

## 债券五月看市 | 当前债市运行基础未改，调整或成为常态

### 4月债市回顾：窄幅震荡后现“过山车”行情

4月，债市上月维持窄幅震荡格局，下旬主要围绕政府债供给预期、货币政策预期、欠配压力等因素进行大幅调整，利率创年内新低后债券二级市场价格迎来急跌，月末有所回暖。

4月上旬资金面平稳偏松，长端利率在市场对于供给扰动、农商行买长债超长债的担忧以及央行“关注长期收益率的变化”表述的影响下，整体表现偏谨慎，短债行情相对更优。中旬通胀数据、进出口数据整体来讲对债券市场表现的影响相对有限。4月下旬债市出现大幅调整，欠配压力+资金面宽松+供给预期调整带动下，10Y国债利率先持续下行并在23日再创年内新低。15日MLF缩量平价续作，但资金面整体保持平稳宽松；16日经济数据公布，总量较好但结构性有所欠缺；17日、18日国新办发布会上发改委、央行先后就增发国债项目的建设进度和债券收益率表现表态，债市行情整体仍延续；23日-29日，央行再度多次提醒利率风险影响市场机构预期，10Y国债利率快速大幅回升。

此外，在4月政治局会议和PMI数据尚未靴子落地时，市场情绪也偏谨慎；临近跨月，资金面和债市表现的不确定性使得交易盘持券过节意愿下降。截至29日，10Y、30Y国债利率分别为2.35%、2.58%，已基本回升至2月末3月初的水平。30日，政治局会议和PMI数据靴子落地，叠加央行逆回购大幅投放4400亿元呵护跨月资金面，债市情绪明显回暖。截至4月30日，1Y/10Y/30Y国债利率分别收于1.69%/2.30%/2.54%。（数据来源于Wind）

### 基本面：制造业PMI仍处扩张区，通胀或企稳略上

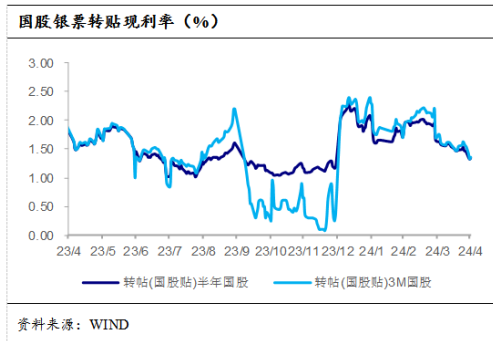
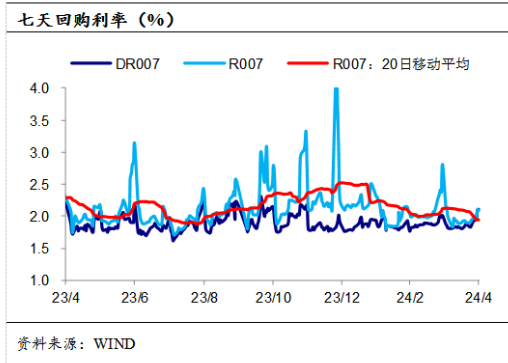
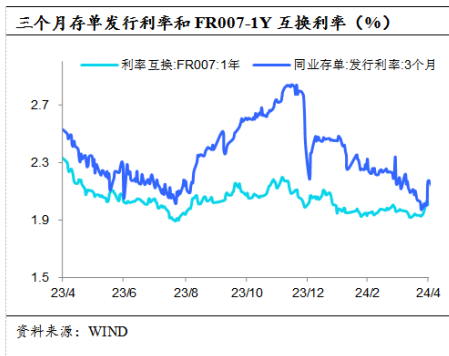
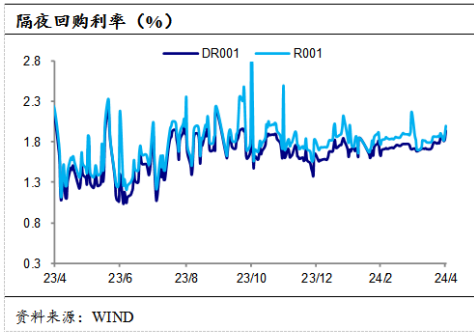
4月制造业PMI小幅回落、但仍在扩张区。4月制造业PMI下降0.4pct至50.4%，已连续2个月处于荣枯线上方，其中生产扩张快于需求、外需有支撑，生产指数、需求指数、新出口订单指数分别为52.9%、51.1%、50.6%，较3月分别+0.7pct、-1.9pct、-0.7pct。非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为51.2%和51.7%，仍在扩张区间。

4月CPI同比读数小幅回升至0.3%，PPI同比降幅缩小，录得-2.5%。4月以来猪肉价格环比读数转正，蔬菜价格环比降幅缩小，水果价格环比增速转负，叠加23年同期基数走低，共同推动4月CPI同比读数小幅回升。4月以来国内钢铁、煤和玻璃的价格均环比下降，国际原油价格、国内沥青、水泥和油（汽油批发价格指数）的价格均环比上涨，叠加23年同期基数继续下滑，因此4月PPI同比降幅缩小。（数据来源于Wind）

### 4月货币市场：资金利率分化，票据利率下行

4月（4/1-4/30）央行净回笼资金5500亿元。逆回购投放4820亿元，逆回购到期8820亿元；MLF投放1000亿元，MLF到期1700亿元。国库定存投放700亿元，国库定存到期1500亿元。

