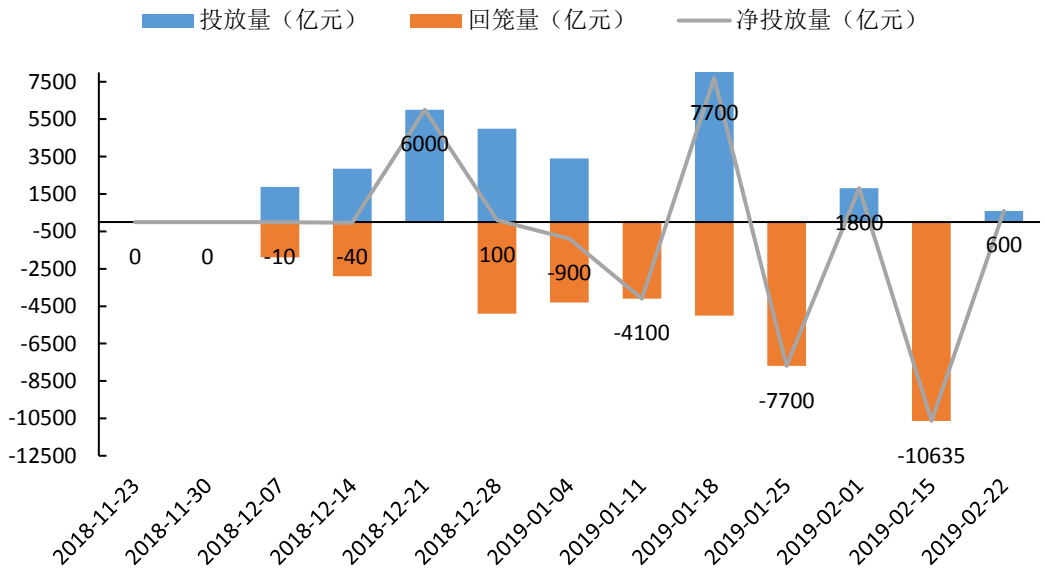
市场风险偏好回升，收益率曲线继续陡峭化

（2019/2/15~2019/2/22）

一、资金面

上周李克强总理罕见亲自解读 1 月金融数据，重申坚决不搞“大水漫灌”、“资金空转”，市场开始担心央行短暂收缩流动性。上周资金面总体呈现出前松后紧，央行公开市场进行了 600 亿元逆回购操作。另外，上周四国库现金定存到期 1000 亿元，央行公告称与税期高峰、中央国库现金管理到期因素对冲后，银行体系流动性处于合理充裕的水平，当日发放 719 亿元抵押补充贷（PSL）。

