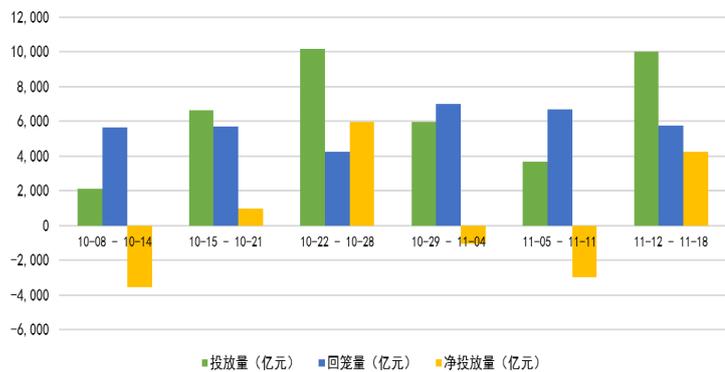


◆ **宏观与货币市场概况**

目录

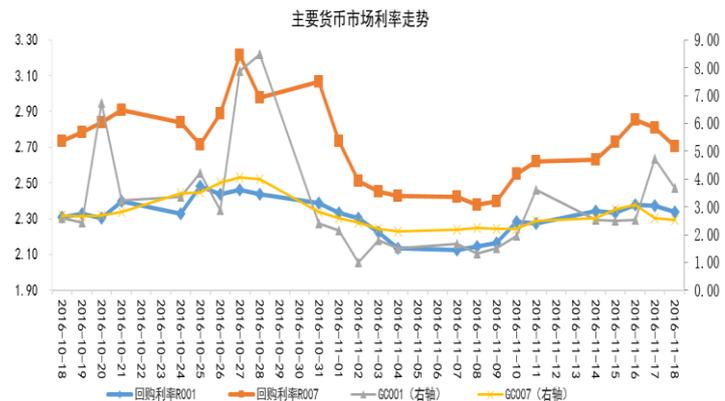
宏观与货币市场概况.....1
 市场要闻及分析.....2
 一级市场发行情况.....4
 利率债4
 信用债4
 资产支持证券5
 二级市场交易情况.....5
 利率债5
 信用债6
 资产支持证券7

- 本周，公开市场业务操作投放资金 10000 亿元，共计回笼资金 5750 亿元，央行公开市场净投放资金 4250 亿元，从近期来看，本周一改前两周市场收紧走势，进行放松银根操作。央行净投放出现正值，幅度有所扩大，实现市场稳定预期目标。



