

宽信用政策持续发力，信用债表现好于利率债

(2018/12/29~2019/1/4)

一、政策及资金面

1、政策面

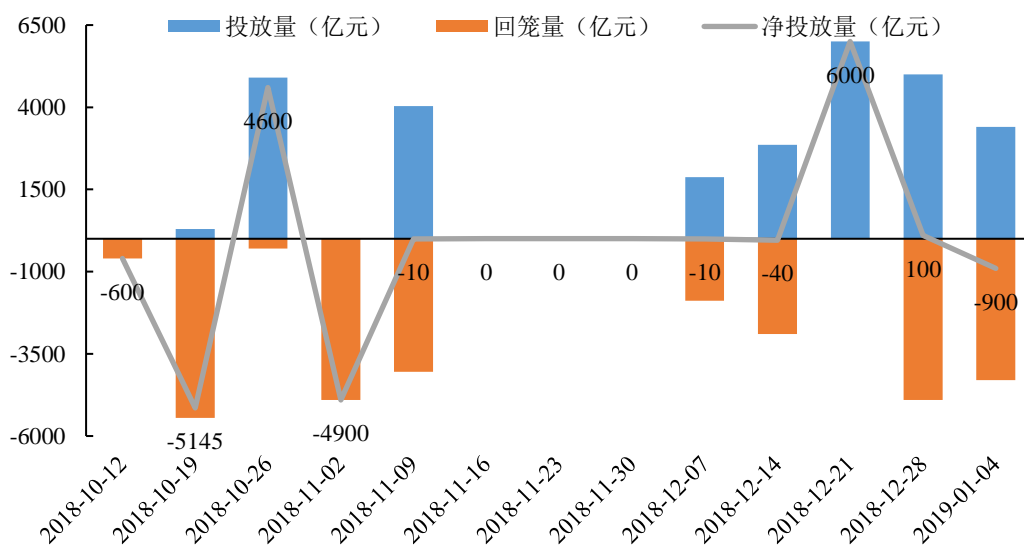
上周五，央行发布公告称，为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点；同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做；当前中国经济持续健康发展，经济运行在合理区间，央行将继续实施稳健的货币政策，维持松紧适度，不搞大水漫灌，注重定向调控，保持流动性合理充裕，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，稳定宏观杠杆率，兼顾内外平衡，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

我们认为，央行降准在支持实体经济发展，增加小微、民营企业等实体经济贷款资金来源的同时，释放一定规模的基础货币，短期来看银行间市流动性压力不大。

2、资金面

上周，央行公开市场净回笼 1900 亿元。其中央行公开市场进行逆回购操作 3400 亿元，逆回购到期 4300 亿元，净回笼 900 亿元。国库现金定存到期 1000 亿元，无 MLF 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

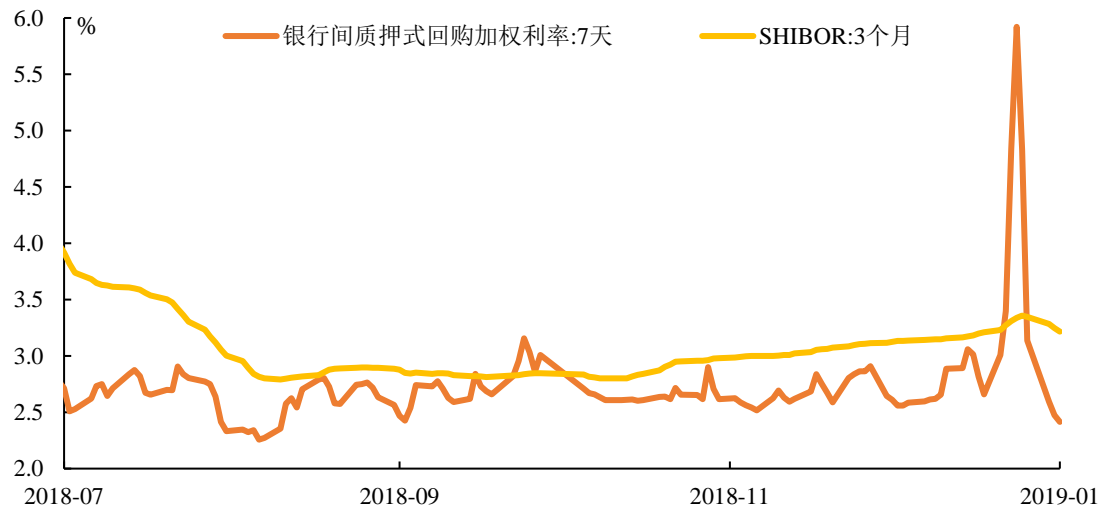


资料来源：Wind，格林基金

虽然央行整体净回笼资金，但元旦过后资金供给十分充裕，上周资金面全面转松。R001 上行 31.2bp 收于 1.64%，R007 下行 241bp 收于 2.41%，shibor3M 下行 14.2bp 收于 3.21%。

