

# 缴税缴准扰动资金 债市仍显谨慎

东方花旗债券市场周报

2018年01月15日-01月19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：17 年全年 GDP 增速小幅回升至 6.9%，2017 年经济增速数据看似平稳收官，但内有隐忧。12 月数据方面，虽然生产相对平稳，但房地产、基建以及制造业等数据均有所回落，拖累投资，且汽车消费等拖累 12 月销售。
- ◇ 货币政策：央行官方微博称，预计普惠金融定向降准可于 1 月 25 日全面实施，往年为 2 月进行定向降准考核，2 月末开始实施，而今年央行启动时间有所提前。无论是 1 月 MLF 超额续发千亿规模还是此次定向降准时间有所提前，我们认为主要是在当前银行流动性面临多重挑战之下，防止货币政策与监管双双趋紧引发资金面、债市共振。

## 一级市场

- ◇ 概况：上周一级市场新债发行规模继续回升，周内新发行债 181 只，发行总规模 2,714.35 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 16.68%），周环比上升 43.44%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模开始回落，周内有 14 只新债发行，发行总规模 930 亿元，周环比下降 25.06%。需求方面，受隐含收益率因素影响，国债和政策性金融债需求出现分化，国债需求显著好于政策性金融债需求。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继续回升，周内有 167 只新发债，发行规模 1784.35 亿，周环比上升 443.40%。需求方面，近一段时间内去杠杆对债市有扰动，此轮监管冲击还有待消化，在监管过渡期、理财续发方式未明朗前，债市配置情绪都将偏谨慎。值得一提的是，近期地方政府 GDP 和财政数据挤水分事件持续发酵，对城投债有所冲击。

## 二级市场

- ◇ 货币市场：受缴税缴准因素影响，上半周资金较为紧张，随着缴税缴准的结束，叠加央行超额公开市场投放和 MLF 的投放，机构谨慎情绪减弱，融出意愿增强。从机构对流动性需求来看，机构对于跨春节资金需求明显增强。全周来看，各期限 Shibor 利率平均上升近 2 个基点。
- ◇ 现券市场：缴税缴准因素再次扰动资金面，严监管仍是市场主基调，叠加上周公布的宏观数据略超市场预期，市场仍显较为谨慎。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近 2 个基点。

## 债市热点

- ◇ 云南资本信托延期兑付
- ◇ 部分地方政府 GDP 和财政数据挤水分

# 一、宏观经济

---

## 国内市场

17 年全年 GDP 增速小幅回升至 6.9%。17 年经济略超预期后面的动力或来自棚改货币化、广义财政、进出口等因素的超预期。2017 年经济增速数据看似平稳收官，但内有隐忧。12 月数据方面，虽然生产相对平稳，但房地产、基建以及制造业等数据均有所回落，拖累投资，且汽车消费等拖累 12 月销售。

## 货币政策

央行官方微博称，预计普惠金融定向降准可于 1 月 25 日全面实施，往年为 2 月进行定向降准考核，2 月末开始实施，而今年央行启动时间有所提前。无论是 1 月 MLF 超额续发千亿规模还是此次定向降准时间有所提前，我们认为主要是在当前银行流动性面临多重挑战之下，防止货币政策与监管双双趋紧引发资金面、债市共振。

