

【债券日报】

一季度 GDP 会到多少？——华创债券 1~2 月经济数据点评

- ❖ **债市策略：**1~2 月经济数据大幅走低，市场反应较为平淡，但后续 3 月经济数据回升幅度或较为有限，叠加一季度 GDP 或显著走低，基本面对债市利好作用仍在；流动性方面，全球疫情迅速扩散，主要经济体宽松操作力度较大，后续对于国内总需求的影响和流动性外溢效果或将逐步显现，国内货币政策宽松空间加大，“降成本”主线下总量宽松政策仍可期，后续宽松操作主要取决于国内基本面修复节奏。短期看国内债市继续跟随海外疫情发酵情况及风险偏好的变化出现波动，并有可能在波动中触及新低，下探 2.5% 水平。但如果要看到收益率的有效下行突破，则需要货币政策操作进一步加码，通过价格型货币政策工具推动银行负债成本下降，或者维持资金面的长期低位稳定带动杠杆资金的抬升，以上两种条件均有待进一步确认。
- ❖ 上午统计局公布数据显示，1~2 月投资累计同比-24.5%，远低于前值的 5.4%；制造业投资同比-31.5%，地产同比-16.3%，基建同比-30.3%；1~2 月社零增速为-20.5%，显著低于前值的 8%；工业同比增速为-13.5%，显著低于预期的-1.5%和前值的 6.9%。受疫情影响，1~2 月份各分项经济增速纷纷回落至记录低位。
- ❖ **制造业投资方面，由正转负大幅回落至-31.5%，短期内回升幅度或较为有限。**与出口相关的中游装备制造业投资明显回落，其中通用和专用设备制造业投资增速降幅达到 40% 以上，全球疫情冲击下我国相关行业未来出口前景转弱。后续来看，短期内 PPI 或维持弱势，出口增速受海外疫情冲击或继续较低，3 月制造业投资增速回升幅度或较为有限。
- ❖ **房地产投资方面，同比增速回落至-16.3%，主要受施工相关投资显著走低影响。**受疫情影响，房地产施工相关投资显著走低，新开工和竣工面积均显著走低；销售方面，1~2 月销售增速累计同比大幅回落，对房企销售回款造成较大冲击，进而导致房企拿地增速也大幅走低，但受部分城市放松土地政策影响，土地购置面积降幅相对较小。后续来看，3 月虽然销售和拿地均小幅回暖，但距正常水平仍有距离，房地产投资增速或继续维持负增长。
- ❖ **基建投资方面，基建投资大幅回落至-30.3%，主要受多地建筑工程业复工较晚影响。**3 月来看，3 月初以来政策推动复产复工力度较大，且各地上报较多重大建设工程，基建单月增速或将有所回升，但考虑到 2 月拖累效应较大，且近期地方债和基建信托发行量并未明显回升，叠加去年一季度基数偏高，近期基建增速累计同比或依旧为负。
- ❖ **工业方面，增速回落至-13.5%，相较于投资和消费而言回落幅度较小，主要受医疗物资制造业复工早且产能利用率高影响。**后续来看，随着复产率较 2 月显著回升，3 月工业增加值或有较大幅度回升，但从当前耗煤量来看，工业复产率依旧与 100% 存在距离，因此 3 月工业增加值或仍难回正。
- ❖ **社零方面，1~2 月社零增速大幅回落至-20.5%，疫情影响下除医药消费以及办公用品消费外大多数消费分项均显著萎缩。**后续来看，3 月社零增速或略有回暖，但受汽车消费短期可能低迷，叠加油价维持低位影响，汽车和石油及其制品类消费增速回升幅度或较为有限，对社零的拖累效应依旧较大。
- ❖ **1~2 月经济数据差，一季度 GDP 增速或将转负。**对 3 月社会活动恢复不同程度下一季度 GDP 增速进行测算，测算结果显示，在 3 月份社会经济活动分别恢复至 80%、100% 以及 120% 时，一季度 GDP 增速分别可能为-18.3%、-10.4%、-2.5% 左右，一季度 GDP 增速或为负值，且下行幅度较大。
- ❖ **风险提示：** 海外疫情持续扩散。

华创证券研究所

证券分析师：周冠南

电话：010-66500918

邮箱：zhouguannan@hcyjs.com

执业编号：S0360517090002

联系人：陈静

电话：010-66500862

邮箱：chenjing1@hcyjs.com

相关研究报告

《全年 CPI 走势可能不变，PPI 中枢或有所下行——华创债券 2 月通胀数据点评》

2020-03-11

《政策支撑效果明显，后续居民部门是关键——华创债券 2 月金融数据点评》

2020-03-11

《超长期现券卖盘涌现，债市收益率宽幅震荡——华创债券日报 20200312》

2020-03-12

《定向降准落地，关注海外对国内政策节奏影响——华创债券日报 20200313》

2020-03-13

《美国超预期降息，央行强化政策独立性——美联储再次意外降息及国内 MLF 操作点评》

2020-03-16

目 录

一、投资显著走低：三大项受疫情冲击均较大.....	4
二、工业增速回落幅度相对较低，主要受部分医疗和生活物资行业复工提前影响.....	5
三、社零大幅走低：未来回暖幅度或受汽车以及石油制品类消费限制.....	6
四、1~2月经济数据如此之差，一季度GDP可能降至多少？.....	6
五、利率债市场复盘：资金面整体宽松，活跃券收益率盘中波动.....	8
（一）资金面：隔夜资金利率大幅下行，资金面整体宽松.....	8
（二）利率债：国债、国开债长期收益率下行，活跃券收益率下行.....	8
六、信用债市场复盘：中短票及城投债收益率普遍上行，成交活跃度比上一交易日小幅上升.....	9

