

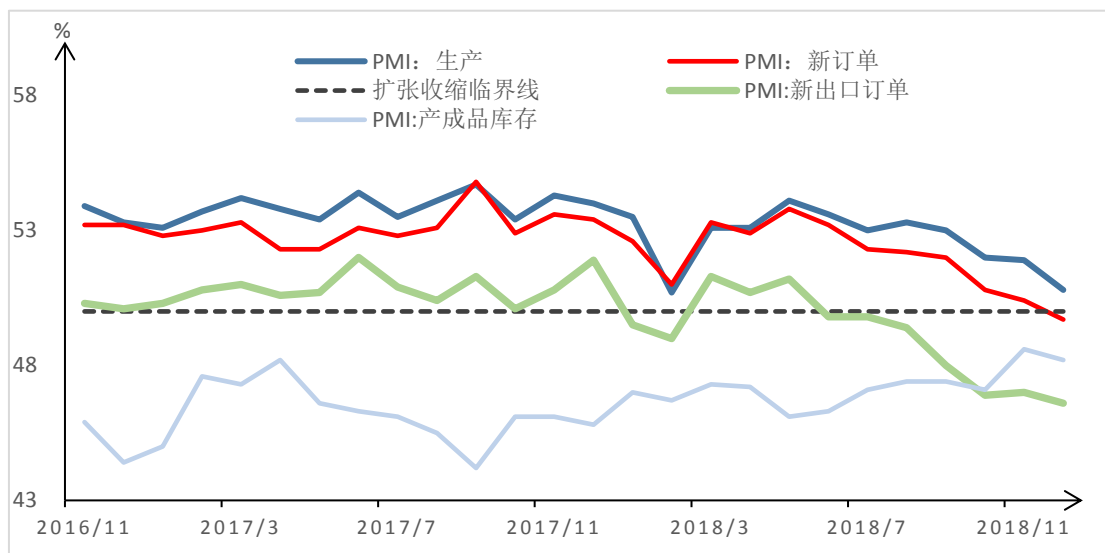
资金面收紧，债市收益率下行，债牛继续

(2018/12/24~2018/12/28)

一、宏观经济

12月份PMI跌破50，达到49.4，经济活动继续下滑。其中，新出口订单指数继续下滑至46.6，新订单指数年内首次跌破50达到49.7，生产指数下滑到50.8，下滑幅度高于历史平均水平。历史来看，PMI距离近十年的最低点49.0仅有一步之遥，综合考虑目前国内国外经济环境和政策空间，预计此轮PMI下滑将跌破近十年低点49.0，经济未来走势仍然不乐观。

图 1：国内制造业PMI



资料来源：Wind，格林基金

二、政策及资金面

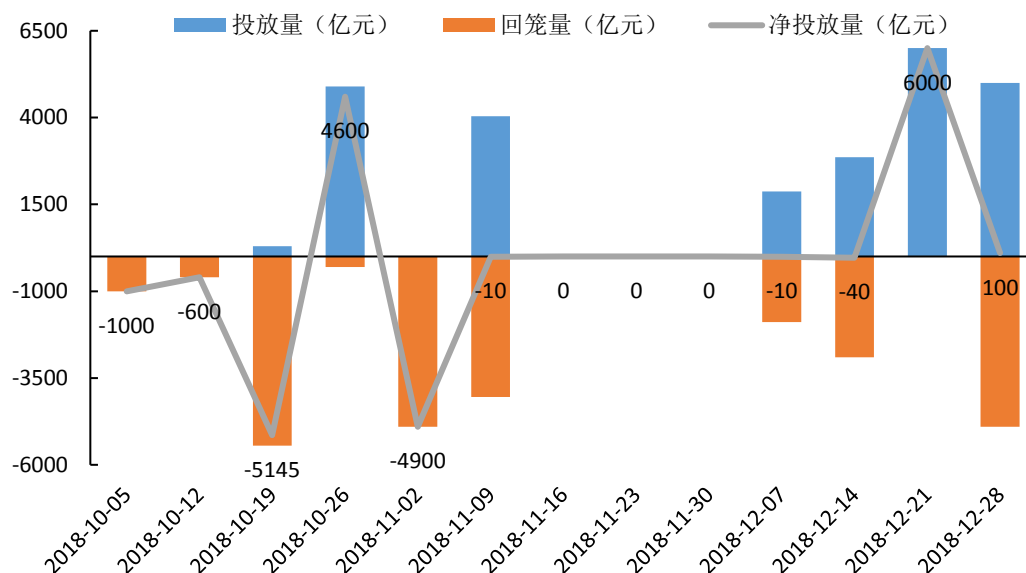
1、政策面

央行货币政策委员会 2018 年第四季度例会指出，加大逆周期调节的力度，提高货币政策前瞻性、灵活性和针对性。稳健的货币政策要更加注重松紧适度，保持流动性合理充裕，保持货币信贷及社会融资规模合理增长。2018 年中央经济工作会议定调“明年经济下行压力较大”，强调“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”。从政策来看，相比三季度提出的“要保持中性，松紧适度”的提法，去掉了“中性”二字。我们认为这或将意味货币政策仍将保持稳健偏松，流动性将会继续维持在合理适度区间。

