

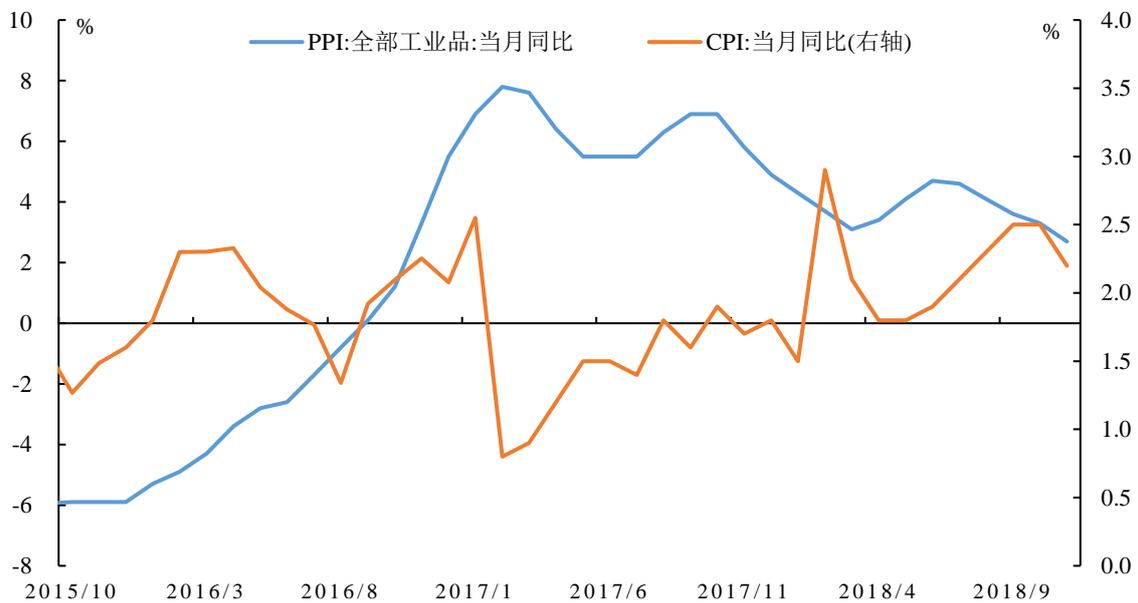
经济数据低迷，债券收益率再下一城

(2018/12/1~2018/12/7)

一、宏观经济

CPI和PPI全面下滑。11月CPI从10月份的2.5下滑到2.2，PPI则从3.3下滑到2.7，显示短期内通胀没有压力。随着油价暴跌，市场之前对通胀的担忧逐渐缓解。未来，考虑到总需求仍然处于下降通道，CPI在中期内看不到大幅上行的压力，PPI则可能随着大宗商品价格下行面临同比增速跌入负值的可能，国内宏观经济可能面临一定的通缩风险。

