

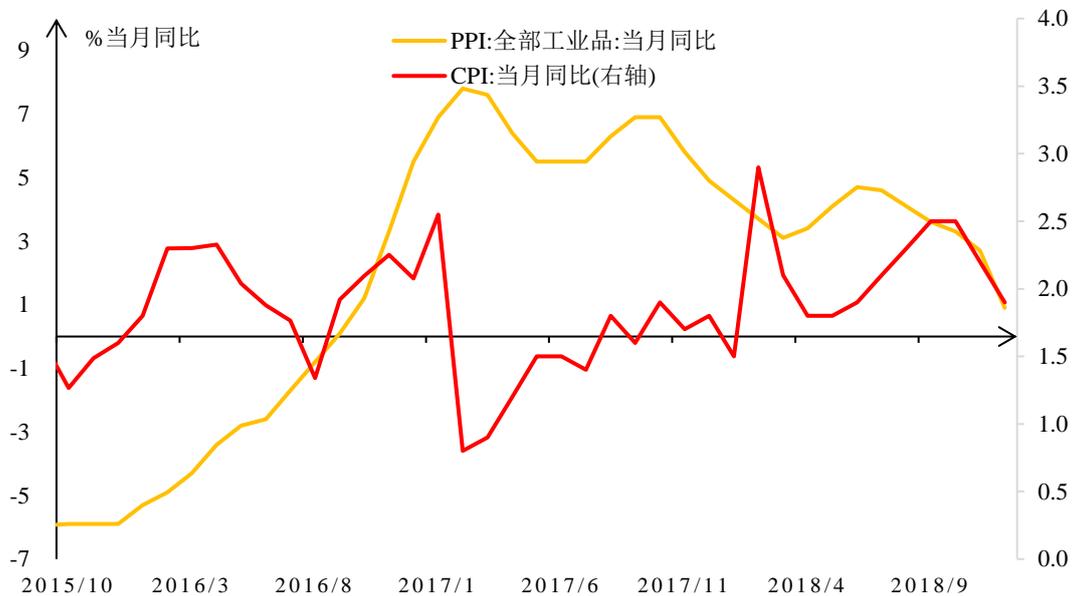
利多影响趋于钝化，债市短期或震荡调整

(2019/1/5~2019/1/11)

一、宏观经济

2018年12月CPI和PPI同步下滑。CPI同比从2.2%下滑到1.9%，环比0增长，弱于同期季节性波动；分类别看，食品和服务同比增幅稳定，猪肉同比继续保持负增长，蔬菜价格同比稍强于季节性波动。PPI同比增幅大幅下滑至0.9%，环比增长-1.0%，大幅弱于同期波动，分类别看同比增速都表现为大幅下滑。通胀无压力，工业品价格有重新通缩的可能。