央行宣布2019年1月实施降准置换MLF，将在1月15日和1月25日分别下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，同时2019年一季度到期的MLF不再续做。这给市场传递了更为宽松的信号，资金面预计更为宽松。

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 1340 亿元，总偿还量 750 亿元，其中国债发行 600 亿元，政金债发行 740 亿元，尽管 2019 年第一周只有三个工作日，但利率债发行节奏不减，尤其是政金债。从招标结果看，整体招标利率仍旧偏低。

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 付息国债 21(续 3)	3	2.7358	2.7549	-8.22	—	2.45	1.35
18 付息国债 28(续发)	7	3.0461	3.0624	-9.74	—	2.96	5.31
19 国开 01	1	2.54	2.6480	10.94	—	3.35	12.56
18 国开 12(增 14)	3	3.0484	3.1046	-6.59	-2.54	4.36	1.19
18 国开 11(增 18)	5	3.2982	3.3564	-3.87	-1.61	3.5	1.64
18 国开 14(增 8)	7	3.6023	3.6435	-4.67	-1.15	2.62	1.21
19 国开 05	10	3.48	3.5177	3.77	-5.73	3.19	1.67
18 进出 12(增 11)	1	2.4428	2.5585	-9.55	-6.15	4.5	1
18 进出 13(增 13)	3	3.1024	3.1339	-6.17	-4.61	4.86	1.78

18 进出 09(增 17)	5	3.3501	3.3832	-6.22	-5.68	4.48	1.26
19 贴现国债 01	0.25	2.31	2.3100	-16.09	-9.00	4.42	1.72
19 贴现国债 02	0.5	2.38	2.3800	-12.01	-4.00	3.09	1.67
18 农发 10(增 4)	1	2.4329	2.5401	-11.99	—	2.92	14.29
18 农发 11(增 3)	7	3.6519	3.6841	-3.10	—	3.06	5.43
18 农发 06(增 23)	10	3.6498	3.6756	0.04	-1.44	3.11	1.59

资料来源：Wind，格林基金

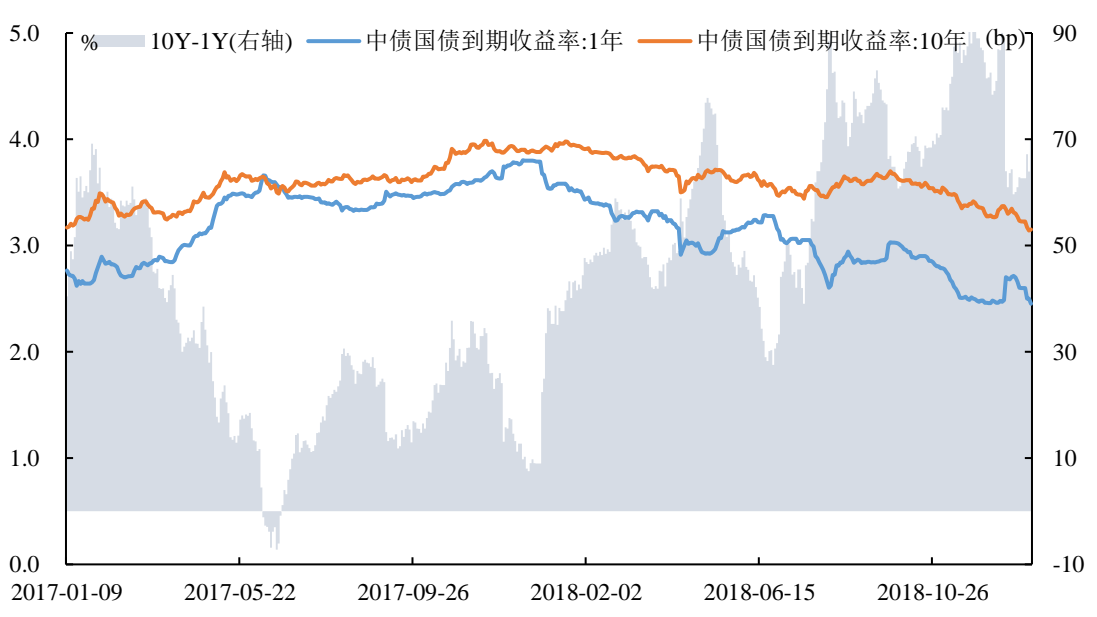
二级市场方面，截至上周五，国债 10Y-1Y 期限利差走扩 7.03bp 至 69.88bp。10 年国债 180019 下行 6.5BP 收于 3.16%。各期限收益率整体下行，短端下行幅度更大。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-12-28	2.60	2.87	2.96	3.17	3.23
2019-01-04	2.45	2.79	2.89	3.10	3.15
变动 (bp)	-15.05	-7.75	-7.64	-6.48	-8.02

