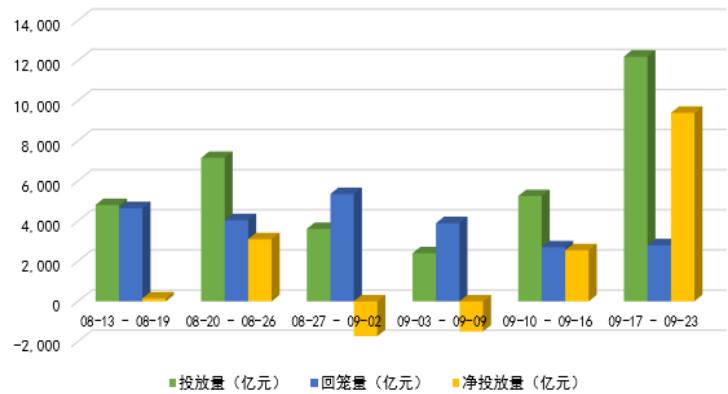


◆ **宏观与货币市场概况**

目录

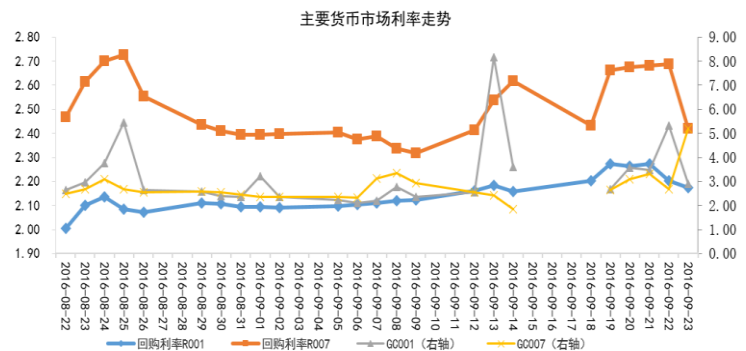
宏观与货币市场概况……1
 市场要闻及分析……2
 一级市场发行情况……2
 利率债 ……2
 信用债 ……3
 资产支持证券 ……4
 二级市场交易情况……5
 利率债 ……5
 信用债 ……6
 资产支持证券 ……7

- 最近一周，公开市场业务操作投放资金 12200 亿元，共计回笼资金 2800 亿元，故央行公开市场净投放资金 9400 亿元，连续两周来看，进行放松银根操作。央行净投放连续两周增加，起到稳定政策宽松预期，但幅度过大，有引发大幅度收紧预期。