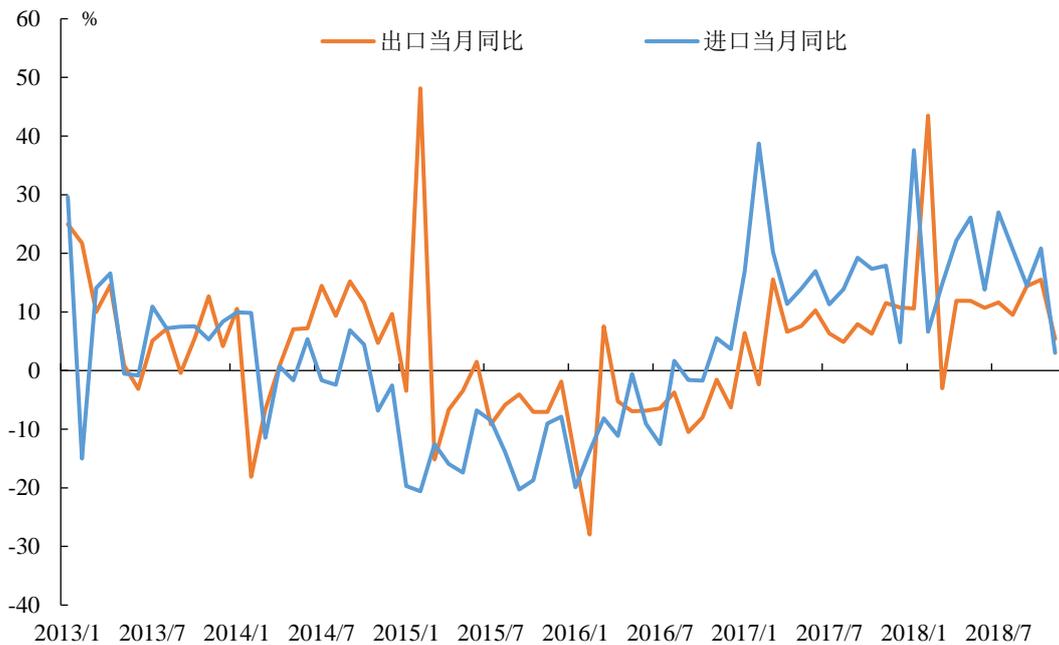
图 1：国内CPI及PPI数据



资料来源：Wind，格林基金

11月进出口当月增速均大幅下滑，与前期出口PMI大幅下滑表现一致，贸易摩擦导致的出口压力正在显现，对经济增速构成进一步压力。

图 2：进出口增速数据



资料来源：Wind，格林基金

二、政策及资金面

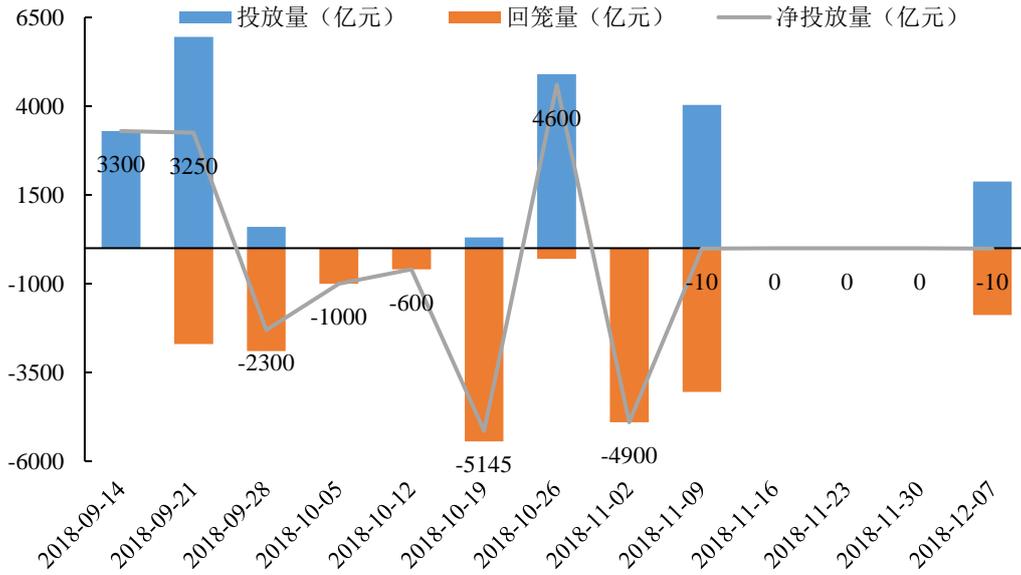
1、政策面

易行长在《中国金融杂志》刊文称，始终将维护经济金融稳定作为重要目标。在经济过热或资产价格出现泡沫时，必须采用适当工具“慢撒气”、“软着陆”；在经济衰退或遭遇外部冲击时，必须及时出手，增强公众信心。在保持金融体系稳定、金融服务不间断和守住不发生系统性金融风险底线的前提下，发展金融市场，推进金融改革，扩大对外开放。我们认为，接下来降准或者降息的可能性比较大。伴随着跨年资金需求的上升，春节取现需求加大，央行或将进行降准操作对冲流动性缺口。目前，资金在银行间市场淤积，站在资金从金融向实体能够更加顺畅传导的角度，我们认为未来存在下调存贷款利率的可能。

2、资金面

上周，央行公开市场合计净投放资金 900 亿元，国库现金定存 28 天投放 1000 亿元，招标利率 4.02%，MLF 投放 1875 亿元，利率保持 3.3% 不变，MLF 到期 1885 亿元。无逆回购投放与到期，银行体系流动性总体合理充裕。

图 3：央行公开市场操作情况



资料来源: Wind, 格林基金

上周资金面维持宽松, 月初短期资金价格走低。整周来看, 隔夜利率下行 28.5bp 收于 2.43%, 7 天质押式回购加权利率下行 32.5bp 收于 2.58%, shibor3M 上行 2.3bp 收于 3.14%。