资料来源：Wind，格林基金

图 3：国债收益率走势图



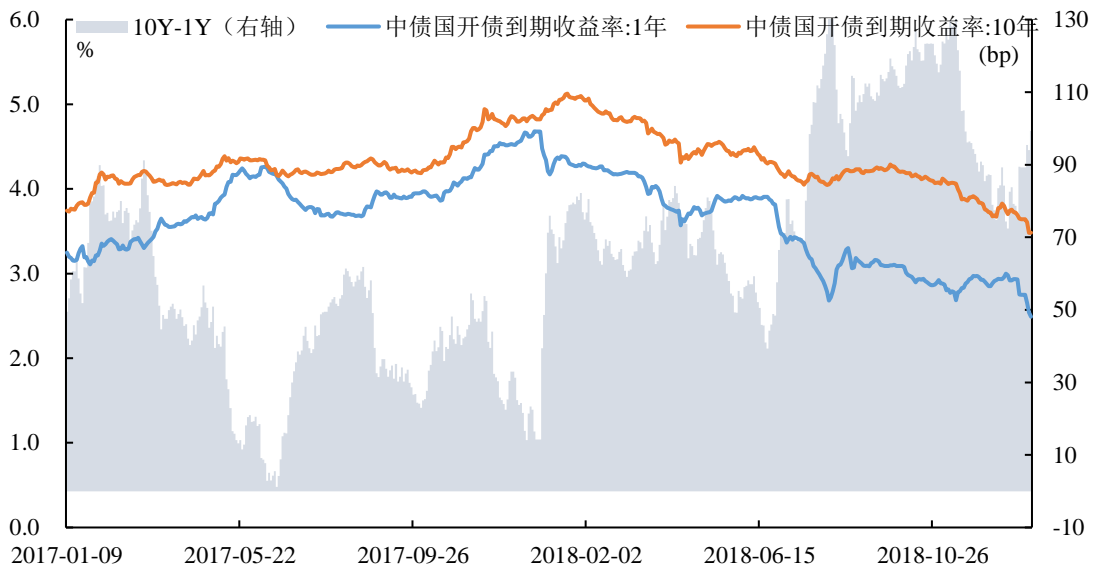
资料来源：Wind，格林基金

上周，国开债 10Y-1Y 期限利差走扩 9.82bp 至 99.28bp。10 年国开 180210 较上周收盘下行 6.5BP 收于 3.5775%，10 年国开 180205 下行 6.5BP 收于 3.6350%。2019 年国内经济通胀下行、货币宽松加码、美国加息放缓，会继续支撑国内债券牛市。

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-12-28	2.75	3.24	3.50	3.74	3.65
2019-01-04	2.49	3.19	3.46	3.64	3.48
变动 (bp)	-26.28	-5.6	-3.95	-9.71	-16.46