数据来源：Wind，联合评级整理。

- 通过对近期的资金供求情况分析，银行间市场资金一直处于宽松格局。连续两周回购利率 R001 呈下降趋势，R007 呈下降趋势；上交所回购利率出现震荡。



数据来源：Wind、上证所，联合评级整理。

- 连续两周，各个指标均呈现走势趋同态势，Shibor 隔夜、Shibor1 周，Shibor2 周，Shibor3 月均呈现微弱上升趋势。

宏观货币—王海潮
wanghc@creditratings.com.cn

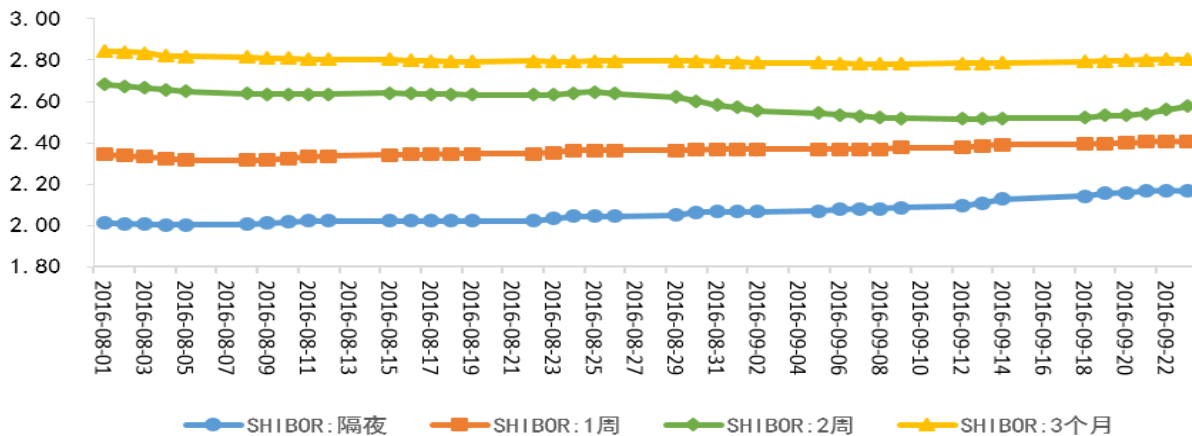
利率债—李天娇
litj@creditratings.com.cn

信用债—胡乾慧
huqh@creditratings.com.cn

ABS—邓博文
dengbw@creditratings.com.cn

市场要闻—研发部

上海银行间同业拆借利率 (Shibor) 走势



数据来源: Wind, 联合评级整理。

◆ 市场要闻及分析

- 中国银行间市场交易商协会9月23日发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》、《信用风险缓释凭证业务指引》、《信用风险缓释合约业务指引》、《信用联结票据业务指引》、《信用违约互换业务指引》。根据此次发布的文件,要成为信用风险缓释凭证创设机构或信用联结票据创设机构必须具备净资产不少于40亿元人民币等条件。信用违约互换产品交易时确定的信用事件范围至少应包括支付违约、破产;根据参考实体实际信用情况的不同,可纳入债务加速到期、债务潜在加速到期以及债务重组等其他信用事件。
- 上述规则和指引的推出,标志中国版CDS正式落地,在宏观经济不景气、违约事件不断增多的背景下,有利于市场主体主动防范和控制信用风险,优化信用风险分散的渠道,但也需要防范通过CDS过度投机带来的系统性风险。
- 不良资产证券化重启迎突破,工行、农行、中行、建行、交行和招行六家银行作为首批试点机构,监管层对整体试点额度并没有明确指标。伴随着经济下行压力加大,我国银行业整体资产质量持续下滑,截至去年末,商业银行不良贷款余额连续17个季度上升,不良贷款率连续10个季度上升,不良双升使得商业银行经营持续承压,不良资产证券化的重启和提速为银行处置不良提供了新途径,有利于降低银行体系的系统性风险,也有助于银行减轻包袱,更有力服务实体经济。
- 9月23日,建设银行将发行“建鑫二期”,系国内首单个人住房贷款的不良资产支持证券。“建鑫二期”的基础资产池纳入了全国7980笔个人按揭贷的坏账,借款人分布在全国20个省份及直辖市,共82个城市,其中陕粤渝内蒙辽宁占比逾50%,涉及42个职业,规模共29.93亿元,次级、可疑类占比分别为53.4%和46.6%。该单证券的发行,标志着个人住房不良贷款的处置又多了一种新渠道。

◆ 一级市场发行情况

- ◆ 利率债
 - 利率债净融资额有所增加,主要是由于总偿还量大幅减少所致。本周利率债发行2260.99亿元,上周由于中秋节放假,交易日只有3天,发行了1373.73亿元,上上周

发行了 2512.38 亿元，整体来看，利率债发行有所减少。本周利率债总偿还量为 531.50 亿元，上周偿还量为 490 亿元，上上周偿还量为 1040.97 亿元，由此可见，利率债总的偿还量大幅降低。本周利率债净融资额 1729.49 亿元，上周净融资额为 883.73 亿元，上上周净融资额为 1471.41 亿元，可见利率债净融资额有所增加。

