

富荣基金固定收益周报

——预期落地伴随市场快速调整，债市比价优势日益凸现

2020年7月17日

一、本周关注：

本周公布数据：经济数据方面，中国二季度 GDP 同比 3.2%，预期 2.4%，前值 -6.8%；上半年固定资产投资（不含农户）同比降 3.1%，预期降 3.5%，前值降 6.3%；上半年房地产开发投资同比增 1.9%，1-5 月降 0.3%；6 月社零消费同比-1.5%，预期 0.5%，前值-2.8%；6 月工业增加值同比 4.8%，预期 4.8%，前值 4.4%；6 月失业率 5.7%，略低于 5 月的 5.9%。

数据具体来看，主要有几个要点：

1) 进出口数据较好对 GDP 数据持续带来正向拉动，6 月出口增速转正，同时进口大幅增加，对 GDP 数据产生一定正拉动贡献。

2) 地产和基建投资上半年持续向好，但制造业投资修复略慢。地产投资方面，1-6 月地产投资累计增速转正回升至 1.9%，单月投资增速回升至 8.5%，回暖速度较基建和制造业相对较快。一方面，6 月新开工增速大幅回升至 8.9%，连续两个月均为正值；另一方面，6 月施工面积有所回升，拉动地产投资增速。但考虑到近期部分城市地产政策有所收紧，房住不炒的大方向下，下半年地产数据持续性有待观察。基建投资方面，6 月基建投资增速较 1-5 月继续回升，单月同比增速略有回落，7 月单月基建投资增速或再度回升。基建方面，增速较 1-5 月继续回升至-2.7%，从当月同比来看，6 月基建投资单月增速为 6.8%。考虑到当前南方洪涝灾害持续恶化，后续基建投资可能还有空间，但是增速斜率可能有所减缓。制造业投资方面，1-6 月较 1-5 月跌幅收窄 3.1%，较 4 月的 4%进一步收窄，单月增速由 5 月的-5.3%小幅回升至-3.5%，但制造业投资增速回升幅度有所收窄，制造业修复持续放缓。

3) 消费数据略弱于预期，6 月社零增速-1.5%，社零回升幅度不及市场预期。消费数据走弱一方面受居民可支配收入减少影响，另一方面受汽车和石油及其制品拖累。此外，网上消费增速走高，6 月增速进一步回升至 25.7%，对社零的拉动率达 7.5 个百分点，仅次于去年“双十一”的 7.6%。

整体看，二季度数据持续亮眼，但部分数据修复有所放缓。工业生产快于需求修复，基建地产数据持续亮眼，制造业修复略放缓，企业部分反弹明显强于居民部分。上半年来看，工业生产、基建和地产投资仍是当前经济复苏的主要驱动力，企业利润的快速修复为工业生产的回暖提供了一定保障。后续考虑到，南方洪涝灾害持续恶化、政策对地产和权益市场持续关注、适度“降温”，下半年经济恢复斜率可能边际放缓。此外，就业数据仍值得持续关注，居民部门修复节奏可能略弱，对消费投资修复恐将持续形成拖累。

对于债市，当前经济基本面持续向好的整体态势得到有效验证，逆周期政策延续发力之下，经济基本面的弱复苏格局有望延续，但数据修复速度出现适度放缓的迹象。考虑到金融市场仍走在实体经济前面，但利率债品种已持续大幅调整近 2 月，债市处于配置区间上区间，短期可能出现一定

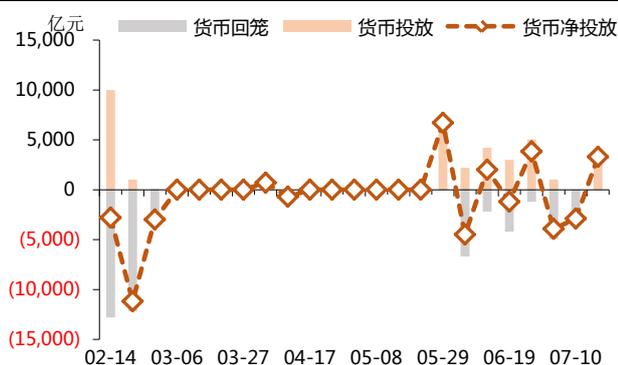
博弈机会，中期看尚处在宽幅震荡走势中，边际收紧的货币政策对利率债能否进一步走出趋势性机会产生一定制约。

