

# 中证债券估值与指数月报

## 2017 年 5 月份

## 内容摘要

- 5月份中国制造业PMI为51.2%，与上月持平。央行公开市场逆回购操作净投放1,495亿元，7天、14天和28天逆回购利率分别持平于2.40%、2.65%、2.70%。债市资金面整体紧张，资金价格维持高位。银行间市场全月1天、7天回购利率均值分别为2.78%和3.26%，相比4月份分别变动12BP和-5BP。交易所隔夜回购利率加权均值为3.86%。
- 5月份虽然经济增长势能减弱得到确认，但资金面依然紧张，强监管政策下金融降杠杆继续，导致债市整体继续调整，收益率再创本次调整新高。国债收益率曲线继续扁平化，3年期及以内期限收益率整体上行28-34BP，10年期收益率一度达到高点3.70%，最终月末收于3.62%，相比前月末上行16BP。国开1年期收益率上行42BP，3-5年收益率上行22BP左右，10年国开月末收于4.33%，相比前月末上行16BP。
- 5月份信用债收益率变动与利率债方向一致，各品种各等级收益率曲线全线上行。等级上看，高低等级收益率有所分化，AA+及以上中高等级收益率调整幅度小于AA及以下中低等级。截至月末，各等级中票5年期收益率基本处于历史1/2分位与3/4分位之间。信用利差方面，各等级信用利差基本位于历史1/2分位水平附近。
- 5月份债券市场交投活跃度尚可，现券总成交规模7.56万亿。月内有报价或成交个券占比27%。中证债券估值净价下跌居多，实现估值净价增长的债券数量占比13%。全市场估值净价均值相比前月下跌0.70元。期限上看，各期限估值净价均值全线下跌，期限越长跌幅越大。品种上看，国债、企业债、中期票据和可转债品种跌幅居前。
- 5月份债券全价指数基本下跌。5月份中证全债指数月度下跌0.63%（其中净价贡献-1.04%），到期收益率4.52%，修正久期4.56。涨幅居前的债券指数为中证短融指数和中证短融50指数，涨幅分别为0.30%（净价贡献-0.06%）和0.26%（净价贡献0.02%）。品种上看，中证金融债指数走势好于中证国债指数，信用债指数除中证短融（月度涨幅0.29%，其中净价贡献-0.06%）微幅上涨外，其余品种指数全线下跌。期限上看，除中证1债全价指数小幅上涨外，其余期限指数均下跌，期限越长，跌幅越大。信用评级上看，5月份中证中低信用指数与中高信用指数均月度下跌，中证中低信用指数下跌0.52%（净价贡献-0.95%），中证中高信用指数继续大幅下跌0.71%（净价贡献-1.07%）。

## 目录

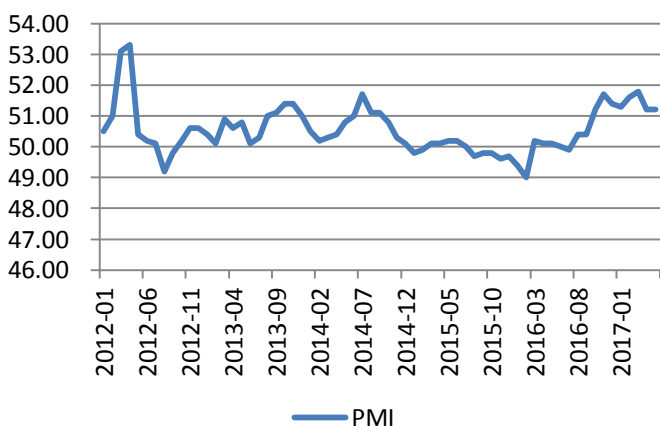
一、宏观经济走势分析 .....	1
1.1 国内经济基本面 .....	1
1.2 央行公开市场操作 .....	1
1.3 货币市场 .....	2
二、利率债市场 .....	3
2.1 利率债一级市场回顾 .....	3
2.2 利率债收益率曲线变动 .....	3
三、信用债市场 .....	5
3.1 信用债一级市场回顾 .....	5
3.2 信用债收益率曲线变动 .....	5
四、中证债券估值与指数变动 .....	9
4.1 市场成交概况 .....	9
4.2 中证估值（净价）变动分析 .....	11
4.3 中证债券指数走势分析 .....	12
附表：5月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅 .....	15

# 一、宏观经济走势分析

## 1.1 国内经济基本面

2017年5月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.2%，与上月持平，继续位于扩张区间。此外，5月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）录得49.6，比上月继续下跌0.7。

### 1、中采制造业 PMI 数据走势



### 2、CPI 走势

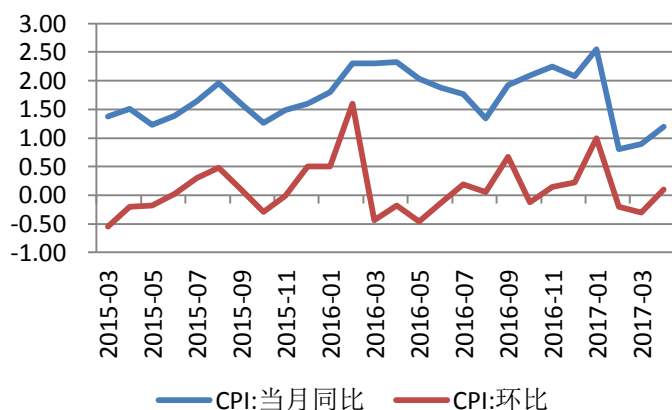


图1 经济主要指标走势

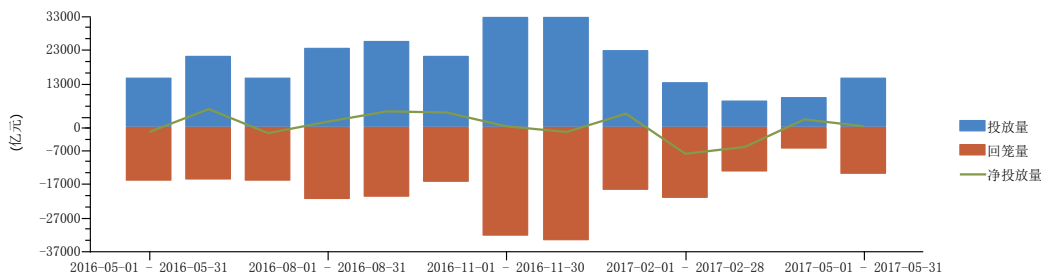
数据来源：国家统计局

分企业规模看，大型企业 PMI 为 51.2%，虽低于上月 0.8 个百分点，但仍高于临界点；中、小型企业 PMI 为 51.3% 和 51.0%，分别比上月上升 1.1 和 1.0 个百分点，其中，小型企业 PMI 连续 3 个月上升，年内首次升至扩张区间。

