

# 富荣基金固定收益周报

——后疫情经济持续修复，关注后续供需再调整

2020年5月29日

## 一、本周关注：

本周，公布中国5月官方制造业PMI50.6，前值50.8，预期值51。尽管5月PMI数据略弱于预期，但是数据持续位于荣枯线以上，较4月小幅回落。从近期数据看，国内经济仍在修复过程中，但后续可能逐渐进入平稳期，速度恐将适度减缓。

具体来看数据分项情况，价格分项主要受成品油浮动调整、钢铁水泥等工业品价格回升，生产经营活动预期持续改善，海外各国复工进度也明显加快。需求相关分项也略有好转，但幅度相对有限，新订单、新出口订单、进口分项均较4月环比回升，但考虑到主要发达国家在4月下旬至5月初才开始复工，5月海外需求较4月回暖情况并不十分明显，相关订单未大幅提高。相对海外需求仍在初步修复过程中，国内需求持续改善；生产分项，采购量、原材料和产成品库存均有所回落，显示需求较弱叠加前四个月库存积累已经过高的情况下，企业主动补库意愿略弱，市场处在去库存中。就业方面，制造业就业分项回落明显，当前就业压力仍较大，春节后海外订单的大幅减少使得近期出口承压，出口制造业生产明显减少，裁员情况或仍有出现，就业压力依旧较大。新出口订单依旧偏弱，该指标已经连续2个月在35以下，后续出口数据可能面临一定压力。

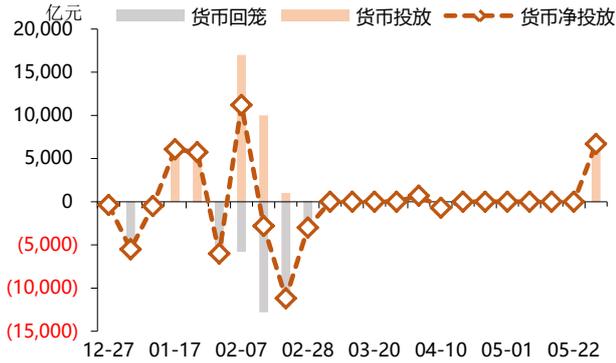
整体看，需求仍呈现一定稳健修复态势，但改善力度逐步进入平稳期，基建项目带动内需回升相对明显，外需由抗疫物资出口加速及中国生产能力填补全球供给缺口的因素带动。PMI指数连续三月站上枯荣线表明经济活动有序恢复，复工复产推进平稳，需求修复的力度和方向是未来关注的要点之一。目前看，内需的修复还将延续稳步回升态势，但加速度预计减缓，后续关注企业投资意愿修复和市场去库存情况，海外疫情发展和复工复产进度仍具有较强的不确定性，当就业压力过大或经济难以回到合理增长区间，行业景气度存在分化压力，逆周期政策仍值得期待。

## 二、上周市场回顾

### 1、资金面

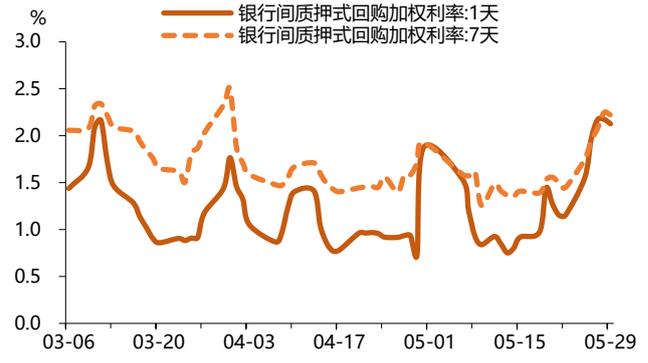
本周央行公开市场操作进行了6700亿7天逆回购，央行3个月票据互换到期50亿，合计公开市场操作净投放6750亿。受到政府债券发行、企业所得税汇算清缴等因素影响，本周资金利率中枢上行明显，隔夜和7天利率周内出现小幅倒挂，本周全市场加权利率高于存款类机构加权利率，体现市场整体流动性相对紧张。隔夜较上周上行80BP至2.00%，7天较上周上行57BP至2.05%，下周公开市场到期6700亿，MLF到期5000亿（6月6日周六），总到期量11700亿（其中MLF5000亿因节假日影响，实际到期日为6月8日）。

