

富荣基金固定收益周报

——关注后续经济政策推出的节奏和力度

2020年4月30日

一、本周关注：经济政策推出节奏和力度

4月底，用于稳投资、补短板的第三批1万亿元地方政府专项债券额度已经下达至部分省市。近期政治局会议也指出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，积极的财政政策要更加积极有为。后续财政政策主要通过如下几个方面显现：1) 财政赤字，2020年预计将持续加强减税降费和稳就业政策，降低实体企业负担，稳就业稳经济等政策仍将持续推进。2) 地方财政，本周第三批地方政府专项债额度已经下达，对基建的制成作用将逐步显现，此次地方专项债在规模、可作资本金的比例和范围方面有所扩大，发行节奏有所提前。3) 政策性金融，针对小微企业、基建等特定领域的信贷支持有望持续加强，政策性金融在稳增长、逆周期调节等政策上将有更多体现。4) 特别国债，近期政治局会议提出“发行抗疫特别国债”，预计将在5-6月份落地，与地方专项债、央行货币政策配合实施，对冲基本面下行压力，保持经济平稳发展。

开年以来专项债共发行11522亿，去年同期7297亿。其中疫情后的3-4月受额度限制共发行专项债2024亿元，较1-2月占比边际上升的领域主要有医院建设项目（包含医疗设备采购）、水务水利项目、物流建设、生态环保等。从前四个月专项债投向总占比来看，主要项目依次为交通运输（铁路、轨交、收费公路）、医院学校建设、传统产业园区、生态环保、市政建设、新基建等。其中投向基建比例为69%（含新基建的6%，不含医院），大幅度超过去年全年的24%；基建项目中传统基建依然是一个绝对大头，“传统基建+新基建”是当前基建特征。老旧小区改造新纳入专项债使用范围。5月将迎来发行高峰。参照去年进度全年专项债额度可能会达4万亿左右。

对债市而言，基本面恢复仍需时间和数据验证，考虑到货币政策和财政政策的配合，短期的供给加码可能会对利率收益率表现产生一定扰动，但是中长期看对后续经济政策推出的力度和节奏可能是债市更重要的影响因素，并会对利率曲线形态可能产生一定影响。后续关注将于两会期间进一步确定的关键政策领域及财政空间的扩张幅度。

农业：鸡蛋、水果、水产品等价格略有回暖，但猪牛羊肉及蔬菜等价格继续回落，4月食品项环比或继续下行。后续，猪肉消费或将逐步步入正常轨道，叠加假期因素，且经过近期大量抛售以及各国减少猪肉出口，5月开始猪肉供需缺口或将略有走扩，猪价目前仍延续小幅下行，环比下行幅度维持在1%。

工业：钢价小幅回落，电厂耗煤量继续回升。国内建筑工程复工进一步加快，但国内钢企复工基本完成，钢铁生产稳中有升。海外需求目前仍相对疲软，钢价短期内明显反弹仍有一定压力。考虑到海外疫情扩散背景下外需减弱的影响在二季度还有进一步显现，出口可能持续承压，国内工业生产仍然承压，短期看海外订单减少对国内生产回复的影响或仍将持续，工业增

加值大幅走高仍存一定阻力。

建筑和地产：水泥价格降幅收窄，地方债和基建信托发行持续回升，建筑工程复工率进一步提高，未来基建投资增速或继续回升。地产方面，本周拿地有所回落，地产信托发行量略有回升。

