

央行再次降准 债市开年回暖

东方花旗债券市场周报

2019年1月2日-1月11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：2018年12月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月回落0.6个百分点，低于临界点，制造业景气度有所减弱，明显低于历史同期季节性水平。供给方面：生产指数为50.8%，比上月回落1.1个百分点，表明生产扩张的速度明显放缓。需求方面：新订单指数为49.7%，比上月下降0.7个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业产品订货量有所减少。新出口订单从47%下降至46.6%，采购量从50.8%下降至49.8%，进口从47.1%下降到45.9%，内外需同时呈现收缩。
- ◇ 货币政策：1月4日央行公告下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时，2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。从春节前的影响流动性的几大因素来看，今年1月流动性缺口巨大。央行表示，本次降准释放资金1.5万亿左右，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后，净释放长期资金约8000亿元。由于春节后至一季度末前还有8150亿元MLF到期，因此这部分相当于提前对冲。就春节前而言，对于弥补节前资金缺口是不够的，因此不存在开闸放水之意，仅是前期降准常态化的水到渠成，此举并未超出市场预期。

一级市场

- ◇ 概况：上周一级市场新债发行规模大幅回升，周内新发行债330只，发行总规模5926.34亿元（低于过去的52周平均发行规模的96%），周环比上升277.83%。
- ◇ 利率债：上周利率债发行规模增加，周内有33只新债发行，发行总规模2749.1亿元，周环比上升44.82%。需求方面，新年前两周，经济数据不及预期及降准等因素，提振债券市场，一级需求整体较好，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13.64个基点。
- ◇ 信用债：上周信用债发行规模有所回升，周内有297只新发债，发行规模3177.24亿，周环比上升142.81%。截至目前，2019年累计发行信用债3177.24亿元。需求方面，受年初债市小幅回暖的影响，债券市场一级需求较好，信用债中标利率有下行趋势，但市场仍然对风险非常敏感。

二级市场

- ◇ 货币市场：近期的降准大幅缓解了紧张的资金面，资金利率大幅下行。shibor利率大平均下行101BP，资金面宽松平稳。
- ◇ 现券市场：元旦假期公布的PMI数据不及预期给债市带来了开门红，叠加美债下行，央行扩大定向降准范围等边际影响，2019债市开局偏暖。其中国债收益率平均下行4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17.64个基点。

债市热点

- ◇ 央行宣布降准

一、宏观经济

国内市场

2018年12月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月回落0.6个百分点，低于临界点，制造业景气度有所减弱，明显低于历史同期季节性水平。供给方面：生产指数为50.8%，比上月回落1.1个百分点，表明生产扩张的速度明显放缓。需求方面：新订单指数为49.7%，比上月下降0.7个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业产品订货量有所减少。新出口订单从47%下降至46.6%，采购量从50.8%下降至49.8%，进口从47.1下降到45.9%，内外需同时呈现收缩。

货币政策

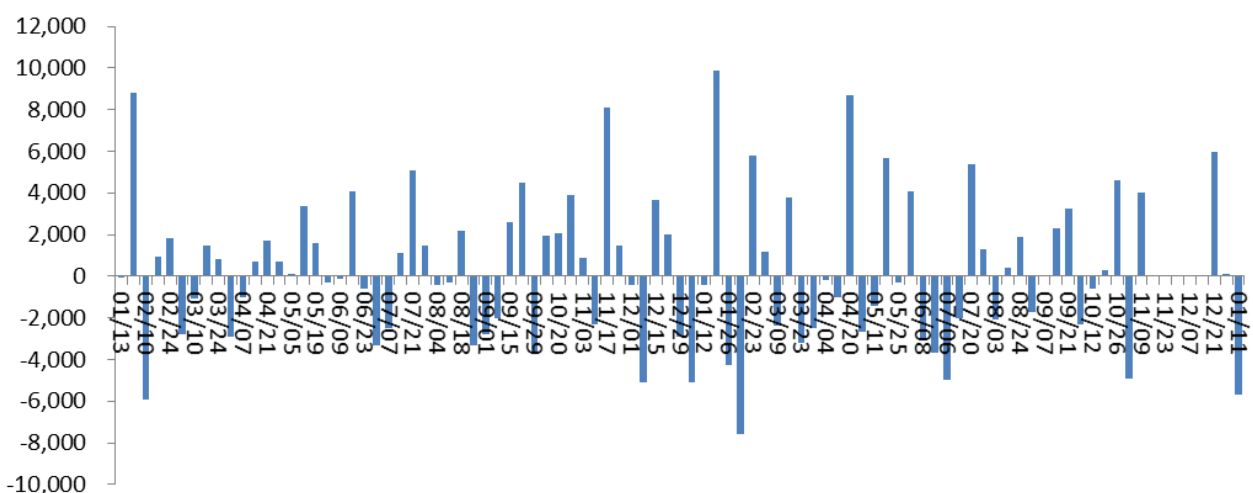
1月4日央行公告下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时，2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。从春节前的影响流动性的几大因素来看，今年1月流动性缺口巨大。央行表示，本次降准释放资金1.5万亿左右，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后，净释放长期资金约8000亿元。由于春节后至一季度末前还有8150亿元MLF到期，因此这部分相当于提前对冲。就春节前而言，对于弥补节前资金缺口是不够的，因此不存在开闸放水之意，仅是前期降准常态化的水到渠成，此举并未超出市场预期。

