

富荣基金固定收益周报

——风险偏好骤降，关注年末流动性压力

2020年11月20日

一、本周关注：

近期债券市场波动较大，压力主要来源于两方面，一方面是永煤信用风险事件对市场风险偏好的系统性冲击；另一方面是临近年末，银行同时面临流动性需要和MPA考核等多方面压力，从整体流动性上尤其是对非银机构来说，可能会面临流动性边际收紧、信用利差持续走阔双重压力。

首先关注银行端流动性情况，10月超储持续有所消耗。根据华创固收的测算，10月基础货币全月减少约7000亿，缴税带来的财政存款增加消耗基础货币约7000亿，央行公开市场净投放仅100亿；缴准部分吸收超储规模或在560亿附近，现金回流补充超储或在1700亿附近，叠加外汇占款减少和非金融机构存款增加或小幅消耗超储，故10月末超储或减少约6100亿，超储率或由9月份末的1.6%回落至1.2%附近，回到历史低位。

从央行10月资产负债表变化，也可以看出10月储备货币环比减少1.33万亿，10月其他存款性公司存款环比减少1.14万亿，主要受到政府债券发行、季度缴税缴款和结构性存款压降等因素影响。10月政府存款环比增加1.01万亿，较去年同期大幅多增6237亿。10月全国各地银行业结构性存款规模再次收拢，总规模降低至7.94万亿元，较年内高点降低近四成。10月结构性存款规模较上个月大幅度降低1.03万亿元，每月压降规模创近几个月新纪录。



资料来源：万得，富荣基金



资料来源：万得，富荣基金

近期货币政策来看，央行态度相对中性，操作持续较为平稳，对流动性态度仍坚持“保持合理充裕”，从具体操作来看进入三、四季度以来更多坚持以灵活机动的OMO公开市场操作为主，辅助以MLF、LPR等规律性的月度操作为辅，与市场建立良性沟通，目前资金利率仍以围绕OMO政策利率波动为主，个别时点会有大幅波动，但扰动因素消化后，市场利率会逐步

回归中枢。

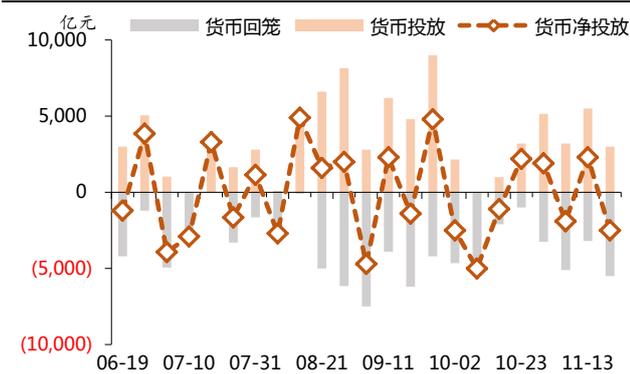
综上，对当前债市的关注，短期的市场利率扰动并非主因，考虑到明年全球经济修复共振以及通胀的潜在压力，市场对后续央行货币政策的整体走向预期偏中性甚至中性偏谨慎。从短期看，年内的主要矛盾在于超储率持续低位、结构性存款压降压力持续存在，尽管利率债、地方债供给压力大幅缓解，但考虑到年末银行MPA考核、存款回流银行体系等季节性因素影响，非银流动性仍不能过于乐观，目前同业存单价格已持续反应市场流动性供需和预期情况，关注存单年末调整幅度及供需双方力量变化。