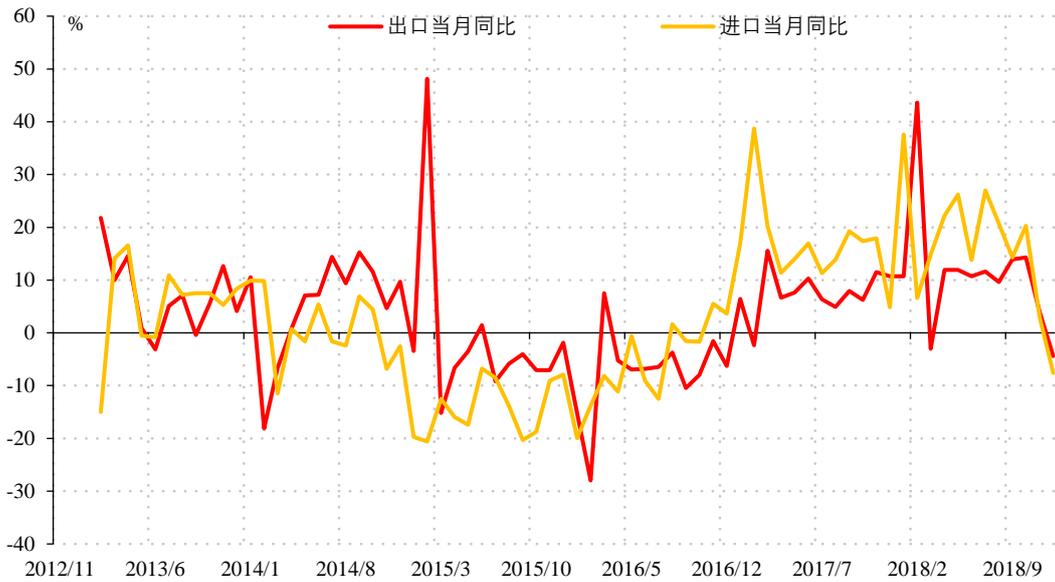
图 1: CPI和PPI走势图



资料来源: Wind, 格林基金

2018年12月进出口如预期出现下滑，且都跌入负增长区间。考虑到全球经济增长趋于下滑，贸易战仍然看不到大幅缓和的迹象，出口PMI仍然处于下滑趋势，我们预期未来进出口将持续位于不乐观的状态。

图 2：进出口增速



资料来源：Wind，格林基金

二、政策及资金面

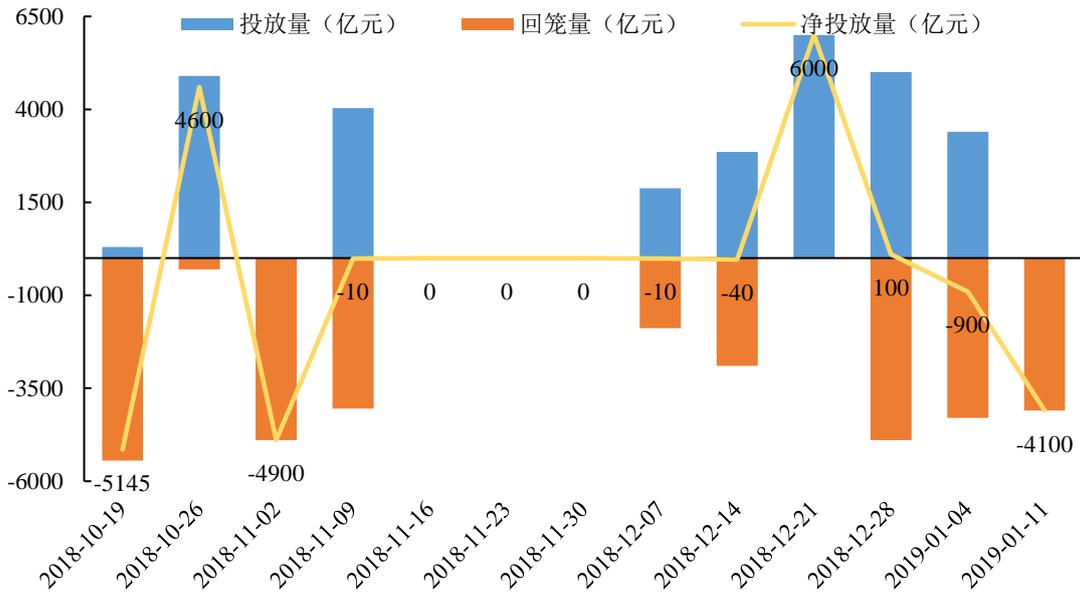
1、政策面

1月4日央行公告下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点，TMLF也要1月下旬才会释放，叠加央行本周不会再做MLF操作，以及周二缴税降准的到来，因此本周资金面的有趋于紧张的可能。预计本周央行将通过开展逆回购对市场予以呵护。