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

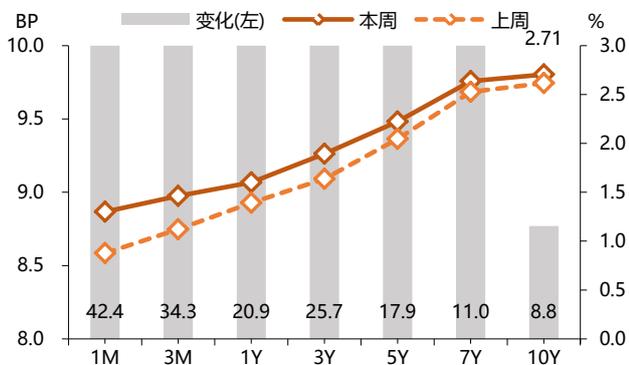


资料来源：万得，富荣基金

## 2、利率债

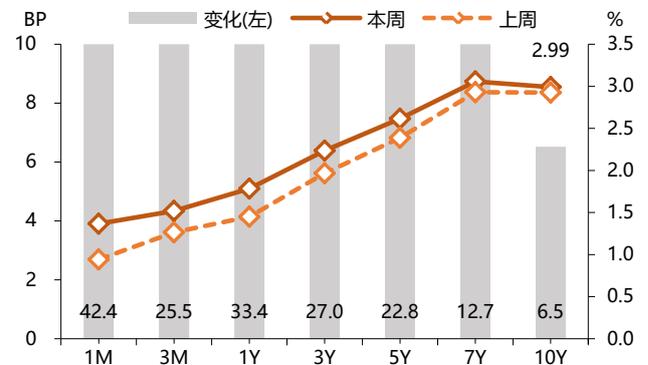
本周债市利率债受到资金面和基本面影响，整体出现大幅调整，期限利差快速收窄，主要源于短端快速上行。国债10年和1Y期限利差从前期123BP持续回落至本周110BP。本周市场逐步消化两会信息，财政政策相对温和，政策空间基本已在前期市场预期。央行近期的表态中，体现出了仍以经济基本面为首要考虑因素，但同时也体现了一定的政策独立性，不搞大水漫灌，在后续的政策调控中更倾向于定点滴灌，更加灵活稳健，引导资金去实体经济最需要的部分，避免空转。最终，本周10Y国债上行8.8BP，10Y国开上行6.5BP，期限利差收窄，短端上行明显。市场波动持续加大。

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，市场整体情绪较弱，相对利率品种，信用品种表现相对可控，但收益率同样上行调整明显，债市估值压力逐步凸现。其中1Y及3Y品种调整幅度相对其他期限更明显，债市持续受到资金面扰动，直至周五央行释放3000亿公开市场操作，市场情绪逐步企稳。本周央行的操作释放信号，对后续利率债和财政地方债的天量供给，货币政策会适时对冲，保持整体流动性平稳。但本周OMO操作利率与上次保持一致，市场对短期利率下行空间态度谨慎，且基本面数据短期尚处于恢复期中，外需影响预计要到6月下旬至3季度才能逐渐显现，市场整体情绪相对偏谨慎。具体来看，本周中短期票据，1Y期到期收益率上行明显，主要是受到流动冲击所致，3Y中票企业债同样适度上行10-14BP；长端7年品种相对平稳，AA+品种上行相对明显，整体7年品种上行7-10BP。信用利差方面，因为利率债本周调整幅度较大，AA及以

