

债市调整开启，但牛市基因未改

(2018/12/8~2018/12/14)

一、政策及资金面

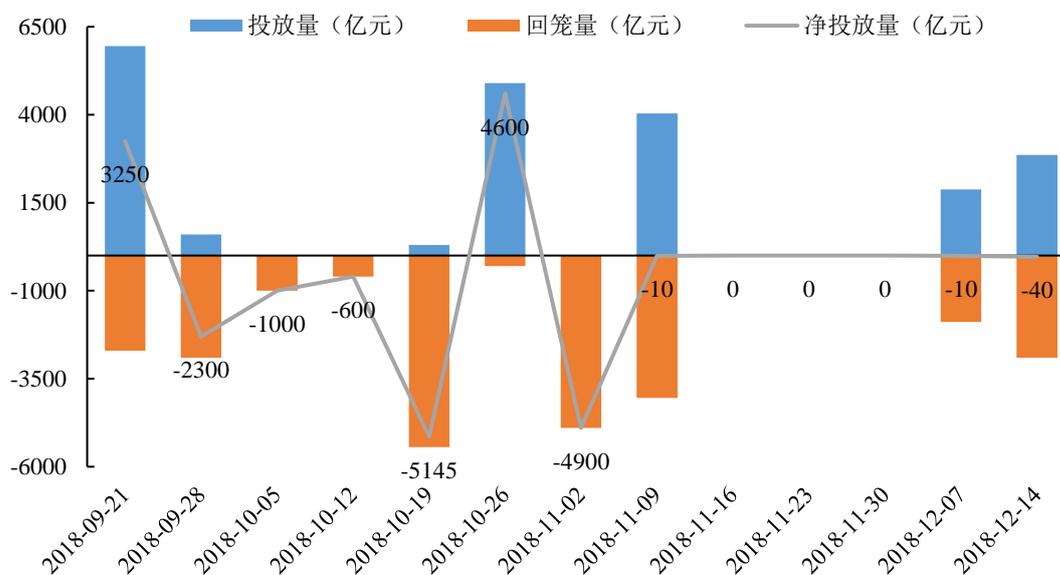
1、政策面

从央行近期连续暂停公开市场操作及窗口指导，可以看出银行间资金面进一步边际宽松的概率不大，尤其是中美贸易谈判出结果之前。上周易纲行长表示，经济下行时需要略微宽松的货币条件，但宽松的货币条件要考虑到外部均衡，不能太宽松，如果利率太低，会影响汇率。内部均衡和外部均衡要找到一个平衡点。在经济下行周期，要以内部经济为主，兼顾外部均衡，找到最优平衡点。央行参事盛松成上周也讲到，通过贬值促进进出口的做法是得不偿失的，虽然短期内可能获得价格优势，但不利于企业提高产品质量、提升核心竞争力。汇率大幅贬值会使贸易摩擦升级。事实上，中美都不希望人民币大幅贬值。这说明短期内利率大概率不会进一步宽松。