展望未来, 年底前由于财政存款的逐步投放, 资金面仍有望延续宽松格局, 超储率也有望在目前的基础上有所上升。但从往年的经验来看, 12月上中旬是年前流动性最为宽松的阶段, 随着12月下旬跨年资金需求的上升, 资金面仍有边际收紧的风险, 值得警惕。

图 4: 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 1914.4 亿元，一级招标情绪，延续了前周弱化趋势。随着年末临近，一级市场政金债将陆续结束年内发行，而国债则将按计划继续大量发行。

表 1：利率债一级市场情况

债券简称	发行期限	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 10(增 3)	1	2.4495	2.5466	-35.15	-0.33	4.33	1
18 农发 12(增 2)	3	3.2388	3.2711	-17.89	-0.18	5.61	1.11
18 国开 12(增 12)	3	3.2966	3.3511	-2.32	0.00	2.14	1.99
18 国开 11(增 16)	5	3.5156	3.5728	-5.48	-0.01	2.74	5.6
18 国开 14(增 6)	7	3.7942	3.8350	-5.51	-0.02	3.36	1.33
18 国开 10(增 20)	10	3.7368	3.7743	-4.83	-0.01	3.89	23.75
18 附息国债 21(续 2)	3	2.9067	2.9254	-2.48	0.00	2.17	4.28
18 附息国债 28	7	3.27	3.2870	-2.81	-0.02	2.38	3.02
16 农发 15(增 13)	138D	2.3003	2.5390	-11.44	—	1.84	1.82
18 进出 12(增 8)	1	2.7284	2.8327	-1.53	-0.01	3.15	4
18 进出 13(增 9)	3	3.3809	3.4116	2.13	0.02	2.47	2.68
18 进出 09(增 13)	5	3.5586	3.5911	-2.89	-0.02	2.86	1.28
18 贴现国债 56	0.25	2.4536	2.4536	2.36	0.04	1.86	6.71
18 贴现国债 57	0.5	2.5592	2.5592	9.08	—	2.07	1.26

资料来源：Wind，格林基金

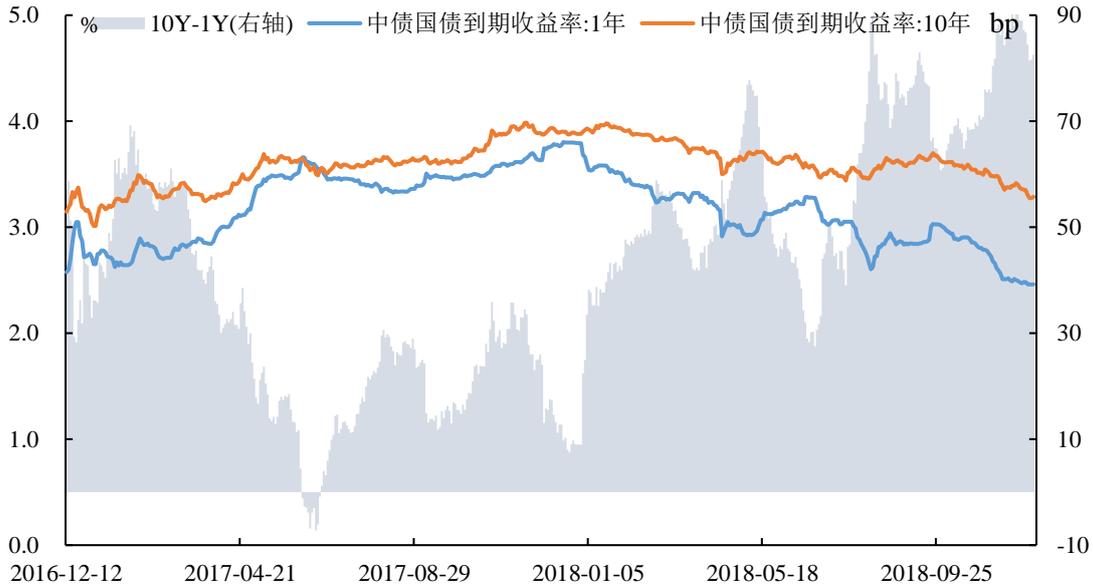
二级市场方面，截至上周五，国债 10Y-1Y 期限利差收窄 4.71bp 至 82.53bp，10 年国债 180019 下行 7BP 收于 3.3050%。各期限收益率整体下行，长端下行幅度大于短端。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-11-30	2.48	2.99	3.14	3.36	3.36
2018-12-07	2.46	2.88	3.02	3.24	3.29
变动 (bp)	-2.26	-10.89	-11.26	-11.8	-6.97