图表目录

图表 1	中游装备制造业固定资产投资大幅回落.....	4
图表 2	部分高新技术产业投资增速回落幅度相对较低.....	4
图表 3	1~2 月地产投资增速回落至记录低点.....	5
图表 4	1~2 月销售和新开工下行幅度较大.....	5
图表 5	1~2 月基建增速回落至记录低位.....	5
图表 6	基建信托发行增速与 2019 年相比依旧较低.....	5
图表 7	黑色和有色冶炼及压延加工业回落幅度较为有限.....	6
图表 8	中游材料制造业工业增加值回落幅度较大.....	6
图表 9	1~2 月消费分项除办公文化用品外全面萎缩.....	6
图表 10	主要消费分项增速全面下行.....	6
图表 11	3 月经济活动恢复程度不同下一季度 GDP 测算.....	7
图表 12	公开市场和资金面状况.....	8
图表 13	国债收益率曲线变动.....	8
图表 14	国开收益率曲线变动.....	8
图表 15	关键期限利率个券收益率.....	9
图表 16	国债期限利差变动.....	9
图表 17	国开期限利差变动.....	9
图表 18	中短票据收益率及信用利差日变化.....	9
图表 19	城投债收益率及信用利差日变化.....	10
图表 20	异常成交个券（剩余期限大于半年，偏离估值 10BP 以上）.....	11
图表 21	异常成交个券明细（按成交-中债估值 降序排列）.....	11
图表 22	活跃券成交明细.....	13

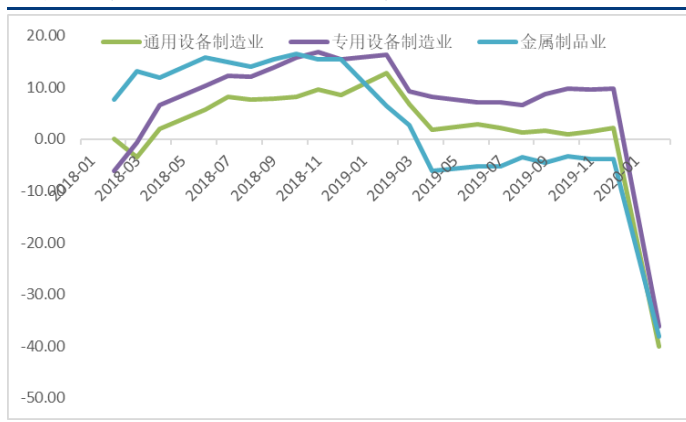
周一（3月16日），央行今日公开市场开展1年期MLF操作1000亿元，中标利率为3.15%，并未跟随美联储降息。国债期货近乎收平，10年期主力合约涨0.01%，5年期主力合约跌0.01%；10年期国开活跃券190215收益率下行1.8bp报3.0925%，10年期国债活跃券190015收益率下行0.03bp报2.6725%。1-2月经济数据显示，疫情冲击下，工业、消费、投资增速均接近历史最低水平，对债市影响相对较为有限。

上午统计局公布数据显示，1~2月投资累计同比-24.5%，远低于前值的5.4%；制造业投资同比-31.5%，地产同比-16.3%，基建同比-30.3%；1~2月社零增速为-20.5%，显著低于前值的8%；工业同比增速为-13.5%，显著低于预期的-1.5%和前值的6.9%。受疫情影响，1~2月份各分项经济增速纷纷回落至记录低位。

一、投资显著走低：三大项受疫情冲击均较大

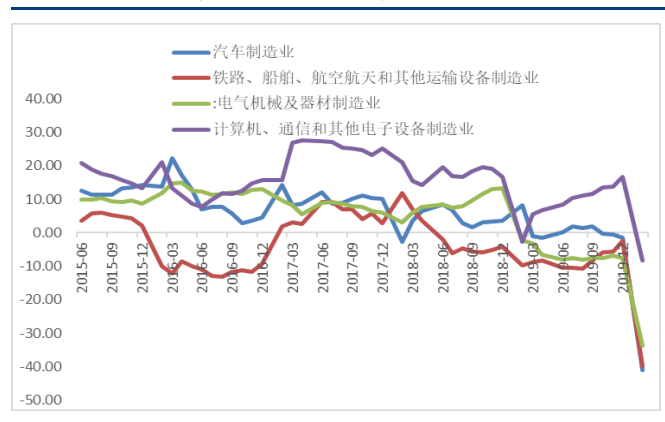
制造业投资方面，由正转负大幅回落至-31.5%，短期内回升幅度或较为有限。疫情影响之下，2月PPI以及1~2月出口交货值均大幅回落并转负，叠加复工放缓以及企业对未来预期较为悲观，2月制造业投资增速大幅下行。从制造业各行业投资增速来看，与出口相关的中游装备制造业投资明显回落，其中通用和专用设备制造业投资增速降幅均在40%以上，全球疫情冲击下我国相关行业未来出口前景转弱，后续制造业投资增速或仍将受到冲击；汽车制造业方面，投资增速下行39.5个百分点至-41%，下行幅度同样较大，显示受疫情影响，居民可支配收入以及就业前景恶化下，企业对增加长期投资态度偏悲观；高新技术产业中，医药制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速回落幅度相对较低；下游终端需求制造业如农副食品加工以及食品制造业增速回落幅度也相对偏低。后续来看，当前海外疫情持续扩散，对今年全球经济冲击较大，尤其是二季度全球经济可能大幅走低，或将继续拖累我国出口及相关制造业投资，3月制造业投资或微幅上行，但二季度或依旧维持偏弱状态。

