

富荣基金固定收益周报

——二季度稳经济保民生仍是重点

2020年4月26日

一、本周关注：美联储议息会议

目前市场对于二季度经济走势的预期，触底反弹的大趋势基本预期较一致，未来可能存在的分歧仍更多在于回暖的节奏和幅度。本周，将迎来海外市场三大央行议息会议，日本央行、美联储和欧洲央行将陆续公布利率决议和经济展望。随着复工复产的稳步推进，国内内需将逐步得到一定恢复，因海外市场需求萎缩而产生的经济冲击可能成为二季度经济走势的影响因素之一，同时也会对当前经济对冲政策产生一定边际影响。目前我们依旧维持前期判断，即使在较为悲观的假设下（出口增速恶化30-40%、消费等不出现实质改善），二季度名义增速恢复到正增长是大概率事件，但后续会更关注财政政策和逆周期调节等政策的力度和主要着力点。

本轮财政的要点仍主要围绕在稳企业、保民生、扩内需、促转型四点上。企业纾困和托民生、保就业是当务之急，控制风险向经济各领域的扩大和蔓延。央行货币政策仍主要关注信贷需求方面，与财政政策形成配合。二季度面临提高赤字率、发行特别国债、增加专项债券规模，政策性金融有望再发力。

本周海外三大央行将陆续开展议息会议，就经济现状及货币政策提出展望，市场也较关注美联储是否后续会进一步推出更为激进的刺激政策。

农业：二季度农产品价格同比增速趋弱，后续农业生产速度有望恢复，两相抵消。农产品批发价格持续小幅下行，猪价也较前期相对平稳，农产品价格本周整体表现相对平稳。

工业：发电耗煤4月六大发电集团日均耗煤量恢复至去年的86.7%，当前工业复工水平已经比较高，但是与疫情前增速水平仍稍有一定距离，当前国内生产的恢复速度略好于需求，考虑到外需走弱对二季度将产生一定持续影响，发电耗煤增速可能基本维持在当前水平。受到疫情后国内经济活动恢复带动，内需得到一定体现多数工业品价格小幅上涨。南华螺纹钢、热轧卷板指数本月上涨3.4%、3.8%，焦煤指数下跌2.9%，焦炭指数上涨3.6%；有色金属涨幅相对明显，铜、锌、铝分别上涨6.9%、4.6%、6.2%；受油价大幅波动影响，全月布油价格环比下跌1.9%，南华工业品指数较月初小幅下行。

建筑和地产：根据当前政策看，扩大基建投资仍是当前政策发力的核心。基建投资、地产投资持续改善，从高频数据看，地产销售回暖走在前列，30大中城市商品房成交面积持续小幅回升。其中二三线城市恢复情况相对较好，土地成交总价也在逐渐恢复过程中，对地方财政压力同时也起到一定缓解作用。4月钢材品种库存回落、产量回升，下游需求逐渐修复。螺纹钢库存去化斜率与往年旺季基本一致，产量月底也已恢复至2019年同期的较高水平，建筑业需求正逐步修复至疫前水平。热轧卷板库存去化斜率也与往年相近，但产量恢复较慢，制造业需求的修复程度相对更低。

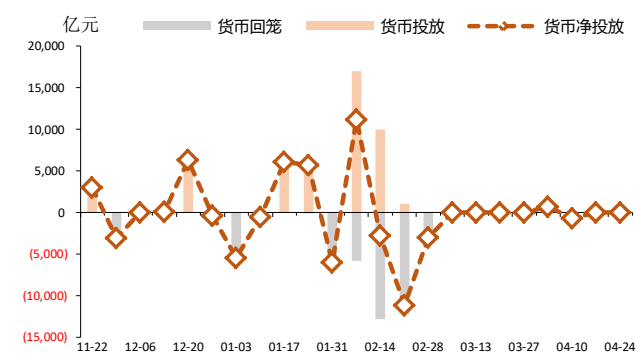
消费和其他第三产业：4月，出口集装箱运价指数加速回落，出口货运景气度回落。进口干散货船运价指数持续回落，进口货运景气度回落。

