

富荣基金固定收益周报

——复苏趋势不改,短期扰动持续

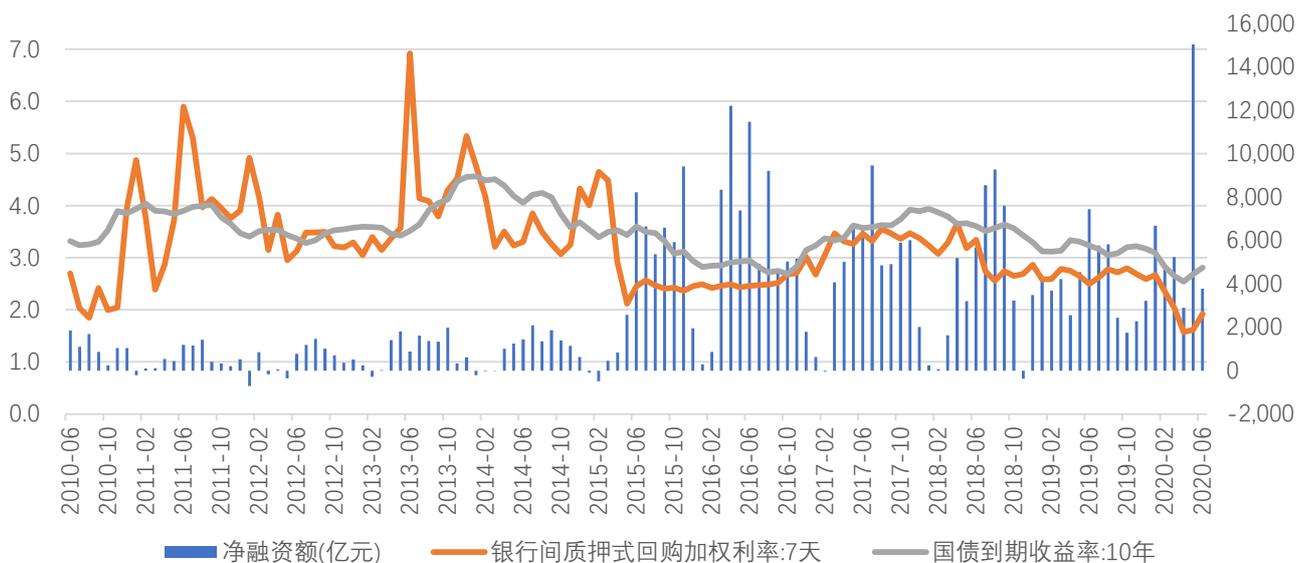
2020年6月19日

一、本周关注:

本周正式开启特别国债发行,根据发行要求,总结有如下几个特点:发行方式以全部市场化发行;发行节奏于7月底前全部发行完毕,1万亿发行规模预计将在之后的7周内完成;发行期限包含5年、7年和10年期三个主期限,其中10年期为主;1万亿特别国债,其中7000亿额度可用于基建项目,资金允许用作项目资本金;3000亿用于抗疫相关支出额度。

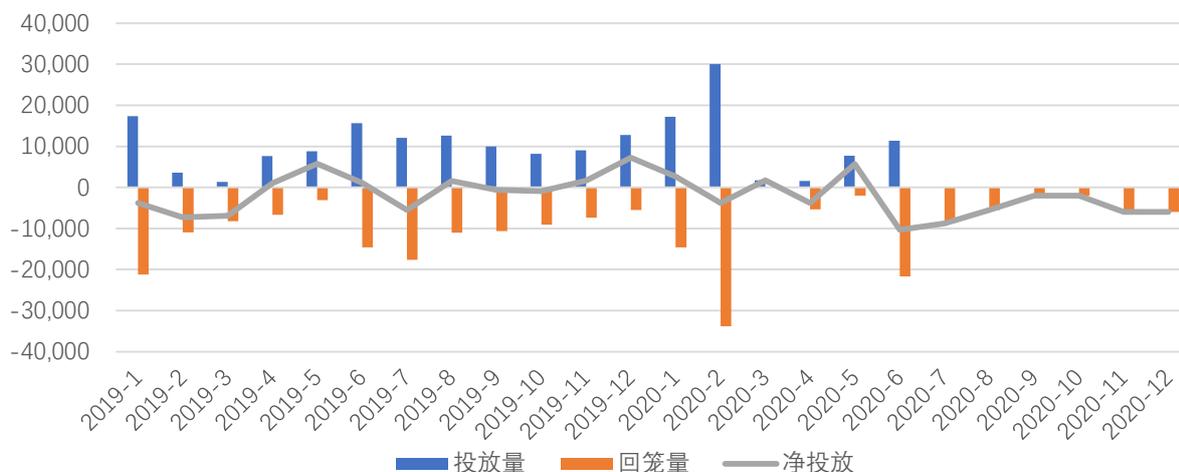
5月份新增地方专项债集中发行,6月-7月特别国债再次面临集中发行。目前看,地方债方面,全年额度9800亿,下半年待发行规模在4000亿左右。地方专项债,全年额度3.75万亿,下半年待发行规模在1.5万亿左右。整体地方债和地方专项债上半年发行节奏相对紧凑,下半年发行压力较上半年温和。国债方面,全年额度2.78万亿,下半年待发行规模约为2万亿,发行压力持续承压。综合,下半年合计政府债券净融资规模约在4.6万亿左右。

