

# 年末资金平稳 债市依旧下行

东方花旗债券市场周报

2018年12月24日-12月28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 2018 年 11 月规模以上工业企业利润同比-1.8%，前值 3.6%。工业企业利润当月同比增速为 2015 年 12 月以来首次负增长。2016 年开始的工业企业利润上行与供给侧改革密切相关，工业企业利润在 2016 年开始增速转正且快速提高，与 PPI 同比由负转正并飙涨一致。2017 年以来，PPI 增速见顶，工业企业利润增速同时见顶，并且之后开始一路下行，表明价格因素是导致工业企业利润大幅波动的重要因素。
- ◇ 货币政策：如今，货币政策在保持好稳健中性的同时，更加注重政策的前瞻性、灵活性和针对性。预计未来货币政策不会搞大水漫灌，而是更加注重定向调控与政府信用增信，保持流动性总量处于合理充裕。OMO、MLF、TMLF 等政策工具将会更加灵活运用。12 月 19 日，央行发公告称创设 TMLF。这更多地体现了央行促进民企融资的定向调控，而非之前市场热议的全面降息，更多地是通过定向激励，引导商业银行加大对小微企业、民营企业的金融支持力度，发挥其定向调控、精准滴灌功能。

## 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 210 只，发行总规模 1568.54 亿元（低于过去的 52 周平均发行规模的 49%），周环比下降 31.66%。
- ◇ 利率债：临近元旦假期，上周利率债发行规模较小，周内有 4 只新债发行，发行总规模 260 亿元，周环比下降 78.86%。需求方面，由于供给较少，上周一级市场利率债认购情绪有所清淡，但中标利率仍然下行，全周来看，利率债中标利率低于前一日二级市场 6.75 个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所下降，周内有 206 只新发债，发行规模 1308.54 亿，周环比上升 22.83%。截至目前，2018 年累计发行信用债 144,455.61 亿元。需求方面，近期债券市场一级需求较好，优质信用债仍然受到追捧，资质较差的信用债边际也有所改善，但市场仍然对风险非常敏感。

## 二级市场

- ◇ 货币市场：临近元旦假期和年末，市场对跨节、跨年资金的需求日益上升，1W 以上的 shibor 利率大幅上行，平均上行 15.3BP；隔夜利率因为涉及元旦放假，融入机构较少，因此隔夜利率大幅下行，下行 101BP。虽然 Shibor 利率变动幅度较大，但市场资金整体平稳。
- ◇ 现券市场：年末市场对资金回笼的需求较大，交投活跃度有所下降，但是银行端资金仍然充足，上周二级市场收益率整体下行。其中国债收益率平均下行 3 个基点，政策性银行债收益率平均下行 3 个基点，信用债收益率平均下行 3 个基点。

## 债市热点

- ◇ 国务院常务会议再提定向降准

# 一、宏观经济

---

## 国内市场

中国 2018 年 11 月规模以上工业企业利润同比-1.8%，前值 3.6%。工业企业利润当月同比增速为 2015 年 12 月以来首次负增长。2016 年开始的工业企业利润上行与供给侧改革密切相关，工业企业利润在 2016 年开始增速转正且快速提高，与 PPI 同比由负转正并飙涨一致。2017 年以来，PPI 增速见顶，工业企业利润增速同时见顶，并且之后开始一路下行，表明价格因素是导致工业企业利润大幅波动的重要因素。工业企业利润下行与工业增加值的持续下滑一致，反应了经济基本面的下行压力持续加大，即工业利润下滑不仅仅是价格因素，同样也有数量因素。

