

固定收益周报

(2018/10/27~2018/11/2)



格林基金管理有限公司
Green Fund Management Co., Ltd.

格物至善 厚德泽林

2018/10

国债期货

- IRR策略：10月期间，二、五年期国债期货表现弱于现券，而十年期国债期货表现强于现券。不过从CTD券的角度来说，国债期货的IRR水平整体均出现了下行。其中，十年期合约的IRR水平出现下行的原因是CTD券从170010. IB切换到了180019. IB。在IRR策略可操作层面上，我们认为，当同业存单收益率（AAA，3M）高于资金利率时，同业存单收益率很有可能成为IRR的上限（并非绝对）。基于央行宽松的货币政策仍将继续维持，我们认为同业存单收益率和资金利率在后续仍将保持在较低水平或者继续下行，因此IRR水平仍将继续保持低位或者继续下行。值得注意的是，目前同业存单收益率（3个月AAA）的上行势头有所减缓，IRR的下行动力可能会出现增强。
- 跨品种策略：我们认为长期仍可以继续做陡曲线，主要原因在于货币政策仍将继续维持宽松状态。一个较好的操作思路是：当资金利率每次回升至公开市场操作利率上方时，再开始进行做陡曲线套利操作。不过值得注意的是，如果市场机构对经济的悲观程度不断放大，或者经济的实际下行压力确实能在数据上有所体现时，即使货币政策整体保持宽松状态，利率曲线仍有可能因为长端下行过快而变平。但从目前的情况来看，我们认为这一情景还有待进一步的验证。

可转债

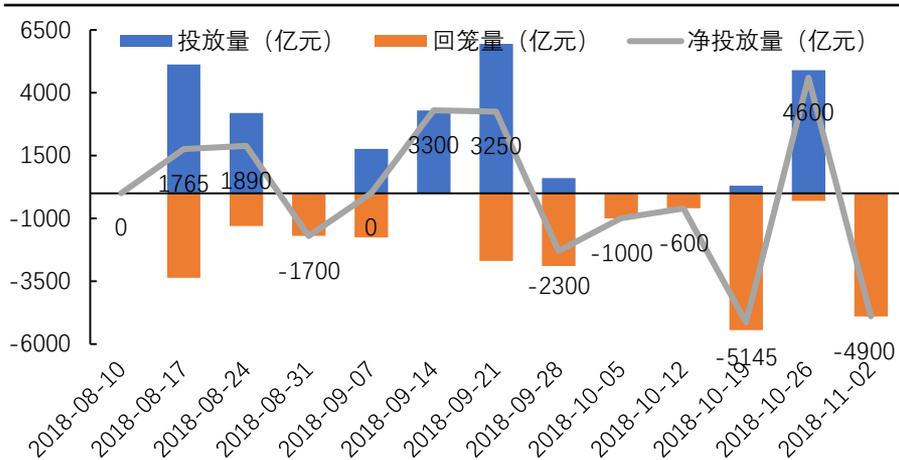
- 股债表现：1) 10月起，股市起外部风险不断，美元、美债走强，新兴市场普遍承压；10月中下旬，国内政策组合拳使得股指反弹，证监会盘中声明、特朗普与习近平主席通电话均对情绪改善有益；10月，非银、中小创成反弹先锋，消费白马出现明显补跌。2) 基本面趋势向下、资金面平稳，债市走牛有明显的支撑。股市中上旬的调整也从资产配置层面利好债市，股债走势再成跷跷板。
- 转债表现：1) 抗跌性明显，中证转债指数10月仅下跌1.28%。10月19日前，转债相对正股滞后调整，溢价率被动提升，此后跟涨能力也相对偏弱。2) 表现较好的标的包括金融类个券、有下修条款加持的标的以及高收益低信用风险的偏债标的。3) 投资者的短期关注重点可能仍是银行转债，但券商转债中长期布局的价值已经显现。