2、资金面

上周，央行公开市场进行逆回购操作 7300 亿元，逆回购到期 4900 亿元，净投放 2400 亿元。12 月央行净投放货币 8200 亿元。上周无 MLF 操作，无国库现金定存操作，银行体系流动性总体合理充裕。

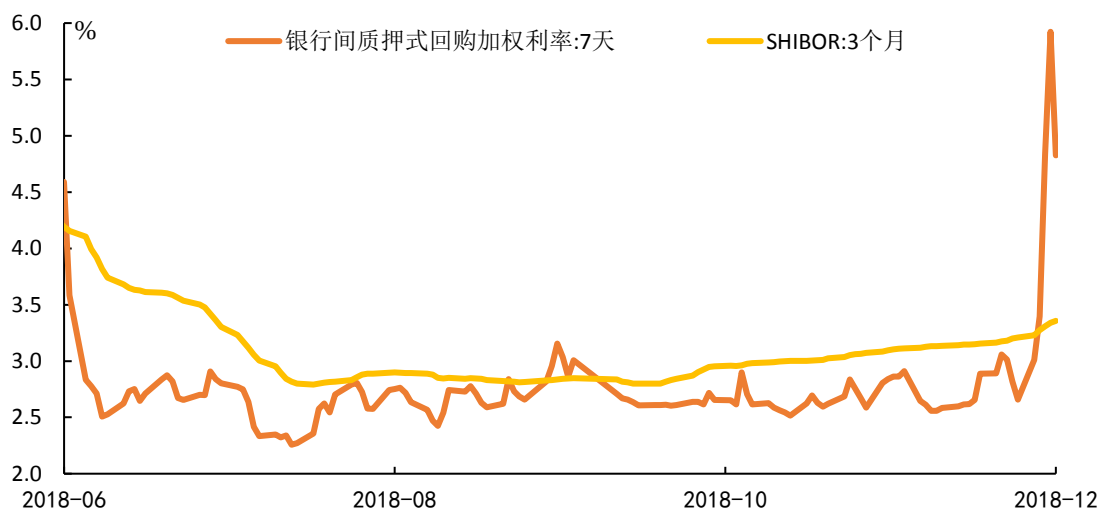
图 3：央行公开市场操作情况



资料来源：Wind，格林基金

上周资金利率走势分化，其中受年末考核因素影响，7 天回购利率明显回升，但隔夜回购利率出现大幅下降，流动性整体依旧比较宽松。整周来看，R001 下行 118bp 收于 1.33%，R007 上行 216bp 收于 4.83%，shibor3M 上行 14.8bp 收于 3.36%。

图 4：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 316.2 亿元，国债发行 154.7 亿元，口行债发行 161.5 亿元。一级招标情况较好，综合收益率基本与上日估值、二级市场收益率持平。

表 1：利率债一级市场情况

债券	发行期限 (年)	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 进出 13(增 12)	3	3.3745	3.4058	-0.45	0.00	3.42	1.97
18 进出 09(增 16)	5	3.6074	3.6404	0.00	—	2.81	2.48
18 进出 10(增 15)	10	3.8852	3.9103	2.01	0.02	2.82	3.58
18 贴现国债 60	0.25	2.6405	2.6405	-12.83	-0.09	3.56	3.27