数据来源：Wind，联合评级整理。

- 通过对资金供求情况分析，银行间市场资金转向趋紧格局。本周回购利率 R001 呈现波动下降态势，R007 快速上升后下行；上交所回购利率出现较明显分化趋势。



数据来源：Wind、上证所，联合评级整理。

宏观货币—王海潮
wanghc@creditratings.com.cn

利率债—李天娇
litj@creditratings.com.cn

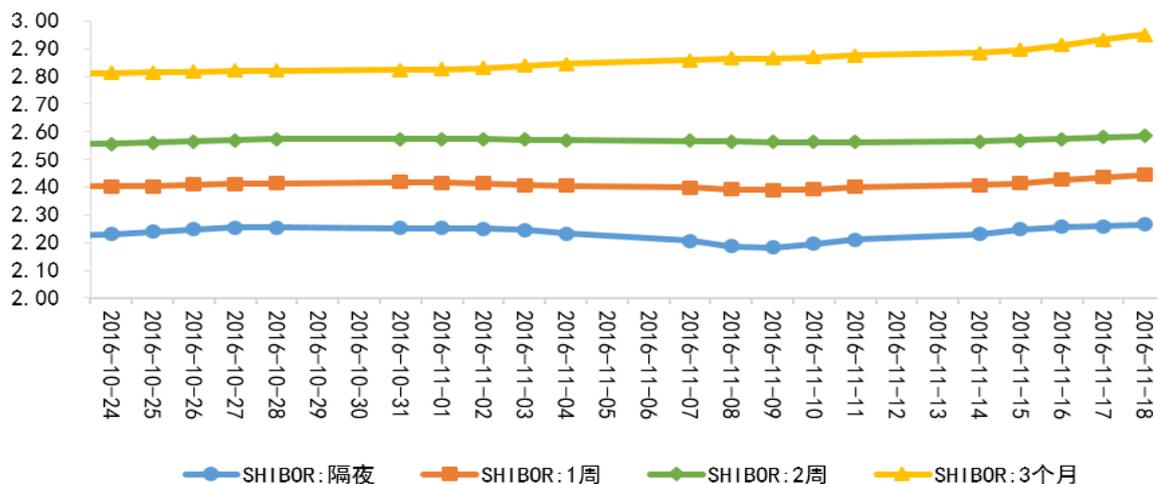
信用债—胡乾慧
huqh@creditratings.com.cn

ABS—邓博文
dengbw@creditratings.com.cn

市场要闻—研发部

- 本周，各项指标呈现稳中有升态势，Shibor 隔夜、Shibor1 周呈现较明显上升趋势，Shibor2 周基本稳定，Shibor3 月上升趋势相对明显。

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

- 2016年11月17日,河北省物流产业集团有限公司未按期兑付“15冀物流CP002”的本息,形成违约。这是今年以来的第54只违约债券,也是本月的第2只违约债券。11月18日,河北省物流产业集团有限公司在上海清算所公告称已兑付“15冀物流CP002”全部应付本息,并补足延迟一天的利息。本月初,莱芜信通印刷设备有限公司未按期兑付“14信通债”的本息,是本月第1只违约债券。据Wind统计,截至2016年11月21日,今年以来发生违约的债券共计54只,券种涉及企业债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、私募债、定向工具、证监会主管ABS,涉及债券金额283.34亿元。而2015年发生违约的22只债券涉及金额124.1亿元,2014年违约的6只债券涉及金额13.4亿元。2016年违约债券金额超过了2015年和2014年违约债券金额的总和,是前两年金额总和的两倍多。
- 自2014年上海超日债违约以来,债券违约事件逐步增加。2016年,在供给侧改革全面推进、破除刚兑的大背景下,债券市场信用风险出现加速爆发的趋势,债券违约事件快速增多,涉及的行业和主体不断扩大。今年违约债券主要集中在钢铁、煤炭、造船等周期性较强的行业,而食品、物流等行业的违约债券也逐步增多。与过去两年不同的是,今年信用债市场的“国企”信仰被打破。违约债券发行主体有近七成来自央企和地方国企。保定天威集团、东北特钢、上海云峰等央企和地方国企面临着多只债券违约的严峻形势。
- 今年违约债券涉及28家发行主体,其中,18家违约主体进行了信用评级。从评级机构来看,5家违约主体由上海新世纪进行评级,4家违约主体由大公国际进行评级,另4家违约主体由联合资信进行评级,3家违约主体由联合评级进行评级,1家违约主体由中诚信国际进行评级,1家违约主体由鹏元资信进行评级。我国主要的评级机构都涉及到了违约债券,其中,上海新世纪、大公国际、联合资信涉及的违约债券较多。评级机构的公信力面临违约风险的直接考验。

