

# 中证债券估值与指数月报

## 2014 年 11 月份

## 内容摘要

- 11月份中采PMI为50.3%，比上月回落0.5个百分点。央行月中宣布降息政策，并再次下调14天正回购利率20BP，公开市场月度小额净投放450亿元。银行间市场资金价格小幅收紧。交易所回购利率受新股申购影响，加权隔夜利率相比10月份大幅飙升268BP。
- 11月份利率债收益率月度下行。国债收益率曲线全线下移，降幅基本超过15BP。金融债收益率降幅更大，中长端期限收益率大幅下降超过30BP，国开债10年期收益率降幅高达45BP。曲线整体形态极其扁平，期限利差缩至历史地位。
- 11月份各评级品种信用债收益率继续显著下移。期限上看，1年期以内短端收益率降幅较小，中长端收益率降幅基本超过30BP，曲线形态明显扁平化。品种上看，城投债品种继续受市场青睐。以5年期中期票据为例，各等级信用利差均小幅收窄。
- 11月份债券市场交投火热，全月现券成交规模达3.82万亿元，其中交易所债市成交规模1,508亿元，创交易所债市月度成交额新高。月内有报价或成交个券占比48.13%。中证债券估值净价增长的债券数量占比78.10%。全市场估值净价均值相比10月份增长1.05元。期限上看，期限越长，估值净价均值涨幅越大，3年期以上期限涨幅普遍超过1元，其中超长期限（超过7年）品种估值净价均值涨幅2.80元。品种上看，各品种均实现净值增长。可转债表现继续领先，单月估值净价均值实现9.03元的涨幅。
- 中证债券全价指数全线上行。11月份中证全债指数月度涨幅1.80%，到期收益率4.13%，修正久期4.77。涨幅居前的债券指数为中证转债指数（11.09%）、中证10+债指数（4.32%）和中证中期中高收益L指数（2.46%）。品种上看，中证金融债指数领跑利率债指数，信用债指数中城投债品种指数继续涨幅居前。期限上看，期限越长，债券指数涨幅越大。信用评级上看，中证中低等级信用指数涨幅大于中证中高等级信用指数。
- 11月份债市收益率经历“下-上-下”过山车行情，最后依靠央行降息政策的出台锁定了月度的收益率下行态势。从11月份收益率波动来看，经过前期三个月的大跌，收益率已经对当前孱弱基本面和宽松货币政策充分反映，曲线期限利差亦缩至历史低位，收益率向上技术调整压力逐渐增大。展望12月份，在央行没有进一步宽松政策出台的条件下，伴随着股市持续红火，债市的调整压力逐渐凸显。

## 目录

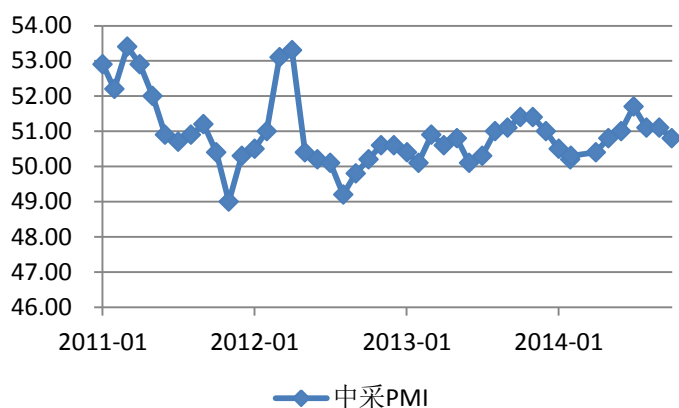
<b>一、宏观经济走势分析 .....</b>	<b>1</b>
1.1 国内经济基本面 .....	1
1.2 央行公开市场操作 .....	1
1.3 货币市场 .....	2
<b>二、利率债市场 .....</b>	<b>3</b>
2.1 利率债一级市场回顾 .....	3
2.2 利率债收益率曲线变动 .....	3
<b>三、信用债市场 .....</b>	<b>5</b>
3.1 信用债一级市场回顾 .....	5
3.2 信用债收益率曲线变动 .....	5
<b>四、中证债券估值与指数变动 .....</b>	<b>9</b>
4.1 市场成交概况 .....	9
4.2 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

## 一、宏观经济走势分析

### 1.1 国内经济基本面

2014年11月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.3%，比上月继续回落0.5个百分点。此外，11月汇丰中国制造业PMI终值为50.0，亦创半年新低。

#### 1、中采制造业 PMI 数据走势



#### 2、CPI 走势

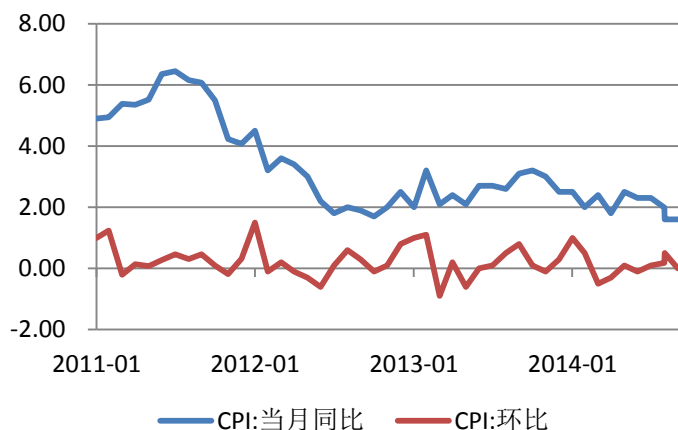


图1 经济主要指标走势

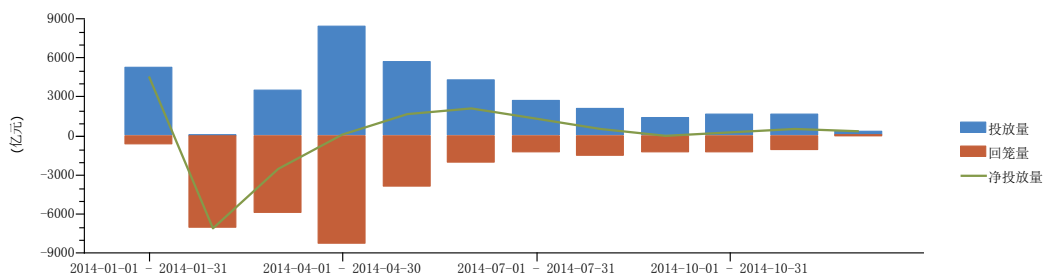
数据来源：国家统计局

下半年以来中采PMI走势出现趋势性下降，表明生产扩张动力逐步减弱，经济下行压力较大。政府逆向宏观调控亦明显加码，一方面，发改委频繁批复大额基建项目拉动投资，另一方面，央行调降利率。伴随着经济持续孱弱，基本面依然对债市形成支撑。

