

中证债券估值与指数月报

2017 年 4 月份

内容摘要

- 4月份中国制造业PMI为51.2%，比上月回落0.6个百分点。央行公开市场逆回购操作净投放2,540亿元，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2.67%和3.31%，相比3月份分别变动7BP和-16BP。交易所1天回购利率月度均值为4.26%。
- 4月份在银监会连环强监管文件带动银行委外大规模赎回的背景下，市场资金面延续紧张态势，债市收益率普遍向上调整。国债收益率曲线形态明显扁平化，7年期以内期限收益率基本上行23-33BP，10年期收益率涨幅18BP。国开债1-3年期上行14BP左右，5-7年期上行17-20BP，10年及以上期限上行幅度不超过11BP。
- 4月份信用债收益率变动与利率债整体一致，各等级5年期及以内收益率普遍大幅上行，曲线形态继续扁平化。以5年期中期票据收益率为例，各等级收益率当前处于历史1/4分位与1/2分位之间。信用利差方面，各等级信用利差均处于历史1/4分位与1/2分位之间，其中AAA等级与AA-等级信用利差接近历史1/2分位，AA+与AA等级信用利差较为接近历史1/4分位水平。
- 4月份债券市场交投活跃度下降，现券总成交规模6.94万亿。月内有报价或成交个券占比28%。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32%。全市场估值净价均值相比前月下跌0.40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、企业债和中期票据品种跌幅居前。
- 4月份债券全价指数下跌居多。中证全债指数月度下跌0.40%（其中净价贡献-0.75%），到期收益率4.24%，修正久期4.63。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0.32%（净价贡献0.03%）和0.29%（净价贡献0.09%）。品种上看，中证金融债指数走势好于中证国债指数，信用债指数中除短融品种外，其余债券全价指数悉数下跌。可转债品种月度下跌0.83%。期限上看，中证1债表现最好，月度涨幅0.23%（净价贡献-0.21%），其次中证3债指数与前月末持平（净价贡献-0.34%），其余中长期指数居出现下跌，期限越长跌幅越大。信用评级上看，4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0.08%（净价贡献-0.48%），中证中高信用指数继续大幅下跌0.43%（净价贡献-0.74%）。

目录

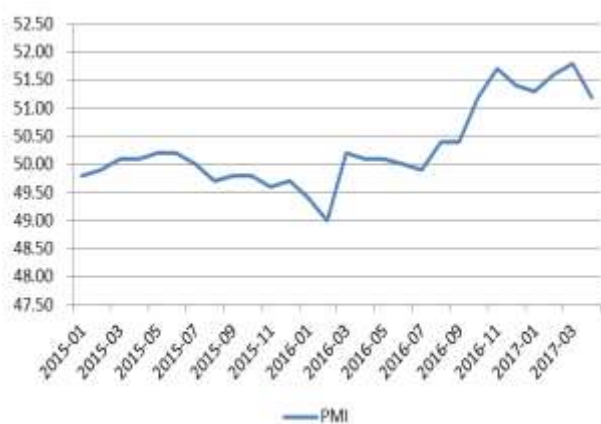
一、宏观经济走势分析	1
1.1 国内经济基本面	1
1.2 央行公开市场操作	1
1.3 货币市场	2
二、利率债市场	3
2.1 利率债一级市场回顾	3
2.2 利率债收益率曲线变动	3
三、信用债市场	5
3.1 信用债一级市场回顾	5
3.2 信用债收益率曲线变动	5
四、中证债券估值与指数变动	9
4.1 市场成交概况	9
4.2 中证估值（净价）变动分析	11
4.3 中证债券指数走势分析	12
附表：4月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅	15

一、宏观经济走势分析

1.1 国内经济基本面

2017年4月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.2%，比上月回落0.6个百分点，继续位于扩张区间。此外，4月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）录得50.3，比上月下跌0.9。

1、中采制造业 PMI 数据走势



2、CPI 走势

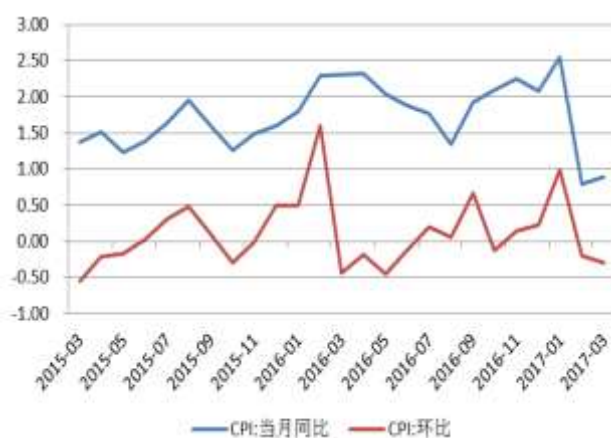


图1 经济主要指标走势

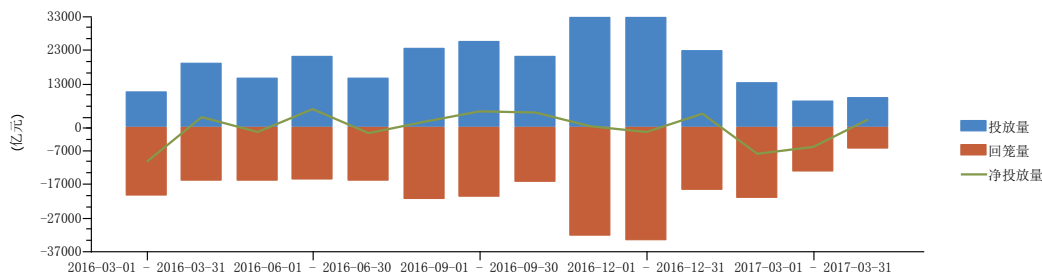
数据来源：国家统计局

分企业规模看，大型企业 PMI 为 52.0%，低于上月 1.3 个百分点，继续保持在扩张区间；中型企业 PMI 为 50.2%，比上月回落 0.2 个百分点；小型企业 PMI 为 50.0%，连续两个月上升，高于上月 1.4 个百分点，升至临界点，为近两年来的高点，企业经营状况有所改善。

物价方面，3 月份 CPI 有所回落，3 月 CPI 同比上涨 0.9%，环比回落 0.3%。PPI 同比上涨 7.6%，涨幅有所回落。

1.2 央行公开市场操作

4 月份央行累计发行逆回购 8,800 亿元，当月逆回购到期 6,700 亿元，月度净投放 2,100 亿元，考虑国库定存及 MLF 回笼及投放因素，则净投放 2,540 亿元。品种上看，4 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%。



