

兴银基金固收周报（2018.1.8-2018.1.12）

一、宏观回顾

国内方面，本周公布的金融及进出口数据低于预期，但未改变债市走弱格局，通胀预期的上升引发基准加息担忧，叠加金融监管政策频发、海外债券收益率普涨等因素，市场情绪较为脆弱。主要包括以下四方面：

（1）通胀数据符合预期，但在 18 年初或有上行：2017 年 12 月 CPI 同比上涨 1.8%，全年上涨 1.6%，其中食品中的鲜菜和猪肉仍为最大拖累项；PPI 受基数影响同比上涨 4.9%，全年上涨 6.3%。往后看，影响 CPI 涨幅的鲜菜和猪肉同比跌幅将在 2-3 月份大幅收窄甚至转负为正，油价的高企将同时拉动 CPI 和 PPI 增速。

（2）受金融去杠杆及年底信贷额度受限影响，金融数据低于预期：12 月新增社融规模 11400 亿，其中人民币贷款受额度影响低于预期，而同业收缩下的非银行金融机构存款大幅减少拉低 M2 增速（8.2%），也降低了货币的派生能力。预计 2018 年金融去杠杆仍然会使得 M2 在相对低位徘徊，企业贷款在银行回归本源下将有所放量，但居民贷款和非标融资同样令社融承压。

（3）进出口数据指向外需仍然强劲，内需略有不足：出口受全球主要经济体复苏强劲及前期公布的 PMI 维持较高景气度影响，以美元计价的出口同比增 10.9%，与预期持平；进口受环保限产和工业淡季影响，同比增速为 4.5%，低于预期和前值，内需略有不足。从年度数据来看，进出口表现均较为靓丽，结束过去两年的负增长态势。

（4）金融严监管继续深入，并将继续贯穿 2018 年：年初金融监管配套文件频发，本周基金业协会发布《私募投资基金备案须知》，明确私募基金不得通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动；银监会发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，要求全面评估 2017 年已开展的“三三四十”、信用风险专项排查、“两会一层”风控责任落实等专项治理工作，并在 2018 年继续深入推进。

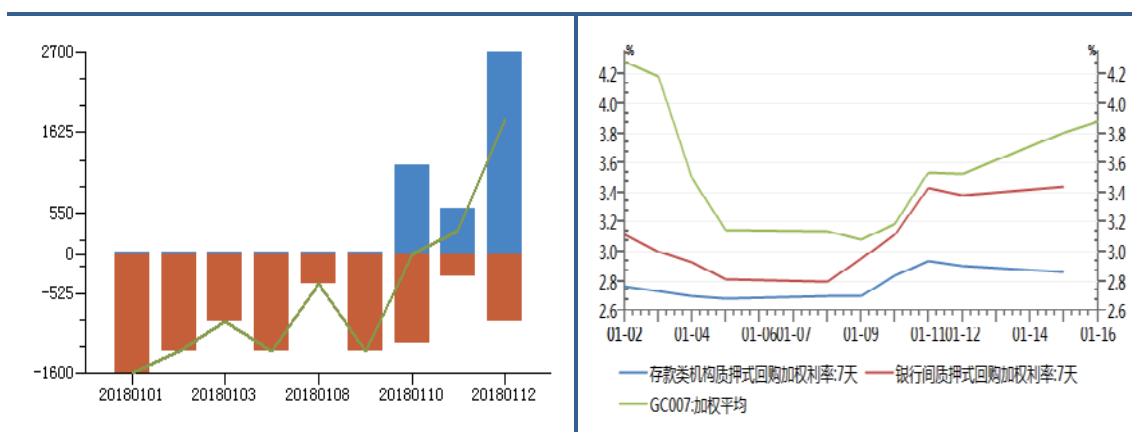
国际方面，油价上涨、通胀上升，全球货币政策正常化或将加速。

近期基于 OPEC 成员国与俄罗斯减产，以及全球经济动能较强提升投资需求，油价呈现持续性上涨态势，现布伦特原油期货稳定在每桶 70 美元左右，接近三年高位，引发全球通胀预期。美国 12 月 CPI 同比 2.1%，核心 CPI 同比 1.8%，高于预期和前值，联邦基金利率期

货显示，美联储年内将加息三次的概率上升至 41%；欧央行表示有理由在 9 月之后结束 QE；日本表示在常规购债计划中减持超长期债券购买；英央行表示未来三年加息次数可能增加。本周全球债市普涨，10 年期美债上行 8bp 至 2.55%，德债上行 9bp 至 0.58%，日债上行 1.5bp 至 0.073%。

