

# 富荣基金固定收益周报

——渐进式修复延续, 市场短期扰动偏多

2020年6月24日

## 一、本周关注:

周日, 央行召开2020年二季度货币政策例会。会议认为, 新冠肺炎疫情对我国经济的冲击总体可控, 我国经济增长保持韧性, 长期向好的基本面没有改变。稳健的货币政策体现了前瞻性、针对性和逆周期调节的要求, 大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展, 金融风险有效防控, 金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。贷款市场报价利率改革效果显现, 货币传导效率增强, 贷款利率明显下降, 人民币汇率总体稳定, 双向浮动弹性提升, 应对外部冲击的能力增强。当前国内统筹疫情防控和复工复产取得重大阶段性成果, 各类经济指标出现边际改善, 但全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂, 国内防范疫情反弹任务仍然艰巨繁重。

此次例会与一季度例会表述比较不同之处, 此次未提宏观杠杆率, 对国内经济形势的描述中表述为“国内统筹疫情防控和复工复产取得重大阶段性成果, 各类经济指标出现边际改善”, 对国际形势描述为“全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂, 国内防范疫情反弹任务仍然艰巨繁重”。政策基调没变, 维持“跟踪世界经济金融形势变化, 加强对国际经济形势的研判分析, 加强国际宏观经济政策协调, 集中精力办好自己的事。”

对货币政策方面, 从表述看此次例会一定程度上肯定了前期政策效果, “稳健的货币政策体现了前瞻性、针对性和逆周期调节的要求, 大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展, 金融风险有效防控, 金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。贷款市场报价利率改革效果显现, 货币传导效率增强, 贷款利率明显下降”。对后续政策方面, 依然强调“创新和完善宏观调控, 稳健的货币政策要更加灵活适度, 把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。”

值得关注的是, 此次例会也强调了“坚持总量政策适度, 促进金融与实体经济良性循环”, 后续政策看, 仍延续近期表述“全力支持做好“六稳”“六保”工作。综合运用并创新多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用, 提高政策的“直达性”, 继续用好1万亿元普惠性再贷款再贴现额度, 落实好新创设的直达实体工具, 支持符合条件的地方法人银行对普惠小微企业贷款实施延期还本付息和发放信用贷款。”

总体方向和要求上, 更明确了: 1) 紧扣全面建成小康社会目标任务, 统筹推进疫情防控和经济社会发展, 在常态化疫情防控条件下, 坚持稳中求进工作总基调。2) 加大宏观政策调节力度, 着力稳企业保就业, 扎实做好“六稳”工作, 全面落实“六保”任务。健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制, 有效对冲疫情对经济增长的影响。3) 打好防范化解金融风险攻坚战, 把握保增长与防风险的有效平衡, 注重在改革发展中化解风险, 守住不发生系统性金融风险的底线。

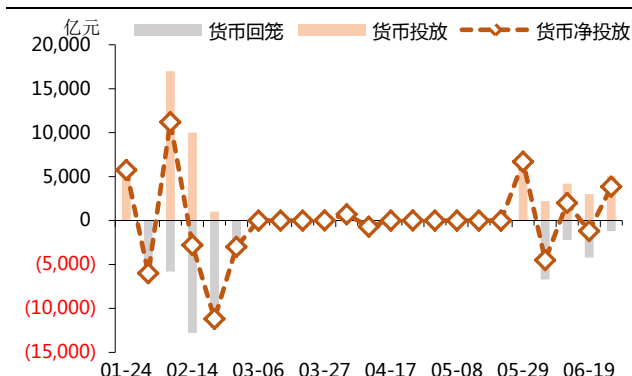
对债市而言，央行此次例会的内容与一季度利率内容整体方向一致，值得关注的是对基本面的修复及疫情的防控，央行的态度是较为积极的，同时结合此次例会提出的“坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环”，后续总量货币政策的推出更多需要相机抉择。中短期看，仍坚持流动性合理充裕的原则，但是反复强调结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好1万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好新创设的直达实体工具。预计短期看，货币政策和经济基本面都将处于一个观察期，一方面再贷款和新创设直达实体工具刚推出，需要时间落地和见效，另一方面经济修复是一个反复的过程，央行会紧扣全面建成小康社会目标任务，统筹推进疫情防控和经济社会发展，在常态化疫情防控条件下，坚持稳中求进工作总基调。稳健的货币政策会更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置仍是主基调。但结合当前经济实际情况看，经济整体在有序推进过程中，货币政策总基调在维持“以经济稳定发展为首要，坚持稳中求进”的同时，节奏上相对前期表述更倾向于保持“保持常态化的货币政策”，从此次例会央行的态度看，后续货币政策的实施并不急于一时，更强调灵活与精准。