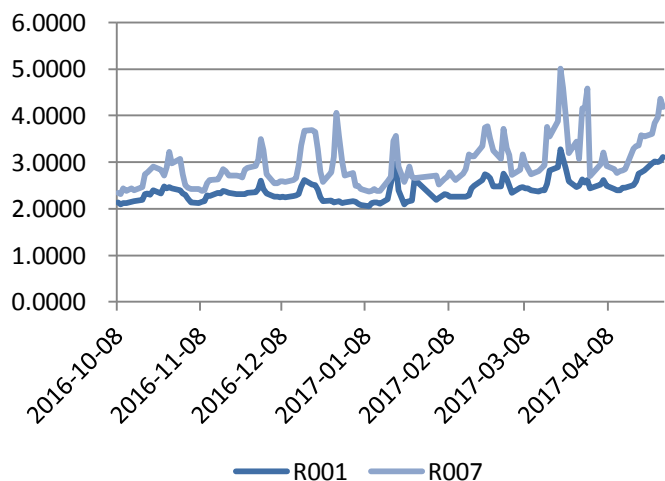
数据来源:Wind资讯

图2 央行月度公开市场操作

1.3 货币市场

4月份受银监会连环监管政策影响，市场委外赎回现象严重，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2.67%和3.31%，相比3月份分别变动7BP和-16BP。交易所回购利率亦整体走高，月末迅速飙升。全月1天、7天回购利率加权均值为4.26%和3.32%，相比前月利率均值大跌170BP和67BP。

1、银行间回购利率走势



2、交易所回购利率走势

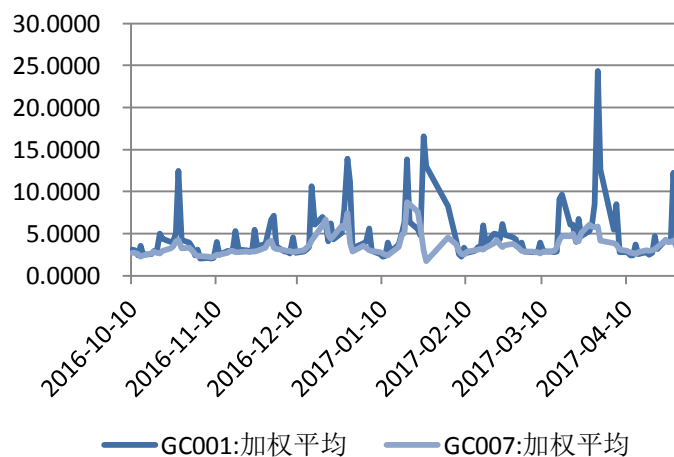


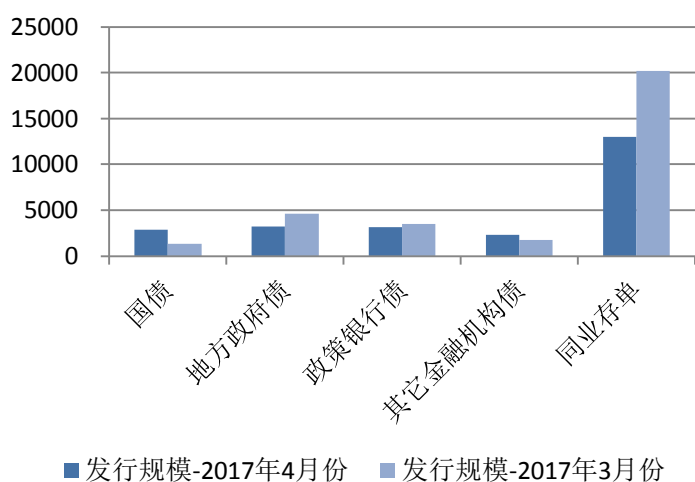
图3 资金价格走势

二、利率债市场

2.1 利率债一级市场回顾

4月份利率品种一级市场全月发行规模合计达24,534亿元，相比前月份供给规模下滑6,783亿元。净融资额8,901亿元，相比前月净融资规模环比下跌760亿元。品种上看，4月份利率债品种除国债和其他金融机构债发行规模有所攀升外，其余品种发行规模均出现下滑，同业存单发行规模大幅下跌7,185亿元。净融资上看，国债和地方政府债净融资额明显增加，同业存单净融资额断崖式下跌。