图表 1 中游装备制造业固定投资大幅回落



资料来源：wind，华创证券

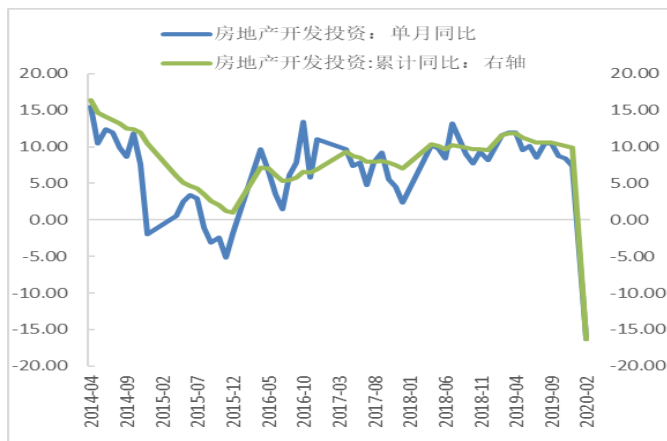
图表 2 部分高新技术产业投资增速回落幅度相对较低



资料来源：wind，华创证券

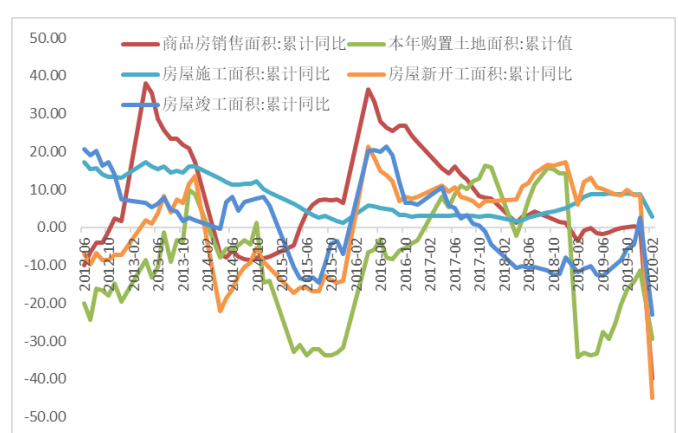
房地产投资方面，累计同比增速回落至-16.3%，主要受施工相关投资显著走低影响。受疫情影响，房地产施工相关投资显著走低，新开工面积累计增速大幅回落53.4个百分点至-44.9%，竣工面积增速也显著走低至22.9%，一方面受1~2月交房季节性减少影响，另外，疫情对建筑施工影响较大，导致施工相关投资显著走低；销售方面，虽然部分企业进行线上销售，但受疫情冲击，1~2月销售增速累计同比大幅回落至-39.9%，对房企销售回款造成较大冲击，进而导致房企拿地增速也大幅走低，但受部分城市放松土地政策影响，土地购置面积降幅相对较小。后续来看，3月虽然销售和拿地均小幅回暖，但距正常水平仍有距离，房地产投资增速或维持负增长。

图表 3 1~2 月地产投资增速回落至记录低点



资料来源: wind, 华创证券

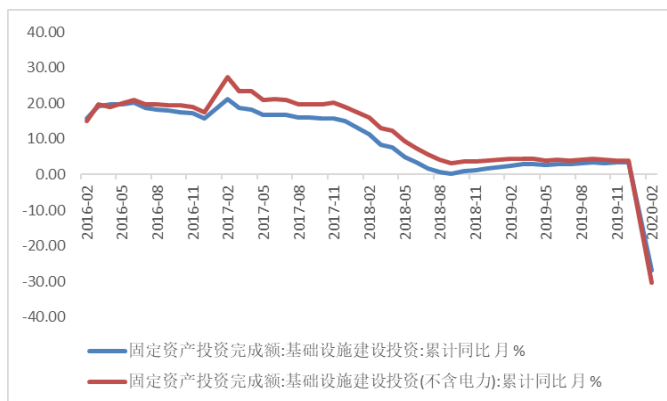
图表 4 1~2 月销售和开工下行幅度较大



资料来源: wind, 华创证券

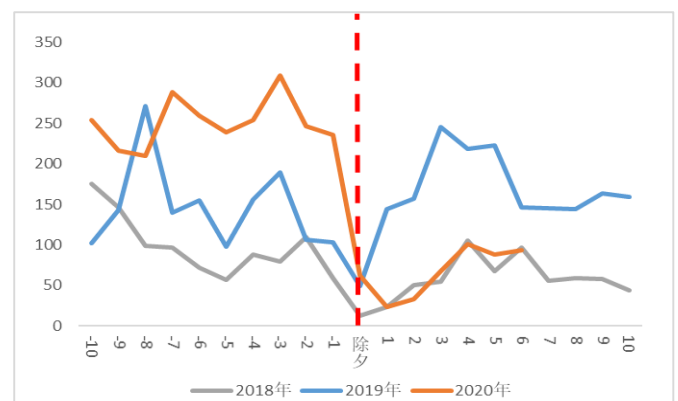
基建投资大幅回落, 主要受多地建筑工程业复工较晚影响。基建方面, 受疫情冲击较大, 由于建筑工程业就业人员主要为农民工, 人员返工受到限制, 且多数基建工程并非为医疗或生活物资相关行业, 因此多地将建筑工程业排在复工行业尾端, 2月新增量相对较低。3月来看, 3月初以来政策推动基建行业复产复工力度较大, 且各地上报较多重大建设工程, 基建单月增速或将有所回升, 但考虑到2月拖累效应较大, 且近期地方债和基建信托发行量并未明显回升, 叠加去年一季度基数偏高, 近期基建增速累计同比或依旧为负。

图表 5 1~2 月基建增速回落至记录低位



资料来源: wind, 华创证券

图表 6 基建信托发行增速与 2019 年相比依旧较低



资料来源: wind, 华创证券

二、工业增速回落幅度相对较小, 主要受部分医疗和生活物资行业复工提前影响

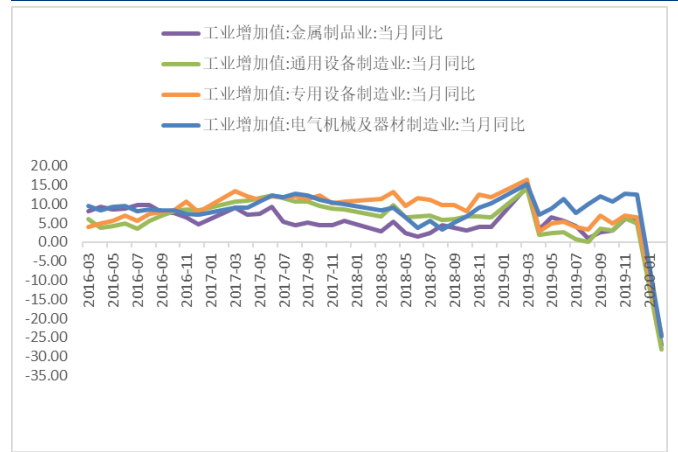
工业增速大幅回落至-13.5%, 相较于投资和消费而言回落幅度较小, 主要受医疗物资制造业复工早且产能利用率偏高影响。从高频数据来看, 受疫情影响, 1~2月发电量同比增速显著走低, 且粗钢和汽车产量增速明显回落, 导致工业增加值显著走低。从产业链来看, 部分受疫情影响提前开工的行业增加值回落幅度较为有限, 其中农副食品加工业、食品制造业、化学原料及化学制品制造业、医药制造业等回落幅度多不到20%, 相对较低; 另外, 与2月以来部分高炉持续开工表现一致, 黑色和有色金属冶炼及压延加工业增加值相对较低, 分别下行12.7、13.5个百分点; 中游制造业种金属制品工业、通用设备制造业、专用设备、电器机械及器材制造业等受开工较晚以及出口订单减少影响, 1~2月显著回落, 分别回落33.2、33.1、30.9、37.1个百分点; 下游可选消费业中部分行业回落幅度同样较大, 其中汽车制造业工业增加值1~2月大幅走低42.2个百分点至-31.8%, 主要受汽车产业链复工进度相对较为缓慢影响。后续来看, 随着复产率较2月显著回升, 3月工业增加值或有较大幅度回升, 但从当前耗煤量来看, 工业复产率依旧与100%存在距离, 因此3月工业增加值或仍难回正。

