

中证债券估值与指数月报

2015 年 1 月份

内容摘要

- 1月份中采PMI为49.8%，自2012年10月以来首次跌破50%荣枯线。央行公开市场重启逆回购，最终市场月度净投放1,050亿元。银行间市场加权资金价格较前月回落30BP左右。交易所市场继续受新股申购影响，隔夜回购利率剧烈波动，隔夜回购利率均值亦有所下降。
- 1月份货币政策宽松预期和央行重启逆回购对市场形成利好，债市收益率整体向下。国债收益率曲线全线下移12-15BP，10年期收益率下行15BP至3.47%，曲线依然平坦。国开债1年期以内短期限收益率微幅波动，1年期以上中长期收益率全线下降，降幅14-19BP，10年期收益率下行18BP至3.88%。
- 1月份银行间信用债收益率波动与利率债类似，各评级品种收益率均月度下行。期限上看，3-10年期收益率降幅最大，曲线平坦化愈加明显。信用利差方面，各等级信用利差再次缩窄30BP左右，AA及以上中高等级中票5年期信用利差基本处于历史1/4分位及以下水平。
- 1月份债券市场交投火热，全月现券成交规模4.30万亿。交易所债市受可转债成交回落影响，全市场现券成交规模合计2,300亿元，较前月下跌1,364多亿元。月内有报价或成交个券占比49%。中证债券估值净价增长的债券数量占比75%。全市场估值净价均值相比2014年12月份增长0.35元。期限上看，期限越长，估值净价均值涨幅越大，超过7年期长期限品种估值净价均值涨幅1.16元。品种上看，除可转债品种估值净价均值下跌外，其余各品种估值净价均值全线增长。
- 中证债券全价指数月度涨幅纷纷由负转正。1月份中证全债指数月度涨幅1.10%，到期收益率4.20%，修正久期4.77。涨幅居前的债券指数为中证10+债指数（2.37%）、中证中票L50指数（1.47%）和中证企债100指数（1.40%）。品种上看，中证国债指数领涨利率债指数，信用债指数中证中票50指数涨幅居前。期限上看，期限越长，涨幅越大。信用评级上看，中证中高等级信用指数涨幅大于中证中低等级信用指数。
- 展望2月份，虽然基本面依然对债市形成支撑，但资金成本却限制了利率的下行空间，尤其2月份下半月面临春节流动性大考。而从1月份央行公开市场操作来看，央行尽管会通过逆回购等呵护资金面，却并不急于引导资金价格快速下降。当前的期限利差已经缩至历史低位，在短端资金价格未见明显回落前，中长端收益率的下行空间较为有限，预计2月份债市以小幅震荡为主。

目录

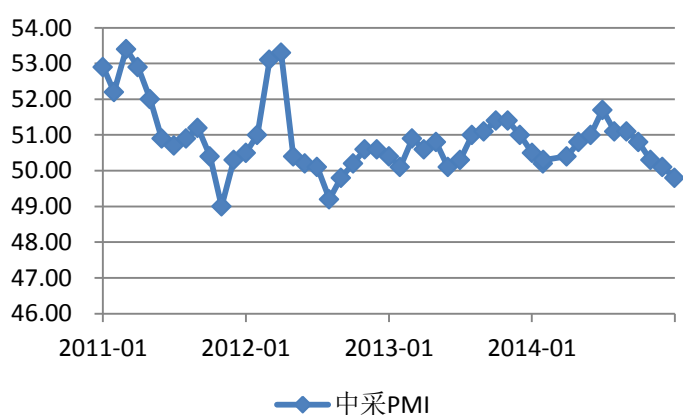
一、宏观经济走势分析	1
1.1 国内经济基本面	1
1.2 央行公开市场操作	1
1.3 货币市场	2
二、利率债市场	3
2.1 利率债一级市场回顾	3
2.2 利率债收益率曲线变动	3
三、信用债市场	5
3.1 信用债一级市场回顾	5
3.2 信用债收益率曲线变动	5
四、中证债券估值与指数变动	9
4.1 市场成交概况	9
4.2 中证估值（净价）变动分析	11
4.3 中证指数走势分析	12
附表：1 月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅	15

一、宏观经济走势分析

1.1 国内经济基本面

2015年1月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，比上月继续回落0.3个百分点，自2012年10月以来首次跌破50%荣枯线。此外，中国1月汇丰制造业PMI终值为49.7，连读第二个月低于荣枯分水岭。

1、中采制造业 PMI 数据走势



2、CPI 走势

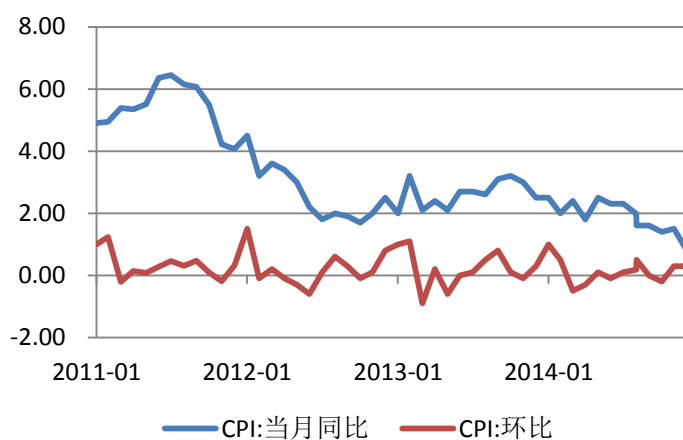


图1 经济主要指标走势

数据来源：国家统计局

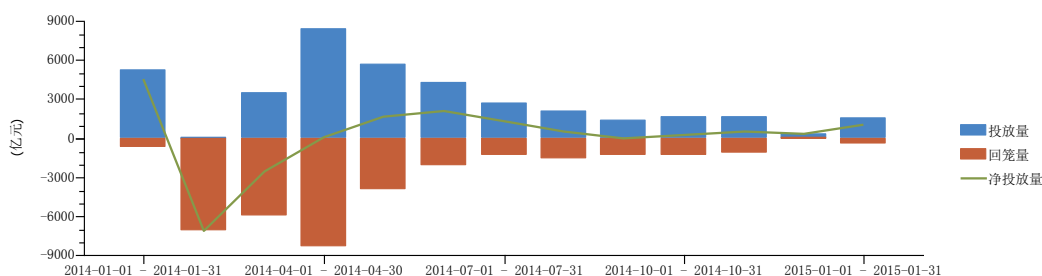
在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数为51.7%，比上月回落0.5个百分点，新订单指数为50.2%，低于上月0.2个百分点，是导致1月份PMI指数继续走低的主要因素，也反映出当前制造业依然需求疲软。总体来看，经济下行压力持续增大，为宽松货币政策提供更大空间，利好债市。

1.2 央行公开市场操作

1月份为熨烫市场转紧的资金面，央行公开市场结束12月份的按兵不动，时隔一年多再度重启逆回购，全月合计发行800亿元7天逆回购和750亿元280天逆回购，利率分别为3.85%和4.80%。结合国库定存因素，全月公开市场净投放1,050亿元。

