

中证债券估值与指数月报

2015年6月份

内容摘要

- 6月份中采PMI为50.2%，与上月持平。央行公开市场操作投放资金850亿元，并引导7天逆回购利率下探至2.5%。银行间市场1天、7天回购利率均值分别下降3BP和上涨28BP。交易所市场隔夜回购利率均值上涨15BP。
- 6月份经济数据不及预期。央行月底再次降准降息。短期资金依然宽裕，进一步下探空间非常有限。地方政府债大量发行，限制长端收益率下行空间。
- 6月份银行间中高等级信用债走势与利率债类似，收益率月度盘整，相比前月变动不大。中低等级中长期限收益率在宽泛资金面下有所下行。交易所债市小幅波动，短端受宽松流动性影响，收益率整体维稳，中长端方面，AAA高等级整体维持稳定，AA-低等级受债券评级频降个券信用风险凸显影响，收益率小幅走高。
- 6月份债券市场现券总成交规模6.94万亿，比上月略有下降。交易所债市现券成交规模合计1,342亿元。月内有报价或成交个券占比45.45%。中证债券估值净价涨跌互现，实现估值净价增长的债券数量占比51.6%。全市场估值净价均值相比前月微跌0.08元。期限上看，除7年以上债券平均上涨0.21元之外，其余期限的估值净价均值都呈现下跌趋势。品种上看，国债和中期票据估值净价均值上涨，其余品种估值净价均值下跌。
- 6月中证债券全价指数除转债指数外均上涨。6月中证全债指数月度涨幅0.42%，到期收益率3.99，修正久期4.66。涨幅居前的债券指数为沪分离债指数（1.27%）、中证分离债指数（1.27%）和上证公司债7-10年指数（0.85%）。由净价分析和涨幅可知，上涨主要是由票息贡献。受到股市下跌影响，中证转债指数和上证转债指数分别暴跌26.82%和26.52%。品种上看，利率债指数中中证国债指数涨幅最大，达0.41%。信用债指数中，沪城投债指数涨0.73%居首。期限上看，期限越长，上涨幅度越大。信用评级上看，中证中高等级信用指数和中证中低等级信用指数均上涨，且涨幅相当，但均不及上月。
- 6月经济数据不及预期，市场虽然资金充裕，但这并没有让资金充分流向实体经济。央行“双降”继续传递宽松信号力保经济增长，建议关注即将出炉的第二季度经济数据。由于资金成本已在历史低位，短端收益率进一步下探空间有限。随着第一批地方债置换接近完成，长端收益率是否会进一步下降值得期待。我们认为，在经济数据得到显著改善之前，市场将暂时不会有大的波澜，预计7月份市场走势与6月类似，持续不温不火的状态。

目录

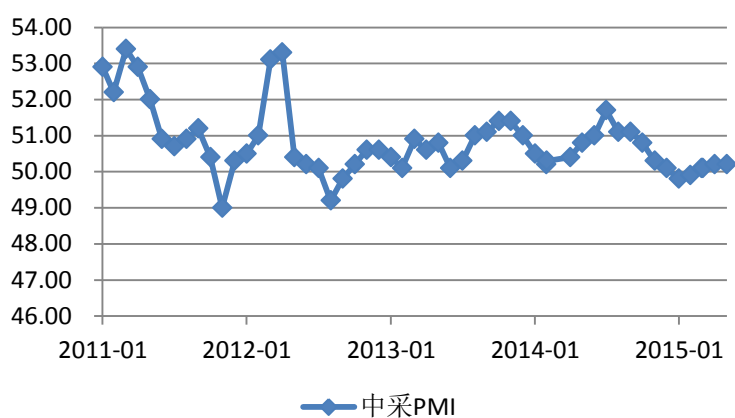
一、宏观经济走势分析	1
1.1 国内经济基本面	1
1.2 央行公开市场操作	1
1.3 货币市场	2
二、利率债市场	3
2.1 利率债一级市场回顾	3
2.2 利率债收益率曲线变动	3
三、信用债市场	5
3.1 信用债一级市场回顾	5
3.2 信用债收益率曲线变动	5
四、中证债券估值与指数变动	9
4.1 市场成交概况	9
4.2 中证估值（净价）变动分析	11
4.3 中证指数走势分析	12
附表：6月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅	15

一、宏观经济走势分析

1.1 国内经济基本面

2015年6月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，与上月持平，高于临界点。此外，6月中国汇丰PMI终值数据49.4%，比上月高出0.2个百分点，但仍低于49.6的预期值。经济持续回暖，但低于预期。

1、中采制造业 PMI 数据走势



2、CPI 走势

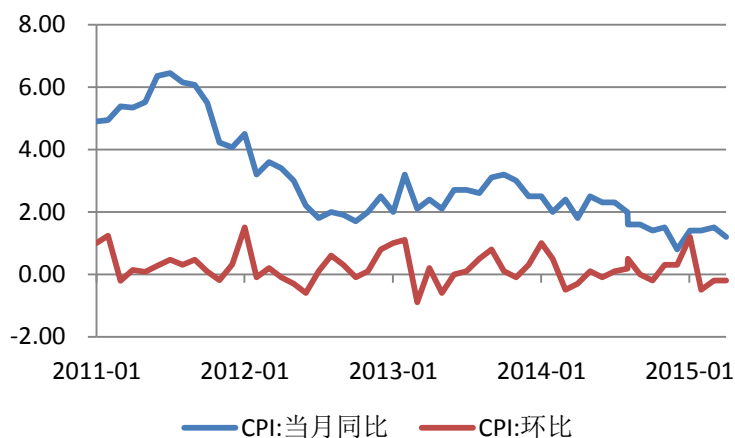


图1 经济主要指标走势

数据来源：国家统计局

从中采PMI数据构成看，大型企业和中型企业的PMI分别为50.8%和50.2%，均高于临界点。其中大型企业比上个月微升0.1个百分点，而中型企业略降0.2个百分点。小型企业PMI为47.5%，相比上月下降了0.4%。中小企业的生存环境依然没有得到改善。

物价方面，5月CPI同比上涨1.2%，环比下降0.2%。PPI同比下降4.6%，环比下降0.1%。居民消费通胀有所企稳，但是工业通缩形势依然严峻。

1.2 央行公开市场操作

央行于6月27日下午宣布，6月28日起再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率0.25个百分点，并对特定金融机构降低存款准备金率0.5个百分点。这是央行年内第三次降息。央行有关负责人表示，本次双降的目的在于稳增长，调结构，并进一步降低社会融资成本。同时通过信贷政策引导资金流向“三农”、小微企业等领域。

