

富荣基金固定收益周报

——当下市场的风险有多大

2019年1月13日

一、本周关注：当下市场的风险

近期转债跟随 A 股迎来一波小牛市，转债价格与估值也明显提升。最近一周涨幅前 20 个券的平均价格（剔除新券）超过 145 元，涨幅前 50 个券的平均价格也超过了 130 元。在方向上，新能源汽车、LED、电子元器件等个券同样收获较多关注。这个阶段，转债市场走势的核心因素更多取决于股市的节奏。但是，投资者对于股市的走势却有一定的分歧。一方面，巨大的赚钱效应让市场“回忆”起 2015 年的牛市；另一方面，对春节躁动提前结束、高估值下资产价格出现波动的担忧也在滋生。那么，到底如何理解这些争议，又如何进行应对呢？

短期走势更多取决于情绪，历史规律看春节前后股市易涨难跌。短期市场走势更多取决于情绪，由于事件冲击等影响，不确定性和预测难度较大。除了一些量化的市场指标外，一些“日历效应”也可提供借鉴。从历史上看，春节前 1-2 周市场走势整体较为强劲，除了 18 年等少数大熊市之外，市场都实现了上涨。从今年的大环境看，一季度经济改善的预期较浓，经贸环境边际向上，短期数据真空负面判断难以证实，市场情绪出现大逆转的概率较低。那么，什么时点更容易出现“春季躁动”的变盘呢？历史经验看，4-5 月份，随着一季度经济数据的出炉，以及两会奠定全年基调，市场走势和结构往往出现变化。

中期走势需考虑资金面、业绩、估值等核心因素。中期走势能够挖掘的基本面因素更多，相对于短期情绪，分析判断的价值更高。依次来看：

信用走平、实体回报率无法上行，决定了资金面总体宽松格局不会变化，这可能是目前市场向好的基础逻辑。除了股市，债市包括商品也都出现了走牛的情况，这背后实际反映了资金面宽松的总格局。由于经济总量指标波动趋平，宏观大逻辑在短期甚至一年的维度里都很难通过数据完全证实或证伪，在信用走平、实体回报率无法上行背景下，只要资金面保持宽松，资产价格就容易实现上涨。目前来看，央行收紧资金面的概率较小，因此市场在中期打破资金面的主导逻辑，只能依赖另外两个因素，业绩或者估值。

经济转型阶段未走完，业绩分化导致结构牛。目前对于经济总量看多和看空的意见并存，但相对一致的是关于转型阶段的判断。如果承认经济的核心矛盾是转型，总量向上或向下只是短期节奏波动，则意味着上市公司整体出现趋势性盈利向上或向下的概率均较小，业绩将延续分化格局，牛市将主要是结构性的。那么，近期几个大热产业链，包括 5G、新能源、游戏、网红带货，哪些相对业绩更加确定将是判断整年走势的核心。初步来看，5G 商用的确定性最高，新能源部分特斯拉虽然明确受益但可能挤占其他新能源车份额，整体新能源车市场能否迎来爆发还是有一定疑问，而游戏、网红带货等板块未必能立即贡献业绩。

价格的泡沫化尚未到达极值阶段，类比 2015 牛市，TMT 板块中通信和传媒的相对位置或

更好。资金面与业绩相对稳定的情况下，市场在中期的主要变数可能来自价格自身。目前市场普遍担心强势板块的高估值无法维系。对2015年牛市进行回顾，科技板块估值在行情末端均大幅高于未来两年业绩复合增速预期，比值均值在2-3之间，目前科技板块离这个水平尚有一段距离。从相对节奏看，目前电子板块比值与2015年3月接近，计算机与2015年2月接近，而通信与传媒则仍低于1月水平，通信板块的业绩增速水平也相对更高。从这个角度看，后期通信板块仍有一定相对优势。

