

债市强势整理，利率债收益小幅上行

(2018/11/17~2018/11/23)

一、政策及资金面

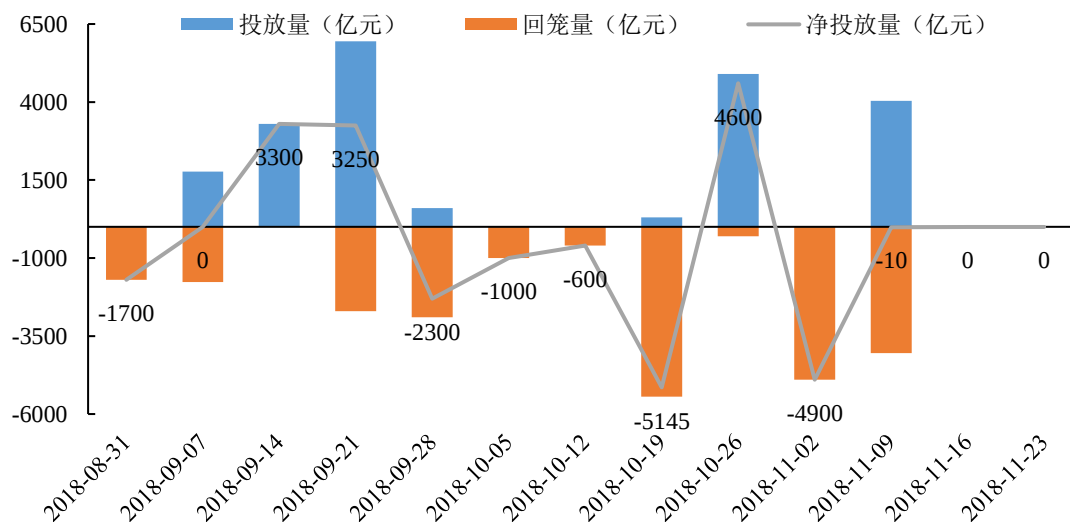
1、政策面

上周，央行发布的资产负债表数据显示，10月其他存款性公司资产负债表中对中央银行债券科目环比增加3800亿元，说明央行在十月底进行正回购操作的传闻有一定的可信度。值得关注的是，央行疑似“正回购”的操作，体现了央行货币政策维持稳健中性，避免货币市场短端利率与政策利率持续倒挂，出现流动性“淤积”的状态，起到平滑流动性的作用。

2、资金面

上周，央行公开市场操作继续暂停，并连续21个交易日未开展逆回购操作，也无逆回购到期；无MLF操作；无国库现金定存到期。银行体系流动性总体合理充裕。

图 1：央行公开市场操作情况

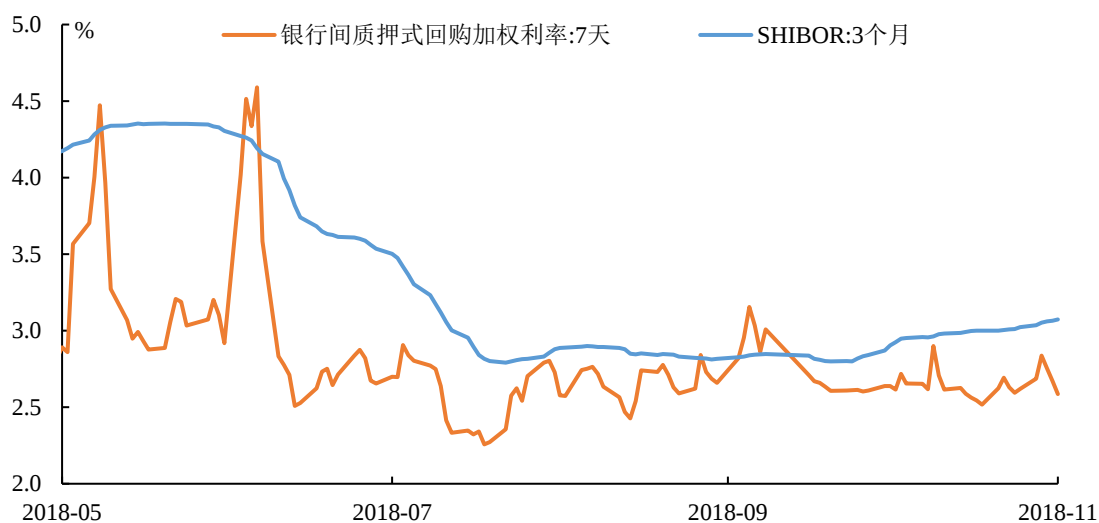


资料来源：Wind，格林基金

上周资金面整体比较宽松，周初短期资金利率略有走高，周二7天质押式回购利率达到2.84%，但周五回归正常。整周来看，7天质押式回购加权利率下行3.36bp收于2.58%，shibor3M上行5bp收于3.07%。