2、资金面

上周，央行公开市场暂停逆回购操作，净回笼4100亿元。无国库现金定存操作，无MLF操作，银行体系流动性总量处于较高水平。

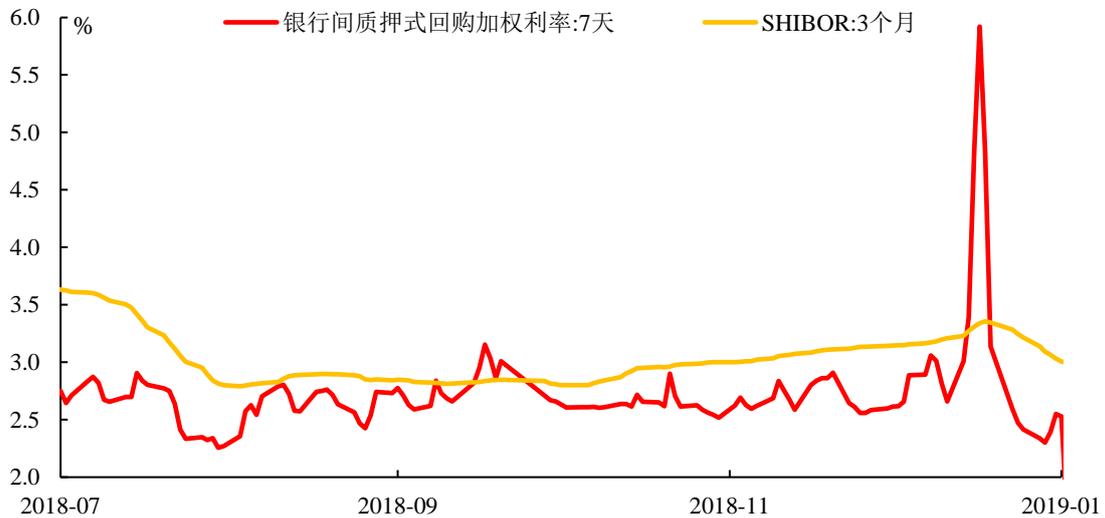
图 3：央行公开市场操作情况



资料来源：Wind，格林基金

上周初银行间隔夜加权利率走低至 1.44% 以下，全周均维持在 1.8% 以下，资金面仍然非常宽松。全周来看，R001 上行 10.69bp 收于 1.75%，R007 上行 11.45bp 收于 2.52%，shibor3M 下行 20.8bp 收于 3.0%。

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 1481.4 亿元，总偿还量 760 亿元，其中国债发行 600 亿元，政金债发行 740 亿元，全周利率债招标情绪较好，一级市场配置需求不减，交易更活跃的国开 3、5、10 年期参与热情回归理性，考虑各类承销费用后的中标利率基本均持平二级成交价。

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 12(增 3)	3	3.101	3.2317	60.70	3.67	5.1	1.78
18 农发 13(增 2)	5	3.3633	3.4186	22.40	-2.64	4.79	6.25
18 国开 09(增 12)	1	2.2299	2.4106	-10.37	-9.94	3.97	2.54
18 国开 12(增 15)	3	2.9845	3.0409	-5.96	0.59	2.74	2.17
18 国开 14(增 9)	7	3.5661	3.6074	-4.78	-1.26	3.14	1.35
18 付息国债 22(续 3)	2	2.489	2.5184	-5.77	—	2.51	2.74
18 付息国债 23(续 3)	5	2.7572	2.7802	-8.01	-8.48	2.79	1.55
18 农发 10(增 5)	1	2.3962	2.5050	-7.16	-8.50	4.04	3.82
18 农发 11(增 4)	7	3.5924	3.6247	-0.79	—	3.34	1.76
18 农发 06(增 24)	10	3.644	3.6698	-0.54	-2.27	3.12	1.02
18 国开 11(增 19)	5	3.2547	3.3130	-0.19	-0.45	3.56	9.09
19 国开 05(增发)	10	3.4868	3.5217	3.52	0.17	2.89	4.92
19 进出 01	1	2.4	2.5176	-6.41	-7.24	3.97	5.75
18 进出 13(增 14)	3	3.0444	3.0761	-4.95	-4.39	5.14	19
18 进出 09(增 18)	5	3.2608	3.2940	-6.16	-3.60	5.17	8.88
18 进出 10(增 16)	10	3.6739	3.6990	-3.63	-3.60	3.61	1.54
19 贴现国债 03	0.25	2.24	2.24	-11.2	—	4.44	8.13