## 货币政策

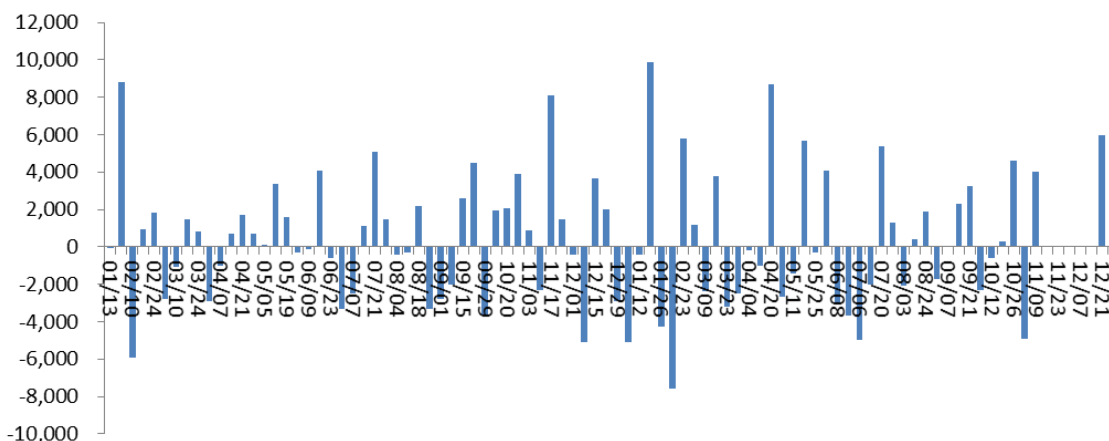
如今，货币政策在保持好稳健中性的同时，更加注重政策的前瞻性、灵活性和针对性。预计未来货币政策不会搞大水漫灌，而是更加注重定向调控与政府信用增信，保持流动性总量处于合理充裕。OMO、MLF、TMLF 等政策工具将会更加灵活运用。12 月 19 日，央行发公告称创设 TMLF。这更多地是体现了央行促进民企融资的定向调控，而非之前市场热议的全面降息，更多地是通过定向激励，引导商业银行加大对小微企业、民营企业的金融支持力度，发挥其定向调控、精准滴灌功能。

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	5000	4900
合计		100

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

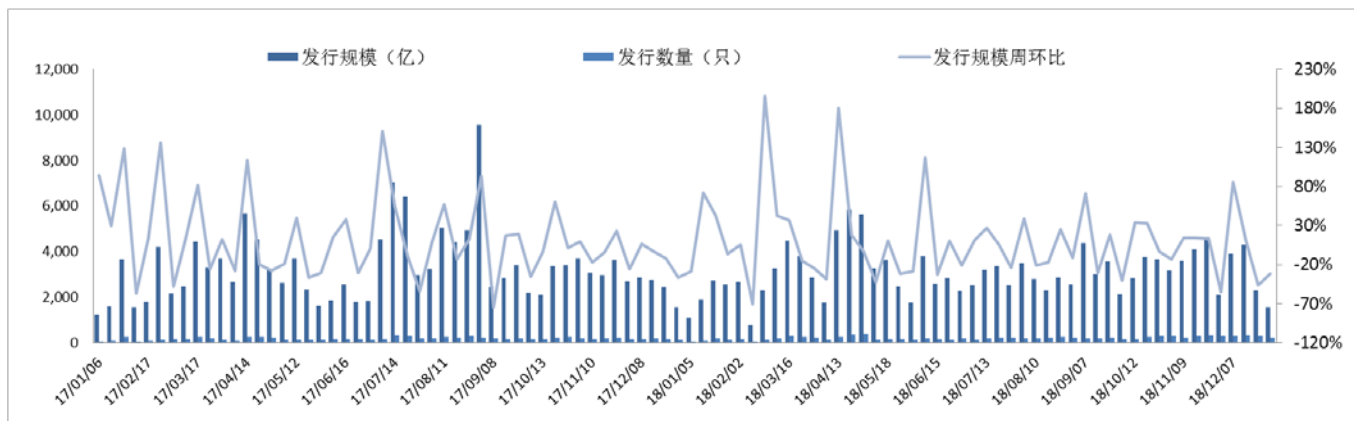
## 二、一级市场

---

## 概况

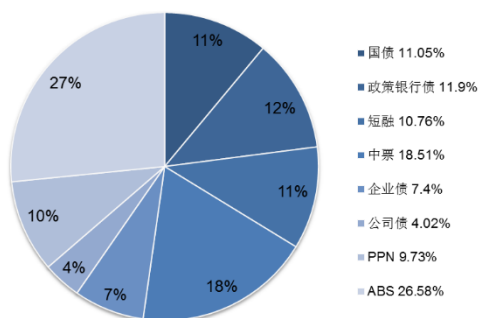
上周一级市场新债发行规模有所下降，周内新发行债 210 只，发行总规模 1568.54 亿元（低于过去的 52 周平均发行规模的 49%），周环比下降 31.66%。