临近月末财政支出增加，可对冲中央国库现金管理到期等因素的影响，预计本周资金面仍会宽松。有分析认为央行暂停逆回购操作的目的是引导长期融资成本下降，未来更倾向于使用MLF等中长期政策工具。

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 1247.52 亿元，一级招标情绪仍旧火爆，中标利率明显低于估值和二级市场收益率。

表 1：利率债一级市场情况

债券简称	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 农发 12	3	3.3	3.3384	-7.55	-7.16	4.02	12.2
18 农发 13	5	3.55	3.5852	-8.09	-9.48	4.21	4.6
18 国开 12(增 10)	3	3.2861	3.3398	-4.05	-4.77	3.78	1.61
18 国开 11(增 14)	5	3.5514	3.6081	-4.2	-3.44	3.08	4.59
18 国开 14(增 4)	7	3.7817	3.8222	-5.79	-4.78	3.41	3.2
18 附息国债 26	1	2.41	2.54	2.09	—	2.12	86.67
18 附息国债 27	10	3.25	3.3123	-6.32	-4.27	2.91	1.46
18 农发 10(增 2)	1	2.5709	2.6655	-20.9	-27.45	5.99	1.32
18 农发 11(增 2)	7	3.7841	3.8158	-5.43	-6.42	5.05	8.29
18 农发 06(增 22)	10	3.8587	3.8842	-7.85	-7.33	5.06	4
18 进出 12(增 7)	1	2.5726	2.6723	-22.67	-22.77	2.92	6.15
18 进出 13(增 7)	3	3.4035	3.4337	-1.41	-0.88	2.71	4.58
18 进出 09(增 11)	5	3.6032	3.6354	-4.96	—	2.9	5.56
18 进出 10(增 12)	10	3.9113	3.936	-1.67	—	3.41	1
18 贴现国债 54	0.25	2.3156	2.3156	-4.16	—	2.5	1.4

资料来源：Wind，格林基金

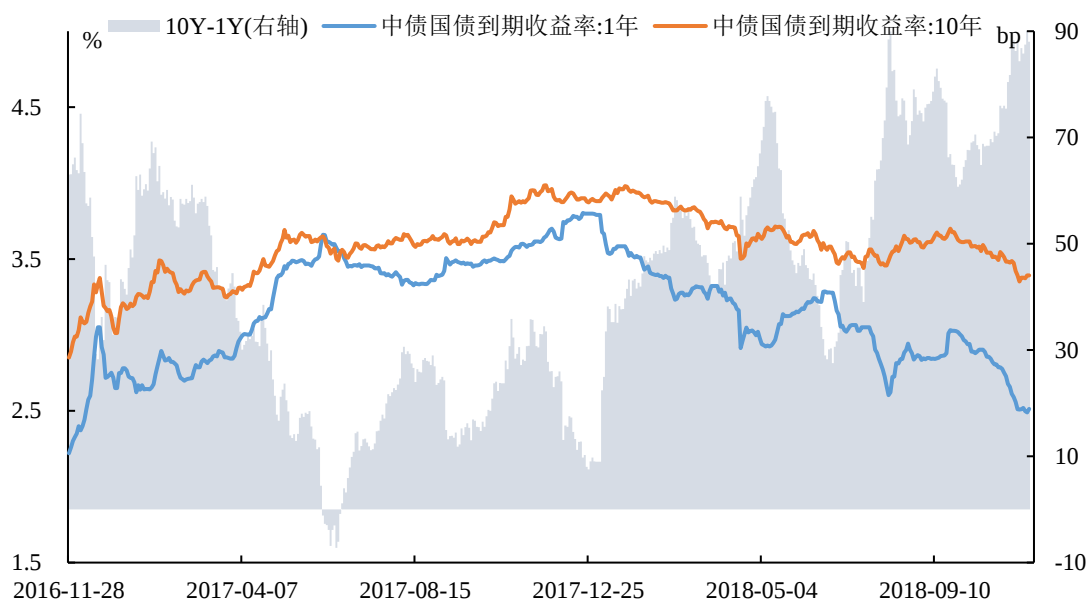
二级市场方面，截至上周五，国债 10Y-1Y 期限利差走扩 3.67bp 至 88.02bp。10 年国债 180019 上行 5bp 收于 3.3950%，其余各期限均有小幅上行。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-11-16	2.51	2.98	3.13	3.35	3.35
2018-11-23	2.51	3.01	3.19	3.39	3.39
变动（bp）	0.35	3.22	5.83	4	4.02

