

# 富荣基金固定收益周报

——一季度的供给压力有多大

2019年12月23日

## 一、本周关注：利率债的供给压力

11月27日，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元；本周财政部提前下达四川省2020年专项债额度624亿元，将于2020年1月2日开始发行。市场关注的专项债提前发行终于拉开帷幕。除了对基建增速的影响外，利率债在年初的供给压力也需要格外关注。近期利率债在外部环境趋稳、经济数据转好等一系列利空下表现的尤其韧性，年初经济数据处于真空期，供给因素可能成为主要的影响。我们对年初供给情况做一个大致预测：

### 1、国债：

历史经验显示，新增国债的规模基本由当年中央财政赤字规模决定，前者占后者比重在95%上下。

2018年修正后GDP规模为919281亿元，2019年Q1-Q3名义增速为7.9%，Q4预计CPI与PPI增速均会有所上升，假设全年名义增速8%，2020年名义增速持平今年，则2020年名义GDP规模大致为1072249亿元。

假设2020年赤字率水平维持在2.8%，公共预算赤字为30023亿。历史数据显示，中央赤字规模占比过去三年为65.13%、65.13%和66.3%，假设2020年持平2019年，中央赤字规模预估为19905亿元。

因此，2020年国债新增额预估为18910亿。此外，2020年国债到期规模为24197亿。总体发行量预估为43107亿。

发行节奏上，一季度国债一般较少，总体规模在15%以下，春节月份略低一些，1月份按照4%进行估计。因此，一月和一季度总发行量预估为1724亿和6466亿（新增供给预估为756亿和2837亿），2019年同期则为1700亿与5100亿。考虑到2020年1月到期量较大，实际规模可能高于预测。

### 2、地方债：

新增债部分：财政部提前下达2020年专项债限额10000亿，但尚未下达一般债限额（2019年提前下达一般债5800亿，专项债8100亿，供给13900亿）。去年经验来看，一季度各月全部地方债发行占提前下发额度占比为27%、24%与35%，专项债占比则为17%、21%、44%，一季度总体节奏相似（均超过8成），但专项债在2月和3月节奏更快。假设明年一季度专项债总体发行占比为85%，1月份为25%，则1月和1季度发行规模预估为2500亿与8500亿，低于去年同期1100亿与3400亿左右。若后续一般债提前下达，同样按照2019年47%的比例，一季度

一般债新增规模预估为 3500 亿上下。

置换债部分：目前总体额度所剩不多，2019 年来看，1-5 月未发行一单，6 月开始出现少量发行，6-12 月平均各月发行为（12 月截止 12 月 22 日）240 亿左右，但四季度共发行 300 亿，明显降温。预估 2020 年一季度各月维持 100 亿规模，共计 300 亿。

借新还旧部分：2019 年目前借新还旧占到期比例在 90% 附近，1 月和 1 季度发行占比分别为（均截至 2019 年 12 月 22 日）4% 和 20%。按照这一比例估算，2020 年到期规模预估为 20757 亿，1 月和 1 季度预估发行 830 亿和 4151 亿。2019 年同期为 492 亿和 2220 亿。虽然明显增加，但并不是新增。

加总来看，2020 年 1 月和 1 季度共发行规模预估为 3430 亿与 12951 亿，19 年同期分别为 4180 亿与 14067 亿。

### 3、政金债：

政金债缺乏明确预测逻辑。按照历史情况，当年发行规模一般是到期规模 1.5 倍上下。2020 年政金债到期量为 25546 亿，预计发行量在 38319 亿左右。节奏上，按照 1 月和 1 季度在全年占比 10% 和 30% 假设，规模预计分别为 3832 亿和 11496 亿，2019 年同期为 4329 亿和 10972 亿。

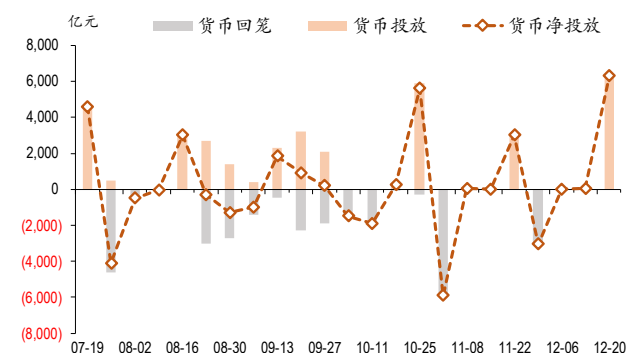
加总来看，2020 年 1 月份和 1 季度利率债总发行规模预估为 8986 亿和 30913 亿，2019 年同期则分别为 10209 亿和 30139 亿。1 月份考虑到单月节奏可能出现偏差，整体和去年差异不大，整体一季度高出去年在千亿左右的量级，供给压力的抬升可能有限。此外，考虑到 2020 年一季度整体的到期规模高于今年（300 亿左右），实际的供给压力可能更小。若再考虑潜在的地方一般债规模，一季度高出 2019 年同期的规模或在 4500 亿上下。商业银行全面降准 0.5% 大致能释放 7000-8000 亿流动性，基本能够覆盖供给冲击。

