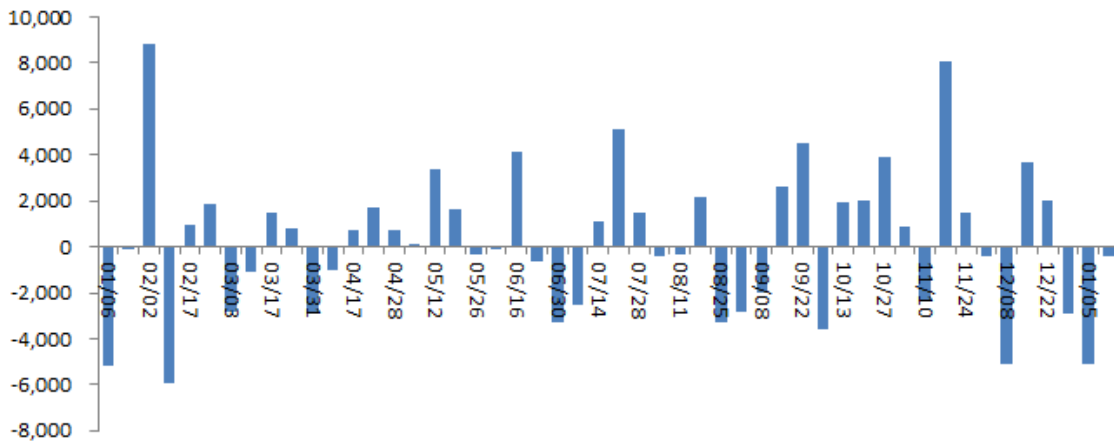
项目	流入资金 (亿)	流出资金 (亿)
公开市场	4500	4100
合计		-400

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

公开市场方面，央行在公开市场有2300亿元7天期逆回购和2200亿元14天期逆回购；另有2600亿元28天期逆回购到期，1500亿元63天逆回购到期；单周实现资金净投放400亿元。

预计本周，央行在公开市场有2300亿元7天期逆回购到期、1100亿元28天期逆回购到期和1300亿元63天逆回购到期，预计单周实现资金自然净回笼4700亿元。

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

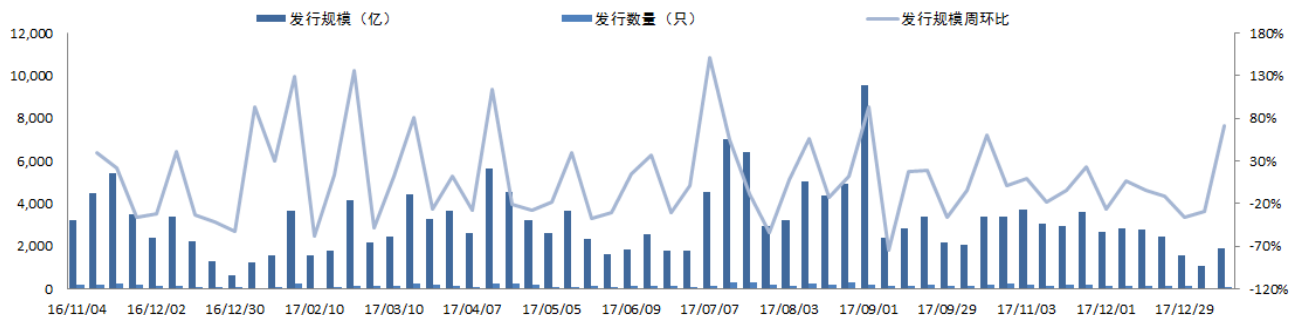
---



## 概况

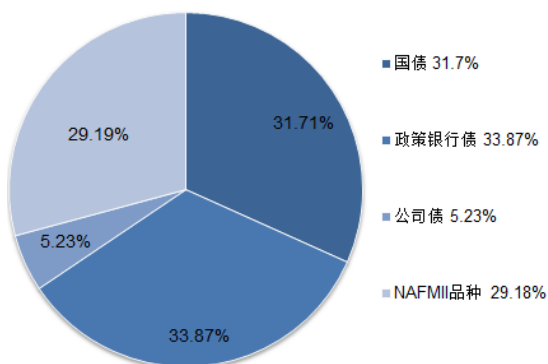
上周一级市场新债发行规模开始回升，周内新发行债 91 只，发行总规模 1,892.30 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 41.67%），周环比上升 71.97%。