图表 7 黑色和有色冶炼及压延加工业回落幅度较为有限



资料来源: wind, 华创证券

图表 8 中游材料制造业工业增加值回落幅度较大



资料来源: wind, 华创证券

三、社零大幅走低: 未来回暖幅度或受汽车以及石油制品类消费限制

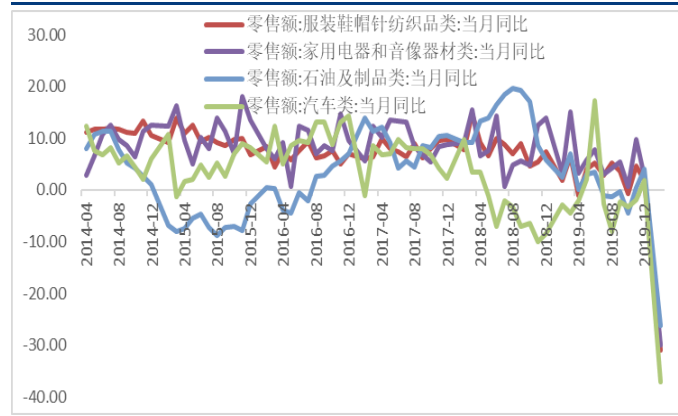
1~2 月社零增速大幅回落至-20.5%，同样大幅不及市场预期，疫情影响下除文化办公以及中西药品以外大多数消费分项均显著萎缩。具体来看，受 1 月以来国际油价大幅下跌影响，叠加疫情爆发后国内机动车出行较少，对石油及其制品消费需求明显降低，导致石油及其制品消费增速回落 30.2 个百分点至-26.2%；汽车方面，从此前乘联会公布的 1 月和 2 月销售数据来看，1 月汽车销售降幅受春节以及疫情影响较大，回落至-25%以下，2 月受疫情冲击，汽车产业链复工相对较慢，销售数据回落至-80%以下，拖累 1~2 月汽车销售增速大幅回落 31.1 个百分点至-30.5%，对社零增速由拖累较大。后续来看，考虑到疫情对整体经济以及企业带来较大冲击，部分消费者短期收入有所下降，购车意愿或明显降低，短期内消费者的购车需求或难以回到正常水平。另外，受居家办公导致的文化办公类用品销售增速较 2019 年 12 月微幅回升，与此同时，受疫情影响中西药品类销售增速回落幅度也略小于其他分项。

图表 9 1~2 月消费分项除办公文化用品外全面萎缩



资料来源: wind, 华创证券

图表 10 主要消费分项增速全面下行



资料来源: wind, 华创证券

后续来看，3 月社零增速或略有回暖，但受汽车消费短期可能低迷，叠加油价维持低位影响，汽车和石油及其制品类消费增速回升幅度或较为有限，对社零的拖累效应依旧较大。

四、1~2 月经济数据如此之差，一季度 GDP 可能降至多少？

1~2 月投资、消费、净出口均显著走低并转负，可能导致一季度 GDP 增速大幅走低，我们对一季度 GDP 下行幅度需进行测算。

对3月社会活动恢复不同程度下一季度GDP增速进行测算。由于当前1~2月经济数据已出，3月复产复工率均有所抬升，但最终恢复程度并不确定，因此可假设3月经济活动恢复情况分别为80%、100%和120%的情况下，测算出三种情况下3月各经济分项相应量，再结合1~2月总量，测算出一季经济数据总量。随后，根据各经济数据分项与支出法项下投资、消费以及净出口的关系将其对应至支出法项下，从而测算出支出法下一季度GDP的相应增速。

固定资产投资方面，由于其与资本形成总额之前存在差别，其包括土地购置费但不包括城镇和农村非农户500万元以下项目的固定资产投资等，因此不能用其直接对应资本形成总额，但二者走势较为相近，我们使用近五年资本形成总额占固定资产投资的比重，约为57.4%，将固定资产投资对应至资本形成总额，测算出不同情境下一季度资本形成总额的变化量。

消费支出方面，由于社零与消费支出同样存在差别，社零支出未包含除餐饮支出以外的服务消费支出，且社零包括了城乡居民建房用的建筑材料等，因此二者也不能直接对应，但对比社零支出与消费支出比例，社零占消费支出的比重同样较为稳定，约为82%，因此我们按照二者之间的比例将社零对应至消费支出，测算出不同情境下一季度消费支出的变化量。

净出口方面，其与我国贸易顺差差别同样较大，贸易顺差并不包括服务消费，同时，月度贸易顺差波动较大且可能为负，叠加当前疫情影响下，全球需求显著收缩，因此会对我国进出口均造成较大冲击，因此我们在此并未使用上述投资和消费对应方法测算净出口变动。考虑到2月我国出口受冲击较进口较大，而3月我国出口主要受全球疫情冲击导致的需求减少，但对部分国家医疗物资出口有所增加，但进口方面受海外疫情较为严重影响减少幅度或更大，因此3月我国净出口可能转正。综合考虑，对于一季度净出口总量，我们假设其为0，则一季度净出口减少量则为2019年一季度净出口量。

图表 11 3月经济活动恢复程度不同下一季度GDP测算

3月经济活动恢复程度	投资变动(亿元)	消费变动(亿元)	净出口变动(亿元)	一季度GDP增速(%)
80%	-11882	-22236	-1963	-18.3
100%	-4604	-13886	-1963	-10.4
120%	2674	-5536	-1963	-2.5

资料来源: wind, 华创证券

测算结果显示,在3月份社会经济活动分别恢复至80%、100%以及120%时,一季度GDP增速分别可能为-18.3%、-10.4%、-2.5%左右,一季度GDP或为负值,且下行幅度较大。

