

# 长端利率下行 债市有所回暖

东方花旗债券市场周报

2018年7月2日-7月6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：2018年6月份，中国官方制造业 PMI 51.5%（前值 51.9%）；官方非制造业 PMI 55.0%（前值 54.9%）；财新 PMI 51.0%（前值 51.1%）。制造业 PMI 仍处于高位，但较以往季节性走势出现背离，呈现向下趋势，较 2017 年有较大幅度下滑，但 6 月份制造业 PMI 数据仍优于历史表现及 16 年数据。非制造业实现连续第 5 个月上升，高出 17 年表现及历史均值表现，非制造业发展态势较好。
- ◇ 货币政策：今年第三次定向降准落地，降准体现了央行“保持流动性总体适度充裕”的态度，但并非“大水漫灌”。央行在降准同时，本月已通过公开市场净回笼资金对冲部分释放的流动性，这表明央行希望通过降低银行负债端成本，激励银行调整业务结构，来缓解实体经济短期面临的融资困境，但并不愿意放任流动性泛滥。

## 一级市场

- ◇ 概况：上周一级市场新债发行规模有所上升，周内新发行债 117 只，发行总规模 2510.38 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 24%），周环比上升 11.37%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模大幅上升，周内有 14 只新债发行，发行总规模 1513.9 亿元，周环比上升 185.64%。需求方面，在定向降准消息的影响下，一级市场利率债需求大增，中标利率大幅下行。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场 13.82 个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所下降，周内有 103 只新发债，发行规模 996.48 亿，周环比下降 42.2%。截至目前，2018 年累计发行信用债 65,067.51 亿元。需求方面，定向降准的消息提振债券市场，信用债的需求有所增加，但对信用风险的担忧仍未消除，市场仍然偏好评级较高、资质较好的信用债。

## 二级市场

- ◇ 货币市场：上周定向降准和公开市场净回笼进行对冲，资金面整体宽松平稳，市场融入与融出均较为便利，Shibor 利率整体有明显幅度的下行，平均下降 43.65BP。
- ◇ 现券市场：上周债券市场交投活跃，收益率整体下行，交易盘交易频繁。这与定向降准、季末因素消除后资金面宽松有较大关系。值得一提的是长端利率债下行明显，配置力量增强。其中国债收益率平均下行 9 个基点，政策性银行债收益率平均下行 17 个基点，信用债收益率平均下行 15.58 个基点。

## 债市热点

- ◇ 7月5日中国人民银行定向降准落地

# 一、宏观经济

---

## 国内市场

2018年6月份，中国官方制造业 PMI 51.5%（前值 51.9%）；官方非制造业 PMI 55.0%（前值 54.9%）；财新 PMI 51.0%（前值 51.1%）。

**制造业 PMI 背离季节走势，呈现回落趋势，而非制造业 PMI 上升趋势明显。**6 月份制造业 PMI 51.5%（前值 51.9%），制造业 PMI 仍处于高位，但较以往季节性走势出现背离，呈现向下趋势，较 2017 年有较大幅度下滑，但 6 月份制造业 PMI 数据仍优于历史表现及 16 年数据。非制造业 PMI 55.0%（前值 54.9%），实现连续第 5 个月上升，高出 17 年表现及历史均值表现，非制造业发展态势较好。具体来看，建筑业 PMI 60.7%（前值 60.1%），服务业 PMI 54.0%（与前值持平），服务业景气度持续高位拉升总体非制造业 PMI 水平。

## 货币政策

今年第三次定向降准落地，降准体现了央行“保持流动性总体适度充裕”的态度，但并非“大水漫灌”。央行在降准同时，本月已通过公开市场净回笼资金对冲部分释放的流动性，这表明央行希望通过降低银行负债端成本，激励银行调整业务结构，来缓解实体经济短期面临的融资困境，但并不愿意放任流动性泛滥。