图 2: 债券市场单周发行规模



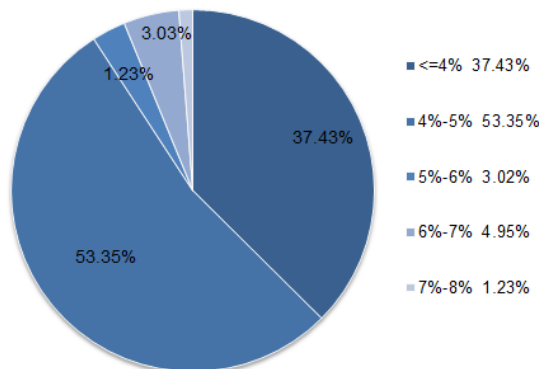
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3: 上周一级市场发行债券按类型划分



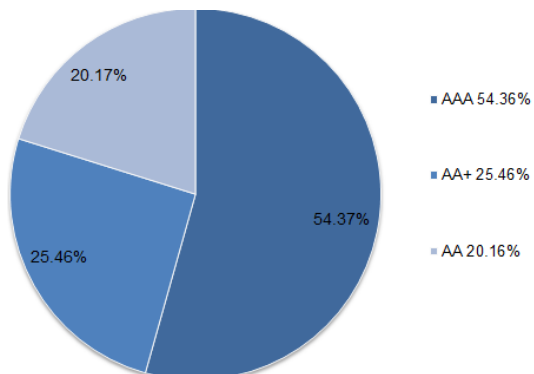
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4: 上周一级市场发行债券按发行利率划分



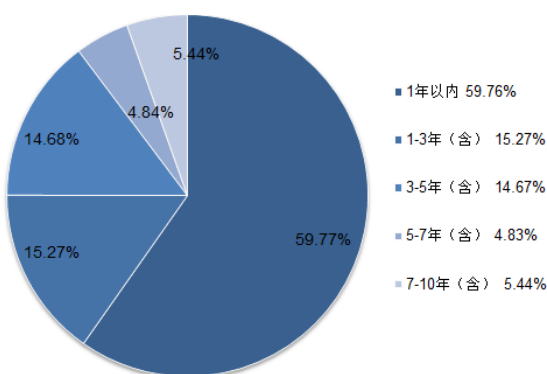
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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继续回升，周内有 16 只新债发行，发行总规模 1241 亿元，周环比上升 60.75%。需求方面，资金继续回暖，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近 5 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)
<b>国债</b>					
17 付息国债 24(续 2)	3.4972%	200	365D	2018/1/10	-
17 付息国债 25(续 2)	3.8499%	200	10	2018/1/10	-
18 贴现国债 02	-	100	91D	2018/1/12	-
18 贴现国债 03	-	100	182D	2018/1/12	-
<b>政策性金融债</b>					
17 农发 11(增 15)	4.6835%	50	3	2018/1/8	-
17 农发 12(增 15)	4.8349%	50	5	2018/1/8	-
17 国开 09(增 14)	4.6269%	78	3	2018/1/9	-
17 国开 11(增 9)	3.9975%	93	365D	2018/1/9	-
17 农发 13(增 4)	4.2082%	60	365D	2018/1/10	-
17 农发 15(增 11)	5.0478%	30	10	2018/1/10	-
18 农发 01	4.9800%	30	7	2018/1/10	-
14 进出 03(增 3)	4.5011%	50	5	2018/1/11	-
17 国开 08(增 19)	5.0025%	50	7	2018/1/11	-
17 国开 12(增 8)	4.9066%	80	5	2018/1/11	-
17 进出 09(增 23)	4.8902%	30	5	2018/1/11	-
17 进出 10(增 19)	4.8390%	40	3	2018/1/11	-

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 75 只新发债，发行规模 328.37 亿，周环比上升 98.34%。截至目前，2018 年累计发行信用债 979.67 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)
------	------------	----------------

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	651.30	979.67
公司债	99.00	122.22
ABS	0.00	19.15
NAFMII 品种	552.30	838.30

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

需求方面，同业存单发行将进一步收紧，此外银行表外理财向净值型产品转型过程中仍存在较大流动性压力，这意味着银行对债券的配置需求仍然难有起色，债市主要需求主体均缺乏新资金进场，需求缺位的现象短期内仍将延续。

