

担忧并未消除 债市持续颠簸

东方花旗债券市场周报

2018年6月4日-6月8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：5月制造业 PMI 超预期升至 51.9，较上月回升 1 个百分点，为 2012 年以来同期最高水平。中观数据显示，5 月六大电厂日均耗煤量达 72.17 万吨，较上月上升 4.86 万吨。价格方面，5 月原材料如石油、钢材、水泥、煤炭等主要产品价格都有所上升。在供需局面维持改善，出口仍能表现良好的背景下，随着 PMI 等数据的良好表现，后续经济增长无需过多担忧。
- ◇ 货币政策：受 5 月企业营业税清缴和 6 月半年末临近冲击，近期资金面有所紧张，非银机构仍然对流动性也有诸多担忧，一方面，资管新规和货币基金监管新规落地后，产品规模仍面临缩水压力；另一方面，信用风险频发，信用事件有向产品流动性风险传染的担忧；再者，银行流动性和大额头寸监管指标趋严，半年末 MPA 监管考核仍引发银行对流动性预期偏谨慎。但预计货币政策仍然以中性维稳为主，以保证资金面的平稳。

一级市场

- ◇ 概况：上周一二级市场新债发行规模开始大幅回升，周内新发行债 177 只，发行总规模 3810 亿（高于过去的 52 周平均发行规模的 17%），周环比上升 116.8%。上周利率债和信用债的发行规模均开始反弹。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模大幅反弹，周内有 17 只新债发行，发行总规模 1831 亿元，周环比上升 189.4%。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 8.15 个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所回升，周内有 160 只新发债，发行规模 1979 亿，周环比上升 75.95%。截至目前，2018 年累计发行信用债 56,907.23 亿元。上周信用债发行量开始回升，但市场对信用债的需求仍然受信用事件的影响，不温不火。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。评级为 AA/AA 的城投债发行利率在 6.96%。

二级市场

- ◇ 货币市场：受 5 月企业营业税清缴和 6 月半年末临近冲击，近期资金面有所紧张，相对前期，上周 Shibor 利率短期有所下行，长端有所上行，整体平均下行 4BP。
- ◇ 现券市场：月末过后，资金面重回宽松，非跨季资金供给充足，但债市情绪似乎并未修复，仍连续阴跌不止，市场之前所期待的“年内第二波交易性窗口”迟迟未能兑现。市场利率呈现上行趋势，其中利率债收益率平均上行 4 个基点，信用债收益率平均上行 4.35 个基点。

债市热点

- ◇ 人民银行决定适当扩大 MLF 的担保品范围

一、宏观经济

国内市场

5月制造业 PMI 超预期升至 51.9，较上月回升 1 个百分点，为 2012 年以来同期最高水平。中观数据显示，5 月六大电厂日均耗煤量达 72.17 万吨，较上月上升 4.86 万吨。价格方面，5 月原材料如石油、钢材、水泥、煤炭等主要产品价格都有所上升。在供需局面维持改善，出口仍能表现良好的背景下，随着 PMI 等数据的良好表现，后续经济增长无需过多担忧。

货币政策

受 5 月企业营业税清缴和 6 月半年末临近冲击，近期资金面有所紧张，非银机构仍然对流动性也有诸多担忧，一方面，资管新规和货币基金监管新规落地后，产品规模仍面临缩水压力；另一方面，信用风险频发，信用事件有向产品流动性风险传染的担忧；再者，银行流动性和大额头寸监管指标趋严，半年末 MPA 监管考核仍引发银行对流动性预期偏谨慎。但预计货币政策仍然以中性和维稳为主，保证资金面的平稳。

