

富荣基金固定收益周报

——信用风险偏好收缩，债市面临重定价

一、本周关注：

2月4日DR007开盘报价上调，市场预期央行货币政策态度维持相对中性，对短期套利盘和近期相对表现较强的权益、固收市场持续带来一定冲击。相对2020年来看，流动性政策最宽松的时刻基本已经过去。

2月4号，DR007开盘报价上行12BP至2.32%，是在逆回购操作利率未调整的情况之下的上调。之后逐日下调，从2.32%、2.3%、2.26%直至2.24%逐步回归，但市场对后续货币政策预期已发生方向性调整，央行主动控制套利投机意向较明显，叠加房地产热度持续较高，今年货币政策相对去年关注焦点会更倾向于币值稳定、流动性合理适度。

从后续政策来看，需要关注后续信贷表现现象，关注货币政策预期管理和房地产调控的互动。1月主要城市房地产销售增速大幅上行，一季度房地产相关贷款增速预计表现强劲，结构性的信贷表现可能过热，这可能是中期影响央行货币政策节奏的主要因素。若以房地产调控为预期管理要素之一，意味着对政策收紧的时间和幅度需谨慎，政策可能并非短期行为或仅局限于逆转金融市场的过度宽松预期行为，政策收紧的节奏可能与市场预期存在一定时间差。

阶段性看，尤其是回顾央行今年以来的相关操作表现，预计后续价格利率适度提高，打压过热的套利投机行为，同时与地产政策相关的供给和需求多维度的调控政策压力持续，从疫情后逆周期调节角度出发，对地产、宏观杠杆率、通胀等方面的关注度将明显高于去年。

具体到市场表现上，预计资金价格中枢回到1.5-2.2%，波动中枢围绕在政策利率上下，短期内供给压力有限，关注3月份财政供给定调。宏观数据上，原油品种近期表现较强，海外修复相对国内修复，边际动力逐步增强，并可能对国内大宗商品表现带来一定拉动作用，PPI后续持续修复预期将逐步走强，对中长端债市表现可能产生一定压制。

策略上，仍坚持以防御性策略为主，短期内期限利差可能适度走阔，相对利率债高等级信用债票息策略可能稳定性更强，信用资质不宜下沉，关注负债稳定性，适度杠杆配合中久期的组合安排相对更稳健，利率债仍有波段交易机会存在，尤其是当前市场情绪仍相对较敏感，极端事件刺激下，关注一些过度偏离价格中枢的博弈机会。

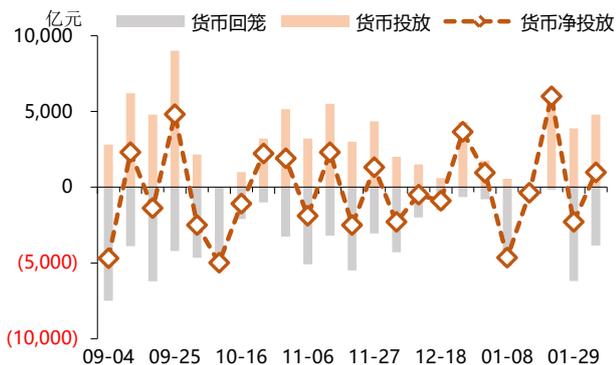
二、上周市场回顾

1、资金面

央行公开市场操作及MLF合计净投放960亿，央行连续投放但规模稳定，操作相对中性。周五隔夜较上周五下行152BP至1.54%，7天较上周五下行133BP至2.43%，银行间开盘利率有