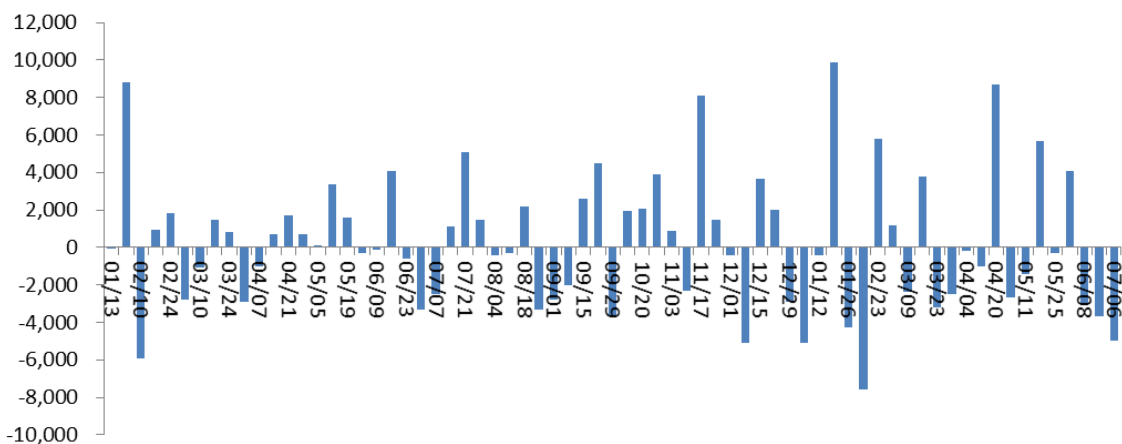
表 1: 上周基础货币变化情况

项目	流入资金（亿）	流出资金（亿）
公开市场	100	5100
合计		-5000

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

公开市场方面，上周央行在公开市场仅进行了一次 100 亿元 7 天期逆回购，利率持平在 2.55%。上周央行单周净回笼 -5000 亿元。央行通过公开市场的净回笼对冲定向降准所释放的资金，维稳资金面。

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

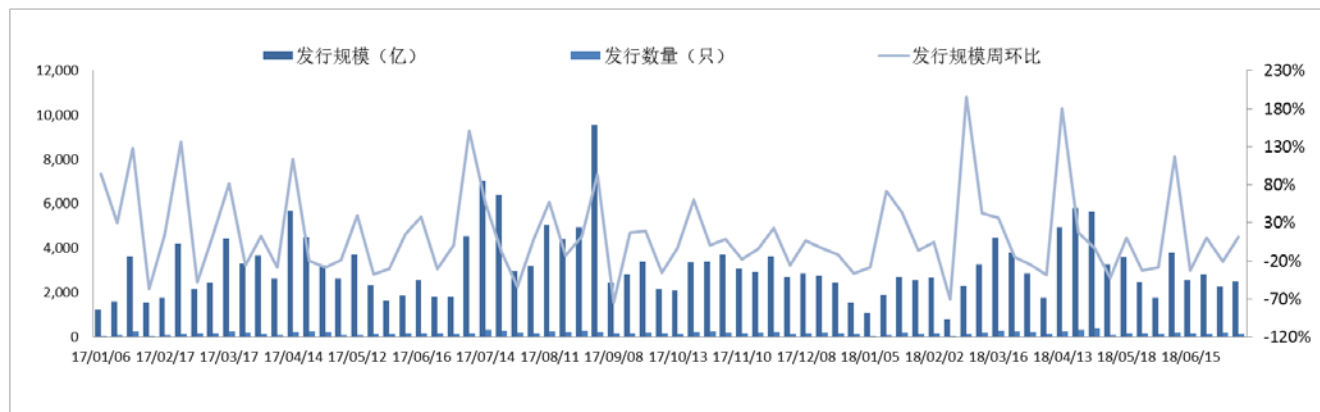
## 二、一级市场

---

### 概况

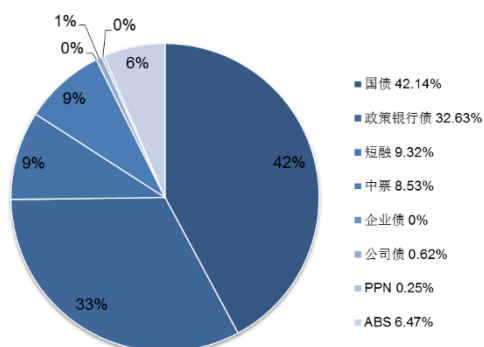
上周一级市场新债发行规模有所上升，周内新发行债 117 只，发行总规模 2510.38 亿（低于过去的 52 周平均发行规模的 24%），周环比上升 11.37%。