二、上周市场回顾

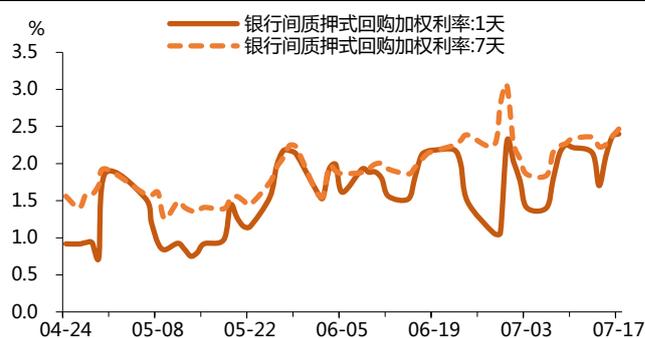
1、资金面

本周央行公开市场操作净投放 5300 亿,其中 MLF 到期 2000 亿。本周资金利率持续小幅抬升、受缴税影响周内延续高位震荡。周隔夜加权较上周上行 18BP 至 2.14%，7 天较上周上行 17BP 至 2.33%，下周公开市场操作与 MLF 等合计到期 8277 亿，到期总量略高，关注央行 MLF 操作续作情况，本月 MLF 已于 15 日续作，缴税扰动消退预计 OMO 可能适度回笼。

图表. 央行公开市场逆回购操作



图表. DR007 与 R007 走势



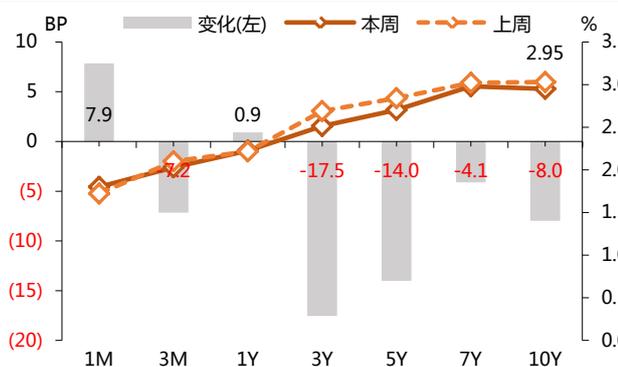
资料来源: 万得, 富荣基金

资料来源: 万得, 富荣基金

2、利率债

本周债市利率债曲线涨跌互现，期限利差适度收窄，国债品种相对证金债表现略好。国债各期限品种，除 3M 内品种受资金扰动影响适度上行外，1Y 以上期限呈现明显修复行情，其中 3Y 品种下行最为明显，较上周下行 18BP。国开债品种整体走势与国债类似，但幅度较小，3Y 品种下行 5BP 左右，10Y 品种反较上周小幅上行 2BP，同期限国债走势出现一定背离。最终，本周 10Y 国债下行 8BP 至 2.95%，10Y 国开上行 1.8BP 至 3.44%，本周国债、地方债和政策性金融债总发行量 3565.75 亿，到期量 1486.1 亿，净融资 2079.65 亿。根据当前发行计划显示，下周发行量 1785.35 亿，到期量 653.21 亿，净融资 1132.14 亿。

图表. 国债收益率曲线和变化



图表. 国开债收益率曲线和变化



资料来源: 万得, 富荣基金

资料来源: 万得, 富荣基金

3、信用债

本周信用债表现,信用品种整体适度调整,其中3Y和7Y品种调整幅度相对其他期限明显。具体来看,中短期票据震荡为主;中期中票、企业债品种3年期上行4-5BP,7年期上行7BP;城投债方面,3年城投本周持续上行,幅度在6-10BP,AA+品种上行明显。收益率绝对水平来看,各期限品种仍大体维持在20-30%分位区间,息差水平较上周小幅上行,处于25-50%分位区间,5年AAA中票息差分位数持续走高,目前AAA评级中票企业债息差水平接近50%。

