

# TMLF 创设 债市整体平稳

东方花旗债券市场周报

2018年12月17日-12月21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、债市热点.....	15

## 内容摘要

---

## 宏观经济

- ◇ 国内市场：统计局公布经济数据显示，中国 11 月工业增加值同比增长 5.4%，增速比 10 月份回落 0.5 个百分点，大幅低于预期。11 月经济数据显示，消费实际增速边际改善，制造业投资持续走强，基建投资增速边际改善，地产投资维持相对高位。经济呈现边际企稳征兆，但在金融数据改善前，基建投资预计回升力度仍相对有限。
- ◇ 货币政策：上周央行创设了 TMLF，TMLF 的使用是带有一定的资金用途导向，不会对其他政策工具形成直接的挤出。我们认为 MLF、降准以及逆回购等常规工具，央行仍会使用。对于货币政策整体基调仍有“闸门”，目前不会进入大水漫灌模式，仍是有节奏有控制的适度放松。预计明年央行仍将继续采用降准等工具，并通过降准置换=换一部分 MLF，使得银行获得更低成本的资金。

## 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 274 只，发行总规模 2295.36 亿元（低于过去的 52 周平均发行规模的 25%），周环比下降 46.47%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模有所下降，周内有 7 只新债发行，发行总规模 1230 亿元，周环比下降 33.26%。需求方面，上周一级市场利率债认购情绪依然尚可，中标利率整体下行，全周来看，利率债中标利率低于前一日二级市场 9.6 个基点。
- ◇ 信用债：临近年末，上周信用债发行规模有所下降，周内有 267 只新发债，发行规模 1065.36 亿，周环比下降 56.43%。截至目前，2018 年累计发行信用债 141,317.82 亿元。需求方面，上周债券市场需求尚可，优质城投债仍然受到追捧，但地方政府隐性债务问题悬而未决之前，城投债的风险始终存在，如果不能以置换的方法解决，那么打破刚兑只是时间问题。

## 二级市场

- ◇ 货币市场：上周资金面稍微有所收紧，机构对跨年资金需求增多。Shibor 短期利率有所下行，隔夜下行 17BP；中长端有所上行，平均上行 7.3BP。
- ◇ 现券市场：临近年底，市场对跨年资金需求增大，二级市场获利了结的行为增多，但二级市场债券收益率整体平稳。其中国债收益率平均上行 4 个基点，政策性银行债收益率平均下行 2 个基点，信用债收益率平均下行 7.52 个基点。

## 债市热点

- ◇ 央行宣布创设定向中期借贷便利

# 一、宏观经济

---

## 国内市场

统计局公布经济数据显示，中国 11 月工业增加值同比增长 5.4%，增速比 10 月份回落 0.5 个百分点，大幅低于预期。11 月经济数据显示，消费实际增速边际改善，制造业投资持续走强，基建投资增速边际改善，地产投资维持相对高位。经济呈现边际企稳征兆，但在金融数据改善前，基建投资预计回升力度仍相对有限。

## 货币政策

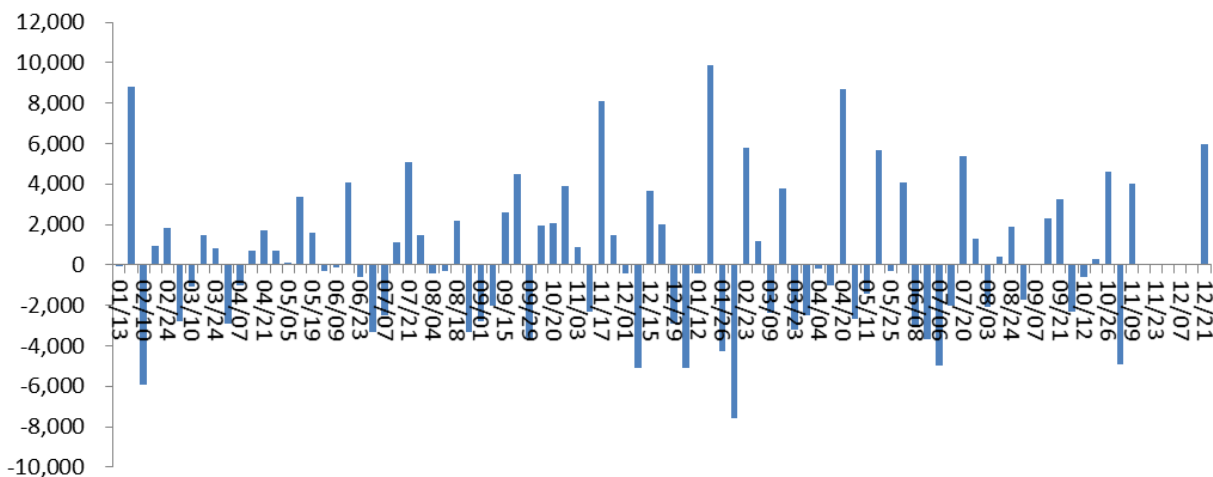
上周央行创设了 TMLF，TMLF 的使用是带有一定的资金用途导向，不会对其他政策工具形成直接的挤出。我们认为 MLF、降准以及逆回购等常规工具，央行仍会使用。对于货币政策整体基调仍有“闸门”，目前不会进入大水漫灌模式，仍是有节奏有控制的适度放松。预计明年央行仍将继续采用降准等工具，并通过降准置换=换一部分 MLF，使得银行获得更低成本的资金。