图 2:债券市场单周发行规模



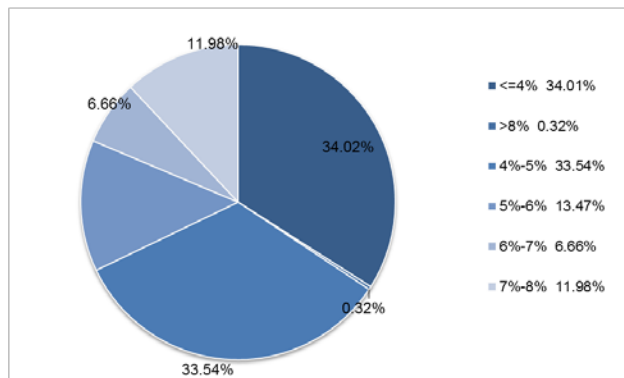
资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



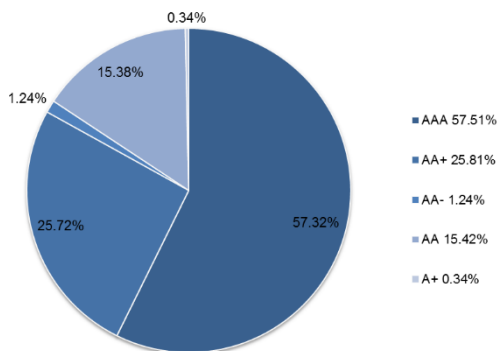
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



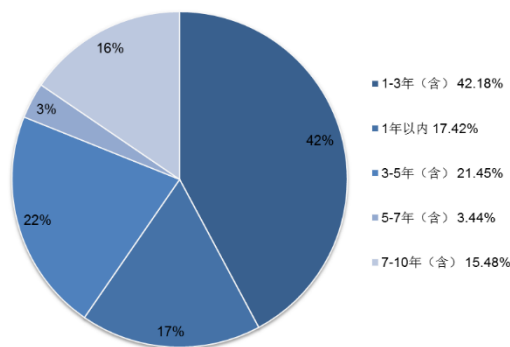
资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

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

临近元旦假期，上周利率债发行规模较小，周内有 4 只新债发行，发行总规模 260 亿元，周环比下降 78.86%。需求方面，由于供给较少，上周一级市场利率债认购情续有所清淡，但中标利率仍然下行，全周来看，利率债中标利率低于前一日二级市场 6.75 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 贴现国债 60		150	0.2493	2018/12/28
18 进出 09(增 16)	3.61%	40	5	2018/12/26
18 进出 10(增 15)	3.89%	30	10	2018/12/26
18 进出 13(增 12)	3.37%	40	3	2018/12/26

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 206 只新发债，发行规模 1308.54 亿，周环比上升 22.83%。截至目前，2018 年累计发行信用债 144,455.61 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	1308.54	144,455.61
企业债	92.60	2,390.38
公司债	38.00	16,311.67
ABS	235.05	19,813.44
非政策性银行金融债	234.50	52,444.10
NAFMII 品种	708.39	53,496.02

资料来源: Wind, 东方花旗债券资本市场部

需求方面，近期债券市场一级需求较好，优质信用债仍然受到追捧，资质较差的信用债边际也有所改善，但市场仍然对风险非常敏感。

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	3.1-4.69	-	3.78-4.3	-	3.79	-	3.9-5.4	6.15	4.57	-
AA+	-	-	3.95-6.5	-	-	5.1	4.76-7.5	7.9	-	-
AA	-	-	5.85-6.98	-	6.8	-	-	6.66-7	-	-

