

富荣基金固定收益周报

——经贸关系短期还会反复吗？

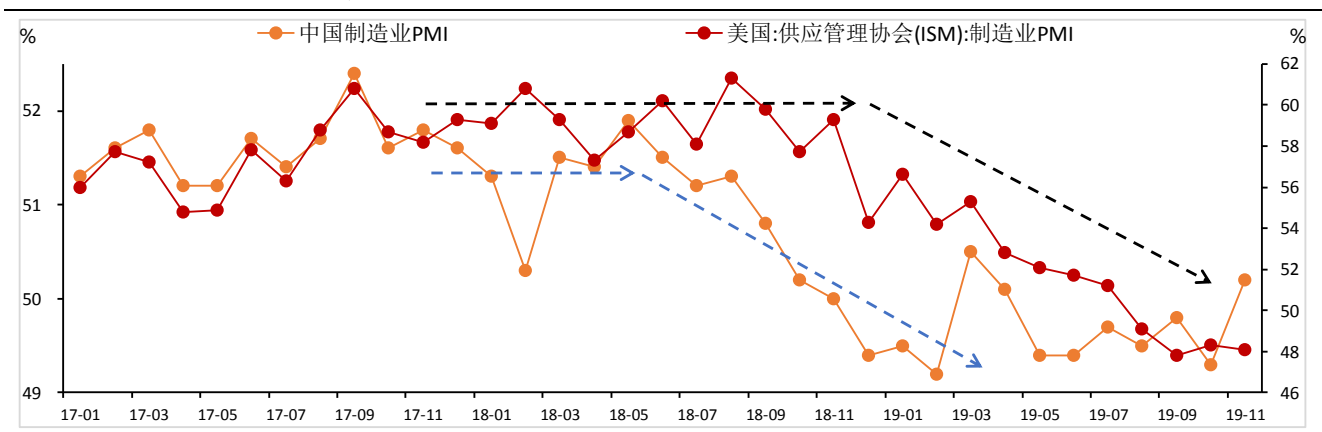
2019年12月16日

一、本周关注：第一阶段贸易协议达成

2019年12月13日，国新办举行中美经贸磋商有关进展情况新闻发布会，宣布“中美第一阶段经贸协议文本达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。”同日，根据美国贸易代表处的文件：2500亿美元中国商品被加征的25%关税将被保留；9月1日起对约1200亿美元中国商品加征的15%关税税率将调整为7.5%；原定于12月15日对约1800亿美元中国商品加征15%关税可能不会被执行。而中国也将相应考虑不实施原计划在12月15日生效的拟对美方进口产品加征关税的措施。如何看待这一事件？

首先，此次贸易关系缓和，是否会像之前一样短期内再度反复？此次贸易协议达成的背景，和之前几次最大的不同，来自中美经济基本面的相对走势。2018年二季度经贸关系恶化后，中国PMI在年中便开始触顶加速回落，但美国PMI一直维持在60左右的景气高位。今年5月美国宣布第三批、第四批关税前，美国PMI虽然有所回落，但中枢仍在55左右，而中国已经下行至荣枯线以下，这是美国敢于持续施压的根本，这一阶段可能也是中国最困难的时候。但最近一个季度，终于“熬”到了美国PMI滑落至荣枯线以下，双方都开始为经贸关系付出代价。因此，此次贸易协议的达成，经济走势起到重要推动作用，短期双方都有缓和关系从而稳定经济的诉求，因此贸易环境缓和有望持续半年到一年时间，短期反复的概率较小。

图表 1. 贸易关系紧张以来，中国自18年Q3景气下行，美国自19年景气下行，PMI均跌落至荣枯线



资料来源：万得，富荣基金

其次，贸易协议产生的影响，可以从情绪、经济、政策三个维度进行理解：

情绪上，中期对风险的担忧或下降。虽然市场对于经贸关系长期和复杂性的认识较为充分，但阶段性的缓和仍非常重要。在摩擦升级的阶段，预期的是不断上升的风险和不确定性，但达成协议后，不确定性将大幅下降，市场的风险偏好有望上升。这对于股市来说是一个中期层面

