

富荣基金固定收益周报

——跨季资金充裕，美债上行突破

一、本周专题

专题一：白宫与参众两院就后续财政计划的支付方案达成一致，美债上破 1.4%

1) 白宫、参众两院就基建计划的支付方案达成一致，拜登基建计划更进一步。民主党已在 2021 年 8 月 10 日起草了一份包含 3.5 万亿美元财政计划的 2022 财年预算决议案讨论要点。当前白宫、参众两院就后续财政计划支付方案达成一致，拜登基建计划通过概率显著提升。

2) 货币政策边际转紧叠加财政扩支预期上升，美债收益率面临阶段性压力。展望四季度，美联储购买美债减速，意味着美债整体需求面临边际减少的压力。而从供给端来看，四季度，美国 5500 亿美元传统基建计划大概率将落地，3.5 万亿美元财政支出计划也将进入国会投票程序。一旦债务上限被重新冻结或者提升，新增的财政刺激计划意味着美债供给也将大量提升。因此，美债长端利率可能阶段性面临上行推力。

3) 海外金融市场反映风险偏好上升。截止北京时间 9 月 24 日 0 点，美国 10 年期国债收益率由 1.32% 快速上升 8BP 至 1.40%，2 年期国债收益率上行 1BP 至 0.25%，国债收益率曲线出现陡峭化。与此同时，美国标普 500 指数上涨 1.31%，大宗原油价格上行 1.58%，而黄金下跌 1.03%，财政刺激预期升温背景下市场风险偏好出现回升。

4) 展望后市，黄金或将继续承压、股票风格会阶段转向价值，但中期仍偏向成长。此轮利率变化与 2 月初有一些可以参考和借鉴之处，但是大的经济周期和政策环境已然不同。一方面，美国增长已经不像去年底处于修复的初期，向上的二阶导数最快的阶段逐步过去。另一方面，货币政策环境已然不同，最新的 9 月 FOMC 会议已经传递了较为强烈的 QE 减量即将开始的信号。这一背景下，黄金或将继续承压、股票风格在利率阶段性上行期间可能会再转向银行等价值股，但由于增长周期也可能逐步回落，预计中期可能还是以与大的宏观增长环境相关性较低的成长为主。

专题二：限电

限电的原因：

1) 需求端，今年 1-8 月我国全社会用电量 54703 亿千瓦时，同比增 14.72%，相比 2019 年同期增 15.35%，增速明显高于往年；

2) 供给端，总装机容量增速尚可，但稳定电源火电的增速持续下滑；前 8 月火电设备的平均利用小时 2988 小时，高于过去两年，是 2015 年来的最高值，之前年度峰值约 3900 小时。

3) 政策端，8 月 17 日发改委印发了《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，随后多个预警省份出现限电限产措施，赶工完成全年目标。

限电的影响:

1) 高耗能产业的限电、限产是降低能耗总量的有效手段,短期影响开工率,中长期影响相关行业的产能扩张;钢铁、电解铝等行业供给端将基本稳定,具备全产业链或效率优势的化工企业受益。

2) 9-10 月份是传统的投资旺季,原材料等供给短缺或对短期价格进一步造成冲击,9 月以来动力煤指数增长 35.80%,水泥价格指数增长 23.14%,沪铝指数增长 9.69%,螺纹钢指数增长 4.31%,PTA 指数增长 4.58%。需观察对 CPI 的传导。

