

# 固定收益周报

(2018/09/15~2018/09/21)



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

格物至善 厚德泽林

2018/09

## 国债期货

- IRR策略：过去一周，国债期货IRR表现分化，TF和T合约IRR出现下行；而TS合约IRR却有所上行；其中，TF合约的IRR下行幅度更为明显。如果当同业存单收益率（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；资金利率很有可能成为IRR的下限。基于央行宽松的货币政策仍将继续维持，虽然近期同业存单收益率和资金利率均有所回升，预计仍将保持在较低水平或者继续下行。
- 跨期价差方向策略：过去一周，1812和1903价差表现分化。其中，TS1812-TS1903的价差上行0.020，目前为0.070；TF1812-TF1903的价差下行0.160，目前为0.000；而T1809-T1812的价差下行0.030，目前为0.025。目前1903合约的流动性较差，跨期策略在当前阶段的可操作空间并不大。不过，在资金面可能会继续保持宽松状态的背景下，若后续1903合约的流动性逐渐提升，做多跨期价差策略将会具有较高的性价比。
- 跨品种套利策略：可以继续做陡曲线（10-2Y），主要原因在于：（1）历史上来看，央行宽松货币政策的周期平均持续时间在19个月（2）近期，流动性尽管存在边际收紧的现象，但拉长长时间来看，当前的资金面依然处于宽松水平，短期利率依然存在下行空间；（3）真正的宽信用还未到来。



## 可转债

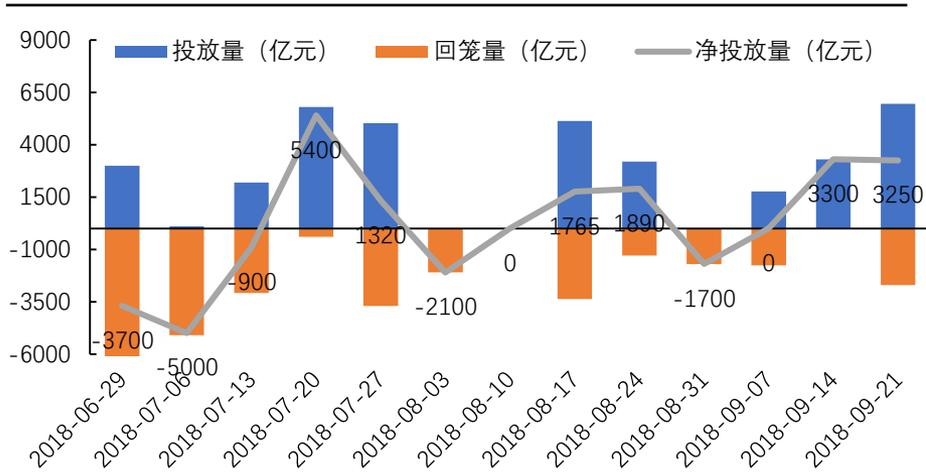
- 股市：上周股市反弹，沪指全周上涨4.32%。上证50指收涨6.11%，创业板指周涨3.26%。板块方面，申万一级行业指数全线上涨，其中食品饮料、休闲服务、房地产、银行、非银涨幅居前，国防军工、农林牧渔、综合涨幅较小。
- 债市：上周债市小幅回暖。周一国债期货温和收涨，央行月内二度MLF稍缓供给压力，但贸易摩擦、美联储加息及地方债放量发行仍困扰债市，短期料难脱谨慎氛围；周二国债期货午后走低收跌，现券跟随期债波动，收益率小幅上行，一级市场招标向好；周三债市再度走软，国债期货连续两日收跌，现券收益率上行2-3bp，交投偏淡，基建补短板力度加大，股市连续走强打压债市表现；周四国债期货连续三日收跌，至逾四个月低点，银行间现券收益率普遍上行，隔夜美债下跌，基建投资企稳预期增强，债市延续弱势；周五国债期货低开高走收涨，结束三日连跌，银行间现券跟随期债上涨，收益率先上后下，资金面平衡宽松，隔夜美债跌势暂缓，债市小幅回暖。