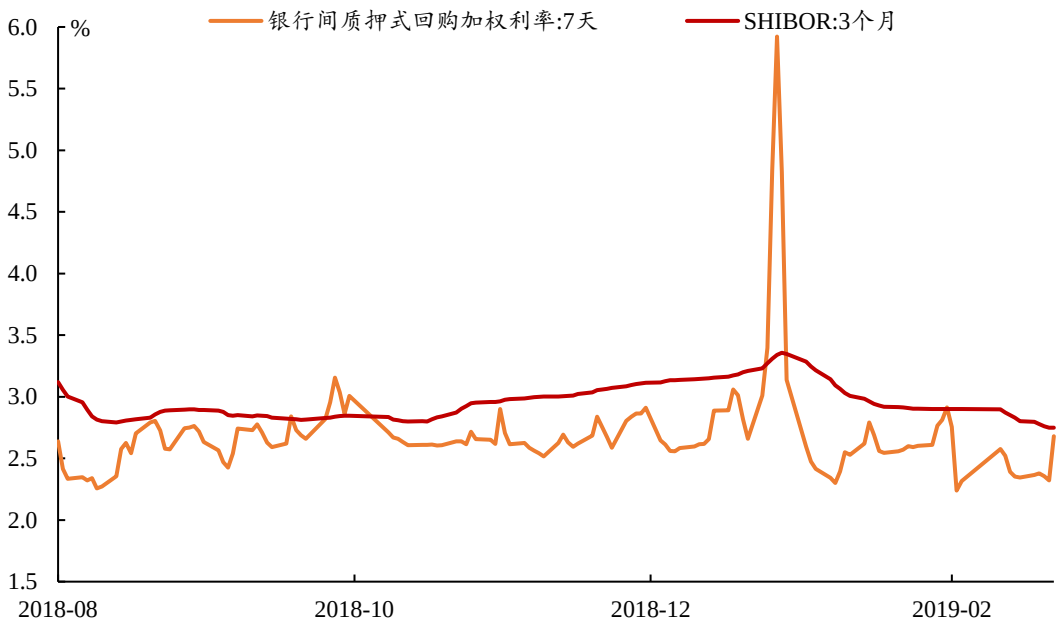
图 1：央行公开市场操作情况



资料来源：Wind，格林基金

上周受缴税影响资金面逐渐收紧，周一隔夜价格在 1.88%以上，后几日价格上行至 2.0%附近，周五为缴税最后期限，隔夜价格攀升至 2.51%。全周资金面整体偏紧，R001 上行 62.91bp 收于 2.51%，R007 上行 31.45bp 收于 2.68%，shibor3M 下行 4.80bp 收于 2.75%。

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 1719.40 亿元，其中国债发行 700 亿元，政金债发行 1019.40 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 07	0.25	2.00	2.04	-3.66	3.14	2.46
18 附息国债 24(续 2)	30.00	3.69	3.70	-1.28	2.17	1.27
19 进出 01(增 5)	1.00	2.30	2.49	-19.48	3.44	9.25
19 进出 03(增 2)	3.00	2.99	3.03	-3.98	2.10	2.08
19 进出 05(增 2)	5.00	3.34	3.37	-2.96	2.36	5.00
18 进出 10(增 21)	10.00	3.84	3.87	-3.25	3.33	1.56
19 国开 02(增 4)	3.00	2.93	3.00	-6.75	3.84	2.05
19 国开 04	7.00	3.68	3.71	-3.43	2.64	6.38
19 附息国债 02	2.00	2.44	2.55	-10.58	2.27	5.78
18 附息国债 23(续 4)	5.00	2.79	2.87	-7.91	2.47	4.37
18 农发 10(增 9)	1.00	2.19	2.44	-24.51	2.89	2.88
18 农发 11(增 8)	7.00	3.67	3.75	-7.57	2.79	1.50
19 农发 01(增 2)	10.00	3.77	3.80	-2.97	2.69	1.60
19 国开 01(增 5)	1.00	2.28	2.50	-22.02	3.05	2.13
19 国开 03(增 2)	5.00	3.28	3.33	-4.50	3.62	15.00
19 国开 05(增 6)	10.00	3.58	3.61	-3.00	3.20	1.17
18 农发 12(增 8)	3.00	2.97	3.02	-4.69	2.71	1.57

