

富荣基金固定收益周报

——下半年通胀压力会重现吗？

2020年4月12日

一、本周关注：猪价和油价是否会卷土重来？

3月份CPI涨幅明显低于预期，PPI也毫无悬念大幅负增，短期市场对于通胀的担忧基本消除。但是，由于猪肉供需在疫情下仍有不确定性，减产协议一旦达成可能迅速拉升油价，在利率处于历史低位的背景下，还是需要关注可能出现的超预期因素。我们对通胀压力做一个简单估算。

猪价方面，目前22省市月均价为49元左右，较去年11月峰值回落超过5%。目前生猪存栏等数据停止更新，对于判断猪肉供需缺口难度增大，根据此前预期，猪肉供需缺口至少维持到3季度，由于疫情对需求有所抑制，实际情况可能略好于预期。中性情况下，假设半年后猪价仍维持在50元/公斤的水平，明年回落至45元左右，极端假设下，下半年猪价上冲至55元，明年保持在50元。

油价方面，目前4月布油均价在32美元/桶左右，减产协议在近期达成概率较大，油价有望反弹。目前市场中性判断，由于全球经济面临较大冲击，油价短期很难恢复到疫情前水平，假设半年后油价中枢50，一年恢复正常至60。极端情况下，在全球财政刺激带动下商品价格大幅反弹，假设半年后布油涨至60，一年后稳定在65左右。

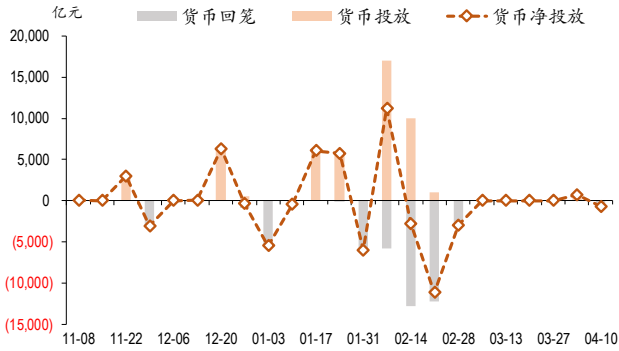
结果显示，不论是中性还是极端情形下，CPI在2-3季度都难以大幅上行，四季度开始大幅回落，猪肉价格即使续创新高也难以改变同比走弱，今年年底回落至2.5%下方是大概率事件。PPI方面，仅能通过油价变化大致推测，但误差可能较大，此外在布油价格低于40美元时，国内成品油价触发“地板价”限制，实际扰动或显著小于模拟结果。在油价迅速回升背景下，PPI在二季度触底（-2%以下）后开始反弹，最快在三季度开始转正。因此，猪油反弹对于CPI的影响较小，下行大趋势不会扭转，但PPI的节奏变化则存在较大变数，需要关注刺激政策的实际影响。

二、上周市场回顾

1、资金面

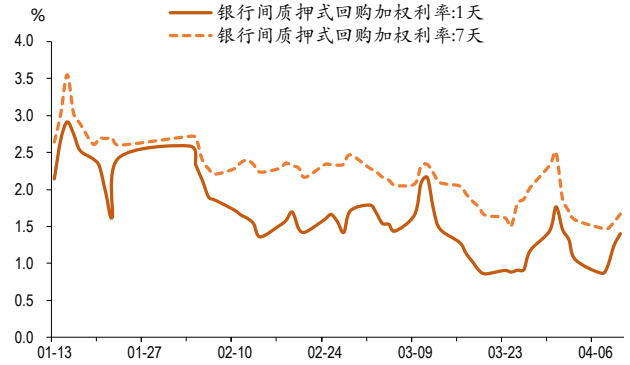
本周公开市场净回笼资金700亿，受降准等刺激，资金利率在周初大幅走低，但临近周末出现明显收敛迹象，隔夜和7天分别回升至1.4%和1.7%左右的位置。下周公开市场无到期情况。