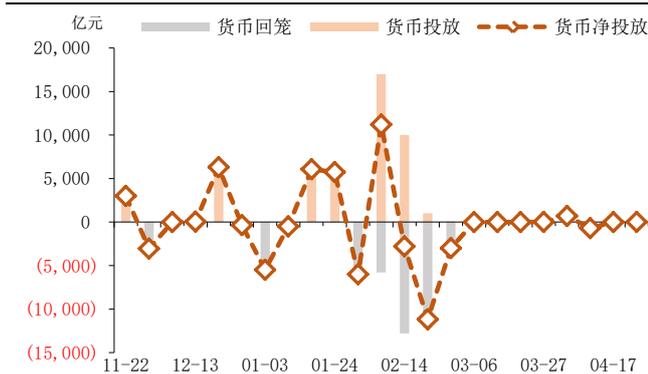
消费和其他第三产业：4月第三周汽车消费增速略有回落，国际油价再度大幅下跌。尽管政府拟出台汽车刺激政策，但短期看需求回升速度相对平稳，政策效果显现仍需时间。石油制品类相关消费方面，近期油价持续大幅下跌低位震荡，国内原油制品类相关消费继续回落。

二、上周市场回顾

1、资金面

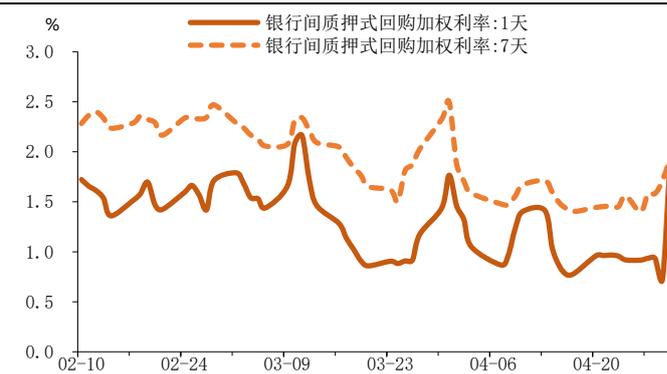
本周央行无公开市场操作，净投放0亿。受到跨月跨节影响，资金临近周末稍有扰动，但整体相对平稳，流动性保持合理充裕，周五资金利率价格适度抬升隔夜和7天调整至1.85%和1.91%左右的位置。下周公开市场无到期。

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

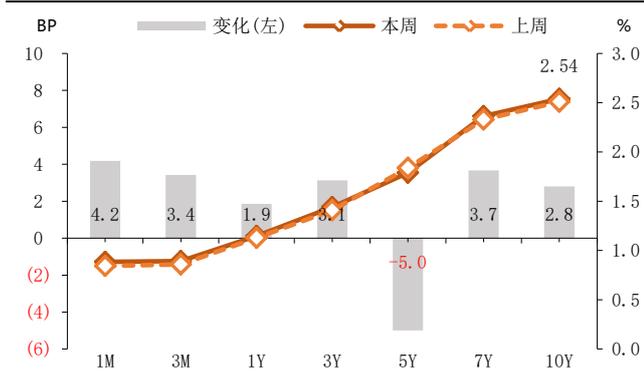


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

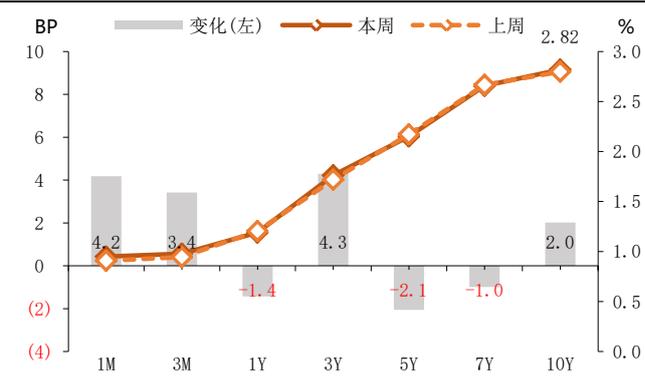
本周债市进入调整状态，考虑到二季度经济基本面较一季度进入持续恢复阶段，且预计五月底还将召开两会，市场预期后续还会有更多的支持经济复苏的政策出台，利率债品种本周整体走势以适度调整为主。财政政策方面第三批专项债已下达，目前并没有超出预期，前期市场对节前是否降息存在一定猜测，尽管央行并未在五一节前有操作，但二季度货币政策持续平稳宽松仍是大概率事件，二季度仍存在一定降准降息预期。资金面预计持续相对平稳，成为债市最有利的支撑因素之一。全周10Y国债和国开分别上行2.8个和2个BP，收益率曲线整体与上周变化不大，但本周五年期限表现突出，尤其国债品种。

