

富荣基金固定收益周报

——经济明显回落，能源价格冲高

一、本周专题

近期我国的宏观数据呈现出明显的经济回落，国内上游大宗商品价格维持高位，引发了对滞胀的进一步讨论。

1) 本轮滞胀的传导主要集中于上游原料端和中游制造业之间，表现为 PPI 数据高企，PPI 并未如以往一样对 CPI 形成快速的传导，主要原因在于疫情影响仍在持续，经济处于一个弱复苏的状态，总需求并没有完全恢复到疫情前；国内货币供应整体偏常态化，也并未出现居民收入和消费品价格叠加增长的态势。

2) 若类比 70 年代的大滞胀：相同地方在于都有成本推动型通胀的特点，石油危机和当前全球性的供应链短缺和双碳要求。不同之处在于，一是相比 70 年代当下的人口结构、全球产业链等格局促使需求没有强回升只有弱增长的基础；二是 70 年代美联储起初有意地过度宽松政策导致了通胀的加速而本轮有理由相信央行会更有经验；三是石油危机更多有地缘政治因素短期得到了缓解，本轮欧洲脱碳、拜登鼓励新能源、约束页岩油、国内从严要求双碳约束，能源转型是长期问题，或将使得能源价格中枢有所提升。

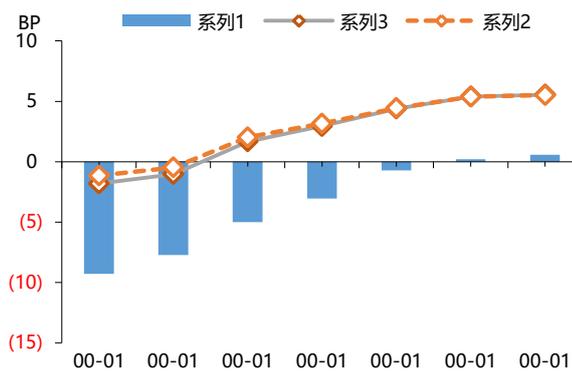
3) 对债市的影响：历史上滞胀对于债券市场更多的是负面影响，但中间的关键链条仍在货币政策。目前疫情影响仍未消散、经济下行压力加大，不能简单依靠以往提高利率抑制通胀的手段解决滞胀问题，当下主流货币政策保持对通胀的观察但尚未纳入核心矛盾。除通胀压力加大外，美债上行、利率供给节奏加快、潜在的宽信用等会对利率造成短期冲击，理财业务调整也持续对信用债利差有所影响，但经济内需下行和货币维稳是主要定心剂，预计利率维持窄幅震荡，短期略有调整。继续建议保持哑铃型组合形态，更偏短端，长端等待逐步调整后更好的买点。

二、上周回顾

1、利率债

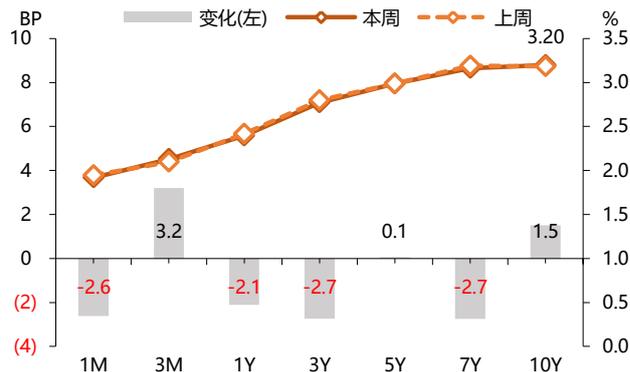
9 月 PMI 制造业数据跌破荣枯线、易纲发文称“中国将尽可能地延长实施正常货币政策的空间”、消息称“专项债需在 11 月底前发行完毕，不再为 12 月预留额度”，多空影响下节前几个交易日长端利率窄幅震荡，短端受跨节资金宽松影响有所回落，10-1Y 国债利差上行 3.38BP。回顾 9 月资产价格变化，全月 1Y、5Y、10Y 国债中债估值分别变动+2.2BP、+3.2BP 和+3.3BP，10-1Y 国债利差上行 1.1BP。

