

富荣基金固定收益周报

——通胀预期持续发酵，债市情绪持续谨慎

一、本周关注：

近期公布 2 月官方 PMI 数据，其中 2021 年 2 月中国官方制造业 PMI 50.6%，较 2021 年 1 月的 51.3% 有所回落，基本符合市场预期；官方非制造业 PMI 为 51.4%，较 1 月回落 1 个百分点；综合 PMI 产出指数为 51.6%，比 1 月低 1.2 个百分点。

从分项来看，制造业 PMI 适度回落，一定程度上受节假日因素影响，具有春节月份的季节性特征，2 月制造业 PMI 仍为 2013 年以来 2 月的较高值，仅次于 2017 年 2 月份。但从单月环比看，制造业 PMI 数据近几个月持续下行为主，经济修复态势不减，但修复动力边际收敛。

制造业 PMI 数据中，供给和需求两方面数据表现都一定程度边际走弱。新订单和新出口分项均有所下行，一定程度是受春节假期影响企业产需扩张的节奏有所放慢，新出口订单和进口分项 2 月均降至荣枯线以下。需求方面，生产和采购量分项也出现一定回落。生产、采购、原材料和产成品库存有所下降，假期前后制造业生产经营活跃度下降，企业补库意愿暂时减弱。价格方面，煤炭价格大幅回落，带动原材料价格下行；产成品价格上升，体现了前期上游工业品涨价的传导影响。

就业分项方面，制造业、非制造业表现分化，但均位于荣枯线以下，关注节后返岗及失业率的变动情况。

分企业类型来看，2 月各规模企业制造业 PMI 表现分化，小型企业 PMI 下降 1.1 个百分点至 48.3%，仍位于荣枯线下方，景气度偏弱；中型企业 PMI 则下行 1.8 个百分点至 49.6%，降至荣枯线下方；大型企业较 1 月回升 0.1 个百分点至 52.2%，处于平稳扩张阶段。

非制造业 PMI 环比回落 1 个百分点至 51.4%，其中建筑业商务活动指数为 54.7%，较 1 月回落 5.3 个百分点，下行幅度较大，是拖累非制造业 PMI 的主要因素。新订单指数、从业人员指数分别小幅上行 2.2、1.4 个百分点至 53.4%、54.2%。业务活动预期指数较 1 月明显上行 14.6 个百分点达 68.2%，创下 2019 年以来新高。服务业商务活动指数为 50.8%，环比下降 0.3 个百分点。

整体看，2 月制造业 PMI 较 1 月持续回落，供需两方面表现都相对一般，一定程度上是受春节假期影响的季节性特征所致。生产、新订单、采购等均小幅下行，体现春节假期影响下产需扩张的节奏有所放缓；原材料价格小幅下降，而出厂价格分项继续回升，对后续 PPI 环比增速持续高位震荡可能产生支撑。

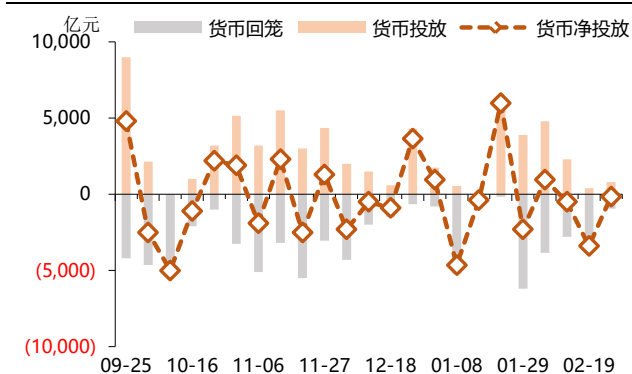
市场策略上，近期 PMI 数据持续回落，基本符合预期，但是一程度上也体现了经济修复是一个循序渐进的过程，关注后续中观数据及两会政策会议召开情况。

