

资金面边际宽松 债市打破区间震荡

东方花旗债券市场周报

2018年5月21日-5月25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：据国家统计局公布的数据，4月CPI同比1.8%，环比-0.2%，为连续第二个月下降，但降幅较上月收窄0.9个百分点。其中，猪肉价格环比大幅下跌6.6%，带动CPI环比下行0.15个百分点。4月PPI同比3.4%，环比-0.2%。2018年第二季度，生产复产，需求修复，一定程度上助推PPI温和上行，但同时受食品项尤其是猪周期拖累，CPI增速依然趋缓，这样一来使得4月PPI与CPI剪刀叉走扩，物价指标出现分化。
- ◇ 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有所下降，周内新发行债158只，发行总规模2456.47亿（低于过去的52周平均发行规模的26%），周环比下降32.07%。上周利率债发行规模下降，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下降，周内有14只新债发行，发行总规模848亿元，周环比下降57.17%。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11.88个基点。未来一级市场利率债假如招标利率进一步下行的话，预计配置资金将会进场。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模小幅下降，周内有144只新发债，发行规模1608.47亿，周环比下降1.7%。截至目前，2018年累计发行信用债52,330.03亿元。受信用事件频发影响，信用债发行量仍然较少。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AAA/AA-的城投债发行利率在7.98%。

二级市场

- ◇ 货币市场：上周资金面仍然整体较为宽松，市场上融入融出均较为便利。宽松的资金面开始提升市场的做多情绪。Shibor利率较前期小幅上行，平均上行1.75个基点。
- ◇ 现券市场：近期资金面相对宽松，很大程度上助推了市场做多情绪。利率债收益率依旧大幅下行，而一级利率债招标结果显示配置盘似乎尚未发力，结合国开利率下行幅度大于国债，大体可以判断交易盘主导了最近几日的行情。市场利率大幅下行，其中利率债收益率平均下行8个基点，信用债收益率平均下行3.14个基点。

债市热点

- ◇ 银保监会发布《商业银行流动性风险管理办法》

一、宏观经济

国内市场

据国家统计局公布的数据，4月CPI同比1.8%，环比-0.2%，为连续第二个月下降，但降幅较上月收窄0.9个百分点。其中，猪肉价格环比大幅下跌6.6%，带动CPI环比下行0.15个百分点。4月PPI同比3.4%，环比-0.2%。2018年以来，国内需求偏弱，供给缓慢复苏，上游价格传导至中游，但受经济下行和中性偏紧货币政策影响，通胀压力不及预期。进入二季度后，节日效应逝去，生产复产，需求修复，一定程度上助推PPI温和上行，但同时受食品项尤其是猪周期拖累，CPI增速依然趋缓，这样一来使得4月PPI与CPI剪刀叉走扩，物价指标出现分化。

