

央行创设 TMLF，收益率曲线平坦化下行

(2018/12/15~2018/12/21)

一、政策及资金面

1、政策面

海外方面，12 月份美联储如期加息，并引导 2019 年加息 2 次的预期；但市场认为其在既定路径上正逐渐转向鸽派，预计加息 1 次，存在分歧。

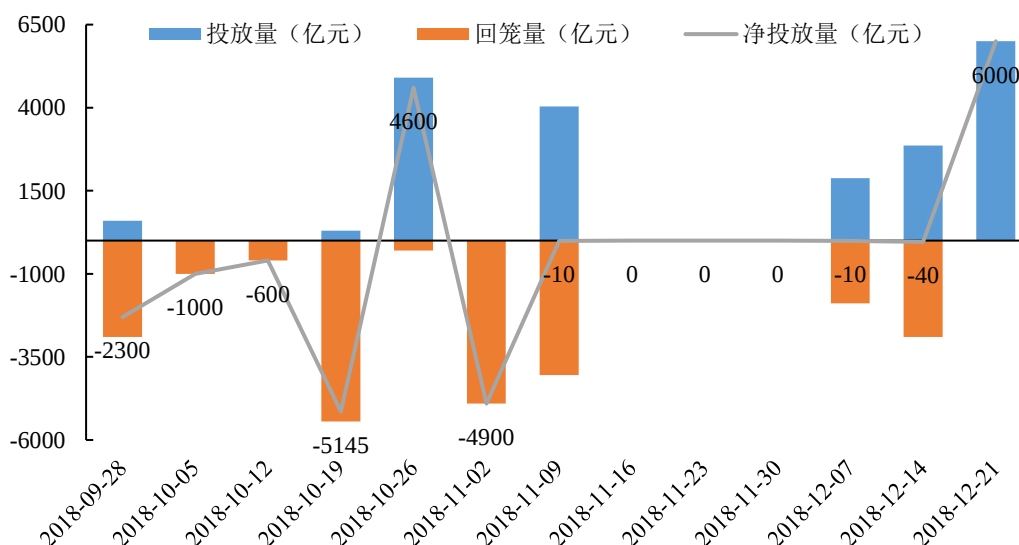
国内方面，12 月 19 日，央行宣布创设定向中期借贷便利(TMLF)，“定向降息”意味明显。从目前来看，稳杠杆和防风险仍然是全面降息的约束，本次创设 TMLF 是央行在不降息和全面降息之间新增的选项，体现央行货币政策灵活性和操作的稳健性。

12 月 19 日至 21 日，中央经济工作会议在京召开，对当前经济形势进行研判，并定调明年经济政策。会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求。会议对货币政策的定调是，稳健的货币政策要松紧适度。从这次中央经济工作会议表述来看，明年的货币政策仍将松紧适度。我们认为，接下来定向降准的可能性比较大，定向降准有利于资金进入实体经济，支持小微企业和民营企业。

2、资金面

上周，央行公开市场合计净投放 4800 亿元。央行结束 36 天空窗期重启逆回购，连续五天投放流动性，上周逆回购净投放 6000 亿元，国库现金定存到期 1200 亿元，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