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	2.95	3.14	3.47	5.64	CP	0.73	0.92	1.25	3.42
MTN3Y	3.62	3.83	4.14	6.31	MTN3Y	1.10	1.31	1.62	3.79
MTN5Y	3.95	4.24	4.60	6.77	MTN5Y	1.25	1.54	1.90	4.07
企业债 3Y	3.62	3.83	4.14	6.31	企业债 3Y	1.11	1.32	1.63	3.80
企业债 5Y	3.96	4.25	4.61	6.78	企业债 5Y	1.25	1.54	1.90	4.07
企业债 7Y	4.08	4.44	4.83	7.00	企业债 7Y	1.10	1.46	1.85	4.02
城投债 3Y	3.67	3.84	4.00	5.87	城投债 3Y	1.15	1.32	1.49	3.36
城投债 5Y	4.01	4.20	4.46	6.72	城投债 5Y	1.30	1.49	1.76	4.02
城投债 7Y	4.11	4.30	4.62	7.02	城投债 7Y	1.13	1.32	1.64	4.04
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-5.7	-4.7	1.3	1.3	CP	-6.6	-5.6	0.4	0.4
MTN3Y	4.1	5.1	4.1	4.1	MTN3Y	21.7	22.7	21.7	21.7
MTN5Y	0.3	1.3	1.3	1.3	MTN5Y	14.3	15.3	15.3	15.3
企业债 3Y	4.2	5.2	4.2	4.2	企业债 3Y	21.7	22.7	21.7	21.7
企业债 5Y	0.3	1.3	1.3	1.3	企业债 5Y	14.3	15.3	15.3	15.3
企业债 7Y	7.2	7.2	7.2	7.2	企业债 7Y	11.3	11.3	11.3	11.3
城投债 3Y	6.5	10.5	10.5	-0.5	城投债 3Y	24.1	28.1	28.1	17.1
城投债 5Y	0.8	0.8	6.8	3.8	城投债 5Y	14.8	14.8	20.8	17.8
城投债 7Y	6.3	6.3	5.3	5.3	城投债 7Y	10.4	10.4	9.4	9.4
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	24%	22%	27%	61%	CP	21%	17%	23%	87%
MTN3Y	29%	27%	25%	63%	MTN3Y	42%	35%	32%	92%
MTN5Y	27%	24%	21%	60%	MTN5Y	47%	40%	33%	94%
企业债 3Y	31%	26%	25%	61%	企业债 3Y	44%	33%	29%	90%
企业债 5Y	28%	24%	21%	55%	企业债 5Y	50%	39%	29%	91%
企业债 7Y	21%	18%	14%	48%	企业债 7Y	36%	25%	15%	78%
城投债 3Y	25%	23%	18%	46%	城投债 3Y	35%	35%	31%	74%
城投债 5Y	22%	19%	18%	53%	城投债 5Y	39%	36%	32%	83%
城投债 7Y	16%	14%	12%	48%	城投债 7Y	24%	19%	16%	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

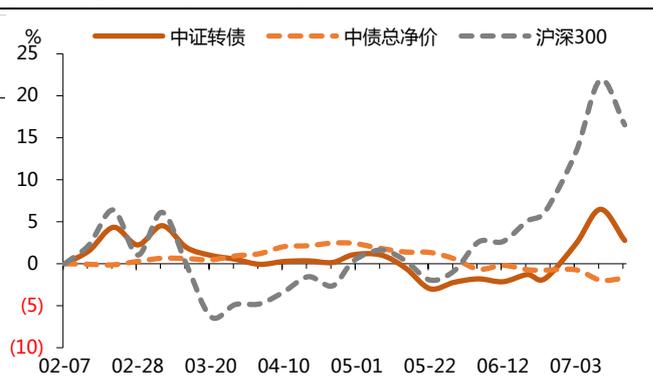
本周，本周权益市场情绪受到市场自我调整和外部监管强关注等多种内外部因素影响，出现整体调整态势，转债指数跟随权益市场也适度回调。市场各主要板块上涨明显，创业板领涨，市场成交量较上周放量上涨。行业层面，建材出现2%以上涨幅外，大部分行业板块出现不同程度回调，电力及公用事业、农林牧渔、轻工、家电尚可，非银、电子、通信、计算机、综合金融领跌，前期涨幅大的高位板块回调幅度略大。本周，上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为-5.0%、-4.2%、-4.9%和-4.4%。转债市场伴随权益市场回调，幅度上略好于权益，中证转债指数较上周下行3.5%。

