债海观潮，大势研判

多空因素交织，债市面临方向抉择

投资策略 · 固定收益

2024年第六期

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

证券分析师：赵婧
0755-22940745
zhaojing@guosen.com.cn
S0980513080004

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：季家辉
021-61761056
jijiahui@guosen.com.cn
S0980522010002

联系人：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn

摘要

- **行情回顾：**社融4月负增长，房地产调控政策继续优化，特别国债顺利首发。利率债方面，5月10年期国债收益率稳定在2.3%，短期限品种收益率再次下行。信用债方面，5月信用利差继续压缩，主要品种信用利差再创新低。违约方面，5月无新增首次违约，违约风险继续保持在低位；
- **海外基本面：**美国经济景气上升，就业市场边际走弱；美国核心通胀继续降温，通胀预期保持稳定；欧日经济景气回升，通胀逐渐企稳；
- **国内基本面：**4月国内经济增速较3月小幅回升，其中消费、投资同比有所回落，但出口同比明显反弹。根据测算，2024年4月国内实际GDP同比约为4.9%，较3月小幅回升0.1个百分点，维持平稳增长势头。高频跟踪来看，2024年5月国信高频宏观扩散指数B继续上行，表现略优于历史平均水平，表明5月国内经济增长动能延续稳中有进态势；价格方面，5月国内CPI同比和PPI同比或均继续上升；
- **货币政策：**把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量；5月MLF恢复等额续作，公开市场恢复净投放；利率方面，政策利率继续持平；
- **热点追踪：**2024年以来信用债负α效应显著下降；
- **大势研判：**多空因素交织，债市面临方向抉择。一方面，广谱利率下调，存款搬家，有利于债券资产；另一方面，政策面积极信号增多，房地产调控政策持续优化，政府债券供给也明显放量；

目录

- 2024年5月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
  - ✓ 海外基本面：美日欧经济景气进一步复苏，通胀延续降温态势
  - ✓ 国内基本面：经济势头平稳，通胀小幅回升
  - ✓ 国信高频跟踪与预测：5月增长动能稳中有进，通胀同比继续回升
- 货币政策回顾与展望
  - ✓ 把推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量
- 热点追踪
  - ✓ 从中债市场隐含评级角度看信用阿尔法
- 大势研判
  - ✓ 多空因素交织，债市面临方向抉择

目录

- 2024年5月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
  - ✓ 海外基本面：美日欧经济景气进一步复苏，通胀延续降温态势
  - ✓ 国内基本面：经济势头平稳，通胀小幅回升
  - ✓ 国信高频跟踪与预测：5月增长动能稳中有进，通胀同比继续回升
- 货币政策回顾与展望
  - ✓ 把推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量
- 热点追踪
  - ✓ 从中债市场隐含评级角度看信用阿尔法
- 大势研判
  - ✓ 多空因素交织，债市面临方向抉择

5月债券行情回顾：利率债总体下行，信用债大涨

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 4月经济数据走弱，房地产政策持续优化，5月债市继续上涨

- ✓ 收益率方面，1年国债、10年国债、10年国开债、3年AAA、3年AA+、3年AA和3年AA-分别变动-3BP、1BP、-2BP、-12BP、-14BP、-17BP和-23BP。
- ✓ 信用利差方面，多数品种利差收窄。3年AAA、3年AA+、3年AA和3年AA-信用利差分别变动-9BP、-11BP、-14BP和-20BP。

2024 年 5 月各品种中债估值收益率和信用利差变动（单位：BP）

		R001（均值）	R007（均值）	1 年	3 年	5 年	10 年
收益率	回购利率	-4	-10				
	国债			-3	-3	-5	1
	国开债			-8	-5	-3	-2
	口行			-8	-7	-6	-0
	AAA			-8	-12	-12	
	AA+			-8	-14	-14	
	AA			-8	-17	-19	
	AA-			-52	-23	-32	
信用利差	AAA			-4	-9	-6	
	AA+			-4	-11	-8	
	AA			-4	-14	-13	
	AA-			-48	-20	-26	

资料来源：WIND、国信经济研究所整理；注：数据截至 5 月 27 日

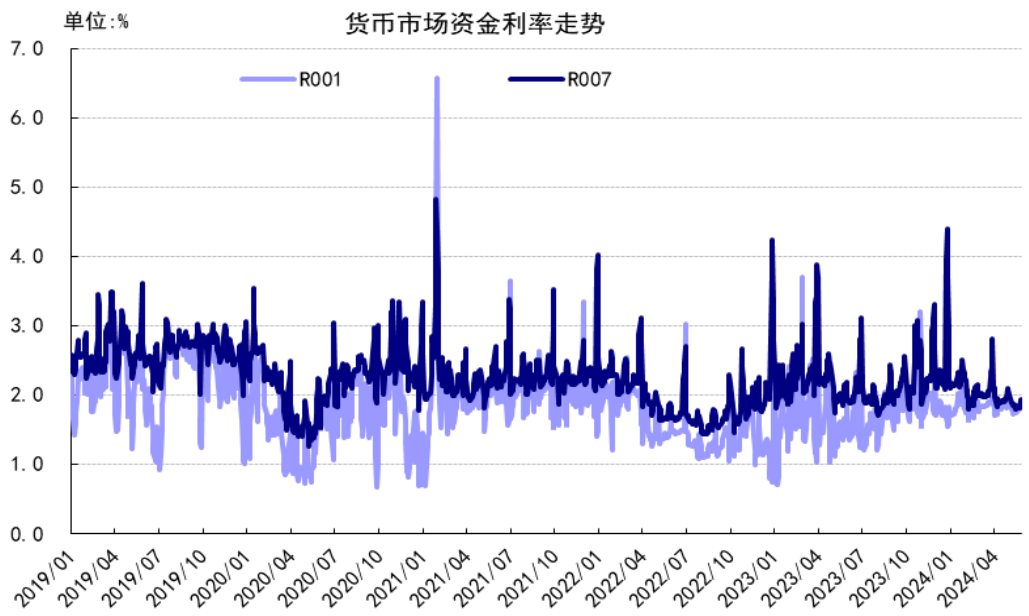
5月资金行情回顾：非银-银行流动性利差回到0附近

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 5月MLF恢复等额续作，政府债净融资超过1万亿，R001和R007均值小幅下行

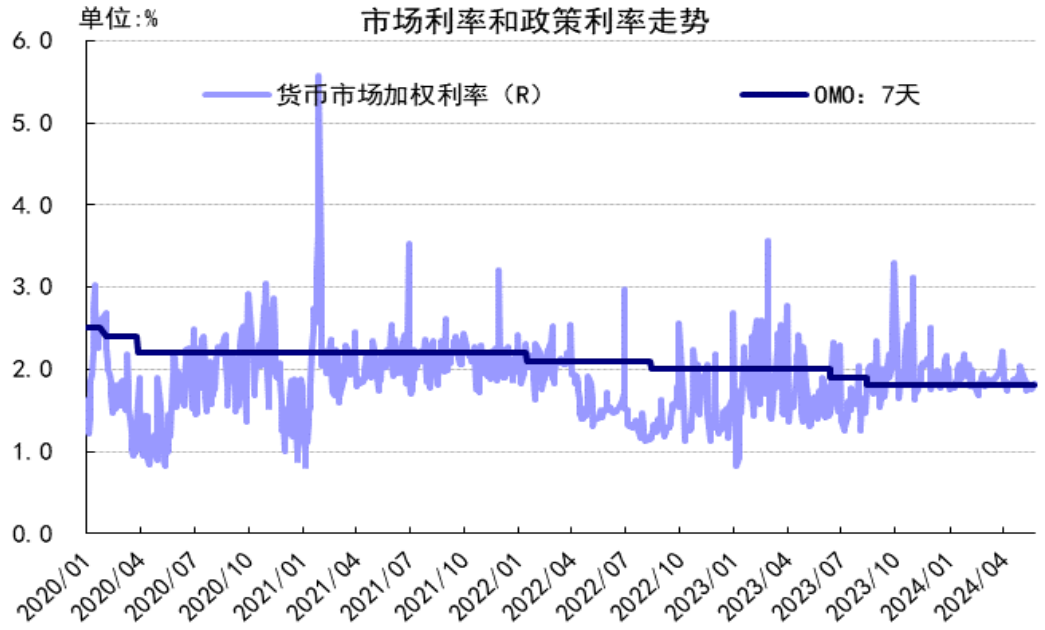
- ✓ 截至5月27日，5月R001均值为1.82%，R007均值为1.94%，分别较4月下行4BP和10BP；
- ✓ 5月政府债券净融资超过1.3万亿，但资金面总体平稳，同时非银和银行流动性利差回到“0”值附近；

图1：货币市场资金利率走势



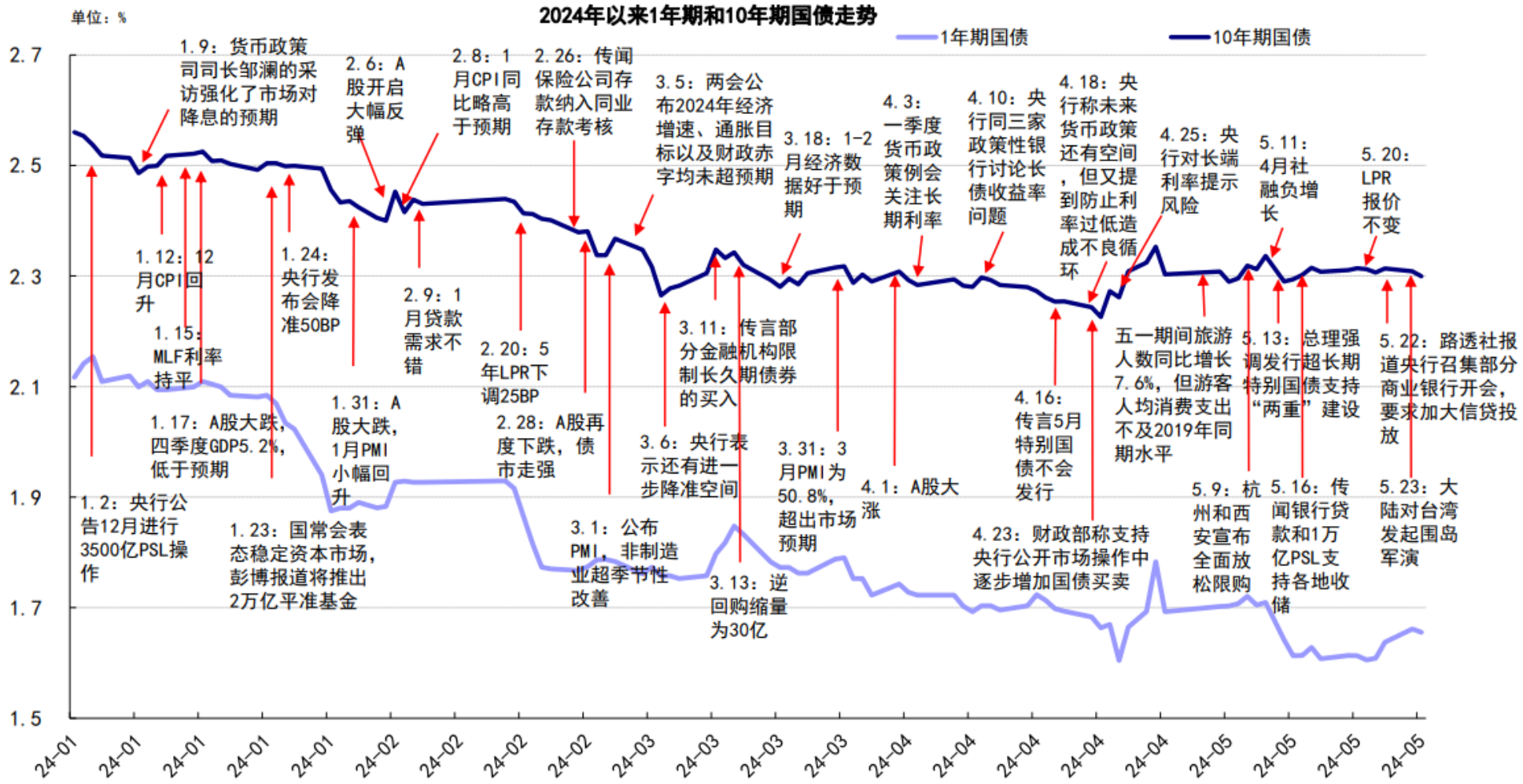
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：市场利率和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

