

富荣基金固定收益周报

——央行货币政策解读

2020年5月10日

一、本周关注：货币政策逆周期调节力度

本周央行公布了2020年度一季度货币政策执行报告，在报告中总体基调继续强调了“灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏”。一季度政策执行报告中强调了如下几个要点：

- 1) 总体基调，相对2019年四季度删掉了“大水漫灌”，指出需扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，**确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。**稳健的货币政策要**更加灵活适度**，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度重点和节奏。加强货币政策逆周期调节，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关。充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，保持物价水平基本稳定，多渠道做好预期引导工作。推动银行多渠道补充资本，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。**持续深化贷款市场报价利率改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。**
- 2) 政策展望中，货币政策更加强调灵活适度，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕。对疫情防控、复工复产和实体经济发展，强调充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，提供精准服务。对房地产，强调保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性。对金融风险，强调确保风险总体可控、持续收敛、坚决守住不发生系统性风险的底线。
- 3) 对经济形势的判断，**今年全球经济面临衰退，我国一季度疫情对经济社会发展带来前所未有的冲击，但疫情的影响总体可控。**世界经济衰退风险加剧，国内经济面临挑战增多，当前必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。针对新冠肺炎疫情造成需求不足、消费减少、企业经营困难、就业压力增大等问题，**加大宏观政策逆周期调节力度，坚定实施扩大内需战略，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作。**
- 4) 政策边际变化，此次一季度货币政策报告提到“保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高”，其中“略高”的表述是央行首次提出，关注其重要的信号性意义。该表述的变化体现一定重要隐含意义，预计货币政策宽松局面还将延续，金融数据恐将继续走高并可能适度高于名义GDP增速。

5) 截止 2020 年一季度，一般贷款加权平均利率为 5.48%，较上一季度下行 26BP，下行幅度 4.53%，金融机构超额存款准备金率为 2.1%，较上一个季度 2.4%，下行 12.5%。

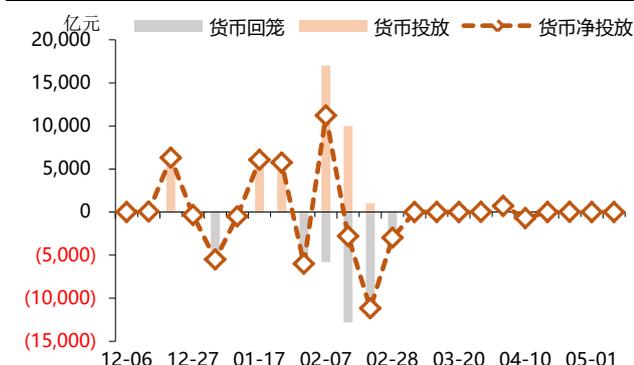
对债市而言，当前市场持续面临基本面修复和政策加码的预期，且利率债供给加大和财政政策持续积极，使得债市在短期内情绪都较为疲软，尤其是当前央行货币政策操作尚处于一个真空期，除月中常态化的 MLF 操作，央行自 4 月中旬以来并未推出其他有明显信号意义的政策释放。但同时，国常会会议中也提出了，根据形式变化和企业诉求，及时推出和完善相关政策，明确提到了创设政策工具支持银行更多发放信用贷款。综上，考虑到经济全面复苏还需时间，且财政政策年内将持续加强，货币政策大概率还需予以配合。目前对央行货币政策来说，未来一段时间内还将继续延续流动性合理充裕和持续加强宽信用的政策导向；在政策推出节奏和力度上，央行更加强调货币政策的灵活适度和逆周期调节作用。市场需把握节奏，目前看更多货币政策预计有望最早将于 5 月底或 6 月推出。