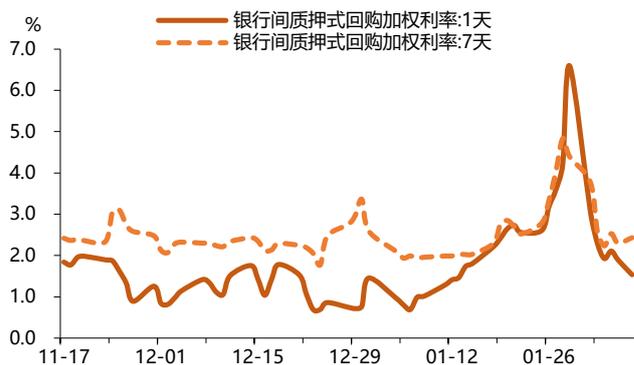
所上调，但周内后期逐步下调，全周看资金面逐步回归稳定。

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

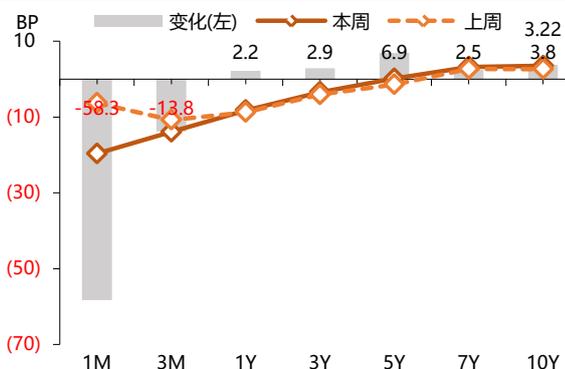


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

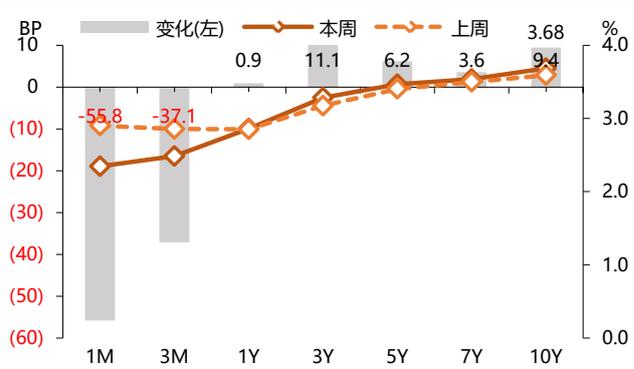
短端快速修复，中长端适度上行，市场对央行后续货币政策持续收紧预期较强，叠加基本面相对平稳，利率债近期调整压力持续。市场表现情况，国债10年和1Y期限利差在51BP，国开债10Y与1Y利差在82BP。最终，10Y国债上行3.8BP，10Y国开债上行9.4BP，10Y期限国债和国开债利差维持在47BP。受央行近期流动性调控影响，权益市场和房地产市场情绪相对较好，宏观杠杆率和通胀情况对后续政策产生一定影响，债市边际压力持续。

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

信用债方面表现，市场偏好持续萎缩，5年和7年AA+评级城投债品种近两周持续上行为主，城投短融发行有所增加，市场对后续信用风险进一步暴露持较谨慎态度。全周来看，1Y中短期票据震荡为主幅度在1-2BP，3Y中票、企业债上行0-3BP，3Y城投下行0-3BP。5Y和7Y中长期品种波动在-3~3BP为主，AA+品种中城投债上行相对明显在4-5BP。具体来看收益率分位数，1Y品种收益率分位数在35-40%水平；3Y品种收益率分位数在30-35%区间。5Y及7Y等中长期品种处于10-25%分位数，城投债品种近两周表现略弱。

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	3.26	3.45	3.81	5.98	CP	0.56	0.75	1.11	3.28
MTN3Y	3.71	3.95	4.39	6.56	MTN3Y	0.79	1.04	1.48	3.65
MTN5Y	3.85	4.28	4.79	6.96	MTN5Y	0.78	1.22	1.73	3.90
企业债 3Y	3.65	3.87	4.34	6.56	企业债 3Y	0.74	0.96	1.43	3.65
企业债 5Y	3.86	4.10	4.58	6.80	企业债 5Y	0.79	1.03	1.51	3.73
企业债 7Y	3.96	4.24	4.75	6.97	企业债 7Y	0.76	1.04	1.55	3.77
城投债 3Y	3.69	3.87	4.14	6.38	城投债 3Y	0.78	0.96	1.22	3.46
城投债 5Y	3.87	4.24	4.60	7.03	城投债 5Y	0.80	1.17	1.53	3.96
城投债 7Y	4.07	4.44	4.80	7.34	城投债 7Y	0.86	1.23	1.59	4.13