利好。

经济上，出口改善带领经济企稳的概率上升。2019年宏观经济快速下滑的一个重要原因是出口产业链恶化，导致制造业承受巨大压力。展望明年，我们的一个判断是，在基建、地产以及其他消费相对稳健的背景下，经济能否企稳的关键点在于出口环节能否有所改善。从第一阶段协议内容可以看出，除了关税部分有小幅调降外，通过豁免工具，实际的税负有望进一步下降，有望改善我国出口。按照光大证券的测算，关税豁免已抵消第一批加征商品35%的负面影响，使得实际税率从2018年12月的24.9%下降到了2019年10月的16.7%。此外，进口方面，前期经贸关系趋紧后，中国自美国采购的农产品数量出现了明显下降，未来有望恢复，有利于降低国内部分使用美国产品作为原材料的行业成本（例如对美依赖较大的大豆等油料产品，是养猪等行业的饲料主要来源）。

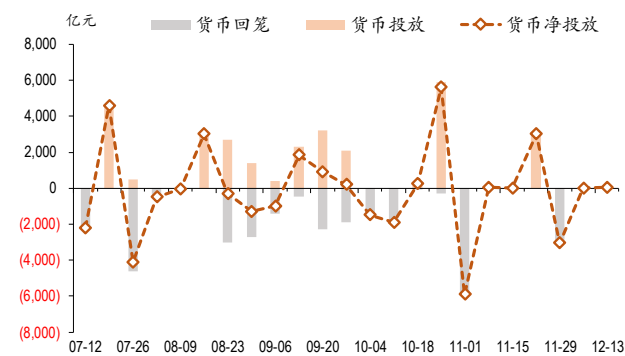
政策上，需求端刺激的使用或更加谨慎，产业结构升级方向更为明确。2020年中央经济工作会议确定了以稳为主的全年基调，第一阶段协议达成后外部不确定性阶段性有所缓和，国内大幅刺激地产、基建等需求的概率下降，预期不宜过高。与此同时，抓住有利窗口期，加快产业结构调整、支持高端制造业升级的诉求会进一步加强，对于股市来说，高端制造和科技的中期逻辑较为确定。

二、上周市场回顾

1、资金面

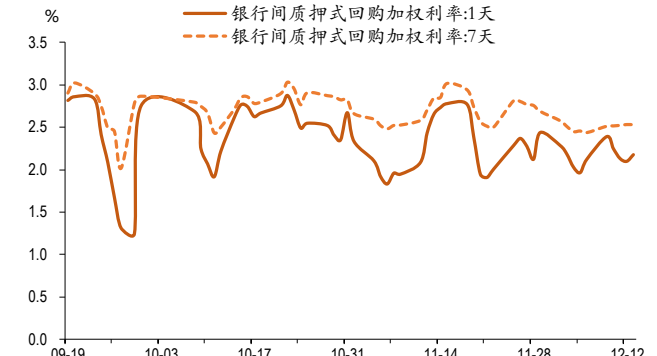
本周央行未进行公开市场操作，无到期，净投放为零。整体流动性保持充裕，隔夜和7天加权资金利率与上周基本持平，中枢在2.2%和2.5%左右。下周一有2860亿MLF到期，下周四有500亿国库券现金管理到期，叠加月中税期，央行或进行投放稳定资金面。

