

债券收益率总体下行，震荡格局未改

(2019/3/22~2019/3/29)

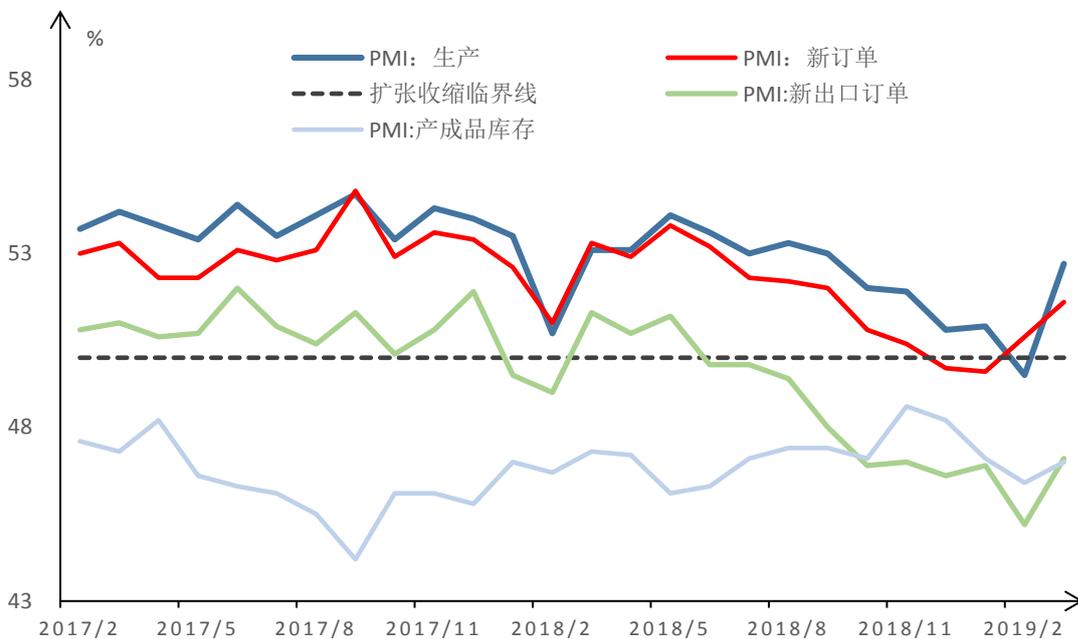
一、宏观经济

3月份制造业PMI为50.5，环比上月49.2大幅上升1.3个百分点，在连续3个月位于荣枯线之下后重新回到50以上。PMI反弹符合春节后开工恢复的季节性波动，但反弹幅度比过往几年同期明显加强。

分细项看，新订单指数51.6，环比上月大幅上升1个百分点，延续2个月的大幅上升势头，显示经济活动的需求端好转明显。新出口订单指数47.1，虽然仍然位于50荣枯线以下，但环比上月大幅上升1.9个百分点。生产指数52.7，环比大幅上升3.2个百分点。产成品库存指数47.0，也小幅反弹。

我们对2月份PMI的分析认为：“从PMI数据看国内经济，出口未来下行压力较大，生产收缩，库存下降，处于主动去库存阶段，但新订单有好转，需求可能存在企稳反弹的迹象。”3月份PMI的数据与我们短期对经济的判断基本一致。目前看，3月份PMI显著强于历史同期，经济短期下行压力缓解，但需要其他数据的相互验证。

