

# 富荣基金固定收益周报

——该担心 PPI 的上行风险了吗？

2019 年 1 月 5 日

## 一、本周关注：油价潜在冲击

新年伊始，地缘政治风险再度发酵。美国国防部确认，总统特朗普下令实施袭击，伊朗“圣城旅”指挥官苏莱马尼在袭击中身亡，伊朗民众举行游行，伊朗最高国家安全委员会发表声明说美国将对这种冒险主义行为带来的一切后果负责。除了政治因素外，由于伊朗在原油供给和原油运输方面的特殊地位，油价和 PPI 走势将出现不确定性：

### (1) 油价的现状怎么样，上行的风险有多大？

油价中枢在事件前已出现抬升，供需两端均有支撑。2019 年 12 月之前，美油价格在 55-60 美元的区间维持了近两个月，较为稳定。但是自 12 月以来，油价出现明显上升迹象，截至事件前达到 62 美元左右，中枢稳定在 60-65 美元区间。油价出现走高的原因大致包括：供给侧来看，OPEC 决定在此前基础上进一步增加减产的规模；需求端来看，中国和欧洲 PMI 转好，经贸关系缓和，原油需求存在一定改善的希望。

冲突加剧下油价向上不确定性进一步提高，短期冲击或可参考沙特遭袭事件影响。由于近期供需两端对油价均提供了一定上行基础，此次地缘政治冲突加剧会进一步推升油价上行的可能性。1 月 4 号美油上涨幅度便超过 3%。那么，短期影响如何评估？2019 年 9 月 13 日，10 架无人机轰炸了沙特的原油加工设施和油田，此后油价短期中枢从 50-55 美元区间上升至 55-60 美元区间。考虑到伊朗原油储备达到全球 10%，产量在 2-4%，同时霍尔木兹海峡的原油运输量达到 20%，此次短期影响或可参考沙特遭袭事件，油价中枢或再度上升 5 美元至 65 美元上方。

对中国的影响不容忽视。具体到中国国内需求，一方面，中国原油供需缺口仍在扩大阶段，虽然对伊朗原油进口占比下降至 4%左右，但从中东进口的占比仍在 30-40%，中东局势不稳定仍会带来较大影响。

### (2) 对宏观经济的影响如何？

短期需要关注通胀超预期的可能性。假设油价中枢在目前水平上抬升 5 美元左右，对应一季度同比增速会提升 10 个百分点上下。一般而言，油价变化对 CPI 的弹性在 1%左右，对 PPI 的弹性在 10%左右。因此，油价短期上升对 CPI 和 PPI 带来的额外压力大致为 0.1%和 1%，PPI 上行风险值得关注。

滞涨与企稳的争议或将延长。PPI 的回升，在一定程度上会带动库存、工业企业利润和名义 GDP 的上行，但是由于是供给冲击所造成，实际影响可能更为复杂。由于盈利改善可能只是上下游重新分配的结果，在国内外经济复苏基础并不坚实的背景下，通胀中枢的抬升未必不

会对目前的企稳起到抑制作用。从这个角度看，企稳和滞涨的摇摆期或被延长，补库存和企稳预期催生的股市行情或再度受到压制。

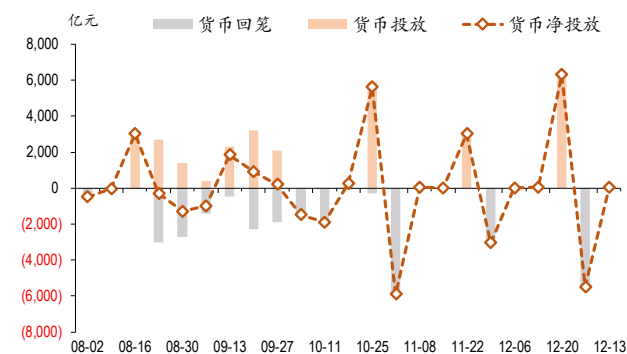
此外，中美贸易的结构或因此发生微妙变化。如果中东原油供给出现不确定性，中国原油进口的结构或出现一定变化。现阶段加大对美原油进口，一方面满足部分能源需求，另一方面实现对美贸易逆差的缩小，可能有助于双方的经贸关系的改善和谈判。