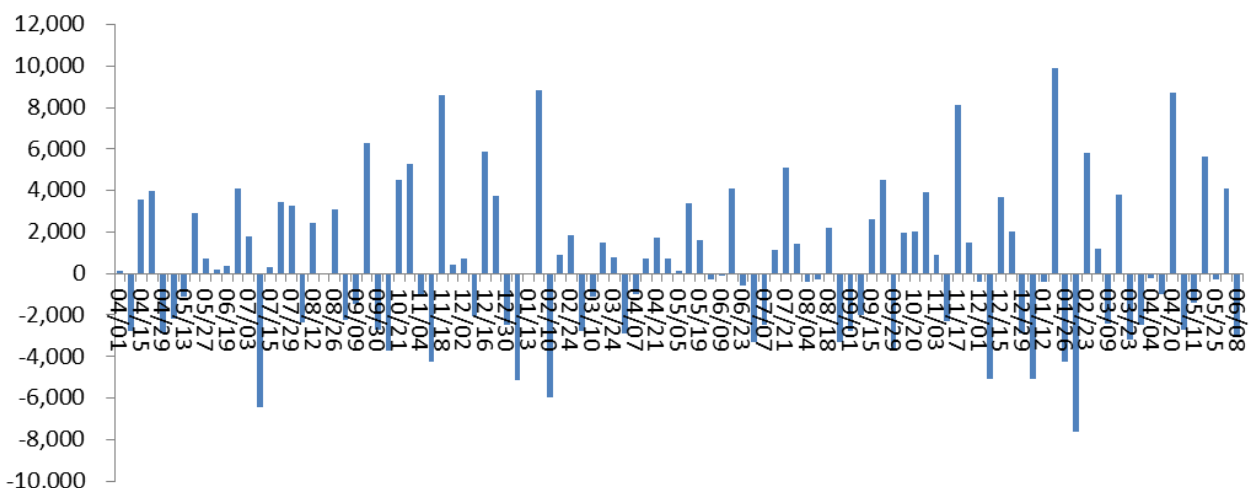
表 1:上周基础货币变化情况

项目	流入资金 (亿)	流出资金 (亿)
公开市场	2000	5000
合计		-3000

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 1100 亿元 7 天期逆回购和 900 亿元的 28 天逆回购操作，利率持平于 2.55%和 2.85%；上周净回笼 3000 亿元。但央行续作了 4630 亿元的 MLF，来维稳市场资金面。

图 1:公开市场净投放/回笼 (单位: 亿元)



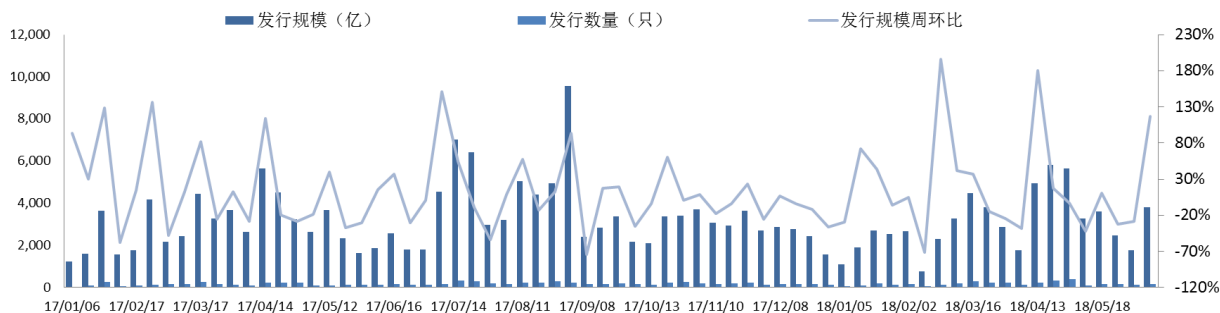
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