可转债

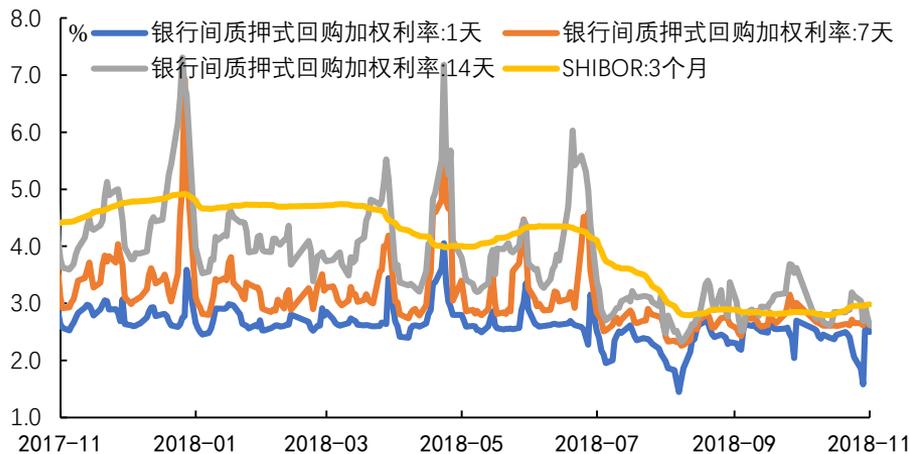
- 反弹延续已经成为当前的一致预期。目前制约风险偏好的因素出现边际改善，业绩仍有空窗期。但经过短期反弹后，考虑到中美问题可能长期存在、经济基本面的下行压力，市场走势可能存在变数，可能的路径是：1) 短期继续小幅冲高后受阻，股市震荡筑底；2) 市场形成合力，向上突破。
- 转债短期把握优质个券左侧机会，可以关注：a) 之前超跌的优质标的或细分龙头，短期补涨。尽管溢价率不低，但正股弹性较大，另外转债价格在底部，可能有所收获，比如太阳转债、大族转债、隆基转债、林洋转债、雨虹转债等；b) 低价标的，特别是溢价率较低的品种，典型标的如小康转债、高能转债、天马转债、新凤转债、新泉转债等。

图表1: 央行公开市场操作



数据来源: Wind, 格林基金

图表2: 资金面变化



数据来源: Wind, 格林基金

- 上周(10月27日-11月2日), 全口径合计净回笼4900亿元。
- 央行公开市场无逆回购操作, 逆回购到期4900亿元, 净回笼4900亿元。
- 无MLF操作。
- 无国库现金定存操作。
- 上周银行体系流动性总量处于合理充裕水平, 央行未开展逆回购操作。

- 上周银行间资金面比较宽松, 整周来看各期限回购价格变动不大, 隔夜价格上行44.3bp收于2.5%, 7天下行4bp收于2.61%, 14天价格下行50.32bp至2.63%。
- Shibor3M价格上行3bp至2.98%。
- 上周二隔夜加权利率继8月初后再次降至2%以下, 随后几天大幅反弹回归正常, 而7天加权利率变动不大。预计本周整体资金情况仍将维持宽松稳定。

图表3: 利率债一级市场

债券	发行期限 (年)	前一日估值(%)	中标利率(%)	(中标-估值)差(bp)	全场倍数	边际倍数
18农发09(增13)	3	3.55	3.4233	-12.67	4.02	1
18农发08(增13)	5	3.86	3.7468	-11.32	3.8	1.32
18国开12(增7)	3	3.4802	3.3907	-8.95	2.88	6.47
18国开11(增11)	5	3.785	3.7049	-8.01	3.02	3.39
18国开14(增发)	7	4.1101	4.0308	-7.93	3.71	1.78
18国开10(增16)	10	4.0675	4.0208	-4.67	2.19	1.07
18农发07(增12)	1	2.8939	2.6409	-25.3	4.08	2.67
18农发01(增34)	7	4.0903	4.045	-4.53	2.76	1.04
18农发06(增19)	10	4.1826	4.1454	-3.72	2.67	6.11
农发1801	1	—	2.8	—	—	—
农发1802	2	—	3.36	—	—	—
18进出05(增6)	1	2.7695	2.5551	-21.44	2.97	5
18进出13(增4)	3	3.523	3.464	-5.9	2.79	5.45
18进出09(增8)	5	3.804	3.7502	-5.38	2.86	3.38