## 二、上周市场回顾

### 1、资金面

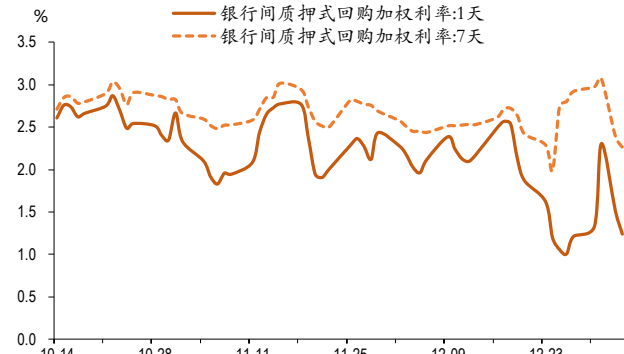
本周公开市场零投放，有 5500 亿 14 天逆回购到期，净回笼 5500 亿，银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响。资金面除了在跨年前后维持宽松状态，隔夜和 7 天维持在 1.5% 和 2.7% 的水平。下周公开市场有 500 亿逆回购到期。

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

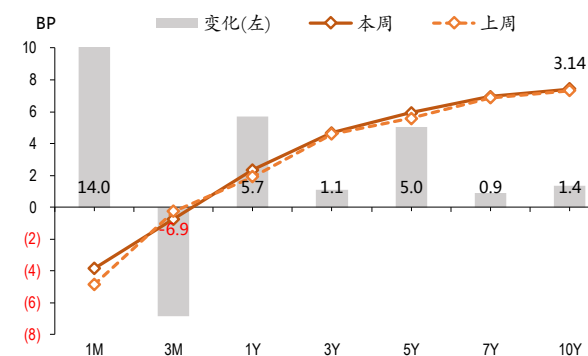


资料来源：万得，富荣基金

### 2、利率债

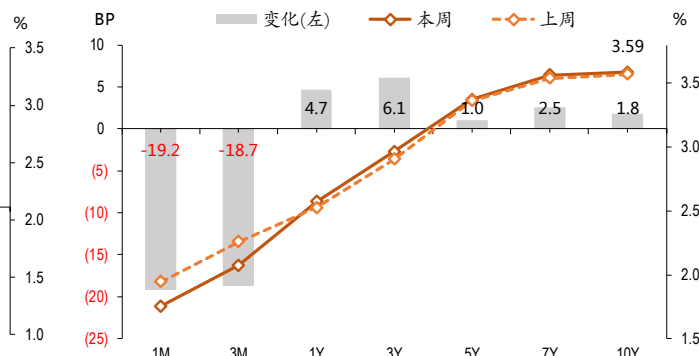
本周债市总体延续震荡走势，但节奏有小幅变化。周初，PMI 超预期、股市大涨等因素超过降准影响，长端收益率小幅上行，但周末中东局势生变催生避险情绪，跌幅有所收窄。10Y 国债与国开收益率分别上行 1.4 和 1.8 个 BP。

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

图表. 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	32	50	64	71	129	18	38	21	58
变化	-5	-1	-5	-4	-4	4	0	-4	0
分位数	50%	46%	41%	39%	46%	41%	33%	29%	62%
标准差	22	35	43	56	60	16	39	25	43
均值	35	59	81	98	145	25	64	39	46
中值	32	53	71	83	133	20	53	33	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	39	80	99	101	159	41	62	21	58
变化	1	-4	-2	-3	-4	-5	-4	1	-1
分位数	49%	75%	71%	61%	60%	87%	66%	35%	51%
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	64	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	21	44	49	44	44
变化	5	-4	2	0	-0
分位数	13%	37%	48%	50%	40%
标准差	32	31	32	34	46
均值	52	52	50	46	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