图表 2. 央行公开市场逆回购操作



资料来源：万得，富荣基金

图表 3. DR007 与 R007 走势

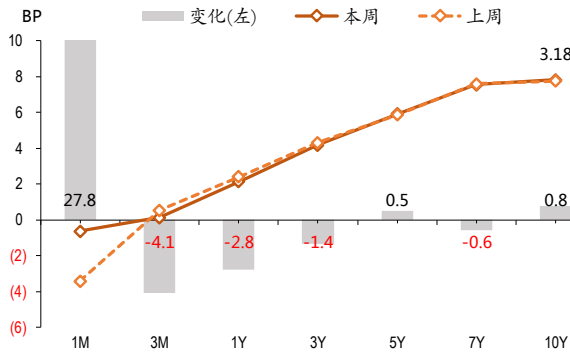


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

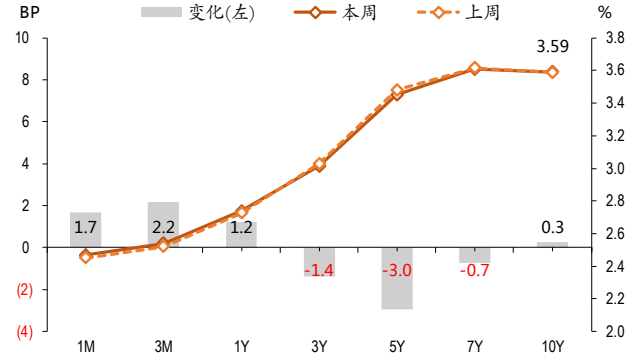
资金面宽松、以及预期货币宽松成为债市短期的较强支撑，本周基本面一再出现利空，从通胀和金融数据超预期，到政治局会议和中央经济工作会议表态偏松、张家港等地一度放松限售，再到中美贸易谈判达成阶段性协议，都未能对债市产生方向性的动摇，利率中枢仍然维持横盘震荡。10Y 国债和国开收益率均上行不足 1 个 BP。

图表 4. 国债收益率曲线和变化



资料来源：万得，富荣基金

图表 5. 国开债收益率曲线和变化



资料来源：万得，富荣基金

图表 6. 国债与国开期限利差

国债									
利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y	30Y-1Y	5Y-3Y	10Y-3Y	10Y-5Y	30Y-10Y
最新	21	38	54	57	118	17	36	19	61
变化	1	3	2	4	3	2	2	0	-0
分位数	26%	30%	27%	25%	33%	40%	30%	24%	68%
标准差	22	35	43	56	60	16	39	25	43
均值	35	59	81	99	144	25	64	39	46
中值	32	53	71	84	133	20	53	34	54
最低	-28	-19	-10	-3	-130	-4	-7	-6	-373
最高	121	162	200	271	415	88	195	128	362

国开债									
利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y	30Y-1Y	5Y-3Y	10Y-3Y	10Y-5Y	30Y-10Y
最新	27	71	87	85	143	44	58	14	58
变化	-3	-4	-2	-1	-2	-2	2	3	-1
分位数	28%	63%	57%	46%	46%	90%	61%	23%	50%
标准差	21	34	42	51	58	16	38	25	30
均值	39	64	84	97	152	25	58	33	55
中值	39	63	82	88	145	22	49	29	58
最低	-33	-35	-47	-60	-8	-16	-41	-25	-158
最高	99	186	262	354	323	97	255	168	258

国开-国债						
利差	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	
最新	20	46	45	41	38	
变化	-0	-3	-0	-0	-1	
分位数	12%	41%	41%	44%	27%	
标准差	32	31	32	34	46	
均值	52	52	50	45	55	
中值	49	51	50	44	53	
最低	-94	-59	-101	-139	-241	
最高	163	143	131	129	383	

资料来源：万得，富荣基金

3、信用债

上周信用债收益率因资金面延续整体宽松，多数下行。中短期票据收益率多数下行，除 3M 上行 1BP、5Y 的 AA+ 和 AA 上行 2BP 外，其他均下行 2~3BP。上周信用利差短上长下。从期限

来看，3M 和 1Y 分别上行 5BP、1BP，3Y 下行 1BP，5Y 的 AAA 下行 4BP；从城投债来看，除 3M 和 1Y 上行 1~6BP 以外，3Y 和 5Y 下行幅度在 3BP 以内。信用利差整体仍处于低分位。

