

富荣基金固定收益周报

——风险偏好回落，债市重获关注

2020年7月24日

一、本周关注：

本周7月24日，国务院副总理韩正主持召开房地产工作座谈会，总结房地产长效机制试点方案实施情况，分析当前房地产市场形势，部署下一阶段房地产重点工作。韩正表示，房地产长效机制实施以来，取得明显成效，值得充分肯定。坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期；因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展。要坚持问题导向，高度重视当前房地产市场出现的新情况新问题，时刻绷紧房地产调控这根弦，坚定不移推进落实好长效机制。要全面落实城市政府主体责任，发现问题要快速反应和处置，及时采取有针对性的政策措施。要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。要加强市场监测，对市场异动及时提示、指导和预警，精准分析市场形势。要抓紧建立住宅用地市场监测指标体系，定期公开各地土地储备和已出让土地建设进展情况，接受社会监督。要发挥财税政策作用，有效调节住房需求。要持续整治房地产市场乱象，依法有效查处违法违规行为。要做好住房保障工作，因地制宜推进城镇老旧小区和棚户区改造，着力解决城市新市民和年轻人住房问题。

从本周的高频数据，本周30大中城市商品房成交面积较上周继续回落，并且各地方政策也出现不同程度收紧态势，如近期深圳、宁波、东莞、内蒙等部分城市皆公布了各地有关房地产的相关政策。当前政策暂时进入收紧阶段，会议指出要实施好房地产金融审慎管理制度，防止资金违规流入房地产市场。预计后期对于房贷总量可能出现压缩，对地产销售不利，下半年地产数据可能带来一定负面影响。

回顾上半年情况，疫情后伴随货币政策持续宽松，贷款利率包括房贷利率下行，叠加债市利率下行，地产开放商融资成本和居民信贷成本都出现不同程度的下行，使得房地产市场在上半年持续回暖，地产数据上半年相对较好，体现出了较强韧性。

但是值得关注的是，进入二季度后，6月房地产销售面积当月增速从9.7%降至2.1%，弱于30城销售的改善幅度，经历了前期需求的集中释放后，三四线城市的地产修复速度出现一定减缓。新开工当月增速从2.5%升至8.9%，竣工当月增速由6.3%降至到了-6.8%，仍然呈现出了较大的波动性。此外，土地购置面积同比增速接近0增长，土地成交价款同比增速从7.1%降至5.9%。地产销售增速的下滑，显示房地产需求的释放已基本进入后半程。

关注下半年，首先政策环境较前期出现变化，部分市场房价的上涨已经引起了监管层注意，深圳、宁波等地已采取了相对严厉的房地产限制措施，本周的房地产工作座谈会，再次对地产政策进行了明确，强调“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期；因城施策、一城一策”的政策态度。其次，下半年还需关注部分三四线城市地产库存情况，近期积压需求有所释放，房地产市场在下半年或仍存在一定调整压力。

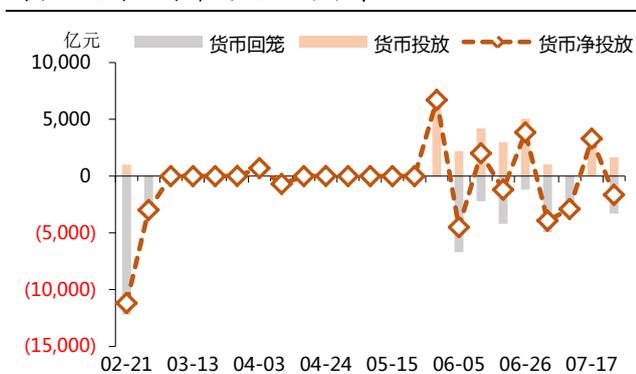
对于债市，我们仍然维持前期观点。当前经济基本面持续向好的整体态势得到有效验证，逆周期政策延续发力之下，经济基本面的弱复苏格局有望延续，但数据修复速度出现适度放缓的迹象。进入三季度后，国内基本面修复进入边际走弱阶段，部分行业和高频数据呈现一定增速放缓态势，中美关系的持续恶化，除对基本面数据可能产生一定影响外，对风险资产偏好亦将产生一定扰动。短期内，基本面和风险偏好都利好债市，本身的比价优势对债市持续形成一定支撑，博弈机会近期凸现，但能否形成趋势并突破年内新低仍需进一步观察和验证，中期看尚处在宽幅震荡走势中。