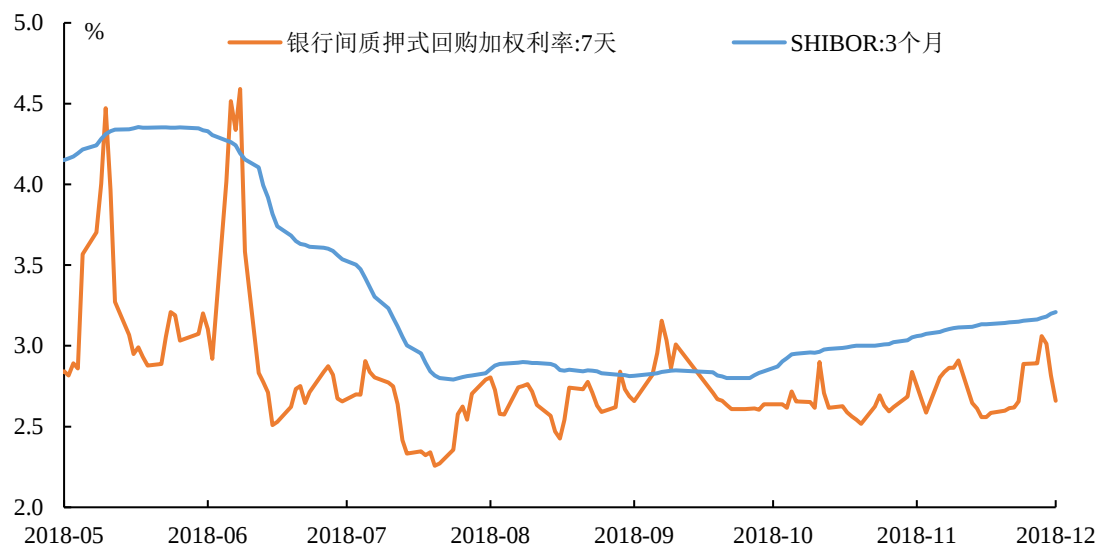


资料来源：Wind，格林基金

上周资金面总体维持宽松，年内资金价格大幅下降，跨年资金价格走高。整周来看，R001 下行 19.9bp 收于 2.51%，R007 下行 22.8bp 收于 2.65%，R014 上行 229bp 收于 5.16%，shibor3M 上行 5.3bp 收于 3.21%。

上周央行重启逆回购，中央经济工作会议对货币政策的表述为“稳健的货币政策要松紧适度”，货币宽松格局延续，年末超万亿财政存款投放在即，再加上央行对流动性的呵护，预计资金跨年无忧。

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 1250.9 亿元，净融资额 928.1 亿元。主要是国债发行 1070.9 亿元，口行债发行 160 亿元。一级招标情况较好，中期限需求旺盛，1 年及以下期限招标结果偏高。

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 附息国债 26(续发)	1	2.7435	2.7435	25.86	0.14	1.56	1.01
18 附息国债 27(续发)	10	3.3526	3.3526	-1.74	-0.02	2.21	1.1
18 进出 12(增 10)	1	3.0003	3.0003	300.03	0.05	1.85	150
18 进出 13(增 11)	3	3.4577	3.4577	345.77	0.04	2.34	1.13
18 进出 09(增 15)	5	3.5949	3.5949	359.49	—	2.73	1.43
18 进出 10(增 14)	10	3.7532	3.7532	375.32	—	4.02	1.68
18 贴现国债 59	0.25	2.8193	2.8193	9.16	0.04	1.91	17

资料来源：Wind，格林基金

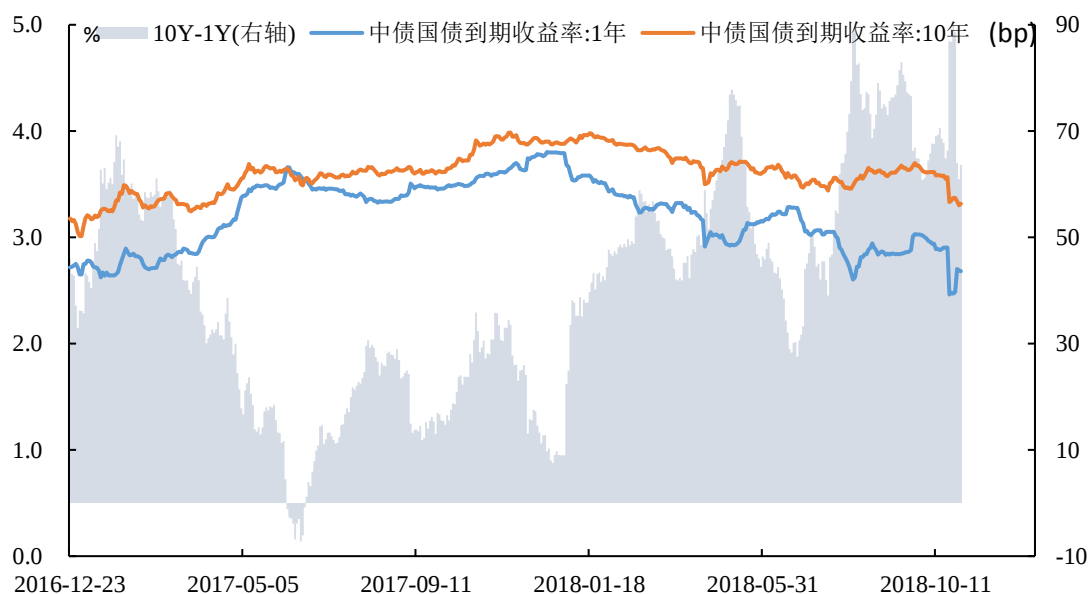
二级市场方面，截至上周五，国债 10Y-1Y 期限利差收窄 23.1bp 至 63.02bp。10 年国债 180019 下行 3.5BP 收于 3.33%。短期限收益率大幅上行，中长端期限收益率有所下行。中央经济工作会议指出，短期经济面临下行压力，货币政策的表述也更加积极，国内经济通胀低迷，宽松格局延续，未来中长端收益率仍有下行空间。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-12-14	2.48	2.92	3.05	3.25	3.35
2018-12-21	2.68	2.87	3.05	3.24	3.32
变动 (bp)	20.14	-4.44	-0.48	-1.38	-3

