

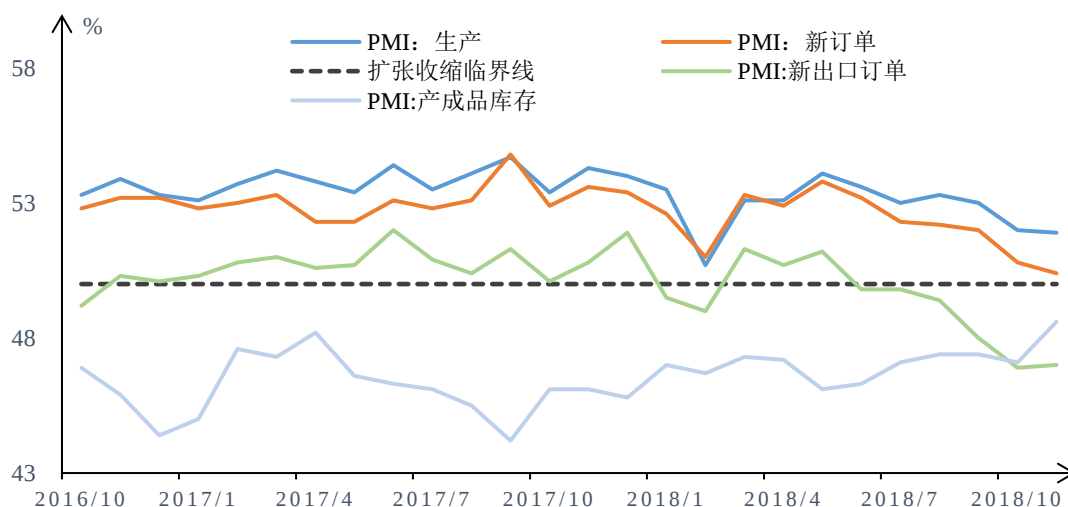
债市窄幅震荡，利率、信用涨跌互现

(2018/11/24~2018/11/30)

一、宏观经济

PMI数据持续下滑。11月官方制造业PMI下滑到50.0，新订单和生产指数进一步下滑，新出口订单指数企稳，但远低于50。同时，产成品库存指数大幅上升，显示被动补库明显。