图 2:债券市场单周发行规模



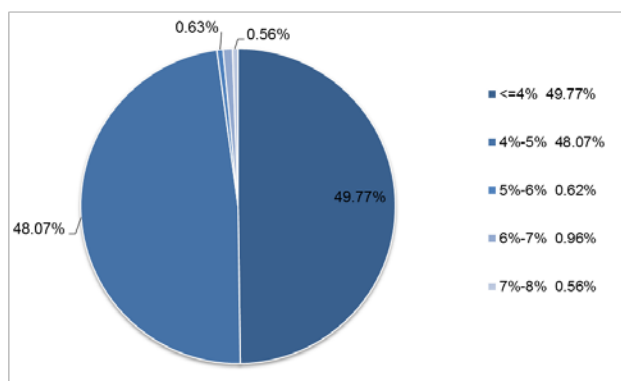
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



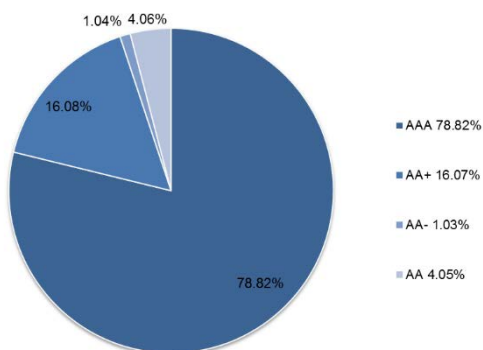
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



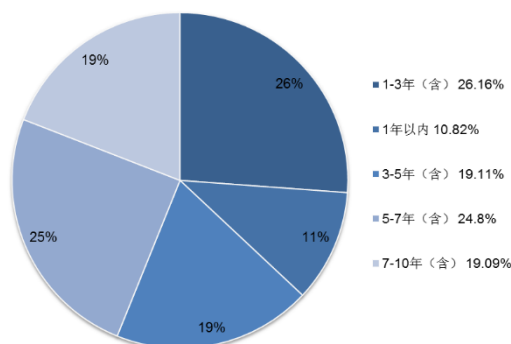
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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上升，周内有 14 只新债发行，发行总规模 1513.9 亿元，周环比上升 185.64%。需求方面，在定向降准消息的影响下，一级市场利率债需求大增，中标利率大幅下行。全周来看，利率债中标利率基本低于前一日二级市场 13.82 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 13 (续发)	3.47%	370	7	2018/7/4
18 附息国债 14	3.24%	370	3	2018/7/4
18 贴现国债 31		100	0.2493	2018/7/6
18 国开 04 (增 14)	3.95%	80.3	5	2018/7/3
18 国开 06 (增 13)	4.15%	50.3	7	2018/7/3
18 国开 08 (增 9)	3.84%	70	3	2018/7/3
18 国开 09	3.32%	93	1	2018/7/3
18 国开 10	4.04%	130.3	10	2018/7/3
18 农发 01 (增 23)	4.22%	40	7	2018/7/4
18 农发 06 (增 8)	4.25%	70	10	2018/7/4
18 农发 09 (增 4)	3.96%	40	3	2018/7/4
18 进出 05 (增 3)	3.25%	40	1	2018/7/5
18 进出 09 (增发)	4.04%	30	5	2018/7/5
18 进出 10 (增 8)	4.20%	30	10	2018/7/5

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 103 只新发债，发行规模 996.48 亿，周环比下降 42.2%。截至目前，2018 年累计发行信用债 65,067.51 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	996.48	65,067.51

债券品种	上周发行规模（亿）	截至上周全年发行规模（亿）
企业债	0.00	896.20
公司债	11.00	5,907.55
ABS	113.79	6,949.61
非政策性银行金融债	593.90	26,462.88
NAFMI I 品种	277.79	24,851.27

