

富荣基金固定收益周报

——宽松极限已过，股市调整债市震荡

2020年8月7日

一、本周关注：

本周央行公布二季度货币政策报告，我们关注的主要有三个方面：（1）对经济现状的判断上，央行与政治局会议公报内容一脉相承。均认为消费逐步改善，投资修复明显，工业生产恢复较快，基本进入常态。进出口压力不大。通胀暂无压力，CPI 低位运行短期无法对货币政策形成压力。PPI 同比增速跌幅逐步收窄，企业盈利预期有一定好转。总体来看，经济从供需冲击进入供给快速恢复，需求逐步好转的阶段。（2）下一步货币政策的思路。在对冲宽松政策出现确实效果之后，货币政策进入观察期。央行暂不会明显收紧，但宽松程度和政策工具的使用上有所调整。纲领上，央行强调货币政策更加灵活适度，精准导向。更加灵活适度意味着在没有大冲击的情况下，货币政策宽松的拐点已至。公开市场操作等工具利率难见进一步下调。但是阶段性货币投放预计仍将持续，目前还未到收紧的阶段。精准导向，意味着央行使用的货币政策工具更趋于结构化工具。降准降息的频率和可能性下降。后续预计更多地使用结构性的再贷款等货币政策选项。（3）排斥低利率，打消市场对利率进一步下降的预期。二季度货币政策报告给出了一个专题来说明低利率甚至负利率的坏处。这部分内容央行以往通过讲话新闻等方式已经传递过。低利率和负利率会影响资源配置，带来道德风险逆向选择，增加金融市场波动等风险。我国远未到零利率甚至负利率的情况。央行的这段表述是给市场一个信号。无论是债券市场还是其他大类资产市场，都不能寄希望于央行再大幅下调利率。

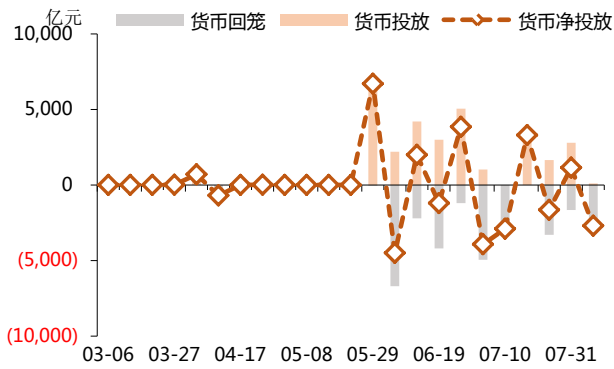
央行再三表态确定货币政策最宽松阶段已过，货币政策的观察期正式确认。当下需要关注：（1）市场对货币政策边际调整充分定价之后的资金价格波动，短端利率是相对平稳还是波动增加甚至走高；（2）中高频经济数据，观察经济修复速度和边际变化；（3）权益市场的调整，是强势横盘还是出现幅度偏大的下跌；（4）商品市场部分品种的涨势是否延续；（5）中美摩擦是否进一步加剧和蔓延。整体来看，市场短期仍然偏向震荡。交易机会需要关注市场共识之外的预期差。如果资金利率稍显平稳，央行基本维持投放力度，权益市场和商品市场出现明显调整，中美摩擦进一步加深，债券市场仍有交易机会，但幅度有限，交易上快进快出为主。整体来看，在货币政策已开始调整的背景下，需要更为谨慎。

二、上周市场回顾

1、资金面

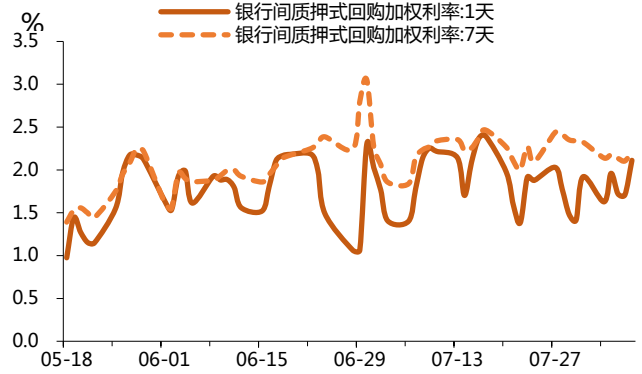
本周央行公开市场操作净回笼 2700 亿，其中逆回购合计到期 2600 亿，逆回购投放 100 亿。本周资金利率震荡。周隔夜加权较上周上行 10bp 至 1.82%，7 天较上周下行 21bp 至 2.15%，下周逆回购到期 100 亿。

