

富荣基金固定收益周报

——风险偏好走强，债市短期持续承压

2020年7月10日

一、本周关注：

本周公布金融数据：6月社融新增3.43万亿，新增量较去年同期增加8057亿。存量社融同比增速在高位至12.76%。上半年新增社融20.8万亿，较去年同期增加6.2万亿。6月新增信贷1.9万亿，新增规模较去年同期增长2306亿。

社融高增与存款高增同步，6月新增存款2.9万亿，较去年同期增加6300亿；存量同比10.6%，较上月提升0.2%。居民净增存款环比高增，同比增长。环比高增可能与理财季末到期有关；同比高增与居民加杠杆有关。新增居民存款2.2万亿元，同比上升1万亿元。企业净增存款环比较去年同期稍有下降，6月新增1.4万亿元，同比增加-1183亿元。财政支出发力，财政存款净增-6102亿，较去年同期增加-1082亿元。

具体分析数据，数据分项来看6月社融数据，6月社融高增主要受益于地产和基建，未贴现银行承兑汇票以及企业发债融资持续。表外融资受资金信托影响分化呈现，委贷平稳、信托收缩加速。信贷方面，上半年新增信贷12.3万亿，较去年同期增长2.3万亿。根据6月18日陆家嘴论坛易行长表示“展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计将带动全年人民币贷款新增近20万亿元”，下半年新增信贷规模在7.7万亿左右，较去年同期增长约8000亿。

表外融资方面，1) 信托收缩委贷平稳，信托新增规模萎缩量增大，受资金信托新规影响，规模增长面临压力；此外，下半年行业到期规模有所增加，信托面临缩量压力加大。新增委贷平稳缩减；6月新增委托贷款-484亿，较去年同期增加343亿。新增信托贷款-852亿，新增规模同比下降867亿。上半年信托到期规模2.1万亿，下半年到期3万亿。2) 未贴现银行承兑汇票持续回升，表内票据贴现净增规模持续回落，表外未贴现银行承兑汇票规模再度回升，二者合计占比新增社融下降至0.2%，较上月大幅下降。6月新增未贴现银行承兑汇票2189亿，较去年同期增加3500亿。

债券和股权融资，6月地方政府债净融资7400亿，较去年同期增加533亿。6月国债净融资5471亿、特别国债发行2900亿；地方债净融资-492亿。6月新增企业债融资3311亿，较去年同期增加1872亿元。股票融资规模回升，6月新增量537亿，较去年同期增加384亿。整体看，政府加杠杆，尤其是地方债和特别国债供给增加，政府加杠杆将对社融增长持续形成支撑。

信贷方面，新增贷款1.81万亿，较去年同期增加1500亿，信贷余额同比增长13.2%，较5月增速持平。居民信贷需求有所修复，6月居民短贷、按揭贷款净新增分别为3400亿、6349亿元，较去年同期增长733亿元、1491亿元。企业中长期增长支撑，企业信贷投放以中长期为主，主要为基建、地产配套贷款加速投放。企业短期贷款、票据融资、中长期贷款分别新增4051亿、-2104亿、7348亿，增量较去年同期变动-357亿、-3065亿、3595亿元。

社融和贷款增速全年仍维持较高增速，货币和金融政策的焦点仍在结构，央行更重视流动

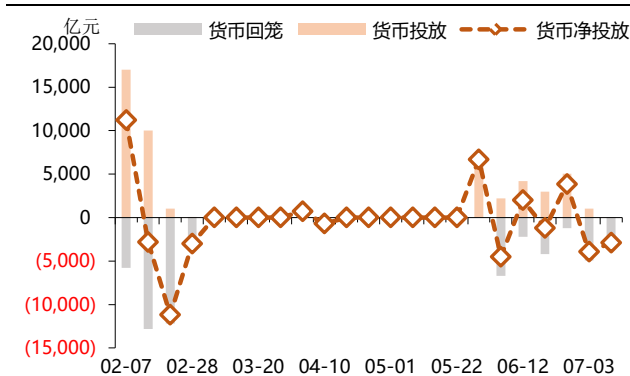
性直达实体经济的效率，未来仍以结构性工具为主，降利率的目标仍在，货币政策从疫情爆发后到当前经济逐步修复，货币政策将进入更常态化的阶段。

