

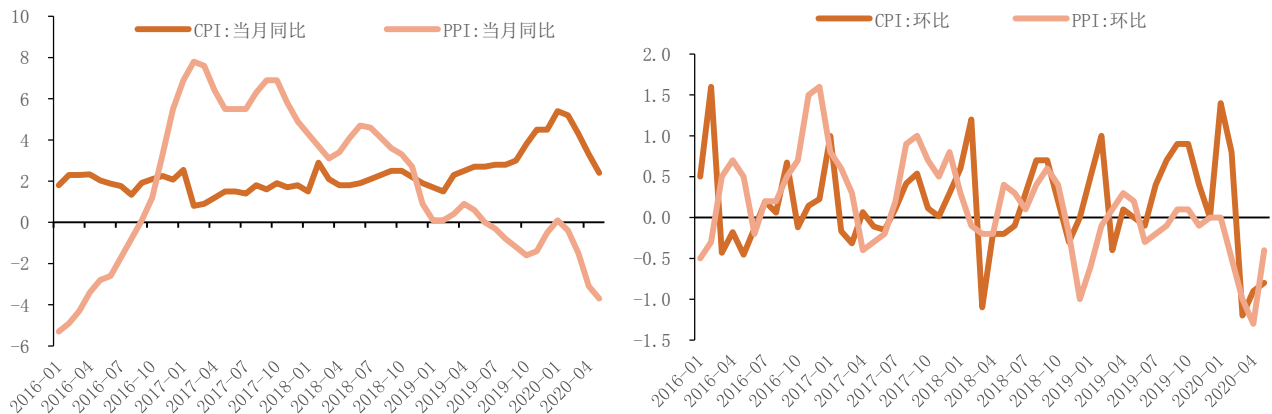
富荣基金固定收益周报

——疫情出现反复, 关注经济复苏节奏

2020年6月12日

一、本周关注:

本周公布通胀数据显示, 5月份CPI环比-0.8%、同比+2.4%;食品价格环比下降-3.5%, 延续回落态势, 猪肉、鲜菜价格环比大幅下降, 非食品价格与上月持平。5月PPI环比-0.4%、同比-3.7%, 环比降幅收窄, 同比继续扩大。通胀持续下行回落, 为央行执行货币政策提供了更友好的基础, 当前, CPI和PPI同比双双回落, PPI环比降幅有所收窄, 预计下半年CPI仍将继续下行为主, PPI关注环比变化情况。



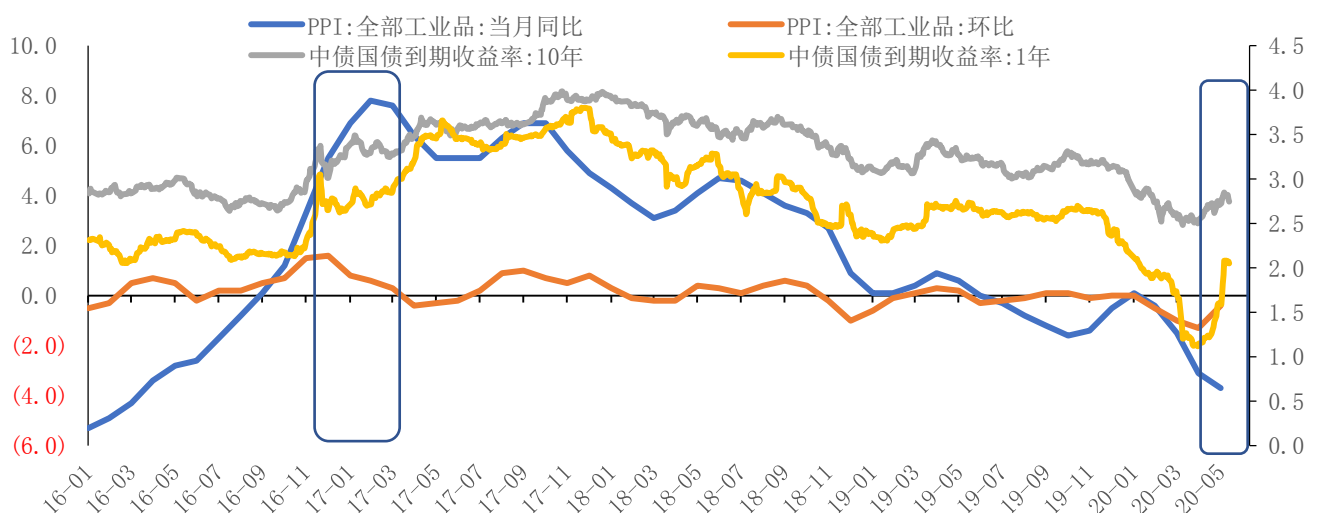
CPI方面: 5月CPI延续回落趋势, 猪肉、鲜菜价格环比-8.1%、-12.5%, 鲜果价格环比微降, 但由于去年二季度基数较高, 同比回落-19.3%。非食品方面, 非食品环比与上月持平, 前值-0.2%, 未来预计将继续向历史季节性均值方向修复。核心CPI近几月基本保持在1.0-1.2低位。猪肉价格, 今年2-5月份猪肉CPI同比分别为+135.2%、+116.4%、+96.9%、+81.7%, 呈现逐步回落态势。从环比角度看, 2-5月农业部口径猪肉平均批发价环比+7.4%、-4.2%、-6.3%、-10.3%, 回落幅度逐步加深。后续, 猪肉价格对CPI拉动作用走弱, 且去年下半年猪肉和鲜果价格基数略高, 预计下半年CPI还将持续下行为主。