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

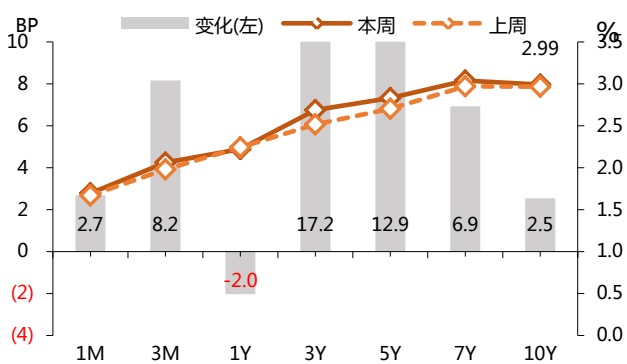


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

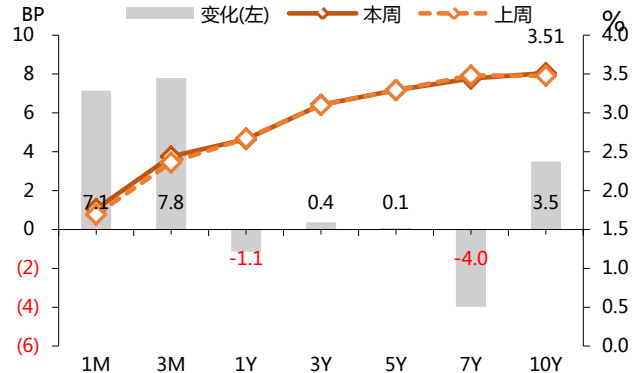
本周债市利率债曲线整体走平，国债表现弱于国开。1y 内国债、国开债整体走势类似，受周内资金扰动，伴随资金利率震荡上行。1y 以上期限国债各品种利率明显走高，3y 和 5y 品种上行幅度超过 12bp；国开债 10 品种上行幅度最大，达到 3.5bp。

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，信用品种整体利率跟随利率品种上行，信用方面，除 cp 外，其他品种大部分期限利率均有上行，其中 5y 企业债和中票受 5y 国债发行结果不理想影响利率上行最多，超过 10bp。城投方面，本周除 3y 中低评级品种外，其他品种利率小幅上行，幅度均在 5bp 以内。收益率绝对水平来看，大部分期限品种小幅在 10-25%分位区间，息差水平上，低评级明显走阔。

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	2.89	3.04	3.23	5.32	CP	0.67	0.82	1.01	3.10
MTN3Y	3.55	3.73	3.97	6.06	MTN3Y	0.86	1.04	1.28	3.37
MTN5Y	3.88	4.14	4.50	6.67	MTN5Y	1.05	1.31	1.67	3.84
企业债 3Y	3.55	3.73	3.95	6.06	企业债 3Y	0.86	1.04	1.26	3.37
企业债 5Y	3.88	4.14	4.50	6.67	企业债 5Y	1.05	1.31	1.67	3.84

企业债 7Y	3.93	4.27	4.66	6.83	企业债 7Y	0.89	1.23	1.62	3.79
城投债 3Y	3.58	3.70	3.87	5.66	城投债 3Y	0.89	1.01	1.18	2.97
城投债 5Y	3.89	4.06	4.30	6.58	城投债 5Y	1.06	1.23	1.47	3.75
城投债 7Y	3.99	4.19	4.51	6.91	城投债 7Y	0.95	1.15	1.47	3.87

周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-2.3	-2.3	-5.3	-9.3	CP	-0.2	-0.2	-3.2	-7.2
MTN3Y	3.1	3.1	-0.9	-4.9	MTN3Y	-14.0	-14.1	-18.0	-22.0
MTN5Y	10.4	9.4	7.4	7.4	MTN5Y	-2.5	-3.5	-5.5	-5.5
企业债 3Y	3.1	3.1	-2.9	-4.9	企业债 3Y	-14.1	-14.1	-20.1	-22.1
企业债 5Y	10.4	9.4	7.4	7.4	企业债 5Y	-2.5	-3.5	-5.5	-5.5
企业债 7Y	1.6	1.6	-0.4	-0.4	企业债 7Y	-5.4	-5.4	-7.4	-7.4
城投债 3Y	1.8	0.8	-0.2	-2.2	城投债 3Y	-15.4	-16.4	-17.4	-19.4
城投债 5Y	3.3	2.3	3.3	2.3	城投债 5Y	-9.5	-10.6	-9.6	-10.6
城投债 7Y	3.6	3.6	3.6	3.6	城投债 7Y	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3

