

【债市速览】利率债收益率下行，信用债信用利差走阔

联合信用评级有限公司 研发部

【宏观与货币市场概况】公开市场业务由松转紧，银行体系流动性紧中向松

上周，央行公开市场业务操作共计投放资金 5,000 亿元，回笼资金共计 9,270 亿元，公开市场净投放资金-4,270 亿元。从近期来看，上周与前一周相比，央行投放资金操作力度大幅收缩，投放量约为前一周的 34%；回笼资金规模明显扩大，约为前一周的 142%；净投放量呈现负值，约为前一周的 53%。央行在前一周进行大幅度投放资金，并小幅回笼资金，形成趋松态势，但上周开始进行定向降准操作，此次定向将释放流动性几千亿元，加上前期资金投放较多资金，市场流动性水平较高，总体上采取收紧操作。

从总体上看，央行进行收紧的操作是应对市场资金面水平采取的相机措施。上周，银行体系流动性总量变化水平相对较高，为维护银行体系流动性合理稳定,25 和 26 日连续两天不开展公开市场操作。同时，由于临近月末财政支出有所增加，市场资金面有利因素在增多，央行未来有进一步加快回笼资金的操作。但央行延续落实稳健中性货币政策，保持流动性的合理稳定，平稳有序地推进结构调整。

银行间市场资金总体呈现震荡下行态势，波动幅度相对较小。上周回购利率 R001 呈现出先延续前一周下行走势，但下行幅度有所收窄，总体上看较前一周的抛物线式走势有走稳趋势；回购利率 R007 呈现先降后反弹走势，先触底后快速上升，上升幅度明显增大，总体上看位于近期的平均水平。上交所回购利率 GC001 和 GC007 总体呈现在震荡中下降走势，下降幅度有所扩大，总体上看维持了前期的下降趋势。其中，GC001 呈现加速下降走势，后降速转稳，下降幅度明显扩大，总体上看仍位于下降通道；GC007 稳步下降后触底反弹，上行后再下降，总体上看是下行通道中的震荡走势。交易所市场资金趋松态势有所显现，较

前一周资金趋松程度有小幅增加，除受阶段性高位运行的回落预期作用影响外，市场资金面有利因素在增多，但央行为进一步去杠杆、有效控制宏观杠杆率创造良好货币金融条件的方向未变，未来资金宽松运行的难度增大。详见图 1。

Shibor 指标呈现分化走势，快速下降和平稳上升共存的态势显现。Shibor 隔夜延续前一周快速下行走势，后转向平稳下降走势，下降幅度相对明显，总体上看是前期下行走势进入走稳趋缓阶段；Shibor1 周触顶转下行走势，小幅波动中维持下降走势，总体上看是改变了前期缓慢上行走势；Shibor2 周延续前一周平稳上升走势，上升幅度有所扩大，从总体上看仍位于上升通道；Shibor3 月延续稳步上升走势，上升幅度相对较小，从总体上看坐稳小幅上升态势。详见图 2。

图 1 银行间与上证所质押式回购利率走势图

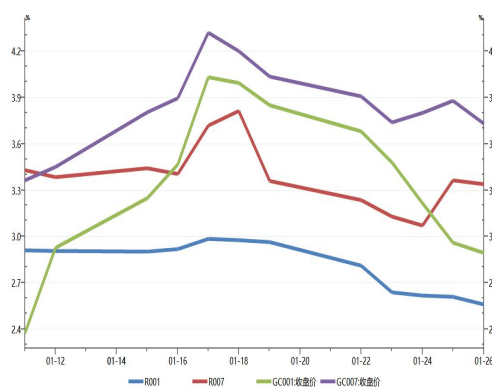
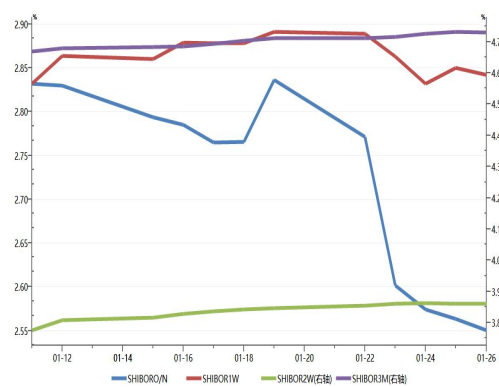


图 2 银行间同业拆借利率走势图



资料来源：Wind，联合评级整理。

从总体上看，市场利率较前一周呈现下降态势，但震荡幅度有所扩大。其中，大部分指标总体上延续前一周下降走势，下降态势基本形成，但震荡幅度增大，加大了下降水平；另外一部分指标延续稳步上升走势，上升幅度有扩大的态势。这主要受市场资金供求趋松走势的影响。如面临月底，财政支出增加，市场资金面得到改观，以及普惠金融定向降准的实施，将逐步带来较大规模的长期低成本流动性释放。未来，央行维持紧平衡态势下的适度松紧资金面，提升资金面收紧的概率。