资料来源：Wind，格林基金

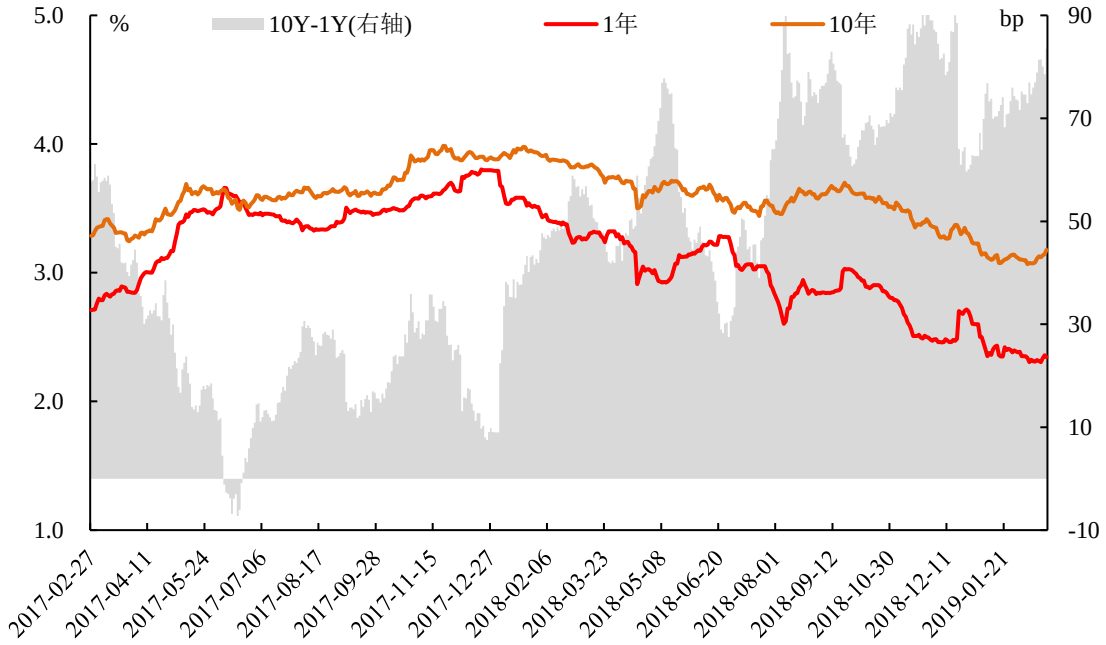
二级市场方面，上周股债呈现明显的跷跷板效应，股市表现较好，国债收益率曲线陡峭化上行。截至上周五，10 年期国债上行 6.57bp 收于 3.15%，国债 10Y-1Y 期限利差走阔 1.59bp 至 78.59bp。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2019/02/15	2.31	2.65	2.88	3.03	3.08
2019/02/22	2.36	2.70	2.93	3.08	3.15
变动（bp）	4.98	4.80	4.59	5.33	6.57

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

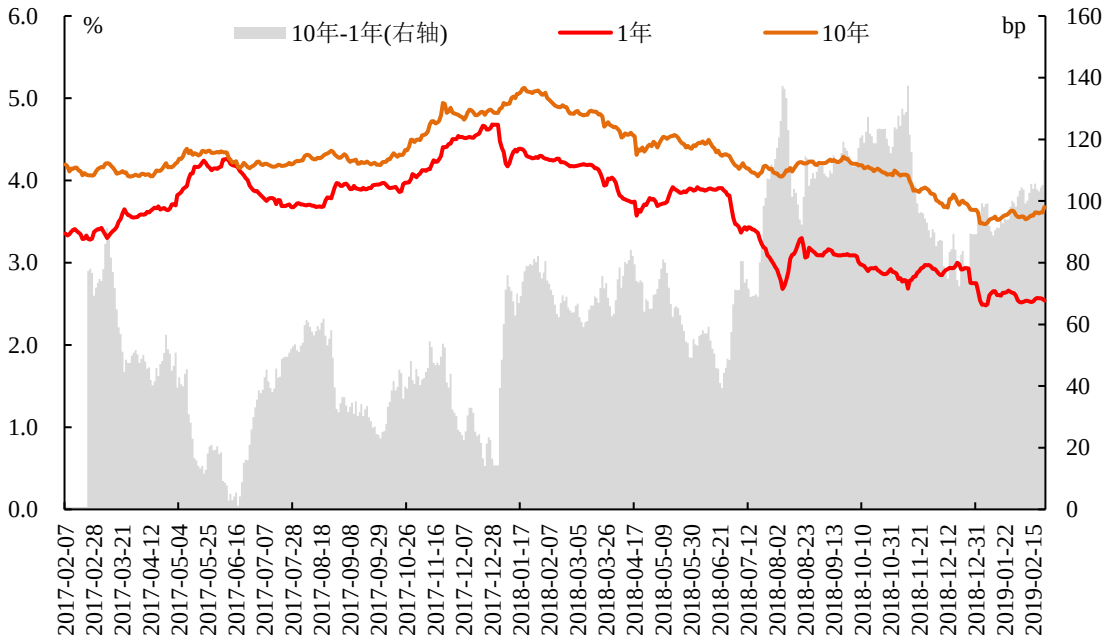
上周，国开债收益率普遍上行。10 年期国开债收益率上行 4.00bp 至 3.61%，10Y-1Y 期限利差上行 1.22bp 至 105.21bp。