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	6000	0
合计		6000

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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

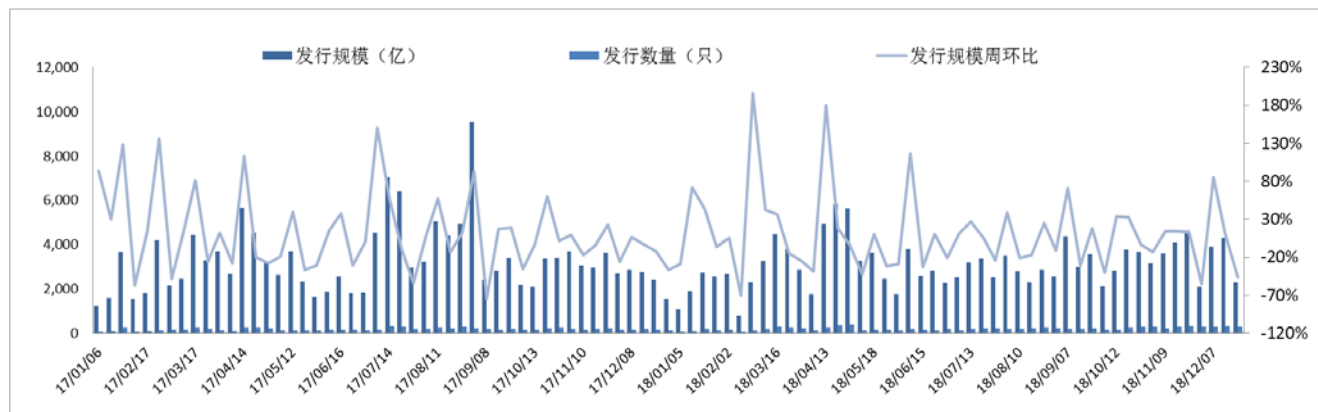
## 二、一级市场

---

## 概况

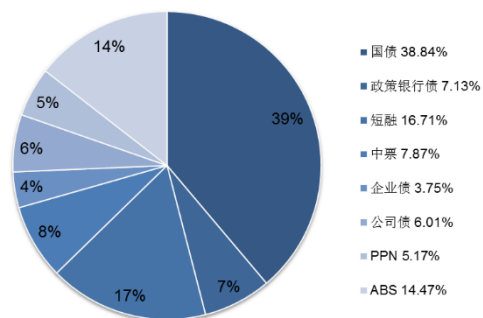
上周一级市场新债发行规模有所下降，周内新发行债 274 只，发行总规模 2295.36 亿元（低于过去的 52 周平均发行规模的 25%），周环比下降 46.47%。

图 2:债券市场单周发行规模



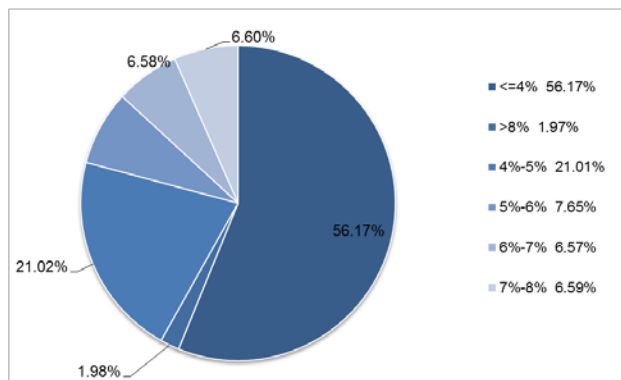
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