3) 地产投资低迷、外需增速收敛叠加制造业上的双控,或使四季度宏观经济下行压力加剧。

4) 长期政策定力较强,关注短期多方压力下部分政策结构性缓和的信号。

二、上周回顾

1、利率债

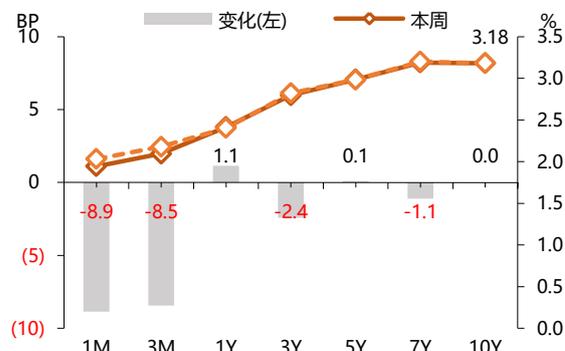
上周节后仅有三个交易日,但央行公开市场操作净投放 2200 亿元,跨季资金供给充裕,10 年国债活跃券全周下行 0.5BP,利率曲线小幅走阔。全周 1Y、5Y、10Y 国债中债估值分别变动-0.8BP、-0.2BP 和+0BP,10-1Y 国债利差上行 0.9BP。

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

信用债继续调整,3 年期城投债变化 2~3BP,3 年期中票变化 3~4BP。1Y 期限短融变化 3~5BP,3 年 AAA 企业债变化-2~0BP,5Y 企业债变化 0~1BP 左右,城投债 3Y 期限品种变化 2~3BP,5Y 品种变化-5~8BP,7Y 品种变化-6~7BP 左右。具体来看收益率分位数,1Y 品种收益率分位数在 15%~20% 以内;3Y 品种收益率分位数在 8%~16% 区间;5Y 及 7Y 等中长期品种处于 5%~12% 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 | 2.83 | 2.96 | 3.09 | 5.44 | CP | 0.45 | 0.58 | 0.71 | 3.06 |
| MTN3Y | 3.15 | 3.34 | 3.84 | 6.18 | MTN3Y | 0.60 | 0.80 | 1.30 | 3.64 |
| MTN5Y | 3.48 | 3.70 | 4.32 | 6.66 | MTN5Y | 0.76 | 0.98 | 1.60 | 3.94 |
| 企业债 3Y | 3.12 | 3.32 | 3.95 | 6.29 | 企业债 3Y | 0.58 | 0.78 | 1.41 | 3.75 |
| 企业债 5Y | 3.47 | 3.67 | 4.37 | 6.72 | 企业债 5Y | 0.75 | 0.95 | 1.65 | 4.00 |
| 企业债 7Y | 3.66 | 3.87 | 4.57 | 6.91 | 企业债 7Y | 0.81 | 1.02 | 1.72 | 4.06 |
| 城投债 3Y | 3.17 | 3.33 | 3.53 | 6.00 | 城投债 3Y | 0.62 | 0.78 | 0.99 | 3.46 |
| 城投债 5Y | 3.50 | 3.77 | 4.02 | 6.75 | 城投债 5Y | 0.78 | 1.05 | 1.30 | 4.03 |
| 城投债 7Y | 3.74 | 4.01 | 4.43 | 7.17 | 城投债 7Y | 0.89 | 1.16 | 1.58 | 4.32 |

| 周变化 (BP) | AAA | AA+ | AA | AA- | 息差 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|----------|------|-----|-----|------|--------|-----|-----|-----|------|
| CP | 2.8 | 2.8 | 4.9 | 4.8 | CP | 3.7 | 3.7 | 5.7 | 5.7 |
| MTN3Y | 2.1 | 4.1 | 3.1 | 3.1 | MTN3Y | 6.3 | 8.3 | 7.3 | 7.3 |
| MTN5Y | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 1.8 | MTN5Y | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 2.0 |
| 企业债 3Y | -1.7 | 0.3 | 0.3 | -1.7 | 企业债 3Y | 2.5 | 4.5 | 4.5 | 2.5 |
| 企业债 5Y | -0.1 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 企业债 5Y | 0.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 企业债 7Y | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 企业债 7Y | 2.9 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 城投债 3Y | 2.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 城投债 3Y | 6.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| 城投债 5Y | 1.7 | 7.7 | 2.7 | -5.3 | 城投债 5Y | 1.9 | 7.9 | 2.9 | -5.1 |
| 城投债 7Y | 1.1 | 7.1 | 1.1 | -5.9 | 城投债 7Y | 2.2 | 8.2 | 2.2 | -4.8 |