从逆回购利率来看，1月份央行逆回购利率并不显著低于市场资金价格，表明央行并不急于引导资金价格下行。另一方面，央行通过微博证实续作了到期的MLF，并新增了500亿规模。总体来看，央行1月份操作态度偏中性，短期内流

动性大概率偏紧。



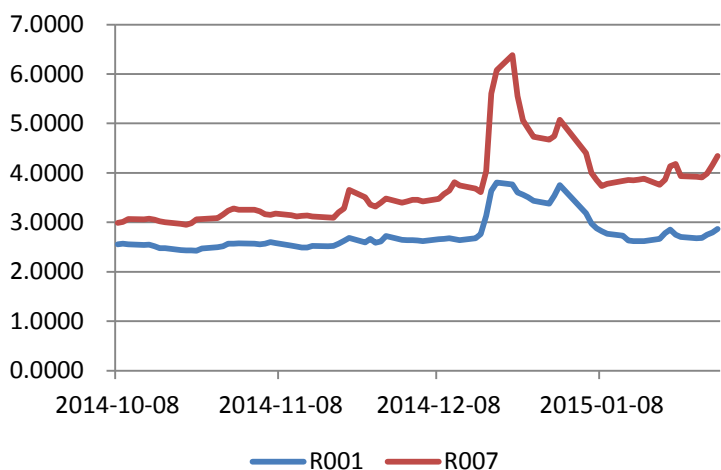
数据来源:Wind资讯

图2 央行月度公开市场操作

1.3 货币市场

1月份银行间市场资金面总体尚可，月初回购利率相比2014年12月份末继续回落，下半月起流动性小幅收紧。全月1天、7天回购利率均值分别为2.80%和4.01%，相比2014年12月份分别下降29BP和32BP。交易所回购利率小幅波动，振幅较前月有所收窄。全月1天、7天回购利率加权均值为5.55%和4.18%，相比2014年12月份下跌18BP和151BP。

1、银行间回购利率走势



2、交易所回购利率走势

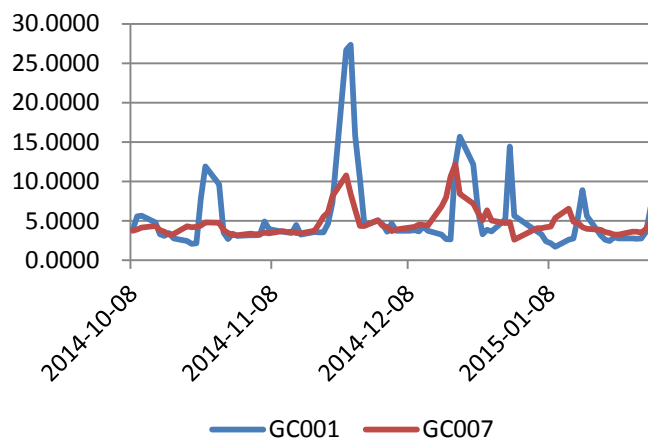


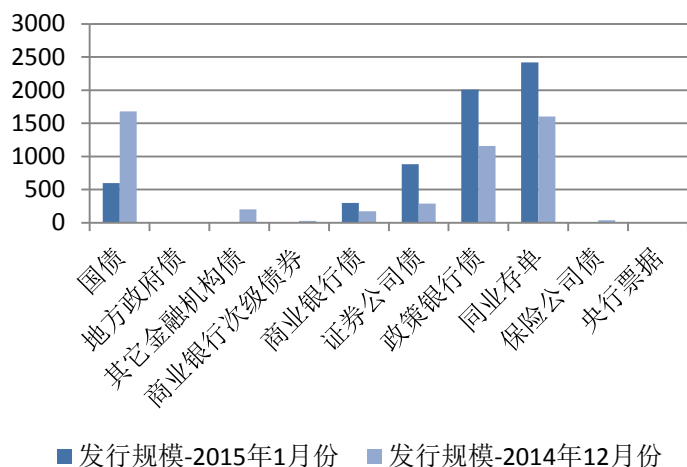
图3 资金价格走势

二、利率债市场

2.1 利率债一级市场回顾

1 月份利率品种一级市场全月发行规模合计达 6,221 亿元，相比 2014 年 12 月份供给规模小幅增长 688 亿元。净融资额 3,329 亿元，相比前月净融资规模环比继续增加 436 亿元。品种上看，同业存单、证券公司短债和政策性银行债发行规模明显增长，国债发行则显著回落。

1、1 月份利率品种发行规模



2、1 月份利率品种净融资规模

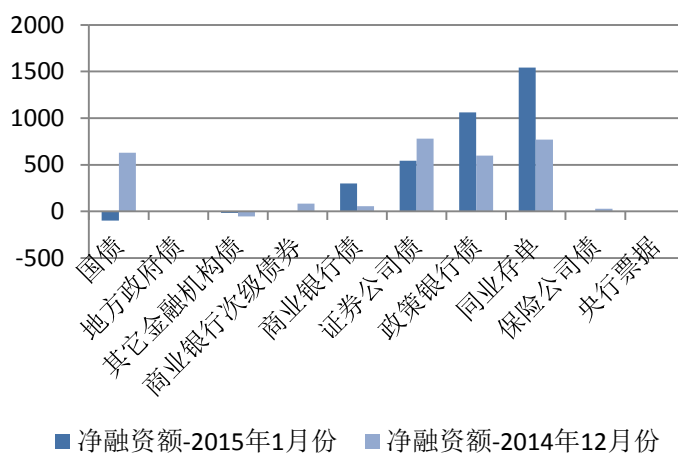


图 4 1 月份利率债一级市场

数据来源：Wind 资讯、中证指数

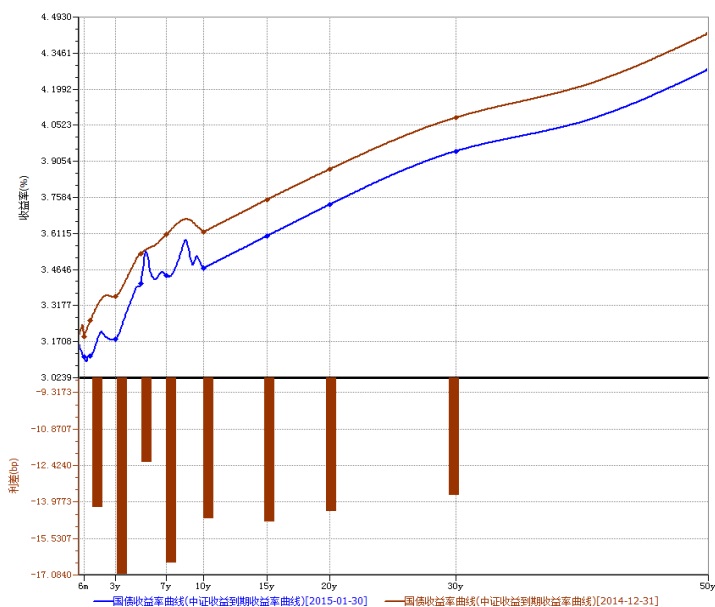
2.2 利率债收益率曲线变动

1 月份债市在货币政策宽松预期以及配置盘推动下，收益率整体向下。央行重启逆回购对市场形成利好，但回购利率较高又对多头形成打压，月末时收益率有所向上反弹。总体来看，1 月份债市收益率基本小幅下行。