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

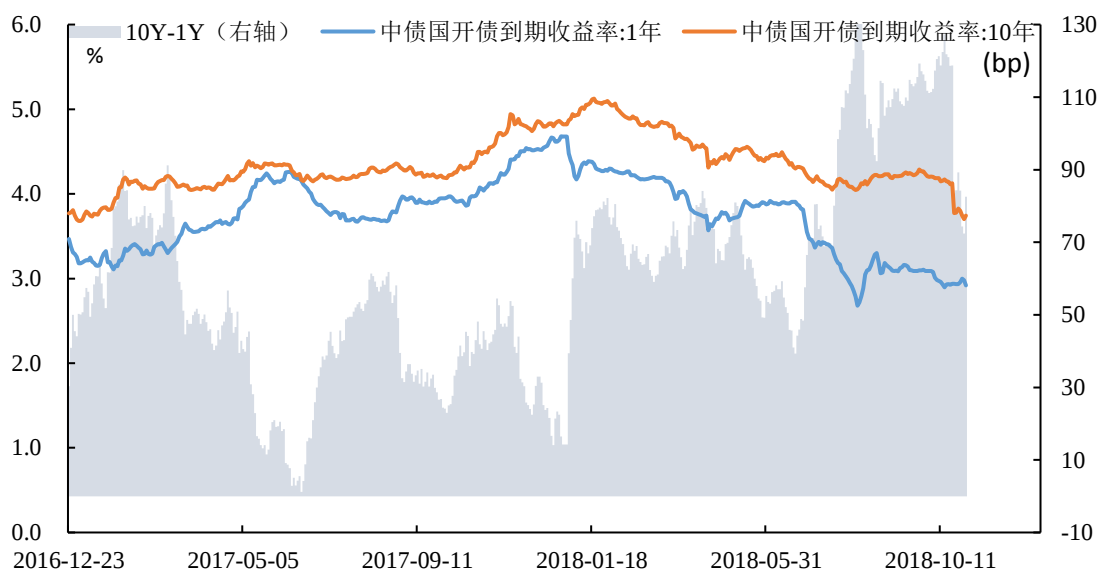
上周，国开债 10Y-1Y 期限利差收窄 1.77bp 至 82.55bp。10 年国开 180210 较上周收盘下行 4.25BP 收于 3.73%，10 年国开 180205 下行 7.25BP 收于 3.8%。

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2018-12-14	2.93	3.37	3.65	3.86	3.78
2018-12-21	2.92	3.33	3.64	3.83	3.74
变动 (BP)	-1.70	-4.11	-1.28	-2.99	-3.47