2、资金面

上周，央行公开市场合计净投放为零，等额续做 2860 亿一年期 MLF，已连续 36 个交易日未进行逆回购操作。无国库现金定存操作，银行体系流动性总体合理充裕。

图 1：央行公开市场操作情况

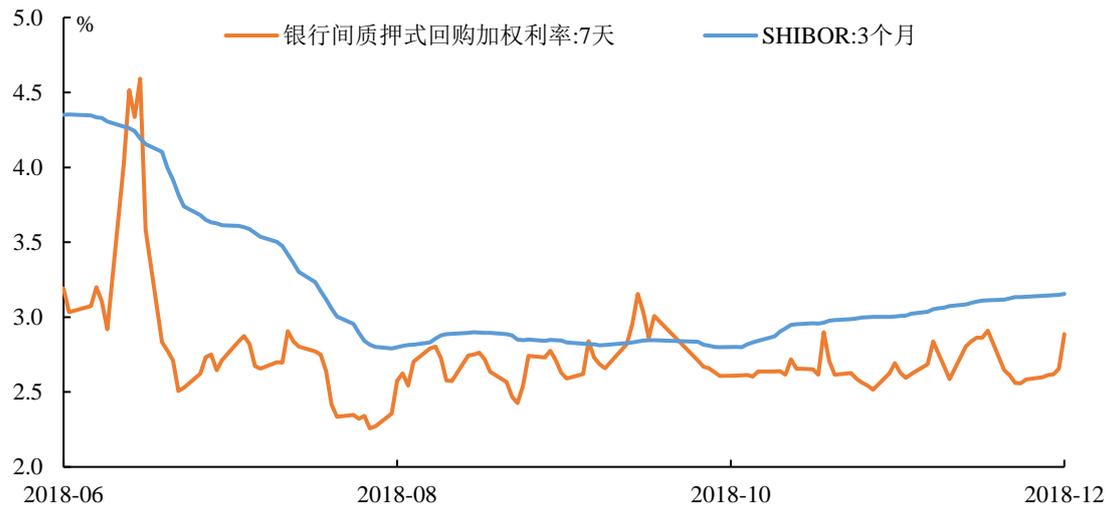


资料来源：Wind，格林基金

上周资金面总体维持宽松，但边际转紧，月内和跨年资金价格均走高。整周来看，R001 上行 27.0bp 收于 2.71%，R007 上行 30.32bp 收于 2.89%，shibor3M 上行 2bp 收于 3.16%。

展望未来，年底前资金利率的上行压力将会继续体现，但在货币政策维持流动性合理充裕前提下，对资金面无需过于担忧，如果资金面出现大幅波动，预计央行会适度进行净投放操作以维稳资金面。

图 2：资金利率变化情况



资料来源：Wind，格林基金

二、债券市场

1、利率债

上周，利率债（国债、国开、农发、口行）合计发行 1715.2 亿元，主要是国债发行 1350 亿，政金债继续缩量并结束发行。一级招标情况较好，尽管近期国债放量发行，但招标利率基本符合预期。

表 1：利率债一级市场情况

债券简称	发行期限	中标利率 (%)	返费后综收 (%)	(综收-估值) 差	(综收-二级) 差	全场倍数	边际倍数
18 国开 12(增 13)	3	3.2171	3.2719	-2.35	-0.03	4.57	25.75
18 国开 11(增 17)	5	3.4006	3.4580	-4.71	-0.04	3.88	2
18 国开 14(增 7)	7	3.6479	3.6887	-8.40	-0.07	4.5	2.06
18 国开 10(增 21)	10	3.5878	3.6253	-4.73	-0.04	4.41	1
18 付息国债 22(续 2)	2	2.688	2.7162	6.53	—	1.94	3.73
18 付息国债 23(续 2)	5	2.9819	3.0046	2.02	0.00	2.15	2.25
18 进出 12(增 9)	1	2.7442	2.8512	-6.93	-0.08	2.77	1
18 进出 13(增 10)	3	3.3638	3.3947	-0.07	-0.02	3.11	1.1
18 进出 09(增 14)	5	3.6353	3.6679	8.75	0.07	2.4	1

18 进出 10(增 13)	10	3.9019	3.9268	7.91	0.03	2.35	2.25
18 贴现国债 58	0.25	2.6892	2.6892	16.91	0.14	1.64	1
18 付息国债 24(续发)	30	3.8244	3.8302	0.91	-0.01	1.9	2.22

