

避险情绪升温 债市维持平稳

东方花旗债券市场周报

2018年5月28日-6月1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：货币政策仍有对冲和放松空间。一方面，欧元区危机可能促使欧央行重回宽松轨道，美联储加息节奏也将有所放缓；另一方面，外需下滑使得国内需求维稳压力增大，4 月政治局会议重提“扩大内需”，而货币和流动性是最容易控制的，历次政策放松必先选货币放松，没有货币放松，就不可能有财政的全面积极，以及融资总量的回升。

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 120 只，发行总规模 1757.37 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 47%），周环比下降 28.46%。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进一步下降，周内有 11 只新债发行，发行总规模 632.6 亿元，周环比下降 25.4%。需求方面，市场避险情绪增强，对利率债的需求逐步上升。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场 6.4 个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所下降，周内有 105 只新发债，发行规模 1124.77 亿，周环比下降 30%。截至目前，2018 年累计发行信用债 54,393.11 亿元。受信用事件频发影响，信用债发行量仍然较少。市场对利率债需求有所上升，信用债需求有所压制，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 7.5%。

二级市场

- ◇ 货币市场：上周资金面与前期相比相对紧张，但由于公开市场投放量较大，整体资金面维持平稳。Shibor 利率有较大幅度的上行，平均上行 9.8 个基点，短期 Shibor 利率上行幅度较大，隔夜利率上行 27.3 个基点。
- ◇ 现券市场：尽管全球避险情绪升温，但债市在众多获利盘抛压下，国债期货表现高开低走，收益率先下后上。从更长的时间维度来看，市场核心矛盾仍在于周期下行和信用紧缩环境下寻找确定性优质资产，长端利率债仍有较为凸显的交易价值。市场利率基本维持平稳，其中利率债收益率平均下行 1 个基点，高等级信用债下行，低等级信用债收益率上行，信用利差走扩。

债市热点

- ◇ 美国宣布将对 500 亿美元中国进口产品征收 25%关税

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

货币政策仍有对冲和放松空间。一方面，欧元区危机可能促使欧央行重回宽松轨道，美联储加息节奏也将有所放缓；另一方面，外需下滑使得国内需求维稳压力增大，4月政治局会议重提“扩大内需”，而货币和流动性是最容易控制的，历次政策放松必先选货币放松，没有货币放松，就不可能有财政的全面积积极，以及融资总量的回升。

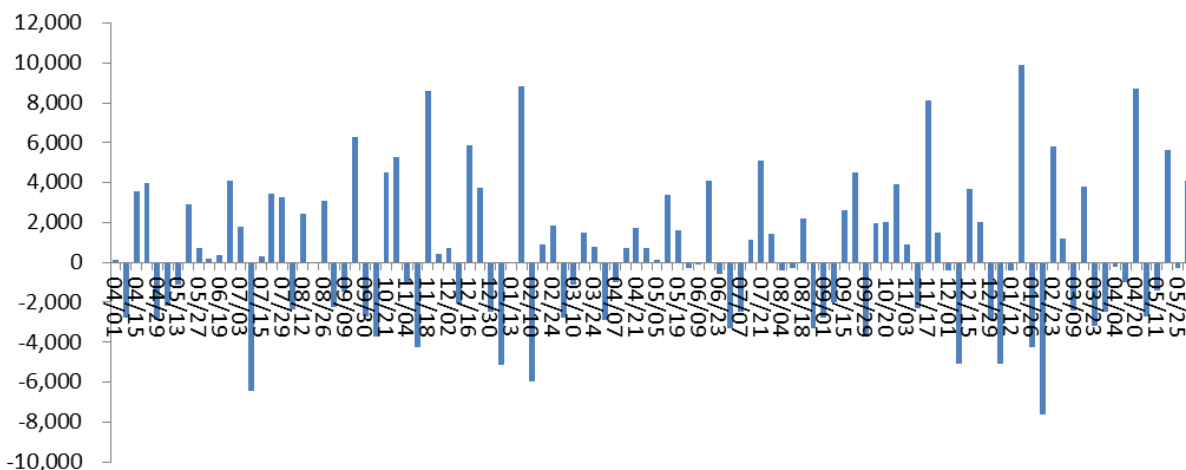
表 1:上周基础货币变化情况

项目	流入资金（亿）	流出资金（亿）
公开市场	7800	3700
合计	4100	

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3600亿元7天期逆回购和1300亿元的14天逆回购操作，另外重启了2900亿元的28天逆回购操作。利率持分别在2.55%、2.70%和2.85%；上周央行投放资金量较大，单周净投放4100亿元。

