

# 富荣基金固定收益周报

——短期利空落尽，债市阶段性回暖

2020年3月26日

## 一、本周关注：

上周央行召开货币政策委员会一季度例会，从表述看对经济形势的恢复情况仍相对积极，并持续表示保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

具体来看，对国内外形势的表述为国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡。境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻。

政策基调上，经济政策与上次例会表述类似，主要是要加强国内外经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。货币政策方面有所精减，主要是文件的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

“市场化”方面的表述，适度修改，利率市场化方面表示健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。汇率市场化方面表示深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，加强与其管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

总体要求上，删除了“不急转弯”和“守住不发生系统性金融风险的底线”，此次表述为坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主题，坚持扩大内需战略，巩固拓展疫情防控经济社会发展成果，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，灵活精准实施货币政策，处理好恢复经济与防范风险的关系，努力保持经济运行在合理区间，以高质量发展为“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立100周年。

从今年以来央行的政策调控和表述来看，信贷管控预计将持续当前强监管状态，尤其是房地产方面信贷管控。3月22日中国人民银行召开的全国24家主要银行信贷结构优化调整座谈会，指出重点领域和薄弱环节信贷结构仍需调整优化，保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏，一方面坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，另一方面撬动更多金融资源向绿色低碳产业倾斜，加大对科技创新、制造业的支持，增加经济困难省份信贷投放，对于信贷投放的结构和节奏做出了指示。

对经济的表述，体现了对当前经济运行状态的肯定，但同时也持续表示经济恢复进程仍不平衡，国内外疫情和政治环境以及国内内需持续修复情况仍有待观察。进一步表示，要推动实际贷款利率进一步降低，这已经在央行例会中持续多次出现，降低实体经济融资成本仍是当前的工作之一。

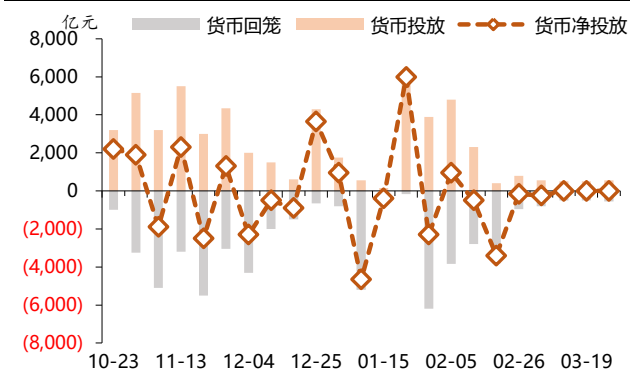
从央行今年以来的公开市场操作情况，明显较去年尤其是去年下半年要适度收紧，疫情后逆周期政策调节仍是主调，货币政策将持续保持常态化状态，总量政策难见大起大落，更多集中于公开市场操作、MLF等货币政策工具实施，结构性地调整为主，以保持整体流动性合理充裕，这里央行可能更多关注的是实体经济和金融市场两方面的整体流动性。

## 二、上周市场回顾

### 1、资金面

央行公开市场操作维持零净投放，资金面持续相对平稳，受跨季影响7天价格小幅上行。上周最后一个交易日隔夜较前一周下行35BP至1.81%，7天上行28BP至2.47%，开盘利率未变化，整体仍维持相对稳定，边际稍有收敛。

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

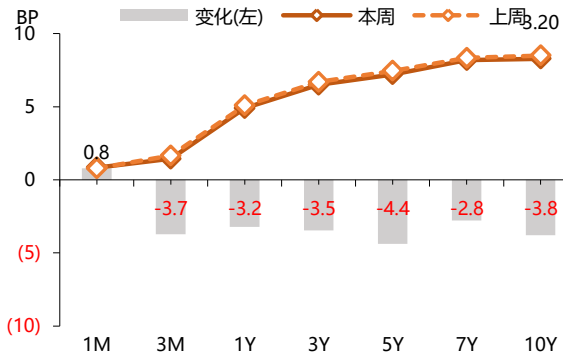


资料来源：万得，富荣基金

### 2、利率债

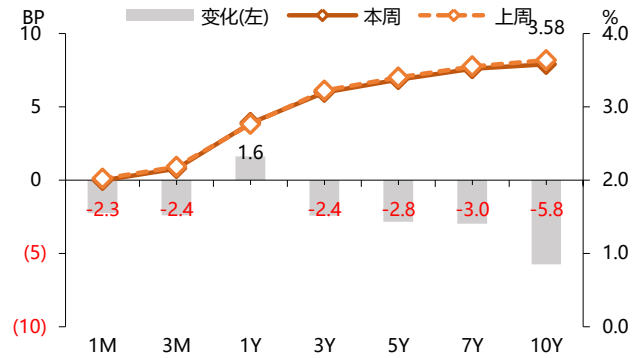
国债品种多数期限适度下行，尤其是5年以上中长期品种近期持续下行为主，本周证金债表现稍好于国债品种。市场表现情况，国债10年和1Y期限利差在59BP，国开债10Y与1Y利差在80BP。最终，10Y国债下行3.8BP，10Y国开债下行5.8BP，10Y期限国开债和国债利差维持在38BP。