房地产政策持续优化调整，短端利率再次下行



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

5月信用债收益率继续大幅下行，主要品种信用利差再创新低

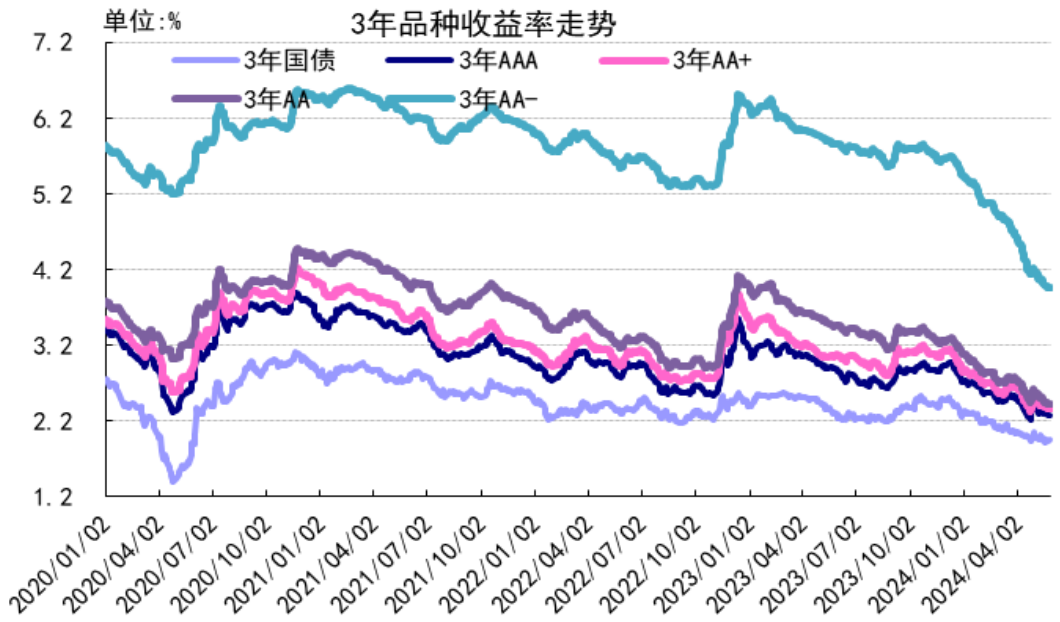
➢ 5月信用债收益率继续大幅下行，AA-曲线尤甚

✓ 5月AA-和AA评级间利差继续大幅压缩；

➢ 5月信用利差继续压缩

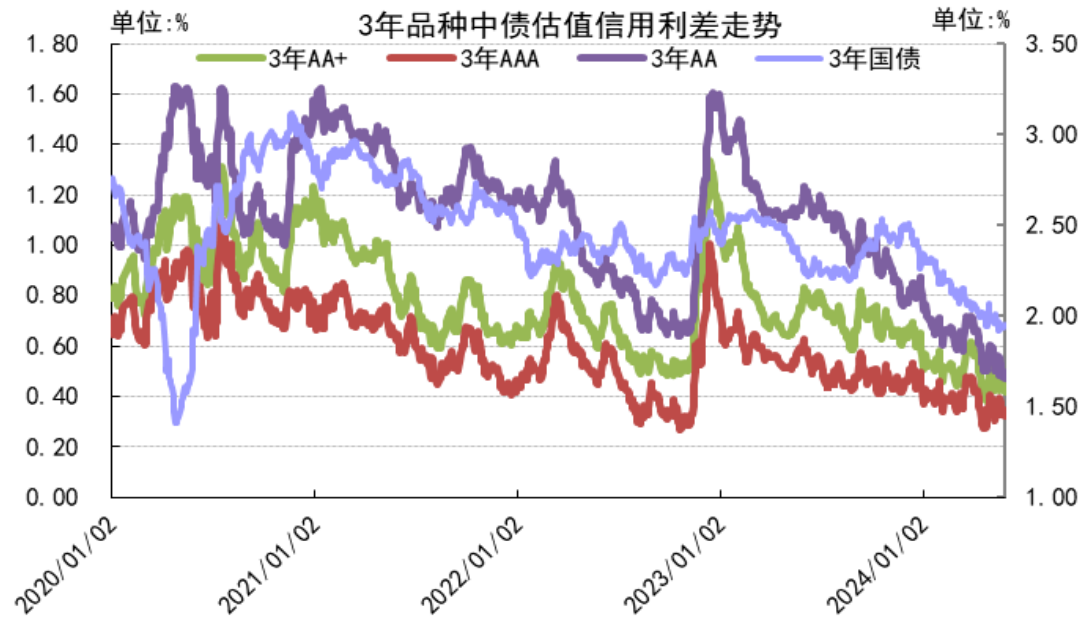
✓ 大部分品种信用利差创新低；

图3：3年期品种收益率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：3年期品种中债估值信用利差走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

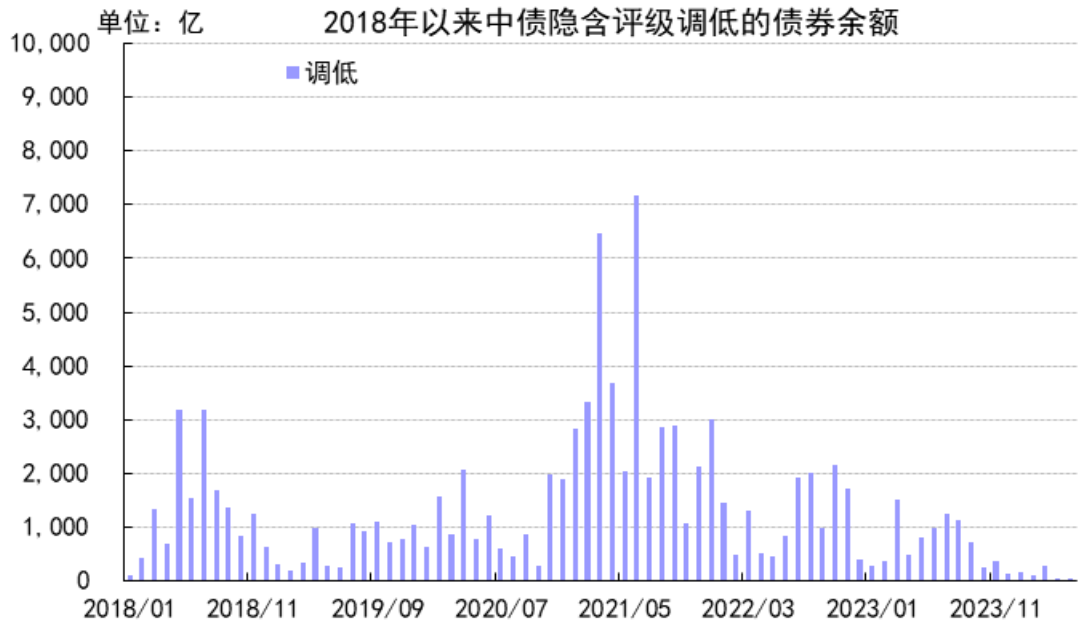
评级迁移：5月中债市场隐含评级变动个券较少

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 具体到单只信用债的资本利得上，其所属的中债市场隐含评级下调也是重要风险点

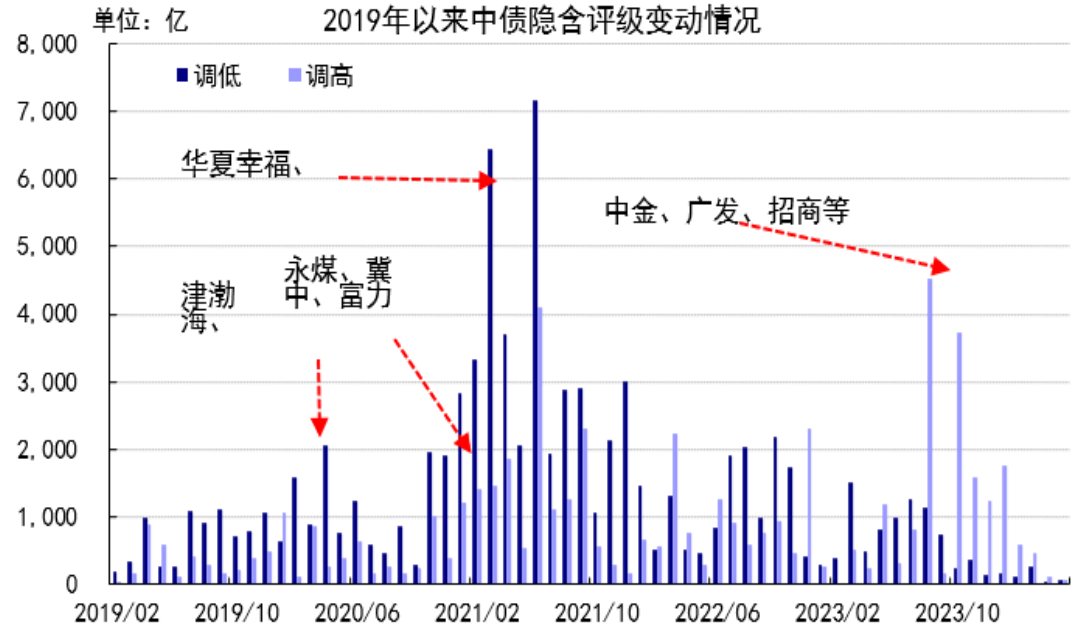
- ✓ 截至5月27日，中债市场隐含评级下调债券金额54亿，上调债券金额63亿；
- ✓ 5月下调主体共4个，包括：海南雅居乐、上海电兹和广州雅居乐等；
- ✓ 5月上调主体共4个，包括：建湖建投、淮安宏信、成都融禾等；