### 1.2 央行公开市场操作

11月份央行公开市场开展正回购1,150亿元，期限14天。正回购利率方面，11月25日之前利率持平于3.40%，自11月25日起，利率再次下降20BP至3.20%。最终公开市场月度小额净投放450亿元。

为进一步降低社会融资成本，央行决定自2014年11月22日起金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。另外，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍。



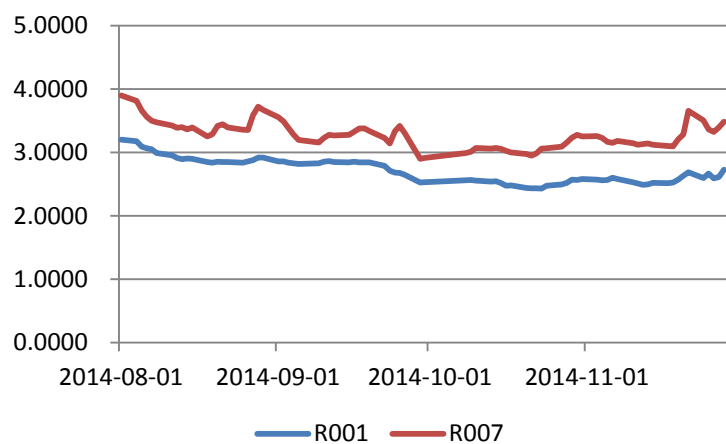
数据来源:Wind资讯

图2 央行月度公开市场操作

### 1.3 货币市场

11月份银行间市场资金面先松后紧,全月1天、7天回购利率均值分别为2.58%和3.25%,相比10月份资金价格,分别小幅攀升7BP和18BP。交易所回购价格继续受IPO冻结资金面时点影响,资金价格剧烈波动,全月1天、7天回购利率加权均值为7.19%和5.09%,相比10月份分别飙升268BP和117BP。

#### 1、银行间回购利率走势



#### 2、交易所回购利率走势

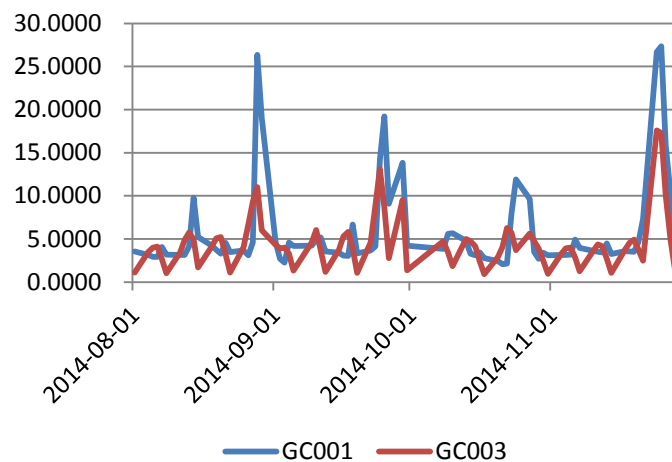


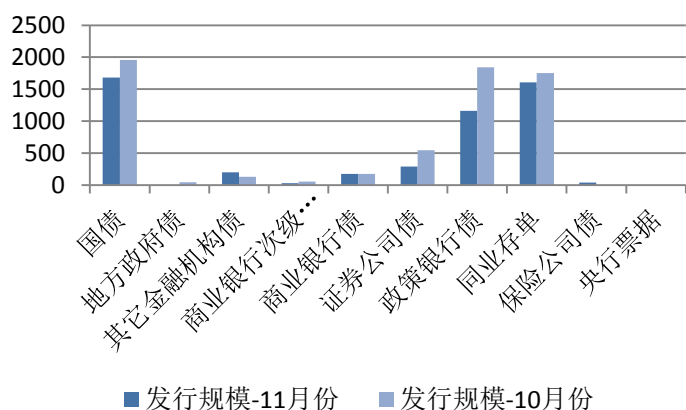
图3 资金价格走势

## 二、利率债市场

### 2.1 利率债一级市场回顾

11 月份利率品种一级市场全月发行规模合计达 5,177 亿元，相比 10 月份供给规模下滑 1,300 多亿元。净融资额 1,963 亿元，相比 10 月份净融资规模环比减少 1,778 亿元。品种上看，政策银行债、国债和同业存单的净融资额均有所下降。

#### 1、11 月份利率品种发行规模



#### 2、11 月份利率品种净融资规模

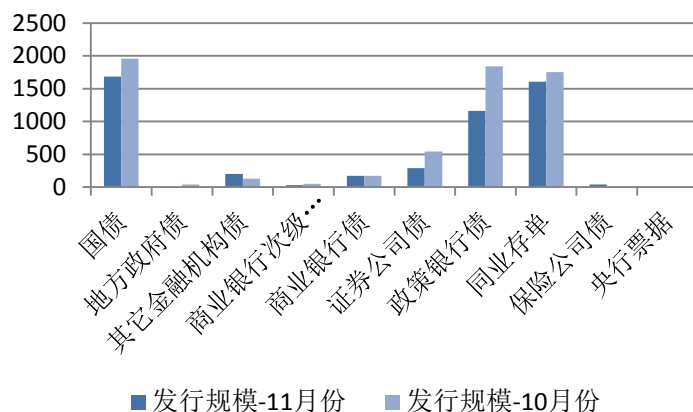


图 4 11 月份利率债一级市场

数据来源：Wind 资讯、中证指数

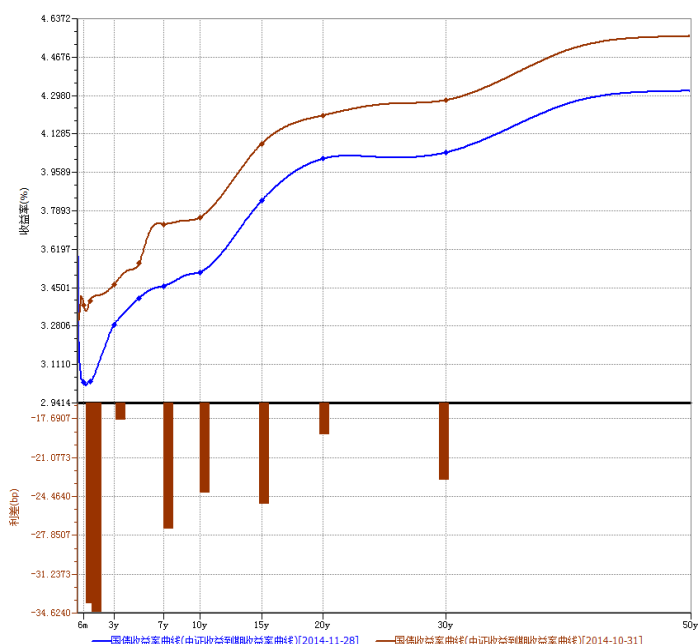
### 2.2 利率债收益率曲线变动

11 月份债市行情峰回路转，月初收益率延续 10 月底的快速下行态势，月中开始，收益率出现明显的向上调整，下旬起央行公布降息，收益率又再次迅速掉头向下。最终，全月债券市场收益率继续月度下行，债市牛市行情总体延续。