1、4月份利率品种发行规模



2、4月份利率品种净融资规模

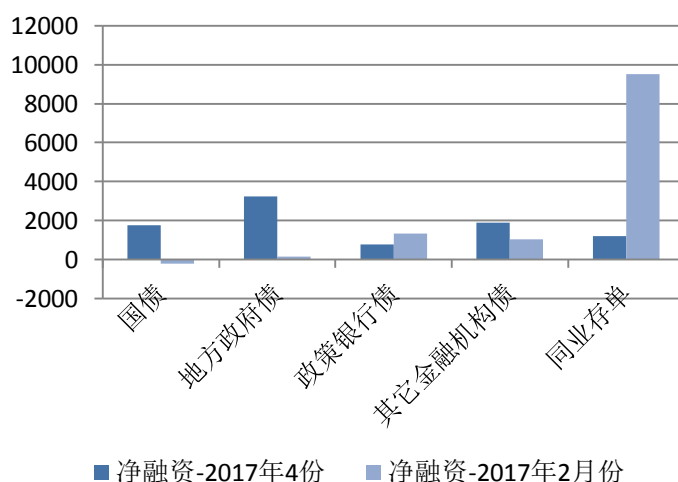


图4 4月份利率债一级市场

数据来源：Wind 资讯、中证指数

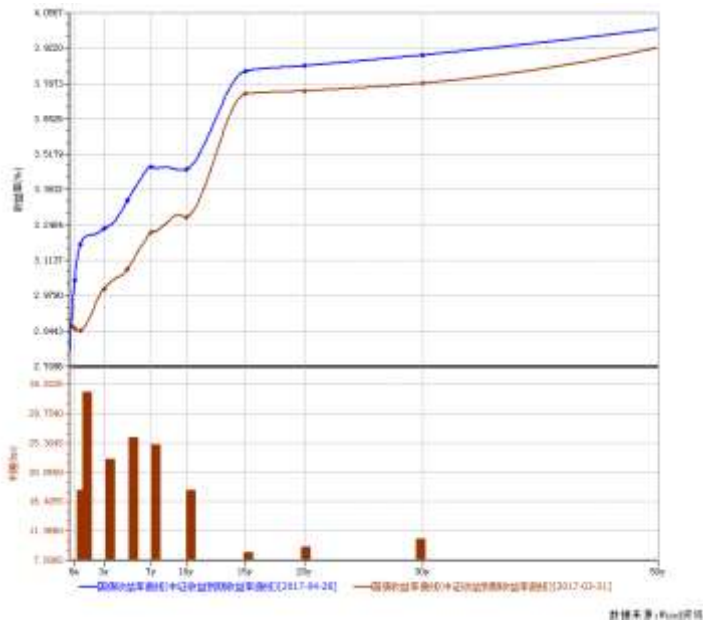
2.2 利率债收益率曲线变动

4月份在银监会连环强监管文件带动银行委外大规模赎回的背景下，市场资金面延续紧张态势，债市收益率普遍向上调整。

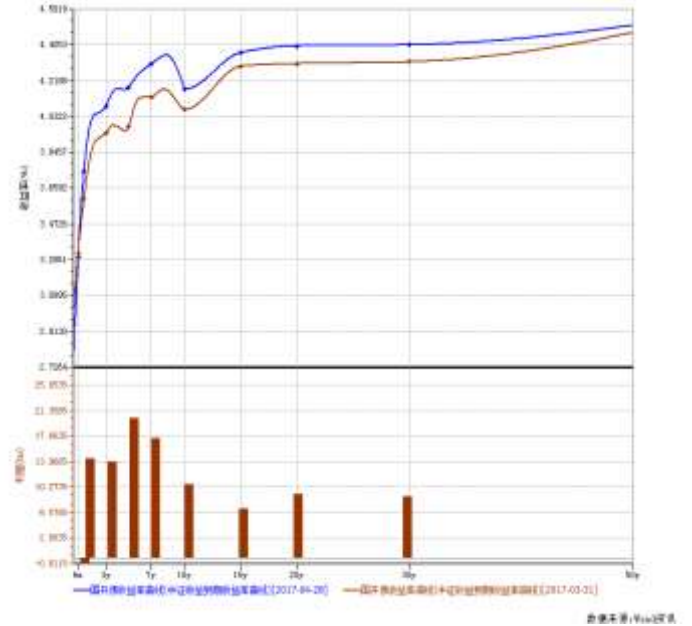
利率品种，国债收益率曲线形态明显扁平化，7年期以内期限收益率基本上行23-33BP，10年期收益率涨幅18BP，超长端收益率上行幅度收窄，基本不超过10BP。国开债收益率曲线整体平坦化上移，1-3年期上行14BP左右，5-7年期上行17-20BP，10年及以上期限上行幅度不超过11BP。

截至4月末，国债1年、5年、10年期收益率分别收于3.18%、3.34%、3.46%，相比前月末分别上行33BP、26BP、18BP。国开债1年、5年、10年期收益率分别收于3.75%、4.18%、4.17%，相比前月末收益率分别上行14BP、20BP、11BP。

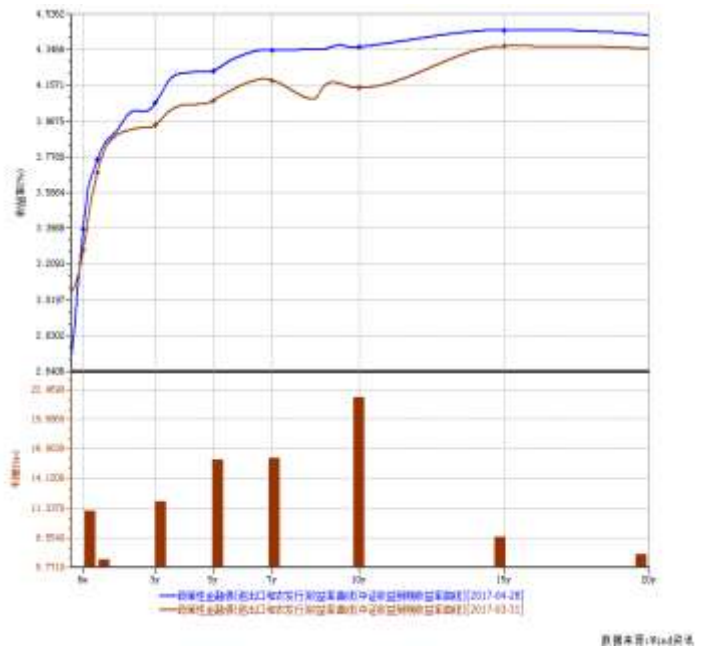
1、中证国债收益率曲线变动



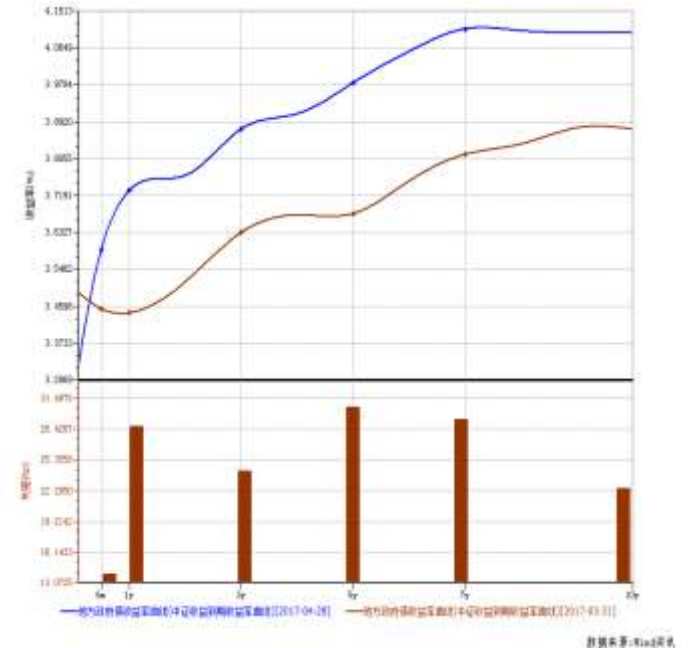
2、中证国开债收益率曲线变动



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、中证指数

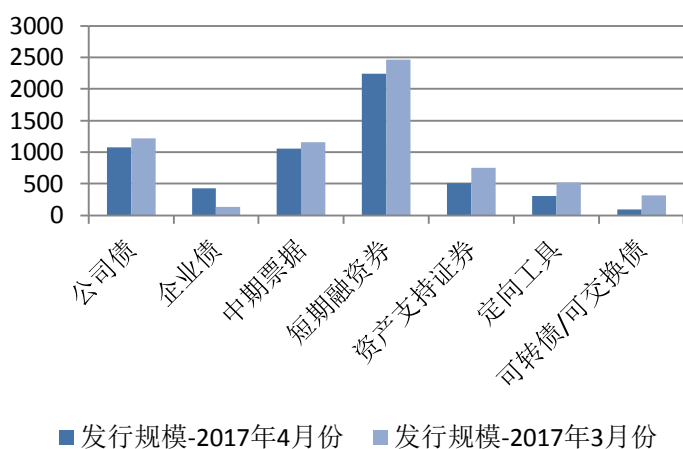
图5 4月份利率品种收益率变动

三、信用债市场

3.1 信用债一级市场回顾

4 月份信用品种一级市场全月发行规模合计达 5,713 亿元,比前月供给规模下滑 844 亿元。净融资额 425 亿元,相比前月下滑 548 亿元。品种上看,除企业债外,其余品种 4 月份发行规模均出现下降。净融资上看,除企业债外的信用债品种月度净融资额基本下降。