利率品种，国债收益率曲线全线下移 12-15BP，10 年期收益率下行 15BP 至 3.47%，曲线依然平坦。国开债 1 年期以内短期限收益率微幅波动，1 年期以上中长期收益率全线下降，降幅 14-19BP，国开 10 年期下行 18BP 至 3.88%。进出口与农发债各期限收益率亦纷纷回落，其中 10 年期及以上超长端降幅大于中短端，期限利差进一步收窄。

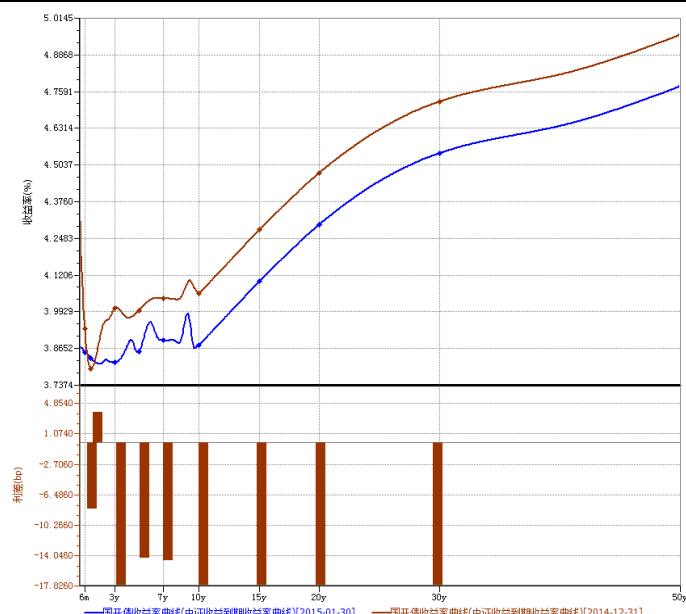
截至 1 月末，国债 1 年、5 年、10 年期收益率分别收于 3.11%、3.41%、3.47%，相比前月末分别变动-14BP、-12BP、-15BP。国开债 1 年、5 年、10 年期收益率分别收于 3.83%、3.85%、3.88%，相比前月末收益率分别变动 4BP、-14BP、-18BP。

1、中证国债收益率曲线变动



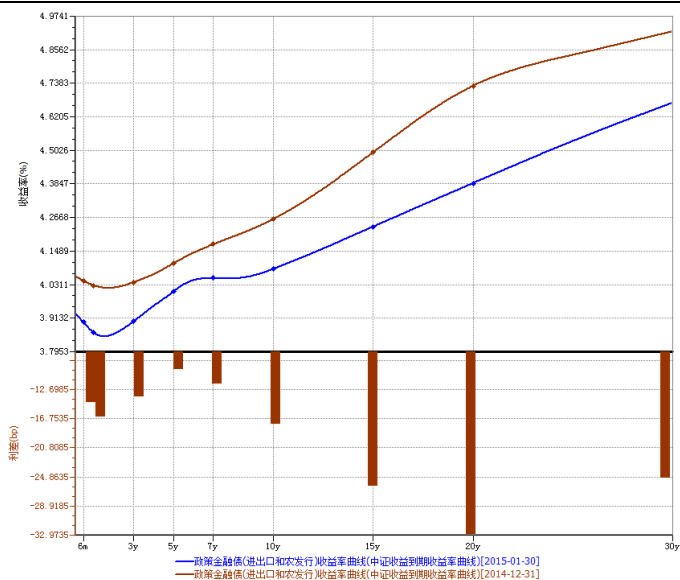
数据来源:Wind资讯

2、中证国开债收益率曲线变动



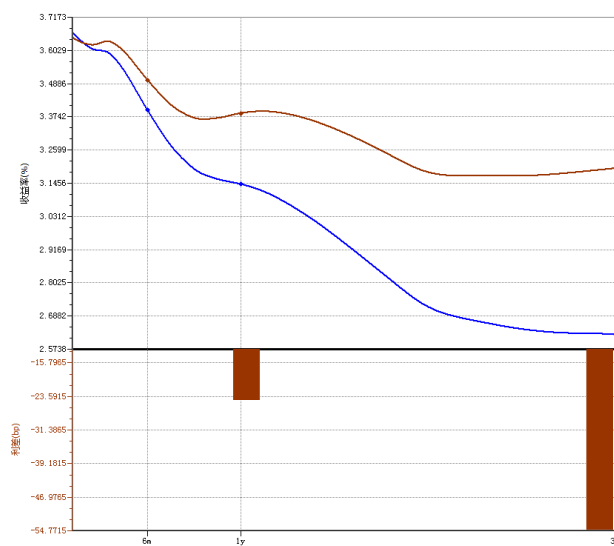
数据来源:Wind资讯

3、中证金融债收益率曲线变动



数据来源:Wind资讯

4、中证央票收益率曲线变动



数据来源:Wind资讯

数据来源:Wind 资讯、中证指数

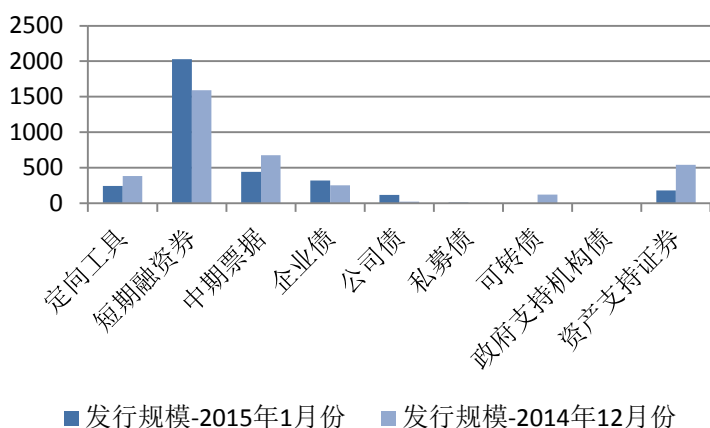
图5 1月份利率品种收益率变动

三、信用债市场

3.1 信用债一级市场回顾

1 月份信用品种一级市场全月发行规模合计达 3,347 亿元，相比前月供给规模微幅下滑 249 亿元。净融资额 1,481 亿元，相比 2014 年 12 月份回升 283 亿元。品种上看，短融发行规模及净融资额显著增长，资产支持证券净融资额较前月大幅回落。