- **分券种来看，国债净融资额有所上升，地方政府债和政策性金融债净融资额均大幅下降。**本周国债发行 4 只，发行 1251.70 亿元，偿还量为 361.50 亿元，净融资 890.2 亿元，上周国债净融资 653 亿元，上上周国债净融资 766.33 亿元，整体来看，国债净融资额有所增加；地方政府债本周发行 14 只，发行 429.29 亿元，本周没有偿还的地方政府债，净融资 429.29 亿元，上周净融资额为 180.73 亿元，上上周净融资额为 1089.08 亿元，所以地方政府债净融资额大幅降低；政策性银行债本周发行 7 只，发行量为 380 亿元，总偿还量为 170 亿元，净融资为 210 亿元，上周净融资为 -150 亿元，上上周净融资为 467 亿元，故政策性银行债本周净融资额也大幅下降。
- **新债认购需求方面，一级市场招投需求大幅减少。**本周招标发行 17 期，发行 1467.49 亿元，上周招标发行 17 期，1292.1 亿元，上上周招标发行 45 期，发行 2346.3 亿元，可见新债认购需求大幅减少。认购倍数方面，短端品种认购倍数变动不大。

◆ **信用债**

- 上周由于中秋节假期导致实际工作日只有四天，一级市场信用债主要券种（企业债、公司债、中期票据和短期融资券）总发行量仅为 862.84 亿元，总偿还量与前周基本持平，为 1403.15 亿元，净融资额为 -540.31 亿元。本周一级市场信用债主要券种（企业债、公司债、中期票据和短期融资券）总发行量较前周上涨 15%，为 1823.80 亿元，总偿还量较前两周大幅减少，仅为 845.27 亿元，导致净融资额大幅上升，为 978.53 亿元。
- 本周与上周共发行 23 只企业债，其中 2 只 AAA 级、4 只 AA+ 级、17 只 AA 级，总发行量为 207.10 亿元。共发行 92 只公司债，其中 14 只 AAA 级、13 只 AA+ 级、24 只 AA 级和 41 只无评级，总发行量为 985.04 亿元。共发行 34 只中期票据，其中 10 只 AAA 级、9 只 AA+ 级、1 只 AA- 级和 14 只 AA 级，总发行量为 392 亿元。共发行 77 只短期融资券，其中 15 只 A-1 级，62 只无评级，总发行量为 1047.5 亿元。
- 企业债发行利率连续两周上行。公司债发行利率连续两周下行。中期票据发行利率在连续三周下滑之后，本周有较大幅度回升。短期融资券发行利率延续下滑趋势。

图 1：信用债主要券种发行与到期

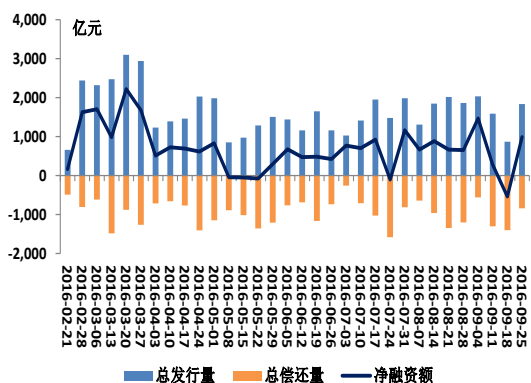
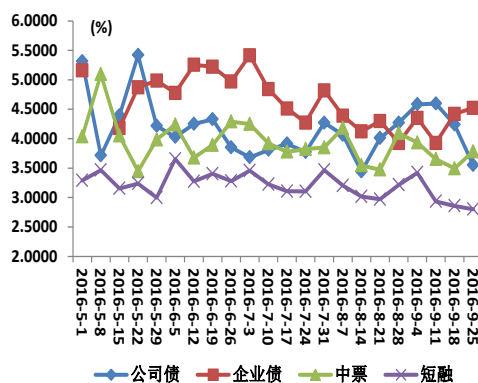


图 2：信用债主要券种每周发行利率曲线



● 数据来源：Wind，联合评级整理。

◆ 资产支持证券

- 两周内共发行9只资产支持证券，发行总金额合计147.53亿元，具体发行产品见表1。

表1 资产支持证券发行列表(9月12日~9月23日)