二、上周市场回顾

1、资金面

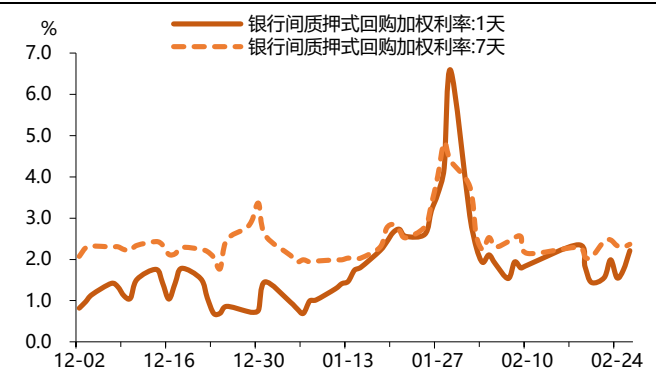
央行公开市场操作净回笼 150 亿，虽然为月末最后一周，但资金面整体相对平稳。上周最后一个交易日隔夜较前一周上行 77BP 至 2.21%，7 天上行 32BP 至 2.37%，银行间开盘利率回归至隔夜 2.1%，7 天 2.2%，开盘利率持续稳定。

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

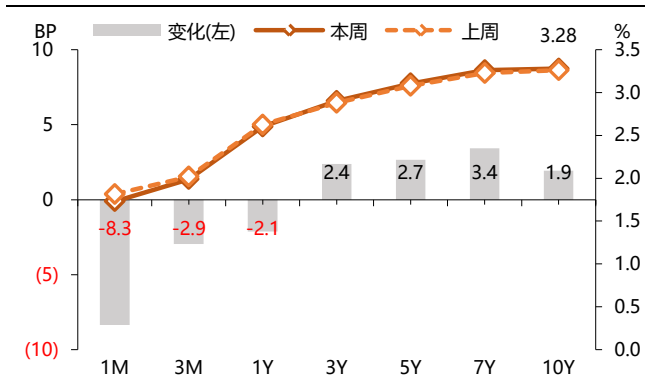


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

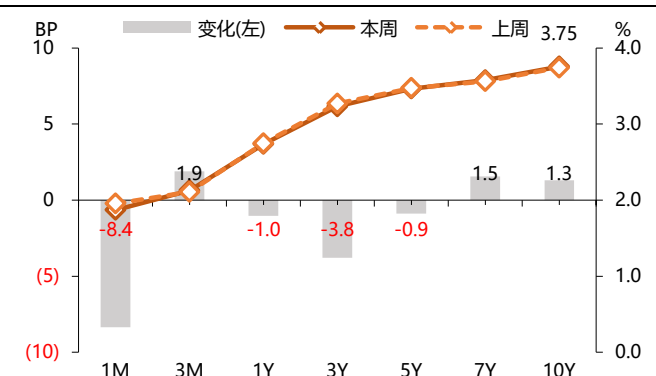
1Y 以内期限品种持续修复，但下行修复幅度适度收敛，中长端持续震荡小幅上行，近期利率债供给适度增加，且市场关注两会期间财政政策定调情况，中长端情绪一般。市场表现情况，国债 10 年和 1Y 期限利差在 67.62BP，国开债 10Y 与 1Y 利差在 101.62BP。最终，10Y 国债上行 1.9BP，10Y 国开债上行 1.3BP，10Y 期限国开债和国债利差维持在 47BP。

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，多数品种收益率适度下行行为为主，AA+评级的 5 年中票和 3 年城投债下行修复幅度相对明显。全周来看，1Y 中短期票据伴随资金面回归中枢下行明显，幅度在 7-9BP；3Y 中票、企业债对数品种下行 2-6BP，其中 AA+企业债小幅上行 1.2BP；3Y 城投下行 4-6BP。5Y 和 7Y 中长期品种震荡为主，5 年中票下行 1-6BP，5-7Y 企业债调整幅度在 -4BP 到 +2BP，其中 AAA 评级 5 年品种表现最好，AA+评级 7 年品种表现略弱；城投债品种 5 年期限上行 0-3BP，7

年品种下行 0-1BP。具体来看收益率分位数，1Y 品种收益率分位数在 35% 水平上下；3Y 品种收益率分位数在 27-33% 区间。5Y 及 7Y 等中长期品种处于 10-25% 分位数。

