

美联储加息落地 债市观望在即

东方花旗债券市场周报

2018年6月12日-6月15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.....	11
四、债市热点.....	14

内容摘要

宏观经济

- ◇ 国内市场：中国人民银行 2018 年 6 月 12 日公布 5 月末数据，广义货币（M2）同比增长 8.3%，M1 同比增长 6%，人民币贷款新增 1.15 万亿元，社会融资规模增量 7608 亿元。5 月 M2 同比增速持平上月 8.3% 完全符合预期，M1 进一步下降 1.2 个百分点至 6%，货币活化度继续下降。受整体融资环境收紧的负面影响，企业存款 5 月仅新增 139 亿元，同比少增 933 亿元，也明显低于其季节性。预计年内 M2 仍将维持个位数低速增长。
- ◇ 货币政策：伴随着资管新规的落地，去杠杆的执行已经箭在弦上，市场继续加杠杆的难度明显抬升，因此货币政策的重心短期更多的会从去杠杆转向稳增长。而且从 18 年出台的一些监管政策来看，迫于经济下行压力，监管落地都是以偏温和的方式进行，资管新规、商业银行流动性风险管理办法以及存款偏离度考核均较之前的版本有所放松，货币政策整体是边际放松的。

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 165 只，发行总规模 2580.67 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 21%），周环比下降 32.27%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模略有下降，周内有 13 只新债发行，发行总规模 1630 亿元，周环比下降 10.98%。需求方面，上周一级市场利率债需求较大，中标利率下行。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场 8.8 个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所下降，周内有 152 只新发债，发行规模 950.67 亿，周环比下降 51.96%。截至目前，2018 年累计发行信用债 59,040.23 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，近期债券市场需求整体有所增加，悲观情绪一定程度上有所减弱，但市场需求仍然集中在高等级品种，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 8%。

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。Shibor 利率较前期小幅上行，平均上行 2.15 个基点。
- ◇ 现券市场：5 月金融数据公布和美联储加息，使得市场观望情绪严重，债券市场几经震荡，利率债及高等级信用债下行较为明显。其中利率债收益率平均下行 4 个基点，信用债收益率平均上行 4.18 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。

债市热点

- ◇ 美联储宣布将联邦基金目标利率区间上调 25 个基点

一、宏观经济

国内市场

中国人民银行 2018 年 6 月 12 日公布 5 月末数据，广义货币（M2）同比增长 8.3%，M1 同比增长 6%，人民币贷款新增 1.15 万亿元，社会融资规模增量 7608 亿元。5 月 M2 同比增速持平上月 8.3% 完全符合预期，M1 进一步下降 1.2 个百分点至 6%，货币活化度继续下降。受整体融资环境收紧的负面影响，企业存款项 5 月仅新增 139 亿元，同比少增 933 亿元，也明显低于其季节性。预计年内 M2 仍将维持个位数低速增长。

货币政策

伴随着资管新规的落地，去杠杆的执行已经箭在弦上，市场继续加杠杆的难度明显抬升，因此货币政策的重心短期更多的会从去杠杆转向稳增长。而且从 18 年出台的一些监管政策来看，迫于经济下行压力，监管落地都是以偏温和的方式进行，资管新规、商业银行流动性风险管理办法以及存款偏离度考核均较之前的版本有所放松，货币政策整体是边际放松的。