二、上周市场回顾

1、资金面

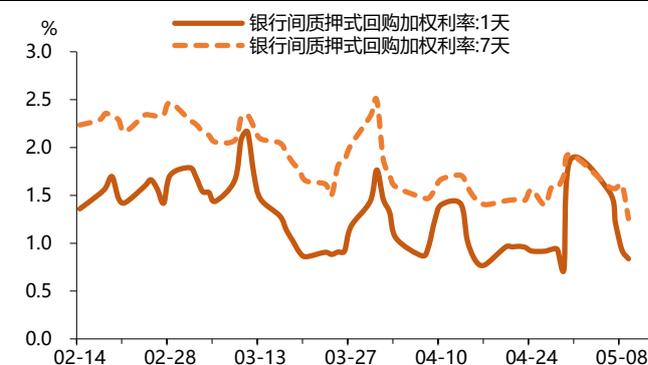
本周央行无公开市场操作，净投放 0 亿。节后归来，利率中枢逐步回归，资金波动较平稳，流动性持续保持合理充裕，周五资金利率价格持续下行为主，隔夜和 7 天调整至 0.82% 和 1.22%。下周公开市场无到期，关注央行 5 月 MLF 操作。

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

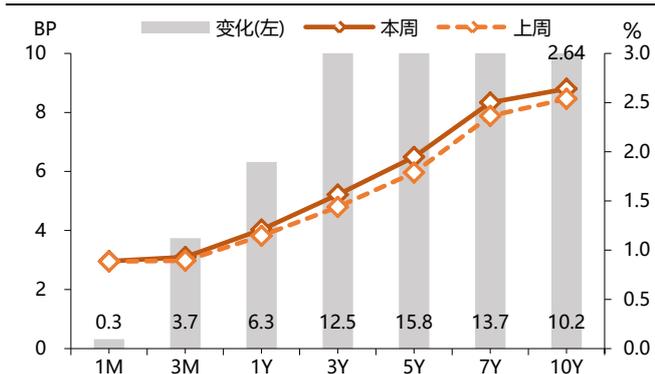


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

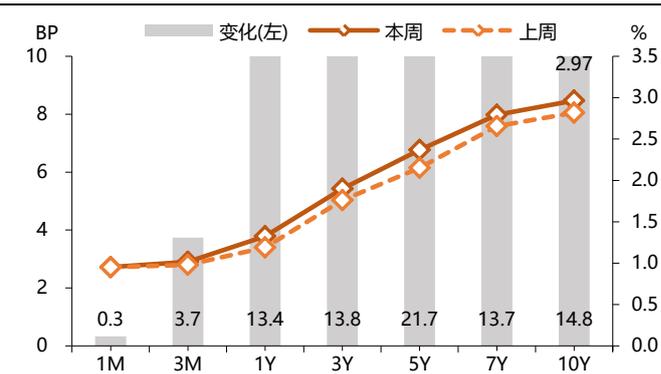
本周债市利率债调整幅度较大，部分源于供给压力。地方债方面，5 月 6 日国常会正式确定近期拟再提前下达 1 万亿地方政府专项债券额度，力争月底发行完毕。利率债方面，5 月增加了 10 年期国债和 182 天贴现国债，原计划 6 月发行的 50 年期国债提前至 5 月发行，按照当前已公布发行量估算国债发行量预计在 6600 亿；政策性金融债方面，单周发行量逐渐升高，进出口行增加了 2、7 年期发行，国开债增加了 1 年期以下品种，按照当前发行情况估算 5 月政策性金融债发行量预计在 4000 亿左右。利率债供给增加，且考虑到二季度还有特别国债待发行，财政政策发力仍是当前政策核心，叠加五一节后经济恢复预期逐渐进入验证阶段，风险偏好适度提高，本周利率债各期限收益均大幅回调，长短期利差持续拉大。全周 10Y 国债和国开分别上行 10.2 个和 14.8 个 BP，5 年与 10 年期利差收窄。

