

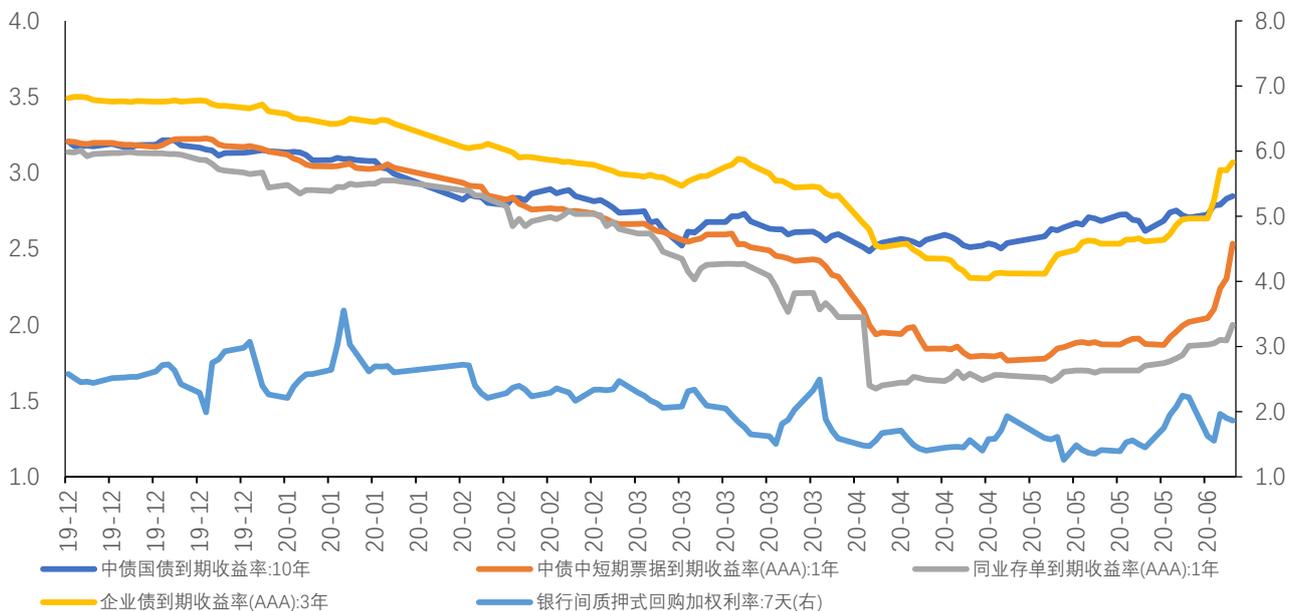
富荣基金固定收益周报

——债市利率重定价，市场预期出现分化

2020年6月5日

一、本周关注：

本周，债市出现大幅调整，除前期所提到的基本面持续修复、货币政策边际收紧等因素外，央行及监管机构近期提到的金融套利行为，也是推动债市大幅调整的关键因素之一。今年以来，尤其是春节后受到疫情影响，央行对流动性总量持续进行呵护，维持整体资本市场稳定，与此同时，债券市场利率也持续下行，并引发市场对于全球负利率的担忧。



资料来源：万得，富荣基金

企业融资成本，尤其是企业短期融资成本在二季度出现显著下行，1年期中短期票据二季度均值1.95%，较一季度2.78%下行83BP，3年企业债到期收益率二季度均值2.57%，较一季度3.12%下行55BP。此外，利率债和同业存单利率也大幅下行，1年期AAA同业存单二季度加权利率1.74%，较一季度2.65%下行91BP，10年期国债二季度加权利率2.63%，较一季度2.84%下行21BP，债券市场全面进入历史低位区间。

但进入二季度以来，国内国外逐步恢复经济活动，复产复工稳步推进，使得基本面持续得到一定修复，经济数据持续改善。央行总量货币政策也进入观察期，从央行政策角度出发，仍延续灵活稳健的政策态度，维持流动性整体合理充裕，更加强调精准滴灌，尤其是对小微企业等重点扶持，引导实体经济贷款利率逐步下行。但值得关注的是，相对于金融市场利率的快速下行，尤其是1年内债券品种与资金利差持续快速收缩，票据融资、银行理财和结构性存款等利率存在一定黏性，下行速度相对缓慢。在二季度复产复工还相对不充分的阶段，不排除一部