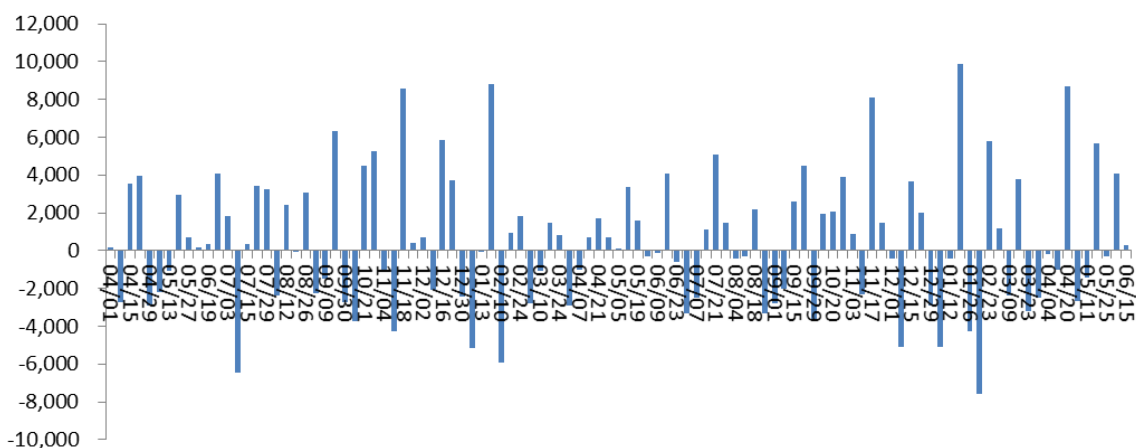
表 1: 上周基础货币变化情况

项目	流入资金（亿）	流出资金（亿）
公开市场	4800	4500
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 2300 亿元 7 天期逆回购、1400 亿元的 14 天逆回购操作和 1100 亿元的 28 天逆回购操作。利率持分别在 2.55%、2.70% 和 2.85%；上周央行单周净投放 300 亿元。

图 1: 公开市场净投放/回笼（单位：亿元）



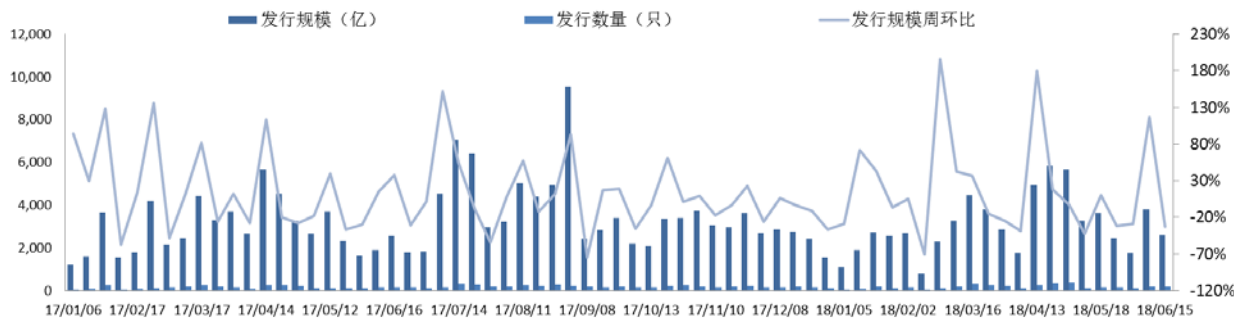
资料来源：wind，东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

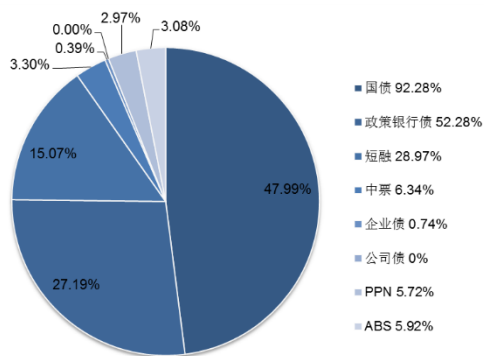
上周一级市场新债发行规模有所下降，周内新发行债 165 只，发行总规模 2580.67 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 21%），周环比下降 32.27%。

图 2:债券市场单周发行规模



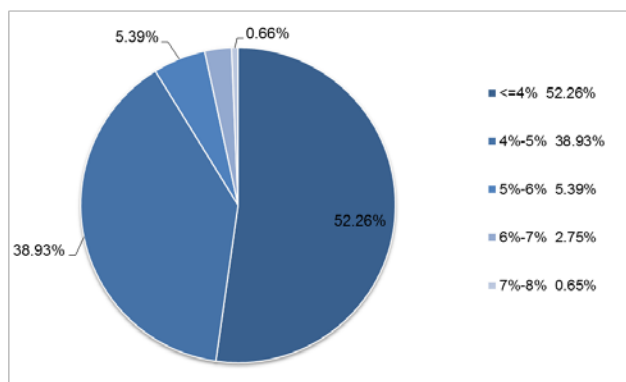
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