表 1:上周基础货币变化情况

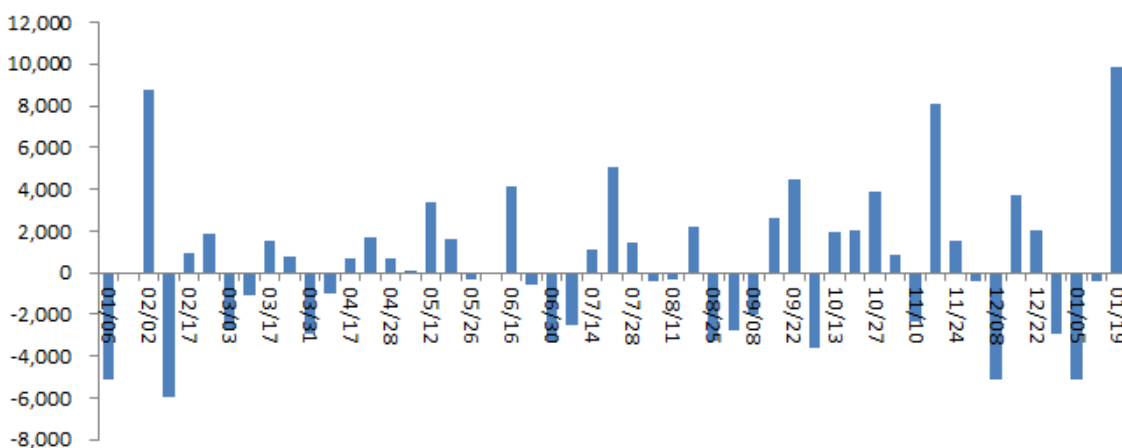
项目	流入资金 (亿)	流出资金 (亿)
公开市场	10600	4700
MLF	3980	-
合计		9880

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 5500 亿元 7 天期逆回购、4700 亿元 14 天期逆回购、400 亿元 63 天期逆回购；另有 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；3980 亿元 365 天 MLF 投放操作，单周实现资金净投放 9880 亿元。

预计本周，央行在公开市场有 5500 亿元 7 天期逆回购到期、2200 亿元 14 天期逆回购到期和 500 亿元 63 天逆回购到期，另有 1070 亿元 365 天期的 MLF 到期，预计单周实现资金自然净回笼 9270 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

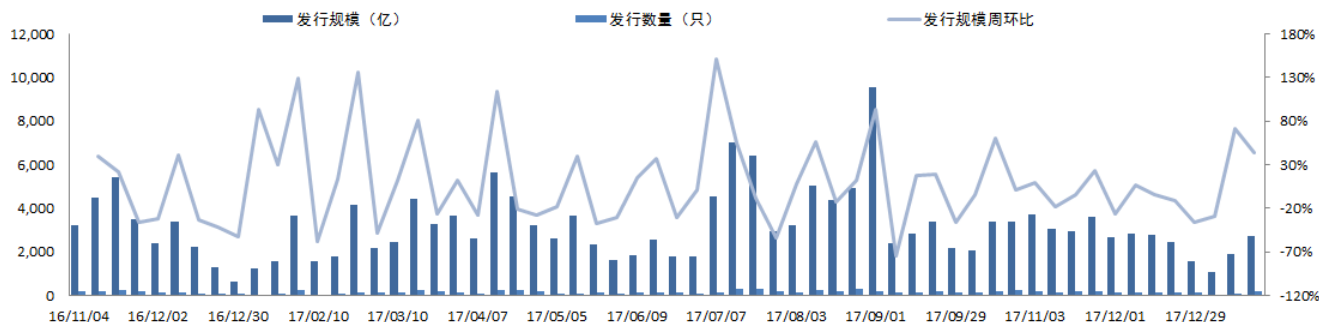
## 二、一级市场

---

## 概况

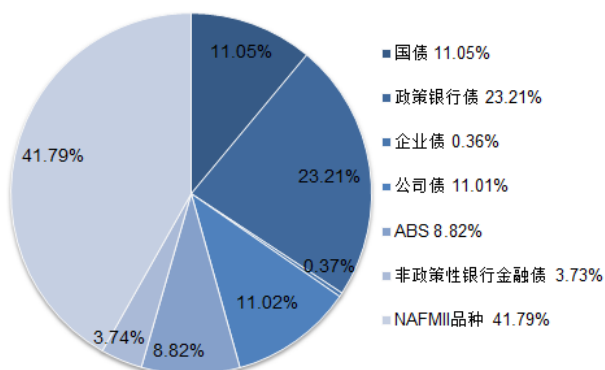
上周一级市场新债发行规模继续回升，周内新发行债 181 只，发行总规模 2,714.35 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 16.68%），周环比上升 43.44%。