周变化 (BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	1.3	-0.7	-0.7	-0.7	CP	-0.9	-2.9	-2.9	-2.9
MTN3Y	3.2	1.3	2.3	2.3	MTN3Y	0.4	-1.6	-0.6	-0.6
MTN5Y	2.8	1.8	2.8	2.8	MTN5Y	-4.1	-5.1	-4.0	-4.0
企业债 3Y	3.0	3.1	5.1	6.1	企业债 3Y	0.2	0.2	2.2	3.2
企业债 5Y	2.4	1.4	1.4	1.4	企业债 5Y	-4.5	-5.5	-5.5	-5.5
企业债 7Y	-0.8	-2.8	-2.8	-3.8	企业债 7Y	-3.3	-5.3	-5.3	-6.3
城投债 3Y	-2.7	-0.6	0.4	3.4	城投债 3Y	-5.5	-3.5	-2.5	0.5
城投债 5Y	0.5	4.5	5.5	4.5	城投债 5Y	-6.4	-2.4	-1.4	-2.4
城投债 7Y	1.4	4.4	4.4	3.4	城投债 7Y	-1.0	2.0	2.0	1.0

收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	39%	38%	39%	70%	CP	7%	8%	19%	79%
MTN3Y	33%	33%	36%	72%	MTN3Y	20%	21%	26%	86%
MTN5Y	23%	28%	30%	72%	MTN5Y	9%	19%	24%	76%
企业债 3Y	33%	29%	33%	69%	企业债 3Y	18%	16%	22%	82%
企业债 5Y	24%	19%	21%	57%	企业债 5Y	10%	5%	7%	65%
企业债 7Y	18%	9%	12%	47%	企业债 7Y	7%	2%	3%	52%
城投债 3Y	28%	26%	24%	66%	城投债 3Y	15%	19%	21%	77%
城投债 5Y	17%	23%	24%	73%	城投债 5Y	7%	21%	24%	80%
城投债 7Y	15%	20%	20%	68%	城投债 7Y	6%	20%	18%	79%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

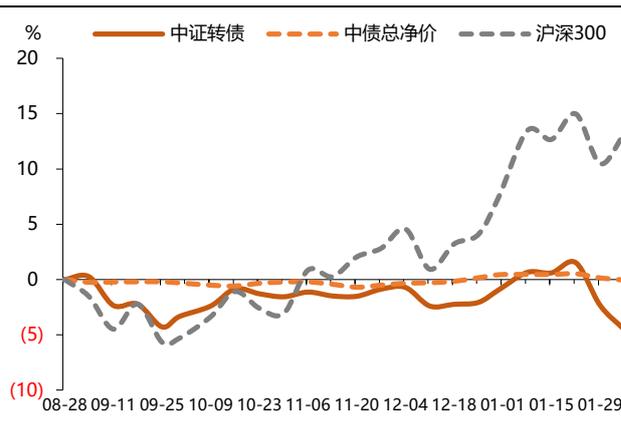
权益市场本周调整为主，各主要板块小幅修复，其成交量适度萎缩。转债策略方面，转债品种受非银赎回影响，同时叠加前期估值略高，且市场调整后股市预期转弱，上周抛盘较重表现相对较弱，持续关注电子和计算机，电力设备和医药板块以及石油化工等板块。市场表现上，上证综指、创业板指、上证 50 和沪深 300 表现分别为+0.4%、+2.1%、+3.4%和+2.5%。转债市场表现相对较弱，中证转债指数下跌 2.3%。

