

富荣基金固定收益周报

——经济恢复呈现韧性，关注两会政策信号

2020年5月17日

一、本周关注：

本周公布了通胀、工业增加值和固定资产投资等数据，尽管考虑到海外市场的恢复不确定性，经济的全面反弹可能仍需时间，中长期经济修复情况存在一定反复，但是阶段性地看，近期公布的经济数据仍一定程度显示了经济恢复的韧性较强：

- 1) 工业增加值略超预期，4月工业增加值当月同比为3.9%，3月为-1.1%。分行业看，采矿业当月同比为0.3%、制造业当月同比为5%、电热气水当月同比为0.2%。分所有制看，国有及国有控股企业当月同比为0.5%，外企当月同比为3.9%，私企当月同比为7%，4月私企生产情况好于国企及外企。分地区看，4月东部地区同比为5.3%，中部地区同比为4.5%，西部地区同比为5.1%，东北地区同比为2.8%。机电产品出口的超预期带动了工业增加值的回升、制造业投资的回升。从工业增加值回升的幅度看，4月增加值同比改善了5个百分点，电子、电气、通用设备、专用设备四大行业贡献了其中的1.8个百分点。4月制造业投资尽管整体偏弱，但电子设备制造业投资增速高达24.8%，表现较好。
- 2) 基建和地产持续受到市场关注，4月基建回升力度较大，从3月单月同比-8%回升至4月的接近5%，月度回升幅度达到13%。与基建相关的行业比如黑色冶炼加工、化工、有色等行业，4月增加值同比回升力度不大，比如黑色，4月同比为4.6%，仅略高于3月的4.1%，体现了库存压力仍存。4月固定资产投资同比增速为0.8%，1-4月累计同比为-10.3%，前值为-16.1%。其中，4月当月房地产开发投资完成额同比增速为7%，1-4月地产开发投资同比增速为-3.3%，前值为-7.7%；4月当月制造业投资同比增速为-6.7%，1-4月累计同比为-18.8%，前值为-25.2%。4月当月基建投资（宽口径）同比增速为4.8%，1-4月累计同比为-8.8%，前值为-16.3%。
- 3) 制造业投资持续恢复，电子设备制造业投资大幅好于前值。4月制造业投资当月同比为-6.7%，3月当月为-20.6%。其中电子设备制造业投资4月单月同比为24.8%，大幅好于前值-11.6%。对于制造业投资，4月表现比较好的主要是电子和医药行业，其他西分行业仍然面临负增长压力，整体制造业投资仍是逐步恢复为主，后续需要关注出口和汽车的表现。
- 4) 通胀基本符合预期，农产品价格下行明显，通胀持续会落为货币政策提供了更有利的释放空间。4月CPI同比3.3%，较上月回落1个百分点；PPI同比-3.1%，回落1.6个百分点。CPI食品同比14.8%，回落3.5个百分点。鲜菜、猪肉价格降幅较大。4月商务部5次投放中央储备冻猪肉“稳价保供”，能繁母猪存栏已连续6个月回升，抑制猪

肉涨价预期；蔬菜价格季节性下行。CPI 非食品同比 0.4%，回落 0.3 个百分点。受国际油价下跌影响，交通工具用燃料与水电燃料价格继续回落。近两月 CPI 和 PPI 下行幅度均小幅略超市场预期，显示疫情尾部阶段总需求的恢复要略慢于总供给的恢复。货币政策对通胀的压力减弱，更多聚焦于托经济稳增长保就业等方面。

