

固定收益周报

(2018/09/22~2018/09/28)



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

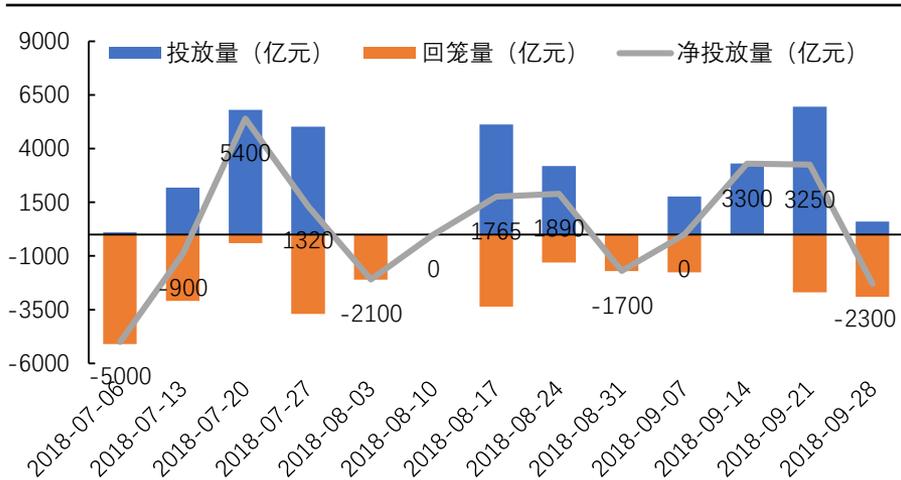
可转债

- 今年转债赚钱效应较弱，参与的战略视角是保持低仓位。转债的机会集中于1月和7月，两波均是银行股的结构性情。
- 个券上：1) 宝信、万信、桐昆和康泰今年表现最佳，但行情都是伴随着beta的，alpha不大且标的规模有限、波动剧烈；2) 参与振幅较大的明星品种，如宁行、东财等结果不差，但参与短线的超跌反弹有一定难度；3) 从之前的表现看，常熟转债既有基本面支撑、又有下修预期、同时价格和估值的位置比较理想；4) 雨虹、隆基、林洋等明星品种基本面恶化并下跌的教训值得铭记，即基本面的好坏要以估值为条件。当基本面优势已经被定价后，对于波动承受力低、基本面把握不够及时的固收投资者而言可能弊大于利；5) 偏债标的需谨慎看待，系统性机会不大。

可转债

- ▶ 条款和新债是今年绕不开的新特点。下修博弈逻辑逐渐清晰：规避回售压力的下修仍然存在，促转股、抬高转债价格均是下修动机。尽管市场对下修反映比较平淡，但有两类机会值得关注：1) 明显折价品种的修复，如新泉、江银等；2) 对基本面较好品种下修的过分无视，如常熟、国祯等。今年上市的新券中，绝大多数均在上市后短期兑现了一波交易性机会，原因在于：1) 热门新券受追捧，如曙光和机电；2) 一般的新券定位明显偏低；3) 如果上市后恰逢市场偏弱，正股继续下跌，那么发行人还可以通过下修的方法谋求变局。
- ▶ 仍有交易机会。PMI、融资数据均指向经济仍有下行压力。外部压力再次发酵：北美自由贸易协定更新，美债收益率大幅上升冲击新兴市场风险资产。但假日期间央行宣布降准1%，7500亿流动性投放会起到稳定市场的作用，股市的节前反弹未必迅速中断。中期而言，政策对经济基本面的稳定作用需要关注，从外部看新兴市场整体风险偏好可能回落。