资料来源：Wind，格林基金

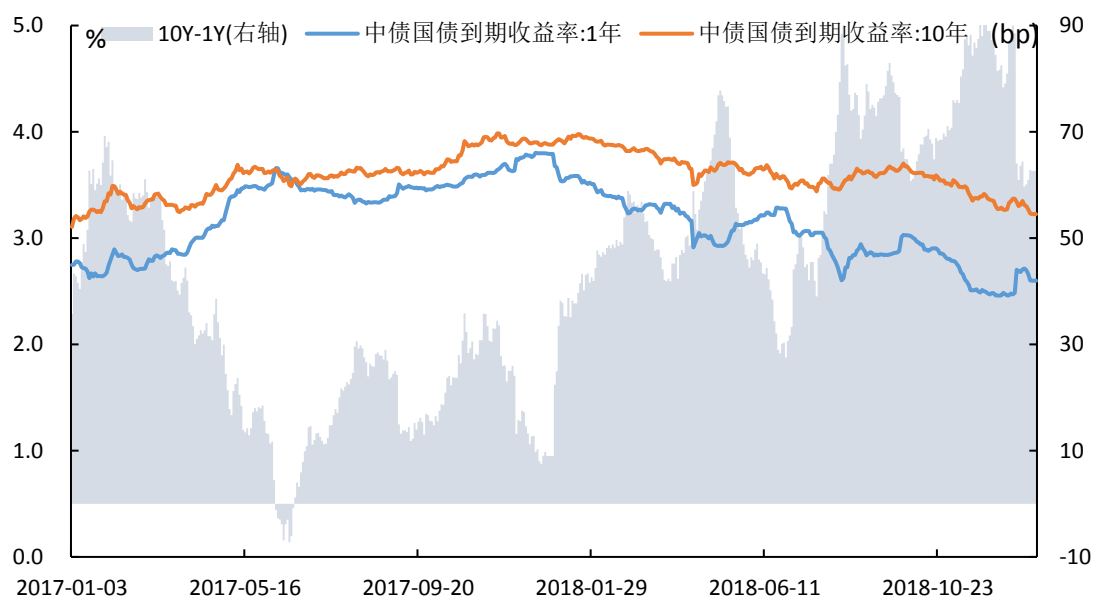
二级市场方面，截至上周五，国债 10Y-1Y 期限利差收窄 0.77bp 至 62.85bp。10 年国债 180019 下行 11.5bp 收于 3.225%。各期限收益率整体下行，并且下行幅度相差不大。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-12-21	2.68	2.87	3.05	3.24	3.32
2018-12-28	2.60	2.87	2.96	3.17	3.23
变动 (bp)	-7.76	-0.12	-8.44	-6.94	-8.53

资料来源：Wind，格林基金

图 5：国债收益率长期走势图



资料来源：Wind，格林基金

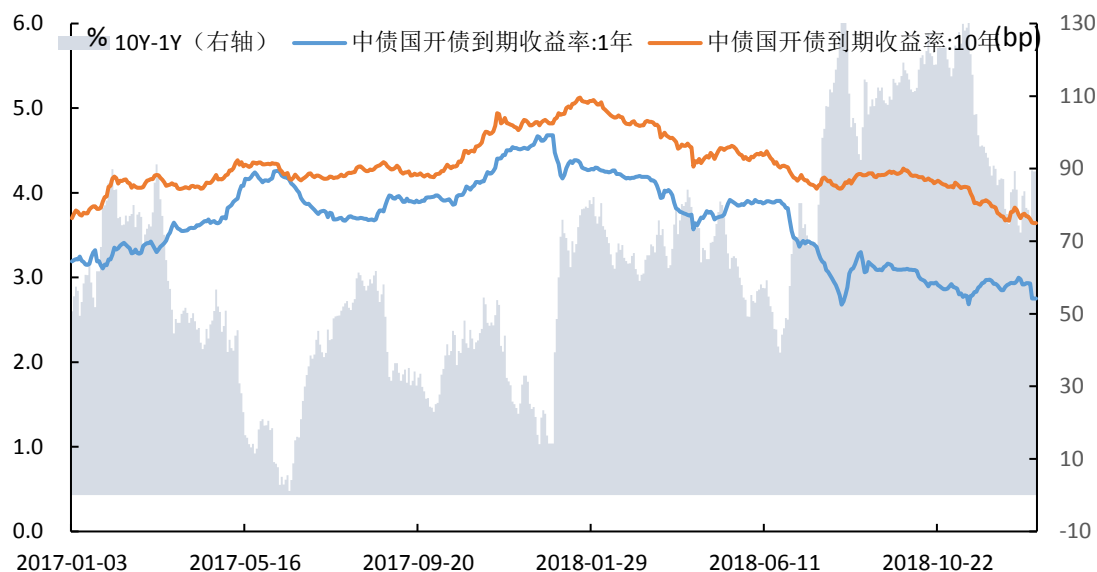
上周，国开债 10Y-1Y 期限利差走扩 6.91bp 至 89.46bp。10 年国开 180210 较上周收盘下行 8.75bp 收于 3.6425%，10 年国开 180205 下行 10bp 收于 3.7%。12 月制造业 PMI 跌至荣枯线下，显示制造业景气转差，未来需求转弱仍会拖累生产下滑，货币政策偏松格局延续，基本面和政策面将继续支撑债券牛市。