资料来源：Wind，格林基金

图 5：国债收益率走势图



资料来源: Wind, 格林基金

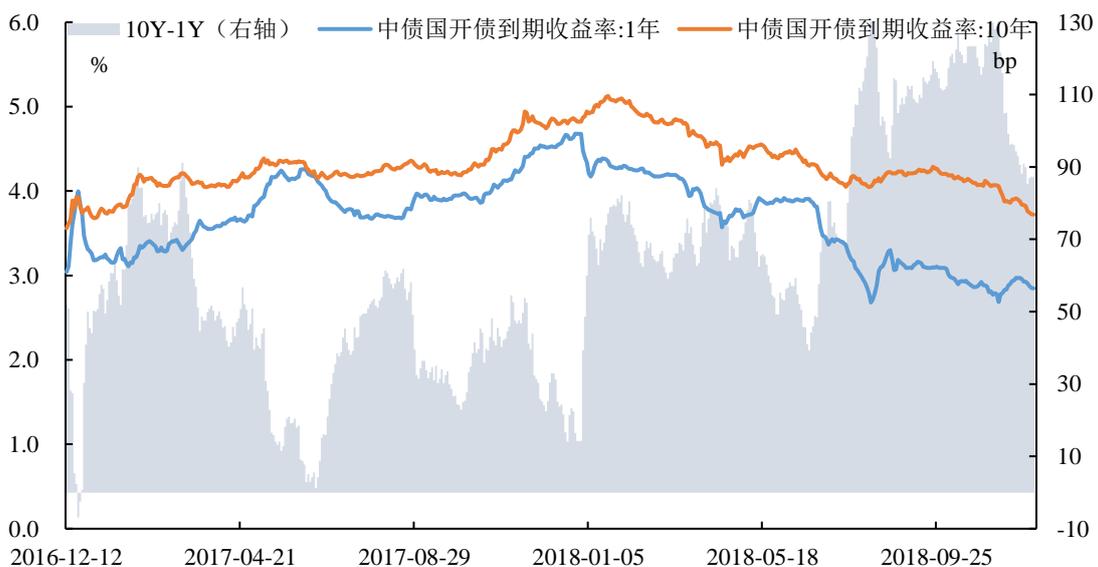
上周, 国开债 10Y-1Y 期限利差收窄 3.75bp 至 87.11bp。10 年国开 180210 较上周收盘下行 10.5BP 收于 3.7175%, 10 年国开 180205 下行 9.5BP 收于 3.8150%。尽管过快的下行节奏导致市场短期看回调的情绪较重, 但在中期经济下行压力仍大的一致预期下, 收益率难以大幅回调。

表 3: 国开债收益率变动情况

单位: %	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-11-30	2.93	3.40	3.68	3.90	3.84
2018-12-07	2.85	3.35	3.58	3.81	3.72
变动 (bp)	-7.80	-5.03	-10.14	-8.15	-11.55