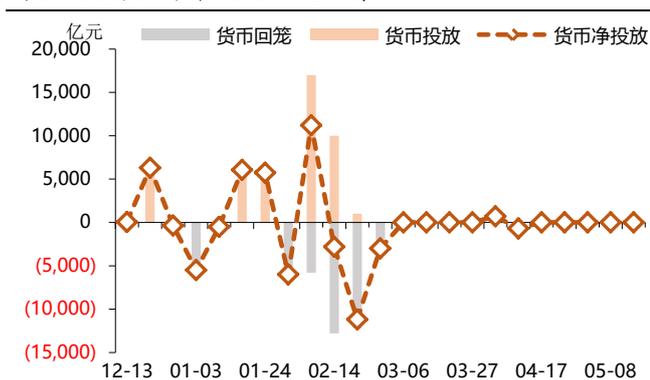
- 5) 社融数据持续增长，基建中长期贷款增速创今年新高。央行公布 4 月社融大增 3.1 万亿（同比多增 1.4 万亿），其中新增人民币贷款 1.6 万亿，同比多增 0.8 万亿；新增企业债券融资 9015 亿，同比多增 5066 亿；新增政府债券融资 3357 亿，同比少增 1076 亿，信贷、企业债券为社融大增主要来源。此外，非标融资、外币贷款分别新增 21/910 亿，同比多增 1446/1240 亿亦有明显改善；社融存量增速 12.0% 提升 0.5 个 pct，创 2019 年 9 月以来新高，逆周期调节显著发力。从分项看，央行表示投向制造业、基础设施业、服务业等关键领域的中长期贷款增速均创近期新高，其中基础设施业中长期贷款余额同比增长 11.2%，创 2018 年 5 月以来新高；投向基建领域新增专项债 1-4 月同比多发行 4270 亿，4 月同比多发行 56 亿，2020 年已发行提前批新增专项债不仅发行规模显著提升，且投向基建比例由此前 25% 大幅提升至 66%，有望成为基建增长重要动力之一。同时关注后续特别国债资金主要用途，基建投资未来 1-2 个季度内恐将延续增长态势。

二、上周市场回顾

1、资金面

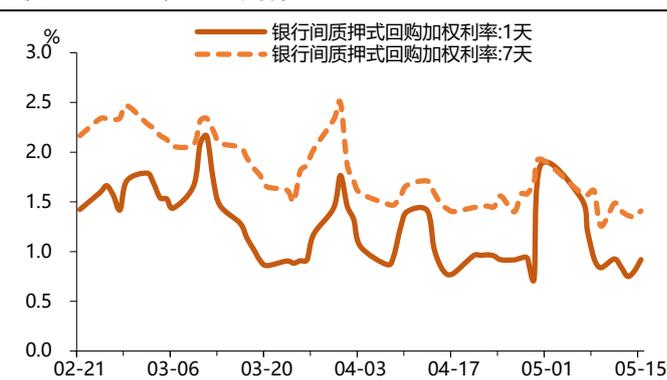
本周央行无公开市场操作，MLF 到期 2000 亿，新增投放 1000 亿，全周净回笼 1000 亿。本周利率中枢适度下行，整体表现较为平稳，流动性持续保持合理充裕，周五资金利率价格部分受到 MLF 缩量平价操作影响，对后续资金预期形成一定扰动，隔夜和 7 天较周中小幅上行至 0.92% 和 1.41%，下周公开市场无到期。

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



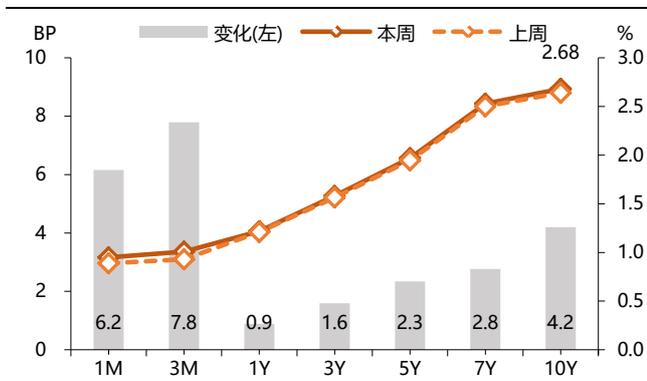
资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

本周债市利率债调整主要集中在 1Y 内品种，国开债期限利差小幅收窄。本周公布的通胀数据基本符合预期，根据国家统计局数据显示，4 月 CPI 同比升 3.3%，预期 3.75%，前值 4.3%；4 月 PPI 同比下降 3.1%，预期降 2.6%，前值降 1.5%，环比下降 1.3%。今年 1 月 CPI 数据创下阶段新高，后持续三联降，4 月 CPI 重回“3%”，因通胀压力逐步释放，市场对后续央行货币

