

# 资金面宽松 悲观情绪继续

东方花旗债券市场周报

2018年5月14日-5月18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、监管动态.....	15

## 内容摘要

---

## 宏观经济

- ◇ 国内市场：4月M2同比增速小幅抬升至8.3%，低于市场预期，M1也小幅抬升0.1个百分点至7.2%。4月贷款增加1.18万亿，同比增速仅下降0.1个百分点至12.7%，表外转表内为同比增速提供了重要支撑。4月社融增量1.56万亿，同比10.5%保持稳定，考虑地方债置换等因素的广义社融同比增速同样稳定在12.1%。
- ◇ 货币政策：2018年第一季度货币政策报告在下一阶段货币政策展望中将去杠杆换成调结构，但我们认为这并不意味着货币政策转向。央行认为宏观杠杆率增长较快的原因是我国经济的结构性特征相关，所以调结构也是未来维持宏观杠杆率趋缓的局面。货币政策仍然保持中性维稳的格局

## 一级市场

- ◇ 概况：上周一级市场新债发行规模小幅回升，周内新发行债148只，发行总规模3616.31亿（高于过去的52周平均发行规模的7%），周环比上升10.57%。利率债发行规模较大，信用债发行规模仍然处于低位。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模有所上升，周内有18只新债发行，发行总规模1980亿元，周环比上升11.86%。利率债中地方债发行继续放量，国债发行规模继续维持较高水平。需求方面，资金面逐步转松，利率债招标利率大幅下行。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场7.2个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模小幅回升，周内有130只新发债，发行规模1636.31亿，周环比上升9.05%。截至目前，2018年累计发行信用债49,777.17亿元。发行量虽然比上周小幅增加，但仍处于低位。企业债、公司债发行量仍然较小。需求方面，受近期信用事件频发影响，需求有所压制，市场需求仍然集中在高等级品种，久期有所拉长，低等级品种一级市场发行仍然困难。信用债发行利率整体小幅上行。评级为AA/AA的城投债发行利率在7.6%。

## 二级市场

- ◇ 货币市场：由于上周公开市场净投放量较大，资金面整体较为宽松，市场上融入融出均较为便利。Shibor利率较前期小幅上行，平均上行5个基点。
- ◇ 现券市场：上周信用事件继续增多，市场悲观情绪仍未得到缓解，市场利率以上行为主，其中利率债收益率平均上行5个基点，信用债收益率平均上行9个基点。

## 债市热点

- ◇ 信用事件继续维持高发状态，但不必过分悲观。

# 一、宏观经济

---

## 国内市场

4月M2同比增速小幅抬升至8.3%，低于市场预期，M1也小幅抬升0.1个百分点至7.2%。4月贷款增加1.18万亿，同比增速仅下降0.1个百分点至12.7%，表外转表内为同比增速提供了重要支撑。4月社融增量1.56万亿，同比10.5%保持稳定，考虑地方债置换等因素的广义社融同比增速同样稳定在12.1%。

## 货币政策

2018年第一季度货币政策报告在下一阶段货币政策展望中将去杠杆换成调结构，但我们认为这并不意味着货币政策转向。央行认为宏观杠杆率增长较快的原因是我国经济的结构特征相关，所以调结构也是未来维持宏观杠杆率趋缓的局面。货币政策仍然保持中性维稳的格局。