资料来源: Wind, 格林基金

图 6: 国开债收益率走势图

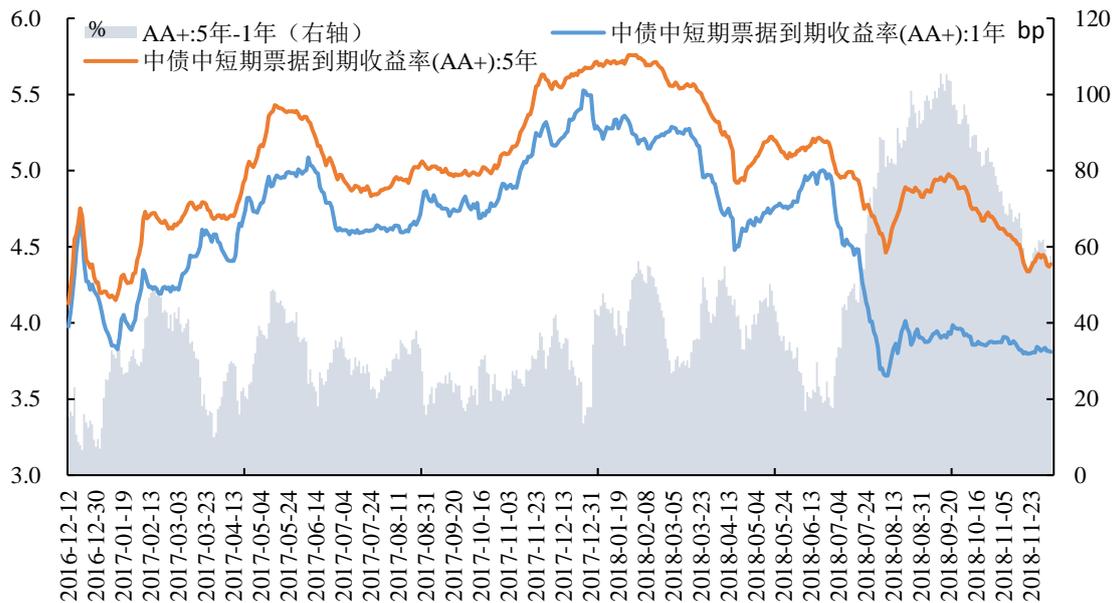


资料来源: Wind, 格林基金

2、信用债

上周信用债收益率以下行为主，3年期下行幅度尤大。信用利差方面，上周利率债收益率下行幅度较大，受此影响1年和5年期信用利差被动走阔。从估值变动较大的个券来看，胶州城投、云投等债券收益率大幅下行，其中云投和云南水务等或是因为云南省国企改革等利好消息刺激，银行的非跨年存单收益率也大幅下行。估值收益率上行幅度较大的个券中，除了人福医药是受最近网络关于芬太尼的负面消息影响外，其他个券未看到明显的信用变动，主要是银行就跨年资金利率进行调整以及各机构调仓所致。

图 7：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
2018/12/07	0.76	0.54	0.48	0.96	0.71	0.80	1.19	1.11	1.47
2018/11/30	0.71	0.55	0.40	0.89	0.73	0.74	1.14	1.19	1.40
变动 (bp)	5.19	-1.06	7.92	7.19	-2.06	5.92	5.19	-8.06	6.92
所处分位数	75%	51%	34%	63%	22%	23%	56%	24%	44%

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 胶州城投债	2.97	-123.42	16 疏浚 01	3.86	57.80
16 上港 01	3.03	-82.55	15 闽投专项债	4.41	54.68
18 云投 SCP004	2.96	-64.89	17 招商银行 CD006	3.11	48.81
18 云南水务 MTN001	5.63	-52.34	16 青港 02	3.88	41.04
18 龙江银行 CD064	2.45	-37.73	18 人福医药 CP001	5.30	31.64

资料来源：Wind，格林基金

注：只筛选外部评级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
2018/11/29	江苏宏图高科技股份有限公司	评级下调	中诚信国际由 A 下降至 BBB-, 将主体和债项继续列入可能降级的观察名单。 公司经营情况和财务指标弱化、债务集中到期压力凸显、资金周转承压。控股股东三胞集团有限公司流动性十分紧张、持有的主要资产已被相关债券人冻结及轮候冻结。
2018/11/29	山东大海集团有限公司	评级下调	大公国际由 A+下降至 CC, 维持评级展望为负面。 受市场因素影响, 大海集团新能源业务开工率大幅下降, 铜加工业务已停工, 贸易业务规模大幅收缩。大海集团对外担保余额较大, 被担保方区域性集中度较高, 部分被担保方存在贷款逾期、被纳入失信被执行人名单及破产重整等情况, 待偿风险进一步加大。
2018/12/06	龙跃实业集团有限公司	评级下调	联合由 A 下调至 CCC。 龙跃集团未能于 2018 年 12 月 6 日按时足额支付“17 龙跃 E1”和“17 龙跃 E2”利息。
2018/12/07	洛娃科技实业集团有限公司	评级下调	中诚信国际由 AA 下调至 C。 17 洛娃科技 CP001 违约事件发生已触及“18 洛娃科技 MTN001”的交叉违约条款约定情形。截至 2018 年 12 月 7 日, 公司已将“17 洛娃科技 CP001”利息足额划至托管机构。公司将继续通过多途径努力筹措资金, 在 10 个工作日内, 即不晚于 2018 年 12 月 20 日, 将本期债券本金汇入托管机构账户。