| 收益率分位 | AAA | AA+ | AA | AA- | 息差 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|--------|-----|-----|-----|-----|--------|-----|-----|-----|-----|
| CP | 20% | 17% | 15% | 49% | CP | 2% | 1% | 0% | 61% |
| MTN3Y | 12% | 10% | 13% | 56% | MTN3Y | 8% | 8% | 19% | 85% |
| MTN5Y | 10% | 8% | 10% | 53% | MTN5Y | 11% | 7% | 19% | 82% |
| 企业债 3Y | 12% | 9% | 16% | 60% | 企业债 3Y | 7% | 4% | 26% | 87% |
| 企业债 5Y | 10% | 7% | 12% | 53% | 企业债 5Y | 14% | 6% | 24% | 87% |
| 企业债 7Y | 9% | 5% | 7% | 44% | 企业债 7Y | 16% | 7% | 18% | 80% |
| 城投债 3Y | 10% | 9% | 8% | 48% | 城投债 3Y | 7% | 9% | 12% | 72% |
| 城投债 5Y | 9% | 10% | 9% | 54% | 城投债 5Y | 9% | 16% | 14% | 78% |
| 城投债 7Y | 9% | 9% | 10% | 55% | 城投债 7Y | 14% | 15% | 20% | 78% |

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

3、可转债

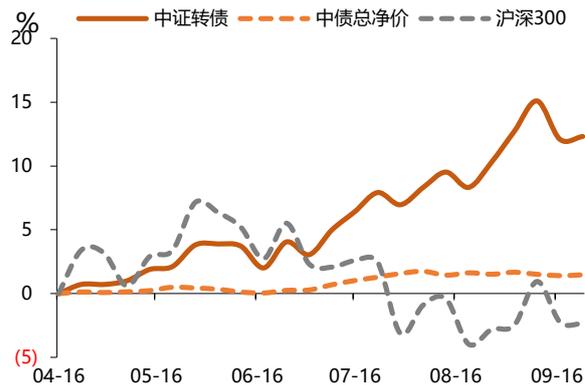
权益主要指数小幅调整，具体看，上证综指下跌 0.02%，上证 50 指数下跌 0.53%，沪深 300 指数下跌 0.13%，中证 500 指数下跌 0.21%，创业板指上涨 0.46%。中证转债上涨 0.20%，跑赢沪深 300 及上证 50 指数。

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 | 0.0 | -2.4 | 13.8 | 13.7 | ↓ 6949 | 7126.0 |
| 深证成指 | 0.0 | -2.8 | 27.6 | 26.5 | ↓ 7805 | 8078.8 |
| 创业板指 | 0.3 | -1.2 | 56.0 | 54.1 | ↓ 2759 | 2889.2 |
| 上证50 | -0.5 | -2.8 | 11.0 | 10.7 | ↓ 1146 | 1329.2 |
| 沪深300 | -0.1 | -3.1 | 13.5 | 13.0 | ↓ 4400 | 4679.4 |
| 中证500 | -0.2 | -2.8 | 22.6 | 21.6 | ↑ 2970 | 2943.8 |
| 中证1000 | -0.4 | -2.6 | 38.4 | 37.0 | ↓ 3290 | 3361.7 |

资料来源: 万得, 富荣基金

图表. 转债指数与股指累计变化

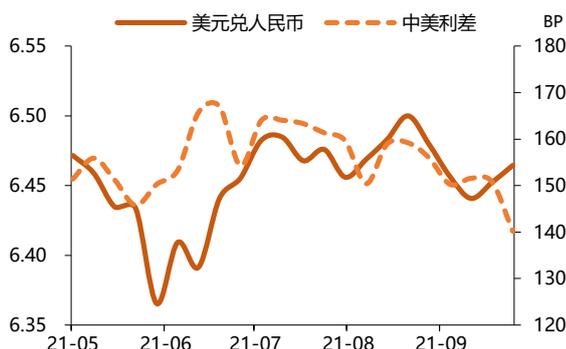


资料来源: 万得, 富荣基金

4、其他资产

其他资产方面, 在岸人民币对美元贬值 0.23% 收于 6.4669, 伦敦金现下跌 0.25% 至 1749.98 美元, 标普 500 指数上涨 0.51%, 布油价格上涨 2.47% 至 77.20 美元每桶, LME 铜微涨 0.46%, 10 年美债大幅上行 9BP 收于 1.457%。