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	5800
合计		-5700

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）



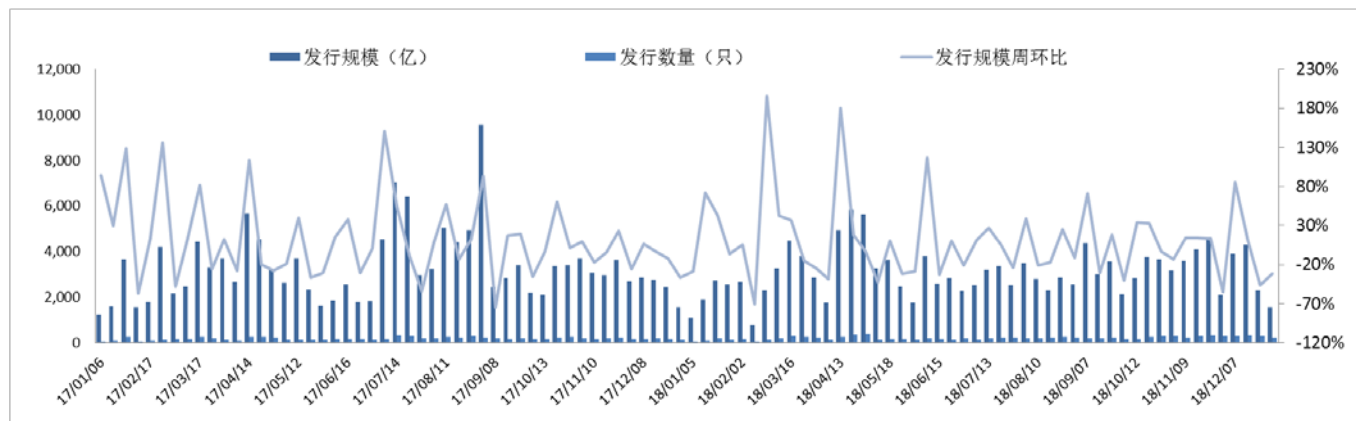
资料来源：wind，东方花旗债券资本市场部

二、一级市场

概况

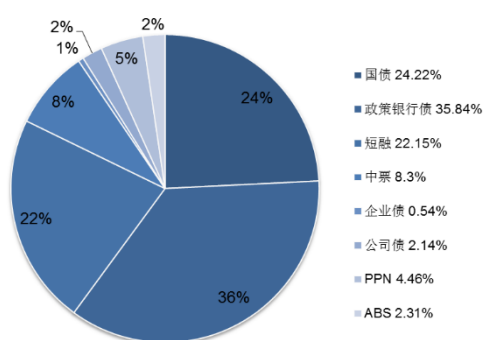
上周一级市场新债发行规模大幅回升，周内新发行债 330 只，发行总规模 5926.34 亿元（低于过去的 52 周平均发行规模的 96%），周环比上升 277.83%。