资料来源: Wind, 格林基金

3、可转债

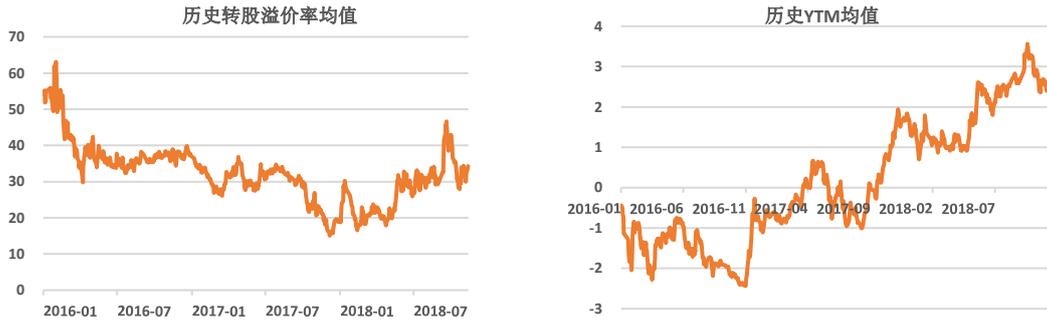
上周转债市场与股票市场均有所上涨。截至周五收盘, 上证综指报收 2605.89, 较上周上涨 0.68%。上证转债和中证转债分别上涨 0.40%和 0.57%。从个券表现来看, 上周转债市场以上涨为主, 上涨的转债有 84 支, 下跌的转债有 15 支。涨幅前三的分别是光电转债、凯发转债和道氏转债, 涨幅分别为 11.01%、6.88%和 5.61%。下跌幅度前三的分别为科森转债、九州转债和特一转债, 跌幅分别为 2.05%、1.71%和 1.43%。二级市场上, 上周可转债市场成交额为 82.94 亿元, 相比上周成交量增加了 20.01 亿元, 涨幅为 31.80%, 近期市场整体交易活跃度有所上升。

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
128047.SZ	光电转债	11.01%	110044.SH	广电转债	-1.17%
123014.SZ	凯发转债	7.72%	128025.SZ	特一转债	-1.24%
123007.SZ	道氏转债	5.79%	110034.SH	九州转债	-1.32%
128036.SZ	金农转债	4.15%	128027.SZ	崇达转债	-1.48%
113504.SH	艾华转债	3.16%	120001.SZ	16 以岭 EB	-2.02%

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

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	45%	13%	1%	1%
50 分位	57%	27%	6%	5%
75 分位	89%	31%	11%	9%
最新均值	68.62%	23.59%	6.13%	4.87%

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 年期期货表现强于现券，而 5 年期和 10 年期国债现券整体表现强于期货。不过，各合约的 IRR 水平均有所下降，其中，T1903 的 IRR 水平下降更为明显。目前，2、5 和 10 年期活跃 CTD 券 180022.IB、160014.IB 和 180019.IB 所对应的 IRR 水平分别为 0.95%、3.05%和 1.61%。

跨期价差：过去一周，1903 和 1906 价差整体出现上行。其中，TS1903-TS1906 的价差上行 0.385，目前为 0.200；TF1903-TF1906 的价差上行 0.195，目前为 0.290；而 T1903-T1906 的价差下行 0.025，目前为-0.035。

跨品种策略：过去一周，TS1903、TF1903 和 T1903 合约对应收益率分别下行约 8BP、7BP 和 6BP。在期限利差 10-2Y 与 10-5Y 方面，现券期限利差（10-2Y）基本维持不变，而期限利差（10-5Y）上行约 4BP，目前两现券期限利差分别为 66BP 和 26BP。而期货隐含期限利差（10-2Y）上行约 6BP，隐含期限利差（10-5Y）上行约 2BP，目前两期货隐含期限利差分别约为 45BP 和 16BP

表 9：2018 年 12 月 03 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	96.8000	837	2	160017.IB
T1903.CFE	96.7650	63,957	35,077	160017.IB
T1906.CFE	96.7600	447	15	160017.IB
TF1812.CFE	100.1800	1,845	0	160014.IB
TF1903.CFE	98.8300	14,175	6,769	160014.IB
TF1906.CFE	98.9500	27	1	170006.IB
TS1812.CFE	100.0000	316	0	160002.IB

资料来源：Wind，格林基金

表 10：2018 年 12 月 7 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	97.1500	567	0	160017.IB
T1903.CFE	97.1150	63,120	40,239	160017.IB
T1906.CFE	97.1350	501	22	160017.IB
TF1812.CFE	100.3750	1,595	0	160014.IB
TF1903.CFE	99.0250	15,235	5,053	160014.IB
TF1906.CFE	98.8450	28	0	170006.IB
TS1812.CFE	100.1500	200	0	180015.IB

资料来源：Wind，格林基金