分资金持续淤积在金融体系内，出现一定套利空转现象。

上周央行推出新的宽信用工具，通过再贷款再贴现引导中小银行以 5.5% 左右的优惠利率向中小微企业提供贷款，并且给与了优惠的资金利率。从政策引导上，央行更希望有效引导流动性进入实体经济，刺激需求托稳经济复苏。该政策以及近期监管对“浑水摸鱼”打击金融资金套利的讲话，叠加月末、季末、缴税等常规资金扰动预期，引发债市在近两周出现快速大幅调整，市场对后续利率中枢进行重定价，且对后续基本面及利率曲线产生一定分歧。

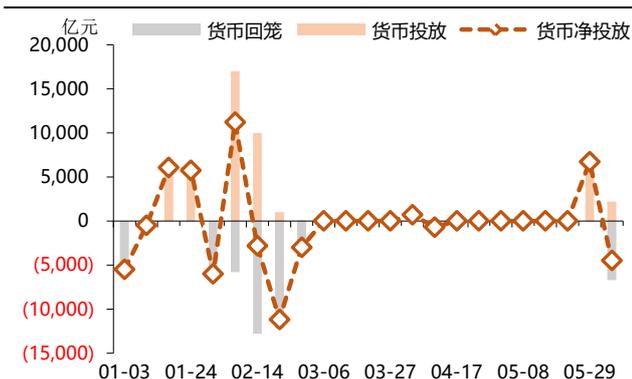
整体看，货币政策当前的焦点仍围绕在宽信用，在维持流动性总体合理充裕的同时，更多关注实体经济贷款利率的稳步下行。从基本面看，当前仍在后疫情复苏过程中，总体经济结构处于新旧动能转换阶段，行业表现呈现一定分化。结合当前情况及后续演变，基本面核心仍围绕在疫情降低与经济修复，关注环比和同比不同时间纬度经济数据的改善节奏和力度，风险偏好中短期内预计还将持续提升。内需的修复还将延续稳步回升态势，持续关注企业投资意愿修复和市场去库存情况，行业景气度存在分化压力，逆周期政策仍值得期待。但不可否认，叠加季末等周期因素干扰，债券品种短期内还将面临一定调整压力，对各资产品种更多从绝对收益水平寻找配置机会为主，挖掘大类资产和行业分化的结构性机会为辅。

二、上周市场回顾

1、资金面

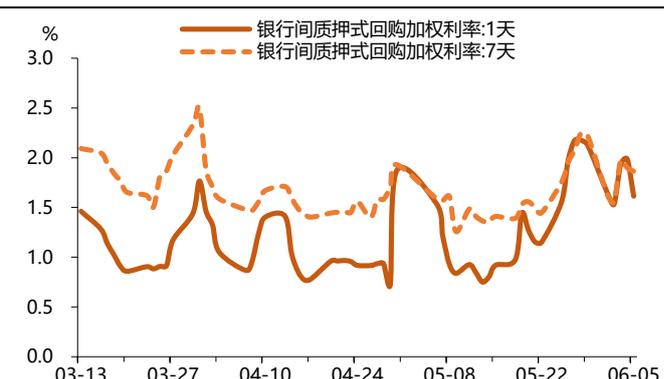
本周央行公开市场操作进行了 2200 亿 7 天逆回购，到期 6700 亿，合计公开市场操作净回笼 4500 亿。上周资金利率大幅上行，本周资金紧张情绪适度缓解，利率小幅下行。隔夜较上周下行 25BP 至 1.74%，7 天较上周下行 27BP 至 1.78%，下周公开市场到期 2200 亿，MLF 因周末顺延到期 5000 亿（6 月 6 日周六），关注后续央行 MLF 续作情况。

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



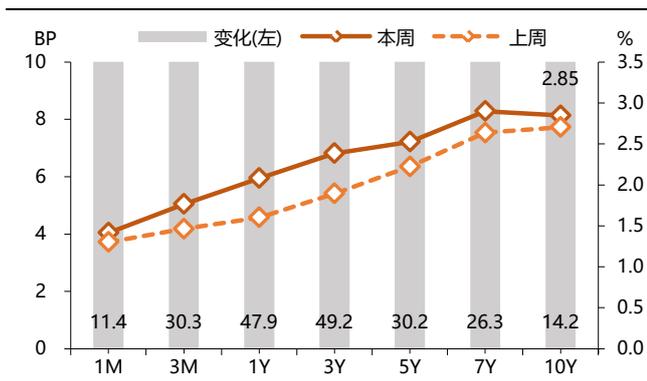
资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

