

# 资金面继续回暖 收益陡峭化下行

东方花旗债券市场周报

2018年01月29日-02月02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.....	13
四、债市热点.....	16

## 内容摘要

---

## 宏观经济

- ◇ 国内市场：1月官方制造业 PMI 为 51.3，与上月相比下行 0.3 个百分点，是 2017 年 6 月以来的最低点，其中，新订单与出口订单均出现了比较明显的回落，PMI 数据表明总需求在逐步放缓。
- ◇ 货币政策：金融严监管之后，很多非标和通道融资被堵死，不少企业只能回表依靠贷款来融资，导致 1 月份信贷投放大幅超市场预期，创历史单月最高值；此外，1 月下旬以来资金面的宽松程度也超过预期。上述两个方面也意味着货币政策边际上是有松动，货币政策目前并没有进一步紧缩的意愿。

## 一级市场

- ◇ 概况：上周一级市场新债发行规模略有回升，周内新发行债 146 只，发行总规模 4.98% 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 17.98%），周环比上升 4.98%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模继续回升，周内有 18 只新债发行，发行总规模 1462 亿元，周环比上升 27.35%。需求方面，一季度由于是传统的债券供给淡季，国债在一季度一般没有净供给，地方政府债一季度还没开始发行，整体来看，供需关系较好，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 6 个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模继续回落，周内有 128 只新发债，发行规模 1213.31 亿，周环比下降 13.35%。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，不少银行的自营资金配置债券的额度有所减少，债市配置情绪都将偏谨慎。虽近期涉及城投负面持续发酵，但城投债需求尚可，AA 城投发行利率维持在 6.50% 左右。

## 二级市场

- ◇ 货币市场：1月 25 日正式执行去年 9 月 30 日公布的定向降准政策，大体上释放 3000-4000 亿资金，而且一些银行如果后续更加积极投放普惠贷款，可能后续满足第二档降准条件的银行会增加，该机制还会继续释放资金。在这两项降准政策的影响下，资金面总体趋于宽松，各期限 Shibor 利率平均下降近 1 个基点。
- ◇ 现券市场：由于金融严监管导致广义流动性收紧，债券投资者普遍看空债市。但是，最近国内资金面开始转松，货币政策态度更为友好，短期品种好于长端产品。全周来看，利率债平均下行 4 个基点，信用债平均下行超过 1 个基点。

## 债市热点

- ◇ 16 亿阳 01 违约

# 一、宏观经济

---

## 国内市场

1月官方制造业 PMI 为 51.3，与上月相比下行 0.3 个百分点，是 2017 年 6 月以来的最低点，其中，新订单与出口订单均出现了比较明显的回落，PMI 数据表明总需求在逐步放缓。

理论上，国内方面，之前快速扩张的两个部门，居民和地方政府，都面临需求边际上放缓的可能，海外方面，中国总需求的回落以及进口需求结构的变化将减弱对大宗资源品的需求，使资源品价格与下游贸易品的价格增速出现收敛，这可能恶化资源型国家的经常账户，在高基数的作用下，全球贸易总量的同比增长将出现回落。

## 货币政策

金融严监管之后，很多非标和通道融资被堵死，不少企业只能回表依靠贷款来融资，导致 1 月份信贷投放大幅超预期，创历史单月最高值；此外，1 月下旬以来资金面的宽松程度也超过预期。上述两个方面也意味着货币政策边际上是有松动的，货币政策目前并没有进一步紧缩的意愿。