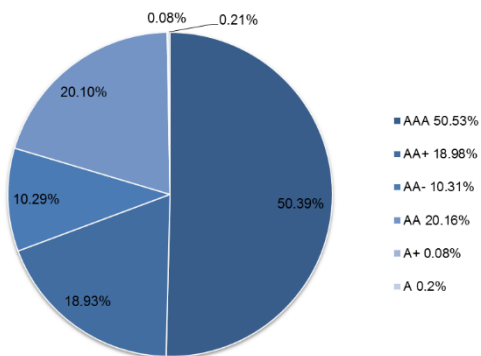
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



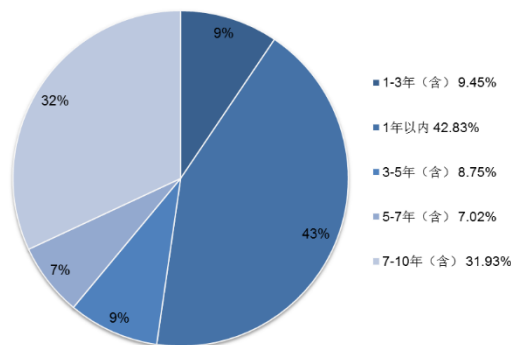
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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 7 只新债发行，发行总规模 1230 亿元，周环比下降 33.26%。需求方面，上周一级市场利率债认购情绪依然尚可，中标利率整体下行，全周来看，利率债中标利率低于前一日二级市场 9.6 个基点。

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 26 (续发)	2.64%	390	1	2018/12/19
18 附息国债 27 (续发)	3.29%	480	10	2018/12/19
18 贴现国债 59	2.71%	200	0.2493	2018/12/21
18 进出 09 (增 15)	3.59%	30	5	2018/12/20
18 进出 10 (增 14)	3.75%	30	10	2018/12/20
18 进出 12 (增 10)	3.00%	50	1	2018/12/20
18 进出 13 (增 11)	3.46%	50	3	2018/12/20

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 267 只新发债，发行规模 1065.36 亿，周环比下降 56.43%。截至目前，2018 年累计发行信用债 141,317.82 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	1065.36	141,317.82
企业债	84.10	2,256.58
公司债	267.86	16,030.61
ABS	20.00	18,722.61
非政策性银行金融债	26.00	51,878.60
NAFMII 品种	667.40	52,429.42

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

需求方面，上周债券市场需求尚可，优质城投债仍然受到追捧，但地方政府隐形债务问题悬而未决之前，城投债的风险始终存在，如果不能以置换的方法解决，那么打破刚兑只是时间问题。

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

评级	3M		9M		1y		3y		5y	
	SCP	CP	SCP	CP	CP	PPN	MTN	PPN	MTN	PPN
AAA	2.8-3.1	-	3.8-4.4	-	3.9-4.57	-	4.13-5.16	-	-	-
AA+	-	-	3.9-6.85	-	4.18-7.46	-	4.52-6.5	4.92-7.3	-	7
AA	-	-	4.7-7	-	-	-	4.38-7.2	7	-	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 漂经开债	7.50%	AAA	AA-	4.1	5.0038	2018/12/17	资本货物
一般企业债	18 通化丰源债 01	8.00%	AA	AA	4	5.0038	2018/12/17	资本货物
一般企业债	18 嘉鱼物流项目 NPB01	7.80%	AA		3	5.0038	2018/12/17	资本货物
一般企业债	18 亚迪绿色债 01	4.98%	AAA	AAA	10	3+2	2018/12/18	汽车与汽车零部件
一般企业债	18 晋开绿色 NPB	7.90%	AAA	AA-	1.9	4.1027	2018/12/18	材料 II
一般企业债	18 海安动迁债 02	5.37%	AAA	AA	9.5	5.0038	2018/12/19	资本货物
一般企业债	18 先行绿色债	5.37%	AAA	AA	3	5.0038	2018/12/19	资本货物
一般企业债	18 仪征众鑫债 01	5.38%	AAA	AA	9.5	5.0038	2018/12/19	资本货物
一般企业债	18 潍滨专项债 01	6.85%	AA+	AA+	10	5.0038	2018/12/19	资本货物
一般企业债	18 利津债 01	7.50%	AA+	AA-	4	5.0038	2018/12/19	资本货物
一般企业债	18 海安动迁债 03	8.00%	AA	AA	2.5	5.0038	2018/12/19	资本货物
一般企业债	18 盘锦双台债 01	8.70%	AA	AA-	4.6	5.0038	2018/12/19	资本货物
一般企业债	18 河钢绿色永续期债 01	5.80%	AAA	AAA		4+N	2018/12/20	材料 II
一般企业债	18 泰新专项债	5.34%	AAA	AA		5.0038	2018/12/20	资本货物
一般企业债	18 南空港债	6.98%	AA	AA	10	6.9051	2018/12/20	资本货物
一般企业债	18 武义停车场专项债 02	8.00%	AA	AA	8	5.0038	2018/12/20	资本货物
一般公司债	18 鲁商 Y1	7.50%	AA+	AA+	6.4	3+N	2018/12/17	资本货物
一般公司债	18 汽车 G3	7.20%	AA+	AA	7.96	2+1	2018/12/17	零售业
一般公司债	18 鸿坤 03	7.50%	AA	AA	5.5	2+2	2018/12/17	房地产 II
一般公司债	18 华夏 06	7.00%	AAA	AAA	30	2+2+1	2018/12/18	房地产 II
一般公司债	18 华夏 07	8.30%	AAA	AAA	40	5+2	2018/12/18	房地产 II
一般公司债	18 越租 01	4.68%	AAA	AAA	10	3+2	2018/12/18	多元金融
一般公司债	18 电科 03	3.95%	AAA	AAA		3	2018/12/19	资本货物
一般公司债	18 象屿 Y3	6.20%	AAA	AAA	7	3+N	2018/12/19	资本货物
一般公司债	18 天健 Y1	5.96%	AAA	AA+	18	3+N	2018/12/19	资本货物
一般公司债	18 化学 Y1	4.90%	AAA	AAA		3+N	2018/12/20	资本货物
一般公司债	18 金光 01	7.20%	AAA	AAA	10	3	2018/12/20	材料 II
一般公司债	18 国美 01	7.80%	AA+	AA+		2+2+2	2018/12/20	耐用消费品与服装