1、1 月份信用品种发行规模



2、1 月份信用品种净融资规模

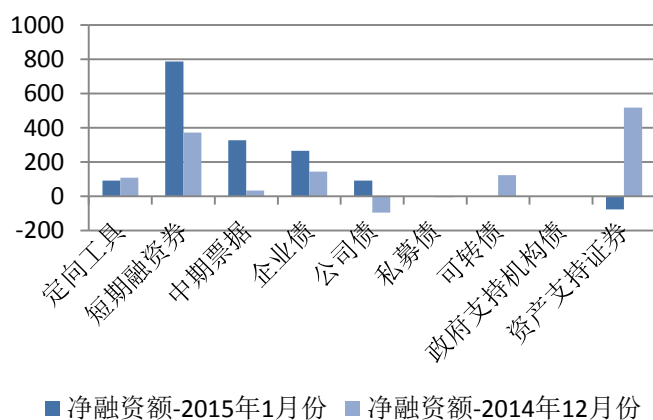


图 6 1 月份信用债一级市场

数据来源：Wind 资讯、中证指数

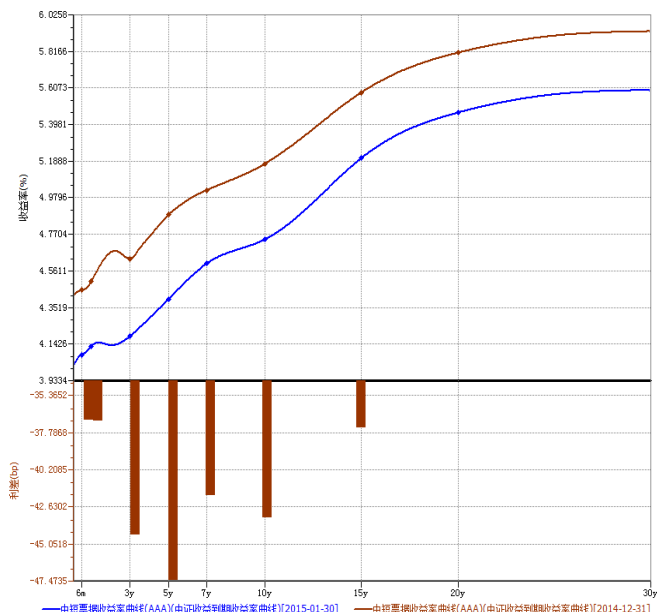
3.2 信用债收益率曲线变动

3.2.1 月度收益率变动

银行间市场。1 月份银行间信用债收益率波动与利率债类似，各评级品种收益率均月度下行。期限上看，3-10 年期收益率降幅最大，曲线平坦化愈加明显。

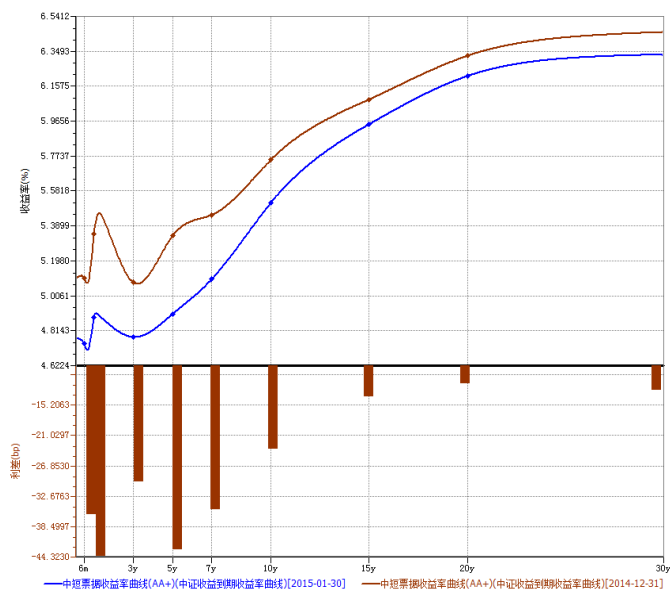
截至 1 月末，中短期票据 AAA/AA+/AA/AA-品种 1 年期、3 年期、5 年期分别收于 4.13%/4.89%/5.14%/6.26%、4.19%/4.78%/5.09%/6.51%、4.20%/4.91%/5.68%/6.97%，相比前月末分别大幅下降 37BP/46BP/44BP/27BP、44BP/30BP/67BP/45BP、48BP/43BP/59BP/44BP。

1、中短期票据收益率变动 (AAA)



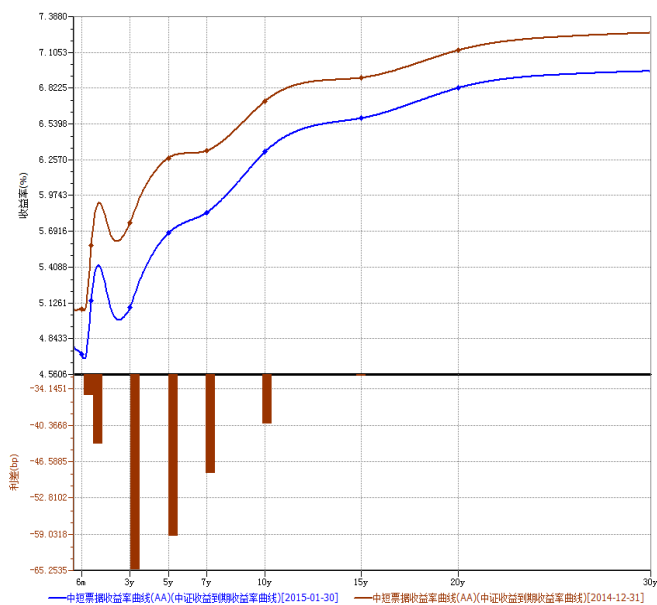
数据来源:Wind资讯

2、中短期票据收益率变动 (AA+)



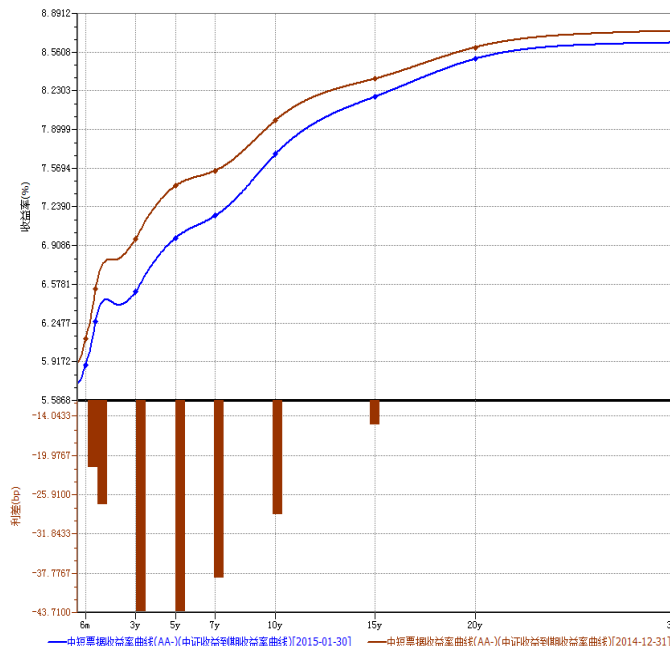
数据来源:Wind资讯

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-)