图表. 估值与业绩增速匹配情况

计算机	PE	复合业绩增速预期	比值		通信	PE	复合业绩增速预期	比值
2015-01-30	71	43.8	1.6		2015-01-30	44	63.5	0.7
2015-02-27	84	43.5	1.9		2015-02-27	50	63.6	0.8
2015-03-31	103	42.3	2.4		2015-03-31	59	61.4	1.0
2015-04-30	109	41.7	2.6		2015-04-30	68	58.7	1.2
2015-05-29	144	48.6	3.0		2015-05-29	85	39.0	2.2
2020-01-10	63	36.4	1.7		2020-01-10	40	62.4	0.6
电子	PE	复合业绩增速预期	比值		传媒	PE	复合业绩增速预期	比值
2015-01-30	57	46.0	1.2		2015-01-30	61	43.4	1.4
2015-02-27	60	44.2	1.4		2015-02-27	70	44.8	1.6
2015-03-31	71	36.9	1.9		2015-03-31	80	45.1	1.8
2015-04-30	80	37.0	2.2		2015-04-30	97	46.5	2.1
2015-05-29	100	53.5	1.9		2015-05-29	126	41.6	3.0
2020-01-10	46	28.9	1.6		2020-01-10	45	33.8	1.3

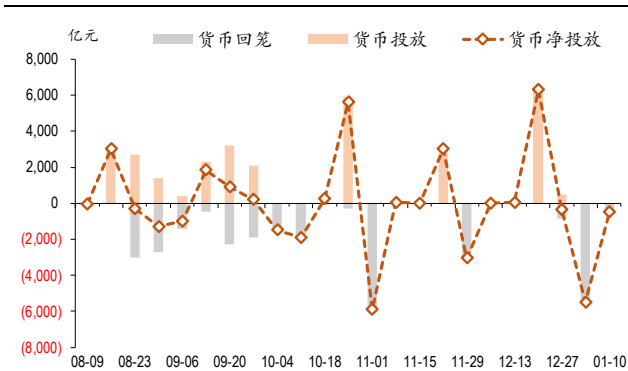
资料来源：万得，富荣基金

二、上周市场回顾

1、资金面

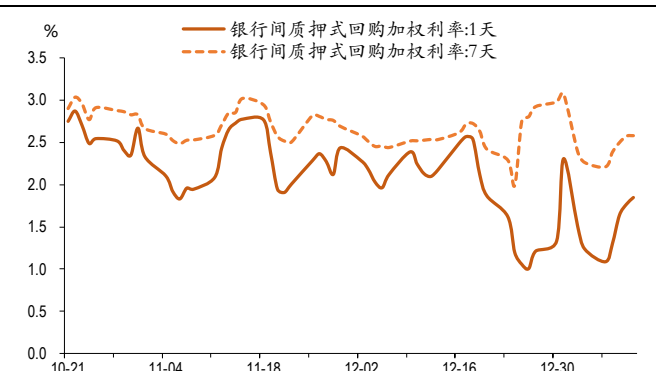
本周公开市场零投放，只有500亿14天逆回购到期，净回笼500亿，但降准释放8000亿资金护航，银行体系流动性总量处于较高水平。资金利率虽有所上升，但整体仍然保持宽松，隔夜和7天最终上行至1.8%和2.4%左右的水平。下周公开市场无到期，但是临近春节，需关注央行是否进行投放。