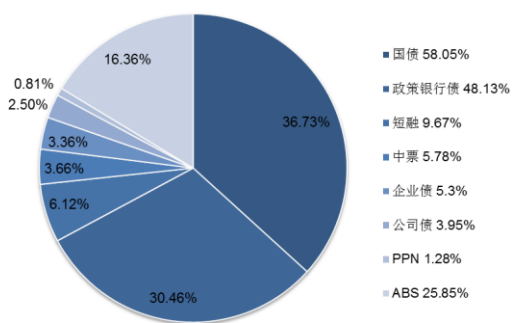
上周一级市场新债发行规模开始大幅回升，周内新发行债 177 只，发行总规模 3810 亿（高于过去的 52 周平均发行规模的 17%），周环比上升 116.8%。上周利率债和信用债的发行规模均开始反弹。

图 2:债券市场单周发行规模



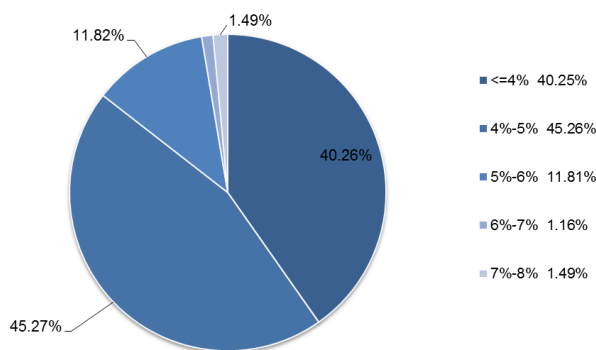
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



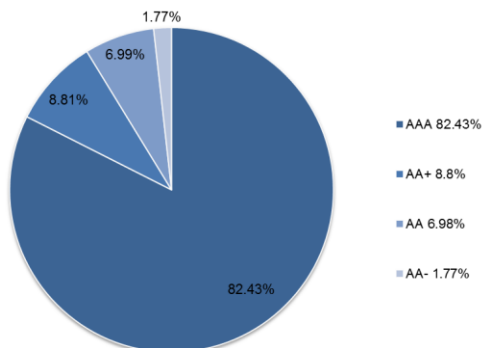
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



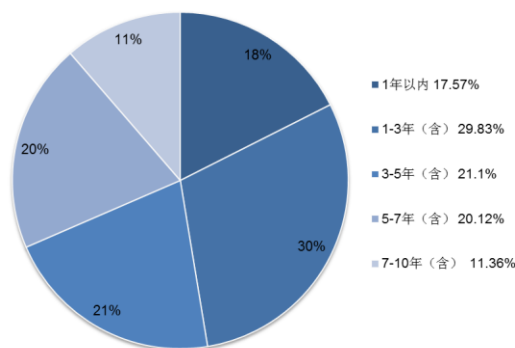
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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大幅反弹，周内有 17 只新债发行，发行总规模 1831 亿元，周环比上升 189.4%。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 8.15 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 附息国债 07 (续 2)	3.39%	450	3	2018/6/6
18 附息国债 13	3.61%	450	7	2018/6/6
18 贴现国债 26	2.91%	100	0.2493	2018/6/8
18 贴现国债 27		100	0.4986	2018/6/8
政策性金融债				
13 农发 21 (增发)	4.09%	40	2	2018/5/21
18 农发 08 (增 2)	4.30%	61	5	2018/5/22
18 农发 09 (增发)	3.66%	74	1	2018/5/22
18 国开 04 (增 10)	4.19%	63	3	2018/5/22
18 国开 07 (增 7)	4.50%	40	7	2018/5/23
18 国开 08 (增 6)	4.58%	60	10	2018/5/23
18 农发 01 (增 19)	3.80%	70	1	2018/5/23
18 农发 06 (增 4)	4.37%	70	5	2018/5/23
18 农发 07 (增 3)	4.39%	120	10	2018/5/24
18 国开 05 (增 17)	4.45%	40	7	2018/5/24
18 国开 06 (增 9)	4.49%	40	7	2018/6/7
18 进出 03 (增 16)	4.40%	30	5	2018/6/7
18 进出 08	2.76%	40	0.2521	2018/6/7

