

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究支持: 白江涛

PMI 跌破荣枯线, 债市收益率下行

——固定收益定期

证券研究报告-固定收益定期

发布日期: 2019 年 06 月 03 日

相关研究

- 1 《固定收益: 宽信用加码, 短期债市承压-固定收益定期》 2019-01-28
- 2 《固定收益: 转债主体风险偏好继续回升-可转债周报》 2019-01-28
- 3 《固定收益: 央行投加码, 债市流动性整体稳定-固定收益定期》 2019-01-22
- 4 《固定收益: 散户逐渐出清, 投资机会隐现-固定收益定期》 2018-08-22
- 5 《固定收益: 吴银转债: 高债底、有下修预期-转债价值分析》 2018-08-16

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **一周策略视点:** 信用风险抬升, 经济数据低于市场预期, 央行大额净投放, 债市收益率普遍下行。现券方面, 国债 1Y 下行 1.22bp 至 2.68%, 国债 5Y 下行 3.81bp 至 3.07%, 国债 10Y 下行 3.74bp 至 3.27%; 国开 1Y 上行 2.45bp 至 2.87%, 国开 5Y 上行 1.9bp 至 3.65%, 国开 10Y 上行 0.62bp 至 3.7%。工业企业利润增速转弱, 叠加 PMI 跌破 50, 未来经济基本面数据或沿着利好债市方向运行。短期制约债市走好存在三大障碍: 一是通胀预期依然较高, 涨价因素或持续至四季度; 二是人民币汇率依然疲弱, 掣肘货币宽松空间; 三是同业信用风险抬头, 存单发行利率抬升或冲击银行间加权融资成本。我们维持 10Y 国债运行 3.1%-3.5% 的区间判断。
- **流动性与资金面跟踪:** 针对全市场的公开市场操作方面, 上周有 1000 亿元 7 天逆回购到期, 同时连续四天进行了 5300 亿元 7 天逆回购, 实现净投放 4300 亿元, 为四个月以来单周最大净投放规模, 加上周四进行的 3 个月 800 亿元国库现金定存操作, 上周最终实现了 5100 亿元的净投放。这在某种程度上缓解了包商银行托管事件对市场的影响, 使得银行体系流动性总量能够保持在合理充裕水平, 并稳定市场流动性预期。上周是 5 月份最后一个交易周, 资金面整体呈平稳波动状态, 周内资金成本先高后低, 周二出现高点, 周五回落。近期人民币再次走弱一定程度上增加了贬值预期, 资金外流压力有所加大, 但随着央行公开市场操作投放力度加大, 对资金面冲击在可控范围内, 预计 6 月份资金面继续维持低位波动, 市场预期将以稳为主。
- **债券发行与交易情况:** 上周新发利率债 38 只, 总募集资金 2549.24 亿元, 与前周相比各品种发行规模有增有减, 总发行金额增加 415.20 亿元, 增幅为 19%。根据已披露的信息, 下周有 32 只利率债计划发行, 总发行金额 1950.86 亿元, 发行规模继续增加。二级市场方面, 上周国债、地方政府债和国开债市场到期收益率整体变化不大, 各关键期现国债和地方政府债以降为主。上周是 5 月份最后一个交易周, 在经济走势不明, 中美贸易摩擦亦不明朗、通胀预期上升、人民币期间走弱的多空因素交织下, 整个 5 月份债券市场走势以震荡为主。
- **信用评级与违约一览:** 上周信用评级发生变动的企业主体有 6 家, 没有主体信用评级下调企业。主体评级调高的企业 4 家为央企或地方国企, 1 家为民营企业。上周没有主体发生实质违约, 只有 1 只债券发生本息展期, 1 只债券发生技术性违约。

风险提示: 通胀超预期, 人民币汇率走弱

内容目录

1. 一周策略视点.....	3
2. 流动性与资金面跟踪.....	3
2.1. 公开市场操作.....	3
2.2. 资金面.....	4
3. 债券发行与交易情况.....	5
3.1. 上周利率债发行情况.....	5
3.2. 下周即将发行利率债情况.....	7
3.3. 上周二级市场基准利率跟踪.....	9
4. 信用评级变动与违约一览.....	10
4.1. 上周信用评级变动情况.....	10
4.2. 上周债券违约跟踪.....	10
5. 期限利差与信用利差变化.....	11
5.1. 期限利差跟踪.....	11
5.2. 信用利差跟踪.....	12