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2019/02/15	2.53	2.98	3.28	3.67	3.57
2019/02/15	2.56	3.01	3.34	3.72	3.61
变动（bp）	2.78	2.91	5.73	5.01	4.00

资料来源：Wind，格林基金

图 4：国开债收益率走势图

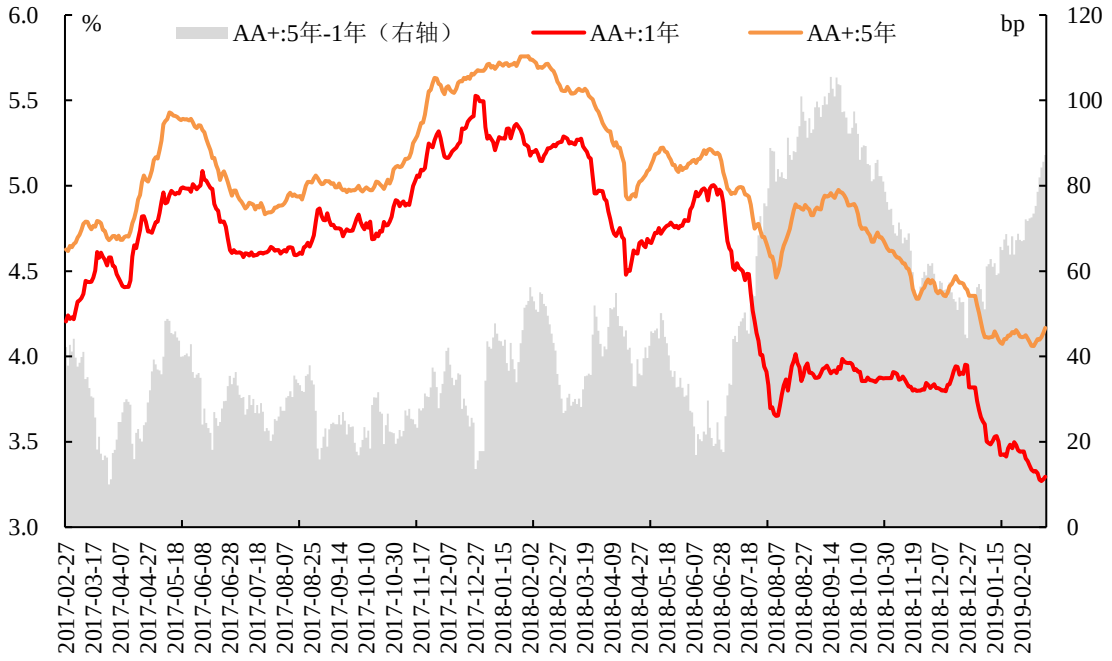


资料来源：Wind，格林基金

2、信用债

上周，信用债收益率涨跌互现，1 年期下行，而 3 年和 5 年期上行。信用利差方面，1 年期收窄幅度较大，其他期限总体波动不大。期限利差方面，短端下行、中长端上行，各评级期限利差（5Y-1Y）走阔 6~15bp。城投债交投依然活跃，上周津保投、鄂旅投等城投债收益率下行幅度较大；而湘潭城投、兴资投、建湖城投等部分债务率较高或行政层级较低的城投债收益率上行幅度较大。

