

【债市速览】公司债发行规模大增，可转债发行提速

联合信用评级有限公司 研发部

【宏观与货币市场概况】公开市场业务收紧加速，银行体系流动性维持稳定

上周，公开市场业务操作投放资金 4,580 亿元，共计回笼资金 9,680 亿元，央行公开市场净投放资金-5,100 亿元。从近期来看，上周与前一周相比，央行进一步加大收紧操作，收紧操作幅度明显扩大，总体上进入趋紧态势。央行净投放呈现负值，且连续两周进行递增式的收紧操作，这与前三周的放松操作幅度相对较大有关，也与近期市场走势和政策效应显现等因素有关，但未来进一步扩大收紧操作的概率相对不大。总体来看，央行扩大收紧的操作是基于银行体系流动性总量处于较高水平的相机措施。从国际经济走势来看，减税风向正强，继美国税改通过后，日本积极开展减税活动，而之前德国在 1 月就宣布减税，印度 2 月宣布减税，英国在 4 月就开始减税，法国 8 月宣布 2018 年开始减税，全球主要国家的减税行动的影响如何还有待观察，但不容忽视减税政策对经济的拉动作用，以及市场的反应。从国内来看，应对冲税期高峰、政府债券发行缴款、金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等因素后，央行进行了维护银行体系流动性基本稳定的收紧操作。未来，央行在“削峰填谷”式的操作下，维护银行体系流动性基本稳定态势未改。

银行间市场资金总体呈现小幅上升走势。上周回购利率 R001 呈现缓慢上升走势，较前一周在平稳走势中小幅上升；回购利率 R007 呈现出相对较快的上升走势，上升幅度相对较小，较回购利率 R001 的上升趋势相对明显。上交所回购利率 GC001 和 GC007 呈现出先平稳后上升走势，上升幅度较前一周有所扩大，在上周最后一个交易日出现加速上升。其中，GC001 呈现出先加速下降后低位反弹的走势，最后的触底反弹提升了上升水平；GC007 则在平滑下降后触底反弹，反弹幅度相对较大，总体上看上升幅度有所扩大。交易所市场资金

呈现松中向紧、适度松紧的态势，但未来维持加快向紧的走势还有待观察。详见图 1。

Shibor 指标走势趋同态势走强，低位反弹和稳定上升的态势正在形成。Shibor 隔夜呈现 U 型走势，由降转升的趋势加速形成，上升幅度相对明显；Shibor1 周呈现 U 型走势，触底后上升幅度相对较小，总体上看维持稳定；Shibor2 周呈现出稳步上升走势，在上升通道过程中形成小幅波动走势，但上升幅度相对较小；Shibor3 月延续前一周上升走势，上行速度有所收敛，从近期看其维持上行走势的态势相对明显。详见图 2。

图 1 银行间与上证所质押式回购利率走势图

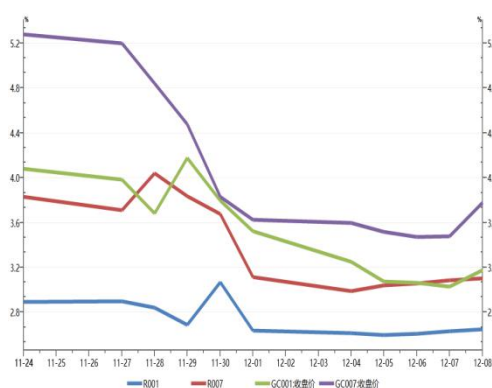
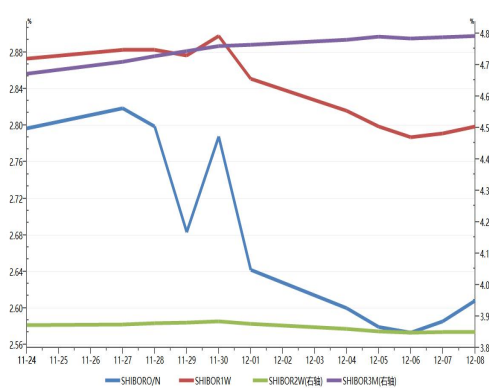