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

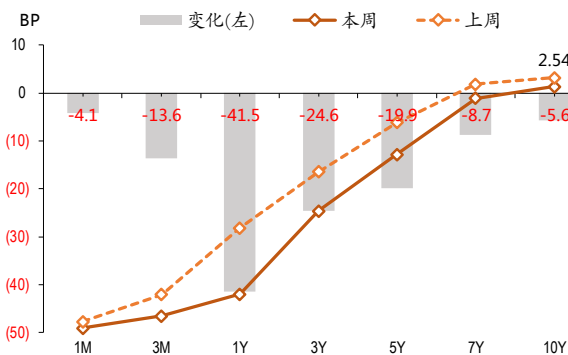


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

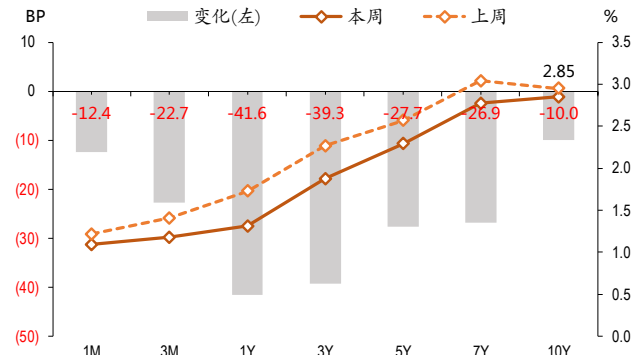
在央行下调超额存款准备金利率的刺激下，债市延续了上周五尾盘的强势，收益率继续大幅下行，十年国债收益率续创新低。但临近周末，社融再创天量、以及资金面出现收敛、央行官员表示存款基准利率要长期保留等消息施压下，利率震荡上行。全周10Y国债和国开分别下行6个和10个BP，收益率曲线仍然保持陡峭。

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

上周中短期票据和城投债都随无风险利率下行而下行。从中短期票据来看，5Y和AA评级的到期收益率走出相对独立的行情，收益率下行在9-24BP。3Y以内及AA+以上收益率下行在18-37BP。从城投债来看，5Y的到期收益率行情相对独立，收益率下行13-15BP；3Y以内下行16-40BP。信用利差方面，上周中短期票据和城投债的信用利差被动走阔，除低评级的以外，信用利差的上行幅度不太大。具体来看，中短期票据AA+以上上行1-10BP，AA上行11-23BP；城投债3Y内AA+以上上行1-8BP，5Y或AA上行7-17BP。

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	1.95	2.20	2.53	4.68	CP	0.71	0.96	1.29	3.44
MTN3Y	2.54	2.74	3.14	5.29	MTN3Y	0.78	0.98	1.38	3.53
MTN5Y	3.11	3.31	3.80	5.95	MTN5Y	1.00	1.20	1.69	3.84
企业债3Y	2.54	2.75	3.15	5.30	企业债3Y	0.77	0.98	1.38	3.53
企业债5Y	3.12	3.32	3.81	5.96	企业债5Y	1.00	1.20	1.69	3.84
企业债7Y	3.31	3.64	4.22	6.39	企业债7Y	0.84	1.17	1.75	3.92
城投债3Y	2.62	2.81	3.10	5.20	城投债3Y	0.86	1.05	1.34	3.44
城投债5Y	3.10	3.27	3.56	5.83	城投债5Y	0.98	1.15	1.45	3.72
城投债7Y	3.37	3.59	3.91	6.34	城投债7Y	0.91	1.13	1.45	3.88
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-36.8	-31.8	-23.8	-23.8	CP	4.7	9.7	17.7	17.7
MTN3Y	-31.5	-31.5	-16.5	-16.5	MTN3Y	-6.9	-6.9	8.1	8.1
MTN5Y	-18.5	-19.5	-9.5	-9.5	MTN5Y	1.4	0.4	10.4	10.4
企业债3Y	-31.5	-31.5	-16.5	-16.5	企业债3Y	-6.9	-6.9	8.1	8.1
企业债5Y	-18.5	-19.5	-9.5	-9.5	企业债5Y	1.4	0.4	10.4	10.4
企业债7Y	-18.5	-18.5	-11.5	-11.5	企业债7Y	-9.8	-9.8	-2.8	-2.8
城投债3Y	-31.4	-31.4	-22.4	0.6	城投债3Y	-6.7	-6.7	2.3	25.3
城投债5Y	-14.7	-14.7	-12.7	0.3	城投债5Y	5.2	5.2	7.2	20.2
城投债7Y	-14.9	-12.9	-10.9	-4.9	城投债7Y	-6.2	-4.2	-2.2	3.8
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	4%	3%	3%	22%	CP	16%	19%	23%	88%
MTN3Y	0%	0%	0%	19%	MTN3Y	15%	14%	16%	81%
MTN5Y	0%	0%	2%	22%	MTN5Y	25%	15%	17%	76%
企业债3Y	0%	0%	0%	16%	企业债3Y	18%	14%	14%	77%
企业债5Y	0%	0%	1%	16%	企业债5Y	26%	13%	15%	75%
企业债7Y	1%	1%	2%	17%	企业债7Y	11%	4%	8%	69%
城投债3Y	0%	0%	0%	21%	城投债3Y	16%	20%	23%	75%
城投债5Y	0%	0%	3%	21%	城投债5Y	17%	17%	16%	70%
城投债7Y	1%	2%	2%	20%	城投债7Y	9%	8%	4%	66%

