

普惠金融定向降准促资金面回暖

东方花旗债券市场周报

2018年01月22日-01月26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：1 月经济工业生产方面，上中旬发电耗煤增速、上旬粗钢产量增速也都小幅下滑。随着春节假期临近，钢铁、水泥、化工等多个行业均呈现出需求、价格、生产走弱，库存被动回补的局面。在剔除基数效应干扰后，近期地产销量和发电耗煤增速仍是双双下滑。经济开局偏弱的局面并未得到扭转。
- ◇ 货币政策：普惠金融实施定向降准上周落地，2018 年初普惠金融定向降准措施落地将释放流动性 3000 亿元左右，此举并不改变稳健货币政策的总体取向，释放的流动性符合总量调控要求。此外，1 月 24 日达沃斯论坛上，中央领导也提到的重点就是防范化解金融风险，降杠杆亦是题中之意，继续维持央行的中性货币政策加宏观审慎的监管思路。

一级市场

- ◇ 概况：上周一级市场新债发行规模继续回落，周内新发行债 128 只，发行总规模 2548.31 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 22.33%），周环比下降 6.12%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模开始回升，周内有 15 只新债发行，发行总规模 1148 亿元，周环比上升 23.44%。需求方面，受资金回暖影响，利率债需求旺盛。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场近 8 个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模继续回落，周内有 113 只新发债，发行规模 1400.31 亿，周环比下降 21.52%。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。此外，元旦以来，信用债的期限利差走阔，金融机构对信用债的需求都集中在短端。

二级市场

- ◇ 货币市场：随着上周普惠金融定向降准正式落地，虽央行公开市场转为净回笼，但资金面开始转暖。资金价格方面，由于资金面预期整体较为稳定，加上去杠杆下金融机构资金需求有所回落，各期限 Shibor 利率平均下降 3 个基点。
- ◇ 现券市场：多因素带动近期资金面好转，债市情绪边际修复，利率债短端收益率有所下行，但长端仍受到基本面及监管政策的影响而走高。全周来看，利率债收益率平均下行 4 个基点，信用债收益率平均上行超 2 个基点。

债市热点

- ◇ 债基和货基四季度数据完成披露

一、宏观经济

国内市场

1 月经济开局偏弱。终端需求方面，上中旬地产销量增速、前三周乘用车批零增速均较去年 12 月下滑。工业生产方面，上中旬发电耗煤增速、上旬粗钢产量增速也都小幅下滑。随着春节假期临近，钢铁、水泥、化工等多个行业均呈现出需求、价格、生产走弱，库存被动回补的局面。而春节错位（去年春节位于 1 月下旬，早于今年）带来的低基数效应，也令 1 月下旬地产销量和发电耗煤增速骤升。但对比历年春节前后农历各周同比增速，我们发现，在剔除基数效应干扰后，近期地产销量和发电耗煤增速仍是双双下滑。经济开局偏弱的局面并未得到扭转。

货币政策

普惠金融实施定向降准上周落地，2018 年初普惠金融定向降准措施落地将释放流动性 3000 亿元左右，此举并不改变稳健货币政策的总体取向，释放的流动性符合总量调控要求。此外，1 月 24 日达沃斯论坛上，中央领导也提到的重点就是防范化解金融风险，降杠杆亦是题中之意，继续维持央行的中性货币政策加宏观审慎的监管思路。

