

富荣基金固定收益周报

——二季度经济增速底在哪里

2020年4月19日

一、本周关注：二季度经济数据展望

一季度 GDP 数据尘埃落定，并未对市场走势产生明显冲击。目前市场对于二季度经济走势的预期，尽管触底反弹的大趋势没有多少争议，但回暖的节奏和幅度却有一定争议，尤其是外需可能出现骤降、国内消费复苏不理想的背景下，较为克制的对冲政策到底能形成多大支撑呢？我们判断，即使在较为悲观的假设下（出口增速恶化 30-40%、消费等不出现实质改善），二季度名义增速恢复到正增长仍是大概率事件。

我们从一季度分行业的名义 GDP 出发，对主要数据做一个简单预测。一季度名义增速为 -5.3%，其中住宿餐饮、交运仓储、批发零售分别负增 33%、16%和 15%，降幅最大，但实际上按照 2019 年 1 一季度占比看，三者权重分别为 1.9%、4.3%、和 10.1%，合计在 15%上下，并不算太大，对增长起到更大拖累的还是工业和建筑业，二者权重加总接近 40%。而农业权重 4.2% 也并不低，同时二季度权重将上升至 6.2%，由于农业保持较快增长，这也是有利因素。

	权重		名义增速				
	2019-03	2019-06	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	预测
农业	4.2	6.2	10.6	8.8	10.2	15.8	15.0
工业	32.6	32.9	6.3	4.3	4.7	-9.0	0.0
建筑	5.1	7.4	9.4	8.3	6.2	-15.8	0.0
批发零售	10.1	9.5	8.1	7.4	8.4	-14.6	-10.0
交运仓储	4.3	4.5	6.7	6.9	4.4	-16.2	-10.0
住宿餐饮	1.9	1.7	9.1	9.4	9.3	-33.4	-30.0
金融	9.0	7.9	9.6	9.0	9.2	8.6	8.0
房地产	7.3	7.2	8.1	9.1	6.4	-4.5	0.0
TM T	3.9	3.5	14.9	12.5	10.9	6.0	10.0
租赁商服	3.5	3.1	10.3	11.6	13.4	-6.9	-5.0
其他	18.0	16.1	9.5	10.3	9.8	0.9	1.0
GDP加总						-5.3	0.0

农业：一季度农业生产仍然受到一定冲击，实际增速-2.8%，较此前正常 3%左右仍有较大距离，主要依靠较高的价格增长。二季度农产品价格同比增速可能趋弱，但农业生产速度有望恢复，两相抵消，预计名义增速保持在 15%左右的较高水平。

工业：3 月工业增加值恢复至-1.1%的水平，随着内需进一步恢复，工业增加值的主要疑问来自外需下降的拖累。从过去几年经验来看，出口增速总体上与出口交货值增速匹配，而出口交货值增速下降 10%，大致对应工业增加值增速下降 1%，这也和出口交货值大致占工企营收 11%相对应。我们假设二季度出口增速恶化至-30%（3 月最新出口增速-3.5%），则工业增加值增速拖累在 2.5%左右。若内需延续 3 月复苏态势（除了逆周期发力带来的改善外，汽车生产也

可能从底部出现复苏，目前汽车行业进一步恶化概率非常有限），预计工业增加值能在二季度整体保持 0 增长。

序号	指标名称 频率 单位 指标ID 时间区间 更新时间	中国	中国	中国
		规模以上工业增加值:累计(月) 工业增加值:累计同比:年度 年 %	产销率及出口交货值(月) 工业企业:出口交货值:累计同比:年度 年 %	进出口贸易(月) 出口金额:人民币:累计同比:年度 年 %
		s1	s2	s4
		1998:2020	2002:2020	2014:2020
		2020-04-17	2020-04-17	2020-04-14
18	2015	6.10	-1.80	-1.80
19	2016	6.00	0.40	-1.90
20	2017	6.60	10.70	10.80
21	2018	6.20	8.50	7.10
22	2019	5.70	1.30	5.03
23	2020	-8.40	-10.30	-11.40