## 二、上周市场回顾

### 1、资金面

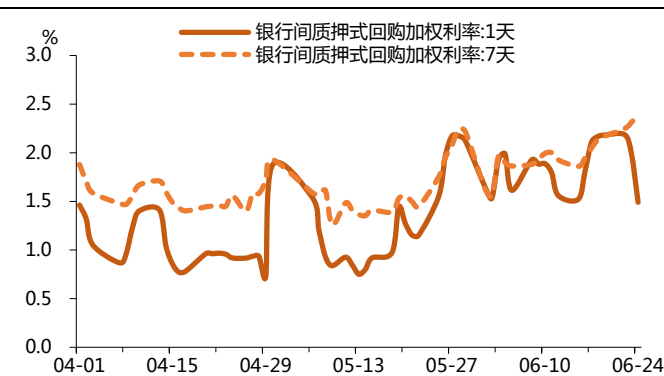
本周央行公开市场操作净投放 4800 亿,其中到期 1200 亿,投放 5000 亿,利率不变。本周资金整体平稳,月内资金相对宽松,资金供给尚可 7 天跨月利率相对平稳适度上行。周隔夜加权较上周下行 7BP 至 1.89%, 7 天较上周上行 29BP 至 2.32%, 下周公开市场操作与 MLF 合计到期 5900 亿, 利率债供给持续, 尤其是特别国债发行节奏全月较为紧凑, 关注央行公开市场操作情况。

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



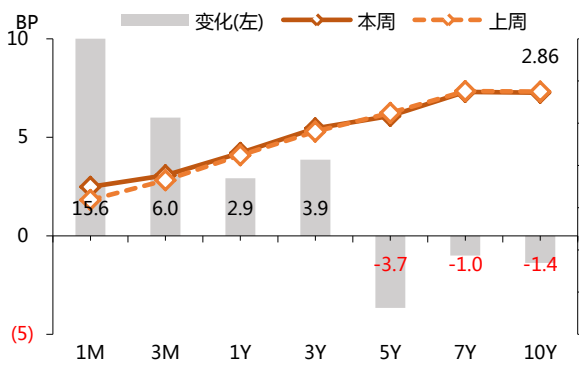
资料来源：万得，富荣基金

### 2、利率债

本周债市利率债延续日内高波动特点，周内一级市场出现发行异常，5 年国开发行票面明显高于二级市场过大,带动二级市场也大幅上行，后情绪逐渐平稳，价格修复。央行本周继续维持逆回购净投放，市场利率接近政策利率，央行持续进行资金平抑，流动性持续扰动存在，但情绪平稳。期限利差变动不大，国债 10 年和 1Y 期限利差维持在 70BP 左右，市场特点体现为日内大幅波动，日间窄幅波动。最终，本周 10Y 国债下行 1.4BP，10Y 国开下行 1.8BP，期限利

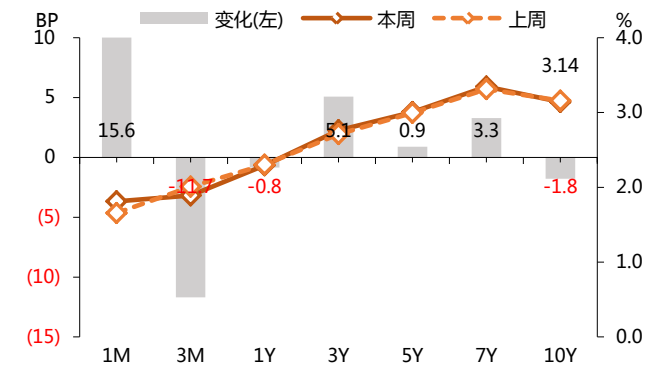
差基本变动不大，特别国债迎来密集发行。

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，本周信用品种调整幅度较小，波动不大。情绪趋稳，各期限各品种小幅下行为主，非银和银行配置均较活跃。具体来看，本周中短期票据，除3年品种小幅上行外，其他期限品种均小幅下行，调整幅度较小，基本在0-1BP左右。收益率绝对水平来看，本周各期限品种大体维持在10-15%分位区间，息差主要处于10-40%分位，5年AAA品种息差分位接近40%，下周跨月扰动因素消退，但利率债供给持续且月中临近缴税，央行货币政策仍相对中性，整体看信用市场仍大体维持震荡走势，关注绝对收益水平配置，持续挖掘具有政策红利的个券机会，警惕下半年信用风险暴露。