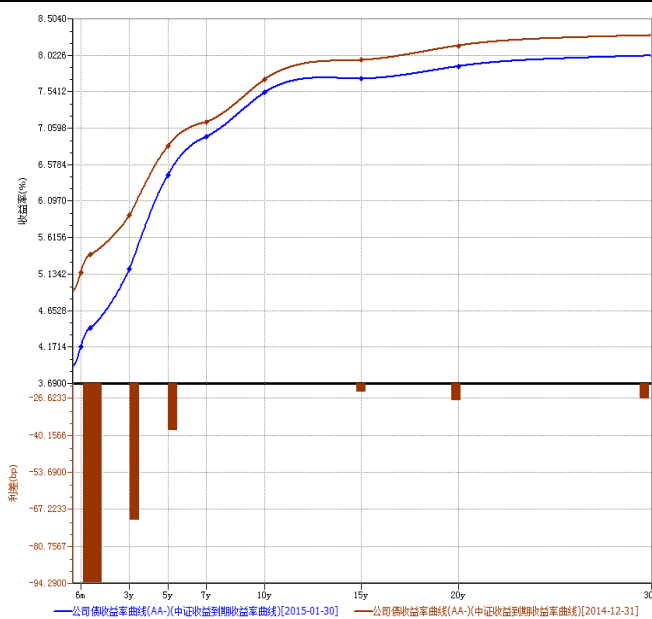
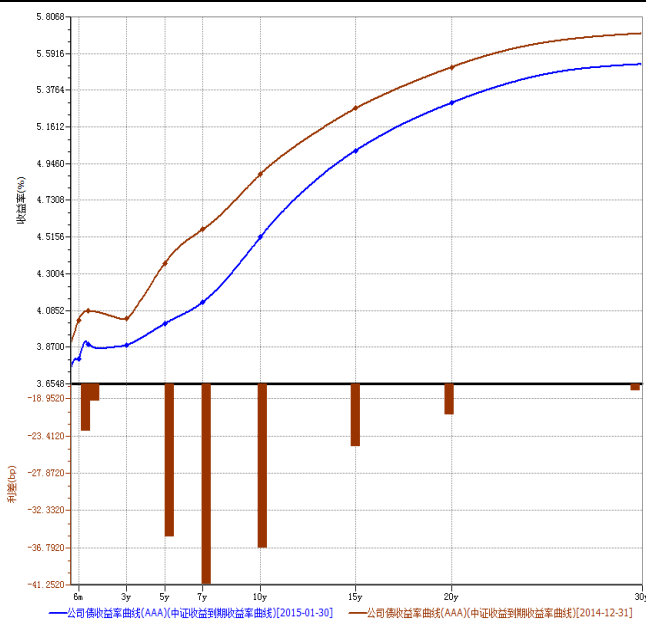
数据来源:Wind资讯

图7 银行间信用品种收益率变动

交易所债市。1月份交易所各评级公司债收益率曲线全线扁平化下移。截至1月末,公司债AAA/AA-品种1年期、3年期、5年期分别收于3.89%/4.43%、3.88%/5.20%、4.01%/6.44%,相比前月末分别下降19BP/76BP、16BP/71BP、36BP/38BP。

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：信用利差总体收窄

1月份债市收益率全线回落，从相对幅度来看，以中票5年期品种为例，信用品种收益率降幅大于国债，导致各评级信用利差与2014年12月相比，基本收窄，幅度超过30BP。

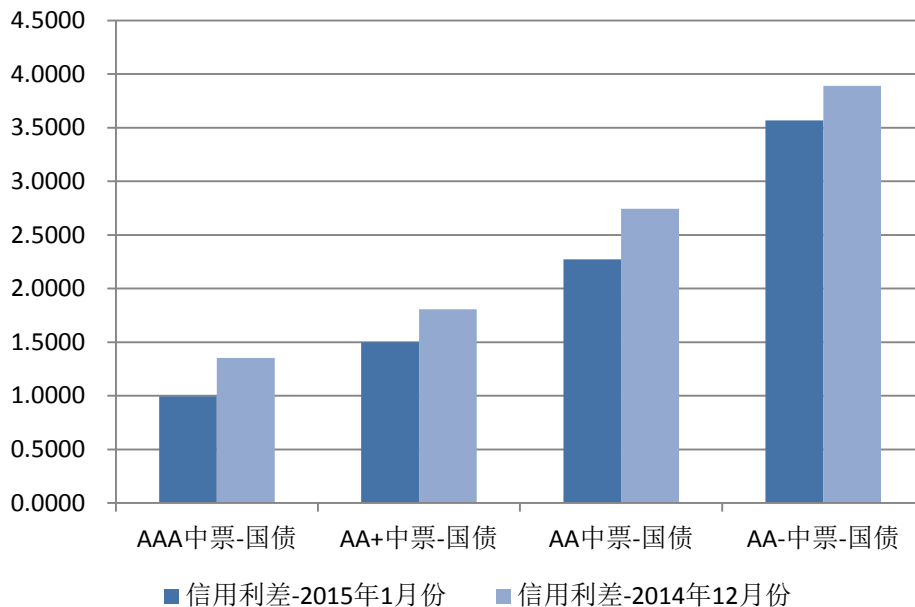


图9 1月份信用利差变动

数据来源:Wind 资讯、中证指数

从绝对值角度,经过1月份的一波收益率下行,当前中票5年期AAA及AA+品种收益率已由前月底的历史1/4分位和历史1/2分位之间跌至历史1/4分位以下。AA品种收益率跌幅最大,收益率由历史1/2分位与历史3/4分位之间下滑至历史1/4分位附近。AA-收益率处于历史1/2分位。信用利差方面,各评级信用利差下降,所处历史分位亦有所下滑,总体而言,各评级信用利差所处历史分位与其收益率绝对值所处分位较为一致,评级越高,收益率和信用利差所处的历史分位越低。

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	4.3997	4.7593	5.0103	5.3511
AA+	4.9066	5.1593	5.4447	5.9406
AA	5.6777	5.5699	5.8999	6.4578
AA-	6.9740	6.5485	6.9822	7.8766

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	0.9934	1.3621	1.5310	1.7051
AA+中票-国债	1.5003	1.7772	1.9881	2.2341
AA中票-国债	2.2714	2.2231	2.4377	2.6213
AA-中票-国债	3.5677	3.1385	3.6143	3.8702

四、中证债券估值与指数变动

4.1 市场成交概况

1 月份债市交投持续火热，全月现券成交规模 4.30 万亿，较上月成交规模微跌 500 亿元，但依然维持高位。其中，交易所债市现券成交规模合计 2,300 亿元，较上月大幅回落 1,364 亿元，主要是可转债成交规模跌幅明显。