上周信用债收益率以下行为主。从中短期票据来看, 除 5Y 各等级收益率上行 1BP 外, 其他均下行 2~15BP, 其中 3M 下行幅度最大, 各等级下行幅度均在 10BP 及以上。从城投债来看, 到期收益率全面下行, 3M 各等级收益率下行幅度在 20BP 以上, 1~5Y 各等级收益率下行 1~7BP 之间。上周信用利差全面下行。从中短期票据来看, 1Y 下行幅度最大, 达 7-9BP, 5Y 下行幅度最小, 各等级均为 4BP; 从城投债来看, 3M 下行幅度最大达 17BP 及以上, 3Y 下行幅度最小, 为 5-7BP。

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	3.14	3.24	3.37	5.43	CP	0.57	0.67	0.80	2.86
MTN3Y	3.41	3.55	3.79	5.84	MTN3Y	0.44	0.58	0.82	2.87
MTN5Y	3.71	4.01	4.42	6.47	MTN5Y	0.34	0.64	1.05	3.10
企业债3Y	3.38	3.53	3.78	5.83	企业债3Y	0.41	0.56	0.81	2.86
企业债5Y	3.71	4.00	4.43	6.48	企业债5Y	0.34	0.63	1.06	3.11
企业债7Y	3.94	4.36	5.00	7.02	企业债7Y	0.38	0.80	1.44	3.46
城投债3Y	3.45	3.55	3.71	5.33	城投债3Y	0.48	0.58	0.75	2.37
城投债5Y	3.83	3.96	4.15	6.19	城投债5Y	0.46	0.59	0.78	2.82
城投债7Y	4.09	4.29	4.70	6.87	城投债7Y	0.53	0.73	1.14	3.31
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-3.6	-3.6	-1.6	-1.6	CP	-8.3	-8.3	-6.3	-6.3
MTN3Y	-4.5	-2.5	-2.5	-2.5	MTN3Y	-10.6	-8.6	-8.6	-8.6
MTN5Y	1.4	1.3	1.3	1.3	MTN5Y	0.3	0.3	0.3	0.3
企业债3Y	-4.5	-2.5	-2.5	-2.5	企业债3Y	-10.6	-8.6	-8.6	-8.6
企业债5Y	1.4	1.4	1.3	1.3	企业债5Y	0.3	0.3	0.3	0.3
企业债7Y	1.2	1.2	1.2	1.2	企业债7Y	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
城投债3Y	-5.9	-3.9	-3.9	0.1	城投债3Y	-12.0	-10.0	-10.0	-6.0
城投债5Y	-3.1	-3.1	-1.0	-3.1	城投债5Y	-4.1	-4.1	-2.0	-4.1
城投债7Y	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	城投债7Y	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	29%	21%	18%	49%	CP	44%	16%	11%	83%
MTN3Y	16%	10%	6%	32%	MTN3Y	26%	8%	8%	74%
MTN5Y	12%	10%	8%	43%	MTN5Y	8%	9%	14%	73%
企业债3Y	16%	10%	7%	29%	企业债3Y	25%	6%	7%	66%
企业债5Y	14%	10%	10%	41%	企业债5Y	10%	7%	13%	66%
企业债7Y	13%	11%	18%	47%	企业债7Y	15%	17%	24%	77%
城投债3Y	13%	8%	6%	24%	城投债3Y	15%	11%	9%	49%
城投债5Y	11%	10%	8%	32%	城投债5Y	14%	9%	6%	59%
城投债7Y	11%	10%	8%	37%	城投债7Y	20%	13%	18%	73%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

#### 4、可转债

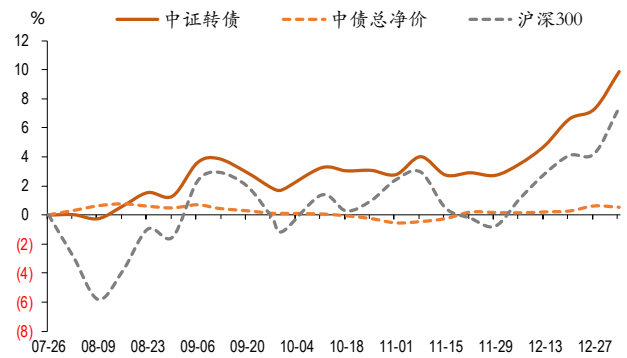
股市方面，市场在短暂调整之后再度大幅走强，降准和 PMI 超预期等利多形成有力助推，在周初券商、周期等权重板块的启动后，科技股再度发力，深成指、创业板、中小板等指数均突破了 2019 年 4 月高点，而白酒板块在茅台业绩不及预期情况下领跌。受股市带动，转债市场延续强势，中证转债指数上涨 2.4%。

