

# 富荣基金固定收益周报

——股市震荡走强，债市大幅回调

2020年8月28日

## 一、本周关注：

超储率8月份据估算下降至1%以下，存单利率不断走高，同时资金面略显紧张，在这个背景下，本周国债发行放量的传言导致利率快速上行，市场情绪极度悲观。那么，利率债的供给会不会导致资金利率再次大幅上行？

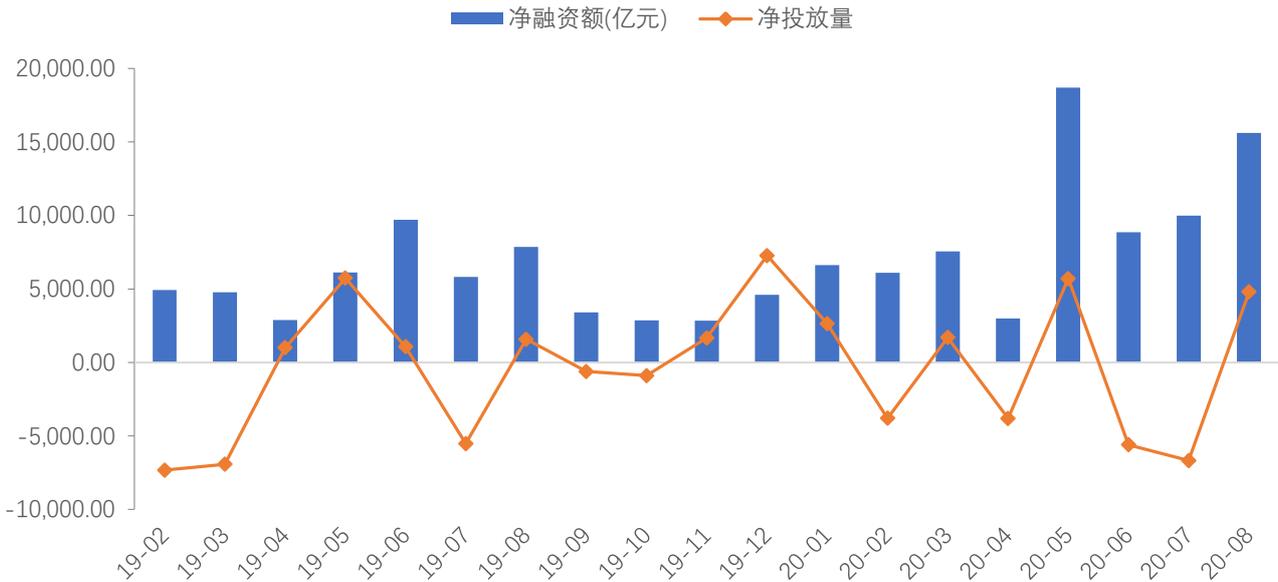
回顾历史，历次利率债净融资高峰，央行均会进行流动性投放以平抑资金波动。本年6月和7月份稍特殊，是经济阶段改善同时前期降准导致资金极度宽松后的边际收紧，但是这种收紧表现在央行公开市场操作上也是相对克制的。这与央行提及的资金利率围绕政策利率波动是合意状态一致。此外，在资金面出现明显上行后，8月下半月央行持续进行资金投放，维持资金相对稳定的态度彰显无疑。

此外，央行再次收紧货币，主要的触发因素只有下面几种：（1）经济过热，通胀快速上行；（2）部分市场，如地产和股票市场泡沫化明显；（3）金融监管力度加大；（4）汇率出现快速贬值。这些条件目前来看均不具备。

综上，我们认为，伴随利率债融资放量，央行仍会进行适度货币投放，资金利率波动增加但是中枢再次大幅上移的概率不大。另外，9月也是财政支出发力的月份，财政投放亦将对银行间流动性起到补充作用。

当下债市整体处于承压状态，8-10月利率债供给高峰下债市一级市场的承接能力依旧较弱。短期内利率快速下跌突破关键点位，蕴含市场对于资金利率的恐慌情绪，其中存在一定的预期差。如果经济数据没有超预期的改善，利率债阶段性的交易价值或已经出现，可以谨慎博弈超跌反弹。