## 二、上周市场回顾

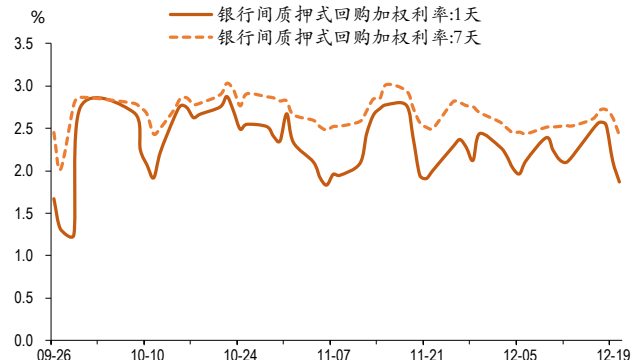
### 1、资金面

本周公开市场有 2860 亿 MLF 与 500 亿国库券现金管理到期，央行考虑到税期和跨年资金压力，进行大额投放，其中 7 天逆回购 800 亿、14 天逆回购 5500 亿、1 年期 MLF 3000 亿，净投放 5940 亿。资金面极度宽松，隔夜和 7 天利率回落至近一个季度的低点。

图表 1. 央行公开市场逆回购操作



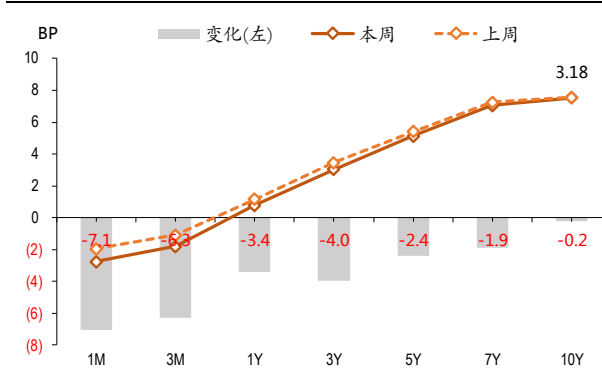
图表 2. DR007 与 R007 走势



## 2、利率债

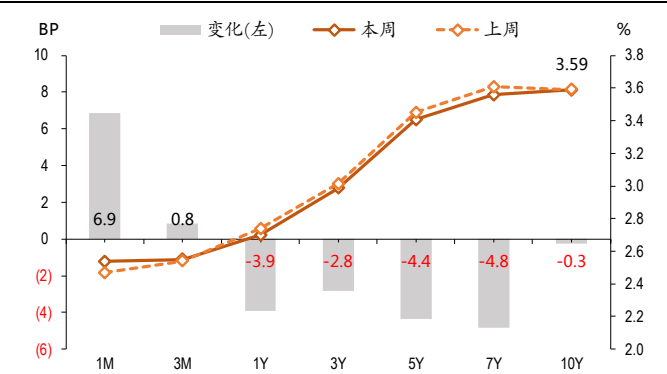
周初，在外部环境缓和、11月经济数据超预期、资金面收敛的多重夹击下，收益率出现小幅上行。但此后随着央行出手，资金面泛滥叠加降准的预期，收益率再度明显下行。10Y 国债和国开债收益率分别下行 0.2 和 0.3 个 BP，短期震荡的格局延续。

图表 3. 国债收益率曲线和变化



资料来源：万得，富荣基金

图表 4. 国开债收益率曲线和变化



资料来源：万得，富荣基金

图表 5. 国债与国开期限利差

国债									
利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y	30Y-1Y	5Y-3Y	10Y-3Y	10Y-5Y	30Y-10Y
最新	20	39	56	60	120	19	40	21	60
变化	-1	1	2	3	2	2	4	2	-1
分位数	25%	31%	30%	28%	36%	45%	35%	30%	67%
标准差	22	35	43	56	60	16	39	25	43
均值	35	59	81	98	144	25	64	39	46
中值	32	53	71	84	133	20	53	34	54
最低	-28	-19	-10	-3	-130	-4	-7	-6	-373
最高	121	162	200	271	415	88	195	128	362