5月央行没有进行公开市场操作。而6月央行累计资金投放850亿元，未出现资金回笼。品种上看，6月逆回购品种均为7天品种，利率进一步下探至2.5%。

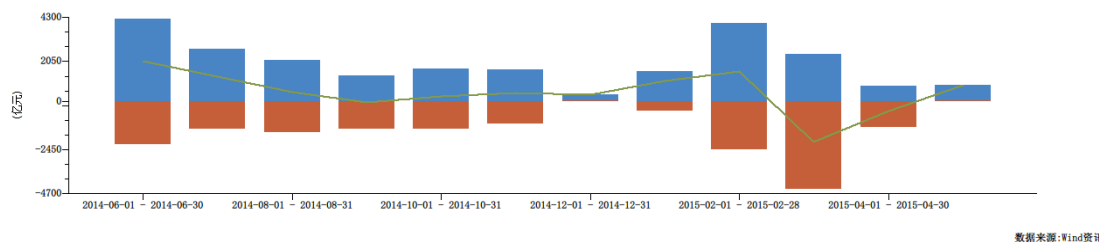
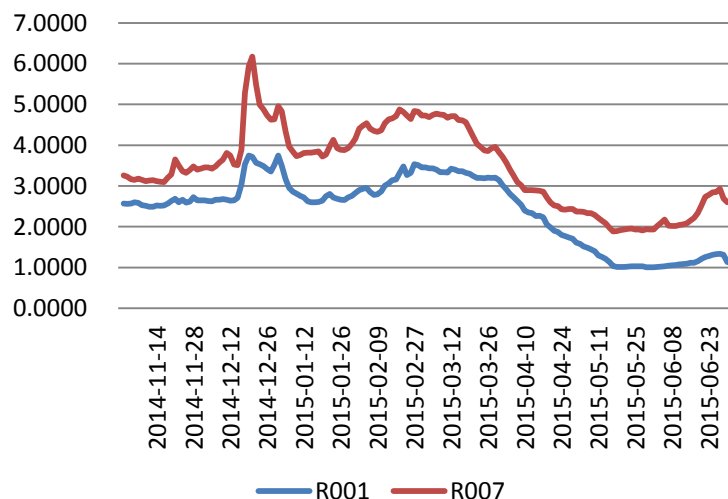


图2 央行月度公开市场操作

1.3 货币市场

6月份初银行间市场依然维持着宽松的基调，仅到了月末在多重因素作用下有所收紧。全月1天平均回购利率为1.14%，较上月下降3BP，7天平均回购利率为2.34%，比上月上漲了28BP，但仍处于低位。交易所回购利率受到集中IPO的影响略有上升。其中1天回购利率日内均值最高达到过11.03%。7天回购利率也呈现类似的走势。全月1天、7天回购利率加权均值为2.59%和2.76%，相比前月均值分别上升15BP和10BP。

1、银行间回购利率走势



2、交易所回购利率走势

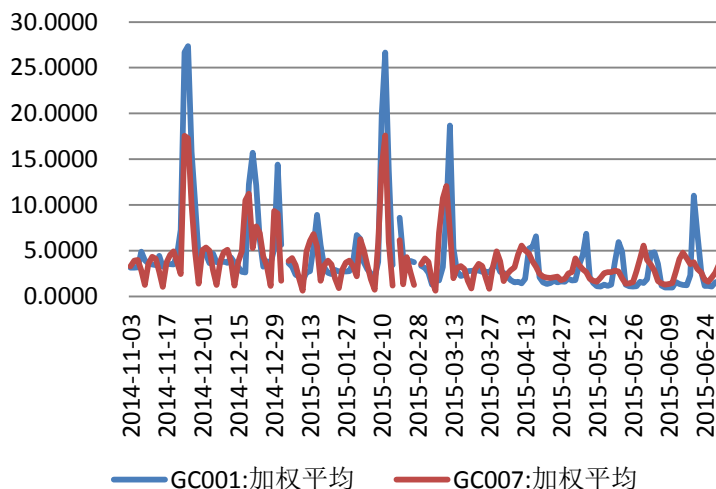


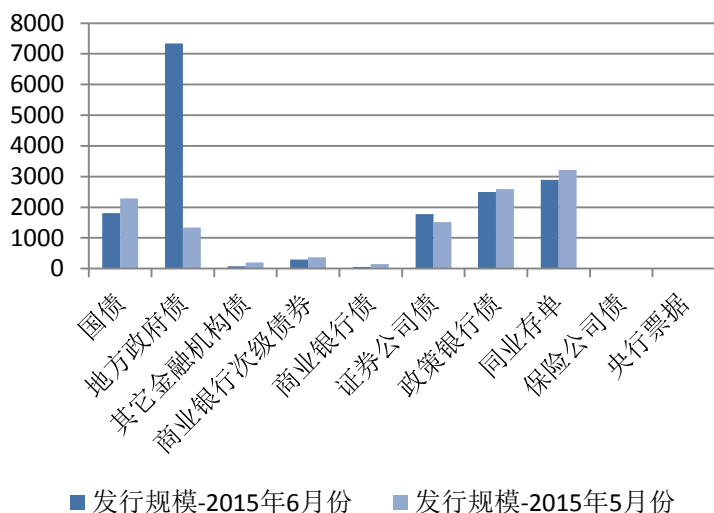
图3 资金价格走势

二、利率债市场

2.1 利率债一级市场回顾

6月份利率品种一级市场全月发行规模合计达16,735亿元，相比前月份大幅增加将近5000亿元。净融资额12,285.7亿元，相比前月增加近60%。品种上看，地方债大量供给是6月份总发行规模和净融资规模大增的决定因素，其余品种的发行及净融资规模总体变动不大。