物价方面，4 月份 CPI 有所回升，4 月 CPI 同比上涨 1.2%，环比上涨 0.1%。PPI 同比上涨 6.4%，涨幅明显回落。

## 1.2 央行公开市场操作

5 月份央行累计发行逆回购 14,400 亿元，当月逆回购到期 14,200 亿元，月度净投放 200 亿元，考虑国库定存及 MLF 回笼及投放因素，则净投放 1,495 亿元。品种上看，5 月份逆回购品种继续包含 7 天、14 天和 28 天，利率分别持平于 2.45%、2.60%、2.65%。



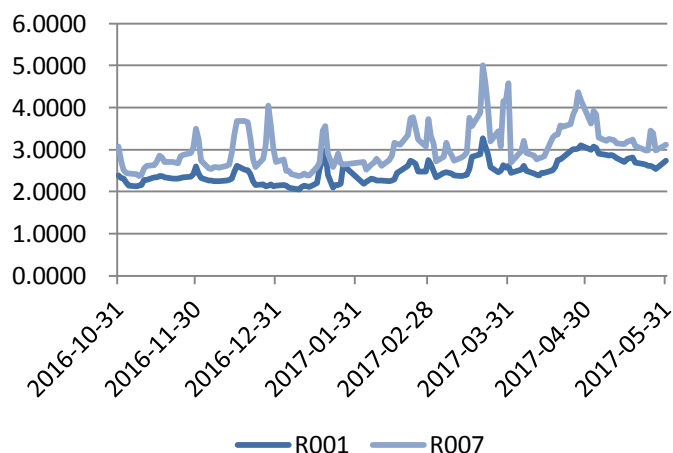
数据来源:Wind资讯

图2 央行月度公开市场操作

### 1.3 货币市场

债市资金面整体维持紧平衡态势。银行间市场全月1天、7天回购利率均值分别为2.78%和3.26%，相比4月份分别变动12BP和-5BP。交易所回购利率亦整体维持高位。全月1天、7天回购利率加权均值为3.86%和3.52%，相比前月利率均值变动-40BP和20BP。

#### 1、银行间回购利率走势



#### 2、交易所回购利率走势

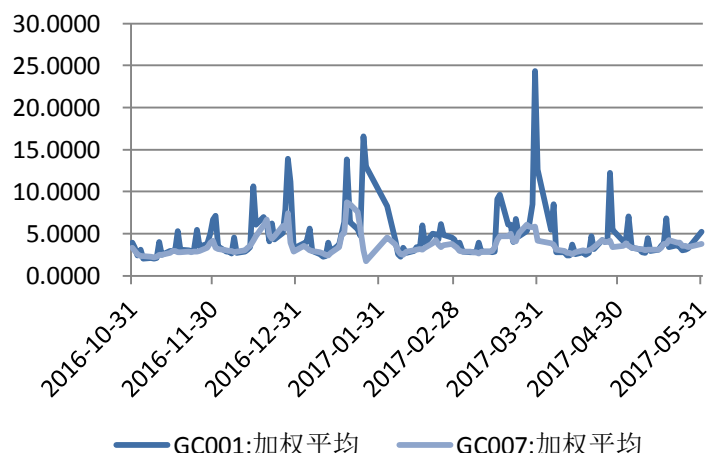


图3 资金价格走势

## 二、利率债市场

### 2.1 利率债一级市场回顾

5月份利率品种一级市场全月发行规模合计达24,873亿元，相比前月份供给规模小幅增长339亿元。净融资额3,789亿元，相比前月净融资规模环比大跌5,111亿元。品种上看，5月份地方债发行和净融资显著增长，同业存单发行有所回落，同时净融资额显著下跌，由4月份月度净融资1,208亿元跌至5月净偿还3,184亿元。

#### 1、5月份利率品种发行规模

#### 2、5月份利率品种净融资规模

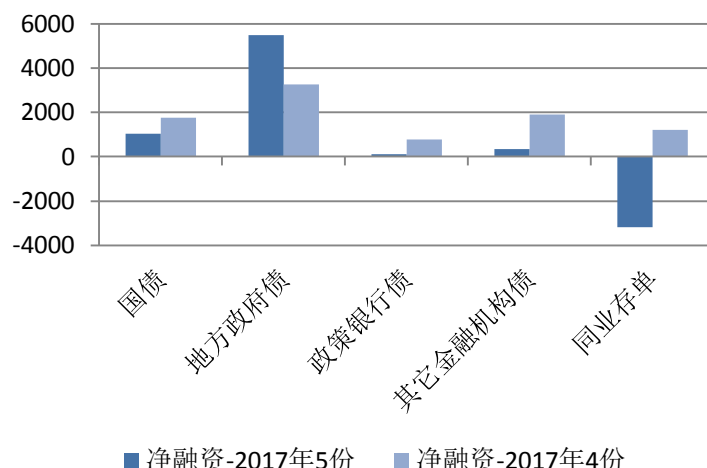
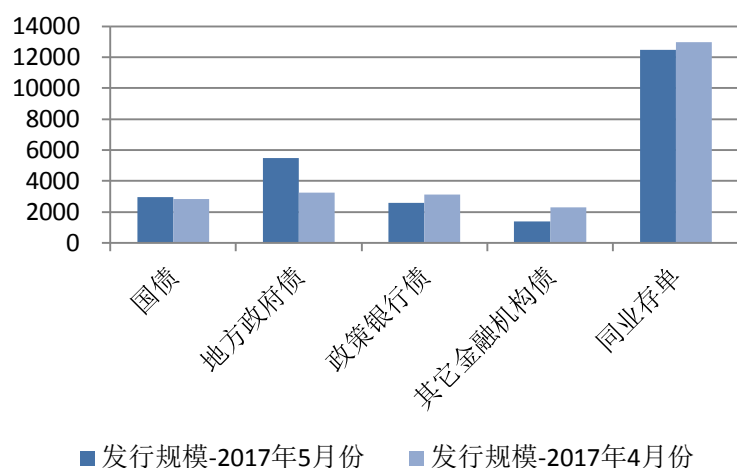


图4 5月份利率债一级市场

数据来源：Wind 资讯、中证指数

### 2.2 利率债收益率曲线变动

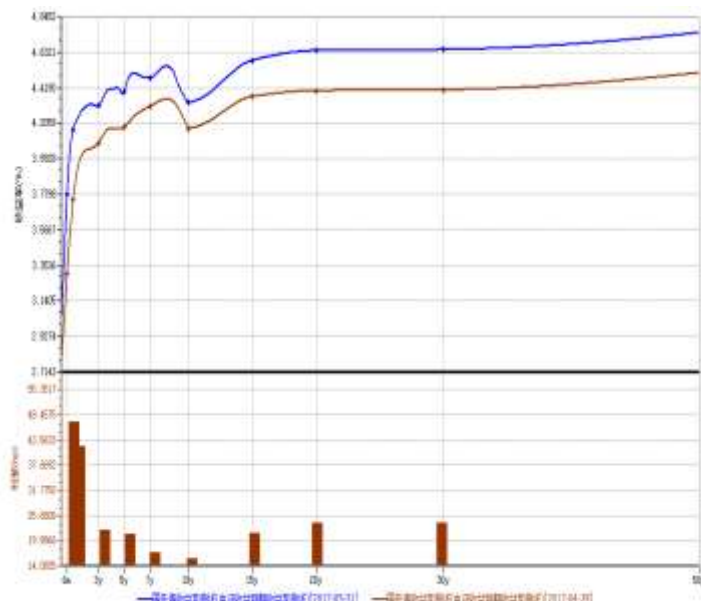
5月份虽然经济增长势能减弱得到确认，但资金面依然紧张，强监管政策下金融降杠杆继续，导致债市整体继续调整，收益率再创本次调整新高。