建筑和地产：3 月基建投资、地产投资都出现显著改善，均恢复小幅正增长。从高频数据看，目前地产销售回暖走在前列，而基建是政策发力的核心，因此对于地产和基建不必过度悲观。我们做相对保守的估计，二季度建筑业和房地产行业仅维持 0 增长。

消费和其他第三产业：这部分也同样进行较为保守的估计，住宿餐饮维持-30%的增速，是目前最困难的行业；社零消费 3 月几乎没有改善，批发零售也较为悲观，假设二季度小幅改善 4%，同比负增 10%；交运仓储涉及航空、铁路等，同样不乐观，但快递物流等有望保持强势，假设从-16%升至-10%。

综合计算，在上述假设下，二季度名义增速保持在零以上。由于 CPI 与 PPI 在二季度大概率走弱，实际增速也有望在零附近。

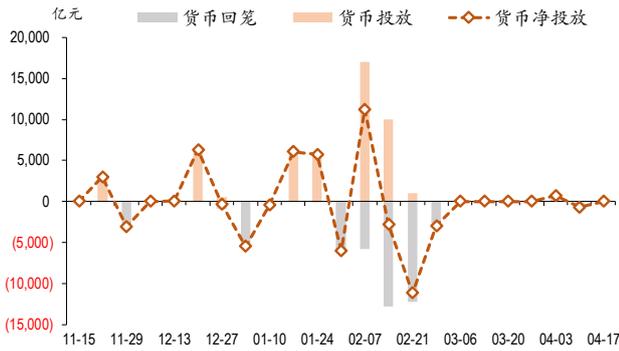
注：上述计算并未考虑部门之间的联动情况，实际结果可能有明显出入。

二、上周市场回顾

1、资金面

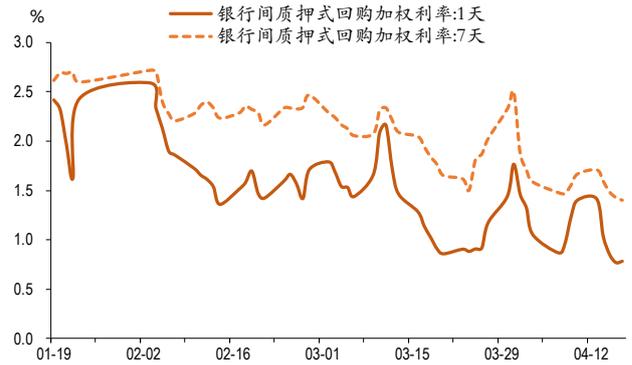
本周央行在公开市场净投放 MLF1000 亿，利率随上次 OMO 调降 20 个 BP，MLF 到期 2000 亿，净投放 1000 亿，第一次定向降准落地。流动性继续宽松，资金利率继续大幅走低，隔夜和 7 天回落至 0.8% 和 1.4% 左右的位置。下周公开市场无到期，但进入税期关注可能带来的扰动。