序号	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	债券评级	票面利率(%)	基础资产	评级机构
1	16 建鑫						
	16 建鑫 1C	2.38	4.51			不良贷款	中诚信
	16 建鑫 1 优先	4.64	2.01	AAA	3.3		
2	16 金信 1						
	16 金信 1C	2.39	2.43			租赁收益权	中诚信
	16 金信 1B	1.37	1.43	AA+	3.8		
	16 金信 1A3	2.8	1.18	AAA	3.15		
	16 金信 1A2	7	0.67	AAA	3		
	16 金信 1A1	8	0.18	AAA	2.85		
3	16 中意 A						
	16 中意 A3	3.7	5.02	AA+	4.2	其他	中诚信
	16 中意 A2	1.3	2.01	AA+	3.7		
	16 中意 A1	2	1.01	AA+	3.6		
4	16 工元 1						
	16 工元 1C	4.13	2.49			不良贷款	中诚信
	16 工元 1A	6.64	1.49	AAA			
5	16 兴银 2						
	16 兴银 2C	3.38	0.31			企业贷款	中诚信
	16 兴银 2B	2	0.31	AA			
	16 兴银 2A	21.1	0.31	AAA			
6	16 建鑫 2						
	16 建鑫 2C	3.6	5			不良贷款	联合
	16 建鑫 2A	12	3.50	AAA			
7	借呗 03						
	借呗 03B	2.5	1.02			消费贷款	
	借呗 03A2	2	1.02	AA	4.6		
	借呗 03A1	20.5	1.02	AAA	3.4		
8	16 分期						
	16 分期次	0.2				消费贷款	中诚信
	16 分期 B	0.55		AA+	7		
	16 分期 A	1.25		AAA	6		
9	远东 4						
	远东 4 次	1.80				租赁收益权	中诚信
	远东 4B	3.4		AA			
	远东 4A	26.9		AAA			

数据来源：中国资产证券化分析网，联合评级整理。

- 两周内交易所市场发行 4 期，发行金额 66.10 亿元；银行间市场发行 5 期，发行金额 81.43 亿元。基础资产为企业贷款、消费贷款、不良贷款、租赁收益权和其他，其中不良贷款类在两周内集中发行，建行 2 期、工行 1 期，发行金额 33.39 亿元，占两周内发行总额的 22.63%。从评级机构看，中诚信完成 7 期，联合完成 1 期，1 期无评级。

◆ 二级市场交易情况

◆ 利率债

- 国债和国开债收益率走势趋同，短端品种上行，长端品种下行。从图 3 可以看到，国债和国开债短端品种收益率上行，特别是 1M 国债收益率上行幅度很大。国债和国开债收益率长端品种下行，特别 10Y 期品种下行较大（图 3）。自央行从启 14 天逆回购以来，隔夜拆借利率持续微弱上升，由此导致 10 年期国债和国开债收益率也随之震荡上行。然而最后两个交易日隔夜回购利率大幅回落，推动 10 年期国债和国开债收益率下行，由此导致长端品种收益率呈下行趋势。

图 3 国债和国开债到期收益率周变化

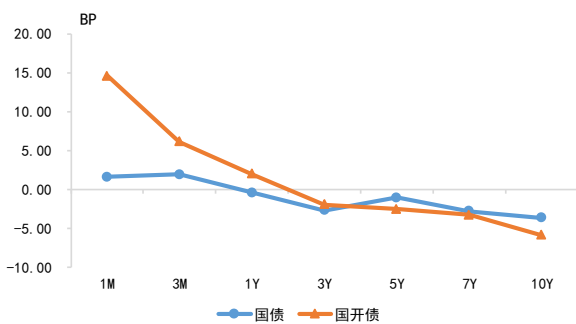
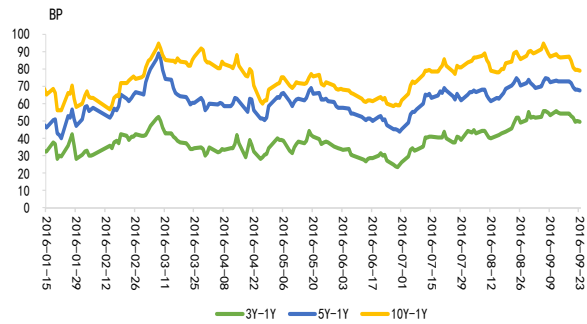