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回升，周内有 160 只新发债，发行规模 1979 亿，周环比上升 75.95%。截至目前，2018 年累计发行信用债 56,907.23 亿元。

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	1979.00	56,907.23
企业债	82.60	821.20
公司债	77.21	5,244.20
ABS	432.79	5,538.49
非政策性银行金融债	1125.90	23,495.78
NAFMII 品种	260.50	21,807.57

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

上周信用债发行量开始回升, 但市场对信用债的需求仍然受信用事件的影响, 不温不火。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。评级为 AA/AA 的城投债发行利率在 6.96%。

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.-4.57	-	4.6-5.2	-	-	-	-	5.4-6.18	5.46	-
AA+	-	-	5.08-6.04	-	-	-	5.57-5.95	8.5	5.82	-
AA	-	-	5.97	-	-	-	-	-	-	-
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 鄂交投债	5.29%	AAA	AAA	50	5.0038	2018/6/4	运输
18 长沙城北债 01	6.95%	AAA	AA	15	5.0038	2018/6/5	资本货物
18 鲁联运项目 NPB01	7.00%	AA		5	5.2039	2018/6/5	运输
18 乳山国资债	7.40%	AAA	AA	5.6	5.0038	2018/6/6	资本货物
18 弋城投债 01	7.50%	AAA	AA-	7	5.0038	2018/6/6	资本货物
18 常德德源债	7.70%	AA+	AA+		7	2018/6/8	资本货物

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
公司债							
18 电投 Y1	5.50%	AAA	AAA	25	5+N	2018/6/4	公用事业 II
18TCL01	5.48%	AAA	AAA	10	3+2	2018/6/5	耐用消费品与服装
18 建材 Y1	5.50%	AAA	AAA	9	3+N	2018/6/5	材料 II
18 建材 Y2	5.70%	AAA	AAA	3	5+N	2018/6/5	材料 II
18 保集 01	7.50%	AA	AA	4.5	2+1	2018/6/5	资本货物
18 津投 02	5.47%	AAA	AAA		5+5+5	2018/6/6	资本货物
18 伊泰 01	6.00%	AAA	AAA		3	2018/6/6	能源 II
18 皖高速	5.60%	AAA	AA	10	3+2	2018/6/6	房地产 II
18 西股 01	6.50%	AA+	AA+		3+2	2018/6/6	材料 II
18 兴沪 01	6.03%	AA+	AA+		3+2+2	2018/6/6	资本货物
18 兴沪 02	6.40%	AA+	AA+		5+2	2018/6/6	资本货物
18 电科 01	4.78%	AAA	AAA		3	2018/6/7	资本货物
18 蛇口 03	5.25%	AAA	AAA		5	2018/6/7	房地产 II

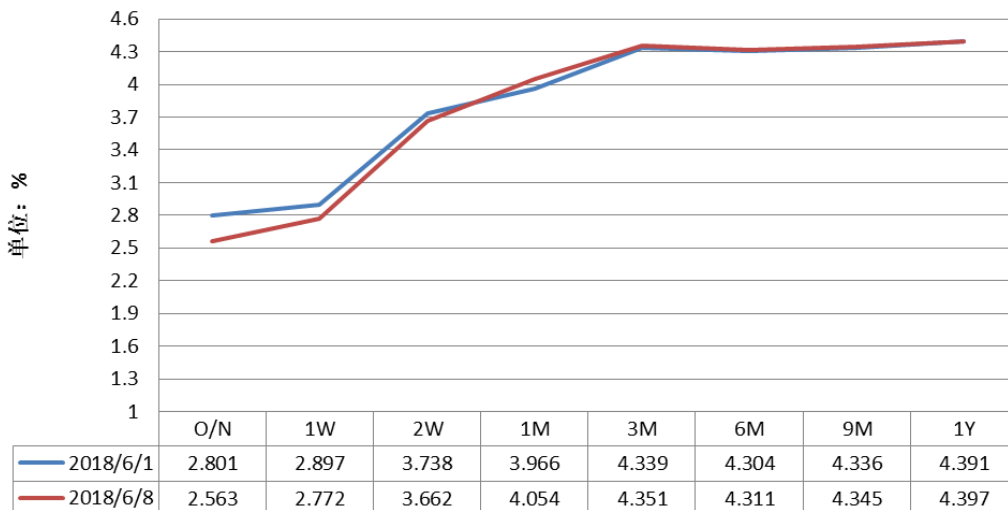
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