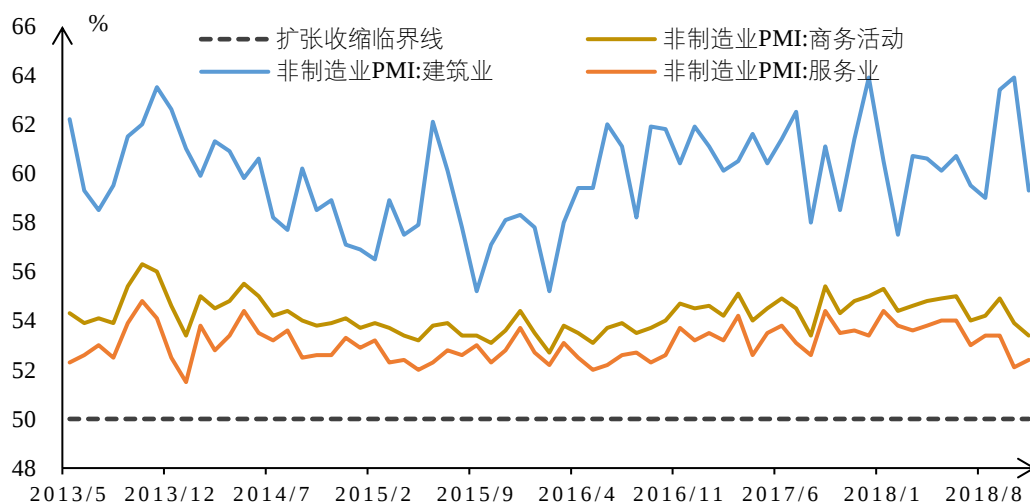
图 1：国内制造业PMI



资料来源：Wind，格林基金

国内非制造业PMI整体也呈现出下行，服务业PMI略有回升，可能与季节性波动有关。建筑业PMI下滑比较明显。

图 2：国内服务业PMI



二、政策及资金面

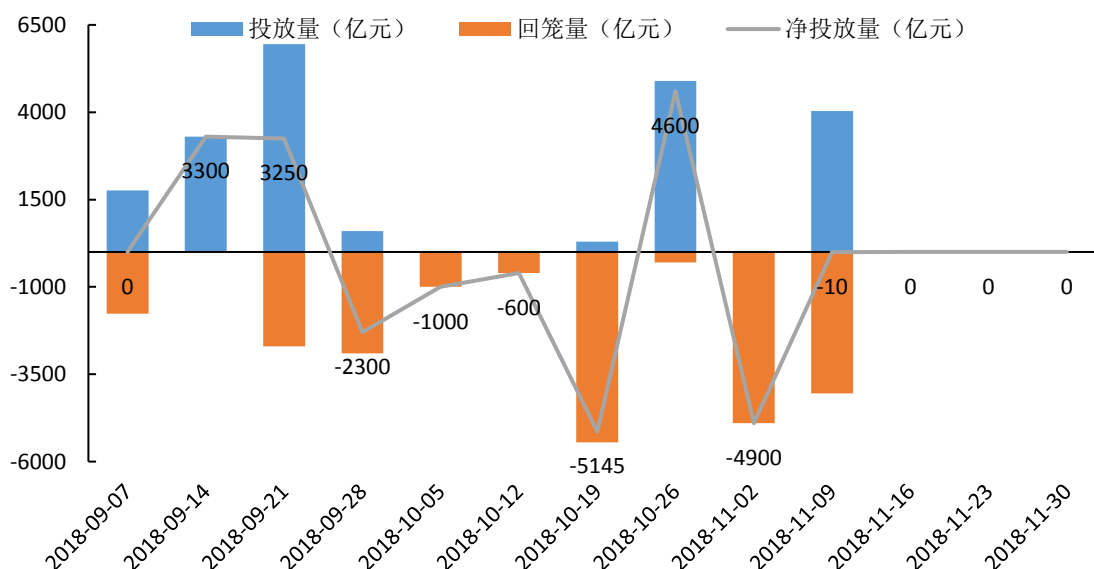
1、政策面

鲍威尔最新讲话释放出明确的加息放缓信号，对于中性利率的表述转变，近日认为当前利率略低于中性区间。当前在贸易摩擦缓和，美国还要减税和基建的预期下，美国经济依然会维持强劲的增长，因此加息周期停止的可能性不大。

2、资金面

上周，央行公开市场操作继续暂停，也无逆回购到期，11月份整月无逆回购操作；上周无MLF操作；国库现金定存到期1000亿，全口径看上周净回笼1000亿。银行体系流动性总体比较充裕。

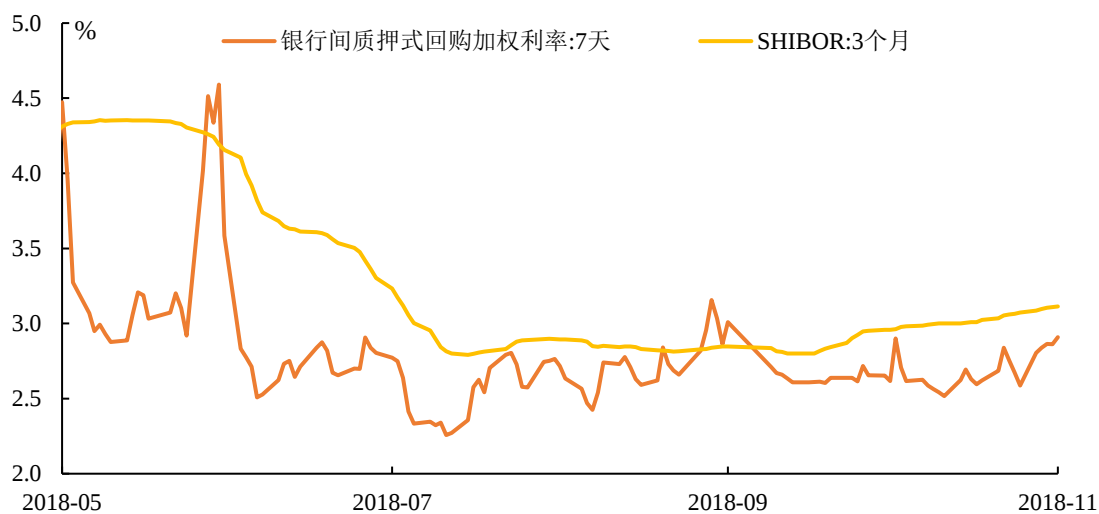
图 3：央行公开市场操作情况



资料来源：Wind，格林基金

上周资金面整体比较宽松，跨月无忧，仅在周五短期资金价格小幅走高。整周来看，7天质押式回购加权利率上行32.31bp收于2.91%，shibor3M上行4bp收于3.11%。