债市策略:1~2月经济数据大幅走低,市场反应较为平淡,但后续3月经济数据回升幅度或较为有限,叠加一季度GDP或显著走低,基本面对债市利好作用仍在;流动性方面,全球疫情迅速扩散,主要经济体宽松操作力度较大,后续对于国内总需求的影响和流动性外溢效果或将逐步显现,国内货币政策宽松空间加大,“降成本”主线下总量宽松政策仍可期,后续宽松操作主要取决于国内基本面修复节奏。短期看国内债市继续跟随海外疫情发酵情况及风险偏好的变化出现波动,并有可能在波动中触及新低,下探2.5%水平。但如果要看到收益率的有效下行突破,则需要货币政策操作进一步加码,通过价格型货币政策工具推动银行负债成本下降,或者维持资金面的长期低位稳定带动杠杆资金的抬升,以上两种条件均有待进一步确认。

五、利率债市场复盘：资金面整体宽松，活跃券收益率盘中波动

（一）资金面：隔夜资金利率大幅下行，资金面整体宽松

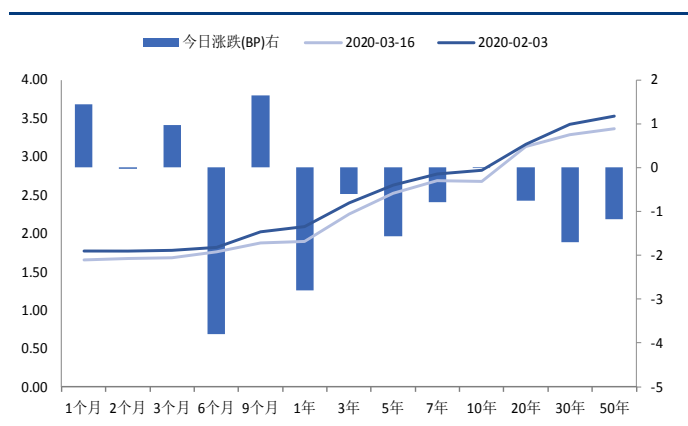
图表 12 公开市场和资金面状况

指标名称	名称	发行量 亿元	到期量 亿元	发行利率 %	利率变动 BP	净投放 亿元	指标名称	时间	全市场	大行	中小行	非银
公开市场	MLF (投放) 365D	1000		3.15	-15		资金情绪	8:45	35	33	36	40
								10:15	34	28	33	39
								14:30	38	32	37	42
								16:00	38	32	38	43
指标名称	加权平均利率 %	涨跌 BP	指标名称 %	加权平均利率 %	涨跌 BP	shibor-DR	开盘收益率 %	开盘涨跌 (BP)	指标名称	加权平均利率 %	涨跌 BP	GC-D R
SHIBORO/N	1.2310	-18.30	DR001	1.2210	-18.54	1.00	2.3000	0.00	GC001	1.9420	-4.80	72.10
SHIBOR1W	2.1990	-5.30	DR007	1.9456	-11.88	25.34	2.4000	0.00	GC007	2.0420	2.10	9.64
SHIBOR2W	1.9690	-2.40	DR014	1.8382	-3.47	13.08	1.8700	22.00	GC014	2.0700	0.30	23.18
			DR021	1.9487	-3.94		2.0000	0.00				
SHIBOR1M	2.0930	-2.60	DR1M	2.1405	-1.35	-4.75	2.2000	15.00	GC028	2.1690	-11.30	2.85

资料来源：wind，华创证券

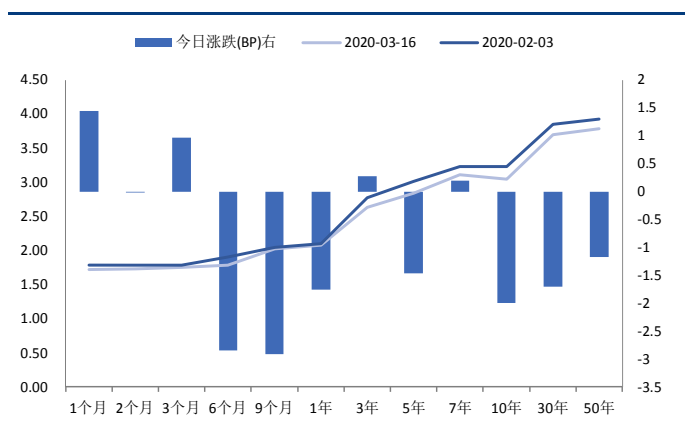
（二）利率债：国债、国开债长期收益率下行，活跃券收益率下行

图表 13 国债收益率曲线变动



资料来源：wind，华创证券

图表 14 国开收益率曲线变动



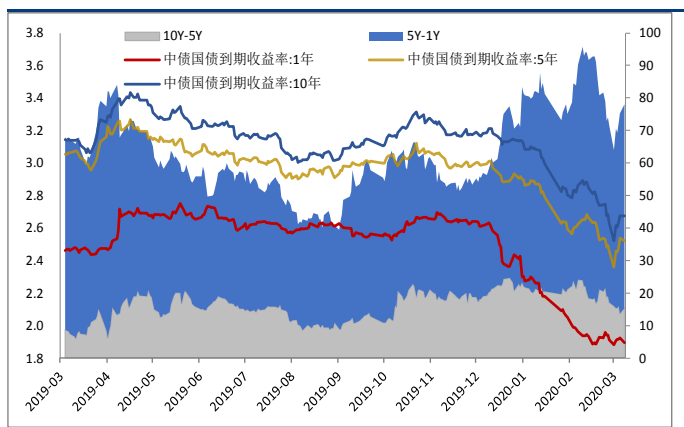
资料来源：wind，华创证券

图表 15 关键期限利率个券收益率

债券简称	期限	剩余期限(年)	中介成交笔数	收盘收益率%	收盘涨跌BP	债券简称	期限	剩余期限(年)	中介成交笔数	收盘收益率%	收盘涨跌BP
18 附息国债 22	1	0.60	0	--	--	19 进出 07	1	0.62	0	--	--
19 附息国债 02	1	0.93	2	2.000	-2.8	20 国开 01	1	0.83	10	2.050	-2.92
19 附息国债 11	3	2.40	2	2.250	0.83	19 进出 08	3	2.64	0	--	--
18 附息国债 09	3	3.09	0	--	--	19 国开 03	3	3.88	26	2.795	-2.61
19 附息国债 04	5	4.07	3	2.460	-1.00	19 农发 09	5	4.41	2	2.860	0.96
19 附息国债 13	5	4.59	3	2.465	-1.58	15 国开 05	5	4.89	1	2.930	0.99
19 附息国债 07	7	6.22	0	--	--	16 国开 10	7	6.05	13	3.125	-2.00
19 附息国债 16	7	6.72	14	2.688	-0.80	18 农发 06	7	8.15	8	3.230	1.92
19 附息国债 06	10	9.19	72	2.710	-1.00	19 农发 06	10	9.32	30	3.238	-0.75
19 附息国债 15	10	9.68	99	2.668	-0.53	19 国开 15	10	9.51	790	3.095	-1.56
19 附息国债 10	30	29.35	78	3.273	-2.01	19 附息国债 08	50	49.27	1	3.365	-0.68