图5：2018年以来中债隐含评级调低的债券金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2019年以来中债隐含评级变动情况

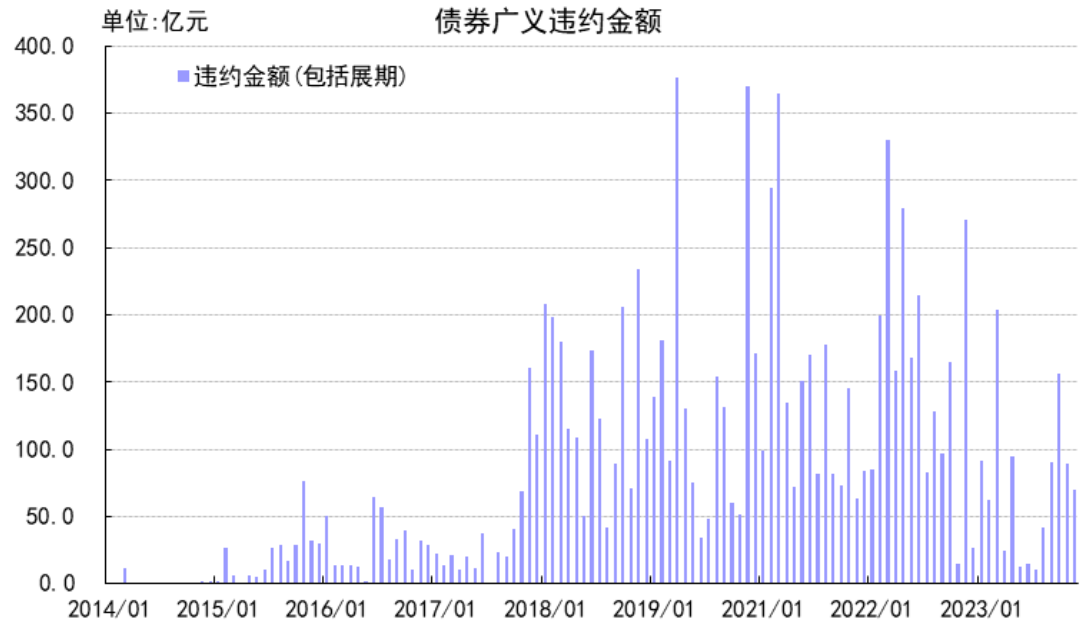


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

违约率和回收率：5月无新增首次违约主体

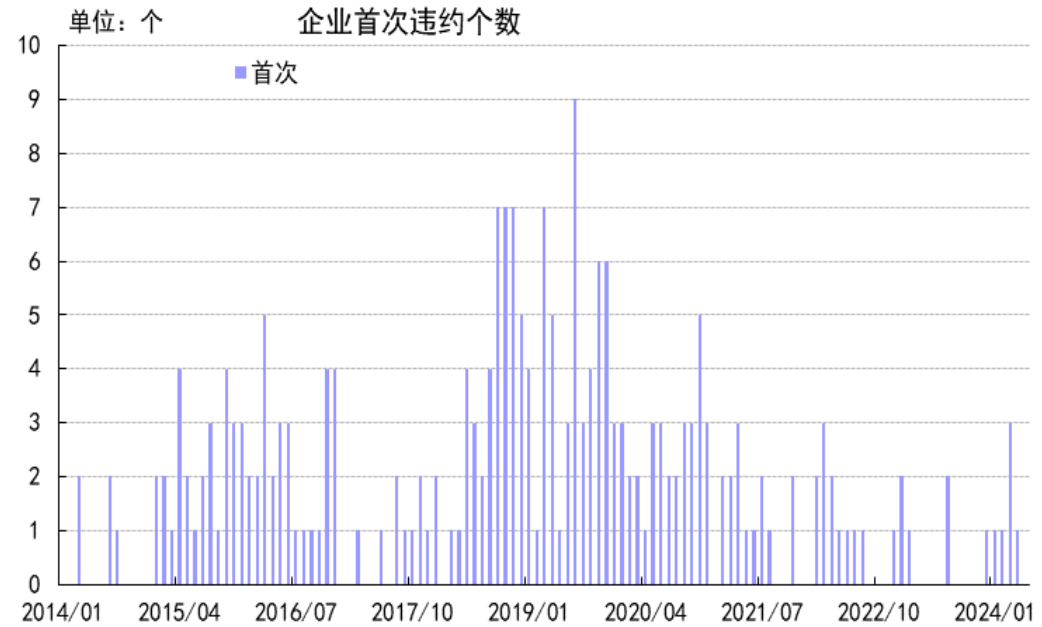
- **5月远洋控股、湖北天乾和武汉当代等展期**
  - ✓ 5月违约风险继续保持在低位；
- **5月旭辉集团还本付息**
  - ✓ 截至5月27日，2014年以来共兑付856.8亿，兑付率仅8.4%；

图7：债券广义违约金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：企业首次违约个数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

目录

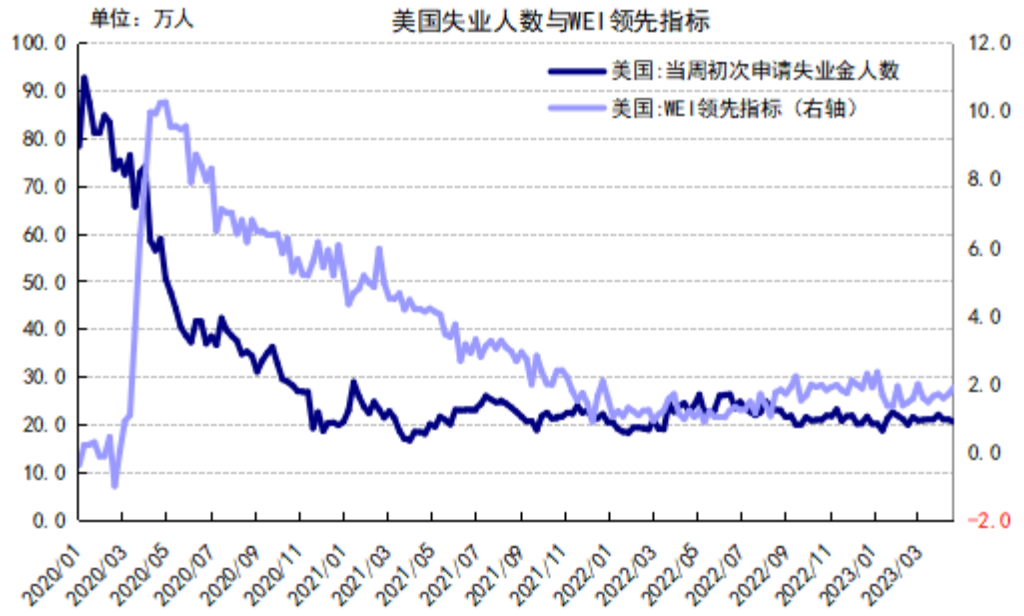
- 2024年5月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
  - ✓ 海外基本面：美日欧经济景气进一步复苏，通胀延续降温态势
  - ✓ 国内基本面：经济势头平稳，通胀小幅回升
  - ✓ 国信高频跟踪与预测：5月增长动能稳中有进，通胀同比继续回升
- 货币政策回顾与展望
  - ✓ 把推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量
- 热点追踪
  - ✓ 从中债市场隐含评级角度看信用阿尔法
- 大势研判
  - ✓ 多空因素交织，债市面临方向抉择

海外经济基本面——美国经济增长

➢ 美国经济景气上升，就业市场边际走弱

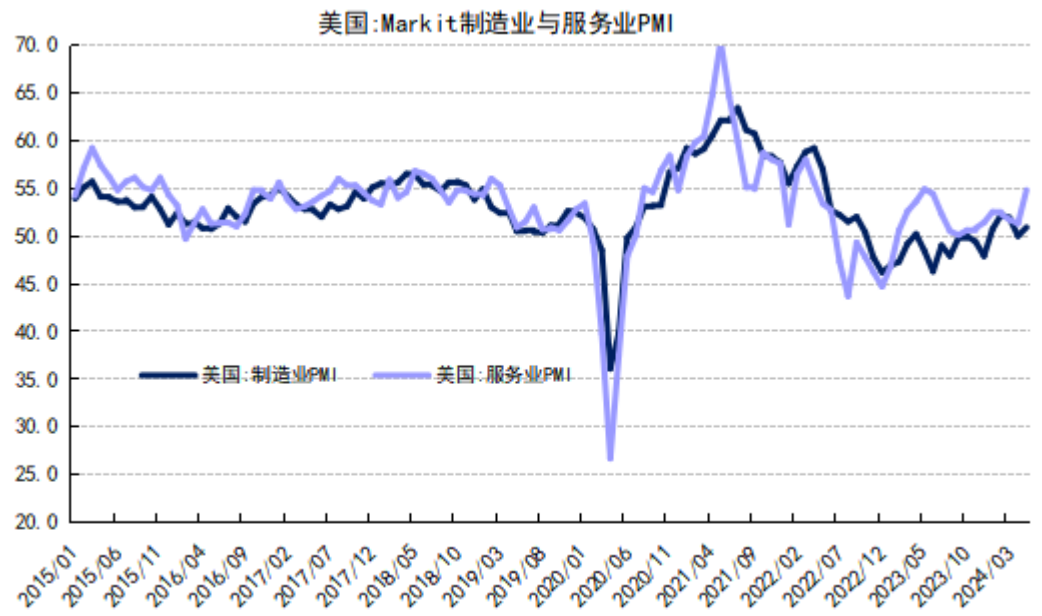
- ✓ 5月美国Markit制造业和服务业PMI分别录得50.9和54.8，前值为50.0和51.3；美国制造业和服务业景气度均有所回升；服务业景气度升至2023年5月以来最高水平；
- ✓ 4月美国新增非农就业人数录得17.5万人，为2023年10月以来最小增幅；失业率为3.9%，较前值回升0.1个百分点；