1、4 月份信用品种发行规模



2、4 月份信用品种净融资规模

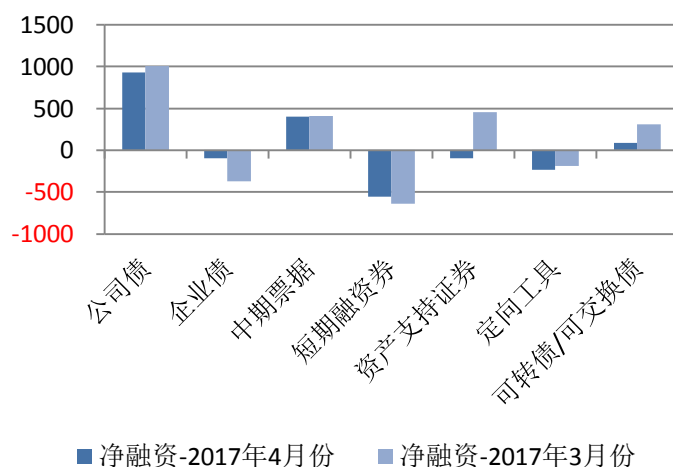


图 6 4 月份信用债一级市场

数据来源: Wind 资讯、中证指数

3.2 信用债收益率曲线变动

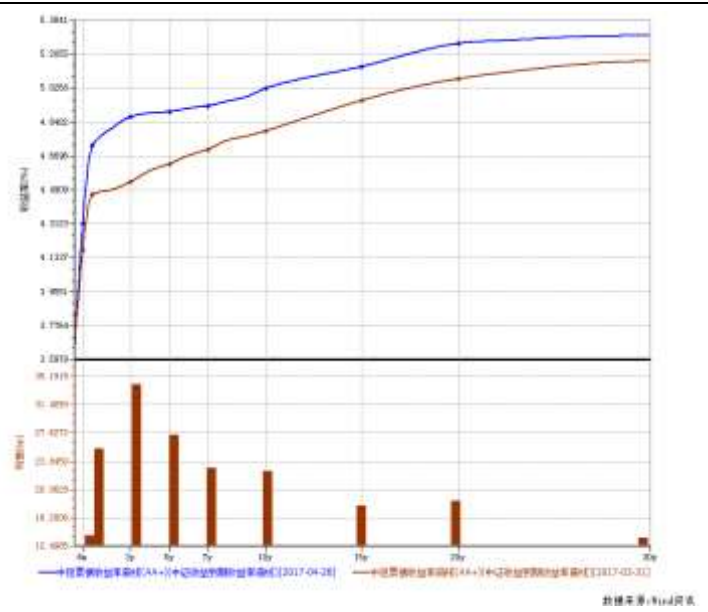
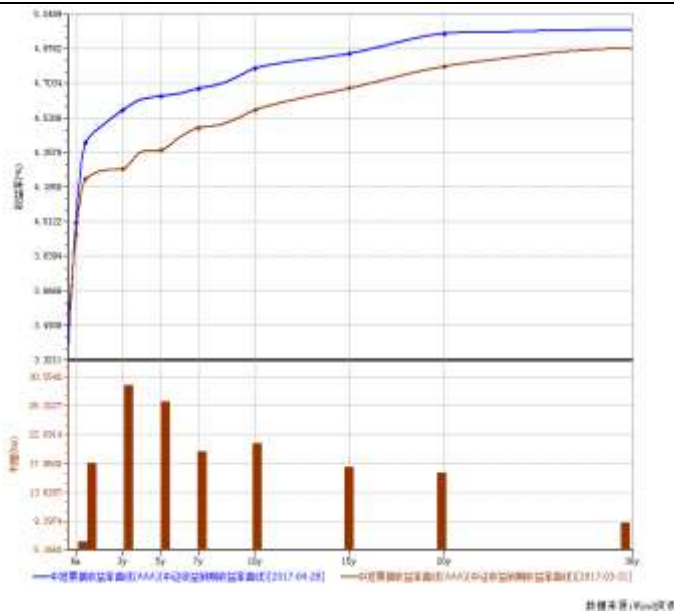
3.2.1 月度收益率变动

银行间市场。4 月份信用债收益率变动与利率债整体一致,各等级 5 年期及以内收益率普遍大幅上行,曲线形态继续扁平化。

截至 4 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 4.40%/4.72%/4.87%/5.23%、4.57%/4.88%/4.97%/6.25%、4.64%/4.90%/5.06%/6.37%,相比前月末分别变动 18BP/26BP/25BP/19BP、29BP/34BP/28BP/15BP、27BP/23BP/26BP/10BP。

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-)

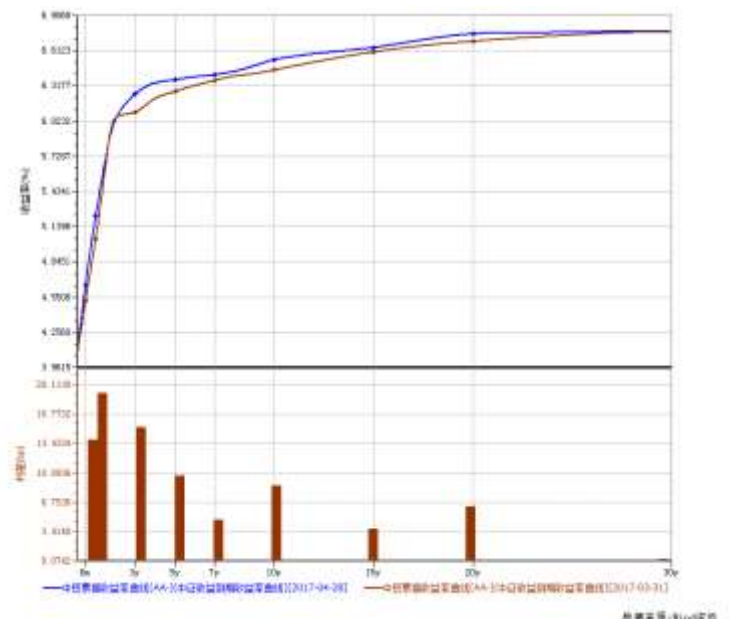
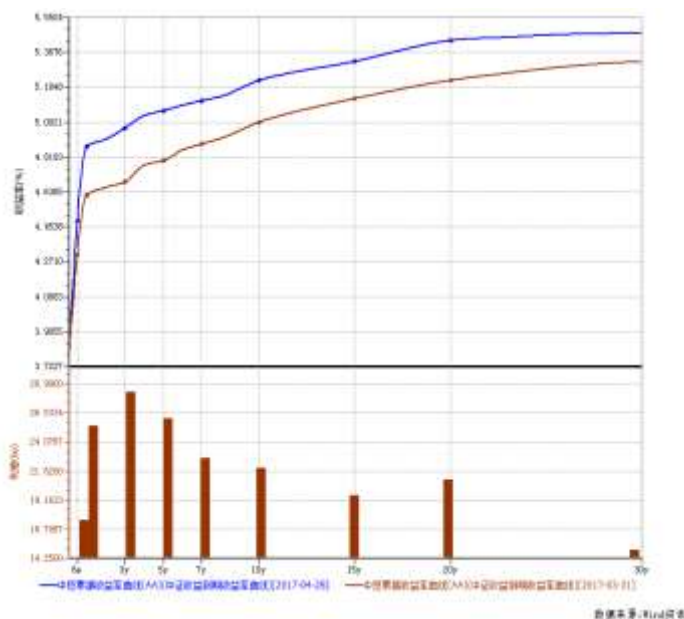