评级	3M		9M		1y		3y		5y	
	SCP	CP	SCP	CP	CP	PPN	MTN	PPN	MTN	PPN
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 大荔债	8.00%	AAA	AA-	8	5.0038	2018/12/24	资本货物
一般企业债	18 饶城投债	5.45%	AA+	AA+	18	5.0038	2018/12/24	资本货物
一般企业债	18 桂东投债 02	7.93%	AA	AA	3	5.0038	2018/12/24	资本货物
一般企业债	18 朔州债 02	7.80%	AA	AA	9	5.0038	2018/12/24	资本货物
一般企业债	18 湘高速债	4.48%	AAA	AAA	15	5+2	2018/12/25	运输
一般企业债	18 珠管债 01	6.20%	AAA	AA	1	3+2	2018/12/25	公用事业 II
一般企业债	18 泰华诚债	8.50%	AA+	AA	4	5.0038	2018/12/25	资本货物
一般企业债	18 仁怀水投债 03	8.00%	AA	AA	10.5	5.0038	2018/12/25	商业和专业服务
一般企业债	18 长兴太湖 01	7.50%	AA	AA	6	5.0038	2018/12/25	消费者服务 II
一般企业债	18 国新控股债转股债 01	3.20%	AAA	AAA	11	5	2018/12/26	多元金融
一般企业债	18 建德停车场债	7.43%	AA	AA	10	5.0038	2018/12/26	资本货物
一般企业债	18 包青棚改项目 NPB01	7.90%			5	5	2018/12/26	房地产 II
一般企业债	18 东坡发投债 02	8.00%	AA	AA		5.0038	2018/12/27	资本货物
一般公司债	18 赛格 01	4.60%	AAA	AA	7	3	2018/12/24	房地产 II
一般公司债	18 赛格 02	4.15%	AAA	AA	1	0.75+0.75	2018/12/24	房地产 II
一般公司债	18 爱建 01	5.40%	AA+	AA+	5	1+1+1	2018/12/24	多元金融
一般公司债	18 阳城 02	7.50%	AA+	AA+	15	2+1	2018/12/24	房地产 II
一般公司债	18 环球 Y1	6.00%	AAA	AAA	16.6	3+N	2018/12/25	资本货物
一般公司债	18 中电 Y1	4.90%	AAA	AAA		3+N	2018/12/25	商业和专业服务
一般公司债	G18 八 Y1	5.99%	AA+	AA+		3+N	2018/12/25	资本货物
一般公司债	18 新大 04	7.70%	AAA	AAA		3	2018/12/26	资本货物
一般公司债	19 美置 01	7.00%	AA+	AA+	10	2+1	2018/12/27	房地产 II

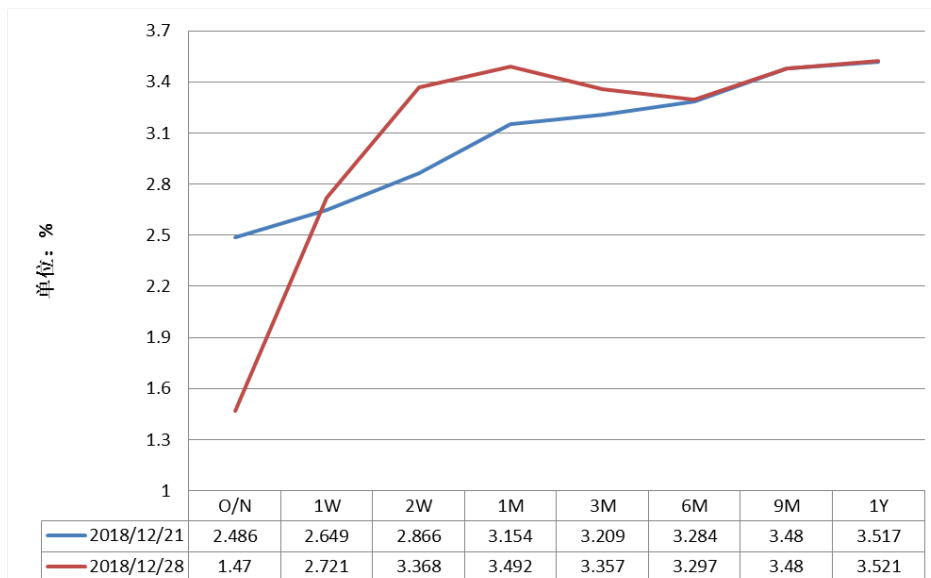
## 三、二级市场

---

## 货币市场

临近元旦假期和年末，市场对跨节、跨年资金的需求日益上升，1W 以上的 shibor 利率大幅上行，平均上行 15.3BP；隔夜利率因为涉及元旦放假，融入机构较少，因此隔夜利率大幅下行，下行 101BP。虽然 Shibor 利率变动幅度较大，但市场资金整体平稳。

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

年末市场对资金回笼的需求较大，交投活跃度有所下降，但是银行端资金仍然充足，上周二级市场收益率整体下行。其中国债收益率平均下行 3 个基点，政策性银行债收益率平均下行 3 个基点，信用债收益率平均下行 3 个基点。