图9：美国失业人数与WEI领先指标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：美国制造业与服务业PMI



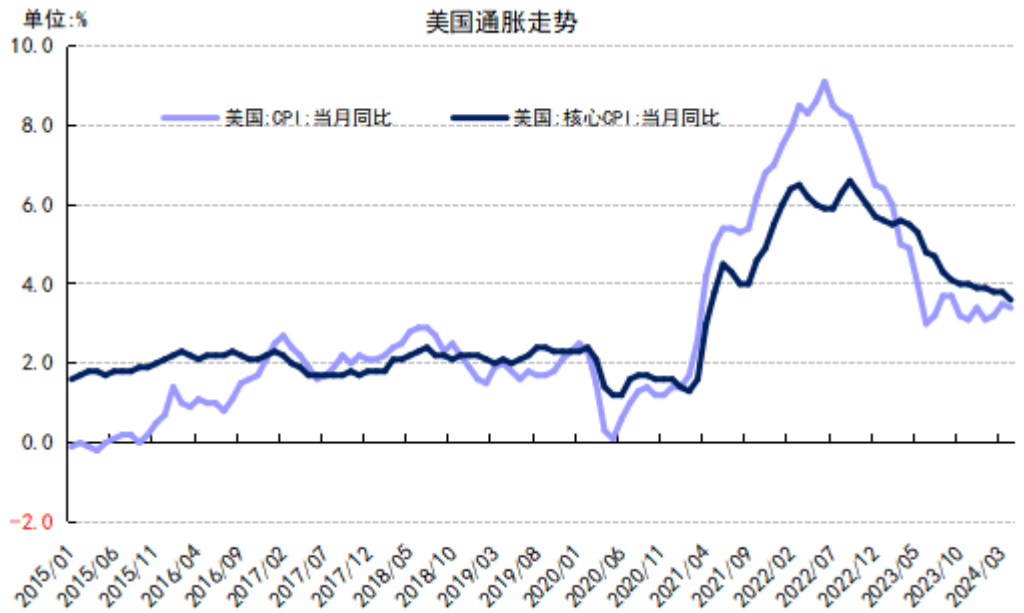
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

海外经济基本面——美国通货膨胀

➢ 美国核心通胀继续降温，通胀预期保持稳定

- ✓ 4月美国CPI同比上涨3.4%，较上月回落0.1个百分点；核心CPI同比上涨3.6%，较上月回落0.2个百分点；整体CPI通胀在3-4%的区间震荡；而核心CPI通胀有下台阶的迹象；
- ✓ 5月以来，美国10年期通胀预期较为稳定，盈亏平衡通胀率保持在2.3%左右水平；

图11：美国通货膨胀



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：美国10年期TIPS隐含通胀



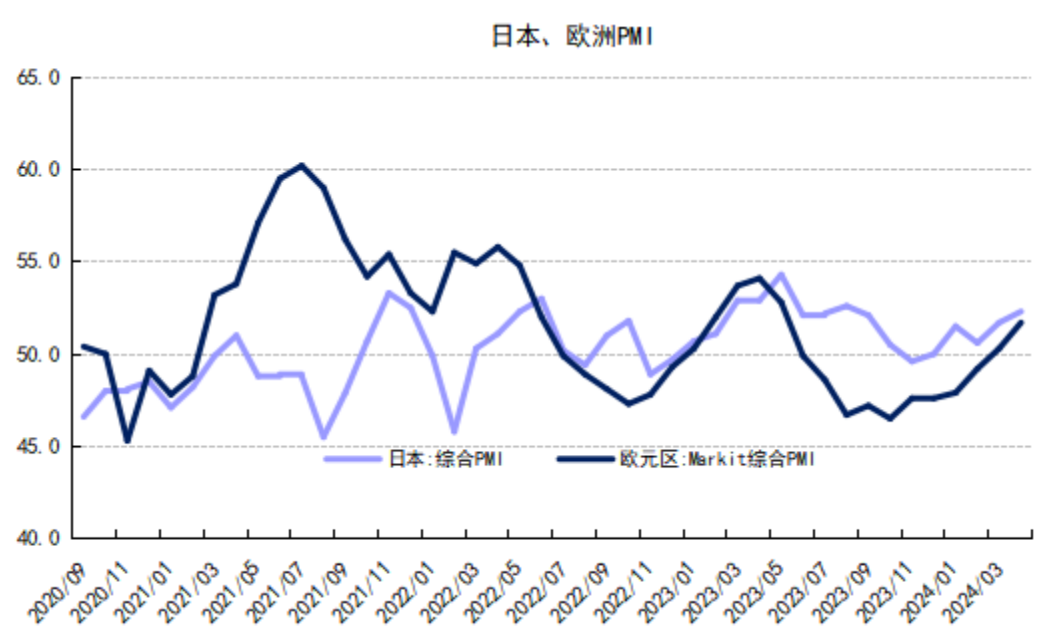
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

海外经济基本面——欧洲和日本

➢ 欧日经济景气回升，通胀逐渐企稳

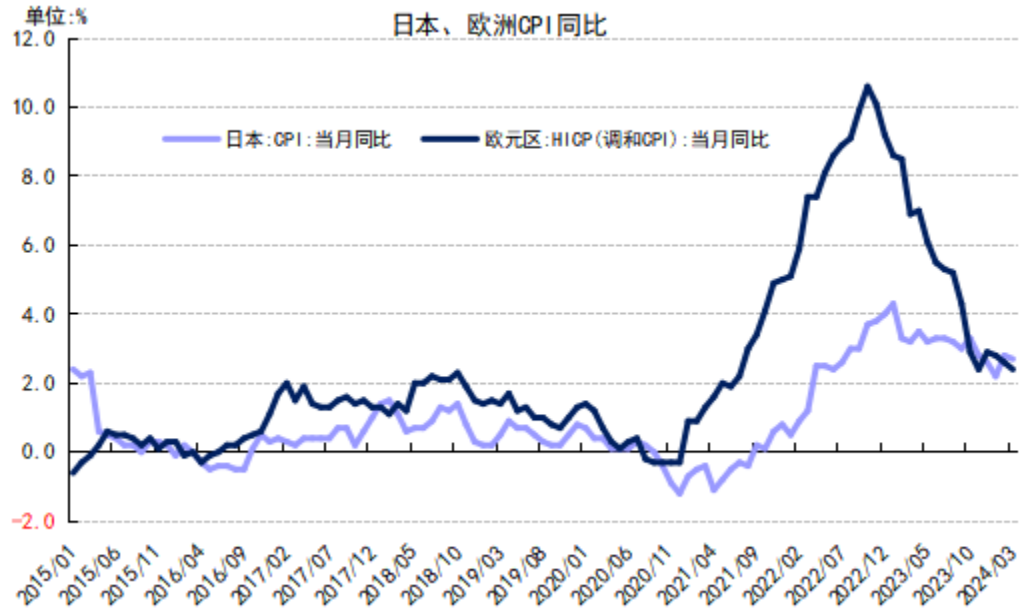
- ✓ 5月欧元区和日本综合PMI录得52.3和52.4，前值分别为51.7和52.3；欧元区经济景气度升至2023年5月以来最高水平，日本经济景气度连续六个月位于扩张区间；
- ✓ 4月欧元区和日本CPI同比分别为2.4%和2.5%，前值分别为2.4%和2.7%；欧元区和日本CPI通胀有低位企稳迹象；

图13：日本、欧洲PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：日本、欧洲CPI同比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