图 1:公开市场净投放/回笼（单位：亿元）



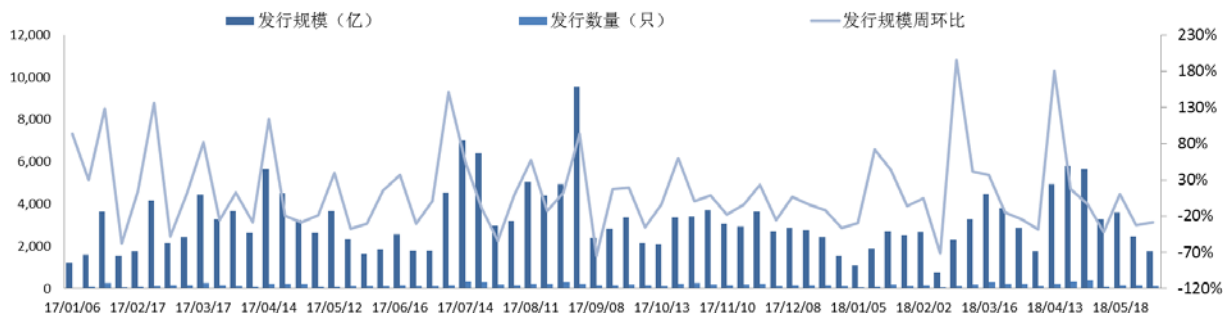
资料来源：wind，东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

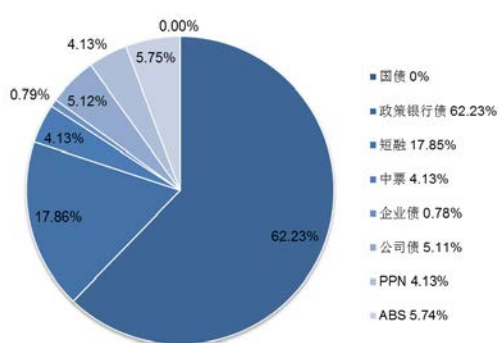
上周一级市场新债发行规模有所下降，周内新发行债 120 只，发行总规模 1757.37 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 47%），周环比下降 28.46%。上周利率债发行规模下降，信用债发行规模仍然处于低位。

图 2:债券市场单周发行规模



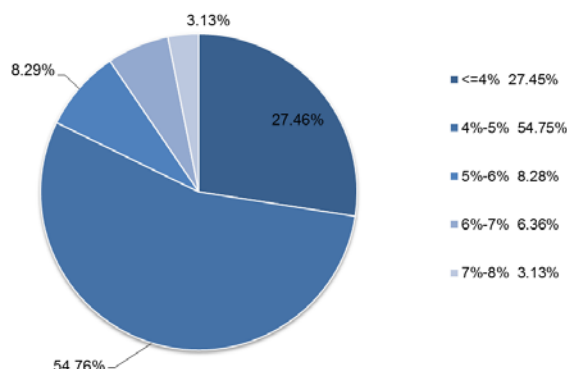
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



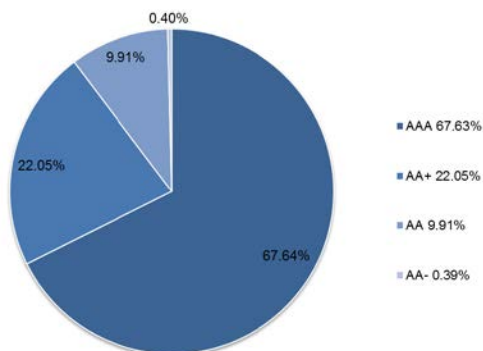
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



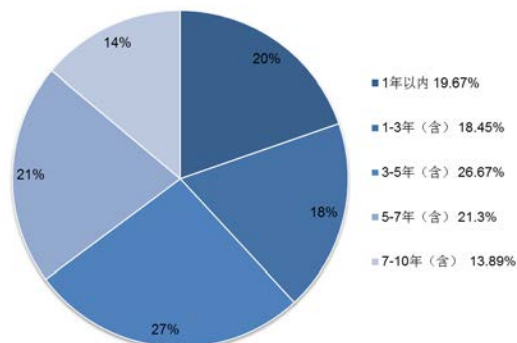
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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进一步下降，周内有 11 只新债发行，发行总规模 632.6 亿元，周环比下降 25.4%。需求方面，市场避险情绪增强，对利率债的需求逐步上升。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场 6.4 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
国债				
18 贴现国债 25	2.92%	100	0.2493	2018/6/1
政策性金融债				
18 国开 05 (增 16)	4.09%	40	2	2018/5/21
18 国开 07 (增 6)	4.30%	61	5	2018/5/22
18 国开 08 (增 5)	3.66%	74	1	2018/5/22
18 农发 01 (增 18)	4.19%	63	3	2018/5/22
18 农发 06 (增 3)	4.50%	40	7	2018/5/23
18 农发 07 (增 2)	4.58%	60	10	2018/5/23
18 农发 08 (增发)	3.80%	70	1	2018/5/23
18 农发 09	4.37%	70	5	2018/5/23
18 国开 04 (增 9)	4.39%	120	10	2018/5/24
18 国开 06 (增 8)	4.45%	40	7	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有所下降，周内有 105 只新发债，发行规模 1124.77 亿，周环比下降 30%。截至目前，2018 年累计发行信用债 54,393.11 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)
信用债	1124.77	54,393.11
企业债	8.00	726.60
公司债	143.55	5,032.99
ABS	58.42	5,009.58