图表. 央行公开市场逆回购操作



资料来源：万得，富荣基金

图表. DR007 与 R007 走势

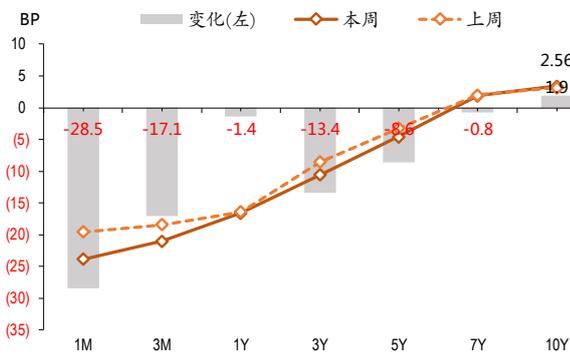


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

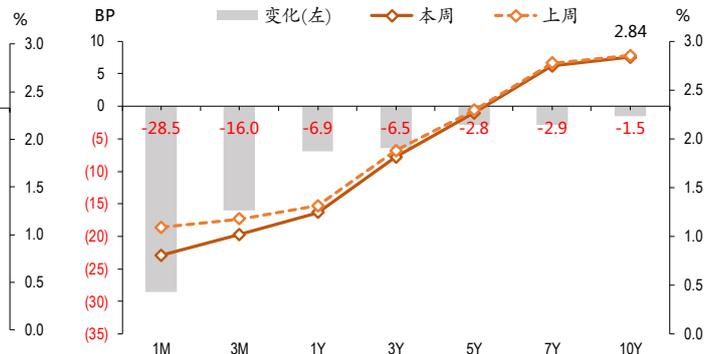
本周债市进入焦灼状态，消息面上缺乏重大增量内容，长端利率上下均缺乏明确动力。3月进出口与工业增加值略微好于预期，但未来争议仍较大，原油谈判达成协议但无法阻止油价在短期需求骤降下继续寻底，财政部再度强调财政政策继续发力、第二批专项债将提前下达，但并没有超出预期，而定向降准等措施下，资金面再现极度宽松，成为债市最大的支撑。全周10Y国债和国开分别上行2个和下行1.5个BP，收益率曲线继续陡峭化。

图表. 国债收益率曲线和变化



资料来源：万得，富荣基金

图表. 国开债收益率曲线和变化



资料来源：万得，富荣基金

3、信用债

信用债到期收益率方面，上周中短期票据和城投债因信用利差压缩而下行明显。从中短期票据来看，1Y期到期收益率下行8-18BP，3-5Y高等级下行6-9BP，中低等级下行0-3BP。城投债1Y期下行6-9BP，3Y期下行9-12BP，5Y期下行2-4BP。信用利差方面，上周中短期票据1Y期和城投债3Y期的信用利差下行明显，其他品种和期限无明显下行或上行。具体地，1Y期中短期票据下行4-11BP，3Y期城投债下行2-5BP。

图表. 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	1.84	2.05	2.45	4.60	CP	0.62	0.83	1.23	3.38
MTN3Y	2.46	2.72	3.15	5.26	MTN3Y	0.83	1.09	1.52	3.63
MTN5Y	3.03	3.32	3.77	5.92	MTN5Y	1.00	1.29	1.74	3.89
企业债3Y	2.45	2.72	3.15	5.26	企业债3Y	0.82	1.09	1.52	3.63
企业债5Y	3.03	3.32	3.77	5.92	企业债5Y	1.00	1.29	1.74	3.89
企业债7Y	3.37	3.70	4.21	6.37	企业债7Y	0.91	1.24	1.75	3.91
城投债3Y	2.53	2.71	2.99	5.14	城投债3Y	0.90	1.08	1.36	3.51
城投债5Y	3.07	3.25	3.53	5.85	城投债5Y	1.04	1.22	1.50	3.82
城投债7Y	3.44	3.65	3.96	6.38	城投债7Y	0.98	1.19	1.50	3.92
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-10.8	-14.8	-7.8	-7.8	CP	-9.4	-13.4	-6.3	-6.3
MTN3Y	-8.6	-2.6	0.4	-3.6	MTN3Y	4.8	10.8	13.8	9.8
MTN5Y	-8.1	0.9	-3.1	-3.1	MTN5Y	0.5	9.5	5.5	5.5
企业债3Y	-8.6	-2.6	0.4	-3.6	企业债3Y	4.9	10.9	13.9	9.8
企业债5Y	-8.1	0.9	-3.1	-3.1	企业债5Y	0.4	9.5	5.5	5.5
企业债7Y	6.1	6.1	-0.9	-1.9	企业债7Y	6.8	6.8	-0.2	-1.2
城投债3Y	-8.6	-9.6	-11.6	-6.6	城投债3Y	4.9	3.9	1.9	6.9
城投债5Y	-2.7	-1.7	-3.7	1.3	城投债5Y	5.9	6.9	4.9	9.9
城投债7Y	7.0	6.0	5.0	4.0	城投债7Y	7.8	6.8	5.8	4.8
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	4%	3%	3%	21%	CP	9%	10%	20%	86%
MTN3Y	0%	0%	0%	18%	MTN3Y	19%	19%	23%	87%
MTN5Y	0%	0%	2%	21%	MTN5Y	26%	21%	21%	79%
企业债3Y	0%	0%	0%	16%	企业债3Y	20%	21%	21%	83%
企业债5Y	0%	0%	1%	15%	企业债5Y	26%	19%	18%	78%
企业债7Y	2%	2%	2%	17%	企业债7Y	16%	7%	8%	69%
城投债3Y	0%	0%	0%	20%	城投债3Y	19%	22%	23%	79%
城投债5Y	0%	0%	2%	21%	城投债5Y	22%	21%	18%	75%
城投债7Y	2%	3%	2%	22%	城投债7Y	14%	12%	6%	70%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