PPI方面: 5月PPI环比-0.4%、同比-3.7%, 环比降幅收窄, 同比继续扩大, 我们在5月数据预测中提示原材料生产和加工业价格向下游传导存在时滞, 虽然5月原油、金属价格均出现修复, 但PPI实现环比正增仍需耐心。分行业看, 5月石油和天然气开采业价格环比-9.1%, 较前值-35.7%明显收窄, 黑金冶炼和有色冶炼价格环比+0%、+1.6%, 较前值有所回升。工业品价格近期持续阶段性修复状态, 同时6大集团日均耗煤量受到季节因素影响, 近期周度环比转正, 但6月同比目前略弱于5月后续还需跟踪; 基建项目持续快速推进, 高频数据显示挖掘机、重卡销量连续两月同比增速在60%以上, 基建投资对工业品需求产生支撑, 后续需关注工业品库存变化及石油及上下游产品价格波动, 整体预计PPI同比降幅后续恐将小幅收窄。

主要工业品价格近期走势情况，自4月底工业品价格触底，二季度以来工业品价格出现一定整体修复。铁矿石和钢材，二季度以来整体上行为主，二者价格走势基本同步。原油价格，目前原油价格仍高于5月底1.9%左右，但是受到库存因素影响，目前原油库存仍较高。动力煤和焦煤价格，与原有价格走势基本同步，二季度以来上行为主，6月上旬环比上行3%。化工品价格，CCPI中国化工产品价格自4月起持续上行，4月底有所反复，目前恢复至三月中水平，PTA、聚乙烯、橡胶等重要化工品价格与原油涨势基本同步。水泥价格，4月下旬见底回升，但6月出现一定回落，6月最新水泥价格指数较5月底小幅回落1.3%，受到南方雨季影响，水泥价格可能短期小幅撑压，关注后续基建及新开工情况。玻璃价格，维持二季度以来强势表现，6月初全国玻璃价格指数较5月底持续收涨。

后续工业品价格值得关注的要点：1) 工业品价格之间存在相互影响，原油和煤炭作为其他工业品的生产原材料，会广泛影响其他工业品价格，目前看油价二季度呈现低位反弹态势，后续能否突破修复利率低位，需关注海外石油供需变化以及库存情况，目前原油库存仍持续高位。2) 经济复苏的节奏，二季度尤其是4月工业品价格底部特征明显，与中国及全球经济体受疫情影响复工节奏有关，后续国内和海外逐步复产复工仍是主要确实，即使有疫情反复再次进行如春节后“熔断”经济的可能性较低。但不排除因疫情影响个别产品供给需求仍存在一定扰动，以铁矿石为例，巴西是铁矿石主要产区之一，近期其疫情升级导致铁矿石供给收紧预期形成，从数据看，巴西新增确诊病例与铁矿石价格有一定相关性，铁矿石价格可能对钢材成本形成制约。3) 国内基建开工和工业投资恢复情况，根据政府工作报告后续传统基金和新基建是主力，二季度以来基建需求集中释放较快，建筑类新订单量显著增加提振工业品价格，后续需持续关注国内财政刺激政策和基建政策落地情况。4) 南方雨季，近期南方降雨量显著增加，开工条件受到明显影响，但是目前看还是短期影响，对月度和单季数据可能产生小幅影响。5) 国内疫情反复，北京本周末再次对部分区域提高疫情风险等级，关注后续疫情扩散及控制情况。