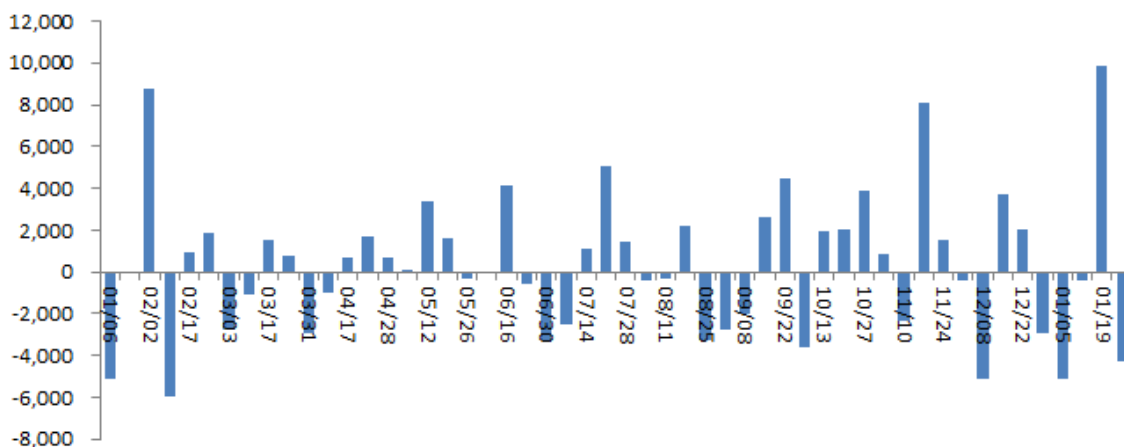
表 1:上周基础货币变化情况

项目	流入资金（亿）	流出资金（亿）
公开市场	5000	8200
MLF	-	1070
合计		4270

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

公开市场方面，央行共进行了 5000 亿元逆回购操作，对冲 8200 亿元逆回购和 1070 亿元 MLF 到期后，单周净回笼 4270 亿元。

图 1:公开市场净投放/回笼（单位：亿元）



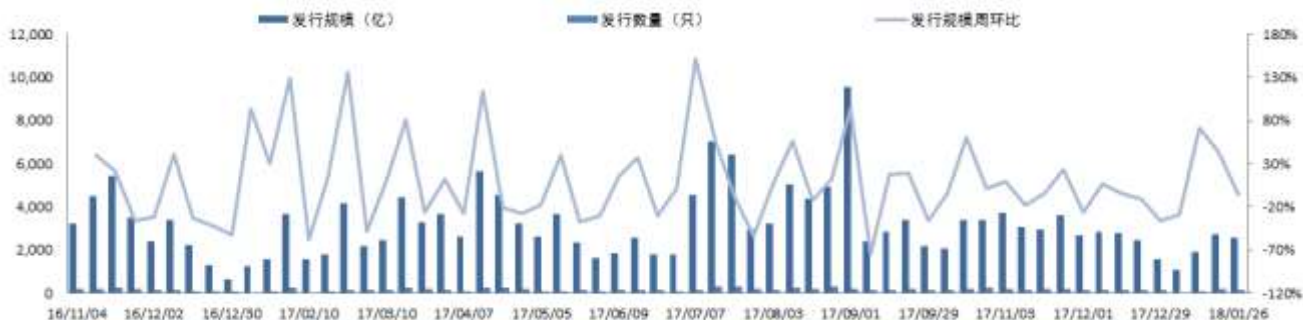
资料来源：wind，东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

上周一级市场新债发行规模继续回落，周内新发行债 128 只，发行总规模 2548.31 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 22.33%），周环比下降 6.12%。

图 2:债券市场单周发行规模



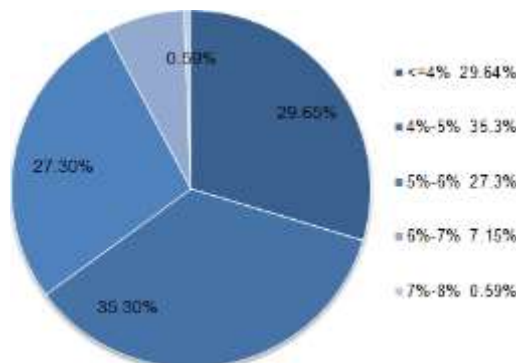
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



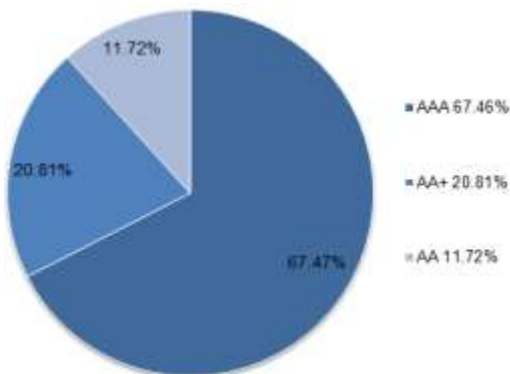
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