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。

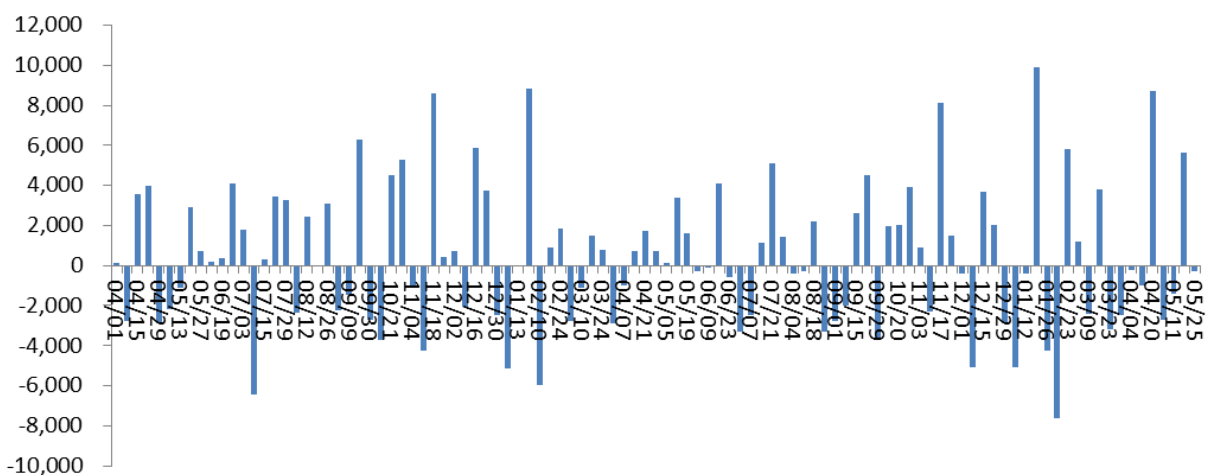
表 1:上周基础货币变化情况

项目	流入资金 (亿)	流出资金 (亿)
公开市场	2900	3200
合计		-300

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1500亿元7天期逆回购和1400亿元的14天逆回购操作，利率持平于2.55%和2.70%；单周实现资金净回笼300亿元。

图 1:公开市场净投放/回笼 (单位: 亿元)



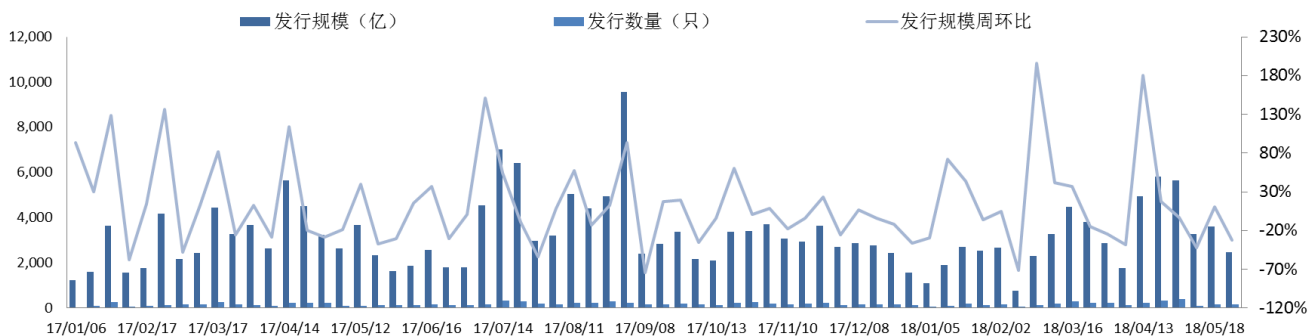
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

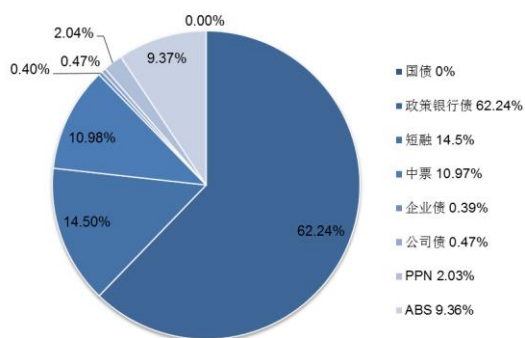
上周一级市场新债发行规模有所下降，周内新发行债 158 只，发行总规模 2456.47 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 26%），周环比下降 32.07%。上周利率债发行规模下降，信用债发行规模仍然处于低位。

图 2:债券市场单周发行规模



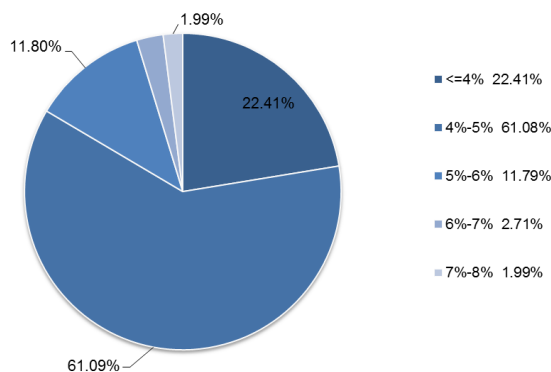
资料来源：wind，东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