上评级信用利差调整幅度暂不明显，基本维持在历史 35%分位以内，后续仍需密切关注流动性恢复情况。

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	2.02	2.18	2.53	4.75	CP	0.42	0.58	0.93	3.15
MTN3Y	2.73	2.91	3.33	5.51	MTN3Y	0.84	1.02	1.44	3.62
MTN5Y	3.27	3.63	4.03	6.21	MTN5Y	1.05	1.41	1.81	3.99
企业债 3Y	2.73	2.92	3.34	5.52	企业债 3Y	0.83	1.02	1.44	3.62
企业债 5Y	3.27	3.63	4.03	6.21	企业债 5Y	1.05	1.41	1.81	3.99
企业债 7Y	3.71	4.09	4.50	6.67	企业债 7Y	1.07	1.45	1.86	4.03
城投债 3Y	2.77	2.91	3.16	5.37	城投债 3Y	0.88	1.02	1.26	3.47
城投债 5Y	3.33	3.52	3.78	6.08	城投债 5Y	1.11	1.30	1.55	3.85
城投债 7Y	3.75	3.96	4.29	6.69	城投债 7Y	1.12	1.33	1.66	4.06
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	14.4	14.4	11.4	10.4	CP	-6.5	-6.5	-9.5	-10.5
MTN3Y	14.1	13.1	12.1	12.1	MTN3Y	-11.6	-12.6	-13.6	-13.6
MTN5Y	11.5	12.5	10.5	10.5	MTN5Y	-6.5	-5.5	-7.5	-7.4
企业债 3Y	14.1	13.1	12.1	12.1	企业债 3Y	-11.6	-12.6	-13.6	-13.6
企业债 5Y	11.5	12.5	10.5	10.5	企业债 5Y	-6.4	-5.5	-7.4	-7.4
企业债 7Y	8.1	10.1	7.1	7.1	企业债 7Y	-2.9	-0.9	-3.9	-3.9
城投债 3Y	10.4	7.4	8.4	6.4	城投债 3Y	-15.3	-18.3	-17.3	-19.3
城投债 5Y	8.2	8.2	9.2	6.2	城投债 5Y	-9.7	-9.7	-8.7	-11.7
城投债 7Y	7.4	9.4	9.4	8.4	城投债 7Y	-3.7	-1.7	-1.7	-2.7
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	5%	4%	4%	25%	CP	0%	0%	6%	75%
MTN3Y	1%	1%	3%	24%	MTN3Y	20%	16%	18%	85%
MTN5Y	5%	6%	5%	31%	MTN5Y	29%	29%	26%	88%
企业债 3Y	2%	1%	2%	21%	企业债 3Y	21%	16%	17%	81%
企业债 5Y	5%	5%	5%	26%	企业债 5Y	30%	28%	22%	86%
企业债 7Y	9%	6%	6%	29%	企业债 7Y	32%	23%	17%	79%
城投债 3Y	1%	1%	1%	28%	城投债 3Y	18%	19%	19%	77%
城投债 5Y	5%	7%	6%	30%	城投债 5Y	26%	25%	20%	76%
城投债 7Y	8%	8%	6%	34%	城投债 7Y	22%	18%	15%	77%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

#### 4、可转债

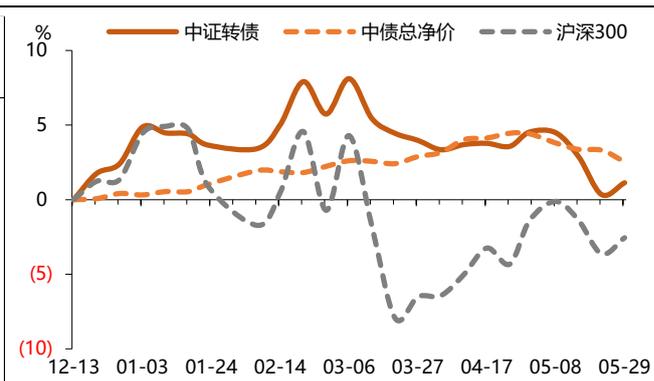
本周，本周市场受权益市场整体情绪带动更强，转债指数止跌回升，小幅反弹。创业板指和中证 1000 本周表现更明显，上证 50 小幅上行，市场成交量较上周扩大为主。行业层面，综合金融、消费者服务、轻工、地产、零售涨幅较大，此外周期股表现相对较好，煤炭、钢铁、有色、银行都录得较大涨幅，通信、农牧、电子、计算机跌幅领先。本周，市场波动略有提升，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为 1.4%、2.0%、1.1%和 1.1%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数较上周上行 0.8%，较上周体现一定修复。

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	1.4	-1.9	12.8	12.0	↑ 2503	2313.7
深证成指	1.3	-3.3	25.2	25.6	↑ 4011	3914.3
创业板指	2.0	-3.7	53.2	55.9	↑ 1343	1340.0
上证50	1.1	-1.6	8.8	8.9	↓ 444	448.4
沪深300	1.1	-2.3	11.3	11.4	↓ 1545	1622.0
中证500	1.5	-3.3	26.4	26.4	↑ 1380	1256.0
中证1000	2.3	-3.5	40.9	40.7	↑ 1741	1606.8

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:** 本周 6 大电厂耗煤量合计环比回落 5.68%，本月首次周度环比走低，从月度数据来看，5 月至今 6 大电厂耗煤量同比增速转正为 7.55%，较 4 月显著好转，5 月工业增速或继续回升。当前日均耗煤量绝对值回落至 59.3，处于 60 以下水平。耗煤量环比出现一定回落，后续关注需求关注供需再调整，去库存压力可能边际显现。