## 可转债

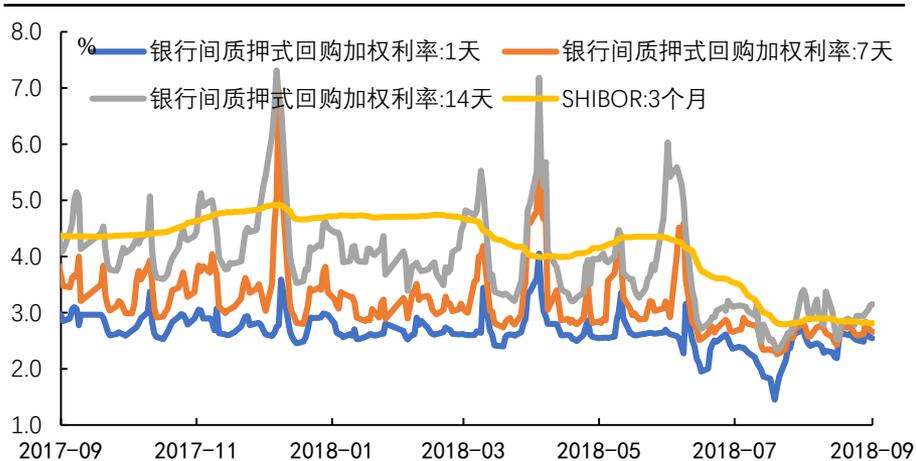
- ▶ 转债方面，上周中证转债指数周涨幅为1.35%，反弹中表现不如权益市场。交投活跃度方面，单日成交量有明显放大。估值方面，转股溢价率下降。分品种看，金融转债指数表现较好。分规模看，大盘转债指数表现较好。分类型看，纯转债指数表现较好。分行业看，机械设备、银行、传媒等领涨，电子小幅下跌。个券方面，兄弟、安井、东财、等领涨，久其、利欧、众兴、蓝思、蓝盾等跌幅较大。
- ▶ 市场策略：情绪仍待改善，边际利好需累积。投资者的悲观预期暂时难以扭转。经济数据虽整体不佳，但有边际改善，贸易战重新出现谈判可能。往中期看，当前A股估值处于底部区域，对中长期资金有吸引力。转债短期关注是否加速调整，中期更值得重视。值得重点参与的短期窗口尚未出现。立足中长期性价比更高，可以关注：1) 价格有吸引力的品种，当然对于正股基本面确定性较高的，可以适当提高价格的容忍度，如新凤、玲珑等；2) 光大正股近期关注度明显提高，转债估值相对位置不差，且供给替代压力暂时不大，可以适当考虑；3) 价格更低的标的，控制信用风险和价格是参与的前提，可以立足溢价率不高的结构性反弹和条款博弈入手；4) 近期高位下跌的标的调整到位后，逐渐有关注价值，如济川、道氏等。

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(9月15日-9月21日), 全口径合计净投放4450亿元。
- 央行公开市场逆回购操作3300亿元, 逆回购到期2700亿元, 净投放600亿元。
- MLF投放1年期2650亿元, 中标利率与上期持平。
- 国库现金定存3个月投放1200亿元, 利率3.71%。
- 上周央行连续进行OMO操作投放资金, 央行维稳资金面意图比较明显, 跨季无忧。

- 上周资金面前半周边际收紧, 下半周资金面逐渐转松, 整周来看隔夜价格上行3.87bp至2.55%, 7天回购价格上行6.78bp至2.66%, 14天价格上行20.75bp至3.15%。
- Shibor 3M价格下行1.5bp至2.82%。
- 央行对资金面呵护态度未变, 但应关注地方债缴款、税期对资金价格的影响。

图表3: 利率债一级市场

发行日期	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
2018/09/18	18国开09(增11)	1	3.091	2.9093	-18.17	3.85	3.68
2018/09/18	18国开12(增2)	3	3.74	3.6868	-5.32	4.04	1.96
2018/09/18	18国开11(增6)	5	4.0249	3.9946	-3.03	3.39	3.15
2018/09/20	18进出12(增发)	1	3.1	2.9936	-10.64	3.45	9
2018/09/20	18进出13	3	3.7807	3.74	-4.07	3.25	1.21
2018/09/20	18进出09(增5)	5	4.1052	4.0874	-1.78	3.99	1.33
2018/09/20	18国开06(增24)	7	4.3339	4.3169	-1.7	3.07	1.09
2018/09/20	18国开10(增11)	10	4.245	4.2641	1.91	2.47	5.78