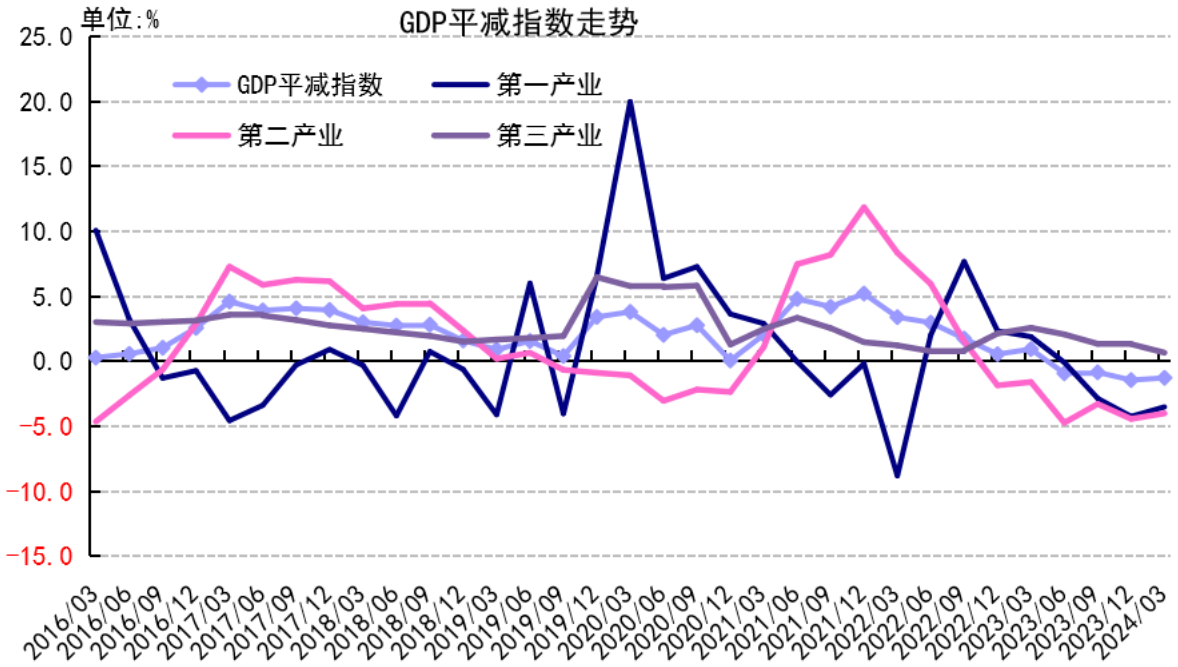
国内通货膨胀

➢ **一季度GDP平减指数较去年四季度小幅回升，其中第一、二产业均回升，第三产业回落**

✓ 2024年第一季度GDP平减指数-1.3%，回升0.2%；

✓ 其中，第一产业-3.5%（+0.7%）、第二产业-4.0%（+0.4%），第三产业0.7%（-0.7%）；

图15：GDP平减指数走势



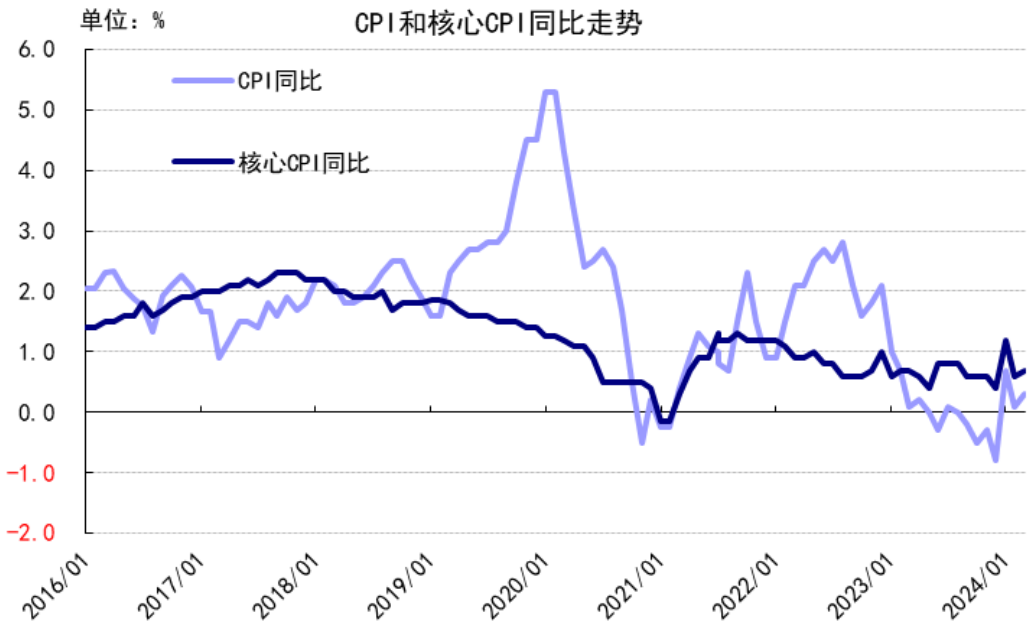
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内通货膨胀

➢ 4月CPI同比小幅回升，PPI同比也小幅回升

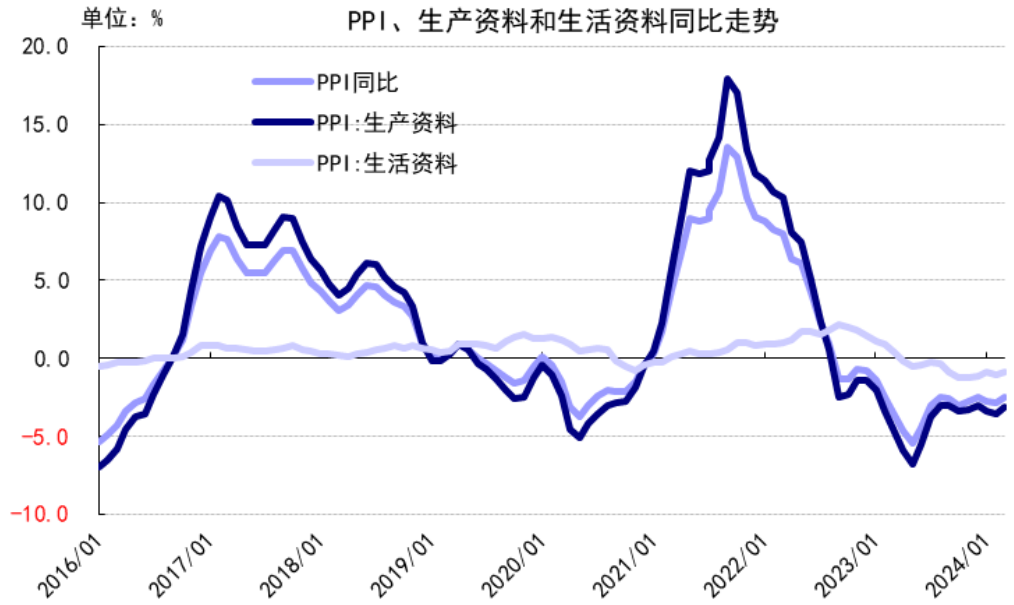
- ✓ 4月CPI同比0.3%，较3月回升0.2%；其中核心CPI 0.7%，较3月回升0.1%；
- ✓ 4月PPI同比-2.5%，较3月回升0.3%；

图16：CPI和核心CPI同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：PPI、生产资料和生活资料同比走势



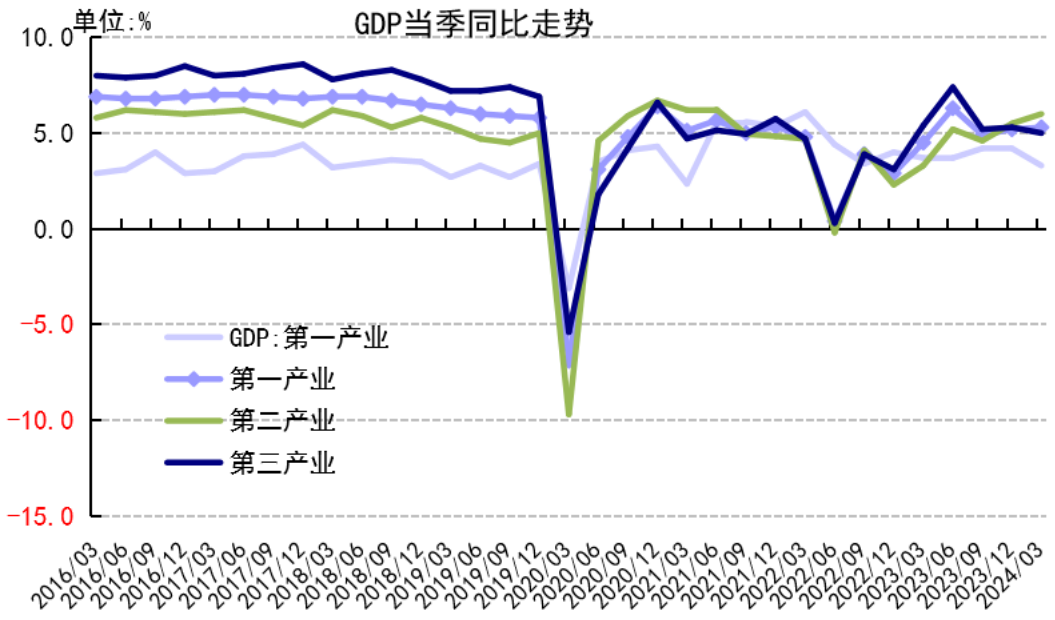
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之生产端

➢ 一季度GDP同比小幅回升，第二产业是回升主力

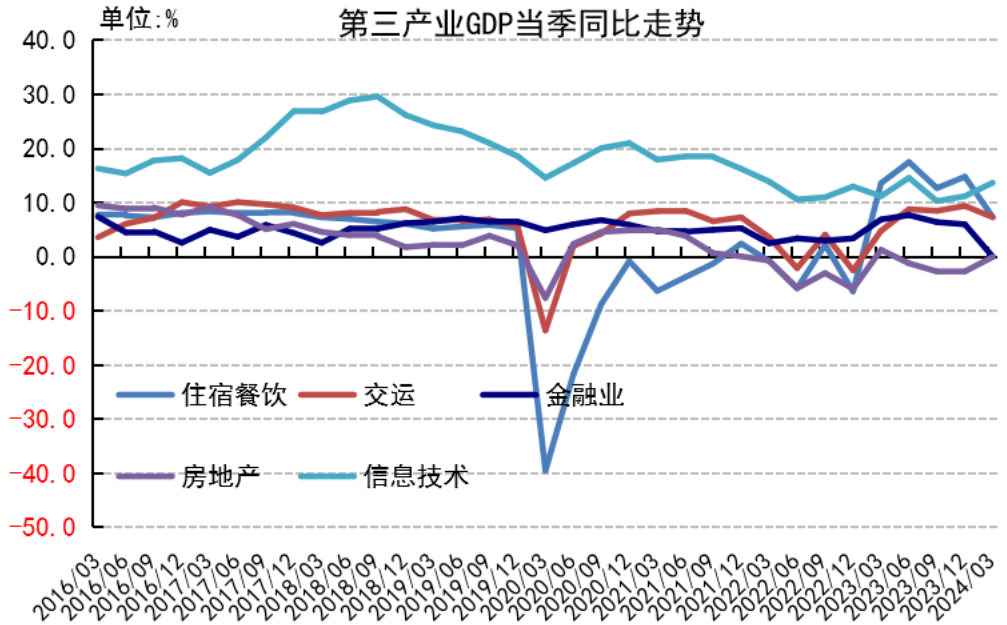
- ✓ 2024年第一季度GDP当季同比5.3%，较去年四季度回升0.1%；分产业来看，第一产业3.3%，较四季度回落0.9%，第二产业6.0%（0.5%），第三产业5.0%（-0.3%）；
- ✓ 季调环比来看，一季度GDP环比1.6%，略低于疫情前三年同期；

图18：GDP当季同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：第三产业细分行业GDP当季同比走势



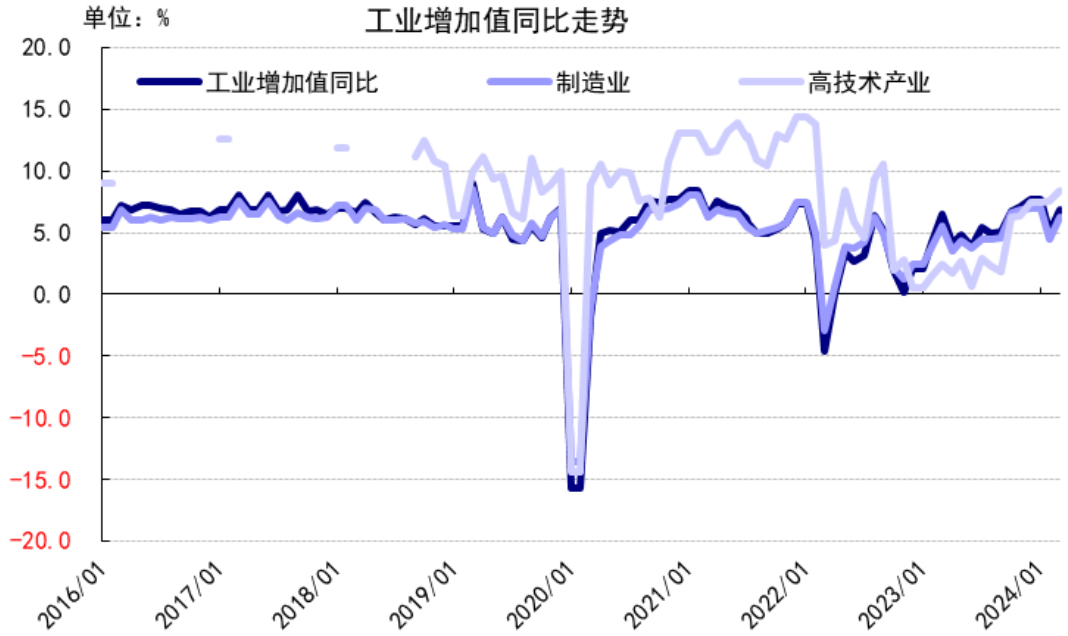
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之生产端

