

富荣基金固定收益周报

——权益情绪边际走弱, 债市配置价值显现

2020年10月25日

一、本周关注:

10月21日, 2020金融街论坛年会在京召开。央行行长易纲表示, 中国货币政策响应及时有力, 总量合理适度, 为保市场主体稳就业营造了适宜的货币金融环境; 坚持稳健的货币政策, 坚持和完善应对疫情中一些行之有效的结构性金融政策, 助力完成全年发展目标任务。

今年以来, 人民银行通过降低存款准备金率、再贷款再贴现、创新直达实体经济的货币政策工具等方式, 出台了规模可观的宏观对冲措施。2020年以来人民银行3次降准, 加权平均存款准备金率下降约1个百分点, 降准释放流动性1.75万亿元。2018年以来, 人民银行10次降准, 加权平均存款准备金率下降约5.5个百分点, 累计释放流动性8.1万亿元。货币政策实施的重点除了总量平稳对冲外, 今年以来政策更加注重直达性和精准性。

对于近期比较关注的宏观杠杆率问题, 易纲行长表示在今年抗疫的特殊时期, 宏观杠杆率有所上升, 明年GDP增速回升后, 宏观杠杆率将会更稳一些。货币政策需把好货币供应总闸门, 适当平滑宏观杠杆率波动, 使之在长期维持在一个合理的轨道上。

根据本周召开的金融街论坛中政策层的表态看, 货币政策未来一段时间仍将维持常态化操作为主。伴随经济修复的节奏, 货币政策边际有所收敛但方向不变, 仍维持当前流动性合理充裕的大体基调, 暂未到大幅收紧的阶段。从央行近两月的货币政策操作情况来看, 也与其政策表态一致, 尤其是9月底央行公开市场操作对市场预期有一定纠偏作用, 操作上与二季度货币政策报告表述一致, 坚持市场利率围绕基准利率波动为主。

针对会议中提到的“明年杠杆率更稳一些”, 部分体现了政策层对杠杆率是具有一定容忍度, 货币政策更多倾向于根据经济恢复情况相机抉择。本周公布的三季度经济数据显示多数超预期, 消费、出口、制造业等内生需求表现仍相对强势, 9月社零当月同比加速上行至3.3%, 劳动密集型商品出口三季度持续改善, 制造业投资当月同比加快修复至7.6%。当前数据看, 2020年上半年杠杆率抬升21个百分点, 今年全年杠杆率或提升近26个百分点。

根据易纲行长此次发言来看, 未来一段时间内货币政策仍将维持稳增长和防风险两相平衡, 保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配, 对货币供应总闸门的调控会更趋平稳审慎。

对债市而言, 自二季度以来债券市场收益率持续上行, 当前利空因素市场已预期相对充分, 基本面数据持续改善, 但结构性如地产和基建数据预计未来1-2个季度可能出现一定边际收敛。稳经济政策仍将延续, 但强刺激政策预计边际收敛。但综合考虑, 当前内外环境的不确定性持续走强, 经济修复的过程中, 稳经济保经济仍是优先项。债券市场短期存在一定博弈机会, 但

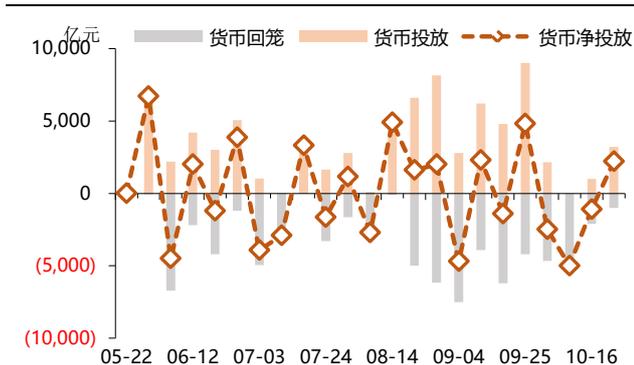
是趋势性机会仍有待观察，近期主要关注点在于市场风险偏好调整以及债券市场配置力量能否有所显现。

