

富荣基金固定收益周报

——经济持续修复，股强债弱再现

2020年7月31日

一、本周关注：

本周7月30日，政治局会议公报发布，我们关注的主要有三个方面：（1）对二季度经济成果的判断：政策当局认为目前经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期。（2）政策应对上：稳健的货币政策要更加灵活适度，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。要充分发挥再贷款再贴现、贷款延期还本付息等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。积极的财政政策要更加积极有为，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设。 （3）房地产和资本市场：推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展；要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。

二季度在世界主要经济体增速同比断崖下跌的背景下，我国仍维持正增长实属不易，这显示了经济的韧性，也体现了货币和财政对冲政策的显著效果。接下来的一个阶段政策应对上强调货币政策更加灵活适度性和精准性，这表明货币政策虽然不会立即收紧，但是上半年极度宽松的流动性投放已经略有调整，边际变化需要注意。在对实体经济的拉动上，维持更加强调财政政策的基调，财政支出加快使用是否能提升经济恢复的速度也值得关注。此外，上半年在宽松流动性的背景下，商品房销售成交数据快速反弹，部分地区房价上涨引起社会关注。从公报来看，政策依然保持打压地产、遏制偏热的思路，地产下半年料难以大幅回升，经济驱动更关注制造业和基建，以及居民消费的修复。

公报基本确定了下半年的政策基调，即货币不会立即收紧，财政支出力度要加快，基建将持续拉动，地产保持相对稳定态势。经济的回升速度更多地依赖于制造业恢复速度，居民消费修复程度。从经济和高频数据来看，大部分行业的集中补库还没有出现，一些行业在完成被动去之后生产快于需求甚至出现了再次被动补，周期上整体经济仍在低位徘徊。如果没有强力的政策刺激和需求拉动，短期难以见到经济从被动去到主动补的切换。经济短期难以见到大幅好转，温和修复及阶段反复是大概率事件。

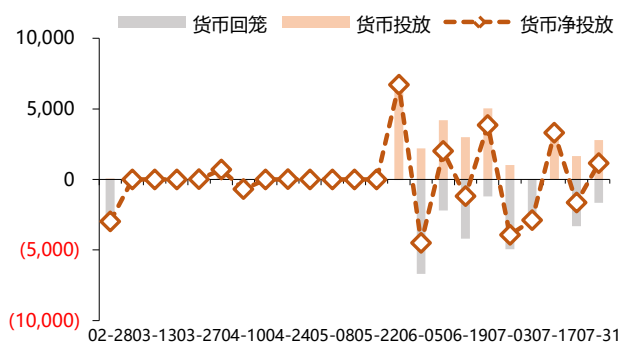
对于债市，我们仍然维持前期观点。在经济数据环比改善、货币政策微调的背景下，债市调整如期而至。然而，经济短期难以大幅向好，温和修复及不断反复的判断下，债券市场整体将会体现为宽幅震荡。央行不调整公开市场基准利率的情况下，收益率的下限明确，市场博弈的将是经济预期及政策节奏，体现在收益率曲线上就是陡和平的交替。当然，不排除在外部冲击尤其是中美摩擦日益加剧的情况下，经济数据阶段走弱及金融市场受到冲击时央行再次对冲。接下来，我们会重点关注高频数据及风险资产的表现对债券市场的影响，参与阶段性的交易机会。

二、上周市场回顾

1、资金面

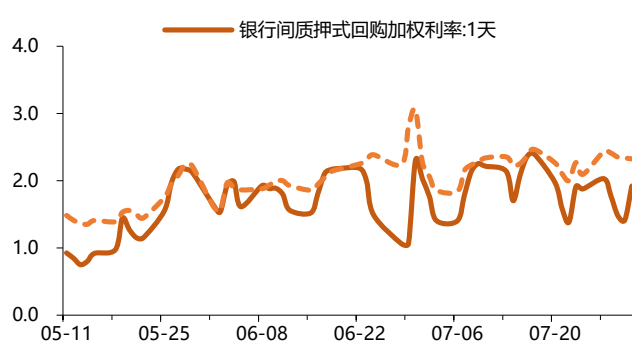
本周央行公开市场操作净投放 1200 亿,其中逆回购合计到期 1600 亿,逆回购投放 2800 亿。本周资金利率震荡。周隔夜加权较上周下行 2BP 至 1.72%, 7 天较上周上行 23BP 至 2.37%, 下周 MLF 到期 5500 亿, 逆回购到期 2800 亿, 需要关注央行续作动作。

