

# 富荣基金固定收益周报

——风险偏好渐强，债市情绪稳定

2020年12月31日

## 一、上周关注：

上周公布官方制造业 PMI 数据：2020 年 11 月中国官方制造业 PMI 51.9%，略低于预期值 52% 和 11 月上月值 52.1%；官方非制造业 PMI 为 55.7%，比 11 月回落 0.7 个百分点；综合 PMI 产出指数为 55.1%，比 11 月低 0.6 个百分点。制造业 PMI 高位回落，但整体仍处于高位区间。

具体分项来看，供给方面，12 月 PMI 生产指数回落 0.5 个百分点。需求方面，PMI 新订单指数回落 0.3 个百分点，自 4 月以来的首次回落，反映制造业生产的扩张和下游需求的修复均有所放缓，生产端回落相对更多，产需关系趋平衡。

12 月新出口订单指数回落 0.2 个百分点至 51.3%，是 4 月以来连续 7 个月反弹后首次回落，但仍是年内次高增速，与中国出口集装箱运价指数（CCFI）持续上行、持续创新高相验证。12 月进口订单指数回落 0.5 个点至 50.4%，跌幅较出口指数更大，同样反映内需复苏有所放缓。

价格方面，上中游大宗价格涨幅普遍扩大影响，12 月原材料价格指数、出厂价格指数分别大幅回升 5.4、2.4 个百分点至 68.0%、58.9%。12 月 PMI 原材料、产成品库存指数分别变动 0.0、0.5 个百分点至 48.6%、46.2%，其中产成品库存连续第 2 个月反弹，反映企业补库意愿继续回升。12 月大中小企业 PMI 分别变动 -0.3、0.7、-1.3 个百分点至 52.7%、52.7%、48.8%，小企业经营状况再度恶化。12 月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别变动 0.1、0.1、-1.7 个百分点至 49.6%、48.0%、52.7%，建筑业用工仍趋下降，整体就业情况基本稳定。

12 月服务业 PMI 回落 0.9 个百分点至 54.8%，11 月创近年新高后高位回落，但仍处于较高水平。服务业新订单、业务预期均出现回落。12 月建筑业 PMI 高位续升 0.2 个百分点至 60.7%。关注后续服务价格和价格和生活资料价格变动情况。

整体看，12 月 PMI 虽高位回落，但经济景气度仍维持高位，上下游价格持续上涨，经济修复动力较强。中小企业景气度等结构性压力存在，2020 年人民币持续升值对出口企业形成一定压力。后续关注 PPI 走势及库存变化情况，海外疫情修复情况，包括美国大选后财政刺激延续性、欧美疫苗落地情况等，关注疫情反弹对经济复苏的扰动。