二、上周市场回顾

1、资金面

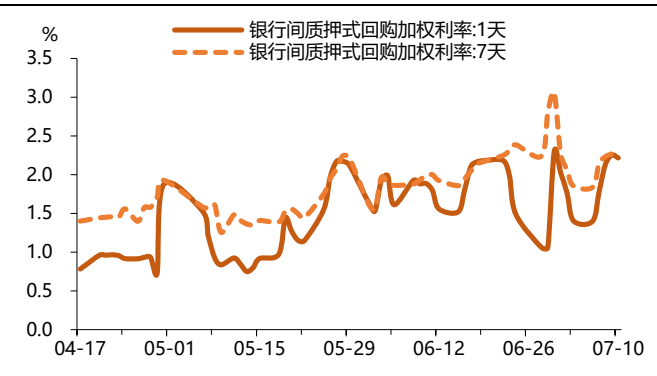
本周央行公开市场操作净投放 2900 亿,其中到期 2900 亿,无公开市场操作。本周资金利率小幅抬升、周内持续高位震荡。周隔夜加权较上周上行 25BP 至 1.96%，7 天较上周下行 24BP 至 2.17%，下周公开市场操作与 MLF 合计到期 2000 亿，到期量总量可控，关注央行 MLF 操作续作情况，本月 MLF 和 TMLF 合计到期 6977 亿。

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

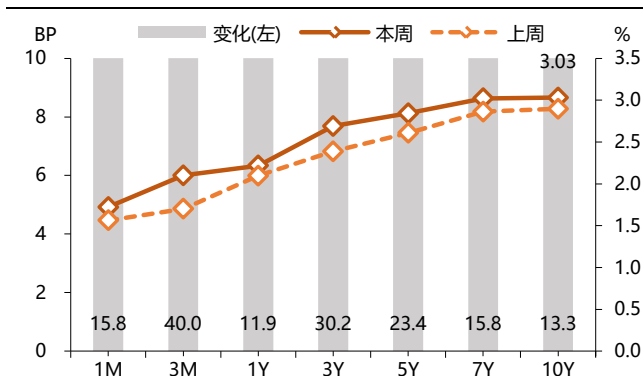


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

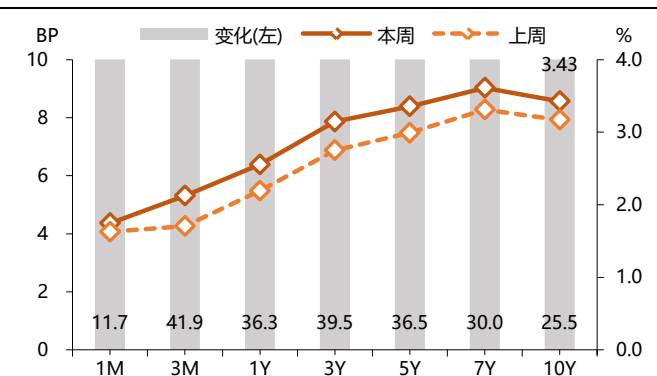
本周债市利率债曲线整体上行，各期限调整压力持续凸显，3M 和 3Y 调整幅度最为明显，国债 3M 和 3Y 分别上行调整 40BP 和 30BP。国开债除 3M 和 3 年调整幅度最大外，其他期限也出现大幅调整，整体曲线上移幅度比国债略强。期限利差小幅上行，国债 10 年和 1Y 期限利差上行至 81.4BP。最终，本周 10Y 国债上行 13BP 至 3.03%，10Y 国开上行 26BP 至 3.43%，本周国债、地方债和政策性金融债总发行量 3894.73 亿，到期量 3226.31 亿，净融资 668.41 亿。下周目前发行计划显示发行量 2487.35 亿，到期量 1486.1 亿，净融资 1001.25 亿。

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，信用品种整体出现大幅下行，主要还是受近期市场风险偏好压制影响，同时北京疫情反复控制效果明显，尽管南方洪涝灾害影响持续升温，但短期内基本面仍大体维持改善态势。具体来看，中短期票据普遍上行 30-40BP；中长期中票、企业债品种 5 年期上行 25-30BP，7 年期上行 5-15BP；城投债方面，3 年城投上行最明显，幅度在 25-40BP。收益率绝对水平来看，各期限品种持续维持在 20-30%分位区间，息差主要处于 25-40%分位区间，5 年 AAA 中票息差分位数持续最高接近 40%水平。本周观察，银行间市场流动性持续高位震荡，但市场目前对货币政策预期较一致，相对中性。考虑到，近期监管对权益市场的持续高温已明显加强关注和监控，同时南方洪涝灾害持续发酵，下半年经济恢复过程中向好趋势不变，但过程仍面临一定反复。信用利差适度收缩，该过程中配置以高等级品种及有绝对收益价值的行业品种为主。

