

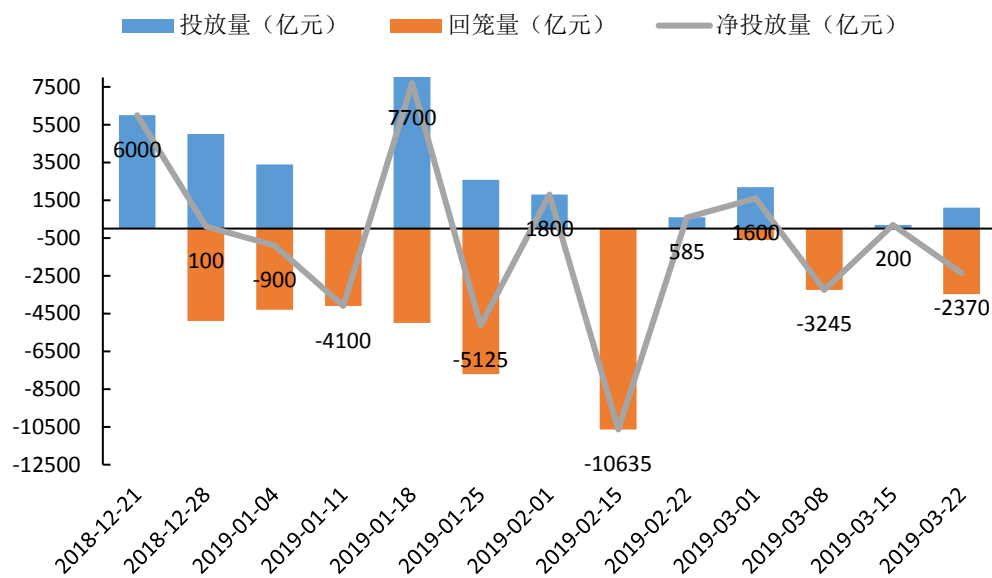
# “鸽派”的美联储，助力债券收益率下行

(2019/3/15~2019/3/22)

## 一、资金面

上周公开市场有 200 亿逆回购到期，3270 亿元 MLF 到期。周一和周二流动性仍受到税期制约央行通过逆回购分别投放 600 亿元、500 亿元，后半周财政存款逐渐回流银行体系，央行暂停了公开市场操作，累计实现净回笼 2370 亿元。

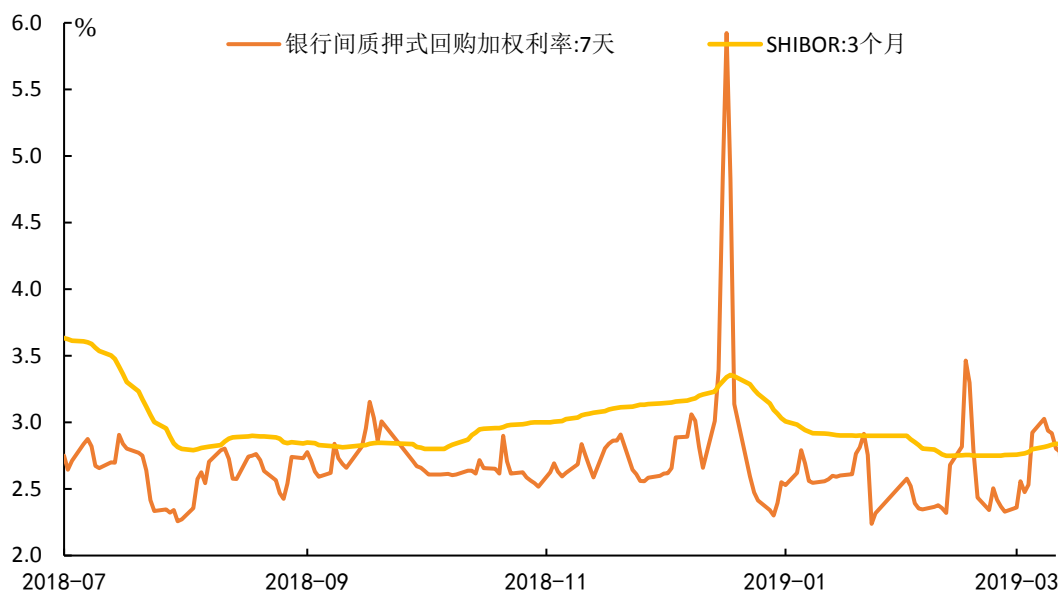
图 1：央行公开市场操作情况



资料来源：Wind，格林基金

上周，资金面前紧后松。上半周隔夜价格维持在 2.78% 附近，伴随税期扰动的减弱，价格逐渐回落。R001 下行 17.35bp 收于 2.67%，R007 下行 24.44bp 收于 2.78%，shibor3M 上行 2.30bp 收于 2.84%。