国开债									
利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y	30Y-1Y	5Y-3Y	10Y-3Y	10Y-5Y	30Y-10Y
最新	29	71	86	89	147	42	60	18	59
变化	1	-0	-1	4	5	-2	3	4	1
分位数	30%	62%	55%	51%	52%	89%	63%	30%	51%
标准差	21	34	42	51	58	16	38	25	30
均值	39	64	84	97	152	25	58	33	55
中值	39	63	82	88	145	22	49	29	58
最低	-33	-35	-47	-60	-8	-16	-41	-25	-158
最高	99	186	262	354	323	97	255	168	258

国开-国债					
利差	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最新	21	44	42	41	39
变化	1	-2	-3	-0	2
分位数	13%	37%	36%	44%	31%
标准差	32	31	32	34	46
均值	52	52	50	46	55
中值	49	51	50	44	53
最低	-94	-59	-101	-139	-241
最高	163	143	131	129	383

资料来源：万得，富荣基金

### 3、信用债

上周信用债收益率多数上行。从中短期票据来看，除 AAA 的 3M 和 5Y 下行 0-2BP 外，其他均上行 1~5BP，其中 3Y 上行幅度最大，达 5BP。从城投债来看，除 1Y 的 AA 和 5Y 的 AA+ 基本持平外，其他收益率均上行 0-3BP。信用利差方面，上周全面上行。从中短期票据来看，3Y 上行幅度最大，达 8-9BP，5Y 上行幅度最小为 1-5BP；从城投债来看，3M 上行幅度最大达 8BP，5Y 上行幅度最小为 2-4BP。当前信用利差整体处于 2016 年低位水平。

图表 6. 信用债收益率、利差变化情况

收益率 (%)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	3.22	3.33	3.44	5.50	CP	0.52	0.63	0.74	2.80
MTN3Y	3.52	3.65	3.85	5.90	MTN3Y	0.54	0.67	0.87	2.92
MTN5Y	3.75	4.08	4.49	6.54	MTN5Y	0.34	0.67	1.08	3.13
企业债3Y	3.50	3.64	3.85	5.90	企业债3Y	0.51	0.65	0.86	2.91
企业债5Y	3.75	4.07	4.50	6.55	企业债5Y	0.34	0.66	1.09	3.14
企业债7Y	3.96	4.38	5.02	7.04	企业债7Y	0.40	0.82	1.46	3.48
城投债3Y	3.54	3.62	3.76	5.35	城投债3Y	0.56	0.64	0.77	2.36
城投债5Y	3.89	4.01	4.19	6.26	城投债5Y	0.48	0.60	0.78	2.85
城投债7Y	4.13	4.33	4.74	6.91	城投债7Y	0.57	0.77	1.18	3.35
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	4.0	1.1	1.1	1.0	CP	8.0	5.0	5.0	5.0
MTN3Y	5.2	4.2	4.2	4.2	MTN3Y	8.0	7.0	7.0	7.0
MTN5Y	-1.7	2.3	1.3	1.3	MTN5Y	2.7	6.7	5.7	5.7
企业债3Y	5.2	4.2	4.2	4.2	企业债3Y	8.0	7.0	7.0	7.0
企业债5Y	-1.7	2.4	1.3	1.3	企业债5Y	2.7	6.7	5.7	5.7
企业债7Y	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	企业债7Y	1.1	1.1	1.1	1.1
城投债3Y	0.2	2.2	3.2	1.2	城投债3Y	3.0	5.0	6.0	4.0
城投债5Y	2.0	-0.0	2.0	-4.0	城投债5Y	6.3	4.3	6.3	0.3
城投债7Y	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	城投债7Y	4.2	4.2	4.2	4.2
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	32%	26%	21%	52%	CP	35%	11%	6%	81%
MTN3Y	22%	15%	9%	36%	MTN3Y	53%	19%	11%	78%
MTN5Y	13%	14%	12%	47%	MTN5Y	8%	12%	15%	76%
企业债3Y	22%	13%	8%	33%	企业债3Y	51%	16%	10%	71%
企业债5Y	16%	14%	13%	44%	企业债5Y	9%	9%	14%	67%
企业债7Y	13%	11%	19%	48%	企业债7Y	22%	19%	25%	80%
城投债3Y	16%	12%	8%	25%	城投债3Y	30%	20%	11%	49%
城投债5Y	13%	11%	9%	33%	城投债5Y	16%	10%	6%	61%
城投债7Y	12%	10%	10%	38%	城投债7Y	26%	16%	19%	74%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国开债