图 2 银行间同业拆借利率走势图



资料来源：Wind，联合评级整理。

从总体来看，市场利率较前一周出现相对明显的转向变化，但转向动力较弱。其中，一部分指标出现低位反弹上升走势，另外一部分指标的维持平稳上行趋势。上周市场显现出趋紧的态势在一定程度上有所扩大，尤其是各项指标的上升势头在一定程度上出现趋同。这种趋势既与近期国内外经济向好趋势走强因素有关，尤其是我国经济中流动性形势和市场预期变化，以及世界经济政策“紧缩”态势走强等对市场的影响，市场调整了应对措施，积极化解较大幅度波动。同时，监管当局坚持“稳健”货币政策基调，一方面积极着力开展防范市场运行风险措施，加大主动调控市场利率的力度，另一方面应对在推动金融服务实体经济过程中，可能出现的大幅度波动。

【利率债市场】地方政府债发行有所降温

一级市场，利率债发行有所降温。上周利率债总发行量为 1,599.25 亿元，较前一周减少 19.54%，主要系地方政府债发行量减少所致；上周利率债净融资额为 1,157.35 亿元，较前一周增长 6.41%，主要系国债发行量增加，以及政策性银行债总偿还量减少所致。上周利率债招投标利率走势分化，国债下行，地方政府债上行，政策性银行债基本持平。具体而言，上周国债的招投标加权平均票面利率为 3.83%，较前一周下行 6.43bp；上周地方政府债的招投标加权平均票面利率为 4.36%，较前一周上行 13.73bp；上周政策性银行债的招投标加权平均票面利率为 4.00%，与上周基本持平。

二级市场，国债收益率波动上行，国开债收益率波动下行。截至上周五，10 年期国债、国开债收益率分别为 3.91%和 4.77%，较前一周分别变化 2.5bp 和 -3.67bp，详见图 3。上周前三天，资金面持续宽松，带动市场乐观情绪，国债收益率略有下行，后两天，资金面有所趋紧，再加上进出口数据好于预期，国债收益率明显上行。整体来看，国债收益率先下后上，全周波动上行。

上周，10 年期与 1 年期国债、国开债期限利差均有所收窄。上周，10 年期与 1 年期国债收益率利差为 15.56bp，较前一周周五减少 9.52bp，10 年期与 1 年期国开债收益率利差为 25.28bp，较前一周周五减少 5.02bp。

图 3 10 年期国债/国开债收益率走势图

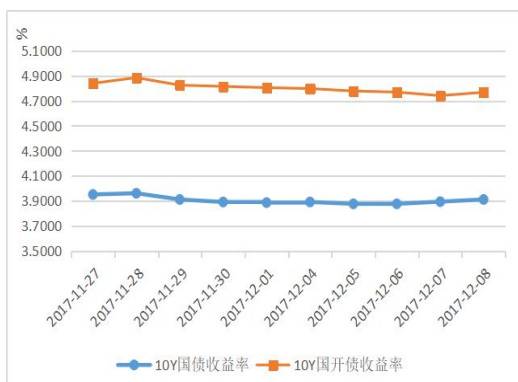
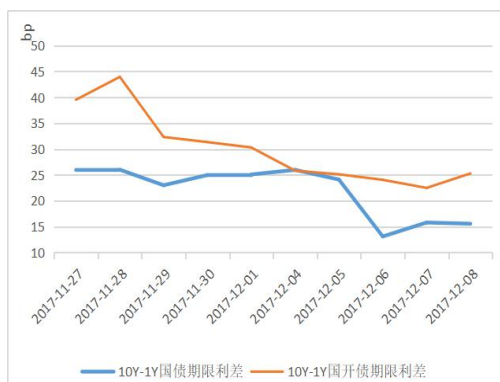