本周债市利率债受到对央行货币市场政策以及后续市场预期改变影响，本周持续大幅调整，期限利差快速收窄，中短端利率大幅上行。国债 10 年和 1Y 期限利差从上周的 110BP 加速收窄至 77BP。本周市场一方面受到资金利率下行缓慢影响，使得市场预期后续货币政策边际收紧；另一方面，央行针对结构化存款以及金融市场空转套利等行为的态度，使得市场快速去杠杆，也对利率债市场带来较大调整压力。最终，本周 10Y 国债上行 14.2BP，10Y 国开上行 17.5BP，

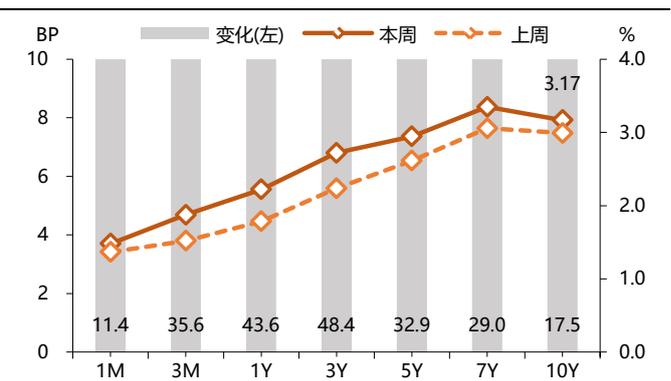
期限利差收窄，中短端上行明显。市场波动持续扩大，曲线快速熊平。

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，收益率上行调整明显，债市估值压力明显凸现。其中 1Y、3Y 和 5Y 品种调整幅度均较大，债市持续承压。具体来看，本周中短期票据，1Y 期到期收益率普遍上行 50BP，AA+ 以上信用评级短融上行至 2.6% 左右。3Y 中票企业债上行 30-40BP；5Y 品种上行 30BP 左右，长端 7 年品种相对平稳，上行 10-20BP。收益率绝对水平来看，本周各期限品种较前期修复明显，基本回归至 10% 分位水平。信用利差方面，因为利率债本周调整幅度较大，评级信用利差反而是收缩的，基本上仅 1Y 品种和 5 年 AAA 品种信用利差扩大，因为本周利率调整幅度过大，信用利差水平较上周反而适度收缩，后续仍需密切关注利率市场情绪向信用市场蔓延的风险。

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	2.53	2.69	3.03	5.25	CP	0.45	0.61	0.95	3.17
MTN3Y	3.13	3.31	3.65	5.83	MTN3Y	0.75	0.93	1.27	3.45
MTN5Y	3.61	3.92	4.30	6.47	MTN5Y	1.08	1.39	1.77	3.94
企业债 3Y	3.13	3.32	3.66	5.84	企业债 3Y	0.74	0.93	1.27	3.45
企业债 5Y	3.61	3.92	4.30	6.47	企业债 5Y	1.08	1.39	1.77	3.94
企业债 7Y	3.86	4.23	4.64	6.81	企业债 7Y	0.96	1.33	1.74	3.91
城投债 3Y	3.18	3.30	3.52	5.66	城投债 3Y	0.80	0.92	1.13	3.27
城投债 5Y	3.66	3.81	4.08	6.39	城投债 5Y	1.13	1.28	1.56	3.87
城投债 7Y	3.87	4.08	4.41	6.81	城投债 7Y	0.97	1.18	1.51	3.91
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	51.5	51.5	50.5	50.5	CP	3.6	3.6	2.6	2.6
MTN3Y	39.9	39.9	31.9	31.9	MTN3Y	-9.3	-9.3	-17.3	-17.3
MTN5Y	33.6	28.6	26.6	25.6	MTN5Y	3.4	-1.6	-3.6	-4.6
企业债 3Y	39.9	39.9	31.9	31.9	企业债 3Y	-9.3	-9.3	-17.3	-17.3
企业债 5Y	33.6	28.6	26.6	25.6	企业债 5Y	3.4	-1.6	-3.6	-4.6
企业债 7Y	15.0	14.0	14.0	14.0	企业债 7Y	-11.3	-12.3	-12.3	-12.3
城投债 3Y	41.2	39.2	36.2	29.2	城投债 3Y	-8.0	-10.0	-13.0	-20.0
城投债 5Y	32.4	28.4	30.4	31.4	城投债 5Y	2.2	-1.8	0.2	1.2
城投债 7Y	11.8	11.8	11.8	11.8	城投债 7Y	-14.5	-14.5	-14.5	-14.5
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	9%	7%	11%	46%	CP	0%	0%	7%	76%
MTN3Y	12%	9%	7%	34%	MTN3Y	14%	12%	11%	73%
MTN5Y	12%	10%	8%	45%	MTN5Y	33%	29%	23%	83%
企业债 3Y	12%	8%	8%	32%	企业债 3Y	15%	11%	11%	72%
企业债 5Y	13%	11%	8%	42%	企业债 5Y	34%	28%	20%	80%
企业债 7Y	12%	9%	7%	39%	企业债 7Y	20%	13%	7%	67%
城投债 3Y	10%	7%	7%	37%	城投债 3Y	14%	14%	13%	71%
城投债 5Y	10%	9%	9%	40%	城投债 5Y	27%	23%	20%	77%
城投债 7Y	10%	9%	8%	38%	城投债 7Y	13%	11%	7%	68%