利率品种，国债收益率曲线继续扁平化，3年期及以内期限收益率整体上行28-34BP，10年期收益率一度达到高点3.70%，最终月末收于3.62%，相比前月末上行16BP。国开1年期收益率上行42BP，3-5年收益率上行22BP左右，10年国开月末收于4.33%，相比前月末上行16BP。

截至5月末，国债1年、5年、10年期收益率分别收于3.45%、3.59%、3.62%，相比前月末分别上行28BP、25BP、16BP。国开债1年、5年、10年期收益率分别收于4.17%、4.40%、4.33%，相比前月末收益率分别上行42BP、21BP、16BP。

### 1、中证国债收益率曲线变动

### 2、中证国开债收益率曲线变动

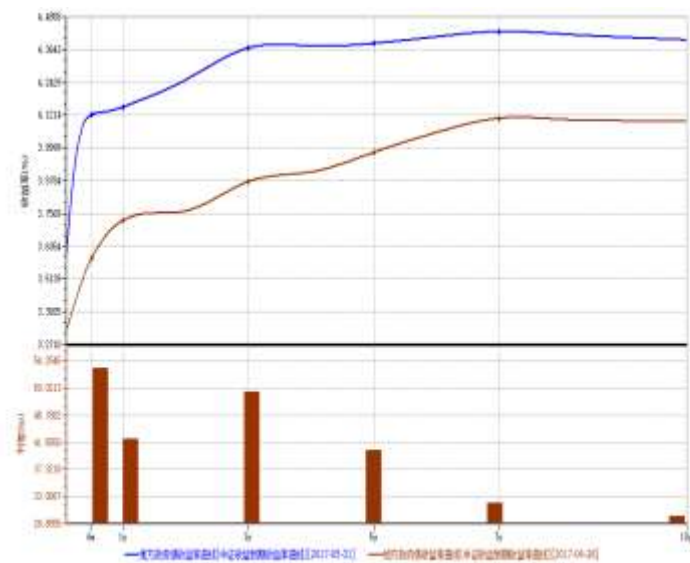
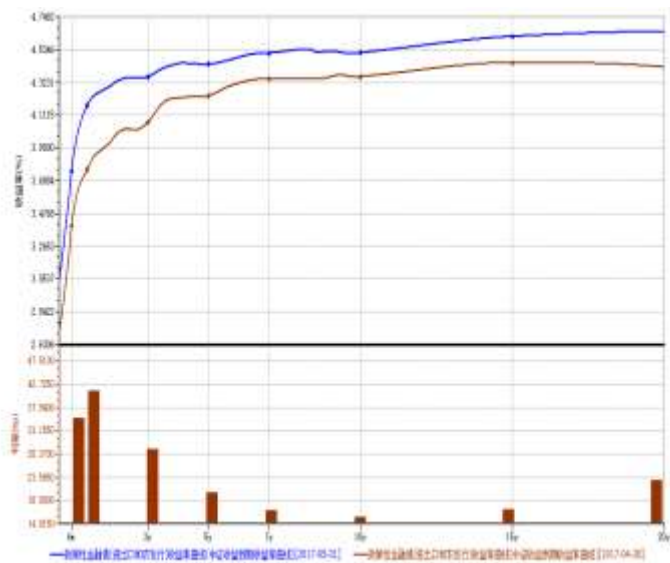


数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind资讯

### 3、中证金融债收益率曲线变动

### 4、中证地方债收益率曲线变动



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind 资讯、中证指数

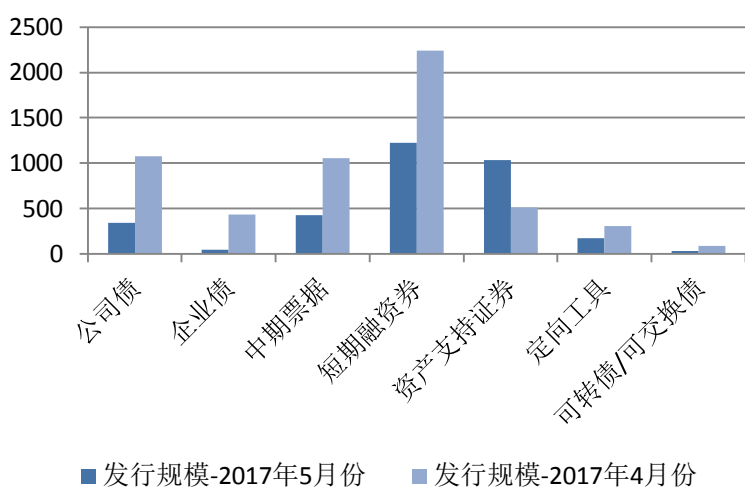
图 5 5 月份利率品种收益率变动

### 三、信用债市场

#### 3.1 信用债一级市场回顾

5 月份受债市调整收益率大幅攀升影响，大量信用品种取消发行，导致发行规模明显萎缩。全月信用品种一级市场发行规模合计达 3,264 亿元，比前月供给规模大幅下滑 2,448 亿元。净融资额-2,228 亿元，相比前月下降 2,652 亿元。品种上看，除资产支持证券外，其余品种的发行规模和净融资规模均大幅下滑，短融和中票尤其显著。