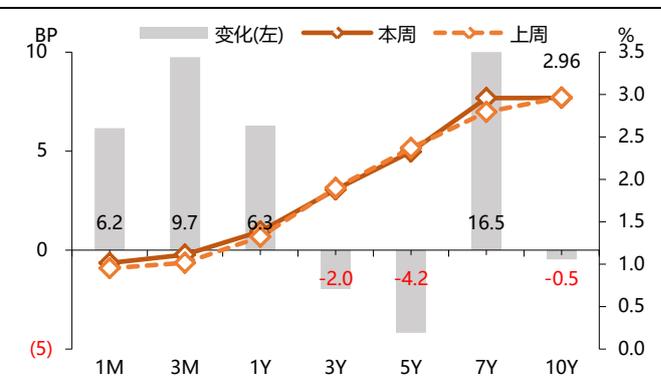
政策宽松可持续性产生预期。本周 15 日，央行进行 MLF 操作，期限为 1 年，中标利率为 2.95%，与前值保持一致，尽管 MLF 缩量平价操作，但是考虑到 15 日仍有 2000 亿定将降准落地，释放长期流动性，同时从央行和统计局的数据解读看，中期经济增长仍面临一定压力。最终，本周 10Y 国债上行 4.2BP，10Y 国开下行 0.5BP，期限利差适度收窄，主要受制于短端适度上行。

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，市场整体情绪依旧较弱，各期限各类信用品种本周持续回调，其中 5Y 及以上期限品种调整幅更加明显，1Y 品种主要得益于本周资金相对平稳，调整幅度较小。具体来看，本周中短期票据，1Y 期到期收益率上行 1-2BP，3Y 品种城投债调整幅度在 4-10BP，AA+ 上行更加明显；周变化比较，3Y 中票和企业债上行 4-6BP，略好于同信用评级城投债。5Y 及以上品种，本周上行相对明显，市场对后续经济反弹预期较为一致，5Y 及以上品种全周调整幅度较上周走阔 10BP 左右。信用利差方面，上周中短期票据 1Y 期限品种受流动性持续平稳影响，信用利差较上周变化较小，基本在 1BP 左右。3Y 期限品种信用利差上行 2-5BP 左右，息差周度变化看，5Y 及以上期限品种周度息差变化更加明显。

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	1.87	2.03	2.42	4.64	CP	0.65	0.81	1.20	3.42
MTN3Y	2.56	2.77	3.20	5.38	MTN3Y	0.98	1.19	1.62	3.80
MTN5Y	3.14	3.49	3.93	6.11	MTN5Y	1.17	1.52	1.96	4.14
企业债3Y	2.55	2.77	3.20	5.38	企业债3Y	0.97	1.19	1.62	3.80
企业债5Y	3.14	3.49	3.93	6.11	企业债5Y	1.17	1.52	1.96	4.14
企业债7Y	3.58	3.95	4.40	6.57	企业债7Y	1.05	1.42	1.87	4.04
城投债3Y	2.60	2.77	3.05	5.27	城投债3Y	1.02	1.19	1.47	3.69
城投债5Y	3.21	3.40	3.68	6.03	城投债5Y	1.24	1.43	1.71	4.06
城投债7Y	3.64	3.83	4.16	6.57	城投债7Y	1.12	1.31	1.64	4.05
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	1.9	0.9	-0.1	1.9	CP	1.0	-0.0	-1.0	1.0
MTN3Y	6.2	5.2	4.2	5.2	MTN3Y	4.6	3.6	2.6	3.6
MTN5Y	10.6	11.6	10.6	11.6	MTN5Y	8.3	9.3	8.3	9.3
企业债3Y	6.2	5.2	4.2	5.2	企业债3Y	4.6	3.6	2.6	3.6
企业债5Y	10.6	11.6	10.6	11.6	企业债5Y	8.2	9.3	8.2	9.3
企业债7Y	8.7	10.7	10.7	10.7	企业债7Y	5.9	7.9	7.9	7.9
城投债3Y	7.3	9.3	7.3	4.3	城投债3Y	5.7	7.7	5.7	2.7
城投债5Y	7.7	11.7	9.7	8.7	城投债5Y	5.4	9.4	7.4	6.4
城投债7Y	9.7	10.7	10.7	10.7	城投债7Y	6.9	7.9	7.9	7.9
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	5%	3%	3%	22%	CP	12%	9%	19%	87%
MTN3Y	0%	0%	1%	20%	MTN3Y	31%	28%	30%	93%
MTN5Y	1%	3%	4%	28%	MTN5Y	42%	37%	37%	95%
企业债3Y	1%	0%	0%	18%	企业债3Y	33%	26%	28%	91%
企业债5Y	1%	2%	4%	23%	企业债5Y	42%	36%	35%	93%
企业债7Y	6%	5%	4%	24%	企业债7Y	28%	20%	18%	79%
城投债3Y	0%	0%	0%	24%	城投债3Y	28%	28%	29%	84%
城投债5Y	2%	4%	4%	28%	城投债5Y	34%	32%	28%	86%
城投债7Y	6%	5%	5%	30%	城投债7Y	21%	17%	14%	77%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