二、上周市场回顾

1、资金面

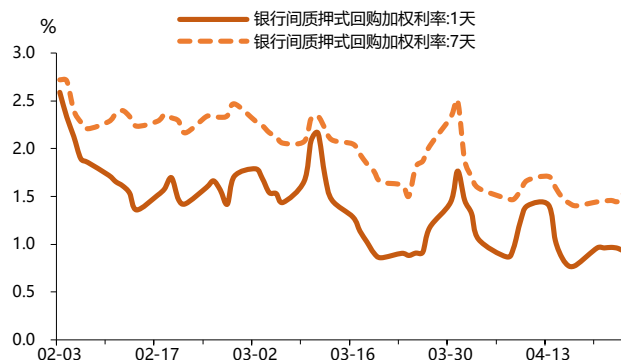
本周央行在公开市场投放TMLF561亿，利率与当前MLF利率一致2.95%，TMLF到期2674亿，净回笼2113亿。流动性继续宽松，资金利率继续低位震荡，部分受到缴税影响，临近周末利率小幅上行，隔夜和7天基本维持在0.9%和1.56%左右。下周公开市场无到期，但进入月末、同时考虑到五一劳动节假日影响可能带来扰动。

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

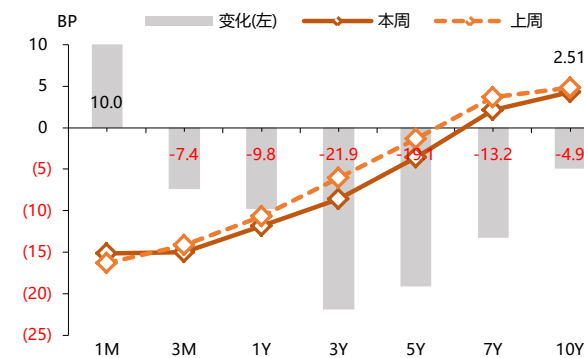


资料来源：万得，富荣基金

2、利率债

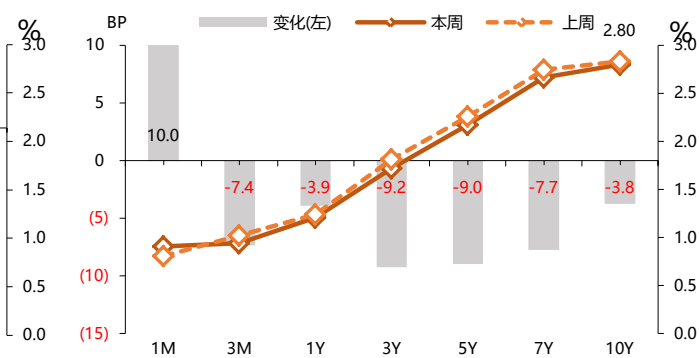
本周债市表现较好，外资参与积极，国债相对证金债表现更明显。流动性整体合理充裕，同时考虑到海外市场需求恢复需要时间，从近期政治局会议对经济的表述显示当前经济恢复仍面临一定压力。整体经济恢复面临一定结构性压力，同时伴随货币政策相对平稳，叠加外资盘的积极参与成为本周债市主要支撑。全周10Y国债和国开分别下行5个和下行4个BP，收益率曲线期限利差小幅收窄。

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

信用债到期收益率方面，上周中短期票据和城投债信用利差较前期小幅修复，利率情绪向信用传导相对不明显，但整体信用品种收益率仍持续下行为主。从中短期票据来看，1Y 期到期收益率下行 5BP，3-5Y 高等级下行 13-15BP，中低等级下行 10BP。城投债 3Y 期下行 15BP，5Y 期下行 8BP。信用利差方面，上周中短期票据和城投债 3Y 期和 5Y 期表现都相对较好，尤其是高等级信用品种。除 7 年期，其他期限信用品种都有不同程度下行。具体地，1Y 期中短期票据下行 5BP 主要集中在 AAA 和 AA 品种，3Y 期城投债下行 10-15BP，主要集中在高等级品种。