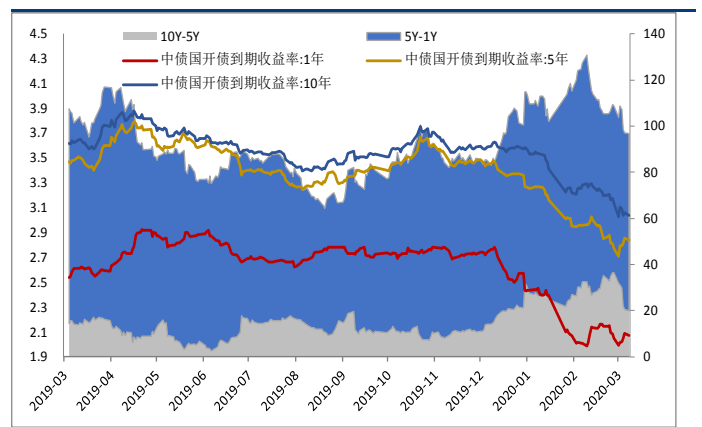
资料来源: wind, 华创证券

图表 16 国债期限利差变动



资料来源: wind, 华创证券

图表 17 国开期限利差变动



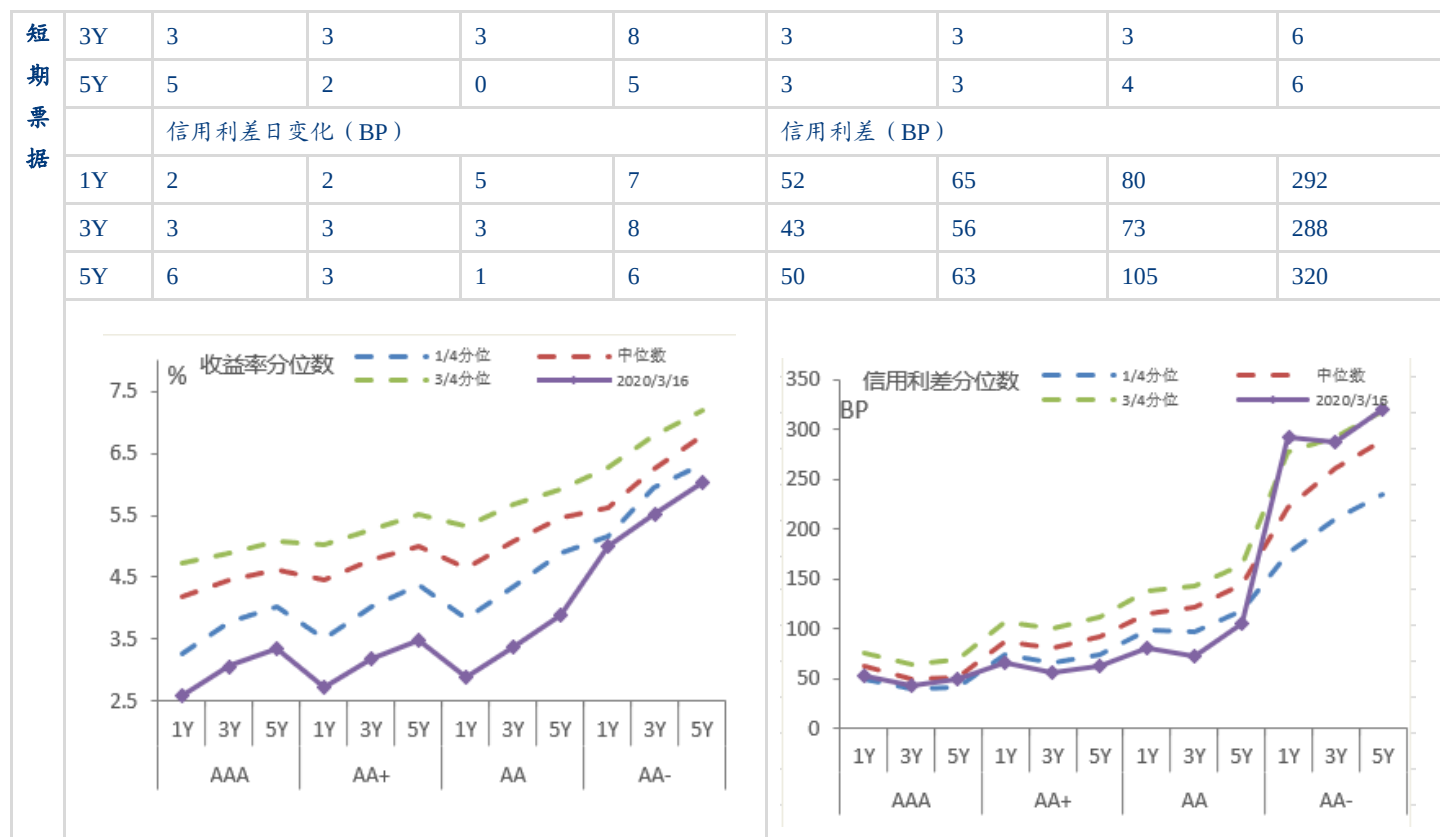
资料来源: wind, 华创证券

六、信用债市场复盘: 中短票及城投债收益率普遍上行, 成交活跃度比上一交易日小幅上升

信用方面, 中短票中长期收益率上行 0-8BP, 中长期利差走阔 1-8BP。城投债短期收益率上行 2-7BP, 中长期收益率上行 0-3BP, 长期信用利差走阔 2-5BP。信用债成交活跃度比上一交易日小幅上升, 活跃券成交期限更多集中于 2-3 年。从行业分布来看, 异常成交集中在房地产、建筑装饰、综合等行业, 个券低估值数量高于高估值数量, 剩余期限在半年以上、成交价低于估值 50BP 以上的个券有 15 扬化债、19 碧地 02、18 新城控股 PPN001。