- 2016年11月14日，国务院办公厅印发《地方政府性债务风险应急处置预案》，主要提出风险事件分级制度及债务分类处置方式。(1) 地方政府债务分类：主要是区分不同债务类型依法分类提出处置措施。对地方政府债券，地方政府依法承担全部偿还责任；对非政府债券形式的存量政府债务，债权人同意在规定期限内置换为政府债券的，地方政府不得拒绝相关偿还义务转移，并承担全部偿还责任。债权人不同意在规定期限内置换为政府债券的，仍由原债务人依法承担偿债责任，对应的地方政府债务限额由中央统一收回，地方政府作为出资人，在出资范围内承担有限责任；存量担保债务和存量救助债务不属于政府债务；对2014年修订的《中华人民共和国预算法》施行以后地方政府违法违规提供担保承诺的债务，除外国政府和国际经济组织贷款外，地方政府及其部门出具的担保合同无效，地方政府及其部门对其不承担偿债责任，仅依法承担适当民事赔偿责任，但最多不应超过债务人不能清偿部分的二分之一；担保额小于债务人不能清偿部分二分之一的，以担保额为限。(2) 风险事件分级：根据各行政区域发生的风险事件性质及危害程度，划分为Ⅳ级(一般)、Ⅲ级(较大)、Ⅱ级(重大)、Ⅰ级(特大)四个等级。其中，Ⅰ级和Ⅱ级债务风险，省级政府可依据市县申请予以适当救助，而Ⅲ级和Ⅳ级债务风险则主要由市县自身化解。若地方政府出现极大风险时，中央政府可适当指导。(3) 地方财政重整计划：一旦发生Ⅳ级及以上风险事件时，可启动地方政府财政重整计划。财政重整计划主要包括拓宽财源渠道、优化支出结构、处置政府资产、申请省级救助、加强预算审查、改进财政管理等。
- 近日，上海保险交易所迎来了首批挂牌的2只保险资管产品：长江养老-太平洋寿险保单贷款资产支持计划，这是业内第一单循环购买保单贷款资产证券化产品；太平-上海建工都江堰市滨江新区基础设施(PPP)项目债权投资计划，这是业内第一单以PPP项目为底层资产的债券投资计划产品。两只保险资管产品的发行注册总规模达到78.8亿元。这两只产品对于保险资管行业的产品创新具有重要的示范意义。上海保险交易所于2016年6月正式揭牌，是保险资管产品的发行、转让平台。中国保险资管协会的统计数据显示，截至2016年10月底，保险资管机构累计发起设立各类债权、股权和项目资产支持计划614项，注册总规模达1.57万亿元。上海保险交易所的正式运营，将为万亿保险资管产品提供挂牌、流转的渠道。
- 上海保险交易所为保监系统资产证券化产品提供了交易平台。随着保险ABS的创新与发展，未来，监管层面可能会形成央行银监系统下的银行间ABS、证监系统下的交易所ABS、保监系统下的保险ABS三足鼎立的局面。
- 《信贷资产支持证券信息披露工作评价规程(试行)》发布。2016年11月14日，中国银行间市场交易商协会发布了《信贷资产支持证券信息披露工作评价规程(试行)》，该规程明确从真实性、准确性、完整性、及时性和有效性等方面对信息披露工作进行评价，对分产品信息披露、投资者关系管理、信批制度建设、评价实施方案等都做了细化规定。该规程的发布，旨在进一步强化资产证券化的信息披露工作，督促相关机构切实履行好信息披露义务，通过高效的信息披露揭示资产支持证券的投资风险，促进投资者理性、自主判断和市场稳定。

◆ **一级市场发行情况**

◆ **利率债**

- 本周利率债净融资额环比大幅减少，主要是由于地方政府债和政策性金融债净融资额大幅减少所致。本周利率债发行 2047.29 亿元，较上周（2875.13 亿元）减少 28.79%；本周利率债总偿还量为 811.70 亿元，较上周（739.00 亿元）增长 9.84%；本周净融资额 1235.59 亿元，较上周（2136.13 亿元）大幅减少 42.16%。其中，国债发行 3 只，发行 622.60 亿元，偿还量为 216.70 亿元，净融资 405.90 亿元，净融资额较上周（153.50 亿元）增长 164.43%；地方政府债发行 36 只，发行 1034.69 亿元，偿还量为 35.00，净融资 999.69 亿元，净融资额较上周（1553.63 亿元）减少 35.65%；政策性银行债发行 8 只，发行量为 390.00 亿元，总偿还量为 520.00 亿元，净融资-130.00 亿元，净融资额较上周（329.00 亿元）减少 139.51%。由于地方政府债、政策性银行债发行量的减少和政策性银行债偿还量的增加，导致二者净融资额大幅减少，由此导致本周利率债净融资额减少。
- 新债认购需求方面，本周一级市场招投需求有所下降。本周招标发行 33 期，比上周少发行了 3 期。本周合计发行 1646.30 亿元，比上周 2378.01 亿元减少 30.77%。