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	3.01	3.19	3.46	5.63	CP	0.79	0.97	1.24	3.41
MTN3Y	3.58	3.78	4.10	6.27	MTN3Y	0.89	1.09	1.41	3.58
MTN5Y	3.95	4.23	4.59	6.76	MTN5Y	1.11	1.39	1.75	3.92
企业债 3Y	3.58	3.78	4.10	6.27	企业债 3Y	0.89	1.09	1.41	3.58
企业债 5Y	3.95	4.23	4.59	6.76	企业债 5Y	1.11	1.39	1.75	3.92
企业债 7Y	4.01	4.37	4.76	6.93	企业债 7Y	0.98	1.34	1.73	3.90
城投债 3Y	3.60	3.73	3.90	5.88	城投债 3Y	0.91	1.04	1.21	3.19
城投债 5Y	4.00	4.19	4.39	6.68	城投债 5Y	1.16	1.35	1.55	3.84
城投债 7Y	4.05	4.24	4.57	6.97	城投债 7Y	1.03	1.22	1.55	3.95
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	30.5	31.5	29.5	29.5	CP	18.6	19.6	17.6	17.6
MTN3Y	40.5	40.5	38.5	38.5	MTN3Y	10.4	10.4	8.4	8.4
MTN5Y	27.1	27.1	25.1	25.1	MTN5Y	3.7	3.7	1.7	1.7
企业债 3Y	40.5	40.5	38.5	38.5	企业债 3Y	10.4	10.3	8.3	8.3
企业债 5Y	27.1	27.1	25.1	25.1	企业债 5Y	3.7	3.7	1.7	1.7
企业债 7Y	12.7	10.7	8.7	8.7	企业债 7Y	-3.1	-5.1	-7.1	-7.1
城投债 3Y	39.4	37.4	36.4	25.4	城投债 3Y	9.2	7.2	6.2	-4.8
城投债 5Y	27.1	30.1	29.1	28.1	城投债 5Y	3.7	6.7	5.7	4.7
城投债 7Y	15.6	15.6	15.6	15.6	城投债 7Y	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	26%	24%	26%	61%	CP	25%	24%	23%	87%
MTN3Y	28%	24%	23%	62%	MTN3Y	25%	20%	18%	82%
MTN5Y	27%	24%	21%	59%	MTN5Y	37%	29%	22%	79%
企业债 3Y	29%	23%	23%	60%	企业债 3Y	28%	21%	16%	78%
企业债 5Y	27%	24%	21%	55%	企业债 5Y	39%	28%	19%	77%
企业债 7Y	19%	15%	11%	44%	企业债 7Y	22%	14%	7%	65%
城投债 3Y	23%	20%	15%	46%	城投债 3Y	22%	21%	18%	67%
城投债 5Y	22%	19%	17%	52%	城投债 5Y	30%	28%	20%	75%

城投债 7Y	13%	12%	11%	45%	城投债 7Y	17%	13%	10%	70%
--------	-----	-----	-----	-----	--------	-----	-----	-----	-----

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

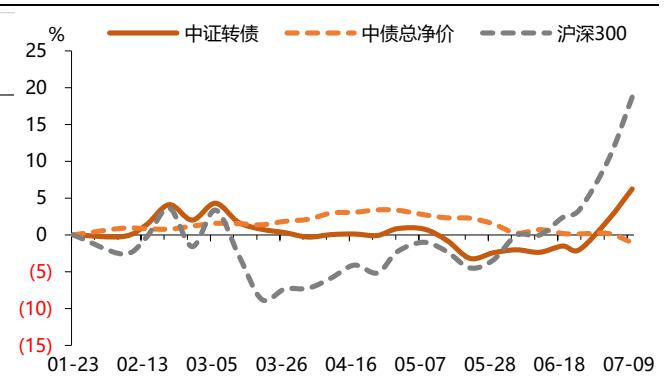
本周，本周权益市场情绪持续强势，转债指数受权益情绪带动也表现积极。市场各主要板块上涨明显，创业板领涨，市场成交量较上周放量上涨。行业层面，军工、有色、计算机、商贸零售、新能源、电子涨幅居前。本周，上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为7.3%、12.8%、6.1%和7.5%。转债市场伴随权益市场上涨明显，幅度上弱于权益，中证转债指数较上周上行4.0%。