利率品种，国债收益率曲线全线下移，降幅基本超过 15BP。金融债收益率降幅更大，中长端期限收益率大幅下降超过 30BP，国开债 10 年期收益率降幅高达 45BP。曲线整体形态极其扁平，期限利差缩至历史地位。

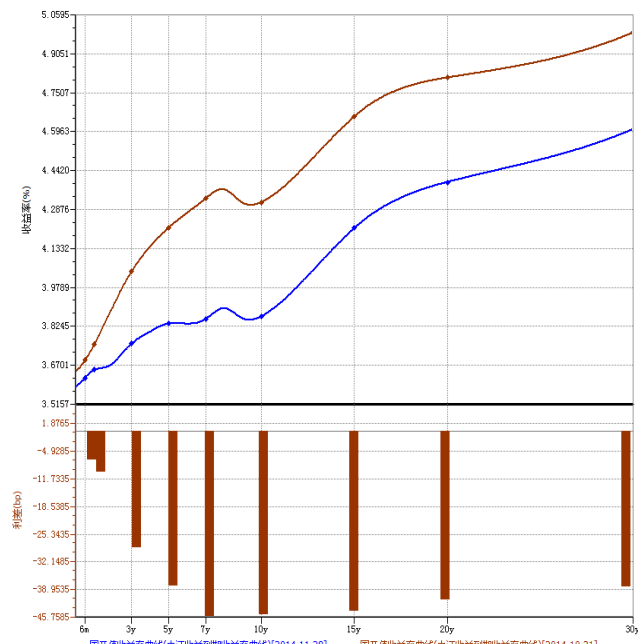
截至 11 月末，国债 1 年、5 年、10 年期收益率分别收于 3.04%、3.40%、3.52%，相比前月末分别下降 36BP、15BP、24BP。国开债 1 年、5 年、10 年期收益率分别收于 3.65%、3.84%、3.86%，相比前月末收益率分别下降 10BP、38BP、45BP。

### 1、中证国债收益率曲线变动



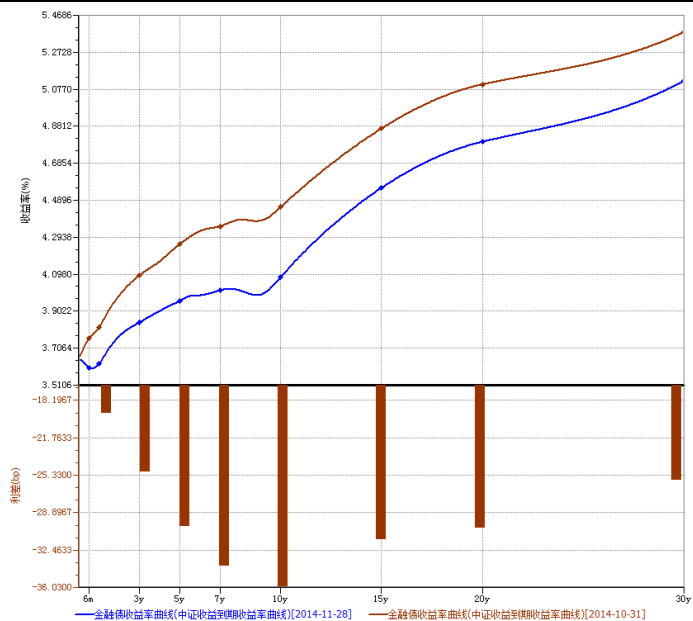
数据来源:Wind资讯

### 2、中证国开债收益率曲线变动



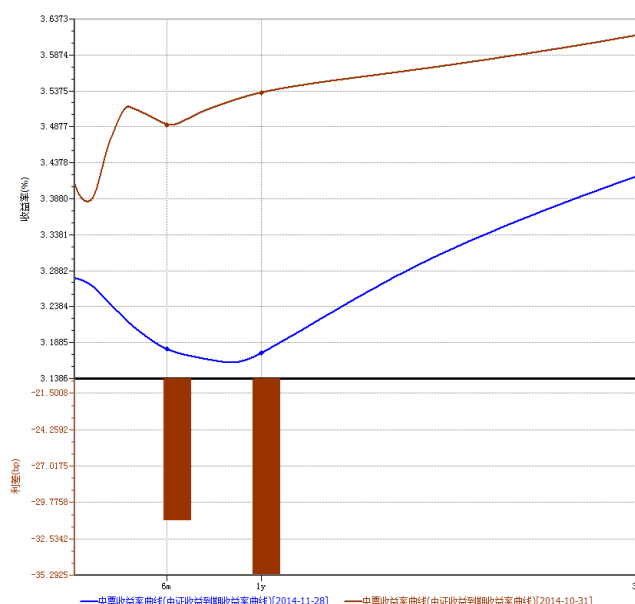
数据来源:Wind资讯

### 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

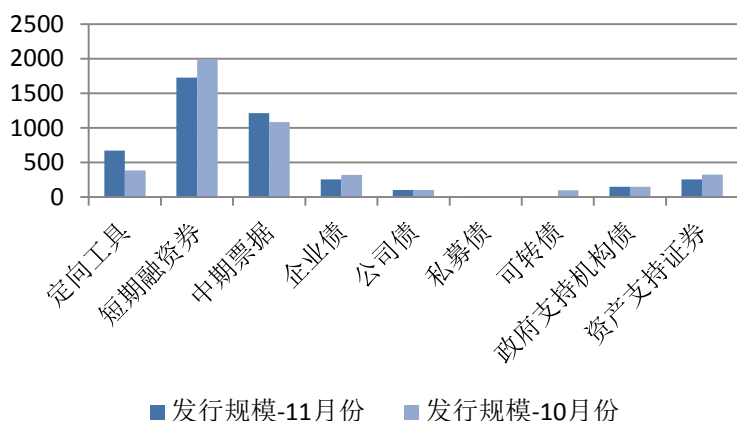
图 5 11 月份利率品种收益率变动

### 三、信用债市场

#### 3.1 信用债一级市场回顾

11 月份信用品种一级市场全月发行规模合计达 4,382 亿元，相比 10 月份供给规模大体持平。净融资额 1,640 亿元，相比 10 月份下滑近 700 亿元。品种上看，短融的净融资额大幅滑落至负，是导致信用品种净融资下滑的主要原因。