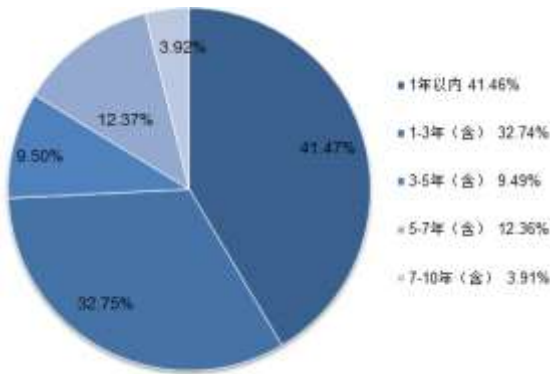
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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升，周内有 15 只新债发行，发行总规模 1148 亿元，周环比上升 23.44%。需求方面，受资金回暖影响，利率债需求旺盛。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场近 8 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 附息国债 27 (续发)	3.9000%	200	7	2018/1/24	-
18 附息国债 02	3.5600%	200	3	2018/1/24	-
18 贴现国债 05	3.2775%	100	91D	2018/1/26	-
政策性金融债					
18 农发 02	4.8200%	60	3	2018/1/22	-
18 农发 03	4.9900%	60	5	2018/1/22	-
17 国开 09 (增 16)	4.1400%	82	3	2018/1/23	-
18 国开 01	4.1400%	96	1	2018/1/23	-
17 农发 13 (增 5)	4.0200%	60	1	2018/1/24	-
17 农发 15 (增 13)	4.3900%	30	10	2018/1/24	-
18 农发 01 (增 2)	4.9800%	30	7	2018/1/24	-
17 国开 08 (增 21)	4.3000%	50	7	2018/1/25	-
17 国开 12 (增 10)	4.4400%	80	5	2018/1/25	-
18 进出 01 (增 2)	4.2000%	40	1	2018/1/25	-
18 进出 02 (增发)	4.8300%	30	3	2018/1/25	-
18 进出 03	4.9700%	30	5	2018/1/25	-

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 113 只新发债，发行规模 1400.31 亿，周环比下降 21.52%。截至目前，2018 年累计发行信用债 4164.32 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	1,400.31	4,164.32

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	17.9	27.9
公司债	252.5	673.72
ABS	41.69	300.26
非政策性银行金融债	150	251.5
NAFMII 品种	938.22	2,910.94

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。此外，元旦以来，信用债的期限利差走阔，金融机构对信用债的需求都集中在短端。

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%
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	-	-	5.16-5.4	-	5.37	-	5.78-5.87	-	-	-
AA+	-	-	5.34-6.43	-	5.55-5.91	-	-	-	-	-
AA	-	-	6.15-7.3	-	6-7	-	-	-	6.98	-
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								
18 营北海债 01	7.98%	AA	AA	5.9	7	2018/1/24	资本货物	担保
18 株洲磐龙项目 NPB01	-	AA	-	2	3+2+2	2018/1/24	资本货物	
18 兰轨道债 01	-	AA+	AA	6	5+5+5	2018/1/26	资本货物	担保
18 新城 01	-	AA+	AA	4	7	2018/1/26	资本货物	担保
公司债								
18 航集 Y2	5.49%	AAA	AAA	5	3+N	2018/1/22	运输	
18 紫金 01	5.60%	AAA	AAA	5	3+2	2018/1/24	多元金融	
18 成大 01	6.35%	AA+	AA+	3	3+2	2018/1/24	零售业	

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 华联 01	7.00%	AA	AA	7	1+2+2	2018/1/25	零售业	
18 湘电 01		AA+	AA+	7	3+2	2018/1/26	媒体 II	
私募债								
18 沪信 01	6.80%	AAA	AAA	10	365D	2018/1/22	能源 II	
18 桂金 01			AA+	15	2+1	2018/1/26	多元金融	
18 公投 01			AA	10.5	3+2	2018/1/26	资本货物	

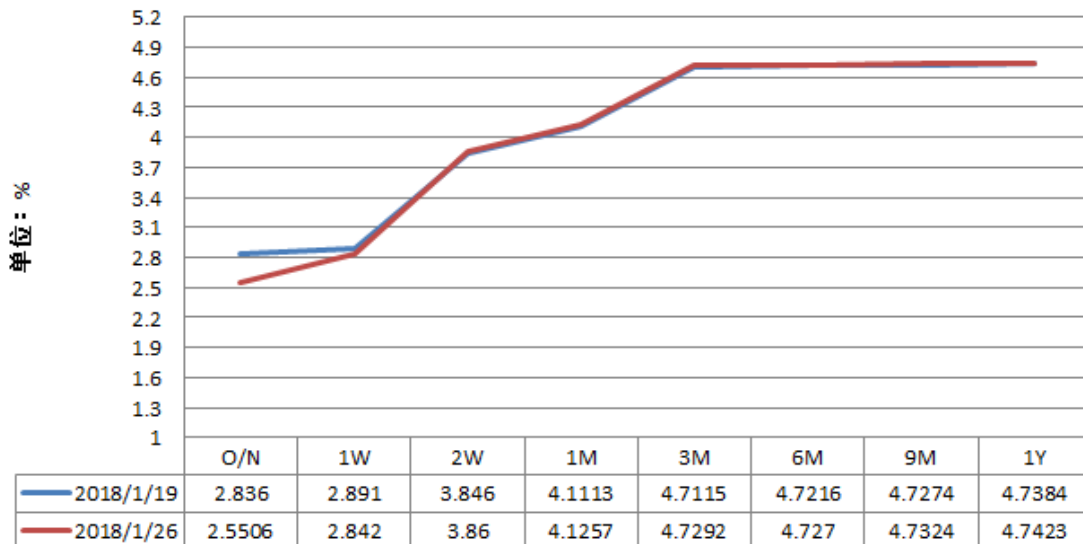
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

