

富荣基金固定收益周报

——月末资金大幅收紧，高流动性品种承压

一、本周关注：

近期公布1月中国官方制造业PMI 51.3%，较2020年12月的51.9%略有回落，符合市场预期；官方非制造业PMI为52.4%，比12月回落3.3个百分点；综合PMI产出指数为52.8%，比12月低2.3个百分点。

具体分项来看，制造业和非制造业PMI均有所回落，主要受疫情和季节性影响。制造业PMI分项来看，1月制造业PMI生产指数53.5%，前值54.2%；新订单指数52.3%，前值53.6%；从业人员指数降幅扩大至48.4%，前值49.6%；供货商配送时间下降至48.8%，前值49.9%。新出口订单50.2%，前值51.3%，连续五个月保持扩张，但增速增幅减弱。进口跌至枯荣线下，为49.8%，前值50.4%。产成品库存49%，前值46.2%；原材料库存49%，前值48.6%；采购量52%，前值53.2%。价格方面，出厂价格指数和原材料购进价格分别为57.2%，前值58.9%和67.1%，前值68%。

从制造业PMI数据看，新订单和新出口分项均有所下行，国内疫情和海外消费旺季已过是主要原因；新订单、新出口订单等下行情况下，在手订单分项保持一定改善。主要工业品价格季节性回落，带动原材料价格涨幅收窄，成品价格同步回落。

非制造业PMI指数表现略弱，建筑业PMI为60%，前值60.7%；其中新订单增幅回落至51.2%，前值55.8%。服务业PMI为51.1%，前值54.8%；其中新订单、从业人员和业务活动预期都受到一定影响，新订单降至48.3%，前值51.2%；从业人员降至46.9%，前值48%；业务活动预期增幅放缓至55.3%，前值60.1%。

疫情影响下，服务业景气度回落明显，鼓励本地过年，使得道路运输、航空运输等行业商务活动指数也有所下降，聚集性消费行业商务活动指数回落幅度较大。

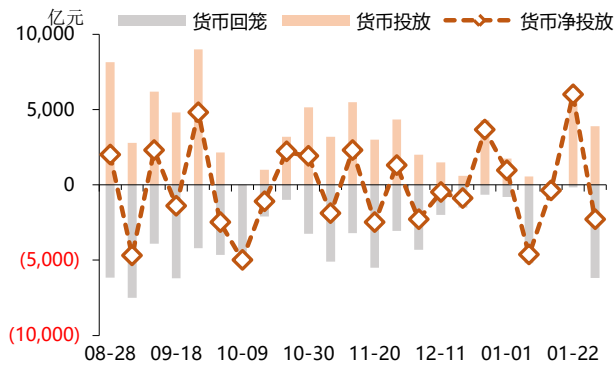
债市策略上，货币政策预期转向，多地房地产调控继续加强，当前市场处于极度敏感阶段，单一事件冲击下市场波动率可能快速放大，从策略上建议以防御性强的策略为主。整体看，当前市场一致性预期仍较强，从政策角度出发过于集中一致的市场预期未必是监管层希望看到的，尤其今年更加强调政策的逆周期调节，关注宏观杠杆率、通胀和部分领域资产价格问题波动情况。利率曲线快速走平后，春节前后预计会适度回归中枢，曲线重新调整修复，目前看对3月及二季度仍相对谨慎中性，债券供给压力目前尚未释放。信用债方面从防风险角度出发，持续筛查风险区域及行业，挖掘个券配置机会，城投债收益分位数已压缩至近年相对低位水平，警惕区域风险暴露。