##### 1、11 月份信用品种发行规模



##### 2、11 月份信用品种净融资规模

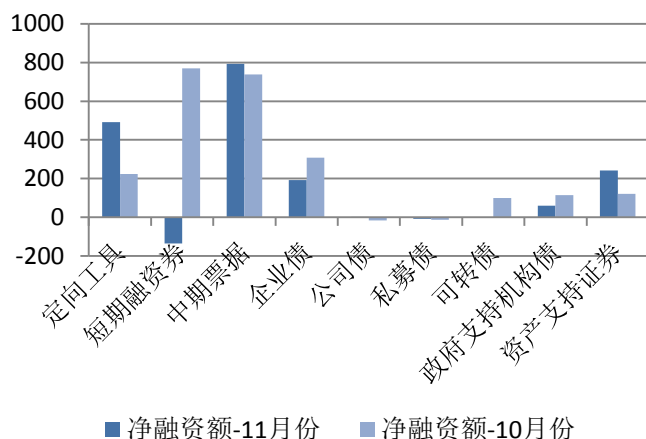


图 6 11 月份信用债一级市场

数据来源：Wind 资讯、中证指数

#### 3.2 信用债收益率曲线变动

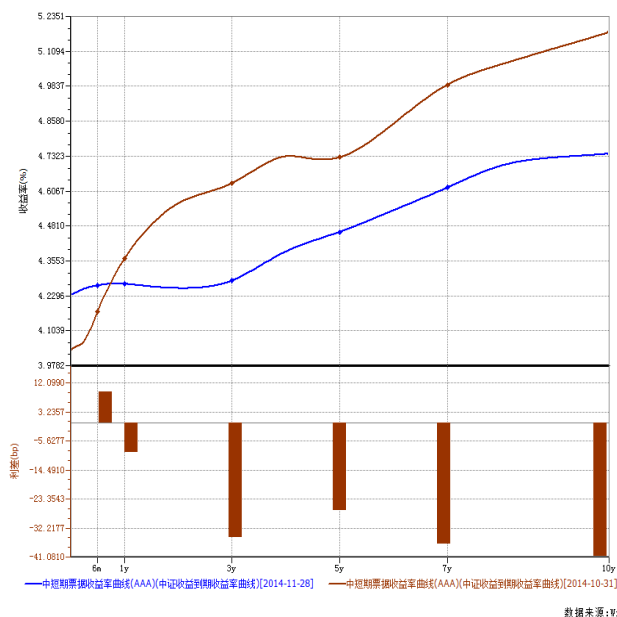
##### 3.2.1 月度收益率变动

**银行间市场。**11 月份各评级品种信用债收益率继续显著下移。期限上看，1 年期以内短端收益率降幅较小，中长端收益率降幅基本超过 30BP，曲线形态明显扁平化。品种上看，城投债品种继续受市场青睐。

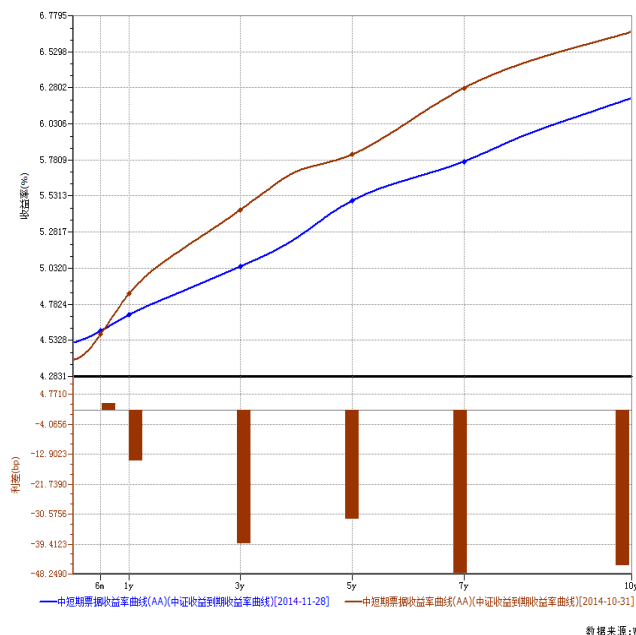
截至 11 月末，中短期票据 AAA/AA 品种 1 年期、3 年期、5 年期分别收于 4.27%/4.71%、4.28%/5.04%、4.46%/5.50%，相比 10 月末分别下行 9BP/15BP、35BP/39BP、27BP/32BP。银行间城投债 AA+/AA-品种 1 年期、3 年期、5 年期分别收于 4.50%/5.12%、4.64%/5.44%、4.87%/5.92%，相比 10 月末分别下行 2BP/11BP、32BP/53BP、29BP/49BP。



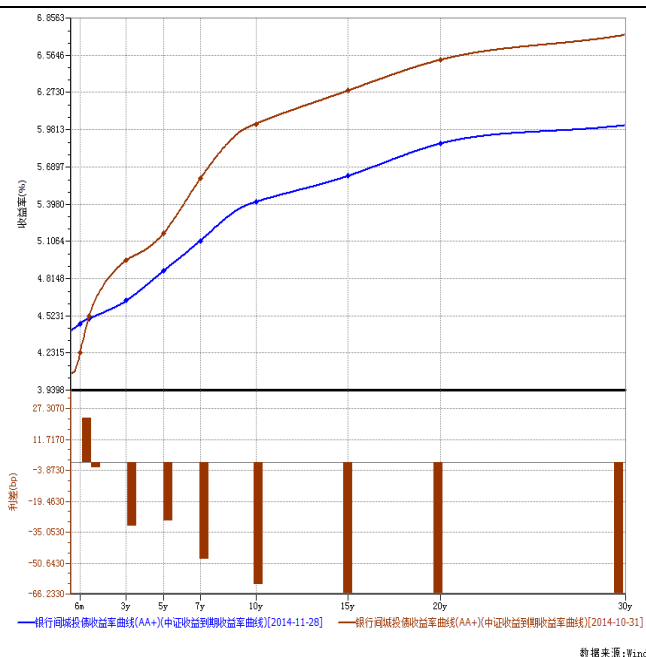
### 1、中短期票据收益率变动 (AAA)



### 2、中短期票据收益率变动 (AA)



### 3、银行间城投债收益率变动 (AA+)



### 4、银行间城投债收益率变动 (AA-)

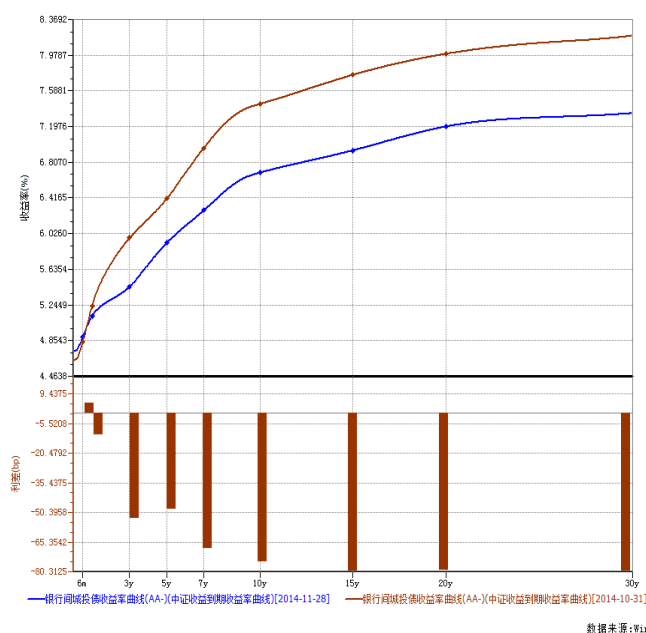


图7 银行间信用品种收益率变动

交易所债市。11 月份交易所公司债受股市火热以及新股申购资金面紧张影响，收益率走势总体不如银行间信用品种。所有品种收益率涨跌不一。

截至 11 月末，公司债 AAA / AA-品种 1 年期、3 年期、5 年期分别收于 4.35%/4.54%、4.37%/5.11%、4.54%/5.49%，相比 10 月末分别变动 35BP/75BP、9BP/65BP、56BP/81BP。