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	7.3	5.8	15.2	14.2	↑ 7008	3786.3
深证成指	10.0	5.2	34.1	31.0	↑ 8590	5130.9
创业板指	12.8	3.4	76.7	67.7	↑ 2737	1763.9
上证50	6.1	7.3	11.4	10.9	↑ 1666	868.4
沪深300	7.5	6.8	14.4	13.5	↑ 5458	3044.4
中证500	10.3	4.5	32.1	29.2	↑ 2979	1630.8
中证1000	10.4	4.0	56.9	51.5	↑ 3489	2064.8

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上涨1.75%，涨幅较上周的0.88%进一步走扩。PTA产业链负荷率环比回升0.5%，由跌转涨。中国玻璃综合指数回升0.83%，较上周的回升0.69%有所走扩，主要受需求预期向好影响。本周来看，全国水泥价格指数环比回落1.69%，与上周的回落1.77%基本相同，主要受传统淡季影响。

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升，值得关注的是，近期地产销售显著回升主要受二线城市销售量较好带动，当前二线城市地产销售绝对量已经创 2018 年 12 月以来新高水平。拿地方面，100 大中城市土地成交面积继续略有回落，主要受三线城市拿地回落拖累，一二线城市拿地本周有所回升。从地产信托发行数据来看，本周地产信托发行量为 123.34 亿，较上周的 81.19 亿有所回升。乘联会最新数据显示，6 月乘用车市场零售达到 165.4 万辆，环比 5 月的零售增长 2.9%，实现 3-6 月的持续 4 个月零售环比增长。

进出口：出口方面，上海出口集装箱指数（SCFI）本周回落 2.04%，中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周回升 1.27%，二者走势有所分化，较上周有所转弱。进口方面，波罗的海干散货指数较上周回升 2.86%，较上周的回升 8.92% 幅度继续明显收窄，中国进口干散货运价指数走势较上周回落 1.26%，由上周的回升转为回落。

通胀：农产品方面，猪肉价格本周继续上涨，周度数据来看，农业部公布的全国平均批发价较上周末回升至 48.02 元/公斤左右，环比上行 4%，涨幅有所走扩。本周蔬菜价格转为回落，小幅回落 0.42%。水果价格继续季节性回落，较上周下行 0.33%；鸡蛋方面，价格继续回落 0.72%；水产品本周价格下行 0.36%。

海外：国际油价整体上行，WTI 原油价格上涨至 40.55 美元/桶；布伦特原油价格上涨至 43.24 美元/桶。疫情方面，美国疫情持续恶化，单日新增确诊病例不断破纪录，疫情完全平息仍需时间。7 月 10 日我国成品油价格再度上调，实现年内两连涨。

下周关注：统计局公布 7 月国民经济运行数据；中美关系；央行 MLF 操作；南方洪涝发展情况

2、下周债市判断

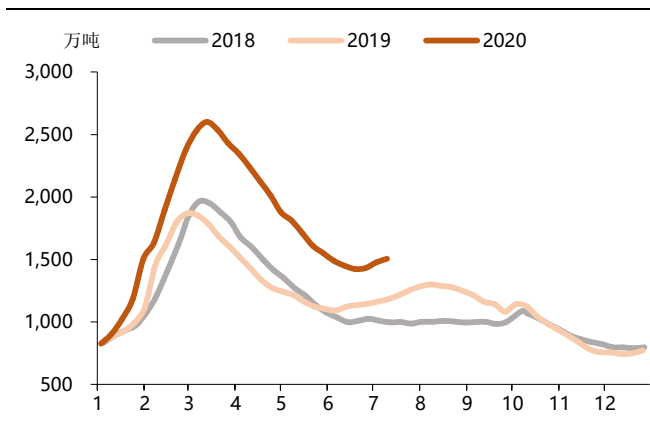
利率债：基本面持续修复过程，下周四公布 6 月经济数据，预计短期看基本面数据仍整体向好。央行上周末进行公开市场操作，OMO 小幅净回笼，下周面临央行 MLF 操作窗口，关注央行量价操作情况。受到数据向好和权益市场情绪火爆强势压制，全周 10Y 国债上行 13.3BP 至 3.03%，10-1Y 国债利率利差小幅反弹维持 80BP 水平，本周在 81.4BP。下周将公布 GDP 数据，目前看数据预计不会很弱，数据面对债市压制持续。利率债已经明确进入配置区间，目前债市面临较明确的压制因素在三个方面：货币政策中性边际收紧，结构性货币政策仍可期，整体货币政策在从应急状态向常态转变过程中；基本面数据，尽管近期南方洪涝持续发酵，但是短期内数据仍呈现持续改善态势；市场情绪，权益市场持续走强，且上周成交量已出现放量上涨。目前综合考虑，对债市的观点不过度悲观，但关注仓位灵活性，根据点位和时间窗口灵活调整组合结构，策略整体以防御为主。