考虑到当前特别国债发行计划,预计7月将迎来年内发行高峰,单月发行可能超过1万亿,净融资约为9500亿左右。历史看,单月净融资超过9000亿的月份并不多,较为集中的是在2016年二、三季度有频繁出现。财政部已经表示未来一段时间,将优先特别国债发行,一般国债和地方债可能适度后移,但综合考虑三季度单月出现净融资超过9000亿的概率仍较高,年内净融资高点预计为5月,预计最终会适度平均各月发行压力。



回顾央行近期公开市场操作情况,近期央行态度相对中性,但是流动性整体仍坚持“合理充裕”,下半年可能仍有一定概率出现降准降息,但预计操作节点可能跟实体经济恢复情况相机抉择,不可否认伴随疫情的逐步控制,以及复产复工的推进,尽管当前北京疫情出现一定反

复，海外疫情还有边际不确定性，但经济整体趋势还在持续恢复过程中，相匹配的流动性托稳政策最宽松的阶段已经过去。目前看央行暂无明显意愿下调 OMO 利率，3 季度央行政策操作预计与近期操作思路类似，目前看以再贷款和逆回购操作为主。



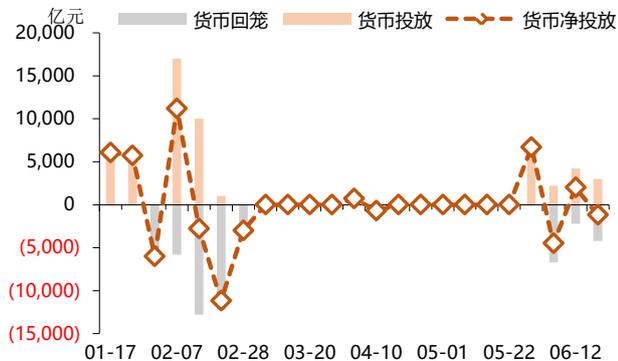
综上，考虑到当前经济基本面整体态势相对平稳，利率债供给在未来 2-3 个月持续承压，央行货币政策更多平价稳量操作为主，且严控金融市场套利行为，坚持宽信用的政策态度，引导资金进入实体经济为主，且考虑 7 月传统为缴税大月，债市短期扰动仍存一定压力，5 月以来市场已经进行了明显自我调整，债市杠杆和债券收益率都有明显大幅调整，全年看当前阶段债市仍存一定配置机会，短期看跨季之后可能会有博弈行情，但是博弈空间相对保守。

二、上周市场回顾

1、资金面

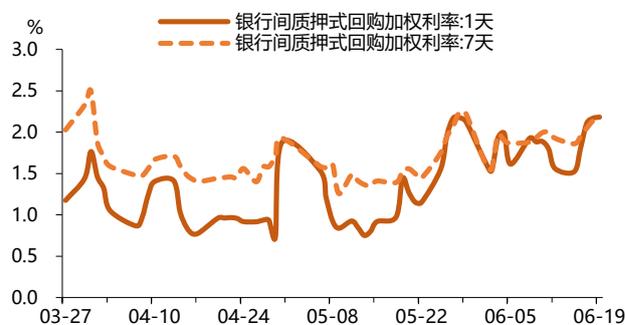
本周央行公开市场操作净回笼 1600 亿,其中 MLF 到期 2400 亿,投放 2000 亿,利率不变。本周资金利率高位震荡为主,资金供给尚可但价格持续高位。周隔夜加权较上周上行 15BP 至 1.96%, 7 天较上周上行 8BP 至 2.03%, 下周公开市场操作与 MLF 合计到期 1200 亿,考虑到端午和月末影响,且当前资金利率已基本接近政策利率,关注央行公开市场操作情况。