从市场方面，债市与PPI呈现一定相关性，但17年上半年PPI环比和同比出现一定背离，当时债市持续上行调整为主。目前PPI环比和同比再次出现一定背离，后续环比可能带动同比跌幅收窄，但当前PPI同比和环比仍处在负值区间，关注环比恢复的情况。目前看，环比虽然面临边际改善预期，但是过程中数据可能会出现一定反复，债市短期面临一定调整压力，但是仍难言趋势改变，目前看预计仍大体维持低位中枢下宽幅震荡为主。

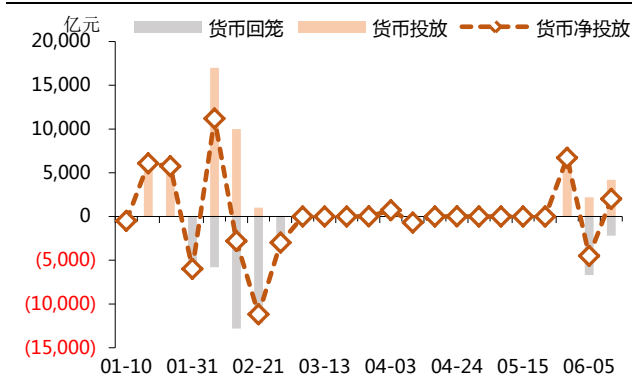


二、上周市场回顾

1、资金面

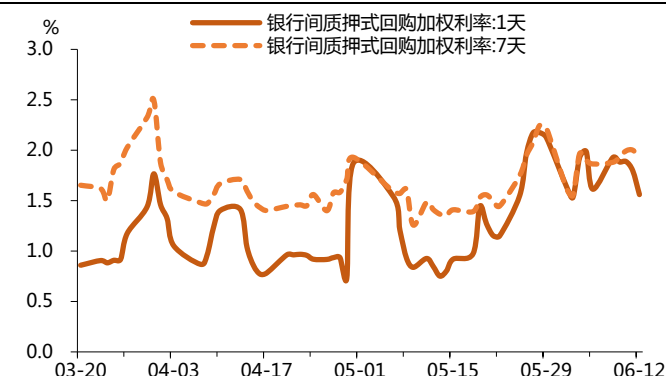
本周央行公开市场操作到期 2200 亿，公开市场操作净投放 2000 亿。本周资金利率高位震荡为主，资金紧张情绪在后半周适度缓解。周五隔夜较上周五下行 5BP 至 1.56%，7 天较上周上行 7BP 至 1.93%，下周公开市场操作与 MLF 合计到期 6600 亿，关注后续央行 MLF 续作情况。