##### 1、5 月份信用品种发行规模



##### 2、5 月份信用品种净融资规模

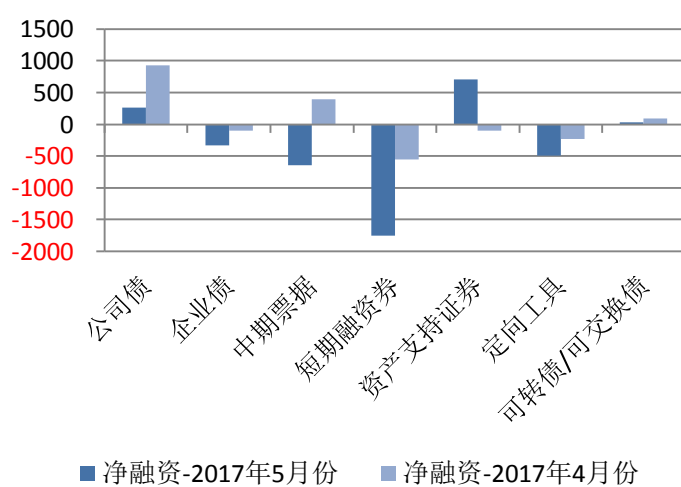


图 6 5 月份信用债一级市场

数据来源：Wind 资讯、中证指数

#### 3.2 信用债收益率曲线变动

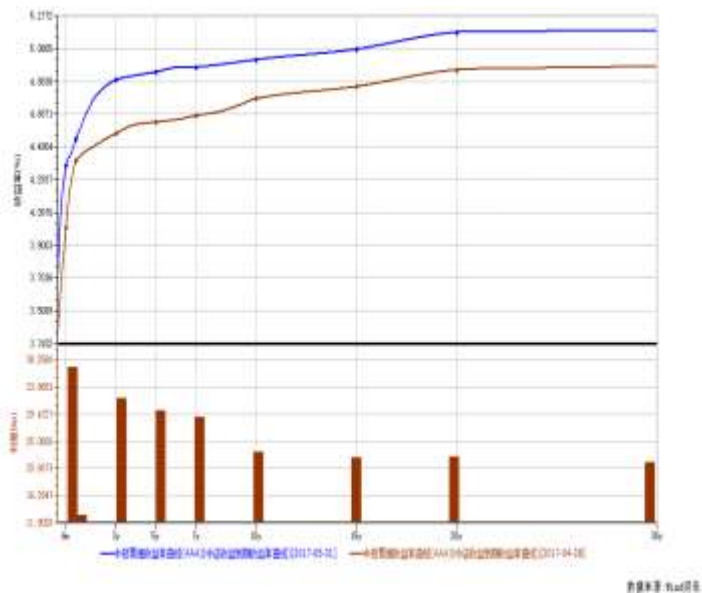
##### 3.2.1 月度收益率变动

**银行间市场。**5 月份信用债收益率变动与利率债方向一致，各品种各等级收益率曲线全线上行。等级上看，高低等级收益率有所分化，AA+及以上中高等级收益率调整幅度小于 AA 及以下中低等级。

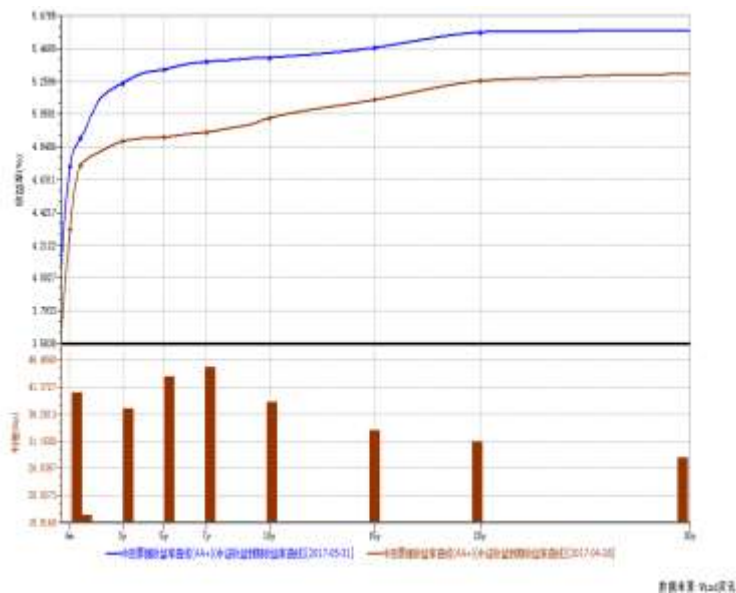
截至 5 月末，中证中短期票据 AAA/AA+/AA/AA-品种 1 年期、3 年期、5 年期分别收于 4.54%/4.89%/5.19%/5.75%、4.89%/5.25%/5.56%/6.67%、4.94%/5.33%/5.62%/6.85%，相比前月末分别变动 13BP/17BP/32BP/52BP、32BP/37BP/59BP/41BP、30BP/43BP/56BP/48BP。



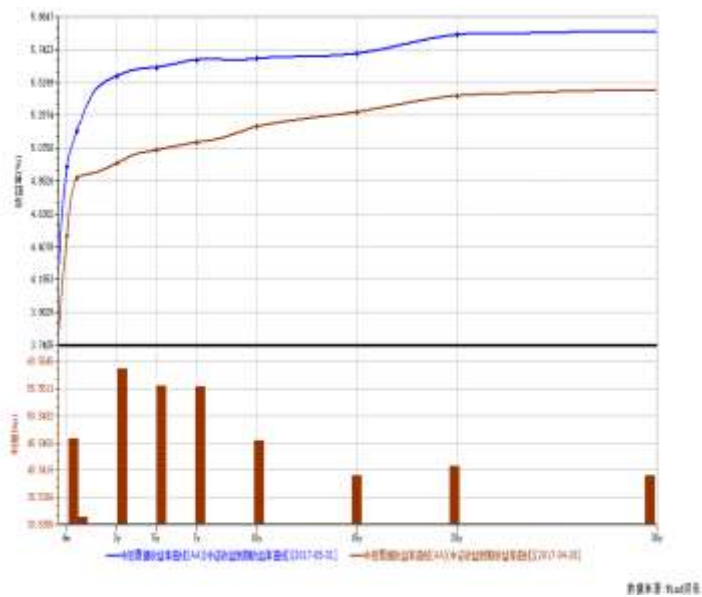
### 1、中短期票据收益率变动 (AAA)



### 2、中短期票据收益率变动 (AA+)



### 3、中短期票据收益率变动 (AA)



### 4、中短期票据收益率变动 (AA-)

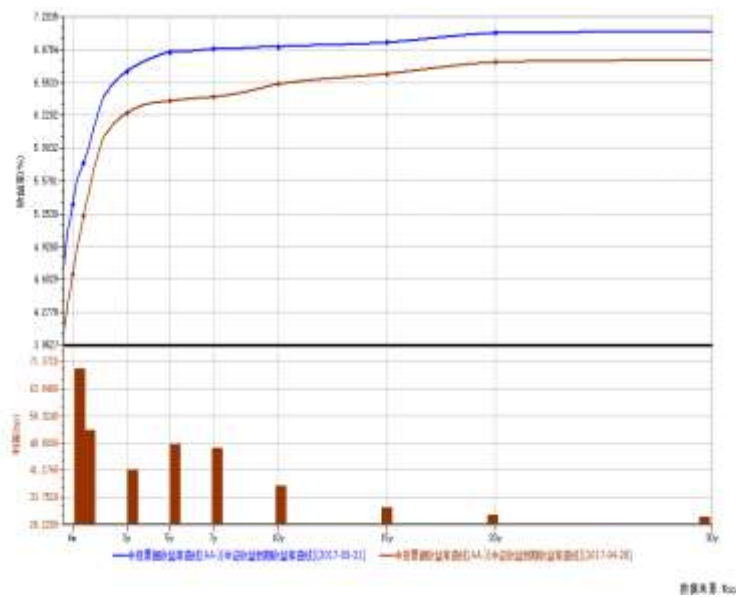


图7 银行间信用品种收益率变动

交易所债市。5月份交易所各等级公司债收益率曲线整体上移，期限上看，3-7年期收益率调整幅度最大。截至5月末，公司债AAA/AA-品种1年期、3年期、5年期分别收于4.62%/5.71%、4.93%/6.66%、5.02%/6.87%，相比前月末分别变动21BP/37BP、38BP/34BP、39BP/45BP。