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	2.6	0.0	13.3	12.9	↑ 2739	2087
深证成指	4.1	0.0	24.9	24.0	↑ 3706	3227
创业板指	3.9	-0.2	50.9	49.0	↑ 1239	1146
上证50	2.0	0.2	10.1	9.9	↑ 709	421
沪深300	3.1	0.1	12.6	12.3	↑ 2141	1518
中证500	3.9	-0.1	25.4	24.5	↑ 1155	981
中证1000	3.8	0.0	39.6	38.1	↑ 1566	1328

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

**政策:** 本周最重要政策是降准的落地, 央行决定自1月6日下调存款准备金率0.5个百分点, 释放长期资金约8000亿元。1月流动性缺口较大, 后续关注央行是否继续进行投放。

**生产:** 本周六大电厂发电耗煤量环比走弱, 同比较2019年年初明显较弱, 是否与今年春节提前有关需要继续观察。本周高炉开工率小幅走升至66.7%, 较去年同期偏高。社会钢铁库存明显继续大幅走高, 冬储效应继续显现。水泥价格环比小幅下降。总体看, 临近春节需求端有所走弱, 生产端较为平稳。

**地产:** 本周30大中城市商品房销售环比小幅走弱, 开局偏冷, 但与近期走势差异不大。历史上看, 春节前销售会进入季节性淡季。上周100大中城市土地供应规划建筑面积继续走弱, 地价仍在高位震荡。

**消费:** 上周乘用车厂家零售日均销量继续小幅回升, 延续改善迹象。12月库存预警指数小幅走弱。

**通胀:** 工业品方面, 本周南华指数环比继续小幅上升。原油价格受到地缘政治影响继续走强, 布油已经站上68美元。螺纹钢期货价格窄幅震荡。农产品方面, 批发价格200指数基本保持平稳; 上周22省市猪肉价格环比小幅上升, 近期窄幅震荡格局不变; 7种代表水果价格环比小幅回落, 蔬菜价格维持高位。

**海外:** 数据方面, 美国ISM制造业PMI再创新低47.2, 美国经济短期争议或继续下去; 欧元区经济超预期指数持续上行, 近半个月已处于正区间。市场方面, 本周整体低迷, 近期强势表现下出现回调, 欧美股市均小幅收跌, 债市收益率普遍上行, 只有黄金、原油、日元等避险资产受地缘政治影响大幅走高。

**下周关注:** 下周数据和重大事件较少, 周四公布12月通胀数据, 预计CPI还将维持高位, PPI大幅改善向0靠近, 周五公布美国非农数据。

#### 2、下周债市展望

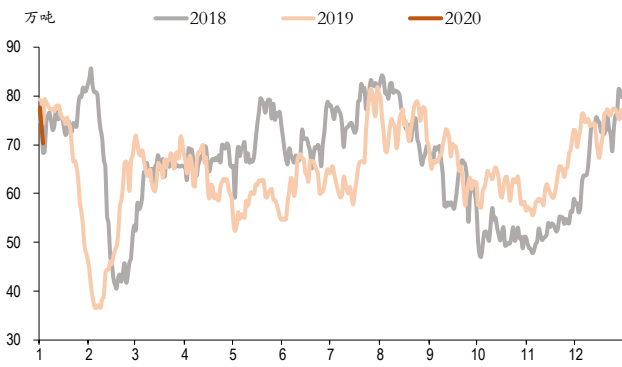
**利率债:** 降准落地之后短期利多出尽, 债市在目前位置有内生回调的风险, 但是由于中东局势生变, 以及资金面仍然保持宽松(本周回笼资金有限), 利率上行的幅度可能有限。短期