➢ 低基数效应，4月工业生产小幅走强

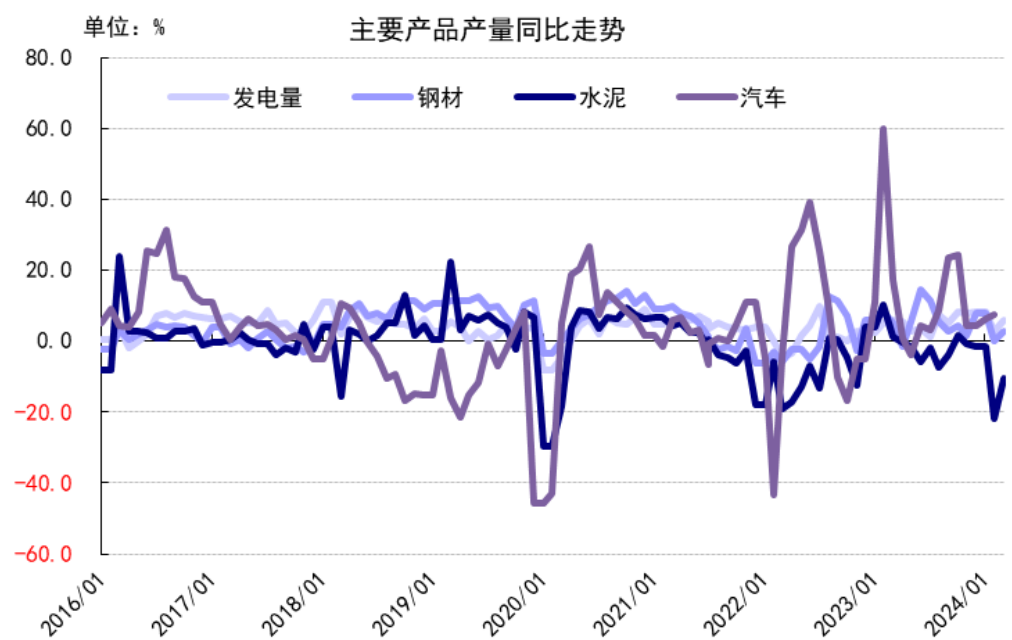
- ✓ 4月工业增加值同比6.3%，较3月回升1.8%；
- ✓ 细分行业中，采矿业1.7%（1.5%）、制造业6.9%（1.8%）、公用事业6.6%（1.7%），高技术产业8.4%（0.8%）；
- ✓ 分产品来看，发电量6.1%（3.3%），钢材2.9%（2.8%），水泥-10.3%（11.7%），汽车7.7%（1.2%）；

图20：工业增加值同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图21：主要产品产量同比走势



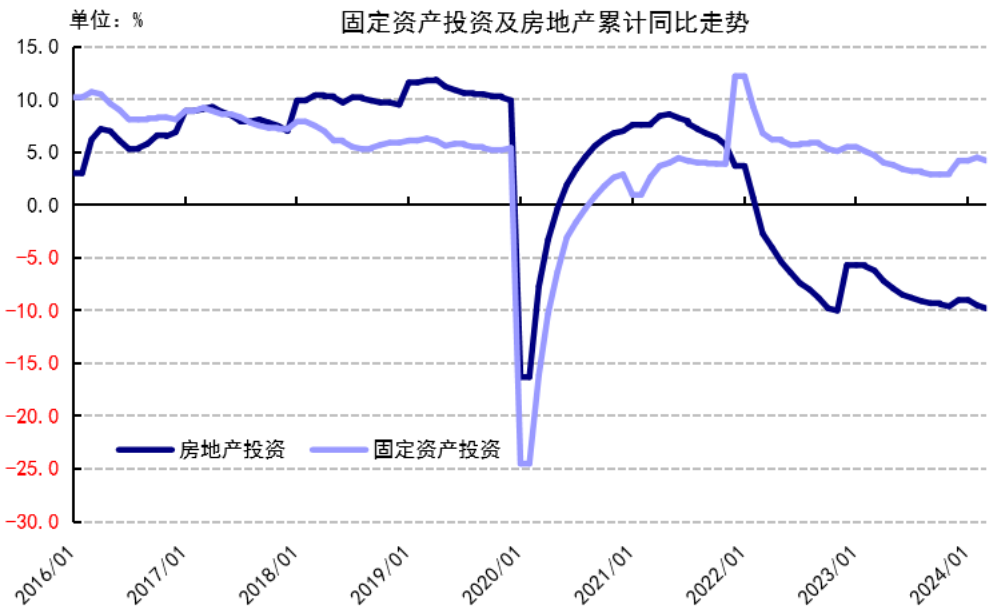
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之需求端

➢ 4月固定资产投资当月同比出现回落，主要产业增速均下行

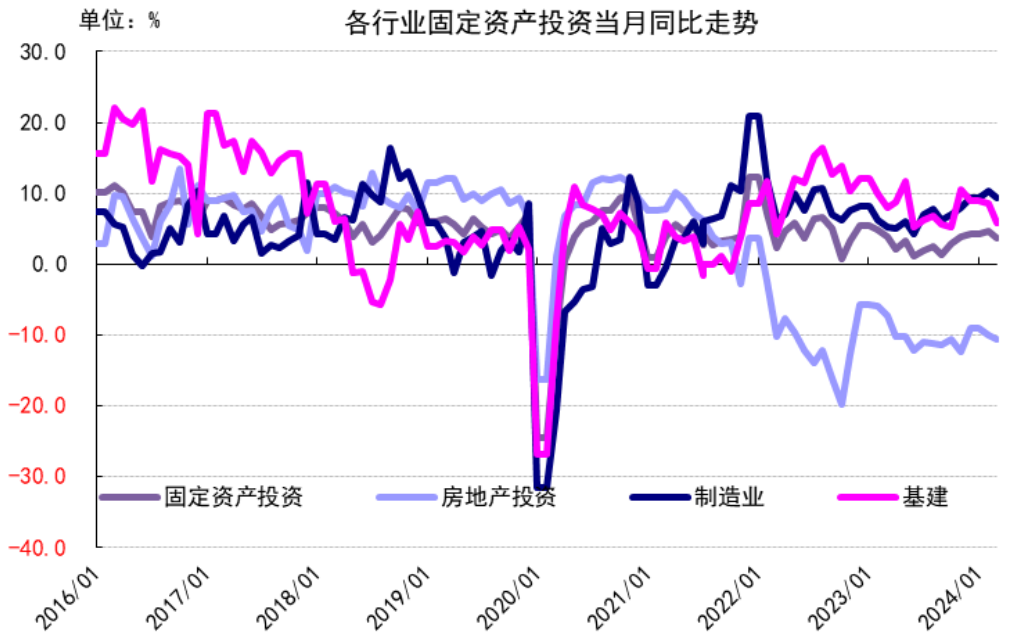
- ✓4月固定资产投资当月同比3.6%，较3月回落1.1%；
- ✓其中，制造业9.3%（-1.0%），基建5.9%（-2.7%），房地产-10.5%（0.5%），剔除房地产、制造业、基建投资后的其他投资增速为3.2%（-0.7%）；

图22：固定资产投资及房地产累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：各行业固定资产投资当月同比走势



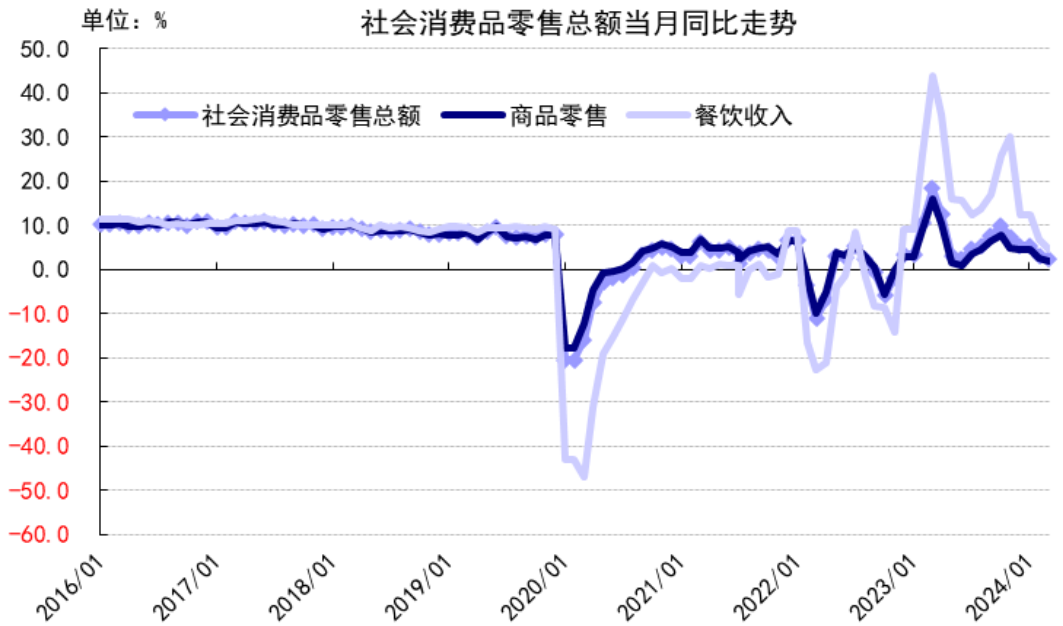
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之需求端