【利率债市场】国债和国开债收益率有所下行

一级市场，利率债发行有所增长。上周利率债总发行量为 1,169.90 亿元，较前一周增长 24.46%，主要系国债发行量增长所致；上周利率债净融资额由正转负，为 -542.80 亿元，主要系国债和政策性银行债总偿还量大幅增长所致。上周，地方政府债仍未发行新债，国债和政策性银行债招投标利率走势分化。具体而言，上周国债的招投标加权平均票面利率为 3.62%，较前一周下行 2.86bp；政策性银行债的招投标加权平均票面利率为 4.69%，较前一周上行 10.19bp。

二级市场，国债和国开债收益率略有下行。截至上周五，10 年期国债、国开债收益率分别为 3.94%和 5.08%，较前一周分别下行 3.89bp 和 4.22bp，详见图 3。从期限利差来看，上周，10 年期与 1 年期国债收益率利差为 41.60bp，与上周基本持平；10 年期与 1 年期国开债收益率利差为 81.26bp，较前一周周五扩大 4.10bp。

上周，资金利率波动下行，资金面有所转松，再加上无新的监管政策出台，债市情绪有所缓解，债券收益率略有下行。

图 3 10 年期国债/国开债收益率走势图

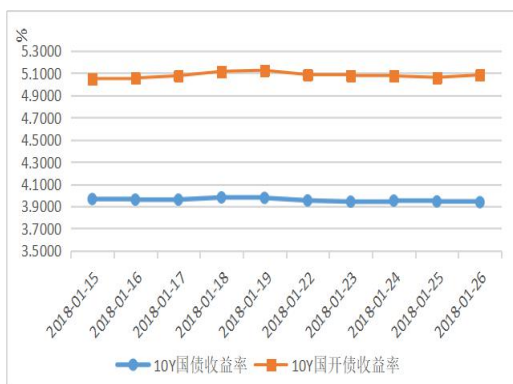
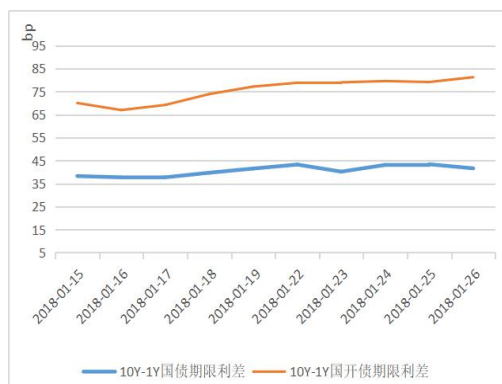


图 4 10 年期与 1 年期国债/国开债期限利差



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

【信用债市场】公司债发行量大幅减少，二级市场成交量继续上升

上周一级市场共发行 104 只信用债，较前周增长 16.39%，规模合计 1,176.90 亿元，较前周减少 10.31%，主要系公司债、短期融资券发行量下滑影响。其中企业债发行 3 只，规模 13.9 亿元；一般公司债发行 5 只，规模 47 亿元；私募公司债发行 4 只，规模 31.50 亿元；中期票据发行 18 只，规模 273 亿元；短期融资券发行 59 只，规模 607.50 亿元；定向工具发行 12 只，规模 124 亿元；可转债发行 1 只，规模 20 亿元；可交换债发行 2 只，规模 60 亿元。

从融资规模来看，以中高等级发行人为主，AAA 级、AA+、AA 级发行人融资规模占比分别为 58.57%、26.89%、14.28%。从融资成本来看，上周企业债平均发行利率为 7.32%，较前周上升 33.53BP。公司债平均发行利率为 5.63%，较前周下降了 23.31BP。中期票据平均发行利率为 5.96%，较前周下降 29.75BP。短期融资券平均发行利率为 5.63%，较前周下降 3.04BP。详见图 5。

二级市场方面，上周银行间市场各类型信用债成交活跃度均有所上升，成交量合计 3,363.25 亿元，较前周增长 9.01%，交易所市场方面(不含私募公司债)成交量共计 490.95 亿元，较前周增长 10.29%，主要受益于可转债、可交换债成交量上行。具体来看，企业债成交 493.69 亿元，较前周增长 23.84%；中期票据成交 1449.86 亿元，较前周增长 7.80%；短期融资券成交 1,296.96 亿元，较前周增长 4.74%；定向工具成交 131.42 亿元，较前周增长 15.66%；公司债成交 209.83 亿元，较前周增长 12.05%。小品种方面，可转债共成交 209.25 亿元，较前周增长 28.11%，可交换债共成交 71.87 亿元，较前周增长 66.02%。

上周多数品种信用债到期收益率小幅下行。公司债方面，AAA 级 3 年期和 AAA 级 5 年期到期收益率分别为 5.35%、5.49%，较前周分别下行 1.41BP、2.81BP；AA 级 3 年期和 AA 级 5 年期到期收益率分别为 5.81%、5.95%，较前周均下行 3.16BP。企业债方面，5