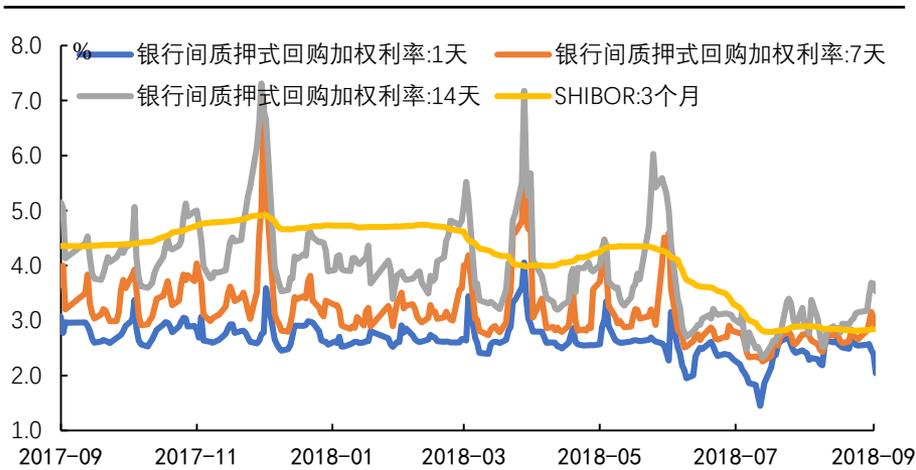
图表1: 央行公开市场操作



数据来源: Wind, 格林基金

- 上周(9月21日-9月28日), 全口径合计净回笼2300亿元。
- 央行公开市场逆回购操作600亿元, 逆回购到期2900亿元, 净回笼2300亿元。
- 无MLF操作。
- 无国库现金定存操作。
- 考虑到季末财政支出推动银行体系流动性总量处于较高水平, 央行连续几天暂停公开市场操作, 实现资金净回笼。

图表2: 资金面变化



数据来源: Wind, 格林基金

- 上周资金面由于季末因素边际收紧, 整周来看隔夜价格下行15.76bp至2.39%, 7天回购价格上行37.57bp至3.03%, 14天价格上行51.79bp至3.67%。
- Shibor3M价格上行2.8bp至2.84%。

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
2018/09/26	18农发07(增10)	1	3.1283	2.9435	-18.48	3.88	2.5
2018/09/26	18农发09(增11)	3	3.77	3.6809	-8.91	3.67	2.67
2018/09/26	18农发08(增11)	5	4.1002	4.0469	-5.33	3.53	2.07
2018/09/26	18农发01(增32)	7	4.3502	4.2985	-5.17	3.29	2.88
2018/09/26	18农发06(增17)	10	4.4188	4.3727	-4.61	4.2	1.31
2018/09/27	18国开12(增3)	3	3.705	3.6276	-7.74	3.19	3.49
2018/09/27	18国开11(增7)	5	4.0199	3.9161	-10.38	4.23	19.44
2018/09/27	18国开10(增12)	10	4.235	4.1701	-6.49	4.08	2.59

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760亿元, 总偿还量286.7亿元, 净融资额473.3亿元。周发行规模有所增加, 周环比增加299.2亿元。

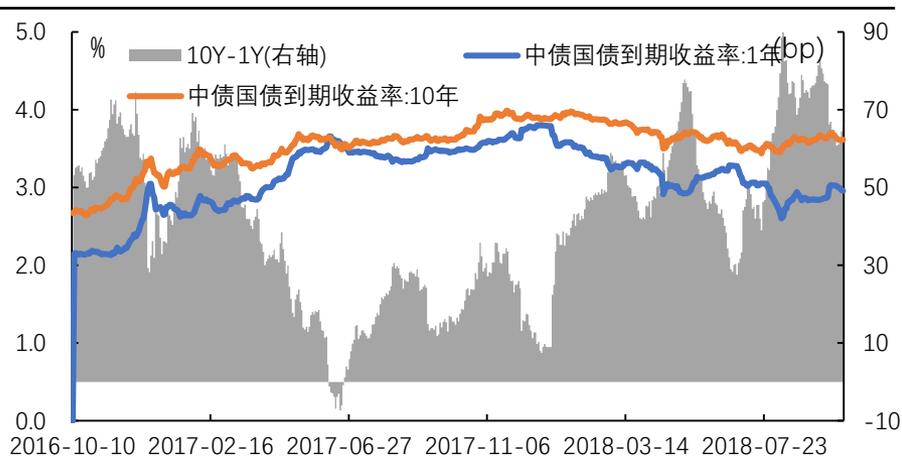
图表4：国债二级市场情况

单位：%	中债国债到期收益率				
	1年	3年	5年	7年	10年
2018-09-21	3.03	3.35	3.51	3.67	3.68
2018-09-28	3.00	3.28	3.44	3.62	3.62
变动 (BP)	-2.28	-7.19	-6.71	-4.54	-5.99