表 7:12 月 27 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	2.66%	-3	1Y	2.94%	-4
3Y	2.90%	2	3Y 非国开	2.94%	-6
5Y	3.00%	-4	3Y 国开	2.93%	-2
7Y	3.22%	-5	5Y 非国开	3.38%	-1
10Y	3.27%	-3	5Y 国开	3.32%	-8
			7Y 非国开	3.66%	1
			7Y 国开	3.53%	-4
			10Y 非国开	3.89%	-1
			10Y 国开	3.79%	-1

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 8: 12 月 27 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+	-	3.76%	-	3.81%	-	3.94%	-	4.00%
	AAA	3.77%	3.81%	3.79%	3.86%	4.00%	4.00%	4.09%	4.09%
	AA+	3.99%	4.05%	4.01%	4.10%	4.26%	4.26%	4.39%	4.39%
	AA	4.42%	4.44%	4.45%	4.49%	4.92%	4.92%	5.07%	5.07%
	AA-	6.44%	6.46%	6.49%	6.53%	6.97%	6.97%	7.14%	7.14%
与前周收益变动	AAA+	-	-5	-	-3	-	-4	-	-2
	AAA	-5	-5	-6	-6	-5	-5	-4	-4
	AA+	-5	-5	-1	-1	-3	-3	-6	-6
	AA	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-5	-5
	AA-	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-5	-5

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 12 月 27 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+	3.51%	3.54%	3.57%	3.58%	3.82%	4.03%
	AAA	3.60%	3.62%	3.73%	3.74%	3.90%	4.13%
	AA+	3.90%	3.89%	3.95%	3.96%	4.15%	4.43%
	AA	4.18%	4.31%	4.38%	4.40%	4.71%	5.07%
	AA-	5.98%	6.17%	6.26%	6.30%	6.72%	6.99%
与前周收益变动	AAA+	19	10	7	-2	-6	-1
	AAA	19	10	12	4	-6	0
	AA+	14	15	16	6	-6	0
	AA	14	13	10	-2	-9	0
	AA-	14	8	10	-2	-9	0

资料来源: 上清所,东方花旗债券资本市场部

## 四、债市热点

---

## 1、国务院常务会议再提定向降准

12月24日国务院常务会议召开，部署加大对民营经济和中小企业支持，增强市场主体活力和发展信心工作，其中第二点“要更大力度减税降费，改进融资服务”中提到“完善普惠金融定向降准政策”，再提定向降准。

我们注意到，通常在国常会议部署定向降准不久后，央行都会有定向降准的动作，典型的如2017年9月27日国常会议部署“强化对小微企业的政策支持和金融服务”，随后9月30日央行即公告定向降准；2018年6月20日部署“进一步缓解小微企业融资难融资贵，持续推动实体经济降成本”，随后6月24日央行及公告定向降准。可见，近期叠加资金面跨年，央行定向降准“窗口”可能再次打开。

本次国常会议对于定向降准的描述与之前相比除强调小微外，增加了对民企的支持。对比去年9月27日、今年6月20日国常会议和本次国常会议的措辞可以发现，在研究部署的主题方面，本次提到定向降准归属于“支持民营企业 and 中小企业发展”，与以往只强调小微不同，本次增加了对“民企”的支持。

与以往不同的是，本次国常会议更强调“完善”普惠定向降准政策，具体来看，“完善”很可能体现定向降准的范围和方式上，并不会体现在“总量”上。仅从国常会议公报中，我们可以判断，定向降准的范围很可能从“小微”扩大到“民企”，这也符合中央经济工作会议强调重视民企发展的精神。民企和小微内涵并不相同，小微强调企业的规模，民企强调企业的所有属性，但两者也有很大的重合。此前，受惠小微的范围已经从单户授信500万以下扩大到1000万以下，此次从小微扩大到民企，之前的划分标准可能会进一步突破。此外，定向降准所试用的银行机构范围等也可能有所变化。

但是，定向降准的措施仍不失“定向”本色，在货币政策“松紧适度”的定调下，政策当局对于“大水漫灌”政策工具非常慎重，大概率定向降准的幅度和节奏不会有太大的变动，后期更需关注的是所谓“完善”的部分，即定向降准适用范围或者方式变化。

### 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。