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-12-21	2.92	3.33	3.64	3.83	3.74
2018-12-28	2.75	3.24	3.50	3.74	3.65
变动（bp）	-16.42	-8.57	-13.75	-9.03	-9.51

资料来源：Wind，格林基金

图 6: 国开债收益率长期走势图



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。信用利差方面，上周利率债收益率下行幅度大于信用债，信用利差被动走阔。期限利差涨跌互现，其中 AAA 级（5 年-1 年）期限利差小幅走阔，而 AA 和 AA-级则有所收窄。就估值波动较大的个券而言，上周华谊兄弟、康美药业等高收益个券上行幅度较大，其中华谊兄弟被中诚信国际列入观察名单，而康美药业收到证监会立案调查通知；西王、天瑞等个券估值大幅下行，此外部分城投债因提前兑付本息而下行。

图 7: 中短期票期限利差变动情况

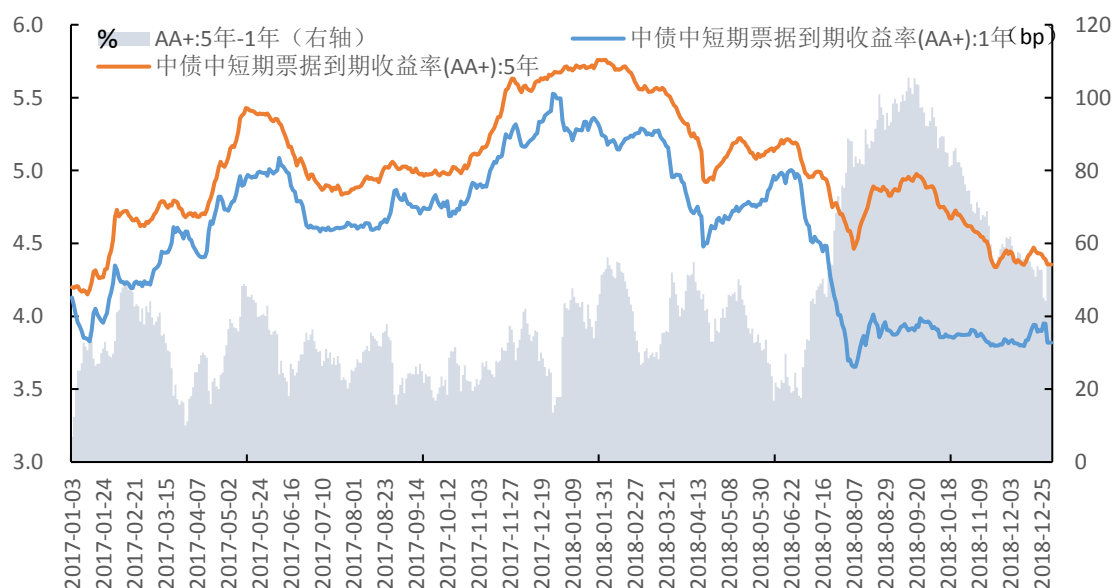


表 4：中短期票据信用利差情况

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
2018/12/21	0.77	0.58	0.49	0.98	0.76	0.80	1.25	1.17	1.48
变动 (BP)	6.96	0.40	7.17	8.96	6.40	6.17	12.96	4.40	6.17
所处分位数	85%	57%	48%	75%	38%	29%	75%	37%	52%

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)
PR 连旅泰	3.54	-167.79	18 华谊兄弟 CP001	19.07	554.86
14 西王 MTN001	14.38	-147.42	18 康美 MTN001	19.05	97.20
18 瀚瑞投资 SCP004	6.05	-116.01	18 株洲城建 MTN001	5.81	96.94
18 瑞专债 01	5.54	-83.11	14 宁设备 MTN001	10.19	74.14
15 天瑞集团债 01	13.15	-63.72	16 永州经投债	5.69	54.76