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

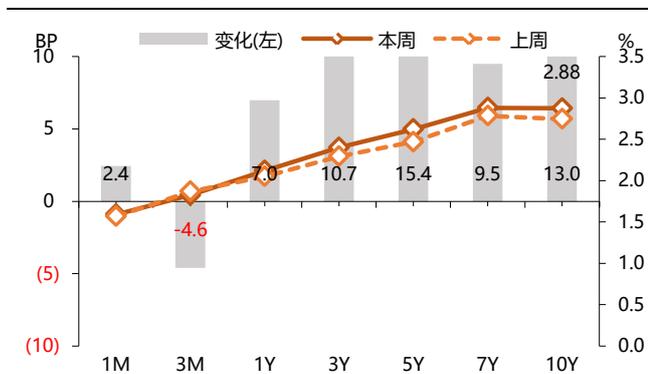


资料来源: 万得, 富荣基金

2、利率债

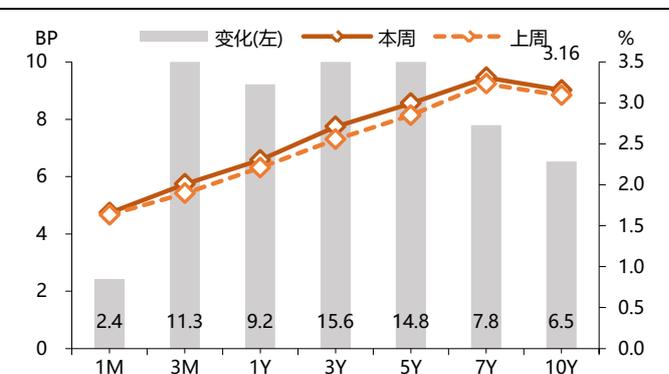
本周债市利率债持续调整，周一公布的数据显示经济仍处在渐进修复过程中，但央行本周MLF 缩量平价操作，使得市场预计货币政策持续宽松空间有限。期限利差小幅修复，国债 10 年和 1Y 期限利差从上周的 69BP 调整至 75BP。本周，开始陆续发行特别国债，利率债市场短期供给持续承压。最终，本周 10Y 国债上行 13BP，10Y 国开上行 6.5BP，期限利差小幅走阔调整，市场日内波动持续扩大，曲线延续熊平。

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，近期信用品种震荡调整为主，考虑到资金面持续承压，且临近月末，信用债长久期、中低评级品种调整更加明显。收益率整体适度上行，信用利差调整较上周明显。具体来看，本周中短期票据，1Y 期到期收益率普遍上行 1-2BP，息差小幅上行 1BP 左右。3Y 中票企业债收益率上行 4-6BP；5Y 品种本周波动相对其他期限略明显，上行 10BP 左右，息差走阔 5-10BP，高等级城投债表现稍好。收益率绝对水平来看，本周各期限品种仍大体维持在 10% 分位以内，息差主要处于 20-40% 分位，5 年和 7 年品种本周调整幅度相对更明显，考虑到季末因素整体信用市场预计短期内维持震荡调整为主。

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

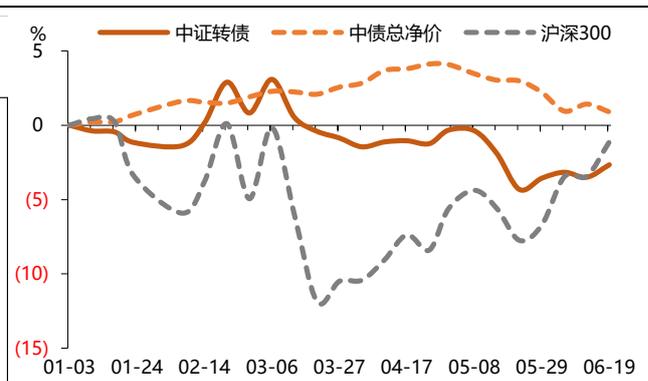
本周，本周权益市场情绪持续较好，转债指数伴随权益情绪也适度上行，整体平稳。市场各主要板块上涨明显，创业板指相对较为强势，市场成交量较上周明显上涨。行业层面，消费、医药、新能源、电子板块涨幅居前，农牧、轻工、电力板块较弱；医药、消费者服务、新能源持续强势。本周，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为 1.6%、5.1%、1.5%和 2.4%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数较上周上行 0.05%，表现略弱于中证全指。