➢ 假期错位，4月社会消费品零售总额同比继续回落，其中商品和餐饮均小幅回落

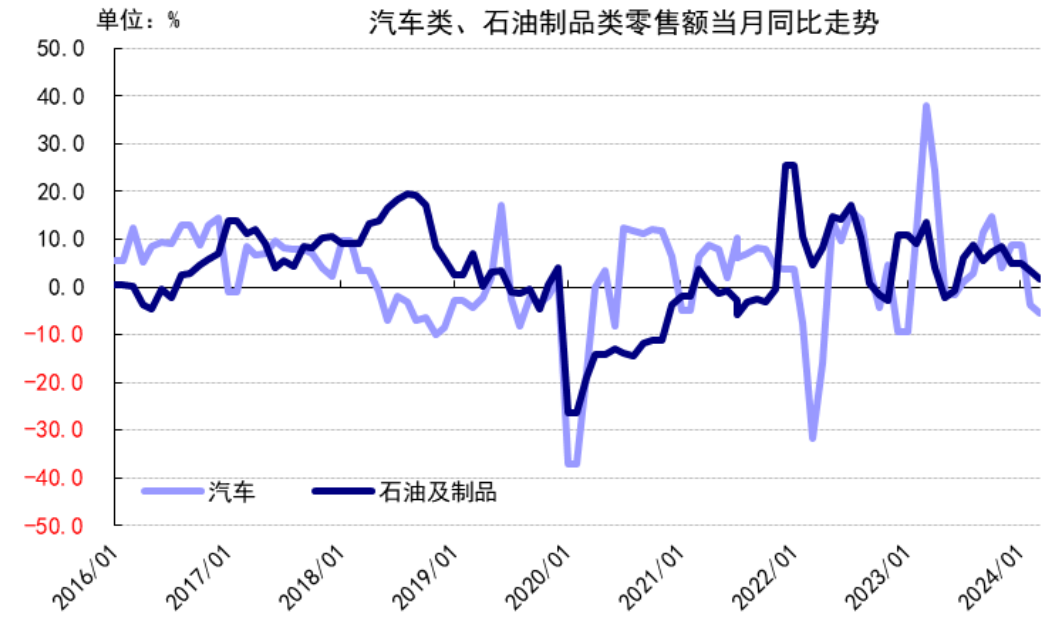
- ✓ 4月社消同比2.3%，较3月回落0.8%；
- ✓ 按消费类型分，商品零售额2.0%（-0.7%），餐饮4.4%（-2.5%）；
- ✓ 限额以上商品中，汽车销售额-5.6%（-1.9%），石油及制品1.6%（-1.9%）；

图24：社会消费品零售总额当月同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：汽车类、石油制品类零售额当月同比走势



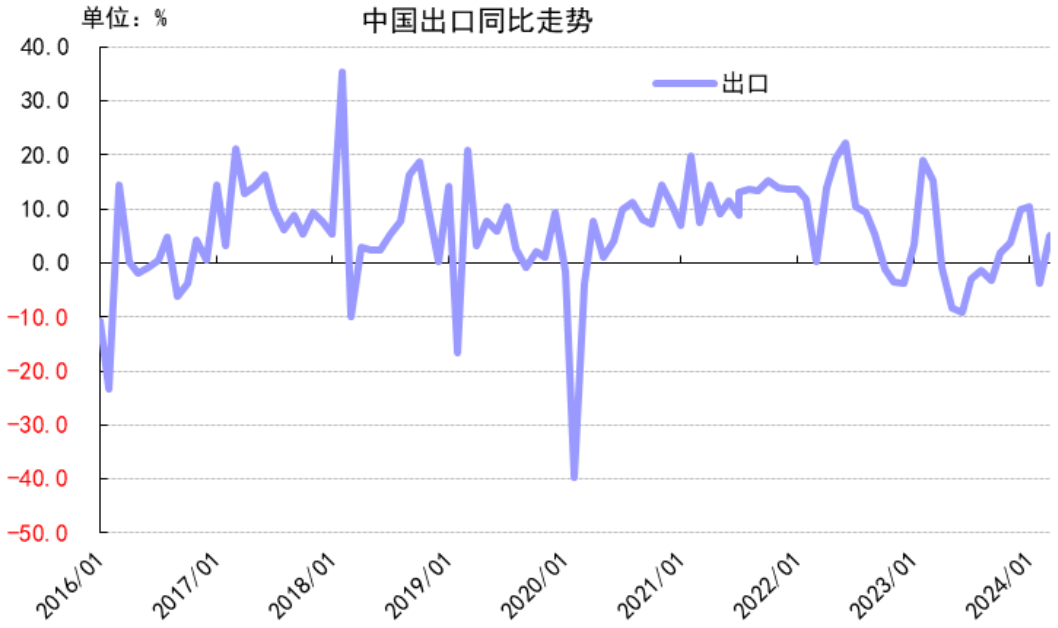
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之需求端

➢ 海外补库存，4月出口同比大幅回升

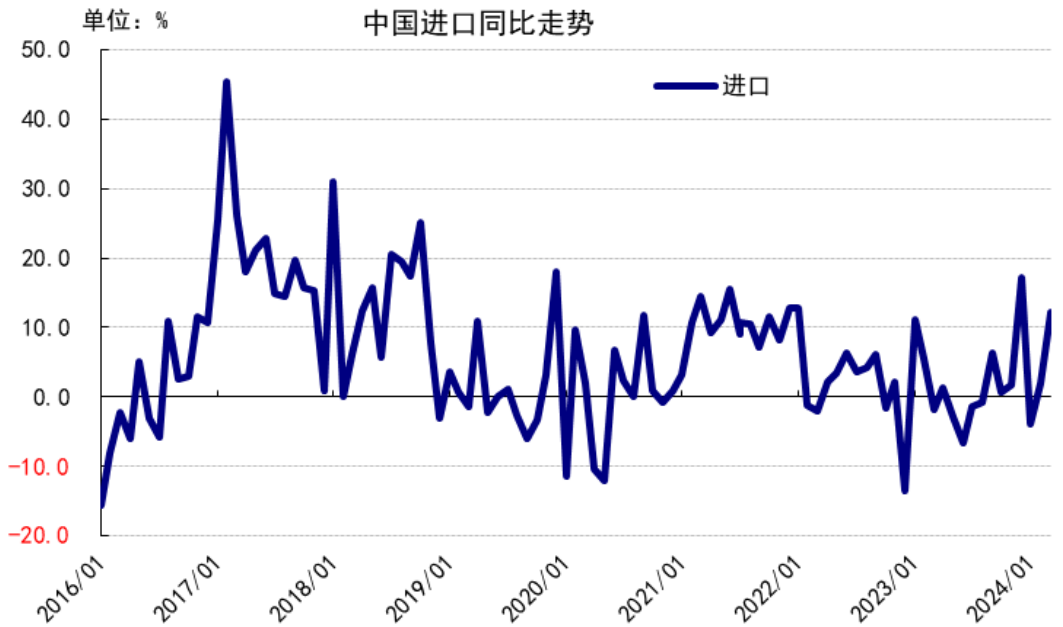
- ✓ 出口：4月出口5.1%，较3月回升8.9%，出口增速大幅回升；
- ✓ 进口：4月进口12.2%，较3月回升10.2%，进口同比增速大幅回升；

图26：中国出口同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：中国进口同比走势



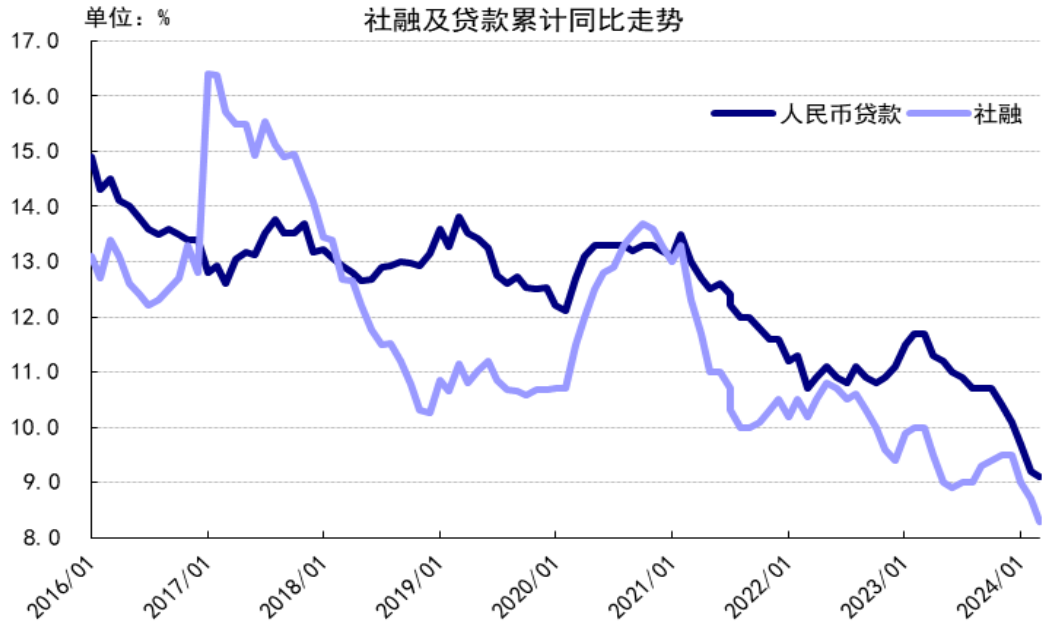
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内金融数据

➢ 金融“挤水分”，4月金融数据大幅下滑

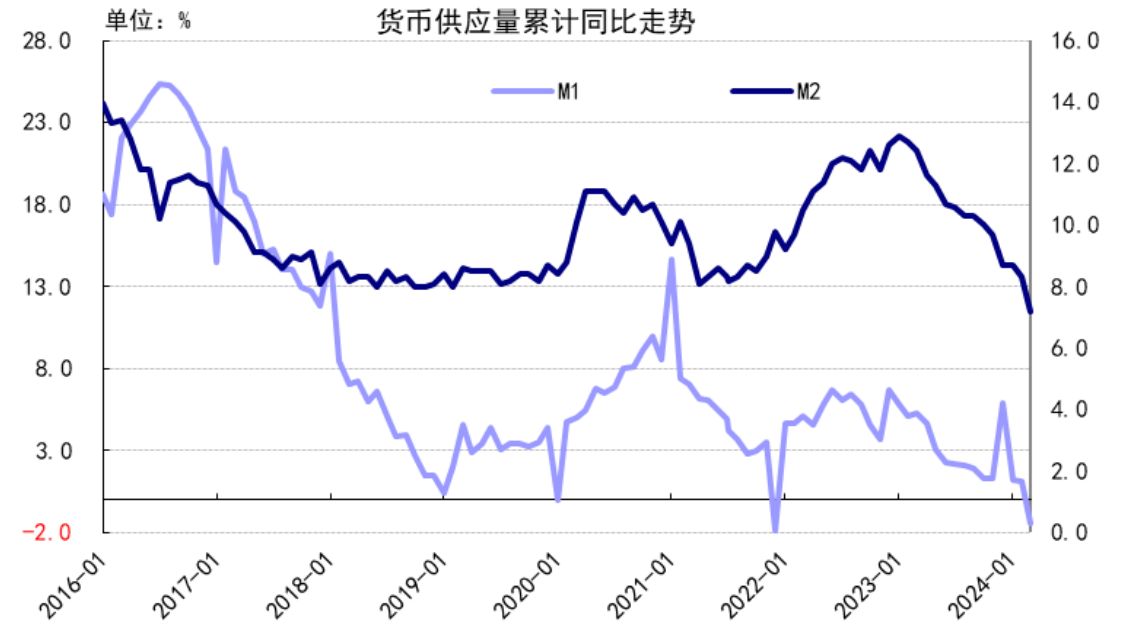
- ✓ 4月M2增速7.2%，较3月回落1.1%；
- ✓ 4月社融增速8.3%，较3月回落0.4%，其中贷款增速9.1%，较3月回落0.1%；
- ✓ 贷款结构中，4月票据融资大幅增长，社融中的未承兑汇票大幅减少，贷款再现冲量；