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

本周信用债表现, 受节后归来且非银周六调休, 本周只有 3 个活跃交易日, 信用债成交量整体稍有下降。本周信用债情绪相对较弱, 各期限各类信用品种本周均呈现一定程度回调, 其中 3Y 品种调整幅度最大。5 年和 7 年品种虽然同样地, 绝对收益表现调整明显, 但是信用利差方面 5 年和 7 年品种利差适度收窄。具体来看, 本周中短期票据, 1Y 期到期收益率上行 5-9BP, 3-5Y 高等级调整幅度在 10-17BP。城投债 3Y 期调整幅度较大, 上行 12-16BP, 5Y 期和 7 年期分别上行 10-15BP 和 5-6BP。信用利差方面, 上周中短期票据 1Y 期限品种主要受流动性恢复节奏影响, AAA 评级调整更明显利差小幅走阔 2.4BP。3Y 期限品种信用利差整体适度走阔, 其中中票、企业债和城投债均有不同程度利差走阔, 城投债利差走阔幅度相对最小, 较上周走阔 1-3BP, 中票和企业债信用利差平均走阔 1.5-2BP。5 年期限和 7 年期限品种, 信用利差本周较上周适度收窄, 5 年高等级信用品种收窄幅度在 2.5-3BP, 7 年品种收窄幅度 8-11BP。

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	1.85	2.02	2.42	4.62	CP	0.64	0.81	1.21	3.41
MTN3Y	2.50	2.72	3.16	5.33	MTN3Y	0.94	1.16	1.60	3.77
MTN5Y	3.04	3.38	3.83	6.00	MTN5Y	1.09	1.43	1.88	4.05
企业债3Y	2.49	2.72	3.16	5.33	企业债3Y	0.93	1.16	1.60	3.77
企业债5Y	3.04	3.38	3.83	6.00	企业债5Y	1.09	1.43	1.88	4.05
企业债7Y	3.49	3.84	4.29	6.46	企业债7Y	0.99	1.34	1.79	3.96
城投债3Y	2.53	2.68	2.98	5.23	城投债3Y	0.97	1.12	1.41	3.66
城投债5Y	3.14	3.29	3.58	5.94	城投债5Y	1.19	1.34	1.63	3.99
城投债7Y	3.55	3.73	4.06	6.47	城投债7Y	1.05	1.23	1.56	3.97
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	8.7	4.7	4.7	7.7	CP	2.4	-1.6	-1.6	1.4
MTN3Y	16.1	14.1	13.1	13.1	MTN3Y	3.6	1.6	0.6	0.6
MTN5Y	13.3	13.3	13.3	13.3	MTN5Y	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
企业债3Y	16.1	14.1	13.1	13.1	企业债3Y	3.6	1.6	0.6	0.6
企业债5Y	13.4	13.4	13.4	13.4	企业债5Y	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
企业债7Y	2.9	2.9	2.9	2.9	企业债7Y	-10.7	-10.7	-10.7	-10.7
城投债3Y	15.2	13.2	13.2	12.2	城投债3Y	2.7	0.7	0.8	-0.3
城投债5Y	14.9	12.9	9.9	9.9	城投债5Y	-0.9	-2.9	-5.9	-5.9
城投债7Y	4.8	5.8	4.8	4.8	城投债7Y	-8.9	-7.9	-8.9	-8.9
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	4%	2%	3%	22%	CP	11%	9%	20%	87%
MTN3Y	0%	0%	0%	20%	MTN3Y	28%	24%	28%	92%
MTN5Y	0%	1%	3%	24%	MTN5Y	33%	31%	29%	93%
企业债3Y	0%	0%	0%	17%	企业债3Y	29%	24%	26%	89%
企业债5Y	0%	1%	2%	18%	企业债5Y	35%	29%	26%	91%
企业债7Y	4%	4%	3%	19%	企业债7Y	21%	14%	9%	72%
城投债3Y	0%	0%	0%	23%	城投债3Y	24%	24%	26%	83%
城投债5Y	1%	1%	3%	24%	城投债5Y	31%	26%	24%	82%
城投债7Y	4%	4%	3%	27%	城投债7Y	18%	13%	9%	71%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