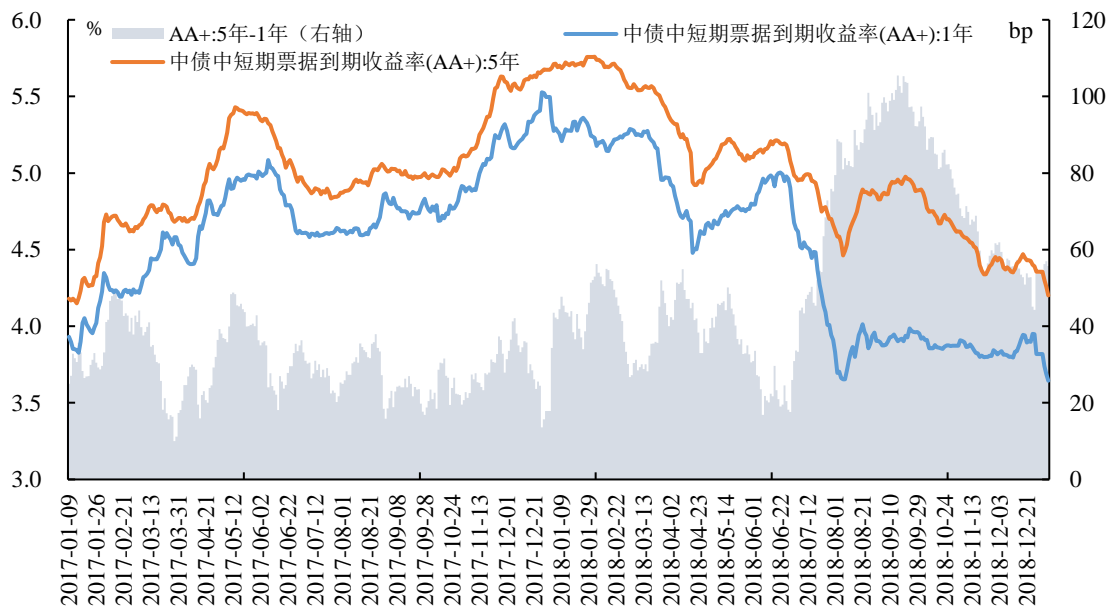
资料来源：Wind，格林基金

图 4：国开债收益率走势图


资料来源：Wind，格林基金

2、信用债

上周信用债收益率普遍下行，下行幅度为 14~18bp。信用利差方面，由于利率债短端下行幅度较大，使得 1 年期信用利差被动走阔，而 3 年和 5 年期信用利差大幅收窄。从期限利差来看，5 年和 1 年期利差小幅收窄 1~2bp。上周，海航系、天瑞集团、中融新大达等高收益个券收益率下行幅度较大，此外，红豆集团债券收益率大幅下行，主要是因为其成功发行 CRMW（信用风险缓释凭证）提升了投资者信心；而康美、山东万达等高收益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
2018/12/28	0.84	0.58	0.56	1.07	0.82	0.86	1.38	1.21	1.54
2019/01/04	0.94	0.49	0.45	1.15	0.71	0.74	1.48	1.12	1.43
变动 (BP)	10.87	-8.69	-10.38	8.87	-10.69	-11.38	10.87	-8.69	-10.38
所处分位数	91%	40%	27%	83%	23%	17%	83%	27%	41%

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)
09 海航债	10.66	-76.80	17 康美 MTN003	19.91	345.57
15 天瑞集团债 01	13.47	-67.92	18 万达 MTN002	10.58	45.58
18 红豆 SCP004	5.94	-45.57	15 金发 MTN001	5.99	25.09
18 中环半导体 MTN002	5.56	-44.30	11 宁交通债	4.42	24.00
18 中融新大 MTN002	14.58	-42.95	16 陕西旅游债	5.28	15.40

资料来源：Wind，格林基金

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
2018/12/27	联合石化	关注	联合石化为中国石化全资子公司，公司在日常监管过程中发现联合石化套期保值业务出现财务指标异常，在某些原油交易过程中因油价下跌产生部分损失。
2018/12/29	海航酒店控股集团	评级下调	中证鹏元由 AA- 下调至 A+，评级展望由稳定调整为负面。