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
2019/02/15	0.55	0.48	0.52	0.80	0.69	0.78	1.00	1.07	1.48
2019/02/22	0.51	0.49	0.51	0.72	0.70	0.79	0.89	1.06	1.49
变动（BP）	-3.38	0.64	-0.15	-7.38	0.64	1.85	-10.38	-1.36	1.85
所处分位数	28%	39%	43%	19%	21%	24%	13%	21%	48%

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)
16 津保投 MTN001	3.13	-75.23	16 恒安国际 MTN001	4.70	80.20
14 漕开发债	2.95	-51.81	13 钦州滨海债	4.06	41.81
16 鄂旅投债	3.98	-51.64	16 湘潭专项债 02	5.61	35.47
16 桂铁投 MTN003	4.03	-40.72	16 兴资债	8.81	32.31
16 龙翔投资 MTN002	6.36	-33.80	15 建湖债	5.03	32.24

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
2019/02/18	上海飞乐音响股份有限公司	评级下调	新世纪将飞乐音响主体信用等级由 A+下调至 BB+。 预计 2018 年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将出现亏损。
2019/02/20	北京京煤集团有限责任公司	评级下调	大公国际将主体信用等级由 AA+下调至 AA，评级展望维持稳定。 国有股份无偿划转使京煤集团重要业务板块规模大幅下降，业务范围缩小，削弱了京煤集团的整体抗风险能力，对京煤集团的偿债能力有一定影响。

资料来源：Wind，格林基金

3、可转债

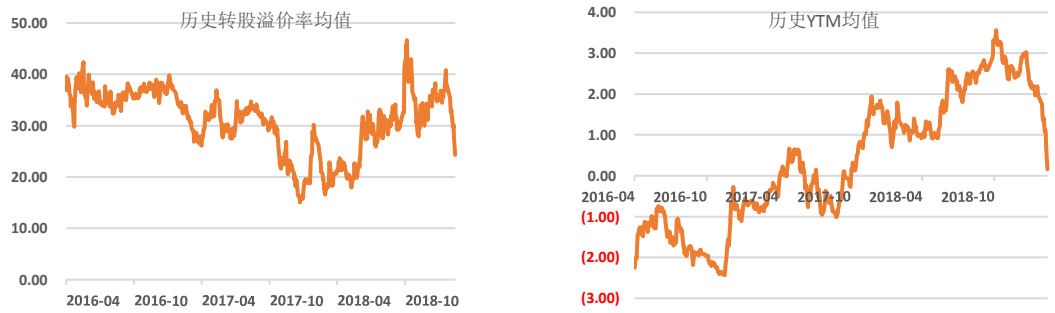
上周股市延续强势行情，沪指全周上涨 4.54%收于 2804 点，上证 50 指周涨 4.20%，创业板指周涨 7.25%。板块方面，28 个板块全线上涨，券商行情带领非银板块周涨 13.24%，领跑全市场，其次通信（+11.53%）、电子（+9.56%）、传媒（+8.64%）涨幅居前。上周转债普涨行情延续，中证转债指数上涨 3.15%，平均转股溢价率被动压缩 4.56 个百分点，平价 80 元以上的转债平均转股溢价率下行 1.62 个百分点至 12.32%。个券来看，普涨行情延续，特发、东财、盛路、蓝盾、冰轮等涨幅均过 10%，仅鼎信、安井、济川小幅下跌。

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
123006.SZ	东财转债	15.74%	123008.SZ	康泰转债	-1.00%
128041.SZ	盛路转债	12.78%	128024.SZ	宁行转债	-0.68%
113503.SH	泰晶转债	9.17%	110034.SH	九州转债	-0.43%
110044.SH	广电转债	7.47%	110042.SH	航电转债	-0.41%
113505.SH	杭电转债	7.34%	113011.SH	光大转债	-0.34%

资料来源：Wind，格林基金

图 6：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	65%	28%	8%	-1%
50 分位	82%	34%	14%	2%
75 分位	98%	38%	19%	4%
最新均值	88.62%	33.17%	14.19%	2.16%

资料来源：Wind，格林基金