数据来源：Wind，格林基金

➤ 上周市场受美联储加息利空落地影响，整体回暖。整体看交易活跃度有所降低，但做多情绪旺盛，中长端下行较快，国债收益率各期限全部下行，其中3年期下行幅度最大，下行超过7bp，其次是5年期下行超过6bp。

图表5：国债长期走势



数据来源：Wind，格林基金

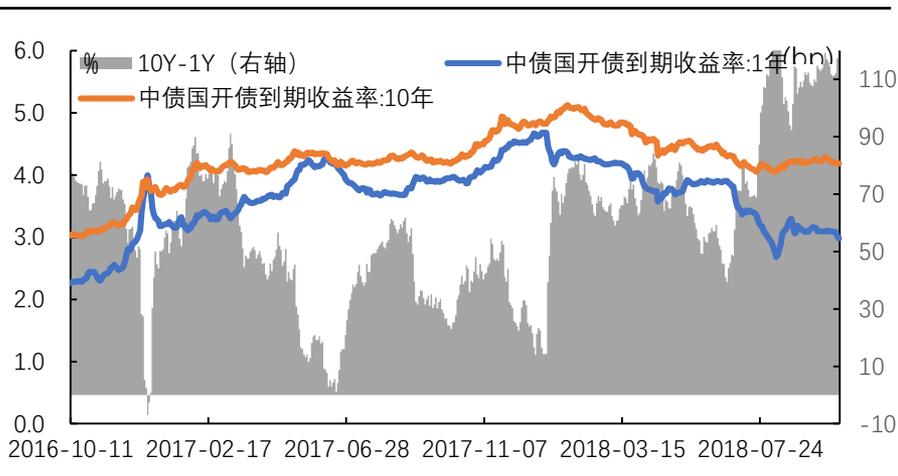
➤ 截至上周五，10Y-1Y期限利差收窄3.7bp至61.2bp。10年国债180019较上周收盘下行6.5BP收于3.610%。

图表6: 国开债二级市场情况

单位: %	中债政策性金融债到期收益率(国开行)				
	1年	3年	5年	7年	10年
2018-09-21	3.10	3.74	4.08	4.34	4.27
2018-09-28	3.09	3.66	3.97	4.26	4.20
变动 (BP)	-0.50	-8.51	-11.20	-7.43	-6.48

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, 国开债收益率走势与国债相似, 各期限收益率均下行, 5年期下行幅度最大超过11bp, 其次是3年期收益率下行超过8bp。

➤ 上周国开债10Y-1Y期限利差收窄5.98bp至111bp。10年国开180210较上周收盘下行6.5BP收于4.2%, 10年国开180205较上周收盘下行4.75BP收于4.27%。

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
	2018/09/28	0.61	0.51	0.50	0.87	0.80	0.92	1.27	1.34	1.56	3.09	3.23	3.44
	2018/09/27	0.61	0.55	0.51	0.87	0.84	0.93	1.27	1.38	1.57	3.09	3.27	3.45
	2018/09/26	0.62	0.51	0.48	0.88	0.80	0.90	1.28	1.34	1.54	3.10	3.23	3.42
	2018/09/25	0.62	0.48	0.46	0.88	0.78	0.88	1.28	1.32	1.52	3.10	3.21	3.40
	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
	变动 (BP)	-1.22	5.00	2.79	2.78	4.00	2.79	-1.22	4.00	2.79	-1.22	6.00	5.79

数据来源: Wind, 格林基金

► 信用利差方面, 除1年期利差收窄, 其余各期限利差均走扩, 且3年期走扩幅度最大。

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	0.48	0.4	0.43	0.72	0.73	0.83	0.98	1.1	1.26	1.56	1.97	2.2
均值	0.66	0.61	0.66	0.95	0.97	1.08	1.24	1.35	1.51	2.04	2.38	2.6
3/4分位数	0.77	0.77	0.88	1.08	1.17	1.33	1.38	1.53	1.73	2.44	2.75	2.98
当前值	0.56	0.41	0.38	0.82	0.7	0.8	1.22	1.23	1.44	3.04	3.12	3.32
当前分位数	40%	25%	19%	38%	21%	22%	58%	42%	42%	92%	92%	92%