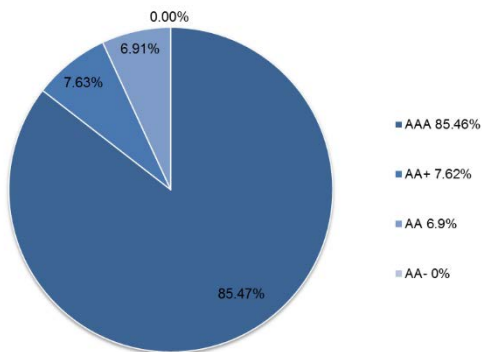
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



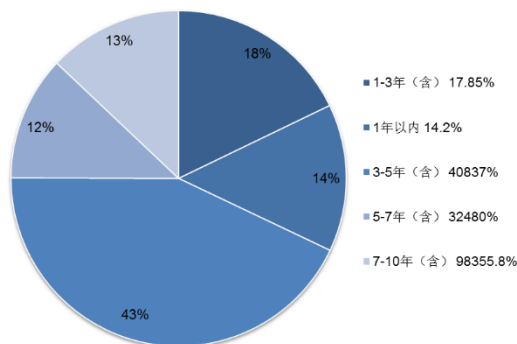
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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略有下降，周内有 13 只新债发行，发行总规模 1630 亿元，周环比下降 10.98%。需求方面，上周一级市场利率债需求较大，中标利率下行。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场 8.8 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
18 附息国债 08 (续 2)	3.28%	290	2	2018/6/13
18 附息国债 09 (续 2)	3.48%	450	5	2018/6/13
18 附息国债 06 (续 2)	4.22%	290	30	2018/6/15
18 贴现国债 28		100	0.2493	2018/6/15
18 国开 04 (增 11)	4.30%	70	5	2018/6/12
18 国开 05 (增 18)	4.43%	120	10	2018/6/12
18 国开 06 (增 10)	4.50%	40	7	2018/6/12
18 农发 01 (增 20)	4.49%	40	7	2018/6/13
18 农发 06 (增 5)	4.58%	60	10	2018/6/13
18 农发 07 (增 4)	3.86%	70	1	2018/6/13
18 进出 04 (增 9)	4.23%	30	3	2018/6/14
18 进出 05 (增 2)	3.81%	40	1	2018/6/14
18 进出 09	4.37%	30	5	2018/6/14

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 152 只新发债，发行规模 950.67 亿，周环比下降 51.96%。截至目前，2018 年累计发行信用债 59,040.23 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	950.67	59,040.23
企业债	26.00	878.20
公司债	11.50	5,457.80
ABS	62.67	5,882.28

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	520.50	24,349.38
NAFMI I 品种	330.00	22,472.57

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

需求方面，近期债券市场需求整体有所增加，悲观情绪一定程度上有所减弱，但市场需求仍然集中在高等级品种，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 8%。

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	4.15-4.25	-	4.15-5.2	-	4.97-5.5	-	4.99-5.96	5.6-6.9	6.5	8
AA+	-	-	5.26-5.47	-	-	-	6.98	6.27	-	-
AA	-	-	-	-	-	-	7.6	6.99-7.5	-	-
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