#### 4、可转债

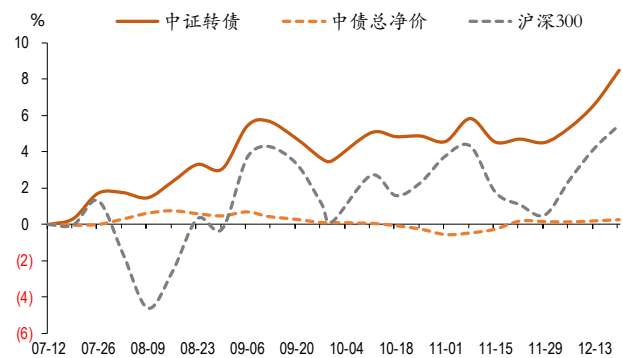
本周股市虽然延续上涨势头，但是结构上出现了一些边际变化，前期强势的电子、通信、计算机等先后出现调整，领涨板块方向较为模糊，低估值成为特征，除了传媒与科技相关外，纺织、化工、煤炭等也罕见的出现了上涨迹象。市场成交额一度放量，但周末有所回落。外资仍然持续流入。受股市带动，转债市场同步上行，中证转债指数上涨 1.8%。

图表 7.A 股主要指数交易和估值情况

	涨跌幅(%)		估值(PE TTM)		成交额(亿元)	
	本周	上周	本周	上周	本周	上周
上证综指	1.3	1.9	13.0	12.9	↑ 2462	1801
深证成指	2.2	1.3	24.0	24.1	↑ 3800	2896
创业板指	0.9	1.7	48.9	53.7	↑ 1316	1039
上证50	0.2	2.3	9.9	9.7	↑ 573	393
沪深300	1.2	1.7	12.4	12.0	↑ 1939	1358
中证500	2.2	1.3	24.6	26.6	↑ 1177	875
中证1000	2.3	1.9	38.1	40.9	↑ 1506	1121

资料来源：万得，富荣基金

图表 8. 转债指数与股指累计变化



资料来源：万得，富荣基金

### 三、本周市场展望

#### 1、基本面变化

**政策：**财政部提前下达四川省 2020 年专项债额度 624 亿元，1 月 2 日首发，市场此前关注的专项债提前发行就此拉开帷幕，大量供给的同时，央行是否降准等动作成为焦点；银保监会表示，2020 年普惠金融对小微企业贷款增加 2 万亿以上，综合成本继续下降 0.5 个百分点；银保监会回应，将根据实际情况研究决定资管新规是否延长过渡期。

**生产：**本周六大电厂发电耗煤量环比基本持平，受去年基数恢复正常的影响，同比继续走弱。全国钢铁高炉开工率基本持平，略高于去年。本周社会钢铁库存基本持平，后期冬储或逐渐开始。钢铁现货价格指数基本持平。水泥价格环比微升，但势头已经不明显。总体看，生产和下游需求保持平稳。

**地产：**本周 30 大中城市商品房销售环比基本持平。上周 100 大中城市土地供应规划建筑面积继续走弱，地价小幅反弹。政策面上，广州市放松限购，连续工作半年以上各类人才可不受户籍限制购买 1 套商品住房。整体看，30 城热度仍在缓慢回落，局部政策放松亦在延续。

**消费：**上周乘用车厂家零售日均销量回升，12 月上半月同比仍在负增长。

**通胀：**工业品方面，本周南华指数环比继续小幅上升。原油价格震荡上行，美油站上 60 美元关口，螺纹钢期货价格小幅回落。农产品方面，批发价格 200 指数大幅上升，创下年内新高；本周 22 省市猪肉价格环比小幅回落；7 种代表水果价格环比小幅上升，但蔬菜价格涨幅扩大。蔬菜价格已经出现明显的超季节上涨态势。