图表目录

图 1: SHIBORO/N\SHIBOR1M\SHIBOR3M 近一年走势.....	5
图 2: R001、R007、R014 近一年走势.....	5
图 3: 国债 1Y、地方政府债 1Y、国开债 1Y 走势图.....	9
图 4: 国债 10Y、地方政府债 10Y、国开债 10Y 走势图.....	9
表 1: 上周央行公开市场操作表.....	4
表 2: 上周 SHIBORO/N、SHIBOR1M、SHIBOR3M、R001、R007、R014 数据一览.....	4
表 3: 上周各类债券发行汇总.....	6
表 4: 上周利率债发行结果汇总.....	7
表 5: 下周即将发行利率债汇总.....	8
表 6: 上周主体评级调高企业汇总.....	10
表 7: 国债期限利差.....	11
表 8: 国开期限利差.....	11
表 9: 中票信用利差.....	12

1. 一周策略视点

信用风险抬升，经济数据低于市场预期，央行大额净投放，债市收益率普遍下行。现券方面，国债 1Y 下行 1.22bp 至 2.68%，国债 5Y 下行 3.81bp 至 3.07%，国债 10Y 下行 3.74bp 至 3.27%；国开 1Y 上行 2.45bp 至 2.87%，国开 5Y 上行 1.9bp 至 3.65%，国开 10Y 上行 0.62bp 至 3.7%。

PMI 跌破荣枯线，经济下行预期加大-根据国家统计局上周发布的景气度指标，5 月中采制造业 PMI 报 49.4%，前值 50.1%；官方非制造业 PMI 报 54.3%，前值 54.3%；综合 PMI 产出指数报 53.3%，前值 53.4%。5 月制造业景气度指标出现回调，时隔两个月后再度跌破荣枯分界线，不及去年同期。宏观经济运行边际趋弱，但基本面尚有支撑，预计 6 月景气度围绕荣枯线对抗。供求结构上，生产表现好于需求，生产指数为 51.7，前值 52.1；新订单指数为 49.8%，前值 51.4%。4 月以来需求走弱，消费增速降至近年来新低，对生产抑制作用增强。结合 2019 年 4 月规模以上工业企业利润增速 -3.4%，以及此前关于 PPI 小幅上升的判断，企业利润增速再次下探，经济底部是否确认仍需时间，预计周期震荡反复延续，未来经济下行压力增大。

汇率疲软+通胀抬升，抑制货币政策空间-外汇政策环境：海外游资撤出对人民币汇率产生冲击，周五离岸人民币一度跳水 100BP，跌破 6.94 关口，随后高层维稳，坚定市场信心。同时，美债收益率创出近期新低，中美利差重新走阔，利差保护对汇率有一定支撑。预计短期人民币汇率仍将波动走弱，但中长期稳中有升趋势不变。物价就业环境：工业品库存和价格景气度对 PPI 产生压制，但 CPI 仍有上升动力，需求走弱限制产能和就业释放，弱滞胀预期再起，就业压力将倒逼对冲政策出台。

工业企业利润增速转弱，叠加 PMI 跌破 50，未来经济基本面数据或沿着利好债市方向运行。短期制约债市走好存在三大障碍：一是通胀预期依然较高，涨价因素或持续至四季度；二是人民币汇率依然疲弱，掣肘货币宽松空间；三是同业信用风险抬头，存单发行利率抬升或冲击银行间加权融资成本。我们维持 10Y 国债运行区间 3.1%-3.5% 的区间判断。

2. 流动性与资金面跟踪

2.1. 公开市场操作

针对全市场的公开市场操作方面，上周有 1000 亿元 7 天逆回购到期，同时连续四天进行了 5300 亿元 7 天逆回购，实现净投放 4300 亿元，为四个月以来单周最大净投放规模，加上周四进行的 3 个月 800 亿元国库现金定存操作，上周最终实现了 5100 亿元的净投放。这在某种程度上缓解了包商银行托管事件对市场的影响，使得银行体系流动性总量能够保持在合理充裕水平，并稳定市场流动性预期。上周央行和财政部开展的国库现金定存操作为本年度第二次，中标利率 4.01%，比上次（1 月 24 日，1000 亿元，1 个月）的 3.71% 上升了 30 个 BP，一方面，对于中小银行来说，包商银行托管事件使得同业存单发行遇到一定困难，需要流动性投放