图 2:债券市场单周发行规模



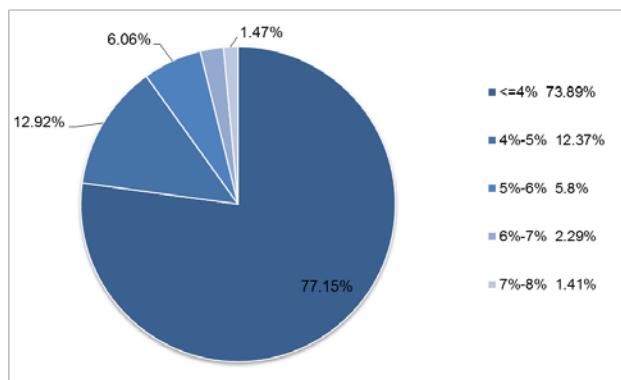
资料来源：wind，东方花旗债券资本市场部

图 3:上周一级市场发行债券按类型划分



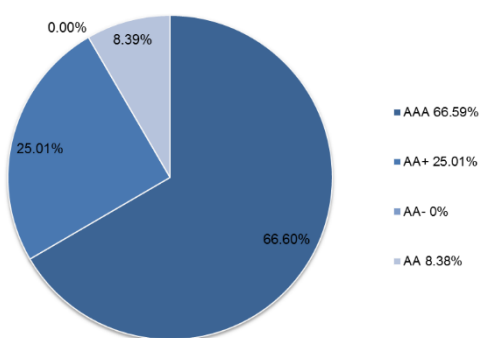
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

图 4:上周一级市场发行债券按发行利率划分



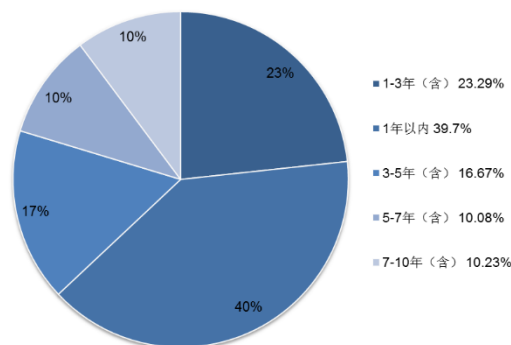
资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

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增加，周内有 33 只新债发行，发行总规模 2749.1 亿元，周环比上升 44.82%。需求方面，新年前两周，经济数据不及预期及降准等因素，提振债券市场，一级需求整体较好，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 13.64 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 21 (续 3)	2.74%	200	3	2019/1/2
18 附息国债 28 (续发)	3.05%	200	7	2019/1/2
19 贴现国债 01	2.31%	100	0.2493	2019/1/4
19 贴现国债 02	2.38%	100	0.4986	2019/1/4
18 附息国债 22 (续 3)	2.49%	200	2	2019/1/9
18 附息国债 23 (续 3)	2.76%	200	5	2019/1/9
19 贴现国债 03		100	0.2493	2019/1/11
18 国开 11 (增 18)	3.30%	91.7	5	2019/1/3
18 国开 12 (增 14)	3.05%	92.6	3	2019/1/3
18 国开 14 (增 8)	3.60%	60.7	7	2019/1/3
19 国开 01	2.54%	103.5	1	2019/1/3
19 国开 05	3.48%	121.5	10	2019/1/3
18 进出 09 (增 17)	3.35%	30	5	2019/1/4
18 进出 12 (增 11)	2.44%	30	1	2019/1/4
18 进出 13 (增 13)	3.10%	30	3	2019/1/4
18 农发 06 (增 23)	3.65%	60	10	2019/1/4
18 农发 10 (增 4)	2.43%	60	1	2019/1/4
18 农发 11 (增 3)	3.65%	40	7	2019/1/4
18 农发 12 (增 3)	3.10%	50	3	2019/1/7
18 农发 13 (增 2)	3.36%	50	5	2019/1/7
18 国开 09 (增 12)	2.23%	100	1	2019/1/8
18 国开 12 (增 15)	2.98%	80	3	2019/1/8
18 国开 14 (增 9)	3.57%	60	7	2019/1/8
18 农发 06 (增 24)	3.64%	60	10	2019/1/9
18 农发 10 (增 5)	2.40%	60	1	2019/1/9
18 农发 11 (增 4)	3.59%	40	7	2019/1/9
18 国开 11 (增 19)	3.25%	70	5	2019/1/10
18 进出 09 (增 18)	3.26%	30	5	2019/1/10
18 进出 10 (增 16)	3.67%	30	10	2019/1/10
18 进出 13 (增 14)	3.04%	30	3	2019/1/10

债券名称	中标利率	实际发行规模（亿）	期限（年）	发行起始日
19 国开 02 (预)		109.1	3	2019/1/10
19 国开 05 (增发)	3.49%	130	10	2019/1/10
19 进出 01	2.40%	30	1	2019/1/10

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 297 只新发债，发行规模 3177.24 亿，周环比上升 142.81%。截至目前，2019 年累计发行信用债 3177.24 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	3177.24	3177.24
企业债	22.70	22.70
公司债	147.60	147.60
ABS	111.22	111.22
非政策性银行金融债	1550.00	1550.00
NAFMI I 品种	1345.72	1345.72