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

信用债到期收益率方面, 本周中短期票据和城投债收益率适度回调, 1Y 内品种较上周适度下行, 但下行幅度较前期有所萎缩。中票、企业债和城投债 AAA 品种小幅上行, 一定程度上是受到本周资金扰动影响, AA+ 及以下品种相对调整幅度基本不大, 但值得关注的是 7 年企业债和 5 年城投债本周较其他品种调整幅度略明显。具体来看, 本周中短期票据, 1Y 期到期收益率下行 2-5BP, 3-5Y 高等级调整幅度在 -2~3BP, 中低等级下行 0-1BP。城投债 3Y 期下行 0-3BP, 5Y 期上行 0-3BP, 10Y 期下行 1-2BP。信用利差方面, 上周中短期票据 1Y 期和城投债 3Y 期的信用利差维持小幅下行, 5 年和 7 年品种信用利差较上周小幅上行。具体地, 1Y 期中短期票据信用利差维持在 60-90BP, 3Y 期城投债维持在 90-120BP。

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	1.76	1.97	2.37	4.54	CP	0.62	0.83	1.23	3.40
MTN3Y	2.34	2.58	3.03	5.20	MTN3Y	0.90	1.14	1.59	3.76
MTN5Y	2.90	3.24	3.69	5.86	MTN5Y	1.11	1.45	1.90	4.07
企业债3Y	2.33	2.58	3.03	5.20	企业债3Y	0.89	1.14	1.59	3.76
企业债5Y	2.90	3.24	3.69	5.86	企业债5Y	1.12	1.46	1.91	4.08
企业债7Y	3.46	3.81	4.26	6.43	企业债7Y	1.10	1.45	1.90	4.07
城投债3Y	2.38	2.55	2.84	5.10	城投债3Y	0.94	1.11	1.40	3.66
城投债5Y	2.99	3.16	3.48	5.84	城投债5Y	1.20	1.37	1.69	4.05
城投债7Y	3.50	3.67	4.01	6.42	城投债7Y	1.14	1.31	1.65	4.06
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-2.5	-5.5	-3.5	-3.5	CP	-4.3	-7.3	-5.3	-5.3
MTN3Y	1.3	-1.7	-0.7	-0.7	MTN3Y	-1.8	-4.8	-3.8	-3.8
MTN5Y	2.0	3.0	-0.0	-0.0	MTN5Y	7.0	8.0	5.0	5.0
企业债3Y	1.3	-1.7	-0.7	-0.7	企业债3Y	-1.8	-4.8	-3.8	-3.8
企业债5Y	2.0	3.0	-0.0	-0.0	企业债5Y	7.0	8.0	5.0	5.0
企业债7Y	4.7	5.6	2.7	2.6	企业债7Y	1.0	2.0	-1.0	-1.0
城投债3Y	0.3	-2.7	-3.7	-2.7	城投债3Y	-2.8	-5.8	-6.8	-5.8
城投债5Y	0.1	1.1	3.1	0.1	城投债5Y	5.1	6.1	8.1	5.1
城投债7Y	-2.1	-1.1	-1.1	-1.1	城投债7Y	-5.7	-4.7	-4.7	-4.7
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	4%	1%	3%	20%	CP	9%	10%	21%	86%
MTN3Y	0%	0%	0%	17%	MTN3Y	24%	23%	28%	92%
MTN5Y	0%	0%	1%	18%	MTN5Y	36%	34%	31%	94%
企业债3Y	0%	0%	0%	15%	企业债3Y	26%	23%	26%	88%
企业债5Y	0%	0%	1%	15%	企业债5Y	38%	32%	28%	92%
企业债7Y	4%	3%	3%	18%	企业债7Y	34%	22%	19%	81%
城投债3Y	0%	0%	0%	18%	城投债3Y	22%	23%	26%	83%
城投债5Y	0%	0%	2%	21%	城投债5Y	31%	28%	28%	85%
城投债7Y	3%	3%	3%	23%	城投债7Y	23%	17%	14%	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