数据来源: Wind, 格林基金

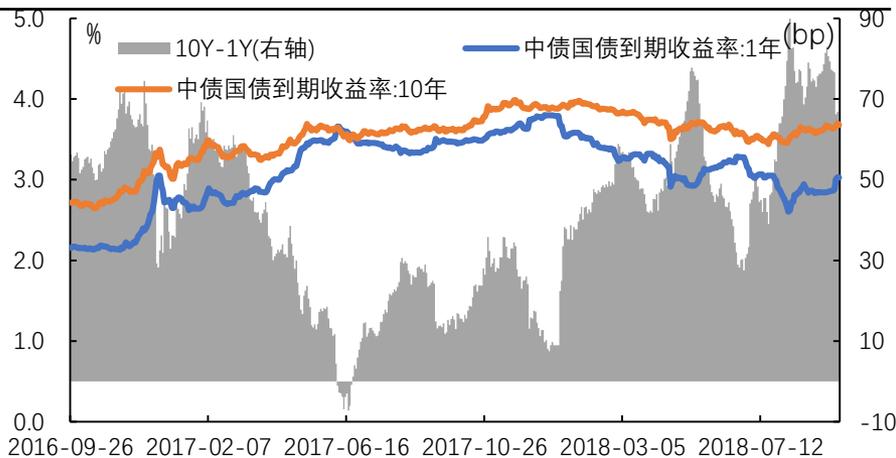
➤ 上周共有8支政策性金融债发行, 发行总规模466.8亿元, 总偿还量499.93亿元, 净融资额-33.13亿元。周发行规模有所减少, 周环比减少3.2亿元。

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
2018-09-14	2.86	3.37	3.50	3.65	3.64
2018-09-21	3.03	3.35	3.51	3.67	3.68
变动 (BP)	16.43	-1.68	0.95	1.54	4.01

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

➤ 上周国债整体走弱, 各期限到期收益率均上行, 其中1年期上行幅度最大, 10年期上行幅度次之4bp。

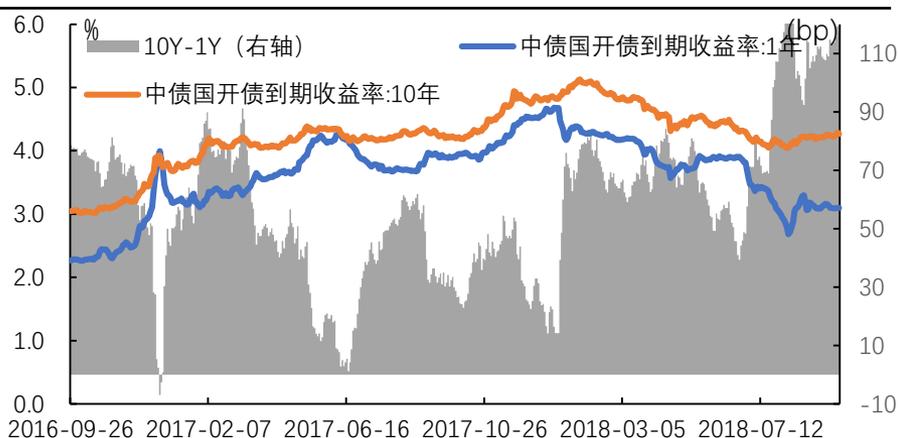
➤ 截至上周五, 10Y-1Y期限利差收窄12.2bp至64.8bp。10年期国债180019较上周收盘上行4BP收于3.6750%。除1年期国债因一级招标结果偏高导致估值大幅上升外, 整体利率债1至3年期收益保持稳定, 5至10年期小幅上行。