资料来源：Wind，东方花旗债券资本市场部

需求方面，受年初债市小幅回暖的影响，债券市场一级需求较好，信用债中标利率有下行趋势，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	2.78-3.39	-	3.38-5.5	-	3.3-5.02	-	3.8-3.99	-	-	-
AA+	6.8	-	3.5-7.2	-	3.98-7	4.5-6.95	4.76-7.5	-	-	-
AA	-	-	4.2-7.1	-	5.2	-	4.08-8	-	-	5.6-7.99
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	19 鑫鸿债	5.28%	AAA	AA	6.7	5.0038	2019/1/2	资本货物
一般企业债	19 百东债 01	7.59%	AA	AA	6	5.0038	2019/1/7	资本货物
一般企业债	19 景城开投债	7.49%	AA	AA	10	5.0038	2019/1/7	资本货物
一般公司债	19 浦土 01	3.80%	AAA	AA+	7	3+2	2019/1/4	房地产 II

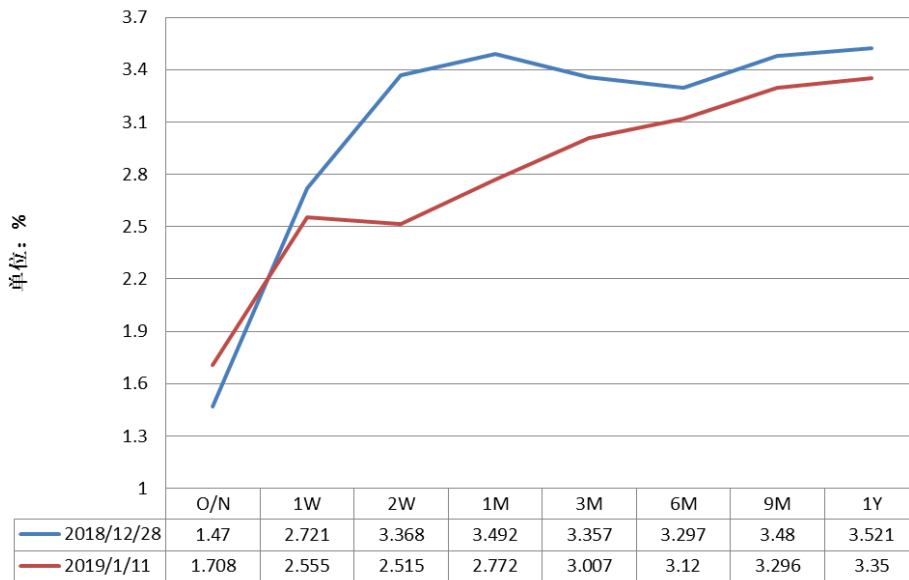
债券类型	债券名称	票面利率	债项评级	主体评级	发行额(亿)	期限(年)	发行日	行业
一般公司债	19 不动 Y1	4.80%	AAA	AAA	10	3+N	2019/1/7	资本货物
一般公司债	19 中粮 01	3.94%	AAA	AAA	16.6	3+3	2019/1/7	房地产 II
一般公司债	19 中粮 02	4.10%	AAA	AAA	7	5+2	2019/1/7	房地产 II
一般公司债	19 葛洲 01	3.85%	AAA	AAA	10	5	2019/1/8	资本货物
一般公司债	19 金隅 01	3.73%	AAA	AAA	5	3+2	2019/1/8	材料 II
一般公司债	19 金隅 02	4.07%	AAA	AAA	15	5+2	2019/1/8	材料 II
一般公司债	19 越租 01	4.10%	AAA	AAA	6	3+2	2019/1/8	多元金融
一般公司债	19 津投 01	3.99%	AAA	AAA		3+1	2019/1/9	资本货物
一般公司债	19 津投 02	4.26%	AAA	AAA		5	2019/1/9	资本货物
一般公司债	19 蓝星 01	4.07%	AAA	AAA		3	2019/1/9	材料 II
一般公司债	19 闽电 01	5.50%	AAA	AAA	12	2+1	2019/1/10	技术硬件与设备

三、二级市场

货币市场

近期的降准大幅缓解了紧张的资金面，资金利率大幅下行。shibor 利率大平均下行 101BP，资金面宽松平稳。

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

元旦假期公布的 PMI 数据不及预期给债市带来了开门红，叠加美债下行，央行扩大定向降准范围等边际影响，2019 债市开局偏暖。其中国债收益率平均下行 4 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 17.64 个基点。

表 7:1 月 10 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	2.36%	-14	1Y	2.60%	-2
3Y	2.77%	0	3Y 非国开	2.60%	-8
5Y	2.90%	0	3Y 国开	2.60%	-9
7Y	3.11%	0	5Y 非国开	3.14%	-9
10Y	3.10%	-4	5Y 国开	3.07%	-4
			7Y 非国开	3.44%	-1
			7Y 国开	3.39%	0
			10Y 非国开	3.73%	2
			10Y 国开	3.63%	4