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 9 月出现调整。1Y 期限短融变化 16~20BP，3 年 AAA 企业债变化 7~17BP，5Y 企业债变化 8~15BP 左右，城投债 3Y 期限品种变化 11~20BP，5Y 品种变化-12~20BP，7Y 品种变化-14~18BP 左右。具体来看收益率分位数，1Y 品种收益率分位数在 17%~20% 以内，3Y 品种收益率分位数在 9%~18% 区间，5Y 及 7Y 等中长期品种处于 6%~13% 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	2.85	2.99	3.15	5.48	CP	0.52	0.65	0.81	3.14
MTN3Y	3.19	3.38	3.90	6.24	MTN3Y	0.68	0.86	1.38	3.72
MTN5Y	3.52	3.74	4.37	6.71	MTN5Y	0.81	1.03	1.66	4.00
企业债 3Y	3.16	3.34	3.99	6.33	企业债 3Y	0.64	0.82	1.47	3.81
企业债 5Y	3.50	3.68	4.40	6.75	企业债 5Y	0.79	0.97	1.69	4.04
企业债 7Y	3.70	3.89	4.61	6.95	企业债 7Y	0.85	1.04	1.76	4.10
城投债 3Y	3.19	3.36	3.56	6.05	城投债 3Y	0.68	0.85	1.05	3.54
城投债 5Y	3.53	3.78	4.08	6.72	城投债 5Y	0.82	1.07	1.37	4.01
城投债 7Y	3.76	4.01	4.41	7.10	城投债 7Y	0.90	1.15	1.55	4.24

周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	15.8	19.8	16.8	15.8	CP	14.9	18.9	15.9	14.9
MTN3Y	9.4	11.4	11.4	12.4	MTN3Y	14.5	16.5	16.5	17.5
MTN5Y	10.8	9.8	9.8	10.8	MTN5Y	10.8	9.8	9.8	10.8
企业债 3Y	7.3	10.3	16.3	17.3	企业债 3Y	12.4	15.4	21.4	22.4
企业债 5Y	12.3	8.3	13.3	15.3	企业债 5Y	12.3	8.3	13.3	15.3
企业债 7Y	7.9	4.9	9.9	10.9	企业债 7Y	10.5	7.5	12.5	13.5
城投债 3Y	10.8	14.8	19.8	10.8	城投债 3Y	15.9	19.9	24.9	15.9
城投债 5Y	11.1	20.2	13.2	-11.9	城投债 5Y	11.1	20.1	13.1	-11.9
城投债 7Y	13.6	17.6	7.5	-14.5	城投债 7Y	16.1	20.1	10.1	-11.9

收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	20%	18%	17%	50%	CP	7%	5%	3%	68%
MTN3Y	13%	10%	14%	60%	MTN3Y	13%	12%	24%	90%
MTN5Y	11%	8%	12%	55%	MTN5Y	18%	9%	25%	89%
企业债 3Y	13%	10%	18%	61%	企业债 3Y	13%	8%	32%	91%
企业债 5Y	11%	7%	13%	55%	企业债 5Y	17%	7%	27%	89%
企业债 7Y	9%	6%	7%	47%	企业债 7Y	20%	7%	20%	83%
城投债 3Y	11%	9%	9%	50%	城投债 3Y	10%	16%	16%	76%
城投债 5Y	10%	10%	10%	51%	城投债 5Y	14%	19%	19%	76%
城投债 7Y	9%	9%	8%	50%	城投债 7Y	16%	14%	17%	76%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

3、可转债

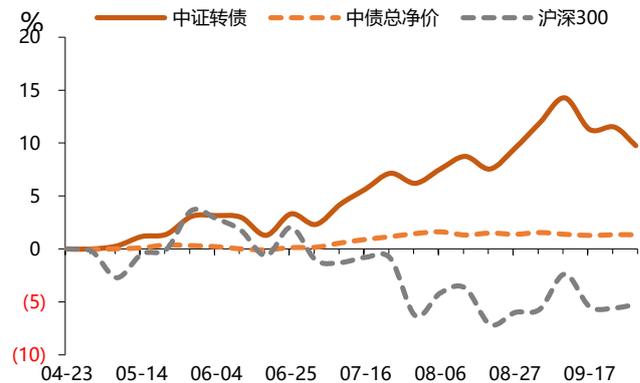
权益主要指数 9 月出现分化。具体看，9 月上证综指上涨 0.68%，上证 50 指数上涨 3.23%，沪深 300 指数上涨 1.26%，中证 500 指数下跌 2.09%，创业板指上涨 0.95%。中证转债下跌 0.48%，跑输沪深 300 及上证 50 指数。

