**富荣基金固定收益周报**

——风险偏好明显走强，市场焦点有所转移

2020年7月3日

一、本周关注：

7月1日起，人民银行下调再贷款、再贴现利率，其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%。再贴现利率下调0.25个百分点至2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为3.77%。这是央行年内第二次下调再贷款利率，也是2010年12月以来首次下调再贴现利率。

本周央行下调再贷款和再贴现利率，尽管是结构性宽松政策，但可以看到当前央行货币政策一致性和持续性仍较强，政策方向还是以总量宽松为主，但是强调适度。下半年政策发力点仍将主要围绕在信贷市场，刺激实体经济需求，以再贷款、再贴现、直达实体的创新工具等为主，发挥结构性货币政策工具精准滴灌作用，完善货币政策传导机制，政策更趋灵活。

《政府工作报告》提出“创新直达实体经济的货币政策工具”，5月以来央行货币政策更加强调直达实体，扩信用仍是货币政策重心，社融M2增速下半年预计持续高位震荡。目前看对金融市场，央行更倾向于通过逆回购这类短期资金流动性对市场快速波动进行平抑，公开市场操作逆回购收放相较降准、降息操作灵活性更强，便于流动性释放和回笼。对实体经济，央行坚持不断推出刺激政策，从流动性总量和流动性导向都相对更加积极主动，考虑到当前经济面临的压力，货币政策重心持续在宽信用相关。

关注政策推出时点，考虑到当前经济基本面内外部环境都尚面临较大压力，财政政策发力效果仍需时间验证，三季度货币政策将处于观察期，下半年货币政策仍将维持流动性合理充裕，关注经济基本面是否能够完成“稳中有进”，受政策影响，就业数据仍值得关注。下半年如果经济基本面恢复至疫情前水平，回归合理区间，同时就业数据得到同步改善，六保和六稳的工作要求得到有效体现，则届时货币政策可能面临方向性的边际调整压力，目前看距离这一情况尚有一段距离，风险最快将在年底或者明年上半年显现。

二、上周市场回顾

1、资金面

本周央行公开市场操作净投放3925亿,其中到期4950亿,投放1025亿,利率不变。本周资金整体平稳,跨月之后资金利率持续下行回归前期中枢。周隔夜加权较上周下行7BP至1.72%，7天因跨月扰动较上周上行14BP至2.41%，下周公开市场操作与MLF合计到期2900亿，到期量总量可控，资金面预计持续平稳。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表. 央行公开市场逆回购操作 | 图表. DR007与R007走势 |
|  |  |
| 资料来源：万得，富荣基金 | 资料来源：万得，富荣基金 |

2、利率债

本周债市利率债中长端波动相对平稳，3Y 内中短期限下行明显，尤其是1Y内品种跨月因素消退后，持续下行，幅度接近20BP。期限利差小幅上行，国债10年和1Y期限利差上行至80BP左右。最终，本周10Y国债上行3.6BP，10Y国开上行3.0BP，本周国债、地方债和政策性金融债总发行量5152.98亿，到期量368.25亿，净融资约4785亿。下周目前发行计划显示发行量2931亿，到期量3226亿，净融资-296亿。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表. 国债收益率曲线和变化 | 图表. 国开债收益率曲线和变化 |
|  |  |
| 资料来源：万得，富荣基金 | 资料来源：万得，富荣基金 |

3、信用债

本周信用债表现，信用品种整体出现小幅下行，城投债相对其他同期限品种下行幅度更加明显。具体来看，中短期票据普遍下行2-3BP；中长期品种中5年AA+中票下行明显，幅度4BP左右；城投债各期限相较其他品种有明显下行， 5年城投下行最显著。收益率绝对水平来看，各期限品种持续维持在10-15%分位区间，息差主要处于10-35%分位区间，5年AAA中票息差分位数相对最高在34%水平。本周观察，银行间市场流动性整体平稳，周五隔夜加权回归至1.5%以下，7天维持在1.8%左右，对信用情绪修复提供有利基础，受政策驱动城投和地产等品种持续得到市场较高关注，警惕下半年信用风险暴露。