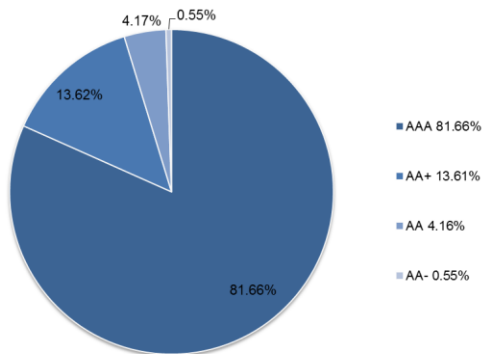
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



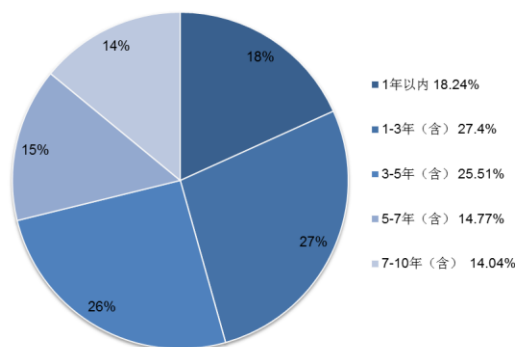
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

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下降，周内有 14 只新债发行，发行总规模 848 亿元，周环比下降 57.17%。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 11.88 个基点。未来一级市场利率债假如招标利率进一步下行的话，预计配置资金将会进场。

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
国债				
18 贴现国债 24	2.80%	100	0.2493	2018/5/25
政策性金融债				
18 农发 05 (增 5)	4.09%	40	2	2018/5/21
18 国开 04 (增 8)	4.30%	61	5	2018/5/22
18 国开 07 (增 5)	3.66%	74	1	2018/5/22
18 国开 08 (增 4)	4.19%	63	3	2018/5/22
18 农发 01 (增 17)	4.50%	40	7	2018/5/23
18 农发 06 (增 2)	4.58%	60	10	2018/5/23
18 农发 07 (增发)	3.80%	70	1	2018/5/23
18 农发 08	4.37%	70	5	2018/5/23
18 国开 05 (增 15)	4.39%	120	10	2018/5/24
18 国开 06 (增 7)	4.45%	40	7	2018/5/24
18 进出 03 (增 15)	4.35%	40	5	2018/5/24
18 进出 04 (增 8)	4.24%	40	3	2018/5/24
18 进出 07	2.82%	30	0.2521	2018/5/24

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下降，周内有 144 只新发债，发行规模 1608.47 亿，周环比下降 1.7%。截至目前，2018 年累计发行信用债 52,330.03 亿元。受信用事件频发影响，信用债发行量仍然较少。

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	1608.47	52,330.03
企业债	5.00	718.60
公司债	73.00	4,680.14
ABS	121.97	4,685.15
非政策性银行金融债	1064.10	21,588.88
NAFMII 品种	344.40	20,657.27

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 AAA/AA- 的城投债发行利率在 7.98%。

表 4: 上周 NAFMII 估值情况 (%)