图 4 国开债期限利差曲线



数据来源：Wind，联合评级整理。

- 本周 10 年期、5 年期、3 年期与 1 年期国开债的期限利差均有所缩减（图 4）。近两日，隔夜回购利率回落，加之美联储加息推迟、一级市场认购热情助涨了二级市场的交易情绪，长端品种收益率下行明显，期限利差有所缩减。
- 成交量方面，利率债主要品种成交量较上上周有所下降，至 3733.66 亿元，主要是由于国债成交量大幅下降所导致（图 5）。这两周国债和金融债产品价格持续上行，而央票下行幅度较大，详见图 6。

图 5 利率债主要品种成交量

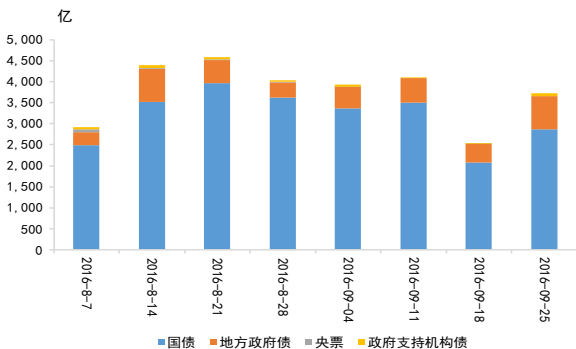
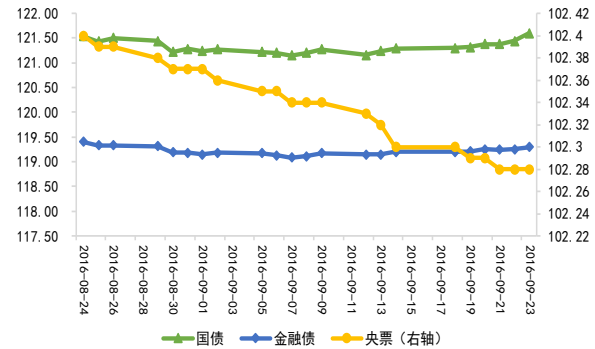


图 6 利率产品净价指数



数据来源：Wind，联合评级整理。

◆ **信用债**

- 上周因中秋节假期导致交易日减少，银行间和交易所成交额债券市场交易额也随之减少。本周，银行间债券市场交易总金额降至 27888.11 亿元，交易所成交额也下滑至 130.22 亿元，均为近期（除上周外）的最低点。详见图 7。

图 7 信用债成交量

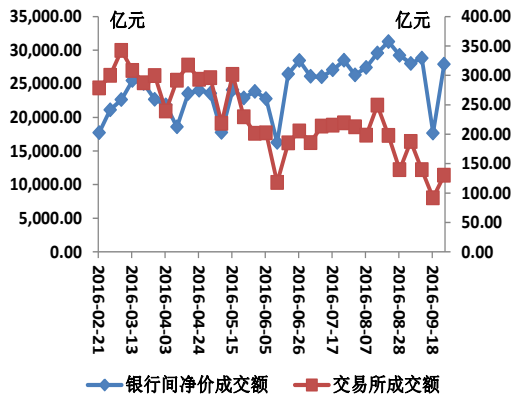
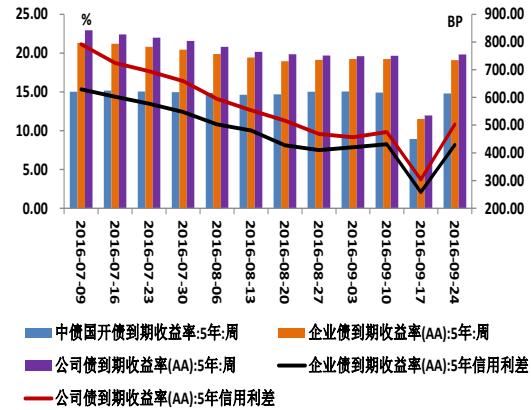