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

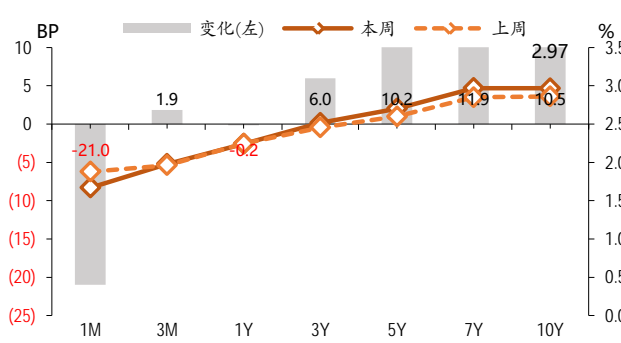


资料来源: 万得, 富荣基金

2、利率债

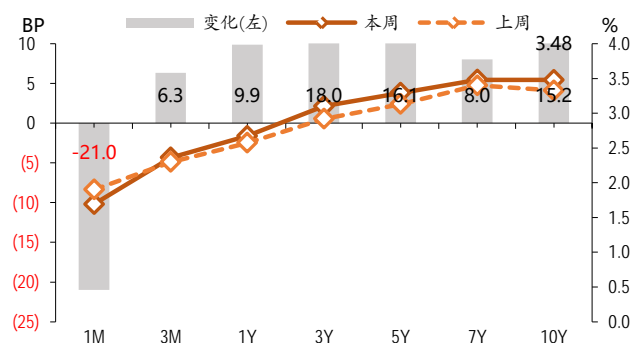
本周债市利率债曲线再次走陡。1y 内国债、国开债整体走势类似, 受周内资金扰动, 伴随资金利率震荡。1y 以上期限国债各品种利率明显走高, 中长端上行幅度超过 10bp; 国开债 3y 品种上行幅度最大, 5y 和 10y 次之, 均超过 15bp。

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, 信用品种整体利率跟随利率品种上行, 3y 以上品种表现优于同期限利率品种。具体来看, 中短期票据小幅震荡上行; 3y 中票和企业债品种调整明显, 其余期限本周调整幅度不大, 大体维持在 3-5bp; 城投债方面, 本周波动相对明显, 3 年和 5 年品种本周上行分别 8bp 和 6.5bp。收益率绝对水平来看, 大部分期限品种小幅在 10-20%分位区间, 息差水平处于 10-36%分位区间。

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	2.91	3.06	3.28	5.41	CP	0.67	0.82	1.04	3.17
MTN3Y	3.52	3.70	3.98	6.11	MTN3Y	1.00	1.18	1.46	3.59
MTN5Y	3.78	4.05	4.43	6.60	MTN5Y	1.07	1.34	1.72	3.89
企业债 3Y	3.52	3.70	3.98	6.11	企业债 3Y	1.00	1.18	1.46	3.59
企业债 5Y	3.78	4.05	4.43	6.60	企业债 5Y	1.08	1.35	1.73	3.90
企业债 7Y	3.91	4.25	4.66	6.83	企业债 7Y	0.94	1.28	1.69	3.86
城投债 3Y	3.56	3.69	3.87	5.68	城投债 3Y	1.05	1.18	1.35	3.16
城投债 5Y	3.85	4.03	4.27	6.56	城投债 5Y	1.15	1.33	1.57	3.86
城投债 7Y	3.96	4.16	4.48	6.88	城投债 7Y	0.99	1.19	1.51	3.91

周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	5.4	2.4	-3.6	-7.6	CP	5.6	2.6	-3.4	-7.4
MTN3Y	8.4	5.4	0.4	-3.6	MTN3Y	2.4	-0.6	-5.6	-9.6
MTN5Y	2.4	1.4	1.4	1.4	MTN5Y	-7.8	-8.8	-8.8	-8.8
企业债 3Y	8.4	5.4	0.4	-3.6	企业债 3Y	2.4	-0.6	-5.6	-9.6
企业债 5Y	2.4	1.4	1.4	1.4	企业债 5Y	-7.8	-8.8	-8.8	-8.8
企业债 7Y	0.4	0.4	0.4	0.4	企业债 7Y	-11.4	-11.4	-11.4	-11.4
城投债 3Y	8.0	3.0	1.0	-2.0	城投债 3Y	2.0	-3.0	-5.0	-8.0
城投债 5Y	6.5	5.5	4.5	6.5	城投债 5Y	-3.7	-4.7	-5.7	-3.7
城投债 7Y	2.0	3.0	3.0	3.0	城投债 7Y	-9.9	-8.9	-8.9	-8.9