债券品种	上周发行规模（亿）	截至上周全年发行规模（亿）
非政策性银行金融债	649.30	22,358.88
NAFMII 品种	265.50	21,265.07

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 7.5%。

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	3.8	-	4.32-5.8	-	-	5.05	5.95	-	-	5.6
AA+	-	-	5.15-7	6.1	7.2	-	-	6-6.15	-	-
AA	-	-	-	-	-	-	7.98	-	-	-
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
企业债							
18 陕金资债转股 NPB01	5.95%	AAA	AAA	3	4+1+1	2018/5/28	多元金融
18 梧州南站项目 NPB01	8.00%	AA		5	6.9851	2018/5/30	资本货物
18 上栗债 01	7.50%	AA	AA		5.0038	2018/5/31	资本货物
公司债							
18 华夏 01	6.80%	AAA	AAA	24.75	2+2	2018/5/28	房地产 II
18 华夏 02	6.80%	AAA	AAA	5.25	3+2	2018/5/28	房地产 II
18 西地 01	7.50%	AA+	AA		3+2	2018/5/28	房地产 II
18 苏城 01	4.80%	AAA	AAA		3+2	2018/5/29	多元金融
18 泰富 01	4.90%	AAA	AAA		3	2018/5/29	资本货物
18 铁建 Y3	5.30%	AAA	AAA	20	3+N	2018/5/29	资本货物
18 金王 01	7.00%	AAA	AA	2	3+2	2018/5/30	家庭与个人用品

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
18 深建 01	4.85%	AAA	AAA		3+2	2018/5/31	资本货物
18 阳煤 Y2	7.00%	AAA	AAA		3+N	2018/5/31	能源 II
18 川发 01		AAA	AAA		5+2	2018/6/1	资本货物
18 国电 02		AAA	AAA		3	2018/6/1	公用事业 II
18 中煤 03		AAA	AAA		3+2	2018/6/1	能源 II
18 中煤 04		AAA	AAA		5+2	2018/6/1	能源 II
18 农投 01		AAA	AA		3+2	2018/6/1	资本货物
18 泛海 G1		AA+	AA+		3+2	2018/6/1	资本货物

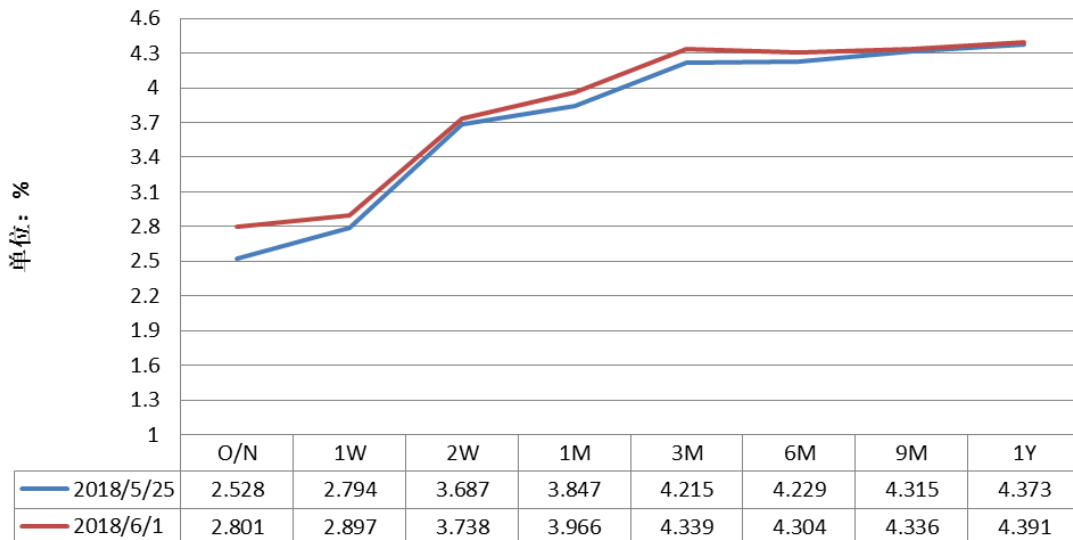
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