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

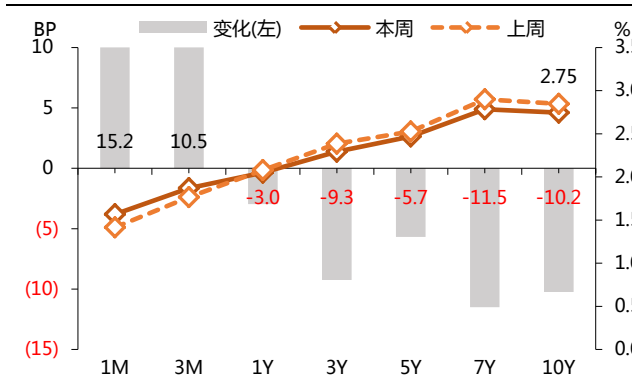


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

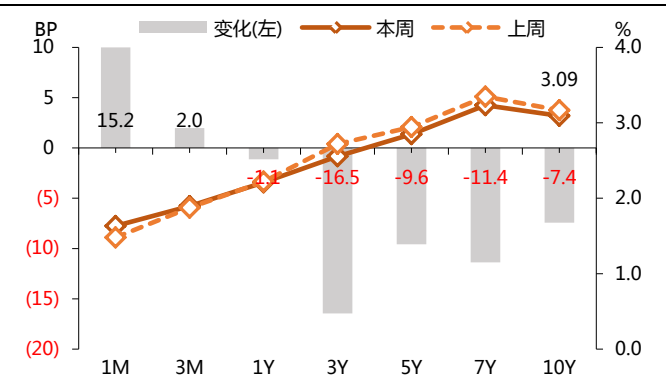
本周债市利率债情绪明显修复，尽管日内波动较大，但整体收益较上周有一定修复下行。期限利差仍持续收窄，幅度较上周明显收窄。国债 10 年和 1Y 期限利差从上周的 77BP 收窄至 69BP。本周公布的通胀数据和金融数据基本与市场预期差异不大，且通胀持续下行，也为年内总量货币政策持续宽松提供了一定有利条件，市场较前期快速调整后在本周适度修复。最终，本周 10Y 国债下行 10.2BP，10Y 国开下行 7.4BP，期限利差收窄，中短端适度明显。市场波动持续扩大，曲线延续熊平，小幅下行。

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，近期信用品种情绪持续受到利率品种带动，伴随资金边际企稳，本周情绪较上周也明显修复，尽管债市估值压力持续，但收益率小幅下行，部分期限利差适度收窄。具体来看，本周中短期票据，1Y 期到期收益率普遍上行 5-6BP，息差小幅上行 7-10BP。3Y 中票

企业债收益率下行 5-9BP, AA+及以上品种息差变化不大, 低评级品种息差小幅走阔 5BP 左右; 5Y 品种本周波动相对其他期限略明显, 下行 5-9BP, 息差收窄 1-3BP 为主。收益率绝对水平来看, 本周各期限品种仍大体维持在 10%分位水平震荡为主, 息差处于 10-40%分位, 5 年品种息分位数相对其他期限略高, 考虑到季末因素整体信用市场预计短期内维持震荡调整为主。

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	2.58	2.75	3.10	5.31	CP	0.53	0.70	1.05	3.26
MTN3Y	3.04	3.22	3.62	5.79	MTN3Y	0.75	0.93	1.33	3.50
MTN5Y	3.53	3.83	4.24	6.41	MTN5Y	1.06	1.36	1.77	3.94
企业债 3Y	3.04	3.22	3.62	5.79	企业债 3Y	0.75	0.93	1.33	3.50
企业债 5Y	3.53	3.83	4.24	6.41	企业债 5Y	1.06	1.36	1.77	3.94
企业债 7Y	3.84	4.21	4.62	6.79	企业债 7Y	1.05	1.42	1.83	4.00
城投债 3Y	3.12	3.24	3.44	5.60	城投债 3Y	0.83	0.95	1.15	3.31
城投债 5Y	3.62	3.76	4.02	6.35	城投债 5Y	1.15	1.29	1.55	3.88
城投债 7Y	3.83	4.02	4.36	6.76	城投债 7Y	1.04	1.23	1.57	3.97
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	4.3	5.3	6.3	5.3	CP	7.3	8.3	9.3	8.3
MTN3Y	-9.3	-9.3	-3.3	-4.3	MTN3Y	-0.0	-0.0	6.0	5.0
MTN5Y	-7.9	-8.9	-5.9	-5.9	MTN5Y	-2.3	-3.3	-0.3	-0.3
企业债 3Y	-8.3	-9.3	-3.3	-4.3	企业债 3Y	0.9	-0.1	5.9	4.9
企业债 5Y	-7.9	-8.9	-5.9	-5.9	企业债 5Y	-2.3	-3.2	-0.3	-0.3
企业债 7Y	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	企业债 7Y	9.0	9.0	9.0	9.0
城投债 3Y	-6.4	-6.4	-7.4	-5.4	城投债 3Y	2.8	2.8	1.8	3.8
城投债 5Y	-4.1	-5.2	-6.2	-4.2	城投债 5Y	1.5	0.5	-0.5	1.5
城投债 7Y	-4.7	-6.7	-5.7	-5.7	城投债 7Y	6.8	4.8	5.8	5.8
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	10%	8%	15%	47%	CP	3%	2%	12%	79%
MTN3Y	9%	7%	6%	32%	MTN3Y	14%	12%	13%	78%
MTN5Y	11%	8%	7%	43%	MTN5Y	31%	26%	23%	83%
企业债 3Y	10%	5%	7%	29%	企业债 3Y	16%	11%	13%	75%
企业债 5Y	12%	8%	7%	39%	企业债 5Y	32%	25%	20%	80%
企业债 7Y	11%	8%	7%	37%	企业债 7Y	29%	21%	12%	76%
城投债 3Y	7%	6%	6%	36%	城投债 3Y	15%	16%	14%	72%
城投债 5Y	10%	9%	8%	38%	城投债 5Y	29%	25%	20%	78%
城投债 7Y	9%	8%	7%	36%	城投债 7Y	18%	14%	11%	72%