资料来源：Wind，格林基金

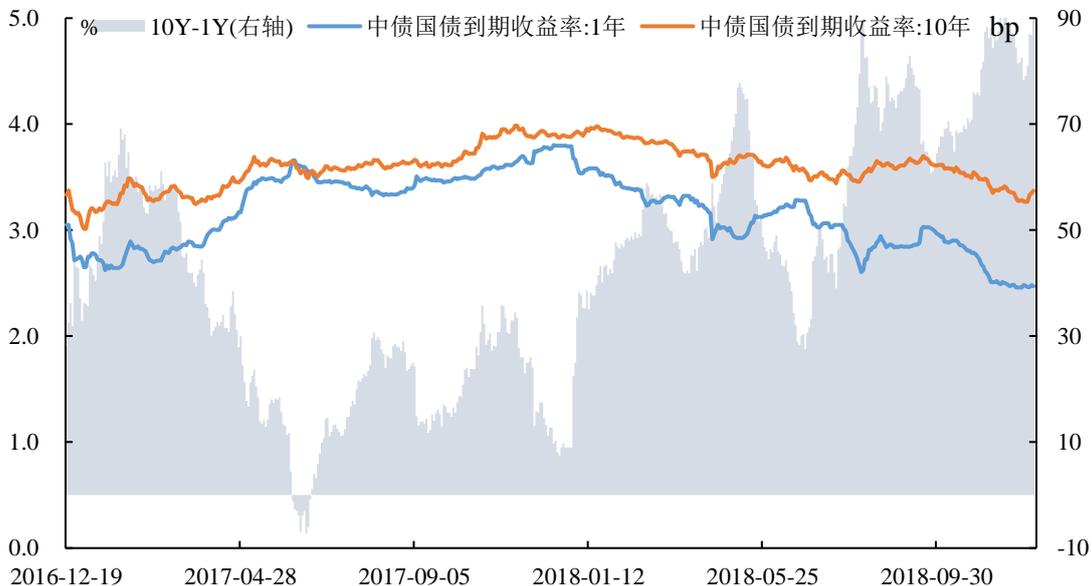
二级市场方面，截至上周五，国债 10Y-1Y 期限利差走扩 4.23bp 至 86.76bp。10 年国债 180019 上行 6BP 收于 3.365%。各期限收益率整体上行，长端上行幅度大于短端。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-12-07	2.46	2.88	3.02	3.24	3.29
2018-12-14	2.48	2.92	3.05	3.25	3.35
变动 (bp)	1.92	3.43	2.79	0.98	6.15

资料来源：Wind，格林基金

图 3：国债收益率走势图



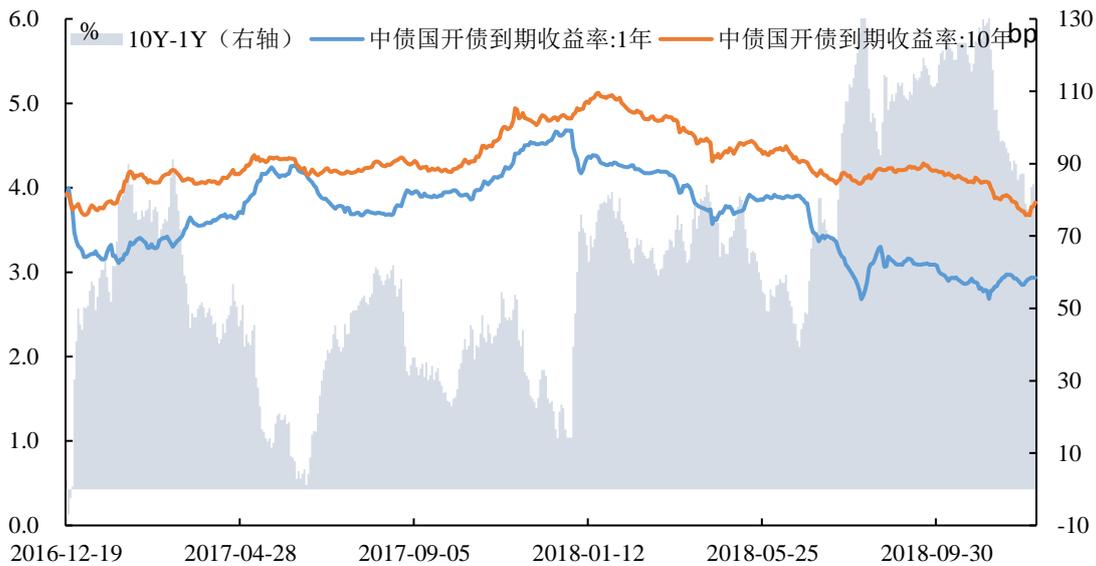
资料来源：Wind，格林基金

上周，国开债 10Y-1Y 期限利差收窄 2.79bp 至 84.32bp。10 年国开 180210 较上周收盘上行 5.5BP 收于 3.7725%，10 年国开 180205 上行 5.75BP 收于 3.8725%。尽管上周公布的一系列经济、金融数据表明国内经济仍未有好转迹象，但 10 年期国债期货却创了 8 月中旬以来的单周最大跌幅，也反应了前期收益下行过快后市场短期矛盾点已转移。