图表. 利率债净融资与央行投放



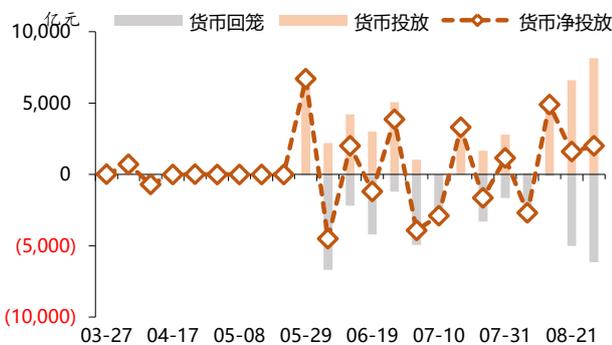
资料来源: 万得, 富荣基金

## 二、上周市场回顾

### 1、资金面

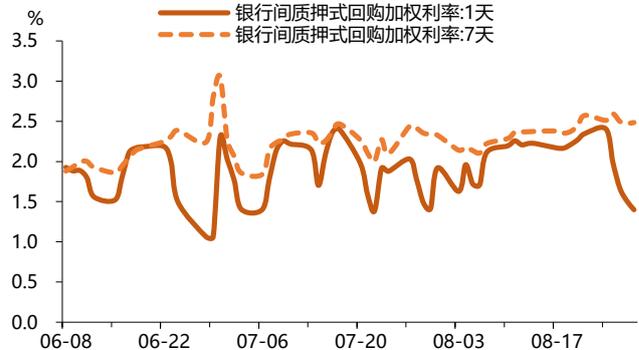
本周央行公开市场持续投放流动性, 公开市场操作净投放 2000 亿, 其中逆回购合计到期 6100 亿, 逆回购投放 8100 亿。本周另有 1500 亿 MLF 到期, 央行已于月中续作。本周资金宽松, 隔夜利率下行明显, 7 天回购利率小幅上行。周隔夜加权较上周下行 44bp 至 1.79%, 7 天较上周上行 8.62bp 至 2.51%。下周逆回购到期 7500 亿, 关注跨月后资金能否继续维持宽松。

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



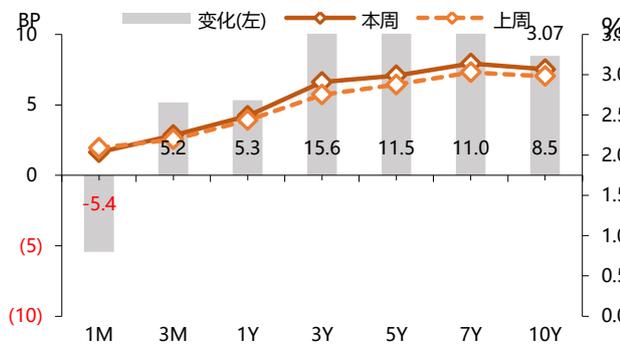
资料来源: 万得, 富荣基金

### 2、利率债

本周债市利率债曲线整体上行, 国债表现略好于国开。短端利率宽松未能有效传导, 市场

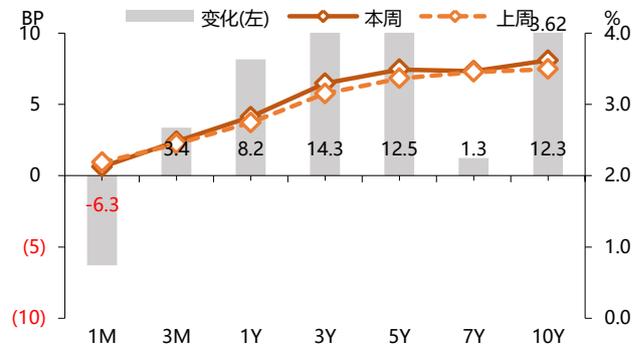
仍担忧 14 天回购是否为 2016 年末的锁短放长和国债发行放量。3y 国债利率上行 15.6bp，3y 国开利率上行 14.3bp；10y 国债利率上行 8.5bp，10y 国开债利率上行 12.3bp。10y-3y 国债利差下行 7bp，位于历史数据 4%分位；10y-5y 国债利差小幅下降 3bp，位于 5%分位；曲线较上周走平。10y 国开债与 10y 国债利差上行 4bp，继续维持高位。

