

富荣基金固定收益周报

——现金类理财新规落地，市场情绪收紧波动加大

一、本周关注：

《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》正式落地，银行现金管理类理财产品正式被纳入监管范畴，执行类似于货币基金的严格监管要求。

正式落地稿相对于征求意见稿，基本变化不大，其中针对 AAA 评级的单一商业银行资产的投资集中度略有放松，“每只现金管理类产品投资于主体评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品资产净值的比例合计不得超过 20%”，征求意见稿中该指标为 10%。且相对于货币基金，要求相对略宽泛，现金管理类产品中就投资于主体评级为 AAA 的商业银行并未再细分是否有托管资格，而货币基金针对主体评级为 AAA 的商业银行是否有托管资格还有更细分的指标要求。

此外，此次正式稿明确过渡期至 2022 年末，过渡期内，新发行的现金管理类产品应当符合本通知规定；对于不符合本通知规定的存量产品，商业银行、理财公司应当按照《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》、《商业银行理财业务监督管理办法》和本通知相关要求实施整改。过渡期结束之后，商业银行、理财公司不得再发行或者存续不符合本通知规定的现金管理类产品。此次过渡期对现金管理类理财给与一定时间缓冲，过渡期对于产品整改实施新老划断原则，目前 2.5 年以内的资产抛售压力均较小。

对于市场关注度较高，可能对永续和二级资本债的影响，更多体现在新增投资需求。对于存量银行永续债和二级资本债，市场调整压力较小。当前，银行永续债存量规模 1.34 万亿元，二级资本债 2.36 万亿元，其中银行理财产品持有占比约为 25.7%，即持有二级资本债约 6000 亿元，银行永续债的规模约为 3400 亿元。按照现金管理类产品占整体理财比重的 29.32%粗略估算，现金管理类产品持有的二级资本债和永续债规模可能分别为 1759 亿元和 997 亿元左右，因此产品改革产生的抛压相对有限。

但对于增量的银行资本补充债券，若按照会计准则界定为债性，且剩余期限、评级等满足《通知》各项要求的银行资本补充债券，现金管理类产品可以合规投资。但是考虑到这类品种久期一般较长，除了极少数接近到期的债券外，大部分仍难以被现金管理类产品持有，对后续新增需求有一定限制，未来永续债、二级资本债或主要仍通过其他理财产品和保险资管、养老理财等长久期资金投资。

对后续市场可能的影响，从银行端来看，目前已经有部分银行进行产品整改，根据普益标准披露的数据，现金管理类产品规模于 2021 年一季度小幅回落 9000 亿左右。根据部分现金管理类产品披露的定期报告前十大资产持仓情况看，部分银行已在主动整改，存量产品的资产投资逐步向新规靠拢。从银行产品端看，部分银行整改同时也积极发行定期理财产品，增加客户黏性，适度过渡现金理财产品规模。目前对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，持有资产组合的久期不得长于封闭期

的 1.5 倍，也可使用摊余成本计量。另也有部分银行开始发展多策略产品，类似固收+、大类资产配置、FOF 类产品等。

基金公司端来看，现金管理类理财监管趋严，利好货币基金，但收益率下行可能是一个缓慢过程。据普益标准的统计数据，2020 年末现金管理类产品的总规模 6.85 万亿，而 2021 年 Q1 其存续规模下降至 5.95 万亿元，规模缩小约 9000 亿左右。与此同时，货币基金的资产规模罕见地大幅上升 1.1 万亿左右，至 9.65 万亿规模。短债基金等广义现金管理类产品成为基金公司重点关注产品，短债基金投资范围相较于货币基金更加宽泛，从而可以获得更高的收益，同时通过控制产品的久期来降低产品净值波动，使其介于货币基金和传统纯债基金之间，一定程度上可以承接匹配银行现金理财类产品客户的投资需求。

对债市影响来看，此次《通知》执行严监管标准，但是操作层面对整改要求较为宽松，给予了一定的过渡期缓冲，从资产抛售情况看，大部分资产可以通过持有到期方式逐步消化，对于部分非标类和久期过长品种，可能需要通过产品承接、卖出交易等方式消化，但这部分预计对债市整体存量市场影响相对可控，对超长久期类品种如永续债、二级资本债等品种的新增投资需求有一定边际影响。