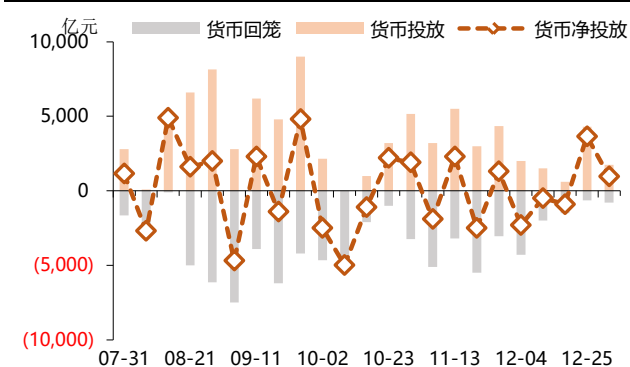
## 二、上周市场回顾

### 1、资金面

上周央行公开市场操作净投放 950 亿，其中逆回购到期 800 亿，投放 1750 亿，3 个月央票

互换 50 亿。跨年资金面整体保持平稳适度宽松，周五隔夜较上上周五上行 76BP 至 1.45%，7 天较上上周上行 82BP 至 2.59%。

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

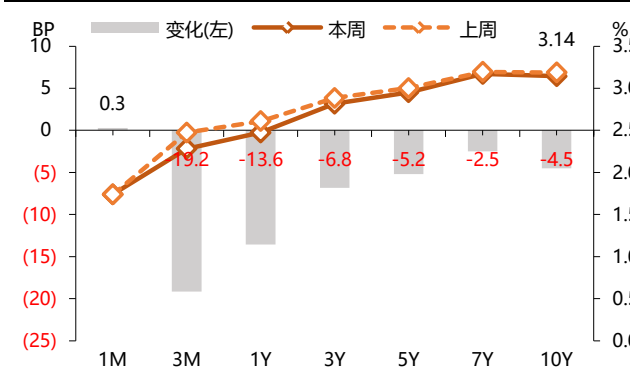


资料来源：万得，富荣基金

## 2、利率债

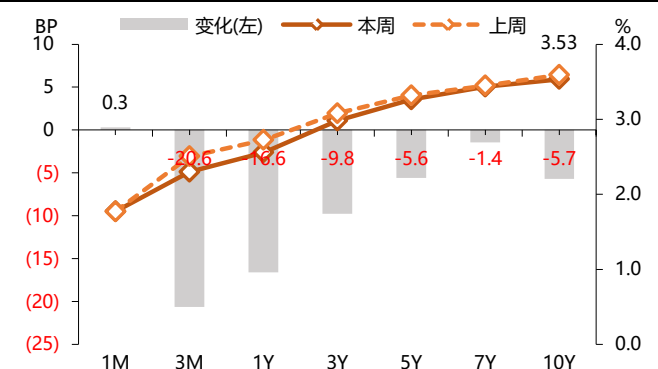
上周利率债各主要期限持续下行，期限利差持续上行，国债 10 年和 1Y 期限利差在 67BP，国开债 10Y 与 1Y 利差在 98BP。最终，上周 10Y 国债下行 4.5BP，10Y 国开下行 5.7BP，10Y 期限国开债和国债利差至 39BP。

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

信用债方面表现，仍维持下行态势，1Y 短融上周下行 5-6BP，3Y 中票、企业债和城投债下行 0-7BP，相对中票、企业债来说城投债呈现一定相对资质下沉，5-7Y 期限品种 AA+ 评级下行幅度要好于 AAA 品种。具体来看收益率分位数，1Y 品种收益率分位数在 32-40% 水平；3Y 品种收益率分位数在 20-35% 区间。5Y 及 7Y 等中长期品种处于 15-25% 分位数。

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	3.14	3.44	3.84	5.89	CP	0.67	0.97	1.37	3.42
MTN3Y	3.54	4.02	4.39	6.49	MTN3Y	0.73	1.21	1.58	3.68
MTN5Y	3.80	4.36	4.75	6.92	MTN5Y	0.85	1.41	1.80	3.97
企业债 3Y	3.48	3.88	4.26	6.42	企业债 3Y	0.67	1.07	1.45	3.61
企业债 5Y	3.75	4.20	4.60	6.83	企业债 5Y	0.80	1.25	1.65	3.88
企业债 7Y	3.97	4.42	4.82	7.05	企业债 7Y	0.80	1.25	1.65	3.88
城投债 3Y	3.56	3.78	4.13	6.07	城投债 3Y	0.74	0.96	1.32	3.26
城投债 5Y	3.84	4.08	4.44	6.74	城投债 5Y	0.88	1.13	1.49	3.79
城投债 7Y	4.02	4.29	4.64	7.09	城投债 7Y	0.85	1.12	1.47	3.92
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-5.1	-6.1	-6.1	-6.1	CP	8.5	7.5	7.5	7.5
MTN3Y	-4.3	-0.3	4.7	4.7	MTN3Y	2.5	6.5	11.5	11.5
MTN5Y	-3.4	9.6	9.6	9.6	MTN5Y	1.8	14.8	14.8	14.8
企业债 3Y	-6.3	-7.3	-1.3	4.7	企业债 3Y	0.5	-0.5	5.5	11.5
企业债 5Y	-7.9	-3.9	-1.9	4.1	企业债 5Y	-2.7	1.3	3.3	9.3
企业债 7Y	-5.9	-1.9	-1.8	3.1	企业债 7Y	-3.3	0.7	0.7	5.7
城投债 3Y	-0.5	-3.5	-0.5	2.5	城投债 3Y	6.3	3.3	6.3	9.3
城投债 5Y	-7.0	-8.0	-2.0	-1.0	城投债 5Y	-1.8	-2.8	3.2	4.2
城投债 7Y	-6.7	-6.7	-3.7	-2.7	城投债 7Y	-4.2	-4.2	-1.2	-0.2
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	32%	37%	40%	68%	CP	19%	26%	30%	86%
MTN3Y	26%	35%	36%	69%	MTN3Y	14%	34%	33%	88%
MTN5Y	19%	30%	28%	69%	MTN5Y	14%	35%	30%	86%
企业债 3Y	24%	29%	31%	64%	企业债 3Y	11%	22%	23%	79%
企业债 5Y	19%	24%	22%	59%	企业债 5Y	11%	20%	16%	74%
企业债 7Y	18%	18%	14%	53%	企业债 7Y	9%	11%	8%	63%
城投债 3Y	20%	21%	23%	53%	城投债 3Y	11%	19%	27%	71%
城投债 5Y	15%	18%	20%	56%	城投债 5Y	13%	19%	21%	73%
城投债 7Y	13%	13%	13%	53%	城投债 7Y	6%	8%	6%	67%