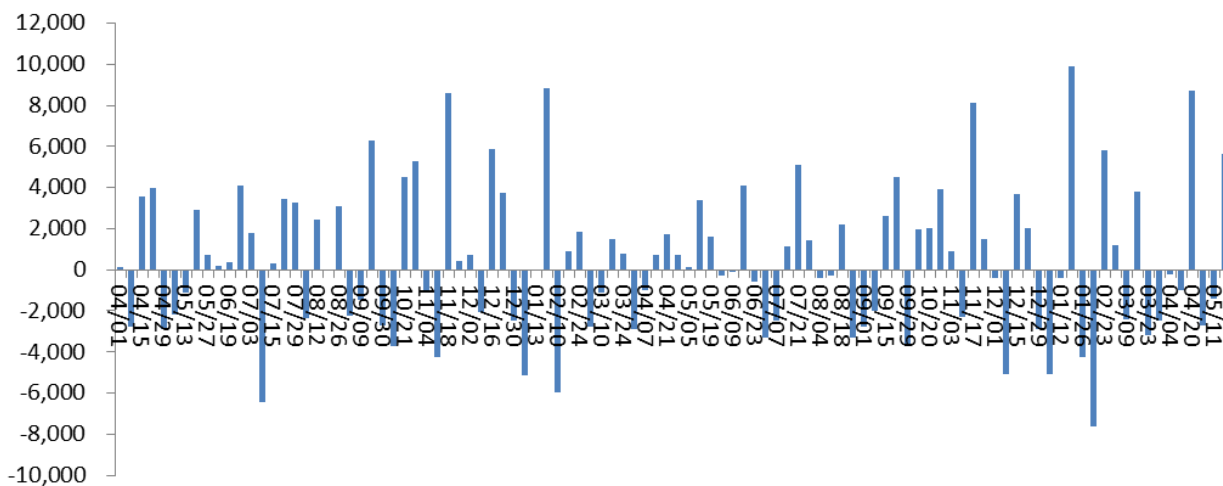
表 1:上周基础货币变化情况

项目	流入资金 (亿)	流出资金 (亿)
公开市场	6460	800
合计	5660	

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

公开市场方面，央行在公开市场共进行了2700亿元7天期逆回购和2200亿元的14天逆回购操作，利率持平于2.55%和2.70%；另外进行了1560亿元的MLF投放；单周实现资金净投放5660亿元，净投放金额较大。

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

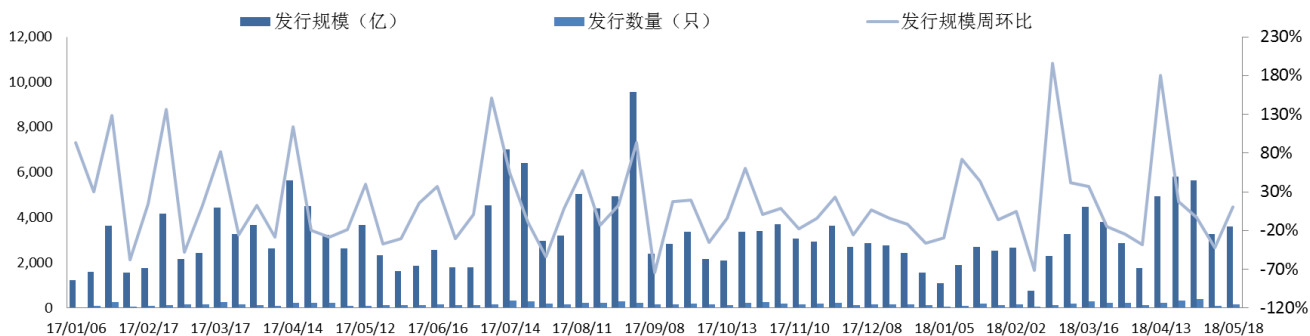
## 二、一级市场

---

## 概况

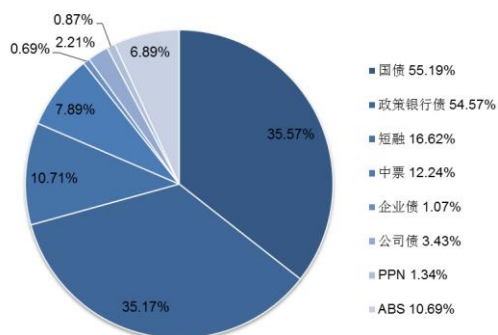
上周一级市场新债发行规模小幅回升，周内新发行债 148 只，发行总规模 3616.31 亿（高于过去的 52 周平均发行规模的 7%），周环比上升 10.57%。利率债发行规模较大，信用债发行规模仍然处于低位。

图 2:债券市场单周发行规模



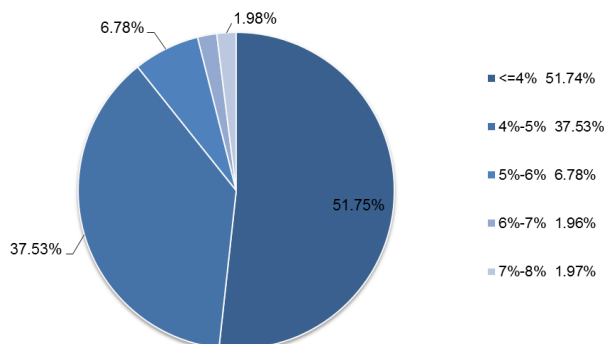
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