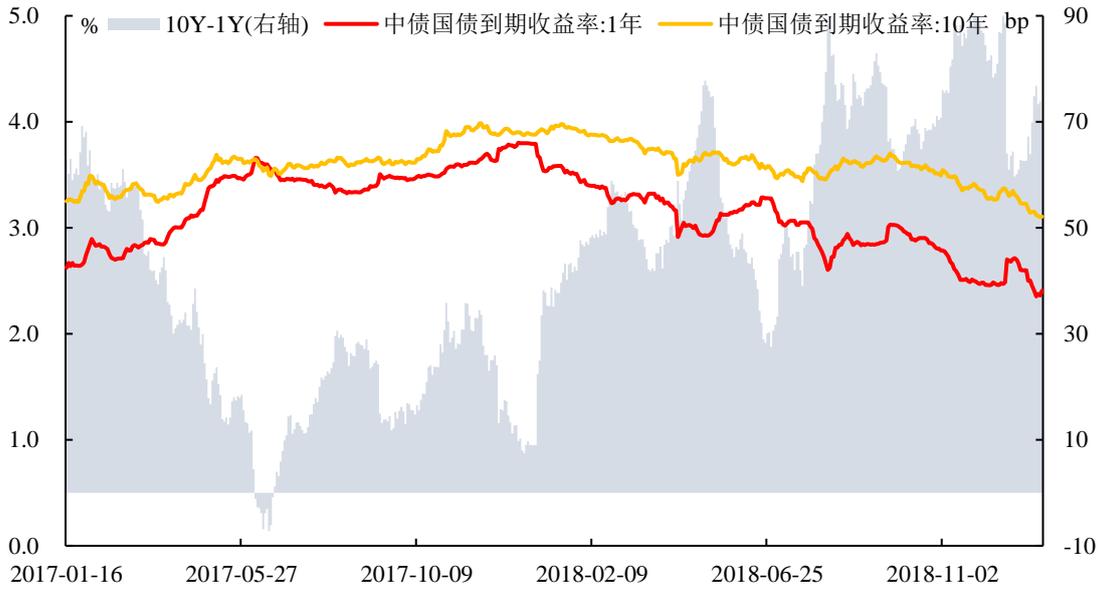
资料来源：Wind，格林基金

二级市场方面，截至上周五，国债 10Y-1Y 期限利差走扩 0.05bp 至 69.93bp。10 年国债 180019 下行 4bp 收于 3.12%。除 5 年期收益率上行外，其余各期限收益率均下行。

表 2：国债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2019-01-04	2.45	2.79	2.89	3.10	3.15
2019-01-11	2.41	2.79	2.91	3.09	3.11
变动 (bp)	-4.60	-0.02	2.50	-1.01	-4.55