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

本周信用品种整体利率跟随利率品种上行。企业债中，AA+3y 企业债利率上行 16.1bp，AAA 企业债利率上行 17.1bp。城投方面，各期限品种利率亦全面上行，其中 AAA3y 品种利率上行幅度最大，为 19.7bp。收益率绝对水平来看，大部分期限品种上升至 13%-35%分位区间。

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	3.08	3.24	3.38	5.46	CP	0.60	0.76	0.90	2.98
MTN3Y	3.69	3.83	3.97	6.06	MTN3Y	0.79	0.93	1.07	3.16
MTN5Y	3.97	4.22	4.60	6.77	MTN5Y	0.98	1.23	1.61	3.78
企业债 3Y	3.68	3.83	3.98	6.07	企业债 3Y	0.77	0.92	1.07	3.16
企业债 5Y	3.97	4.22	4.60	6.77	企业债 5Y	0.98	1.23	1.61	3.78
企业债 7Y	4.01	4.31	4.71	6.88	企业债 7Y	0.87	1.17	1.57	3.74
城投债 3Y	3.72	3.84	3.95	5.66	城投债 3Y	0.82	0.94	1.04	2.75
城投债 5Y	4.01	4.19	4.38	6.65	城投债 5Y	1.02	1.20	1.39	3.66
城投债 7Y	4.05	4.23	4.55	6.95	城投债 7Y	0.91	1.09	1.41	3.81

周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	12.0	14.0	12.0	12.0	CP	6.7	8.7	6.7	6.7
MTN3Y	18.4	17.4	9.4	10.4	MTN3Y	2.8	1.8	-6.2	-5.2
MTN5Y	9.4	10.4	9.4	9.4	MTN5Y	-2.1	-1.1	-2.1	-2.1
企业债 3Y	17.1	16.1	8.1	9.1	企业债 3Y	1.5	0.5	-7.5	-6.5
企业债 5Y	9.4	10.4	9.4	9.4	企业债 5Y	-2.1	-1.1	-2.1	-2.1
企业债 7Y	5.2	5.2	5.2	5.2	企业债 7Y	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8
城投债 3Y	19.7	18.7	15.7	9.7	城投债 3Y	4.1	3.1	0.1	-5.9
城投债 5Y	13.1	13.1	12.1	10.1	城投债 5Y	1.6	1.6	0.6	-1.4

城投债 7Y	5.2	5.2	5.2	5.2	城投债 7Y	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8
--------	-----	-----	-----	-----	--------	------	------	------	------

收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	30%	26%	23%	52%	CP	9%	7%	4%	62%
MTN3Y	32%	28%	18%	50%	MTN3Y	17%	12%	4%	49%
MTN5Y	28%	23%	22%	59%	MTN5Y	24%	17%	12%	70%
企业债 3Y	33%	26%	17%	47%	企业债 3Y	18%	11%	4%	49%
企业债 5Y	29%	24%	21%	55%	企业债 5Y	25%	15%	11%	70%
企业债 7Y	20%	12%	10%	42%	企业债 7Y	14%	4%	3%	52%
城投债 3Y	29%	24%	17%	38%	城投债 3Y	16%	15%	10%	34%
城投债 5Y	24%	20%	17%	51%	城投债 5Y	21%	20%	14%	66%
城投债 7Y	14%	13%	12%	44%	城投债 7Y	10%	7%	4%	60%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