资料来源: 万得, 富荣基金; 利差基准为同期限国债

4、可转债

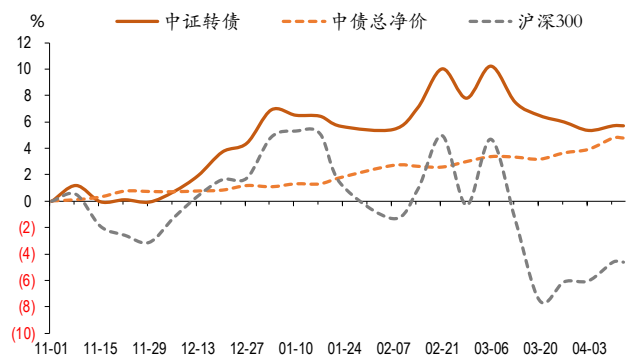
海外疫情进入平台期, 病例增长缓和, 联储再推大规模刺激计划, 海外股市继续整体反弹, 带动国内股市走高, 但整体涨幅仍逊色于海外, 上证综指和创业板分别上涨 1.2% 和 2.3%。方向上, 农业、医药、基建最受关注, 反应市场对于经济预期仍较为悲观。转债市场热度仍然不高, 估值进一步压缩, 中证转债指数微涨 0.3%。

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	1.2	-0.3	11.9	11.8	↑ 2464	2336
深证成指	1.9	0.0	24.7	24.2	↑ 4257	3637
创业板指	2.3	0.1	53.8	52.6	↑ 1575	1161
上证50	1.5	0.3	8.7	8.6	↓ 435	471
沪深300	1.5	0.1	11.2	11.1	↓ 1623	1696
中证500	2.0	-0.6	25.4	24.9	↑ 1265	1151
中证1000	2.4	-0.8	38.8	36.4	↑ 1825	1443

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: 发电耗煤量环比继续回升; 高炉开工率继续回升; 社会钢铁库存连续第 4 周回落; 钢铁和水泥现货价格环比走低, 库存压力可能制约了价格回暖。3 月挖掘机销量同比增长 11.6%, 4 月或为销量高点。

地产: 本周 30 大中城市商品房销售保持较好水平, 百城土地供应显著回暖, 土地市场跟随开始复苏。农村集体建设用地入市政策进一步推进。

消费: 3 月下旬乘用车零售明显转好。乘联会数据显示, 中国 3 月份广义乘用车零售销量 108 万辆, 同比减少 40%; 3 月新能源乘用车批发销量 5.6 万辆, 同比下降 49.2%, 环比 2 月增长 4 倍。

通胀: 工业品方面, 本周南华工业品指数大幅反弹, 其中油价因减产反复再度走低, 但铜铝化工等其他商品整体较好。农产品方面, 批发价格 200 指数连续第 7 周回落, 细项方面, 猪肉、水果、蔬菜悉数下滑。

海外: 政策面上, 美联储提供 2.3 万亿美元贷款支持经济, 垃圾债也将纳入购买范围, 沙特、俄罗斯、美国在油价磋商中。数据方面, 美国周度申领救济金人数连续第二周超过 600 万。市场方面, 欧美主要股指悉数上涨, 美债收益率上行 11 个 BP, 黄金大涨近 6%。