三、二级市场

货币市场

受5月企业营业税清缴和6月半年末临近冲击，近期资金面有所紧张，相对前期，上周Shibor利率短期有所下行，长端有所上行，整体平均下行4BP。

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

月末过后，资金面重回宽松，非跨季资金供给充足，但债市情绪似乎并未修复，仍连续阴跌不止，市场之前所期待的“年内第二波交易性窗口”迟迟未能兑现。市场利率呈现上行趋势，其中利率债收益率平均上行4个基点，信用债收益率平均上行4.35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7:6月7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	3.22%	7	1Y	3.92%	4
3Y	3.43%	13	3Y 非国开	3.95%	0
5Y	3.51%	7	3Y 国开	3.89%	3
7Y	3.65%	5	5Y 非国开	4.32%	5
10Y	3.67%	6	5Y 国开	4.28%	3
			7Y 非国开	4.49%	4
			7Y 国开	4.38%	3

国债			金融债		
			10Y 非国开	4.59%	7
			10Y 国开	4.54%	5

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 6 月 7 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%	-	4.68%	-	4.71%
	AAA	4.67%	4.67%	4.69%	4.69%	4.76%	4.76%	4.79%	4.79%
	AA+	4.99%	4.99%	5.06%	5.05%	5.12%	5.12%	5.15%	5.15%
	AA	5.44%	5.44%	5.51%	5.50%	5.57%	5.57%	5.60%	5.60%
	AA-	6.77%	6.77%	7.00%	7.00%	7.07%	7.07%	7.14%	7.14%
与前周收益变动	AAA+	-	6	-	4	-	4	-	5
	AAA	3	3	4	4	2	2	5	5
	AA+	2	2	6	6	2	2	5	5
	AA	6	6	6	6	2	2	5	5
	AA-	9	9	6	6	2	2	5	5

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 6 月 7 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+	4.14%	4.26%	4.34%	4.40%	4.63%	4.76%
	AAA	4.21%	4.35%	4.44%	4.53%	4.78%	4.85%
	AA+	4.46%	4.62%	4.75%	4.82%	5.04%	5.14%
	AA	4.80%	5.03%	5.16%	5.24%	5.47%	5.59%
	AA-	5.54%	5.91%	6.17%	6.36%	6.95%	7.18%
与前周收益变动	AAA+	-6	-4	0	3	6	3
	AAA	-4	-4	0	3	5	3
	AA+	-4	-4	0	2	5	4
	AA	6	12	14	16	17	14
	AA-	6	12	14	16	17	14

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

四、债市热点

1、人民银行决定适当扩大 MLF 的担保品范围

2018 年 6 月 1 日人民银行公告决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围。新纳入中期借贷便利担保品范围的有不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款等，对此我们简要解读如下：

第一，扩大担保品范围相当于为 AA+、AA 级的信用债增信，有利于稳定市场预期，引导中低评级企业的融资环境改善，防止负反馈延续。

第二，扩大担保品范围可以缓解商业银行担保品和抵质押品的压力，缓解银行体系流动性压力。

第三，扩大担保品范围的政策向小微企业等领域倾斜，主要是回应目前信用利差走阔背景下大型企业和小企业融资难度差异加大的问题，希望改善小企业状况。

第四，扩大 MLF 担保品范围，表明在利率市场化背景下 MLF 仍在政策工具体系中占有一席之地；但它并不意味着置换 MLF 的必要性降低。

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。