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 1355.50 亿元，其中国债发行 400 亿元，政金债发行 955.50 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<br>(年) | 中标利率<br>(%) | 估值 (bp) | 中标利率-估<br>值 (bp) | 全场倍数 | 边际倍数  |
|-----------------|-------------|-------------|---------|------------------|------|-------|
| 19 贴现国债 12      | 0.25        | 2.05        | 2.14    | -9.25            | 3.04 | 1.50  |
| 19 进出 02(增发)    | 1.00        | 2.61        | 2.67    | -6.05            | 1.99 | 2.19  |
| 19 进出 03(增 6)   | 3.00        | 3.23        | 3.25    | -1.71            | 1.95 | 3.94  |
| 19 国开 02(增 8)   | 3.00        | 3.09        | 3.17    | -7.72            | 4.85 | 1.64  |
| 19 进出 05(增 6)   | 5.00        | 3.53        | 3.55    | -2.54            | 2.60 | 2.49  |
| 19 国开 04(增 4)   | 7.00        | 3.80        | 3.83    | -3.60            | 2.00 | 1.02  |
| 19 农发 02(增发)    | 1.00        | 2.46        | 2.57    | -11.17           | 3.37 | 1.08  |
| 18 付息国债 27(续 4) | 10.00       | 3.10        | 3.14    | -4.04            | 2.11 | 1.46  |
| 18 农发 11(增 12)  | 7.00        | 3.86        | 3.89    | -2.96            | 2.99 | 1.65  |
| 19 付息国债 01(续 2) | 1.00        | 2.35        | 2.39    | -4.40            | 3.21 | 35.47 |
| 19 农发 01(增 6)   | 10.00       | 3.88        | 3.91    | -2.27            | 2.43 | 1.17  |
| 19 国开 01(增 9)   | 1.00        | 2.46        | 2.60    | -13.88           | 3.35 | 5.00  |
| 19 国开 05(增 10)  | 10.00       | 3.60        | 3.65    | -4.88            | 3.03 | 2.16  |
| 19 国开 03(增 6)   | 5.00        | 3.42        | 3.48    | -6.29            | 2.99 | 1.42  |

|                |      |      |      |       |      |      |
|----------------|------|------|------|-------|------|------|
| 18 农发 13(增 11) | 5.00 | 3.53 | 3.56 | -2.94 | 2.33 | 1.95 |
| 18 农发 12(增 12) | 3.00 | 3.22 | 3.26 | -4.25 | 2.31 | 1.11 |

资料来源: Wind, 格林基金

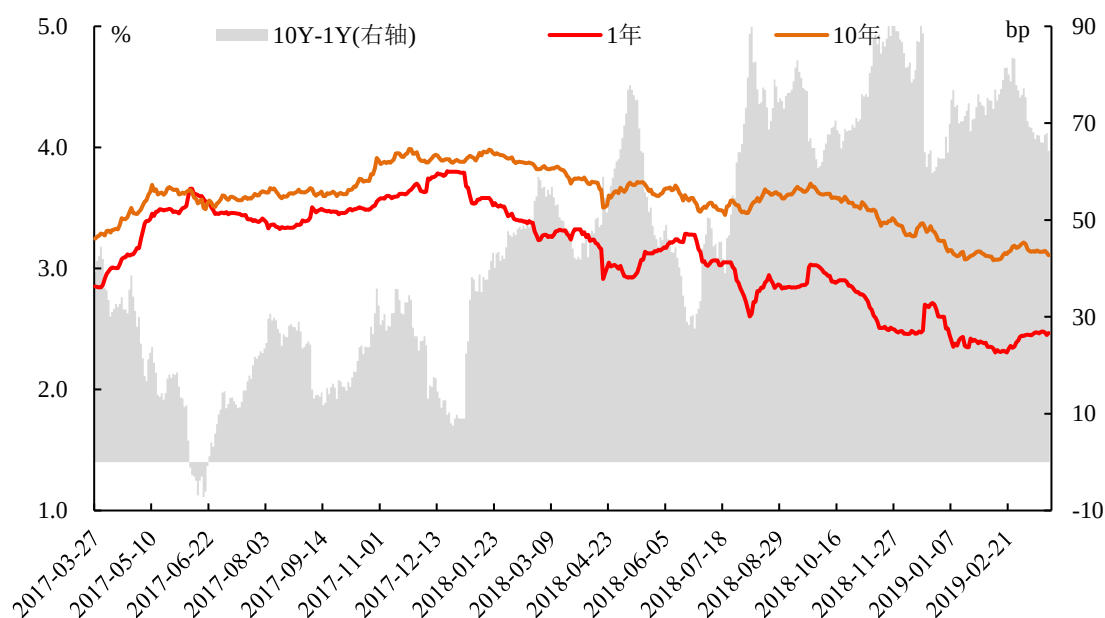
二级市场方面,除了 1 年期国债小幅上行外,其他期限均下行 2~3bp。从具体走势来看,上周周初国债收益率有所调整,而周四在美联储宣布不加息、强化了“鸽派”立场后,债券收益率开始下行。截至上周五,10 年期国债下行 2.96bp 收于 3.11%,国债 10Y-1Y 期限利差收窄 3.19bp 至 64.25bp。