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	2.72	2.90	3.19	5.36	CP	0.59	0.77	1.06	3.23
MTN3Y	3.20	3.41	3.75	5.92	MTN3Y	0.77	0.98	1.32	3.49
MTN5Y	3.69	3.99	4.37	6.54	MTN5Y	1.11	1.41	1.79	3.96
企业债 3Y	3.20	3.41	3.75	5.92	企业债 3Y	0.77	0.98	1.32	3.49
企业债 5Y	3.69	3.99	4.37	6.54	企业债 5Y	1.11	1.41	1.79	3.96
企业债 7Y	3.88	4.27	4.67	6.84	企业债 7Y	1.03	1.42	1.82	3.99
城投债 3Y	3.26	3.40	3.57	5.67	城投债 3Y	0.82	0.96	1.14	3.24
城投债 5Y	3.77	3.92	4.14	6.44	城投债 5Y	1.20	1.35	1.57	3.87
城投债 7Y	3.93	4.12	4.45	6.85	城投债 7Y	1.07	1.26	1.59	3.99
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	CP	1.9	1.9	1.9	1.9
MTN3Y	0.7	0.7	0.7	0.7	MTN3Y	1.2	1.2	1.2	1.2
MTN5Y	-0.5	-1.5	-1.5	-1.5	MTN5Y	0.9	-0.1	-0.1	-0.1
企业债 3Y	0.7	0.7	0.7	0.7	企业债 3Y	1.2	1.2	1.2	1.2
企业债 5Y	-0.5	-1.5	-1.5	-1.5	企业债 5Y	0.9	-0.1	-0.1	-0.1
企业债 7Y	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	企业债 7Y	1.0	1.0	1.0	1.0
城投债 3Y	0.7	0.7	0.7	0.7	城投债 3Y	1.2	1.2	1.2	1.2
城投债 5Y	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	城投债 5Y	0.3	0.3	0.3	0.3

城投债 7Y	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	城投债 7Y	1.0	1.0	1.0	1.0
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	15%	14%	18%	49%	CP	8%	8%	14%	77%
MTN3Y	14%	11%	9%	40%	MTN3Y	15%	15%	13%	77%
MTN5Y	15%	13%	11%	49%	MTN5Y	37%	31%	25%	86%
企业债 3Y	13%	11%	11%	37%	企业债 3Y	18%	15%	13%	74%
企业债 5Y	17%	14%	11%	46%	企业债 5Y	39%	29%	21%	83%
企业债 7Y	13%	10%	8%	40%	企业债 7Y	26%	21%	11%	74%
城投债 3Y	12%	9%	8%	38%	城投债 3Y	16%	17%	14%	70%
城投债 5Y	12%	13%	11%	42%	城投债 5Y	32%	28%	22%	78%
城投债 7Y	11%	10%	9%	39%	城投债 7Y	20%	16%	13%	74%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

## 4、可转债

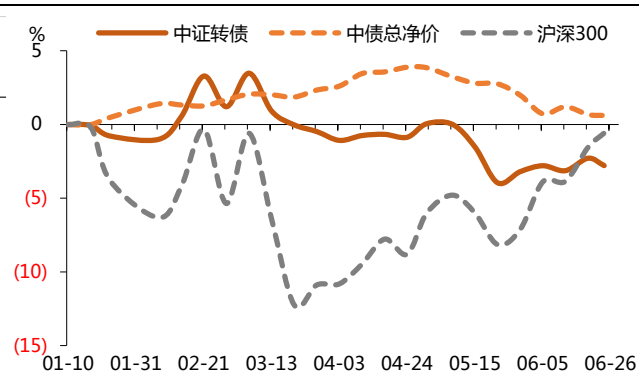
本周，本周权益市场情绪持续较好，转债指数相对权益表现平平，震荡调整为主表现落后股指。市场各主要板块上涨明显，创业板指表现依旧亮眼，市场成交量较上周适度上涨。行业层面，消费、医药、新能源、电子板块涨幅居前，板块之间出现一定估值分化。本周，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为 0.4%、2.7%、0.6%和 1.0%。转债市场相对权益市场情绪略弱，中证转债指数较上周下行 0.5%。