资料来源: 万得, 富荣基金; 利差基准为同期限国债

#### 4、可转债

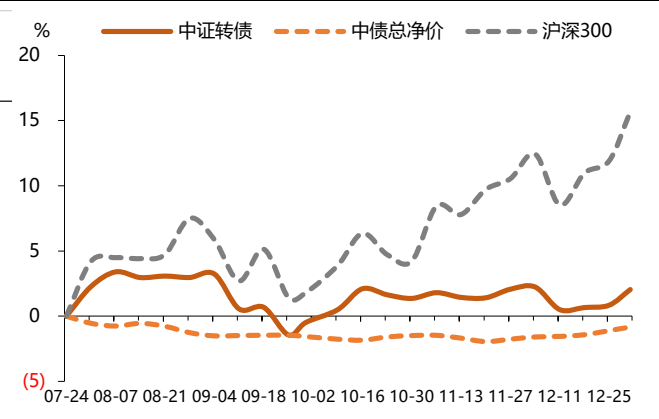
上周权益市场情绪较上上周持续向好, 创业板表现相对更好, 成交量多数上行。转债策略方面上周转债市场受权益情绪带动明显, 指数快速上涨, 关注顺周期板块、中游制造业和消费板块后续表现。上周, 上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为+2.3%、+4.4%、+3.6%和+3.4%。转债市场伴随权益市场情绪, 中证转债指数较上上周上涨 1.2%。

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	2.3	0.0	16.1	15.8	↑ 3935	3843.0
深证成指	3.2	1.2	32.2	31.1	↑ 4752	4727.5
创业板指	4.4	2.2	64.4	61.0	↓ 1706	1735.5
上证50	3.6	0.1	14.2	13.8	↑ 785	761.1
沪深300	3.4	0.8	16.1	15.7	↑ 2919	2805.5
中证500	1.4	-0.2	28.2	27.8	↑ 1565	1540.9
中证1000	1.3	-0.2	42.6	42.1	↓ 1866	1877.3

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:** 上周全国高炉开工率 67.1%，月环比走低 0.1 个百分点，高于去年同期 1.8 个百分点；地炼开工率 73.2%，月环比走高 1.2 个百分点，高于去年同期 2.6 个百分点；焦化企业开工率 74.5%，月环比走低 4.7 个百分点，高于去年同期 3.1 个百分点。江浙织机开工率月环比走低 2.8 个百分点，高于去年同期 11.7 个百分点。由于轮胎企业停限产比例增加叠加主原材料供应偏紧，全/半钢胎开工率月环比分别大幅走低 20.5/16.4 个百分点，弱于去年同期。

**地产:** 上周 12 月截至 31 日，30 城商品房累计成交面积同比 8.7%，较一周前回升 0.6 个百分点。上周成交面积环比 7.9%，其中一线、二线和三线环比分别为 18.2%、4.8% 与 3.2%。截至 12 月 27 日，百城土地成交面积同比 -52.9%，土地溢价率周环比走低 2 个百分点。

**进出口:** 进口方面，进口运价 (CDFI) 有所回落，周环比 -4%。出口方面，中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 上行 5.9%，出口方面持续走强。

**通胀:** 食品价格方面，农产品批发价格 200 指数周均环比上涨 2.3%。猪肉、鲜菜分别上涨 2.2%、2.6%，水果下跌 1.8%。12 月鲜菜均价月环比上涨 9.9%，呈现一定季节性上涨。工业品价格方面，Myspic 综合钢价指数环比下降 2.39%，国内主要港口动力煤均价环比上涨 3.66%，长江有色市场，铜均价上涨 0.17%。铁矿石、焦炭、螺纹钢周环比分别为 -3.9%、0.2%、2.3%；水泥、玻璃价格周环比分别为 -0.3%、3.3%。