### 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-)

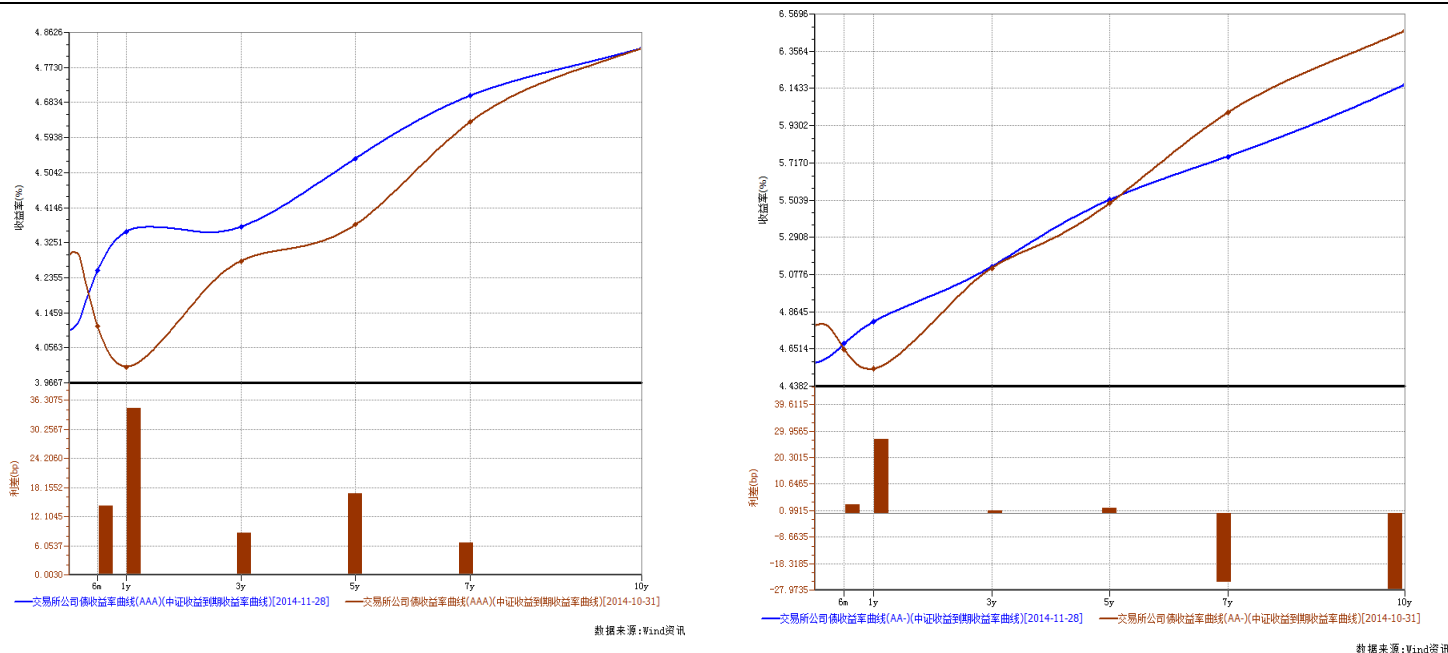


图 8 交易所公司债收益率变动

#### 3.2.2 收益率及信用利差分析：信用利差总体收窄

11月份债市收益率曲线全线下移。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10月相比，总体小幅下降。

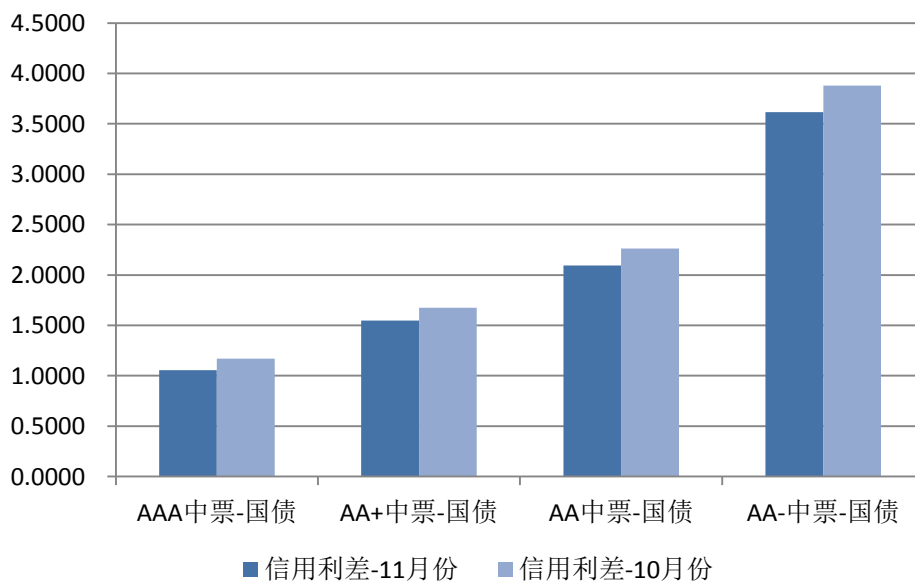


图 9 11月份信用利差变动

数据来源：Wind 资讯、中证指数

从绝对值角度，经过 11 月份收益率的总体下行后，中票 5 年期 AA+及以上评级收益率全部跌至历史 1/4 分位以下。AA-品种仍介于历史 1/2 分位与历史 3/4 分位之间，但已由 10 月份的临近历史 3/4 分位降为临近历史 1/2 分位。信用利差方面，评级越高，当前信用利差所处的历史分位越低，其中 AAA 中票信用利差比历史 1/4 分位低 31BP，AA 中票的信用利差比历史 1/4 分位低 13BP，而 AA-品种的信用利差由历史 3/4 分位跌至历史 1/2 分位附近。

**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	4.4590	4.7736	5.0228	5.3745
AA+	4.9513	5.1781	5.4604	5.9710
AA	5.4988	5.5500	5.8898	6.4802
AA-	7.0186	6.5346	6.9547	7.8865

**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	1.0547	1.3695	1.5439	1.7129
AA+中票-国债	1.5470	1.7853	2.0106	2.2421
AA 中票-国债	2.0945	2.2203	2.4355	2.6198
AA-中票-国债	3.6143	3.0925	3.5755	3.8648