二、上周市场回顾

1、资金面

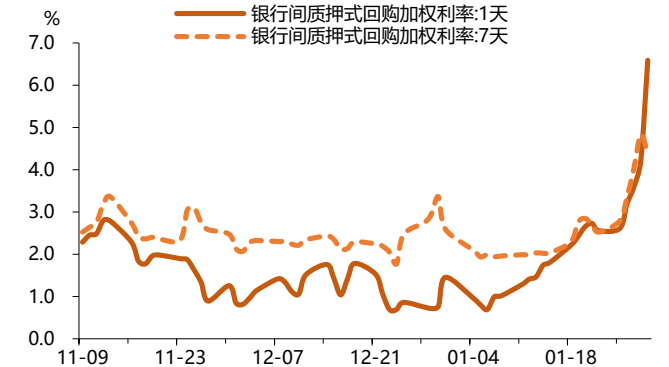
央行公开市场操作及 MLF 合计净回笼 2300 亿，周中尽管资金利率大幅上行，但央行连续投放规模 1000 亿，操作相对中性。周五隔夜较上周五上行 403BP 至 6.59%，7 天较上周五上行 187BP 至 4.39%。

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

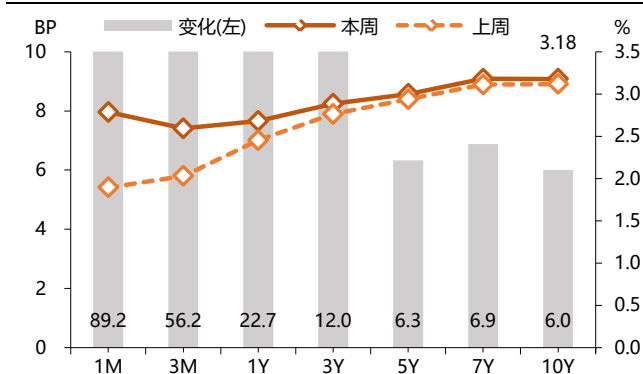


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

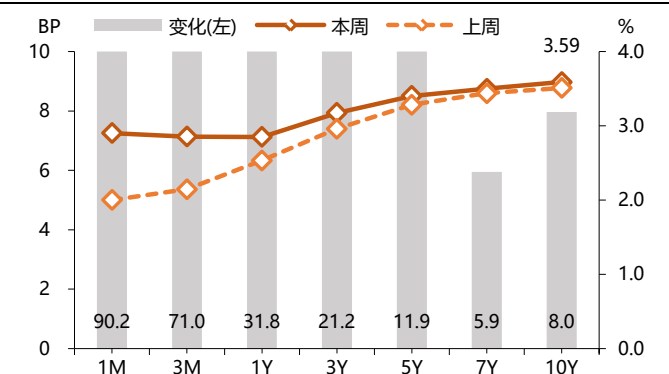
受资金面快速大幅收紧影响，利率债大幅上行，尤其是短期限的 1Y 内高流动性品种受影响较大。最终市场表现情况，国债 10 年和 1Y 期限利差在 50BP，国开债 10Y 与 1Y 利差在 74BP。最终，10Y 国债上行 6.0BP，10Y 国开债上行 8.0BP，10Y 期限国开债和国债利差维持在 41BP。利率债曲线快速走平，从曲线看后续走陡概率加大，债市进入敏感期。在负债稳定的状态下，市场可能持续窄幅震荡；负债和利率债供给一旦增大，又将快速大幅调整。从策略上，把握绝对价格配置时机，倾向于防御型策略为主。

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

信用债方面表现，高等级流动性较好品种上周受冲击明显，信用债收益率曲线暂时还未进入趋势性调整阶段。全周来看，1Y 中短期票据上行 25-30BP，3Y 中票、企业债上行 10-15BP，3Y 城投上行 13BP。5Y 和 7Y 中长期品种中 AAA 评级上行相对明显在 5-15BP，AA+ 品种中城投债上行相对明显在 10-13BP。具体来看收益率分位数，1Y 品种收益率分位数在 35-40% 水平；3Y 品种收益率分位数在 25-35% 区间。5Y 及 7Y 等中长期品种处于 15-25% 分位数，各期限品