二、上周市场回顾

1、资金面

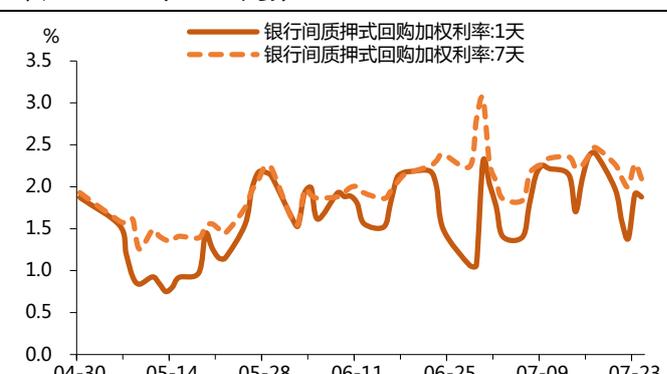
本周央行公开市场操作净回笼 6177 亿,其中 MLF 和 TMLF 合计到期 4977 亿。本周资金利率震荡为主。周隔夜加权较上周下行 7BP 至 1.71%，7 天较上周上行 14BP 至 2.41%，下周公开市场操作到期 1600 亿，到期总量不大。

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

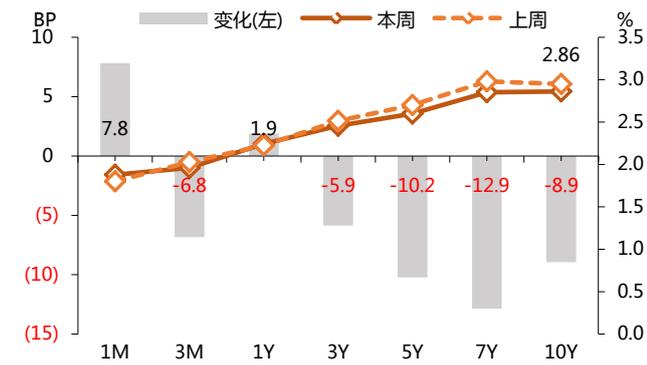


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

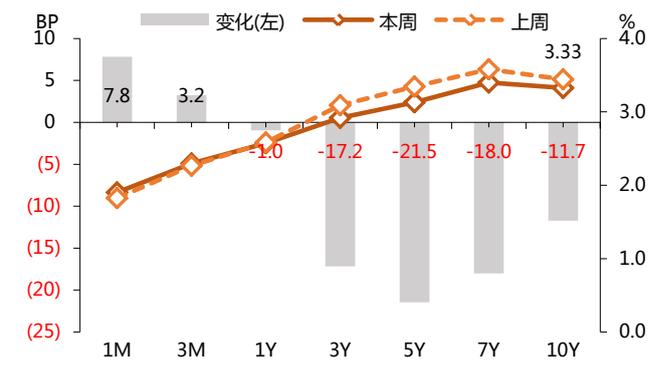
本周债市利率债曲线 3Y 及以上期限品种下行明显，期限利差收窄。国债、国开债整体走势类似：1Y 内品种受周内资金扰动，伴随资金有所扰动。证金债品种相对国债品种表现略好，3Y 和 5 年证金债品种均较同期限国债品种下行更明显，曲线整体适度走平。最终，本周 10Y 国债下行 8.9BP 至 2.86%，10Y 国开下行 11.7BP 至 3.33%，本周国债、地方债和政策性金融债总发行量 2963.95 亿，到期量 653.21 亿，净融资 2310.74 亿。根据当前发行计划显示，下周发行量 2383.81 亿，到期量 2511.78 亿，净融资-127.97 亿。