缓解负债端压力。另一方面，3个月国库现金定存资金也满足了银行对于跨年中资金的需求。

表 1: 上周央行公开市场操作表

名称	发行/到期	发生日期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)
逆回购 7D	逆回购到期	2019-05-29	200.00	2.5500	0.00
逆回购 7D	逆回购到期	2019-05-28	800.00	2.5500	0.00
逆回购 7D	逆回购	2019-05-27	800.00	2.5500	0.00
逆回购 7D	逆回购	2019-05-28	1,500.00	2.5500	0.00
逆回购 7D	逆回购	2019-05-29	2,700.00	2.5500	0.00
逆回购 7D	逆回购	2019-05-30	300.00	2.5500	0.00
国库定存 3 个月	国库现金定存	2019-05-30	800.00	4.0100	30.00
净投放(考虑降准置换回笼)			4,300.00		
净投放			4,300.00		
净投放(含国库现金)			5,100.00		

资料来源：中原证券，Wind

2.2. 资金面

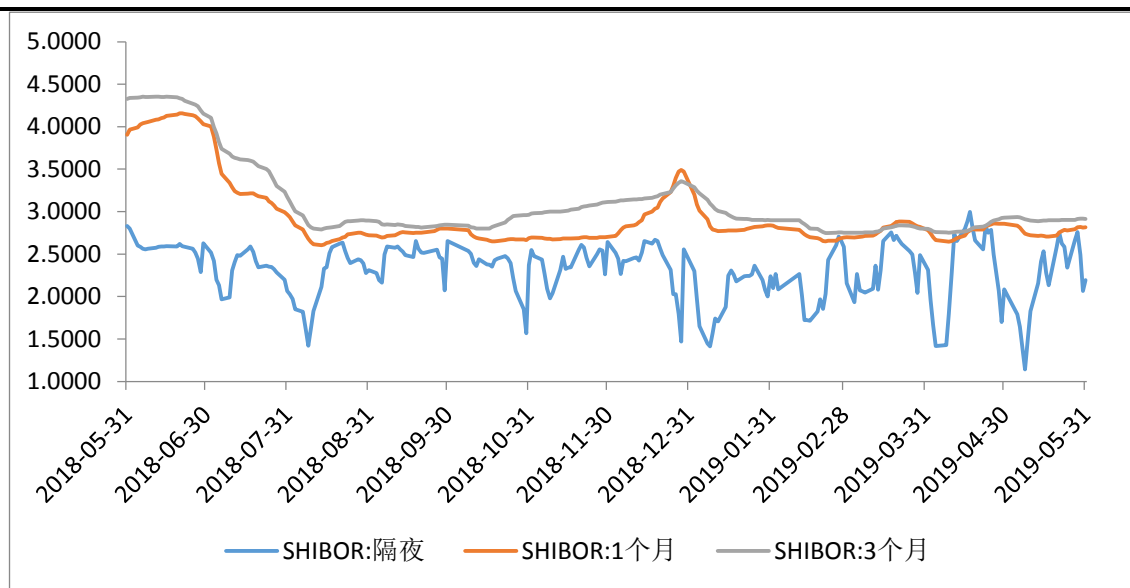
上周是 5 月份最后一个交易周，资金面整体呈平稳波动状态，周内资金成本先高后低，周二出现高点，周五回落。其中隔夜质押式回购利率（R001）、7 天质押式回购利率（R007）和 14 天质押式回购利率（R014）上周二收盘分别为 2.9069%、3.6250%和 3.7117%，较前周五收盘分别高出 53BP、109BP 和 84BP；上周五收盘分别为 2.2293%、2.5885%和 2.7842%，较前周五收盘分别高出-15BP、6BP 和-8BP。上周 SHIBORO/N 继续维持在 2%之上，周二收于周中高点 2.7600%，较前周五收盘上升 42BP，周五收于 2.1940%，较前周五收盘下降 15BP；SHIBOR1M 和 SHIBOR3M 上周均继续小步走高，SHIBOR1M 周五收于 2.8160%，与前周五收盘相比上升 4BP；SHIBOR3M 周五收于 2.9120%，与前周五收盘相比上升 1BP。近期人民币再次走弱一定程度上增加了贬值预期，资金外流压力有所加大，但随着央行公开市场操作投放力度加大，对资金面冲击在可控范围内，预计 6 月份资金面继续维持低位波动，市场预期将以稳为主。