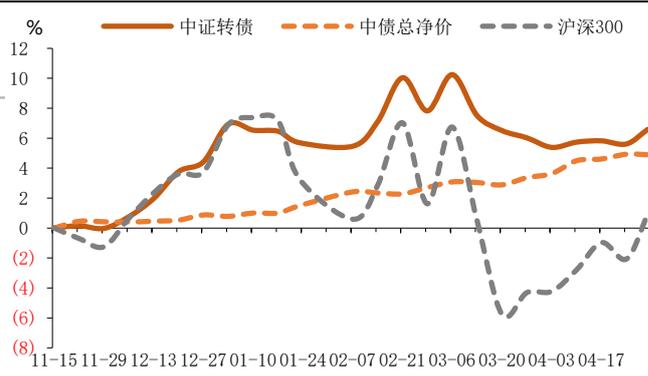
本周，受数据和政策回暖影响，A股底部回暖。4月PMI数据公布，制造业和非制造业PMI均位于荣枯线上方，整体生产经营活动持续改善。周一《创业板改革并试点注册制总体实施方案》通过，表明创业板注册制改革正式启动；周三，人大常委会会议决定全国人大会议将于5月22日正式召开。周四，证监会和发改委联合发布基建领域REITs试点相关文件，聚焦新老基建多个领域，后续基建投资有望加速。风格上市场核心指数集体回升，上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为1.8%、3.3%、3.1%和3.0%。转债市场相对平稳受权益情绪带动，小幅上行。本周中证转债指数微涨0.9%。

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	1.8	-1.1	13.0	12.0	↓ 2480	2503.4
深证成指	2.9	-1.0	28.0	25.2	↓ 3655	4011.0
创业板指	3.3	-0.8	58.0	53.2	↓ 1200	1343.4
上证50	3.1	-1.2	9.4	8.8	↓ 443	443.6
沪深300	3.0	-1.1	12.1	11.3	↑ 1644	1545.4
中证500	1.5	-0.8	31.0	26.4	↓ 1236	1379.7
中证1000	0.0	-0.6	54.4	40.9	↓ 1543	1741.1

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: 4 月份主要电厂日耗煤量基本维持震荡, 4 月中旬有所上涨但未能突破 3 月下旬的高位, 目前五大电厂日耗煤量 45.6 万吨, 相当于去年同期的 90%, 也基本接近历史上 4-5 月摆动区间的中枢位置。电厂煤炭库存和库存可用天数均较月初有所下降, 近一周电厂煤炭库存降速收窄, 目前库存水平接近 2019 年 10 月中旬。1-3 月风电设备累计新增 236 万千瓦, 同比下跌 50.6%, 相对 2 月份(-29.8%) 进一步增大, 3 月单月新增量环比增加 38%, 环比增幅同去年 3 月(+139%) 仍有较大差距。5 月仍需关注库存变化和价格波动。

地产: 3 月主要建筑企业经营数据出炉, 3 月合计新签订单 4155 亿元, 单月同比增长 7.17%, 新签规模和同比增速均已回到以往数量级 (2 月同比下降 33%), 同比增速也超过去年 3 月。考虑到复产复工的稳步推进, 二季度施工进度可能会有所提速。建材钢铁价格来看, 水泥平均价格指数下行幅度明显减缓, 本周有微弱上浮。钢铁方面, 近两周螺纹钢期货及现货价格维持窄幅波动, 主要品种钢材库存进一步下降, 中板库存下降速度相对更快, 而其他品种库存的同比增速仍继续上升。