图 8 公司债和企业债信用利差



数据来源：Wind，联合评级整理。

- 本周企业债平均收益率明显回落，较前周减少约 20BP。公司债平均收益率显著上行，较前周上升约 40BP。中期票据和短期融资券平均收益率较前周分别下行约 23BP 和 6BP。本周企业债信用利差较前周略回落，公司债信用利差较前周有所上升。企业债等级利差出现缓慢上升的趋势，公司债等级利差近期较为稳定。（图 8-图 10）

图 9 5 年期企业债等级利差

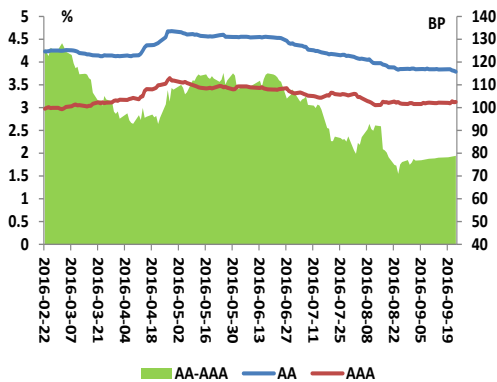
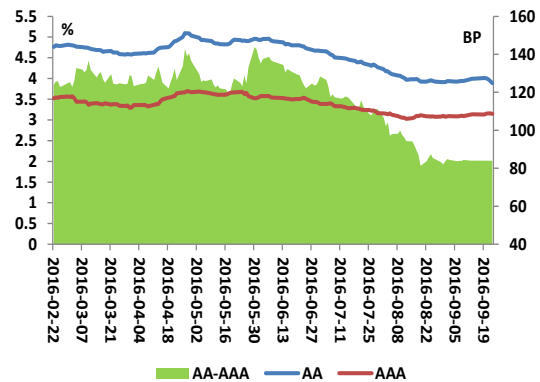


图 10 5 年期公司债等级利差



数据来源：Wind，联合评级整理。

- **评级关注：**本周 14 只债券评级调高，无债券评级调低。6 家主体评级调高，1 家主体评级调低。
- **违约关注：**无债券违约。

◆ **资产支持证券**

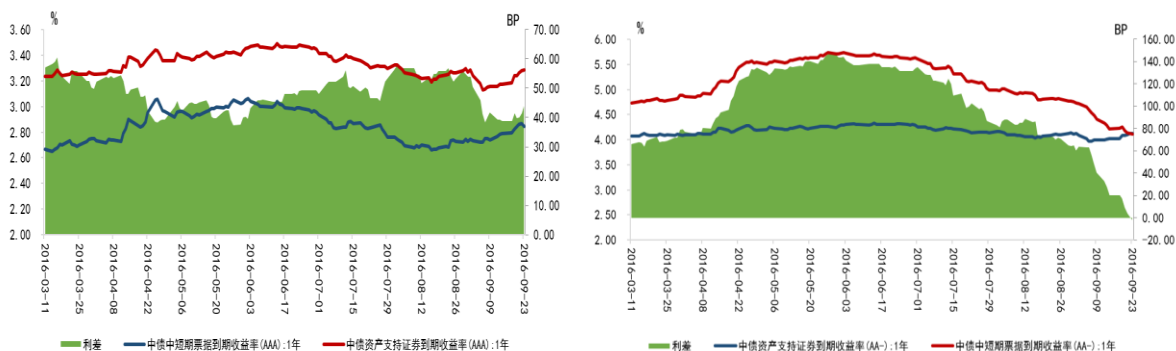
● **收益率走势**

两周内市场资金面整体平稳，但市场谨慎情绪较浓，市场收益率整体小幅上升，收益率利差仍处于平坦化的周期。美国加息步伐渐近，日本央行也未推出更大力度的宽松举措，我国央行在维持市场平稳和去杠杆之间平衡，中国版 CDS 的推出或将提升债券市场的活跃度。投资者需要仔细甄别投资标的的信用质量，并时刻关注政策风险、重大违约事件风险、国外市场风险等。