资料来源：Wind，格林基金

图 5：国债收益率走势图


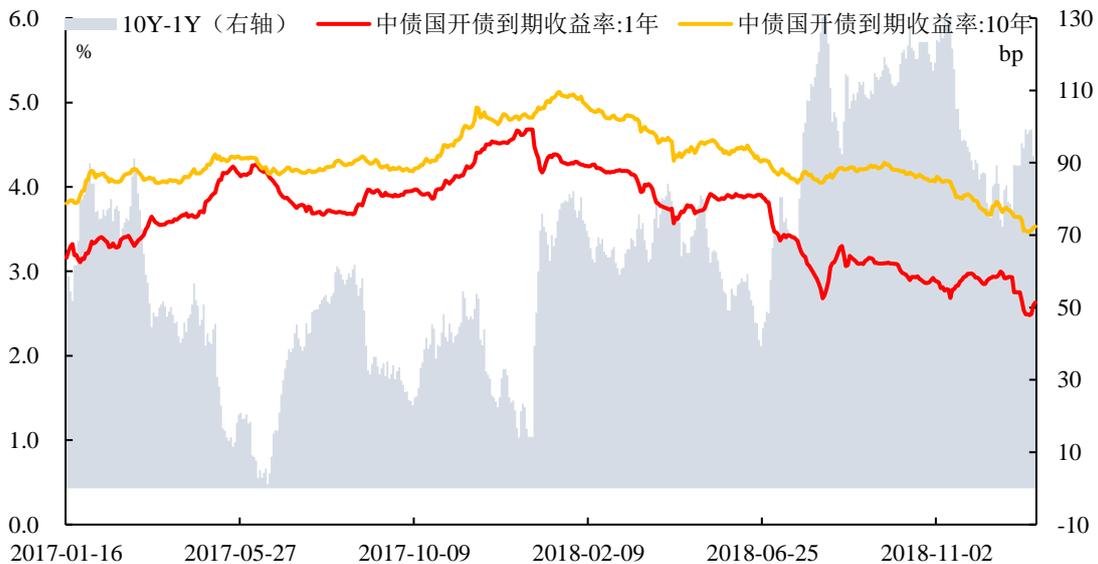
资料来源：Wind，格林基金

上周 10 年国开收益率震荡为主，周一周二早盘高开低走，周三周四盘中震荡走高，周五则走出前周五走势，日内连续大幅震荡。国开债 10Y-1Y 期限利差收窄 9.11bp 至 90.17bp。10 年国开 180210 较上周收盘上行 0.75BP 收于 3.5850%，10 年国开 180205 上行 2.75BP 收于 3.6625%。

表 3：国开债收益率变动情况

单位：%	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2019-01-04	2.49	3.19	3.46	3.64	3.48
2019-01-11	2.63	3.09	3.40	3.63	3.53
变动 (bp)	14.06	-9.98	-5.76	-0.87	4.95