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

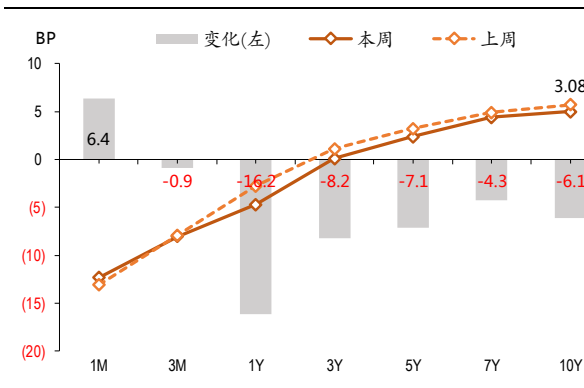


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

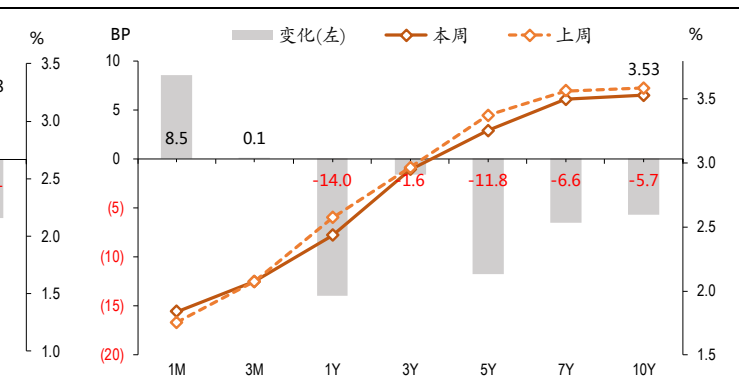
本周债市大幅上涨，10Y 国债收益率向下突破 3.1% 的阻力位，全周下行超过 6 个 BP。但消息面上明确的利多因素却未曾出现，一方面伊朗袭击美国基地后双方紧张关系迅速降温，外围市场避险情绪也大幅下降，另一方面通胀虽小幅不及预期但仍朝着向上的大方向演进。可能的原因包括两类，一类是市场买盘资金力量较强，从地方债一级市场发行火热（云南债平均 20 倍认购数）和短端利率持续处于低位（8000 亿降准落地）可见一斑，二是对于降息市场仍有预期。

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

图表. 国债与国开期限利差

国债									
利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y	30Y-1Y	5Y-3Y	10Y-3Y	10Y-5Y	30Y-10Y
最新	40	59	76	81	139	19	40	22	59
变化	8	9	12	10	10	1	2	1	0
分位数	67%	56%	55%	47%	55%	45%	35%	31%	63%
标准差	22	35	43	56	60	16	39	25	43
均值	35	59	81	98	144	25	64	39	46
中值	32	53	71	83	133	20	53	33	54
最低	-28	-19	-10	-3	-130	-4	-7	-6	-373
最高	121	162	200	271	415	88	195	128	362

国开债									
利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y	30Y-1Y	5Y-3Y	10Y-3Y	10Y-5Y	30Y-10Y
最新	52	82	106	110	169	30	58	28	59
变化	12	2	7	8	9	-10	-4	6	1
分位数	76%	78%	77%	68%	68%	71%	61%	47%	54%
标准差	21	34	42	51	58	16	38	25	30
均值	39	64	84	97	152	25	58	33	55
中值	39	64	82	88	145	22	50	29	58
最低	-33	-35	-47	-60	-8	-16	-41	-25	-158
最高	99	186	262	354	323	97	255	168	258

国开-国债					
利差	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最新	27	39	47	45	45
变化	7	-5	-2	0	1
分位数	18%	29%	44%	51%	41%
标准差	32	31	32	34	46
均值	52	52	50	46	55
中值	49	51	50	44	53
最低	-94	-59	-101	-139	-241
最高	163	143	131	129	383

资料来源: 万得, 富荣基金

3、信用债

上周资金面延续宽松, 二级市场收益率多数下行。从中短期票据来看, 除 3M 的 AAA 和 AA+ 分别上行 3BP 和 1BP 外, 其他均下行 1~10BP, 其中 1Y 下行幅度最大, 各等级均下行 10BP。从城投债来看, 除 3M 上行 1~5BP 外, 其他均下行 3~7BP。上周信用利差多数因无风险快速下行而走阔, 1Y 最为明显, 达 7-11BP。从中短期票据来看, 除 3M 的 AA 信用利差主动收窄 2BP 外, 其余均上行 1~7BP。从城投债来看, 1Y 信用利差大幅被动走阔 10~11BP, 其他除 5Y 的 AA 信用利差基本持平外, 均全面走阔。当前信用利差基本上仍处于 2016 以来低点。