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	3.18	3.40	3.78	5.95	CP	0.58	0.80	1.18	3.35
MTN3Y	3.70	3.94	4.41	6.58	MTN3Y	0.80	1.04	1.51	3.68
MTN5Y	3.86	4.19	4.67	6.84	MTN5Y	0.76	1.09	1.57	3.74
企业债 3Y	3.67	3.94	4.36	6.58	企业债 3Y	0.77	1.04	1.46	3.68
企业债 5Y	3.81	4.08	4.52	6.74	企业债 5Y	0.70	0.97	1.41	3.63
企业债 7Y	3.95	4.22	4.69	6.91	企业债 7Y	0.69	0.96	1.43	3.65
城投债 3Y	3.71	3.91	4.15	6.47	城投债 3Y	0.81	1.01	1.24	3.56
城投债 5Y	3.95	4.29	4.65	7.21	城投债 5Y	0.84	1.18	1.55	4.11
城投债 7Y	4.09	4.46	4.83	7.47	城投债 7Y	0.83	1.20	1.57	4.21

周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-9.1	-7.1	-6.0	-6.1	CP	-6.9	-4.9	-3.9	-3.9
MTN3Y	-2.7	-3.7	-1.7	-1.7	MTN3Y	-5.1	-6.1	-4.1	-4.1
MTN5Y	-1.0	-6.0	-7.0	-7.0	MTN5Y	-3.7	-8.7	-9.7	-9.7
企业债 3Y	-5.8	1.2	-2.8	-2.8	企业债 3Y	-8.2	-1.2	-5.2	-5.2
企业债 5Y	-4.3	-1.3	-4.3	-4.3	企业债 5Y	-7.0	-4.0	-7.0	-7.0
企业债 7Y	-1.1	1.9	-2.1	-2.1	企业债 7Y	-4.5	-1.5	-5.5	-5.5
城投债 3Y	-3.9	-5.9	-3.9	1.1	城投债 3Y	-6.3	-8.3	-6.3	-1.3
城投债 5Y	2.3	0.3	1.3	6.3	城投债 5Y	-0.3	-2.3	-1.3	3.7
城投债 7Y	-1.1	-0.1	0.9	2.9	城投债 7Y	-4.5	-3.5	-2.5	-0.5

收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	34%	35%	38%	69%	CP	10%	13%	21%	83%
MTN3Y	33%	32%	37%	72%	MTN3Y	21%	20%	28%	87%
MTN5Y	24%	22%	26%	64%	MTN5Y	7%	10%	13%	67%
企业债 3Y	33%	33%	34%	69%	企业债 3Y	21%	22%	25%	84%
企业债 5Y	22%	18%	18%	52%	企业债 5Y	5%	3%	3%	55%
企业债 7Y	17%	9%	9%	42%	企业债 7Y	3%	2%	3%	40%
城投债 3Y	29%	27%	24%	71%	城投债 3Y	18%	24%	22%	80%
城投债 5Y	21%	26%	26%	78%	城投债 5Y	10%	22%	25%	86%
城投债 7Y	16%	21%	21%	71%	城投债 7Y	5%	17%	16%	81%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

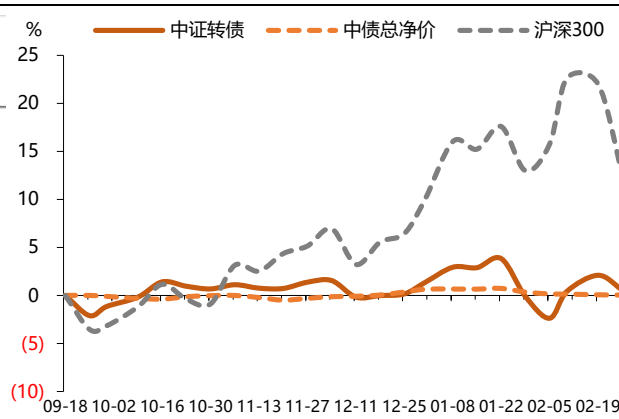
权益市场本周下行明显，创业板指下行幅度最大，各板块成交量涨跌互现，其中创业板指、上证 50 和沪深 300 成交量适度萎缩。转债策略方面，继续关注近期占据优势的顺周期板块，包括有色、化工及钢铁等近期持续相对强势的周期板块；同时关注低估值品种后续反弹机会。市场表现，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为-5.1%、-11.3%、-6.4%和-7.6%。转债市场表现相对较弱，中证转债指数下跌 1.5%。