图 4：资金利率变化情况



资料来源：Wind，格林基金

三、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 676.4 亿元，一级市场招标情绪正常，但明显弱于前期。全周主要发行期限为银行配置盘需求最高的 3、5 年期，从招标结果看，3、5 年期国开及 5 年期口行相对偏低，考虑全部承销费用后低估值和二级成交 2-5BP，而农发受冲量因素影响，招标综合收益仍明显低于国开和口行同期限

表 1：利率债一级市场情况

债券	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(增发)	3	3.2704	3.3025	-2.5	—	4.93	2.5
18 农发 13(增发)	5	3.5415	3.5726	-1.88	—	3.84	1
18 国开 12(增 11)	3	3.3067	3.3608	-4.95	-4.92	2.52	4.77
18 国开 11(增 15)	5	3.6117	3.6687	-2.48	-2.13	2.19	1.5
18 国开 14(增 5)	7	3.9514	3.992	6.69	—	1.84	1.48
18 国开 10(增 19)	10	3.8775	3.915	0.25	0.5	2.1	2.4
14 农发 08(增 2)	5	0.9962	1.6078	-81	—	3.16	3
18 进出 13(增 8)	3	3.428	3.4585	-1.18	-0.15	2.58	3.15
18 进出 09(增 12)	5	3.6487	3.6811	-3.93	-3.89	2.73	1.14
18 贴现国债 55	0.25	2.4049	2.4049	-1.05	-0.51	2.41	1.16

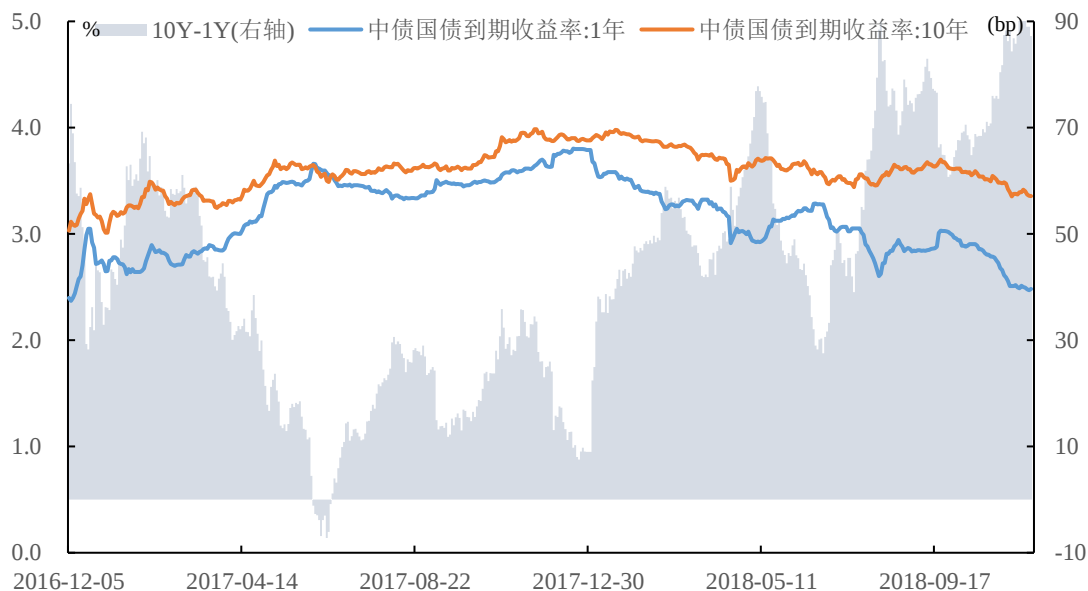
资料来源：Wind，格林基金

二级市场方面，截至上周五，国债 10Y-1Y 期限利差收窄 0.78BP 至 87.24BP。10 年国债 180019 下行 1.5BP 收于 3.3750%。各期限收益率整体下行，长端下行幅度大于短端。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-11-23	2.51	3.01	3.19	3.39	3.39
2018-11-30	2.48	2.99	3.14	3.36	3.36
变动 (bp)	-2.89	-2.33	-5.00	-3.01	-3.67