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

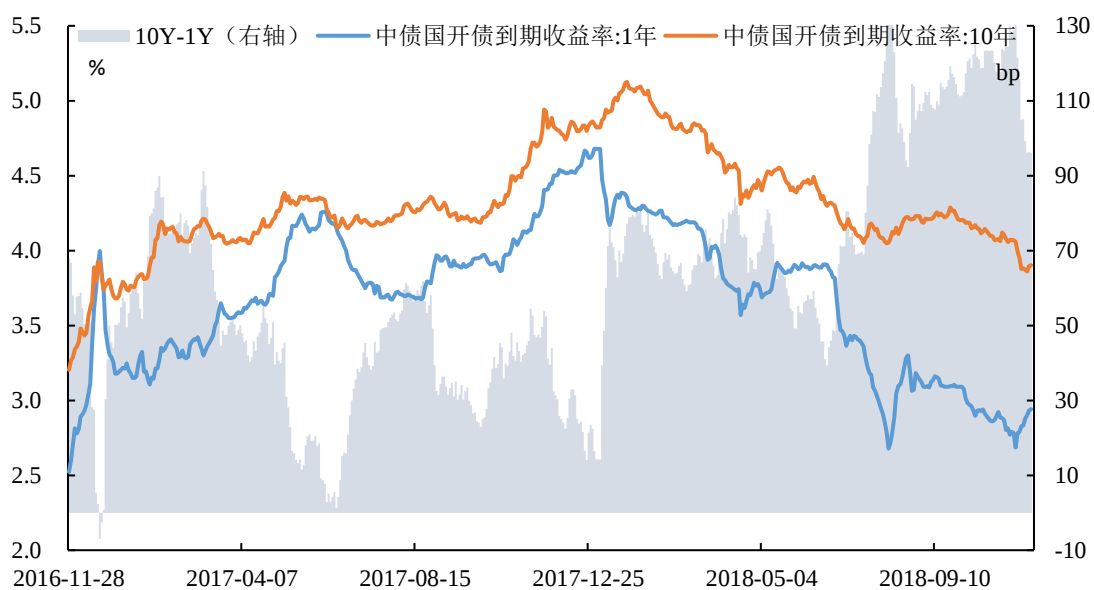
上周，国开债 10Y-1Y 期限利差收窄 8.82bp 至 96bp。10 年国开 170210 较上周收盘上行 2bp 收于 3.8975%，10 年国开 180205 上行 5.1bp 收于 3.9810%。10 年国开交投情绪明显降温，周一收益率延续下行趋势，随后受资金面小幅收紧影响收益率反弹，并连续多日震荡，整体反映了前期收益率下行过快后，交易盘的谨慎和止盈盘的涌现。

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-11-16	2.83	3.37	3.66	3.93	3.88
2018-11-23	2.94	3.42	3.73	3.92	3.90
变动（bp）	11.28	4.09	6.42	-0.98	2.46