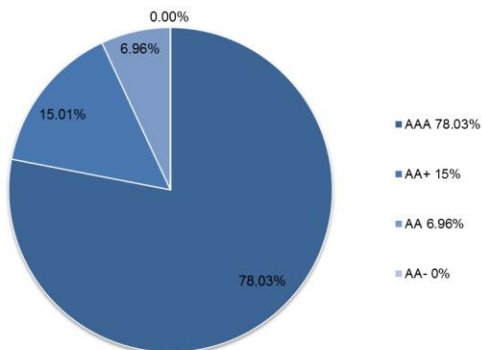
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



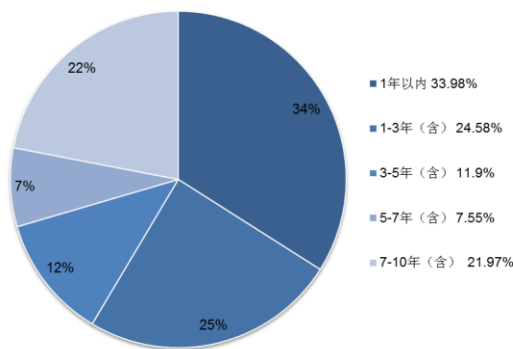
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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上升，周内有 18 只新债发行，发行总规模 1980 亿元，周环比上升 11.86%。利率债中地方债发行继续放量，国债发行规模继续维持较高水平。需求方面，资金面逐步转松，利率债招标利率大幅下行。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场 7.2 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	实际发行规模 (亿)	期限 (年)	发行起始日	中标利率
<b>国债</b>				
18 附息国债 10	3.02%	410	1	2018/5/16
18 附息国债 11	3.69%	410	10	2018/5/16
18 附息国债 12	4.13%	290	50	2018/5/18
18 贴现国债 23		100	0.2493	2018/5/18
<b>政策性金融债</b>				
18 农发 05 (增 4)	4.05%	40	2	2018/5/14
18 国开 05 (增 14)	4.51%	120	10	2018/5/15
18 国开 07 (增 4)	3.65%	40	1	2018/5/15
18 国开 08 (增 3)	4.22%	50	3	2018/5/15
18 贴现国开 05	2.96%	60	0.5178	2018/5/15
18 农发 01 (增 16)	4.59%	40	7	2018/5/16
18 农发 03 (增 14)	4.46%	70	5	2018/5/16
18 农发 06 (增发)	4.68%	50	10	2018/5/16
18 农发 07	3.89%	80	1	2018/5/16
18 国开 04 (增 7)	4.34%	50	5	2018/5/17
18 国开 06 (增 6)	4.58%	40	7	2018/5/17
18 进出 03 (增 14)	4.46%	50	5	2018/5/17
18 进出 04 (增 7)	4.32%	50	3	2018/5/17
18 进出 06	2.80%	30	0.2521	2018/5/17

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小幅回升，周内有 130 只新发债，发行规模 1636.31 亿，周环比上升 9.05%。截至目前，2018 年累计发行信用债 49,777.17 亿元。发行量虽然比上周小幅增加，但仍处于低位。企业债、公司债发行量仍然较小。

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	1636.31	49,777.17
企业债	16.00	713.60
公司债	77.40	4,509.50
ABS	158.91	4,502.42
非政策性银行金融债	935.00	20,127.78
NAFMII 品种	449.00	19,923.87

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

需求方面，受近期信用事件频发影响，需求有所压制，市场需求仍然集中在高等级品种，久期有所拉长，低等级品种一级市场发行仍然困难。信用债发行利率整体小幅上行。评级为 AA/AA 的城投债发行利率在 7.6%。