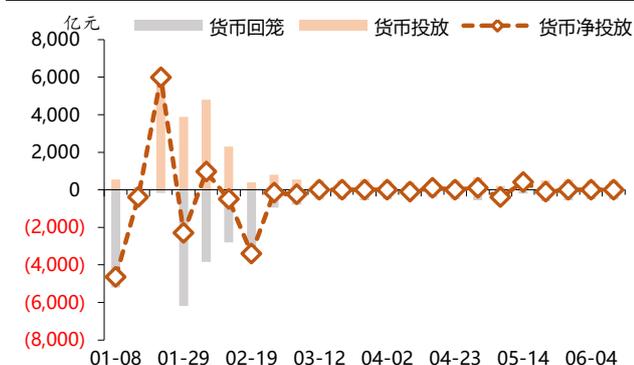
短期内，现金管理类理财新规对 3 年内、高等级品种相对利好，债市情绪平稳前提下，曲线保持陡峭化概率相对略大；但是考虑到客户对产品收益的适应情况，资管新规对债券市场信用利差和期限利差“重定价”产生的影响可能将较为深远，未来针对不同风险偏好、收益区间的产品需求可能进一步加大。

二、上周市场回顾

1、资金面

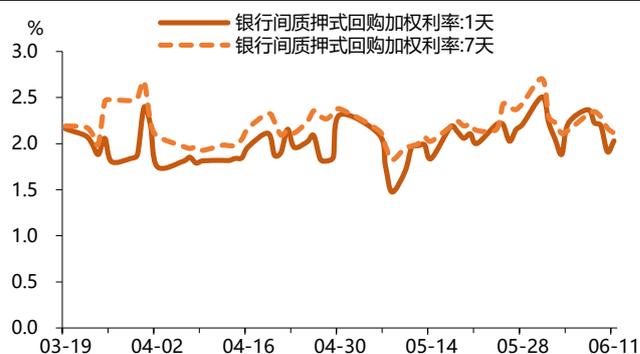
央行公开市场操作净回笼 0 亿，资金面基本维持高位震荡，利率波动较前期适度加大。上周最后一个交易日隔夜较前一周下行 19BP 至 2.03%，7 天下行 3BP 至 2.11%，开盘利率未变化，隔夜利率和 7 天利率利差保持窄幅震荡。

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

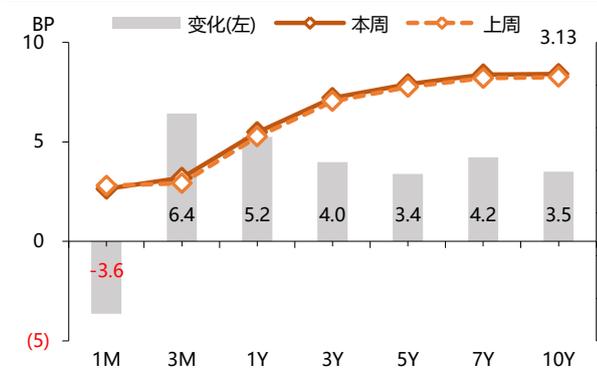


资料来源: 万得, 富荣基金

2、利率债

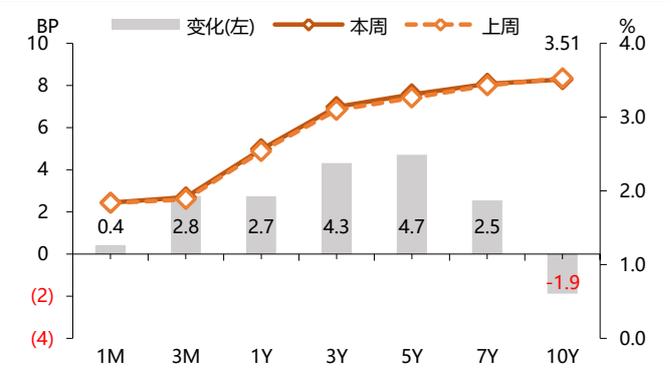
利率债方面，各期限品种适度上行调整，高频数据基本符合预期但难言对债市利好，叠加临近半年末市场情绪相对谨慎。市场表现情况，国债 10 年和 1Y 期限利差在 68BP，国开债 10Y 与 1Y 利差在 95BP。最终，10Y 国债上行 3.5BP，10Y 国开债下行 1.9BP，10Y 期限国开债和国债利差维持在 38BP。

