

富荣基金固定收益周报

——经济恢复持续，政策稳中求进

2020年5月22日

一、本周关注：

本周，十三届全国人大二次会议开幕，会议中公布了2020年政府工作报告。在报告中，关于经济增长目标，此次没有提及具体目标引发市场关注。改革开放以来，也曾出现过不提年度增长预期目标的情况，今年是第4次，前3次分别为2000年、2001年和2002年。尽管未提经济增长的具体目标，但是在《政府工作报告》当中仍提出了“优先稳就业保民生，坚决打赢脱贫攻坚战，努力实现全面建成小康社会目标任务”的发展目标，对全年的经济增长仍有一定要求，就业、中小微企业、金融风险、基层财政是经济形势的关键词，政策关注要点总结如下。

- 1) **不设经济增速目标，为后续政策提供更灵活空间：**没有提经济增速的具体目标，不等于经济增长不重要，政策要点仍旧围绕在保民生、保就业，脱贫攻坚等，各项目标的达成离不开经济增长的支撑。会议强调要用改革开放的办法稳就业、保民生、促消费，拉动市场、稳定增长，经济增长的内容一定程度上融在其他经济社会发展目标之中。维持适当的经济增长是六稳六保工作的基础，预计政策工具合力下，全年经济增长或可达到2%-3%区间。
- 2) **财政政策更加积极，政策导向下基建相对更加受益：**财政债务工具包括赤字3.76万亿、地方债专项债3.75万亿和特别国债1万亿，合计8.51万亿元，较去年提高3.6万亿元。报告提及，出台的政策根据形势变化还可以完善。由此认为如果经济风险演化超预期，政策空间还将扩大。减税降费突出针对性，主要是受疫情重创的行业和中小微企业与个体工商户，预计减负2-3万亿，略高于去年。从本次会议中，基建、新基建投资力度显著加大，新型基建（5G信息网络）、新型城镇化（县城公共设施、老旧小区改造）、交通水利等重大工程是明确领域，特别国债将在公共卫生体系建设方面积极作为。
- 3) **货币政策稳中延续：**会议提出，稳健的货币政策要更加灵活适度，预计进一步引导信贷利率下行，与央行季度货币政策报告导向基本一致，更加强调逆周期调节力度和宽信用政策引导。未来二季度内，货币政策仍有望通过降准、降息等措施，配合地方债、特别国债等财政政策发力。后续关注“创新直达实体经济的货币政策工具”的推出，定向工具是未来的政策重点，政策实施过程中更关注利率传导机制的完善。中短期内，宏观杠杆率将持续承压，社融和信贷数据短期内预计仍将持续向好，关注汇率压力。
- 4) **地产政策坚持“房住不炒、因城施策”：**坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。坚定原则的同时保持局部的灵活性。“房住不炒”意味着房地产并非刺激经济手段，稳定市场预期、引导资金支持实体经济，重新明确“因城施策”，给楼市压力较大的地区留有余地。考虑到今年地方财政面临

的压力，房地产总量政策预计平稳，但是地方根据各地实际情况，可能会有一定政策空间。

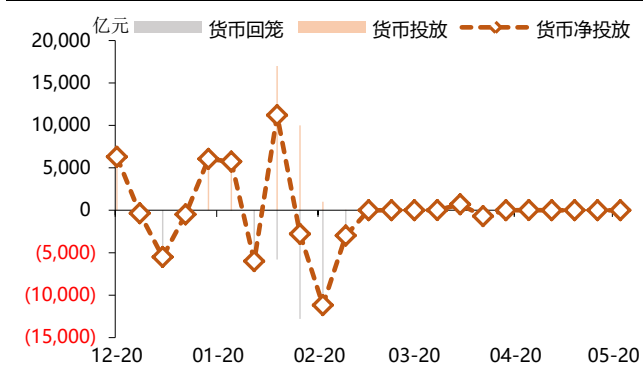
对债市而言，市场对前期天量供给的担心消退，从实际政策来看，更加倾向于整体平稳，适度激进，刺激经济的良性修复；对货币政策，仍坚持常态化的货币政策为主，灵活适度的同时强调对经济逆周期的调节作用。后续，还需关注政策实施的节奏以及受政策直接刺激较明显的行业和领域等。短期内，尽管政策预期在修复调整，但以全年中期时间框架来看，考虑到当前债市绝对收益率持续历史低位，二、三季度要更加关注负债端压力、策略适度加强防御性，在市场调整中关注票息配置机会。大类资产配置方面，政策边际对权益市场更加友好，流动性及经济逐季改善是支撑，业绩驱动仍需时间验证。板块方面，继续依托政策链条、疫情后全球渐进重启，关注内需相关板块如建筑建材、老旧小区改造、机械及电力设备、消费回补、新基建+新兴产业等板块。