资料来源：Wind，格林基金

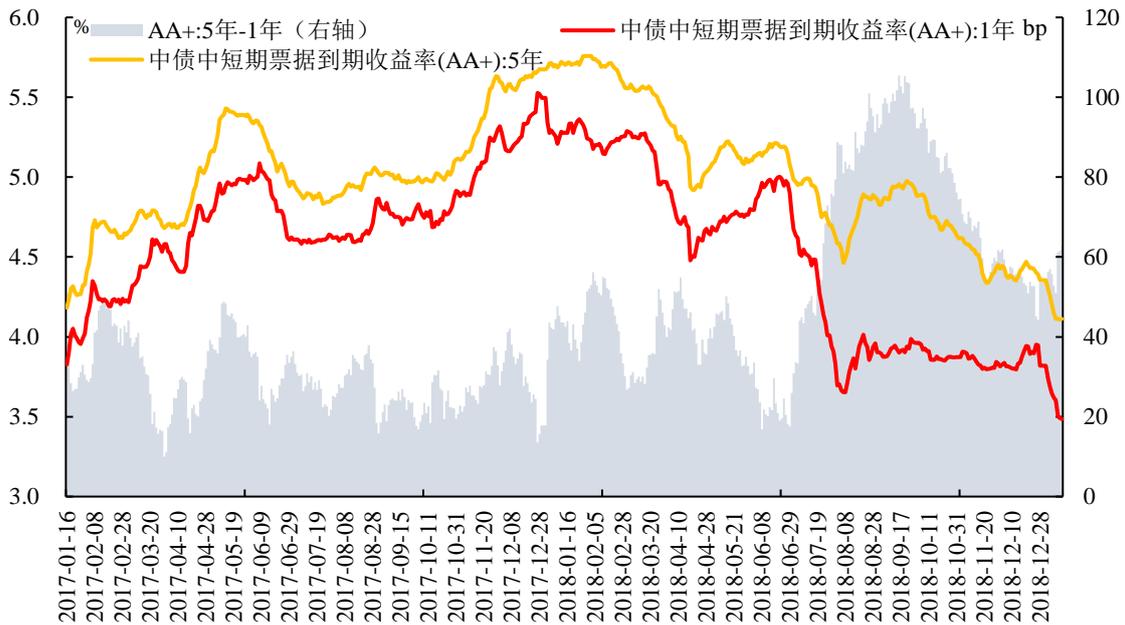
图 6：国开债收益率走势图


资料来源：Wind，格林基金

2、信用债

上周信用债收益率普遍下行，下行幅度为 8~24bp，短端下行幅度尤大。信用利差方面，由于国开债短端上行，短期信用债收益率下行幅度较大，1 年期信用利差大幅收窄；此外，3 年和 5 年期信用利差也不同程度的收窄。从期限利差来看，5 年和 1 年期限利差走阔 7~15bp，低等级信用债走阔幅度更大。在宽信用政策持续发力的背景下，上周海航、营口港、蚌埠高新、南山集等国资背景个券收益率大幅下行；而康美、民生投资、山东万达、康得新等高负债民企债券收益率上行幅度仍较大，市场对部分民企的担忧未得到有效缓解。

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
2019/01/04	0.94	0.49	0.45	1.15	0.71	0.74	1.48	1.12	1.43
2019/01/11	0.62	0.45	0.40	0.85	0.68	0.71	1.10	1.12	1.40
变动 (BP)	-31.93	-4.55	-5.05	-29.93	-3.55	-3.05	-37.93	-0.55	-3.05
所处分位数	50%	30%	17%	46%	18%	14%	41%	26%	39%

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)
13 海航债	9.82	-101.88	18 康美 SCP003	114.61	5220.59
12 营口港	10.87	-73.02	18 民生投资 SCP003	9.17	89.77
17 新城控股 MTN003	6.00	-62.97	18 万达 CP001	10.20	64.06
18 蚌埠高新 MTN001	7.61	-48.45	18 恒逸 SCP003	6.14	51.26
18 南山集 SCP007	4.78	-43.90	17 康得新 MTN001	10.10	39.68

资料来源：Wind，格林基金

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
2019/01/09	河南众品食品有限公司	评级下调	东方金诚由 BBB-下调至 BB，评级展望为负面。尽管河南郑州猪瘟疫区已解除封锁，但众品食品产品运输仍受一定政策限制，无法预计后续该事项进度及影响程度。且截至 1 月 9 日，众品食品对 2019 年 1 月 18 日到期的“17 众品 MTN001”应兑付的资金尚未有确定的资金偿付安排。
2019/01/09	河南众品食品股份有限公司	评级下调	东方金诚由 AA-下调至 C。河南众品食品股份有限公司盈利能力和经营性净现金流下滑明显，并且对 2019 年 1 月 7 日应兑付的资金没有明确安排，预计不能按期偿还“16 众品 01”、“16 众品 02”到期债务。

资料来源: Wind, 格林基金

3、可转债

上周上证综指报收 2553.83, 较前一周上涨 1.55%。上证转债和中证转债分别上涨 2.33% 和 2.47%。从个券表现来看, 上周转债市场以上涨为主。涨幅前三的分别是特发转债、广电转债和盛路转债, 涨幅分别为 17.44%、16.12%和 11.35%。下跌幅度前三的分别为康泰转债、奇精转债和光华转债, 跌幅分别为 4.60%、2.27%和 0.91%。二级市场上, 上周可转债市场成交额为 137.75 亿元, 相比前一周成交量增加了 91.16 亿元, 涨幅为 195.65%, 近期市场整体交易活跃度大幅提升。分个券来看, 本周有 3 支成交额超过 10 亿元的转债, 为特发转债 (25.64 亿元)、广电转债 (13.18 亿元) 和盛路转债 (10.56 亿元), 有 1 支成交额超过 5 亿元的转债, 为光大转债 (5.82 亿元)。