资料来源：Wind，格林基金

图 4：国开债收益率走势图

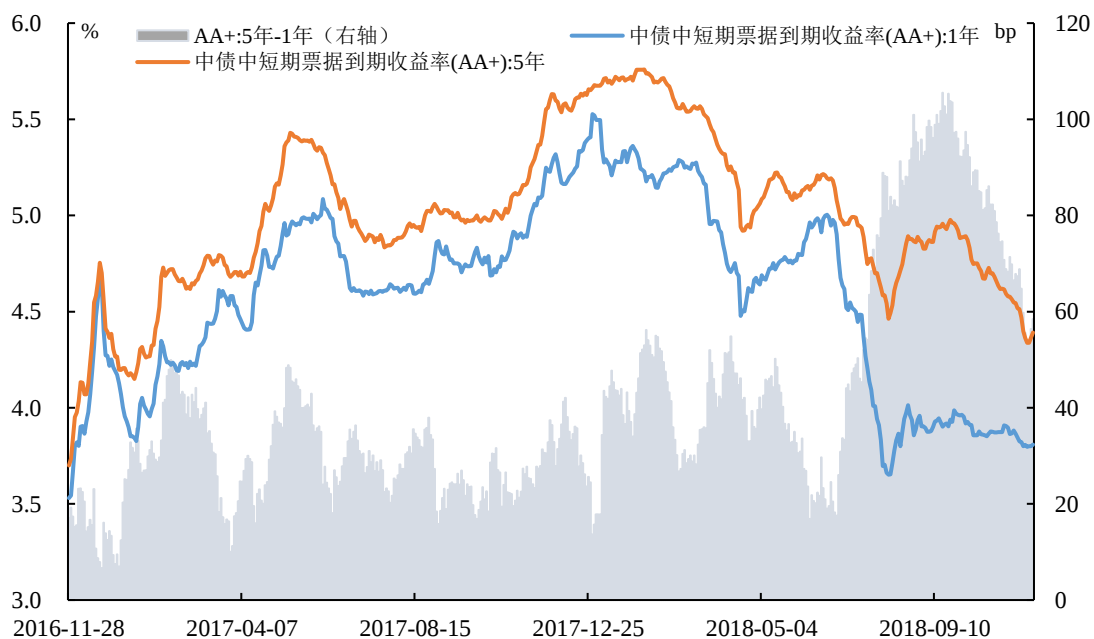


资料来源：Wind，格林基金

2、信用债

上周，信用债收益率仍以行为主。其中，中低等级、长久期信用债收益率下行更明显。信用利差方面，上周利率债调整，而信用债收益率普遍下行，信用利差整体收窄。从估值变动较大的个券来看，忠旺、三聚环保、西王等前期受负面消息拖累较大的个券，收益率大幅下行，总体波动较大；而铜陵农商行因不良率攀升，资本充足率、拨备覆盖率大降等原因评级遭到下调，债券收益率有所上行。

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
2018/11/16	0.79	0.55	0.46	0.99	0.78	0.81	1.31	1.29	1.47
2018/11/23	0.66	0.51	0.31	0.86	0.71	0.64	1.13	1.21	1.30
变动 (bp)	-13.44	-3.95	-15.00	-13.44	-6.95	-17.00	-18.44	-7.95	-17.00
所处分位数	58%	43%	8%	46%	22%	7%	46%	37%	27%

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)
16 忠旺 01	12.40	-218.87	17 铜陵农商二级	5.93	66.19
16 三聚债	17.17	-207.77	17 汇鸿 01	5.64	44.95
16 茂业 02	23.02	-160.34	12 筑工投	5.37	42.58
15 立业债	6.35	-142.23	15 禹洲 01	6.60	38.99
18 西王 SCP002	17.47	-128.25	16 格林 G1	5.62	36.86

资料来源：Wind，格林基金

注：同一发行主体有多个债项的，在此只列出一个债项；债券价格上涨对应收益率下行。

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
2018/11/16	华晨电力股份有限公司	评级下调	中诚信国际由 AA+下调至 AA-，评级展望为负面。 公司在厦门国际银行北京分行的一笔 4800 万元流动性贷款发生逾期。受华晨电力母公司永泰能源股份公司相关债券违约事件影响，公司外部融资环境受到不利影响，目前存在较大流动性压力。
2018/11/16	江苏宏图高科技股份有限公司	评级下调	中诚信国际由 AA-下调至 A。 公司 2018 年前三季度财务指标持续弱化，股权冻结事项削弱了相关资产流动性和控股股东支持力度。
2018/11/19	宝塔石化集团有限公司	评级下调	联合资信由 AA 下调至 A+。 公司下属上市子公司宝塔实业股份有限公司于 11 月 16 日发布公告，当日下午 15:00 时，在宁夏宝塔石化大厦 4 楼多功能厅的集团高级别领导会议上，公安机关通报公司实际控制人孙珩超先生涉嫌刑事犯罪。
2018/11/20	国购投资有限公司	违约	“16 国购债”于 11 月 22 日面临回售，公司未按时将回售资金划付至指定账户，相关回售资金的支付情况存在不确定性。