资料来源：Wind，格林基金

图 4：国开债收益率走势图

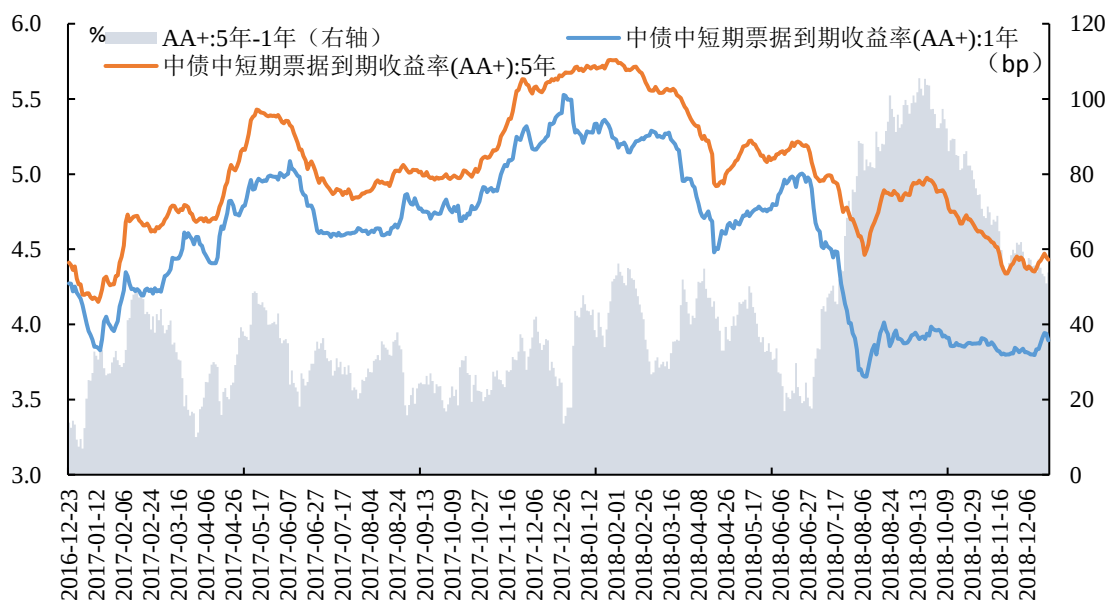


资料来源：Wind，格林基金

2、信用债

上周信用债收益率以上行为主，其中短期和低信用级别债券上行幅度较大。信用利差方面，信用债收益率上行，而利率债收益率下行，信用利差主动走阔。从期限利差来看，5年和1年期利差收窄，收益率曲线趋于平坦。

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
2018/12/14	0.70	0.53	0.44	0.90	0.70	0.76	1.15	1.11	1.43
2018/12/21	0.77	0.58	0.49	0.98	0.76	0.80	1.25	1.17	1.48
变动 (BP)	6.31	4.42	4.34	7.31	5.42	3.34	9.31	5.42	4.34
所处分位数	76%	57%	35%	65%	28%	23%	64%	32%	45%

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：信用债负面消息汇总

日期	相关公司	事件简述	具体事件
2018/12/14	龙跃实业集团	评级下调	联合由 CCC 下调至 C。龙跃实业集团有限公司未能支付“17 龙跃 E1”和“17 龙跃 E2”债券利息，且并未拿出展期或延期支付利息协议，资金情况未有改善。
2018/12/14	三胞集团	评级下调	中证鹏元由 A 下调至 BB，评级展望为负面。理财计划可能无法如期回购；三季度现金净流出，现金及现金等价物净减少；三胞集团持有的宏图高科与南京新百股均处于冻结状态；“15 宏图 MTN001”，及“18 宏图高科 SCP002”未能按期足额偿付。
2018/12/18	神雾科技	评级下调	联合由 CCC 下调至 C。“16 神雾债 E1”构成实质违约。