图表 18 中短票据收益率及信用利差日变化

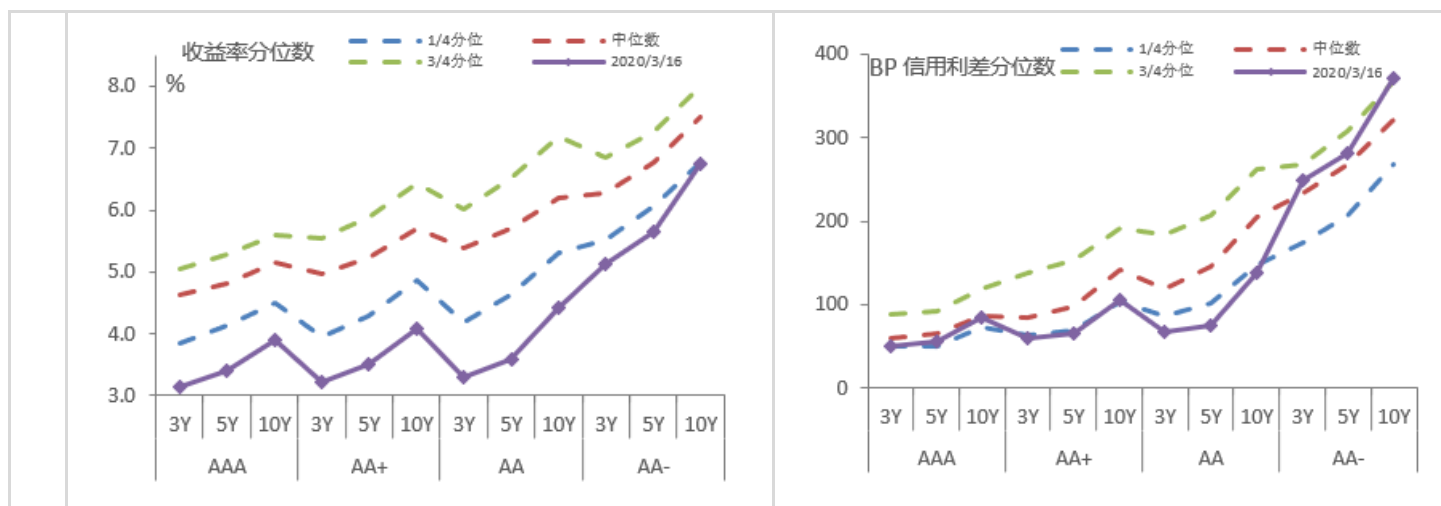
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
中	1Y	0	0	3	5	3	3	3	5



资料来源: wind、华创证券

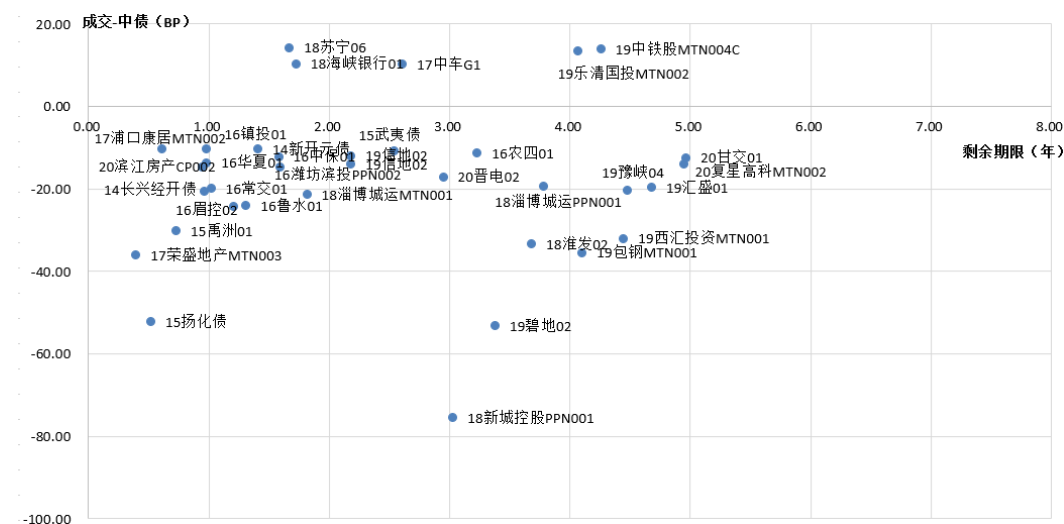
图表 19 城投债收益率及信用利差日变化

品种	期限	收益率日变化 (BP)				收益率 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
城投债	3Y	2	2	2	7	3	3	3	5
	5Y	1	1	1	1	3	4	4	6
	10Y	3	3	0	3	4	4	4	7
		信用利差日变化 (BP)				信用利差 (BP)			
	3Y	1	1	1	6	51	59	67	248
	5Y	2	2	2	2	56	66	75	281
	10Y	5	5	2	5	85	105	138	371



资料来源: wind、华创证券

图表 20 异常成交个券 (剩余期限大于半年, 偏离估值 10BP 以上)



资料来源: wind、华创证券

图表 21 异常成交个券明细 (按成交-中债估值 降序排列)

债券简称	剩余期限 (年)	成交-中债 (BP)	中债估值 (%)	票面利率 (%)	债项/主体评级	主体简称	申万行业	企业性质
18 苏宁 05	1.41	74.05	4.64	5.5	AAA/AAA	苏宁易购	商业贸易	民营企业
17 华融 01	7.29	36.08	3.16	4.95	AAA/AAA	中国华融	非银金融	中央国有企业
15 绿地 02	0.73	21.54	4.01	3.8	AA+/AA+	绿地集团	房地产	地方国有企业
15 绿地 01	0.73	21.54	4.01	3.9	AA+/AA+	绿地集团	房地产	地方国有企业
18 苏宁 06	1.67	14.31	4.68	4.7	AAA/AAA	苏宁易购	商业贸易	民营企业
19 中铁股 MTN004C	4.26	13.91	3.32	4.18	AAA/AAA	中国中铁	建筑装饰	中央国有企业
19 乐清国投 MTN002	4.07	13.51	3.55	5	AA+/AA+	乐清国投	建筑装饰	地方国有企业