资料来源：Wind，格林基金

3、可转债

上周，中证转债指数报收于 284.18 点，周下跌 1.39%；转债市场交易额 59.17 亿元，日均环比下跌 32.71%。上周在 95 支可交易转债中，除铁汉转债停牌外，13 支上涨，81 支下跌；其中蓝盾转债(4.83%)、电气转债(1.95%)、兄弟转债(1.55%)领涨，利欧转债(-6.14%)、国祯转债(-4.57%)、三力转债(-4.35%)领跌。成交额方面，利欧转债(6.46 亿)、常熟转债(4.15 亿)、康泰转债(3.54 亿)成交额居前。

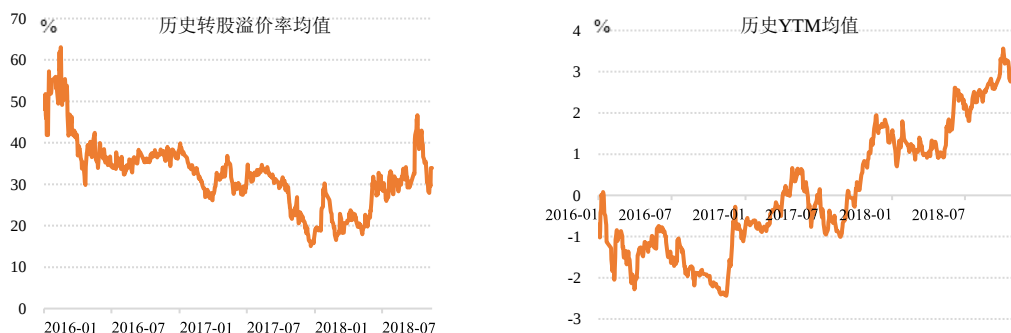
表 7：上周可转债涨/跌幅前五名情况

债券代码	债券简称	涨跌幅	债券代码	债券简称	涨跌幅
123015.SZ	蓝盾转债	4.56%	128041.SZ	盛路转债	-3.58%

132010.SH	17 桐昆 EB	3.49%	123006.SZ	东财转债	-3.73%
128032.SZ	双环转债	3.03%	128038.SZ	利欧转债	-3.89%
120001.SZ	16 以岭 EB	2.45%	128027.SZ	崇达转债	-4.51%
113008.SH	电气转债	2.36%	128039.SZ	三力转债	-4.84%

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

4、国债期货

IRR：过去一周，从中债估值的角度来说，2 年期现券表现强于期货，而 5 年期和 10 年期国债期货整体表现强于现券。其中，TF1903 合约的 IRR 水平上升较为明显；T1903 合约因为 CTD 券的切换，其 IRR 水平有所下行，不过单从 180019.IB 的角度来说，其 IRR 水平还是有所上行的；TS1903 合约的 IRR 略有下行。目前，2、5 和 10 年期活跃 CTD 券 160007.IB、160025.IB 和 180019.IB 所对应的 IRR 水平分别为 2.82%、2.77%和 2.45%。

基差：过去一周，各可交割券的净基差出现分化。具体来看，2、5 和 10 年活跃券中，160007.IB 的净基差上行 0.0678；160025.IB 的净基差下行 0.1701；180019.IB 的净基差下行 0.0686。

跨期价差：过去一周，1812 和 1903 价差表现分化。其中，TS1812-TS1903 的价差上行 0.040，目前为 0.055；TF1812-TF1903 的价差下行 0.050，目前为-0.055；而 T1812-T1903 的价差上行 0.055，目前为 0.110。

表 8：2018 年 11 月 19 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
T1812.CFE	96.7400	6,216	3,205	160017.IB
T1903.CFE	96.6350	64,257	33,956	160017.IB
T1906.CFE	96.6350	211	154	160017.IB
TF1812.CFE	98.7200	4,898	1,149	160014.IB
TF1903.CFE	98.7650	12,065	4,943	160014.IB
TF1906.CFE	98.7200	26	2	170006.IB
TS1812.CFE	100.0300	1,278	31	160002.IB

资料来源：Wind，格林基金

表 9：2018 年 11 月 23 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
T1812.CFE	96.8600	13,993	18,865	170004.IB
T1903.CFE	96.8250	59,307	39,810	170004.IB
T1906.CFE	96.7650	31	25	170004.IB
TF1812.CFE	98.8500	7,127	5,192	160014.IB
TF1903.CFE	98.8550	10,853	4,165	160014.IB
TF1906.CFE	98.8800	9	8	170006.IB
TS1812.CFE	100.0350	1,379	158	160002.IB

资料来源：Wind，格林基金