表 4: 上周 NAFMII 估值情况

评级	1y	3y	5y	7y	10y	15y	20y	30y
重点 AAA	4.86%	5.08%	5.19%	5.25%	5.44%	5.81%	5.97%	6.25%
AAA	4.95%	5.20%	5.34%	5.52%	5.70%	6.09%	6.36%	6.67%
AA+	5.19%	5.44%	5.62%	6.01%	6.24%	6.74%	7.05%	7.35%
AA	5.41%	5.74%	5.91%	6.45%	6.77%	7.36%	7.76%	8.11%
AA-	6.15%	6.68%	6.95%	7.77%	8.09%	8.60%	9.21%	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	4.35	-	5.18-5.38	-	5.2	5.8	-	-	-	-
AA+	-	-	5.95-7.5	-	5.35	-	5.96	7.3	5.9	-
AA	6	-	6.09-6.8	-	6.3	-	-	-	7.5	-
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>公司债</b>								
18 复星 01	6.48%	AAA	AAA	15	3+2	2018/1/10	资本货物	
18 力控 01	-	AA	AA	1	2+1	2018/1/12	汽车	
<b>私募债</b>								
18 惠金债	6.80%			10	2+1	2018/1/8	资本货物	担保
18 铁投债			AA	15	3+2	2018/1/9	资本货物	
18 寿光 01	7.50%		AA	3	3+2	2018/1/10	资本货物	
18 漳九 01	6.49%		AA+	5	3+2	2018/1/11	资本货物	
18 机电 01		AA+	AA+	15	1+1+1	2018/1/12	资本货物	
18 鲁胜 01		AA+	AA+	2	2+2+1	2018/1/12	材料 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
18 开滦 01			AA+	3	2+1	2018/1/12	能源 II	

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

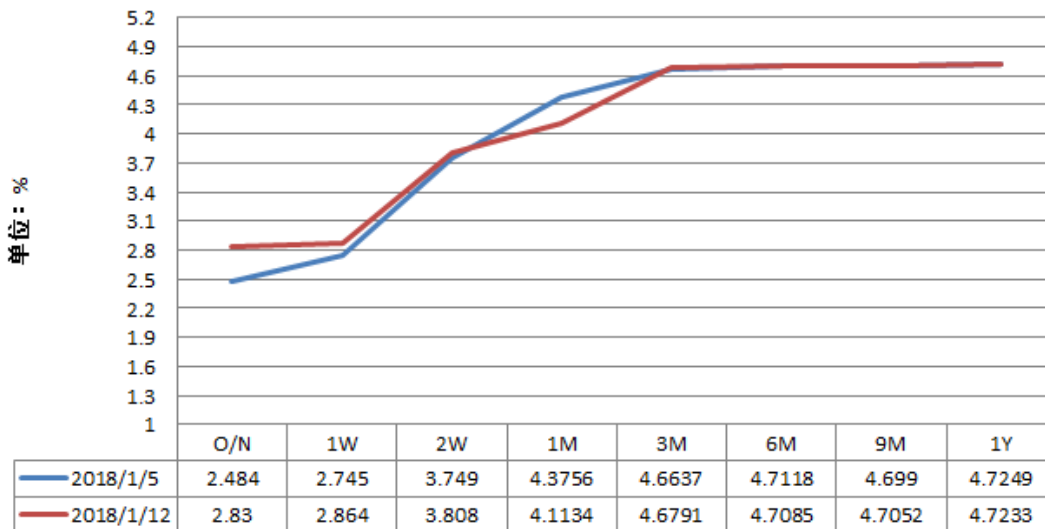
## 三、二级市场

---

## 货币市场

随着年关跨年资金需求逐渐释放和满足，节后一周内流动性水平出现明显转松现象。不过央行截至上周二连续12日暂停公开市场操作的累积效应逐步显现，叠加税期将近，上周流动性逐渐有收敛趋势。全周来看，短期限Shibor 利率上升 17 个基点，1M 以上 Shibor 利率下降 5 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

年后资金面整体转松，不过上周逐步有边际收敛趋势，韧性较强的经济基本面和持续出台的监管政策对长端形成压制，整体收益率上行。全周来看，利率债收益率平均上行 5 个基点，信用债收益率平均上行 1 个基点。

展望后市，资管新规细则尚未落地，目前债市最大风险并没有过去。尽管年初资金面有所宽松，但在货币政策稳健中性态度不变，而资管新规落地后非标以及理财监管将给银行带来巨大流动性压力的情况下，银行负债荒的局面难以扭转。这一方面意味着银行配置需求短期内仍然难有发挥，另一方面依赖银行资金的资管机构负债端也难以稳定。从我们路演的机构反馈来看，市场对一季度债市仍然较为悲观短期内需求疲弱的情况可能仍将延续。