表 4:上周 NAFMII 估值情况（%）

评级	1y	3y	5y	7y	10y	15y	20y	30y
重点 AAA	4.66	4.92	5.06	5.16	5.37	5.75	5.92	6.2
AAA	4.75	5.05	5.22	5.43	5.63	6.03	6.33	6.64
AA+	5.01	5.28	5.52	5.95	6.18	6.68	7.02	7.33
AA	5.28	5.68	5.85	6.5	6.75	7.37	7.72	8.05
AA-	6.13	6.67	6.93	7.73	8	8.5	9.14	9.21

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	-	4.65-4.8	-	5.08	-	4.56-5.1	-	-	-
AA+	4.87	-	4.87-5.6	-	5.45	-	-	6.38-6.78	-	6.26
AA	-	-	5.7-7.2	-	-	-	-	-	-	-
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 国投 02	4.74%	AAA	AAA	20	3+2	2018/5/14	资本货物	
18 航技 01	4.85%	AAA	AAA	3	3	2018/5/14	资本货物	
18 二三 01	6.00%	AAA	AA	5	2+1	2018/5/14	软件与服务	担保
18 电投 02	4.84%	AAA	AAA		3	2018/5/15	公用事业 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 深投 01	4.80%	AAA	AAA	13	3+2	2018/5/15	多元金融	
18 东林 01	7.00%	AA+	AA+		1+2	2018/5/16	商业和专业服务	
18 电投 03		AAA	AAA		3	2018/5/17	公用事业 II	
18 建五 Y1		AAA	AAA		3+N	2018/5/17	资本货物	
18 建五 Y2		AAA	AAA		5+N	2018/5/17	资本货物	
18 国微 01	5.28%	AAA	AA+		3+2	2018/5/17	半导体与半导体生产设备	担保
18 新泰 03	7.00%	AA+	AA+		5	2018/5/17	材料 II	
18 中山 01	5.30%	AA+	AA+	10	3+2	2018/5/17	公用事业 II	
18 国购 02	7.80%	AA	AA		3+2	2018/5/17	房地产 II	
<b>私募债</b>								
18 天府 01	7.50%	AAA	AA	6.4	3+2	2018/5/16	公用事业 II	担保
18 雨花 03	6.99%		AA	5	3+2	2018/5/16	资本货物	
18 国发 01			AAA		3+2	2018/5/17	多元金融	
18 包钢 01	7.40%		AA+	15	1+1+1+1+1	2018/5/17	材料 II	
<b>ABS</b>								
18 电子城 A		AAA			21.0137	2018/5/16	银行	
18 电子城 B		AAA			21.0137	2018/5/16	银行	
18 荣盛 01	6.50%	AAA		7	256D	2018/5/16	房地产 II	
18 荣盛 02	6.80%	AAA		6	1.7014	2018/5/16	房地产 II	
18 荣盛 03	7.20%	AAA		6	2.7041	2018/5/16	房地产 II	
世茂 1A		AAA		6.6	365D	2018/5/16		
远海租 A1	5.21%	AAA		7.15	0.6685	2018/5/16	资本货物	

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

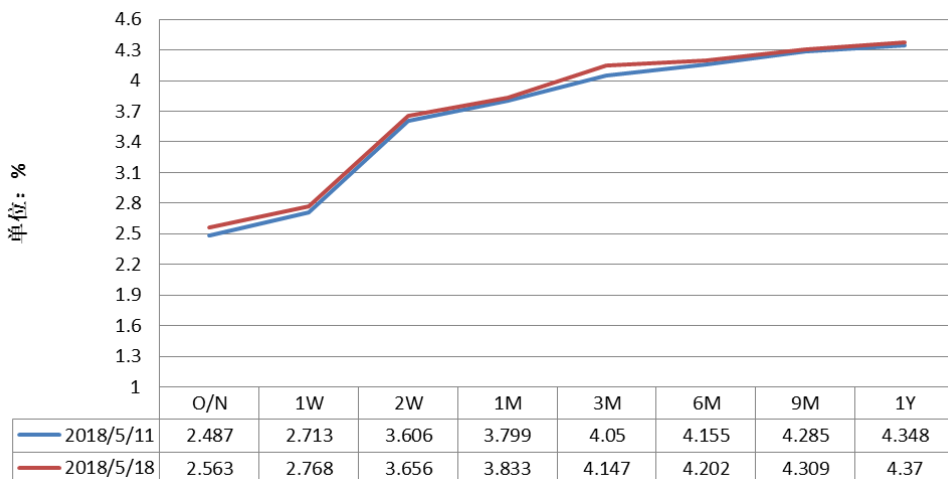
## 三、二级市场

---

## 货币市场

由于上周公开市场净投放量较大，资金面整体较为宽松，市场上融入融出均较为便利。Shibor 利率较前期小幅上行，平均上行 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