二、上周市场回顾

1、资金面

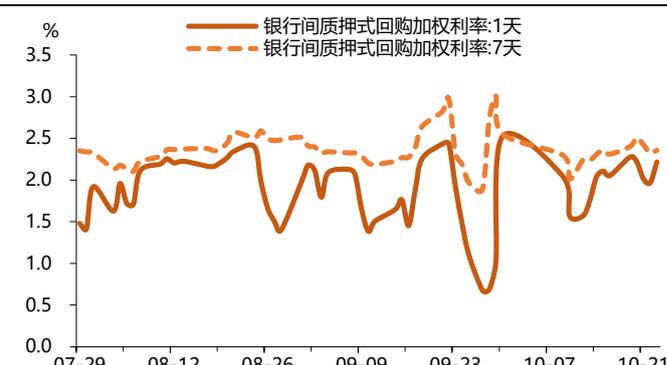
本周央行公开市场操作净投放 2200 亿，货币投放 3200 亿，到期 1000 亿。资金利率震荡为主，整体持续平稳。周五隔夜较上周五上行 16BP 至 2.22%，7 天较上周上行 5BP 至 2.36%，下周公开市场操作与国库现金定存合计到期 3200 亿。

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

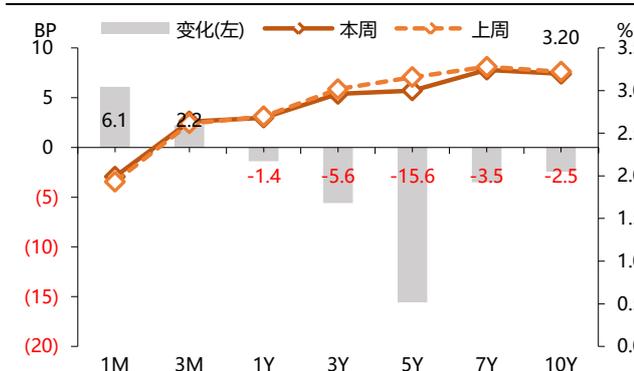


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

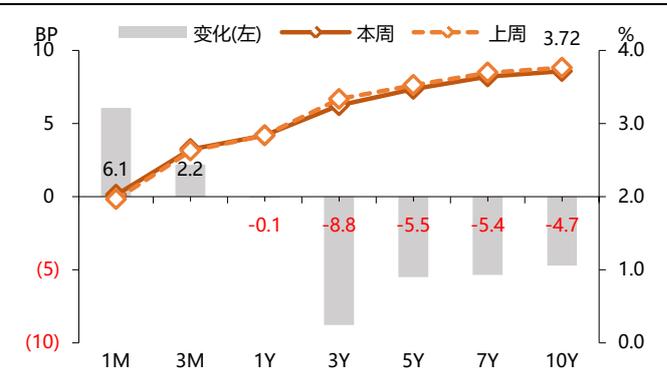
本周债市利率债情绪较上周转好，在前期基本面预期及资金预期影响外，本周一二级市场情绪明显较强带动二级市场跟随，国债曲线整体小幅震荡下行。期限利差仍持续低位震荡，国债 10 年和 1Y 期限利差在 51BP，国开债 10Y 与 1Y 利差在 88BP。最终，本周 10Y 国债下行 2.5BP，10Y 国开下行 4.7BP，期限利差基本维持在相对低位。

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

本周信用债表现，本周信用债表现延续节后行情，3 年中高等级品种表现持续亮眼。具体来看，本周中短期票据，3Y 中票企业债收益率下行 6BP，3Y 城投债收益率下行 4.5-6BP，调整

幅度较其它品种略好。收益率绝对水平来看，本周各期限品种仍大体维持在 30 至 40 分位数，信用品种本周表现稳定，持续受到跨季后资金需求释放影响，预计短期内仍维持震荡调整小幅下行为主。