图 1：国内制造业PMI

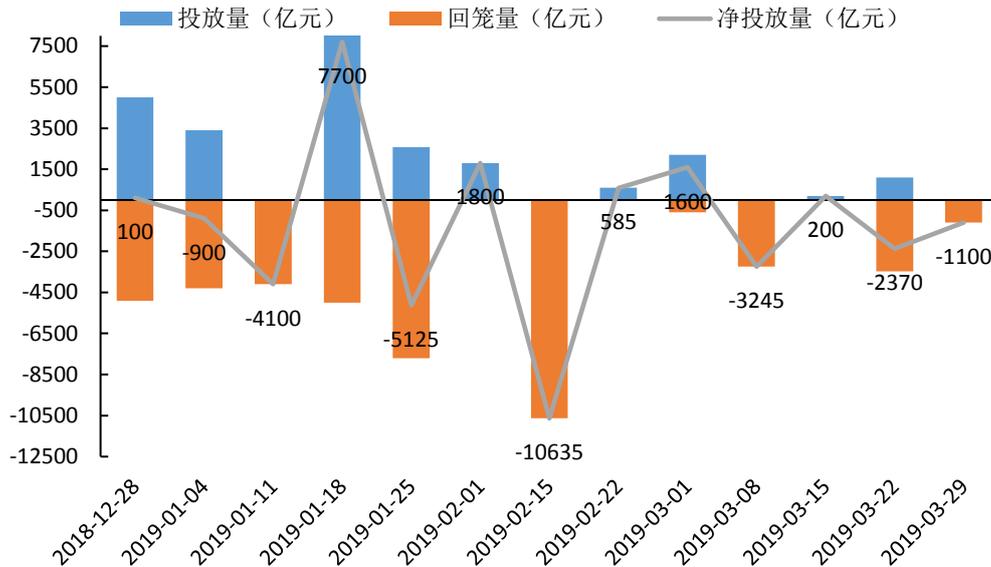


资料来源：Wind，格林基金

二、资金面

上周公开市场有 1100 亿逆回购到期，全周末开展逆回购操作，自然回笼资金 1100 亿元。截至周五，央行已经连续第 8 个工作日暂停公开市场操作。虽然周五资金面再现紧张局面，但是整体中性的货币环境并没有改变，后续资金市场整体或仍将保持平稳。

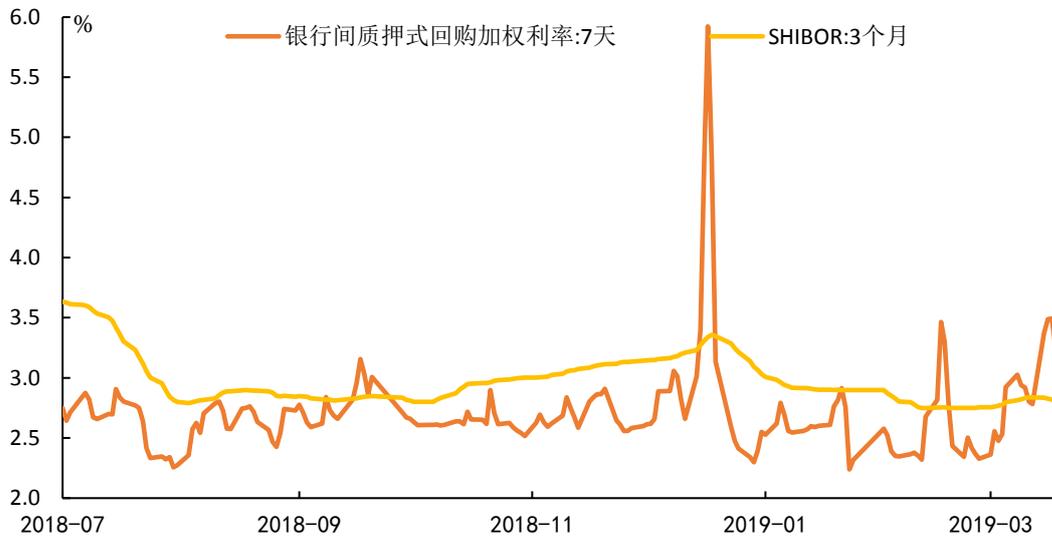
图 2：央行公开市场操作情况



资料来源：Wind，格林基金

上周，资金面呈现结构性紧张，跨季资金价格高企。上半周隔夜价格维持在 2.39% 附近，周五为一季度最后一个交易日，隔夜价格攀升至 2.70% 以上。全周来看，R001 上行 12.58bp 收于 2.72%，R007 下行 16.62bp 收于 3.21%，shibor3M 下行 3.50bp 收于 2.80%。