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, 主要期限品种适度下行为主, 其中1年期限品种适度下行0-5BP; 3年中票下行4-6BP; 3年企业债下行0-1.5BP, 5年企业债下行6BP, 7年企业债上下1BP左右幅度震荡; 城投债品种适度调整, 3Y品种下行6-7BP, 5年城投债AA+评级下行约6BP, AAA评级下行约3BP, 略弱于同期限AA+品种, 7年品种上行2-3BP。具体来看收益率分位数, 1Y品种收益率分位数在23-28%以内; 3Y品种收益率分位数在20-30%区间。5Y及7Y等中长期品种处于7-25%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	3.05	3.21	3.59	5.77	CP	0.45	0.60	0.98	3.16
MTN3Y	3.58	3.83	4.31	6.48	MTN3Y	0.69	0.94	1.42	3.59
MTN5Y	3.79	4.16	4.65	6.82	MTN5Y	0.78	1.15	1.64	3.81
企业债 3Y	3.56	3.78	4.28	6.48	企业债 3Y	0.67	0.89	1.39	3.59
企业债 5Y	3.74	4.00	4.50	6.70	企业债 5Y	0.73	0.99	1.49	3.69
企业债 7Y	3.89	4.17	4.67	6.87	企业债 7Y	0.71	0.99	1.49	3.69
城投债 3Y	3.60	3.76	3.97	6.47	城投债 3Y	0.71	0.87	1.09	3.59
城投债 5Y	3.86	4.14	4.59	7.26	城投债 5Y	0.85	1.13	1.58	4.25
城投债 7Y	4.07	4.42	4.89	7.58	城投债 7Y	0.89	1.24	1.71	4.40

周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-0.9	-4.9	-6.9	-5.9	CP	2.3	-1.7	-3.7	-2.7
MTN3Y	-5.7	-4.7	-4.7	-4.7	MTN3Y	-2.3	-1.3	-1.3	-1.3
MTN5Y	-2.9	-0.9	-0.9	-0.9	MTN5Y	1.5	3.5	3.5	3.5
企业债 3Y	-1.3	-1.3	0.7	0.7	企业债 3Y	2.1	2.1	4.1	4.1
企业债 5Y	-6.0	-6.0	-4.0	-4.0	企业债 5Y	-1.6	-1.6	0.4	0.4
企业债 7Y	-0.8	1.2	3.2	3.2	企业债 7Y	2.0	4.0	6.0	6.0
城投债 3Y	-6.3	-6.3	-5.3	-1.3	城投债 3Y	-2.9	-2.9	-1.9	2.1
城投债 5Y	-2.9	-5.9	-0.9	1.1	城投债 5Y	1.5	-1.5	3.5	5.5
城投债 7Y	2.5	2.5	3.5	3.5	城投债 7Y	5.3	5.3	6.3	6.3

收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	23%	28%	28%	28%	CP	23%	28%	28%	28%
MTN3Y	20%	25%	25%	25%	MTN3Y	20%	25%	25%	25%
MTN5Y	20%	25%	25%	25%	MTN5Y	20%	25%	25%	25%
企业债 3Y	20%	25%	25%	25%	企业债 3Y	20%	25%	25%	25%
企业债 5Y	20%	25%	25%	25%	企业债 5Y	20%	25%	25%	25%
企业债 7Y	20%	25%	25%	25%	企业债 7Y	20%	25%	25%	25%
城投债 3Y	20%	25%	25%	25%	城投债 3Y	20%	25%	25%	25%
城投债 5Y	20%	25%	25%	25%	城投债 5Y	20%	25%	25%	25%
城投债 7Y	20%	25%	25%	25%	城投债 7Y	20%	25%	25%	25%