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	3.17	3.33	3.47	5.55	CP	0.48	0.64	0.78	2.86
MTN3Y	3.65	3.82	4.03	6.12	MTN3Y	0.69	0.86	1.07	3.16
MTN5Y	3.97	4.17	4.52	6.69	MTN5Y	0.97	1.17	1.52	3.69
企业债 3Y	3.64	3.81	4.02	6.11	企业债 3Y	0.68	0.85	1.06	3.15
企业债 5Y	3.97	4.17	4.52	6.69	企业债 5Y	0.97	1.17	1.52	3.69
企业债 7Y	4.15	4.45	4.83	7.01	企业债 7Y	0.91	1.21	1.59	3.77
城投债 3Y	3.67	3.78	3.92	5.63	城投债 3Y	0.71	0.82	0.96	2.67
城投债 5Y	3.98	4.11	4.33	6.56	城投债 5Y	0.98	1.11	1.33	3.56
城投债 7Y	4.20	4.41	4.73	7.11	城投债 7Y	0.96	1.17	1.49	3.87
周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-3.7	-2.7	-3.7	-3.7	CP	-2.3	-1.3	-2.3	-2.3
MTN3Y	-6.3	-6.3	-3.3	-3.3	MTN3Y	-0.8	-0.8	2.3	2.2
MTN5Y	-3.1	-4.1	-4.1	-4.1	MTN5Y	12.5	11.5	11.4	11.4
企业债 3Y	-5.5	-5.5	-2.5	-2.5	企业债 3Y	0.1	0.1	3.1	3.1
企业债 5Y	-3.1	-4.1	-4.1	-4.1	企业债 5Y	12.5	11.5	11.5	11.4
企业债 7Y	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	企业债 7Y	0.4	0.4	0.4	0.4
城投债 3Y	-5.6	-4.6	-1.6	-2.6	城投债 3Y	-0.1	1.0	3.9	3.0
城投债 5Y	-4.9	-4.9	-4.9	-5.9	城投债 5Y	10.7	10.7	10.7	9.7
城投债 7Y	-3.8	-2.8	-2.8	-2.8	城投债 7Y	-0.3	0.7	0.7	0.7
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	33%	30%	26%	57%	CP	1%	0%	0%	52%
MTN3Y	31%	27%	20%	55%	MTN3Y	11%	8%	5%	48%
MTN5Y	28%	21%	18%	56%	MTN5Y	25%	14%	10%	67%
企业债 3Y	31%	25%	19%	50%	企业债 3Y	11%	7%	4%	46%
企业债 5Y	30%	23%	18%	52%	企业债 5Y	26%	13%	8%	64%
企业债 7Y	26%	20%	15%	50%	企业债 7Y	18%	7%	4%	54%
城投债 3Y	26%	22%	16%	36%	城投债 3Y	8%	9%	7%	30%
城投债 5Y	21%	19%	17%	46%	城投债 5Y	17%	16%	12%	63%
城投债 7Y	20%	18%	15%	55%	城投债 7Y	13%	11%	7%	63%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

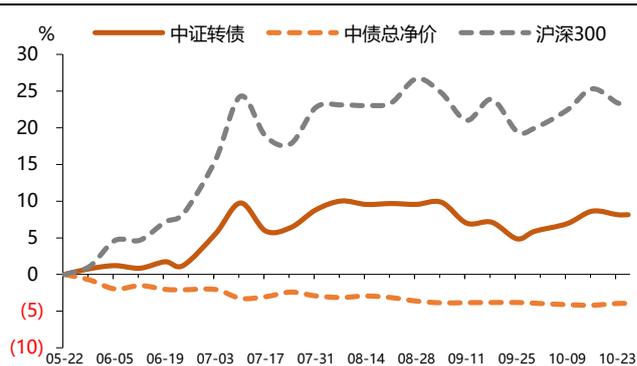
本周权益市场大幅下行，成交量萎缩，转债指数上周出现爆炒行情，受到监管密切关注。策略方面本周仍关注行业景气度、业绩较好、估值较低的品种为主。本周，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为-1.7%、-4.5%、-1.0%和-1.5%。转债市场伴随权益市场情绪，中证转债指数较上周下行 0.5%。