1、6月份利率品种发行规模



2、6月份利率品种净融资规模

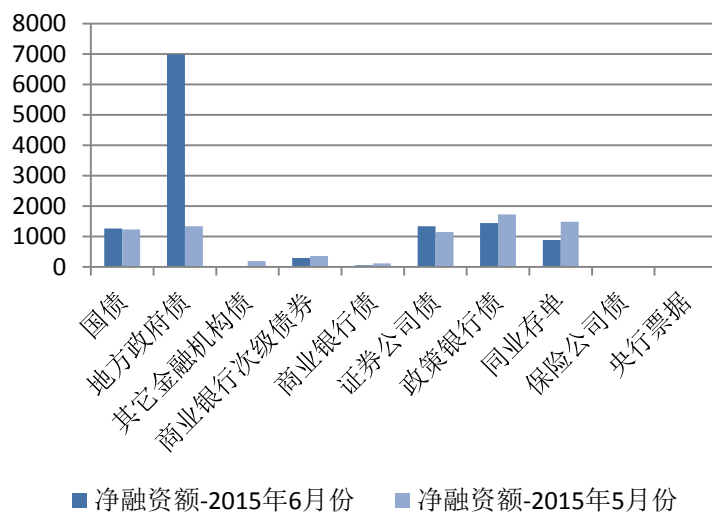


图4 6月份利率债一级市场

数据来源：Wind 资讯、中证指数

2.2 利率债收益率曲线变动

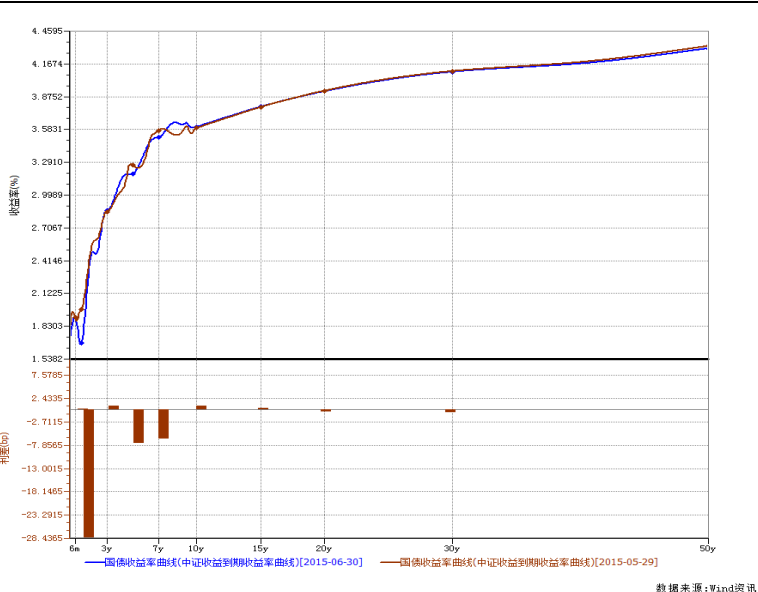
6月份债市收益率整体胶着状态。一方面，即使面临半年末流动性大考，资金价格依然整体低位，保障短端收益率维持前月较低水平。另一方面，地方政府债大量发行，限制长端收益率下行空间，导致尽管曲线利差处于较高水平，但依然难以压缩。

从利率品种来看，1年期短端收益率小幅波动，5年期整体小幅上行，10年期长端则微幅震荡。国债收益率曲线进一步陡峭化，1年期在宽松资金面下继续下跌，5年期收益率小幅下行，10年期收益率全月在10BP范围内震荡，月末收益率较前月末整体持平。国开债收益率全线小幅上行，1年期短端上行幅度超过10BP，10年期及以上长端涨幅不超过2BP。进出口与农发债走势与国开债类似，

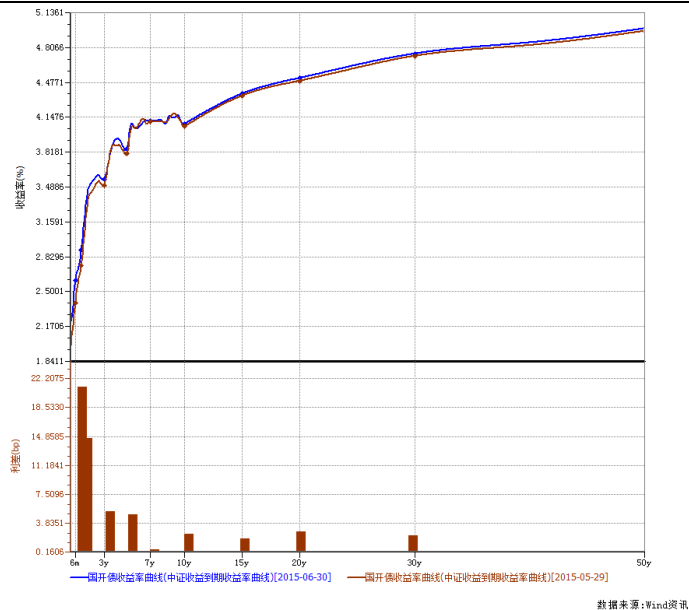
1 年期收益率涨幅 11BP，5 年期及以上收益率涨幅不超过 3BP。

截至 6 月末，国债 1 年、5 年、10 年期收益率分别收于 1.68%、3.19%、3.61%，相比前月末分别变动-30BP、-7BP、1BP。国开债 1 年、5 年、10 年期收益率分别收于 2.89%、3.85%、4.09%，相比前月末收益率分别变动 15BP、5BP 以及 2BP。