下周关注: 中国一季度经济数据, OPEC+油价谈判, 欧美疫情走势。

2、下周债市判断

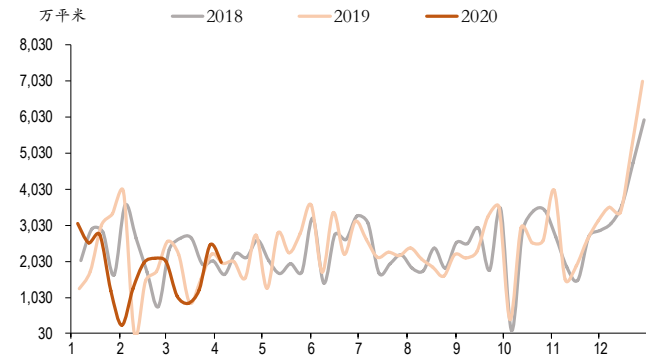
利率债: 降准和下调超准利率的影响基本释放, 资金利率后半周收敛略微令人不安, 即将进入缴税季也使得流动性或存在一定干扰, 本周重大事件不多, 欧美疫情进入平台期, 市场短期反应有所钝化, 在收益率新低的背景下, 缺乏向上或向下打破局面的有力工具, 我们仍维持中期继续看好但短期波动的观点, 关注曲线波动和结构的机会。

信用债: 关键品种的信用利差继续小幅走阔, 但在利率大幅下行背景下绝对收益率同方向走低, 我们仍强调杠杠策略, 保持灵活性和流动性。

可转债: 市场如期反弹后再度受挫, 向上突破压力依然较大, 一季报预告亮点匮乏, 和债

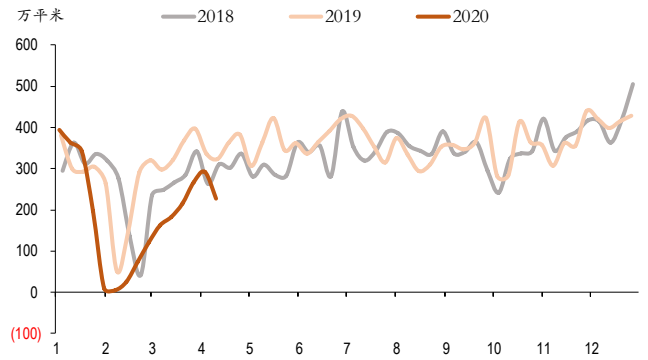
市类似，目前即使疫情数据进入平台期甚至边际好转，但经济走势的预期仍然较为悲观，盈利冲击逐步显现，无论是疫情防控、刺激政策都很难系统性扭转市场情绪，继续保持耐心，短期关注逆周期板块、必选消费等。

图表. 百城土地成交规模恢复正常



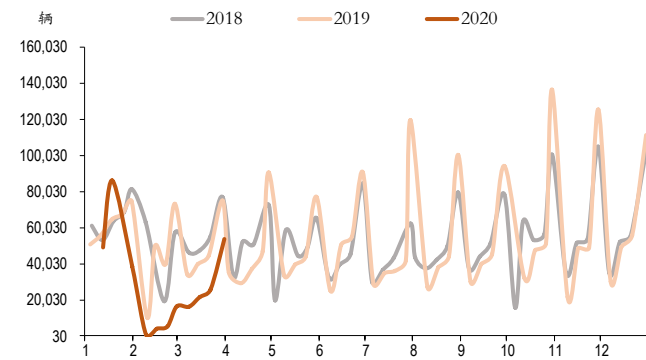
资料来源：万得，富荣基金

图表. 30城新房销售规模继续复苏



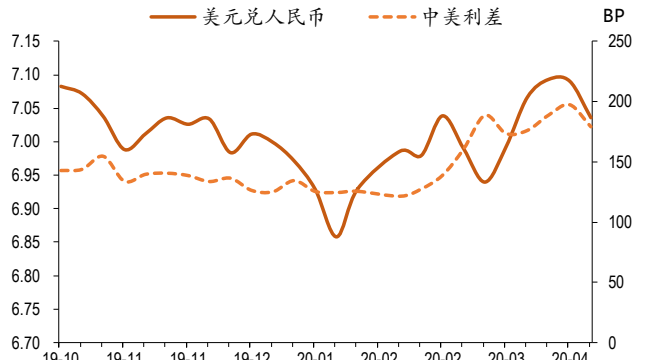
资料来源：万得，富荣基金

图表. 3月下旬乘用车零售明显改善



资料来源：万得，富荣基金

图表. 人民币汇率走强



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。