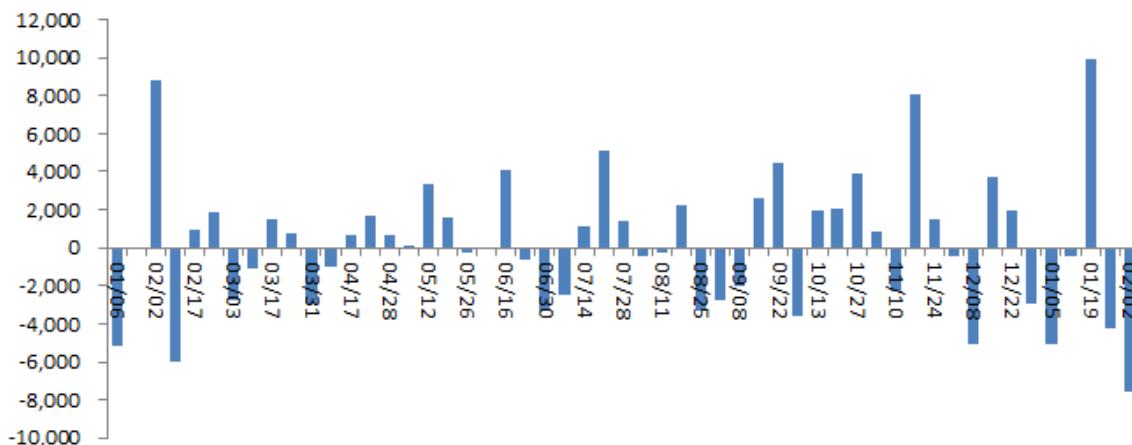
表 1:上周基础货币变化情况

项目	流入资金 (亿)	流出资金 (亿)
公开市场	-	7600
合计		-7600

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

公开市场方面，央行公开市场连续七日暂停操作，本周净回笼规模 7,600 亿元人民币创下近两年来新高。预计下周，央行在公开市场有 2200 亿元 14 天期逆回购到期，预计单周实现资金自然净回笼 2200 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

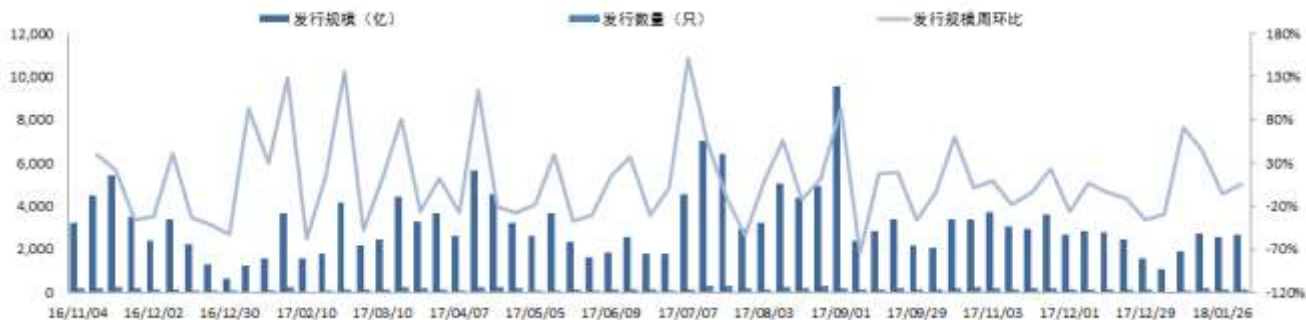
## 二、一级市场

---

## 概况

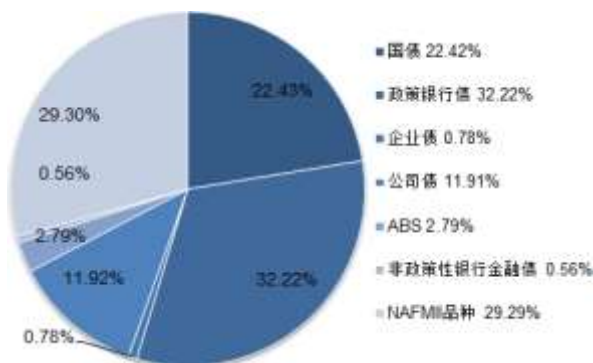
上周一级市场新债发行规模略有回升，周内新发行债 146 只，发行总规模 4.98% 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 17.98%），周环比上升 4.98%。

图 2: 债券市场单周发行规模



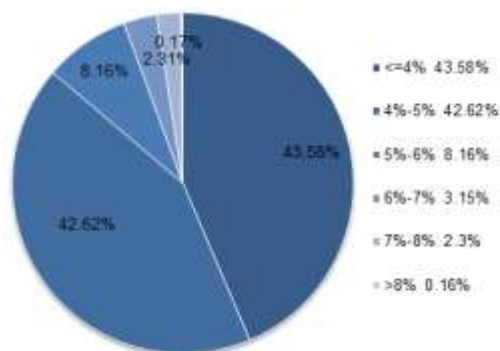
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3: 上周一级市场发行债券按类型划分



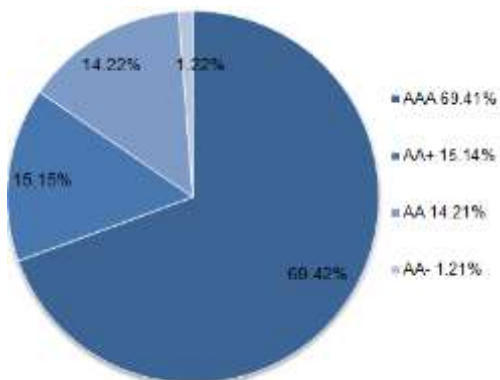
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4: 上周一级市场发行债券按发行利率划分