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	0.4	-3.4	16.0	16.0	↓ 4003	4422.3
深证成指	1.3	-5.2	33.6	33.1	↓ 5159	5789.2
创业板指	2.1	-6.8	69.7	68.5	↓ 1777	2055.1
上证50	3.4	-3.5	14.3	14.2	↓ 1021	1078.4
沪深300	2.5	-3.9	16.6	16.4	↓ 3858	4205.2
中证500	-1.7	-4.4	27.7	28.1	↓ 1672	1900.0
中证1000	-4.1	-6.2	39.3	40.1	↓ 1630	1918.1

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: 节前生产转弱, 春运人口约为往年减半, 电厂日耗降幅较大, 开工率多是低于往年节前同期。企业停产放假数量增多, 用电负荷降幅显著。截至 2 月 1 日数据, 沿海八省电厂日耗合计 180.5 万吨, 较 1 月中旬最高点下降 26%, 库存合计 2246 万吨, 增加 6.4%。浙电集团日耗 11.3 万吨, 较 1 月中旬最高点下降 43.5%, 库存 330 万吨, 增加 26.9%。

地产: 地产低基数效应相对明显, 回顾 1 月全月 30 大中城市商品房日均销售面积 55.57 万平方米, 环比下跌 15%, 同比上涨 67.1%, 一线、二线和三线城市销售面积环比下跌 9.2%、24.7% 和 6.6%, 同比上涨 118.5%、43.8% 和 58.1%

进出口: 1 月全月 CCFI 指数环比上涨 27.8%, 同比上涨 103.1%; SCFI 指数环比上涨 16.9%, 同比上涨 187.4%, 出口方面表现仍较强。

通胀: 食品价格方面, 节前农产品价格弱于往年, 分品种看仅鸡肉价格小幅上涨, 猪肉、牛肉、羊肉、鸡蛋、蔬菜和水果周度数据都下跌为主, 其中猪肉和鸡蛋价格周度下降相对其他品种略明显。工业品价格方面, 油价突破前高, 对工业品价格边际拉动作用显现, LME 铜上涨 2.17%, LME 铝上涨 2.12%, 南华工业品价格指数上涨 2.51%。

消费: 乘联会最新数据显示, 1 月全月乘用车零售环比下降 5%, 同比增长 25%, 乘用车批发日均环比下降 14%, 同比增长 21%, 需求方面环比表现略弱, 但是同比表现较好, 主要因为去年同期低基数影响, 全月表现来看疫情反复下零售走势表现相对一般。

海外: NYMEX 原油价格上涨 9.46%; 布伦特原油价格回升 6.67%。

下周关注: 中国 1 月通胀数据、1 月金融数据、央行 2 月 MLF 操作情况。

2、本周债市判断

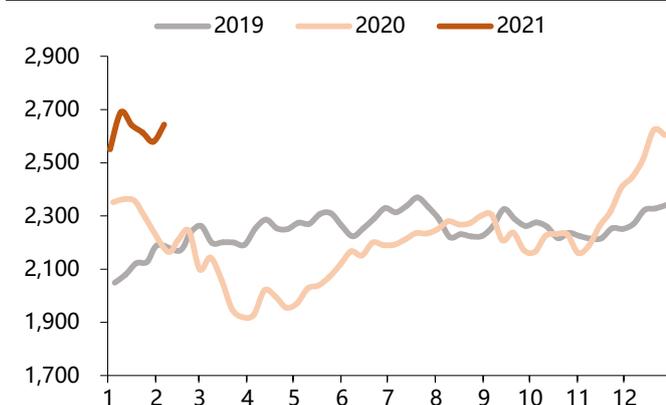
利率债: 本周为春节前最后一个交易周, 考虑到节假日影响成交可能相对略清淡。1 月末央行的流动性操作使得市场对后续货币政策的预期快速调整, 流动性资金利率将适度上行, 本