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	-5.0	7.3	14.5	15.2	↓ 6614	7007.8
深证成指	-4.1	10.0	32.7	34.1	↑ 8691	8589.9
创业板指	-4.2	12.8	73.7	76.7	↑ 2850	2736.6
上证50	-4.9	6.1	10.8	11.4	↓ 1337	1666.3
沪深300	-4.4	7.5	13.7	14.4	↓ 4890	5458.4
中证500	-5.0	10.3	30.5	32.1	↑ 2988	2979.2
中证1000	-5.3	10.4	53.8	56.9	↑ 3505	3488.5

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：本周主要港口动力煤均价环比回落0.34%，涨幅较上周的上涨1.75%转为下行。PTA产业链负荷率环比回落1.74%，由涨转跌。中国玻璃综合指数回落0.55%，较上周的回升0.83%转为下行，主要受需求预期转弱影响。整体看，动力煤、PTA及玻璃价格指数均出现不同程度走弱。

地产和消费：受近期部分城市房地产政策收紧影响，本周地产高频数据表现略减弱。30大中城市商品房成交面积较上周有所回落。拿地方面，100大中城市土地成交面积继续略有回落，主要受二三线城市拿地回落拖累，一线城市拿地本周有所回升。从地产信托发行数据来看，本周地产信托发行量为76.16亿，较上周的123.34亿有所回落。乘联会最新数据显示，7月第二周零售日均3.1万辆，同比下降5%，较第一周有所收窄，但环比6月同期下降21%，降幅较大，而7月1-12日的总体零售同比下降9%，环比6月同期下降15%。

进出口：出口方面，上海出口集装箱指数(SCFI)本周回升0.2%，中国出口集装箱运价指数(CCFI)本周回落0.3%。进口方面，波罗的海干散货指数较上周回落7.84%，较上周转为回落，中国进口干散货运价指数走势较上周继续回落5.6%，回落幅度走扩。

通胀：农产品方面，猪肉价格本周继续上涨，周度数据来看，农业部公布的全国平均批发价较上周末回升至48.76元/公斤左右，环比上行2.86%，涨幅较上周有所收窄。牛羊肉价格本周小幅回升，本周均小幅回升0.03%；本周蔬菜价格继续回落，小幅回落0.19%；水果价格转为上行，较上周上行1.21%；鸡蛋方面，价格回升4.4%，或受产蛋率有所下降影响；水产品本周价格下行0.15%。

海外：国际油价本周维持前期水平，震荡为主。WTI 原油价格至 40.59 美元/桶；布伦特原油价格至 43.14 美元/桶。疫情方面，美国疫情持续恶化，巴西和印度单日新增确诊病例也不断增加，使得市场对燃料消费快速复苏的预期有所减弱，后续看美国新增确诊病例不断创新高，海外疫情全面修复尚需时日。

