

富荣基金固定收益周报

——债市情绪高涨，美非农就业不佳

一、本周专题

周五公布的美国 8 月非农数据表现不佳。

(1) 8 月新增非农就业 23.5 万人，较 7 月的 105 万人显著放缓。分行业看，与外出相关的接触性服务业（如酒店休闲业、零售业）放缓较多，而其他行业的就业基本延续了过去几个月的扩张态势，说明就业的放缓主要是受 DELTA 疫情影响。

(2) 就业放缓的同时工资上涨仍超预期。美国 8 月时薪环比增速高达 0.56%，远超预期 0.3%，前值 0.39%，以及历史同期均值 0.27%。同时，美国 8 月劳动力每周平均工时继续维持在 34.7 小时的历史高位。一方面，工资的超预期上涨反映美国就业环境十分良好；但另一方面，若触动“工资-价格”螺旋机制，持续高通胀的概率提升，或影响美联储“暂时性通胀”的判断。

(3) 非农不佳或重新引发 TAPER 争论。8 月份非农数据表示疫情对就业带来显著影响，这一点超过了鲍威尔在央行年会中的乐观预期。若美国疫情不能迎来拐点，未来美联储很可能需要重新评估其政策路径。往前看，美联储于 9 月宣布 TAPER 的概率下降，我们的预计情形仍然是 11 月宣布 TAPER。

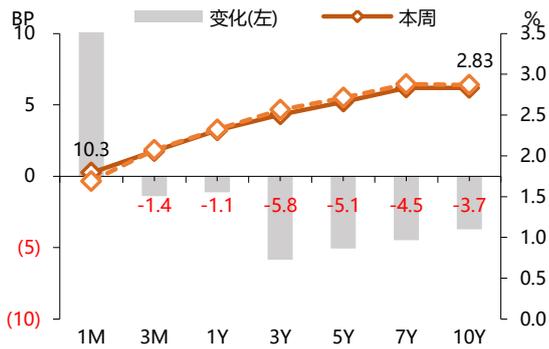
(4) 非农数据公布后黄金大涨，显示投资者在交易“滞胀”。疫情冲击本质上是供给冲击，具有“滞胀”效应，会形成有利于黄金的宏观环境。如果货币当局进退两难，犹豫不决，金价将受到支撑。但如果货币当局出手打压通胀，金价将承压。

二、上周回顾

1、利率债

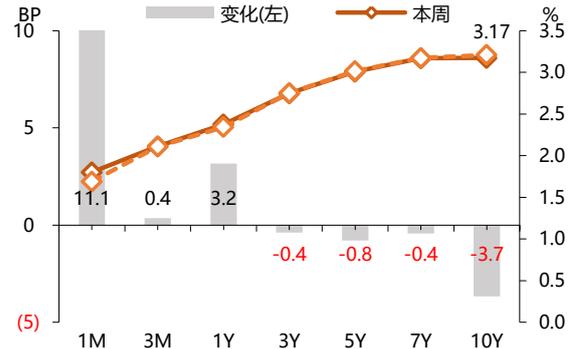
央行公开市场操作到期 1700 亿，投放 1300 亿元，净回笼 400 亿元。在 PMI、资金面等利好的催化下债市多头情绪再度升温，10 年国债活跃券全周下行 4BP，利率曲线趋平。全周 1Y、5Y、10Y 国债中债估值分别变动 -1.1BP、-5.1BP 和 -3.7BP，10-1Y 国债利差下行 2.6BP。

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

2、信用债

信用债涨跌分化, 三年期城投债及中票估值下行 1~5BP 不等, 其余期限类型信用债多调整 1~3bp 不等。具体来看: 1Y 期限短融变化 2~3BP, 3 年 AAA 企业债变化-4~3BP, 5Y 企业债变化 2~3BP 左右, 城投债 3Y 期限品种变化-2~0BP, 5Y 品种变化-1~2BP, 7Y 品种变化-4~1BP 左右。具体来看收益率分位数, 1Y 品种收益率分位数在 9%~15%以内; 3Y 品种收益率分位数在 5%~13%区间; 5Y 及 7Y 等中长期品种处于 4%~9%分位数。