◆ **信用债**

- 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）总发行量为 1957.70 亿元，环比增加约 58.4%，总偿还量为 1353.79 亿元，环比增加约 59.6%，净融资额为 603.91 亿元，环比增加约 55.7%。
- 本周企业债发行量稳定，无 AAA 级企业债发行。公司债发行继续下滑，中期票据和短期融资券发行较上周大增。企业债共发行 11 只，其中 3 只 AA+级、5 只 AA 级，总发行量为 118.20 亿元。公司债发行只数和总发行量连续四周下滑，本周仅为 240.70 亿元，共 30 只，其中 3 只 AAA 级，4 只 AA+级，6 只 AA 级和 15 只无评级。中期票据共发行 20 只，为上周的两倍，其中 5 只 AAA 级、10 只 AA+级、5 只 AA 级，总发行量为 220.00 亿元。短期融资券共发行 82 只，近上周的两倍，其中 11 只 A-1 级，71 只无评级，总发行量为 1738.80 亿元。
- 本周信用债（主要券种）发行利率较上周均有所上升。

图 1：信用债主要券种发行与到期

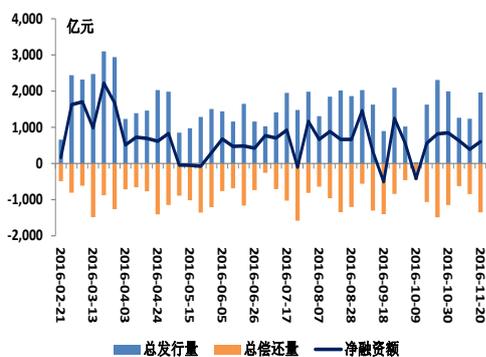
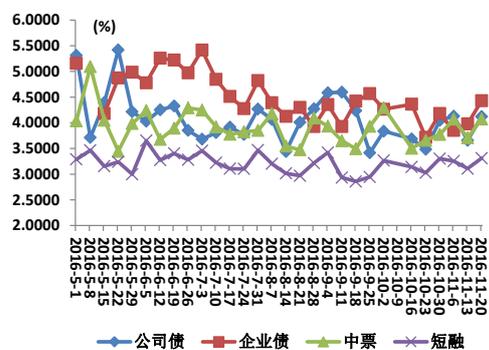


图 2：信用债主要券种每周发行利率曲线



- 数据来源：Wind，联合评级整理。

◆ 资产支持证券

- 本周内共发行6只资产支持证券，发行总金额合计184.94亿元，具体发行产品见表1。

表1 资产支持证券发行列表（11月14日~11月18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	花呗13						
	花呗13次	2.46	1.02				
	花呗13次优	1.4	1.02	AA-	4.15	消费贷款	
	花呗13优	16.14	1.02	AAA	3.4		
2	16充银2						
	16充银2C	2.48	3.94				
	16充银2B	0.7	0.68	A+	4.5	企业贷款	大公国际
	16充银2A	8.3	0.44	AAA	3.2		
3	花呗12						
	花呗12C	6.8	1.08				
	花呗12B	5.44	1.08	A-		消费贷款	上海新世纪
	花呗12A2	34.51	0.5	AAA			
	花呗12A1	38.25	0.08	AAA			
4	16金聚1						
	16金聚1C	4.37	2.68				
	16金聚1B	2.8	1.68	AA	3.99	企业贷款	中诚信
	16金聚1A	21.9	1.19	AAA	3.68		
5	平安						
	平安次级	0.6	4.09				
	平安优先B	1.19	2.59	AA	6	委托贷款	中诚信
	平安优先A	7.75	1.59	AAA	3.47		
6	16上和1						
	16上和1C	4.35	4.34				
	16上和1A2	13.5	1.18	AAA	3.15	汽车抵押贷款	中诚信
	16上和1A1	12	0.42	AAA	2.9		