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
110044.SH	广电转债	17.35%	110030.SH	格力转债	0.33%
128041.SZ	盛路转债	10.83%	113010.SH	江南转债	0.27%
123015.SZ	蓝盾转债	7.97%	132008.SH	17 山高 EB	0.24%
123014.SZ	凯发转债	7.08%	132005.SH	15 国资 EB	-1.84%
113506.SH	鼎信转债	7.05%	123008.SZ	康泰转债	-3.93%

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	50%	20%	4%	-14%
50 分位	63%	23%	7%	-3%
75 分位	84%	30%	12%	9%
最新均值	75.39%	24.08%	8.17%	-3.89%

资料来源: Wind, 格林基金

4、国债期货

上周国债期货震荡收涨。周一受资金面宽松影响, 国债期货小幅上涨, 周二资金面延续宽松, 受 2019 年财政赤字目标可能为 2.8% 消息影响, 国债期货大幅上涨。周四公布 CPI 和 PPI 数据, 在 CPI 回落和 PPI 加速回落背景下, 国债期货并未延续上涨, 全天收跌 1.4%, 周五国债期货小幅收涨。

两年期主力合约 TS1903 上升 0.07%, 收于 100.42 元。5 年期国债现券收益率上行 2.5bp 收于 2.91, 10 年期国债现券收益率下行 4.55bp 至 3.11, 现券 5*10 期限利差收窄 7.05bp 至 19.58bp。5Y 期货主力合约 TF1903 结算价上行 0.14%, 10Y 期货主力合约 T1903 结算价上行 0.10%。计算所得国债期货隐含到期收益率, 5 年主力合约 TF1903 下行 3.65bp 收于 3.11。10 年期期货主力 T1903 合约下行 1.55bp 收于 3.27, T1903 持仓量减少 646 手。国债期货 5*10 期限利差上行 2.11bp, 收于 16.39bp。五年主力合约 TF1903 活跃最廉券 IRR 收于 -1.79%, 基差 0.84。十年主力合约 T1903 活跃最廉券 IRR 收于 -2.16%, 基差 0.97。上周 10 年期期货表现好于现货, 1903 主力合约贴水有所收窄。隐含税率有所走扩 2.56% 至 12.08%。上周 1903 跨品种价差走扩 0.2。跨期价差 TF1903-TF1906 走扩 0.02, T1903-T1906 小幅收窄 0.03。

表 9: 2019 年 1 月 11 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
T1903.CFE	98.0000	61,456	37,082	160023.IB
T1906.CFE	97.9500	2,494	825	160023.IB
T1912.CFE	0.0000	0	0	0
TF1903.CFE	99.6350	16,085	4,562	160014.IB
TF1906.CFE	99.6600	96	38	170006.IB
TS1903.CFE	100.4200	978	83	019535.SH
TS1906.CFE	100.6850	16	0	019535.SH

资料来源: Wind, 格林基金

表 10: 2019 年 1 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
T1903.CFE	97.9150	63,528	40,811	160023.IB
T1906.CFE	97.8750	1,863	223	160023.IB
T1912.CFE	0.0000	0	0	0
TF1903.CFE	99.5250	15,681	3,987	180023.IB
TF1906.CFE	99.5600	64	4	180023.IB

TS1903.CFE	100.3200	904	98	160007.IB
TS1906.CFE	100.3100	15	0	160007.IB

资料来源：Wind，格林基金