消费: 国内汽车销量加速回升, 最新一周厂商日均乘用车零售量达到 4.88 万辆, 同比增速由负转正, 同比增长 12.3%。海外主要市场 (欧洲、美国、巴西) 受疫情扩散影响, 三月汽车销量 124.7 万辆, 同比大幅下滑 48% (上个月仅同比下滑 5%)。新能源汽车层面, 3 月动力电池装机量 2.76 亿瓦时, 纯电动车销量 4 万辆, 环比增长较多, 但距离去年同期仍有较大距离。总体看, 在刺激政策推动下, 国内汽车消费呈现一定恢复。

通胀: 工业品方面, 国内铝价出现一定反弹, 河南地区电解铝库存持续领先全国库存下降, 河南地区以及全国的电解铝库存均已经回到略低于去年同期的水平。国内铜价格反弹, 基差快速回升至高位, 达到 2019 年 9 月水平。化纤产业链价格跟随原油出现一定反弹, 其中锦纶丝价格韧性更强, 橡胶及树脂板块受原油影响, 虽然反弹力度有差异, 但普遍没有继续创新低。农产品方面, 仔猪价格转跌, 市场补栏热情有所下降, 鸡肉及鸭肉价格也出现下行。苹果价格大涨, 主要由于北方气温较低引发水果冻害。蔬菜价格持续下行, 但水果价格环比小幅上行。

海外: 美联储议息会议维持当前联邦基金利率不变, 受疫情影响, 一季度海外经济收缩已在预期之中, 市场预期考虑到疫情防控隔离措施对经济活动的抑制作用, 二季度海外经济数据

仍面临一定下降压力，海外经济全面恢复预计将在二季度下旬或下半年显现。市场方面，考虑到3-4月份美元流动性的大规模注入，美元有可能走弱，美国主要股指小幅上涨，截止5月数据纳斯达克周涨1.2%，美债收益率上行4个BP。

下周关注：疫情政治化的发酵；海外复工进展；利率债大额供给。

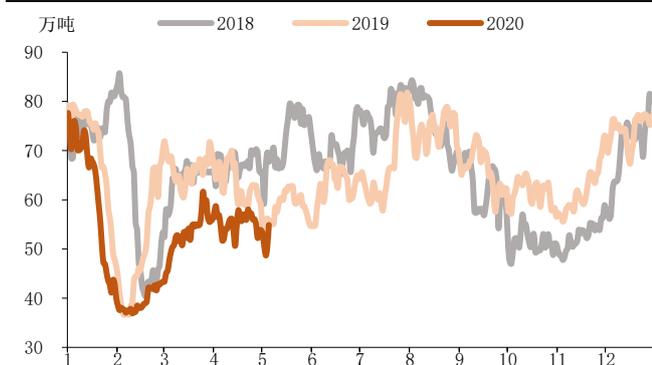
2、下周债市判断

利率债：进入5月经济有望逐步正常化而非V型反弹，海外主要国家将陆续放松经济管制，国内复工效果有望进一步验证，但疫情峰值过去后，政治化带来的讨论和对国际关系的冲击刚刚开始；两会月底开会带来风险偏好的博弈，但与往年不同是本次的政策牌预期已较为明确；货币政策大概率仍将维持宽松但边际的节奏市场已出现分歧，利率的单月供给压力则较大，投资者也需要逐渐平衡负债端和较低资产端的关系。多重因素交织下，我们预计5月债市继续震荡但仍未到拐点。期限利差处于历史高位，从概率上看，短端维持在相对低位的确定性更高，若经济复苏遭受更为明显的外部压力，小幅牛平仍具有可能性。