资料来源：Wind，格林基金

图 5：国债收益率长期走势图


资料来源：Wind，格林基金

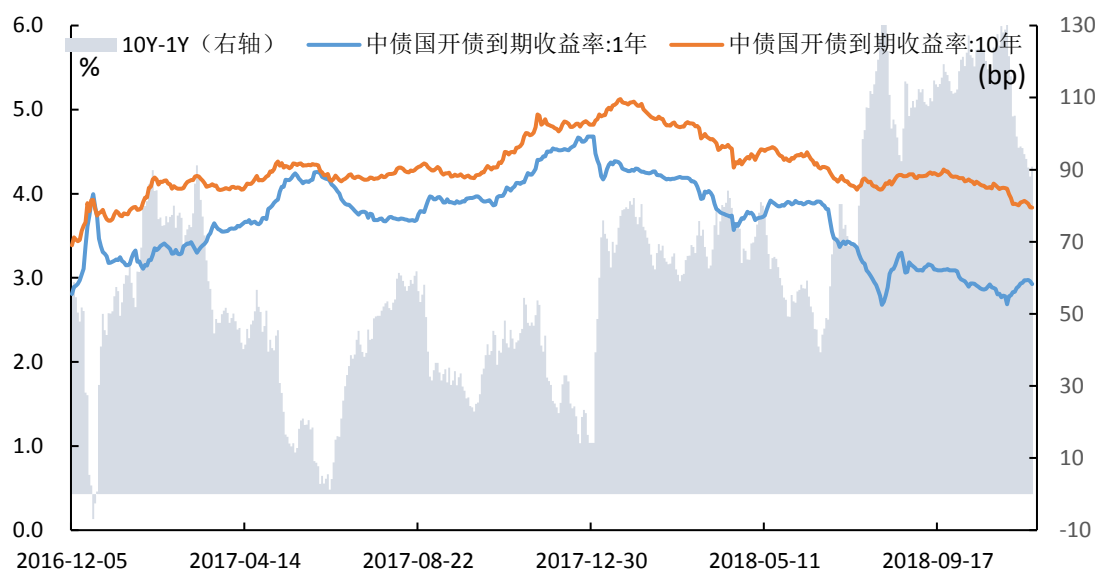
上周，国开债 10Y-1Y 期限利差收窄 5.14bp 至 90.86bp。10 年国开 180210 较上周收盘下行 7.5BP 收于 3.8225%，10 年国开 180205 下行 7.1BP 收于 3.91%。本周 10 年国开交投情绪正常，但较前一周略有降温。周初市场谨慎震荡为主，收益率略有下行；而周四受海外美联储鸽派讲话及 10 年美债收益率短时回落至 3% 以下影响，长债收益率连续大幅下行，最低逼近 3.80%

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-11-23	2.94	3.42	3.73	3.92	3.90
2018-11-30	2.93	3.40	3.68	3.90	3.84
变动 (bp)	-1.49	-1.79	-4.43	-2.02	-6.63

资料来源：Wind，格林基金

图 6：国开债收益率长期走势图



资料来源：Wind，格林基金

2、信用债

上周信用债收益率波动不大，总体以上行为主。信用利差方面，利率债收益率下行，而信用债收益率上行，信用利差趋于走阔。从估值变动较大的个券来看，青海国投、昆明产投等债券收益率大幅下行，其中青海国投是债务置换使得债券提前到期所致，昆明产投或是因为云南省国企改革等利好消息刺激；而宜华、广西金投、等存在一定瑕疵的个券收益率上行幅度较大。