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，受资金波动加大影响信用债品种多数上行，适度调整。1Y 期限短融上行 8BP，3 年 AAA 企业债上行 6-12BP，5Y 企业债上行 2-3BP，城投债 3Y 期限品种下行 9-11BP，5Y 品种上行 7-10BP，7Y 品种上行 7BP 左右。具体来看收益率分位数，1Y 品种收益率分位数在 21-26% 以内；3Y 品种收益率分位数在 15-20% 区间。5Y 及 7Y 等中长期品种处于 7-15% 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	2.98	3.10	3.30	5.49	CP	0.53	0.65	0.85	3.04
MTN3Y	3.42	3.58	4.01	6.20	MTN3Y	0.58	0.74	1.17	3.36
MTN5Y	3.74	3.96	4.51	6.70	MTN5Y	0.73	0.95	1.50	3.69
企业债 3Y	3.43	3.66	4.05	6.25	企业债 3Y	0.58	0.81	1.20	3.40
企业债 5Y	3.66	3.91	4.47	6.67	企业债 5Y	0.65	0.90	1.46	3.66
企业债 7Y	3.91	4.16	4.72	6.92	企业债 7Y	0.79	1.04	1.60	3.80
城投债 3Y	3.48	3.61	3.76	6.36	城投债 3Y	0.63	0.77	0.91	3.51
城投债 5Y	3.74	3.94	4.35	7.27	城投债 5Y	0.73	0.93	1.34	4.26
城投债 7Y	3.95	4.15	4.63	7.56	城投债 7Y	0.83	1.03	1.51	4.44

周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	7.9	7.9	4.9	3.9	CP	2.7	2.7	-0.3	-1.3
MTN3Y	4.2	4.2	4.2	3.2	MTN3Y	0.2	0.2	0.2	-0.8
MTN5Y	11.1	6.0	8.0	7.1	MTN5Y	7.7	2.7	4.7	3.7
企业债 3Y	11.5	6.5	3.5	3.5	企业债 3Y	7.5	2.5	-0.5	-0.5
企业债 5Y	2.3	2.3	2.3	2.3	企业债 5Y	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
企业债 7Y	5.9	1.9	2.9	2.9	企业债 7Y	1.7	-2.3	-1.3	-1.3
城投债 3Y	9.1	11.0	1.0	-2.0	城投债 3Y	5.1	7.1	-2.9	-5.9
城投债 5Y	7.8	9.8	4.8	-1.2	城投债 5Y	4.4	6.4	1.4	-4.6

城投债 7Y	6.9	6.9	4.9	-0.1	城投债 7Y	2.7	2.7	0.7	-4.3
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	26%	21%	20%	51%	CP	7%	2%	3%	61%
MTN3Y	20%	15%	19%	57%	MTN3Y	4%	0%	10%	59%
MTN5Y	17%	11%	17%	54%	MTN5Y	7%	4%	8%	61%
企业债 3Y	20%	18%	20%	57%	企业债 3Y	4%	4%	13%	62%
企业债 5Y	15%	11%	16%	51%	企业债 5Y	4%	0%	5%	56%
企业债 7Y	15%	7%	12%	44%	企业债 7Y	10%	4%	8%	54%
城投债 3Y	17%	15%	12%	64%	城投债 3Y	4%	5%	4%	76%
城投债 5Y	12%	13%	16%	80%	城投债 5Y	5%	7%	14%	89%
城投债 7Y	11%	11%	13%	74%	城投债 7Y	6%	5%	11%	85%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