图 3：资金利率变化情况



资料来源：Wind，格林基金

三、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 1011 亿元，其中国债发行 100 亿元，政金债发行 911 亿元，一级市场度短端配置需求较好，一年期国开、农发和口行债参与热情较高，中标利率均低于估值幅度较大。

表 1：利率债一级市场情况

债券简称	发行期限 (年)	中标利率 (%)	估值 (bp)	中标利率-估 值 (bp)	全场倍数	边际倍数
19 贴现国债 13	0.25	2.06	2.14	-7.74	2.55	2.20
19 进出 02(增 2)	1.00	2.48	2.57	-9.02	3.40	1.51
19 进出 03(增 7)	3.00	3.16	3.18	-2.23	3.01	1.04
19 进出 05(增 7)	5.00	3.47	3.49	-2.49	3.05	1.05
19 国开 02(增 9)	3.00	3.00	3.08	-7.50	4.45	1.97
19 国开 04(增 5)	7.00	3.73	3.76	-3.00	3.46	1.03
19 农发 02(增 2)	1.00	2.42	2.61	-18.67	5.66	1.00
18 农发 11(增 13)	7.00	3.81	3.85	-3.76	3.15	1.73
19 农发 01(增 7)	10.00	3.82	3.85	-2.50	2.66	6.57
19 国开 01(增 10)	1.00	2.44	2.59	-14.50	4.41	1.36
19 国开 03(增 7)	5.00	3.36	3.40	-4.25	3.61	5.26
19 国开 05(增 11)	10.00	3.55	3.58	-3.00	3.16	13.70
18 农发 12(增 13)	3.00	3.18	3.21	-2.52	2.51	4.22
18 农发 13(增 12)	5.00	3.47	3.50	-2.76	3.13	4.09

资料来源：Wind，格林基金

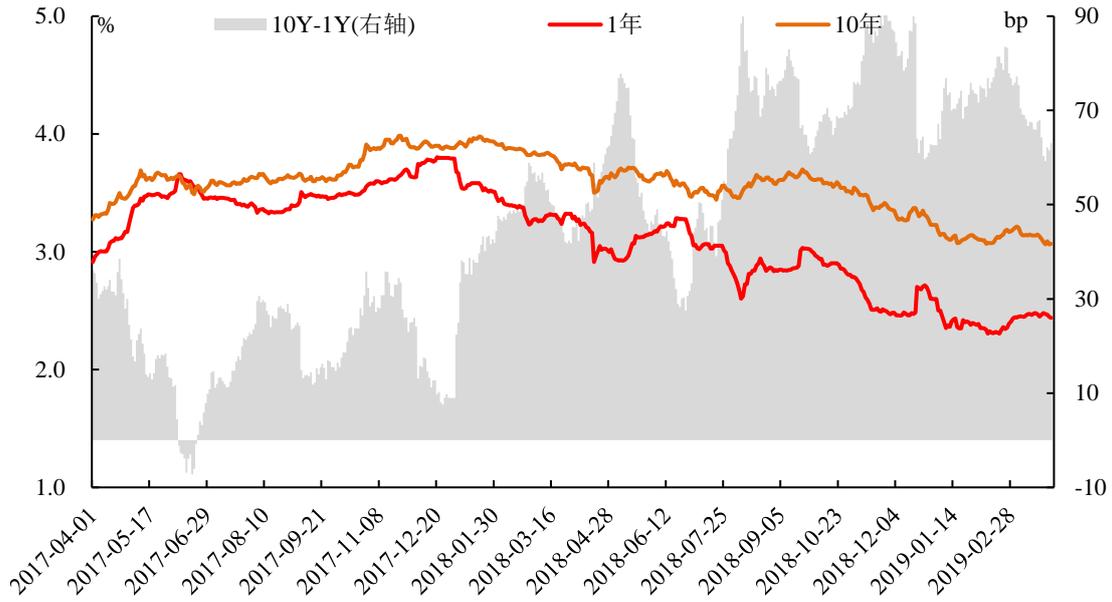
二级市场方面，上周各期限国债收益率普遍下行，中端下行幅度略大。截至上周五，10 年期国债下行 3.97bp 收于 3.07%，国债 10Y-1Y 期限利差收窄 1.19bp 至 63.06bp。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2019/03/22	2.47	2.76	3.03	3.13	3.11
2019/03/29	2.44	2.71	2.96	3.11	3.07
变动 (bp)	-2.78	-4.90	-7.63	-2.09	-3.97