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

需求方面，定向降准的消息提振债券市场，信用债的需求有所增加，但对信用风险的担忧仍未消除，市场仍然偏好评级较高、资质较好的信用债。

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	-	4.35-4.98	-	4.1	-	4.5	-	5.3	-
AA+	-	-	4.6-7.8	-	-	-	-	6.48	-	-
AA	-	-	-	-	5.68	-	-	-	-	-
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
一般公司债	18 佛控 01	4.72%	AAA	AAA		3	2018/7/3	资本货物
一般公司债	18 蓝星 01	5.28%	AAA	AAA		3+2	2018/7/3	材料 II
一般公司债	18 中煤 05	4.69%	AAA	AAA		3+2	2018/7/4	能源 II
一般公司债	18 中煤 06	4.89%	AAA	AAA		5+2	2018/7/4	能源 II
一般公司债	18 诚通 01		AAA	AAA		3	2018/7/5	资本货物
一般公司债	18 宁资 01		AAA	AAA		3	2018/7/5	资本货物
一般公司债	18 国电 03		AAA	AAA		3	2018/7/6	公用事业 II
一般公司债	18 万集 01		AA+	AA+		2+1	2018/7/6	技术硬件与设备
私募债	18 华讯 02	7.80%	AA	AA	5	2+1	2018/7/2	技术硬件与设备
私募债	18 苏交 03	5.00%		AAA	6	1+1	2018/7/2	运输
私募债	18 华安 02			AA		2+2+1	2018/7/4	公用事业 II
私募债	18 山能 01			AAA		3+2	2018/7/5	能源 II
私募债	18 山能 02			AAA		2+1	2018/7/5	能源 II
私募债	18 卓越 03			AA+		2+2+1	2018/7/6	房地产 II
私募债	18 卓越 04			AA+		3+2	2018/7/6	房地产 II

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

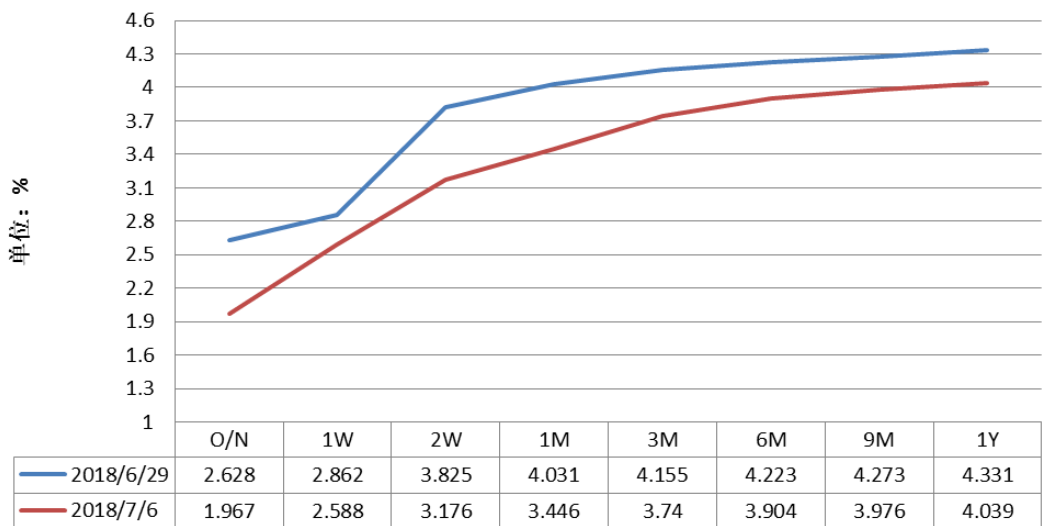
## 三、二级市场

---

## 货币市场

上周定向降准和公开市场净回笼进行对冲，资金面整体宽松平稳，市场融入与融出均较为便利，Shibor 利率整体有明显幅度的下行，平均下降 43.65BP。

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

上周债券市场交投活跃，收益率整体下行，交易盘交易频繁。这与定向降准、季末因素消除后资金面宽松有较大关系。值得一提的是长端利率债下行明显，配置力量增强。其中国债收益率平均下行 9 个基点，政策性银行债收益率平均下行 17 个基点，信用债收益率平均下行 15.58 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 7:7 月 5 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	3.03%	-19	1Y	3.45%	-38
3Y	3.26%	-9	3Y 非国开	3.46%	-18
5Y	3.31%	-8	3Y 国开	3.43%	-17
7Y	3.50%	-3	5Y 非国开	3.98%	-20
10Y	3.50%	-3	5Y 国开	3.91%	-14
			7Y 非国开	4.08%	-11