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-12-07	2.85	3.35	3.58	3.81	3.72
2018-12-14	2.93	3.37	3.65	3.86	3.78
变动 (bp)	8.52	2.31	6.53	4.49	5.73

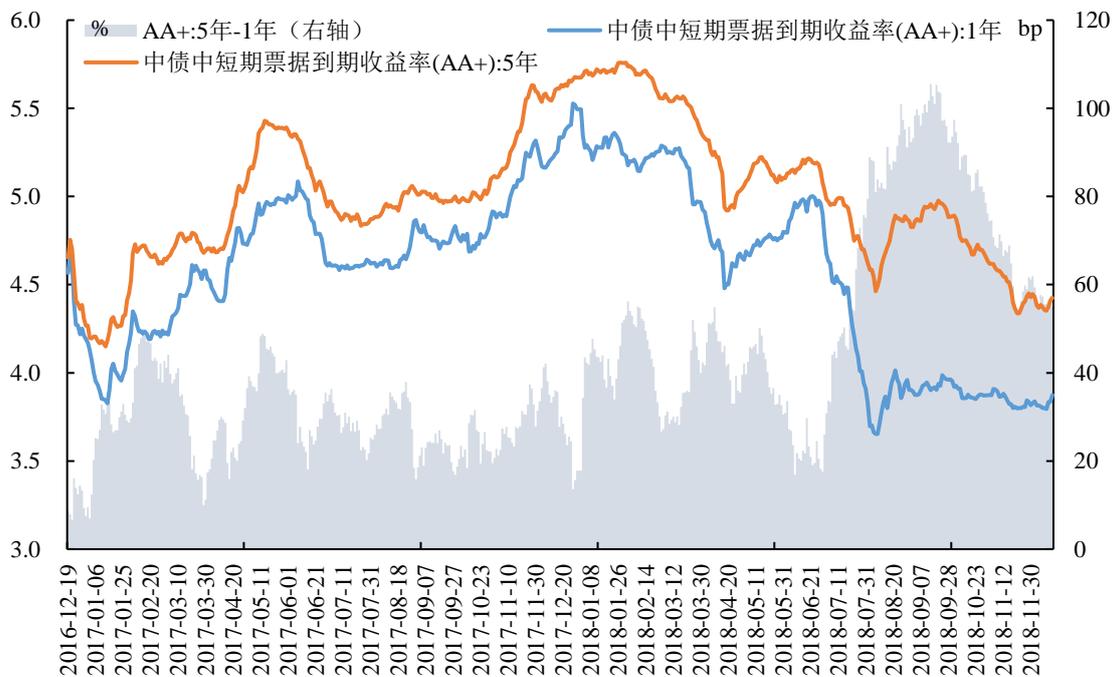
资料来源：Wind，格林基金

图 4：国开债收益率走势图


资料来源：Wind，格林基金

2、信用债

上周信用债收益率以上行为主，但上行幅度不大，短期或仍以调整为主。信用利差方面，信用债收益率上行幅度小于利率债，信用利差被动收窄。从估值来看，上周宏桥、天安煤业、光明房产和大连万达等债券收益率下行幅度较大，其中光明房产和大连万达主要是受发改委放宽大型房企发债利好消息的刺激；而大连普湾、桑德等存在一定瑕疵的个券收益率上行幅度较大。

图 5：中短期票期限利差变动情况


资料来源：Wind，格林基金

表 4：中短期票据信用利差情况

单位：%	AAA 级			AA+级			AA 级		
	1 年	3 年	5 年	1 年	3 年	5 年	1 年	3 年	5 年
2018/12/07	0.76	0.54	0.48	0.96	0.71	0.80	1.19	1.11	1.47
2018/12/14	0.70	0.53	0.44	0.90	0.70	0.76	1.15	1.11	1.43
变动 (BP)	-5.76	-0.61	-4.04	-5.76	-0.61	-4.04	-3.76	0.39	-4.04
所处分位数	67%	49%	16%	61%	21%	14%	56%	25%	36%