图 7：中短期票期限利差变动情况

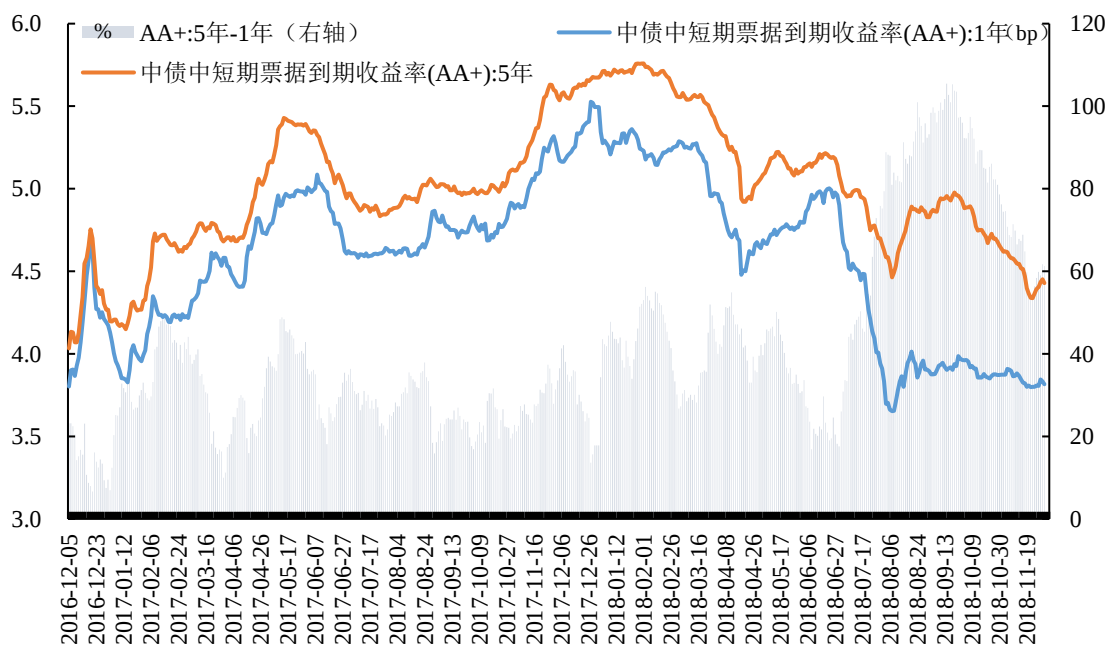


表 4：中短期票据信用利差情况

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

2018/11/23	0.66	0.51	0.31	0.86	0.71	0.64	1.13	1.21	1.30
2018/11/30	0.71	0.55	0.40	0.89	0.73	0.74	1.14	1.19	1.40
变动 (BP)	5.01	4.24	9.80	3.01	2.24	10.80	1.01	-1.76	10.80
所处分位数	67%	52%	17%	52%	24%	17%	48%	34%	38%

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)
14 青国投 MTN001	3.50	-191.09	18 宜华 01	10.33	170.20
17 昆投 03	4.96	-119.43	15 锡新区 MTN001	5.48	83.05
18 通威 SCP004	5.65	-72.99	15 桂金债	8.13	65.48
18 美置 01	6.14	-52.27	15 华邦债	7.05	52.67
18 中化农化 CP001	3.68	-42.95	18 鲁国资 SCP002	3.05	46.67

资料来源：Wind，格林基金

注：只筛选外部评级AA+（含）以上，同时中债隐含评级AA-（含）以上的个券。

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
2018/11/23	华昌达智能装备集团	评级下调	中诚信由 A+下调至 A-。公司经营稳定性差、经营业绩持续下滑、偿债压力大以及流动性风险。
2018/11/26	华晨电力股份有限公司	评级下调	联合由 AA-下调至 A，评级展望为负面。受华晨电力母公司永泰能源违约事件影响，公司外部融资环境受到不利影响。2018 年 11 月未能及时支付票据利息款项。
2018/11/28	刚泰控股	评级下调	联合由 AA 下调至 A。涉及贷款利息逾期诉讼；存货应收账款增加，净利润下降；短期债务多，现金流不足；商誉减值风险。
2018/11/29	山东金茂纺织化工集团	评级下调	大公由 BB 下调至 C。“15 金茂债”、“16 金茂 01”未按约兑付；公司进行破产重整。
2018/11/29	三胞集团有限公司	评级下调	中诚信由 A 下调至 BBB-。持有核心上市公司股权被冻结且上市公司盈利表现欠佳；上市公司面临仲裁事项。
2018/11/29	重庆长寿开发投资(集团)有限公司	评级上调	东方金诚由 AA 调升为 AA+，评级展望为稳定。重组整合后业务范围和专营地位得到明显提升；重组后资产总额以及所有者权益大幅增长，负债率明显下降，营收规模明显扩大。