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	1.79	2.03	2.41	4.58	CP	0.66	0.90	1.28	3.45
MTN3Y	2.33	2.60	3.04	5.21	MTN3Y	0.92	1.19	1.63	3.80
MTN5Y	2.88	3.21	3.69	5.86	MTN5Y	1.04	1.37	1.85	4.02
企业债3Y	2.32	2.60	3.04	5.21	企业债3Y	0.91	1.19	1.63	3.80
企业债5Y	2.88	3.21	3.69	5.86	企业债5Y	1.04	1.37	1.85	4.02
企业债7Y	3.41	3.75	4.23	6.40	企业债7Y	1.08	1.42	1.90	4.07
城投债3Y	2.38	2.57	2.87	5.12	城投债3Y	0.97	1.16	1.46	3.71
城投债5Y	2.99	3.15	3.45	5.84	城投债5Y	1.14	1.30	1.61	4.00
城投债7Y	3.52	3.68	4.02	6.43	城投债7Y	1.18	1.34	1.68	4.09
周变化(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	-4.7	-1.7	-3.7	-1.6	CP	4.7	7.7	5.7	7.7
MTN3Y	-13.1	-12.1	-11.1	-5.1	MTN3Y	8.9	9.9	10.9	16.9
MTN5Y	-15.0	-11.0	-8.0	-6.0	MTN5Y	3.7	7.7	10.7	12.7
企业债3Y	-13.1	-12.1	-11.1	-5.1	企业债3Y	8.9	9.9	10.9	16.9
企业债5Y	-15.0	-11.0	-8.0	-6.0	企业债5Y	3.7	7.7	10.7	12.7
企业债7Y	4.4	5.4	2.4	3.4	企业债7Y	16.6	17.6	14.6	15.6
城投债3Y	-15.4	-14.4	-11.4	-1.4	城投债3Y	6.5	7.5	10.5	20.5
城投债5Y	-8.4	-10.4	-7.4	-0.4	城投债5Y	10.3	8.3	11.3	18.3
城投债7Y	7.8	2.8	5.8	4.8	城投债7Y	20.0	15.0	18.0	17.0
收益率分位	AAA	AA+	AA	AA-	息差	AAA	AA+	AA	AA-
CP	4%	2%	3%	20%	CP	13%	14%	23%	88%
MTN3Y	0%	0%	0%	18%	MTN3Y	26%	27%	31%	93%
MTN5Y	0%	0%	1%	18%	MTN5Y	29%	27%	28%	92%
企业债3Y	0%	0%	0%	15%	企业债3Y	28%	25%	28%	91%
企业债5Y	0%	0%	1%	15%	企业债5Y	29%	26%	24%	89%
企业债7Y	3%	3%	3%	17%	企业债7Y	32%	20%	20%	81%
城投债3Y	0%	0%	0%	19%	城投债3Y	25%	26%	28%	85%
城投债5Y	0%	0%	1%	21%	城投债5Y	28%	25%	23%	83%
城投债7Y	3%	3%	3%	24%	城投债7Y	27%	18%	16%	79%

资料来源：万得，富荣基金；利差基准为同期限国债

4、可转债

五一节假日即将来临，市场活跃度可能适度降低，市场关注点转向可能即将在 5 月召开的两会，对后期逆周期调整政策加强的预期能逐渐显现。国内股市同步下跌，风格上各版块下跌程