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

上游节前焦煤、动力煤、原油价格持续冲高, 基建加速下水泥价格连续八周回暖, 玻璃价格连续六周走弱。

食品价格方面, 农产品和菜篮子批发价格 200 指数、水果批发价微涨, 蔬菜价格基本持平, 猪肉环比进一步下行。

工业品价格方面, 有色金属板块大多较弱势, 但铝由于能耗双控导致产量受限, 近期持续上涨。

地产方面, 中秋假期后下游商品房成交面积环比回落, 其中一线城市成交面积 9 月以来表现弱势, 二线三线城市成交面积震荡。

图表. 周度高频数据跟踪

| | 指标名称 | 2021/09/26 | 2021/09/19 | 2021/09/12 | 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 | | -2.7% | -1.5% | | | 0.2% | -0.7% | 0.7% | 0.2% |
| | PTA产业链负荷率:PTA工厂 | -8.4% | -6.8% | 0.2% | -0.7% | 4.5% | 0.0% | 7.3% | 3.3% | -10.9% |
| 上游价格 | 期货:布伦特原油 | 1.7% | 3.5% | -0.8% | 2.2% | 5.1% | -4.1% | -1.3% | -4.9% | 5.0% |
| | 期货:焦煤 | 9.5% | 2.7% | 7.0% | 6.2% | 10.2% | 19.6% | 3.3% | 0.0% | 4.9% |
| | 期货:动力煤 | 9.2% | 12.3% | 3.7% | 7.6% | 7.8% | 3.3% | -14.5% | 7.3% | 1.9% |
| | 期货:铁矿石 | -15.5% | -5.5% | -7.6% | -1.6% | -0.3% | -16.7% | -0.5% | -1.3% | -8.8% |
| | 期货:阴极铜 | -2.1% | 1.3% | -0.3% | 1.1% | 0.2% | -1.6% | -0.7% | -1.6% | 4.1% |
| | Myspic综合钢材指数 | 1.1% | 1.2% | 1.6% | 0.5% | -0.2% | -0.9% | 0.1% | -1.5% | 1.5% |
| | 水泥价格指数:全国 | 10.4% | 8.5% | 2.8% | 1.1% | 1.6% | 2.1% | 1.2% | 1.7% | -0.1% |
| | 南华玻璃指数 | -1.6% | -9.8% | -1.1% | -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 | 0.1% | -0.4% | 0.3% | 0.2% | -0.3% | -0.7% | -0.4% | 1.9% | 1.7% |
| | 菜篮子产品批发价格200指数 | 0.1% | -0.5% | 0.4% | 0.3% | -0.3% | -0.8% | -0.5% | 2.1% | 2.0% |
| | 平均批发价:猪肉 | -5.2% | -1.9% | -3.0% | 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 | 0.0% | -1.3% | -1.5% | 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 | 0.7% | -0.2% | 1.5% | 0.6% | -3.2% | -2.6% | -0.4% | -1.4% | -1.7% |
| | 工业金属 | 长江有色:铜:1# | -0.8% | -0.5% | 0.9% | 0.5% | 2.7% | -4.2% | 0.7% | -2.8% |
| 长江有色:铝:A00 | 0.8% | 0.4% | 6.2% | 3.3% | 2.7% | 0.3% | 0.6% | 0.5% | 2.7% | |
| 长江有色:铝:1# | -2.2% | -2.5% | 1.0% | -2.9% | 1.3% | -1.3% | -1.3% | -0.6% | -2.8% | |
| 长江有色:锌:0# | 0.0% | -0.5% | 2.7% | -0.1% | -0.6% | 0.3% | 0.0% | 0.2% | 0.8% | |
| 长江有色:锡:1# | 6.6% | 2.8% | 3.7% | 1.1% | 2.9% | -1.1% | 3.5% | -1.0% | 0.6% | |