种整体分位数调整明显，AA+评级城投债上行相对明显。

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	3.25	3.46	3.82	5.99	CP	0.57	0.78	1.14	3.31
MTN3Y	3.67	3.94	4.37	6.54	MTN3Y	0.79	1.06	1.49	3.66
MTN5Y	3.82	4.27	4.77	6.94	MTN5Y	0.82	1.27	1.77	3.94
企业债 3Y	3.62	3.84	4.29	6.50	企业债 3Y	0.74	0.96	1.41	3.62
企业债 5Y	3.84	4.09	4.57	6.79	企业债 5Y	0.84	1.09	1.57	3.79
企业债 7Y	3.97	4.27	4.78	7.01	企业债 7Y	0.79	1.09	1.60	3.83
城投债 3Y	3.72	3.88	4.13	6.34	城投债 3Y	0.83	0.99	1.25	3.46
城投债 5Y	3.87	4.20	4.54	6.98	城投债 5Y	0.87	1.20	1.54	3.98
城投债 7Y	4.05	4.39	4.75	7.30	城投债 7Y	0.87	1.21	1.57	4.12
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	30.0	25.0	21.0	21.0	CP	7.2	2.2	-1.8	-1.8
MTN3Y	13.3	9.3	8.3	8.3	MTN3Y	1.3	-2.8	-3.8	-3.8
MTN5Y	11.6	0.6	5.6	5.6	MTN5Y	5.3	-5.7	-0.7	-0.7
企业债 3Y	11.0	12.0	8.0	9.0	企业债 3Y	-1.1	-0.1	-4.1	-3.1
企业债 5Y	13.6	4.6	2.6	1.6	企业债 5Y	7.3	-1.7	-3.7	-4.7
企业债 7Y	10.3	0.3	1.3	-0.7	企业债 7Y	3.4	-6.6	-5.6	-7.6
城投债 3Y	13.1	13.1	11.1	15.1	城投债 3Y	1.1	1.1	-0.9	3.1
城投债 5Y	13.1	10.1	10.1	14.1	城投债 5Y	6.8	3.8	3.8	7.8
城投债 7Y	6.2	4.2	4.2	8.2	城投债 7Y	-0.7	-2.7	-2.7	1.3
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	38%	38%	40%	71%	CP	8%	11%	20%	80%
MTN3Y	31%	33%	36%	71%	MTN3Y	20%	22%	26%	87%
MTN5Y	21%	27%	29%	70%	MTN5Y	12%	22%	27%	81%
企业债 3Y	31%	27%	32%	68%	企业债 3Y	17%	15%	20%	80%
企业债 5Y	23%	18%	20%	56%	企业债 5Y	14%	9%	12%	69%
企业债 7Y	18%	11%	13%	49%	企业债 7Y	8%	3%	6%	58%
城投债 3Y	29%	26%	24%	64%	城投债 3Y	20%	21%	22%	77%
城投债 5Y	16%	22%	23%	71%	城投债 5Y	11%	23%	24%	81%
城投债 7Y	14%	18%	18%	66%	城投债 7Y	7%	18%	16%	79%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

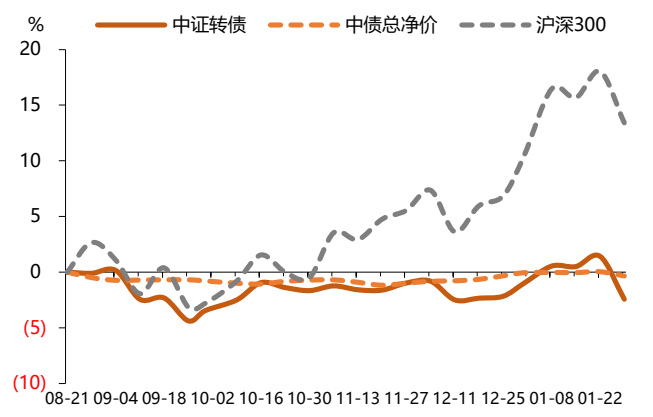
权益市场情绪上周亦较弱，各主要板块下行为主，其中创业板、中证1000、深证成指下行幅度明显。转债策略方面，关注电子和计算机，电力设备和医药板块以及石油化工等板块。市场表现上，上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为-3.4%、-6.8%、-3.5%和-3.9%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数下跌3.8%。