图 4 10 年期与 1 年期国债/国开债期限利差



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

【信用债市场】各类型信用债发行利率均有所回落，到期收益率整体下行，公司债信用利差依然走阔

上周一二级市场共发行 99 只信用债，发行规模为 1,111.34 亿元，较前周增长 44.40%，主要受益于公司债、中期票据和短期融资券发行规模有所上升。具体来看，公司债共发行 81.94 亿元，为上周的 1.02 倍；中期票据共发行 203 亿元，增长 67.77%；短期融资券共发行 491 亿元，增长 31.28%；企业债自 11 月以来发行低迷，上周仅发行 50 亿元，较前周减少 21.51%；定向工具共发行 36.30 亿元，减少 25.35%；私募债共发行 69.10 亿元，下降 3.49%。小品种方面，可转债自 10 月下半月以来发行提速，每周均有 1~4 只发行，上周共发行 4 只，规模 161.54 亿元，约为上周的 11.54 倍，其中“宁行转债”发行额为 100 亿元，为今年以来发行额居第二高位的可转债（首位为“光大转债”，300 亿元）；可交换债上周共发行 2 只，规模 18.46 亿元。

从主体级别看，上周 AA 级发行人信用债融资占比大幅提高，上升 16.93 个百分点至 62.5% 而 AA+、AA 级发行人融资占比分别下降 3.33 个百分点、14.81 个百分点至 22.29%、10.73%。从发行利率看，各主要品种信用债融资成本均有所回落，其中企业债降幅最大，较前周下降 63.15BP 至 6.38%，中期票据和短融发行利率分别为 6.26% 和 5.08%，下降幅度分别为 7.94BP、9.18BP，公司债发行利率小幅回落 5.26BP 至 6.20%。详见图 5。

二级市场方面，上周银行间市场信用债成交量略回落，共计 2,804.87 亿元，较前周下降 2.89%，受公司债成交大幅上升影响，交易所市场方面（不含私募公司债）成交量大增，共计 358.48 亿元，较前周增长 25.56%。从债券类型看，企业债和公司债成交量均有所上升，分别成交 492.81 亿元、242.67 亿元，较前周分别上升 13.35%、60.59%，中期票据、短期融资券和定向工具成交规模分别为 1,135.54 亿元、1,033.94 亿元和 158.91 亿元，分

别下降 6.14%、4.43%和 7.58%；小品种方面，可转债共成交 72.25 亿元，回落 24.90%，可交换债成交量小幅上升 7.20%至 24.87 亿元。

受债券违约事件频发影响，上周信用债到期收益率继续大幅上升。AAA 级 5 年期、10 年期企业债到期收益率为 5.32%、5.34%，上行幅度为 6.33BP、5.57BP；AAA 级 3 年期、5 年期公司债到期收益率为 5.26%、5.34%，分别上行 7.59BP、1.89BP。详见图 6。

受到期收益率下行幅度不同影响，企业债和公司债信用利差整体走势各异。以 5 年期品种为例，AAA、AA+、AA 级企业债到期收益率下行幅度大于同期限国债收益率下行幅度，信用利差分别为 1.50%、1.74%、1.97%，较前周分别收窄 15.90BP、16.90BP、23.10BP；AAA、AA+、AA 级公司债到期收益率下行幅度不及同期限国债收益率下行幅度，信用利差延续走阔态势，上周分别为 1.52%、1.76%、2.01%，分别较前周扩大 2.29BP、3.42BP、6.56BP，反映出交易所市场投资者风险厌恶程度相对较强。

