

债市策略周报

中国银行
上海人民币交易业务总部

2018年7月16日



内容提要

分析师：叶美林、符安妮、曲嘉、陈天翔

Tel: (8621) 20592822

审阅人：冯晔

Tel: (8621) 20592985

声明：

本研究报告由中国银行股份有限公司撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

第一部分 宏观经济

通胀：国家统计局发布6月份CPI和PPI数据显示，CPI环比下降0.1%，同比上涨1.9%；PPI环比上涨0.3%，同比上涨4.7%。从环比看，PPI涨幅略有回落，生产资料价格上涨0.4%，涨幅比上月回落0.1个百分点；生活资料价格持平。总体来说，通胀仍旧维持温和扩张态势，快速上行压力不大。

社融：中国6月社会融资规模增量1.18万亿元，预期1.4万亿元。6月新增人民币贷款1.84万亿元，创5个月新高；M2同比增8%，创历史新低，预期8.3%。当前表内信贷发力不足以完全抵消表外融资的持续低迷，社融增速的萎缩预期在未来长期内对经济增长产生负面影响。

第二部分 货币市场

上周央行公开市场全口径净回笼900亿元。受月中缴税及连续净回笼影响，流动性逐步脱离过度充裕状态，货币利率有所回升，但仅是流动性均值修复的过程。本周公开市场到期规模较小，共400亿元逆回购以及800亿元国库现金定存。同时本周将迎来缴税及分红大月，资金面有望边际收敛，但目前看来，缴税期整体仍有望保持资金面平稳过度。

第三部分 后市展望

一、利率策略

二、信用策略

报告正文

第一部分 宏观经济

一、通胀

国家统计局发布6月份CPI和PPI数据显示,CPI环比下降0.1%,同比上涨1.9%;PPI环比上涨0.3%,同比上涨4.7%。从环比看,时令瓜果和蔬菜大量上市,鲜果和鲜菜价格分别下降6.7%和1.8%,合计影响CPI下降约0.16个百分点,是CPI下降的主要原因。PPI涨幅略有回落,生产资料价格上涨0.4%,涨幅比上月回落0.1个百分点;生活资料价格持平。从同比看,CPI同比涨幅略有扩大,继续保持温和上涨。食品价格上涨0.3%,影响CPI上涨约0.05个百分点。非食品价格上涨2.2%,影响CPI上涨约1.80个百分点。总体来说,通胀仍旧维持温和扩张态势,快速上行压力不大。

二、外汇储备

中国6月外汇储备31121.3亿美元,高于预期31028亿美元。环比上升15亿美元,结束两个月连降。外管局负责人表示:6月,我国外汇市场总体平稳运行,国际收支基本实现自主平衡。国际金融市场波动性上升,美元指数微涨0.5%,主要非美元货币相对美元下跌和资产价格变动等因素综合作用,外汇储备规模小幅上升。

三、进出口

中国6月出口(以人民币计)同比增长3.1%,前值3.2%;进口增长6%,前值15.6%。6月进出口数据均低于市场预期,经济下行压力加大,后续需关注国内需求是否持续下滑。预期贸易战将对后续出口带来负面影响。6月贸易顺差2618.8亿元,前值1565.1亿元。贸易顺差出现明显回升,主要与进口大幅回落有关。

四、社会融资

中国6月社会融资规模增量1.18万亿元,预期1.4万亿元。6月新增人民币贷款1.84万亿元,创5个月新高;M2同比增8%,创历史新低,预期8.3%。社融和M2增速创新低主要与金融严监管下表外融资大幅萎缩、整体融资环境趋紧、信用派生能力较弱有关。未来融资回表、非标转标仍是主要趋势,当前表内信贷发力不足以完全抵消表外融资的持续低迷,社融低增长将持续下去,信用萎缩预期在未来长期内对经济增长产生负面影响。