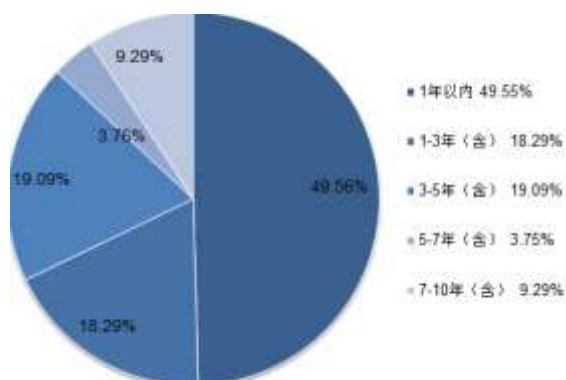
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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 18 只新债发行，发行总规模 1462 亿元，周环比上升 27.35%。需求方面，一季度由于是传统的债券供给淡季，国债在一季度一般没有净供给，地方政府债一季度还没开始发行，整体来看，供需关系较好，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 6 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 03	3.3800%	200	365D	2018/1/31	-
18 附息国债 04	3.8500%	200	10	2018/1/31	-
18 贴现国债 06	3.1784%	100	91D	2018/2/2	-
18 贴现国债 07	3.3434%	100	182D	2018/2/2	-
<b>政策性金融债</b>					
18 农发 02 (增发)	4.7954%	60	3	2018/1/29	-
18 农发 03 (增发)	4.9684%	60	5	2018/1/29	-
17 国开 09 (增 17)	4.6873%	82	3	2018/1/30	-
18 国开 01 (增发)	4.1167%	116	365D	2018/1/30	-
18 国开 02	4.5300%	64	2	2018/1/30	-
17 农发 13 (增 6)	4.1919%	70	365D	2018/1/31	-
17 农发 15 (增 14)	5.1079%	30	10	2018/1/31	-
18 农发 01 (增 3)	5.0497%	40	7	2018/1/31	-
17 国开 08 (增 22)	4.9866%	50	7	2018/2/1	-
17 国开 12 (增 11)	4.8465%	80	5	2018/2/1	-
18 进出 01 (增 3)	4.1810%	40	365D	2018/2/1	-
18 进出 02 (增 2)	4.7343%	35	3	2018/2/1	-
18 进出 03 (增发)	4.9106%	35	5	2018/2/1	-
18 贴现国开 02	3.5098%	100	182D	2018/2/1	-

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 128 只新发债，发行规模 1213.31 亿，周环比下降 13.35%。截至目前，2018 年累计发行信用债 5,377.63 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	1,213.31	5,377.63
企业债	21	48.9
公司债	318.78	992.5
ABS	74.731124	374.991124
非政策性银行金融债	15	266.5
NAFMII 品种	783.80	3,694.74

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, 不少银行的自营资金配置债券的额度有所减少, 债市配置情绪都将偏谨慎。虽近期涉及城投负面持续发酵, 但城投债需求尚可, AA 城投发行利率维持在 6.50%左右。

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	4.75	-	-	-	-	-	-	-	6.45	-
AA+	5.3	-	5.28-5.98	-	-	5.89	-	-	-	-
AA	5.85	-	5.8	-	7.9	-	-	6.6	8	-
AA-	-	-	-	-	9	-	-	-	-	-

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 安岳债 01	7.50%	AA+	AA-	4.3	7	2018/1/29	资本货物	担保
18 芦淞国投债 01	7.00%	AA+	AA-	3.7	7	2018/1/29	资本货物	担保
18 兴义信恒债 01	7.90%	AA	AA	8	7	2018/1/30	资本货物	
18 吴中城建债	6.50%	AA	AA	5	7	2018/1/31	资本货物	
<b>公司债</b>								