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 万向 01	5.33%	AA+	AA+		2+1	2018/12/20	多元金融
一般公司债	18 漳九 Y1	5.99%	AA+	AA+		2+N	2018/12/20	资本货物

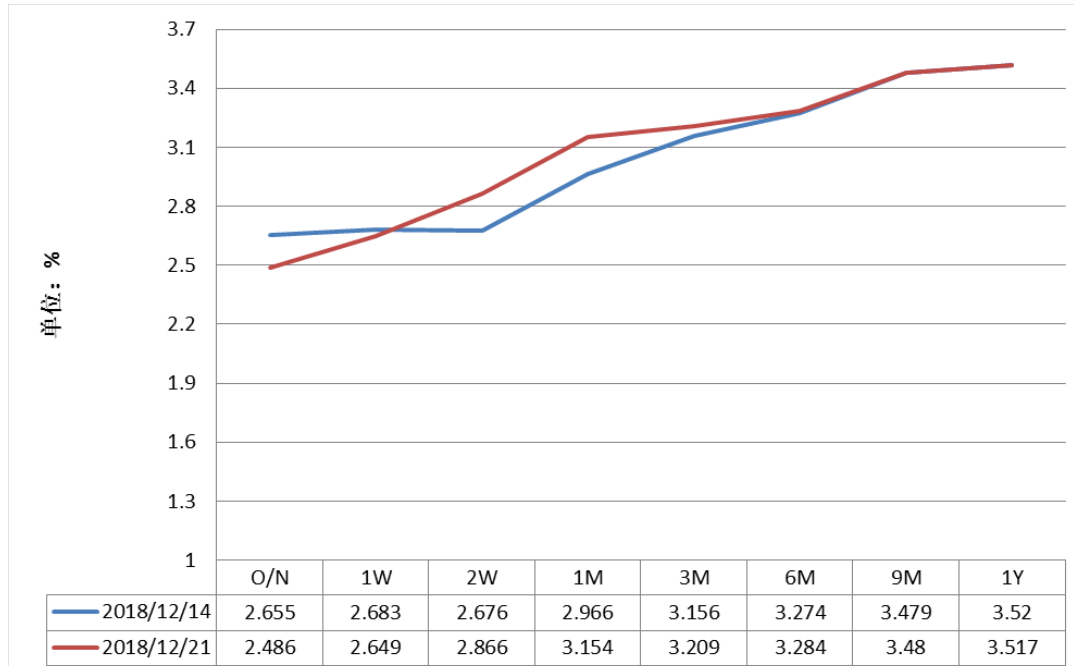
## 三、二级市场

---

## 货币市场

临近年末，上周资金面稍微收紧，机构对跨年资金需求增多。Shibor 短期利率有所下行，隔夜下行 17BP；中 long 端有所上行，平均上行 7.3BP。

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

临近年底，市场对跨年资金需求增大，二级市场获利了结的行为增多，但二级市场债券收益率整体平稳。其中国债收益率平均上行 4 个基点，政策性银行债收益率平均下行 2 个基点，信用债收益率平均下行 7.52 个基点。