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	-5.1	1.1	16.2	16.9	↑ 4863	4537.3
深证成指	-8.3	-0.9	32.3	35.3	↑ 5575	5473.0
创业板指	-11.3	-3.8	68.1	71.1	↓ 1792	1815.3
上证50	-6.4	-0.3	14.2	14.9	↓ 1225	1243.6
沪深300	-7.6	-0.5	16.3	17.4	↓ 4525	4603.2
中证500	-5.1	2.7	27.8	29.6	↑ 1999	1821.7
中证1000	-3.1	3.6	40.7	42.2	↑ 1743	1608.3

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: 上游全国高炉开工率周环比下降 0.3 个百分点, 强于 2018、2019 年农历同期, 焦化企业开工率下降 0.02 个百分点, 弱于 2018 年和 2019 年农历同期; 地炼开工率上升 0.2 个百分点, 沥青装置开工率上升 3.2 个百分点, PTA 开工率下降 0.7 个百分点; 下游全、半钢胎开工率大幅提升 34.8 和 41.5 个百分点, 弱于 2018 年和 2019 年农历同期。就地过年利好复工, 节后第二周下游生产迅速走强, 纺织业复工显著快于往年, 上游钢铁生产偏弱, 化工生产整体偏强。

地产: 30 城商品房周均成交面积是上周的 3.9 倍, 节后楼市明显升温。截至上周地产累计成交面积是 2020 年农历同期的 2.2 倍, 较 2019 年农历同期提升 32%, 其中一线城市贡献大, 是 2020 年农历同期的 3 倍, 较 2019 年农历同期同比提升 84%。上周消息称, 今年 22 个重点城市改变供地政策, 全年城市住宅用地公告不超过 3 次, 集中在 3 月、4 月和 8 月, 关注后续土地政策对房企拿地节奏的影响。

进出口: BDI 周均环比 5%, 国内进口运价 (CDFI) 周环比-1%, 出口运价 (CCFI) 周环比-1%, 上海出口运价 (SCFI) 周环比-3%。美国新一轮财政刺激将在参议院表决, 预计 3 月内落地, 将继续提振美国消费和我国出口, 目前看上半年我国出口仍有望维持高景气度。

通胀: 食品价格方面, 农产品批发价格 200 指数周均环比-5%, 猪价周环比为-7%, 较上周降幅扩大; 蔬菜价格周环比-7%, 节后至年中菜价处季节性下行阶段; 水果价格周环比 0.1%, 高于往年同期。工业品价格方面, CRB 商品指数周环比上升 2.4%, 油价、有色以及黑色系齐涨, 建材价格偏弱。布伦特油价周环 4%, 动力煤环 0.4%; 铜、铝、铅、锌周环比分别为 7.8%、3%、1.9%、1.6%; 螺纹钢、铁矿石、焦炭周环比分别为 2.1%、1%、-4.5%; 水泥、玻璃价格周环比分别为-2.2%和 0.3%。