图 7 银行间信用品种收益率变动

交易所债市。4月份交易所各等级公司债收益率曲线整体上移，幅度较其他信用品种教小。截至4月末，公司债AAA/AA-品种1年期、3年期、5年期分别收于4.41%/5.35%、4.55%/6.32%、4.63%/6.42%，相比前月末分别变动19BP/14BP、23BP/6BP、21BP/8BP。

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-)

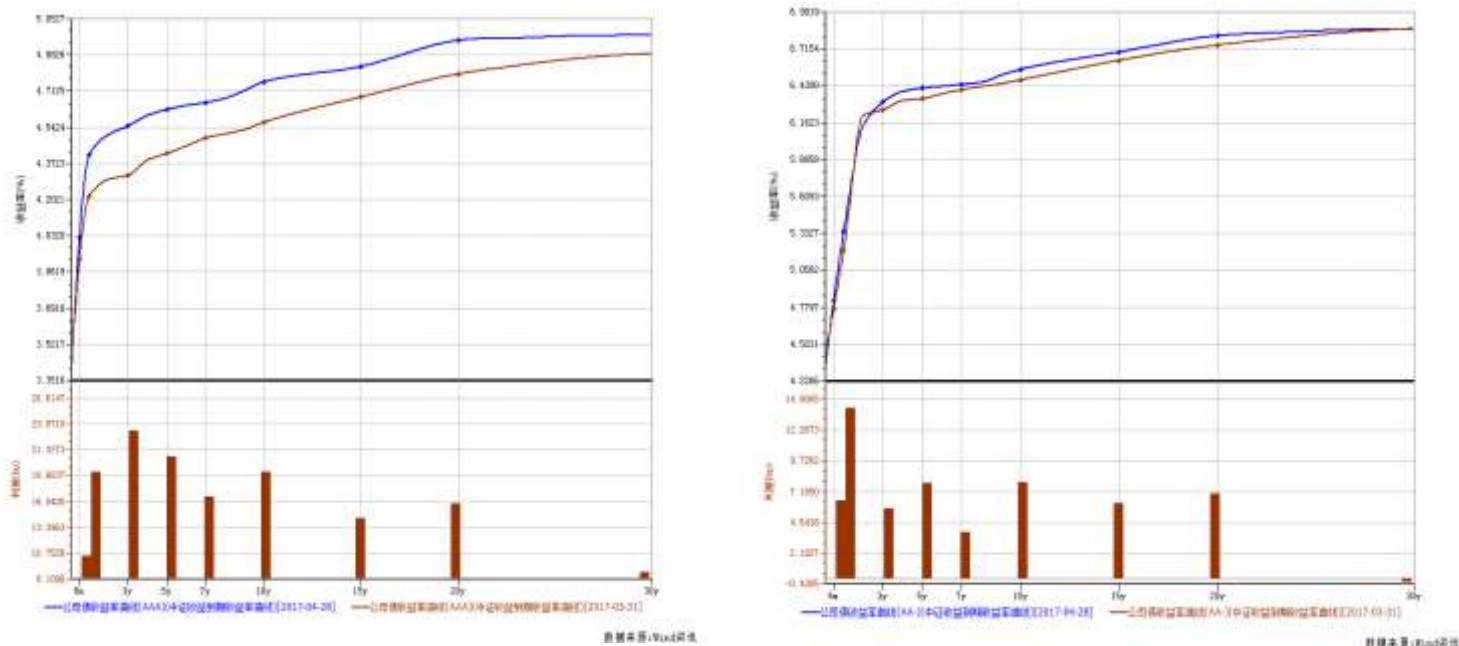


图8 交易所公司债收益率变动

3.2.2 收益率及信用利差分析：信用利差小幅收窄

4 月份债市收益率普遍上行，曲线形态继续扁平化。相对而言，中高等级信用债收益率变动与利率债较为一致，低等级调整幅度相对较小。以 5 年期中票为例，AA 及以上中高等级信用利差与前月基本持平，AA-低等级信用利差收窄 16BP。

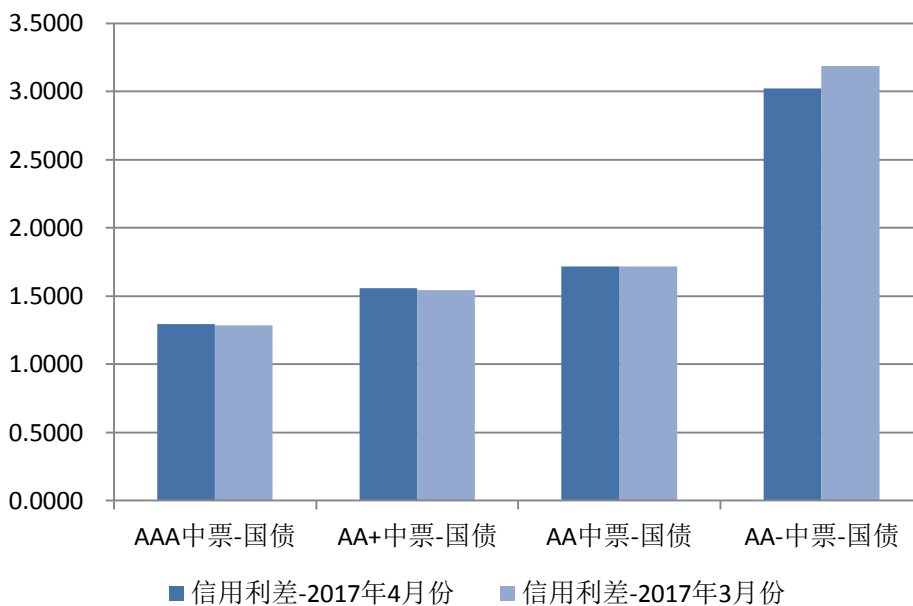


图9 4月份信用利差变动

数据来源：Wind 资讯、中证指数

从绝对值角度，截至4月末，各等级收益率处于历史1/4分位与1/2分位之间。信用利差方面，各等级信用利差均处于历史1/4分位与1/2分位之间，其中AAA等级与AA-等级信用利差接近历史1/2分位，AA+与AA等级信用利差较为接近历史1/4分位水平。

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	4.6388	4.0358	4.6849	5.1587
AA+	4.9015	4.3512	5.0631	5.6494
AA	5.0607	4.5969	5.4166	6.0193
AA-	6.3679	6.1032	6.5023	7.1025