图 2:债券市场单周发行规模



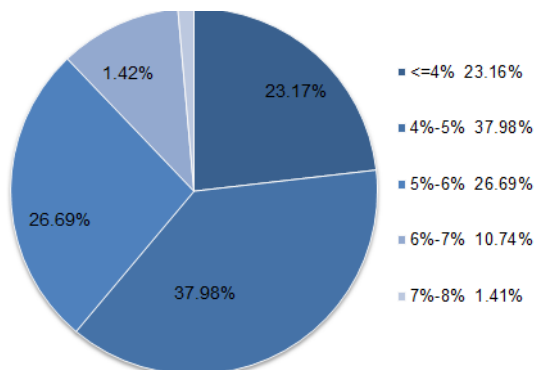
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



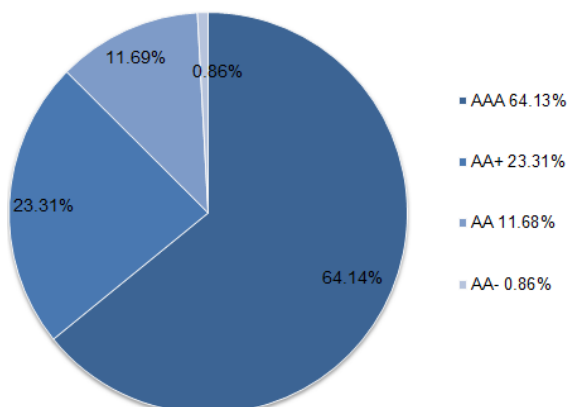
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



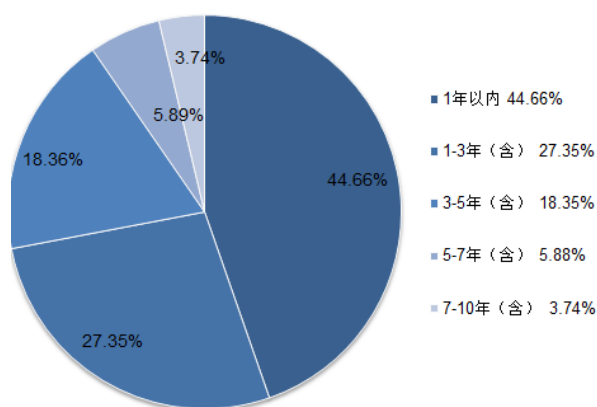
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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开始回落，周内有 14 只新债发行，发行总规模 930 亿元，周环比下降 25.06%。需求方面，受隐含收益率因素影响，国债和政策性金融债需求出现分化，国债需求显著好于政策性金融债需求。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>					
18 附息国债 01	3.8100%	200	5	2018/1/17	-
18 贴现国债 04	3.3354%	100	91D	2018/1/19	-
<b>政策性金融债</b>					
17 农发 11 (增 16)	4.8262%	60	3	2018/1/15	-
17 农发 12 (增 16)	4.9598%	60	5	2018/1/15	-
17 国开 09 (增 15)	4.7571%	90	3	2018/1/16	-
17 国开 11 (增 10)	4.1935%	70	365D	2018/1/16	-
15 农发 06 (增 6)	2.8976%	60	3	2018/1/17	-
17 农发 15 (增 12)	5.1268%	30	10	2018/1/17	-
18 农发 01 (增发)	5.0482%	30	7	2018/1/17	-
17 国开 08 (增 20)	5.0870%	50	7	2018/1/18	-
17 国开 12 (增 9)	4.9868%	80	5	2018/1/18	-
17 进出 09 (增 24)	4.9971%	30	5	2018/1/18	-
18 进出 01 (增发)	4.2954%	40	365D	2018/1/18	-
18 进出 02	4.8300%	30	3	2018/1/18	-

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升，周内有 167 只新发债，发行规模 1784.35 亿，周环比上升 443.40%。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)
信用债	1,784.34	2,764.01

债券品种	上周发行规模（亿）	截至上周全年发行规模（亿）
企业债	10.00	10.00
公司债	299.00	421.22
ABS	239.42	258.57
非政策性银行金融债	101.50	101.50
NAFMII 品种	1,134.42	1,972.72

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

需求方面，近一段时间内去杠杆对债市有扰动，此轮监管冲击还有待消化，在监管过渡期、理财续发方式未明朗前，债市配置情绪都将偏谨慎。值得一提的是，近期地方政府 GDP 和财政数据挤水分事件持续发酵，对城投债有所冲击。