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	1.6	-0.4	13.4	13.1	2875	2644.1
深证成指	3.7	0.6	29.0	29.4	4537	3974.9
创业板指	5.1	1.9	64.0	62.5	1642	1387.7
上证50	1.5	-0.4	10.1	9.3	523	465.9
沪深300	2.4	0.0	12.6	12.3	2054	1785.4
中证500	3.5	0.1	27.9	32.5	1498	1272.4
中证1000	2.6	0.3	48.2	58.2	1813	1614.6

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：发电企业日均耗煤环比季节性提升 10.9%，但同比涨幅仅 1.7%，与前期基本持平；全国高炉开工率环比基本持平，较去年同期下降 1.1 个百分点。

地产和消费：房地产市场整体呈回暖态势。近半月以来，30 城商品房成交面积环比小幅下

跌 2.5%，但仍高于近年平均水平。全国城二手房价格微幅上涨，100 城土地溢价率环比基本持平。汽车产销增速回落。近半月以来，汽车半钢胎开工率回落 3.1 个百分点，据乘联会，6 月前两周乘用车零售销量较 5 月同期环比下降 8%，同比下降 14%。

进出口：进口方面，波罗的海干散货指数较上周回升 68.47%，中国进口干散货运价指数走势较上周回升 23.48%，上升幅度继续扩散。出口方面，上海出口集装箱指数（SCFI）本周萎缩 2.61%，中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周上行 0.41%。目前，进口情况要明显好于出口。

通胀：原材料价格普遍回升，油价延续反弹，IPE 布油价格收于 41.92 美元/桶，环比小幅上涨 7.6%，涨幅较前期明显收窄，较去年同期仍下跌 34.5%；铁矿石、铜、铝价格环比分别上涨 3.2%、5.6%、3.8%，均已达到去年同期水平附近。煤炭价格继续反弹，环比上涨 1.3%，同比仍下跌 7.9%。螺纹钢、化工品价格环比分别上涨 3.6%、2.4%，水泥价格环比小幅回落 1.5%。农产品方面，猪肉批发价环比上涨 6.0%，可能与供给仍然偏紧，而疫情反弹提振猪肉消费偏好有关。蔬菜价格环比反弹 3.0%，水果价格环比回落 3.8%。

海外：本周国际油价先涨后跌，NYMEX 原油价格上涨 7.85%；布伦特原油价格上涨 7.38%，油价近阶段持续震荡上行修复为主。疫情方面，6 月 19 日，全球非中国累计确诊人数为 867.4 万人，环比增加 18.3 万人，全球新增确诊人数创下新高。分国家来看，巴西、印度疫情继续以较快的速度蔓延，而由于复工复产推进和游行也带来美国新增确诊人数边际上升，这是导致全球新增确诊近期创新高的主要原因。

下周关注：国内外疫情情况；央行公开市场操作及 LPR 报价

2、下周债市判断

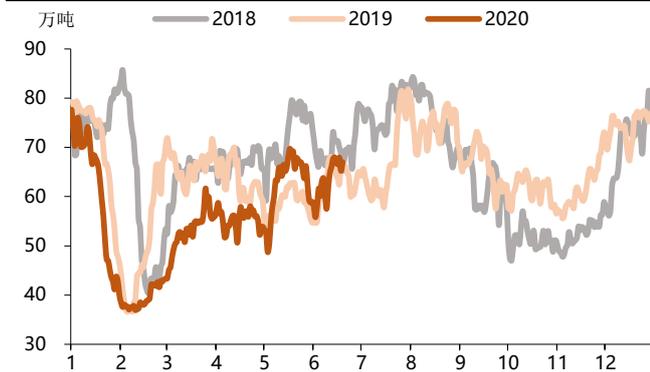
利率债：周一公布的经济数据显示基本面整体仍处于震荡修复过程中，修复态势明确，但修复速度略弱于预期。央行本月 MLF 操作采取缩量平价，使得市场预期后续央行总量政策仍旧边际收紧。特别国债本周开始逐步发行，按照 7 月底前发行 1 万亿的计划，每周平均供给约为 1500 亿，叠加当前恰逢季末，银行面临年中流动性考核压力，预计资金短期扰动仍存，国常会再提总量政策，尽管当前央行态度相对谨慎中性，但市场认为不排除后续年内仍有一定概率央行采取降准降息操作。全周 10Y 国债上行 13BP，短债表现略好于长债，10-1Y 国债利率继续收窄至 70BP 以内，期限利差维持收窄状态。债市在这个位置持续得到一定支撑，北京疫情的出现主要是短期内对市场情绪可能产生扰动，但暂不影响整体经济基本面持续改善的趋势方向。10Y 国债在 2.88% 位置处于春节后的高点，期限利差在历史中低水平位置，估值已隐含经济改善和货币政策中性的预期，因此短期交易上仍有做多预期差的逻辑，我们上周提出未来一个月是货币政策操作窗口期，政策在中期防风险和短期稳增长间再平衡，短期边际略宽、中长期中性的概率仍然较大。我们维持对债市的观点，短期不过度悲观，抓住横盘整理或略有下行的时间窗口逐步调整组合结构更偏防御。