|  |
| --- |
| 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 | 2.71 | 2.88 | 3.17 | 5.34 | CP | 0.61 | 0.78 | 1.07 | 3.24 | | MTN3Y | 3.17 | 3.37 | 3.71 | 5.88 | MTN3Y | 0.78 | 0.98 | 1.32 | 3.49 | | MTN5Y | 3.68 | 3.96 | 4.34 | 6.51 | MTN5Y | 1.07 | 1.35 | 1.73 | 3.90 | | 企业债3Y | 3.17 | 3.37 | 3.71 | 5.88 | 企业债3Y | 0.79 | 0.99 | 1.33 | 3.50 | | 企业债5Y | 3.68 | 3.96 | 4.34 | 6.51 | 企业债5Y | 1.07 | 1.35 | 1.73 | 3.90 | | 企业债7Y | 3.88 | 4.26 | 4.67 | 6.84 | 企业债7Y | 1.02 | 1.40 | 1.81 | 3.98 | | 城投债3Y | 3.21 | 3.36 | 3.54 | 5.63 | 城投债3Y | 0.82 | 0.97 | 1.15 | 3.24 | | 城投债5Y | 3.73 | 3.89 | 4.10 | 6.40 | 城投债5Y | 1.12 | 1.28 | 1.49 | 3.79 | | 城投债7Y | 3.89 | 4.08 | 4.41 | 6.81 | 城投债7Y | 1.03 | 1.22 | 1.55 | 3.95 | | **周变化(BP)** | **AAA** | **AA+** | **AA** | **AA-** | **息差** | **AAA** | **AA+** | **AA** | **AA-** | | CP | -1.6 | -2.6 | -2.6 | -2.6 | CP | 3.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | | MTN3Y | -2.2 | -3.2 | -3.2 | -3.2 | MTN3Y | 3.0 | 2.0 | 1.9 | 2.0 | | MTN5Y | -1.1 | -4.1 | -4.1 | -4.1 | MTN5Y | -3.3 | -6.3 | -6.3 | -6.3 | | 企业债3Y | -2.2 | -3.2 | -3.2 | -3.2 | 企业债3Y | 2.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | | 企业债5Y | -1.1 | -4.1 | -4.1 | -4.1 | 企业债5Y | -3.3 | -6.3 | -6.3 | -6.3 | | 企业债7Y | -0.9 | -1.9 | -0.9 | -0.9 | 企业债7Y | -0.1 | -1.1 | -0.1 | -0.1 | | 城投债3Y | -3.9 | -3.0 | -3.0 | -4.0 | 城投债3Y | 1.2 | 2.2 | 2.2 | 1.2 | | 城投债5Y | -5.1 | -4.1 | -5.1 | -5.1 | 城投债5Y | -7.3 | -6.3 | -7.3 | -7.3 | | 城投债7Y | -3.8 | -3.8 | -3.8 | -3.8 | 城投债7Y | -3.1 | -3.1 | -3.1 | -3.1 | | **收益率分位** | **AAA** | **AA+** | **AA** | **AA-** | **息差** | **AAA** | **AA+** | **AA** | **AA-** | | CP | 15% | 13% | 18% | 48% | CP | 9% | 8% | 14% | 78% | | MTN3Y | 13% | 10% | 8% | 37% | MTN3Y | 16% | 15% | 13% | 78% | | MTN5Y | 14% | 12% | 10% | 48% | MTN5Y | 32% | 25% | 20% | 78% | | 企业债3Y | 13% | 11% | 9% | 35% | 企业债3Y | 19% | 15% | 13% | 75% | | 企业债5Y | 16% | 12% | 10% | 44% | 企业债5Y | 34% | 24% | 18% | 77% | | 企业债7Y | 13% | 10% | 8% | 40% | 企业债7Y | 24% | 18% | 10% | 73% | | 城投债3Y | 11% | 8% | 8% | 36% | 城投债3Y | 16% | 17% | 14% | 70% | | 城投债5Y | 11% | 12% | 10% | 41% | 城投债5Y | 27% | 23% | 18% | 74% | | 城投债7Y | 10% | 9% | 8% | 38% | 城投债7Y | 17% | 13% | 10% | 70% | |
| 资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债 |

4、可转债

本周，本周权益市场情绪表现强势，转债指数受权益情绪带动也表现积极。市场各主要板块上涨明显，上证50和沪深300领涨，市场成交量较上周适度上涨。行业层面，有色金属、非银金融、农林牧渔、电子、机械设备行业涨幅居前。本周，上证综指、创业板指、上证50和沪深300表现分别为5.8%、3.4%、7.3%和6.8%。转债市场相对权益市场情绪稍弱，中证转债指数较上周上行4.3%。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表. A股主要指数交易和估值情况 | 图表. 转债指数与股指累计变化 |
|  |  |
| 资料来源：万得，富荣基金 | 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6大电厂耗煤量合计环比回落0.56%，跌幅较上周5.27%明显收窄，从同比来看，7月初至今耗煤量均值同比仍偏低，虽然6月发电量同比增速较5月继续回升。南方洪灾持续发酵，多地区受灾，对耗电量、基建开工等带来一定负面影响。全国水泥价格指数环比回落1.77%，较上周的回落1.23%继续走扩，主要受传统淡季影响。华东地区进入雨季后，雨水量比去年偏多，尤其是6月中下旬出现连续的强降雨，水泥销量有大幅减少。