利率债或维持震荡走势，中期来看更需要关注的是经济数据和股票市场会否持续改善，从而在基本面角度对债市产生持续冲击。

**信用债：**上周央行公告称将于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，体现了央行逆周期调节的思路；中国地方政府债券信息公开平台的上线延续了财政部对地方债务“开前门堵后门”的治理思路，其中披露的化解债务建制县试点值得进一步跟踪关注。随着本周降准的落地，预计未来资金面仍保持宽松态势，信用利差预计将继续收窄。长期来看预计信用基本面将恢复，但是短期内信用风险仍将持续暴露，建议规避尾部城投债、财务健康程度较差的企业。总体来看，建议避免采取信用下沉策略，建议持有短久期高等级信用债。

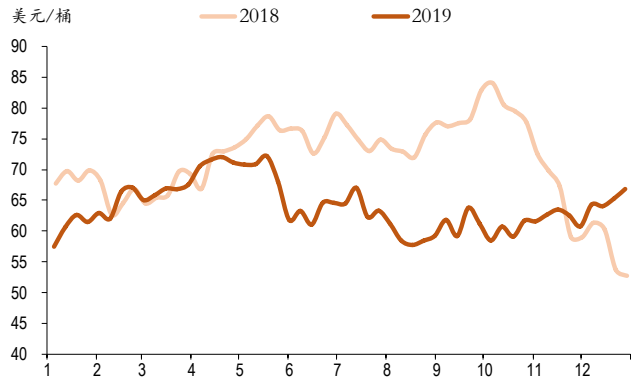
**可转债：**股市方面，中东局势生变或催生避险情绪，外盘普遍调整下，A股有一定补跌的压力，市场前期躁动情绪是否能够维持需要观察。结构上，直接受益原油的能源和化工品可能确定性更高，其他与宏观复苏联系更紧的周期行业可能有一定压力，此外特斯拉产业链或将延续近期势头。转债方面，继续挖掘强Alpha机会，化工与新能源方向重点关注。

图表. 电厂耗煤弱于去年同期



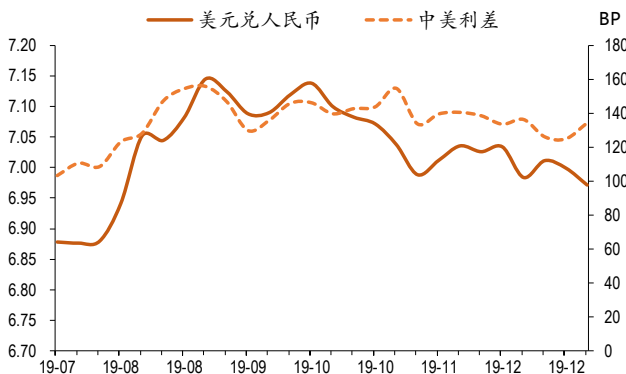
资料来源：万得，富荣基金

图表. 原油价格持续走高



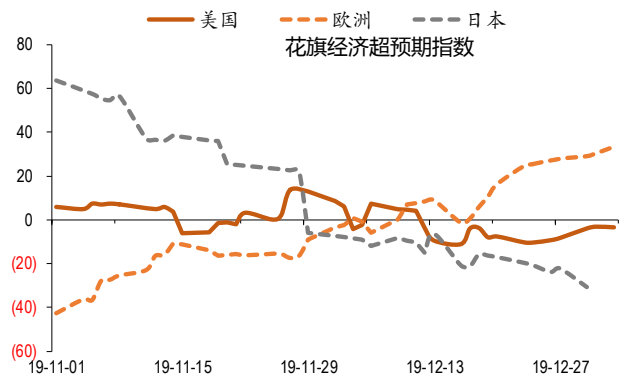
资料来源：万得，富荣基金

图表. 人民币兑美元汇率再度站上7



资料来源：万得，富荣基金

图表. 欧洲经济超预期指数上行



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。