数据来源: Wind, 格林基金

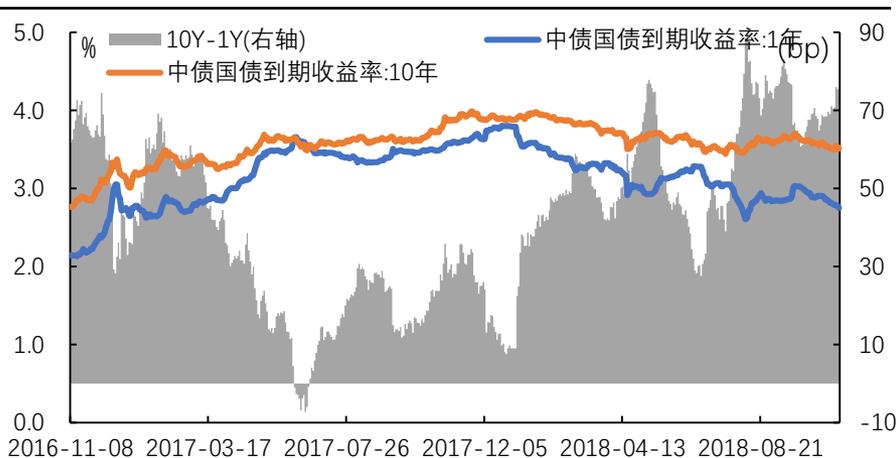
➤ 上周共有14支政策性金融债发行, 发行总规模880亿元, 总偿还量720.27亿元, 净融资额159.73亿元。周发行规模有所增加, 周环比增加128.8亿元。

图表4: 国债二级市场情况

单位: %	中债国债到期收益率				
	1年	3年	5年	7年	10年
2018-10-26	2.84	3.19	3.34	3.53	3.54
2018-11-02	2.79	3.19	3.32	3.54	3.55
变动 (BP)	-5.77	-0.04	-1.88	0.95	0.51

数据来源: Wind, 格林基金

图表5: 国债长期走势



数据来源: Wind, 格林基金

➤ 上周各期限国债收益率除1年期下行幅度较大, 其余期限变动不大。在三季度经历了地方债发行高峰及CPI上行的压力下, 长债收益明显上升, 而目前地方债高峰已过、通胀预期压力暂缓、叠加经济数据依旧低迷, 收益已较前期大幅下行, 整体利多因素短期释放较为充分。尽管中长期经济下行趋势仍在, 但近期提振实体经济的政策和表态不断涌现, 加之贸易战缓解信号及股市反弹等因素, 若后两周经济数据有略超预期的情况出现, 需警惕短期交易盘止盈带来的收益快速上行风险。

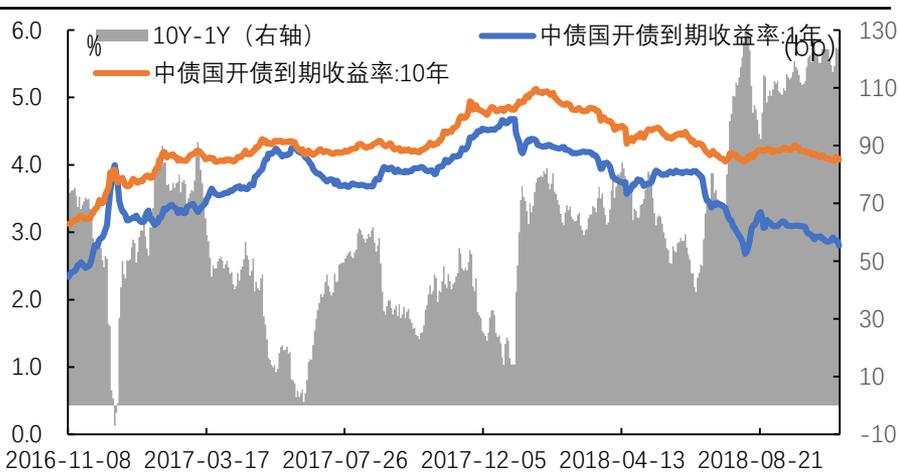
➤ 截至上周五, 10Y-1Y期限利差走扩6.28bp至76bp。10年国债180019较上周收盘上行1.5BP收于3.5525%。其余各期限涨跌互现, 配置品种相对下行较多。