数据来源：中国资产证券化分析网，联合评级整理。

- 本周内，交易所市场发行3期，发行金额114.54亿元；银行间市场发行3期，发行金额70.40亿元。基础资产为企业贷款、消费贷款、汽车抵押贷款和委托贷款。从评级机构看，中诚信完成3期，大公国际1期，上海新世纪1期，1期无评级机构。

◆ 二级市场交易情况
◆ 利率债

- 本周，国债和国开债二级市场收益率整体上行。本周国债关键券种收益率除1M全部上

行，特别是长端品种收益率上行显著，5Y国债上行13.30BP。本周国开债关键品种收益率利差较上周全部上行，特别是1Y国开债上行14.32BP，上行幅度相对较大，详见图3。本周利率债收益率继续上周上行走势，一方面是由于货币市场利率连续两周上行，引发利率债关键券种收益率上行，另一方面，特朗普上台、美联储加息预期等发酵，国内债市去杠杆担忧持续，综合导致债市持续承压，收益率上行明显。

图3 国债和国开债到期收益率周变化

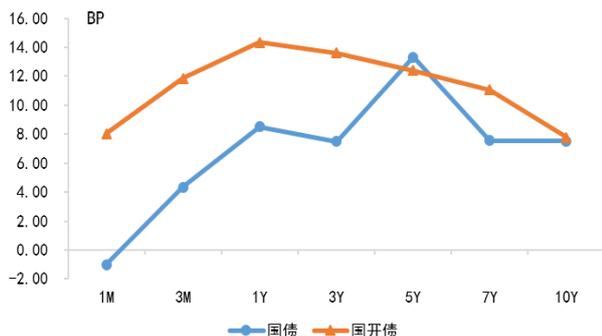
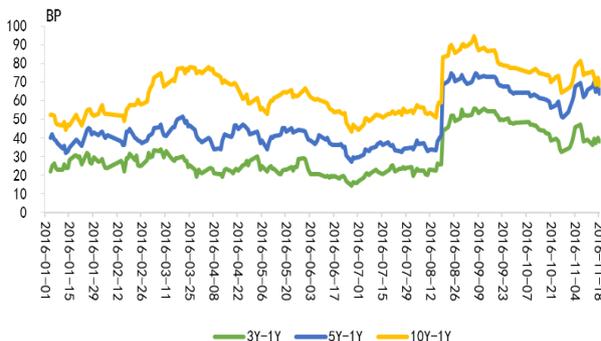


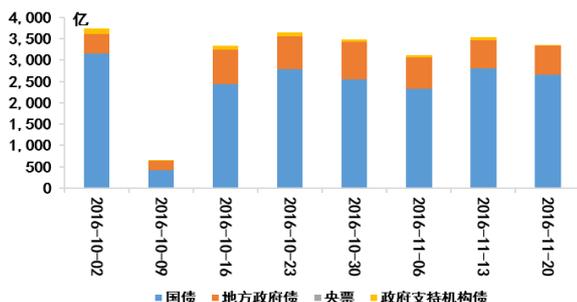
图4 国开债期限利差曲线



数据来源：Wind，联合评级整理。

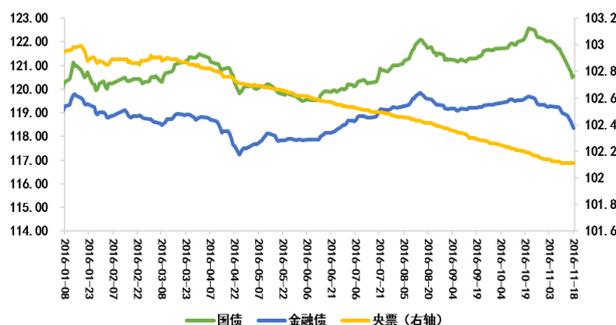
- 本周10年期、3年期与1年期国开债的期限利差呈波动下行趋势，5年期与1年期的国开债期限利差呈波动上行趋势，详见图4。
- 成交量方面，本周利率债成交量较上周微弱减少4.93%，至3365.73亿元，主要是由于国债成交量减少所致（图5）。本周国债、金融债产品价格均呈震荡下行行情，央票产品价格不变，详见图6。