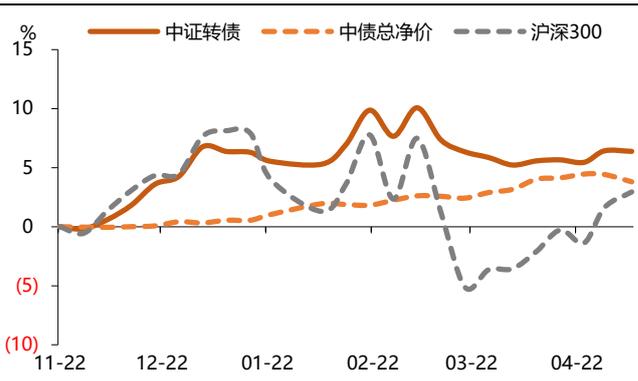
本周，权益市场持续回暖，成交量也适度提高。从行业表现看，呈现一定涨跌分化，表现较好的有食品饮料、通信和计算机，涨幅在 3.5-4%，表现较弱的有交通运输、银行和房地产，跌幅在 0.2-1%。转债市场隐含波动率下降，同比上周下降 0.34%，市场成交金额为 1047.95 亿元，较前一周下跌 56.18%。市场表现看，本周市场核心指数尽管上涨幅度略弱于上周，但仍基本延续持续回升态势，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为 1.2%、2.7%、0.4%和 1.3%。转债市场相对平稳，中证转债指数较上周微降 0.04%。

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	1.2	1.8	13.1	13.0	↑ 2816	2480.2
深证成指	2.6	2.9	28.7	28.0	↑ 4071	3655.1
创业板指	2.7	3.3	59.5	58.0	↑ 1344	1199.6
上证50	0.4	3.1	9.4	9.4	↑ 505	442.8
沪深300	1.3	3.0	12.2	12.1	↑ 1937	1644.0
中证500	-0.8	2.1	31.8	31.0	↑ 1492	1235.6
中证1000	-0.6	1.3	56.1	54.4	↑ 1659	1543.1

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: 疫情进入尾部阶段, 生产秩序稳步恢复。发电耗煤量同比由负转正。5 月第 1 周, 5 大集团发电耗煤量受假期因素干扰自 45 万吨跌至 5 月 3 日的 40 万吨, 之后快速反弹至 50 万吨; 同比上涨 0.25%, 为年后首次转正 (前两个月-24.1%、-10.9%)。高炉开工率上升。4 月第 5 周, 全国高炉开工率从 68.7% 上升至 69.1%, 唐山钢厂产能利用率从 76.8% 上升至 77.3%。

地产: 4 月全月商品房销售全线回暖。4 月全月, 30 大中城市商品房成交面积 285.4 万平方米, 较前两个月 (31.9 万平方米、197.7 万平方米) 有明显恢复; 同比跌幅-21.0%, 较前两个月 (-84.6%、-45.2%) 逐月收窄。分城市看, 3 月改善最多的是三线城市, 4 月一二三线城市全线改善。

消费: 4 月第 4 周乘用车销量继续改善。4 月前 4 周, 乘用车日均零售分别是 (2.19, 3.35, 3.69, 4.87) 万辆, 平均 3.53 万辆, 同比下跌 1.6%, 较 3 月前 4 周下降 42% 有较大改善。在刺激政策推动下, 国内汽车消费呈现一定持续恢复。

通胀: 工业品方面, 原油价格反弹。5 月第 1 周, 受 OPEC+ 产油国开始执行新的减产协议提振, 原油价格反弹。布伦特现货价自上月末低点 13.7 美元反弹至 25.2 美元, WTI 现货价自上月末低点 12.3 美元反弹至 23.6 美元, 分别反弹 83.7% 与 91.5%。螺纹钢库存去化 1/3, 5 月第 1 周, 钢材均价同比跌幅收窄, 同时库存下降至 949.2 万吨, 较 3 月 13 日高位已经去化 33.5%, 只是仍远高于去年节后同期 569.8 万吨, 库存去化压力仍存。华东、长江地区水泥价格上扬。5 月第 1 周, 华东和长江地区水泥价格环比上涨 0.9% 和 1.7%, 涨幅大于全国; 全国水泥均价同比跌幅-2.4%, 较上个月大体持稳。农产品方面, 4 月全月, 农产品批发价格指数同比上涨 6.4%, 涨幅较上月收窄 4.9 个百分点。分品种看, 鸡蛋、蔬菜和水果同比分别下跌 9.2%、2.0% 和 7.5%; 猪肉同比上涨 120.3%, 涨幅较上月收窄 25.5 个百分点。5 月第 1 周, 农产品批发价格指数同比上涨 4.2%, 涨幅继续收窄 2.2 个百分点。