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
2018-09-14	3.10	3.75	4.05	4.32	4.23
2018-09-21	3.10	3.74	4.08	4.34	4.27
变动 (BP)	-0.29	-0.87	2.99	2.10	3.17

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, 10年期国开活跃券成交情况继续回暖, 收益明显上行, 而10年国债期货跌幅更大。周初在央行意外投放MLF维稳资金面后, 收益率一度小幅下行, 但之后A股强势触底反弹, 抑制国债期货情绪, 现券同步做空明显, 并对利空消息表现出明显的过度反应。

➤ 上周国开债10Y-1Y期限利差收窄4bp至117bp。10年国开180210较上周收盘上升3.5BP收于4.2650%, 10年国开180205较上周收盘上行4.25BP收于4.3175%。

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
	2018/09/21	0.61	0.49	0.46	0.83	0.79	0.88	1.27	1.33	1.52	3.09	3.22	3.40
	2018/09/20	0.62	0.46	0.47	0.84	0.76	0.89	1.28	1.30	1.53	3.10	3.17	3.38
	2018/09/19	0.59	0.48	0.47	0.81	0.78	0.89	1.25	1.34	1.53	3.07	3.19	3.38
	2018/09/18	0.61	0.48	0.49	0.83	0.75	0.87	1.27	1.31	1.51	3.09	3.16	3.36
	2018/09/17	0.60	0.49	0.52	0.82	0.76	0.90	1.26	1.32	1.54	3.08	3.17	3.39
	2018/09/14	0.58	0.50	0.53	0.80	0.77	0.91	1.24	1.33	1.55	3.03	3.15	3.38
	<b>变动 (BP)</b>	<b>2.76</b>	<b>-1.64</b>	<b>-6.48</b>	<b>2.76</b>	<b>1.36</b>	<b>-2.48</b>	<b>2.76</b>	<b>-0.64</b>	<b>-2.48</b>	<b>5.76</b>	<b>6.36</b>	<b>2.52</b>

数据来源: Wind, 格林基金

► 信用利差方面, 各评级1年期利差均走扩, 5年期利差有所收窄, 且AAA票据收窄幅度最大。

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	0.41	0.72	0.72	0.82	0.96	1.09	1.25	1.59	1.98	2.22
均值	0.66	0.61	0.66	0.95	0.97	1.08	1.24	1.35	1.51	2.04	2.38	2.61
3/4分位数	0.8	0.79	0.89	1.09	1.19	1.33	1.39	1.55	1.74	2.43	2.74	2.97
当前值	0.62	0.46	0.47	0.84	0.76	0.89	1.28	1.3	1.53	3.1	3.17	3.38
当前分位数	50%	31%	30%	41%	28%	31%	64%	51%	52%	93%	92%	93%

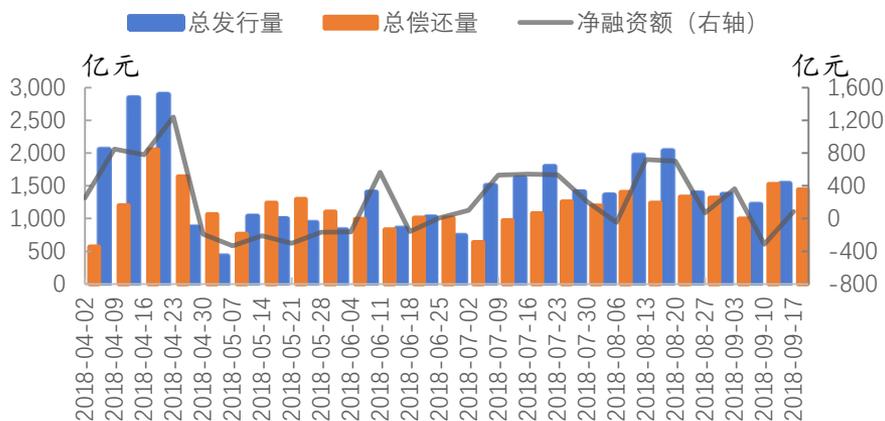
数据来源：Wind，格林基金

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	0.73	0.83	1.03	1.03	1.17	1.53	1.73	2.04
均值	0.83	0.77	0.83	1.17	1.18	1.32	1.5	1.59	1.81	2.07	2.3	2.58
3/4分位数	0.95	0.96	1.07	1.32	1.44	1.68	1.71	1.89	2.25	2.35	2.59	2.94
当前值	0.74	0.55	0.64	0.94	0.8	0.87	1.24	1.08	1.25	2.93	3.23	3.74
当前分位数	38%	26%	34%	34%	31%	27%	38%	28%	27%	88%	88%	92%