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，信用品种整体适度下行，其中 5Y 和 7Y 品种调整适度下行表现略好于同期限利率品种。具体来看，中短期票据小幅震荡下行为主；中票和企业债品种本周调整幅度不大，大体维持在 1-5BP；城投债方面，本周波动相对明显，3 年和 7 年品种本周下行 4BP 左右，5Y 品种下行 5BP 左右。收益率绝对水平来看，各期限品种小幅下行至 10-20%分位区间，息差水平处于 10-35%分位区间。

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	2.71	2.88	3.17	5.34	CP	0.61	0.78	1.07	3.24
MTN3Y	3.17	3.37	3.71	5.88	MTN3Y	0.78	0.98	1.32	3.49
MTN5Y	3.68	3.96	4.34	6.51	MTN5Y	1.07	1.35	1.73	3.90
企业债 3Y	3.17	3.37	3.71	5.88	企业债 3Y	0.79	0.99	1.33	3.50
企业债 5Y	3.68	3.96	4.34	6.51	企业债 5Y	1.07	1.35	1.73	3.90
企业债 7Y	3.88	4.26	4.67	6.84	企业债 7Y	1.02	1.40	1.81	3.98
城投债 3Y	3.21	3.36	3.54	5.63	城投债 3Y	0.82	0.97	1.15	3.24
城投债 5Y	3.73	3.89	4.10	6.40	城投债 5Y	1.12	1.28	1.49	3.79
城投债 7Y	3.89	4.08	4.41	6.81	城投债 7Y	1.03	1.22	1.55	3.95
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-1.6	-2.6	-2.6	-2.6	CP	3.6	2.6	2.6	2.6
MTN3Y	-2.2	-3.2	-3.2	-3.2	MTN3Y	3.0	2.0	1.9	2.0
MTN5Y	-1.1	-4.1	-4.1	-4.1	MTN5Y	-3.3	-6.3	-6.3	-6.3
企业债 3Y	-2.2	-3.2	-3.2	-3.2	企业债 3Y	2.9	1.9	1.9	1.9
企业债 5Y	-1.1	-4.1	-4.1	-4.1	企业债 5Y	-3.3	-6.3	-6.3	-6.3
企业债 7Y	-0.9	-1.9	-0.9	-0.9	企业债 7Y	-0.1	-1.1	-0.1	-0.1
城投债 3Y	-3.9	-3.0	-3.0	-4.0	城投债 3Y	1.2	2.2	2.2	1.2
城投债 5Y	-5.1	-4.1	-5.1	-5.1	城投债 5Y	-7.3	-6.3	-7.3	-7.3
城投债 7Y	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	城投债 7Y	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	15%	13%	18%	48%	CP	9%	8%	14%	78%
MTN3Y	13%	10%	8%	37%	MTN3Y	16%	15%	13%	78%

MTN5Y	14%	12%	10%	48%	MTN5Y	32%	25%	20%	78%
企业债 3Y	13%	11%	9%	35%	企业债 3Y	19%	15%	13%	75%
企业债 5Y	16%	12%	10%	44%	企业债 5Y	34%	24%	18%	77%
企业债 7Y	13%	10%	8%	40%	企业债 7Y	24%	18%	10%	73%
城投债 3Y	11%	8%	8%	36%	城投债 3Y	16%	17%	14%	70%
城投债 5Y	11%	12%	10%	41%	城投债 5Y	27%	23%	18%	74%
城投债 7Y	10%	9%	8%	38%	城投债 7Y	17%	13%	10%	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

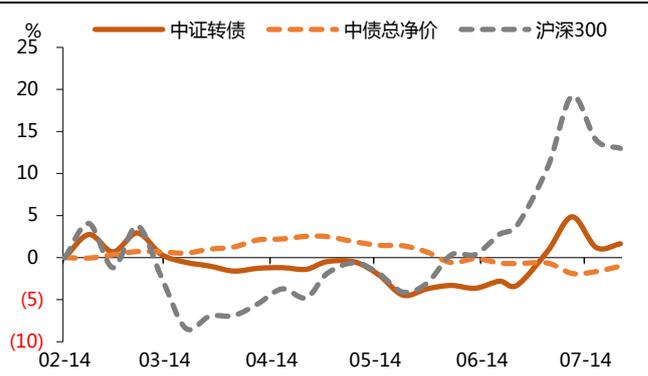
本周，本周权益市场情绪较上周有所修复，但仍以下行调整为主，转债指数小幅微涨。市场各主要板块持续调整态势，市场成交量较上周下行。行业层面，前期强势板块分化，食品、电子、通信等相对弱势，当周涨幅靠前的主要是贵金属、航天、机械以及化工等弹性板块。本周，上证综指、深证成指、上证 50 和沪深 300 表现分别为-0.5%、-1.4%、-0.9%和-0.9%。转债市场伴随权益市场修复表现略好，中证转债指数较上周微涨 0.4%。