CP	28%	24%	33%	65%	CP	0%	0%	11%	71%
MTN3Y	28%	27%	33%	68%	MTN3Y	11%	14%	23%	81%
MTN5Y	18%	21%	24%	62%	MTN5Y	10%	15%	19%	70%
企业债 3Y	28%	23%	32%	67%	企业债 3Y	12%	11%	20%	77%
企业债 5Y	18%	13%	16%	51%	企业债 5Y	7%	4%	6%	60%
企业债 7Y	13%	7%	9%	40%	企业债 7Y	4%	3%	4%	45%
城投债 3Y	22%	21%	19%	71%	城投债 3Y	8%	14%	14%	80%
城投债 5Y	16%	20%	24%	80%	城投债 5Y	12%	19%	29%	91%
城投债 7Y	15%	19%	22%	76%	城投债 7Y	10%	21%	25%	86%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

## 4、可转债

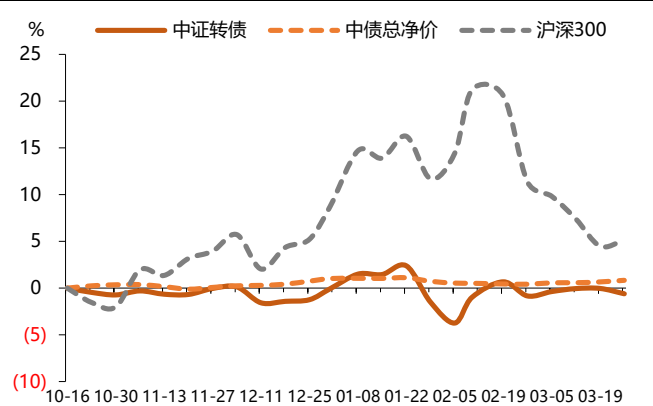
权益市场各板块微升反弹，创业板反弹幅度相对略高，成交量涨跌互现，深证成指、创业板指和中证 1000 指数成交量上行。市场表现，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为+0.4%、+2.8%、+0.5%和+0.6%。转债市场本周略跌，中证转债指数下跌 0.6%。

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	0.4	-1.4	15.6	15.6	↓ 3289	3431.9
深证成指	1.2	-2.1	30.0	29.8	↑ 4222	4200.0
创业板指	2.8	-3.1	59.5	58.8	↑ 1446	1381.1
上证50	0.5	-3.3	13.5	13.5	↓ 668	771.3
沪深300	0.6	-2.7	15.5	15.4	↓ 2604	2888.6
中证500	0.7	-0.3	26.8	26.6	↓ 1361	1427.9
中证1000	0.8	0.5	39.8	40.3	↑ 1353	1310.0

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平均价上涨 3.43%。PTA 产业链负荷率环比上周提升 6.08%。Myspic 综合全国钢铁价格指数上行 1.72%，各类钢材价格涨幅均有所扩大。主要品种中，螺纹钢、热卷、高线价格本周分别上涨 1.18%、2.50%、1.19%；库存方面，各品种环比降幅显著：螺纹钢、热卷、线材库存分别减少 4.02%、4.71%、6.63%。

**地产：**30 大中城市商品房平均成交面积环比增长约 13.59%。拿地方面，100 大中城市土地

成交面积环比下降 60.42%。

**进出口:**波罗的海干散货指数较上周上行 5.6%;中国进口干散货运价指数周度增幅在 4.84%。上海出口集装箱指数(SCFI)及中国出口集装箱运价指数(CCFI)延续下行,环比分别下降 0.51% 和 2.33%,前者降幅明显收窄,后者略有走扩。

**通胀:**食品价格方面,从猪价来看,本周农业部公布的全国平均批发价下降至 36.33 元/公斤左右,环比较上周末下降 2.60%。农产品和菜篮子批发价格 200 指数环比下行幅度有所收窄,分别降 0.8%和 0.9%,月度环比降幅分别扩大至 7.01%、7.92%。工业品价格方面,长江有色市场现货价格铜、铝、铅、锌价分别变化-1.02%、-1.8%、1.46%、0.14%;海外价格来看,LME 铜、铝、铅、锌较上周环比变化分别为-0.74%、1.42%、0.86%、0.46%。

**消费:**乘联会最新数据显示,乘联会最新数据显示,3 月第三周的日均零售在 4.6 万辆左右,环比 1 月表现偏弱,较 2019 年同期水平增约 5%。批发方面,3 月第三周主要厂商批发销量达到日均 4.67 万辆,较 2019 年 3 月同期下降 8%,整体表现持续强于零售端。