债券类型	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
一般企业债	18 蓉花园债 01	8.00%	AA	AA	6	5.0038	2018/6/12	资本货物
一般企业债	18 江北产投债 01	6.90%	AA+	AA+		5.0038	2018/6/14	资本货物
一般公司债	18 建材 05	4.97%	AAA	AAA		3	2018/6/12	材料 II
一般公司债	18 建材 06	5.19%	AAA	AAA		5	2018/6/12	材料 II
一般公司债	18 泛海 G2	7.80%	AA+	AA+		5	2018/6/12	资本货物
一般公司债	18 新望 01	5.79%	AAA	AAA		2	2018/6/13	资本货物
一般公司债	18 苏宁 03	5.75%	AAA	AAA		3+2	2018/6/14	零售业
一般公司债	18 信产债	5.10%	AA+	AA+		2+1	2018/6/14	软件与服务
私募债	18 金鑫 01	7.00%	AA	AA	6	2+2+1	2018/6/13	资本货物
私募债	18 鲁金 03	5.90%		AAA		2+2	2018/6/13	多元金融
私募债	18 鲁金 04	5.94%		AAA		3+2	2018/6/13	多元金融
私募债	18 常熟 02	6.50%		AA+	5.5	3+2	2018/6/14	多元金融
私募债	18 西谷债	7.50%				365D	2018/6/14	技术硬件与设备
私募债	18 东科 01	7.80%		AA		3+2	2018/6/15	材料 II

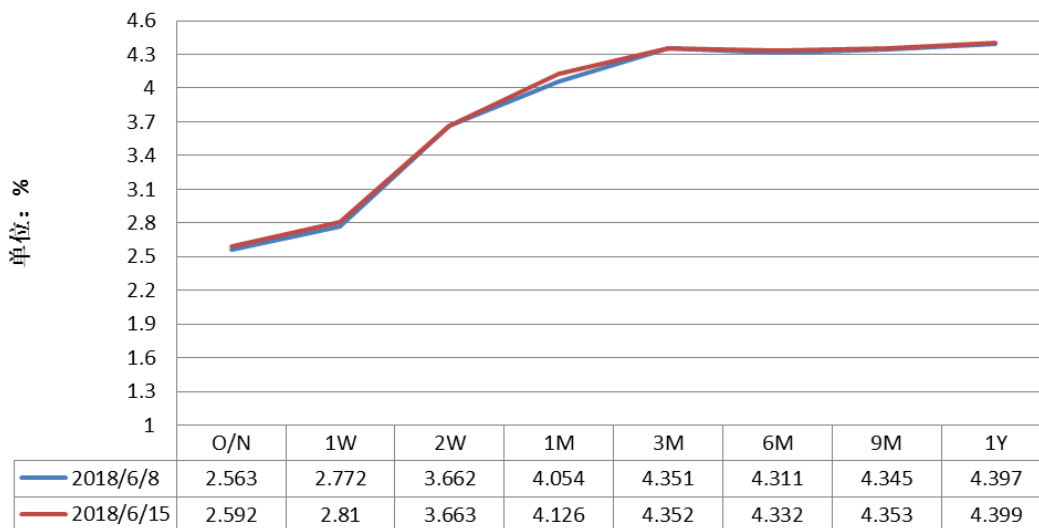
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

三、二级市场

货币市场

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。Shibor 利率较前期小幅上行，平均上行 2.15 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

5 月金融数据公布和美联储加息，使得市场观望情绪严重，债券市场几经震荡，利率债及高等级信用债下行较为明显。其中利率债收益率平均下行 4 个基点，信用债收益率平均上行 4.18 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 14 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%	0	1Y	3.94%	2
3Y	3.40%	-3	3Y 非国开	3.98%	-4
5Y	3.48%	-3	3Y 国开	3.89%	-4
7Y	3.64%	-1	5Y 非国开	4.29%	-9
10Y	3.62%	-5	5Y 国开	4.24%	-4
			7Y 非国开	4.40%	-3
			7Y 国开	4.34%	-2