评级	1y	3y	5y	7y	10y	15y	20y	30y
重点 AAA	4.65	4.9	5.04	5.16	5.37	5.76	5.93	6.2
AAA	4.78	5.05	5.2	5.43	5.63	6.04	6.33	6.65
AA+	5.04	5.27	5.51	5.95	6.17	6.69	7.03	7.34
AA	5.32	5.69	5.85	6.5	6.75	7.38	7.73	8.06
AA-	6.17	6.69	6.92	7.73	8	8.51	9.16	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	3.7-4.0	-	4.3-4.5	-	-	-	4.68-5.44	-	5.28	-
AA+	4.5	-	4.14-6.5	-	-	-	-	6.4	-	6
AA	-	-	5.69-7.5	-	-	-	-	-	-	-
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
公司债								
18 岸资 01	5.79%	AA+	AA+	5.9	3+2	2018/5/21	多元金融	
18 深能 01	4.80%	AAA	AAA		3+2	2018/5/22	公用事业 II	
18 文投 01	5.10%	AAA	AAA		3+2	2018/5/23	媒体 II	
18 元禾 01	5.18%	AAA	AA+		3+2	2018/5/23	多元金融	担保
18 金地 03	5.29%	AAA	AAA		2+1	2018/5/24	房地产 II	
18 金地 04	5.38%	AAA	AAA		3+2	2018/5/24	房地产 II	
18 英唐 02	7.50%	AAA	AA-		2+2	2018/5/24	技术硬件与设备	担保

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
私募债								
18 龙控 03	7.30%		AAA	10	2+2	2018/5/21	房地产 II	18 龙控 03
18 方正 05	6.80%		AAA		2+2+1	2018/5/22	软件与服务	18 方正 05
18 先导 01	6.50%		AA+	33	3+2	2018/5/22	资本货物	18 先导 01
18 农发 01	6.80%		AA	2	2+1	2018/5/22	食品、饮料与烟草	18 农发 01
18 云锡 02	7.50%		AA	3.2	2+1	2018/5/22	材料 II	18 云锡 02
18 金堂 02	7.80%	AA	AA	4.5	3+2	2018/5/23	资本货物	18 金堂 02
18 美的 01	7.80%		AA	14.4	3	2018/5/23	房地产 II	18 美的 01
18 灵璧债	8.00%				3+2	2018/5/23	运输	18 灵璧债
18 东兴 03		AAA	AAA		2	2018/5/24	多元金融	18 东兴 03
18 东兴 04		AAA	AAA		2+1	2018/5/24	多元金融	18 东兴 04
18 海伟 01		AA+	AA+		3	2018/5/24	技术硬件与设备	18 海伟 01
18 绿城 05			AAA		2+2	2018/5/24	房地产 II	18 绿城 05

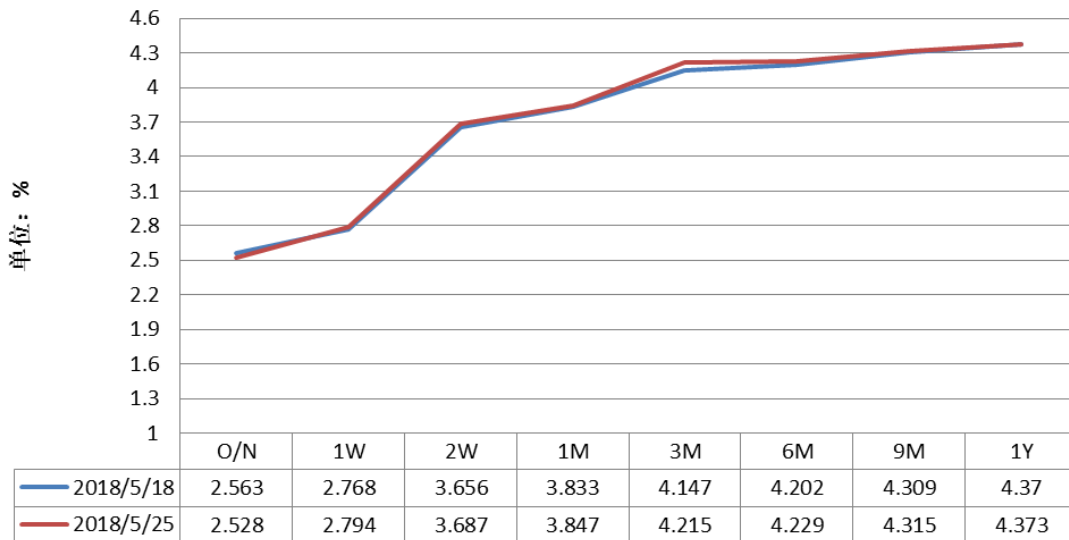
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