第二部分 货币市场

上周央行公开市场全口径净回笼900亿元。受月中缴税及连续净回笼影响,流动性逐步脱离过度充裕状态,货币利率有所回升,但仅是流动性均值修复的过程。本周公开

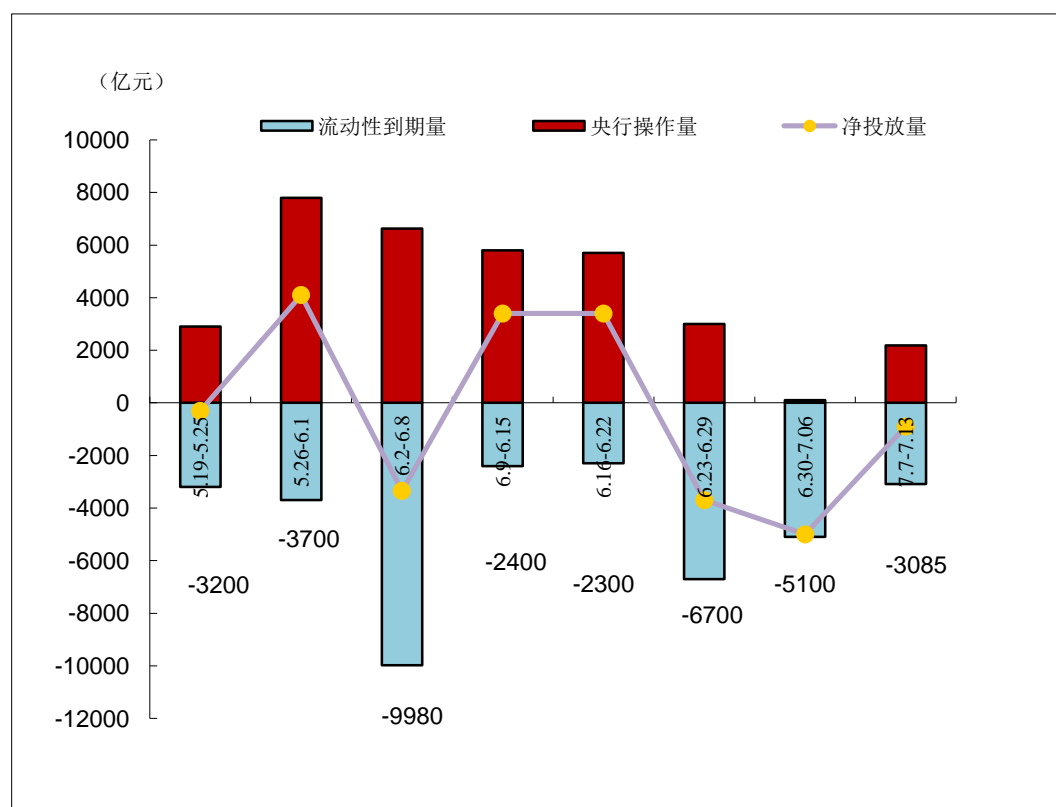
市场到期规模较小，共 400 亿元逆回购以及 800 亿元国库现金定存。同时本周将迎来缴税及分红大月，资金面有望边际收敛，但目前看来，缴税期整体仍有望保持资金面平稳过渡。

表 1
货币市场操作

上周货币市场	7 天逆回购	14 天逆回购	28 天逆回购	63 天逆回购
操作量(亿元)	300	0	0	0
操作变化量(亿元)	200	0	0	0
招标利率(%)	2.55	2.7	2.85	2.95
利率变化(bps)	0	0	0	0
货币市场统计	前周	上周	本周	7 月 (至今)
到期量(亿元)	-5100	-3085	-1200	-9385
操作量(亿元)	710.3	2185	—	2895.3
净投放(+)/回笼(-) 量	-4389.7	-900	—	-6489.7