二、上周市场回顾

1、资金面

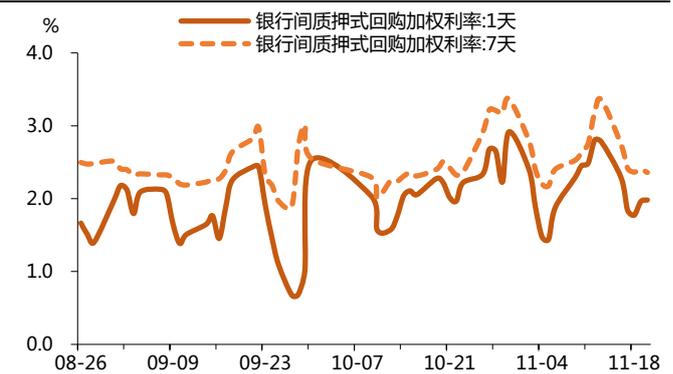
本周央行公开市场操作净回笼 2500 亿，其中到期 5500 亿，投放 3000 亿。资金利率整体相对平稳，银行间和交易所回购都基本围绕在 OMO 利率附近波动为主。周五隔夜较上周五下行 80BP 至 1.98%，7 天较上周下行 100BP 至 2.36%，下周公开市场操作与国库现金定存合计到期 3500 亿。

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

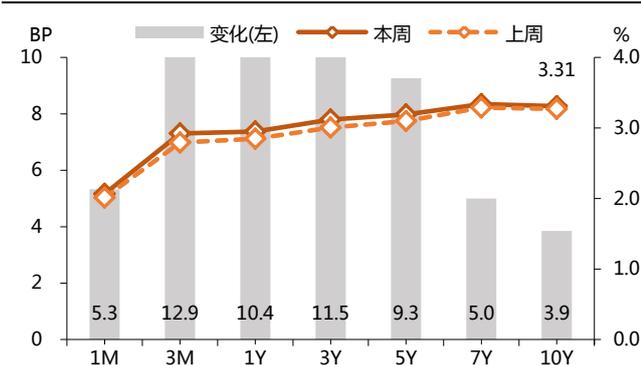


资料来源：万得，富荣基金

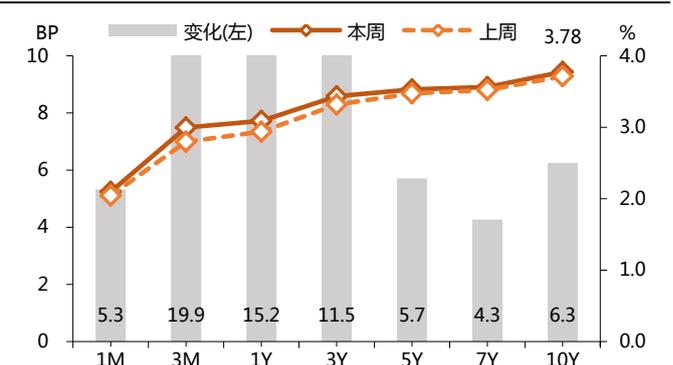
2、利率债

本周债市利率债主要期限利率上行为主，3Y 内品种上行幅度较大。期限利差较前期低位持续小幅下行，国债 10 年和 1Y 期限利差在 36BP，国开债 10Y 与 1Y 利差在 68BP。最终，本周 10Y 国债上行 3.9BP，10Y 国开上行 6.3BP，10Y 期限国开债和国债利差至 47BP。

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



3、信用债

本周信用债持续受永煤违约事件影响，叠加年末时点扰动，预计信用利差短期内持续走阔。具体来看，本周中短期票据品种调整幅度较大，1Y 品种上行 16-25BP，收益率分位数接近 50% 水平；3Y 品种上行 10-25BP，收益率分位数在 40% 上下。5Y 及 7Y 等中长期品种上行 5BP 左右，处于 20-40% 分位数相对中短期品种本周调整幅度略小。

11 月 21 日，刘鹤主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。会议指出，近期违约个案有所增加，是周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果。要坚持稳中求进工作总基调，按照市场化、法制化、国际化原则，处理好促发展与防风险的关系，推动债券市场持续健康发展。考虑到周末政策层的讲话，预计本周市场情绪会边际有所缓和，但市场仍将持续关注永煤信用风险事件后续情况以及衍生风险，信用利差年末阶段性走阔仍是大概率事件。