资料来源：Wind，格林基金

注：上表将“信用利差所处历史分位数”简写为所处分位数。

表 5：上周信用债收益率估值涨/跌幅前五名情况

债券简称	YTM(%)	涨跌幅(bp)	债券简称	YTM(%)	涨跌幅(bp)
14 宏桥债 02	5.78	-74.03	18 株洲城建 MTN001	5.80	101.99
18 天安煤业 CP001	4.93	-58.90	13 连普湾 MTN001	5.58	63.48
18 光明房产 MTN001	6.26	-38.64	17 吴中经发 MTN002	5.13	59.66
14 石国投 MTN005	3.81	-19.08	18 桑德 CP002	5.77	53.11
15 大连万达 MTN002	5.38	-18.85	18 中林集团 SCP004	5.70	39.68

资料来源：Wind，格林基金

注：只筛选外部评级AA+（含）以上的个券。

表 6：信用债负面消息汇总

日期	相关公司	事件简述	具体事件
2018/12/10	吉林森林工业集团	评级下调	中诚信国际级由 A-下调至 BBB。森工集团 2018 年以来经营业绩持续恶化、战略转型未达预期、债务规模高企且短期流动性压力大，加之所持上市公司股份冻结数量不断增加、再融资能力受限。
2018/12/11	神雾科技集团	评级下调	联合评级由 B 下调至 CCC。公司及其子公司被列为失信被执行人，将进一步对公司的融资、生产经营活动产生不利影响，公司资金流动性非常紧张，相关债务的违约风险极高。
2018/12/11	江苏宏图高科技股份有限公司	评级下调	中诚信国际由 BBB-下调至 C。公司受到控股股东三胞集团流动性风险的影响，以及为化解三胞集团债务风险而成立的债委会统筹安排三胞集团及其下属企业的投融资，导致公司未能按时足额兑付“15 宏图 MTN001”。
2018/12/12	银亿股份有限公司	评级下调	中诚信由 AA 下调至 BBB。公司三季度整体盈利能力和偿债能力均有所减弱、子公司未能按时归还贷款本息、控股股东银亿控股持有的公司股份发生被动减持，上述事项将在一定程度上影响公司的后续再融资能力。

资料来源：Wind，格林基金

3、可转债

上周转债市场与股票市场以下跌为主。截止周五收盘，上证综指报收 2593.74，较前一周下跌 0.47%。上周上证转债和中证转债分别上涨 0.12%和下跌 0.12%。申万行业指数 4 涨、24 跌，上涨幅度前三的行业分别为家用电器、建筑装饰和食品饮料，涨幅分别为 1.87%、1.42%和 1.02%；下跌幅度前三的行业分别为医药生物、农林牧渔和计算机，跌幅分别为 3.25%、3.11%和 2.68%。从个券表现来看，上涨的转债有 40 支，下跌的转债有 62 支。二级市场上，可转债市场成交额为 93.47 亿元，相比上周成交量增加了 10.53 亿元，涨幅为 12.69%，近期市场整体交易活跃度有所上升。分个券来看，有 2 支成交额超过 10 亿元的转债，为山鹰转

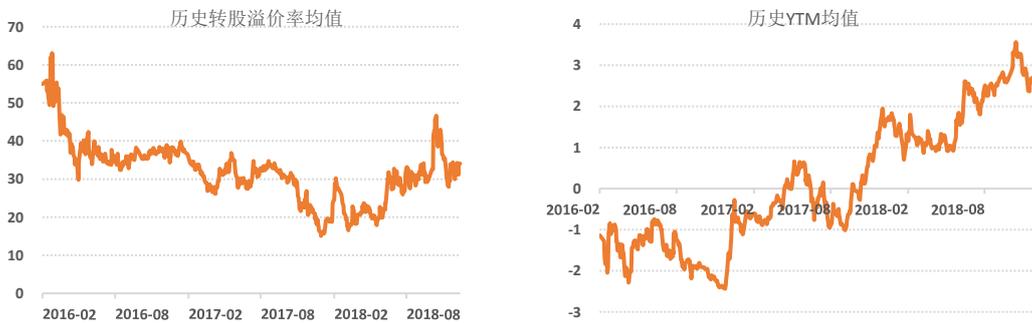
债（15.09 亿元）和桐昆转债（19.86 亿元），有 1 支成交额超过 5 亿元的转债，为旭升转债（7.41 亿元）。