### 1、交易所公司债收益率变动（AAA）

### 2、交易所公司债收益率变动（AA-）

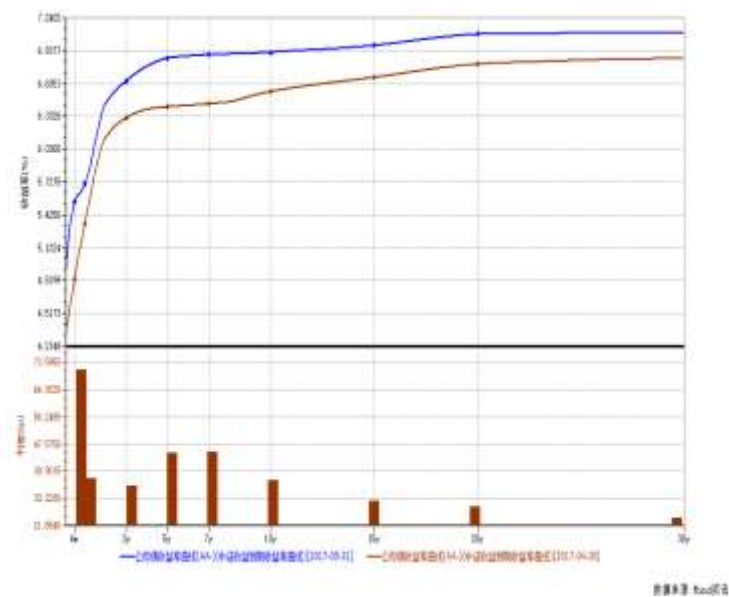
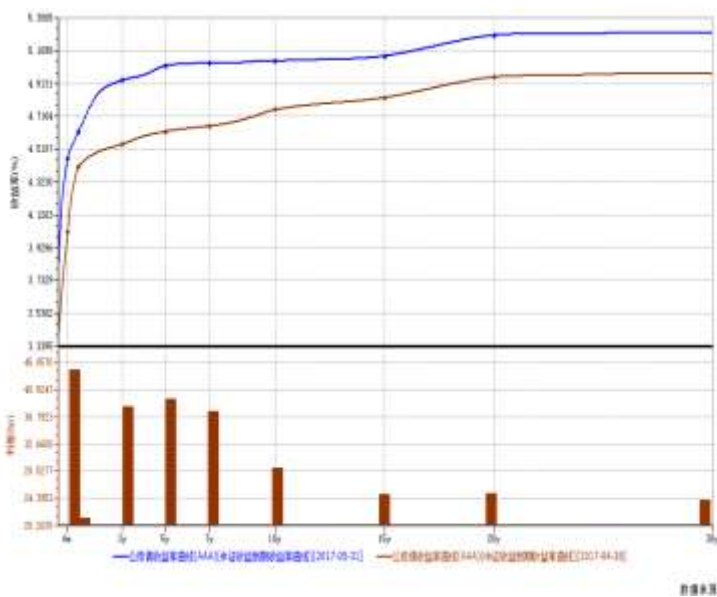


图 8 交易所公司债收益率变动

#### 3.2.2 收益率及信用利差分析：信用利差小幅收窄

5 月份债市继续收益率上行调整态势，相交而言，利率债曲线继续扁平化上行，短端收益率调整幅度大于中长端，信用品种 3-7 年期收益率调整幅度最大，由此导致不同期限信用利差变化较大。以 5 年期中票为例，AA 及以上中高等级信用利差较前月基本走阔，AA 等级利差大幅扩大 31BP，AAA 等级利差仅扩大 5BP。

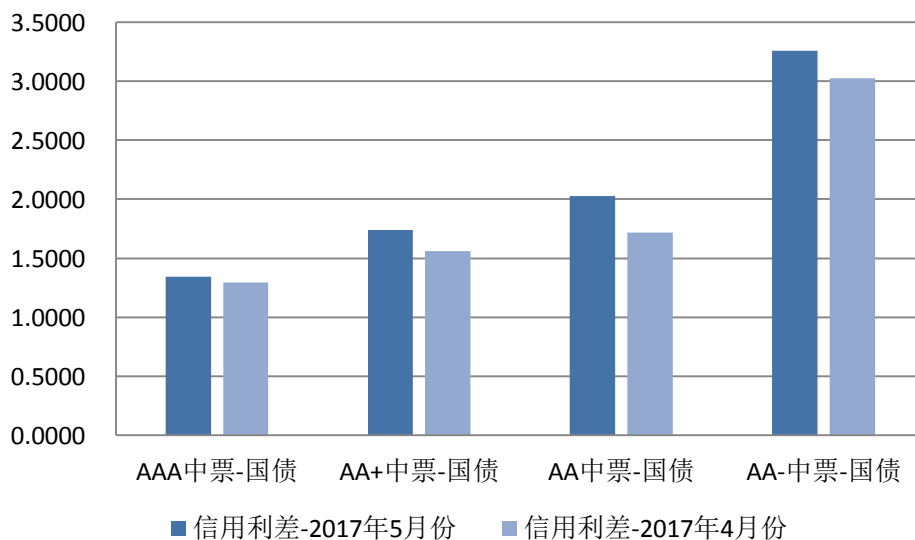


图 9 5 月份信用利差变动

数据来源：Wind 资讯、中证指数

从绝对值角度，截至 5 月末，各等级收益率基本处于历史 1/2 分位与 3/4 分位之间。信用利差方面，各等级信用利差基本位于历史 1/2 分位水平附近。

**表 1 信用产品收益率分位水平（以 5 年期中票为例）**

评级	当前收益率	历史 1/4 分位	历史 1/2 分位	历史 3/4 分位
AAA	4.9392	4.0466	4.7021	5.1509
AA+	5.3345	4.3719	5.0679	5.6441
AA	5.6221	4.6128	5.4213	6.0089
AA-	6.8523	6.1084	6.5191	7.0833