表 2: 上周 SHIBORO/N、SHIBOR1M、SHIBOR3M、R001、R007、R014 数据一览

指标名称	R001	R007	R014	SHIBORO/N	SHIBOR1M	SHIBOR3M
频率	日	日	日	日	日	日
2019-05-27	2.7423	3.0578	3.0411	2.6660	2.7920	2.9040
2019-05-28	2.9069	3.6250	3.7117	2.7600	2.8160	2.9150
2019-05-29	2.5102	3.0472	3.1412	2.4910	2.8180	2.9170
2019-05-30	2.0813	2.7490	2.8586	2.0670	2.8130	2.9160
2019-05-31	2.2293	2.5885	2.7842	2.1940	2.8160	2.9120

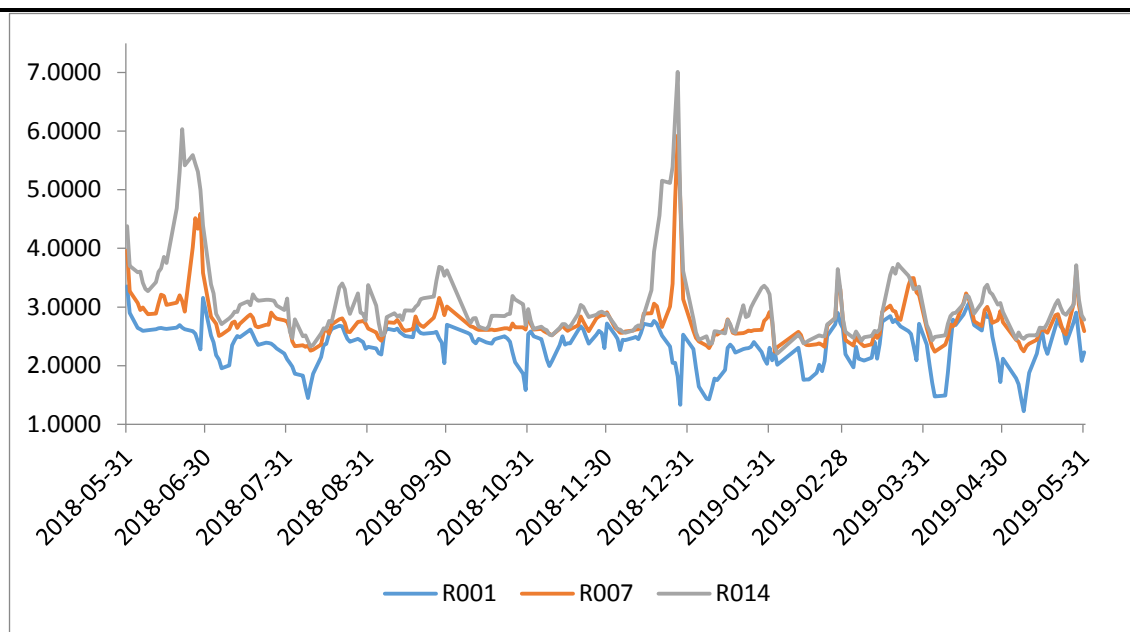
资料来源：中原证券，Wind

图 1: SHIBORO/N\SHIBOR1M\SHIBOR3M 近一年走势



资料来源：中原证券，Wind

图 2: R001、R007、R014 近一年走势



资料来源：中原证券，Wind

3. 债券发行与交易情况

3.1. 上周利率债发行情况

上周新发利率债共 38 只，总募集资金 2549.24 亿元，其中国债 2 只，合计 471.30 亿元；政策性金融债 14 只，合计 806.80 亿元；地方政府债发行 22 只，合计 1271.14 亿元。与前周相比，各品种发行规模有增有减，其中国债发行减少 510.40 亿元，政策性金融债发行增加 157.10 亿元，地方政府债发行增加 768.50 亿元，利率债总发行金额增加 415.20 亿元，增幅为 19%。