**海外:**布伦特原油周度平均价格环比上周跌 5.03%至 63.27 美元/桶;WTI 原油周度均价下跌 5.12%至 60.01 美元/桶。

**下周关注:**3 月官方制造业 PMI、美国 ADP 就业数据、美国非农就业数据。

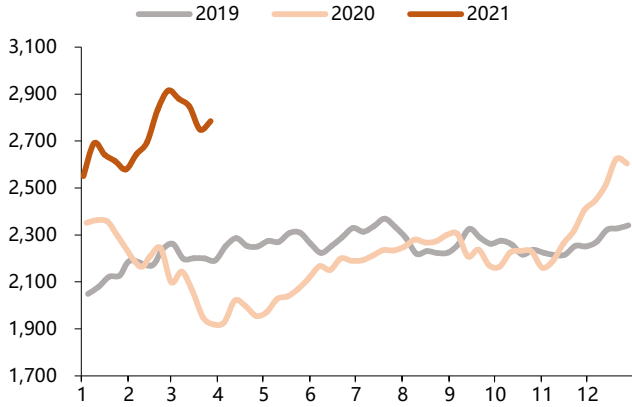
## 2、下周债市判断

**利率债:**央行货币政策委员会一季度例会指出,稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,把握好政策时度效,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。从表述看整体政策仍以稳为主,删除不急转弯,市场多空解读都有,4 月将再次进入缴税大月,同时债券供给预计将较一季度有一定增加,关注央行公开市场操作情况。基本面恢复情况仍需进一步数据观察,1-2 月全国规模以上工业企业实现利润总额 11140.1 亿元,同比增长 1.79 倍,比 2019 年 1-2 月份增长 72.1%,两年平均增长 31.2%,一定程度体现了需求恢复仍在平稳过程中,后续更多关注数据环比情况。市场方面,近期海外债市持续调整,国内债市相对免疫,且叠加前期利空出尽和部分金融机构年初配置需求显现,中长端利率持续小幅下行,但随着利差持续快速压缩,后期市场可能进入震荡阶段。

**信用债:**周末,持续关注边际资质主体信用风险和流动性风险。

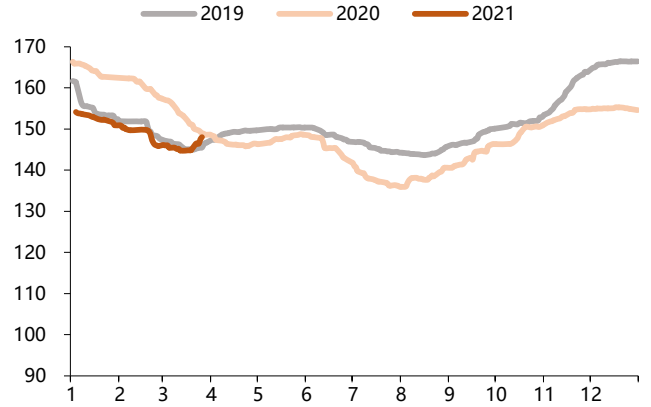
**可转债:**A 股市场本周适度修复回调,成交量涨跌互现,转债表现略弱,但幅度仍在正常波动中,超跌的高平价券配置性价比提高,高估值转债近期可能仍有一定回调压力。

图表. 南华工业品指数出现回调



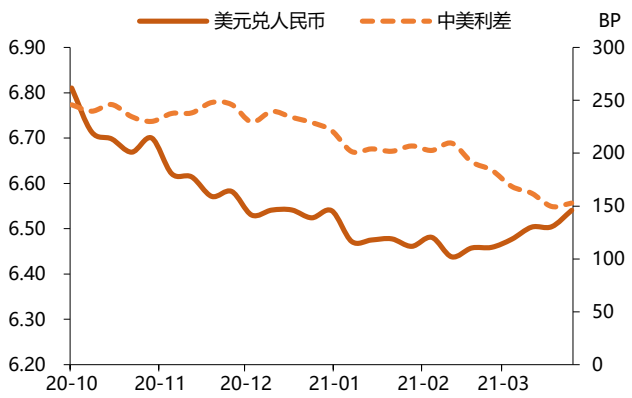
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格出现回调



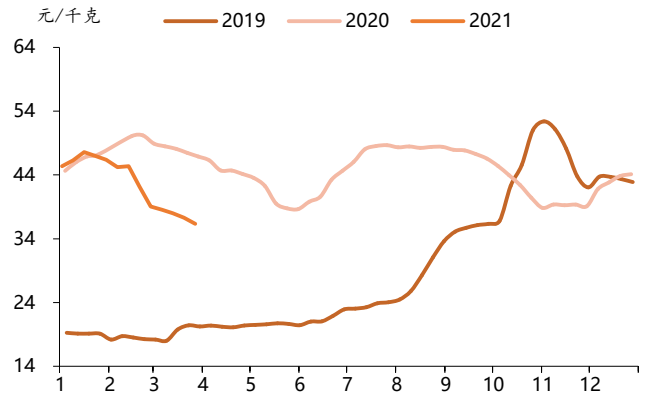
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 人民币汇率持续回升



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 猪肉价格持续回落



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。