图5 利率债主要品种成交量



数据来源：Wind，联合评级整理。

图6 利率产品净价指数



◆ 信用债

- 银行间债券市场交易量本周净价成交额为26459.39亿元，较上周有所下降。交易所成交额连续两周下滑，本周仅为147.01亿元，详见图7。

图7 信用债成交额

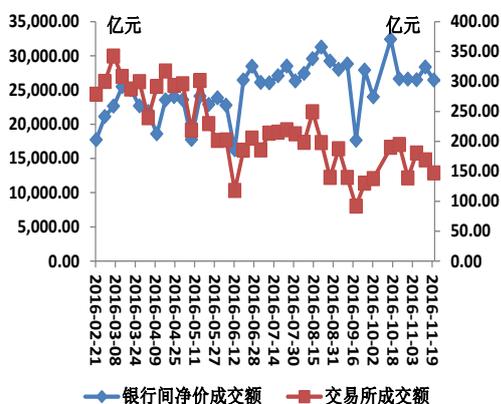
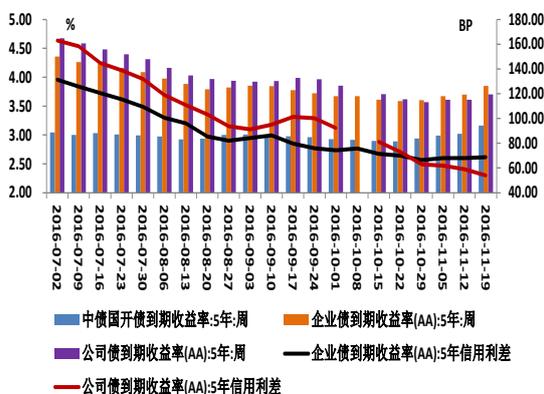


图8 公司债和企业债信用利差



数据来源：Wind，联合评级整理。

- 本周企业债和公司债到期收益率均上涨，其中5年期AAA级企业债到期收益率较上周上升16BP。企业债信用利差均保持稳定，等级利差本周略收窄。公司债信用利差和等级利差均收窄（图8-图10）。

图9 5年期企业债等级利差

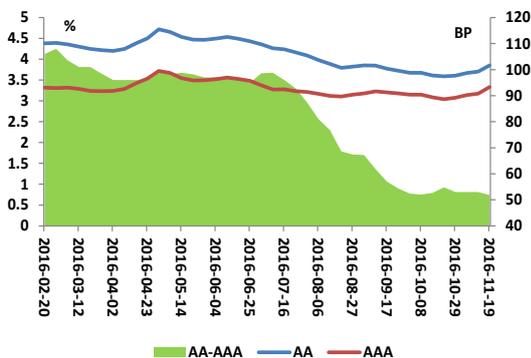
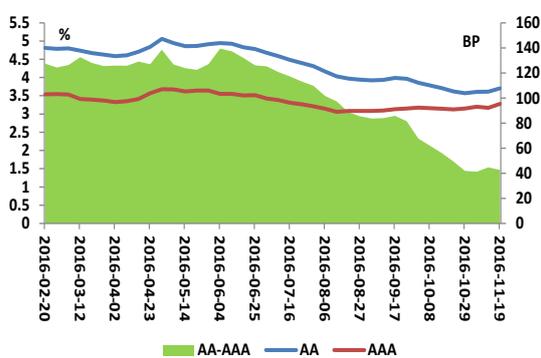