资料来源：Wind，格林基金

3、可转债

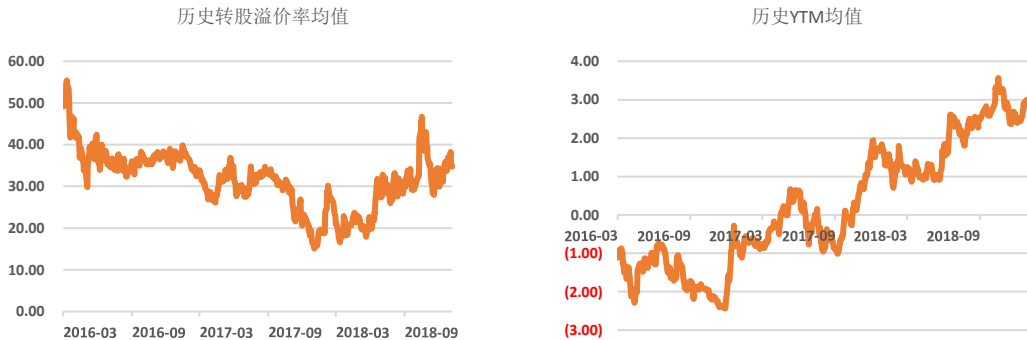
节后市场震荡，沪指全周微幅收涨 0.84%，上证 50 指周涨 0.94%，创业板指周跌 0.43%。板块方面，28 个板块涨多跌少，国防军工 (+6.71%)、非银金融 (+4.81%)、计算机 (+3.27%) 涨幅相对较大，休闲服务 (-3.63%)、医药生物 (-2.10%)、汽车 (-0.90%) 跌幅较大。上周中证转债指数上涨 0.9%，转债指数 (含 EB) 上涨 0.81%，平价指数上涨 0.93%，平均转股溢价率下行 0.2 个百分点，平价 80 元以上的转债平均转股溢价率下行 0.3 个百分点至 9.1%。个券来看，辉丰由于工厂复产股价修复，辉丰转债涨幅居前，此外蓝盾、盛路、杭电涨幅也较大，而众信、康泰、雨虹、利欧跌幅较大。

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
128012.SZ	辉丰转债	5.18%	128038.SZ	利欧转债	-1.20%
123006.SZ	东财转债	3.16%	132014.SH	18 中化 EB	-1.37%
123015.SZ	蓝盾转债	2.88%	123008.SZ	康泰转债	-1.59%
113509.SH	新泉转债	2.62%	128028.SZ	赣锋转债	-1.86%
123014.SZ	凯发转债	2.61%	113506.SH	鼎信转债	-3.59%

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：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	52%	16%	2%	-11%
50 分位	69%	23%	5%	0%
75 分位	86%	29%	12%	8%
最新均值	77.61%	23.41%	6.80%	-2.20%

资料来源：Wind，格林基金

4、国债期货

IRR 策略：过去一周，国债现券表现强于期货，各合约的 IRR 水平下行明显。最近一段时间，在债市大幅上涨的过程中，一般的经验是期货会表现更强一些，但最近的实际情况是现券表现更好，IRR 下行明显。除了资金利率较低的因素外，可能的原因是现券上的交易盘和配置盘买入的意愿均较为强烈。

基差策略：过去一周，国债现券表现强于期货，各可交割券的净基差多数出现下行，主要原因在于资金利率下行较多。

跨期价差方向策略：考虑到货币政策基调已转松且仍将继续维持下去，预计资金利率仍有下行空间，跨期价差出现上行的概率较大。目前，T1906 合约的流动性正逐步好转，可择机参与做多跨期价差操作。

跨品种策略：近期货币政策松动的迹象愈发明显，在 12 月“定向降息”之后，过去一周又再度降准，后续货币政策仍可能出现进一步的放松，在此基础上，预计短期利率将打开下行空间，国债曲线也将因此变陡。

表 9：2019 年 1 月 4 日国债期货交易情况

国债期货品种	价格	持仓（手）	成交量（手）	最廉券代码
T1903.CFE	98.1100	64,247	34,453	160023.IB
T1906.CFE	98.0400	1,575	165	160023.IB
T1912.CFE	0.0000	0	0	0
TF1903.CFE	99.5850	15,375	3,590	180023.IB
TF1906.CFE	99.5500	62	1	170006.IB
TS1903.CFE	100.3250	976	123	160007.IB
TS1906.CFE	100.3150	15	0	160007.IB

资料来源：Wind，格林基金

表 10：2019 年 1 月 2 日国债期货交易情况

国债期货品种	价格	持仓（手）	成交量（手）	最廉券代码
T1903.CFE	98.0700	64,530	33,706	160017.IB
T1906.CFE	98.0700	1,533	127	160017.IB
T1912.CFE	0.0000	0	0	0
TF1903.CFE	99.5800	15,410	3,383	160014.IB
TF1906.CFE	99.5600	62	2	170006.IB
TS1903.CFE	100.3150	990	144	160007.IB
TS1906.CFE	100.3050	15	0	160007.IB

资料来源：Wind，格林基金