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	-1.7	2.0	15.7	16.0	↓ 2497	2845
深证成指	-3.0	1.8	31.3	32.8	↓ 4457	5185
创业板指	-4.5	1.9	63.8	67.9	↓ 2417	2612
上证50	-1.0	2.8	12.2	12.2	↓ 614	653
沪深300	-1.5	2.4	15.0	15.2	↓ 2002	2380
中证500	-3.4	1.1	31.6	33.1	↓ 1020	1274
中证1000	-3.8	1.2	49.6	51.6	↓ 1399	1710

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均价环比回落 0.83%，前期动力煤价格回升速度较快。PTA 产业链负荷率环比回落 4.56%，近期纺织服装订单有所增加，但社会库存高达 380 万吨以上，导致 PTA 产能负荷率继续下降。中国玻璃综合指数回落 0.03%，玻璃现货市场总体走势仍然偏强，主要受当前玻璃产能不足、双面组件需求量骤增使得供需矛盾有所扩大影响。

地产: 10 月第三周 30 大中城市商品房成交面积有所回升，各线城市均有所上行，其中二线城市销售回落幅度相对较大，一、三线城市则小幅回升，地产销售依然强劲；拿地方面，本周 100 大中城市土地成交面积表现偏强，各线城市拿地均有所上行。从地产信托发行数据来看，本周地产信托发行量为 147.75 亿，短期地产投资仍较强。

进出口: 进口方面，波罗的海干散货指数较上周回落 15.74%，中国进口干散货运价指数走势较上周回落 7.45%。出口方面，上海出口集装箱指数 (SCFI) 本周回升 1.39%，中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 本周上行 0.05%，两者均继续回升。

通胀: 工业品方面，本周 Myspic 综合全国钢铁价格指数下行 0.25%，较上周有所偏弱。主要品种中，螺纹钢、热卷、高线价格本周均有所回落，分别变动-0.09%、-0.24%、-0.08%，多有回落；从库存来看，螺纹钢、热卷、线材库存分别变动-6.07%、-2.65%、-8.11%，库存继续回落。农产品方面，猪肉价格本周回落 3.57%，跌幅有所走扩周度数据来看，农业部公布的全国平均批发价较上周末小幅回落至 41.32 元/公斤左右，主要受能繁母猪和生猪存栏同比增速继续快速增长，市场预期猪肉供给进一步上行导致猪肉价格继续走低；本周牛羊肉价格有所分化，牛肉本周回升 0.06%，羊肉价格微幅回落 0.27%；蔬菜方面，价格继续微幅回落 2.23%，跌幅有所走扩；水果价格则继续小幅上行，较上周回升 0.7%，主要受秋冬季水果上市影响；鸡蛋方面，价格回落 0.66%，价格继续回落；水产品本周价格回落 2.25%。

消费: 乘联会最新数据显示，10 月第三周的日均零售 5.3 万辆，同比增长 18%，环比 9 月第三周上升 8%，表现强劲；10 月第二周的日均零售是 6.4 万辆，同比增长 43%，环比 9 月同期销量增长 50%，表现较强；批发方面，10 月第三周主要厂商批发销量达到日均 5.4 万辆，同比去年 10 月增长 9%；环比 9 月第三周增长 4%。