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	3.04	3.14	3.27	5.33	CP	0.61	0.71	0.84	2.90
MTN3Y	3.34	3.48	3.72	5.77	MTN3Y	0.39	0.53	0.77	2.82
MTN5Y	3.70	3.96	4.36	6.41	MTN5Y	0.44	0.70	1.10	3.15
企业债3Y	3.31	3.46	3.71	5.76	企业债3Y	0.36	0.51	0.76	2.81
企业债5Y	3.70	3.95	4.37	6.42	企业债5Y	0.44	0.69	1.11	3.16
企业债7Y	3.94	4.36	5.00	7.02	企业债7Y	0.44	0.86	1.50	3.52
城投债3Y	3.41	3.50	3.68	5.31	城投债3Y	0.46	0.55	0.73	2.36
城投债5Y	3.80	3.90	4.08	6.10	城投债5Y	0.54	0.64	0.83	2.85
城投债7Y	4.08	4.28	4.69	6.87	城投债7Y	0.58	0.78	1.19	3.37
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6	CP	4.3	4.3	4.3	4.3
MTN3Y	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	MTN3Y	-5.4	-5.4	-5.4	-5.4
MTN5Y	-1.2	-5.2	-6.2	-6.2	MTN5Y	10.6	6.6	5.6	5.6
企业债3Y	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	企业债3Y	-5.4	-5.4	-5.4	-5.4
企业债5Y	-1.2	-5.2	-6.2	-6.2	企业债5Y	10.6	6.6	5.6	5.6
企业债7Y	0.1	0.1	0.1	0.1	企业债7Y	6.6	6.6	6.6	6.6
城投债3Y	-3.2	-4.2	-3.2	-2.2	城投债3Y	-1.6	-2.6	-1.6	-0.6
城投债5Y	-3.4	-6.3	-7.4	-9.4	城投债5Y	8.4	5.4	4.4	2.4
城投债7Y	-1.7	-1.7	-1.7	-0.7	城投债7Y	4.8	4.8	4.8	5.8
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	24%	19%	16%	47%	CP	52%	22%	15%	83%
MTN3Y	14%	9%	5%	29%	MTN3Y	17%	5%	4%	68%
MTN5Y	12%	8%	7%	41%	MTN5Y	25%	14%	16%	77%
企业债3Y	13%	8%	6%	26%	企业债3Y	16%	3%	3%	63%
企业债5Y	14%	8%	8%	38%	企业债5Y	28%	11%	16%	69%
企业债7Y	13%	11%	18%	48%	企业债7Y	31%	24%	29%	83%
城投债3Y	12%	7%	6%	24%	城投债3Y	13%	9%	9%	48%
城投债5Y	10%	8%	6%	29%	城投债5Y	23%	14%	8%	59%
城投债7Y	10%	9%	8%	37%	城投债7Y	28%	18%	21%	76%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国开债

4、可转债

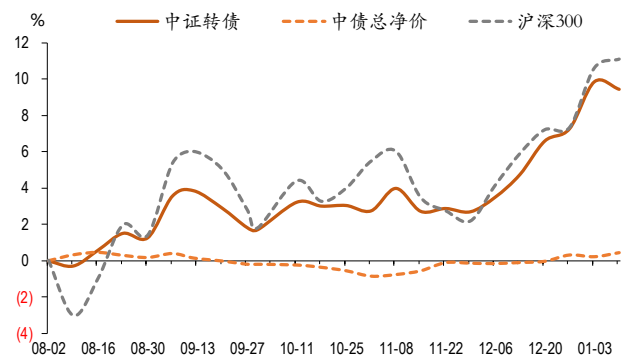
本周股市先涨后跌，周初延续上周强势，量能大幅走阔，成交峰值一度放大到8000亿以上。但随后出现明显调整，网红带货、特斯拉、游戏、影视等主线先后补跌。全周来看，市场热度仍未消散，三大指数悉数收涨，周均成交额超过7000亿，北上资金也继续在超预期流入中。转债方面，市场分化依然剧烈，热点方向新券上市后受到极度追捧显示市场热情正酣，但非热点个券相对平庸，尤其受到银行等权重个券拖累，中证转债指数本周下跌0.4%。