图表6: 国开债二级市场情况

中债政策性金融债到期收益率(国开行)					
单位: %	1年	3年	5年	7年	10年
2018-10-26	2.86	3.54	3.87	4.14	4.09
2018-11-02	2.88	3.51	3.87	4.09	4.12
变动 (BP)	2.05	-2.29	0.74	-4.92	2.61

数据来源: Wind, 格林基金

图表7: 国开债长期走势



数据来源: Wind, 格林基金

➤ 上周, 国开债各期限收益率涨跌互现, 7年期变动幅度最大, 其余期限变动不大。

➤ 上周国开债10Y-1Y期限利差走扩0.56bp至123.9bp。10年国开180210较上周收盘上行2.75BP收于4.1175%, 10年国开180205较上周收盘上行1.25BP收于4.2025%。

图表8: 中短期票据信用利差变动

单位: %	中债中短期票据 (AAA)			中债中短期票据 (AA+)			中债中短期票据 (AA)			中债中短期票据 (AA-)			
	日期	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
	2018/11/02	0.77	0.48	0.39	0.99	0.71	0.75	1.39	1.32	1.41	3.36	3.31	3.40
	2018/11/01	0.75	0.49	0.43	0.99	0.72	0.81	1.39	1.33	1.45	3.36	3.32	3.44
	2018/10/31	0.71	0.49	0.43	0.95	0.72	0.81	1.38	1.33	1.45	3.35	3.32	3.44
	2018/10/30	0.74	0.51	0.45	0.98	0.75	0.84	1.45	1.36	1.48	3.42	3.35	3.47
	2018/10/29	0.76	0.52	0.47	1.00	0.76	0.86	1.47	1.37	1.50	3.44	3.36	3.49
	2018/10/26	0.77	0.49	0.44	1.01	0.73	0.83	1.48	1.34	1.47	3.45	3.33	3.46
	变动 (BP)	-0.29	-1.26	-5.64	-2.29	-2.26	-8.64	-9.29	-2.26	-6.64	-9.29	-2.26	-6.64

数据来源: Wind, 格林基金

► 信用利差方面, 各评级各期限利差均有所收窄, 5年期收窄幅度最大。

图表9：中短期票据信用利差情况

	AAA			AA+			AA			AA-		
	1年	3年	5年									
1/4分位数	0.47	0.39	0.4	0.72	0.71	0.8	0.96	1.09	1.25	1.6	1.98	2.22
均值	0.66	0.6	0.65	0.95	0.96	1.07	1.24	1.34	1.5	2.06	2.39	2.62
3/4分位数	0.8	0.78	0.87	1.09	1.17	1.31	1.39	1.52	1.72	2.46	2.76	2.98
当前值	0.88	0.54	0.43	1.1	0.77	0.77	1.42	1.36	1.43	3.42	3.35	3.42
当前分位数	82%	47%	27%	76%	32%	21%	77%	61%	42%	96%	94%	93%