上周同业存单共发行 391 只，合计发行总额 1116.60 亿元，与前周比发行只数和金额均大幅减少，其发行面额占比 22.53%，从一半以上跌落至不到三分之一，主要受到包商银行托管及部分中小银行（城商行、农商行）年报无法披露影响。

表 3：上周各类债券发行汇总

类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重(%)
国债	2	0.33	471.30	9.51
地方政府债	22	3.58	1,271.14	25.65
同业存单	391	63.58	1,116.60	22.53
金融债	22	3.58	1,026.80	20.72
政策银行债	14	2.28	806.80	16.28
商业银行债	2	0.33	40.00	0.81
商业银行次级债券	2	0.33	100.00	2.02
证券公司债	3	0.49	50.00	1.01
其它金融机构债	1	0.16	30.00	0.61
企业债	5	0.81	20.00	0.40
公司债	52	8.46	233.20	4.71
一般公司债	11	1.79	86.70	1.75
私募债	41	6.67	146.50	2.96
中期票据	16	2.60	137.00	2.76
短期融资券	40	6.50	320.00	6.46
一般短期融资券	6	0.98	36.50	0.74
超短期融资债券	34	5.53	283.50	5.72
定向工具	17	2.76	138.60	2.80
国际机构债	1	0.16	20.00	0.40
资产支持证券	45	7.32	187.43	3.78
交易商协会 ABN	5	0.81	12.44	0.25
证监会主管 ABS	34	5.53	110.34	2.23
银保监会主管 ABS	6	0.98	64.65	1.30
可转债	1	0.16	1.92	0.04
可交换债	1	0.16	11.00	0.22
合计	615	100.00	4,954.98	100.00

资料来源：中原证券，Wind

表 4：上周利率债发行结果汇总

代码	债券简称	发行日期	发行票面利率(%)	发行面额(亿元)	期限(年)	发行价格
180024X5.IB	18 付息国债 24(续 5)	2019-05-31	4.08	371.30	30.00	102.60
199922.IB	19 贴现国债 22	2019-05-31	2.32	100.00	0.25	99.43
104619.IB	19 广东债 29	2019-05-29	3.57	14.74	10.00	100.00
104621.IB	19 广东债 31	2019-05-29	3.88	9.09	15.00	100.00
104512X.IB	19 广东债 09(续发)	2019-05-29	3.34	117.20	10.00	99.03
157720.IB	19 黑龙江 06	2019-05-30	4.19	100.60	30.00	100.00
104613.IB	19 广东债 23	2019-05-29	3.60	26.27	7.00	100.00
104620.IB	19 广东债 30	2019-05-29	3.57	6.00	10.00	100.00
104623.IB	19 广东债 33	2019-05-29	3.57	94.73	10.00	100.00
1905178.IB	19 广西债 12	2019-05-28	3.77	150.00	10.00	100.00
1905183.IB	19 湖北债 17	2019-05-31	3.59	71.73	7.00	100.00
104615.IB	19 广东债 25	2019-05-29	3.60	28.67	7.00	100.00
157719.IB	19 辽宁 07	2019-05-28	4.28	137.91	30.00	100.00
104616.IB	19 广东债 26	2019-05-29	3.57	4.55	10.00	100.00
104625.IB	19 广东债 35	2019-05-29	3.91	10.94	20.00	100.00
1905184.IB	19 湖北债 18	2019-05-31	4.19	31.24	30.00	100.00
104617.IB	19 广东债 27	2019-05-29	3.57	20.52	10.00	100.00
1905177.IB	19 广西债 11	2019-05-28	3.77	195.21	10.00	100.00
104622.IB	19 广东债 32	2019-05-29	3.91	3.10	20.00	100.00
157721.IB	19 贵州 05	2019-05-28	4.20	114.32	30.00	100.00
104624.IB	19 广东债 34	2019-05-29	3.88	12.61	15.00	100.00
104614.IB	19 广东债 24	2019-05-29	3.38	88.38	5.00	100.00
104612.IB	19 广东债 22	2019-05-29	3.38	28.69	5.00	100.00
104618.IB	19 广东债 28	2019-05-29	3.91	4.65	20.00	100.00
190304Z2.IB	19 进出 04(增 2)	2019-05-30	2.70	30.00	1.00	100.11
190206Z3.IB	19 国开 06(增 3)	2019-05-30	2.65	62.00	1.00	100.27
190210Z2.IB	19 国开 10(增 2)	2019-05-30	3.65	150.00	10.00	99.92
190305Z14.IB	19 进出 05(增 14)	2019-05-30	3.28	70.00	5.00	99.56
180411Z22.IB	18 农发 11(增 22)	2019-05-29	4.00	30.00	7.00	103.37
190203Z16.IB	19 国开 03(增 16)	2019-05-30	3.30	77.00	5.00	100.12
190306.IB	19 进出 06	2019-05-30	3.37	58.50	3.00	100.00
190402Z11.IB	19 农发 02(增 11)	2019-05-29	2.43	30.00	1.00	100.33
190310Z.IB	19 进出 10(增发)	2019-05-30	3.86	30.00	10.00	99.84
190207Z2.IB	19 国开 07(增 2)	2019-05-28	3.18	66.20	3.00	99.70
190204Z13.IB	19 国开 04(增 13)	2019-05-28	3.68	50.10	7.00	100.00
190403Z8.IB	19 农发 03(增 8)	2019-05-27	3.20	40.00	3.00	100.00
190404Z8.IB	19 农发 04(增 8)	2019-05-27	3.51	40.00	5.00	99.95
190401Z16.IB	19 农发 01(增 16)	2019-05-29	3.75	73.00	10.00	100.48