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	0.3	2.6	13.3	13.3	↑ 2882	2739
深证成指	2.1	4.1	25.4	24.9	↑ 4381	3706
创业板指	3.7	3.9	52.9	50.9	↑ 1510	1239
上证50	-0.3	2.0	10.0	10.1	↓ 627	709
沪深300	0.4	3.1	12.6	12.6	↓ 2087	2141
中证500	1.9	3.9	25.9	25.4	↑ 1378	1155
中证1000	2.6	3.8	40.7	39.6	↑ 1930	1566

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: 本周六大电厂发电耗煤量环比小幅走低, 同比较 2019 年年初明显较弱, 春节临近, 预计耗煤量将进入下降通道。本周高炉开工率小幅下降至 66.6%, 但中枢仍高于去年。社会钢铁库存受冬储影响继续上升, 库存水平略高于去年同期。水泥价格环比小幅下降。总体看, 临近春节生产活动走弱成为必然, 但与去年同期相比强弱情况还需要后续继续观察。

地产: 本周 30 大中城市商品房销售环比小幅走弱, 但由于去年 1 月销售基数特别低, 同比并不差。消息层面, 上海 2020 年以来销售出现升温迹象。上周 100 大中城市土地供应规划建筑面积在年初大幅下降, 但是相比去年同期不差。土地成交均价环比再度冲高, 同时大幅高于去年同期。整体看, 由于去年 1 月是全年中景气较差阶段, 今年开年一二线城市地产销售虽未大幅升温, 但同比依然不差, 有望对冲部分春节的季节性压力。上市房企 12 月销售数据公布 37 家, 1-12 月销售面积增速 19%, 较 1-11 月下降 0.3 个百分点, 预计全年商品房销售有望平稳收官。

消费: 12 月最后一周乘用车厂家零售日均销量继续小幅回升, 延续改善迹象。12 月库存预警指数小幅走弱。乘联会数据显示 12 月乘用车销量同比下降 3.4%, 降幅较 11 月继续收窄。政策面上, 市场关注工信部长苗圩的发言, 后续官方通告看, 正确表述可能是今年下半年新能源汽车补贴不会大幅退坡, 具体政策情况需要继续关注。

通胀: 工业品方面, 本周南华指数环比继续小幅上升。原油价格在地缘政治冲突降温后大幅回落, 美油再度降至 60 美元下方。螺纹钢期货价格窄幅震荡。农产品方面, 批发价格 200 指数环比明显上升, 但属于季节性因素; 上周 22 省市猪肉价格环比再度上行 1 元, 春节前还是面临压力; 蔬菜和水果价格都季节性上行。

海外: 数据方面, 美国 12 月新增非农低于预期和前值, 平均时薪增长速度也低于预期。人民币兑美元汇率升值至 6.93, 创去年八月以来新高。市场方面, 本周整体股强债弱, 大宗方面原油回调较大。消息面上, 商务部宣布中美将于下周签署第一阶段贸易协议。

下周关注: 下周将发布 12 月金融、贸易与增长数据, 此外关注中美协议签署情况。

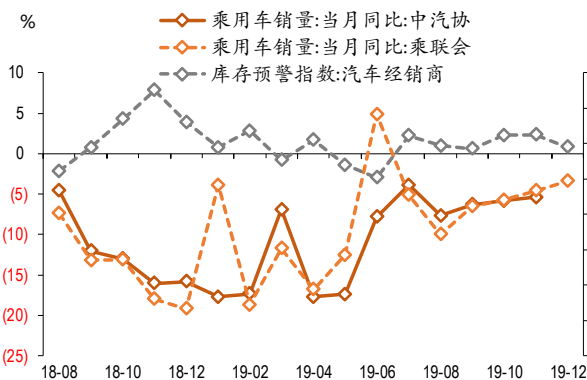
2、下周债市展望

利率债：市场普遍认为岁末年初的经济数据或不会太差，通胀受春节影响也难以有效回落，因此短期市场走势逻辑并非基本面因素驱动。资金面宽松以及市场情绪显著升温，这几项核心因素目前看在短期迅速冷却的信号仍不明显，判断利多出尽存在疑问。但同时长端收益率已经下行至较低水平，离去年三季度低位相差无几，进一步下行也有明显阻力。节前仍建议观察为主。