三、二级市场

货币市场

随着上周普惠金融定向降准正式落地，虽央行公开市场转为净回笼，但资金面开始转暖。资金价格方面，由于资金面预期整体较为稳定，加上去杠杆下金融机构资金需求有所回落，各期限 Shibor 利率平均下降 3 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

多因素带动近期资金面好转，债市情绪边际修复，利率债短端收益率有所下行，但长端仍受到基本面及监管政策的影响而走高。全周来看，利率债收益率平均下行 4 个基点，信用债收益率平均上行超 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 27 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	3.52%	-4	1Y	4.30%	-8
3Y	3.64%	-4	3Y 非国开	4.33%	-9
5Y	3.83%	-5	3Y 国开	4.27%	-6
7Y	3.92%	2	5Y 非国开	4.86%	-6
10Y	3.94%	-4	5Y 国开	4.86%	-5

国债			金融债		
			7Y 非国开	5.02%	-3
			7Y 国开	5.00%	-4
			10Y 非国开	5.11%	0
			10Y 国开	5.08%	-4

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8:1 月 27 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%	-	5.20%	-	5.34%	-	5.34%
	AAA	5.17%	5.18%	5.30%	5.30%	5.44%	5.44%	5.47%	5.47%
	AA+	5.45%	5.46%	5.59%	5.59%	5.73%	5.73%	5.76%	5.76%
	AA	5.67%	5.68%	5.81%	5.81%	5.95%	5.95%	5.98%	5.98%
	AA-	6.50%	6.51%	6.80%	6.80%	6.94%	6.94%	6.99%	6.99%
与前周收益变动	AAA+	-	0	-	2	-	6	-	1
	AAA	-4	-4	1	1	5	5	3	3
	AA+	-3	-4	4	3	8	7	5	5
	AA	-4	-4	4	4	8	8	5	5
	AA-	-4	-4	2	2	6	6	4	4

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9:1 月 27 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+	4.55%	4.73%	4.88%	4.97%	5.20%	5.34%
	AAA	4.55%	4.73%	4.88%	4.97%	5.20%	5.34%
	AA+	4.91%	5.09%	5.24%	5.33%	5.59%	5.76%
	AA	5.13%	5.31%	5.46%	5.55%	5.81%	5.98%
	AA-	5.90%	6.09%	6.29%	6.38%	6.80%	6.99%
与前周收益变动	AAA+	-11	6	9	5	2	1
	AAA	-13	5	8	5	1	3
	AA+	-13	5	8	5	3	5
	AA	-13	5	8	5	4	5
	AA-	-13	0	8	5	2	4

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

四、债市热点

1、债基和货基四季度数据完成披露

债基和货基四季度数据完成披露，货基增速略有放缓，但依然是增长最为明显的公募基金。股基和偏股混基得益于新基金的热发行，规模小幅增长，债基和其他混基则基本保持稳定。其中，“定制债基”规模仍在收缩，但幅度放缓，且新发债基中仍有定制化的身影。二级债基没有如预期一般受益于股市的慢牛行情，新发不多，存量品种亦有净赎回，一级债基则仍显尴尬。

从配置上看，债基普遍体现了“正守”的操作思路，没有信用下沉的倾向，久期也有所缩短。杠杆率变化不大，分化度也居低位。各类基金总体在收缩利率债、企业债及中票仓位，并向短端资产倾斜（短融、存单等）。从重仓券数据看，重仓利率债加权平均久期显著缩短，信用债平均资质也保持较高水平，短融、存单的平均期限有微幅拉长。在当前的严监管、紧货币背景下，低杠杆、短久期、高资质几乎是所有投资者的一致选择，也就是对应我们提出的“正守”。但是保守的操作思路也决定了业绩很难有区分度，选股和转债等仍是博弹性的重要途径。这也说明，投资者对诸多悲观预期已经有了较为充分的反应，等待融资需求放缓、标志性事件冲击、利率上行对国债和经济的反作用力带来的转机，同时等待信用利差扩大后风险、收益重新匹配带来的机会。

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。