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，转债指数持续修复，相对平稳。主要权益指数均持续小幅上涨，市场成交量较上周同步扩大。行业层面，电子、传媒、零售、通信、汽车涨幅居前，煤炭、钢铁、农牧、建材涨幅落后，服务性消费、商贸零售、汽车领涨频次提升，同时穿插领涨的还有电子、通信、传媒等品种，消费板块的出现一定分化。本周，上证综指、

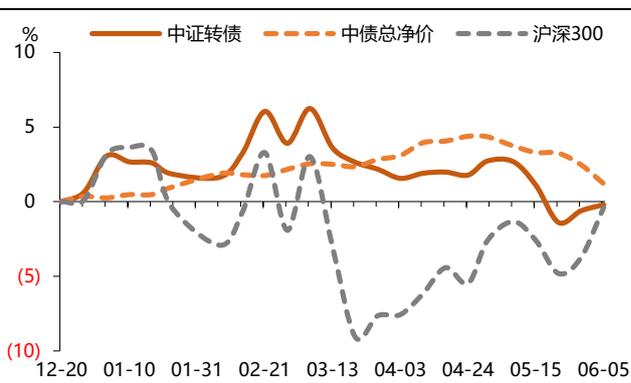
创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为 2.8%、3.8%、3.2%和 3.5%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数较上周上行 0.4%，持续小幅修复。

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	2.8	1.4	13.2	12.8	↑ 2739	2259.6
深证成指	4.0	1.3	29.1	28.1	↑ 4204	3302.4
创业板指	3.8	2.0	61.2	59.1	↑ 1399	1142.3
上证50	3.2	1.1	9.4	9.2	↑ 438	369.3
沪深300	3.5	1.1	12.3	12.0	↑ 1740	1347.1
中证500	3.3	1.5	32.4	31.4	↑ 1321	1061.9
中证1000	3.4	2.3	57.9	56.0	↑ 1769	1414.6

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: 6 大电厂耗煤量周中短暂上行后出现回落, 周度环比继续下行。6 大电厂耗煤量合计环比回落 7.22%, 跌幅较上周有所走扩。季节性来看, 此后随着各地气温逐步升高, 空调开启导致耗煤量进一步增加, 但耗煤量继续大幅走高仍需观察。

地产: 本周 30 大中城市商品房成交面积继续大幅回升, 速度较此前有所加快, 与近期上市房企发布的 2020 年 5 月销售业绩表现大规模攀升较为一致, 100 大中城市土地成交面积在上周环比大幅攀升后本周有所回落, 但部分城市土地溢价率依旧较高。当前房企拿地和销售均向好, 对房地产投资提供支撑。从地产信托发行数据来看, 本周地产信托发行量为 107.3 亿, 较上周的 97.3 亿有所回升, 后续地产投资或将继续修复。

进出口: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 本周回升 0.23%, 上海出口集装箱指数 (SCFI) 本周回升 0.56%, 6 月初出口运价上行动能减弱。近期美国与中国对抗波动较大, 先是 6 月 3 日暂停美国与中国所有航线, 但 6 月 5 日美国方面宣布取消这一规定, 后续中美贸易谈判仍需关注。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回升幅度有所扩大。其中, 波罗的海干散货指数较上周回升 18.7%, 中国进口干散货运价指数走势较上周回升 6.35%。