表 4:上周 NAFMII 估值情况

评级	1y	3y	5y	7y	10y	15y	20y	30y
重点 AAA	4.90%	5.13%	5.25%	5.30%	5.47%	5.82%	5.98%	6.26%
AAA	5.01%	5.25%	5.40%	5.56%	5.72%	6.10%	6.39%	6.70%
AA+	5.24%	5.48%	5.67%	6.03%	6.26%	6.76%	7.08%	7.38%
AA	5.47%	5.78%	5.96%	6.49%	6.80%	7.38%	7.79%	8.13%
AA-	6.21%	6.72%	6.99%	7.79%	8.10%	8.61%	9.23%	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	4.4-5.25	-	5.36-6.36	-	-	-	5.55-5.9	6	-	-
AA+	5.36	-	5.46-6.7	-	5.3-5.95	-	5.78-7	5.95	-	6.69
AA	-	-	5.75-6.45	-	6.47-6.49	-	6.5-7.4	6.4-6.5	6.5	6.5
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>企业债</b>								
18 潜山债	6.98%	AA+	AA-	10	7	2018/1/18	资本货物	担保
<b>公司债</b>								
18 航集 Y1	5.50%	AAA	AAA	10	3+N	2018/1/15	运输	
18 航租 01	5.50%	AAA	AAA	5	2+1	2018/1/15	资本货物	
18 侨城 01	5.59%	AAA	AAA	5	3+2	2018/1/17	消费者服务 II	
18 侨城 02	5.70%	AAA	AAA	5	5+2	2018/1/17	消费者服务 II	
18 国际 P1	5.20%	AAA	AAA	3	3+2	2018/1/18	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
18 路桥 01	5.59%	AAA	AAA	10	3+2	2018/1/18	材料 II	
18 红狮 01		AAA	AAA	3	3	2018/1/19	材料 II	
18 吉高 01		AAA	AAA	5	5	2018/1/19	运输	
18 新大 01		AAA	AAA	5	2+1	2018/1/19	资本货物	
18 新大 02		AAA	AAA	5	1+1+1	2018/1/19	资本货物	
<b>私募债</b>								
18 顾家 01	7.30%		AA	4	1+1+1	2018/1/15	耐用消费品与服装	
18 漂水 01	6.50%		AA	5	3+2	2018/1/15	资本货物	
18 润田 01	7.00%	AA	AA	10	3+2+2	2018/1/16	资本货物	担保
18 台基 01	6.48%		AA+	5	3+2	2018/1/16	资本货物	
18 鲁胜 01	7.50%	AA+	AA+	2	2+2+1	2018/1/17	材料 II	
18 滨海 01			AAA	40	3+3+3+1	2018/1/18	资本货物	
18 华友 01		AA	AA	1	2	2018/1/19	材料 II	
<b>ABS</b>								
海融 2 优	5.65%	AAA		47.5	1.4959	2018/1/16	多元金融	
海融 2 次				2.5	1.4959	2018/1/16	多元金融	
18 首开优	5.98%	AAA		14.4	12.0164	2018/1/17	房地产 II	
18 首开次				0.29	12.0164	2018/1/17	房地产 II	
恒信 05A1	5.90%	AAA		4.9	0.0932	2018/1/17	多元金融	
恒信 05A2	6.09%	AAA		3.5	1.0932	2018/1/17	多元金融	
恒信 05A3	6.20%	AAA		2.3	2.5918	2018/1/17	多元金融	
恒信 05 次				0.447977	4.0959	2018/1/17	多元金融	
桑德 A	5.70%	AAA		2.23	365D	2018/1/17	商业	
桑德 B	6.00%	AAA		2	2	2018/1/17	商业	
桑德次				0.2226	2	2018/1/17	商业	
18 易鑫 1A	6.08%	AAA		16.78	2.0658	2018/1/17	多元金融	
18 易鑫 1B	7.10%	AA+		2.1	2.3069	2018/1/17	多元金融	
18 易鑫 1C				1.19	2.8137	2018/1/17	多元金融	