| 长江有色:镍板:1# | -0.7% | -5.5% | 5.4% | 3.3% | 0.5% | -4.2% | 1.6% | -1.0% | 2.7% | |
| LME铜 | -1.7% | -0.8% | 1.6% | 0.1% | 4.8% | -5.4% | -1.0% | -2.2% | 3.3% | |
| LME铝 | -0.3% | 0.6% | 7.4% | 0.8% | 4.1% | -1.3% | -0.6% | -0.2% | 5.3% | |
| LME锌 | 0.0% | 0.7% | 3.5% | 0.0% | 1.2% | -1.9% | 0.0% | -1.1% | 3.2% | |
| LME铅 | -2.5% | -6.5% | -0.6% | -3.1% | -0.3% | 0.8% | 3.7% | -2.6% | 0.3% | |
| LME锡 | 6.1% | 1.8% | 3.6% | -2.6% | 2.3% | -6.7% | 0.1% | 0.3% | 2.5% | |
| LME镍 | -4.4% | -1.5% | 4.5% | 3.1% | 1.9% | -5.5% | 0.6% | -1.8% | 3.2% | |
| 地产 | 30大中城市:商品房成交面积 | -28.0% | 9.1% | -14.6% | 10.6% | 4.4% | 1.5% | -3.3% | -11.6% | -10.2% |
| | 30大中城市:商品房成交面积:一 | -16.8% | 11.6% | -23.3% | -10.6% | 10.6% | 4.9% | 9.3% | 9.8% | 13.5% |
| | 30大中城市:商品房成交面积:二 | -22.2% | 1.7% | -7.6% | 29.3% | -2.1% | 3.2% | -9.2% | -11.5% | -18.6% |
| | 30大中城市:商品房成交面积:三 | -50.4% | 23.8% | -19.5% | 7.1% | 8.8% | -5.3% | -5.6% | -26.7% | -9.3% |
| 进口 | CCFI:综合指数 | | -1.8% | 3.3% | 0.1% | 3.1% | 0.8% | 1.0% | 0.6% | 0.8% |
| | CCFI:综合指数 | | 2.5% | 0.0% | 1.9% | 0.6% | 1.0% | 2.3% | -0.9% | 2.6% |
| | SCFI:综合指数 | | 0.5% | 1.2% | 1.5% | 2.7% | 1.0% | 1.4% | 1.3% | 0.7% |
| 出口 | 波罗的海干散货指数(BDI) | 8.6% | 10.6% | -2.0% | -6.9% | 3.5% | 14.8% | 5.8% | 2.4% | 2.9% |
| | CICFI:综合指数 | | 0.4% | -0.5% | -1.4% | -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 | -31.0 | | -38.0 | -32.0 | | -29.0 | -20.0 | -13.0 | -2.0 |
| | 当周日均销量:乘用车:厂家零售 | -14.0 | | -12.0 | -3.0 | | -23.0 | -17.0 | 1.0 | -9.0 |
| | 义乌中国小商品指数:总价格指数 | | 0.2% | 0.0% | -0.3% | 0.1% | 0.2% | 0.5% | 0.5% | 0.1% |
| | 电影票房收入:当周值 | | -5.4% | -10.1% | 1.8% | 30.0% | -36.6% | -8.0% | -28.8% | 12.9% |
| | 柯桥纺织:价格指数:总类 | | 0.1% | 0.1% | -0.1% | -0.4% | -0.2% | 0.4% | 0.2% | 0.2% |
| | 柯桥纺织:价格指数:服装面料类 | | -0.2% | 0.2% | 0.1% | -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，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：国内疫情扩散风险、央行公开市场操作、8月规模以上工业企业利润（周二）、9月制造业 PMI（周四）、美国 8 月核心 PCE 物价指数（周五）



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。