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	3.59	3.85	4.06	6.11	CP	0.64	0.90	1.11	3.16
MTN3Y	3.91	4.20	4.47	6.57	MTN3Y	0.79	1.08	1.35	3.45
MTN5Y	4.06	4.32	4.73	6.90	MTN5Y	0.87	1.13	1.54	3.71
企业债 3Y	3.90	4.19	4.46	6.56	企业债 3Y	0.78	1.07	1.34	3.44
企业债 5Y	4.08	4.32	4.73	6.90	企业债 5Y	0.89	1.13	1.54	3.71
企业债 7Y	4.27	4.57	5.01	7.19	企业债 7Y	0.93	1.23	1.67	3.85
城投债 3Y	3.93	4.14	4.36	5.90	城投债 3Y	0.81	1.02	1.24	2.78
城投债 5Y	4.07	4.24	4.49	6.70	城投债 5Y	0.88	1.05	1.30	3.51
城投债 7Y	4.32	4.52	4.85	7.20	城投债 7Y	0.98	1.18	1.51	3.86
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	16.0	25.0	34.0	33.9	CP	5.6	14.6	23.6	23.6
MTN3Y	10.6	23.6	33.6	33.6	MTN3Y	-0.9	12.1	22.1	22.1
MTN5Y	-0.4	5.6	10.6	10.6	MTN5Y	-9.7	-3.7	1.3	1.3
企业债 3Y	11.3	24.3	34.3	34.3	企业债 3Y	-0.1	12.9	22.9	22.9
企业债 5Y	1.8	5.8	10.8	10.8	企业债 5Y	-7.4	-3.4	1.5	1.6
企业债 7Y	7.3	11.3	16.3	16.3	企业债 7Y	2.3	6.3	11.3	11.3
城投债 3Y	13.1	23.1	30.1	17.1	城投债 3Y	1.6	11.6	18.6	5.6
城投债 5Y	-0.4	4.6	4.6	3.6	城投债 5Y	-9.6	-4.6	-4.6	-5.6

城投债 7Y	5.3	4.3	5.2	4.3	城投债 7Y	0.3	-0.7	0.2	-0.7
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	46%	47%	44%	74%	CP	15%	19%	20%	73%
MTN3Y	41%	41%	38%	71%	MTN3Y	18%	22%	17%	72%
MTN5Y	33%	28%	27%	68%	MTN5Y	15%	12%	11%	67%
企业债 3Y	42%	39%	36%	68%	企业债 3Y	20%	22%	17%	70%
企业债 5Y	36%	28%	27%	64%	企业债 5Y	16%	11%	10%	65%
企业债 7Y	33%	25%	24%	60%	企业债 7Y	20%	8%	7%	60%
城投债 3Y	38%	35%	29%	49%	城投债 3Y	17%	23%	21%	38%
城投债 5Y	28%	22%	21%	54%	城投债 5Y	11%	13%	12%	58%
城投债 7Y	24%	21%	19%	59%	城投债 7Y	16%	14%	9%	62%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

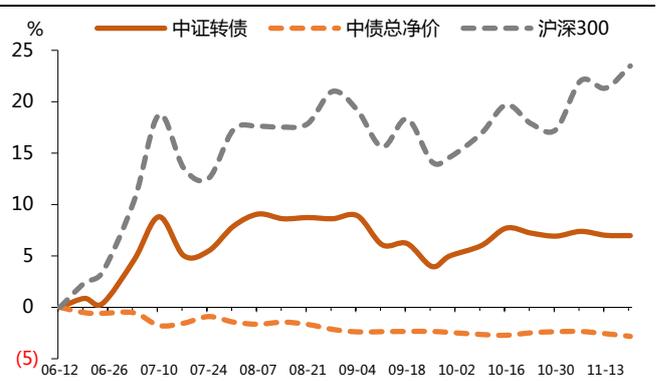
本周权益市场情绪较债市情绪略好，但成交量小幅萎缩。转债策略方面本周仍关注行业景气度、业绩较好、估值较低的品种。转债近期情绪持续回稳，考虑到债券信用风险事件，股性品种强的转债可能表现更稳定。本周，上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为+2.0%、-1.5%、+2.2%和+1.8%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数较上周微跌0.03%。