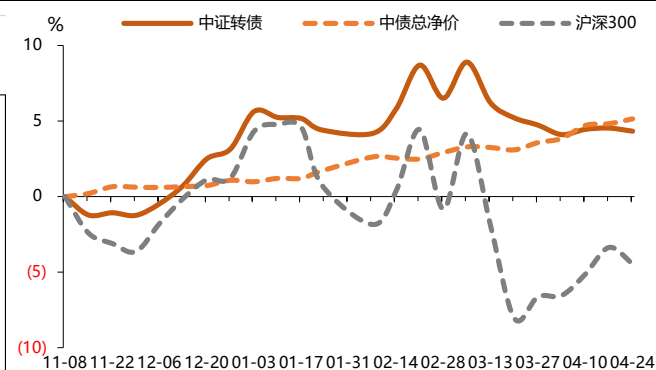
度大体相当，除上证 50 和沪深 300，其他主要板块本周成交额持续扩大。最终上证综指和创业板指分别下跌 1.1%和 0.84%。转债市场相对股市稍好，方向上尚不明显。本周中证转债指数小幅微跌 0.2%。

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	-1.1	1.5	12.0	12.0	↑ 2503	2313.7
深证成指	-1.0	2.2	25.2	25.6	↑ 4011	3914.3
创业板指	-0.8	3.6	53.2	55.9	↑ 1343	1340.0
上证50	-1.2	2.2	8.8	8.9	↓ 444	448.4
沪深300	-1.1	1.9	11.3	11.4	↓ 1545	1622.0
中证500	-0.8	2.1	26.4	26.4	↑ 1380	1256.0
中证1000	-0.6	1.3	40.9	40.7	↑ 1741	1606.8

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：发电耗煤量持续反弹，与去年同期基本一致；高炉开工率继续回升，与去年同期基本一致；社会钢铁库存持续下行，虽然绝对水平依然较高，但下滑速度持续快于去年；钢铁和水泥现货价格环比适度企稳，水泥逆季节性走弱，钢铁价格本周小幅抬升。

地产：本周 30 大中城市商品房销售环比继续处于改善，百城土地供应虽然仍旧走弱，但幅度明显减缓，地场市场持续在复苏过程中，100 大中城市成交土地均价出现一定回升。

消费：4 月下旬乘用车零售略好于去年同期，但由于是季节性低位，加上假期影响，是否能具有代表性还需继续观察。

通胀：工业品方面，本周南华工业品指数环比走弱，本周油价继续大幅波动，国际原油期货出现负油价情况，螺纹钢价格小幅下行调整。农产品方面，批发价格 200 指数连续第 10 周回落，细项方面，猪肉、蔬菜和水果都相对平稳。

海外：政策面上，本周美联储将开展议息会议，公布利率决议及政策声明，美联储主席鲍威尔将开展记者会。除美国外，日本和欧洲央行也将在本周开展议息会议及经济展望等。数据面上，本周将公布中国 3 月规模以上工业企业利润，4 月官方 PMI，此外本周欧元区公布 3 月失业率、一季度 GDP 和 4 月 CPI 等重要数据。

下周关注：联储议息会议；4 月 PMI 数据；人大常委会；长假前风险偏好变化。

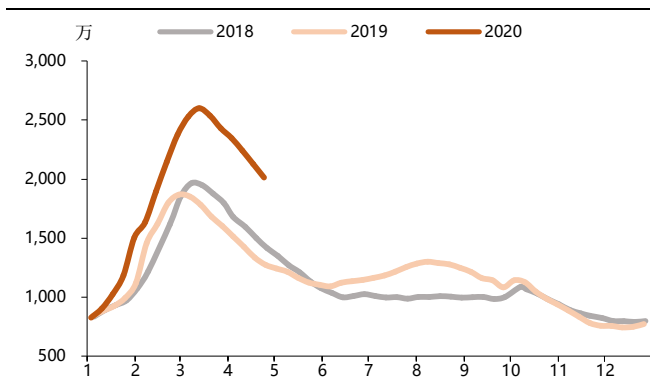
2、下周债市判断

利率债：稳经济政策预期明确，未来仍围绕六保定调，保持货币政策的合理充裕，低利率趋势未改。但短端下行空间逐渐有限，曲线陡峭程度历史高位下，外资进场和交易盘有推动曲线做平的迹象，未来曲线形态大幅变化需要重点观测高频经济数据和社融数据是否后劲充足。4 月 PMI 数据预计有边际推动作用。