资料来源: 万得, 富荣基金; 利差基准为同期限国债

4、可转债

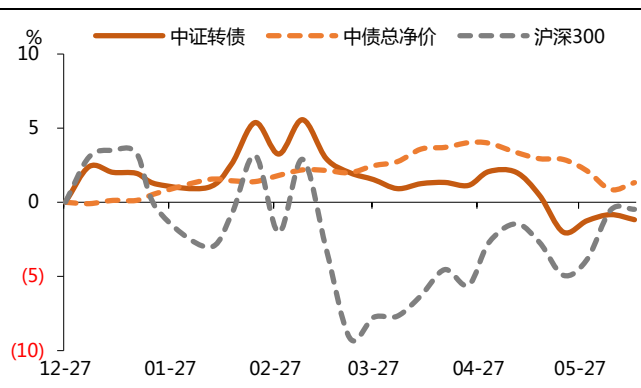
本周，本周权益市场窄幅震荡，转债指数小幅下行，整体平稳。市场小幅上涨，震荡为主，创业板指相对较为强势，市场成交量较上周小幅下行。行业层面，消费者服务、医药、新能源、传媒板块涨幅居前，农牧、轻工、银行、电力板块领跌；医药、消费者服务、传媒相对强势，周期板块（石化、有色、钢铁、地产）周初表现较好，临近周末汽车、光伏板块受各自行业数据影响，表现较好。本周，上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为-0.4%、1.9%、-0.4%和0.0%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数较上周下行0.3%，震荡为主。

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	-0.4	2.8	13.1	13.2	↓ 2644	2739.3
深证成指	0.6	4.0	29.4	29.1	↓ 3975	4204.1
创业板指	1.9	3.8	62.5	61.2	↓ 1388	1398.8
上证50	-0.4	3.2	9.3	9.4	↑ 466	438.2
沪深300	0.0	3.5	12.3	12.3	↑ 1785	1739.8
中证500	0.1	3.3	32.5	32.4	↓ 1272	1320.5
中证1000	0.3	3.4	58.2	57.9	↓ 1615	1769.4

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：6大电厂耗煤量重新回升，周度环比转为上行，月度同比转负。本周6大电厂耗煤量合计环比回升5.09%，由上周的下跌转为上涨。6大电厂耗煤量连续两周回落后重新回升，主要受季节性影响，当前全国大部分地区已经进入高温季节，空调等用电有所增加，导致耗煤量季节性回升。但从同比来看，6月至今耗煤量同比增速转负，较5月明显走低。

地产：6月初房地产销售和拿地均有所回落，但短期内房地产投资数据或持续好转。本周30大中城市商品房成交面积较上周有所回落，但与去年同期相比仍为回升。拿地方面，100大中城市土地成交面积继续回落，但考虑到库存偏低，叠加部分城市土地溢价率依旧较高。从地产信托发行数据来看，本周地产信托发行量为265.08亿，较上周的107.3亿明显回升。