图表 7. 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	3.18	3.32	3.43	5.49	CP	0.44	0.58	0.69	2.75
MTN3Y	3.47	3.61	3.81	5.86	MTN3Y	0.46	0.60	0.80	2.85
MTN5Y	3.76	4.05	4.47	6.52	MTN5Y	0.31	0.60	1.02	3.07
企业债3Y	3.44	3.59	3.80	5.85	企业债3Y	0.43	0.58	0.79	2.84
企业债5Y	3.76	4.04	4.48	6.53	企业债5Y	0.31	0.59	1.03	3.08
企业债7Y	3.99	4.41	5.05	7.07	企业债7Y	0.39	0.81	1.45	3.47
城投债3Y	3.54	3.60	3.73	5.34	城投债3Y	0.53	0.59	0.71	2.32
城投债5Y	3.87	4.01	4.17	6.30	城投债5Y	0.42	0.56	0.72	2.85
城投债7Y	4.13	4.33	4.74	6.91	城投债7Y	0.52	0.72	1.13	3.30
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	CP	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
MTN3Y	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	MTN3Y	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
MTN5Y	-3.0	2.0	2.0	2.0	MTN5Y	-0.1	4.9	4.9	4.9
企业债3Y	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	企业债3Y	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
企业债5Y	-3.0	1.0	1.0	1.0	企业债5Y	-0.1	3.9	3.9	3.9
企业债7Y	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	企业债7Y	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
城投债3Y	-1.3	-2.3	-2.3	-6.3	城投债3Y	0.1	-0.9	-0.9	-4.9
城投债5Y	-0.3	-1.3	-2.3	-8.3	城投债5Y	2.7	1.7	0.7	-5.3
城投债7Y	0.1	0.1	0.1	0.1	城投债7Y	0.8	0.8	0.8	0.8
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	30%	26%	20%	52%	CP	17%	5%	1%	79%
MTN3Y	19%	12%	7%	34%	MTN3Y	31%	9%	6%	72%
MTN5Y	14%	12%	11%	46%	MTN5Y	7%	7%	11%	71%
企业债3Y	19%	12%	8%	30%	企业债3Y	30%	7%	4%	65%
企业债5Y	16%	13%	13%	43%	企业债5Y	8%	5%	11%	65%
企业债7Y	15%	13%	21%	51%	企业债7Y	18%	17%	24%	79%
城投债3Y	16%	11%	7%	24%	城投债3Y	23%	12%	7%	45%
城投债5Y	12%	11%	8%	34%	城投债5Y	9%	7%	4%	60%
城投债7Y	12%	11%	10%	39%	城投债7Y	19%	13%	17%	73%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国开债

4、可转债

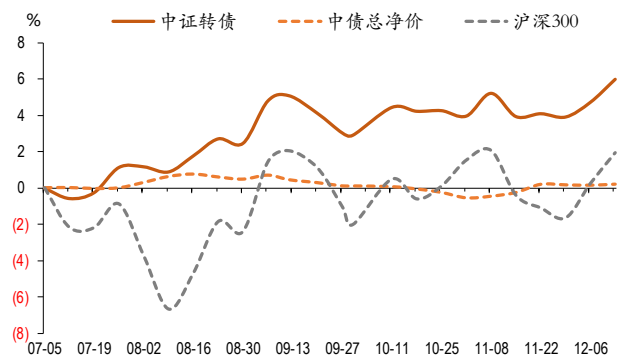
本周股市延续了上周的强劲势头，政治局会议内容提升市场对于基建和地产的预期，周初周期板块大幅上涨。后续经济数据与贸易谈判进展均形成支撑，科技板块持续走强，创业板创阶段新高。市场成交额显著上行，外资继续大幅流入，风险偏好明显加强。受股市带动，转债市场同步上行，中证转债指数上涨 1.2%。