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 东风 01	5.49%	AAA	AAA	3	3	2018/1/29	汽车	
18 新发 01	6.30%	AA+	AA+	2.5	3+2	2018/1/29	资本货物	
18 联想 01	6.00%	AAA	AAA	10	5	2018/1/30	多元金融	
18 万维 S1	7.50%	AA	AA	0.5	2+2+1	2018/1/30	软件与服务	
18 天齐 01	6.30%	AA+	AA+	1	2+2+1	2018/1/31	材料 II	
18 侨城 03		AAA	AAA	5	3+2	2018/2/2	消费者服务 II	
18 侨城 04		AAA	AAA	5	5+2	2018/2/2	消费者服务 II	
18 陕投 01		AAA	AAA	7.5	3+2	2018/2/2	资本货物	
18 陕投 02		AAA	AAA	7.5	5+2	2018/2/2	资本货物	
<b>私募债</b>								
18 粤铁 01	4.70%		AAA	5	3	2018/1/29	运输	
18 冀峰 01			AA	0.25	1+1+1+1+1	2018/1/30	能源 II	担保
18 冀峰 02			AA	0.25	2+2+1	2018/1/30	能源 II	担保
18 创启 01	6.65%			2	1+1+1	2018/1/30	资本货物	担保
18 山重 01	7.00%			2	2+2+1	2018/1/30	资本货物	担保
18 龙控 01	6.99%	AAA	AAA	5	2+2	2018/1/31	房地产 II	
18 启迪 01	6.97%		AA+	2	3+2	2018/1/31	商业	
18 连工 01	7.20%		AA	2	3+2	2018/1/31	材料 II	
18 阿尔特	6.50%			0.4	3	2018/1/31	商业	担保
18 海门 02	7.20%		AA	2	3+2	2018/2/1	资本货物	
18 大丰 01		A-1	AA	2	365D	2018/2/1	资本货物	
18 东兴 01		AAA	AA+	5	2+1	2018/2/2	多元金融	担保
18 江宁 01		AA+	AA	5	3+2	2018/2/2	公用事业 II	担保
18 雨花 01			AA	5	3+2	2018/2/2	资本货物	
<b>ABS</b>								
17 德银 4A				1.85	1.2356	2018/1/29	多元金融	
17 德银 4B				0.15	1.2356	2018/1/29	多元金融	
17 德银 4次				0.2174	1.4849	2018/1/29	多元金融	
18 花 02A1	5.94%			35.4	1.0438	2018/1/29	多元金融	
18 花 02A2	6.19%			1.2	1.0438	2018/1/29	多元金融	
18 花 02B				3.4	1.0438	2018/1/29	多元金融	
国控 1A		AAA		11.79	2.9918	2018/1/30	多元金融	
国控 1B		AA		1.74	3.7397	2018/1/30	多元金融	
国控 1次				1.165	6.2411	2018/1/30	多元金融	
君创 2A1		AAA			1.72	2018/1/30	多元金融	

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
君创 2A2		AAA			2.47	2018/1/30	多元金融	
君创 2B		AA+			2.73	2018/1/30	多元金融	
君创 2C		AA			3.22	2018/1/30	多元金融	
君创 2 次				0.818724	4.73	2018/1/30	多元金融	
18 花 03A1	5.88%			15.045	1.0438	2018/1/30	多元金融	
18 花 03A2	6.18%			0.51	1.0438	2018/1/30	多元金融	
18 花 03B				1.445	1.0438	2018/1/30	多元金融	

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

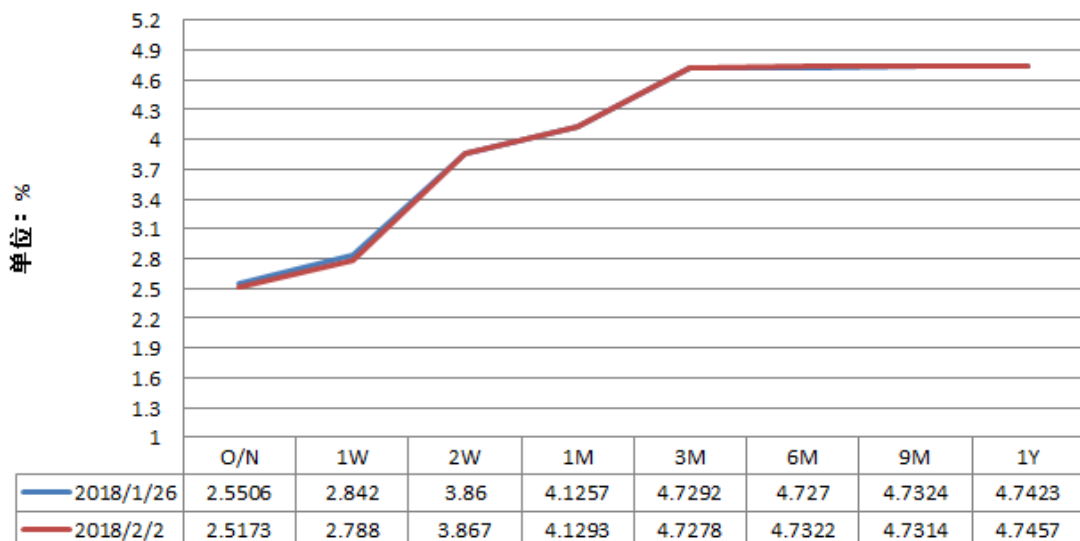
## 三、二级市场

---

### 货币市场

1月25日正式执行去年9月30日公布的定向降准政策，大体上释放3000-4000亿资金，而且一些银行如果后续更加积极投放普惠贷款，可能后续满足第二档降准条件的银行会增加，该机制还会继续释放资金。在这两项降准政策的影响下，资金面总体趋于宽松，各期限Shibor利率平均下降近1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