AAA、AA+、AA 资产支持证券到期收益率高于同级别中短期票据到期收益率：两周内 AAA 资产支持证券平均收益率比同级别中短期票据高约 40 个基点、AA+ 平均收益率高约 59 个基点，AA 平均收益率高约 69 个基点。两周内两者之间收益率差略微上升。

AA-和 A+资产支持证券到期收益率低于同级别中短期票据到期收益率：当周 AA-资产支持证券平均到期收益率低于同级别中短期票据约 14 个基点，A+资产支持证券平均到期收益率低约 167 个基点。两周内两者之间收益率差大幅收窄，AA-级到期收益率基本持平，主要系 AA-、A+中短期票据收益率两周内大幅下降，而 AA-、A+资产支持证券到期收益率小幅上升所致。

图 11/12 资产支持证券到期收益率与中短期票据到期收益率对比图 (AAA/ AA-)



数据来源：中国资产证券化分析网，联合评级整理。

● **历史发行统计**

从发行只数看，银行债权类所占比例略低于三分之一，企业债权类略高于三分之二；从发行金额看，银行债权类略低于三分之二，企业债权类略高于三分之一。银行债权类基础资产分布较为集中，企业贷款占比最高，达 41.38%，其次为个人住房抵押贷款和汽车贷款，分别占比 7.92%和 5.24%，三者合计占资产支持证券发行总额的 54.54%，占银行债权类资产支持证券的 88.28%。企业债权类基础资产分布相对分散，租赁租金占比最高，为 9.36%，其次为应收账款和基础设施收费，分别占比 6.22%和 5.68%，三者合计占资产支持证券发行总额的 21.26%，占企业债权类资产支持证券的 55.63%。

表 2 资产支持证券历史发行统计 (截至 2016 年 9 月 23 日)

基础资产类型	项目数量 (只)	项目数量比重 (%)	发行总额 (万元)	发行总额比重 (%)
银行债权	248	32.25	93,387,098.83	61.78
个人住房抵押贷款	25	3.25	11,970,163.61	7.92

汽车贷款	34	4.42	7,917,667.35	5.24
信用卡贷款	3	0.39	2,367,833.14	1.57
企业贷款	156	20.29	62,553,797.33	41.38
不良贷款	8	1.04	805,000.00	0.53
工程机械贷款	1	0.13	146,612.70	0.10
铁路专项贷款	5	0.65	4,523,620.00	2.99
消费性贷款	7	0.91	1,175,478.77	0.78
租赁资产	9	1.17	1,926,925.93	1.27
企业债权	521	67.75	57,782,507.12	38.22
租赁租金	154	20.03	14,154,198.95	9.36
基础设施收费	92	11.96	8,581,300.00	5.68
门票收入	5	0.65	705,000.00	0.47
航空票款	4	0.52	920,000.00	0.61
不动产投资信托 REITs	9	1.17	2,698,700.00	1.79
应收账款	80	10.40	9,398,625.44	6.22
BT 回购款	5	0.65	711,700.00	0.47
委托贷款	3	0.39	231,026.00	0.15
小额贷款	52	6.76	4,574,119.41	3.03
住房公积金贷款	9	1.17	667,500.00	0.44
保理融资债权	11	1.43	794,972.11	0.53
棚改/保障房	2	0.26	340,000.00	0.22
股票质押回购债权	5	0.65	462,865.41	0.31
融资融券债权	9	1.17	762,000.00	0.50
信托受益权	46	5.98	8,212,377.90	5.43
其他	35	4.55	4568121.90	3.02
合计	769	100.00	151,169,605.95	100.00

数据来源：中国资产证券化分析网，联合评级整理。