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	-0.5	-5.0	14.2	14.5	↓ 5319	6614.4
深证成指	-1.4	-4.1	32.0	32.7	↓ 6667	8690.6
创业板指	-1.3	-4.2	72.5	73.7	↓ 2235	2850.2
上证50	-0.9	-4.9	10.7	10.8	↓ 1118	1337.4
沪深300	-0.9	-4.4	13.6	13.7	↓ 3959	4889.6
中证500	-1.0	-5.0	30.3	30.5	↓ 2294	2987.5
中证1000	0.2	-5.3	53.7	53.8	↓ 2698	3504.9

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平均价环比回落 1.04%，跌幅较上周有所走扩。PTA 产业链负荷率环比回升 0.26%，再度上行。中国玻璃综合指数回升 1.01%，或受需求影响。本周 Myspic 综合全国钢铁价格指数回升 0.29%，升幅较上周明显收窄。主要品种中，螺纹钢、热卷、高线价格本周多为上涨，分别变动 0.26%、-0.12%、0.51%；从库存来看，螺纹钢、热卷、线材库存分别变动 1.57%、1.18%、-0.6%，社会库存继续回升。本周多个国内有色品种价格有所回落，长江有色市场现货价格铜、铝、铅、锌价分别变动-0.47%、-1.96%、-2.35%、0.38%，较上周有所转弱。

地产和消费：本周 30 大中城市商品房成交面积较上周继续回落，或与近期部分城市地产政策有所收紧有关。拿地方面，100 大中城市土地成交面积继续回落，主要受二三线城市拿地回落拖累。从地产信托发行数据来看，本周地产信托发行量为 93.82 亿，较上周的 76.16 亿有所回升。乘联会最新数据显示，7 月第三周零售日均 4 万辆，同比增长 3%，较第二周继续收窄，但

环比6月同期下降15%，降幅较大，而7月1-19日的总体零售同比增长8%，环比6月同期下降11%。

进出口：出口方面，上海出口集装箱指数（SCFI）本周回落1.31%，中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周回升1%。进口方面，波罗的海干散货指数较上周回落13.76%，中国进口干散货运价指数走势较上周继续回落6.82%，两者回落幅度均有所走扩。

通胀：猪肉价格本周继续上涨，农业部公布的全国平均批发价较上周末回升至48.82元/公斤左右，环比上行0.13%，涨幅较上周继续明显收窄。牛羊肉价格本周继续小幅回升，本周分别回升0.97%、0.74%；蔬菜方面，价格略有回升，小幅回落1.23%；水果价格则有所下跌，较上周下行0.83%；鸡蛋方面，价格继续大幅回升7%，或受产蛋率有所下降影响；水产品本周价格下行0.44%。

海外：本周国际油价整体上行，WTI原油价格小幅上涨至41.29美元/桶；布伦特原油价格小幅下跌至43.34美元/桶。疫情方面，近期美元指数有所走弱，已经下行至95以下。疫情方面，美国疫情仍较为严重，上周美国初请失业金人数有所上升，为近四个月来首次。