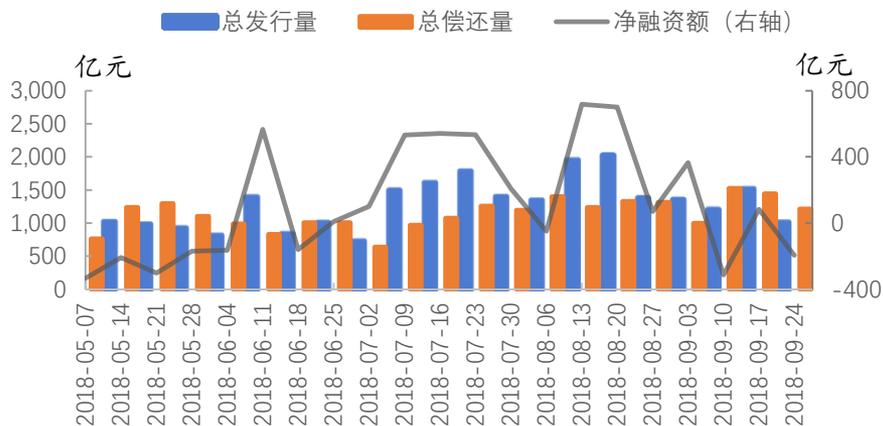
数据来源：Wind，格林基金

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	0.63	0.51	0.55	0.84	0.72	0.83	1.06	1.02	1.16	1.56	1.74	1.99
均值	0.83	0.77	0.83	1.18	1.18	1.31	1.5	1.59	1.8	2.08	2.31	2.58
3/4分位数	0.99	0.99	1.09	1.4	1.49	1.7	1.75	1.95	2.28	2.41	2.59	2.94
当前值	0.66	0.49	0.57	0.84	0.68	0.8	1.18	1.02	1.18	2.86	3.23	3.67
当前分位数	28%	22%	27%	24%	21%	22%	35%	25%	25%	87%	88%	91%

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1019.50亿元, 总偿还量(到期加提前兑付和回售)1214.16亿元, 净融资额-194.66亿元。总发行量、总偿还量、净融资额皆小幅下降。从行业上来看, 发行规模前三的行业分别为电力热力燃气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、综合。
- 取消或延迟发行的债券数量共13只, 取消发行规模84亿元, 取消发行规模与上周相比减少。其中包括5只中期票据、4只短期融资券、2只企业债和2只公司债。

- 上周AAA级和AA+涨跌互现, AA级大多上行。AAA级行业信用利差上行最大的为建筑材料, 上行2.07BP, 下行最大的为城投, 下行2.36BP; AA+级行业信用利差上行最大的为有色金属, 上行15.16BP; AA级行业信用利差上行最大的为钢铁, 上行9.82BP。

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
2018/09/25	河南众品食品有限公司	“17众品MTN001”	东方金诚国际由AA下调至AA-, 评级展望由稳定至负面。公司应收账款和以关联方拆借为主的其他流动资产规模较大, 对资金形成一定占用。公司债务规模持续增长, 短期有息债务占比较高且逐年上升, 部分债务集中于2018年和2019年到期, 存在一定集中偿付压力。
2018/09/26	新光控股集团有限公司	“17新光控股CP001”、“17新光控股CP002”、“18新光控股CP001”“11新光债”	大公国际由AA+下调至C。新光控股应于2018年9月25日支付“17新光控股CP001”本金及利息, 由于融资困难, 截至2018年9月25日, 新光控股依然未能按照约定足额偿付, 已构成实质性违约。
2018/09/27	中融双创(北京)科技集团有限公司	“16长城01”、“16长城02”	大公国际由CCC下调至C。中融双创于2018年9月20日发布公告称, 目前中融双创全资子公司山东梁州能源科技有限公司、山东双创包装科技有限公司、码头供热已处于停产状态, 全资子公司山东码头煤炭物流服务有限公司、邹平县三利运输有限公司、山东国科新能源科技有限公司也暂停相关业务经营, 全资子公司山东邹平长城能源科技有限公司出现开工率严重不足的情形; 2018年9月4日, 长城能源、惠泽农牧、码头供热已分别向邹平县人民法院申请破产重整; 2018年9月14日, 邹平县人民法院正式受理了上述3家公司的破产重整申请。
2018/09/27	刚泰集团有限公司	“16刚集01”、“16刚集02”	大公国际由B下调至C。刚泰集团应于2018年9月26日支付“16刚集01”回售本金及应付利息, 但截至2018年9月26日, 刚泰集团未能按时偿付, 已构成实质性违约。

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 