## 四、中证债券估值与指数变动

### 4.1 市场成交概况

11月份债市牛市行情继续,全市场交投火热,全月现券成交规模3.82万亿,较10月份成交规模增长近2,000亿元。其中,交易所现券成交规模1,508亿元,较10月份成交规模飙升400多亿元,并创交易所债市月度成交规模新高。

**个券交易活跃度。**11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466,占全市场数量的4.32%;成交或报价比较活跃的个券数量有524只,占比4.86%;有报价或成交,且天数不超过10天的债券4,200只,占比38.95%,月内无报价无成交的债券有5,593只,占比51.87%。

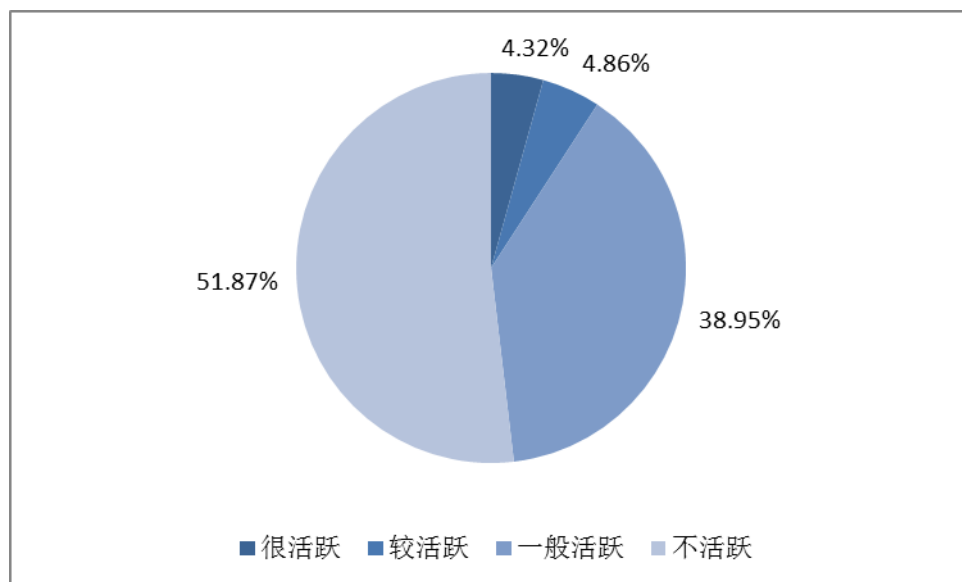


图 10 债券市场 11 月份成交活跃度

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时间但不超过 19 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。

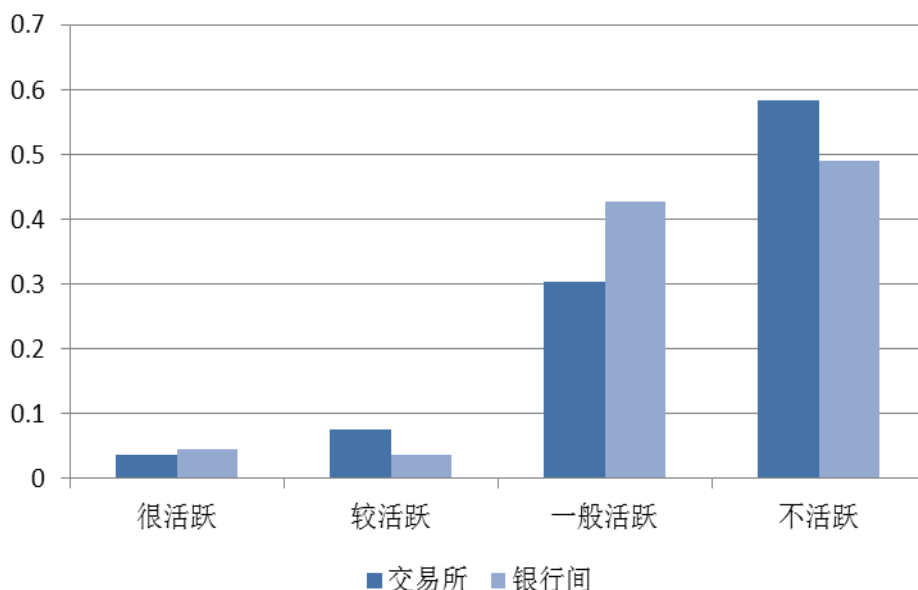


图 11 成交活跃度 (分市场)

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，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 (11 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	25.84%	3.93%	25.84%	44.38%
金融债	16.29%	7.08%	32.71%	43.93%
央行票据	11.11%	0.00%	66.67%	22.22%
同业存单	0.91%	1.64%	24.04%	73.41%
短期融资券	4.85%	7.58%	64.39%	23.18%
中期票据	3.24%	3.01%	42.91%	50.83%
企业债	1.28%	1.70%	44.49%	52.53%
<b>交易所债券市场</b>				
国债	1.81%	2.41%	11.75%	84.04%
金融债	2.33%	5.81%	18.60%	73.26%
公司债	4.65%	8.23%	26.23%	60.89%
企业债	2.71%	9.58%	43.92%	43.79%
可分离转债存债	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可转债	83.33%	10.00%	3.33%	3.33%

数据来源：Wind 资讯、中证指数

## 4.2 中证估值（净价）变动分析

11 月份中证债券估值（净价）上行为主。在可比的 9,731 只债券中，11 月份中证估值（净价）下跌的债券数量为 2103 只，占比 21.61%。净价持平的债券 28 只，占比 0.29%。净价增长的债券数量为 7,600 只，占比 78.10%。与 10 月份估值变动占比结构相比，11 月份估值净价增长的债券数量占比有所回落。

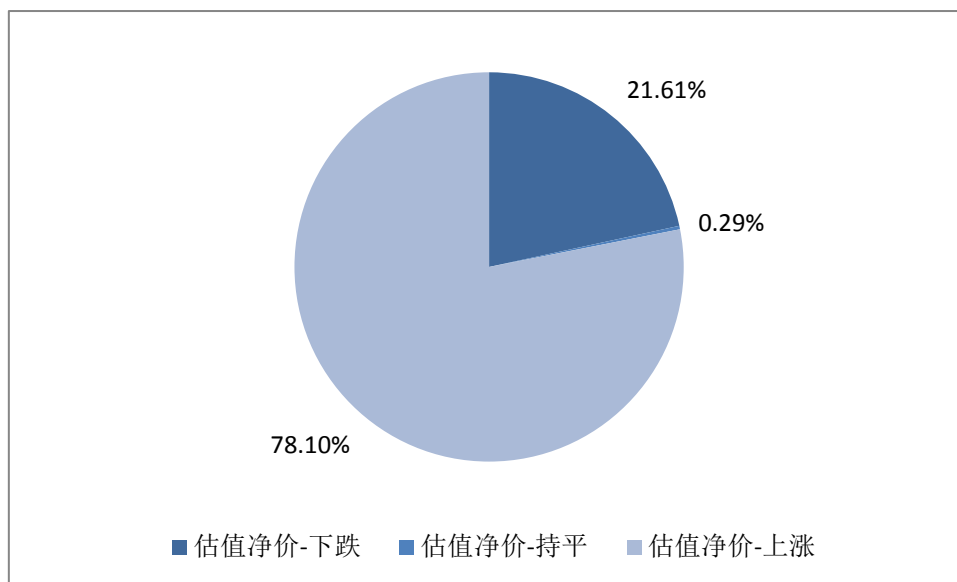


图 12 中证债券估值（净价）变动占比（11 月份）

11 月份债券市场总体延续 10 月份的暖意，各期限估值净价均值均有所增长，全市场估值净价均值相比 10 月份增长 1.05 元，涨幅相比 10 月份小涨 0.07 元。期限上看，期限越长，涨幅越大，3 年期以上期限涨幅普遍超过 1 元，其中超长长期限（超过 7 年）品种估值净价均值涨幅 2.80 元。