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	2.72	2.81	2.99	5.33	CP	0.40	0.50	0.68	3.02
MTN3Y	3.08	3.25	3.73	6.07	MTN3Y	0.58	0.75	1.23	3.57
MTN5Y	3.44	3.66	4.29	6.62	MTN5Y	0.77	0.99	1.62	3.95
企业债 3Y	3.04	3.25	3.85	6.18	企业债 3Y	0.54	0.75	1.35	3.68
企业债 5Y	3.40	3.62	4.30	6.63	企业债 5Y	0.74	0.96	1.64	3.97
企业债 7Y	3.64	3.86	4.54	6.87	企业债 7Y	0.80	1.02	1.70	4.03
城投债 3Y	3.06	3.20	3.36	5.92	城投债 3Y	0.56	0.70	0.85	3.41
城投债 5Y	3.41	3.60	3.96	6.84	城投债 5Y	0.75	0.94	1.30	4.18
城投债 7Y	3.63	3.82	4.32	7.20	城投债 7Y	0.80	0.99	1.49	4.37

周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	2.5	2.5	1.5	1.5	CP	3.6	3.6	2.6	2.6
MTN3Y	-1.1	-1.1	-5.1	-4.1	MTN3Y	4.7	4.7	0.7	1.7
MTN5Y	2.5	1.5	1.5	1.5	MTN5Y	7.6	6.6	6.6	6.5
企业债 3Y	-4.2	1.8	2.8	2.8	企业债 3Y	1.6	7.6	8.7	8.6
企业债 5Y	1.7	1.7	2.7	2.7	企业债 5Y	6.8	6.8	7.8	7.8
企业债 7Y	1.3	1.3	2.3	2.3	企业债 7Y	5.8	5.8	6.8	6.8
城投债 3Y	-2.2	-1.2	-0.2	-2.2	城投债 3Y	3.7	4.7	5.7	3.7
城投债 5Y	-0.9	2.1	1.1	0.1	城投债 5Y	4.1	7.1	6.1	5.1
城投债 7Y	1.0	-1.1	-1.0	-4.0	城投债 7Y	5.4	3.4	3.4	0.4

收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP					CP				
MTN3Y					MTN3Y				
MTN5Y					MTN5Y				
企业债 3Y					企业债 3Y				
企业债 5Y					企业债 5Y				
企业债 7Y					企业债 7Y				
城投债 3Y					城投债 3Y				
城投债 5Y					城投债 5Y				
城投债 7Y					城投债 7Y				

CP	15%	10%	9%	45%	CP	0%	0%	0%	58%
MTN3Y	11%	8%	9%	48%	MTN3Y	6%	2%	15%	77%
MTN5Y	9%	7%	9%	50%	MTN5Y	13%	8%	21%	84%
企业债 3Y	10%	7%	13%	53%	企业债 3Y	4%	1%	21%	83%
企业债 5Y	9%	5%	9%	48%	企业债 5Y	11%	5%	22%	84%
企业债 7Y	8%	4%	6%	40%	企业债 7Y	14%	6%	16%	78%
城投债 3Y	6%	5%	5%	46%	城投债 3Y	3%	4%	3%	71%
城投债 5Y	7%	8%	7%	60%	城投债 5Y	7%	9%	13%	85%
城投债 7Y	5%	4%	6%	57%	城投债 7Y	5%	3%	8%	81%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

3、可转债

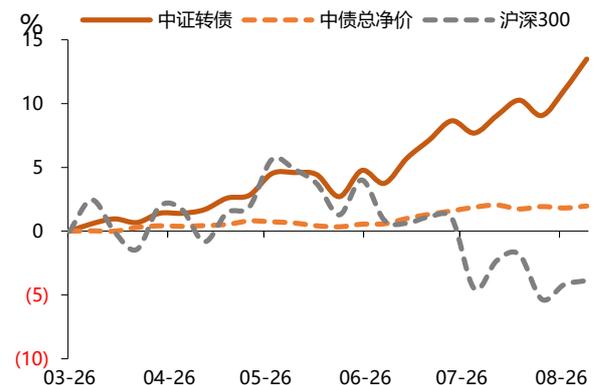
权益主要指数风格出现变化，小盘股本周跑输大盘股，主要成长赛道继续调整。具体看，上证综指上涨1.69%，上证50指数上涨1.69%，沪深300指数上涨0.33%，中证500指数上涨1.37%，创业板受部分热门成长赛道股拖累下跌4.76%。中证转债上涨2.19%，再度跑赢沪深300及上证50指数。

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	2.8	13.7	13.9	↑ 7126	5916.0
深证成指	-1.8	1.3	26.5	27.4	↑ 8079	7444.7
创业板指	-4.8	2.0	54.1	58.9	↓ 2889	2977.5
上证50	1.7	1.6	10.7	10.8	↑ 1329	1056.1
沪深300	0.3	1.2	13.0	13.4	↑ 4679	3868.8
中证500	1.4	3.8	21.6	21.6	↑ 2944	2335.0
中证1000	-0.6	2.8	37.0	37.1	↑ 3362	3024.2