表 7：上周可转债涨/跌幅前五名情况

债券代码	债券简称	涨跌幅	债券代码	债券简称	涨跌幅
128047.SZ	光电转债	9.84%	110038.SH	济川转债	-2.85%
128041.SZ	盛路转债	4.37%	132005.SH	15 国资 EB	-2.89%
123014.SZ	凯发转债	2.53%	123012.SZ	万顺转债	-2.94%
113516.SH	吴银转债	2.38%	123008.SZ	康泰转债	-4.08%
128012.SZ	辉丰转债	2.23%	128021.SZ	兄弟转债	-4.35%

资料来源：Wind，格林基金

图 6：可转债转股溢价率与 YTM 变动情况



资料来源：Wind，格林基金

表 8：可转债转股溢价率情况

债券代码	平价 70 元以下	平价 70-90 元	平价 90-110 元	平价 110 元以上
25 分位	46%	14%	1%	3%
50 分位	63%	27%	5%	6%
75 分位	84%	33%	12%	8%
最新均值	71.27%	24.68%	6.74%	5.40%

资料来源：Wind，格林基金

4、国债期货

上周两年期主力合约 TS1903 下降 0.08%，收于 100.02 元。5 年期国债现券收益率上行 2.79bp 收于 3.05%，10 年期国债现券收益率上行 6.15bp 至 3.35%，现券 5*10 期限利差上行 3.36bp 至 29.62bp。5Y 期货主力合约 TF1903 结算价下行 0.23%，10Y 期货主力合约 T1903 结算价下行 0.53%。计算所得国债期货隐含到期收益率，5 年主力合约 TF1903 上行 6.30bp 收于 3.34%。10 年期期货主力 T1903 合约上行 6.85bp 收于 3.47%。国债期货 5*10 期限利差上行 0.55bp，收于 12.35bp。五年主力合约 TF1903 活跃最廉券 IRR 收于-1.05%，基差 1.04。十年主力合约 T1903 活跃最廉券 IRR 收于 0.64%，基差 0.70。上周期货表现弱于现货，1903 贴水小幅加深。隐含税率有所收窄 0.29%至 11.40%。上周 1903 跨品种价差走扩 0.10。跨期价差 TF1903-TF1906 小幅收窄 0.37，T1903-T1906 小幅走扩 0.01。

表 9：2018 年 12 月 10 日国债期货交易情况

国债期货品种	价格（元）	持仓（手）	成交量（手）	最廉券代码
T1812.CFE	97.3250	567	0	160010.IB
T1903.CFE	97.2900	62,851	35,563	160010.IB
T1906.CFE	97.3200	503	35	160010.IB
TF1812.CFE	100.5000	140	0	180023.IB
TF1903.CFE	99.1500	15,800	4,625	180023.IB
TF1906.CFE	98.9700	28	0	170006.IB
TS1812.CFE	100.1850	200	0	160002.IB

资料来源：Wind，格林基金

表 10：2018 年 12 月 14 日国债期货交易情况

国债期货品种	价格（元）	持仓（手）	成交量（手）	最廉券代码
T1812.CFE	96.6350	492	0	180011.IB
T1903.CFE	96.6000	62,689	48,894	180011.IB
T1906.CFE	96.6600	643	110	180011.IB
TF1812.CFE	100.1450	140	0	160025.IB
TF1903.CFE	98.7950	15,455	6,364	160025.IB
TF1906.CFE	98.7600	44	0	170006.IB
TS1812.CFE	100.0700	0	0	160002.IB

资料来源：Wind，格林基金