二、上周市场回顾

1、资金面

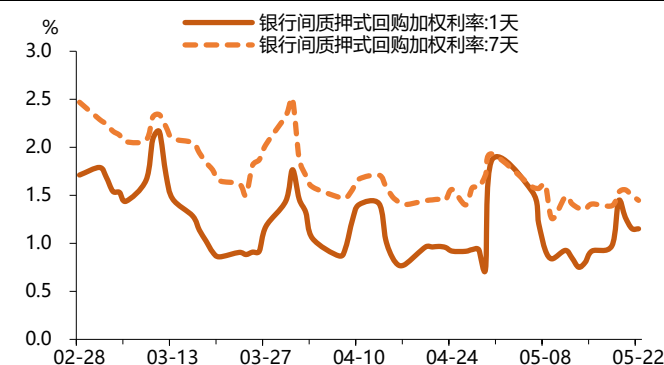
本周央行无公开市场操作。本周流动性持续保持合理充裕，利率中枢相对平稳，隔夜利率明显上行。隔夜较上周上行 35BP 至 1.20%，7 天较上周上行 8BP 至 1.48%，下周公开市场无到期。

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

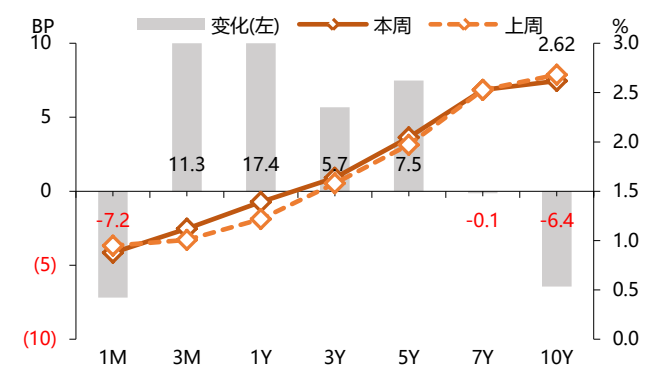


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

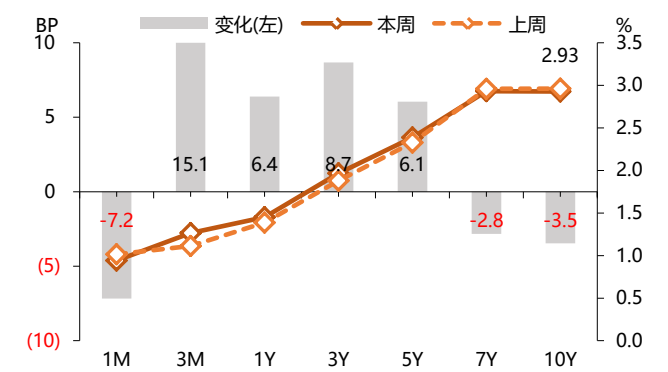
本周债市利率债调整主要集中在1-5Y品种，期限利差适度收窄，国债10年和1Y期限利差从前期150BP回落至123BP。本周两会公布特别国债最终发行规模，市场前期预期可能在1-3万亿，周四最终结果显示特别国债发行1万亿，财政赤字小幅提高0.1%至3.6%。供给影响整体弱于预期，同时考虑到整个二季度因疫情趋稳等因素，央行本周延续前期操作风格，月内除到期MLF续作外，未进行公开市场操作。两会结束，政策信号更见明晰，市场预期二季度仍有一定概率央行会进行降准降息操作，本周整体7-10Y长端期限回调明显。最终，本周10Y国债下行6.4BP，10Y国开下行3.5BP，期限利差适度收窄，主要受制于长端回调，短端适度上行。