下周关注：中美关系；央行公开市场操作；南方洪涝发展情况；政治局会议

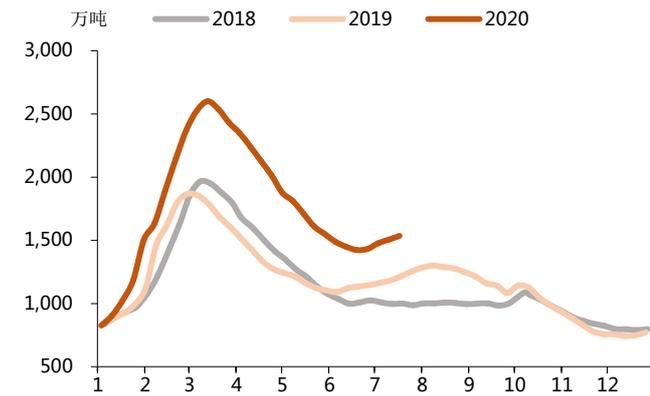
2、下周债市判断

利率债：从本周公布的月度经济数据看，基本面持续修复过程中，但从最新周度数据看工业修复速度适度收敛，一定程度上可能也是受当前南方洪涝灾害影响所致。此外，本周多地出现房地产政策收紧，叠加监管对权益市场快速上涨的高度关注，资金过热进入股市和房市近期恐将持续受到关注和管控。全周 10Y 国债下行 8BP 至 2.95%，10-1Y 国债利率利差小幅下行至 73BP。下周处于经济数据空窗期，公开市场操作到期较多但是考虑到缴税扰动渐退，预计资金利率适度回归，公开市场操作适度回笼为主。利率债情绪近期相对平稳，尽管短端一定程度上仍受到资金扰动适度上行，但长端表现尚可，值得关注的是 10Y 国债和国开债利差大幅走阔，且两者周度数据看，走势出现一定背离。目前债市面临较明确的压制因素：货币政策中性边际收紧、基本面数据持续向好、风险偏好走强权益市场持续上涨大部分利空已在市场预期，从情绪看市场当前对债市利多信息更敏感，从比价看债市相对权益也确实呈现一定性价比。综合考虑，有一定仓位保护情况下，当前可根据点位和时间窗口灵活调整组合结构，策略整体以防御为主，短期债市可能出现一定博弈机会。

信用债：本周各期限品种适度上行，主要受到资金扰动影响，存单和 1Y 内利率品种持续上调，带动信用品种走弱。信用债发行和净增量较 6 月份出现明显回落，二级市场收益率受到股市影响，收益率大幅上行，曲线，其中 3 年期品种上行幅度最大。近期股市回调影响，债市情绪适度得到缓和，但是信用债反应相对滞后，收益率下行幅度不及利率债。整体来看，信用债的换手近期也有所加大，反映出基金等交易盘卖出压力有所缓解。我们重申当前利率的绝对水平有一定基本面支撑，配置盘的绝对收益也有保障，但后续经济边际改善的趋势不变则货币政策很难释放有利信号，国际关系近期压力加大，是否进一步升级将影响大类资产走势。短期债市或有小幅反弹但力度有限，票息策略短期占优。

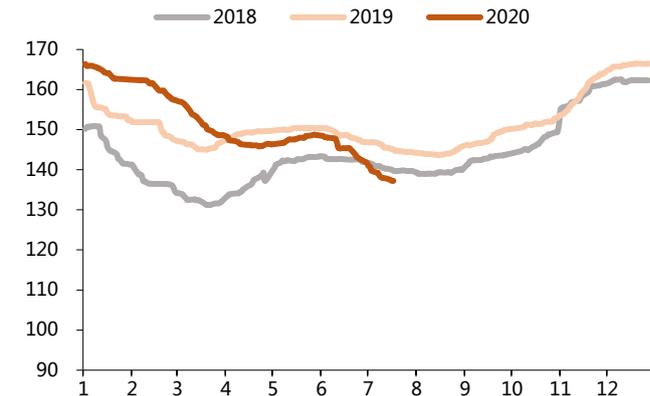
可转债：本周权益市场表现较弱，转债表现稍好于权益。行业层面，建材出现 2% 以上涨幅外，大部分行业板块出现不同程度回调。市场策略方面，中期处于金融条件相对宽松，科技创新升级的周期，总体面临有利的环境。短期看，股债相对估值已不再有利，部分板块高估值加大波动，下周科创板解禁高峰带来一定程度考验，但整体成交量仍在高位情绪也很难短期消退，疯牛预期减弱后反而有利于结构牛继续开展。转债继续关注半年报绩优品种、正股弹性和逻辑较强品种。

图表. 主要钢材库存小幅回升



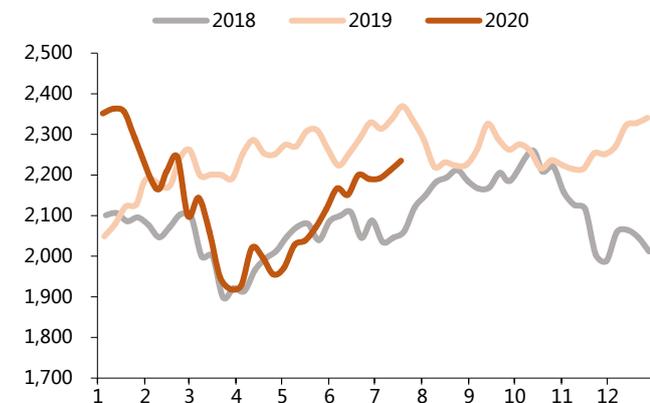
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格持续回落



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 南华工业品指数持续向好



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 原油价格相对平稳



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。