**海外：**欧元区与德国制造业 PMI 再度下行，美国 MarkIT PMI 亦不及预期，市场担忧企稳只是昙花一现。市场方面，风险资产继续优异表现，欧美股市、铜铝、原油均收涨，债券收益率多数上行。

**下周关注：**国外缺乏重要数据和事件，进入圣诞假期，国内将公布 11 月工企利润数据，从财政数据、工业增加值、PPI 来看，可能出现小幅改善。整体看，岁末年初市场缺乏重磅事件，市场焦点在于情绪与预期变化。



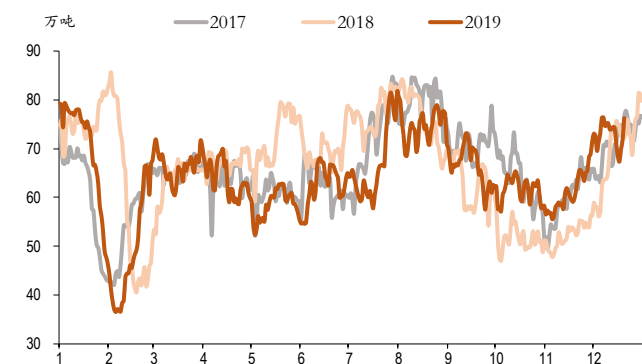
## 2、下周债市展望

**利率债：**春节之前重磅经济数据缺席，降准等货币宽松预期升温，配置力量短期仍占主导，市场或继续处于韧性状态，下跌风险有限。但一旦1月降准落地，后续市场可能担忧供给冲击和经济数据转好的夹击，或出现利多出尽的局面。因此短期虽仍有行情空间，但幅度和持续性均堪忧，继续观察后续基本面和政策走势或更为稳妥。

**信用债：**整体看，本周信用利差有所走阔，但仍处于历史低位。随着未来银根放松预期的落地，地方债发行带来的基建加速，信用基本面将逐步缓慢改善，但是当前信用紧的现状没有改变，仍需关注个券信用风险。

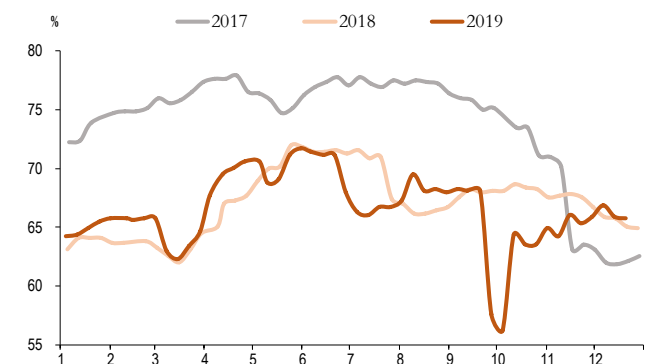
**可转债：**市场热度仍在，但结构上前期部分强势板块已出现调整迹象，获利了结以及国家大基金减持相关科技龙头标的，或增加短期市场的情绪波动。经济企稳预期下，滞涨和低估值的周期、金融等板块，也具备一定的弹性。股市或出现阶段性横盘修整，低估值板块或有一定优势。转债方面，估值近期有所拉升，估值偏高、股市结构机会下，选择个券仍是核心，关注低转债价格、正股低估值、行业景气向好等逻辑。

图表 9. 发电耗煤同比继续回落



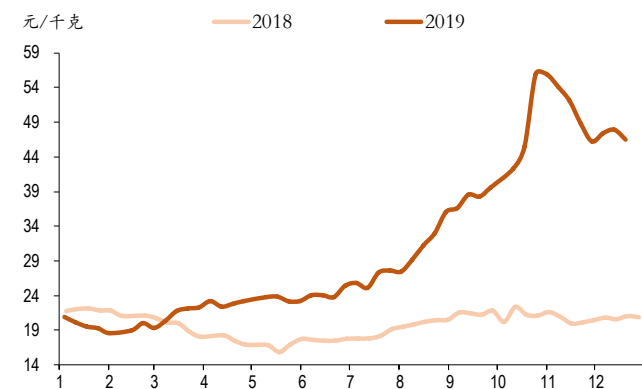
资料来源：万得，富荣基金

图表 10. 高炉开工率与去年基本持平



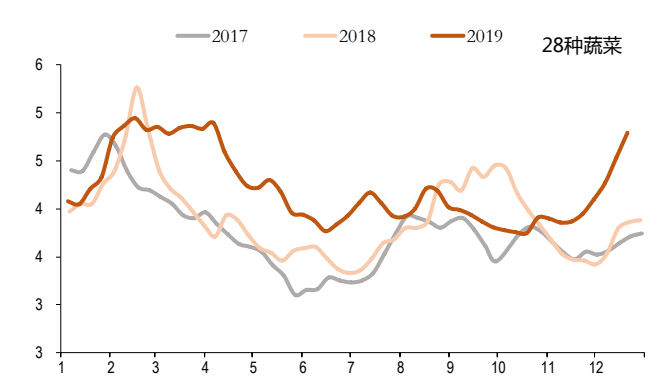
资料来源：万得，富荣基金

图表 11. 猪肉价格短期维持平稳



资料来源：万得，富荣基金

图表 12. 蔬菜价格指数涨幅扩大



资料来源：万得，富荣基金

## 免责声明

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本报告中的资料、观点和预测等仅作为富荣基金内部培训、向机构客户和渠道路演交流使用，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。请勿外传。