## 4、可转债

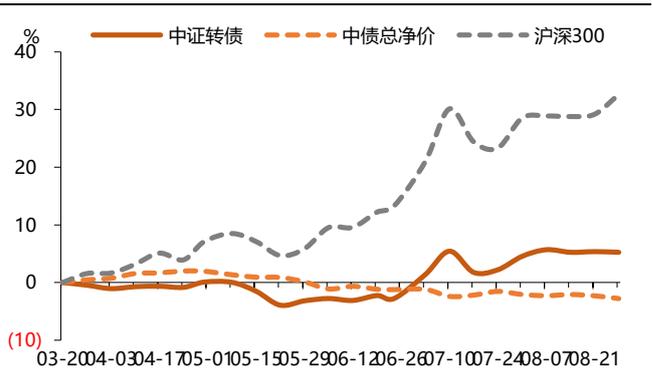
本周权益市场震荡向上。转债指数较上周下跌 0.1%。市场主要板块轮动明显，成交量较上周继续缩减。上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 分别上涨 0.7%、-1.4%、2.5%和 2.7%。

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	0.7	0.6	15.4	14.9	↓ 2492	4432
深证成指	2.8	-0.1	33.3	33.0	↓ 3825	5398
创业板指	1.4	1.4	68.3	69.5	↓ 1259	1708
上证50	2.5	-0.1	11.6	11.2	↓ 406	875
沪深300	2.7	0.3	14.7	14.2	↓ 1640	3028
中证500	0.7	0.3	34.1	31.9	↓ 1331	1832
中证1000	0.1	0.1	52.9	52.6	↓ 1585	2265

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：**焦炭现货价格走平，动力煤价格小幅下跌。本周 Myspic 普钢指数环比下跌 0.15%。主要品种中，螺纹钢和热卷价格分化，分别变动 0.35%、-1.08%；从库存来看，螺纹钢社会库存略有累积。本周 LME 有色品种铜和铝价格上涨，涨幅分别为 2.84%和 1.87%。

**地产和消费：**本周 30 大中城市商品房成交面积较上周继续回落，与近期部分城市地产政策持续收紧有关。拿地方面，100 大中城市土地成交面积继续回落。乘用车销量上，8 月的一至四周的乘用车零售达到日均 3.7 万辆，同比去年 8 月增长 12%，消费环境相对平稳。

**进出口：**出口方面，上海出口集装箱指数 (SCFI) 本周上升 6.72%，中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 上升 2.2%。进口方面，波罗的海干散货指数较上周上涨 0.47%。

**通胀：**猪肉价格本周略有回升。农业部公布的全国平均批发价较上周末基本走平，至 48.41 元/公斤左右，环比上涨 0.02%。蔬菜方面，价格上升，涨幅为 2.51%；水果价格则较上周小幅下跌，跌幅为 0.19%。

**海外：**本周国际油价上涨，WTI 原油价格环比上涨 1.39%；布伦特原油价格环比上涨 0.42%。本周美元指数下跌-0.99%。

**下周关注：**中国 8 月官方 PMI 及财新 PMI；欧元区 PMI；美国 PMI 及周度失业数据；中美摩擦；疫情情况。

## 2、下周债市判断

**利率债：**超储率 8 月份据估算下降至 1% 以下，存单利率不断走高，同时资金面略显紧张，在这个背景下，本周国债发行放量的传言导致利率快速上行，市场情绪极度悲观。那么，利率债的供给会不会导致资金利率再次大幅上行？

回顾历史，历次利率债净融资高峰，央行均会进行流动性投放以平抑资金波动。本年 6 月和 7 月份稍特殊，是经济阶段改善同时前期降准导致资金极度宽松后的边际收紧，但是这种收紧表现在央行公开市场操作上也是相对克制的。这与央行提及的资金利率围绕政策利率波动是合意状态一致。此外，在资金面出现明显上行后，8 月下半月央行持续进行资金投放，维持资金相对稳定的态度彰显无疑。

此外，央行再次收紧货币，主要的触发因素只有下面几种：（1）经济过热，通胀快速上行；（2）部分市场，如地产和股票市场泡沫化明显；（3）金融监管力度加大；（4）汇率出现快速贬值。这些条件目前来看均不具备。