**消费:** 乘联会最新数据显示，12 月第四周日均零售是 7.7 万辆；批发方面，12 月第四周主要厂商批发销量达到日均 6.4 万辆，12 月第四周汽车零售和批发销售增速均有所回落。

**海外:** WTI 原油价格小幅上涨 0.83%，至 48.52 美元/桶；布伦特原油价格小幅上涨 1.17%，至 51.80 美元/桶，国际油价本周小幅回升。

**本周关注:** 疫情与疫苗动态、财新制造业 PMI、中国 12 月外汇储备、美联储 12 月货币政策会议纪要。

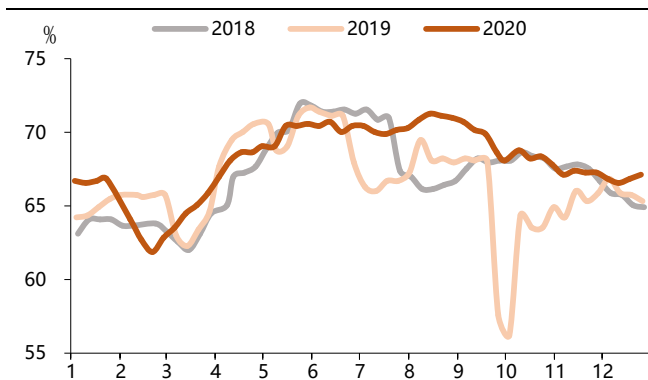
#### 2、本周债市判断

**利率债：**本周为 2021 年首个交易周，央行公开市场操作到期 5200 亿，考虑到当前经济环境和市场利率表现，预计本周面临一定流动性回笼压力。上周末发布两条重要信息，一是人社部调整年金基金投资范围，新增优先股、资产支持证券、同业存单、永续债、国债期货等金融产品和工具，提高权益类资产投资比例上限；二是央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，房地产贷款市场面临监管加强。综合来看，政策导向仍在鼓励权益市场发展和严控房地产市场风险两方面。债市方面，利率债品种动力较强，永煤事件后在央行维稳操作下，期限利差持续修复，目前 10Y-1Y 期限利差接近一年均值，10Y 国开债和国债利差同时持续压缩接近中位数，但距离近期低点仍有一定距离，市场短期看，春节前利率债情绪仍相对积极，曲线陡峭化同时可能出现一定曲线整体下移情况。后续需关注的风险在于，经济持续向好的程度，以及是否会引发政策回笼提前。

**信用债：**信用风险仍是市场关注主要焦点，从上周信用债表现看，市场对城投债偏好更强，产业债和中票都向 AAA 靠拢，城投债反而是 AA+ 表现略好，信用分化情况延续。信用债坚持从票息策略出发，持续关注短期错杀个券以及中期板块性的配置机会，坚持右侧配置策略为主。

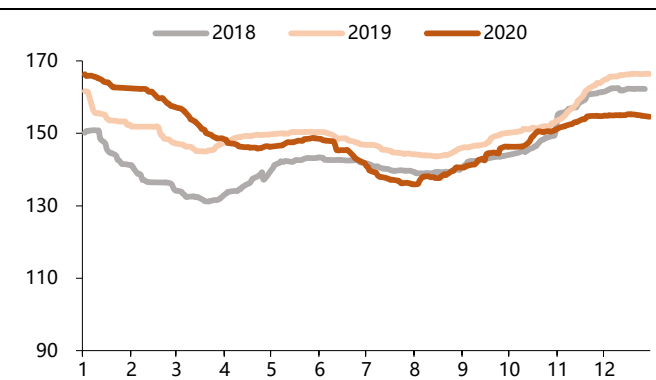
**可转债：**流动性宽松将为春季躁动创造良好环境，特斯拉的降价引发的大量预购对新能源板块本就顺畅的逻辑有所强化，前期调整的通讯、电子、计算机板块也有更好的占位，顺周期行业仍有不错的供需窗口，春季躁动或提前演绎。

图表. 高炉开工持续小幅修复



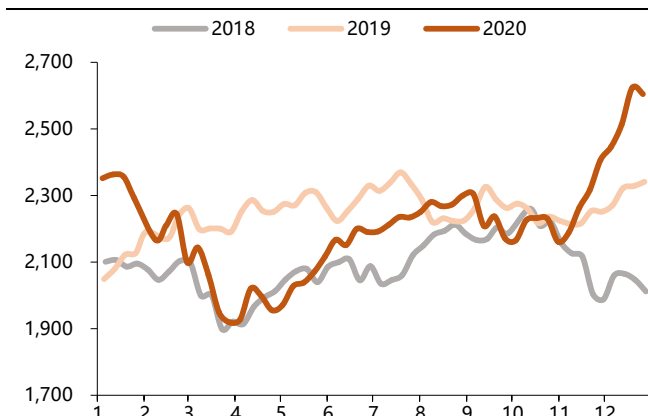
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格相对平稳



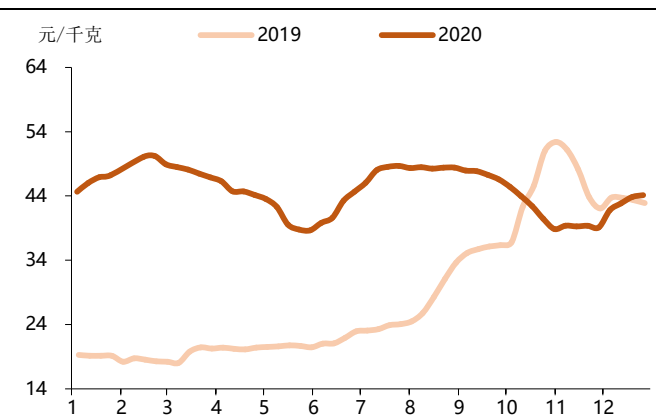
资料来源：万得，富荣基金

图表. 南华工业品指数出现回落



资料来源：万得，富荣基金

图表. 猪肉价格走稳



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。