图表 8. 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	1.9	1.4	12.9	12.7	↑ 1801	1434
深证成指	1.3	3.1	24.1	23.9	↑ 2896	2267
创业板指	1.7	3.7	53.7	52.8	↑ 1039	795
上证50	2.3	1.6	9.7	9.4	↑ 393	345
沪深300	1.7	1.9	12.0	11.8	↑ 1358	1151
中证500	1.3	2.4	26.6	26.2	↑ 875	668
中证1000	1.9	2.9	40.9	40.2	↑ 1121	868

资料来源：万得，富荣基金

图表 9. 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

政策：中央经济工作会议与中美第一阶段协议，分别奠定了 2020 年内部与外部的基调。经济工作会议方面，稳健贯穿全篇，预计全年政策仍会进行适度逆周期调节，保证十三五顺利收官，但基建、地产等重点领域未出现明显放松迹象，经济反弹空间不宜过高期望。贸易谈判阶段性取得协议，新的关税暂时不会加征，以往关税部分边际下调，整体贸易环境阶段性肯定有一些改善，但对出口的作用需要观察。

生产：本周六大电厂发电耗煤量环比回落，受去年基数恢复正常的影响，同比开始走弱。全国钢铁高炉开工率小幅回落 1 个百分点，持平去年。本周社会钢铁库存小幅回落，冬储情况不明显。钢铁现货价格指数小幅下降。水泥价格环比继续上涨，但涨幅缩窄。总体看，下游需求仍然不差。

地产：本周 30 大中城市商品房销售环比继续下降。上市房企 11 月销售面积累计增速继续改善。上周 100 大中城市土地供应规划建筑面积与均价仍较为低迷。张家港放松限售后被辟谣，但近期市场对于地产放松的预期不断加强。

消费：上周乘用车厂家零售日均销量回落。乘联会口径，11 月乘用车销量同比下降 4.6%，中汽协口径，11 月销量同比下降 5.4%，降幅均较 10 月略微收窄。新能源车下降 44%，补贴退坡后销量保持低迷。

通胀：工业品方面，本周南华指数环比上升。原油价格震荡，螺纹钢期货价格小幅回升。农产品方面，批发价格 200 指数再度跳升，创下年内新高；本周 22 省市猪肉价格环比继续小幅上升；7 种代表水果价格环比依然较弱，但蔬菜价格大幅上行。除了猪肉，需要关注蔬菜和水果可能出现的反弹。

海外：本周海外缺乏重要数据，美联储议息会议维持利率不变，短期进一步降息的预期也有所弱化。市场方面，受益于贸易谈判和中国透露出的稳增长信号，全球风险资产整体较好，股市与主要工业品均大幅上行。

下周关注：周一公布中国 11 月经济数据（市场预期较 10 月会出现反弹）、欧洲 12 月 PMI 初值数据，周二公布美国 12 月 MarkIT PMI 数据，周五公布美国 11 月核心 PCE 指数。下周数

据与基本面相关度较高，在贸易环境有望缓解情况下，基本面的走势将更为重要。

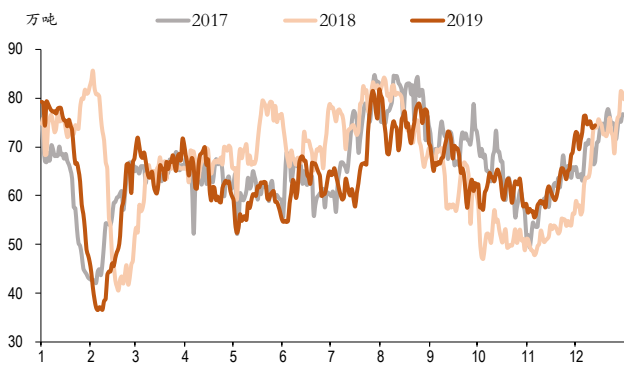
2、下周债市展望

利率债：利率债对基本面利空有所免疫，除了配置力量较强外，对货币宽松的预期也形成重要支撑。中央经济工作会议对货币政策基调由松紧适度改为灵活适度，对小微、民营企业支持离不开融资成本下行。近期 10Y 利率已经横盘震荡 3 周左右，后续突破方向仍不明朗，短期继续等待可能是更合适的选择。