通胀: 工业品方面, Myspic 综合全国钢铁价格指数微幅回升 1.52%。主要品种中, 螺纹钢、热卷、高线价格本周均有所上涨, 分别变动 1.42%、1.92%、2.44%; 从库存来看, 螺纹钢、热卷、线材库存较上周分别减少 3.64%、7.99%、3.85%, 部分品种库存降幅较上周有所收窄。有色金属价格表现一致, 多个国内品种价格有所回升, 长江有色市场现货价格铜、铝、铅、锌价分别变动 1.96%、0.57%、0.27%、1.42%; 海外价格来看, LME 铜、铝、铅、锌较上周环比变化分别为 2.97%、2.42%、2.39%、1.38%。农产品方面, 猪肉价格本周转为回升, 农业部公布的全国平均批发价小幅波动至 39.27 元/公斤左右, 环比上行 1.32%, 为 2 月下旬以来周度数据首次回升, 主要受端午节假期即将到来、餐饮业复工导致需求有所回升以及 5 月抛压过多导致 6 月供给有所减少影响。牛羊肉价格转为回升, 羊肉价格本周小幅波动 0.67%, 牛肉价格回升 0.23%; 蔬菜价格止跌, 本周上行 1.65%; 水果价格延续上涨, 较上周大幅上行 3.17%; 鸡蛋方面, 价格上涨

0.78%；水产品本周价格上行 1.14%。从整体高频来看，6 月初农产品和菜篮子批发价格 200 指数环比仍较 5 月底下行，分别回落 0.57%和 0.6%，但跌幅较上周略有收窄。

消费：2020 年 5 月汽车零售和批发同比表现均较 4 月进一步好转，其中汽车零售与 2019 年持平，同比增速跌幅完全抹平；批发方面，5 月乘用车日均厂家进货销量同比增速 9%，明显好于去年同期以及今年 4 月份。另外，汽车批发明显好于零售，显示当前车企信心有所修复。4 月和 5 月汽车消费显著好转，主要受 3 月以来广州、深圳、南京、成都、上海等多地实施购车补贴政策影响。

海外：本周国际油价继续上涨，WTI 原油价格上涨 9.65%，至 39.55 美元/桶；布伦特原油价格上涨 12.94%，至 42.3 美元/桶。供给方面，此前沙特能源部长表示，OPEC+会议有望在周六取得“成功”；随后 OPEC 代表也放出消息称，所有的 OPEC 成员国都同意遵守协议，OPEC+将至少延长减产协议一个月；市场一致预期产油国将在会议上宣布延长当前的减产协议，会把现有协议中“5 月和 6 月减产 970 万桶/日”延长到 7 月底。OPEC 将在北京时间周六 20:00 开会，北京时间 22:00OPEC+将召开会议，会议结果或对后续油价走势产生影响。需求方面，随着本周美国小非农以及非农数据超出预期、美欧制造业 PMI 也超预期上行，导致市场对于主要发达国家快速复产复工，恢复原油需求预期较强，支撑油价走高。

下周关注：美联储利率决议；通胀和金融数据；央行公开市场操作

2、下周债市判断

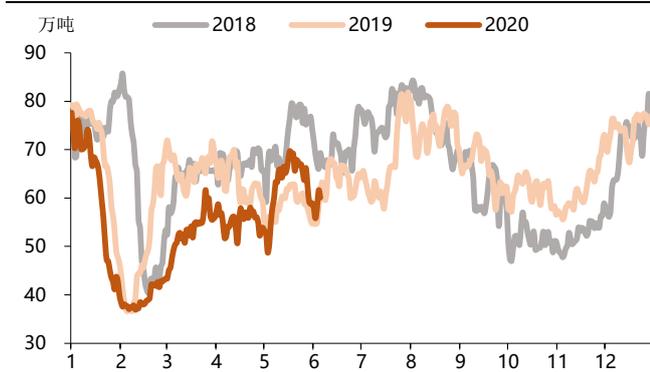
利率债：本周市场快速调整，各期限尤其是 3 年和 5 年品种利率调整幅度极大，市场持续承压。根本原因主要在于央行二季度以来货币政策调控持续中性，除 4 月和 5 月分别落实前期降准操作外，二季度并为进行更明显的流动性释放，尤其是 5 月以来 MLF 利率持续与前期持平，且适度缩量，使得市场预期持续落空，叠加月末、缴税等资金扰动因素，引发市场对整体利率中枢进行重定价。但本周调整幅度略超预期，一定程度上体现了当前市场情绪极度不稳定。市场策略方面，长端债市已经进入配置区间，期限利差曲线快速平坦，目前 1Y-10Y 期限利差已压缩至 80BP 以内，接近近一年区间低位。目前资产价格已大体回到年初水平，考虑全年基本面恢复的压力持续，经济全面恢复仍需时间验证，下半年同时关注数据环比修复和同比改善情况。长端利率则可适度博弈经济恢复斜率和疫情尾部风险，10 年国债国开已接近配置区间，但近期工业品价格仍在持续上行，本周将公布 5 月通胀和金融数据，客观看待债市调整，中期利率中枢仍有上行风险，短期则还有交易窗口，参考 2008 年金融危机后表现，利率在 2019 年 1 月触底回升，伴随社融和投资快速回升，2 月-5 月利率仍在磨底。中期来看利率仍会随着名义 GDP 增速的回升导致上行风险大于下行。国内短端利率也几乎消磨掉货币宽松预期，预期差角度或有利于债券短期交易，短期不必过度悲观，抓住横盘整理或小幅下行的时间窗口逐步调整组合结构更偏防御。