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	1.2955	0.9707	1.3422	1.6093
AA+中票-国债	1.5582	1.2827	1.7375	2.0970
AA中票-国债	1.7174	1.6657	2.1377	2.4693
AA-中票-国债	3.0246	2.9986	3.3686	3.6664

四、中证债券估值与指数变动

4.1 市场成交概况

4 月份债市收益率剧烈波动，市场成交有所下滑，全月现券总成交规模 6.94 万亿。其中，交易所现券月度总成交规模 1,187 亿元，相比前月成交规模小幅回落。

个券交易活跃度。4 月份共有 19 个交易日，其中每天均有报价或成交的个券数为 1047，占全市场数量的 3.07%；成交或报价比较活跃的个券数量有 589 只，占比 1.73%；有报价或成交，且天数不超过 10 天的债券 7,623 只，占比 22.38%，月内无报价无成交的债券有 24,796 只，占比 72.81%。

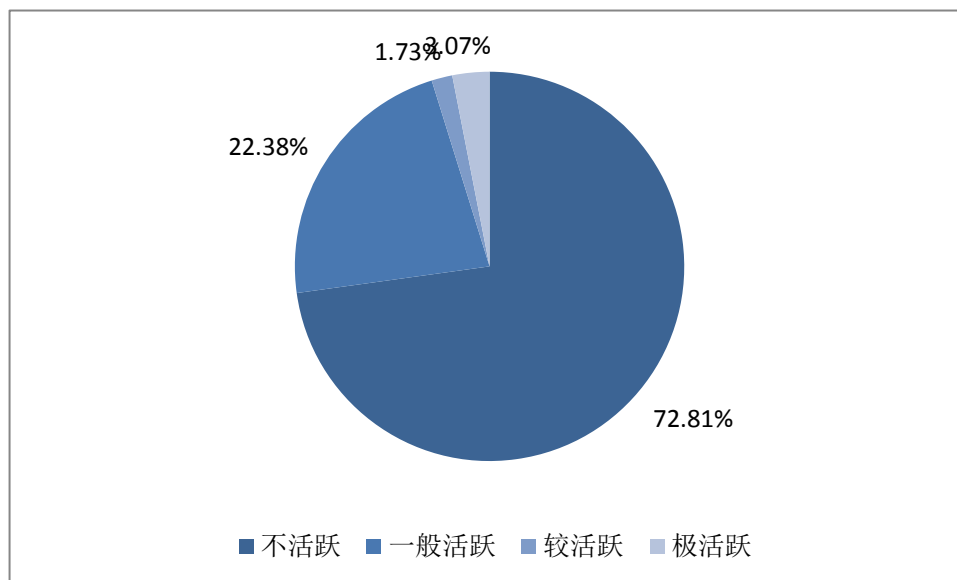
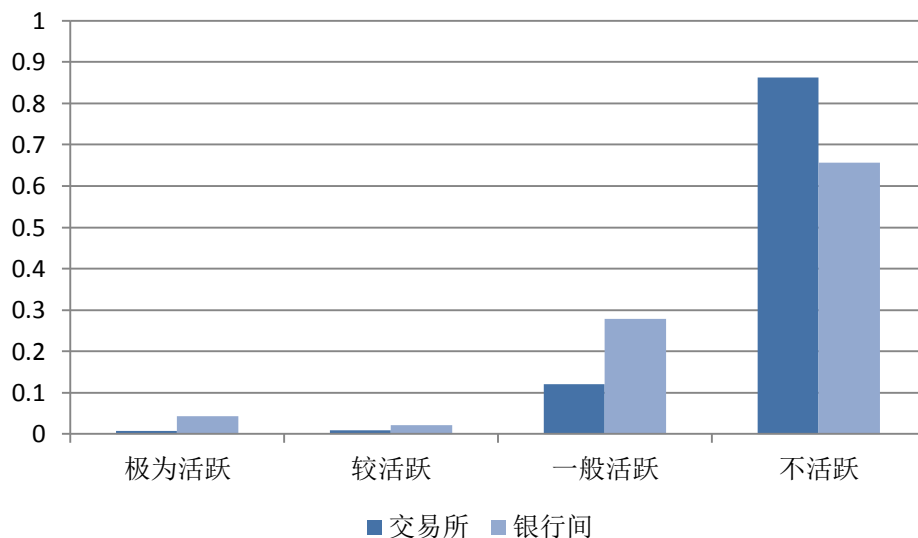


图 10 债券市场 4 月份成交活跃度

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 (4 月份)

债券品种	很活跃	较活跃	一般活跃	不活跃
银行间债券市场				
国债	44.67%	7.11%	14.72%	33.50%
金融债	17.90%	3.50%	26.20%	52.40%
同业存单	3.46%	2.43%	20.52%	73.59%
短期融资券	7.79%	2.17%	63.13%	26.92%
中期票据	3.95%	2.65%	43.83%	49.57%
企业债	1.21%	1.90%	40.62%	56.27%
交易所债券市场				
国债	2.99%	3.53%	9.24%	84.24%
金融债	0.24%	1.18%	10.14%	88.44%
公司债	0.88%	1.51%	24.03%	73.58%
企业债	1.15%	1.56%	18.38%	78.92%
可转债	83.33%	11.11%	0.00%	5.56%
可交换债	8.05%	0.00%	17.24%	74.71%

数据来源: Wind 资讯、中证指数

4.2 中证估值（净价）变动分析

4 月份中证债券估值（净价）下跌为主。在可比的 29,516 只债券中，4 月份中证估值（净价）增长的债券数量为 9,455 只，占比 32%。净价下跌的债券数量为 20,061 只，占比 68%。