信用债：中美贸易第一阶段协议达成没有实质性地大幅降低美国自中国进口的关税，对于整体信用基本面的改善作用十分有限。整体看，经济基本面走弱的趋势没有改变，经济工作会议中对于逆周期调节的表述将会随着各项政策的落地，逐步体现在信用债价格当中，需注意未来基本面走强、个券违约给信用债带来的风险。

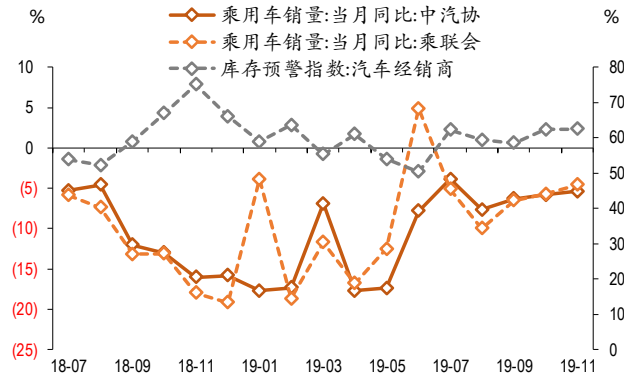
可转债：上周两个重要事件可能对市场走势产生持续影响，一是科技股出现向上突破迹象，二是第一阶段贸易协议达成，市场风险偏好有望提升，市场将更关注基本面逻辑。在此背景下，一方面券商等对市场更为敏感的板块短期或受益，另一方面中期逻辑确定的科技行情也将继续。转债方面，可以相对积极，重点转债低价格、正股低估值、行业景气向好等方向。

图表 10. 发电耗煤同比开始回落



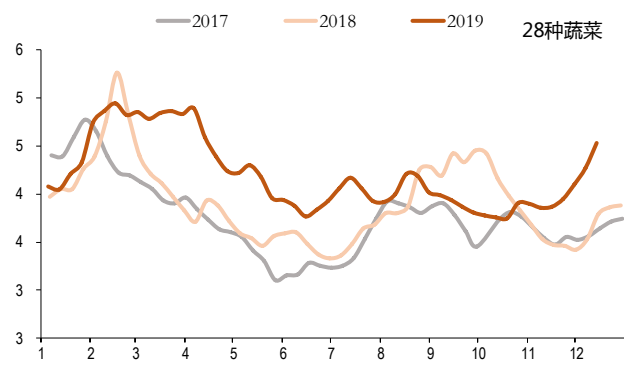
资料来源：万得，富荣基金

图表 11. 汽车销售降幅边际收窄



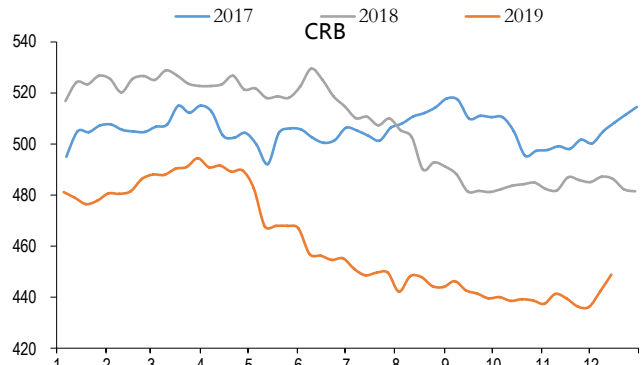
资料来源：万得，富荣基金

图表 12. 蔬菜价格指数大幅上升



资料来源：万得，富荣基金

图表 13. CRB 指数大幅蹿升



资料来源：万得，富荣基金

免责声明

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。

本报告中的资料、观点和预测等仅作为富荣基金内部培训、向机构客户和渠道路演交流使用，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。请勿外传。