信用债：信用债相对利率债和资金面情况，跟随行情为主，小幅调整。长品种如 5 年、7 年品种本周相对其他期限调整更明显，尤其是长品种高等级品种。市场策略方面，过剩行业头部、基建投资和城投相关品种持续受到市场较高关注，城投债继续挖掘区域机会。关注政策影响更突出的行业和区域，票息策略为主，关注下半年信用风险。

可转债：本周权益市场情绪较好，转债和权益市场都出现适度上行，创业板表现持续亮眼。行业层面，仍是以消费、医药、新能源板块涨幅居前。市场策略方面，权益市场震荡中结构性

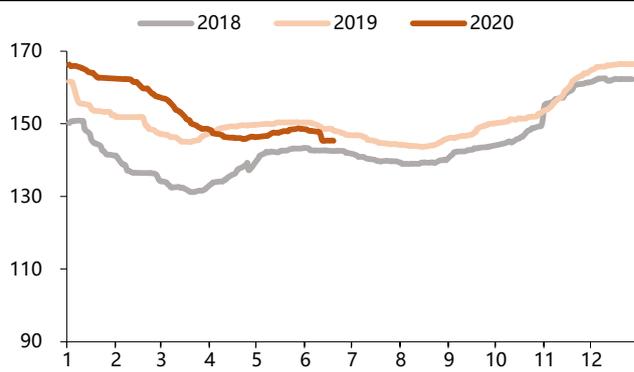
行情的判断不改，强消费和高科技板块大概率仍维持相对强势。

图表. 发电耗煤震荡上行



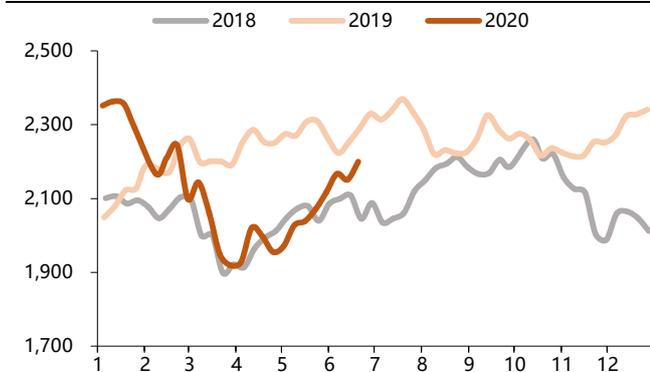
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格相对平稳，小幅回落



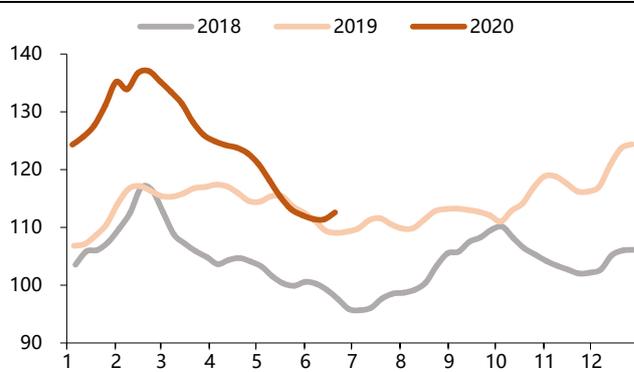
资料来源：万得，富荣基金

图表. 南华工业品指数持续向好



资料来源：万得，富荣基金

图表. 农产品价格适度上行调整



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。