图10 5年期公司债等级利差



数据来源：Wind，联合评级整理。

- **评级关注：**本周9只债项评级调高债券，无债券评级调低债券，6只主体评级调高债券，无主体评级调低债券。
- **违约关注：**本周“15冀物流CP002”发生违约。

◆ **资产支持证券**

● **收益率走势**

本周尽管央行净投放4250亿元，但受跨境资本流动、季节性等因素的影响，市场资金面仍然偏紧，本周各级别中短期票据到期收益率较上周上升约13个基点，各类债券价格普遍下跌。相比之下，资产支持证券到期收益率上升幅度低于中短期票据，且除AAA级较上周上升略11个基点外，AA+级上升略6个基点外，AA、AA-、A+均下降约2~3个基点，在债市整体较大幅度回调的背景下，凸显出投资价值。全球债市经历两周的大幅下跌后，风险得到一定的释放，但仍面临较大的不确定性，如特朗普的未来政策走

向、意大利的公投等等。我国则在银行普遍超储率偏低的背景下，易受年底流动性波动、货币贬值带来的资本外流等因素影响。整体来看，投资者仍需合理控制持仓风险，关注债市超调可能带来的投资机会，部分基本面良好的优质券种在市场整体下跌的背景下可能被“错杀”，从而成为可选的投资标的。

AAA、AA+、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：本周内 AAA 资产支持证券平均收益率比同级别中短期票据高约 44 个基点、AA+ 平均收益率高约 47 个基点，AA 平均收益率高约 54 个基点，AA- 平均收益率高约 35 个基点。本周内两者之间的收益率差比上周有所收窄。

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：本周内 A+ 资产支持证券平均到期收益率低于同级别中短期票据约 119 个基点，两者之间的收益率差一改前期走势有所扩大。

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/A+)



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**

与上周末相比，银行债权类所占比例提高 0.41 个百分点，其中个人住房抵押贷款类提高 0.40 个百分点，汽车贷款类提高 0.14 个百分点，铁路专项贷款类下降 0.05 个百分点。企业债权类所占比例相应下降 0.41 个百分点，其中租赁租金类下降 0.14 个百分点，基础设施收费类下降 0.09 个百分点，信托受益权类下降 0.09 个百分点。

表 2 资产支持证券历史发行统计 (截至 2016 年 11 月 18 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	270	31.36	100,941,602.72	59.47
个人住房抵押贷款	28	3.25	13,967,404.54	8.23
汽车贷款	40	4.65	9,905,507.05	5.84
信用卡贷款	3	0.35	2,367,833.14	1.39
企业贷款	165	19.16	65,424,584.31	38.54
不良贷款	9	1.05	963,000.00	0.57
工程机械贷款	1	0.12	146,612.70	0.09
铁路专项贷款	5	0.58	4,523,620.00	2.66

消费性贷款	9	1.05	1,556,007.05	0.92
租赁资产	10	1.16	2,087,033.93	1.23
企业债权	591	68.64	68,807,257.23	40.53
租赁租金	174	20.21	16,548,515.54	9.75
基础设施收费	93	10.80	8,613,200.00	5.07
门票收入	5	0.58	705,000.00	0.42
航空票款	4	0.46	920,000.00	0.54
不动产投资信托 REITs	10	1.16	2,948,700.00	1.74
应收账款	100	11.61	11,659,658.44	6.87
BT 回购款	5	0.58	711,700.00	0.42
委托贷款	6	0.70	875,226.00	0.52
小额贷款	70	8.13	8,702,841.43	5.13
住房公积金贷款	9	1.05	667,500.00	0.39
保理融资债权	11	1.28	794,972.11	0.47
棚改/保障房	2	0.23	340,000.00	0.20
股票质押回购债权	4	0.46	427,865.41	0.25
融资融券债权	7	0.81	662,000.00	0.39
信托受益权	50	5.81	9,114,750.60	5.37
其他	41	4.76	5115327.70	3.01
合计	861	100.00	169,748,859.95	100.00

数据来源：中国资产证券化分析网，联合评级整理。