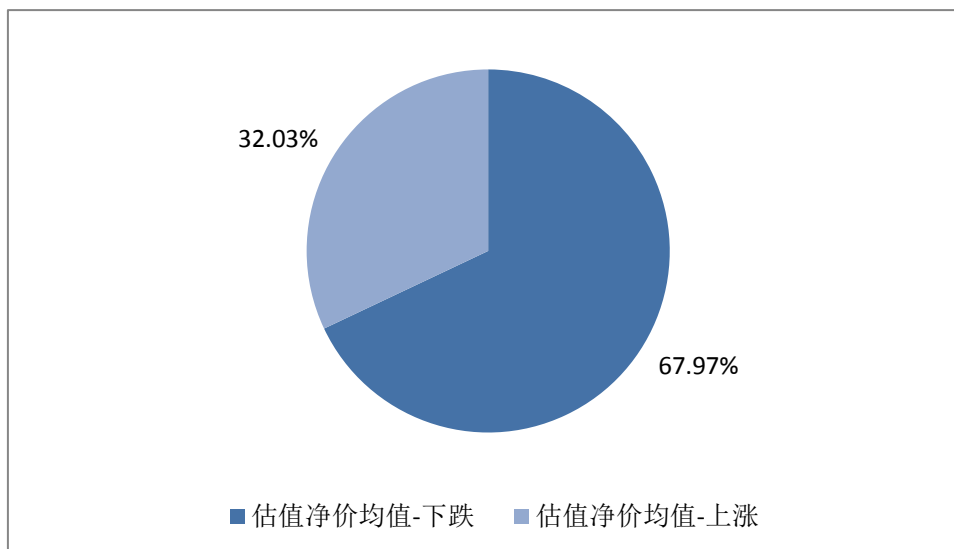


图 12 中证债券估值（净价）变动占比（4 月份）

4 月份市场在监管加码、资金面整体紧张的局势下，中短端收益率整体上行，全市场估值净价均值较前月继续大幅下降 0.40 元。期限上看，各期限估值净价均值全线下跌，1 年以内短期限品种微跌不超过 0.01 元，超过 7 年期长期品种跌幅达 1.41 元。品种上看，同业存单和短期融资券短期限品种估值净价均值微服增长，其余中长期品种估值净价均值全线下跌，可转债以 1.04 元跌幅居首。利率品种中，国债和金融债分别下跌 0.90 元和 0.41 元。信用品种中，企业债、中期票据和公司债品种分别下跌 0.54 元、0.56 元和 0.22 元。

表 4 中证债券估值（净价）变动（4 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	-0.09	-0.52	-0.84	-1.23	-1.39	-0.90
金融债	-0.05	-0.24	-0.52	-0.52	-0.78	-0.41
同业存单	0.04	-0.21				0.04
短期融资券	0.02					0.02
中期票据	-0.15	-0.44	-0.82	-1.16	-1.57	-0.56
企业债	-0.21	-0.31	-0.51	-0.80	-1.29	-0.54
公司债	-0.08	-0.10	-0.26	-0.59	-1.07	-0.22
可转债		1.94	-1.08	-2.25		-1.04
可交换债	0.25	-0.14	-1.84	-0.40		-0.25
总计	-0.01	-0.29	-0.57	-1.08	-1.41	-0.40

4.3 中证债券指数走势分析

4 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，带动债券净价指数下跌居多，并拖累全价指数的涨幅。4 月份中证全债指数月度下跌 0.40%（其中净价贡献-0.75%），到期收益率 4.24%，修正久期 4.63。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 0.32%（净价贡献 0.03%）和 0.29%（净价贡献 0.09%）。

4.3.1 利率债指数走势分析

4 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 0.25%（净价贡献-0.57%），中证国债指数月度下跌 0.76%（净价贡献-1.05%）。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 1.03%（净价贡献-1.3%）。

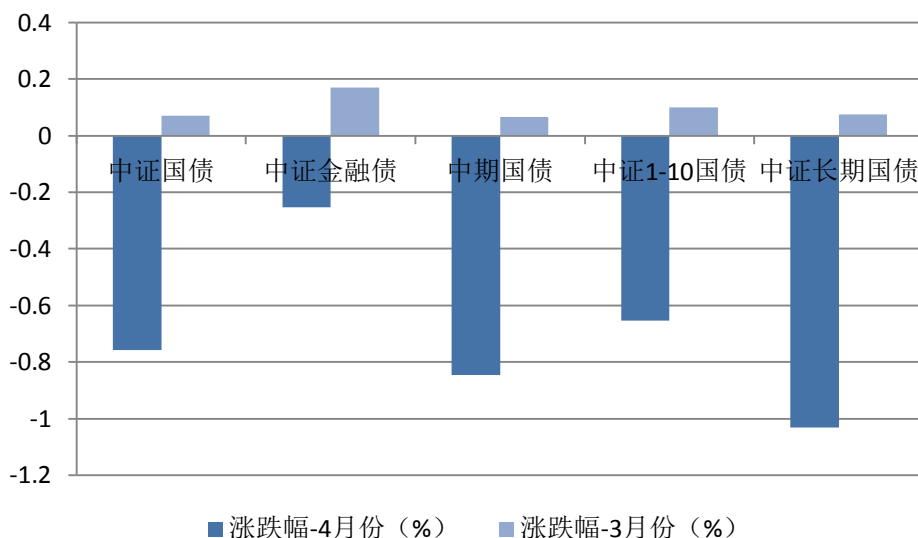


图 13 中证利率债指数变动（4 月份）

数据来源：Wind 资讯、中证指数

4.3.2 信用债指数走势分析

4 月份中证信用债指数除中证短融（月度涨幅 0.32%，其中净价贡献 0.03%）小幅上涨外，其余品种指数全线下跌。中证中票 50 指数月度跌幅最大，全价指数月度下跌 0.41%（净价贡献-0.69%）。可转债品种 4 月份持续低迷，中证转债指数月度继续下跌 0.83%。

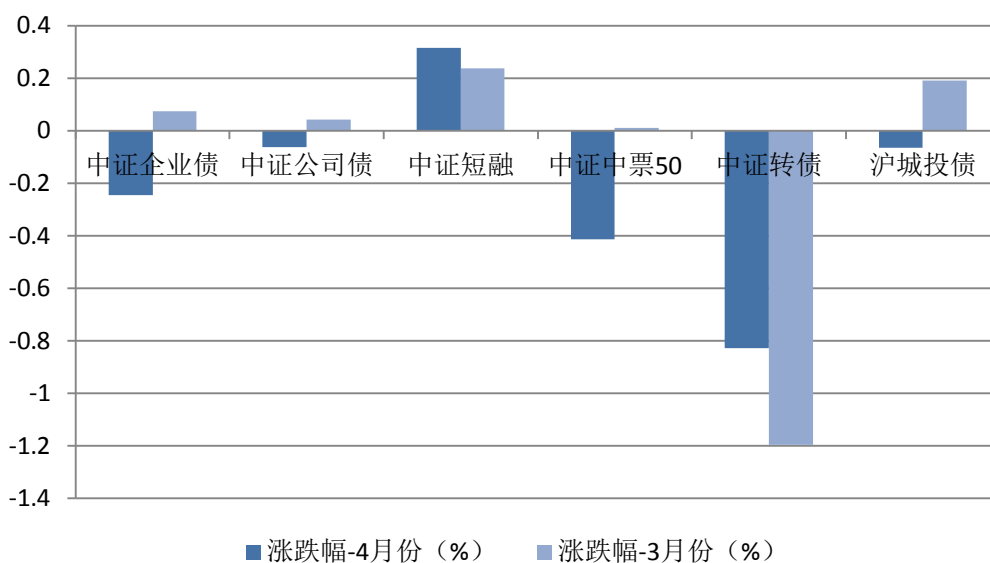


图 14 中证信用债指数走势 (分类别)

数据来源: Wind 资讯、中证指数

评级上看, 4 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 0.08% (净价贡献-0.48%), 中证中高信用指数继续大幅下跌 0.43% (净价贡献-0.74%)。