图 5 信用债周平均发行利率走势情况

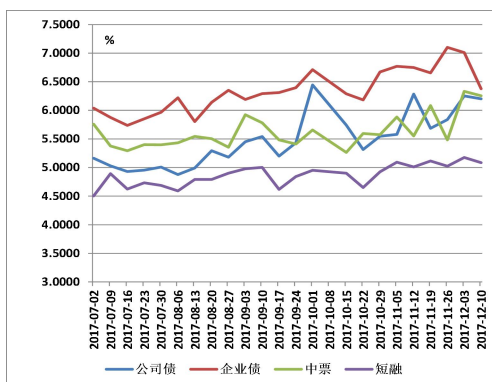
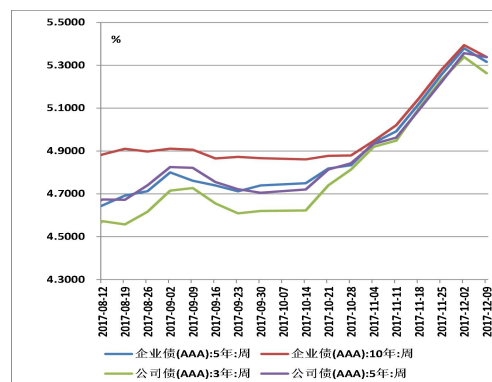


图 6 AAA 级别企业债和公司债周平均到期收益率



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

【ABS 市场】发行规模大减，到期收益率小幅波动

上周一级市场共发行 10 期 32 支资产支持证券，环比减少 3 期 2 支资产支持证券；计划发行规模为 377.35 亿元人民币，环比减少 257.6 亿人民币；平均发行年限为 3.10 年，环比增加 0.09 年；平均票面利率为 5.91%，环比增加 0.39 个百分点。联合评级认为，年

底资金趋紧，发行成本逐渐上升。从评级角度看，上周发行的资产支持证券中有 18 支资产支持证券存在债券评级，其中 AAA 级的债券 12 支，计划发行规模为 234.47 亿人民币；AA+级的债券 3 支，计划发行规模为 19.99 亿人民币；AA 级的债券 3 支，计划发行规模为 10.59 亿人民币；无评级的资产支持证券 14 支，计划发行规模为 112.30 亿元；详见图 7。AAA 级的资产支持证券发行规模占比为 62.14%，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。

上周一年期资产支持证券的到期收益率小幅降低。按照中国债券信息网的统计，上周一年期资产支持证券的到期收益率均值为 5.61%，环比减少 0.02 个百分点，详见图 8。其中 AAA 级资产支持证券的到期收益率均值为 5.26%；AA+级资产支持证券的到期收益率均值为 5.48%；AA 级资产支持证券的到期收益率均值为 5.61%；AA-级资产支持证券的到期收益率均值为 5.76%；A+级资产支持证券的到期收益率均值为 5.94%。联合评级认为，随着产品信用评级的下降，相应的风险逐步增加，收益率也随之升高。

图 7 ABS 发行评级分布

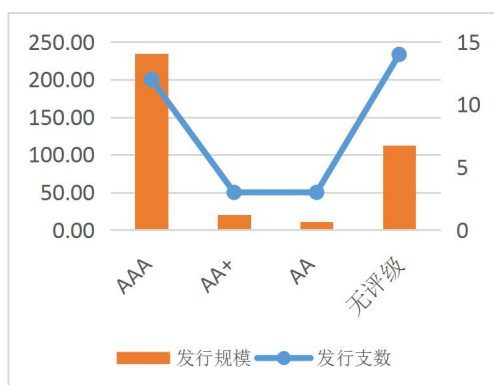
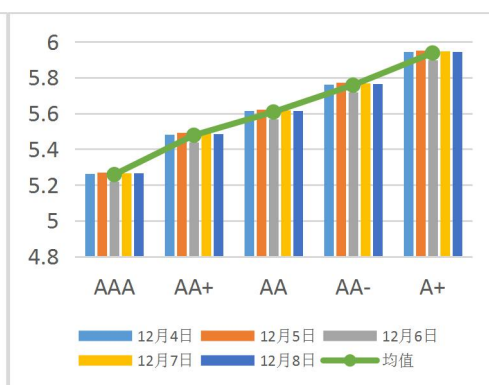


图 8 上周一年期 ABS 到期收益率分布图



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。