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	-3.4	1.1	16.0	16.6	↓ 4422	4586.6
深证成指	-5.2	4.0	33.1	34.8	↑ 5789	5731.5
创业板指	-6.8	8.7	68.5	73.5	↑ 2055	2023.9
上证50	-3.5	0.7	14.2	14.6	↓ 1078	1222.3
沪深300	-3.9	2.0	16.4	17.0	↓ 4205	4358.7
中证500	-4.4	3.4	28.1	29.4	↑ 1900	1761.4
中证1000	-6.2	3.0	40.1	42.8	↑ 1918	1911.5

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: 主要港口动力煤均价大幅回落 11.77%, PTA 产业链负荷率环比下行 3.85%, 中国玻璃综合指数回落 1.95%。Myspic 综合全国钢铁价格指数下行 0.15%, 下行幅度较前一周有所收窄。主要品种中, 螺纹钢、热卷、高线价格本周表现分化, 分别变动 0.09%、-0.17%、-0.09%; 从库存来看, 螺纹钢、热卷、线材库存大幅增加, 分别增加 21.95%、-0.59%、26.4%。全国水泥价格指数环比回落 0.48%。

地产: 30 大中城市商品房成交面积较前周回落 4.55%。拿地方面, 100 大中城市土地成交面积小幅回升 6.8%, 其中一线城市拿地大幅回落, 二三线城市拿地小幅回升。

进出口: 进口方面, 波罗的海干散货指数较前一周回落 12.19%, 中国进口干散货运价指数较前一周回落 6.56%。出口方面, 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 本周回升 3.74%, 上海出口集装箱指数 (SCFI) 本周则小幅回落 0.25%。

通胀: 食品价格方面, 猪肉均价本周回落 1.42%, 农业部公布的全国平均批发价较上周末回落至 46.7 元/公斤左右。牛羊肉价格表现分化, 牛肉本周跟随猪价回落 0.28%, 羊肉价格则继续回升 0.28%; 蔬菜价格继续回升 1.27%, 鸡蛋价格从前期高位回落 5.18%, 主要受前期鸡蛋价格上涨较多影响; 水果价格则小幅上行 2.33%, 走势基本符合季节性; 水产品本周价格下行 0.08%。工业品价格方面, 长江有色市场现货价格铜、铝、铅、锌价分别变动-0.74%、0.07%、1.84%、-1.96%; 海外价格来看, LME 铜、铝、铅、锌较上周环比变化分别为-0.98%、1.19%、1.25%、-1.99%。

消费: 乘联会最新数据显示, 1 月第三周的日均零售是 6.3 万辆, 同比增长 35%, 环比 12 月第三周下降 17%; 批发方面, 1 月第三周主要厂商批发销量达到日均 5.6 万辆, 同比增长 37%。环比 12 月第三周下降 14%。

海外: WTI 原油价格下降 0.13%, 至 52.2 美元/桶; 布伦特原油价格回升 0.85%, 至 55.88 美元/桶。

下周关注: 财新 PMI, 央行公开市场操作情况及春节前流动性对冲安排

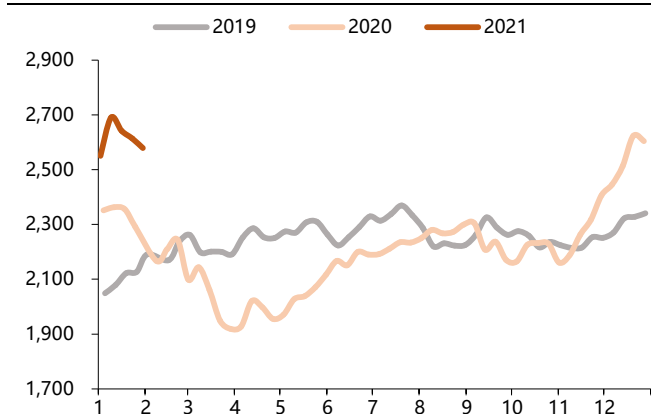
2、下周债市判断

利率债：近期资金面波动极大，结合央行相对保守的公开市场操作，市场对后续央行货币政策态度产生担忧。周末公布的 PMI 数据显示制造业和内需修复动能边际减弱，但与 2020 年不同的是疫情的反复即使存在，但对政策和市场的影响预计将明显弱于 2020 年。宏观杠杆率和某些领域的资产泡沫问题将使得今年的政策会倾向于“中性适度”，目前债券供给量仍未完全释放，关注 3 月两会全年定调。债市方面，中短端品种尤其是高流动性受冲击较大，关注央行春节前流动性对冲操作，曲线短期快速走平甚至倒挂，但上周流动性极度干涸的情况属于极端状态，预计后续短端会重新下行，曲线重归适度陡峭。