资料来源：Wind，格林基金

图 4：国债收益率走势图



资料来源：Wind，格林基金

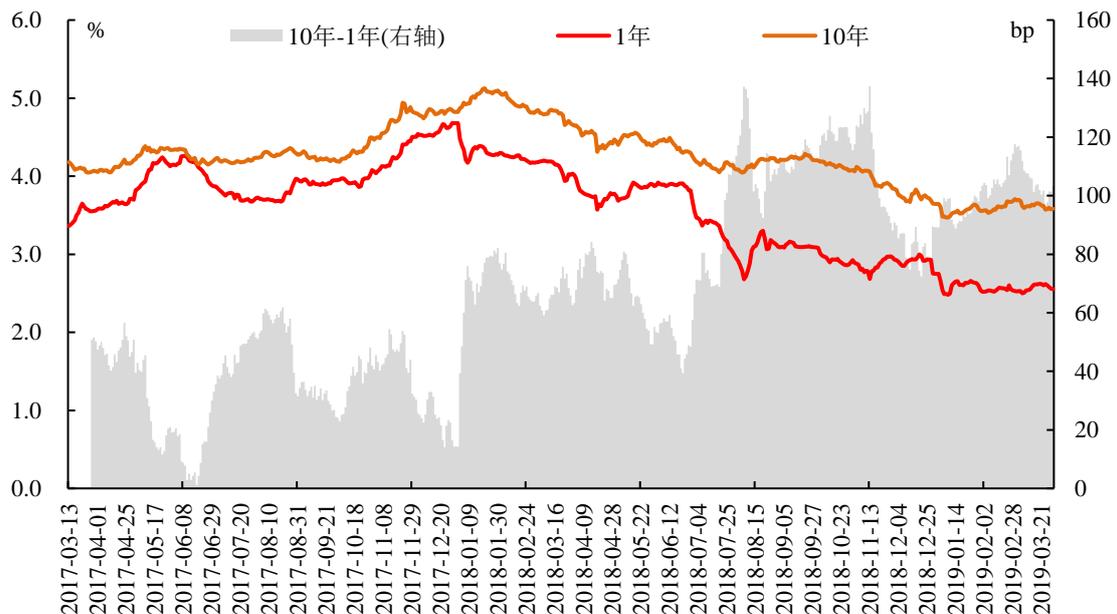
上周，国开债收益率均下行，各期限下行幅度为3~6bp。截至上周五，10年期国开债收益率下行3.73bp至3.58%，10Y-1Y期限利差走阔1.48bp至103.27bp。

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1年	3年	5年	7年	10年
2019/03/22	2.60	3.15	3.46	3.82	3.62
2019/03/29	2.55	3.09	3.42	3.77	3.58
变动 (bp)	-5.21	-5.67	-3.72	-4.27	-3.73