上周信用事件继续增多，市场悲观情绪仍未得到缓解，市场利率以上行为主，其中利率债收益率平均上行 5 个基点，信用债收益率平均上行 9 个基点。

展望后市，在资金供给收缩快于融资需求收缩的情况下，目前利率还没进入向下趋势，债券收益率在二级供需关系转弱情况下仍可能会有小幅回升，尤其长端利率。

表 7:5 月 17 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	3.07%	15	1Y	3.91%	17
3Y	3.24%	2	3Y 非国开	3.92%	4
5Y	3.46%	7	3Y 国开	3.90%	3
7Y	3.66%	0	5Y 非国开	4.37%	3
10Y	3.71%	2	5Y 国开	4.29%	3
			7Y 非国开	4.53%	4
			7Y 国开	4.43%	3
			10Y 非国开	4.68%	2
			10Y 国开	4.63%	3

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 5月17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+	-	4.64%	-	4.69%	-	4.79%	-	4.81%
	AAA	4.74%	4.74%	4.79%	4.79%	4.89%	4.89%	4.91%	4.91%
	AA+	5.02%	5.02%	5.09%	5.09%	5.19%	5.19%	5.20%	5.20%
	AA	5.32%	5.32%	5.42%	5.42%	5.52%	5.52%	5.56%	5.56%
	AA-	6.52%	6.52%	6.82%	6.82%	6.92%	6.92%	7.00%	7.00%
与前周收益变动	AAA+	-	11	-	4	-	9	-	2
	AAA	11	11	7	7	9	9	2	2
	AA+	11	11	10	10	12	12	2	2
	AA	14	14	13	13	9	9	2	2
	AA-	21	21	13	13	9	9	4	4

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 5月17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+	4.11%	4.24%	4.30%	4.34%	4.69%	4.80%
	AAA	4.17%	4.34%	4.40%	4.46%	4.79%	4.89%
	AA+	4.41%	4.58%	4.65%	4.72%	5.06%	5.17%
	AA	4.66%	4.82%	4.92%	5.00%	5.34%	5.48%
	AA-	5.40%	5.67%	5.86%	6.02%	6.72%	7.07%
与前周收益变动	AAA+	14	8	4	2	8	4
	AAA	14	8	4	2	8	4
	AA+	14	8	5	4	8	4
	AA	14	8	5	4	8	4
	AA-	14	8	5	4	8	4

资料来源: 上清所,东方花旗债券资本市场部

## 四、债市热点

---

## 1、信用事件继续维持高发状态，但不必过分悲观

信用事件继续维持高发状态。继上周中安消、凯迪生态、盾安等公司爆出债务危机以后，信用风险持续引发投资者关注。本周信用事件再度牵动市场神经，沪华信于 5 月 14 日发布公告称，由于公司正常经营受到重大不利影响，资金筹措方案尚未落实，17 沪华信 SCP002 到期兑付存在不确定性。

信用风险对债市走势的影响机制很明确，短期赎回带来的流动性冲击对利率债和高等级信用债不利，而中期从信用风险和基本面的角度则会利好利率债和高等级的信用债。信用风险近期的集中爆发实质上反应的是前期企业内外部现金流的恶化，并不代表未来一定会继续大幅恶化。当然在地产、建筑等融资依赖性行业信用风险出现之前，本轮集中违约很难说已经到了高潮，但对于未来也不必过度悲观，信用风险暂时不至于回到失控的阶段。

在外部不确定性显著加大的背景下，内部环境的稳定性重要性愈发凸显，因此债券市场的投资也要有底线思维，从各个角度来看，当前的信用环境并不具备引发市场出现类似于 11 年大跌的基础，因此如果短期信用事件冲击导致市场出现明显的下跌，对利率债和高等级信用债反而可以变得乐观一些。

### 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。