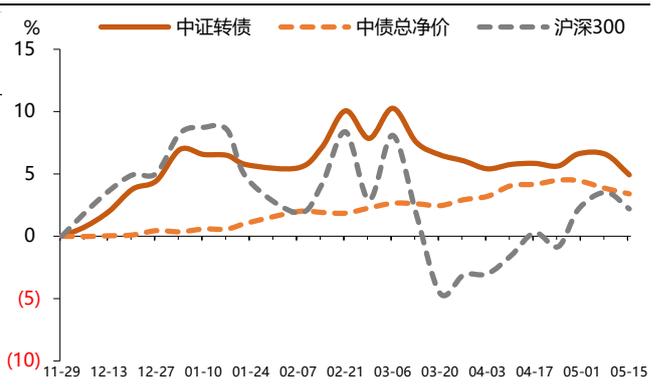
本周，权益市场表现平平，上证指数和沪深300本周微跌，市场成交量较上周小幅萎缩。从结构表现看，仍旧体现出一定涨跌分化，创业板、中证1000等表现相对略好。行业层面，大消费涨幅领先，家电、食品饮料、医药、电子、军工、传媒涨幅居前，农牧、建筑、地产表现落后。市场表现看，本周市场核心指数呈现震荡走势适度下行，成长板块相对更好。上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为-0.9%、0.0%、-1.9%和-1.3%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数较上周下行1.5%，为近两月来最大周降幅。

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	-0.9	1.2	12.9	13.1	↓ 2492	2816.3
深证成指	-0.3	2.6	28.5	28.7	↓ 3825	4071.0
创业板指	0.0	2.7	59.6	59.5	↓ 1259	1343.6
上证50	-1.9	0.4	9.2	9.4	↓ 406	505.5
沪深300	-1.3	1.3	12.1	12.2	↓ 1640	1936.8
中证500	0.0	2.9	31.8	31.8	↓ 1331	1492.1
中证1000	0.5	3.3	56.5	56.1	↓ 1585	1658.9

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, 六大发电集团日均耗煤量继续保持同比正增长, 工业生产已经基本恢复明显。4 月工业增加值同比增速回升至 3.9%, 较 19 年全年低 1.8%, 较 3 月高 5%, 其中汽车制造业、专用/通用设备制造业、橡胶和塑料制品业、金属制品业等升幅均在 10% 以上, 属于近期景气度上升较为明显的行业。

地产: 30 大中城市商品房成交面积恢复至去年同期的 87% (上周为 76%), 其中二线表现较好, 一线尚可, 三线稍弱。土地溢价率继续保持震荡上升势头, 土地成交总价同比已经转正, 地方土地出让收入下滑压力逐渐缓解。

进出口: 出口集装箱运价指数小幅回落, 出口货运景气度回落。进口干散货船运价指数持续回落, 进口货运景气度回落。4 月出口超预期与基数效应、防疫物资出口大增和积压订单释放有关, 但运价指数显示当前出口下行压力仍存, 仍需关注海外复工的进度和疫情反复情况。