资料来源: PBOC, Wind

图 1
货币市场操作



第三部分 后市展望

第三部分 后市展望

一、利率策略

一级市场发行利率债 3676 亿，利率债净供给量达 1656 亿，环比有所减少。一级认购依然火爆，大多数发行结果都好于市场预期。

利率债二级市场的两个关键词是经济金融数据和避险情绪。债市基本围绕这两大因素波动。在中美贸易战第一仗平静开打的背景下，避险情绪有所消退，加之市场对即将公布的六月经济数据存偏好预期，周一各期限收益率均有所上行；周二开盘时仍弥漫着悲观情绪，不过之后公布了六月经济数据，虽然 PPI 数据略好于预期，但 CPI 与预期持平，数据落地后市场情绪有所好转。午后央行参事盛松成发表言论，表示今年 M2 增速预计将高于去年，且将超过 8.5%，这在一定程度上打压了债市情绪，全天收益率小幅上行。周三开盘前美国特朗普政府公布进一步对华加征关税清单，拟对约 2000 亿美元中国产品加征 10% 的关税，避险情绪再度升温，各期限收益率基本都有 3-4bp 的下行幅度。周四依然是避险情绪演绎的行情，因有消息传来美国参议院以压倒性的票数通过提案，限制特朗普关税权力，收益率应声上行。不过同时随着社融、M2、信贷等数据金融数据公布时点的逼近，市场交易情绪也更显谨慎，交易活跃度下降。周五下午四点半金融数据出炉。在六月新增人民币贷款好于预期的情况下，社融数据依然弱于预期，社融的不景气还是出乎了市场主流的预期，现券端下行空间被打开，收益率迅速下行。上周 10Y 国债 180011 收益率共计下行 6bp，收于 3.465%；10Y 国开 180205 收益率下行 3.25bp，收盘于 4.1825%，5Y 国开 180204 下行 3bp，收盘于 3.985%，也是首次落在 4% 以下。收益率在前半周以振荡为主，而下行主要发生在周五下午。

六月的金融数据显示出央行降准、释放信贷额度等举措向实体融资端的传导存在明显“不畅”。金融机构的风险偏好在下降，货币宽而信用紧，利率债继续向好的逻辑仍在强化。至少短期内收益率仍将下行。不过需要警惕股债跷跷板效应，毕竟最近股债经常呈现镜像走势，且随着债市持续上涨，股债相对性价比也在发生变化。

二、信用策略

信用债一级方面，市场回暖，发行规模和净融资规模大幅回升。根据 wind 口径数据，上周短融和中票总发行量 1245.4 亿元，发行规模在近一个月内再上千亿规模，较前一周增加 740.9 亿元；净融资为 404.1 亿元，较前一周增加 225.0 亿元。其中，中票方面，共发行 29 只，总发行量 397.9 亿元，净融资 128.9 亿元；短融和超短融共发行

72只，总发行量为847.5亿元，净融资额为275.2亿元。截至周五，约有5只债券推迟或取消发行，合计金额为37亿元。

二级市场方面，短融市场活跃度不及前一周，但中票市场持续活跃。高低评级品种交投分化严重，市场明显偏好高评级品种或者过剩行业的龙头公司。短融方面，随着税期的临近和连续净回笼的影响，资金边际上逐步收紧，短端收益率上调明显。3M AAA品种较前一周上行15bp至3.62%附近，而6M AAA品种较前一周上行25bp至4.0%附近。相比之下，中长端收益率微调，涨跌互现。1Y和3Y附近品种为市场偏爱，收益率下行1-2bp分别至4.13%和4.37%。5Y品种活跃度下降，收益率较前一周上行3bp至4.57%附近。总体来看，上周收益率曲线再次趋于平坦化，AAA评级的1Y-6M利差下行27bp至13.75bp，而AAA 3Y-1Y利差稳定在23bp附近。从信用利差上看，本周信用利差有再度扩大的趋向。AAA 6M与同期限的国开债利差扩大20bp至92.3bp，而AAA 5Y的利差则扩大5bp至53.8bp。1-3Y由于成交相对活跃，收益率变化与国开债相对一致，尤其是1Y品种与国开的利差略下行8bp至71bp。

展望后市，本周受缴税和部分大型上市央企分红影响，资金面估计会继续收敛，受此影响短端利率可能跟进调整。上周五公布的社融和贷款数据表明实体经济融资仍然承压；从微观融资主体的角度来看，低资质企业的再融资压力持续，信用风险仍不可小觑，信用债分化行情也将继续。因此建议仍然以高评级、优质主体信用债为主。