信用债：4月信用债品种利率持续下行，目前高等级信用品种收益率处于历史分位数5%以内，信用利差基本处于40%以内，尤其是城投债和3年企业债，与同期限利率品种信用利差维持在30%以内。考虑到基本面恢复的节奏和力度仍需要时间验证，目前信用利差虽仍有一定压缩空间，但是绝对收益率已处于历史较低水平，组合仍要强调灵活性。继续建议保持债券组合的哑铃型形态，高杠杆，中性久期并适度参与波段。

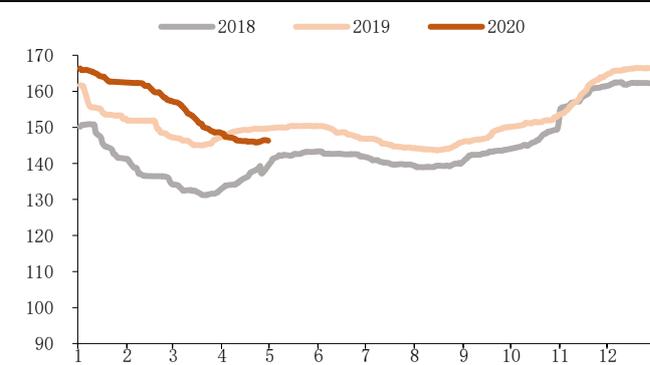
可转债：受两会情绪影响，市场可能将进入一轮短期反弹，本周主板和创业板均出现一定复苏迹象，市场对于政策预期还将持续升温。一季度受疫情影响，业绩压力可能压制指数表现，但转债正股一季度净利润总和同比增速要好于A股整体，剔除金融类品种，转债样本一季度净利润同比表现仍略好于A股整体，分行业而言，军工、传媒、食品饮料、农牧、轻工、交运、电气设备、化工板块相对更好，其正股的业绩增速均位于行业前50%。权益市场仍在筑底，其面临的不确定性恰与债市相反，估值构成支撑但企业盈利和基本面仍存变数，建议继续坚守内需和成长板块并保持一定耐心。

图表.发电耗煤持续恢复



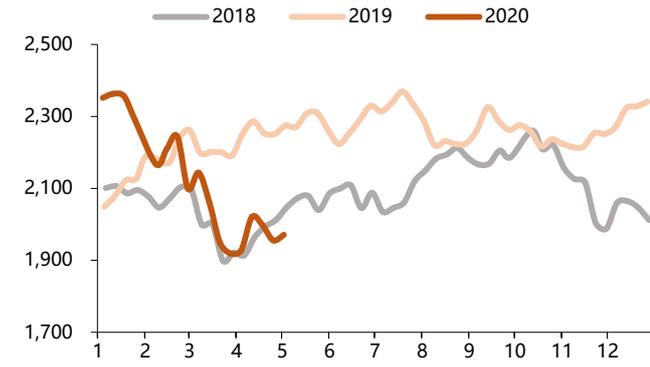
资料来源：万得，富荣基金

图表.水泥价格表现平稳



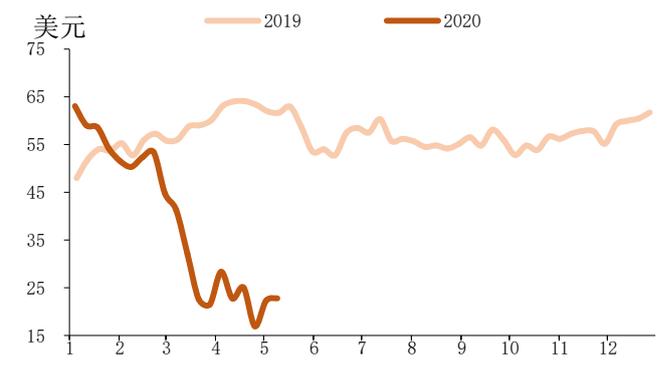
资料来源：万得，富荣基金

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. 原油价格低位震荡小幅反弹



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。