通胀: 工业品方面, 螺纹钢产量已经超过 19 年旺季水平, 库存去化速度高于 19 年同期, 下游建筑业需求消耗量持续回升, 施工强度恢复至较高水平, 4 月当月基建投资和房地产建安投资同比增速已经转正。热轧卷板产量有所回升, 库存加速去化, 下游制造业需求虽然仍相对偏弱但也开始加速修复。黑色商品价格多数上涨, 南华螺纹钢、热轧卷板指数环比上涨 0.4%、1.1%, 焦煤、焦炭指数环比上涨 3.2%、1.5%; 有色金属价格多数下跌, 铜、锌环比下跌 0.9%、2.8%, 铝环比上涨 1.5%; 国际油价微跌, 布油价格环比下跌 0.1% 至 30.1 美元/桶; 化工产品价格环比持平同比上涨; 建筑业需求持续恢复, 水泥价格继续上涨。农产品方面, 主要食品价格下跌。农业部猪肉批发价环比大幅下跌 6.5% 至 39.5 元/公斤, 牛羊肉价格分别环比下跌 0.9%、0.3%; 鸡蛋价格下跌 1.9%, 为最近 3 年的低点; 鲜菜价格下跌 0.3%; 鲜果价格下跌 0.7%, 价格同比恐将加速回落。食品价格持续回落, 随着下半年基数快速上升, CPI 同比还将大幅回落。

海外: 周三美国公布通胀数据, 4 月季调后 CPI 环比降 0.8%, 预期降 0.8%, 前值降 0.4%; 核心 CPI 环比降 0.4%, 创历史最大跌幅, 预期降 0.2%, 前值降 0.1%。美国 4 月预算赤字达 7379 亿美元, 创纪录新高。上周数据显示, 美国 5 月 9 日当周初请失业金人数为 298.1 万人, 连续第 6 周下降, 预期为 250 万人, 前值由 316.9 万人修正为 317.6 万人。5 月 2 日当周续请失业金人数为 2283.3 万人, 续刷历史新高。德国 4 月 CPI 终值同比升 0.9%, 预期升 0.8%, 初值升 0.8%。

德国4月批发物价指数同比降3.5%，前值降1.5%。英国央行行长表示，目前不考虑使用负利率，但永远不排除任何可能性总是明智的做法。特朗普本周称，考虑到其他国家实行负利率，美联储也应当采取负利率。但美联储官员表示反对，但当前利率期货市场仍然反映出明年第二季度有出现负利率的可能性。市场方面，美国主要股指普遍收跌，截止5月15日数据纳斯达克周跌1.17%，美债收益率下行5个BP。

下周关注：两会；欧美PMI；中美新动向

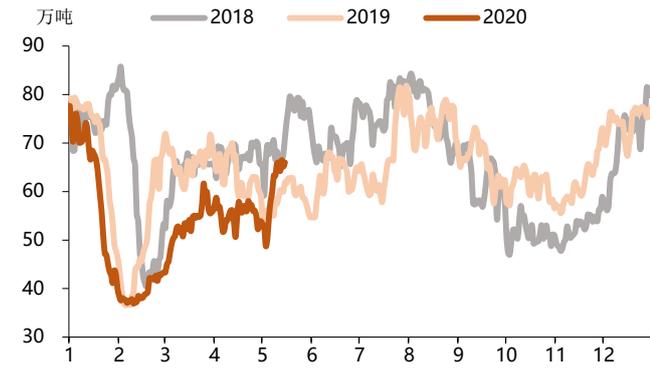
2、下周债市判断

利率债：本周市场较上周震荡调整为主，国债期限利差走阔幅度减小，国开期限利差适度收窄，1Y内品种调整相对更明显，中长端期限主要是宽幅震荡。国内疫情基本进入复苏阶段，近两周的部分经济数据已经明显体现复产复工正在有序加速推进中。与此同时，海外疫情方面进入5月份，欧美国家疫情亦有所缓解，美国和欧洲主要国家都提出渐进性的部分复产复工，重新开放部分公共场所等。但本周，特朗普对中美关系的言论及美国针对华为的新出口管制使得市场对后期经济恢复又产生一定担忧，此外下周将要召开两会，市场交易情绪边际减弱，等待两会释放更明确的政策信号。市场策略方面，本周30年国债、国开债在近期利率大幅调整之后，表现出一定韧性。30Y国债本周五分别成交在3.50%和3.91%。周五尽管央行对MLF采取了缩量平价操作，但是利率品种反而适度修复，体现了市场对后期经济恢复的不确定性仍存在一定担忧。债市后续恐将继续延续震荡走势为主，本周焦点更多集中在临近周末的两会召开情况，尤其是对特别国债和后续财政政策等方面市场关注度较高。组合策略继续建议保持哑铃型和灵活调整的空间，30Y品种考虑到绝对收益情况，关注配置盘参与情况。