资金利率下行、票据利率分化。4月R001月均值下行4BP至1.84%，R007月均值下行15BP至1.96%；DR001月均值上行2BP至1.76%，DR007月均值下行2BP至1.88%。3M存单发行利率震荡下行后于月末快速回升，FR007-1Y先下后上；4月票据利率下行，半年/3M国股银票转贴现价格月均值分别为1.50%、1.55%，较3月分别环比下行44BP、53BP。（数据来源于Wind）



#### 4月二级市场：长期&超长期国债收跌

相比于3月29日，4月30日1年期国债收益率下行3BP至1.69%，10年期国债收益率上行1BP至2.30%，30年期国债收益率上行8BP至2.54%；1年期国开债收益率上行5BP至1.89%，10年期国开债收益率下行1BP至2.40%，30年期国开债收益率上行3BP至2.68%。

**10Y-1Y 国债期限利差走阔 4BP 至 61BP，位于近三年 36%分位数。**除 1Y、3Y 隐含税率分别上升至 94%、62%分位数外，其余关键期限隐含税率均明显下降。其中，10Y 国开债隐含税率由 5%下降至 4.04%，位于 14%分位数水平。（数据来源于 Wind）

国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率 (4/30 较 3/29)								
		利率水平(%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	1.85	2.12	2.41	2.57	2.78	2.78	3.24
	最新水平	1.53	1.69	1.98	2.15	2.28	2.30	2.54
	最新分位数	7	1	0	2	1	4	6
	经调整后分位数	20	20	3	3	1	4	6
国开债	中位数	1.92	2.25	2.57	2.75	2.98	2.98	3.37
	最新水平	1.63	1.89	2.13	2.19	2.40	2.40	2.68
	最新分位数	12	12	2	1	2	2	6
	经调整后分位数	40	31	6	1	2	2	6
		期限利差						
		3年-1年	5年-3年	10年-5年	10年-1年	30年-10年		
国债	中位数 (bp)	32	17	17	66	41		
	最新水平 (bp)	29	16	15	61	24		
	最新分位数 (%)	37	48	34	36	9		
	前一期分位数 (%)	45	49	3	26	2		
国开债	中位数 (bp)	36	17	20	74	38		
	最新水平 (bp)	24	6	21	51	28		
	最新分位数 (%)	18	1	55	16	17		
	前一期分位数 (%)	43	10	13	23	10		
国开债隐 含税率 (%)		1y	3y	5y	7y	10y	20y	
	中位数	5.91	6.22	5.64	6.38	5.83	6.57	
	最新利率水平	10.39	6.83	1.78	4.73	4.04	5.97	
	最新分位数	94	62	1	15	14	27	

注：数据为滚动三年分位数；“经调整分位数”指市场利率减去 OMO 利率后计算的分位数  
资料来源：Wind

#### 4 月信用市场：信用债收益率下行明显，信用利差普遍收缩

4 月底债市调整，信用债调整略滞后于利率债，全月来看信用债收益率下行明显，信用利差普遍收缩。

收益率水平来看：1 年期各等级中短票下行 18BP，各等级城投债下行 14BP；3 年期各等级中短票下行 11-15BP，各等级城投债下行 18-21BP；5 年期各等级中短票下行 10-20BP，各等级城投债下行 10-19BP。信用利差方面：1 年期各等级中短票利差下行 23BP，各等级城投债利差收缩 19BP；3 年期各等级中短票利差下行 7-11BP，各等级城投债利差收缩 14-17BP；5 年期各等级中短票利差下行 2-12BP，各等级城投债利差收缩 2-12BP。（数据来源于 Wind）

#### 5 月债市前瞻：震荡格局或维持，关注波段机会

**基本面方面**，4 月制造业 PMI 录得 50.4，前值 50.8；非制造业 PMI 录得 51.2，前值 53。制造业 PMI 有小幅回落，但整体符合季节性，生产指数、新订单指数和供应商配送时间高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点，表明春季复工复产后制造业生产活动进一步旺盛，但需求端有所回落，新订单指数和新出口订单都有所回落。非制造业 PMI 整体有所回落，服务业 PMI 回落 2.1 个百分点录得 50.7，建筑业 PMI 回升 0.1 个百分点录得 56.3，内需筑底特征明显。

**政策方面**，大规模设备更新改造和以旧换新逐步落地：4 月初，央行设立科技创新和技术改造再贷款额度 5000 亿元；4 月 26 日，商务部、财政部等七部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确了汽车以旧换新资金补贴政策，政策效果需要进一步观察。货币政策方面，央行再次重申长期收益率风险，引发债市波动。资金面方面，4 月债市平稳，月末非银资金价格有所抬升，但央行呵护流动性，跨月平稳。近期超长期国债发行计划落地，对债市冲击略低于预期。

**债市策略方面**，当前债市运行基础未改，资金面基本维持平稳，债市上行空间有限；但考虑到债券市场收益率压缩至极低、降准降息未至、央行对长期利率风险的频繁发声、以及财政和产业政策的不发力，债市调整或成为常态，市场波动或进一步加大。（数据来源于Wind）

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

（市场有风险，投资需谨慎）