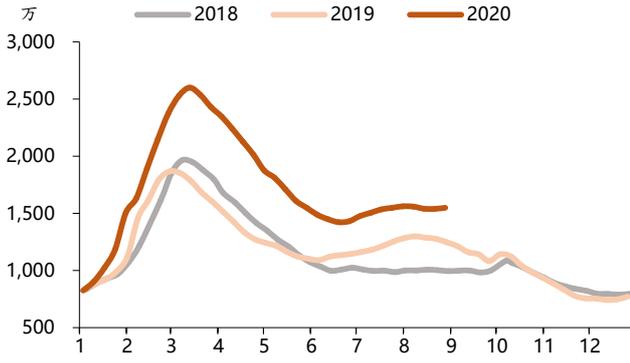
综上，我们认为，伴随利率债融资放量，央行仍会进行适度货币投放，资金利率波动增加但是中枢再次大幅上移的概率不大。另外，9 月也是财政支出发力的月份，财政投放亦将对银行间流动性起到补充作用。

当下债市整体处于承压状态，8-10 月利率债供给高峰下债市一级市场的承接能力依旧偏弱。短期内利率快速下跌突破关键点位，蕴含市场对于资金利率的恐慌情绪，其中存在一定的预期差。如果经济数据没有超预期的改善，利率债阶段性的交易价值或已经出现，可以谨慎博弈涨跌反弹。

**信用债：**本周各期限品种利率上行。整体来看，当前利率的绝对水平有一定基本面支撑，配置盘的绝对收益有一定保障，但后续经济边际改善叠加货币政策边际调整，票息策略仍然占优。高等级信用利差较窄，低等级信用利差拉大，后续需关注信用风险暴露。

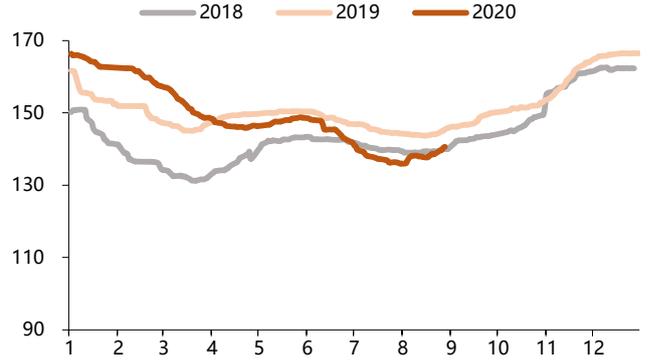
**可转债：**本周权益市场震荡向上，板块调整明显，转债波动增加。建议继续关注半年报绩优、正股弹性和逻辑较强品种。

图表. 主要钢材库存略有累积



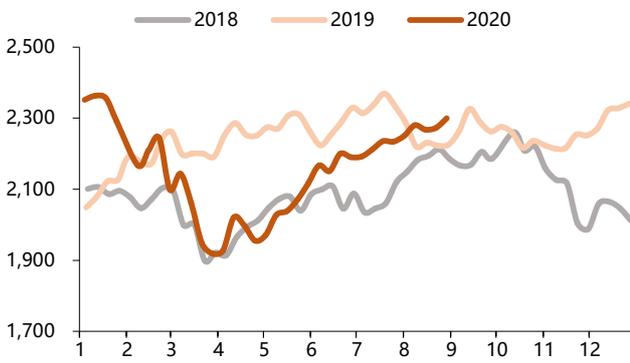
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 水泥价格小幅上涨



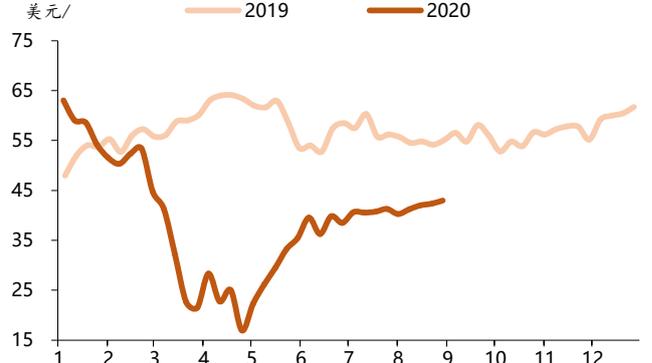
资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 南华工业品指数回升



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 原油价格相对平稳



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。