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	0.7	-1.2	13.8	13.7	4693	5408.8
深证成指	0.7	-0.3	27.0	26.8	5362	6033.3
创业板指	0.0	1.1	56.7	56.7	1886	2114.4
上证50	1.9	1.6	11.1	10.8	894	915.9
沪深300	1.3	0.3	13.3	13.1	3134	3448.6
中证500	-0.2	-2.0	20.9	21.0	1945	2188.6
中证1000	0.3	-3.8	36.0	35.9	2101	2453.7

资料来源：万得，富荣基金

图表. 转债指数与股指累计变化

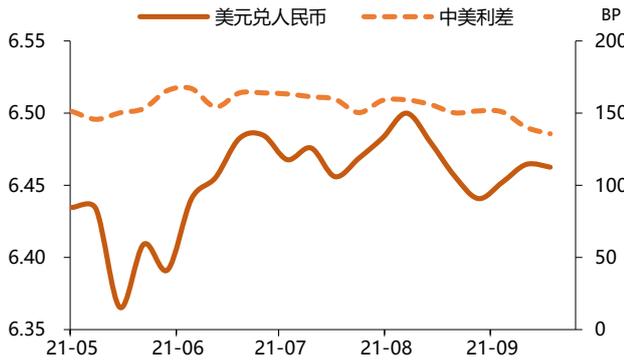


资料来源：万得，富荣基金

4、其他资产

其他资产方面，9 月在岸人民币对美元升值 0.26% 收于 6.4480，伦敦金现下跌 3.2% 至 1756.47 美元，标普 500 指数大跌 4.76%，布油价格上涨 9.4% 至 78.366 美元每桶，LME 铜下跌 6.01%，10 年美债大幅上行 18.5BP 收于 1.492%。

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，玻璃价格连续七周走弱。

食品价格方面，农产品和菜篮子批发价格 200 指数、蔬菜微涨，水果批发价下跌，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。

地产方面，假期期间下游商品房成交面积环比大幅提升，其中一线城市和三线城市成交面积表现强势，二线城市成交面积环比升幅相对较弱。

假期期间，国内消费数据有所好转但仍低于 2019 年水平。据猫眼专业版数据，预计 2021 国庆档总票房（含预售）突破 40 亿元，2019 年国庆票房为 43.7 亿元、2020 年国庆票房为 39.4 亿元，2021 年国庆票房收入仍然低于疫情前水平。9 月 28 日至 10 月 8 日，预计全国铁路发送旅客 1.27 亿人次，2020 年国庆期间为 8550.2 万人次，2019 年为 1.38 亿人次，出行情况较 2020 年大幅好转，但仍低于疫情前水平。