**地产:** 本周 100 大中城市土地成交面积有所回升，其中一二三线城市表现分化，一线城市拿地环比大幅增加，二线城市表现稳定，三线城市也有所增加；30 大中城市商品房成交面积较此前也继续回升。从绝对值来看，5 月以来商品房成交面积和土地占地面积表现分化，拿地数据偏弱，销售数据则偏强。从地产信托发行数据来看，本周地产信托发行量为 97.3 亿，较上周的 104.68 亿略有回落，后续地产投资或将继续修复。从两会对地产政策的总方向看，依旧坚持“房住不炒、因城施策”的方向，部分中小房企依旧面临一定现金回流压力。

**进出口:** 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 本周回升 0.31%，上海出口集装箱指数 (SCFI) 本周回升 8.58%。进口方面，本周波罗的海干散货指数和中国进口干散货运价指数有所回升。其中，波罗的海干散货指数较上周回升 6.48%，中国进口干散货运价指数走势较上周回升 2.73%。随着美欧主要国家逐步开启复工，全球贸易活跃度略有回升，波罗的海干散货指数继续回升，但随着我国出口订单及出口生产减少，国内来料加工型贸易所需的进口需求可能会有所降低。考虑到近期中美矛盾持续升级，关注后续中美第一阶段协议情况，对国内进出口的影响。

**通胀:** 工业品方面，全国钢铁价格指数微幅回升，回升幅度略有收窄。主要品种中，螺纹钢、热卷、高线价格本周均小幅回落。本周多个钢铁品种价格有所回落，从本周库存来看，螺纹钢、热卷、线材库存较上周分别减少 4.05%、6.28%、2.96%，降幅较上周有所收窄。农产品方面，猪肉价格本周继续回落，农业部公布的全国平均批发价小幅走低至 38.75 元/公斤左右，环比下行 0.12%，降幅较上周明显收窄，餐饮业复工影响，需求有所回升影响。牛羊肉方面，本周牛羊肉均有所回落，羊肉价格本周小幅回升落 0.15%，牛肉价格回落 0.41%；蔬菜价格继续下跌，本周下行 1.21%，跌幅有所走扩；水果价格同样转为回落，较上周下行 3.11%；综合来看，5 月至今食品二级子项除水果和水产品以外的其他食品二级子项价格均继续回落，预计 CPI 后续继续走低。

**消费：**2020年5月第三周汽车零售和批发同比表现分化，其中汽车零售增速同比下降5%，跌幅较上周有所走扩；批发方面，5月第三周乘用车日均厂家进货销量同比增速25%，涨幅有所走扩；从环比口径看，5月25~31日当周汽车零售环比4月同期回落9%，并未延续回暖趋势。从批发与零售的走势来看，5月前三周表现较4月有所转弱，显示当前汽车销售未进一步修复。

**海外：**本周国际油价继续上涨，WTI原油价格上涨3.43%，至34.02美元/桶；布伦特原油价格上涨0.37%，至35.41美元/桶。供给方面，市场预期减产协议可能延长，路透社报道称沙特和其他一些OPEC产油国希望将目前的970万桶/天的石油产量削减延长至12月，俄罗斯尚未同意这一举措，后续OPEC+将于6月9日召开会议，讨论延续4月达成的每日减产970万桶的供应协议；需求方面，美欧复工持续推进，原油需求有所提升，但中美两国紧张关系进一步升级，对市场预期有所打压。