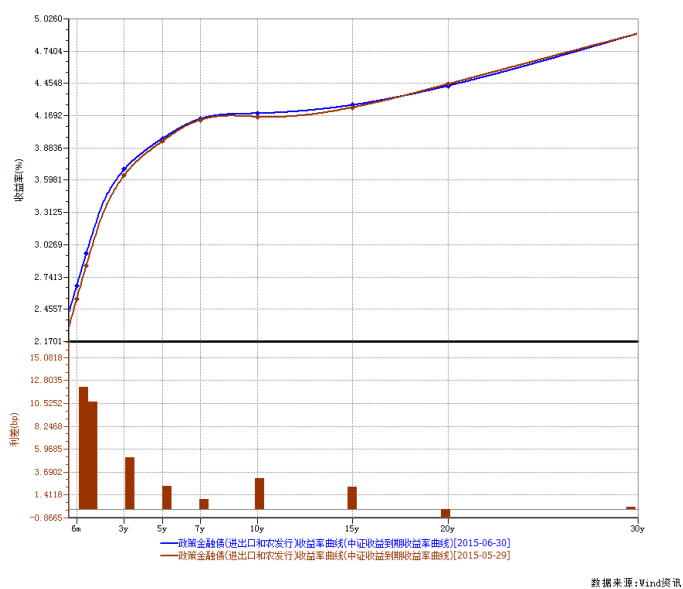
1、中证国债收益率曲线变动



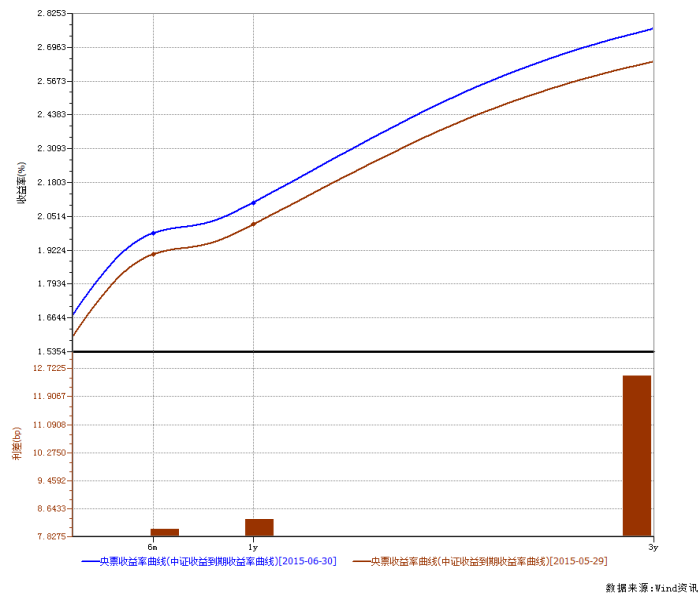
2、中证国开债收益率曲线变动



3、中证金融债收益率曲线变动



4、中证央票收益率曲线变动



数据来源:Wind 资讯、中证指数

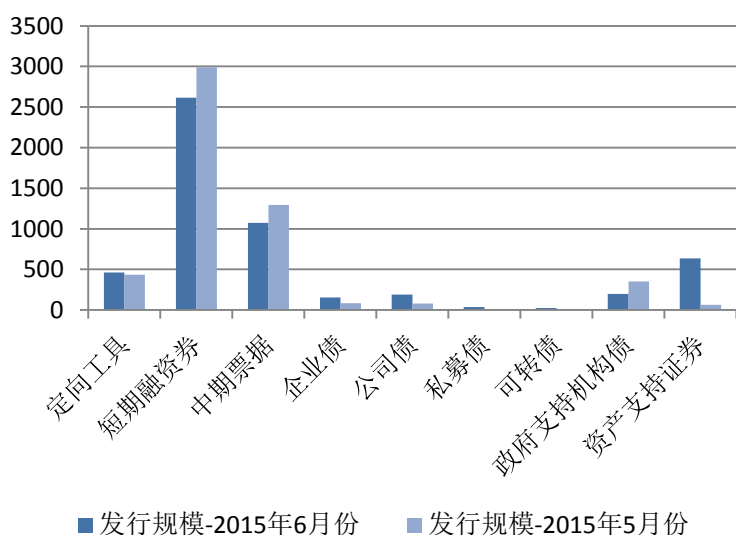
图 5 6 月份利率品种收益率变动

三、信用债市场

3.1 信用债一级市场回顾

6 月份信用品种一级市场全月发行规模合计达 5,392 亿元，相比前月供给规模增加 90 亿元。净融资额 2,359 亿元，相比前月增加 638 亿元。值得注意的是，资产支持证券无论从发行规模还是净融资规模上来看均较上月有了一个巨大的提升。资产证券化作为这几年的热点话题，市场各方均预计 2015 年将迎来井喷的态势，但从实际的发行量上来看 2015 年上半年的大部分实际都表现比较疲软，发行规模不如预期。而 6 月份终于开始呈现大规模增长的态势，下半年的表现值得期待。。短融发行下降但净融资反升，中票发行及净融资规模均有所下滑。其余品种规模波动整体不大。

1、6 月份信用品种发行规模



2、6 月份信用品种净融资规模

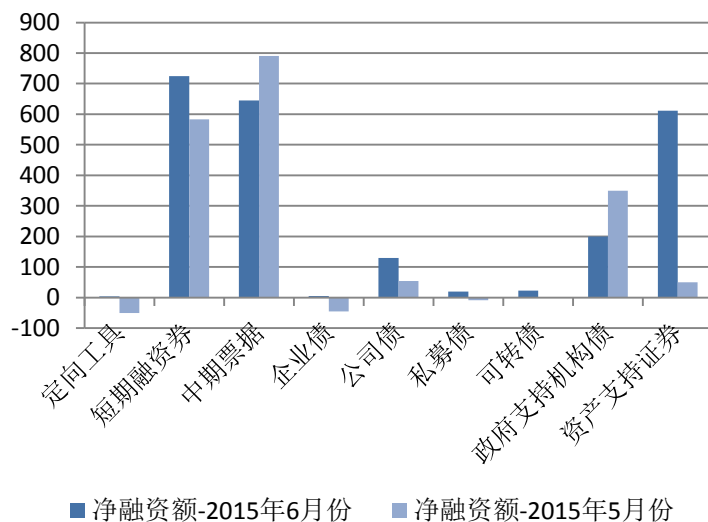


图 6 6 月份信用债一级市场

数据来源: Wind 资讯、中证指数

3.2 信用债收益率曲线变动

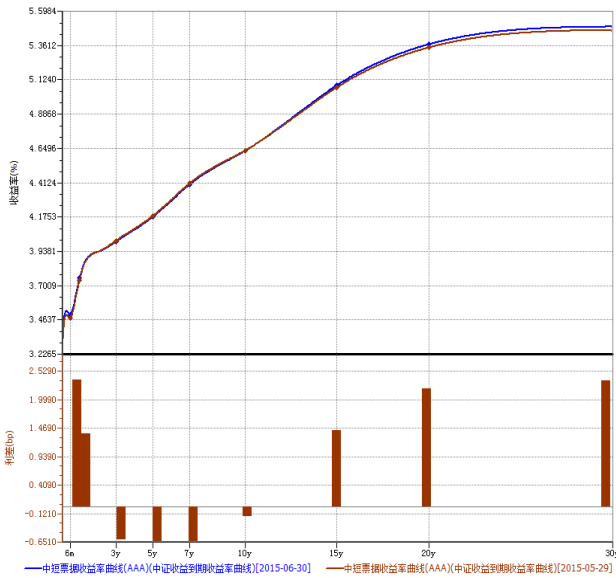
3.2.1 月度收益率变动

银行间市场。中高等级信用债走势与利率债类似，收益率月度盘整，相比前月变动不大。中低等级中长期限收益率在宽泛资金面下有所下行。

截至 6 月最后一个交易日，中短期票据 AAA/AA+/AA/AA-品种 1 年期、3 年期、5 年期分别收于 3.75%/4.26%/4.61%/5.70%、4.01%/4.53%/4.73%/5.86%、4.18%/4.64%/5.05%/6.32%，相比前月末分别变动 1BP/35BP/7BP/-6BP、

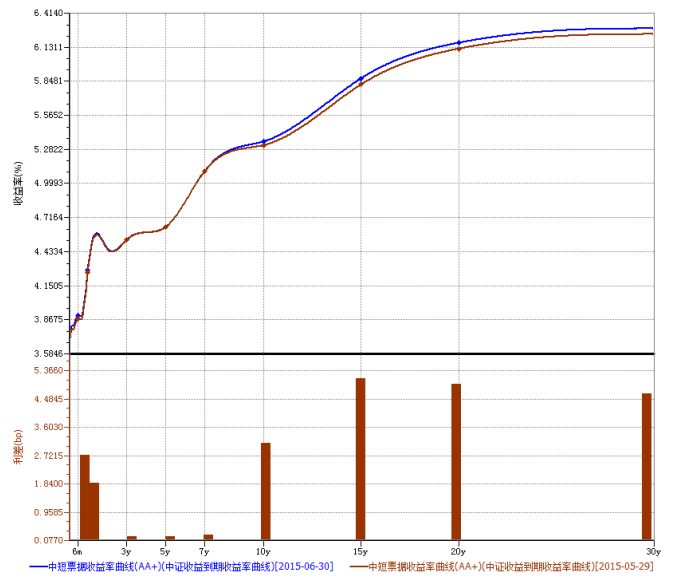
-1BP/20BP/-3BP/-20BP、-1BP/18BP/-10BP/-23BP。

1、中短期票据收益率变动 (AAA)



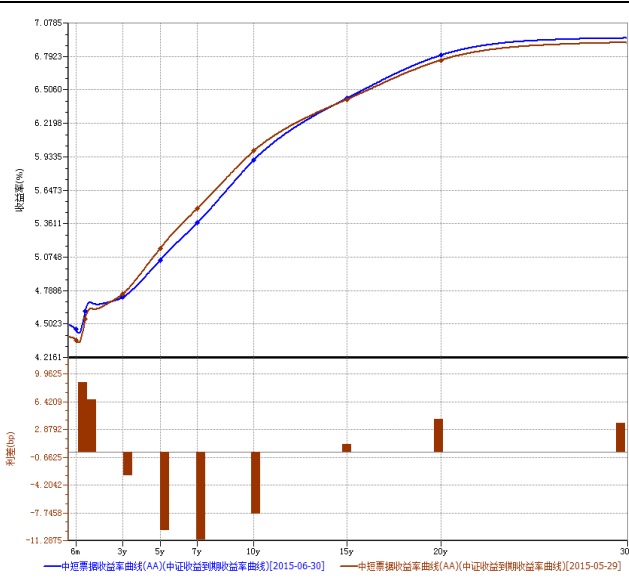
数据来源:Wind资讯

2、中短期票据收益率变动 (AA+)