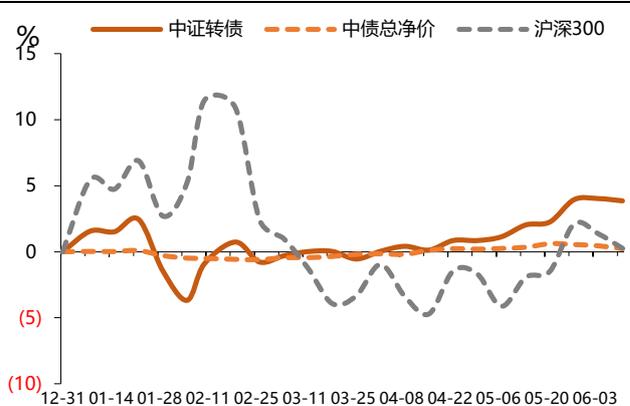
权益市场，各主要板块指数震荡为主，成交量涨跌互现。市场表现，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为-0.1%、+1.7%、-1.0%和-1.1%。转债市场上周涨幅收窄，中证转债指数微跌-0.2%。

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	-0.1	-0.2	14.5	14.5	↓ 4419	4512.1
深证成指	-0.5	0.1	29.4	29.6	↓ 5375	5452.3
创业板指	1.7	0.3	62.9	62.0	↑ 2048	1932.4
上证50	-1.0	-1.3	12.3	12.3	↑ 775	768.7
沪深300	-1.1	-0.7	14.3	14.5	↓ 2998	3079.9
中证500	0.5	0.4	25.6	25.4	↓ 1720	1735.8
中证1000	1.0	1.4	36.7	36.4	↑ 2092	2017.9

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：主要港口动力煤平均价环比上涨 1.46%。PTA 产业链负荷率下降约 1 个百分点至 80.79%。南华玻璃指数均值在 3493.88，环比下降 0.95%。上周 Myspic 综合全国钢铁价格指数下行 1.1%，主要钢材品种价格环比回调 1%左右。按品种看，螺纹钢、热卷、高线价格分别下降 1.2%、0.8%、0.6%，价格走势偏弱；库存方面，主要钢材品种库存环比下降 0.64%，去库速度放慢，其中，螺纹钢、热卷、线材总库存分别变化-0.03%、+0.77%、-4.54%。

地产：30 大中城市商品房平均成交面积环比回升 13.9%，其中，一、二、三线城市分别增加 51.9%、4.9%、9.9%；二手房成交面积则延续回落。拿地方面，上周 100 大中城市土地成交面积环比下降约 14%，一、二、三线分别下降 44.3%、9.1%、14.1%。

进出口：出口方面，上海出口集装箱指数（SCFI）上周环比回升 2.51%，中国出口集装箱运价指数（CCFI）上行 2.9%。进口方面，波罗的海干散货指数环比上行 2.76%，中国进口干散货运价指数环比下行 1.52%。

通胀：食品价格方面，上周猪价方面，农业部公布的全国平均批发价下降至 24.27 元/公斤，环比跌幅 2.61%，较上一周有所收窄。水产品价格回涨超 1%，蔬菜、牛肉进一步下跌，农产品和菜篮子批发价格 200 指数分别下降 1.21%和 1.42%。工业品价格方面，国内长江有色市场铜价回调 2.3%，铝、铅、锌价分别下跌 0.54%、0.84%、1.42%；海外方面，LME 铜、铝、铅、锌环比分别跌 1.8%、0.3%、0.4%、1.1%。

消费：乘联会最新数据显示，6 月第一周日均零售在 2.5 万辆左右，同比下滑 7%，环比 5 月首周下降 26%，表现偏弱。批发方面，当周主要厂商批发销量为日均 2.5 万辆，环比增 2%。

海外：布伦特原油环比上一周五涨 1.82%至 72.11 美元/桶；WTI 原油价格涨 2.2%至 69.88 美元/桶。国内市场方面，6 月 12 日国内成品汽油、柴油价格分别上调 175 元、170 元。