收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	22%	20%	19%	47%	CP	15%	11%	10%	70%
MTN3Y	27%	21%	17%	50%	MTN3Y	23%	18%	12%	66%
MTN5Y	24%	21%	17%	56%	MTN5Y	30%	22%	16%	73%
企业债 3Y	28%	22%	15%	46%	企业债 3Y	25%	19%	11%	66%
企业债 5Y	25%	21%	17%	53%	企业债 5Y	31%	22%	14%	72%
企业债 7Y	16%	11%	8%	39%	企业债 7Y	15%	7%	4%	56%
城投债 3Y	22%	19%	15%	37%	城投债 3Y	19%	20%	16%	47%
城投债 5Y	17%	17%	16%	47%	城投债 5Y	23%	21%	17%	71%
城投债 7Y	13%	12%	11%	42%	城投债 7Y	12%	9%	6%	64%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

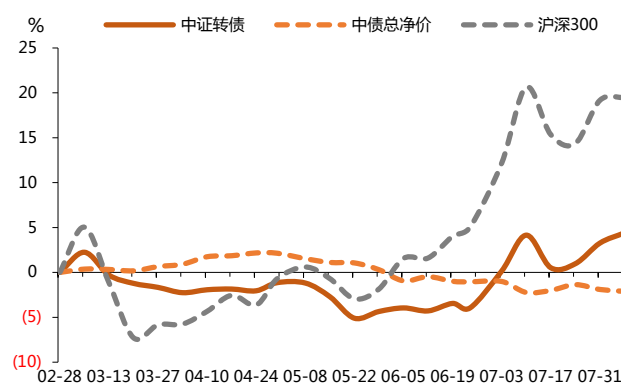
4、可转债

本周，本周权益市场波动增大，整体震荡。转债指数较上周上涨 1.1%。市场各主要板块调整明显，成交量较上周缩减。本周上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 分别上涨 1.3%、-1.6%、2.9%和 0.3%。

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	1.3	0.1	14.8	14.6	↓ 2503	4670
深证成指	5.4	5.4	33.7	33.7	↓ 4011	6074
创业板指	-1.6	6.4	74.7	76.4	↓ 1343	2235
上证50	2.9	2.9	11.0	10.9	↓ 444	954
沪深300	0.3	4.2	14.1	14.0	↓ 1545	3430
中证500	4.7	4.7	32.2	31.7	↓ 1380	1970
中证1000	5.3	5.3	56.7	56.1	↓ 1741	2535

图表. 转债指数与股指累计变化



三、本周市场展望

1、基本面变化

生产：煤炭价格涨跌不一，动力煤和焦煤价格均有回落。本周 Myspic 综合全国钢铁价格指数上涨 1.48%。主要品种中，螺纹钢、热卷价格继续上涨，分别变动 1.26%、1.88%；从库存来看，螺纹钢社会库存略有去化。本周 LME 有色品种铜和铝价格稳定，主要受海外供给因素改善影响。

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。7 月乘联会乘用车零售销量增速上升至 6%，批发销量增速也同步上行至 4%。

进出口：出口方面，上海出口集装箱指数（SCFI）本周上升 3.92%，中国出口集装箱运价指数（CCFI）小幅回落 0.1%。进口方面，波罗的海干散货指数较上周上涨 11.18%。

通胀：猪肉价格本周略有回落，农业部公布的全国平均批发价较上周末略有上升，至 48.47 元/公斤左右，环比上涨 0.27%。蔬菜方面，价格继续走平；水果价格则较上周有小幅下跌，跌幅为 0.12%。

海外：本周国际油价下跌，WTI 原油价格环比上涨 2.89%；布伦特原油价格环比上涨 3.16%。本周美元指数小幅下跌 0.08%。

下周关注：7 月 CPI、PPI；7 月固定资产投资、社会消费品零售总额同比增速和失业率；美国 CPI、PPI；美国非农就业及周度失业数据；美国消费者信心指数；中美摩擦。

2、下周债市判断

利率债：7 月进出口数据超出市场预期，出口同比为 7.2%，外部经济重启带来外部需求改善，主要经济体的 PMI 改善亦侧面印证；进口同比增速下滑至 -1.4%，显示国内需求修复略有放缓。观察经济高频数据，地产销售显示韧性，乘用车销量同比增速改善。继政治局会议公报对经济现状及未来政策定调后，央行多次发声，释放对经济复苏的乐观判断和货币政策边际调整信号，流动性的投放节奏放缓似已成为市场共识。商品市场波动增加，权益市场本周出现调整，但对债券市场利好有限。周三 5y 国债发行意外对市场情绪影响明显，各期限各品种利率随之震荡上行。中美摩擦虽有加剧，但市场关注不多。整体来看，10y 国债利率上行 2.5bp，10y 国开债利率上行 3.5bp。收益率曲线来看，10y-3y 国债利差下行 15bp，10y-5y 国债利差下行 10bp。短端品种收益率上行，收益率曲线 10y 以内趋平。10y 国开债与 10y 国债利差上行 1bp 继续维持高位。