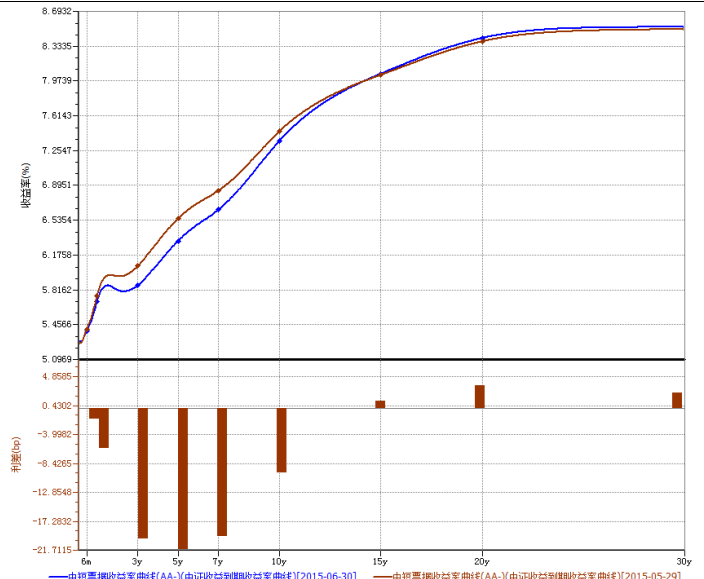
数据来源:Wind资讯

3、中短期票据收益率变动 (AA)



数据来源:Wind资讯

4、中短期票据收益率变动 (AA-)



数据来源:Wind资讯

图7 银行间信用品种收益率变动

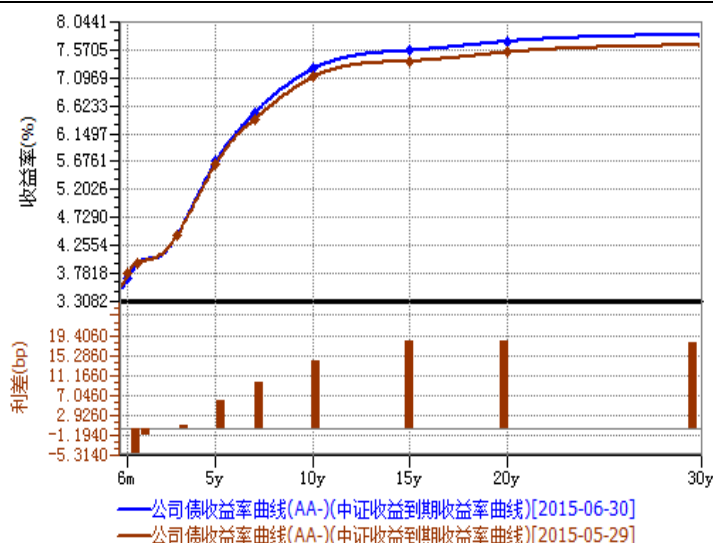
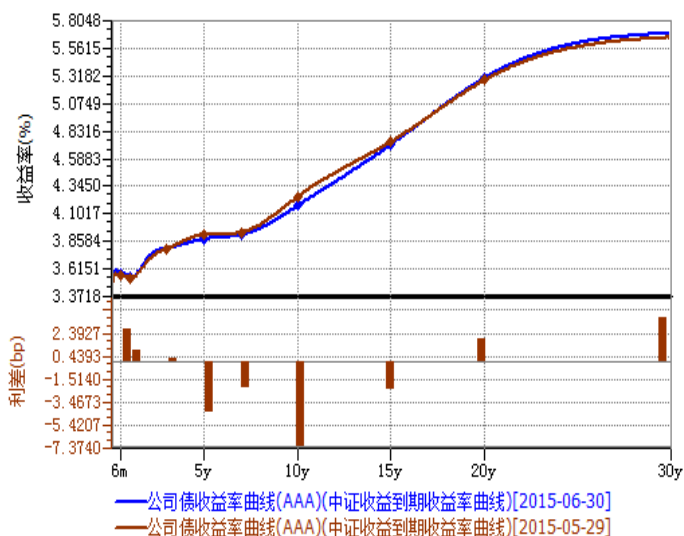
交易所债市。6月份交易所债市小幅波动，短端受宽松流动性影响，收益率整体维稳，中长端方面，AAA 高等级整体维持稳定，AA-低等级受债券评级频降个券信用风险凸显影响，收益率小幅走高。

截至6月末，公司债 AAA / AA-品种 1 年期、3 年期、5 年期分别收于 3.54%/3.95%、3.79%/4.43%、3.88%/5.68%，相比前月末分别变动 1BP/-1BP、

0BP/1BP、-4BP/6BP。

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-)



数据来源:Wind资讯

数据来源:Wind资讯

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：信用利差涨跌互现

6月份债市呈现震荡行情，不同信用等级的信用债与国债的信用利差涨跌互现。以5年期中票为例，AAA等级信用利差扩大7BP，AA+等级信用利差扩大8BP，而AA及AA-等级信用利差则分别下降了3BP和16BP。

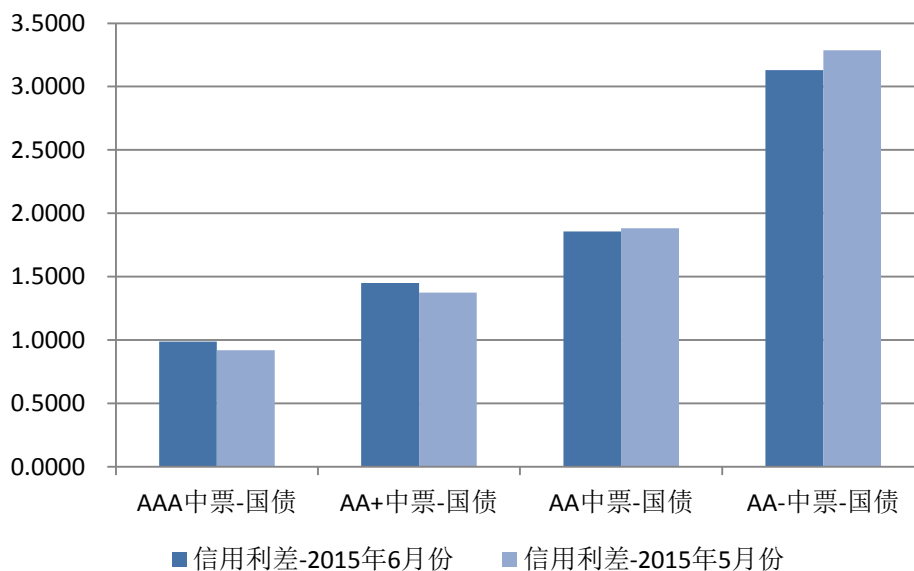


图9 6月份信用利差变动

数据来源:Wind资讯、中证指数

从绝对值角度，截至6月末，不同等级中票的5年期收益率均停留在历史1/4分位以下。信用利差方面，随着AA-中票的信用利差的下跌，所有不同等级中票的信用利差均在历史1/4以下。6月资金面略有趋紧，评级下调事件频现，使得信用利差没有延续进一步下探的趋势。但是市场总体资金依然充裕，再加上央行月末“双降”传递的宽松信号，我们认为下个月信用利差依然将在低位徘徊。