国债			金融债		
			10Y 非国开	4.55%	-7
			10Y 国开	4.52%	-6

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+	-	4.60%	-	4.62%	-	4.68%	-	4.69%
	AAA	4.70%	4.70%	4.71%	4.71%	4.80%	4.80%	4.82%	4.82%
	AA+	5.04%	5.04%	5.08%	5.07%	5.18%	5.18%	5.21%	5.21%
	AA	5.49%	5.49%	5.53%	5.52%	5.63%	5.63%	5.66%	5.66%
	AA-	6.84%	6.84%	7.02%	7.02%	7.15%	7.15%	7.22%	7.22%
与前周收益变动	AAA+	-	1	-	0	-	0	-	-2
	AAA	3	3	2	2	5	5	3	3
	AA+	5	5	2	2	7	7	6	6
	AA	5	5	2	2	7	7	6	6
	AA-	7	7	2	2	9	9	8	8

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+	4.04%	4.23%	4.35%	4.42%	4.64%	4.75%
	AAA	4.12%	4.32%	4.45%	4.54%	4.70%	4.82%
	AA+	4.36%	4.59%	4.75%	4.83%	4.98%	5.12%
	AA	4.71%	5.00%	5.16%	5.25%	5.40%	5.57%
	AA-	5.45%	5.89%	6.17%	6.37%	6.88%	7.15%
与前周收益变动	AAA+	-10	-3	0	2	0	-1
	AAA	-10	-3	0	2	-8	-3
	AA+	-10	-3	0	2	-7	-3
	AA	-10	-3	0	2	-7	-3
	AA-	-10	-3	0	2	-7	-3

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

四、债市热点

1、美联储宣布将联邦基金目标利率区间上调 25 个基点

北京时间周四(6月14日)凌晨 2:00, 美联储发布 FOMC 声明称, FOMC 委员一致投票决定将联邦基金目标利率区间上调 25 个基点至 1.75%-2% 区间。这是美国自 2015 年 12 月结束零利率政策以来第 7 次加息, 也是年内的第二次加息。

中国央行会如何应对? 央行公开市场加息的两个考虑因素, 一方面是保持与美联储货币政策的同步性, 防止出现资本外流压力; 另一方面是传递给市场中性的货币政策信号, 协助去杠杆政策的执行和稳增长的需要。从这两点来看, 我们判断 6 月份央行公开市场操作可能仍然只会以加 5bp 的方式来跟随。

(1) 虽然汇率近期贬值, 但整体压力依然可控。4 月下旬以来人民币汇率出现了阶段性贬值压力, 美元兑人民币从最低的 6.25 贬值到当前的 6.4, 贬值幅度约为 2.4%。贬值的主要原因在于油价上涨导致美国通胀预期升温, 叠加失业数据持续降低, 美国国内宏观经济运行情况与欧日形成较大反差, 导致市场对于 18 年美联储加息四次的预期明显升温, 期间美元指数单边上涨引发人民币贬值, 美国 10 年期国债也一度冲高至 3.12% 的高位, 加大了人民币贬值压力。但往后看, 在预期充分 price in 之后, 美元指数及 10 年美债利率短期继续上行的空间有限, 人民币后续不存在快速贬值的压力, 更多的会以一种温和贬值的方式来进行, 在这种情况下, 资本外流的压力相对可控。

(2) 去杠杆政策落地执行, 货币政策配合的必要性在降低。伴随着资管新规的落地, 去杠杆的执行已经箭在弦上, 市场继续加杠杆的难度明显抬升, 因此货币政策的重心短期更多的会从去杠杆转向稳增长。而且从 18 年出台的一些监管政策来看, 迫于经济下行压力, 监管落地都是以偏温和的方式进行, 资管新规、商业银行流动性风险管理办法以及存款偏离度考核均较之前的版本有所放松, 货币政策自然也是边际放松的。从这点上来说, 跟随加息 10bp 可能会让市场产生边际收紧的预期, 与 18 年以来货币政策的一贯作风不符。

综合以上两点, 央行公开市场上调 10bp 的必要性并不高。但是考虑到稳健中性的货币政策基调没变, 6 月份不跟随美联储加息的可能性也不大, 央行大概率仍然会选择上调公开市场操作利率 5bp。在这种操作下, 对债券市场几乎不会产生冲击, 反而可能引发利空出尽的利好的逻辑发酵。

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达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。