资料来源：Wind，格林基金

图 5：国开债收益率走势图

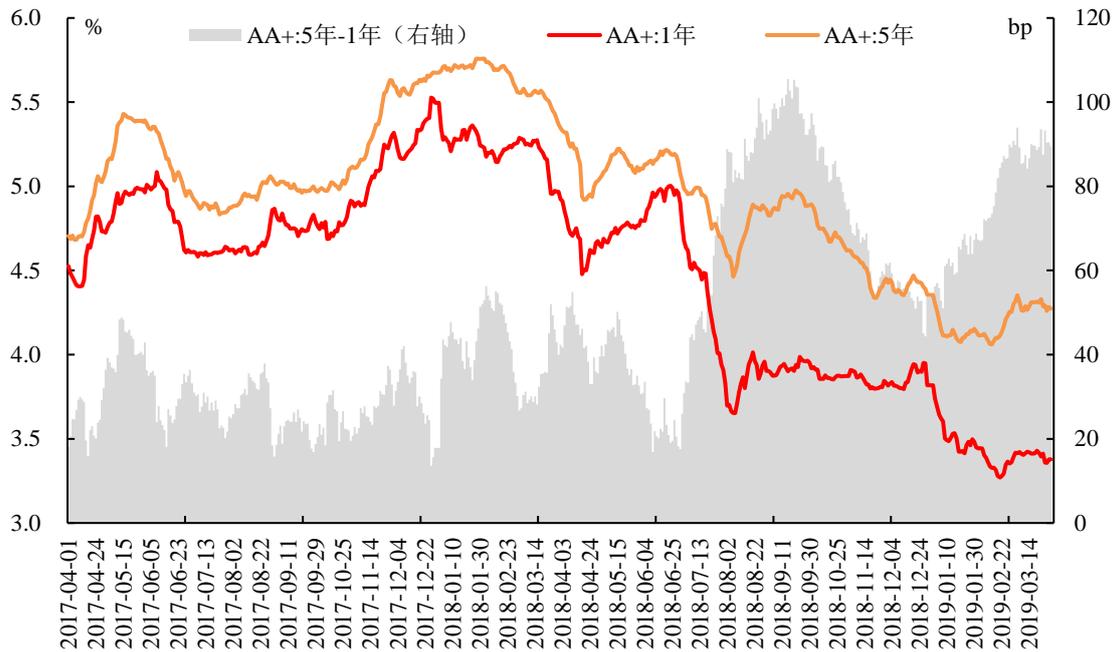


资料来源：Wind，格林基金

2、信用债

上周，信用债收益率涨跌互现，短端上行、中长端以下行为主。信用利差方面，上周1年期信用利差走阔，3年和5年期收窄。期限利差方面，各评级5Y-1Y利差均收窄，中低评级收窄幅度较大。从估值波动较大的个券来看，上周龙岩工贸、瀚瑞投资、农十二师等高负债或低行政层级地区的城投债收益率大幅下行，在政府采取措施化解地方隐性债务的大背景下，高收益城投债收益率仍有一定下行空间；而中环半导体、华晨汽车、凤凰机场等债券估值上行幅度较大，其中华晨汽车估值上行或是因为市场对外资控股华晨宝马后该公司的后续发展有一定担忧。

图 6：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
2019/03/22	0.64	0.54	0.56	0.79	0.77	0.87	0.91	1.06	1.55
2019/03/29	0.66	0.53	0.54	0.83	0.75	0.85	1.00	1.07	1.51
变动 (BP)	1.63	-1.49	-1.97	3.63	-2.49	-1.97	8.63	0.51	-3.97
所处分位数	56%	50%	48%	40%	29%	31%	25%	22%	51%

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：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)
17 龙岩工贸 MTN001	4.94	-65.23	19 如皋经开 CP001	4.67	49.52
19 瀚瑞投资 SCP001	5.33	-55.22	15 中环半导体 MTN001	5.25	43.79
18 农十二师 MTN001	6.11	-52.23	19 华晨 SCP001	4.21	42.01
16 神木小微债	4.10	-43.73	12 海亮债 02	11.29	36.56
15 汴新建投债	6.47	-40.10	14 凤凰 MTN001	7.16	33.68

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
2019/03/22	山东胜通集团股份有限公司	评级下调	大公国际由 A 下调至 C，维持主体及相关债项评级为负面。2019 年以来胜通集团出现多笔债务逾期及担保代偿事项，偿债能力恶化。
2019/03/22	东辰控股集团有限公司	评级下调	大公国际由 A+ 下调至 CC，评级展望维持负面。东辰控股与银行存在 5 笔金融借款合同纠纷，涉诉金额合计 7.60 亿元。东辰控股的财务现状显示其对到期债务的偿还能力极度恶化。
2019/03/27	南京建工产业集团有限公司	评级下调	联合评级由 AA 下调为 BBB，维持评级展望为负面。截至 2018 年 6 月底，公司短期债务 141.68 亿元，长期债务 112.91 亿元，另有若干即将到期的债项，公司短期偿付压力大。

资料来源：Wind，格林基金