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	4.1768	4.6436	4.9579	5.3248
AA+	4.6397	5.0463	5.3824	5.8436
AA	5.0467	5.4593	5.8287	6.4183
AA-	6.3206	6.5481	6.9223	7.8190

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	0.9867	1.3096	1.4902	1.6883
AA+ 中票-国债	1.4496	1.7243	1.9262	2.2085
AA 中票-国债	1.8566	2.1645	2.3637	2.5970
AA- 中票-国债	3.1305	3.2284	3.5598	3.8456

四、中证债券估值与指数变动

4.1 市场成交概况

6月份债市呈现震荡走势，交易盘交投依然活跃，全月现券总成交规模 6.94 万亿，比上月的历史新高略有下降，但仍处于高位。其中，交易所现券月度总成交规模 1,342 亿元，比上月略有上升。

个券交易活跃度。6月份共有 21 个交易日，其中每天均有报价或成交的个券数目为 602，占比 3.58%；成交或报价比较活跃的个券数量有 810 只，占比 5.84%；有报价或成交，且天数不超过 10 天的债券 4,995 只，占比 36.03%，月内无报价无成交的债券有 7,564 只，占比 54.55%。

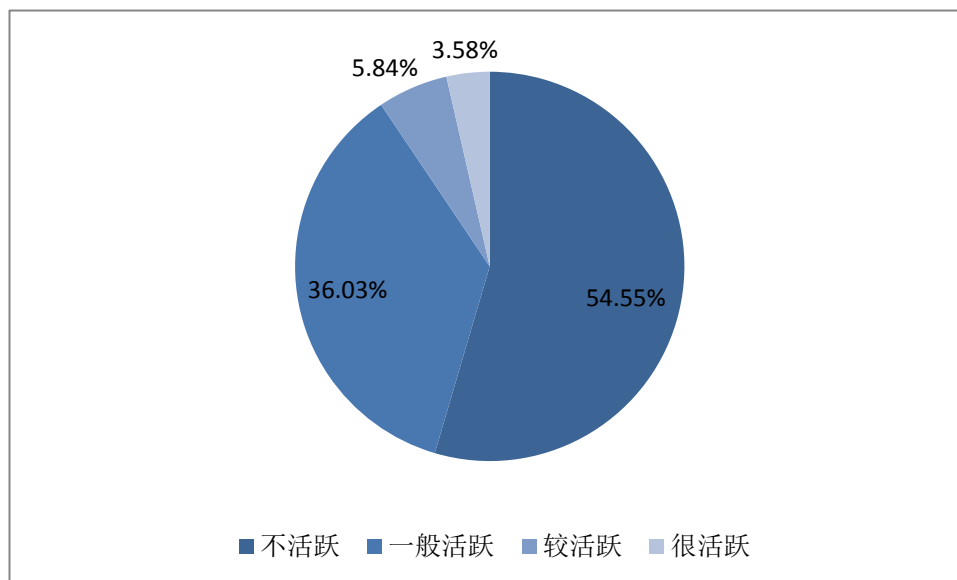


图 10 债券市场 6 月份成交活跃度

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。

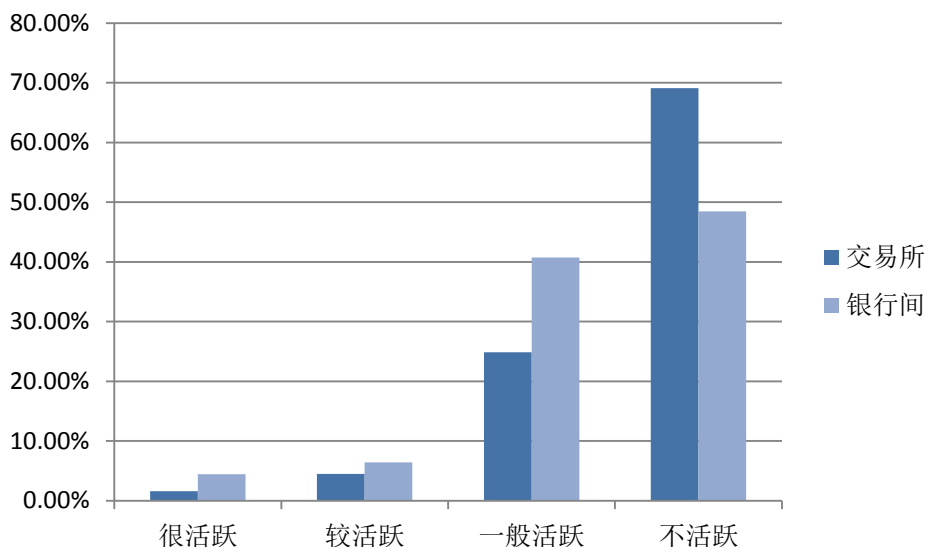


图 11 成交活跃度 (分市场)

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, 金融债和国债的不活跃券占比最高。可转债的活跃度有所回落, 但假如不考虑可分离转债存债 (仅两支), 可转债每日都有交易的券依然占比最高。

表 3 各品种成交活跃度 (6 月份)

债券品种	不活跃	一般活跃	较活跃	很活跃
银行间债券市场				
国债	45.25%	26.82%	7.26%	20.67%
金融债	47.68%	28.32%	10.40%	13.61%
央行票据	44.44%	11.11%	22.22%	22.22%
同业存单	81.23%	10.68%	5.17%	2.92%
短期融资券	21.51%	59.44%	11.08%	7.97%
中期票据	40.16%	51.81%	5.48%	2.55%
企业债	43.13%	51.94%	4.10%	0.83%
交易所债券市场				
国债	80.54%	12.87%	3.89%	2.69%
金融债	85.06%	12.64%	1.53%	0.77%
公司债	64.47%	26.94%	7.01%	1.58%
企业债	57.61%	35.90%	4.87%	1.62%
可分离转债存债	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
可转债	80.00%	4.44%	4.44%	11.11%

4.2 中证估值（净价）变动分析

6 月份中证债券估值（净价）涨跌互现。在可比的 12,364 只债券中，6 月份中证估值（净价）增长的债券数量为 6,380 只，占比 51.6%。净价下跌的债券数量为 5,984 只，占比 48.4%。受股市下跌影响，债市下跌个券比例相比上月大幅增加，其中又以转债跌幅最大。