信用债：近期相对安全的信用债资产收益率继续下行，资金面维持相对宽松，未来宽松预期仍在，操作上建议关注节后数据公布带来的超预期风险。

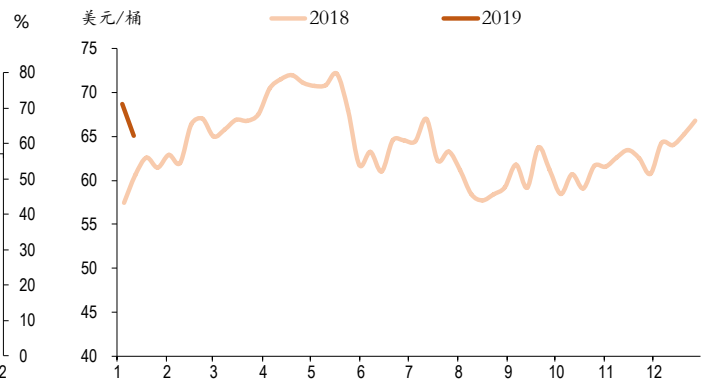
可转债：股市方面，上周后两天市场热点板块出现明显调整，但整体指数和成交额仍维持较好水平，行情走势仍未出现系统性扭转的信号。节前股市或延续一定热度，方向上除了5G、新能源这些前期热点外，也可以适度开始关注此前调整的医药等消费板块。转债方面，挖掘个股机会的思路不变，由于估值和业绩匹配程度相对不错，一些热点板块的上游设备类个券可以进行关注。

图表. 12月汽车销售降幅收窄



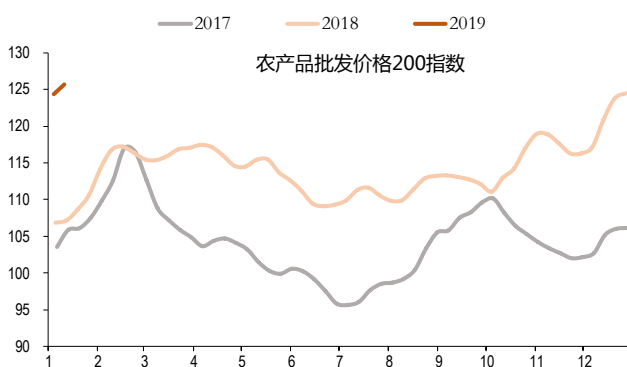
资料来源：万得，富荣基金

图表. 原油价格大幅回落



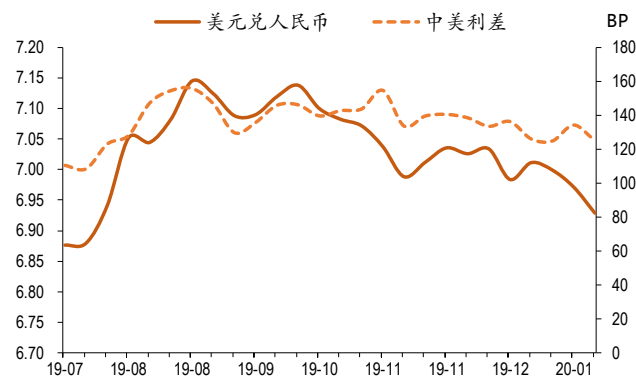
资料来源：万得，富荣基金

图表. 农产品价格进入节前上行通道



资料来源：万得，富荣基金

图表. 人民币兑美元汇率创近半年新高



资料来源：万得，富荣基金

免责声明

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。

本报告中的资料、观点和预测等仅作为富荣基金内部培训、向机构客户和渠道路演交流使用，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。请勿外传。