

债券六月看市 | 经济弱复苏背景下，债市短期或窄幅震荡

5月债市回顾：资金面保持平稳宽松，对债市形成支撑

5月资金面保持平稳宽松，对债市形成支撑，通胀数据下探，进出口数据、PMI数据、经济数据等显示经济修复不均衡，但债市对此反应钝化，叠加债市止盈情绪延续，**对稳增长政策预期升温，债市利率在上旬下行后保持窄幅震荡**，10Y国债利率最终收于2.685%。

5月资金利率整体下行，R001/R007/DR001/DR007月均值环比分别下行23/30/24/21BP，存单量价齐跌。1M、3M、6M国股银票利率月均值分别较4月环比分别下行62BP、58BP和45BP。利率债净供给环比增加3848亿元。1Y国债/国开债利率下行16BP/29BP至1.98%/2.1%，10Y国债/国开债利率下行9BP/10BP至2.69%/2.84%。

基本面：制造业PMI回落，需求放缓，CPI或温和回升

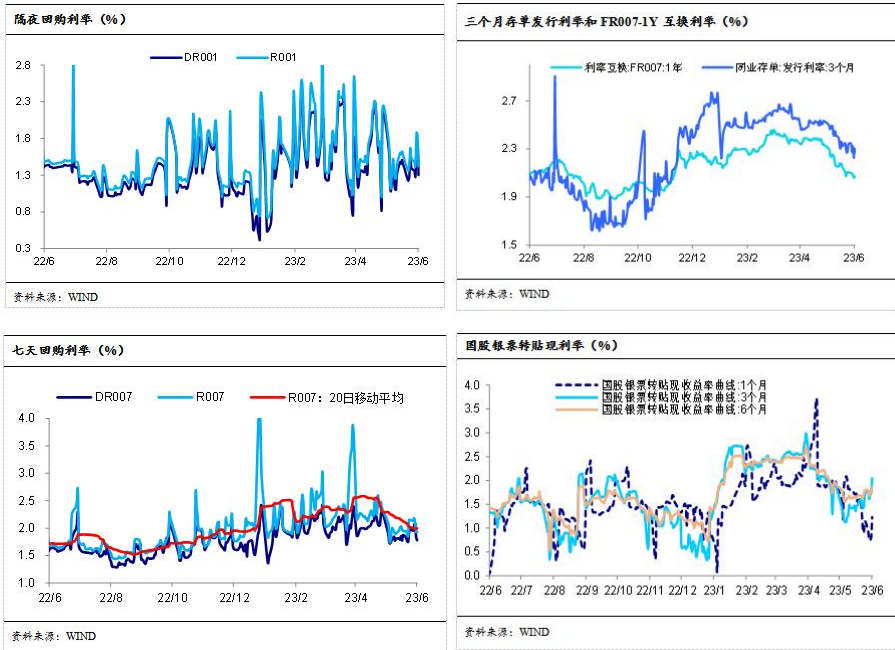
预计5月CPI或反弹。5月以来鲜菜价格和猪肉价格环比降幅缩小，水果价格环比增速转正，同期基数与4月持平，预计5月CPI或出现反弹。5月主要原材料购进价格PMI和出厂价格PMI均继续回落，预计5月PPI同比降幅或继续走阔。（数据来源于Wind）

5月以来，中观高频数据显示生产分化，需求放缓。需求端显示：百城土地成交面积月均值环比同比均负增，30城商品房成交面积月均值环比负增且同比涨幅下降，5月1日-5月28日汽车批发零售销量环比增速为负、同比涨幅大幅缩小，出口CCFI和SCFI综合指数同比降幅依然较大。工业生产端显示：钢材周度产量月均值环比负增、处于19~22年同期低位，沿海八省日耗煤量回升、环比增速转正，行业开工率整体先下后上。

5月货币市场：资金利率、票据利率均下行

央行资金净回笼6150亿元。5月月初，资金面跨月后维持宽松，资金利率下行；月中受税期扰动影响资金面边际收紧，之后恢复平稳，月末时点资金利率再度上行。

资金利率下行，票据利率下行。从银行间质押式回购利率来看，5月R001月均值下行23BP至1.48%，R007月均值下行30BP至1.99%；DR001月均值下行24BP至1.36%，DR007月均值下行21BP至1.85%。3M同业存单发行利率、FR007-1Y互换利率震荡下行。5月票据利率明显回落，1M、3M、6M国股银票利率月均值分别为1.25%、1.45%和1.68%，较4月环比下行62BP、58BP和45BP。（数据来源于Wind）