信用债：信用债收益率跟随利率债下行，但是整体幅度不及同期利率品种，信用利差被动走阔，利差安全垫有所提升。信用策略建议继续保持债券组合的哑铃型形态，高杠杆，中性偏乐观久期，保持灵活性和流动性。

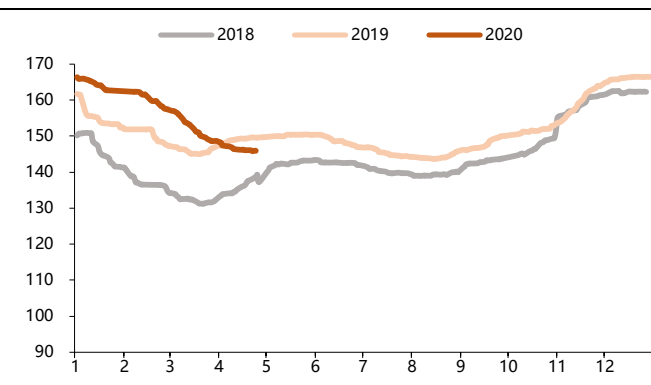
可转债：权益市场仍在震荡摸底，转债溢价有所压缩。当前整体趋势性机会不强，挖掘结构性机会成为主要关注点。结构上需要关注可能存在的边际变化，在之前逆周期、必选消费基础上持续适度保持灵活，关注市场对政策的博弈情况，寻找安全边际相对更高的个券。权益策略继续建议坚守内需和成长板块并保持一定耐心。

图表. 钢铁社会库存继续回落



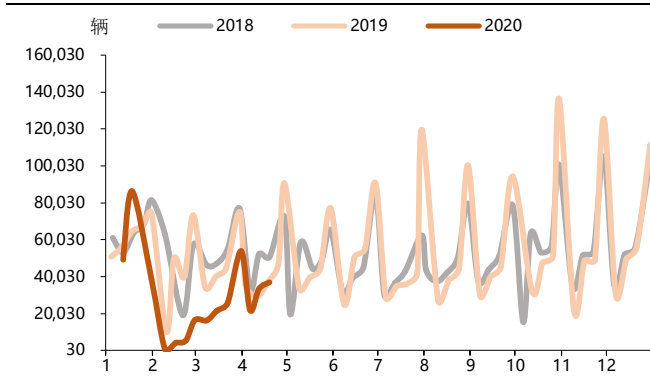
资料来源：万得，富荣基金

图表. 水泥价格仍无起色



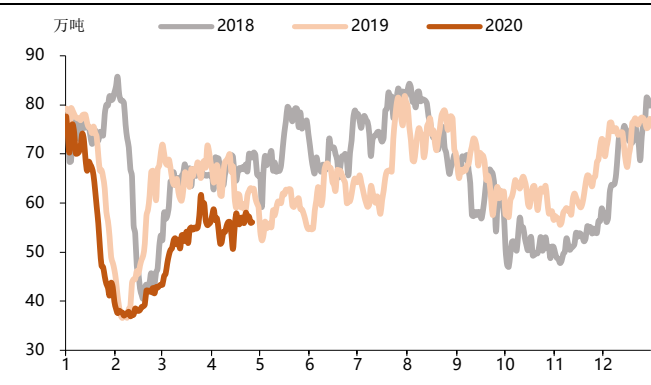
资料来源：万得，富荣基金

图表. 4月上旬乘用车零售持续恢复



资料来源：万得，富荣基金

图表. 发电耗煤震荡调整



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。