品种上看，所有品种估值净价均值全线增长。除短融、同业存单等短期限品种外，其余中长期品种估值净价均值涨幅均较大。利率品种涨幅大于信用品种，国债和金融债估值净价均值月度涨幅均超过 1 元。可转债表现持续领先，单月估值净价均值实现 9.03 元的涨幅。

表 4 中证债券估值（净价）变动（11 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	0.16	0.42	0.56	1.33	3.05	1.45
金融债	0.08	0.62	1.04	2.10	2.67	1.05
央行票据		0.47				0.47
同业存单	0.01					0.01
短期融资券	0.07					0.07
中期票据	0.08	0.60	1.19	1.83	3.35	0.81
企业债	0.07	-0.06	1.09	2.48	2.86	1.71

公司债	-0.05	0.37	0.45	0.14	-0.32	0.30
可转债	6.04	7.38	6.90	13.16		9.03
总计	0.06	0.44	1.06	2.39	2.80	1.05

### 4.3 中证指数走势分析

11月份债市收益率持续下移态势，债券估值净价基本上涨，带动债券全价指数纷纷月度大幅收涨。11月份中证全债指数月度涨幅1.80%，到期收益率4.13%，修正久期4.77。涨幅居前的债券指数为中证转债指数（11.09%）、中证10+债指数（4.32%）和沪城投债指数（2.48%）。

#### 4.3.1 利率债指数走势分析

11月份利率债指数继续大幅收涨，但由于月中的调整，国债、金融债等中长期利率债指数月度涨幅较10月份有所收窄。品种上看，中证金融债指数涨幅居前，达1.87%，其次是中证国债指数（1.81%）。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1.95%。

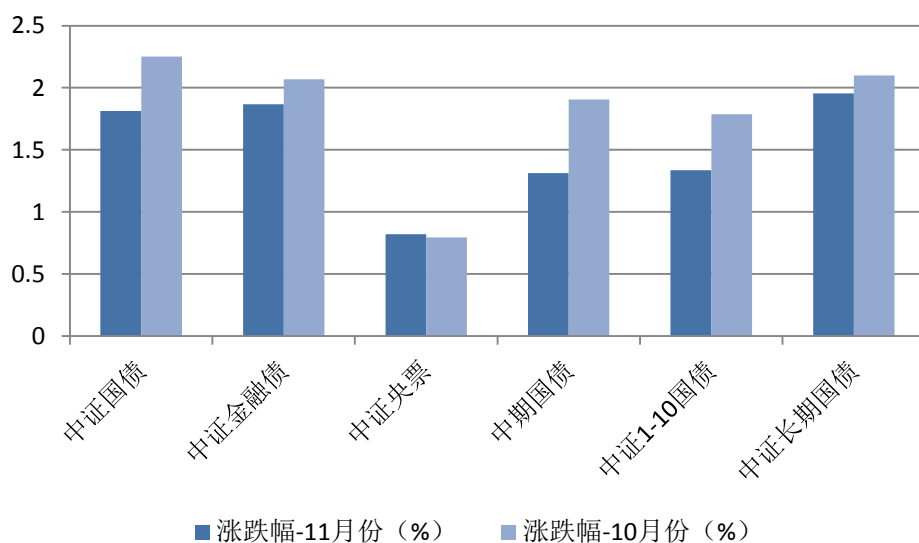
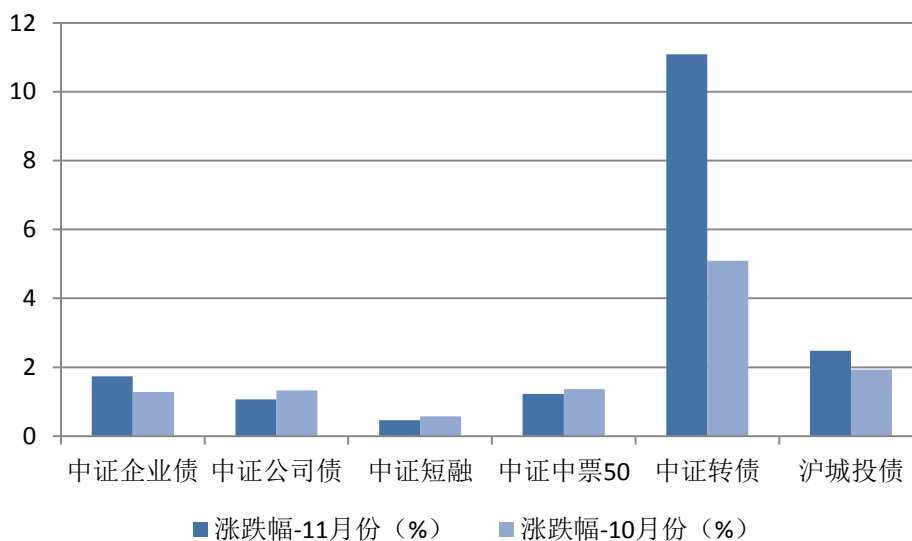


图 13 中证利率债指数变动 (11月份)