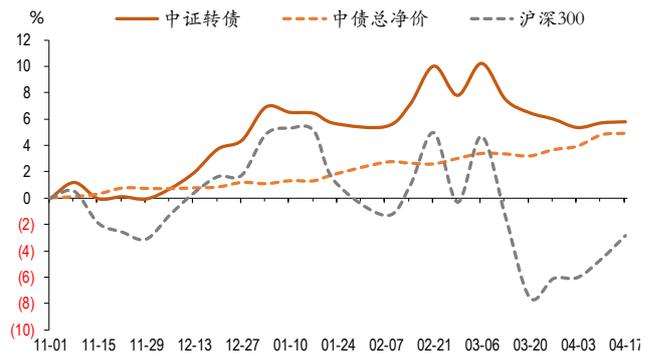
海外新增病例数继续缓慢下降，欧美股市继续反弹，尤其纳斯达克科技股表现极为抢眼。国内股市同步上涨，风格上成长板块相对走势出现明显改善，北上资金继续大幅流入。最终上证综指和创业板指分别上涨 1.5%和 3.6%。转债市场相对低迷，前期部分小票的炒作现象再度出现，但方向上未能形成持续和明确方向。本周中证转债指数微涨 0.1%，估值持续压缩。

图表. 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	1.5	1.2	12.0	11.9	↓ 2314	2495
深证成指	2.2	1.9	25.6	24.7	↓ 3914	4112
创业板指	3.6	2.3	55.9	53.8	↓ 1340	1374
上证50	2.2	1.5	8.9	8.7	↑ 448	439
沪深300	1.9	1.5	11.4	11.2	↓ 1622	1672
中证500	2.1	2.0	26.4	25.4	↓ 1256	1302
中证1000	1.3	2.4	40.7	38.7	↓ 1607	1700

资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 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

生产: 发电耗煤量环比反弹, 与去年同期基本一致; 高炉开工率继续回升, 与去年同期基本一致; 社会钢铁库存连续第 5 周回落, 虽然绝对水平依然较高, 但下滑速度快于去年; 钢铁和水泥现货价格环比走低, 水泥逆季节性走弱。政策要求抓紧按程序再提前下达一定规模地方政府专项债, 政治局会议同时强调发行疫情特别国债。

地产: 本周 30 大中城市商品房销售环比继续处于改善中, 百城土地供应有所走弱, 地市场复苏仍在过程中。住建部今年计划改造城镇老旧小区 3.9 万个, 同比翻番。

消费: 4 月下旬乘用车零售超过去年同期, 但由于是季节性低位, 加上清明假期, 是否能代表性还需继续观察。特斯拉 3 月在华注册数量超过 1.2 万辆创历史新高, 新能源车整体弱势下特斯拉表现较为优异。

通胀: 工业品方面, 本周南华工业品指数环比走弱, OPEC+ 与美国、墨西哥等虽然达成减产共 2000 万桶, 但市场担忧需求下滑更甚, 油价继续大幅走低, 国内原油期货出现补跌情况, 螺纹钢价格环比持平。农产品方面, 批发价格 200 指数连续第 8 周回落, 细项方面, 猪肉和蔬菜平稳, 水果环比小幅走高。

海外: 政策面上, 美国尝试计划有序复工, 但尚未推出明确时间表, 原油减产协议阶段性达成。数据面上, 美国周度申领救济金人数连续第三周超过 500 万, 欧美疫情继续趋于平稳。市场方面, 欧美主要股指悉数上涨, 纳斯达克周涨 6% 领涨全球, 美债收益率下行 8 个 BP。

