

周内行情为近期复杂宏观背景的缩影,地产三季度修复再临波折

一、 市场回顾

随着诸多利空因素的出尽,上周债券市场表现较好,曲线牛陡。虽然上周的交易主线不明朗,但诸多重大事件的集中出现可看作近期复杂宏观环境的缩影——美国通胀顽固、联储加息路径抬升压力持续,疫情再度抬头,地产流动性危机背后的保交楼与断供问题,社融总量与结构双优的持续性存疑等。

回到债市,周内行情归根结底离不开资金面的宽松和基本面弱复苏剧本的强化。此前最大的利空来自跨季资金面和疫后复工复产环比强数据的兑现,这些担忧在6月末与7月初或多或少冲击了情绪。介于资金价格稳定在低位和数据的落地,债市短期内不存在显著利空,而近期“断供”的舆情与疫情的再度抬头,无疑强化了“弱复苏”的宏观经济叙事和做多的逻辑,收益率回到6月中旬的位置附近,三至五年期政金债下行幅度更大。

周一金融数据出炉,总量与结构双优的社融数据并未对债市形成冲击,一方面,居民与企业部门资产负债表的现状让市场怀疑社融结构优化的可持续性;另一方面,市场也更倾向于将数据落地理解为利空出尽,当日收益率下行2至3BP。

周二国内疫情出现抬头迹象,风险偏好相应调整,当日万得全A下跌1.17%;此外,“烂尾断供潮”舆情发酵,并引起银保监会高度重视,各银行陆续公开澄清。近期恰逢地产债到期高峰,民营房企的交楼与偿付能力在政策层层刺激之下未见好转,周三周四两天收益率合计下行3至4BP。

周五,经济数据出炉,二季度GDP同比增长0.4%,低于预期,当日万得全A下跌1.42%,日内收益率陡峭下行。

全周来看,央行累计进行公开市场操作150亿,当周逆回购到期150亿,MLF到期1,000亿,央行等额平价续做,净投放为零;资金持续宽松,隔夜加权利率全周维持在1.20%附近,周五DR007加权在1.56%。三年国开200203下行11BP至

2.4900%，五年国开 220203 下行 8.2BP 至 2.7530%，十年国开 220210 下行 6BP 至 3.0525%；十年国债 220010 下行 5.25BP 至 2.7850%。

上周信用债净融资不甚理想，低评级供给的下行致使净融资表现为6月以来最弱一周。从发行结果来看，低资质与长期限品种仍然需求一般。此外，低供给的特征也支撑了二级市场信用债的表现。

从估值来看，信用债估值收益率整体呈下行态势，除民企地产债外，一至三年期平均下行幅度在 8 至 10BP，城投下行幅度较大；地产债在 7 月集中到期及新增展期事件的冲击下，大体可以分为两类，国企或龙头高资质企业成交与估值净价稳定，风险较高的民营房企估值净价持续下行。

二、 核心观点

债市进入相对安全的区间，下一次利空因素的集中释放在 7 月底，届时外国加息落地与国内稳增长政策加码等因素或冲击债市情绪，但在这之前债市相对安全，在久期上可保持适度乐观。

此前债市最大的利空来自跨季资金面和疫后复工复产环比强数据的兑现，而随着资金价格稳定在低位和数据的落地，债市短期不存在显著利空，而近期地产“断供”的舆情与国内疫情的再度抬头，无疑强化了“弱复苏”的宏观经济叙事和做多的逻辑。

中期视角下，虽然“弱复苏”的宏观经济叙事仍是债市三季度的背景板，但是在此之上，需关注地产“断供潮”背后的利率中枢定价，换言之，利率品的韧性。7 月 14 日银保监会表示将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，决策层与监管的重视有利于此类问题的扎口与解决。

基于对弱能级城市销售贡献、民营房企违约率、交房周期与平均还款周期等假设的匡算，本轮断供风险上升为金融体系的系统性风险的可能性较低；然而，其对地产行业的影响重大，预期对三季度地产的复苏节奏产生拖延，对三季度的销售、到位资金、土地购置产生负面影响。

首先，尽管目前烂尾与断供问题未对银行体系的稳定造成压力，但未来银行在风险偏好与名单制度上均会有所调整，按揭的投放或面临边际上的由松转紧。

其次，4月政治局会议提及优化预售资金监管，过度严苛的预售资金监管并不利于房企资金腾挪，因而加剧流动性危机。然而，“保交楼”高压之下，地方政府势必在“呵护房企”与“保交楼”之间选择后者，近期西安等地的政策已体现此趋势，这也将加大民营房企的流动性压力。

最后，居民也会更加倾向于观望，出险房企的新售项目逐步滞销。再次强调，本轮地产周期的回暖伴随着大量供给的灭失，即修复空间有限。对应接下来的社融，即企业中长贷的边际修复与居民中长贷较长时间的低迷。

三、未来展望

建议顺大势、逆小势，保持对地产“断供”现象的持续跟踪，7月底重大会议集中到来前在久期上可以适度乐观；如前所述，地产迷雾重重之下，需要对三季度的复苏斜率与空间重估。

免责声明

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，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。