海外: 本周国际油价有所回落，WTI 原油价格回落 2.4%，至 39.85 美元/桶；布伦特原油价

格下跌 2%，至 41.77 美元/桶，主要受供给方面影响。后续来看，短期油价可能维持在 45 美元/桶上下震荡。

下周关注：9 月工业企业经营数据，10 月 PMI 数据，中国共产党第十九届五中全会

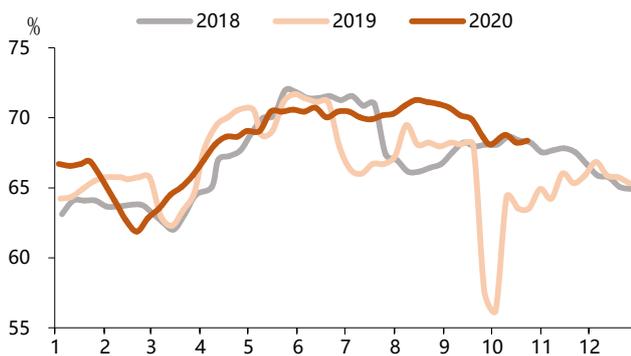
2、下周债市判断

利率债：经济数据利空落地以及利率债供需失衡有所缓解对债市的短期反弹有利，但中期利空因素仍不可忽视，经济持续回暖以及货币政策易紧难松的格局虽被市场有所预期但整体仍是压制，趋势性拐点尚需等待，短期则关注存单发行价格走高压力。

信用债：信用债情绪持续较好，仍坚持挖掘行业和个券机会为主，关注绝对收益价值配置为主，防范信用风险暴露。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。继续关注政策影响更突出的行业和区域，票息策略为主，信用资质不建议过度下沉。

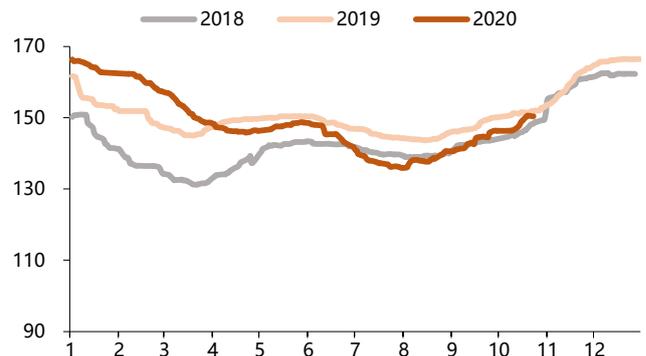
可转债：近期银行板块相对表现较好，反应风格再平衡有所延续，周五意见稿出台或可对非理性炒作有所纠偏，但暴涨暴跌对处于并不强势上涨的市场会有所伤害。

图表. 高炉开工表现平稳



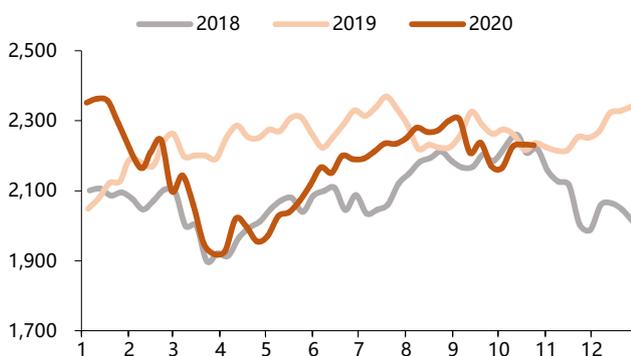
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格持续修复



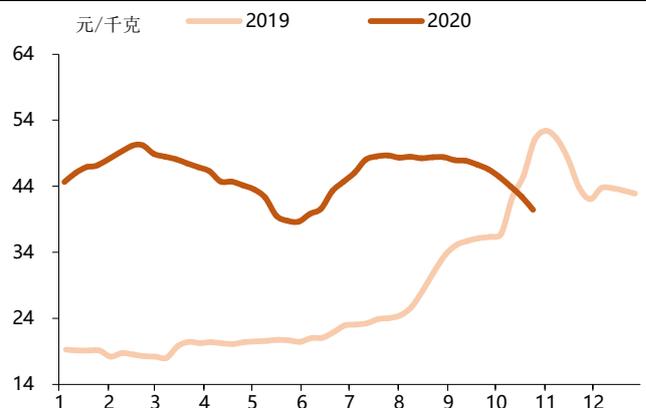
资料来源：万得，富荣基金

图表. 南华工业品指数相对平稳



资料来源：万得，富荣基金

图表. 猪肉价格持续下行



资料来源：万得，富荣基金

风险提示：1、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。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。