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	1.6	13.4	13.4	↑ 3169	2875.2
深证成指	1.2	3.7	29.4	29.0	↑ 4567	4537.3
创业板指	2.7	5.1	65.7	64.0	↑ 1657	1641.6
上证50	0.6	1.5	10.2	10.1	↑ 669	523.0
沪深300	1.0	2.4	12.7	12.6	↑ 2435	2054.1
中证500	0.0	3.5	27.8	27.9	↓ 1435	1498.4
中证1000	0.7	2.6	48.6	48.2	↑ 1817	1812.7

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：**上周六大发电集团（新口径）日均耗煤量环比走低 3.8%，同比为 7.9%，发电耗煤小幅走低，边际走弱。截至 6 月 26 日，今年南方洪涝灾害已造成 1374 万人次受灾，约 26 个省市遭受洪涝灾害，此轮降雨持续时间长、累积雨量大，对南方开工尤其是基建开工形成一定干扰。

**地产和消费：**上周 30 城商品房成交面积环比 7.3%，累计同比-20.2%。分能级看，一、二、



三线样本城市商品房成交面积环比分别为-2.7%、13.2%、3.9%，百城土地成交面积环比-15.2%，成交土地楼面均价环比 24.7%，土地溢价率环比走低 1.3 个百分点，房企拿地积极性表现不强。乘用车批发、零售日均销量环比分别回升 24.9%、19.9%。

**进出口：**BDI 指数环比 31.7%，CDFI 指数环比 12.5%。BDI 6 月快速上涨以来，其中主运铁矿石、煤炭的海岬型船运价指数涨势明显。全球经济重启与政策刺激下需求适度修复，叠加国内基建发力，对铁矿石等大宗商品需求旺盛，CDFI 指数中铁矿石运价指数领涨；此外，4 月底以来原油价格持续反弹，带动海运运输成本适度上涨。

**通胀：**农产品批发价格指数环比 2.3%，据农业部全国平均批发价，猪肉环比 4.9%，蔬菜环比 4%，鸡蛋环比 1.2%，水果环比-2.6%。猪肉价格已连续四周上涨，一方面是节日性消费需求增加；另一方面，6 月以来受海外疫情影响，猪肉进口受阻，对国内猪肉价格也形成一定支撑。生猪产能恢复势头良好，目前看猪肉价格仍主要是阶段性上涨为主。暴雨天气影响农作物种植，局部地区蔬菜价格上涨。工业品及大宗商品，螺纹钢、水泥、玻璃价格环比分别为-0.2%、-1.2%、1.2%。铁矿石价格环比下跌 1.5%，铜价环比上涨 1.6%，铝价环比下跌 0.4%。

**海外：**本周布伦特油价环比下跌 2.98%，油价上行速度减缓。疫情方面，上周全球新增确诊新冠肺炎 1,086,929 例，全球新增本周明显抬升，主要是巴西、美国和印度的增加。美国有 37 州新增病例较上周出现反弹，其中佛罗里达、德克萨斯和亚利桑那等州最为严重。