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，市场整体情绪较上周小幅修复，但整体较季度初仍相对偏弱，其中 5Y 及 7Y 品种调整幅度相对其他期限更明显，考虑到临近月末、二季度末，一方面资金扰动因素恐将持续，另一方面，节后利率债受到供给大幅增长、部分基本面高频数据超市场预期以及交易盘获利回吐等影响，使得信用债的整体情绪可能边际上未来一段时间持续较弱。具体来看，本周中短期票据，1Y 期到期收益率基本与上周持平，3Y 中票企业债小幅上行 1-3BP，3Y 城投债上行 2-6BP 相对更明显，AA 品种相对稳定。相对地，本周城投债品种比中票、企业债等信用品种调整幅度更明显一些，其中 3Y 品种在几个重要期限品种调整幅度最明显。信用利差方面，AA 及以上评级信用品种持续在历史 10%分位下，息差适度修复，集中在 20-40%，较前期适度调整。

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	1.87	2.03	2.41	4.64	CP	0.48	0.64	1.02	3.25
MTN3Y	2.59	2.78	3.21	5.39	MTN3Y	0.96	1.15	1.58	3.76
MTN5Y	3.16	3.51	3.93	6.11	MTN5Y	1.11	1.46	1.88	4.06
企业债 3Y	2.59	2.79	3.22	5.40	企业债 3Y	0.95	1.15	1.58	3.76
企业债 5Y	3.16	3.51	3.93	6.11	企业债 5Y	1.11	1.46	1.88	4.06
企业债 7Y	3.63	3.99	4.43	6.60	企业债 7Y	1.10	1.46	1.90	4.07
城投债 3Y	2.67	2.84	3.07	5.30	城投债 3Y	1.03	1.20	1.43	3.66
城投债 5Y	3.25	3.44	3.69	6.02	城投债 5Y	1.21	1.40	1.64	3.97
城投债 7Y	3.68	3.87	4.20	6.61	城投债 7Y	1.15	1.34	1.67	4.08
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	0.3	0.3	-0.7	0.3	CP	-17.0	-17.0	-18.0	-17.0
MTN3Y	3.2	1.2	1.2	1.2	MTN3Y	-2.5	-4.5	-4.5	-4.5
MTN5Y	1.3	1.3	-0.7	-0.7	MTN5Y	-6.2	-6.2	-8.2	-8.2
企业债 3Y	3.2	1.2	1.2	1.2	企业债 3Y	-2.5	-4.5	-4.5	-4.5
企业债 5Y	1.3	1.3	-0.7	-0.7	企业债 5Y	-6.2	-6.2	-8.2	-8.2
企业债 7Y	5.4	4.4	3.4	3.4	企业债 7Y	5.5	4.5	3.5	3.5

城投债 3Y	6.2	6.2	2.2	3.2	城投债 3Y	0.5	0.5	-3.5	-2.5
城投债 5Y	3.7	3.7	0.7	-1.3	城投债 5Y	-3.7	-3.7	-6.7	-8.7
城投债 7Y	3.6	3.6	3.6	3.6	城投债 7Y	3.8	3.8	3.8	3.8
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	5%	3%	3%	22%	CP	0%	0%	10%	79%
MTN3Y	1%	1%	1%	21%	MTN3Y	30%	23%	27%	91%
MTN5Y	2%	3%	4%	28%	MTN5Y	36%	35%	30%	93%
企业债 3Y	1%	1%	1%	18%	企业债 3Y	30%	23%	25%	88%
企业债 5Y	2%	3%	4%	22%	企业债 5Y	38%	33%	26%	91%
企业债 7Y	8%	5%	5%	26%	企业债 7Y	35%	24%	21%	81%
城投债 3Y	1%	1%	0%	25%	城投债 3Y	29%	29%	27%	83%
城投债 5Y	3%	4%	5%	27%	城投债 5Y	32%	30%	25%	80%
城投债 7Y	7%	6%	5%	32%	城投债 7Y	25%	18%	15%	78%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