资料来源：Wind，格林基金

注：只筛选外部评级AA+（含）以上，同时中债隐含评级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
2018/12/24	南京丰盛产业控股集团有限公司	评级下调	联合由 AA 下调至 AA-。公司对外借款及往来款大幅增长，回收不确定性大；公司短期偿付压力大。
2018/12/24	宝塔石化集团有限公司	评级下调	联合资信由 A+下调为 BB。公司下属上市公司宝塔实业股份有限公司于 2018 年 12 月 21 日发布公告，宝塔实业及公司实际控制人孙珩超涉嫌票据诈骗罪、宝塔实业监事王高明涉嫌违规出具金融票证罪被银川市公安局逮捕，目前案件正在进一步侦办中。这一情况目前对公司的生产经营产生了重大影响，公司存续期债券到期偿付存在较大不确定性。
2018/12/25	山东胜通集团股份有限公司	评级下调	大公国际由 AA+下调至 A，评级展望为负面。2018 年以来，胜通集团及其子公司发生多笔到期债务未按期偿付事项，偿债能力持续恶化。截至 2018 年 12 月 24 日，胜通集团银行债务逾期累计 3.98 亿元。
2018/12/28	长安责任保险股份有限公司	评级下调	大公国际由 AA-下调至 A，评级展望为负面。2018 年以来，公司资产规模有所下降，公司盈利水平继续下降且呈现净亏损状态，盈利对偿债来源的支撑力度很弱，公司负债规模持续增长，由于公司偿付能力已远低于监管要求，未来债务融资能力将严重受限。

资料来源：Wind，格林基金

3、可转债

上周市场震荡，沪指全周微幅下跌 0.89%，上证 50 指周跌 0.57%，创业板指周跌 1.56%。板块方面，28 个板块跌多涨少，采掘（-3.64%）、传媒（-3.29%）、钢铁（-3.17%）跌幅相对较大，通信（+2.48%）、食品饮料（+1.94%）、休闲服务（+1.36%）跌幅较大。上周中证转债指数收平，平均转股溢价率上行 0.8 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 9.29%。个券来看，涨跌参半，其中百合、盛路、洲明、天康转债涨幅较大，而鼎信、星源、东财、吴银转债跌幅较大。

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
128041.SZ	盛路转债	3.76%	113504.SH	艾华转债	-2.53%
123004.SZ	铁汉转债	3.12%	113516.SH	吴银转债	-2.55%
128030.SZ	天康转债	2.64%	123006.SZ	东财转债	-3.19%
132009.SH	17 中油 EB	2.28%	123009.SZ	星源转债	-3.90%
123008.SZ	康泰转债	1.64%	113506.SH	鼎信转债	-6.26%

资料来源：Wind，格林基金

图 8：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	43%	15%	0%	-9%
50 分位	62%	21%	3%	0%
75 分位	85%	28%	9%	7%
最新均值	71.75%	20.76%	5.10%	-0.65%

资料来源：Wind，格林基金

4、国债期货

IRR 策略：12 月期间，国债期货整体优于 CTD 券表现，各合约的 IRR 水平小幅上行。根据现券实际成交情况来看，目前，2、5 和 10 年期活跃 CTD 券 180022.IB、160014.IB 和 180027.IB 所对应的 IRR 水平分别为 1.62%、2.49%和 1.31%。

基差策略：12 月期间，虽然期货表现好于现券，但由于资金利率上行幅度较大，多数可交割券的净基差水平还是出现上行。整体来看，TS1903 合约的净基差水平在 12 月期间平均上行约 0.24 元；TF1903 合约的净基差水平在 12 月期间平均上行约 0.45 元；T1903 合约的净基差水平在 12 月期间平均上行约 0.79 元。

跨期价差方向策略：12 月 1903-1906 的价差波动较大。具体来看，TS1903-TS1906 的价差上行 0.340，目前为 0.155；TF1903-TF1906 的价差下行 0.095，目前为 0.000；而 T1903-T1906 的价差上行 0.050，目前为 0.040。

跨期策略：国债现券曲线相对变凹，其中现券期限利差（10-2Y）下行约 15BP；现券期限利差（10-5Y）上行约 5BP。而期货隐含期限利差（10-2Y）下行约 12BP，期货隐含期限利差（10-5Y）下行约 3BP。

表 9：2019 年 12 月 28 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	97.7100	62,521	37,916	160023.IB
T1906.CFE	97.6650	1,495	178	160023.IB
T1912.CFE	0.0000	0	0	0
TF1903.CFE	99.3800	14,949	5,488	019542.SH
TF1906.CFE	99.3850	61	5	170006.IB
TS1903.CFE	100.2600	1,018	109	180022.IB
TS1906.CFE	100.2500	15	0	180014.IB

资料来源：Wind，格林基金

表 10：2018 年 12 月 24 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	96.8300	61,685	29,997	160023.IB
T1906.CFE	96.7850	1,120	57	160023.IB
T1912.CFE	0.0000	0	0	0
TF1903.CFE	98.8850	14,231	3,738	160014.IB
TF1906.CFE	98.8800	58	2	170006.IB
TS1903.CFE	100.1050	983	97	180002.IB
TS1906.CFE	100.0950	15	2	160015.IB

资料来源：Wind，格林基金