附表 1
已发债券招标结果

日期	债券	发行量(亿元)	中标利率	认购倍数
7月9日	7y 广东债 05	200 亿	3.6900	/
7月9日	10y 广东债 06	102.8998	3.7000	/
7月9日	3y 广东债 07	35 亿	3.3700	/
7月9日	7y 广东债 08	70 亿	3.6900	/
7月9日	10y 广东债 09	69.9 亿	3.7000	/
7月9日	5y 广东债 10	12 亿	3.5000	/
7月9日	5y 广东债 11	12 亿	3.5000	/
7月9日	5y 广东债 12	18 亿	3.5000	/
7月9日	5y 广东债 13	14 亿	3.5000	/
7月9日	5y 广东债 14	19 亿	3.5000	/
7月9日	5y 广东债 15	5 亿	3.5000	/
7月9日	5y 广东债 16	29.1 亿	3.5000	/
7月9日	5y 广东债 17	19 亿	3.5000	/
7月9日	5y 广东债 18	5 亿	3.5000	/
7月9日	10y 广东债 19	71 亿	3.7100	/
7月10日	3y 储蓄 05	亿	4.0000	/
7月10日	5y 储蓄 06	亿	4.2700	/
7月10日	5y 国开 04(增 15)	80 亿	3.9973	3.18
7月10日	7y 国开 06(增 14)	50 亿	4.2134	2.81
7月10日	10y 国开 10(增发)	150 亿	4.1077	2.42
7月10日	3y 宁波定向 01	25.0054	3.7600	/
7月10日	5y 宁波定向 02	36.1836	3.8200	/
7月10日	7y 宁波定向 03	25.2456	4.0300	/
7月10日	10y 宁波定向 04	37.2982	4.0400	/
7月10日	3y 宁波债 01	18.7 亿	3.2700	/
7月10日	5y 宁波债 02	28.3 亿	3.3700	/
7月10日	7y 宁波债 03	18.8 亿	3.6500	/
7月10日	10y 宁波债 04	28.3 亿	3.7200	/
7月10日	3y 宁波债 05	14.8 亿	3.2700	/
7月10日	5y 宁波债 06	22.2 亿	3.3700	/
7月10日	7y 宁波债 07	14.9 亿	3.6500	/
7月10日	10y 宁波债 08	22.6 亿	3.7200	/
7月11日	2y 付息国债 15	290.5 亿	3.1400	2.24
7月11日	5y 付息国债 16	371.9 亿	3.3000	2.20
7月11日	3y 农发 09(增 5)	40 亿	3.9040	4.86
7月11日	7y 农发 01(增 24)	40 亿	4.2237	3.34
7月11日	10y 农发 06(增 9)	60 亿	4.2660	3.16
7月11日	5y 四川定向 09	39.7786	3.8600	/
7月11日	5y 四川定向 10	63.3272	3.8600	/
7月12日	1y 国开 09(增发)	50 亿	3.2391	3.46
7月12日	3y 国开 08(增 10)	80 亿	3.8303	3.30
7月12日	5y 黑龙江 09	105.9384	3.8500	/
7月12日	7y 黑龙江 10	87 亿	4.1000	/
7月12日	3y 湖南 11	44 亿	3.6100	/

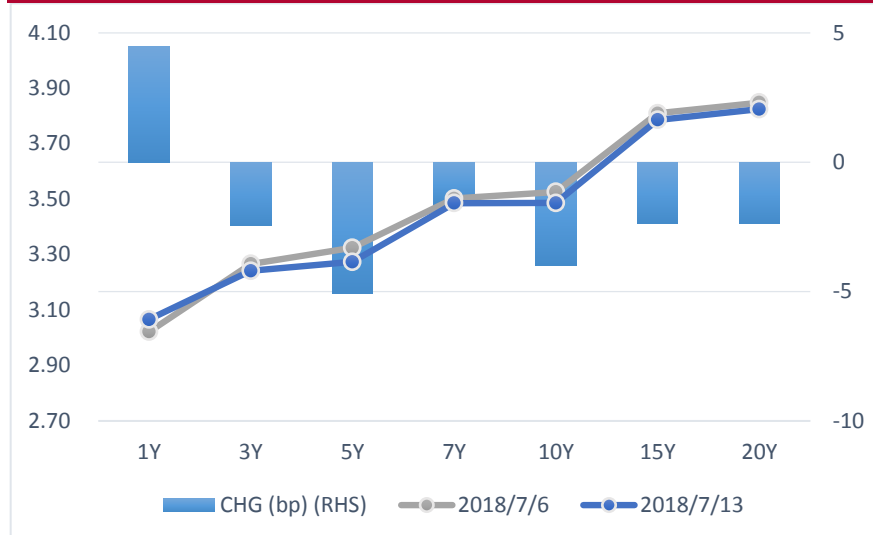
2018年7月16日



7月12日	7y 湖南 12	196.4045	4.0500	/
7月12日	1y 进出 05(增 4)	40 亿	3.2577	2.59
7月12日	5y 进出 09(增 2)	30 亿	4.0073	4.86
7月12日	10y 进出 10(增 9)	30 亿	4.2610	3.63
7月13日	5y 江苏债 06	294 亿	3.7000	/
7月13日	10y 江苏债 07	223.4 亿	3.9300	/
7月13日	3y 江苏债 08	135.6 亿	3.6000	/
7月13日	91D 贴现国债 32	100 亿	2.4938	2.23
7月13日	182D 贴现国债 33	100 亿	2.8191	1.86