下周关注: 欧美 4 月 PMI 数据, 国外疫情控制, 国内疫情反复。

2、下周债市判断

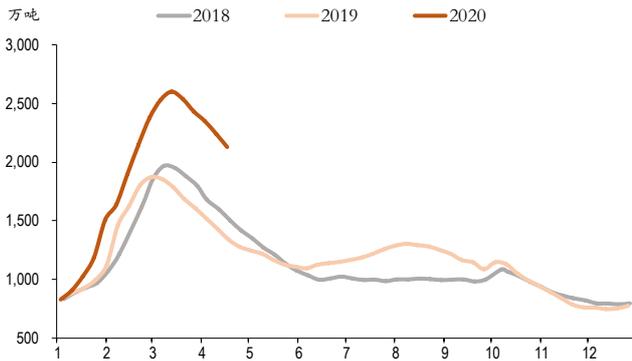
利率债: 政治局六保定调, 点名降准降息, 低利率大趋势仍未改, 短期震荡寻找新的预期差或催化剂。未来一周经济和政策数据可能仍无重大变化, 未来 1 个月内包括国内外疫情反复、欧美经济数据超预期下滑、以及国内信贷数据恢复正常都是潜在交易催化剂。短期则关注缴税和跨月时点资金面波动情况。

信用债: 关键品种利差继续走阔, 绝对收益率在利率出现波动后也没有进一步集体走低,

信用债仍需保持灵活性和流动性。

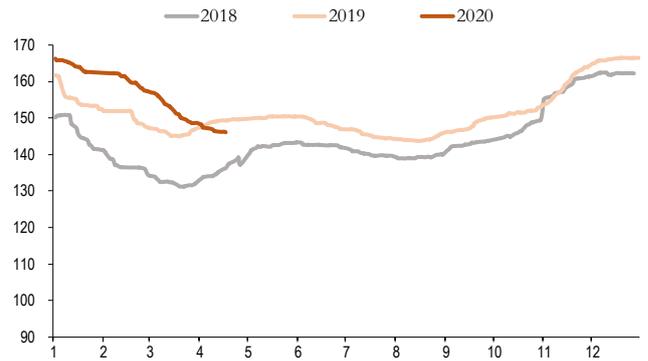
可转债：市场进入一轮短期反弹，同时结构上前期跌幅较大的科技板块出现一定复苏迹象，两会日益临近，市场对于政策预期不断升温，虽然盈利继续压制指数走势，但结构上需要关注可能存在的边际变化，在之前逆周期、必选消费基础上可以适度保持灵活，关注市场对政策的博弈情况。

图表. 钢铁社会库存继续回落



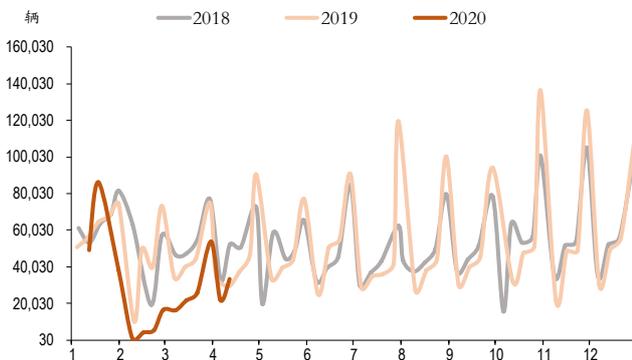
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格仍无起色



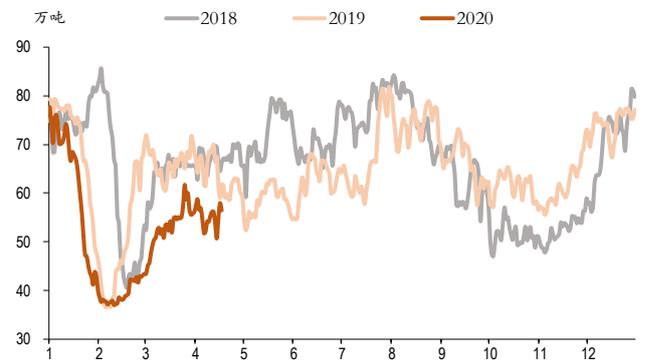
资料来源：万得，富荣基金

图表. 4月上旬乘用车零售同比正增



资料来源：万得，富荣基金

图表. 发电耗煤继续恢复



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。