央行再三表态确定货币政策最宽松阶段已过，货币政策的观察期正式确认。当下需要关注：

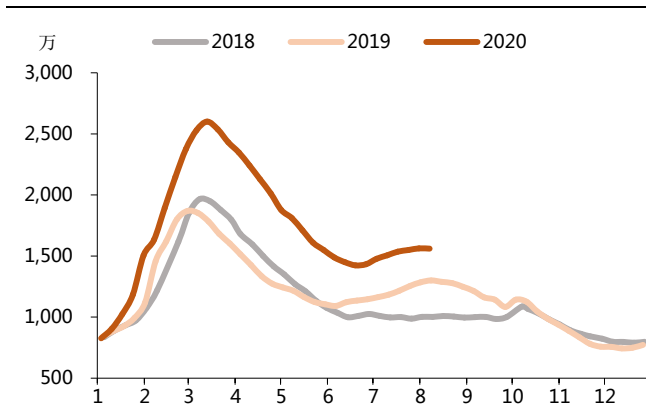
(1) 市场对货币政策边际调整充分定价之后的资金价格波动，短端利率是相对平稳还是波动增加甚至走高；(2) 中高频经济数据，观察经济修复速度和边际变化；(3) 权益市场的调整，是强势横盘还是出现幅度偏大的下跌；(4) 商品市场部分品种的涨势是否延续；(5) 中美摩

擦是否进一步加剧和蔓延。整体来看，市场短期仍然偏向震荡。交易机会需要关注市场共识之外的预期差。如果资金利率稍显平稳，央行基本维持投放力度，权益市场和商品市场出现明显调整，债券市场仍有交易机会但幅度有限。

信用债：本周各期限品种利率上行，主要受到利率债调整的影响。整体来看，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叠加货币政策边际调整，票息策略仍然占优，低等级信用利差拉大，关注信用风险暴露。

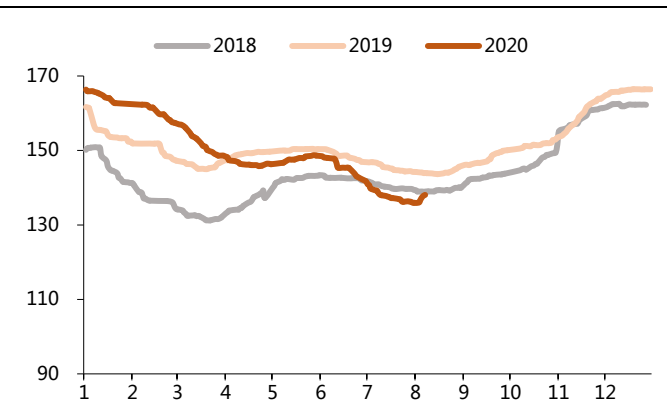
可转债：本周权益市场震荡，板块调整明显，转债波动增加。上周止盈后需耐心等待再次介入转债的机会。接下来建议继续关注半年报绩优、正股弹性和逻辑较强品种。

图表. 主要钢材库存略有去化



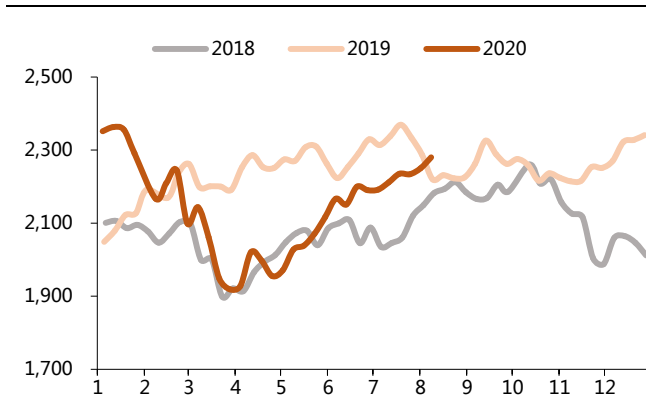
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格恢复上涨



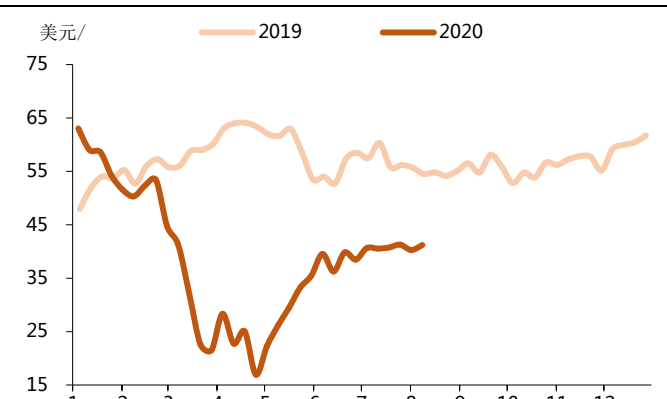
资料来源：万得，富荣基金

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。