个券交易活跃度。1 月份共有 20 个交易日（银行间市场 22 个交易日），其中每天有报价或成交的个券数为 429，占全市场数量的 3.71%；成交或报价比较活跃的个券数量有 561 只，占比 4.86%；有报价或成交，且天数不超过 10 天的债券 4,655 只，占比 40.31%，月内无报价无成交的债券有 5,903 只，占比 51.12%。

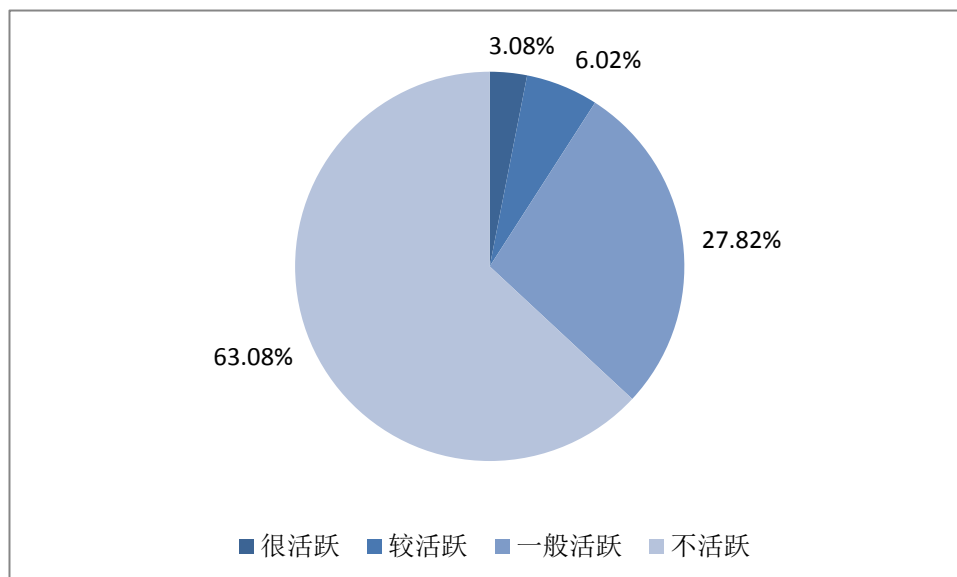


图 10 债券市场 1 月份成交活跃度

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 天但不超过 20 天；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，交易所较活跃和不活跃的个券比例超过银行间市场，而很活跃和一般活跃的个券比例不及银行间债券市场。

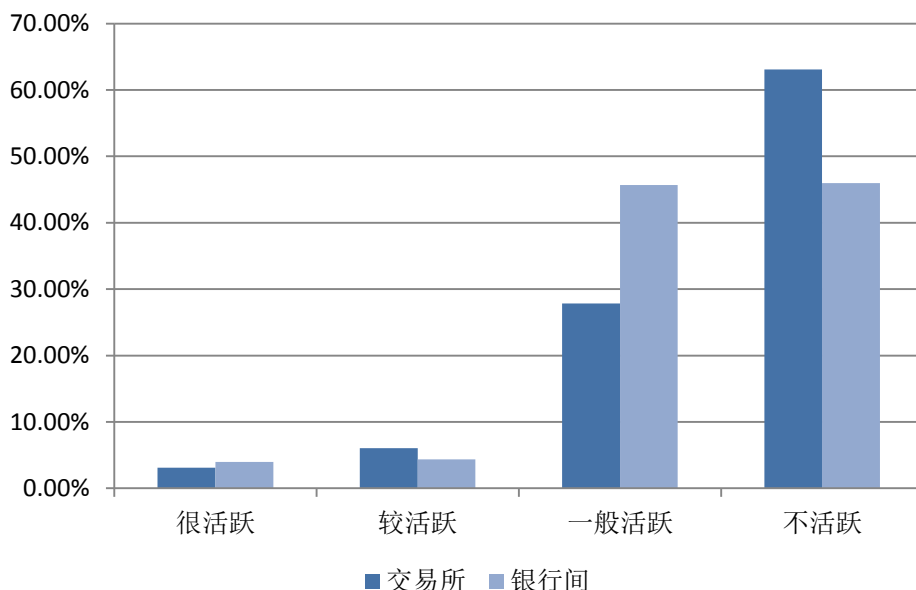


图 11 成交活跃度 (分市场)

数据来源：Wind 资讯、中证指数

具体品种来看，银行间市场上，利率品种活跃度总体高于信用品种。交易所市场上，金融债和国债的活跃度最低，可分离转债存债和可转债的活跃度最高。

表 3 各品种成交活跃度 (1 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	21.91%	6.74%	25.84%	45.51%
金融债	14.61%	9.15%	34.31%	41.93%
央行票据	11.11%	0.00%	33.33%	55.56%
同业存单	0.00%	3.83%	23.56%	72.61%
短期融资券	6.51%	7.82%	60.97%	24.71%
中期票据	2.87%	3.41%	52.28%	41.44%
企业债	0.09%	1.90%	49.47%	48.54%
交易所债券市场				
国债	2.10%	2.70%	15.62%	79.58%
金融债	1.22%	3.05%	6.71%	89.02%
公司债	3.69%	8.12%	28.51%	59.69%
企业债	2.17%	6.58%	37.51%	53.74%
可分离转债存债	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可转债	78.57%	10.71%	7.14%	3.57%

数据来源：Wind 资讯、中证指数

4.2 中证估值（净价）变动分析

1 月份中证债券估值（净价）增长为主。在可比的 10,760 只债券中，1 月份中证估值（净价）增长的债券数量为 8,071 只，占比 75%。净价下跌的债券数量为 2,689 只，占比 25%。与 2014 年 12 月份估值变动占比结构相比，1 月份估值净价变动占比基本逆转。