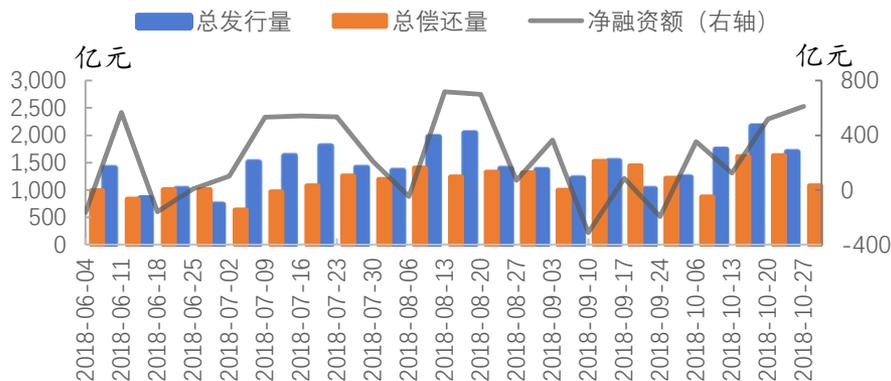
数据来源：Wind，格林基金

图表10：城投债信用利差情况

	AAA			AA+			AA			AA-		
	1年	3年	5年									
1/4分位数	0.65	0.54	0.57	0.86	0.72	0.82	1.03	1.03	1.17	1.53	1.73	2.04
均值	0.83	0.76	0.82	1.17	1.17	1.3	1.5	1.58	1.79	2.08	2.31	2.59
3/4分位数	0.95	0.95	1.05	1.32	1.44	1.68	1.71	1.89	2.24	2.35	2.59	2.94
当前值	0.96	0.59	0.47	1.06	0.7	0.71	1.31	1.03	1.16	3.21	3.38	3.7
当前分位数	75%	35%	13%	49%	23%	15%	44%	25%	24%	90%	90%	90%

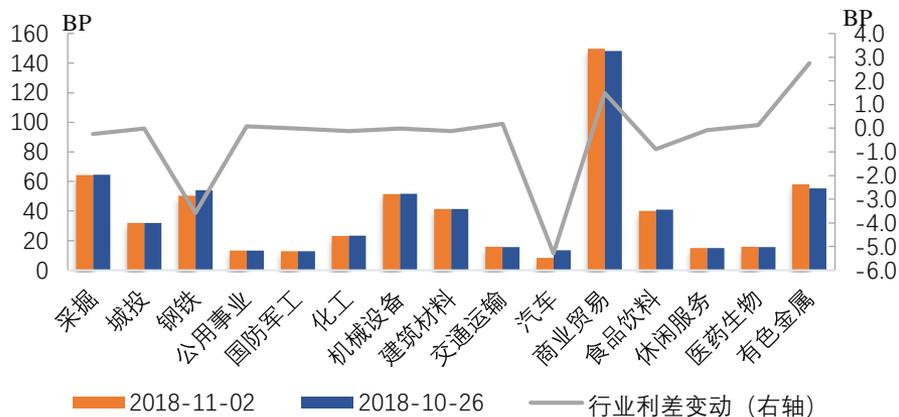
数据来源：Wind，格林基金

图表11: 央行公开市场操作



数据来源: Wind, 格林基金

图表12: AAA级行业信用利差变动情况



数据来源: Wind, 格林基金

信用债发行总规模1688.87亿元, 总偿还量(到期加提前兑付和回售)1077.85亿元, 净融资额611.02亿元。总发行量和总偿还量与上周相比有所下降, 净融资额小幅上行。从行业上看, 发行规模前三的行业分别为建筑业、综合、制造业。

上周AAA行业信用利差大多上行。AAA级行业信用利差上行最大的为有色金属, 上行2.75BP; 下行最大的为汽车, 下行5.29BP; AA+级和AA行业信用利差大多上行, AA+级行业信用利差上行最大的为采掘, 上行22.56BP; AA级行业信用利差上行最大的为轻工制造, 上行30.33BP。

图表13: 信用债评级变动以及相关消息

时间	相关公司	相关债项	具体事件
2018/10/30	中国华阳经贸集团有限公司	“14华阳经贸MTN001”、“15华阳经贸MTN001”、“18华阳经贸CP001”、“18华阳经贸CP002”	<p>联合资信由CC下调至C。2018年9月30日，公司未能按时兑付“15华阳经贸MTN001”利息及7.50亿元回售债券资金，并构成了公司存续期内的“18华阳经贸CP001”、“18华阳经贸CP002”、“18华阳经贸SCP001”、“18华阳经贸SCP002”和“18华阳经贸SCP003”募集说明书中披露的“交叉违约”事项。截至2018年10月30日日终，公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“18华阳经贸SCP001”已经构成实质违约。</p> <p>上述违约事项使得公司债务存在集中兑付压力，融资环境恶化，资金链紧张。</p>

数据来源: Wind, 格林基金



格林基金
GREEN FUND

格物至善 厚德泽林

2018/10

 400-1000-501/www.china-greenfund.com 