图表. 周度高频数据跟踪

	指标名称	2021-10-03	2021-09-26	2021-09-19	2021-09-12	2021-09-05	2021-08-29	2021-08-22	2021-08-15
工业生产	高炉开工率(163家):全国			-2.7%	-1.5%			0.2%	-0.7%
	PTA产业链负荷率:PTA工厂	4.7%	-3.9%	-6.8%	0.2%	-0.7%	4.5%	0.0%	7.3%
上游价格	期货:布伦特原油	4.0%	1.7%	3.5%	-0.8%	2.2%	5.1%	-4.1%	-1.3%
	期货:焦煤	2.8%	9.5%	2.7%	7.0%	6.2%	10.2%	19.6%	3.3%
	期货:动力煤	7.9%	9.2%	12.3%	3.7%	7.6%	7.8%	3.3%	-14.5%
	期货:铁矿石	3.1%	-15.5%	-5.5%	-7.6%	-1.6%	-0.3%	-16.7%	-0.5%
	期货:阴极铜	0.3%	-2.1%	1.3%	-0.3%	1.1%	0.2%	-1.6%	-0.7%
	Myspic综合钢价指数	0.7%	1.1%	1.2%	1.6%	0.5%	-0.2%	-0.9%	0.1%
	水泥价格指数:全国	4.8%	11.3%	8.5%	2.8%	1.1%	1.6%	2.1%	1.2%
	南华玻璃指数	-3.2%	-1.6%	-9.8%	-1.1%	-1.6%	-0.8%	-2.5%	1.6%
农产品	农产品批发价格200指数	0.2%	0.1%	-0.4%	0.3%	0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.4%
	菜篮子产品批发价格200指数	0.2%	0.1%	-0.5%	0.4%	0.3%	-0.3%	-0.8%	-0.5%
	平均批发价:猪肉	-0.7%	-5.2%	-1.9%	-3.0%	0.1%	-1.1%	-0.9%	-3.4%
	平均批发价:28种重点监测蔬菜	0.4%	0.0%	-1.3%	-1.5%	1.3%	-0.4%	-2.2%	-1.3%
	平均批发价:7种重点监测水果	-1.1%	0.7%	-0.2%	1.5%	0.6%	-3.2%	-2.6%	-0.4%
工业金属	长江有色:铜:1#	-0.5%	-0.8%	-0.5%	0.9%	0.5%	2.7%	-4.2%	0.7%
	长江有色:铝:A00	-1.2%	0.8%	0.4%	6.2%	3.3%	2.7%	0.3%	0.6%
	长江有色:铝:1#	0.0%	-2.2%	-2.5%	1.0%	-2.9%	1.3%	-1.3%	-1.3%
	长江有色:锌:0#	-1.6%	0.0%	-0.5%	2.7%	-0.1%	-0.6%	0.3%	0.0%
	长江有色:镍:1#	-1.9%	6.6%	2.8%	3.7%	1.1%	2.9%	-1.1%	3.5%
	长江有色:镍板:1#	-2.9%	-0.7%	-5.5%	5.4%	3.3%	0.5%	-4.2%	1.6%
	LME铝	-1.7%	-1.7%	-0.8%	1.6%	0.1%	4.8%	-5.4%	-1.0%
	LME铝	-1.4%	-0.3%	0.6%	7.4%	0.8%	4.1%	-1.3%	-0.6%
	LME锌	-3.6%	0.0%	0.7%	3.5%	0.0%	1.2%	-1.9%	0.0%
	LME铅	-0.2%	-2.5%	-6.5%	-0.6%	-3.1%	-0.3%	0.8%	3.7%
	LME锡	-5.1%	6.1%	1.8%	3.6%	-2.6%	2.3%	-6.7%	0.1%
	LME镍	-5.5%	-4.4%	-1.5%	4.5%	3.1%	1.9%	-5.5%	0.6%
	地产	30大中城市:商品房成交面积	29.0%	-22.7%	9.1%	-14.6%	10.6%	4.4%	1.5%
30大中城市:商品房成交面积:一线		55.3%	-16.9%	11.6%	-23.3%	-10.6%	10.6%	4.9%	9.3%
30大中城市:商品房成交面积:二线		13.1%	-19.8%	1.7%	-7.6%	29.3%	-2.1%	3.2%	-9.2%
30大中城市:商品房成交面积:三线		34.5%	-34.0%	23.8%	-19.5%	7.1%	6.8%	-5.3%	-5.6%
进口	CCBFI:综合指数			-1.8%	3.3%	0.1%	3.1%	0.8%	1.0%
	CCFI:综合指数			2.5%	0.0%	1.9%	0.6%	1.0%	2.3%
	SCFI:综合指数			0.5%	1.2%	1.5%	2.7%	1.0%	1.4%
出口	波罗的海干散货指数(BDI)	12.0%	6.6%	10.6%	-2.0%	-6.9%	3.5%	14.5%	5.8%
	CICFI:综合指数		-0.2%	0.4%	-0.5%	-1.4%	-1.5%	-0.5%	1.0%
消费	当周日均销量:乘用车:厂家批发:同比		-17.0%		-39.0%	-32.0%		-29.0%	-20.0%
	当周日均销量:乘用车:厂家零售:同比		-9.0%		-12.0%	-3.0%		-23.0%	-17.0%
	义乌中国小商品指数:总价格指数	0.4%	-0.4%	0.2%	0.0%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.5%
	电影票房收入:当周值		62.0%	-5.4%	-10.1%	1.8%	30.0%	-36.6%	-8.0%
	柯桥纺织:价格指数:总类		-0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	0.4%
柯桥纺织:价格指数:服装面料类		0.1%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.3%	0.3%	

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, 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, 对某些等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。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，高配130元/25%以下溢价率基本面尚可的防御型标的，在市场整体估值高位下增加底仓品种的配置权重；二是景气度持续提升的光伏、锂电等成长板块转债，短期调整叠加盈利释放后，估值吸引力有所提升，碳中和趋势下具备中长期配置价值；三是供需关系错配明显，具备涨价逻辑的细分周期转债，当前估值水平普遍偏低，建议小仓位适度参与，短期仍有一定的博弈价值。

重点关注：中国通胀数据和金融数据（10月14日附近）；美国9月失业率情况（10月8日）；地产行业影响外溢。



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。