**表 2 信用产品信用利差历史分位水平（以 5 年期限为例）**

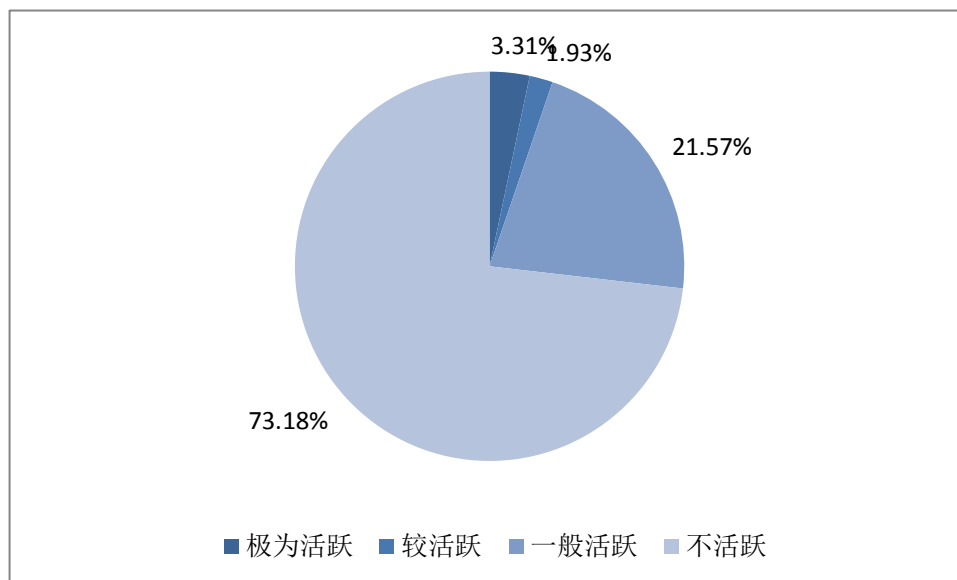
	当前信用利差	历史 1/4 分位	历史 1/2 分位	历史 3/4 分位
AAA 中票-国债	1.3452	0.9774	1.3366	1.6041
AA+中票-国债	1.7405	1.2922	1.7276	2.0938
AA 中票-国债	2.0281	1.6771	2.1310	2.4615
AA-中票-国债	3.2583	3.0000	3.3496	3.6624

## 四、中证债券估值与指数变动

### 4.1 市场成交概况

5 月份债市收益率继续调整，市场成交相比前月有所增长，全月现券总成交规模 7.56 万亿。其中，交易所现券月度总成交规模 1,318 亿元，相比前月成交规模增长 131 亿元。

**个券交易活跃度。**5 月份共有 20 个交易日，其中每天均有报价或成交的个券数为 1136，占全市场数量的 3.31%；成交或报价比较活跃的个券数量有 663 只，占比 1.93%；有报价或成交，且天数不超过 10 天的债券 7,396 只，占比 21.57%，月内无报价无成交的债券有 25,089 只，占比 73.18%。



**图 10 债券市场 5 月份成交活跃度**

数据来源：Wind 资讯、中证指数

注：很活跃-月内天天有成交或报价；较活跃-成交或报价天数超过 10 天但没有天天成交或报价；一般活跃-成交或报价天数不超过 10 天；不活跃-月内无成交或报价（以下同）

分市场来看，交易所不活跃的个券比例超过银行间市场，而很活跃、较活跃和一般活跃的个券比例不及银行间债券市场。

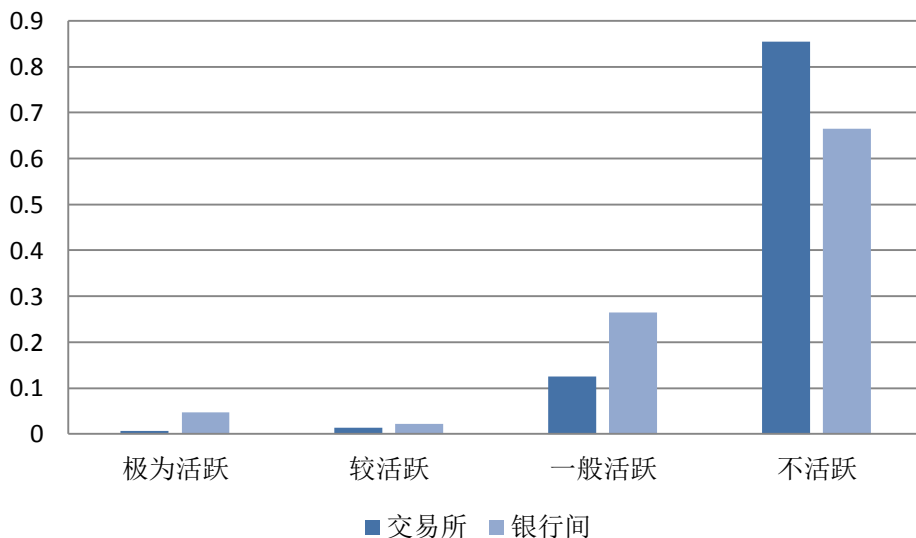


图 11 成交活跃度 (分市场)

数据来源: Wind 资讯、中证指数

具体品种来看, 银行间市场上, 利率品种很活跃券比例明显高于信用品种。交易所市场上, 金融债和公司债的活跃度最低, 可转债和可交换债的活跃度最高。

表 3 各品种报价成交活跃度 (5 月份)

债券品种	很活跃	较活跃	一般活跃	不活跃
<b>银行间债券市场</b>				
国债	45.96%	5.05%	12.63%	36.36%
金融债	18.86%	3.39%	22.26%	55.49%
同业存单	3.74%	2.29%	17.61%	76.36%
短期融资券	7.69%	4.63%	62.15%	25.54%
中期票据	4.04%	2.85%	47.72%	45.39%
企业债	1.50%	1.72%	41.80%	54.98%
<b>交易所债券市场</b>				
国债	2.96%	4.03%	10.75%	82.26%
金融债	0.23%	1.15%	11.93%	86.70%
公司债	0.63%	2.60%	23.81%	72.97%
企业债	1.14%	1.69%	21.87%	75.30%
可转债	89.47%	10.53%	0.00%	0.00%
可交换债	5.43%	4.35%	16.30%	73.91%

数据来源: Wind 资讯、中证指数

## 4.2 中证估值（净价）变动分析

5 月份中证债券估值（净价）下跌为主。在可比的 30,050 只债券中，5 月份中证估值（净价）增长的债券数量为 9,455 只，占比 13%。净价下跌的债券数量为 26,117 只，占比 87%。

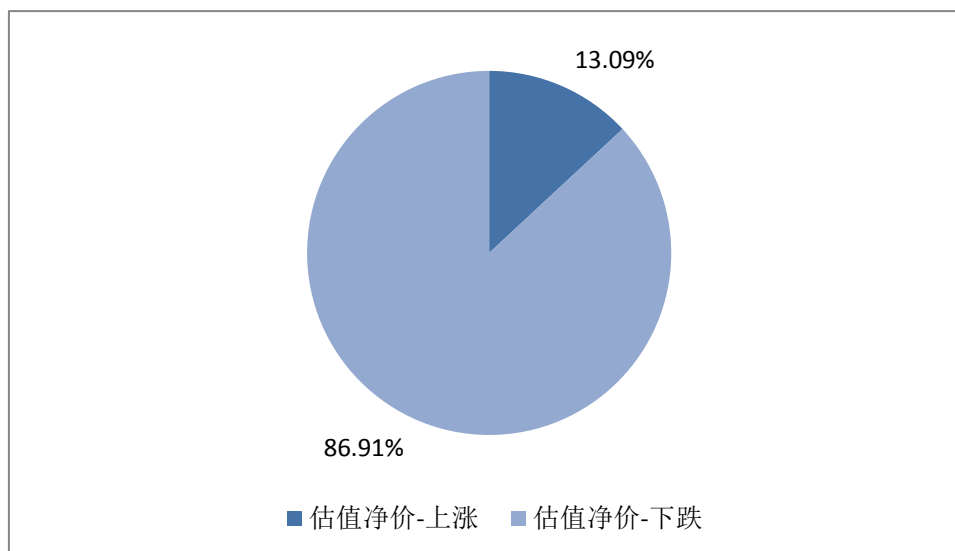


图 12 中证债券估值（净价）变动占比（5 月份）

5 月份债市收益率继续大幅调整，全市场估值净价均值较前月大幅下降 0.70 元。期限上看，各期限估值净价均值全线下跌，期限越长，跌幅越大。1 年以内短期限品种下跌 0.07 元，超过 7 年期长期品种跌幅达 1.90 元。品种上看，各品种估值净价均值均有所下跌。同业存单和短期融资券短期限品种估值净价均值跌幅较小，可转债以 1.39 元跌幅居首。利率品种中，国债和金融债分别下跌 1.08 元和 0.70 元。信用品种中，企业债、中期票据和公司债品种分别下跌 0.90 元、0.97 元和 0.60 元。