收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	23%	20%	20%	50%	CP	15%	11%	11%	74%
MTN3Y	26%	20%	17%	54%	MTN3Y	34%	28%	21%	83%
MTN5Y	19%	15%	13%	52%	MTN5Y	33%	25%	20%	77%
企业债 3Y	26%	20%	17%	50%	企业债 3Y	36%	26%	20%	79%
企业债 5Y	20%	17%	14%	49%	企业债 5Y	34%	24%	18%	76%
企业债 7Y	14%	10%	8%	40%	企业债 7Y	19%	9%	6%	61%

城投债 3Y	21%	18%	15%	38%	城投债 3Y	31%	28%	25%	64%
城投债 5Y	15%	17%	16%	46%	城投债 5Y	30%	27%	22%	76%
城投债 7Y	12%	11%	10%	40%	城投债 7Y	15%	12%	7%	66%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

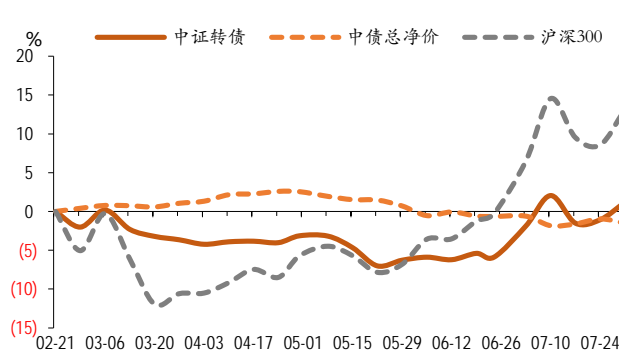
本周，本周权益市场修复明显，蓄力后再次上冲，转债指数较上周上涨 2.3%。市场各主要板块轮动上冲，成交量较上周略有缩减。本周上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 分别上涨 3.5%、6.4%、2.9%和 4.2%。

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	3.5	-0.5	14.6	14.2	4670	5319
深证成指	5.4	-1.4	33.7	32.0	6074	6667
创业板指	6.4	-1.3	76.4	72.5	2114	2850
上证50	2.9	-0.9	10.9	10.7	954	1118
沪深300	4.2	-0.9	14.0	13.6	3430	3959
中证500	4.7	-1.0	31.7	30.3	1970	2294
中证1000	5.3	0.2	56.1	53.7	2535	2698

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：本周主要港口动力煤均价环比回落。本周 Myspic 综合全国钢铁价格指数下跌 0.04%。主要品种中，螺纹钢、热卷价格涨跌不一，分别变动 -0.27%、1.63%；从库存来看，螺纹钢、热卷、线材库存分别变动 0.95%、1.48%、0.84%，社会库存继续回升。本周 LME 有色品种铜和铝价格回升，主要受海外供给因素影响。

地产和消费：本周 30 大中城市商品房成交面积较上周继续回落，或与近期部分城市地产政策有所收紧有关。拿地方面，100 大中城市土地成交面积继续回落。乘联会最新数据显示，7 月前三周乘用车批发和零售销量增速回升，需求略有改善。半钢胎开工率回升至 65.4%，亦确认需求好转。

进出口：出口方面，上海出口集装箱指数 (SCFI) 本周上升 7.97%，中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 小幅回落 0.61%。进口方面，波罗的海干散货指数较上周上涨 2.51%，好望角型运费指数较上周上升 5.85%。

通胀：猪肉价格本周略有回落，农业部公布的全国平均批发价较上周末下降至 48.34 元/公斤左右，环比下降 0.68%。蔬菜方面，价格继续回升，小幅上涨 3%；水果价格则有所下跌，较

上周下行 1.6%；鸡蛋方面，价格继续大幅回升 16%，或受产蛋率有所下降影响。

海外：本周国际油价下跌，WTI 原油价格环比下跌 1.8%；布伦特原油价格环比下跌 1.1%。本周美元指数走势呈现 V 型，仍在 94 以下。本周公布的美国初请和续请失业金人数持续两周维持上升。