**下周关注：**官方 PMI；央行公开市场操作

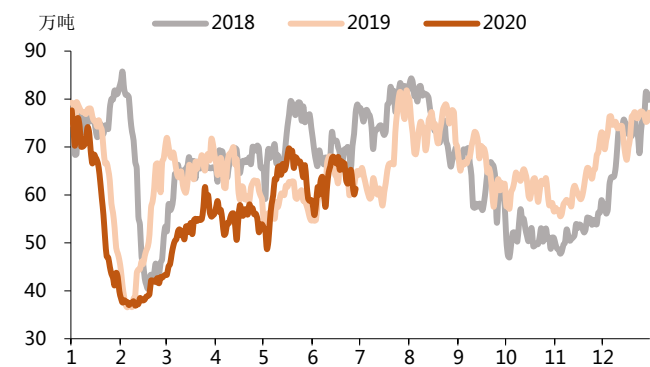
## 2、下周债市判断

**利率债：**基本面整体仍处于震荡修复过程中，修复速度边际略走弱。央行公开市场操作持续平稳，价格维持不变，但市场利率接近政策利率时，央行持续通过逆回购对市场进行平抑。特别国债本周发行量不大，但下周跨月结束，考虑到 7 月底全部发行完毕的要求，后续周度发行供给将持续。当前央行态度相对中性，不排除下半年央行采取降准降息操作，但目前看信号不突出。全周 10Y 国债下行 1.4BP，10-1Y 国债利率继续在 70BP 水平震荡。从近两周的市场表现看，债市在这个位置确实得到一定支撑，考虑到当前市场分歧仍存，外需修复预计还将持续弱于国内修复，同时国内修复目前看还是以渐进修复为主。短期看，利率债在这个收益水平配置价值持续存在，但考虑到整体基本面和货币政策的限制，市场预计宽幅震荡为主，趋势难现。货币政策和经济政策都处于中期防风险和短期稳增长的平衡中，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，跟随为主，调整幅度不大。本周除 3 年品种外，大部分期限和品种都是小幅下行，本周配置盘相对活跃。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，警惕下半年信用风险。

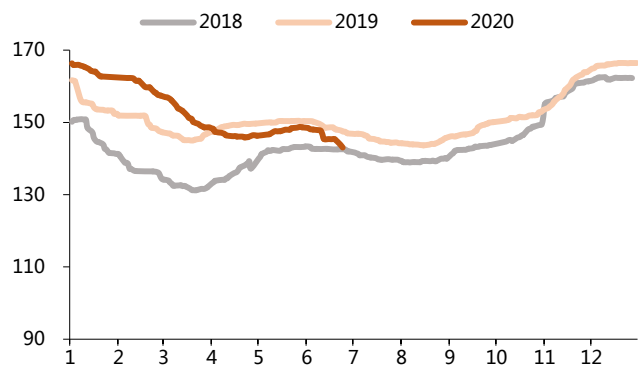
**可转债：**本周权益市场情绪较好，转债表现落后于权益，创业板表现持续亮眼。行业层面，仍是以消费、医药、新能源、电子板块涨幅居前。市场策略方面，权益市场震荡中结构性行情的判断不改，科技和消费的主线短期难以快速动摇，不过估值分化已到历史高点位置，需要超预期的事件打破这一均衡，下行风险暂时有限的情况下个股可以乐观一点，但转债择券难度依旧高仓位则建议相对谨慎。

图表. 发电耗煤震荡上行



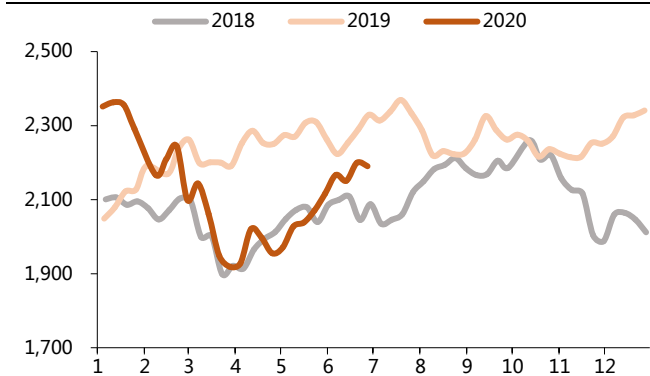
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格相对平稳, 小幅回落



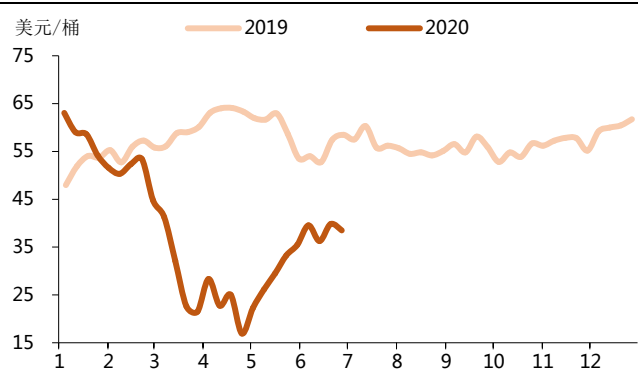
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 南华工业品指数持续向好



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 原油价格呈现调整调整



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。