资料来源: CDC

附图1
国债收益率曲线

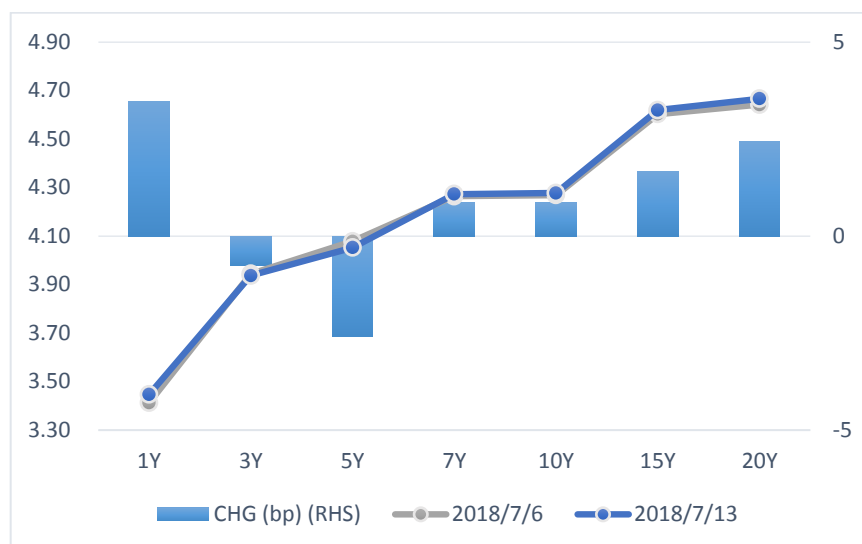


资料来源: CDC

附表2
国债收益率变化

	收益率 (%)		
	7/13	7/6	周变化 (bp)
1Y	3.07	3.02	4
3Y	3.24	3.27	-2
5Y	3.27	3.32	-5
7Y	3.49	3.50	-2
10Y	3.49	3.53	-4
15Y	3.79	3.81	-2
20Y	3.82	3.85	-2

附图2
金融债 (非国开)
收益率曲线



资料来源: CDC

附表 3
金融债（非国开）
收益率变化

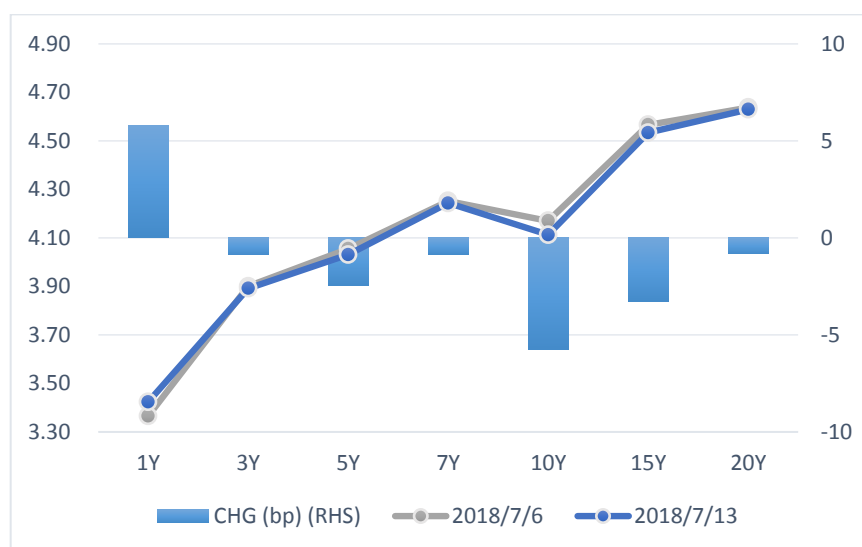
2018 年 7 月 16 日



	收益率 (%)		
	7/13	7/6	周变化 (bp)
1Y	3.45	3.41	3
3Y	3.94	3.94	-1
5Y	4.05	4.08	-3
7Y	4.27	4.26	1
10Y	4.28	4.27	1
15Y	4.62	4.60	2
20Y	4.67	4.64	2