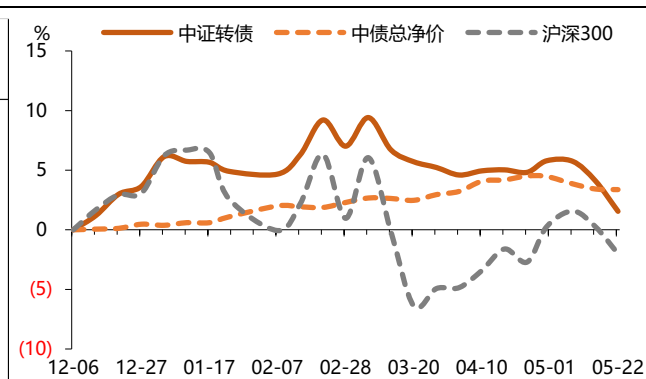
本周，本周市场总体仍维持窄幅震荡，临近周末市场出现了连续两天相对较大的回调。创业板指和中证500本周跌幅明显，上证50略显韧性，市场成交量较上周扩大。行业层面，食品饮料、有色金属、医药、煤炭、零售、银行涨幅靠前，通信、电子、计算机、军工领跌。消费仍是最受青睐，部分低位周期品种获得一定上涨，科技回调明显，市场情绪相对谨慎。上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为-1.9%、-3.7%、-1.6%和-2.3%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数较上周下行2.5%，降幅较上周持续扩大。

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	-1.9	-0.9	12.7	12.9	↑ 2595	2491.8
深证成指	-3.3	-0.3	27.6	28.5	↑ 3914	3825.0
创业板指	-3.7	0.0	57.7	59.6	↑ 1318	1258.8
上证50	-1.6	-1.9	9.1	9.2	↑ 410	406.4
沪深300	-2.3	-1.3	11.8	12.1	↓ 1609	1639.8
中证500	-3.3	0.0	30.9	31.8	↑ 1350	1330.7
中证1000	-3.5	0.5	54.7	56.5	↑ 1679	1585.5

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，6大电厂耗煤量合计环比回升3.2%，增速较上周明显收窄，从月度数据来看，5月至今6大电厂耗煤量同比增速转正为6.76%，较4月显著好转。从当前日均耗煤量绝对值来看，当前回升至67.54，维持在2019年同期水平上方，5月工业增速或继续回升。国内疫情消退

复工持续推进，工业生产恢复速度较快，但海外疫情恢复情况仍有一定扰动，或导致工业增加值后续恢复节奏逐步趋稳。

地产：本周 100 大中城市土地成交面积继续回落，其中一二三线城市表现一致较弱，进入 5 月以来拿地数据便持续回落，30 大中城市商品房成交面积较此前则有所回升，月度同比跌幅有所收窄。从绝对值来看，5 月以来商品房成交面积和土地占地面积表现分化，拿地数据持续回落，后续或将拖累地产新开工及投资，但考虑到后续专项债可用于未完工棚改项目，或对地产投资略有带动。本周地产信托发行量为 104.68 亿，较上周的 88.9 亿略有上升，地产投资或将继续修复。从近期监管表态来看，政策坚持“房住不炒、因城施策”，全面放松的可能性较低，但各地因城施策仍有一定空间，尤其地方财政压力与日俱增，预计房地产投资或恢复到正常水平维持相对稳定。

进出口：中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 本周回升 0.29%，上海出口集装箱指数 (SCFI) 本周回落 0.76%。近期美国与我国对抗有所升级，23 日凌晨美国商务部宣布，将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”，包括北京计算机科学研究中心、哈尔滨工业大学等机构，包含人工智能、计算机科技等高新技术领域方面，考虑到华为、海康威视等也在清单内，基本涵盖了中国绝大部分的高技术企业，加大对我国相关企业打击，中美摩擦可能持续升级。波罗的海干散货指数较上周回升 11.59%，中国进口干散货运价指数走势较上周回升 5.86%。随着美欧主要国家逐步开启复工，全球贸易活跃度略有回升，波罗的海干散货指数有所回升。