三、二级市场

货币市场

上周资金面与前期相比相对紧张，但由于公开市场投放量较大，整体资金面维持平稳。Shibor 利率有较大幅度的上行，平均上行 9.8 个基点，短期 Shibor 利率上行幅度较大，隔夜利率上行 27.3 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

尽管全球避险情绪升温，股市遭遇重挫，但债市在众多获利盘抛压下，国债期货表现高开低走，收益率先下后上。从更长的时间维度来看，市场核心矛盾仍在于周期下行和信用紧缩环境下寻找确定性优质资产，长端利率债仍有较为凸显的交易价值。市场利率基本维持平稳，其中利率债收益率平均下行 1 个基点，高等级信用债下行，低等级信用债收益率上行，信用利差走扩。

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 28 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	3.15%	2	1Y	3.88%	1
3Y	3.30%	2	3Y 非国开	3.89%	2
5Y	3.44%	2	3Y 国开	3.87%	0
7Y	3.60%	-2	5Y 非国开	4.32%	1
10Y	3.61%	-4	5Y 国开	4.25%	2

国债			金融债		
			7Y 非国开	4.45%	-4
			7Y 国开	4.35%	-2
			10Y 非国开	4.54%	-2
			10Y 国开	4.51%	-2

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 5 月 28 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+	-	4.54%	-	4.59%	-	4.64%	-	4.66%
	AAA	4.64%	4.64%	4.65%	4.65%	4.74%	4.74%	4.75%	4.75%
	AA+	4.97%	4.97%	5.00%	4.99%	5.10%	5.10%	5.11%	5.11%
	AA	5.38%	5.38%	5.45%	5.44%	5.55%	5.55%	5.56%	5.56%
	AA-	6.68%	6.68%	6.94%	6.94%	7.05%	7.05%	7.10%	7.10%
与前周收益变动	AAA+	-	-6	-	-3	-	-6	-	-6
	AAA	-5	-5	-7	-7	-5	-5	-6	-6
	AA+	0	0	-5	-6	-2	-2	-2	-2
	AA	3	3	0	-1	3	3	2	2
	AA-	8	8	7	7	11	11	9	9

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 5 月 28 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+	4.20%	4.30%	4.35%	4.37%	4.57%	4.74%
	AAA	4.26%	4.39%	4.45%	4.49%	4.73%	4.82%
	AA+	4.50%	4.66%	4.75%	4.80%	4.99%	5.11%
	AA	4.75%	4.91%	5.02%	5.08%	5.29%	5.46%
	AA-	5.49%	5.80%	6.04%	6.19%	6.78%	7.04%
与前周收益变动	AAA+	24	15	6	-3	-12	-6
	AAA	24	15	6	-3	-7	-6
	AA+	24	15	8	1	-8	-6
	AA	24	15	8	1	-5	-2
	AA-	24	19	16	11	5	-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、美国宣布将对 500 亿美元中国进口产品征收 25%关税

美方在 5 月 29 日突然宣布，将对 500 亿美元从中国进口的包括高科技以及与“中国制造 2025”相关的产品征收 25%关税，最终征税名单将在 6 月 15 日宣布，并在随后开始征收关税；此外，投资限制、对中国个人与先进工业技术出口控制等规定将在 6 月 30 日公布；同时，美国商务部宣布对中国的几家公司开展 337 调查，15 个细分产业被列入调查名单。而就在 9 天前，双方才就经贸磋商发表联合声明，宣称“不打贸易战、不相互加征关税”，因此，这一事件大超市场预期。如果声明中宣称的措施真的付诸实施，将对中美乃至全球贸易均产生严重冲击。

全球经济增长前景走弱，新兴经济体脆弱性凸显。18 年以来欧洲和日本经济表现低于预期，美国经济尚处于繁荣顶点，但韧性值得观察。中美贸易战不仅冲击国内出口，而中国也是韩国、日本等其他外向经济体的重要进口大国，这些经济体对外贸的依赖度远高于中国，也将间接受到贸易战的负面影响。此外，在外部需求走弱的同时，随着美元和美债利率走高，新兴市场遭遇抛售，阿根廷、巴西、土耳其、墨西哥已先后进入危机时刻，货币贬值风险骤增，阿根廷、土耳其、印尼等纷纷启动加息，以抑制贬值和资本外流。在这种大环境下，风险资产处于逆风，难有持续向好表现，债券避险价值值得重视。

国内经济面临下行压力，GDP 下行风险可能比看上去的更大。事实上，1 季度中国 GDP 增速 6.8%，但净出口对 GDP 同比的拉动从 17 年 1 季度的 0.1 下降至 18 年 1 季度的-0.6，这意味着国内需求加速 0.7 个百分点，而投资和消费增长整体放缓，GDP 潜在的下行风险恐怕比数据更为显著。

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。