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

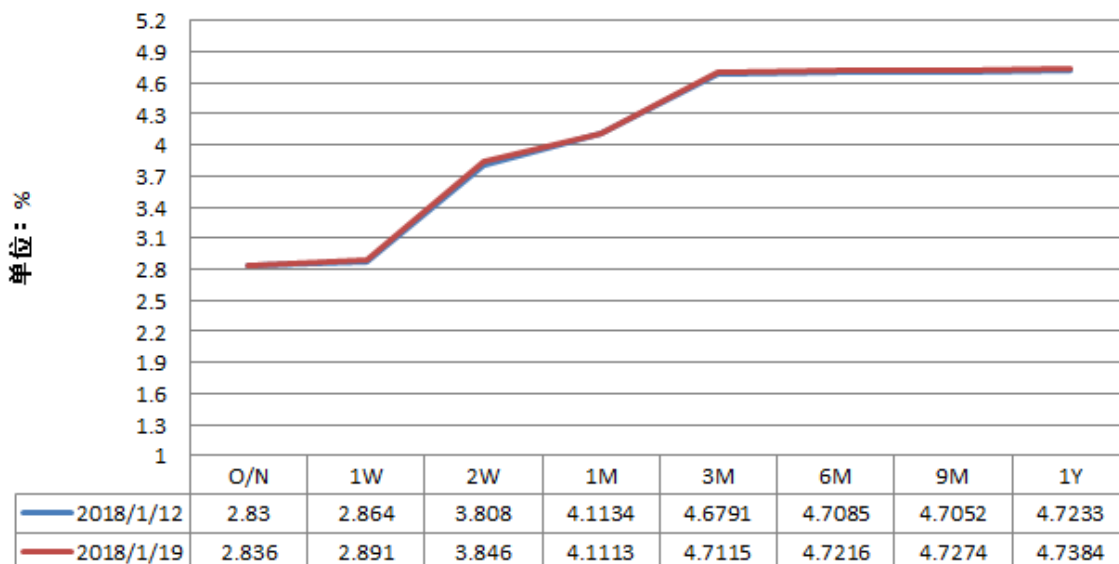
## 三、二级市场

---

## 货币市场

受缴税缴准因素影响，上半周资金较为紧张，随着缴税缴准的结束，叠加央行超额公开市场投放和 MLF 的投放，机构谨慎情绪减弱，融出意愿增强。从机构对流动性需求来看，机构对于跨春节资金需求明显增强。全周来看，各期限 Shibor 利率平均上升近 2 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

缴税缴准因素再次扰动资金面，严监管仍是市场主基调，叠加上周公布的宏观数据略超市场预期，市场仍显较为谨慎。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近 2 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 19 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	WeeklyChange	Tenor	YTM	WeeklyChange
1Y	3.56%	-2	1Y	4.38%	-3
3Y	3.67%	1	3Y 非国开	4.41%	9
5Y	3.88%	2	3Y 国开	4.35%	9
7Y	3.90%	2	5Y 非国开	4.95%	10

国债			金融债		
10Y	3.98%	4	5Y 国开	4.92%	8
			7Y 非国开	5.08%	7
			7Y 国开	5.06%	6
			10Y 非国开	5.14%	10
			10Y 国开	5.12%	12

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8:1 月 19 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+	-	5.08%	-	5.18%	-	5.28%	-	5.33%
	AAA	5.21%	5.21%	5.29%	5.29%	5.39%	5.39%	5.44%	5.44%
	AA+	5.48%	5.49%	5.55%	5.56%	5.65%	5.66%	5.71%	5.71%
	AA	5.71%	5.71%	5.77%	5.77%	5.87%	5.87%	5.93%	5.93%
	AA-	6.54%	6.54%	6.78%	6.78%	6.88%	6.88%	6.95%	6.95%
与前周收益变动	AAA+	-	3	-	0	-	4	-	0
	AAA	4	4	-1	-1	2	2	0	0
	AA+	6	6	0	0	3	3	0	0
	AA	6	6	-1	-1	2	2	0	0
	AA-	6	6	-1	-1	2	2	0	0