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	2.0	-0.1	15.7	15.3	↓ 3300	3482.8
深证成指	0.7	-0.6	31.8	31.5	↓ 4581	5264.0
创业板指	-1.5	-1.0	62.7	63.6	↓ 1862	2351.4
上证50	2.2	-0.6	11.9	11.6	↓ 696	796.8
沪深300	1.8	-0.6	15.1	14.9	↓ 2631	2997.4
中证500	1.8	0.1	29.6	29.0	↓ 1271	1372.1
中证1000	1.2	0.0	48.6	48.0	↓ 1538	1661.8

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：本周主要港口动力煤平均价环比回升0.33%，煤价整体处于偏高位置。PTA产业链负荷率环比回升3.53%，PTA产业链负荷率有所回升，未来或继续小幅上行。中国玻璃综合指数回升0.4%，周内玻璃价格稳中有升，主要受年底临近，抢装潮导致玻璃需求逐步增长，但当前光伏产业由于玻璃产能短缺造成整个产业链减产，光伏玻璃价格明显上升，导致玻璃价格再

度上行。

地产：本周 30 大中城市商品房成交面积继续回落，其中一、二、三线城市销售均有所回落，其中一、二线城市销售面积回落较为明显，拖累地产销售整体下行幅度较上周有所扩大；拿地方面，本周 100 大中城市土地成交面积表现仍偏弱，各线城市拿地继续分化，二线城市略有上行，一、三线城市土地成交面积仍继续回落，当前拿地数据下行或对明年新开工造成影响。从地产信托发行数据来看，本周地产信托发行量为 96.26 亿，较上周的发行 148.12 亿继续下行，但短期地产投资或仍较强。

进出口：进口方面，波罗的海干散货指数较上周回落 2.89%，中国进口干散货运价指数走势较上周回落 0.58%。出口方面，上海出口集装箱指数 (SCFI) 本周回升 3.47%，中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 本周则继续明显上行 4.36%。

通胀：食品价格方面，猪肉价格本周微幅回落 0.02%，周度数据来看，农业部公布的全国平均批发价较上周末小幅回落至 39.38 元/公斤左右。本周牛羊肉价格略有上涨，牛肉本周回升 0.3%，羊肉价格微幅回升 0.17%；蔬菜方面，价格转为回落 0.27%；水果价格则继续上行 2.44%，走势基本符合季节性；鸡蛋方面，价格回落 1.67%；水产品本周价格回升 0.51%。工业品价格方面，本周 Myspic 综合全国钢铁价格指数上行 1.16%，较上周涨幅略有收窄。主要品种中，螺纹钢、热卷、高线价格本周均有所回升，分别变动 0.75%、0.85%、1.23%；从库存来看，螺纹钢、热卷、线材库存分别变动-10.57%、-5.23%、-5.51%，库存继续快速回落。

消费：乘联会最新数据显示，11 月第二周的日均零售 5 辆，同比增长 15%，环比 10 月第二周下降 13%；批发方面，11 月第二周主要厂商批发销量达到日均 5.6 万辆，同比去年 11 月增长 15%。从数据来看，11 月次周汽车零售同比增速依然较高，但环比 10 月同期有所回落，主要受 10 月国庆集中收订单，10 月第二周开始集中交车导致基数较高影响，汽车销售仍较好。