资料来源：中原证券，Wind

3.2. 下周即将发行利率债情况

根据已披露的信息，下周有 32 只利率债计划发行，总发行金额 1950.86 亿元，其中国债计划发行 2 只，共计 960 亿元；政策性银行债计划发行 4 只，共计 180 亿元；地方政府债计划发行 26 只，共计 810.27 亿元。可以看出，下周国债发行规模恢复常态，地方政府债发行规模继续加力，政策性金融债发行有所减少，利率债总发行规模继续增加。下周地方政府债发行主要集中在四川省、天津市、河北省和甘肃省，发行规模分别为 336.6 亿元、165 亿元、173.74 亿元和 135.53 亿元。

表 5：下周即将发行利率债汇总

交易代码	债券简称	发行起始日	计划发行规模 (亿)	发行期限(年)
Z19053128.IB	19 天津债 34	2019-06-06	10.00	5.00
Z19053107.IB	19 天津债 27	2019-06-06	44.00	5.00
Z19053001.IB	19 河北债 14	2019-06-06	108.74	5.00
Z19053119.IB	19 天津债 31	2019-06-06	1.00	7.00
Z19053122.IB	19 天津债 32	2019-06-06	37.00	10.00
Z19053004.IB	19 河北债 15	2019-06-06	65.00	30.00
Z19053101.IB	19 天津债 25	2019-06-06	5.00	3.00
Z19053116.IB	19 天津债 30	2019-06-06	4.00	5.00
Z19053104.IB	19 天津债 26	2019-06-06	40.00	5.00
Z19053110.IB	19 天津债 28	2019-06-06	8.00	3.00
Z19053113.IB	19 天津债 29	2019-06-06	14.00	5.00
Z19053125.IB	19 天津债 33	2019-06-06	2.00	5.00
190003X3.IB	19 付息国债 03(续 3)	2019-06-05	480.00	3.00
190007.IB	19 付息国债 07	2019-06-05	480.00	7.00
190207Z3.IB	19 国开 07(增 3)	2019-06-04	50.00	3.00
Z19052804.IB	19 甘肃债 10	2019-06-04	82.10	30.00
Z19052801.IB	19 甘肃债 09	2019-06-04	53.43	7.00
190204Z14.IB	19 国开 04(增 14)	2019-06-04	50.00	7.00
Z19052725.IB	19 四川债 93	2019-06-03	2.82	7.00
Z19052704.IB	19 四川债 86	2019-06-03	70.00	30.00
Z19052719.IB	19 四川债 91	2019-06-03	3.00	20.00
190404Z9.IB	19 农发 04(增 9)	2019-06-03	40.00	5.00

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12226