消费: 2 月至今汽车零售增速同比 2019 年增长 13%, 环比 1 月降幅则较大, 国际油价继续上行, 服装消费类高频小幅回落。

海外: 布伦特原油价格周度变化上行 4.98%, NYMEX 轻质原油周度变化上行 4.49%。

本周关注: 财新 PMI、美国 2 月就业数据。

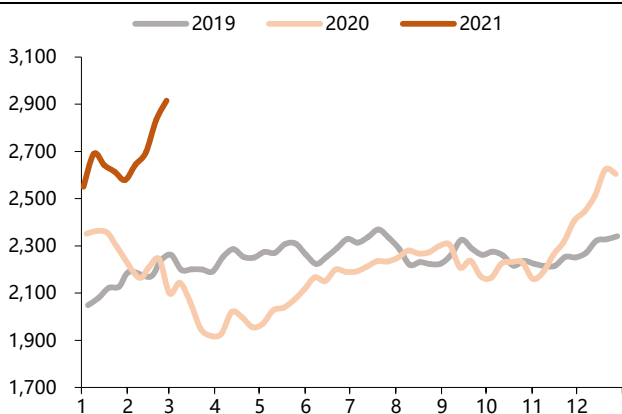
2、本周债市判断

利率债：从PMI数据可以看到供需两方面均出现一定放缓迹象，经济景气度边际回落，经济改善最快的阶段可能已经过去。当前基建、地产面临一定限制，外需不确定性加大，未来经济是否会持续显著超出潜在产出需要进一步跟踪验证。综合当前通胀和宏观杠杆率的情况下，货币政策整体收的方向仍不变，但力度可能相对中性。

信用债：伴随资金面回归中枢，信用债短期内情绪尚可，但是市场仍关注后续信用风险持续暴露情况，流动性和信用溢价实际表现都相对较脆弱。

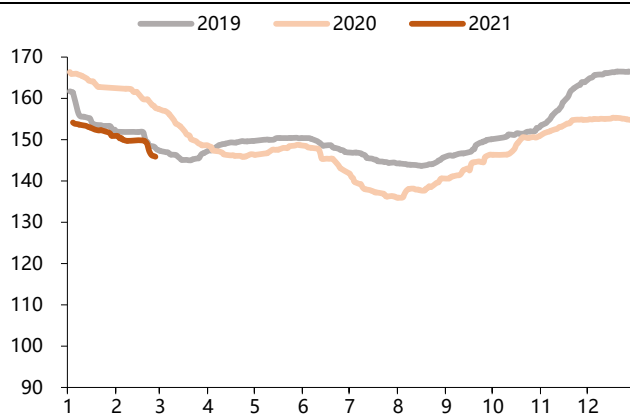
可转债：权益市场节后归来调整较多，除前期消费、医药等板块外，上周大盘各主要指数也有不同程度回调，港股上调印花税对市场影响也是略偏负面，目前仍关注结构性的机会为主，如全球共振复苏下的化工、石油石化、有色等板块；政策预期较高、长期景气向好的新能源、半导体、军工板块等。

图表. 南华工业品指数持续上行



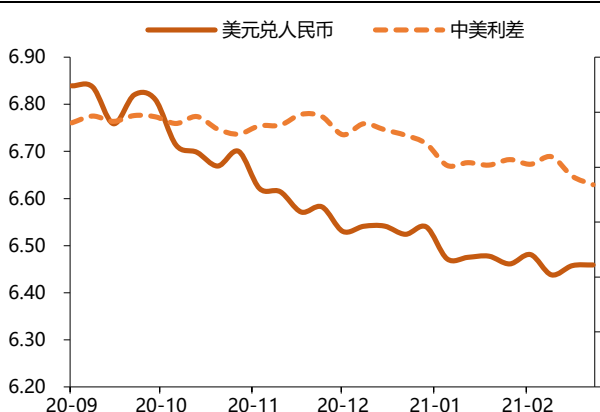
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格适度下行



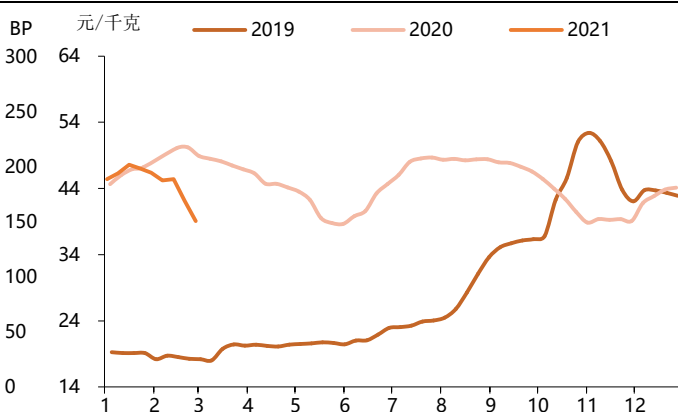
资料来源：万得，富荣基金

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。