通胀：工业品方面，主要品种中，螺纹钢、热卷、高线价格本周均小幅上行，分别变动 2.71%、3.01%、4.03%。本周钢价继续回升，从本周库存来看，螺纹钢、热卷、线材库存较上周分别减少 6.33%、8.07%、4.89%，降幅较上周略有走扩。受到政策支持，新基建、新开工旧改小区等项目持续推进，钢铁需求或将维持强势，但钢铁库存高位问题仍需时间消化，短期国内建筑钢材价格震荡偏强。全国水泥价格指数环比回升 0.34%，较上周的回升 0.6%略有收窄，后续水泥价格可能继续回升。当前建筑工程复工情况继续好转，多地一大批重大项目集中开工，基建建设基本全面复工，项目建设进程也开始提速，受需求改善影响近期全国水泥价格可能持续上行为主。农产品方面，猪肉价格本周继续回落，农业部公布的全国平均批发价小幅走低至 38.8 元/公斤左右，环比下行 4.75%，降幅继续走扩。近期猪肉价格连续下跌。牛羊肉方面，本周牛羊肉略有回升，羊肉价格本周小幅回升 0.49%，牛肉价格回升 0.59%；蔬菜价格继续下跌，本周下行 1.04%，跌幅有所收窄；水果价格继续上涨，较上周上行 1.01%；鸡蛋方面，价格下跌 2.44%，全月跌幅有所扩大；水产品本周价格上行 1.05%。整体来看，5 月除水果和水产品外，多数食品二级子项价格持续回落，食品项环比依旧略弱，带动 CPI 持续下行。

消费：2020 年 5 月第二周汽车零售和批发同比表现相对较好，其中汽车零售增速同比下降 3%，跌幅进一步收窄；批发方面，5 月第二周乘用车日均厂家进货销量同比增速 16%，涨幅走扩；从环比口径看，5 月 11~17 日当周汽车零售环比 4 月同期增长 18%，走势仍在回暖，表现好于去年同期。从批发与零售的走势来看，5 月前半月表现较 4 月明显好转，当前汽车销售逐步修复。

海外：本周国际油价大幅上涨，WTI 原油价格至 35.28 美元/桶；布伦特原油价格至 33 美元/桶。供给方面，OPEC+ 从 5 月开始减产，受低油价导致的部分产油国财政压力不断加大以及需求锐减导致的库存压力双重影响，主要产油国减产幅度略超预期。美欧复工持续推进，美国各州基本取消全国各地居家令，放宽对企业和公共场所限制。德国、法国、英国、意大利、西班牙等国均已部分复工，且德、法部分欧洲国家正在积极推动欧盟设立规模高达

5000 亿欧元的经济恢复基金。欧美工业生产恢复，需求改善对油价恢复有一定支撑作用。

下周关注：中美关系相关动态；70 个大中城市住宅销售价格月报；英国和欧元区 CPI；美国和欧元区 PMI

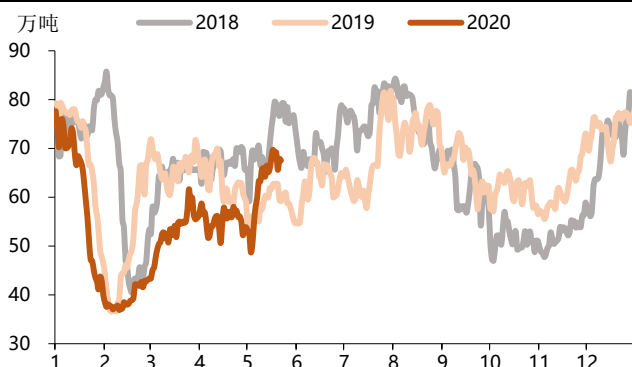
2、下周债市判断

利率债：从近期两会召开情况看，政策更趋向于“稳中求进”，供给落地略好于市场预期，后续基本面看，5 月经济数据仍处于持续改善过程中，尽管整体经济距离恢复到疫情前仍需要时间，但是转好预期中短期持续，GDP 增速年内预计呈现季度反弹，二季度至三季度将是经济加速恢复阶段，临近四季度增速可能放缓。流动性方面，央行态度持续，保持灵活性，维持总量合理充裕，宽信用仍是今年重点，政策持续倾向于小微和受疫情影响较大的企业，有效刺激实体经济需求为主，货币政策实施中更倾向于结构性政策为主，年内政策利率仍有下行空间，尤其是贷款端。市场策略方面，债市如我们预期震荡为主且长债短期迎来了高点回落。内需改善方向不变但节奏上有预期差，两会定调经济温和复苏节奏和政策托底方向，关注两会明确提出的 M2 和社融目标、降低企业融资成本目标、制造业贷款占比等目标将以何种形式逐步落地。过去三周风险偏好提升下股强债弱，这种格局可能因为短期刺激力度低于预期和中美关系扰动被打破。但两会不设目标不代表没有目标，经济复苏的格局还在延续，周五利率下调力度较大 10 年国债回到了 2.6% 附近的中性位置，短期不排除继续下行可能，但逐渐接近前低时则要考虑安全边际，曲线形态上做平的确定性则比前期高。