表 2: 国债收益率变动情况

| 单位: %      | 1 年  | 3 年   | 5 年   | 7 年   | 10 年  |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 2019/03/15 | 2.46 | 2.78  | 3.06  | 3.16  | 3.14  |
| 2019/03/22 | 2.47 | 2.76  | 3.03  | 3.13  | 3.11  |
| 变动 (bp)    | 0.23 | -2.14 | -2.85 | -3.00 | -2.96 |

资料来源: Wind, 格林基金

图 3: 国债收益率走势图



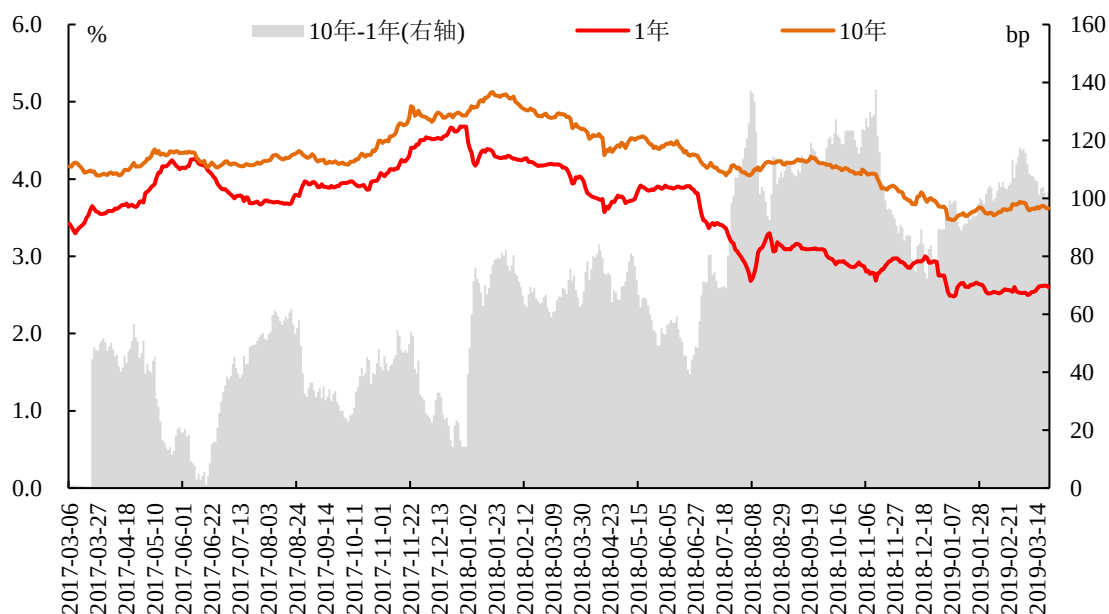
资料来源: Wind, 格林基金

上周,国开债收益率窄幅震荡,除了 7 年期小幅上行外,其他期限略有下行。截至上周五,10 年期国开债收益率下行 0.24bp 至 3.62%,10Y-1Y 期限利差走阔 0.58bp 至 101.79bp。

表 3: 国开债收益率变动情况

| 单位: %      | 1 年   | 3 年   | 5 年   | 7 年  | 10 年  |
|------------|-------|-------|-------|------|-------|
| 2019/03/15 | 2.61  | 3.19  | 3.48  | 3.81 | 3.62  |
| 2019/03/22 | 2.60  | 3.15  | 3.46  | 3.82 | 3.62  |
| 变动 (bp)    | -0.82 | -4.35 | -2.21 | 0.72 | -0.24 |