信用债：本周信用债表现一般，信用收益率和利差皆以上行为主，信用债收益率绝对水平仍较低，但各期限历史分位数除AA-评级外，AA及以上评级基本均处于10%以下分位数。信用利差，3Y以上期限信用利差适度上行，保持在20%-50%水平。市场策略方面，上周债市如我们预期继续有所利率上行，好在短期利空有所落地收益率也积累了一定安全垫。5月预计外需压力进一步显现，内需还需要关注下游需求更强力的复苏，风险偏好修复也很难一蹴而就，因此有概率出现一定新的下行驱动预期差。保就业需求进一步明确，逆周期调节政策继续，重心偏向财政政策，货币政策仍要做好辅助配合，虽然短期货币政策进入观察期，但退出宽松言之尚早，且政策工具无论是量还是价格上均留有空间。预计债市仍将延续M型走势，短期存在一定的超卖或有小幅下行的空间，中期维度需要边走边看，保持灵活度。

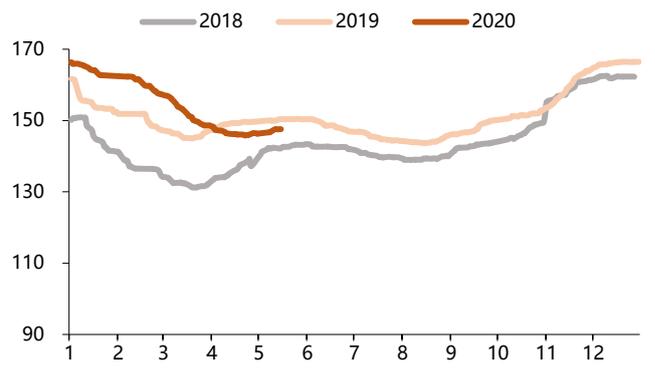
可转债：本周大盘震荡为主，适度回调，成交量小幅萎缩，成长板块相对表现更好。转债市场关注估值调整情况，近期转债估值呈现一定程度的全面调整压力。市场策略方面，权益市场预计短期延续震荡，科技和内需板块预计仍有相对优势，建议把握核心资产的前提下继续保持耐心。

图表. 发电耗煤恢复明显



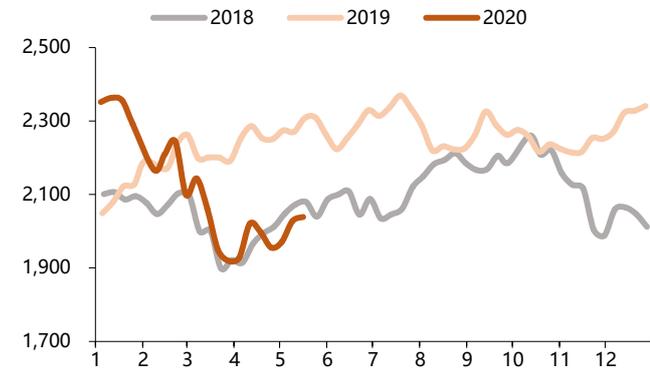
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格表现平稳



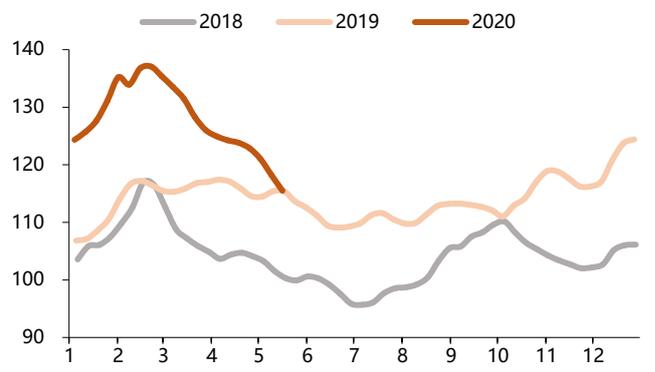
资料来源: 万得, 富荣基金

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. 农产品价格持续下行



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。