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9:1 月 19 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+	4.66%	4.67%	4.79%	4.91%	5.18%	5.33%
	AAA	4.66%	4.67%	4.79%	4.91%	5.18%	5.33%
	AA+	5.04%	5.04%	5.16%	5.28%	5.56%	5.71%
	AA	5.26%	5.26%	5.38%	5.50%	5.77%	5.93%
	AA-	6.03%	6.09%	6.21%	6.33%	6.78%	6.95%
与前周收益变动	AAA+	19	10	8	3	0	0
	AAA	19	10	7	0	-1	0
	AA+	19	10	7	0	0	0
	AA	19	10	7	0	-1	0
	AA-	19	12	7	0	-1	0

资料来源: 上清所,东方花旗债券资本市场部

## 四、债市热点

---

## 1、云南资本信托延期兑付

1月15日，21世纪经济报道称云南省国有资本运营有限公司（简称“云南资本”）及旗下子公司未能足额偿还本息，导致中融信托两款集合资金信托计划产品先后延期。

这两期产品到期日均为17年12月15日，其中中融-嘉润31号规模8亿元，借款人为云南资本。公司于12月27日出具《沟通协调函》，承诺于18年1月10日偿还完毕，而10日借款人仍未足额偿还。中融-嘉润30号规模7亿元，借款人深圳润道资产管理为云南资本全资子公司，云南资本为担保人，也未能按期兑付。云南资本是11年8月成立的从事股权投资业务的省属国有独资公司，前身为云南圣乙投资有限公司，16年5月更为现名。16年云南资本作为债权人申请云煤化破产重整，并且承接了云南煤化的5支债券。16年以来由于承接债务以及新增投资，有息债务由15年的64.5亿暴增至17年3季末的443亿；资产负债率和债务资本比分别由15年的39%和38%上升至17年3季末的78%和77%。17年3季末货币资金仅12亿元，短期债务高达132亿元，而账面资产主要为259亿元其他流动资产和209亿元长期股权投资，短期变现能力可能有限。同时，营业利润和EBITDA均不足1亿元，16年以来营业利润均亏损，净利润主要依赖投资收益或营业外收入。总的来说，公司自身偿债能力有限，对政府支持和外部再融资的依赖性强。云南资本出具的《沟通协调函》中提到未能按期支付的原因主要是“于省政府对借款人的资金支持审批流程尚未完成”，而最新兑付公告称是由于“云南资本及其关联方资金调拨等原因”，说明协调过程不能算十分顺利。

这两期信托金额不算大，延期时间不长，另外非标和信托产品逾期也不是首例，因此对事件本身不必过度解读。但云南资本还有两期存量私募债券16圣乙债和15滇洁能PPN001，规模分别为5和7亿元，分别将于18年1月29日回售和5月14日到期，相信还有其他非债券类债务会陆续到期，公司兑付压力难言解除，比如16圣乙债投资者回售意愿可能会因此事件有所提升。另外近期各项政策对城投平台再融资都较为不利，加上多省市下调经济和财政数据的新闻使得市场信心本就较为脆弱。而11年三季度城投债暴跌的导火索正是云南高速和云南投资相关信用事件，因此本次事件容易引发市场的痛苦回忆，对市场心态的负面影响不可避免，云南地区发行人后续再融资也难免会变得更加困难。



## 2、部分地方政府 GDP 和财政数据挤水分

除了辽、蒙、津。审计署发布 2017 年第三季度国家重大政策措施贯彻落实跟踪审计结果，审计发现，云南、湖南、吉林、重庆 4 个省份的 10 个市县（区）虚增财政收入。2017 年 6 月，中央第二巡视组对内蒙和吉林反馈“回头看”情况时，已经指出“有的地方经济数据造假。GDP 挤水分爆发的五个动机：1) 统计改革加速，与其等待 2019 年被动打破问责，不如自己争取主动权。2) 官员换任下的政绩减压。3) 转移支付的争取。4) 营改增后作假成本提升。5) GDP 考核逐渐弱化。

整体方面，GDP 和财政收入的挤水分对城投债整体利空，由于辽、蒙、津三省挤水分都没有收到明显的批评，后续其他省份不排除会纷纷效仿，在 2019 年统计改革之前“自曝家丑”。随着负债率和债务率分母的真实水平露出，市场对于城投的债务负担会越来越担忧。整体拉大城投产业债利差。

### 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。