进出口：进口方面，波罗的海干散货指数较上周回升32.64%，中国进口干散货运价指数走势较上周回升13.67%，上升幅度继续扩散。出口方面，上海出口集装箱指数(SCFI)本周回升9.71%，中国出口集装箱运价指数(CCFI)本周回落0.24%。考虑到当前中美关系持续僵化，中国与欧盟、日韩等其他主要发达国际经济体贸易情况值得关注。

通胀：工业品方面，本周Myspic综合全国钢铁价格指数微幅回升0.4%。主要品种中，螺纹钢、热卷、高线价格本周多为下跌，分别变动-0.23%、-0.25%、0.37%；从库存来看，螺纹钢、热卷、线材库存较上周分别减少1.96%、3.1%、4.97%，螺纹钢和热卷品种库存降幅较上周继续收窄。从钢价走势来看，当前南方雨季来临，需求适度减弱对钢价产生一定边际影响，叠加库存同比依旧维持高位，导致钢价上行动力不足。有色金属价格表现一致，多个国内品种价格有

所回升，长江有色市场现货价格铜、铝、铅、锌价分别变动 3.85%、2.65%、-1.5%、-0.46%；海外价格来看，LME 铜、铝、铅、锌较上周环比变化分别为 4.68%、3.55%、2.51%、-0.03%。农产品方面，猪肉价格本周走势震荡，周度数据仍为农业部公布的全国平均批发价较上周末回升至 40.6 元/公斤左右，环比上行 3.03%，主要受端午节假期即将到来、餐饮业复工导致需求有所回升以及 5 月抛压过多导致 6 月供给有所减少影响。牛羊肉价格变现分化，羊肉价格本周小幅回升落 0.11%，牛肉价格回落 0.29%；蔬菜价格再度下行，本周小幅回落 0.1%；水果价格季节性回落，较上周大幅下行 2.36%；鸡蛋方面，价格回落 1.3%；水产品本周价格微幅上行 0.12%。

消费：乘联会最新数据显示，2020 年 6 月首周汽车零售同比下降 10%，6 月开局延续月度首周不佳的趋势；从批发来看，6 月首周批发同比大幅上涨 60%，环比也明显回升，零售和批发表现有所分化。

海外：本周国际油价先涨后跌，WTI 原油价格下跌 8.31%，至 36.26 美元/桶；布伦特原油价格下跌 8.43%，至 38.73 美元/桶。上半周，受周末 OPEC+会议取得“成功”，同意维持现阶段日均 970 万桶的原油减产幅度，直至 7 月底，5 月和 6 月未能百分百完成减产配额的国家，将在 7 月至 9 月额外减产作为弥补，导致油价在上半周继续上涨。