图28：社融及贷款累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图29：货币供应量累计同比走势



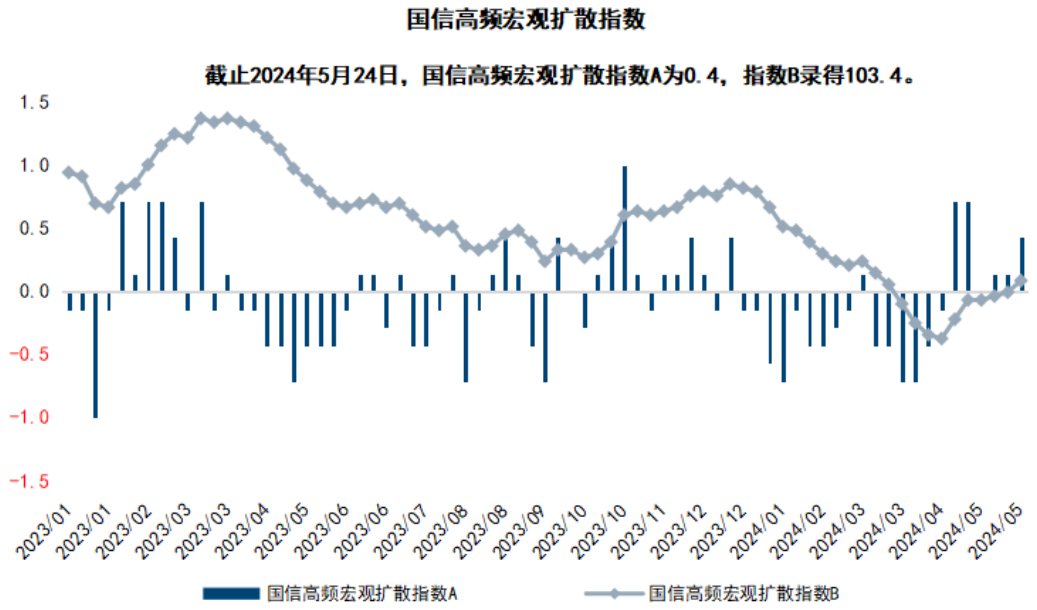
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信宏观扩散指数（高频）

➢ 5月国内经济增长动能延续稳中有进态势

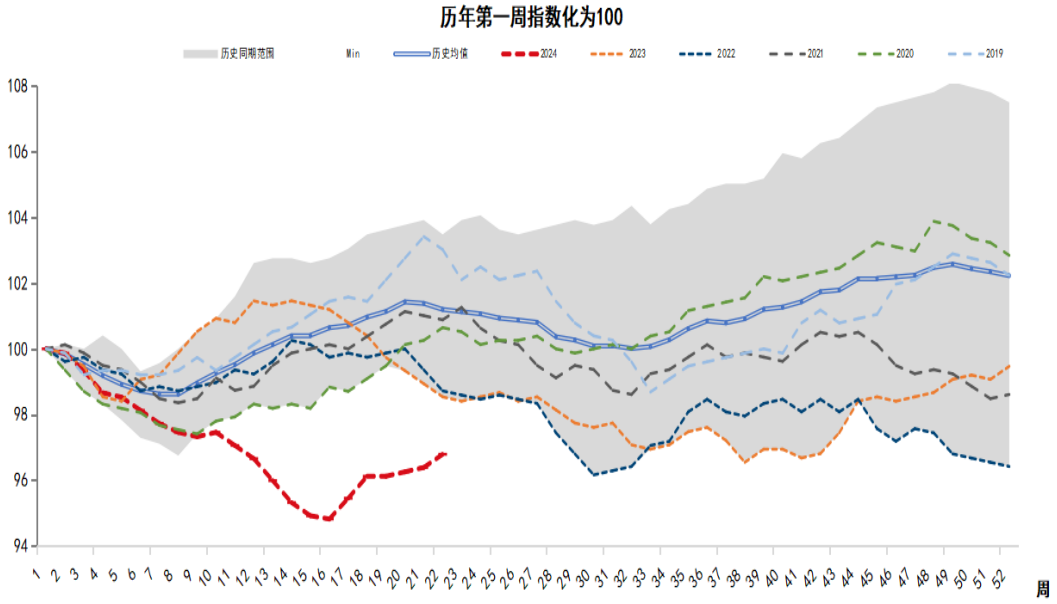
- ✓ 新版国信宏观扩散指数七个分项：全钢胎开工率、焦化企业开工率、螺纹钢产量、PTA 产量、水泥价格、30大中城市商品房成交面积、建材综合指数；
- ✓ 2024年5月国信高频宏观扩散指数B继续上行，表现略优于历史平均水平，表明5月国内经济增长动能延续稳中有进态势；

图30：国信高频宏观扩散指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：历年国信高频扩散指数走势（第一周假设为100）



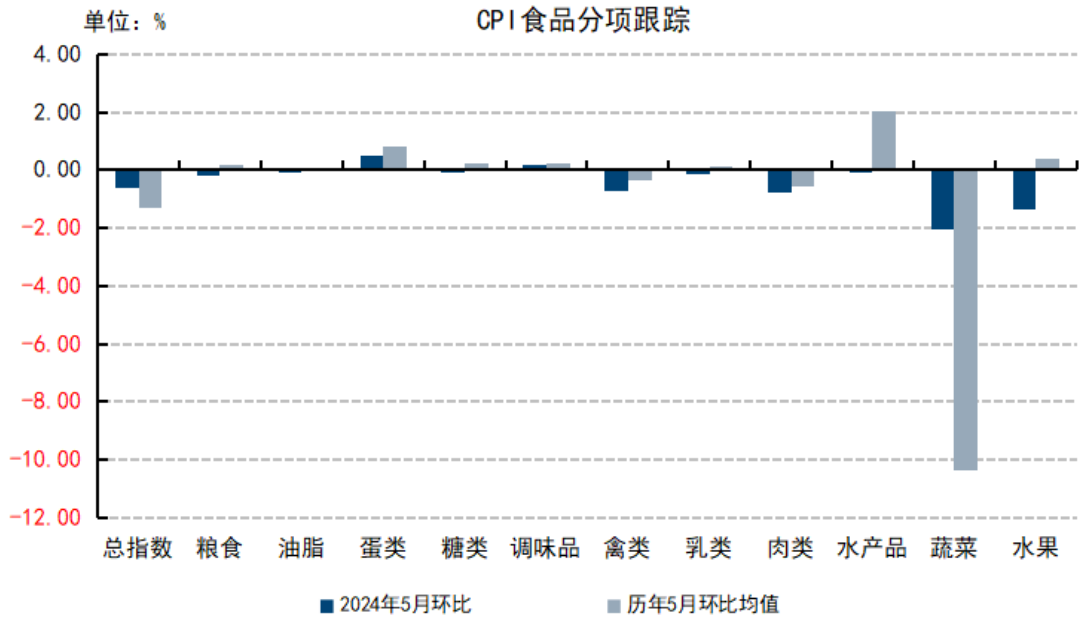
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

5月CPI高频跟踪及预测

➢ 5月CPI同比或继续小幅上升至0.4%

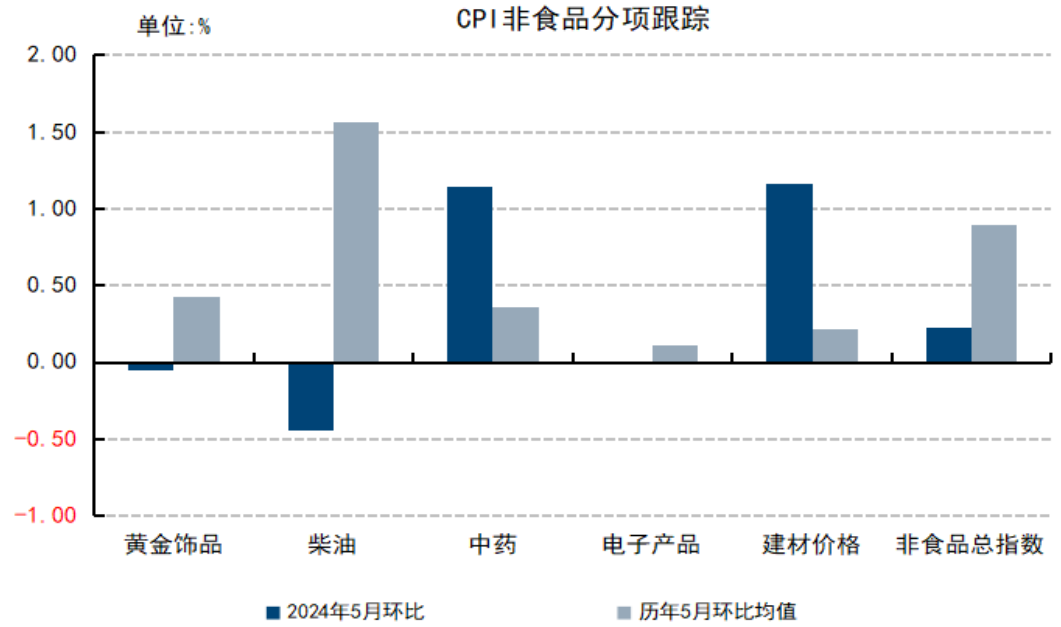
- ✓ 食品：国信商务部农副产品价格指数4月环比约为-0.6%（截至5月24日），高于历史均值-1.3%，预计5月整体CPI食品环比高于季节性；
- ✓ 非食品：5月国信非食品综合高频指数环比为0.2%（截至5月24日），略低于历史均值0.7%，预计5月CPI非食品环比低于季节性；

图32：CPI食品分项跟踪



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图33：CPI非食品分项跟踪



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/058124105026006100