资料来源: wind, 东方花旗债券资本市场部

表 8: 1 月 10 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+	-	3.42%	-	3.50%	-	3.69%	-	3.74%
	AAA	3.44%	3.48%	3.49%	3.55%	3.75%	3.75%	3.80%	3.80%
	AA+	3.63%	3.69%	3.71%	3.79%	3.98%	3.98%	4.11%	4.11%
	AA	4.11%	4.13%	4.19%	4.22%	4.67%	4.67%	4.80%	4.80%
	AA-	6.13%	6.15%	6.23%	6.26%	6.72%	6.72%	6.87%	6.87%
与前周收益变动	AAA+	-	-22	-	-17	-	-17	-	-14
	AAA	-22	-22	-17	-17	-17	-17	-17	-17
	AA+	-24	-24	-15	-15	-18	-18	-15	-15
	AA	-22	-22	-13	-13	-17	-17	-15	-15
	AA-	-22	-22	-13	-13	-17	-17	-15	-15

资料来源: wind,东方花旗债券资本市场部

表 9: 1 月 10 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+	2.78%	3.10%	3.16%	3.19%	3.54%	3.76%
	AAA	2.94%	3.12%	3.21%	3.28%	3.60%	3.85%
	AA+	3.17%	3.34%	3.45%	3.50%	3.83%	4.15%
	AA	3.49%	3.75%	3.90%	3.94%	4.40%	4.79%
	AA-	5.29%	5.59%	5.74%	5.85%	6.41%	6.70%
与前周收益变动	AAA+	-12	-14	-23	-28	-20	-14
	AAA	-5	-20	-23	-21	-22	-14
	AA+	-11	-25	-21	-21	-20	-15
	AA	-11	-25	-21	-21	-20	-15
	AA-	-11	-27	-26	-21	-20	-15

资料来源: 上交所,东方花旗债券资本市场部

四、债市热点

1、央行宣布降准

央行再次宣布降准，显示货币政策维护市场流动性合理充裕的意图不变，主要关注以下几点：

1) 经济下行压力下，降准操作显示货币政策继续支持实体经济融资方向不变，而选择在 1 月 15 日和 1 月 25 日分别降准，一定程度上也有助于抚平春节期间流动性缺口，同时也为 1 季度地方债的提前发行提供支持。据央行表示，此次降准将释放资金约 1.5 万亿元，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后，净释放长期资金约 8000 亿元。1 季度 MLF 到期时间分别为 1 月 15 日、2 月 13 日、3 月 7 日和 3 月 16 日，大部分在春节之后，因此选择春节前分别降准，也有助于缓解春节期间的流动性，然后再于节后随着 MLF 的到期适当回笼。往年来看，春节期间银行流动性缺口一般在万亿以上，而且考虑 1 季度地方债发行额度提前下达，为维持流动性充裕，春节前央行仍有可能再进行适度净投放。

2) 在实体经济融资及经济增速整体承压背景下，未来一段时间内货币政策宽松方向相对较为明确，而且当前金融体系流动性整体仍较为充裕，主要矛盾不在于流动性，而在于货币政策传导机制的不畅，后续主要关注类似 TMLF 工具、非标边际放松、鼓励银行补充资本金等定向宽信用举措，同时也继续关注减税降费等宽财政举措。当前货币政策传导不畅表现为银行信贷期限结构偏短、实体融资实质改善前金融机构风险偏好难提升。预计后期货币政策重点在于进一步配合宽信用方向、疏导货币政策传导机制，继续关注是否会出台相关政策，例如 TMLF 工具的使用、鼓励银行补充资本金、非标边际放松或者定向放松的可能等宽信用政策，同时也关注减税降费、大幅增加专项债发行等财政政策的落地。

3) 当前处于经济下行+宽信用宽财政+货币政策配合宽松的组合，随着宽信用的继续推进以及再融资环境的改善，2019 年社融反弹可期。我们上周也在专题报告《2019 年社融如何走？对债市影响几何？——申万债券热点聚焦系列之一》中对 2019 年社融增速进行了估测，预计 2019 年存量社融增速可反弹至 12% 以上，节奏上呈前低后高，虽然 1 季度新口径下的存量社融增速受基数、非标继续缩减等因素拖累或仍在低位，但边际上将逐步看到改善。全年主要关注信贷、非标及专项债的拉动作用。

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。