下周关注：国内工业增加值、固定资产投资、社零数据、美联储利率决议。

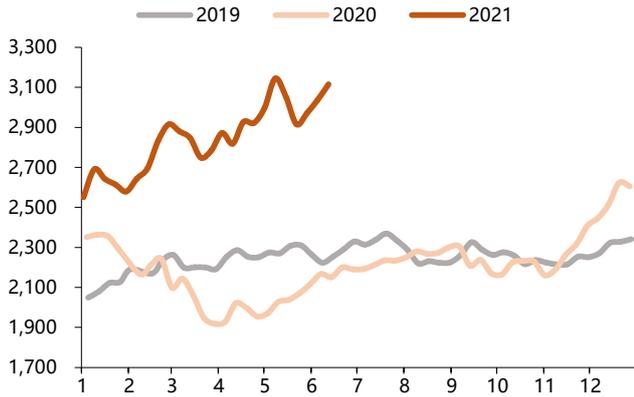
2、下周债市判断

利率债：本周即将迎来月中缴税，市场的关注点转为半年末流动性、MLF 续作与地方债供给等方面，利率品种和信用品种近期获利情绪渐强，基本面仍保持平稳向好，结构性调整局面使得债市趋势性机会难现，多空因素交织为主。周末，现金管理理财新规正式落地，关注对永续债、二级资本债一级市场的冲击。利率债方面，当前利率水平处于震荡中枢水平，市场谨慎、观望情绪渐浓。

信用债：债市回归基本面研究，市场对过剩产能和部分敏感区域城投信心有所修复，中部区域主流平台、过剩产能短端目前看可能存在一定结构性交易机会。

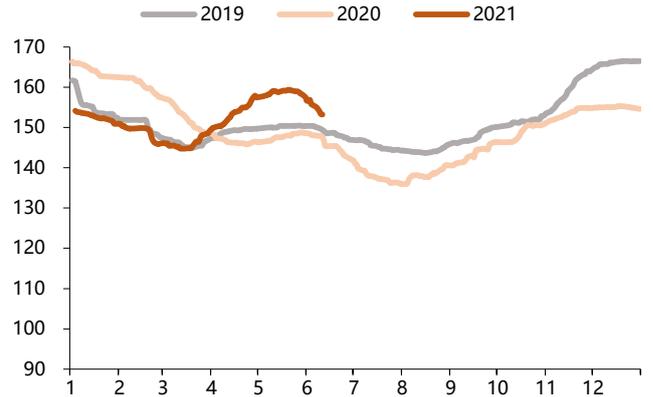
可转债：权益市场涨跌互现，高弹性品种近期表现相对更好。转债方面，整体波动有限，但行业轮动较快，仍以结构性行情为主，超高平价券涨幅最大，偏股性转债跟随正股上涨。后续关注中报业绩预期差，精选行业，对应寻找正股估值低的转债，以寻找结构性机会为主。

图表. 南华工业品指数震荡上行



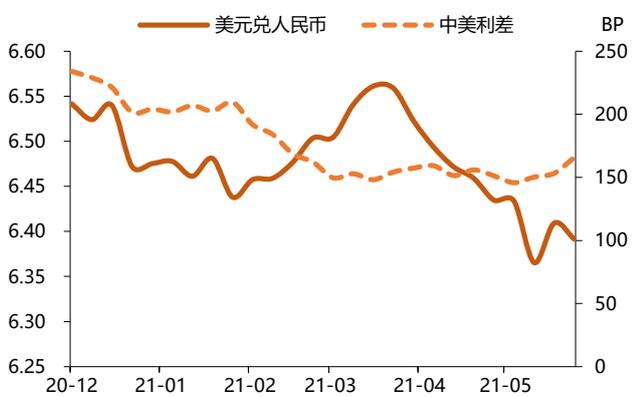
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格持续回调



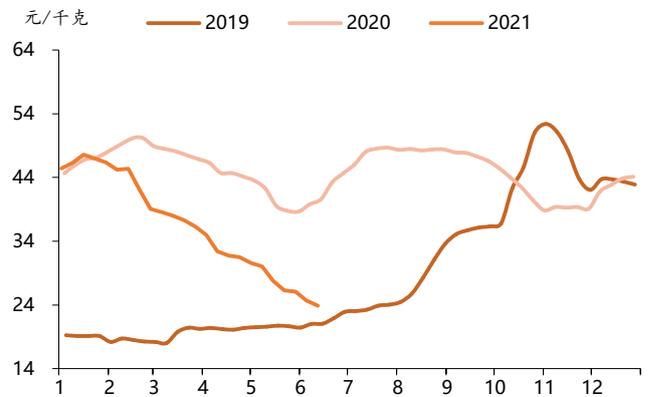
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 人民币汇率小幅贬值



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 猪肉价格持续回落



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。