三、二级市场

货币市场

上周资金面仍然整体较为宽松，市场上融入融出均较为便利。宽松的资金面开始提升市场的做多情绪。Shibor 利率较前期小幅上行，平均上行 1.75 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

近期资金面相对宽松，很大程度上助推了市场做多情绪。利率债收益率依旧大幅下行，而一级利率债招标结果显示配置盘似乎尚未发力，结合国开利率下行幅度大于国债，大体可以判断交易盘主导了最近几日的行情。市场利率大幅下行，其中利率债收益率平均下行 8 个基点，信用债收益率平均下行 3.14 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 24 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	3.12%	5	1Y	3.87%	-4
3Y	3.28%	4	3Y 非国开	3.88%	-6
5Y	3.42%	-4	3Y 国开	3.87%	-5
7Y	3.62%	-4	5Y 非国开	4.31%	-9
10Y	3.65%	-6	5Y 国开	4.25%	-10
			7Y 非国开	4.44%	-10

国债			金融债		
			7Y 国开	4.33%	-11
			10Y 非国开	4.58%	-10
			10Y 国开	4.53%	-11

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 5 月 24 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+	-	4.59%	-	4.62%	-	4.70%	-	4.72%
	AAA	4.69%	4.69%	4.72%	4.72%	4.79%	4.79%	4.80%	4.80%
	AA+	4.97%	4.97%	5.05%	5.05%	5.12%	5.12%	5.12%	5.12%
	AA	5.35%	5.35%	5.45%	5.45%	5.52%	5.52%	5.53%	5.53%
	AA-	6.60%	6.60%	6.87%	6.87%	6.94%	6.94%	7.00%	7.00%
与前周收益变动	AAA+	-	-5	-	-7	-	-8	-	-9
	AAA	-5	-5	-7	-7	-11	-11	-11	-11
	AA+	-5	-5	-4	-4	-8	-8	-8	-8
	AA	3	3	3	3	-1	-1	-3	-3
	AA-	8	8	5	5	1	1	0	0

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 5 月 24 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+	3.96%	4.15%	4.29%	4.40%	4.69%	4.80%
	AAA	4.01%	4.25%	4.39%	4.52%	4.80%	4.88%
	AA+	4.25%	4.52%	4.67%	4.78%	5.07%	5.17%
	AA	4.50%	4.76%	4.95%	5.06%	5.34%	5.48%
	AA-	5.24%	5.61%	5.88%	6.08%	6.73%	7.06%
与前周收益变动	AAA+	-16	-9	-1	6	1	-1
	AAA	-16	-9	-1	6	1	-1
	AA+	-16	-6	2	6	1	-1
	AA	-16	-6	2	6	1	-1
	AA-	-16	-6	2	6	1	-1

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

四、债市热点

1、银保监会发布《商业银行流动性风险管理办法》

5月25日傍晚，银保监会发布《商业银行流动性风险管理办法》，明确了商业银行流动性管理的各项指标。

总体而言，新流动性管理办法新增了流动性匹配率和优质流动性资产充足率两项指标，对中小银行影响更大。对大行则是新增了流动性匹配率指标。这些新增指标的设置，充分体现了去通道、去同业空转的监管思路。也就是说，如果商业银行依然保持此前那种“用同业负债支撑同业资产”的思路，将很难满足这两项指标的监管要求。

这恰恰体现了：当前银监会的监管思路，已经从以前的窗口指导，开始转变为走向更加完善的技术指标引导。因为在2017年4月份开始的“三三四”检查过程中，监管只是提出“不得用同业负债来匹配同业资产”——这样过于生硬死板的要求，并不符合商业银行运营的基本规律。事实上，负债和资产匹配并不能微观进行干预，而是通过修改技术指标，来进行总体约束。

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。