下周关注：国内经济数据；北京疫情；央行公开市场操作

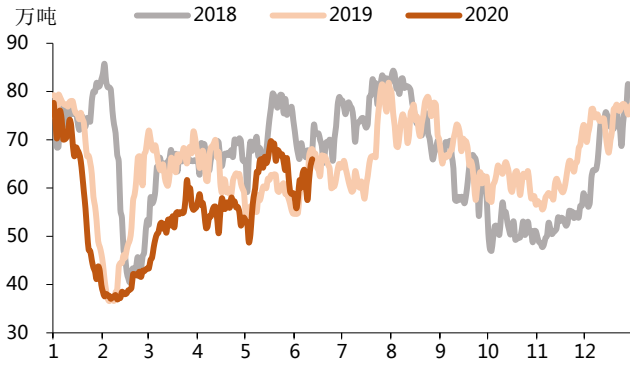
2、下周债市判断

利率债：本周公布的通胀和经济数据基本与市场预期一致，高频数据显示 5 月 CPI 食品价格大致在市场预期下限，非食品 CPI 和核心 CPI 持平为主，PPI 主要受油价链条反映滞后，原油、化工、黑色系同比降幅持续扩大为主，但需关注原油价格 5 月持续修复，同比已收窄，工业品价格尽管同比还在低位震荡，但环比后续预计逐步收窄甚至出现正增长。市场策略方面，如我们判断，债市在这个位置得到一定支撑，全球大类资产提前经济 V 型反转后正经历震荡交易新的预期差。未来一段时间债市主要关注：一是北京出现本土疫情，与武汉初期不具备可比性，经济边际影响略有负面但程度有限，但也值得高度跟踪遏制效率；二是进入淡季/雨季，高频数据是否有增速弱化现象，比如当前水泥价格、发电煤耗出现高位回落，但盈利驱使高炉开工率仍在高位；三是大类资产短期逻辑的变化，例如美国新增病例出现加速度；四也是最重要的货币政策的量价操作，接下来 1 个月都可能是重要的操作窗口期。我们维持对债市的观点，短期不过度悲观，抓住横盘整理或略有下行的时间窗口逐步调整组合结构更偏防御。

信用债：信用债相对利率债和资金面情况，跟随行情为主。仍以挖掘行业和个券机会为主，尤其资金面持续扰动情况下，关注绝对收益价值配置为主。市场策略方面，过剩行业头部、基建投资和城投相关品种持续受到市场较高关注，城投债继续挖掘区域机会。关注政策影响更突出的行业和区域，票息策略为主。

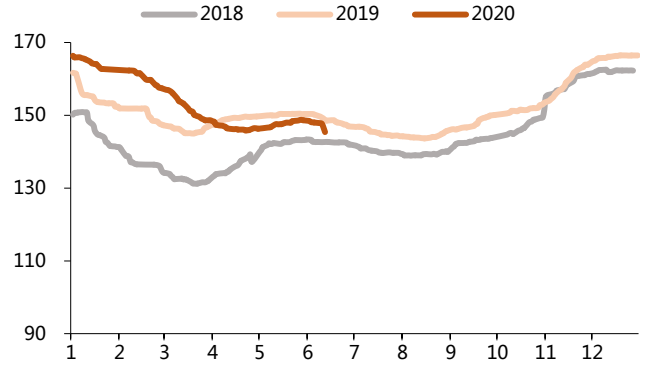
可转债：市场总体持续震荡为主，相对近期债市调整，转债和权益市场波动收窄。创业板表现相对亮眼。行业层面，消费者服务、医药、新能源、传媒板块涨幅居前。市场策略方面，权益市场震荡中结构性行情的判断不改，当前全球股、债价格已隐含经济 V 型复苏预期，仍建议继续持有强消费和高科技板块，周期品具备低估值保护但短期交易机会需要等待后把握。

图表. 发电耗煤震荡上行



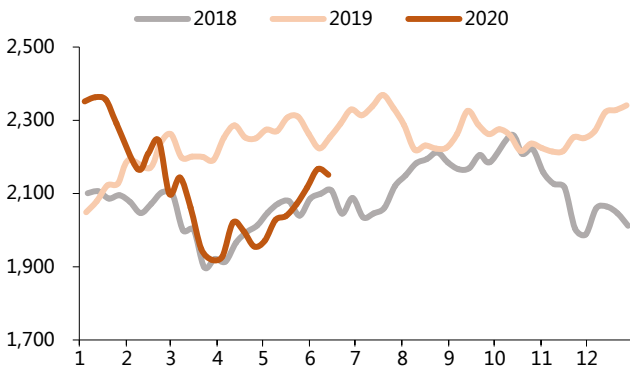
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格相对平稳, 小幅回落



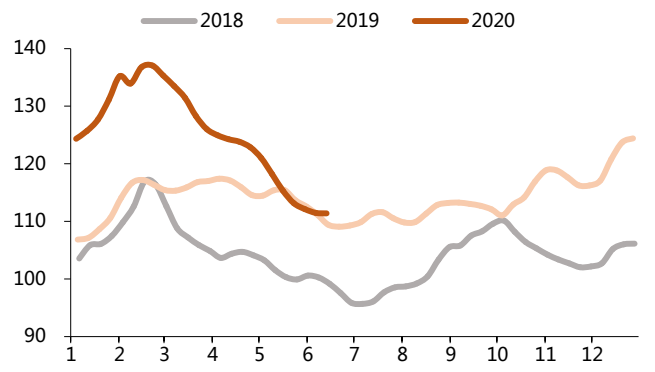
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 南华工业品指数小幅调整



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 农产品价格下行收窄



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。