资料来源: CDC

附图 3
国开债收益率曲线



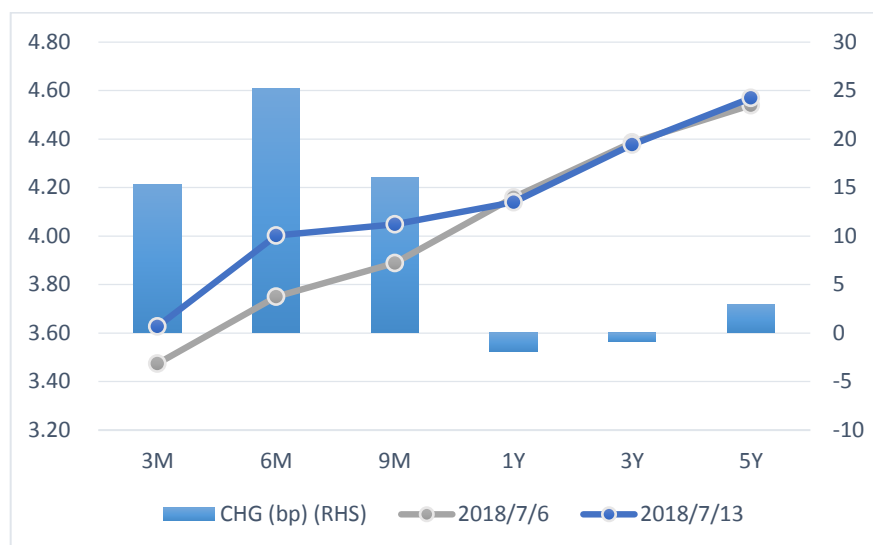
资料来源: CDC

附表 4
国开债收益率变化

	收益率 (%)		
	7/13	7/6	周变化 (bp)
1Y	3.42	3.37	6
3Y	3.89	3.90	-1
5Y	4.03	4.05	-2
7Y	4.24	4.25	-1
10Y	4.11	4.17	-6
15Y	4.53	4.57	-3
20Y	4.63	4.64	-1

资料来源: CDC

附图4
AAA中短期票据
收益率曲线



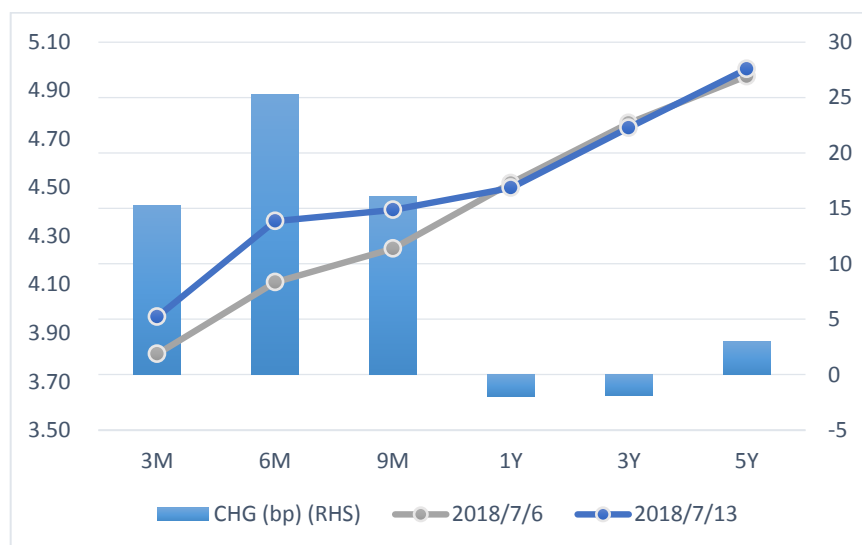
资料来源: CDC

附表5
AAA中短期票据
收益率变化

	收益率(%)		
	7/13	7/6	周变化(bp)
3M	3.63	3.47	15
6M	4.00	3.75	25
9M	4.05	3.89	16
1Y	4.14	4.16	-2
3Y	4.38	4.39	-1
5Y	4.57	4.54	3

资料来源: CDC

附图5
AA+中短期票据
收益率曲线



资料来源: CDC

附表 6
AA+中短期票据
收益率变化

2018年7月16日



	收益率(%)		
	7/13	7/6	周变化(bp)
3M	3.97	3.81	15
6M	4.36	4.11	25
9M	4.41	4.25	16
1Y	4.50	4.52	-2
3Y	4.75	4.77	-2
5Y	4.99	4.96	3

资料来源: CDC