5月二级市场：债市牛陡

债市牛陡。相比于4月28日，5月31日1年期国债利率下行16BP至1.98%，10年期国债利率下行9BP至2.69%；1年期国开债利率下行29BP至2.1%，10年期国开债利率下行10BP至2.84%。

国债国开债各关键期限利率分位数整体下降。截至5月31日，3M、1Y国债利率均位于18%分位数，其余关键期限国债利率均位于6%分位数及以下，其中，10Y国债利率降至5%分位数，经政策利率调整后位于27%分位数。国开债各关键期限利率分位数也均下降至20%分位数及以下。

国债、国开债期限利差整体走阔。从期限利差来看，国债5Y-3Y最陡（84%分位数），除3Y-1Y利差收窄外，其余期限利差整体走阔。其中，10Y-1Y利差由4月末的63BP走阔至70BP，位于59%分位数。国开债10Y-5Y利差最陡（64%分位数），各关键期限利差均走阔。

隐含税率分化，1Y、10Y隐含税率分别位于54%、16%分位数。至5月31日，1Y国开债隐含税率由4月末的93%分位数大幅回落至54%分位数，3Y隐含税率由45%分位数上行至62%分位数，其余关键期限隐含税率均处于18%分位数及以下。其中，10Y国开隐含税率由4月末的5.57%小幅下行至5.54%，位于16%分位数附近。（数据来源于Wind）

		利率水平(%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	1.97	2.24	2.54	2.70	2.86	2.87	3.39
	最新水平	1.71	1.98	2.25	2.46	2.66	2.69	3.07
	最新分位数	18	18	5	6	5	5	1
	经调整后分位数	29	29	16	18	18	27	1
国开债	中位数	2.05	2.40	2.74	2.93	3.16	3.10	3.56
	最新水平	1.78	2.10	2.46	2.60	2.82	2.84	3.19
	最新分位数	19	20	10	7	5	6	2
	经调整后分位数	34	28	21	11	7	8	2
		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	18	67	53		
	最新水平 (bp)	27	20	23	70	39		
	最新分位数 (%)	26	84	83	59	12		
	前一期分位数 (%)	45	45	35	40	3		
国开债	中位数 (bp)	43	19	23	85	45		
	最新水平 (bp)	36	14	24	74	35		
	最新分位数 (%)	27	12	64	24	13		
	前一期分位数 (%)	5	5	20	2	2		
国开债隐 含税率 (%)	中位数	1y	3y	5y	7y	10y	30y	
	最新利率水平	5.32	7.55	8.49	8.40	8.81	4.94	
	最新分位数	5.61	8.46	5.46	5.58	5.54	3.69	
	最新分位数	54	62	17	15	16	18	

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

5 月信用市场：信用债收益率及信用利差继续下行

5 月份信用债收益率继续下行，各等级已处于历史较低分位数，信用利差整体走阔。收益率水平来看：1 年期各等级中短票收益率下行 21-22BP，各等级城投债下行 15-17BP；3 年期各等级中短票下行 2-11BP，各等级城投债下行 0-9BP；5 年期各等级中短票下行 12-16BP，各等级城投债下行 13-15BP。信用利差方面：1 年期各等级中短票利差走阔 7-8BP，各等级城投债利差走阔 11-13BP；3 年期各等级中短票利差走阔 8-17BP，各等级城投债利差走阔 9-18BP；5 年期各等级中短票利差走阔 1-5BP，各等级城投债利差走阔 2-4BP。

5 月资金面维持宽松，下旬资金利率小幅抬升，整体压力较小。月内各项宏观数据继续走弱，带动债市继续走牛。5 月份信用债发行量和净融资较上月下降明显，供需矛盾下信用债收益率整体下行，但信用利差有所走阔。（数据来源于 Wind）

6 月债市展望：短期或窄幅震荡，债市趋于防守

4 月以来经济修复速度放缓，显示经济内生增长动力仍需巩固。5 月制造业 PMI 为 48.8%，环比继续回落 0.4%；建筑业、服务业 PMI 则环比分别回落 5.7%和 1.3%，经济指标继续放缓具有全面性的特征。经济恢复发展基础仍需巩固，关注后续稳增长政策发力的可能性。在经济弱复苏的背景下，6 月资金面或仍将有望延续宽松的局势。

短期来看，债市方向尚不明朗，资金面维持宽松+稳增长政策预期升温的背景下，短期或仍以防守为主，后续仍需关注经济修复及货币政策走向。

（文内所有数据均来源于 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）