由于金融严监管导致广义流动性收紧，债券投资者普遍看空债市。但是，最近国内资金面开始转松，货币政策态度更为友好，短期品种好于长端产品。全周来看，利率债平均下行4个基点，信用债平均下行超过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，从市场反应来看，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7:2月2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	3.44%	-8	1Y	4.29%	-1
3Y	3.64%	0	3Y 非国开	4.29%	-8
5Y	3.83%	0	3Y 国开	4.28%	-9
7Y	3.90%	-2	5Y 非国开	4.78%	-5

国债			金融债		
10Y	3.91%	-3	5Y 国开	4.78%	-6
			7Y 非国开	4.96%	-1
			7Y 国开	4.94%	-4
			10Y 非国开	5.10%	-3
			10Y 国开	5.05%	-4

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 2月2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+	-	5.02%	-	5.21%	-	5.34%	-	5.34%
	AAA	5.14%	5.14%	5.31%	5.31%	5.44%	5.44%	5.45%	5.45%
	AA+	5.42%	5.42%	5.60%	5.60%	5.73%	5.73%	5.74%	5.74%
	AA	5.64%	5.64%	5.82%	5.82%	5.95%	5.95%	5.96%	5.96%
	AA-	6.47%	6.47%	6.76%	6.76%	6.94%	6.94%	6.97%	6.97%
与前周收益变动	AAA+	-	-5	-	0	-	1	-	0
	AAA	-3	-3	1	1	0	0	-2	-2
	AA+	-3	-3	1	1	0	0	-2	-2
	AA	-3	-3	1	1	0	0	-2	-2
	AA-	-3	-3	-4	-4	0	0	-2	-2

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 2月2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%	4.72%	4.78%	4.79%	5.21%	5.34%
	AAA	4.66%	4.72%	4.78%	4.79%	5.21%	5.34%
	AA+	5.02%	5.10%	5.14%	5.18%	5.60%	5.74%
	AA	5.24%	5.32%	5.36%	5.40%	5.82%	5.96%
	AA-	6.01%	6.10%	6.19%	6.23%	6.76%	6.97%
与前周收益变动	AAA+	12	-1	-10	-18	0	0
	AAA	12	1	-10	-15	1	-2
	AA+	12	1	-10	-15	1	-2
	AA	12	1	-10	-15	1	-2
	AA-	12	1	-10	-15	-4	-2

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

## 四、债市热点

---



## 1、16 亿阳 01 违约

1 月 29 日，本金 2.09 亿元的 16 亿阳 01 回售兑付违约。16 亿阳 01 发行额 2.09 亿元，发行人为亿阳集团股份有限公司（“亿阳集团”），主承销商为中山证券/华泰联合证券。1 月 18 日，16 亿阳 01 回售结果公布，全部投资者均选择回售，亿阳集团应于 1 月 27 日（周六，顺延至 1 月 29 日）兑付本期债券回售款本息合计 2.2385 亿元。兑付当日，亿阳集团发布《16 亿阳 01 无法按时兑付兑息》的公告，称“正积极推动重组事项”，“待重组完成后一并处理本期债券兑付事宜，因此公司无法按时支付本期债券回售款、利息和手续费”，16 亿阳 01 正式违约。

虽然半年报看起来货币资金能覆盖短期债务，但合并层面 48.6 亿元账面货币资金中 17.4 亿元属于上市公司，而有息债务几乎全部主要集中在母公司层面。此外账面货币多为 16 年股权债权融资募集而来，17 年下半年以来可能已消耗掉，实际上上市公司 3 季报已显示货币资金大幅下降。资管计划违约及上市公司股票和账户被冻结反映出公司流动性已经非常紧张。虽然公司持有大量股权投资和金融资产，但短期内变现能力可能有限。企业账面上流动性最好的资产莫过于货币资金，最直观的流动性监测指标就是货币资金/短期债务。使用货币资金对短期债务覆盖比例衡量流动性具有一定局限性，除了关注货币资金受限情况以及是否集中于子公司等问题外，还一定要结合公司自身现金流产生能力和外部融资渠道的广泛性来具体判断。

### 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。