年期品种到期收益率较前周有所上行,AAA 级 5 年期较前周上行 0.69BP 至 5.44%,AA 级 5 年期较前周上行 1.69BP 为 5.95%,其余品种略下行,其中,AAA 级和 AA 级 10 年期到期收益率分别为 5.56%、6.17%,较前周均下行 0.27BP。详见图 6。受国债收益率下行影响,多数信用债的信用利差走阔。以 5 年期品种为例,AAA 级、AA 级公司债信用利差分别为 1.64%、2.08%,与上周基本持平,AA+级公司债信用利差为 1.90%,较前周走阔 3.99BP;AAA 级、AA+级、AA 级企业债信用利差分别为 1.59%、1.87%和 2.09%,较前周分别走阔 3.79BP、4.79BP、4.79BP。

图 5 信用债周平均发行利率走势

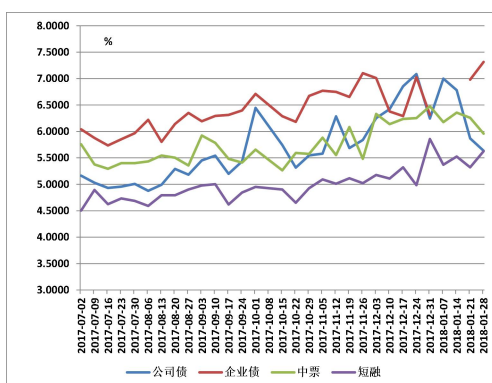
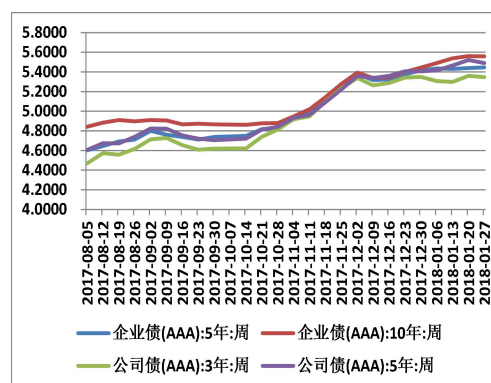


图 6 AAA 级别企业债和公司债周平均到期收益率



资料来源:wind 资讯,联合评级整理。

【ABS 市场】发行规模大幅减少,发行利率小幅增加

上周市场上共发行了 4 期 9 支资产支持证券,环比减少 7 期 21 支资产支持证券;发行规模合计 80.68 亿元,环比减少 189.56 亿元;平均发行年限为 2.29 年,环比减少 1.52 年;平均票面利率为 6.21%,环比增加 0.16 个百分点。上周,地方两会密集召开,大部分省、区、市的 2018 年政府工作报告都将积极推进资产证券化作为着力的重点,预计未来资产支持证券的发行将迎新高。

从评级角度看,上周发行的资产支持证券中有 6 支资产支持证券存在债券评级:其中 AAA 级的债券 4 支,发行规模为 53.51 亿人民币;AA+级的债券 1 支,发行规模为 2.75

亿人民币；AA 级的债券 1 支，发行规模为 2.13 亿人民币；无评级的资产支持证券 3 支，计划发行规模为 22.29 人民币 详见图 7。AAA 级的资产支持证券发行规模占比为 66.33%，说明通过结构化的设置后，大部分资产支持证券都获得了良好的信用水平。

上周二级市场共成交 37 支资产支持证券，环比减少 10 支；成交金额合计为 26.04 亿元，环比增加 0.6 亿元。其中，上交所成交 4 支，成交金额为 1.78 亿元；深交所成交 21 支，成交金额为 4.92 亿元；银行间市场成交 12 支，成交金额为 19.35 亿元，详见图 8。

图 7 一级市场发行评级分布

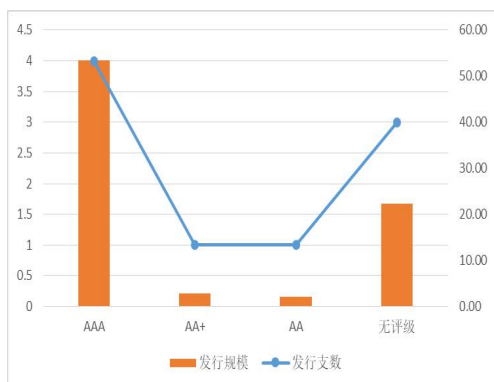
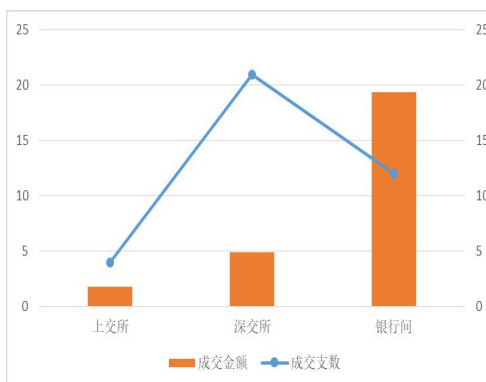


图 8 二级市场交易状况分布图



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。