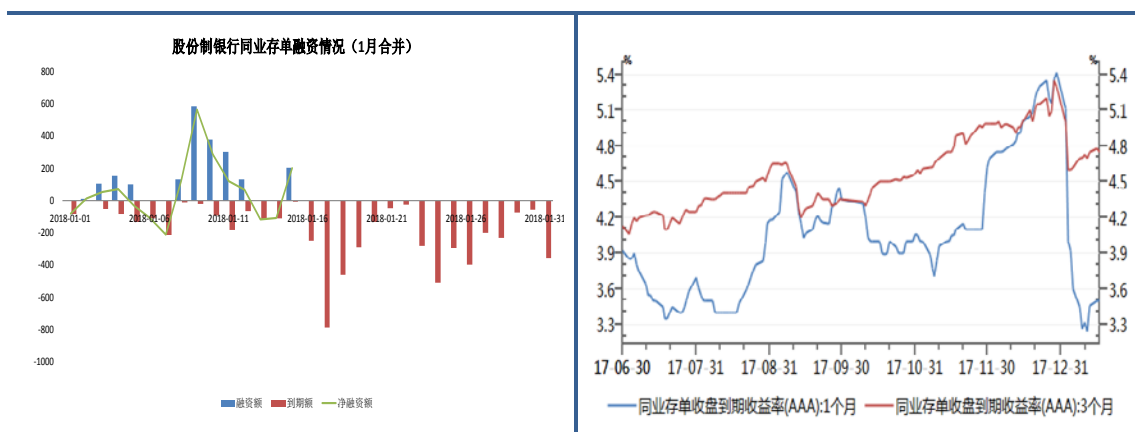
二、市场情况

(1) **缴税压力下央行“削峰填谷”，资金面由松转紧：**1 月末财政存款回笼小月，初步预判在 5000-8000 亿；但值得注意的是，本月财政收入将为全年最高，将引发 1 月中旬流动性紧张格局；央行“削峰填谷”，在连续 12 个交易日暂停公开市场操作后，于本周三重启逆回购，全周实现净投放 400 亿。资金面由松转紧，R007 全周上涨 57bp 至 3.38%，GC007 上涨 39bp 至 3.53%。



数据来源：Wind、兴银基金

(2) **同业存单发行利率分化，3M 期利率高企：**截至本周五，同业存单存量 8.02 万亿，较 17 年底稍有增加，其中国股行净融资规模明显高于其他类银行，净融资量最大分别为兴业>民生>招商>广发>平安；本月缺口从大到小分别为中信>华夏>光大>浦发>兴业；二级市场利率较前周均有上行，但 1M 和 3M 期利率继续分化，以 AAA 级存单为例，1M 品种利率本周收在 3.5%水平，而跨季的 3M 品种利率逐步上升至 4.8%水平。



数据来源：Wind、兴银基金

(3) 债券利率先下后上，曲线呈陡峭化：受资金面先松后紧、经济数据不佳但通胀预期上升、监管持续牵动神经等影响，信用债收益率基本先下后上，AAA 级 1 年期中票上升 1.41bp 至 5.02%、3 年期上升 6.85bp 至 5.31%；利率债调整幅度大于信用，长端录得最差收益，其中国开 1 年期上行 16bp 至 4.37%，10 年期上行 8bp 至 5.0%。

国债收益率							期限利差	
时间	3M	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	5Y-1Y	10Y-5Y
2018-01-12	3.34	3.58	3.66	3.86	3.89	3.93	28	7
2018-01-05	3.41	3.54	3.72	3.85	3.91	3.92	31	7
2012 年以来平均值	2.86	2.94	3.18	3.33	3.50	3.54	39	21
历史分位数水平	79%	85%	77%	80%	77%	80%	34%	12%

数据来源：Wind、兴银基金

国开债收益率							期限利差	
时间	3M	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	5Y-1Y	10Y-5Y
2018-01-12	3.87	4.37	4.83	4.97	5.06	5.00	60	3
2018-01-05	3.71	4.21	4.74	4.87	5.00	4.92	66	5
2012 年以来平均值	3.28	3.53	3.89	4.05	4.21	4.21	52	16
历史分位数水平	75%	84%	89%	90%	88%	86%	60%	14%

数据来源：Wind、兴银基金

中票到期收益率									
时间	1Y			3Y			5Y		
	收益率	均值	分位数	收益率	均值	分位数	收益率	均值	分位数
2018/1/12									

AAA	5.02	4.14	89%	5.31	4.40	91%	5.44	4.59	91%
AA+	5.28	4.44	85%	5.57	4.76	88%	5.71	5.02	83%
AA	5.50	4.73	81%	5.79	5.13	79%	5.93	5.46	76%
中票信用利差水平									
时间	1Y			3Y			5Y		
2018/1/12	信用利差	均值	分位数	信用利差	均值	分位数	信用利差	均值	分位数
AAA	143	120	78%	165	122	90%	158	126	82%
AA+	169	150	67%	191	157	81%	185	169	66%
AA	191	178	65%	213	195	68%	207	213	43%

数据来源：Wind、兴银基金

三、市场研判及投资推荐

本周将公布工业增加值、固定资产投资、住宅销售报告、GDP当季同比等数据，关注经济数据是否会随金融数据一起低于市场预期。

对于债市而言，金融严监管政策仍然牵制市场情绪，社融相对M2的相对高增速将持续压缩债券可投资资金，国际油价高企、叠加节日和基数效应加大市场对于18年一季度通胀预期，10年国开利率突破5%的心理防线。目前市场的博弈来自于监管力度、经济走势和通胀预期，在未见明确信号前债市仍未到达拐点，长期利率整体仍处弱势盘整状态；同时基于绝对收益率和信用利差的分位数水平，以及较低市场风险偏好下的需求情况，短端中高等级品种仍是市场首选，债券收益率曲线将继续陡峭化。

对于流动性而言，本周干扰因素较多，周一进入缴税日，根据预测，本月缴税量将达2万亿，缴税比例占全年最高，将影响上半周的流动性；公开市场有7325亿到期（包括1825亿MLF和800亿国库现金定存），料央行仍“削峰填谷”，视市场情况进行相应操作；同业存单1M到期日将落入春节、3M期跨季，料一级需求减弱，而本周及下周存单到期量超9000亿，银行或将提高一级发行利率以弥补缺口。整体预计市场流动性保持中性偏紧，货币市场利率将有上扬。

目前货币基金7天年化收益率虽有下行，但仍能保持在4.0%左右的水平（相当于税前5%的收益），相较于市场其他投资品种（1个月期存单）仍有较大配置价值；同时现有债券收益率无论长端还是短端都居于历史高位，此时进行委外投资，提前布局建仓将会博得较好的静态收益。

声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务必请核实，风险自负。

本报告版权归兴银基金管理有限责任公司所有，未获得兴银基金管理有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。