资料来源：Wind，格林基金

3、可转债

上周中证转债指数报收于 284.87，周上涨 0.24%；转债市场交易额 62.93 亿元，日均环比上涨 6.36%。上周在 98 支可交易转债中，除铁汉转债停牌外，60 支上涨，37 支下跌；其中星源转债（5.28%）、广电转债（5.16%）、盛路转债（3.11%）领涨，德尔转债（-3.74%）、双环转债（-3.13%）、利欧转债（-2.31%）领跌。成交额方面，张行转债（13.82 亿）、广电转债（7.22 亿）、百合转债（5.86 亿）成交额居前。

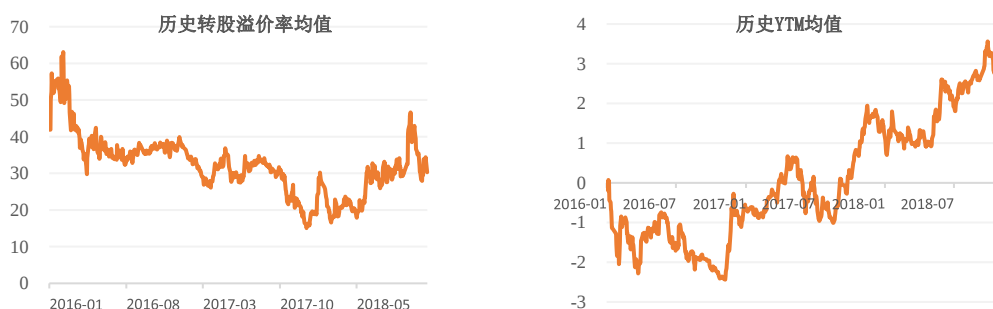
表 7：上周可转债涨/跌幅前五名情况

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	5.73%	123012.SZ	万顺转债	-2.19%
123009.SZ	星源转债	4.85%	110038.SH	济川转债	-2.60%
110044.SH	广电转债	4.46%	128034.SZ	江银转债	-2.70%
113506.SH	鼎信转债	2.31%	128039.SZ	三力转债	-3.26%
120001.SZ	16 以岭 EB	2.26%	128038.SZ	利欧转债	-6.19%

资料来源：Wind，格林基金

图 8：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: 11 月期间，国债现券表现强于期货，各合约的 IRR 水平均出现下行；不过，TS1903 和 TF1903 的 IRR 水平在 11 月期间曾出现明显上行。目前各合约的 IRR 水平已低于同业存单收益率，从这个角度来看，IRR 下行的动力可能会较前期有所减弱。

基差: 11 月期间，国债期货表现整体弱于现券，多数可交割券的净基差水平出现上行。整体来看，TS1903 合约的净基差水平在 11 月期间平均上行约 0.27 元；TF1903 合约的净基差水平在 11 月期间平均上行约 0.30 元；T1903 合约的净基差水平在 11 月期间平均上行约 0.19 元。

跨期价差: 11 月 1812-1903 的价差表现分化。具体来看，TS1812-TS1903 的价差上行 0.050，目前为 0.035；TF1812-TF1903 的价差上行 1.295，目前为 1.360；而 T1812-T1903 的价差下行 0.055，目前为 0.025。

跨品种策略: 11 月，国债现券短端部分有所变陡，长端部分保持稳定，其中现券期限利差（10-2Y）上行约 6BP；现券期限利差（10-5Y）基本维持不变。而期货隐含期限利差（10-2Y）上行约 1BP，期货隐含期限利差（10-5Y）下行约 2BP。

表 8：2018 年 11 月 26 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	96.7350	1,142	39	160017.IB
T1903.CFE	96.7000	62,010	32,092	160017.IB
T1906.CFE	96.7000	446	12	160017.IB
TF1812.CFE	100.1450	1,945	1	160025.IB
TF1903.CFE	98.7950	13,873	4,583	160025.IB
TF1906.CFE	100.1450	26	0	170006.IB

TS1812.CFE	100.0000	316	4	160002.IB
------------	----------	-----	---	-----------

资料来源：Wind，格林基金

表 9：2018 年 11 月 30 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	96.4950	5,598	2,302	180027.IB
T1903.CFE	96.4200	62,565	42,826	180027.IB
T1906.CFE	96.4400	318	138	180027.IB
TF1812.CFE	98.6100	4,343	1,126	160014.IB
TF1903.CFE	98.6350	12,710	6,102	160014.IB
TF1906.CFE	98.6100	26	0	170006.IB
TS1812.CFE	100.0450	1,235	85	160002.IB

资料来源：Wind，格林基金