表 7:12 月 20 日利率债成交收益率及一周变动

国债			金融债		
Tenor	YTM	WeeklyChange	Tenor	YTM	WeeklyChange
1Y	2.69%	23	1Y	2.98%	3
3Y	2.88%	-2	3Y 非国开	2.98%	-1
5Y	3.04%	0	3Y 国开	2.98%	-5
7Y	3.28%	2	5Y 非国开	3.44%	-4
10Y	3.30%	-3	5Y 国开	3.34%	0
			7Y 非国开	3.67%	-1
			7Y 国开	3.62%	-3
			10Y 非国开	3.88%	-4

国债			金融债		
			10Y 国开	3.83%	-7

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 12 月 20 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+	-	3.81%	-	3.84%	-	3.98%	-	4.02%
	AAA	3.82%	3.86%	3.86%	3.92%	4.05%	4.05%	4.13%	4.13%
	AA+	4.04%	4.10%	4.03%	4.11%	4.29%	4.29%	4.45%	4.45%
	AA	4.44%	4.46%	4.48%	4.51%	4.95%	4.95%	5.12%	5.12%
	AA-	6.46%	6.48%	6.52%	6.55%	7.00%	7.00%	7.19%	7.19%
与前周收益变动	AAA+	-	9	-	4	-	5	-	3
	AAA	8	8	5	5	5	5	7	7
	AA+	12	12	7	7	5	5	7	7
	AA	7	7	6	6	5	5	7	7
	AA-	10	10	11	11	10	10	12	12

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 12 月 20 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+	3.33%	3.44%	3.50%	3.60%	3.88%	4.05%
	AAA	3.42%	3.52%	3.61%	3.70%	3.96%	4.13%
	AA+	3.76%	3.74%	3.79%	3.90%	4.21%	4.43%
	AA	4.04%	4.17%	4.28%	4.42%	4.80%	5.07%
	AA-	5.84%	6.08%	6.17%	6.33%	6.81%	6.99%
与前周收益变动	AAA+	24	8	4	11	8	8
	AAA	24	8	4	11	8	8
	AA+	24	8	4	11	8	8
	AA	24	8	4	11	8	8
	AA-	24	8	4	11	8	8

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

## 四、债市热点

---

## 1、央行宣布创设定向中期借贷便利

12月19日晚间，央行宣布创设定向中期借贷便利（Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF），根据商业银行（主要为大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行）对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源。该操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，这样实际使用期限可达到三年。操作利率比中期借贷便利（MLF）利率优惠15个基点，目前为3.15%。此外，央行决定再增加再贷款和再贴现额度1000亿元。

对于央行新创设的TMLF工具，几点理解与思考：实质性延长MLF期限至3年，避免每年到期时银行的流动性担忧。既有的MLF工具以1年为到期时间，续作与否取决于央行货币政策决策，从而令商业银行在到期时点仍存流动性隐忧；而TMLF工具给予商业银行两次续期权，实际上进一步拉长MLF投放的期限至3年，这样的设计更接近基础货币投放的本质属性，是基础货币投放框架的一大积极变化。

TMLF利率成本下降，有利于缓解当前MLF与国债收益率之间的利率倒挂，有助于基础货币的传导。TMLF工具实现了利率成本的下降。在原MLF投放框架下，按照1年期MLF利率3.3%的水平，已经远高于1年期国债二级市场利率水平（近期在2.6%左右），也就意味着如果商业银行拿1年期国债做抵押做MLF，实际上为了获得基础货币供给，已经要承担不小的利差倒挂损失，现在改为3年期TMLF利率3.15%，与3年期国债2.9%左右的二级市场收益率相比，倒挂情况明显改善，有助于提高商业银行承接基础货币的积极性。

TMLF的创设，体现出潜在的基础货币供给方式的变化，预计买断式无到期时间的供给将成为主要的基础货币投放改革方向。TMLF的创设，体现出央行对当前基础货币供给方式的重新思考。17年以来，短期的逆回购利率水平开始一定程度地受到美联储加息的下限约束，而既有框架下MLF利率与逆回购利率之间利差恒定，从而MLF利率也难以打开下行空间，形成倒挂。此次创新TMLF工具，使得原MLF的利率下调空间打开，并可能和7天逆回购利率实现脱钩。长期来看，仍认为未来基础货币供给应向无到期时间的国债二级市场买断方式演化，而在过渡阶段，可能会进一步延长TMLF或者更多创新工具的到期时间，并可能单独对此进行利率的再度下调，直至和二级市场利率水平接近，甚至形成某种直接挂钩二级市场利率水平的利率计价方式。

### 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。