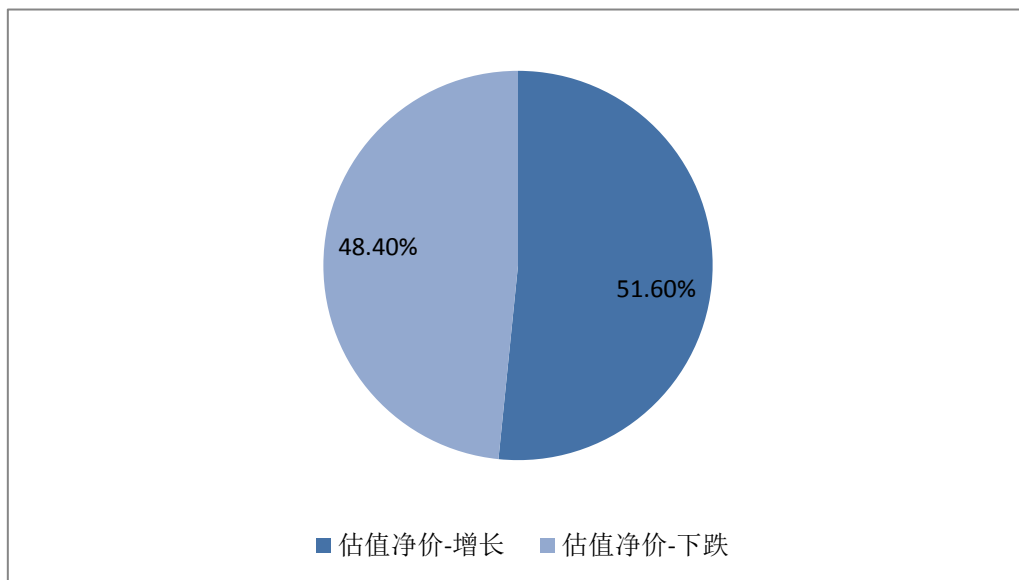


图 12 中证债券估值（净价）变动占比（6 月份）

6 月份由于 IPO 以及季节等因素造成资金面略有收紧，但月末央行宣布“双降”并启动逆回购传达了货币政策依然宽松的信号。在多重因素作用下，债市呈现多空拉锯的情景。受资金面影响，1 年以内所有品种的估值净价均出现了下跌。另一方面，政策面的宽松使得 7 年以上的品种总体呈现上涨趋势。

品种上看，国债和中期票据总体上涨，涨幅分别为 0.07 元和 0.11 元。其余品种估值净价均值均呈下跌趋势，其中以同业存单和企业债跌幅最大，达 0.11 元。

表 4 中证债券估值（净价）变动（6 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	-0.07	0.10	-0.11	0.01	0.21	0.07
金融债	-0.10	-0.13	0.02	-0.11	-0.14	-0.09
央行票据		-0.03				-0.03
同业存单	-0.11	0.26				-0.11
短期融资券	-0.06					-0.06
中期票据	-0.04	0.06	0.28	0.24	0.01	0.11
企业债	-0.59	-0.50	-0.31	0.17	0.55	-0.11

公司债	-0.03	0.00	-0.12	-0.04	0.30	-0.02
总计	-0.11	-0.11	-0.11	-0.04	0.21	-0.08

4.3 中证指数走势分析

6月份受到股市下跌影响，中证转债指数和上证转债指数分别暴跌26.82%和26.52%。其余全价指数均上涨。6月中证全债指数月度涨幅0.42%，到期收益率3.99，修正久期4.66。6月债券市场没有明确的方向，从上涨的幅度以及前面对净价估值的分析可知，指数上涨主要是由票息贡献。涨幅居前的债券指数为沪分离债指数（1.27%）、中证分离债指数（1.27%）和上证公司债7-10年指数（0.85%）。

4.3.1 利率债指数走势分析

6月份利率债指数均上涨。品种上看，中证国债指数涨幅最大，达0.41%。中期国债和中证长期国债紧随其后，分别上涨0.36%和0.34%。

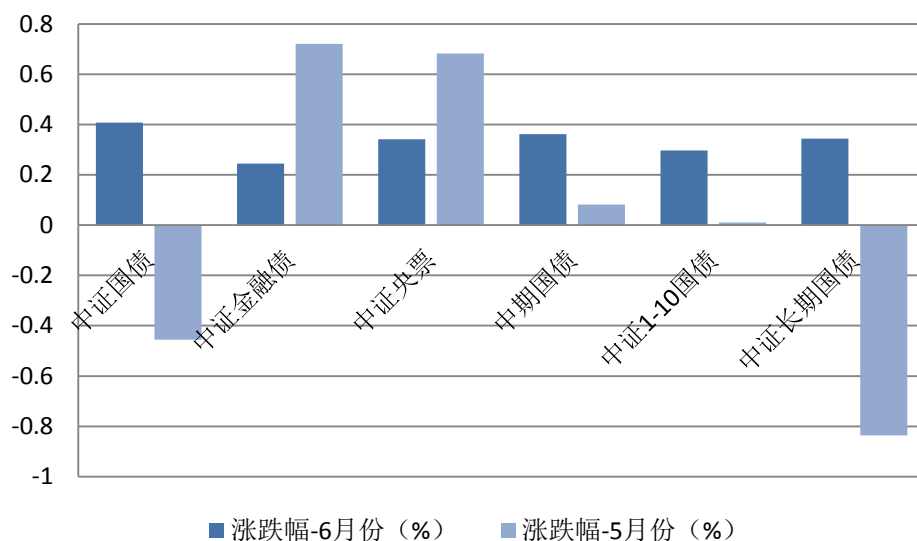


图 13 中证利率债指数变动 (分类别)

数据来源：Wind 资讯、中证指数

4.3.2 信用债指数走势分析

6月由于受股市下跌影响，中证转债指数暴跌26.82%。在其余信用债指数中，涨幅也均不及上月。其中，沪城投债指数涨0.73%居首。

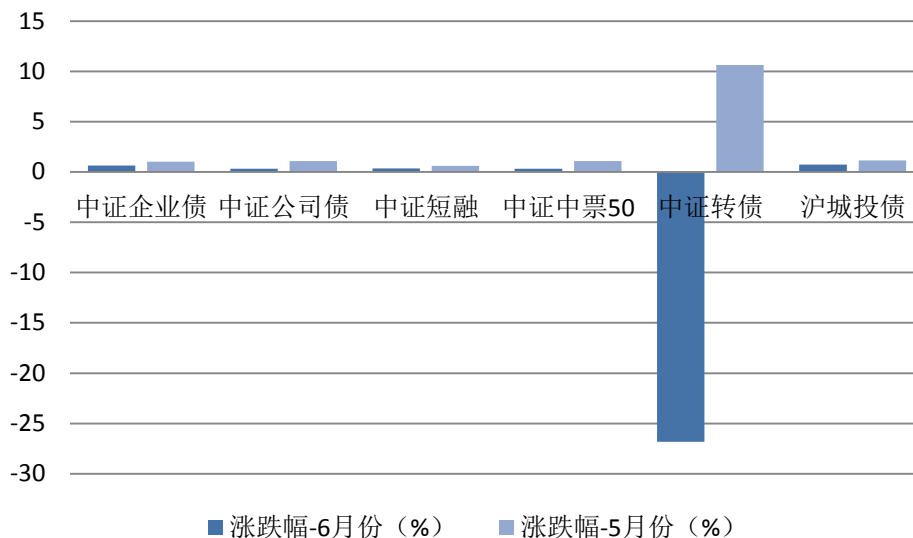


图 14 中证信用债指数走势（分类别）

数据来源：Wind 资讯、中证指数

评级上看，6 月份中证中高等级信用指数与中证中低等级信用指数均上涨，但不及上月。其中中证中低信用债指数与中证中高信用债指数涨幅相近，分别上涨 0.55% 和 0.54%。