**下周关注：**各国PMI；中美摩擦；美国失业率数据；央行公开市场操作

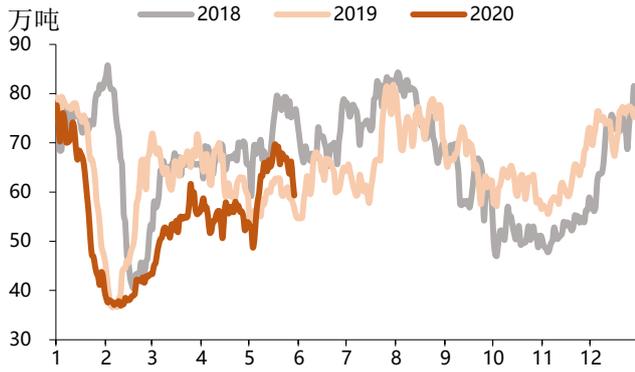
## 2、下周债市判断

**利率债：**本周主要市场主要受到供给冲击，叠加央行控价公开市场操作两方面影响，目前看6月供给压力短期还将持续承压，但从本周央行公开市场操作情况来看，货币政策后续大概率会配合财政政策，对短期的流动性冲击进行适度平抑。市场策略方面，上周我们判断长端债市回到中性位置且曲线平坦化确定性较高被市场印证。但货币政策的市场预期开始出现明显多空分化较大程度影响市场走势。我们认为在目前节点不必对货币政策过分悲观。本周两会闭幕总理定调放水养鱼，不再搞强刺激，但明确各类政策留有余地必要时不犹豫的使用；5月份伴随社融回到明显高于去年位置、经济恢复，央行暂停了边际宽松操作，但是6月份超储率回到低位，利率债供给仍然较大，MLF到期量也明显高于5月，经济恢复动能还在动态调整，如失业率等核心指标未出现改善，预计央行仍将呼应两会精神进行操作。鉴于前期过度交易导致短端利率和政策利率仍有负利差，未来货币政策有度宽松情况下两者会双向靠拢，可以等待短端逐步接近安全线。长端利率则可适度博弈经济恢复斜率和疫情尾部风险，30Y国债已经回到疫情前水平，10Y国债如在2.75%附近位置也有一定博弈空间，但近期商品价格的上行对通胀预期有所扰动，需要增加关注度。

**信用债：**近期信用债相对利率债大幅调整，表现相对平稳，但整体曲线依旧面临一定调整压力，3年内、高等级品种调整幅度明显。市场策略方面，受政策影响基建投资和城投相关产品种依然受到市场较高关注，城投债区域分化现象持续，板块整体信用风险边际降低而区域分化仍面临一定压力。关注政策影响更突出的行业和区域，票息策略为主挖掘个券机会。

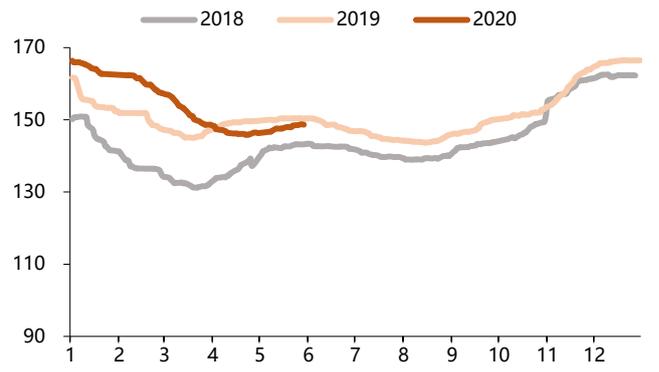
**可转债：**市场总体震荡为主，适度修复，相对债市转债和权益市场情绪相对更平稳。主板主要指数都适度小幅回升。行业层面，本周综合金融、消费、零售和地产都相对较好，周期股也体现出了一定韧性。市场策略方面，基本面的复苏动能有待验证，权益市场震荡中结构性行情的判断不改，仍建议布局强消费和高科技板块，可转债部分品种的估值逐渐恢复理性，可适当增加低估值品种，整体仍需保持耐心。

图表. 发电耗煤下幅回落



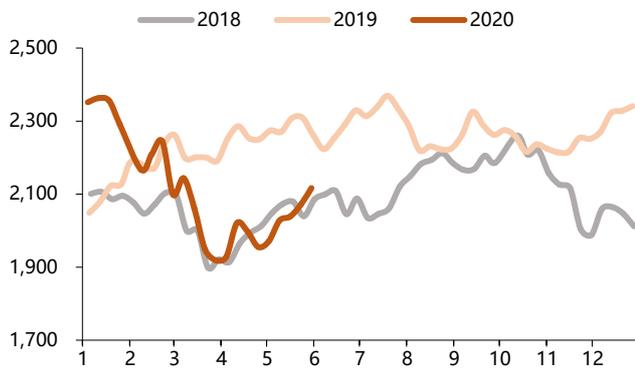
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格持续回升



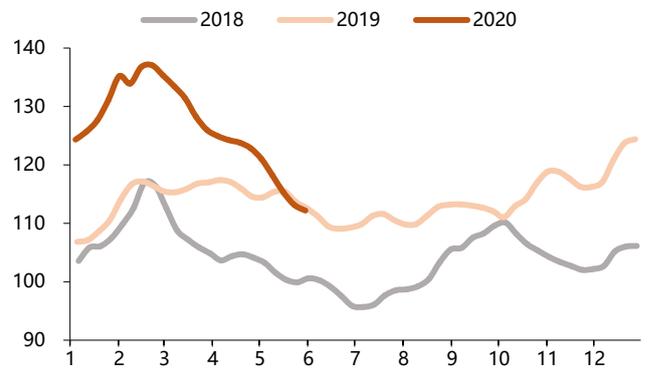
资料来源: 万得, 富荣基金

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. 农产品价格持续下行



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。