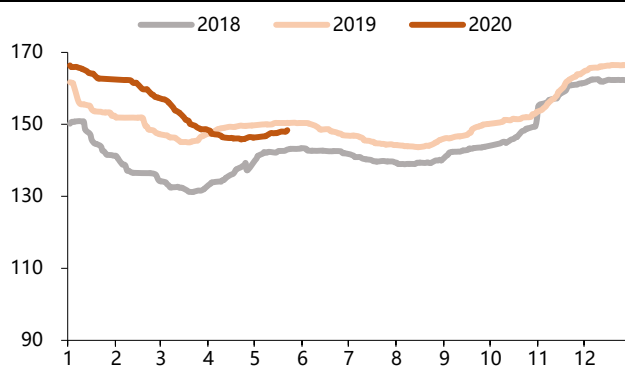
信用债：近期信用债持续表现一般，2020 年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比 2019 年增加 1 万亿元至 3.76 万亿，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，上述 2 万亿元全部转给地方，资金直达市县基层。同时，2020 年新增专项债额度由 2019 年的 2.15 万亿大幅增至 3.75 万亿，增幅创历年之最。地方债的大幅扩容有效缓解地方政府财政收支矛盾，项目建设资金来源得到较好保障，对城投来说是利好。市场策略方面，受政策影响基建投资和城投相关品种更加受益，对城投债区域分化现象可能持续，板块整体信用风险边际降低而区域分化仍面临一定压力。考虑到财政增量赤字直达县市，保运转的大势下，城投债的基本面再次得到支撑。关注政策影响更突出的行业和区域，票息策略为主挖掘个券机会。

可转债：市场总体仍维持窄幅震荡，成交量小幅萎缩，上证 50 和创业蓝筹表现相对更好。转债市场关注估值调整情况，转债估值持续呈现一定程度的全面调整压力。市场策略方面，转债指数连跌多天，溢价率进一步压缩，部分品种溢价率逐步靠近安全边际，但权益市场仍将寻找估值的平衡，建议继续保持耐心，适当关注高成长和强消费。

图表.发电耗煤恢复明显



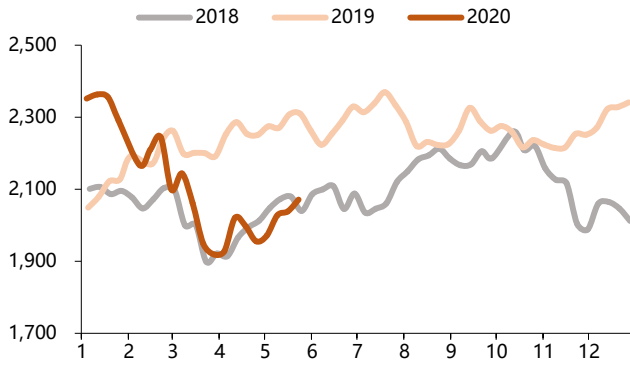
图表.水泥价格持续回升



资料来源：万得，富荣基金

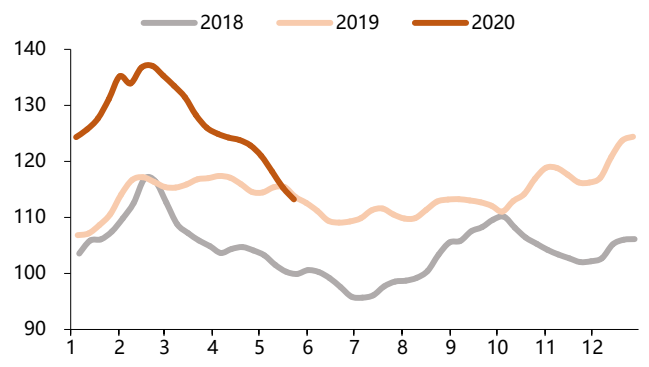
资料来源：万得，富荣基金

图表. 南华工业品指数持续改善



资料来源：万得，富荣基金

图表. 农产品价格持续下行



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。