

复苏斜率决定利率中枢，关注中下旬政府债券供给

一、市场回顾

上周持续消化疫情进入收尾阶段后的风险偏好抬升。房地产方面，长三角、珠三角各地持续释放购房政策宽松信号，但市场的关注点更多在疫情反弹与资金面，对当周外贸、物价数据和稳增长政策的反应较平淡。

周一，债市延续前周的走弱势头，市场走出“股债跷跷板”。当日上证收涨 1.28%，而利率品中短端收益率上行 4 至 5BP，长端上行约 2BP，商金债、二级资本债跟随利率品高估值成交，而同时具备久期防御能力和票息收益的短期限信用品成为当日债市避风港。

周二，“股债跷跷板”持续，随着下午股市上涨动能的减弱与资金供给的充裕，当日利率品中短端与长端下行幅度在 2 至 2.5BP。

周三，国常会召开，提及“进一步释放政策效应，确保二季度经济合理增长，稳住经济大盘”。

周四，外贸数据出炉，市场反应平淡，午间传出北京、上海社会面重新出现新增本土确诊且传播链较广，提振了债券市场情绪，当日质押式回购日成交额重回 6.1 万亿。

周五，开盘情绪较好，物价数据结构上体现了 5 月疫情的影响，但总体压力暂时可控。下午四点社融数据出炉，总量略超预期，但结构问题仍在，逆周期核心融资变量中的中长期贷款与企业债券均表现一般，内生增长动力的修复仍需时间；另一方面，北京、上海周五新增疫情的消息提振市场情绪，尾盘收益率持续下行。

全周来看，央行累计进行公开市场操作 500 亿，当周到期 500 亿，全周净投放为零。周五隔夜资金 DR001 加权 1.40%，较上上周四下行 2.6BP，DR007 加权 1.57%，较上上周四下行 5.5BP。三年国开 200203 上行 0.5BP 至 2.5650%，五年国开 220203 下行 1.75BP 至 2.7275%，十年国开 220210 下行 1.7BP 至 2.9730%；十年国债 220010 下行 1BP 至 2.7475%。

信用债上上周回调，5月受到争抢的票息资产的参与情绪有所减弱。从估值来看，信用债整体上行3至7BP，短端上行幅度更大，经历了2个月的利差压缩之后，中高等级一年期信用利差一度达5%百分位以下，回调压力较大。两年期与三年期的城投回调幅度在3至4BP；地产债回调幅度同样较大。中高等级一年期信用利差回到30%百分位(2018年至今)，三年期信用利差回到20%百分位；低等级信用利差小幅走扩，一年期与三年期信用利差在7%和3%百分位（5月中旬一年期：AAA5%，AA+5%，AA5%）。

二、 核心观点

债市短期关注资金面，中期需观察稳增长进程。“上海解封”以来，资本市场的主线是疫后复苏与风险偏好的抬升，全周债市窄幅震荡。下一阶段短期资金面的影响更大，中期基本面筑底的现状与复苏的斜率决定了利率的区间震荡与中枢的缓慢抬升。

短期资金面方面，主要压力来自政府债券供给。5月30日全国财政支持稳住经济大盘会议上提及，“确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”。1至5月新增专项债发行占全年限额仅为56%，按全年限额的90%和95%匡算，6月新增专项债发行规模或达到1.25万亿和1.43万亿，节奏上，更多的供给压力将集中在中下旬，。本月已披露未发行的规模在1.15万亿以上。

从当下的资金利率来看，目前的资金面充裕程度高于疫情前，结合此前央行表态，政府债券供给压力很难形成系统性的影响，但需关注6月中旬发行加码后资金面的边际变化。

社融结构持续不佳，社融总量的企稳与上行结构上体现为短期融资先行、中长期融资跟进。然而，1月的社融数据已开始体现短期融资与政府债券的强劲贡献。而之后的4个月里，企业中长贷表现波折，新增居民中长贷2月与4月转负。在**疫情与地产周期的双重冲击下，未来融资需求的企稳聚焦在两个问题上——疫后复苏与地产企稳。**

疫后复苏的节奏取决于需求的韧性与供给的弹性。**内需的韧性主要看基建和**

地产,供给的弹性主要看疫情的本土趋势和常态化进程。基建实物工作量方面,本轮专项债发行、拨付、开工的节奏预计有所压缩。1至5月发行量较大的为广东、山东、河南、四川、江苏等省,其经济总量多数全国排名靠前,债务率可控,可冬季开工,基建发力的空间充足。

结合“力争在8月底前基本使用完毕”的目标,以及9、10月为施工旺季的季节性特征,预计8月之后形成实物工作量的节奏进一步提升。内需增量来源的掣肘还是地产,地产当下的核心问题为居民购房意愿与房企的“有效供给”。居民对于房价及期房“安全交楼”的预期需要改善,而民营房企的信用与交楼问题致使推盘层面“有效供给”的减少,这些因素都导致地产未来企稳可期,但复苏幅度非常有限。

三、未来主线

“上海解封”以来,资本市场的主线是疫后复苏与风险偏好的抬升。下一阶段短期资金面的影响更大,而中期视角下,基本面筑底的现状与复苏的斜率决定了利率区间震荡、进入三季度中枢缓慢抬升的趋势。

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。