资料来源：万得，富荣基金

图表. 转债指数与股指累计变化

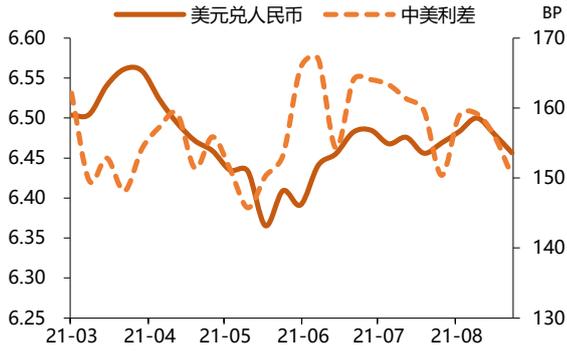


资料来源：万得，富荣基金

4、其他资产

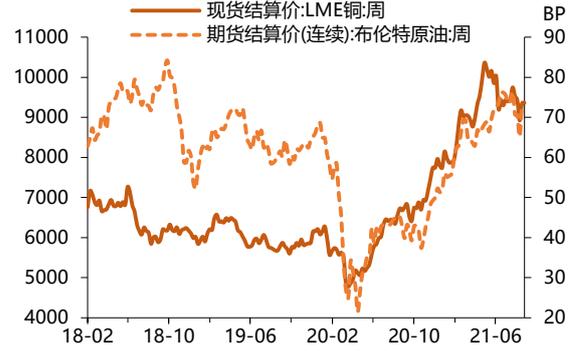
其他资产方面，在岸人民币对美元升值0.33%收于6.4585，伦敦金现上涨0.59%至1827美元，标普500指数上涨0.58%续创历史新高，布油价格上涨1.09%至72.48美元每桶，LME铜微涨0.64%，10年美债震荡上行1.8bp收于1.328%。

图表. 人民币汇率



资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 铜价 & 油价



资料来源: 万得, 富荣基金

5、高频数据

上游原油、焦煤、动力煤价格持续上涨, 基建加速下水泥价格连续五周回暖, 玻璃价格连续三周走弱。

食品价格方面, 农产品和菜篮子批发价格 200 指数及猪肉价格略有上涨, 蔬菜、水果批发价结束了连续三周下跌, 环比小幅反弹。

工业品价格方面, 美非农数据较弱拖累美元指数下行, 且部分产品受供给端基本面影响, 有色金属上周进一步上涨。

地产方面, 进入“金九”, 下游商品房成交面积环比连续三周回暖, 其中一线城市成交面积环比略有下行, 二线城市成交面积显著回暖, 但三线城市成交面积仍在下降通道。