信用债：坚持票息策略出发，近期海航等个券主体风险问题仍引发市场高度重视，关注后续央行及监管层针对信用风险处置的态度。权益及转债方面，资金入市情绪仍存在一定惯性，但市场已对流动性产生隐忧，重点关注行业和个股业绩改善情况。

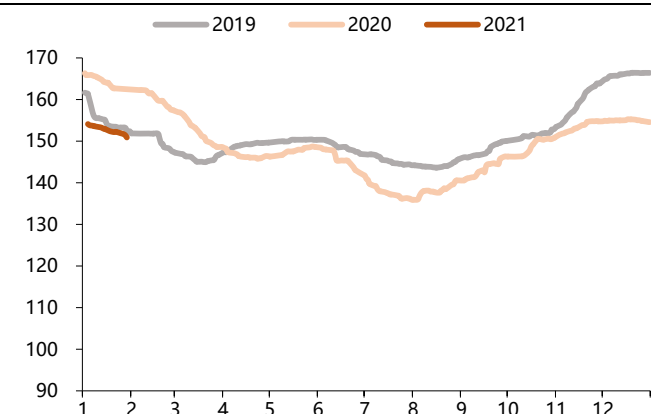
可转债：从近期高频数据看内需地产和基建持续表现一般、动能趋弱，关注后续经济修复动力边际变化情况，行业策略上关注电子和计算机，电力设备和医药板块以及石油化工等板块。

图表. 南华工业品指数小幅下行



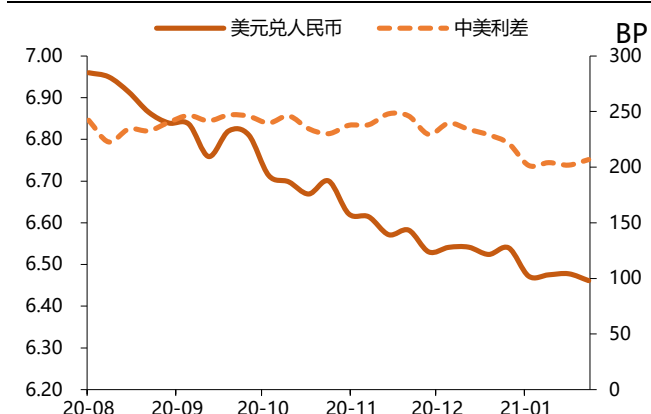
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格相对平稳小幅下行



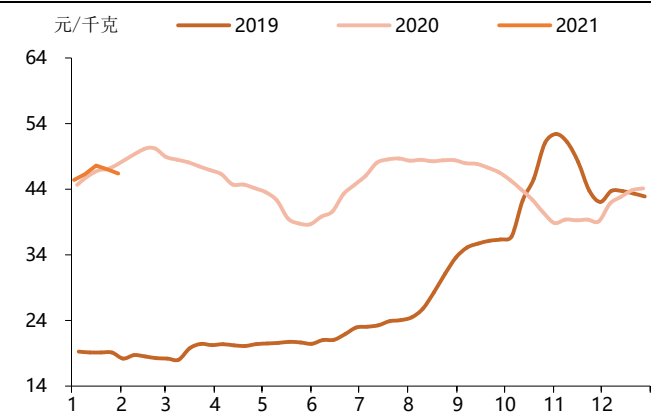
资料来源：万得，富荣基金

图表. 人民币汇率低位震荡



资料来源：万得，富荣基金

图表. 猪肉价格出现回落



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。