表 4 中证债券估值（净价）变动（5 月份）

债券品种	剩余期限					总计
	0<t≤1	1<t≤3	3<t≤5	5<t≤7	t>7	
国债	-0.10	-0.70	-1.18	-1.38	-1.62	-1.08
金融债	-0.21	-0.61	-0.88	-0.85	-0.96	-0.70
同业存单	-0.01	-0.07				-0.01
短期融资券	-0.10					-0.10
中期票据	-0.23	-0.79	-1.48	-1.89	-2.37	-0.97
企业债	-0.23	-0.51	-0.94	-1.35	-1.91	-0.90
公司债	-0.26	-0.39	-0.72	-1.22	-1.82	-0.60
可转债		-1.36	-0.73	-3.21		-1.39
可交换债	1.51	-0.47	-1.69	-0.65		-0.39
总计	-0.07	-0.60	-1.11	-1.52	-1.90	-0.70

### 4.3 中证债券指数走势分析

5 月份债市收益率整体继续大幅向上调整，债券估值净价整体下跌，带动债券净价指数基本下跌，并拖累全价指数。5 月份中证全债指数月度下跌 0.63%（其中净价贡献-1.04%），到期收益率 4.52%，修正久期 4.56。涨幅居前的债券指数为中证短融指数和中证短融 50 指数，涨幅分别为 0.30%（净价贡献-0.06%）和 0.26%（净价贡献 0.02%）。

#### 4.3.1 利率债指数走势分析

5 月份利率债全价指数全线收跌。品种上看，中证金融债指数走势优于中证国债指数，中证金融债指数月度下跌 0.51%（净价贡献-0.89%），中证国债指数月度下跌 0.88%（净价贡献-1.23%）。期限上看，期限越长，指数跌幅越大，中证长期国债指数月度下跌 1.24%（净价贡献-1.56%）。

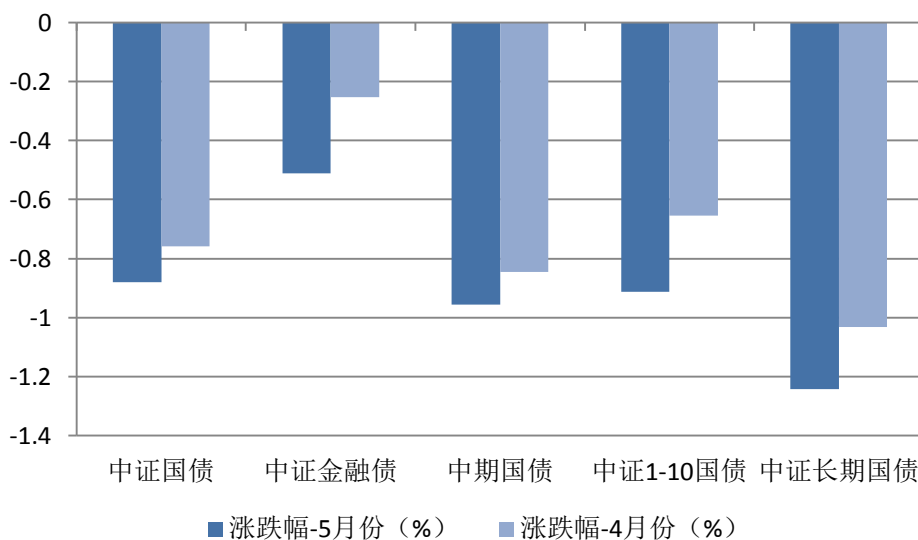


图 13 中证利率债指数变动（5 月份）

数据来源：Wind 资讯、中证指数

#### 4.3.2 信用债指数走势分析

5 月份中证信用债指数除中证短融（月度涨幅 0.29%，其中净价贡献-0.06%）微幅上涨外，其余品种指数全线下跌。中证企业债指数月度跌幅最大，全价指数月度下跌 0.54%（净价贡献-1.02%）。可转债品种 5 月份持续低迷，中证转债指数月度继续下跌 1.32%。

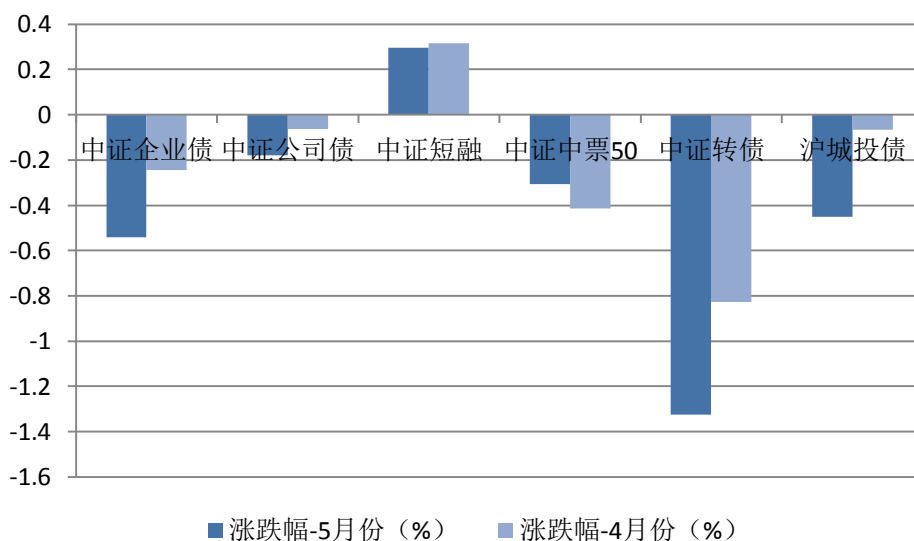


图 14 中证信用债指数走势（分类别）

数据来源：Wind 资讯、中证指数

评级上看，5 月份中证中低信用指数与中高信用指数均月度下跌，中证中低信用指数下跌 0.52%（净价贡献-0.95%），中证中高信用指数继续大幅下跌 0.71%（净价贡献-1.07%）。