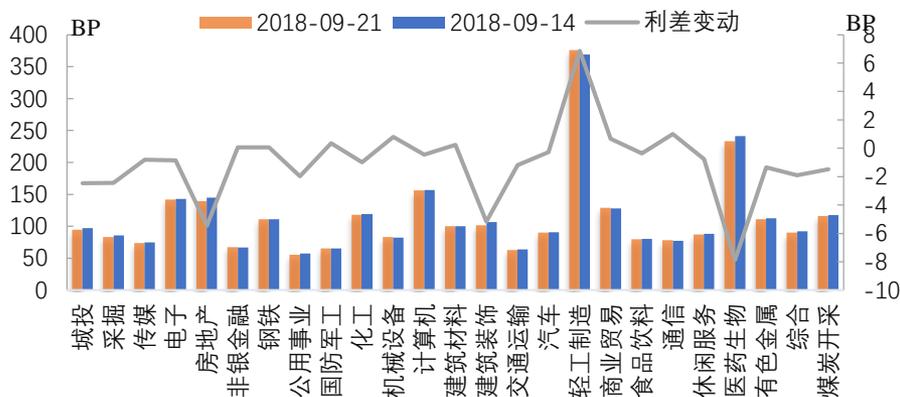
数据来源：Wind，格林基金

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1525.39亿元,总偿还量(到期加提前兑付和回售)1441.62亿元,净融资额83.77亿元。总发行量小幅上升,总偿还量小幅下降,净融资额由负转正。从行业上来看,发行规模前三的行业分别为综合、制造业、房地产业。

取消或延迟发行的债券数量共17只,取消发行规模106.00亿元,取消发行规模与上周相比大幅增加。其中包括3只短期融资券、8只中期票据、4只企业债、2只公司债。

上周AAA行业信用利差大多下行。AAA级行业信用利差上行最大的为轻工制造,上行6.86BP,下行最大的为医药生物,下行7.87BP;AA+级行业信用利差上行最大的为有色金属,上行39.7BP;AA级行业信用利差上行最大的为电气设备,上行83BP。

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
2018/09/19	北讯集团股份有限公司	“18北讯01”、“18北讯03”、“18北讯04”	联合信用由AA下调至AA-，评级展望由稳定下调至负面。北讯集团已出现债务逾期，外部融资压力大；公司控股股东股权质押比例很高且部分已触及平仓线，北讯集团存在控制权变更风险；公司2018年中报显示其应收账款规模进一步扩大，对资金形成很大占用且获现能力较低，现金类资产少且货币资金受限程度高，短期债务规模高。
2018/09/19	龙跃实业集团有限公司	“17龙跃E1”、“17龙跃E2”	联合信用由AA下调至AA-，评级展望由稳定下调至负面。龙跃集团持有子公司北讯集团股份质押比例高且部分已触及平仓线，龙跃集团存在失去控制权风险；北讯集团股价下跌，龙跃集团资金压力大；子公司北讯集团已出现债务逾期。
2018/09/21	吉林利源精制股份有限公司	“14利源债”	联合评级由BB下调至CCC，评级展望维持负面。公司业绩出现大幅度下滑；公司借款纠纷导致公司全部土地房产被法院查封；流动资金紧张对公司经营产生明显的不利影响，削弱公司的整体盈利能力和偿债能力。由于资金周转困难，不能按期支付“14利源债”利息，已经构成实质违约。

数据来源: Wind, 格林基金



格林基金  
GREEN FUND

格物至善 厚德泽林

2018/09

 400-1000-501/[www.china-greenfund.com](http://www.china-greenfund.com) 