债券简称	剩余期限(年)	成交-中债(BP)	中债估值(%)	票面利率(%)	债项/主体评级	主体简称	申万行业	企业性质
18 海峡银行 01	1.72	10.39	3.08	3.99	AA+/AA+	福建海峡银行	银行	地方国有企业
17 中车 G1	2.61	10.23	2.99	4.8	AAA/AAA	中车集团	机械设备	中央国有企业
17 浦口康居 MTN002	0.61	-10.26	2.99	5.27	AA+/AA+	康居集团	建筑装饰	地方国有企业
14 新开元债	1.41	-10.36	4.15	7.43	AA/AA	新开元城市建设	建筑装饰	地方国有企业
16 镇投 01	0.98	-10.40	3.63	4.69	0/AA+	镇投公司	综合	地方国有企业
15 武夷债	2.54	-10.74	3.74	4.96	AAA/AA	武夷投资	建筑装饰	地方国有企业
16 农四 01	3.23	-11.28	3.60	4	AA+/AA+	农四师国资公司	纺织服装	地方国有企业
19 信地 02	2.18	-11.96	4.00	4.98	0/AA+	信达地产	房地产	中央国有企业
16 中保 01	1.58	-12.21	3.57	3.7	AAA/AAA	中投保	0	中央国有企业
20 甘交 01	4.96	-12.45	4.64	3.95	0/AAA	甘肃交建	建筑装饰	地方国有企业
16 华夏 01	0.98	-13.67	4.66	5.4	AAA/AAA	华夏幸福	房地产	民营企业
19 信地 02	2.18	-13.96	4.00	4.98	0/AA+	信达地产	房地产	中央国有企业
20 复星高科 MTN002	4.95	-14.02	4.19	4.1	AAA/AAA	复星	综合	民营企业
20 滨江房产 CP002	0.95	-14.59	3.09	3.24	A-1/AA+	滨江集团	房地产	民营企业
16 潍坊滨投 PPN002	1.59	-14.64	4.38	4.4	0/AA+	滨海投资	建筑装饰	地方国有企业
20 晋电 02	2.95	-17.07	4.60	4.9	0/AA+	山西电力集团	公用事业	地方国有企业
18 淄博城运 PPN001	3.78	-19.44	4.25	5	0/AA+	淄博城运	建筑装饰	地方国有企业
19 汇盛 01	4.68	-19.67	4.84	5.1	AA+/AA	浙江汇盛	建筑装饰	地方国有企业
16 常交 01	1.02	-19.87	5.53	4.55	AA/AA	常德交投	建筑装饰	地方国有企业
19 豫峡 04	4.47	-20.45	4.82	5.45	AA+/AA+	三门峡投资集团	综合	地方国有企业
14 长兴经开债	0.96	-20.51	4.79	7.99	AA/AA	长兴经开	综合	地方国有企业
18 淄博城运 MTN001	1.81	-21.33	4.07	5.5	AA+/AA+	淄博城运	建筑装饰	地方国有企业
16 鲁水 01	1.31	-24.01	3.97	3.98	AAA/AAA	水发	公用事业	地方国有企业
16 眉控 02	1.20	-24.35	5.15	5.4	0/AA	眉山发展	综合	地方国有企业
15 禹洲 01	0.73	-30.20	4.11	5.1	AA+/AA+	禹洲鸿图	房地产	中外合资企业
19 西汇投资 MTN001	4.45	-31.97	7.42	7.5	AA/AA	西汇公司	建筑装饰	地方国有企业
18 淮发 02	3.68	-33.31	4.73	7.5	0/AA+	淮安国联集团	建筑装饰	地方国有企业
19 包钢 MTN001	4.10	-35.41	5.71	6.1	AAA/AAA	包钢股份	钢铁	地方国有企业
15 扬化债	0.52	-52.18	5.64	6.98	0/AA	投资公司	建筑装饰	地方国有企业
19 碧地 02	3.38	-53.18	4.59	5.14	AAA/AAA	碧桂园地产	房地产	民营企业
18 新城控股 PPN001	3.03	-75.55	6.46	7	0/AAA	新城控股	房地产	民营企业

资料来源: wind、华创证券

图表 22 活跃券成交明细

债券简称	成交笔数	剩余期限(年)	中债估值(%)	票面利率(%)	债项/主体评级	主体简称	申万行业	企业性质	是否城投
20 海淀国资 MTN002	9	2.99	3.19	3.17	AAA/AAA	海淀国资	综合	地方国有企业	否
19 中石油 MTN005	8	4.59	3.24	3.58	AAA/AAA	中国石油集团	采掘	中央国有企业	否
19 交通银行 01	8	2.70	2.83	3.35	AAA/AAA	交通银行	银行	公众企业	否
16 海淀国资 MTN001	8	0.99	2.66	3.44	AAA/AAA	海淀国资	综合	地方国有企业	是
18 华润置地 MTN001	7	0.98	2.63	5.38	AAA/AAA	华润置地	房地产	中央国有企业	否
20 京汽股 SCP001	7	0.72	2.48	2.39	0/AAA	北京汽车	汽车	地方国有企业	否
19 中石油 MTN006	6	4.59	3.24	3.58	AAA/AAA	中国石油集团	采掘	中央国有企业	否
20 诚通 01	6	2.85	3.11	3.55	AAA/AAA	中国诚通	综合	中央国有企业	否
20 杭城投 SCP001	6	0.71	2.49	2.38	0/AAA	杭州城投	综合	地方国有企业	是
19 汇金 MTN016	5	4.53	3.24	3.52	AAA/AAA	汇金公司	非银金融	中央国有企业	否
20CHNE02	5	2.93	3.04	3.05	AAA/AAA	国家能源集团	采掘	中央国有企业	否
19 交通银行 02	4	2.74	2.84	3.35	AAA/AAA	交通银行	银行	公众企业	否
18 济南轨交 MTN001	4	3.59	3.33	4.45	AAA/AAA	济南轨道交通集团	交通运输	地方国有企业	是
17 交通银行绿色金融债	4	0.62	2.35	4.29	AAA/AAA	交通银行	银行	公众企业	否

资料来源：wind、华创证券

固定收益组团队介绍

组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

分析师：梁伟超

北京外国语大学经济学硕士。曾任职于中邮证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：杜渐

美国福德汉姆大学金融学硕士，CFA。曾任职于联合信用评级有限公司。2019 年加入华创证券研究所。

分析师：华强强

香港科技大学理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

研究员：陈静

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈甲

武汉大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500