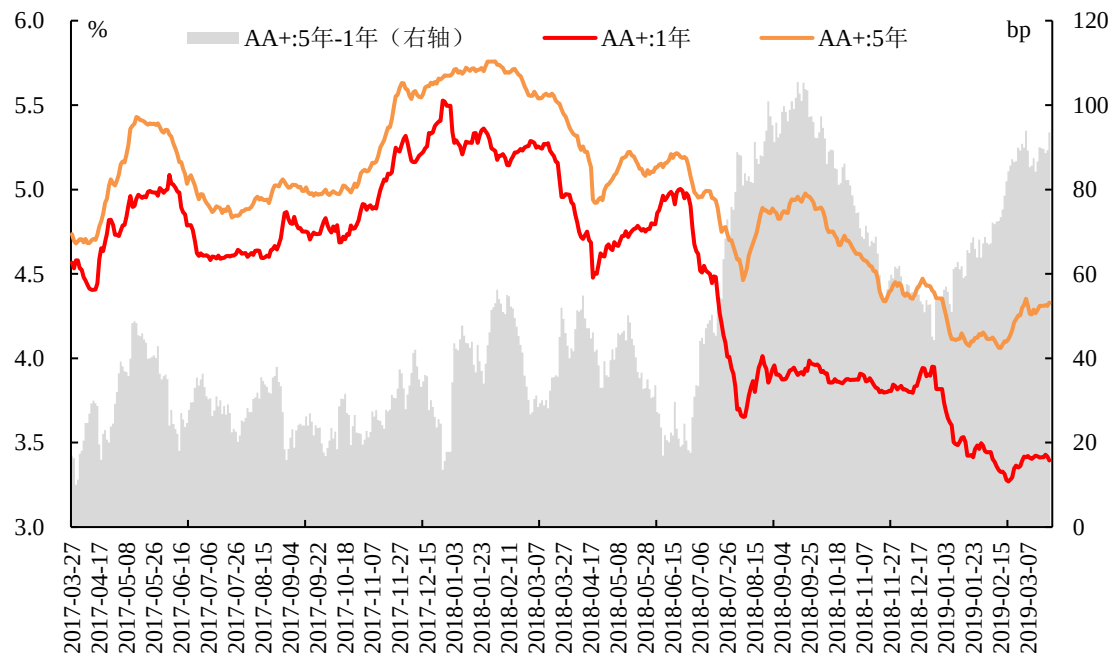
资料来源: Wind, 格林基金

**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，信用债收益率以下行为主，3年期低评级品种下行幅度略大。信用利差方面，上周1年期信用利差收窄、5年期走阔、3年期涨跌互现。期限利差方面，各评级期限利差（5Y-1Y）走阔1~5bp，中低评级走阔幅度较大。从估值波动较大的个券来看，上周吉林城建、瀚瑞投资等高负债地区城投债收益率下行幅度较大，在政府采取措施化解地方隐性债务的大背景下，部分高收益城投债收益率仍有下行空间；中信国安、海航、泰禾集团等流动性风险较大的发行主体再度成为市场关注的焦点，债券估值大幅上行。

**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  |
| 2019/03/15 | 0.65  | 0.52 | 0.55 | 0.80  | 0.77 | 0.83 | 0.95  | 1.08  | 1.53 |
| 2019/03/22 | 0.64  | 0.54 | 0.56 | 0.79  | 0.77 | 0.87 | 0.91  | 1.06  | 1.55 |
| 变动（BP）     | -0.89 | 2.37 | 1.06 | -0.89 | 0.37 | 4.06 | -3.89 | -1.63 | 2.06 |
| 所处分位数      | 53%   | 53%  | 51%  | 31%   | 33%  | 33%  | 13%   | 22%   | 57%  |

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) |
|----------------|--------|---------|----------------|--------|---------|
| 18 吉林城建 SCP001 | 5.71   | -60.11  | 16 中信国安 MTN002 | 15.52  | 445.30  |
| 14 神木债         | 4.58   | -46.55  | 14 海资债 02      | 19.88  | 130.57  |
| 18 威经开 MTN001  | 5.32   | -46.26  | 17 泰禾 MTN002   | 10.68  | 63.30   |
| 18 瀚瑞投资 SCP012 | 5.64   | -43.73  | 17 中环半导 MTN001 | 6.44   | 57.22   |
| 17 富力地产 MTN002 | 5.34   | -42.56  | 16 东旭光电 MTN001 | 9.97   | 40.41   |

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                                                                                                                                               |
|------------|---------------|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2019/03/18 | 中信国安集团有限公司    | 评级下调 | 联合资信由 AA+下调至 AA-。<br>国安集团近日一笔债权投资计划延期支付利息。此前北京中关村银行股份有限公司、北京银行股份有限公司绿港国际中心支行、华鑫国际信托有限公司等先后对国安集团发起诉前财产保全司法维权行为，且公司持有的上市公司中信国安、白银有色和中葡股份股权几乎全部质押或冻结。 |
| 2019/03/21 | 郴州市金贵银业股份有限公司 | 评级下调 | 东方金诚由 AA 至 AA-，评级展望负面。<br>金贵银业 2018 年营业利润等主要经营指标下滑，并且 2019 年存在有息债务集中兑付压力。                                                                          |

资料来源：Wind，格林基金