**地产和消费：**本周30大中城市商品房成交面积较上周继续回升，当前地产销售绝对量已经回到疫情之前水平，房地产销售数据持续向好；6月全月来看，中指院6月30日公布的数据显示，6月地产销售增速继续回升，其中二三线城市同比环比双涨，幅度均超过10%，与30城中各线城市销售表现较为一致。拿地方面，100大中城市土地成交面积明显回落，尤其是一线城市拿地数据回落明显，或受北京疫情影响。从地产信托发行数据来看，本周地产信托发行量为81.19亿，较上周的102.15亿继续回落。乘联会最新数据显示，2020年6月第四周汽车零售同比下降37%，降幅较第三周显著走扩。从批发来看，6月第四周批发同比下降35%，批发数据跌幅同样较大，零售和批发数据均明显回落。全月来看，中汽协统计的重点企业销量快报最新数据显示，6月汽车行业销量预计完成228万辆，环比增长4%，同比增长11%。

**进出口**：上海出口集装箱指数（SCFI）本周大幅回升5.37%，中国出口集装箱运价指数（CCFI）本周回升1.43%，二者走势有所分化，较上周有所转弱。波罗的海干散货指数较上周回升8.92%，中国进口干散货运价指数走势较上周回升3.68%，上升幅度依旧较大，但较上周涨幅继续收窄。

**通胀：**农产品方面食品分项价格适度上涨，猪肉和蔬菜涨幅较大，鸡蛋和水果价格有所下行。猪肉价格本周继续上涨，农业部公布的全国平均批发价较上周末回升至45.58元/公斤左右，环比上行2.89%，主要受进口猪肉继续减少，同时叠加南方雨季影响，猪价震荡上行。蔬菜价格持续上行，本周小幅回升2%，涨幅较上周略有收窄；水果价格则季节性回落，较上周下行1.5%；鸡蛋方面，价格明显回落2.09%；水产品本周价格上行0.24%。工业品方面，本周多个国内有色品种价格有所回升，铜、铝、铅、锌价分别变动2.52%、2.09%、1.68%、-0.73%。海外价格来看，LME铜、铝、铅、锌较上周环比变化分别为5.58%、4.28%、-7.99%、-12.98%。

**海外**：国际油价整体上行，WTI原油价格上涨4.54%，至40.24美元/桶；布伦特原油价格上涨4.34%，至42.8美元/桶。疫情方面，美国多州新增确诊继续反弹，且美国单日新增确诊病例不断创新高，海外疫情亦出现二次反弹现象，疫情完全平息仍需时间。

**下周关注**：经济数据（通胀、金融）；6月外汇储备数据；海外疫情

2、下周债市判断

利率债：基本面持续修复过程，修复速度存在一定不确定性，市场有所分歧，数据待验证。央行公开市场操作持续平稳，价格维持不变，尽管总量政策迟迟未见，但流动性目前维持合理充裕。从近期操作可看到，当资金利率接近政策利率时，央行会及时进行逆回购，稳定市场情绪。跨月结束，特别国债持续放量，考虑到7月底全部发行完毕的要求，周度发行供给将持续。全周10Y国债上行3.6BP，10-1Y国债利率利差小幅反弹在80BP水平。近期市场表现看，债市在这个位置多空持续博弈，配置盘持续活跃，跨节后资金利率回归修复，权益市场本周强势反弹带动市场情绪，成为三季度焦点，风险偏好明显提升。短期看，利率债在这个收益水平配置价值持续存在，但考虑到基本面未来一段时间仍持续向好，权益市场强势回归，预计债市短期内仍维持宽幅震荡，趋势难现。货币政策和经济政策都处于中期防风险和短期稳增长的平衡中，坚持对债市的观点，短期不过度悲观，根据点位和时间窗口灵活调整组合结构，策略整体趋向防御。

信用债：信用债伴随利率债和资金面改善，适度调整。本周大部分期限和品种以适度下行为主，配置盘持续活跃，高票息品种较6月底下行明显。市场策略方面，过剩行业头部、基建投资和城投相关品种持续受到市场较高关注，城投债区域机会已进入中后期。考虑到配置需求，三季度仍关注政策影响更突出的行业和区域，票息策略为主，警惕信用风险。

可转债：本周权益市场表现强势，转债表现稍弱于权益，主板表现强劲。行业层面，有色金属、非银金融、农林牧渔、电子、机械设备行业涨幅居前。市场策略方面，前期风格严重分化、近期的券商合并传言、混业经营预期、地产商销售数据造好都对顺周期板块行情产生直接推动，预期从分化走向逐渐一致阶段，“风格切换”逻辑难以证伪预计仍有演绎。而房住不炒、不大水漫灌的大框架下，经济复苏的斜率难比之前几次周期，科技大周期下，中期仍会回归成长逻辑。可转债的溢价率开始提升，由于本身重资产行业占比高，顺周期行情阶段更有利于转债表现。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表.发电耗煤震荡 | 图表. 水泥价格持续回落 |
|  |  |
| 资料来源：万得，富荣基金 | 资料来源：万得，富荣基金 |

|  |  |
| --- | --- |
| 图表. 南华工业品指数持续向好 | 图表. 原油价格持续修复 |
|  |  |
| 资料来源：万得，富荣基金 | 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。