海外: 周五美国公布就业数据, 4 月美国失业率飙升至 14.7%, 创下有数据以来的最高水平; 就业参与率降至 60.2%, 前值 62.7%。此外, 4 月美国新增非农就业人数为-2050 万人, 亦逊于所有历史数据。此外, 4 月美国时薪增速同比跳升至 7.9%, 为金融危机后最高水平。受疫情影响, 美联储 QE 预计还将持续一段时间, 据美国国会预算办公室预计, 2020 年美国将增加 3.8 万亿

美元财政赤字，2021 年将增加 2.1 万亿美元财政赤字。市场方面，美国主要股指普遍收涨，截止 5 月 8 日数据纳斯达克周涨 6%，美债收益率上行 5 个 BP。

下周关注：4 月通胀和经济数据、MLF 到期操作、利率净供给、资金信托新政对弱资质主体的影响

2、下周债市判断

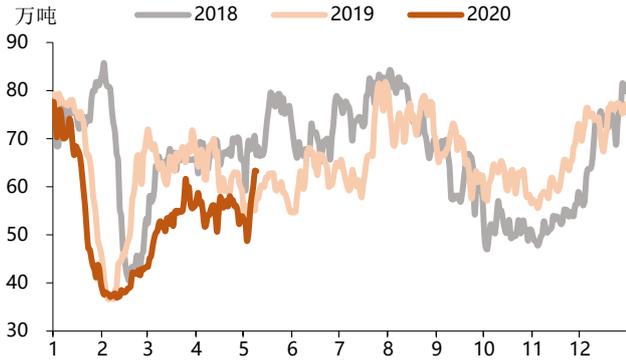
利率债：本周市场调整较多，一方面是受到供给压力增大导致市场情绪仍偏弱，除 1 万亿专项债额度下发并要求在 5 月发行完毕外，国债和利率债单期发行规模也呈现显著增长，5 月第一周净融资量为 3584 亿，根据当前发行计划统计预计五月第二周净融资额在 2808 亿规模，且 5 月底还将确认特别国债发行规模和发行节奏，市场预期利率债供给在二季度将对市场持续承压。另一方面是受到经济数据影响，后疫情阶段基本面进入恢复期，从 4 月已公布经济数据来看，市场对经济数据逐步改善有一定预期。

债市基本面没有发生彻底扭转，全球经济仍在正常化而非过热化的通道中，货币政策有继续托底经济的需要，因此债市仍处于自身的震荡整理区间而非牛熊转换。交易层面，在抛售过程中我们观察到 30 年国债出现一定活跃买盘，10 年期利率在急跌中主要是非银交易盘出货，农商为代表的买盘力量尚可。市场短期快速大幅调整，为利率的绝对收益水平提供了一定的安全垫，关注 10 年国债 2.6% 以上，10 年国开活跃券 3% 附近。但需要注意，这个位置仍难言足够的安全，造成市场恐慌抛售、买盘稀缺的主要矛盾--利率与负债的不匹配问题依然存在。预计债市后续波动幅度料将阶段性收窄，等待更多的预期差出现，在 10 年国债在前高 2.75% 位置或有更安全的做多空间。组合策略继续建议保持哑铃型和灵活调整的空间。