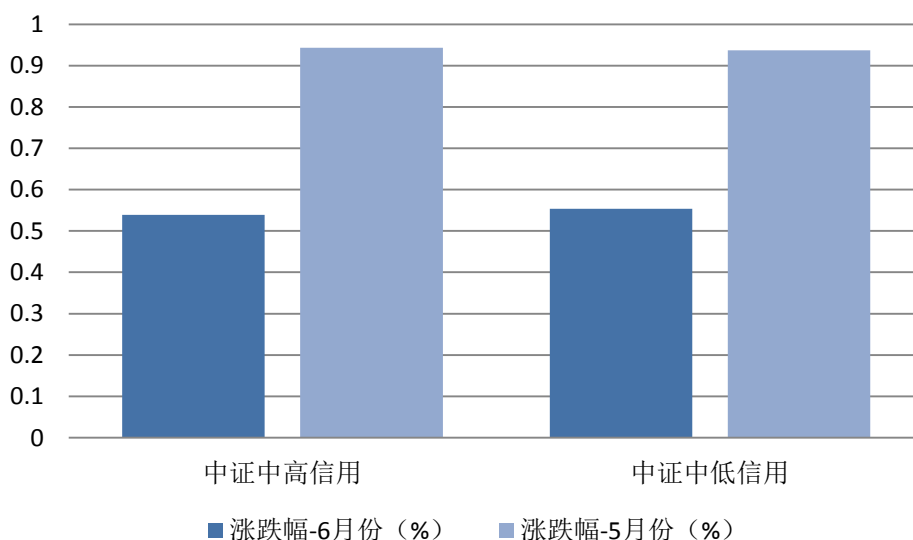


图 15 中证信用债指数走势（分评级）

数据来源：Wind 资讯、中证指数

期限上看，所有期限类指数均上涨。由于短期资金面略有趋紧而长期的政策面宽松，导致期限越长，上涨幅度越大。中证 10+ 债上涨幅度最大，为 0.58%，而中证 1 债涨幅最小，为 0.24%。

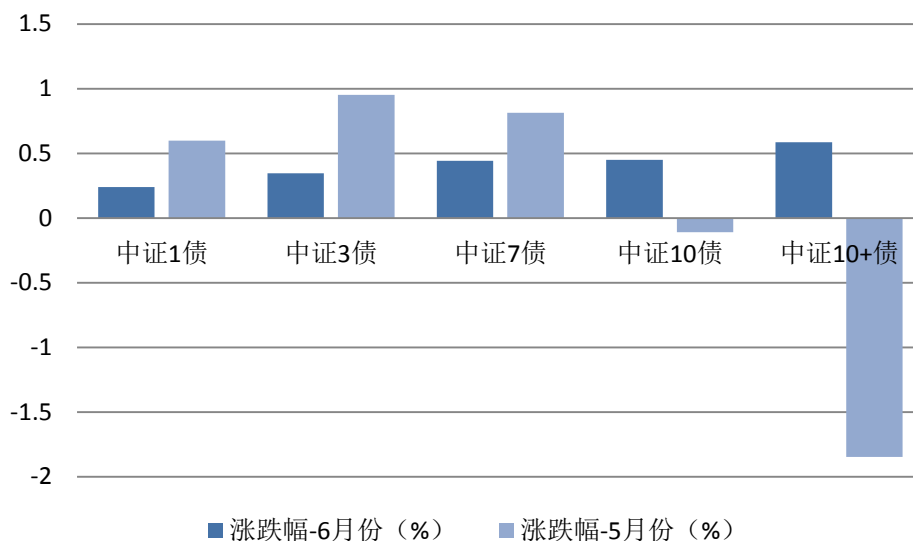


图 16 中证期限类债券指数走势

数据来源：Wind 资讯、中证指数

6 月经济数据不及预期，市场虽然资金充裕，但这并没有让资金充分流向实体经济。央行“双降”继续传递宽松信号力保经济增长，建议关注即将出炉的第二季度经济数据。由于资金成本已在历史低位，短端收益率进一步下探空间有限。随着第一批地方债置换接近完成，长端收益率是否会进一步下降值得期待。我们认为，在经济数据得到显著改善之前，市场将暂时不会有大的波澜，预计 7 月份市场走势与 6 月类似，持续不温不火的状态。

附表：6月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅

指数代码	指数名称	6月份	5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	384.70	525.67	-26.82	-11.98	--	--
000833	中高企债	153.10	152.63	0.31	4.30	--	--
000845	中证中期信用债	156.29	155.39	0.58	3.84	--	--
H11001	中证全债	163.34	162.65	0.43	3.17	3.989	4.66
H11002	中证3债	159.11	158.57	0.35	3.26	3.517	1.84
H11003	中证7债	165.27	164.54	0.44	3.35	4.203	3.88
H11004	中证10债	163.49	162.76	0.45	2.78	3.938	6.64
H11005	中证10+债	162.20	161.26	0.58	2.73	4.565	13.03
H11006	中证国债	157.71	157.07	0.41	2.58	3.389	6.34
H11007	中证金融债	160.78	160.39	0.24	2.62	3.819	4.12
H11008	中证企业债	178.75	177.62	0.64	4.35	4.787	3.44
H11009	中证综合债	156.50	155.88	0.40	3.07	3.867	3.94
H11010	中证1债	141.44	141.11	0.24	2.42	2.871	0.47
H11011	中证央票	133.03	132.57	0.34	2.68	2.454	1.07
H11012	中证央票1	125.44	125.44	0.00	0.00	--	--
H11014	中证短融	141.57	141.10	0.33	2.79	4.095	0.38
H11015	中证短债	145.83	145.42	0.28	2.57	3.358	0.43
H11016	中证50债	137.45	137.11	0.25	2.52	3.523	4.22
H11017	中期国债	139.24	138.74	0.36	2.66	3.386	4.95
H11019	中证企债100	146.92	146.36	0.38	3.89	4.556	4.05
H11070	中证短融50	128.38	128.02	0.28	2.32	3.916	0.18
H11071	中证1-10国债	136.64	136.24	0.30	2.66	3.271	4.71
H11072	中证中票50	128.50	128.11	0.31	3.94	4.639	2.76
H11073	中证信用	146.61	145.81	0.55	3.81	4.76	3.46
H11074	中期企债	153.23	152.30	0.61	3.84	5.075	3.59
H11075	长期国债	142.49	142.01	0.34	2.29	3.571	6.68
H11076	中期综合	144.68	144.23	0.31	3.02	4.086	3.89
H11078	中高信用	146.38	145.60	0.54	3.88	4.472	3.71
H11079	中低信用	133.51	132.78	0.55	3.58	5.456	2.7
H11094	中票L50	127.38	126.87	0.40	3.88	4.506	2.88
H11096	中期信用L100	171.26	169.89	0.81	4.63	5.213	3.57
H11087	GSZ AAA	136.74	136.34	0.29	4.87	--	--
H11088	GSZ AA+	140.89	140.67	0.16	4.79	--	--
H11089	GSZ AA	143.64	143.46	0.13	4.90	--	--