下周关注：财新 PMI；美国 6 月耐用品订单；海外主要经济体 PMI；美国 7 月 ADP 就业数据和周度失业数据

2、下周债市判断

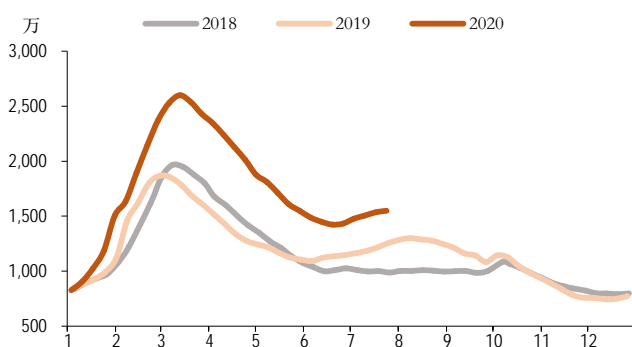
利率债：本周公布的 7 月 PMI 数据表明制造业仍在修复，服务业小幅回落。高频数据来看，部分行业需求持续改善，但另外部分行业仍在去库。通胀短期无忧，PPI 持续回暖提升企业盈利好转预期。受权益市场再次上冲影响，债券市场本周整体弱势。中美摩擦暂时无进一步升级的信息，市场对此反应平淡。整体来看，10y 国债上行 10.5bp，10y 国开债上行 15.2bp。收益率曲线来看，本周曲线较上周走陡。10y 国开债与 10y 国债利差维持高位。

当下我们仍需要重点关注高频经济数据，判断经济的修复速度和边际变化。此外，权益市场是否进行阶段性调整也需要关注，股债性价比本周进一步下降，对债市逐步有利。中美的摩擦是否会蔓延到经济和其他领域，是否对外需及市场风险偏好形成冲击，也需要关注。一旦经济修复速度放缓，海外经济走弱，市场风险偏好出现调整，就会形成新的交易机会。

信用债：本周各期限品种利率上行，主要受到资利率债调整的影响。整体来看，当前利率的绝对水平有一定基本面支撑，配置盘的绝对收益有一定保障，但后续经济边际改善的趋势不变则货币政策很难释放有利信号，票息策略仍然占优，关注信用风险暴露。

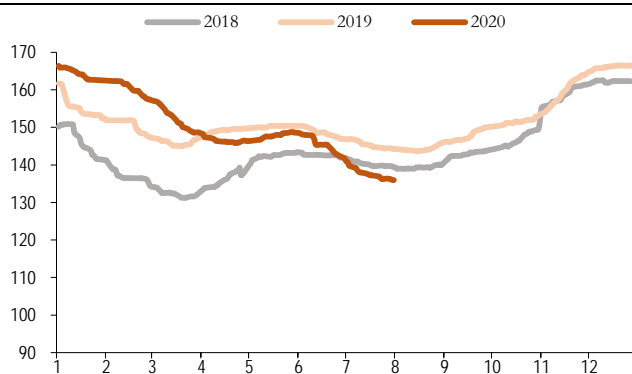
可转债：本周权益市场好转带动转债走强。行业轮动速度加快，权益阶段冲顶迹象凸显，转债部分品种可阶段性考虑止盈。接下来建议继续关注半年报绩优、正股弹性和逻辑较强品种。

图表.主要钢材库存持续回升



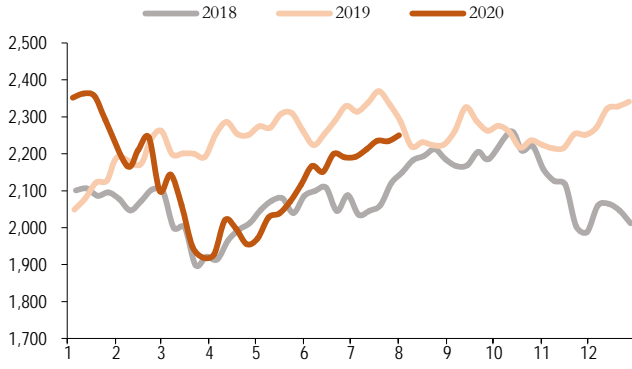
资料来源：万得，富荣基金

图表.水泥价格持续回落



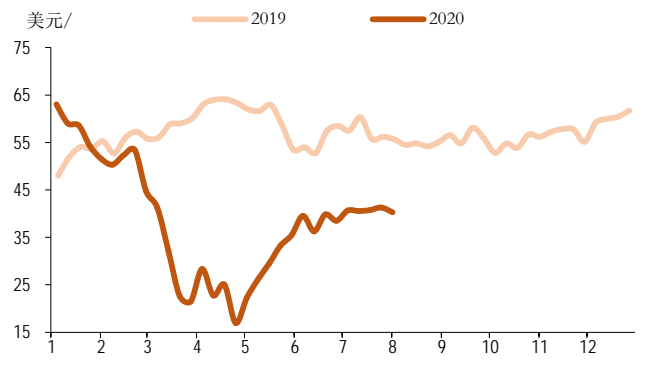
资料来源：万得，富荣基金

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. 原油价格相对平稳



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。