信用债：受到利率情绪带动，本周信用债整体也表现较弱，与利率债关注不同的是，考虑到疫情对实体经济的实际影响，信用债后续需更多关注企业利润改善及现金流运营情况。受到货币政策支持，当前企业融资成本有一定程度下降，但是相比 2009 年降幅有限。从杠杆率看，上市公司非金融企业整体杠杆率比去年同期小幅回升 0.3%，主要源于企业盈利恶化，但负债融资明显增加所致，中期仍需关注行业信用分化情况，寻找结构性配置机会。市场策略方面，各期限各信用品种本周调整幅度均较为明显，其中 3Y 期信用利差走阔，5 年及以上期限信用利差适度收窄，重点关注长久期高等级品种和中久期有结构性机会的信用品种。考虑到当前市场调整预期仍较强，组合仍将强调灵活性，维持前期哑铃型形态，适度杠杆，中性久期适度参与波段。

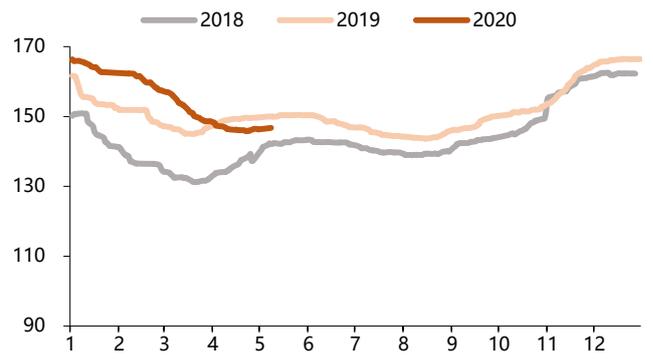
可转债：本周转债受到转债条款风波，情绪较弱市场关注流动性风险。四月转债市场整体呈现震荡趋势，转股溢价率维持高位。转债正股业绩稳健的品种表现相对较好，科技类转债经过前期回调有所反弹，大消费类走势分化。转债市场估值维持较高水平，加权平均转股溢价率维持在 2010 年以来的 75% 分位数以上。市场策略方面，我们主推的成长和内需方向均有不错的相对表现，短期大盘整体大幅向下的风险阶段性消减给结构性行情创造良好的环境。但指数在这个位置预计还需要更强劲的基本面配合才能有更大力度的向上力量，诸如贸易关系、美股二次探底等难以明确的风险仍是横亘在此的疑问。转债结构性高估值有待消化，相比权益择券难度更大，仍是建议重点配置成长和内需板块的个券并耐心等待，关注绝对低价格个券。

图表. 发电耗煤恢复明显



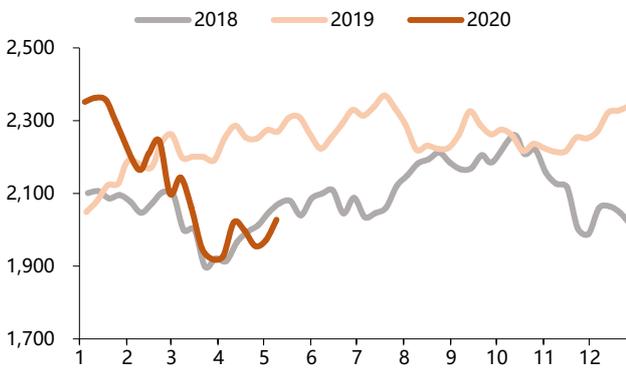
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格表现平稳



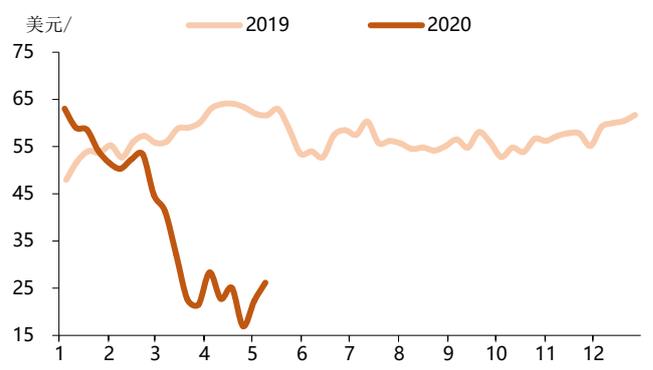
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 南华工业品指数持续改善



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 原油价格低位震荡, 反弹明显



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。