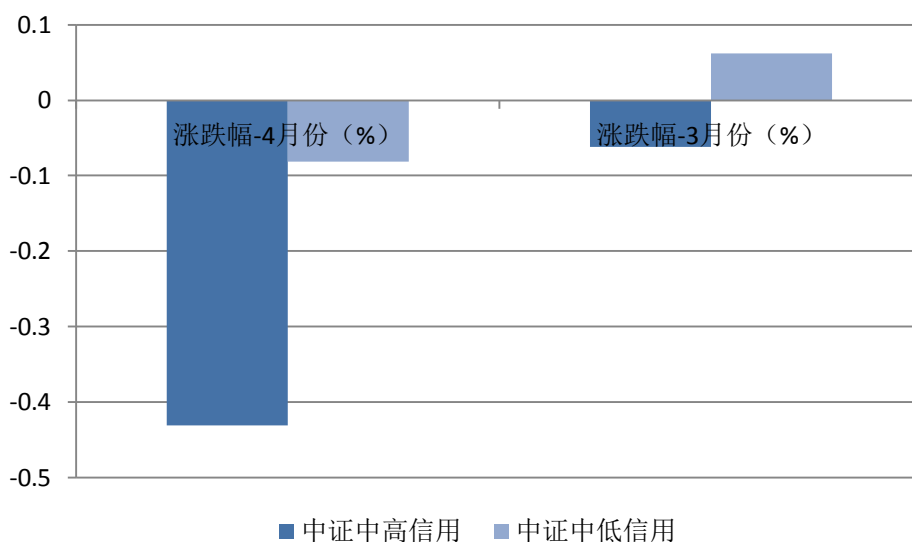


图 15 中证信用债指数走势 (分评级)

数据来源: Wind 资讯、中证指数

期限上看, 中证 1 债表现最好, 月度涨幅 0.23% (净价贡献-0.21%), 其次中证 3 债指数与前月末持平 (净价贡献-0.34%), 其余中长期指数居出现下跌, 期限越长跌幅越大, 中证 7 债月度下跌 0.44% (净价贡献-0.79%), 中证 10 债下跌 0.83% (净价贡献-1.15%), 中证 10+ 债下跌 0.90% (净价贡献-1.25%)。

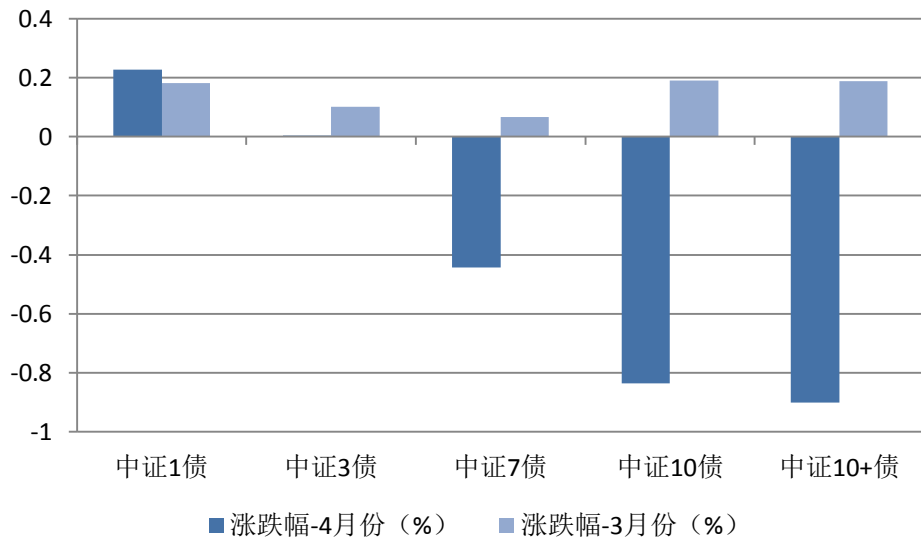


图 16 中证期限类债券指数走势

数据来源：Wind 资讯、中证指数

附表：4 月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅

指数代码	指数名称	4 月份	3 月份	涨跌幅(%) -4 月份	年初至今 涨跌幅(%)	到期收 益率	修正 久期
000832	中证转债	281.44	283.56	-0.83	-0.67	--	--
000833	中高企债	167.14	167.13	-0.04	0.40	--	--
000845	中证中期信用债	167.96	168.78	-0.46	-0.78	--	--
H11001	中证全债	174.30	175.01	-0.40	-0.73	4.24	4.63
H11002	中证 3 债	167.87	167.89	0.00	0.41	4.23	1.79
H11003	中证 7 债	176.86	177.63	-0.44	-0.54	4.25	3.88
H11004	中证 10 债	172.51	173.91	-0.83	-2.12	4.14	7.01
H11005	中证 10+ 债	178.59	180.32	-0.90	-3.10	4.34	13.32
H11006	中证国债	167.77	168.99	-0.76	-1.35	3.53	6.49
H11007	中证金融债	169.58	170.04	-0.25	-0.80	4.18	4.32
H11008	中证企业债	193.39	193.90	-0.24	-0.14	4.91	3.30
H11009	中证综合债	166.67	167.16	-0.29	-0.42	4.14	3.88
H11010	中证 1 债	148.31	147.99	0.23	0.92	3.48	0.44
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	150.78	150.31	0.32	1.23	4.34	0.30
H11015	中证短债	153.68	153.32	0.25	1.01	3.71	0.40
H11016	中证 50 债	144.09	144.92	-0.55	-1.15	3.92	4.90
H11017	中期国债	147.84	149.08	-0.85	-0.88	3.35	4.77
H11019	中证企债 100	156.02	156.78	-0.50	-0.57	4.77	3.18
H11070	中证短融 50	135.19	134.81	0.29	1.08	4.37	0.32
H11071	中证 1-10 国债	144.98	145.85	-0.65	-0.80	3.31	4.49
H11072	中证中票 50	135.71	136.24	-0.41	-0.46	4.72	2.71
H11073	中证信用	155.70	156.24	-0.33	-0.47	4.90	3.31
H11074	中期企债	163.79	164.44	-0.37	-0.68	4.90	3.76
H11075	长期国债	152.22	153.38	-1.03	-1.90	3.41	7.17
H11076	中期综合	153.15	153.73	-0.36	-0.53	4.28	3.90
H11078	中高信用	154.48	155.16	-0.43	-0.71	4.75	3.55
H11079	中低信用	143.91	144.06	-0.08	0.14	5.33	2.63
H11094	中票 L50	134.72	135.40	-0.53	-0.46	4.83	3.05
H11096	中期信用 L100	188.78	189.45	-0.32	-0.32	5.02	3.46
H11087	GSZ AAA	146.62	146.79	-0.09	-0.25	--	--
H11088	GSZ AA+	154.27	154.41	-0.14	-0.07	--	--
H11089	GSZ AA	160.90	160.68	0.10	0.88	--	--