图表. 周度高频数据跟踪

	指标名称	2021/09/05	2021/08/29	2021/08/22	2021/08/15	2021/08/08	2021/08/01
工业生产	高炉开工率(163家):全国		-1.2%	0.2%	-0.7%	0.7%	0.2%
	PTA产业链负荷率:PTA工厂	-0.7%	4.5%	0.0%	7.3%	3.3%	-10.9%
上游价格	期货:布伦特原油	2.2%	5.1%	-4.1%	-1.3%	-4.9%	5.0%
	期货:焦煤	6.2%	10.2%	19.6%	3.3%	0.0%	4.9%
	期货:动力煤	7.6%	7.8%	3.3%	-14.5%	7.3%	1.9%
	期货:铁矿石	-1.6%	-0.3%	-16.7%	-0.5%	-1.3%	-8.8%
	期货:阴极铜	1.1%	0.2%	-1.6%	-0.7%	-1.6%	4.1%
	Myspic综合钢价指数	0.5%	-0.2%	-0.9%	0.1%	-1.5%	1.5%
	水泥价格指数:全国	1.1%	1.6%	2.1%	1.2%	1.7%	-0.1%
	南华玻璃指数	-1.6%	-0.8%	-2.5%	1.6%	-3.9%	-2.5%
农产品	农产品批发价格200指数	0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.4%	1.9%	1.7%
	菜篮子产品批发价格200指数	0.2%	-0.3%	-0.8%	-0.5%	2.1%	2.0%
	平均批发价:猪肉	0.1%	-1.1%	-0.9%	-3.4%	0.0%	-0.7%
	平均批发价:28种重点监测蔬菜	1.3%	-0.4%	-2.2%	-1.3%	6.1%	4.0%
	平均批发价:7种重点监测水果	0.6%	-3.2%	-2.6%	-0.4%	-1.4%	-1.7%
工业金属	长江有色:铜:1#	0.5%	2.7%	-4.2%	0.7%	-2.8%	2.3%
	长江有色:铝:A00	3.3%	2.7%	0.3%	0.6%	0.5%	2.7%
	长江有色:铅:1#	-2.9%	1.3%	-1.3%	-1.3%	-0.6%	-2.8%
	长江有色:锌:0#	-0.1%	-0.6%	0.3%	0.0%	0.2%	0.8%
	长江有色:锡:1#	1.1%	2.9%	-1.1%	3.5%	-1.0%	0.6%
	长江有色:镍板:1#	3.3%	0.5%	-4.2%	1.6%	-1.0%	2.7%
	LME铜	0.1%	4.8%	-5.4%	-1.0%	-2.2%	3.3%
	LME铝	0.8%	4.1%	-1.3%	-0.6%	-0.2%	5.3%
	LME锌	0.0%	1.2%	-1.9%	0.0%	-1.1%	3.2%
	LME铅	-3.1%	-0.3%	0.8%	3.7%	-2.6%	0.3%
	LME锡	-2.6%	2.3%	-6.7%	0.1%	0.3%	2.5%
	LME镍	-2.2%	1.9%	-5.5%	0.6%	-1.8%	3.2%
地产	30大中城市:商品房成交面积	14.7%	3.5%	1.5%	-3.3%	-11.6%	-10.2%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市	-4.2%	10.6%	4.9%	9.3%	9.8%	13.5%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市	42.0%	-2.1%	3.2%	-9.2%	-11.5%	-18.6%
	30大中城市:商品房成交面积:三四线城市	-7.5%	4.8%	-5.3%	-5.6%	-26.7%	-9.3%
进口	CCBFI:综合指数			0.8%	1.0%	0.6%	0.8%
	CCFI:综合指数			1.0%	2.3%	-0.9%	2.6%
	SCFI:综合指数			1.0%	1.4%	1.3%	0.7%
出口	波罗的海干散货指数(BDI)	-6.9%	3.5%	14.8%	5.8%	2.4%	2.9%
	CICFI:综合指数		-1.5%	-0.5%	1.0%	-1.7%	2.0%
消费	当周日均销量:乘用车:厂家批发:	-9.0		-29.0	-20.0	-13.0	-2.0
	当周日均销量:乘用车:厂家零售:	-12.0		-23.0	-17.0	1.0	-9.0
	义乌中国小商品指数:总价格指数		0.1%	0.2%	0.5%	0.5%	0.1%
	电影票房收入:当周值		30.0%	-36.6%	-8.0%	-28.8%	12.9%
	柯桥纺织:价格指数:总类		-0.4%	-0.2%	0.4%	0.2%	0.2%
柯桥纺织:价格指数:服装面料类		-0.1%	-0.3%	0.3%	-0.1%	0.2%	

资料来源: 万得, 富荣基金;

三、策略展望

利率债: 7月初国常会以来, 货币政策宽松预期再起、疫情反复、国内经济与社融数据的

走弱对债市构成利好，债市情绪高涨，十年期国债短时间内下行超过 25BP。站在当前的节点看，利率债绝对位置处历史较低分位，市场对下半年经济的下行与货币的宽松已有所定价；同时，后续利率债供给的放量、宽信用以及美联储 TAPER 的边际变化或对市场产生一定扰动。我们维持对利率谨慎乐观的判断，谨防多头走在预期前，采用哑铃型配置以灵活应对可能打破均衡的超预期因素。

信用债：信用债方面，K 型分化的过程中，监管的控制力逐渐显现。一方面致力完善长效机制（《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》），另一方面也在避免短期系统性金融风险，对某些典型企业采取了不同的措施和关注，对信贷不平衡地区启动了再贷款。信用策略上，在继续防范尾部风险的基础上，关注具备持续经营能力的国企产业和强公益属性的城投债的机会。

可转债：流动性环境对权益市场仍较友好，但企业整体盈利压力逐步显现。看好可转债中成长性较强、符合长期产业政策引导方向的新能源汽车、碳中和、硬科技及专精特新。鉴于热门赛道的高估值和拥挤交易，整体仓位仍需趋于谨慎，重点挖掘结构性机会。结构上继续推荐以下三条主线：一是稳定型与低价高性价比转债，防御性较好，在市场整体估值高位下具备底仓配置价值；二是在中游制造板块中寻找细分景气度不错、行业格局好、PEG 估值性价比较高的中小市值隐形冠军；三是景气度持续提升的半导体、光伏、锂电成长板块转债，短期调整叠加盈利释放后，估值吸引力有所提升，仍具备中长期配置价值。

下周关注：国内外疫情、央行公开市场操作、8 月进出口数据（周二）、8 月通胀数据（周四）、8 月金融数据（待定）、美联储经济状况褐皮书（周四）

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。