海外：WTI 原油价格回升 1.5%，至 41.74 美元/桶；布伦特原油价格回升 1.54%，至 44.2 美元/桶，国际油价连续三周回升。

下周关注：工业企业利润数据、三季度货币政策报告

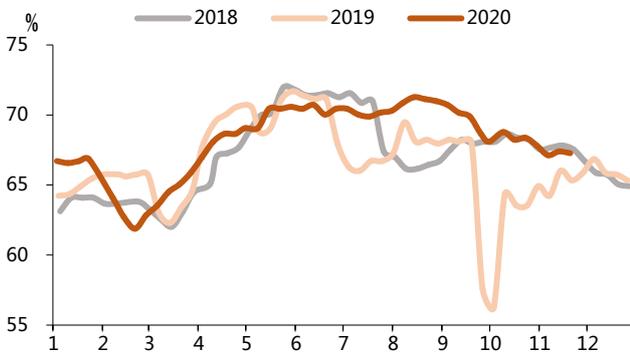
2、下周债市判断

利率债：永煤事件短期没有来自主体方面的实质有效方案，华晨的逃废债式破产操作进一步打击市场的信心，山西、云南有政府官员表态刚兑决心，河北则默默解决了一期冀中的流动性危机。债券市场仍在估值下跌-赎回-抛压加大-下跌的负循环中。周六金稳会的召开一定程度向市场传达了稳定的信号，信用风险缓解或要等到实质性措施出台。不过金稳会的召开或有利于缓解狭义流动性，近期存单价格上升压力或可以通过总量性的政策影响其幅度。建议债券组合继续在久期和仓位上采取谨慎策略。风雨过后是彩虹，关注短期错杀个券以及中期板块性的配置机会，等待偏右侧时点配置。

信用债：信用债情绪持续受永煤违约事件冲击，信用溢价持续走阔，与上周观点类似，关注信用风险进一步向流动性风险转移，债券整体曲线大幅上移风险。策略上，仍坚持挖掘行业 and 个券机会为主，关注绝对收益价值配置为主，防范信用风险暴露。继续关注政策影响更突出的行业和区域，票息策略为主，防范信用风险暴露。

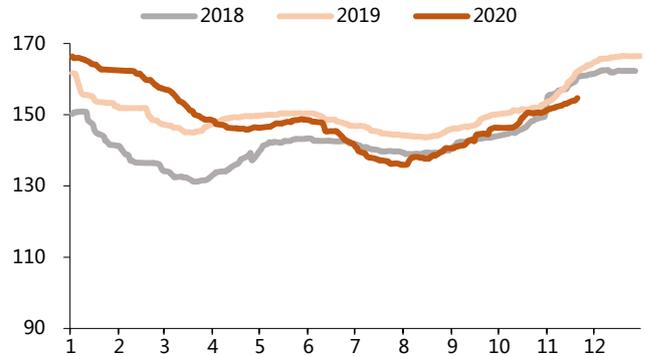
可转债：转债近期情绪相对较好，主要受到权益市场情绪带动，周期板块情绪略高。行业上持续关注受政策影响利好明显的板块，坚持业绩优先和估值挖掘，考虑到债券信用风险事件，股性品种强的转债近期可能表现更稳定。

图表.高炉开工表现平稳



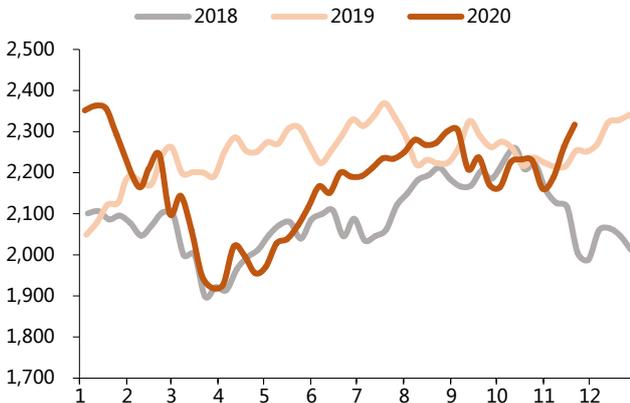
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格持续修复



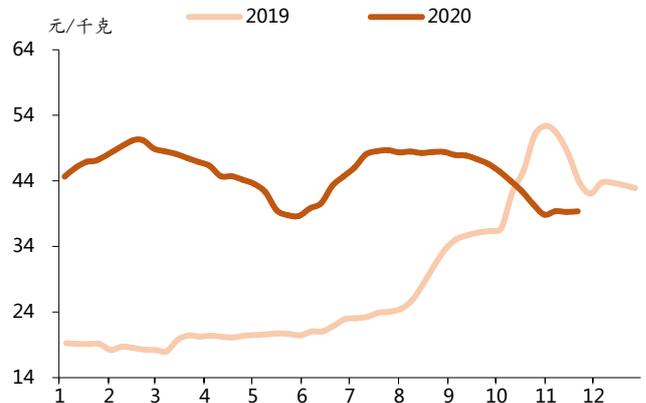
资料来源：万得，富荣基金

图表. 南华工业品指数调整下行



资料来源：万得，富荣基金

图表. 猪肉价格持续下行



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。