下周关注：政治局会议；中美关系；南方洪涝发展情况；PMI制造业数据；6月工业企业利润

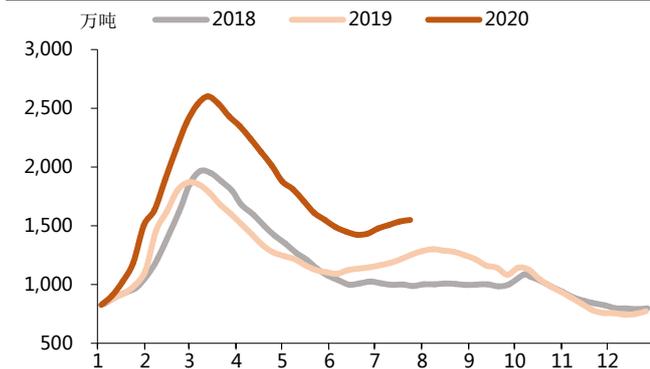
2、下周债市判断

利率债：从本周经济数据看，基本面持续修复过程中，通胀高频持续回升，基建和地产相关高频等有所走弱。整体看，经济修复的速度有所减弱，叠加中美关系进一步冷化，风险偏好较前期持续回落。全周10Y国债下行8.9BP至2.86%，10-1Y国债利率利差小幅下行至62BP。当前看，进入三季度后经济修复增速边际出现一定放缓迹象，叠加权益市场监管和中美关系持续恶化，风险偏好近期持续回落，对债市形成一定利好。综合考虑，债市在股债性价比不弱的估值水平上至少短期压力减缓，利率快速修复后预计会窄幅震荡寻找新的预期差。策略仍坚持当前可根据点位和时间窗口灵活调整组合结构，以防御为主，适度参与市场博弈机会。

信用债：本周各期限品种适度下行，一方面受到资金适度回落影响，另一方面利率债的大幅下行也对信用债品种产生一定影响。整体来看，我们坚持当前利率的绝对水平有一定基本面支撑，配置盘的绝对收益有一定保障，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，权益市场调整压力持续对债市情绪短期形成一定利好。短期债市或有小幅反弹但力度有限，票息策略短期占优，关注信用风险暴露。

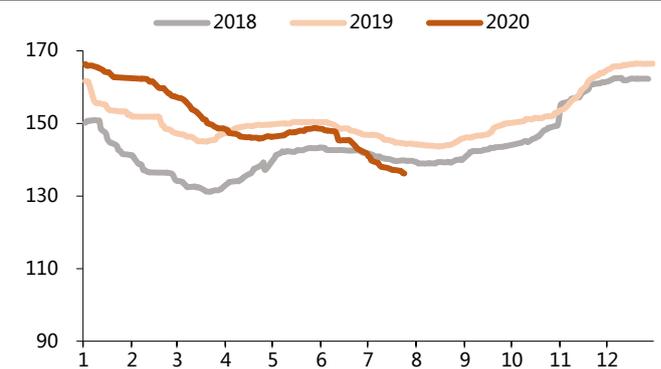
可转债：本周权益市场表现较弱，转债表现稍好于权益。行业层面，前期强势板块分化，食品、电子、通信等相对弱势，本周涨幅表现较好的是贵金属、航天、机械以及化工等弹性板块。市场策略方面，中期处于金融条件相对宽松，科技创新升级的周期，总体面临有利的环境。短期看，部分板块高估值加大波动，转债继续关注半年报绩优品种、正股弹性和逻辑较强品种。

图表. 主要钢材库存小幅回升



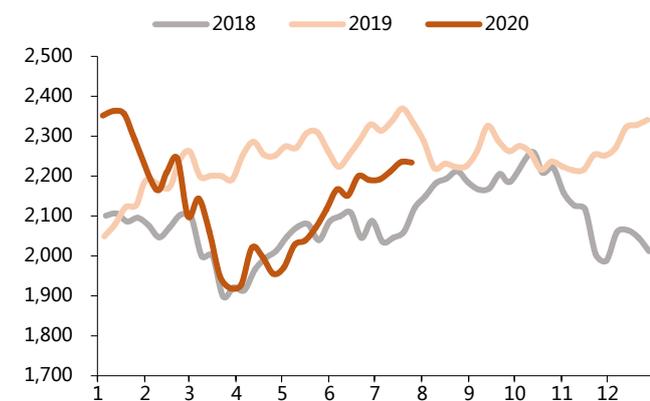
资料来源: 万得, 富荣基金

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

风险提示：1、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。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。