国债			金融债		
			7Y 国开	4.04%	-12
			10Y 非国开	4.28%	-11
			10Y 国开	4.24%	-16

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 7 月 5 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+	-	4.28%	-	4.30%	-	4.37%	-	4.41%
	AAA	4.35%	4.35%	4.40%	4.40%	4.48%	4.48%	4.53%	4.53%
	AA+	4.71%	4.71%	4.75%	4.76%	4.89%	4.89%	4.95%	4.95%
	AA	5.29%	5.29%	5.35%	5.34%	5.46%	5.46%	5.51%	5.51%
	AA-	6.97%	6.97%	7.02%	7.02%	7.14%	7.14%	7.19%	7.19%
与前周收益变动	AAA+	-	-23	-	-21	-	-19	-	-18
	AAA	-27	-27	-23	-23	-20	-20	-19	-19
	AA+	-27	-27	-23	-23	-20	-20	-19	-19
	AA	-20	-20	-16	-16	-14	-14	-14	-14
	AA-	-2	-2	2	2	2	2	-2	-2

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 7 月 5 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+	3.53%	3.91%	4.09%	4.21%	4.34%	4.54%
	AAA	3.61%	4.03%	4.20%	4.30%	4.48%	4.64%
	AA+	3.99%	4.42%	4.59%	4.64%	4.80%	5.01%
	AA	4.34%	4.82%	5.00%	5.10%	5.35%	5.56%
	AA-	5.38%	6.21%	6.50%	6.68%	7.01%	7.26%
与前周收益变动	AAA+	-69	-46	-31	-24	-22	-13
	AAA	-69	-46	-31	-27	-22	-13
	AA+	-55	-34	-22	-22	-22	-11
	AA	-55	-34	-22	-16	-16	-6
	AA-	-25	16	25	26	2	6

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

## 四、债市热点

---

## 1、7月5日中国人民银行定向降准落地

7月5日中国人民银行定向降准落地，国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率下调0.5个百分点，释放流动性约7000亿元。这是自今年1月25日、4月25日后的第三次下调存准率。

总量层面上，本次降准体现了央行“保持流动性总体适度充裕”的态度，但并非“大水漫灌”。央行在降准同时，本月已通过公开市场净回笼资金对冲部分释放的流动性，这表明央行希望通过降低银行负债端成本，激励银行调整业务结构，来缓解实体经济短期面临的融资困境，但并不愿意放任流动性泛滥。不过我们也要注意，银行进行“债转股”成本依然较高，退出机制还不健全，债转股的实际推进情况仍需观察。

降准优化银行信贷结构，或边际减缓因“紧信用”带来的信用利差上行压力。《资管新规》执行力度较大，对实体经济信贷环境造成较为猛烈的冲击。“信用越紧，货币越松”，无论是“债转股”还是支持小微企业，此次央行定向降准也为降低系统性金融风险开拓了空间和缓冲垫，同时也是引导优化银行资产结构的尝试。整体而言，定向降准落地一定程度上有助于边际缓解因“紧信用”带来的信用利差上行的压力。

应对“紧信用”光降准还不够，关注“宽财政”未来演变。当前，金融系统最大的风险集中于城投债务风险如何释放。为了避免系统性金融风险，不排除允许部分城投“借新还旧”，政府预算纳入更多民生类项目。从更深层次看，财政政策的理念需要根本性变动，需要从平衡财政向功能型财政转化。建立财政长效机制，规范型财政、功能型财政有利于在降低系统性金融风险的同时治标又治本。

### 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。