信用债：近期信用债相对利率债大幅调整，表现相对稍好，本周资金也相对上周适度改善，但受到资金利率中枢上行影响，1 年至 5 年中短端品种仍然调整幅度较大。市场策略方面，受政策影响基建投资和城投相关品种持续受到市场较高关注，城投债继续挖掘区域机会。关注政策影响更突出的行业和区域，票息策略为主。

可转债：市场总体持续修复，相对债市转债和权益市场情绪持续改善。主板主要指数都适度小幅回升。行业层面，电子、传媒、零售、通信、汽车涨幅明显，周期类煤炭、钢铁、农牧、建材也持续小幅收涨。市场策略方面，权益市场震荡中结构性行情的判断不改，当前全球股、

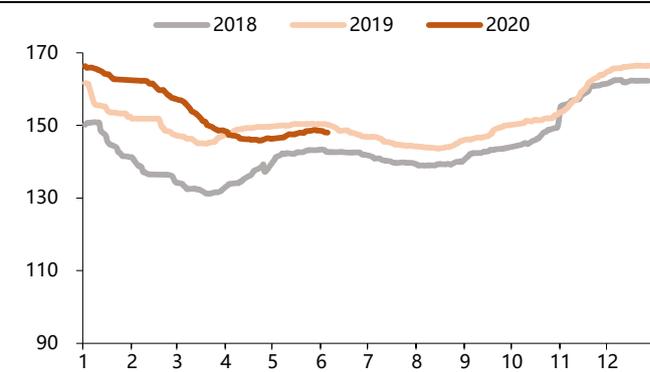
债价格已隐含经济V型复苏预期，仍建议布局强消费和高科技板块，可转债部分品种的估值逐渐恢复理性，可适当增加低估值品种，整体仍需保持耐心。

图表. 发电耗煤震荡上行



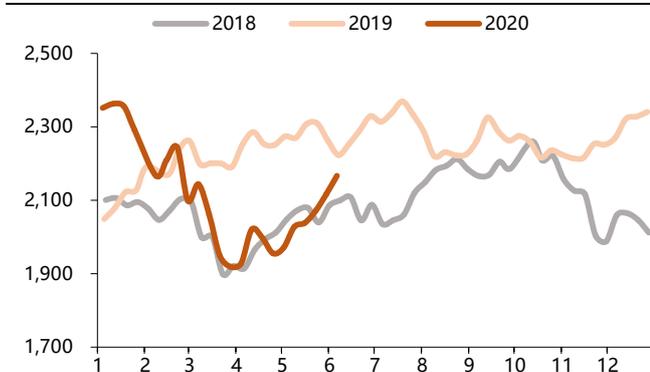
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格相对平稳，小幅回落



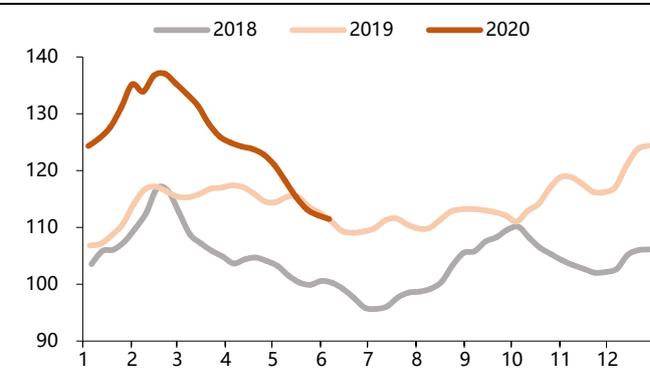
资料来源：万得，富荣基金

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。