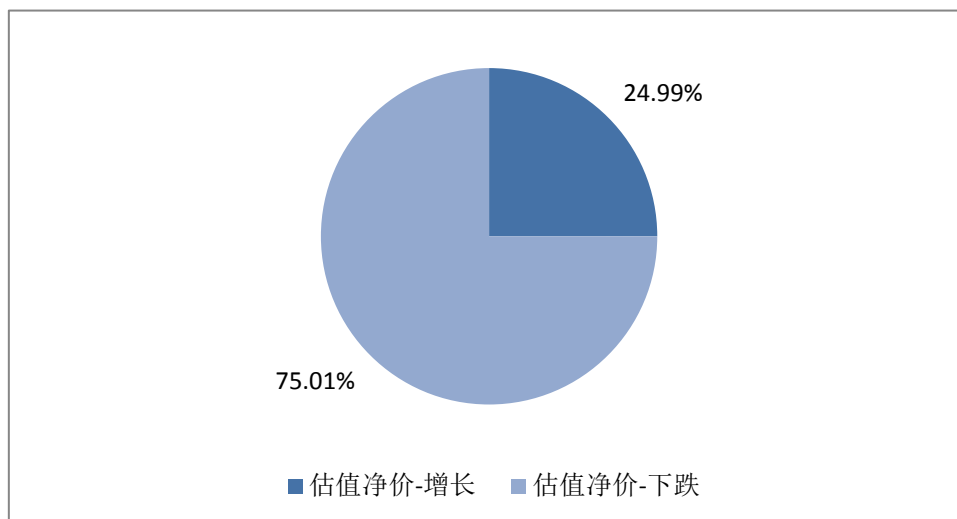


图 12 中证债券估值（净价）变动占比（1 月份）

1 月份债市在央行重启逆回购呵护资金面等形势下，市场多头持续发力，债券市场结束前月的短暂调整，收益率再度掉头向下，全市场估值净价较前月末增长 0.35 元。期限上看，期限越长，估值净价均值涨幅越大，1 年期以内短端估值净价均值微涨 0.06 元，1-7 年期估值净价均值增长 0.29-0.46 元，超过 7 年期长期品种以 1.16 元涨幅居首。

品种上看，各品种估值净价均值纷纷上涨，同业存单和短融等短期限品种估值净价均值涨幅较小。可转债品种估值净价均值涨幅继续居首，但品种内部价格波动亦显著分化。利率品种，国债涨幅居前，达 0.81 元。信用品种，中期票据品种估值净价均值涨幅领先，达 0.94 元。

表 4 中证债券估值（净价）变动（1 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	0.36	0.55	0.62	1.57	0.81
金融债	0.09	0.38	0.51	0.38	0.89	0.45
央行票据		0.49				0.49
同业存单	0.00					0.00
短期融资券	0.08					0.08
中期票据	0.23	0.71	1.46	1.73	2.10	0.94
企业债	-0.06	-0.25	-0.17	0.12	0.64	0.01

公司债	0.07	0.31	0.35	0.62	0.87	0.30
可转债	-0.56	-5.68	6.26	10.39		2.87
总计	0.06	0.37	0.46	0.29	1.16	0.35

4.3 中证指数走势分析

1月份债市收益率再次掉头向下，债券估值净价上涨为主，带动债券全价指数月度涨幅纷纷由负转正。1月份中证全债指数月度涨幅1.10%，到期收益率4.20%，修正久期4.77。涨幅居前的债券指数为中证10+债指数（2.37%）、中证中票L50指数（1.47%）和中证企债100指数（1.40%）。

4.3.1 利率债指数走势分析

1月份利率债指数全线收涨。品种上看，中证国债指数以1.19%月度涨幅居首，短期限的中证央票指数涨幅最小。期限上看，期限越长，指数涨幅越大，中证长期国债指数月度涨幅1.34%。

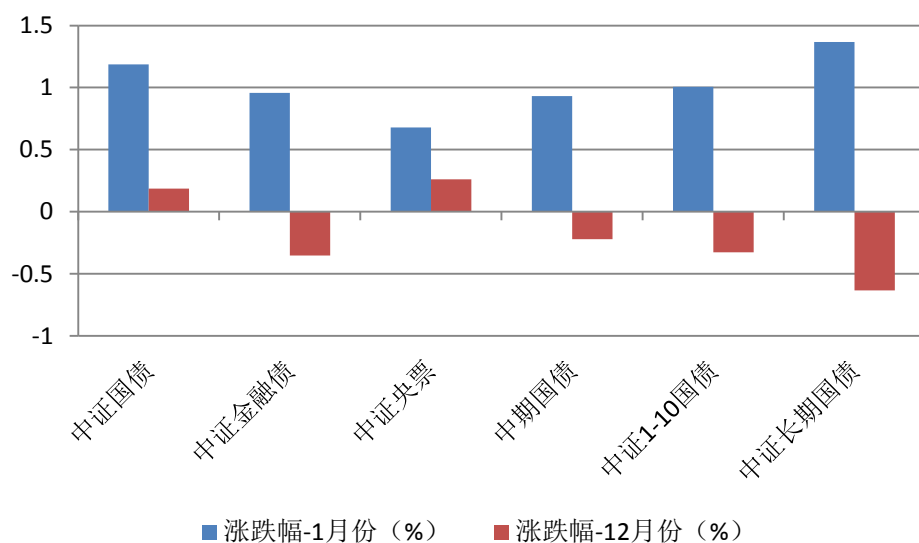


图 13 中证利率债指数变动 (1月份)

数据来源：Wind 资讯、中证指数

4.3.2 信用债指数走势分析

1月份中证信用债指数亦纷纷上涨。受股市上涨受挫影响，可转债品种1月份回落调整居多，导致中证债券指数结束连续8个月的月度上涨，1月份下跌2.33%。信用品种中，中票品种表现最好，中证中票50指数实现1.39%月度涨幅，短期限的中证短融指数涨幅最小，为0.50%。

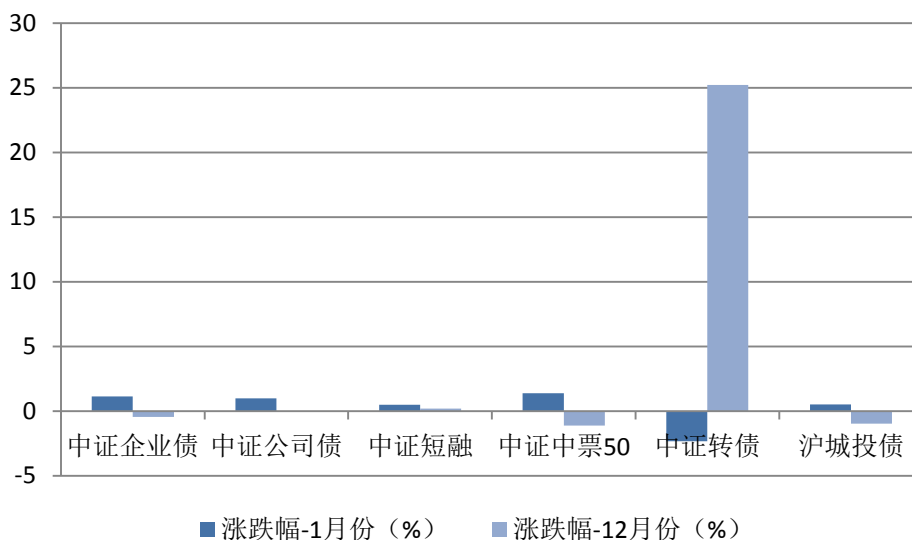


图 14 中证信用债指数走势（分类别）

数据来源：Wind 资讯、中证指数

评级上看，1 月份中证中高等级信用指数与中证中低等级信用指数走势均由负转正，中证中高信用指数涨幅大于中证中低信用指数。从近两个月走势来看，中高信用等级品种表现出较好的增长和抗跌性。