资料来源：Wind，格林基金

3、可转债

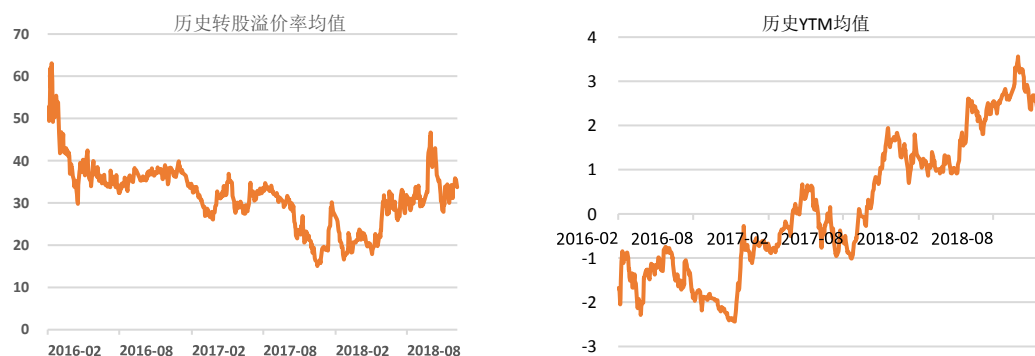
上周市场再度调整，沪指全周下跌 2.99%，上证 50 指周跌 4.84%，创业板指周跌 3.06%。板块方面，28 个板块全线下跌，传媒（-1.02%）、通信（-1.05%）、农林牧渔（-1.15%）跌幅相对较小，医药生物（-6.47%）、食品饮料（-4.69%）、银行（-4.65%）跌幅较大。上周中证转债指数下跌 2.27%，平均转股溢价率上行 1 个百分点，平价 80 元以上的转债平均转股溢价率下行 0.7 个百分点至 9.59%。个券来看，多数跟跌，其中仅鼎信、百合、格力、巨化、山高收获涨幅，其中鼎信上涨 8.8%表现居首，而桐昆 EB、常熟、康泰等高价券跌幅较大。

表 6：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
113506.SH	鼎信转债	8.66%	128039.SZ	三力转债	-5.18%
132012.SH	17 巨化 EB	0.21%	128024.SZ	宁行转债	-5.31%
110030.SH	格力转债	0.03%	123008.SZ	康泰转债	-6.24%
132006.SH	16 皖新 EB	0.00%	113018.SH	常熟转债	-6.62%
127007.SZ	湖广转债	0.00%	132010.SH	17 桐昆 EB	-9.77%

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 7：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	48%	17%	-1%	0%
50 分位	60%	26%	4%	7%
75 分位	83%	33%	10%	10%
最新均值	72.38%	24.32%	7.31%	5.48%

资料来源：Wind，格林基金

4、国债期货

IRR 策略：过去一周，国债期货表现强于现券，各合约的 IRR 水平出现上行。但是，最近来看，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。

基差策略：考虑到 IRR 水平低于同业存单收益率的幅度较大，基于这一逻辑进行套利的力量减少，因此净基差在短期继续上行的动力可能会有所减弱。

跨期价差方向策略：考虑到货币政策基调已转松且仍将继续维持下去，预计资金利率仍有下行空间，跨期价差出现上行的概率较大。但 1906 合约的流动性不强，当前阶段，国债期货上跨期策略的可操作性不强。

跨期策略：过去一周，各合约跨期价差表现有所分化。其中，TS1903-TS1906 的价差下行 0.123，目前为-0.020；TF1903-TF1906 的价差上行 0.015，目前为-0.065；而 T1903-T1906 的价差上行 0.045，目前为 0.020。

表 8：2018 年 12 月 17 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	0.0000	0	0	0
T1903.CFE	96.4200	62,756	41,239	160017.IB
T1906.CFE	96.4200	750	223	160017.IB
TF1812.CFE	0.0000	0	0	0
TF1903.CFE	98.6500	15,569	5,814	160014.IB
TF1906.CFE	98.7600	49	5	170006.IB
TS1812.CFE	0.0000	0	0	0

资料来源：Wind，格林基金

表 9：2018 年 12 月 21 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	0.0000	0	0	0
T1903.CFE	96.9700	60,995	44,537	160017.IB
T1906.CFE	97.0100	1,100	441	160017.IB
TF1812.CFE	0.0000	0	0	0
TF1903.CFE	98.9850	13,952	5,030	160014.IB
TF1906.CFE	99.0250	58	0	180023.IB
TS1812.CFE	0.0000	0	0	0

资料来源：Wind，格林基金