信用债：本周各评级、期限的利差走阔。短融收益率与 1 年期同评级同存收益率相比平均高 61.22bps，两者差距较前期小幅增加。产业债行业利差有所收窄，各行业中有色金属、煤炭开采和房地产开发的行业利差居于前位。AAA 评级的城投债与对应中票收益率之间维持正向差异但正向差异小幅减小，AA+评级的城投债与对应中票收益率之间的差异由正转负。从二季度以来，利率债持续带领整体债市趋势，信用债仍以票息策略为主。

可转债：本周权益市场表现强势，转债表现稍弱于权益，创业板表现强劲。行业层面，军工、有色、计算机、商贸零售、新能源、电子涨幅居前。市场策略方面，近期市场持续放量使得技术面出现强趋势，但基本面有待验证，美国疫情数据持续高增但预计冲击有限，水灾还有

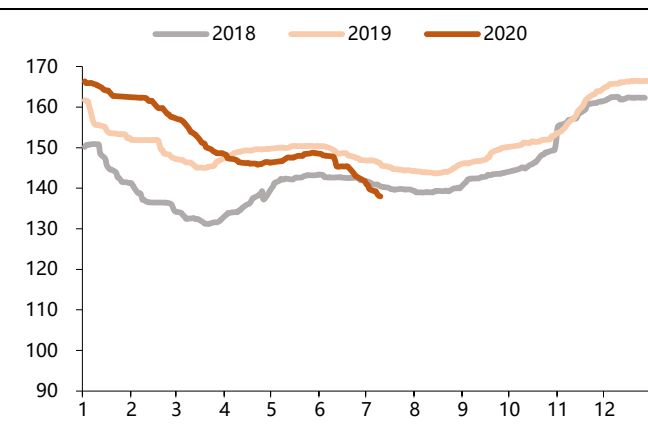
加大迹象，经济数据同比恢复增长，但后续高增存分歧。顺周期板块快速补涨后，后半周绩优股表现更佳。往后看货币政策边际宽松幅度、地产和基建的政策力度都不及2015年，预计顺周期板块性机会快速表现后业绩和成长仍是主导。转债估值上周末进行扩张，偏股转股溢价率多数在低位，但绝对价格普遍较高。预计权益结构牛大方向不变，但短期快涨的风险也吸引了政策层关注，波动率加大，我们建议风格更偏均衡，短期紧扣业绩。

图表. 主要钢材库存小幅回升



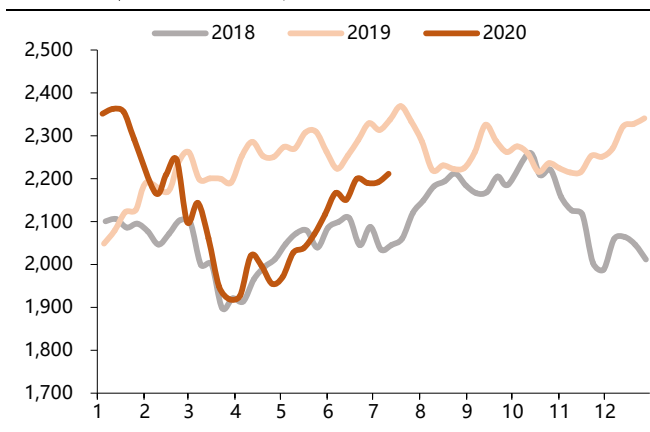
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格持续回落



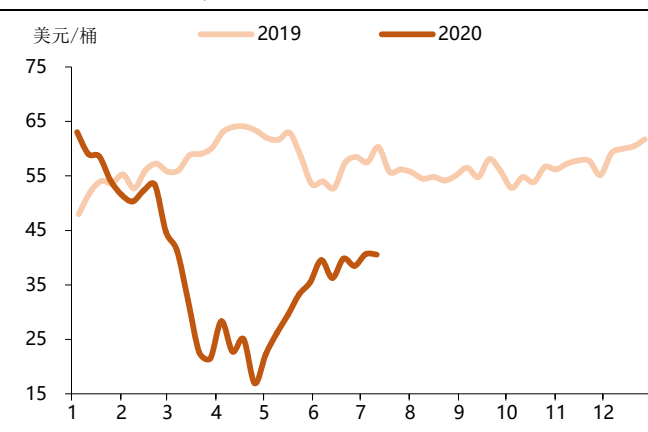
资料来源：万得，富荣基金

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. 原油价格持续修复



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。