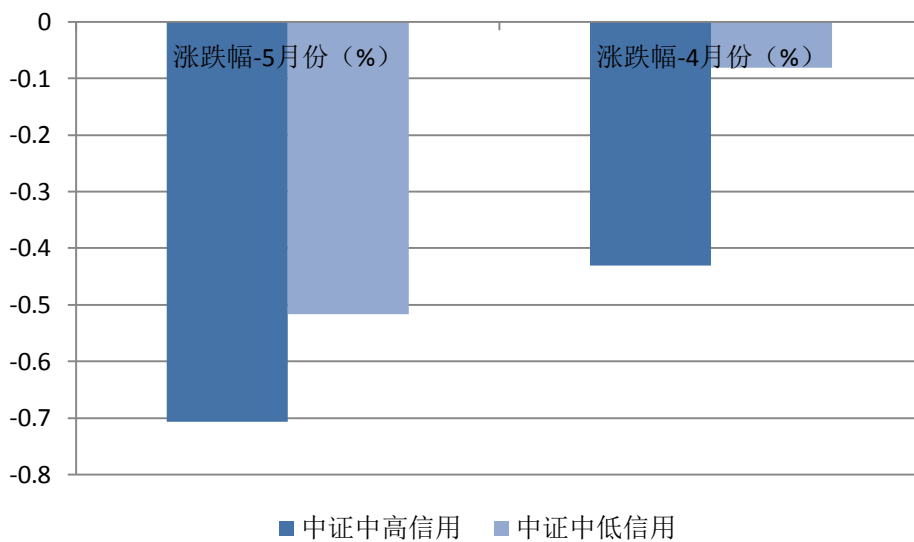


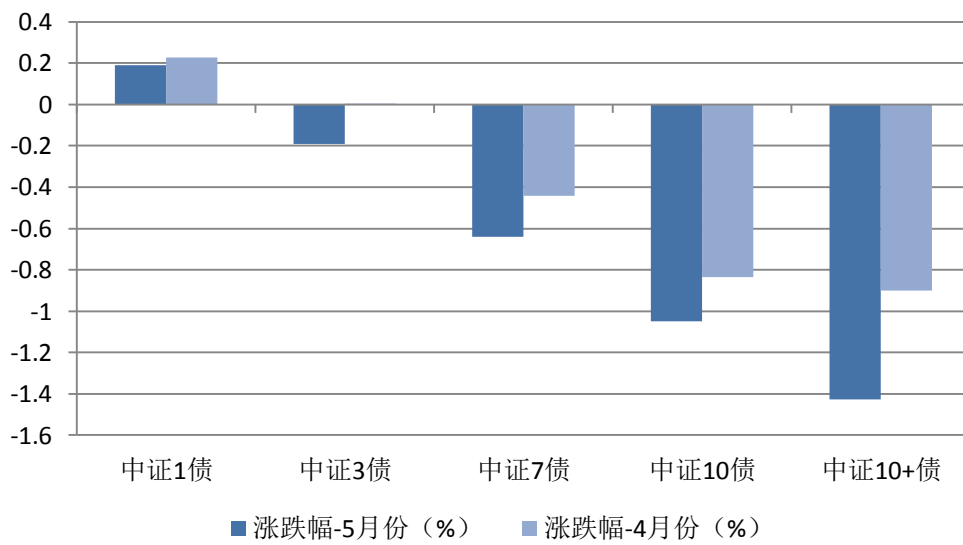
图 15 中证信用债指数走势（分评级）

数据来源：Wind 资讯、中证指数

期限上看，除中证 1 债全价指数小幅上涨外，其余期限指数均下跌，期限越长，跌幅越大。中证 1 债月度涨幅 0.19%（净价贡献-0.20%），中证 3 债指数月度下跌 0.19%（净价贡献-0.60%），中证 7 债月度下跌 0.64%（净价贡献-1.05%），



中证 10 债下跌 1.05%（净价贡献-1.42%），中证 10+债下跌 1.43%（净价贡献-1.85%）。



**图 16 中证期限类债券指数走势**

数据来源：Wind 资讯、中证指数

**附表：5月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅**

指数代码	指数名称	5月份	4月份	涨跌幅-5月份	年初至今涨跌幅	到期收益率	修正久期
000832	中证转债	276.75	281.44	-1.32	-2.33	--	--
000833	中高企债	167.01	167.14	-0.06	0.32	--	--
000845	中证中期信用债	166.56	167.96	-0.79	-1.61	--	--
H11001	中证全债	173.16	174.30	-0.63	-1.39	4.52	4.56
H11002	中证3债	167.52	167.87	-0.19	0.20	4.56	1.78
H11003	中证7债	175.65	176.86	-0.64	-1.22	4.54	3.85
H11004	中证10债	170.76	172.51	-1.05	-3.12	4.34	6.98
H11005	中证10+债	176.07	178.59	-1.43	-4.47	4.48	13.20
H11006	中证国债	166.30	167.77	-0.88	-2.21	3.78	6.36
H11007	中证金融债	168.67	169.58	-0.51	-1.33	4.43	4.29
H11008	中证企业债	192.27	193.39	-0.54	-0.72	5.25	3.25
H11009	中证综合债	165.83	166.67	-0.49	-0.93	4.44	3.84
H11010	中证1债	148.57	148.31	0.19	1.11	3.85	0.42
H11011	中证央票	137.38	137.38	0.00	0.00	--	--
H11012	中证央票1	129.06	129.06	0.00	0.00	--	--
H11014	中证短融	151.20	150.78	0.30	1.52	4.84	0.30
H11015	中证短债	154.00	153.68	0.22	1.22	4.11	0.39
H11016	中证50债	143.14	144.09	-0.65	-1.80	4.16	4.80
H11017	中期国债	146.36	147.84	-0.95	-1.87	3.64	4.70
H11019	中证企债100	155.25	156.02	-0.44	-1.06	5.05	3.10
H11070	中证短融50	135.52	135.19	0.26	1.33	4.74	0.23
H11071	中证1-10国债	143.67	144.98	-0.91	-1.69	3.61	4.39
H11072	中证中票50	135.21	135.71	-0.31	-0.82	5.00	2.62
H11073	中证信用	154.66	155.70	-0.64	-1.14	5.24	3.25
H11074	中期企债	162.37	163.79	-0.83	-1.54	5.23	3.77
H11075	长期国债	150.46	152.22	-1.24	-3.03	3.62	7.08
H11076	中期综合	152.26	153.15	-0.53	-1.11	4.53	3.82
H11078	中高信用	153.33	154.48	-0.71	-1.44	5.08	3.48
H11079	中低信用	143.13	143.91	-0.52	-0.41	5.70	2.60
H11094	中票L50	134.10	134.72	-0.41	-0.92	5.12	2.96
H11096	中期信用L100	187.63	188.78	-0.57	-0.92	5.35	3.42
H11087	GSZ AAA	146.20	146.62	-0.28	-0.53	--	--
H11088	GSZ AA+	154.01	154.27	-0.17	-0.24	--	--
H11089	GSZ AA	161.02	160.90	0.08	0.95	--	--