周关注本周央行MLF操作情况。宏观数据上，上游行业油价有所上行，煤价有所下行，有色金属涨跌互现。中游行业水泥价格下行，下游行业地产成交面积有所增加，土地溢价率有所回落，车市需求表现环比上升，同比也有所增长。疫情影响下的就地过节政策，对部分消费场景及旅游交通造成一定影响，但预计随着季节转暖及疫苗普及，后续疫情影响将边际减弱。债市方面，短端品种修复较快，市场预期重调整下利率面临重定价，短期看期限利差大概率走阔修复，1Y利率受存单影响小幅上行，中长端利率小幅抬升震荡。

信用债：坚持票息策略出发，市场偏好持续萎缩，5年和7年AA+评级城投债品种近两周持续上行为主，城投短融发行有所增加，市场对后续信用风险进一步暴露持较谨慎态度。

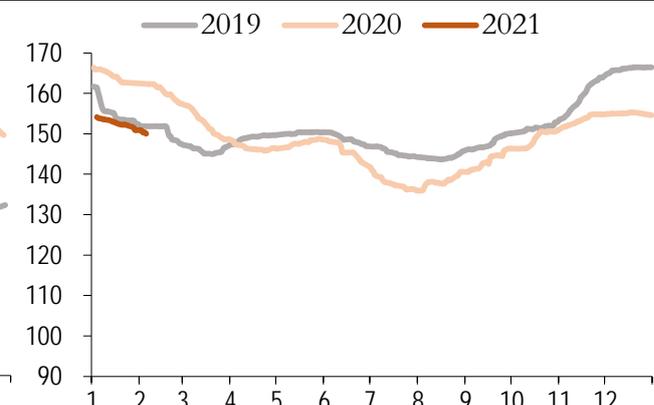
可转债：流动性适度回归中枢，权益市场情绪小幅修复，主要板块震荡小幅上行为主。转债品种受非银赎回影响，同时叠加前期估值略高，且市场调整后股市预期转弱，上周抛盘较重表现相对较弱，部分个券可能存在超跌机会，后续关注业绩良好、资质好的中低平价个券配置机会。

图表. 南华工业品指数小幅下行



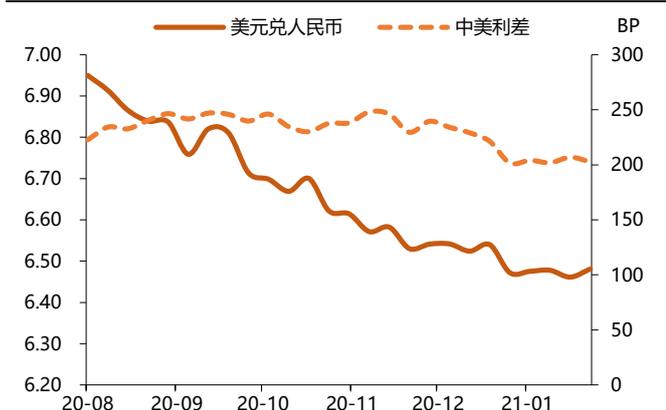
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格相对平稳小幅下行



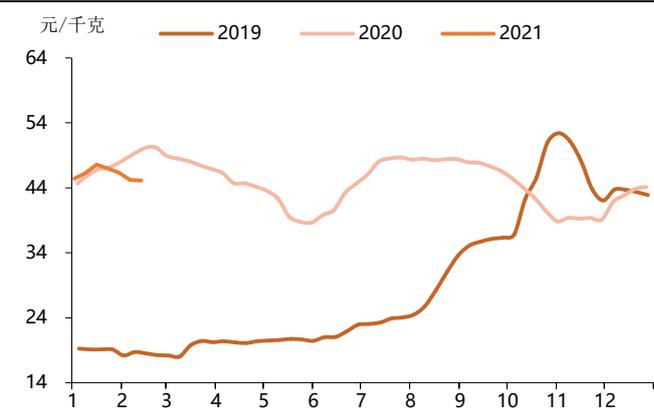
资料来源：万得，富荣基金

图表. 人民币汇率低位震荡



资料来源：万得，富荣基金

图表. 猪肉价格出现回落



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。