数据来源：Wind 资讯、中证指数

#### 4.3.2 信用债指数走势分析

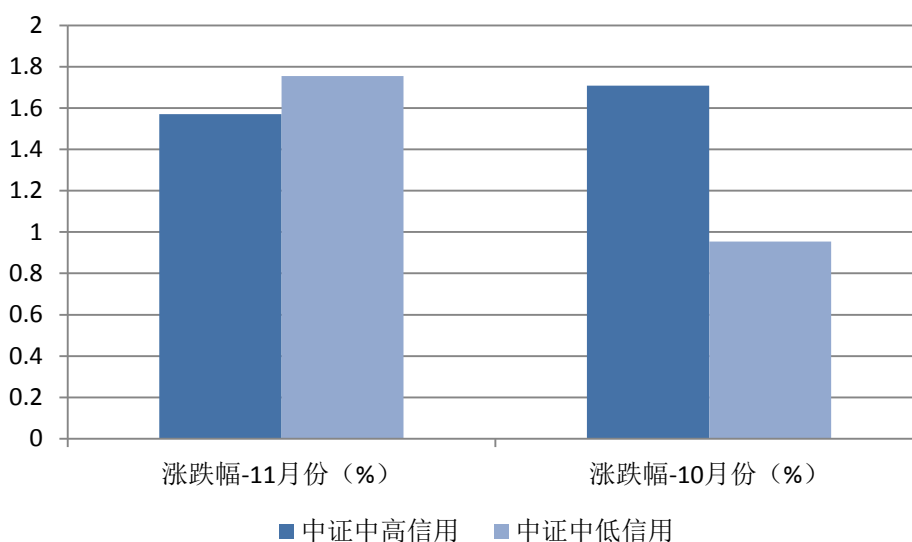
11月份中证信用债指数延续牛市行情。中证转债指数继续以11.09%的涨幅居前。信用品种中，沪城投债指数涨幅（2.48%）继续领先。短期限的中证短融指数涨幅靠后。



**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，11 月份中证中高等级信用指数与中证中低等级信用指数均继续上涨。中证中高信用指数涨幅小于中证中低信用指数涨幅，显示 11 月牛市行情持续演绎下，机构的风险偏好有所抬升，中低等级信用品种较受市场青睐。

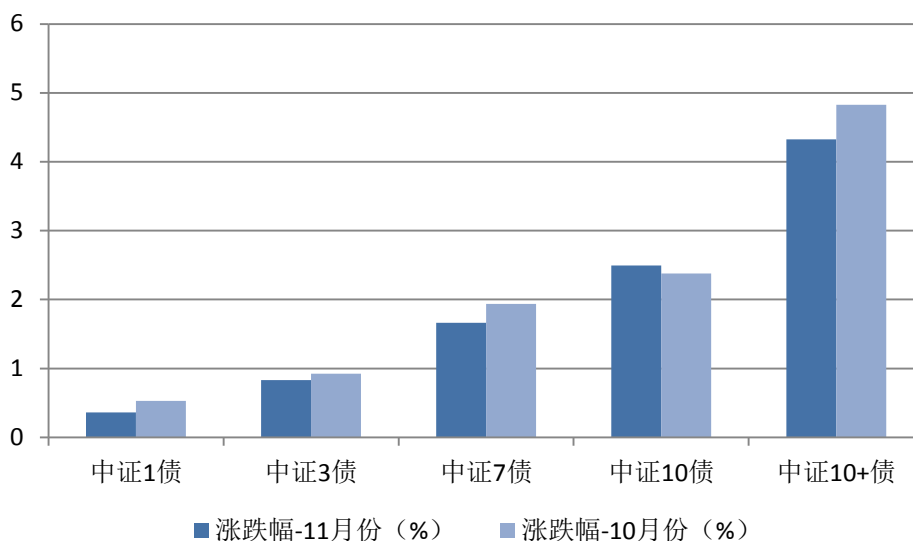


**图 15 中证信用债指数走势（分评级）**

数据来源：Wind 资讯、中证指数

期限上看，11 月份所有期限类债券指数较 10 月末均大幅上涨。期限越长，估值净价均值涨幅越大。期限最短的中证 1 债指数月度涨幅 0.36%，期限最长的中证 10+ 债月度涨幅 4.32%。





**图 16 中证期限类债券指数走势**

数据来源：Wind 资讯、中证指数

11 月份债市收益率经历“下-上-下”过山车行情，最后依靠央行降息政策的出台锁定了月度的收益率下行态势。从 11 月份收益率波动来看，经过前期三个月的大跌，收益率已经对当前孱弱基本面和宽松货币政策充分反映，曲线期限利差亦缩至历史低位，收益率向上技术调整压力逐渐增大。展望 12 月份，在央行没有进一步宽松政策出台的条件下，伴随着股市持续红火，债市的调整压力逐渐凸显。

**附表：11 月份主要中证债券指数（全价）涨跌幅**

指数代码	指数名称	11 月份	10 月份	涨跌幅-11 月份 (%)	年初至今 涨跌 (%)	到期收 益率 (%)	修正 久期
000832	中证转债	349.07	319.77	11.09	25.51	--	--
000833	中高企债	147.81	146.33	1.10	11.33	--	--
000845	中证中期信用债	151.68	148.60	2.12	12.12	--	--
H11001	中证全债	158.64	155.92	1.80	11.06	4.13	4.77
H11002	中证 3 债	154.04	152.82	0.83	8.58	3.97	1.91
H11003	中证 7 债	160.45	157.88	1.66	11.47	4.29	4.09
H11004	中证 10 债	159.94	156.02	2.50	14.46	3.91	6.70
H11005	中证 10+ 债	157.48	151.56	4.32	20.94	4.24	13.23
H11006	中证国债	153.45	150.86	1.81	10.87	3.54	6.36
H11007	中证金融债	157.24	154.45	1.87	12.38	3.90	4.02
H11008	中证企业债	172.07	169.17	1.74	10.70	4.96	3.91
H11009	中证综合债	152.28	150.33	1.34	10.08	4.04	3.46
H11010	中证 1 债	139.48	139.02	0.36	4.80	3.74	0.76
H11011	中证央票	129.22	128.19	0.82	5.81	3.37	1.62
H11012	中证央票 1	125.44	125.44	0.00	3.03	--	--
H11014	中证短融	137.48	136.89	0.46	5.89	4.64	0.42
H11015	中证短债	143.31	142.81	0.38	5.16	3.88	0.71
H11016	中证 50 债	134.66	132.82	1.41	9.80	3.68	3.99
H11017	中期国债	135.94	134.18	1.31	9.68	3.45	4.85
H11019	中证企债 100	142.65	140.00	2.00	11.71	4.72	4.29
H11070	中证短融 50	125.30	124.93	0.33	4.69	4.48	0.31
H11071	中证 1-10 国债	133.54	131.75	1.34	9.37	3.43	4.79
H11072	中证中票 50	125.01	123.61	1.22	9.67	4.70	2.88
H11073	中证信用	142.02	139.74	1.66	9.61	4.94	3.92
H11074	中期企债	148.46	145.61	2.00	11.68	5.17	4.30
H11075	长期国债	140.19	137.42	1.95	11.73	3.50	6.76
H11076	中期综合	141.16	138.90	1.73	11.88	4.14	4.27
H11078	中高信用	141.57	139.42	1.57	9.99	4.74	4.02
H11079	中低信用	129.93	127.71	1.75	9.18	5.40	3.46
H11094	中票 L50	123.82	122.45	1.20	9.32	4.85	2.72
H11096	中期信用 L100	165.33	161.48	2.46	13.33	5.53	4.38
H11087	GSZ AAA	130.57	129.36	1.12	6.92	--	--
H11088	GSZ AA+	134.75	133.47	1.07	8.71	--	--
H11089	GSZ AA	137.62	136.42	0.89	10.51	--	--