表 7: 1 月 12 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	3.58%	4	1Y	4.41%	16
3Y	3.66%	-5	3Y 非国开	4.45%	6
5Y	3.86%	1	3Y 国开	4.37%	9
7Y	3.89%	-2	5Y 非国开	4.87%	8

国债			金融债		
10Y	3.93%	1	5Y 国开	4.83%	10
			7Y 非国开	4.98%	3
			7Y 国开	4.97%	6
			10Y 非国开	5.07%	6
			10Y 国开	5.06%	8

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 1 月 12 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+	-	5.05%	-	5.18%	-	5.24%	-	5.34%
	AAA	5.17%	5.17%	5.31%	5.31%	5.37%	5.37%	5.44%	5.44%
	AA+	5.42%	5.43%	5.56%	5.57%	5.62%	5.63%	5.71%	5.71%
	AA	5.65%	5.65%	5.79%	5.79%	5.85%	5.85%	5.93%	5.93%
	AA-	6.48%	6.48%	6.80%	6.80%	6.86%	6.86%	6.95%	6.95%
与前周收益变动	AAA+	-	-2	-	5	-	-4	-	5
	AAA	0	0	7	7	-2	-2	3	3
	AA+	-2	-1	4	5	-5	-4	2	2
	AA	1	1	6	6	-3	-3	3	3
	AA-	1	1	6	6	-3	-3	3	3

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 1 月 12 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+	4.47%	4.57%	4.71%	4.89%	5.18%	5.34%
	AAA	4.47%	4.57%	4.71%	4.89%	5.18%	5.34%
	AA+	4.85%	4.94%	5.09%	5.28%	5.57%	5.71%
	AA	5.07%	5.16%	5.31%	5.50%	5.79%	5.93%
	AA-	5.84%	5.97%	6.14%	6.33%	6.80%	6.95%
与前周收益变动	AAA+	7	0	-8	-3	5	5
	AAA	10	-1	-4	1	7	3
	AA+	9	-2	-5	0	5	2
	AA	11	0	-3	2	6	3
	AA-	16	5	2	7	6	3

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

## 四、债市热点

---



## 中债登、上清所公告了 12 月债券托管数据

中债登、上清所公告 12 月债券托管数据。中债登 12 月净增 5084 亿至 50.96 万亿，上清所净增-744 亿至 16.23 万亿。

12 月各券种分机构投资者净增持的特点来看：（1）受负债端压力较大影响，股份制银行一方面大量发行同业存单，另一方面在资产端大量减持同业存单，从需求和供给两方面推动存单利率在 12 月快速上行。商业银行大幅减持政金债与存单，与年末银行报表调整，流动性考核下减持短端有关，尤其是对于股份制银行而言。（2）12 月农商行合计增持债券 706 亿，为商业银行本月增持债券的主力，且以同业存单为主，单月增持 733 亿同业存单，是本月第二大存单增持机构。小幅增持国债（72 亿）和国开债（102 亿），力度低于此前；对其余品种全线减持。（3）12 月广义基金总计增持 3807 亿债券，占当月债券净增的比重高达 92%，增持品种主要集中在政金债、地方债和存单。具体来看，广义基金 12 月总计增持 1613 亿国开债、485 亿口行债和 444 亿农发债，均超过当月该品种的净增规模。此外，12 月广义基金净增持 798 亿同业存单，是同业存单本月最大增持机构。广义基金 12 月大幅增持流动性高的政金债和同业存单，或与预期年后资金面缓解将带动短端出现收益率下行有关。与此同时，待购回债券余额 12 月也出现了快速上行，其中质押式回购余额增至 5.65 万亿，买断式增至 5500 亿，均为历史高点，显示广义基金对后市相对较为乐观，通过加杠杆来做多。

从持有信用债方面来看，广义基金当月大幅减持信用债，转向增持利率品种和同业存单。券商替代广义基金成为当月信用债净增持量最大的机构，大幅增持了企业债和中票。银行延续上月操作，依旧偏好于短融超短融，减持中长期信用品种中票和企业债，而银行内部主要是全国性大行在增持信用债。保险 12 月对各类信用债的净持有量变化都不大，其中中票虽然只增持了 26 亿，但是今年 6 月以来的首度净增持。

### 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。