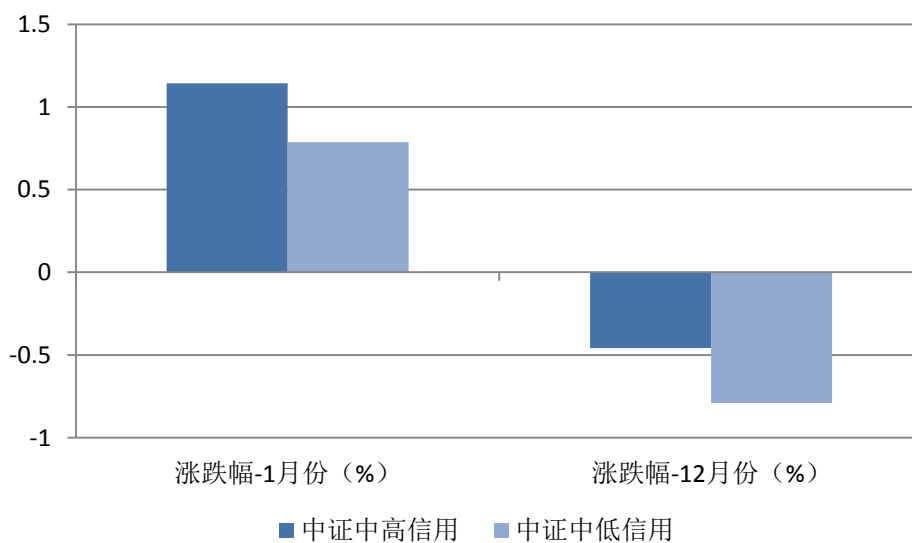


图 15 中证信用债指数走势（分评级）

数据来源：Wind 资讯、中证指数

期限上看，各期限类指数均录得月度正增长。期限越长，指数涨幅越大，其中中证 10+ 债指数以 2.37% 涨幅领先中证债券指数。

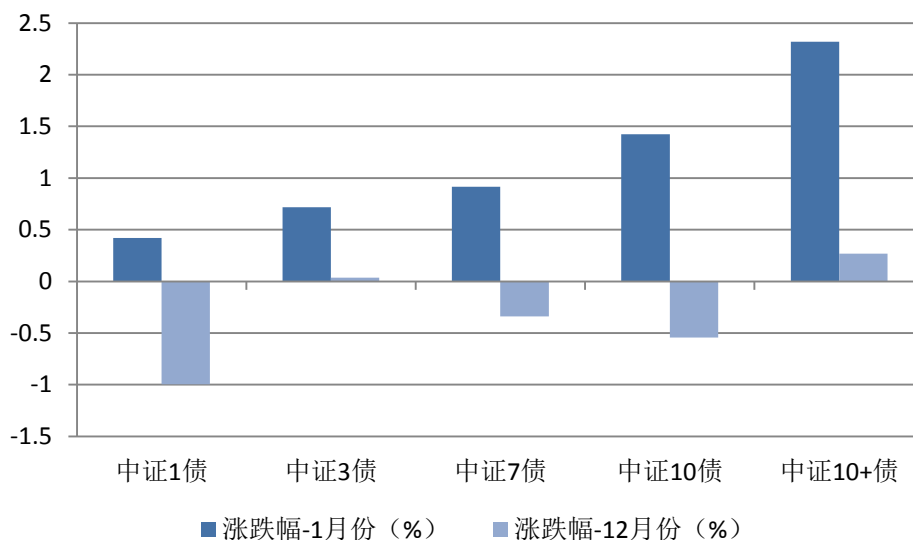


图 16 中证期限类债券指数走势

数据来源：Wind 资讯、中证指数

展望 2 月份，虽然基本面依然对债市形成支撑，但资金成本却限制了利率的下行空间，尤其 2 月份下半月面临春节流动性大考。而从 1 月份央行公开市场操作来看，央行尽管会通过逆回购等呵护资金面，却并不急于引导资金价格快速下降。当前的期限利差已经缩至历史低位，在短端资金价格未见明显回落前，中长端收益率的下行空间较为有限，预计 2 月份债市大概率为震荡行情。

附表：1 月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅

指数代码	指数名称	1 月份	12 月份	涨跌幅(%) -1 月份	年初至今 涨跌幅(%)	到期收 益率	修正 久期
000832	中证转债	426.8880	437.08	-2.33	-2.33	--	--
000833	中高企债	147.91	146.79	0.77	0.77	--	--
000845	中证中期信用债	152.16	150.51	1.10	1.10	--	--
H11001	中证全债	160.05	158.32	1.10	1.10	4.20	4.77
H11002	中证 3 债	155.20	154.10	0.72	0.72	3.99	1.86
H11003	中证 7 债	161.37	159.91	0.92	0.92	4.38	3.85
H11004	中证 10 债	161.33	159.07	1.43	1.43	3.88	6.65
H11005	中证 10+ 债	161.56	157.90	2.32	2.32	4.45	13.20
H11006	中证国债	155.56	153.74	1.19	1.19	3.56	6.53
H11007	中证金融债	158.18	156.69	0.96	0.96	3.97	4.17
H11008	中证企业债	173.25	171.31	1.13	1.13	5.08	3.50
H11009	中证综合债	153.35	151.84	0.99	0.99	4.22	4.05
H11010	中证 1 债	138.67	138.10	0.42	0.42	4.06	0.44
H11011	中证央票	130.44	129.55	0.68	0.68	3.12	1.46
H11012	中证央票 1	125.44	125.44	0.00	0.00	--	--
H11014	中证短融	138.42	137.74	0.50	0.50	5.13	0.35
H11015	中证短债	142.82	142.18	0.45	0.45	4.48	0.40
H11016	中证 50 债	135.27	134.08	0.88	0.88	3.71	4.13
H11017	中期国债	136.90	135.64	0.93	0.93	3.44	4.88
H11019	中证企债 100	143.20	141.42	1.26	1.26	4.87	4.32
H11070	中证短融 50	125.98	125.47	0.41	0.41	4.90	0.36
H11071	中证 1-10 国债	134.44	133.10	1.01	1.01	3.41	4.81
H11072	中证中票 50	125.34	123.63	1.39	1.39	4.92	3.16
H11073	中证信用	142.71	141.24	1.04	1.04	5.06	3.52
H11074	中期企债	148.93	147.56	0.92	0.92	5.34	3.63
H11075	长期国债	141.21	139.30	1.37	1.37	3.48	6.75
H11076	中期综合	141.65	140.44	0.86	0.86	4.20	4.13
H11078	中高信用	142.53	140.92	1.14	1.14	4.79	3.76
H11079	中低信用	129.92	128.90	0.79	0.79	5.72	2.74
H11094	中票 L50	124.39	122.61	1.45	1.45	4.99	3.06
H11096	中期信用 L100	165.54	163.68	1.14	1.14	5.82	3.47
H11087	GSZ AAA	131.74	130.38	1.04	1.04	--	--
H11088	GSZ AA+	135.87	134.45	1.05	1.05	--	--
H11089	GSZ AA	138.76	136.93	1.33	1.33	--	--