

固收周报（2022.6.20——2022.6.24）

一、 市场回顾

上周债市小幅回调，两年期以上利率品回调幅度在2.25至3.75BP。此前周末转暖的高频数据，尤其是地产销售环比增速的复苏，奠定了周初债市较弱的情绪，此后LPR一年期与五年期维持上月水平。

周三晚间，国家领导人在金砖国家工商论坛开幕式上发言表示中国将加大宏观政策调节力度，采取更加有效的举措，努力实现全年经济社会发展目标。

周四，央行副行长陈雨露在对近年来的货币政策的回溯中提及“不搞大水漫灌、不超发货币、不透支未来”，虽然是对过去政策的总结，但也一定程度影响了市场对未来进一步总量宽松的预期。

周五，七天回购进入跨季区间，央行净投放500亿，全周资金面均衡；在增量信息有限的情况下，债市呈现窄幅震荡，当日随着股市动能强劲以及市场逐渐提升的疫后复苏预期，尾盘收益率持续上行，3至5年政金债收盘收益率较前日上行2.25BP，形成日频维度下全周的最大波动。

外围方面，“曲线领先于联储”的市场节奏特征以及徐徐而来的衰退预期制约美债收益率上行，全周十年美债收益率最低达3.10%以下；而商品市场与股债表现不同，受封控影响的现货商的悲观预期与企业端去库存压力仍在，大宗上周大跌后维持低位；而上述因素并未对国内债市形成太大影响，周内存在股债跷跷板效应，收益率自端午节归来后维持箱体震荡。

全周来看，央行累计进行公开市场操作1,000亿，当周到期500亿，全周净投放500亿。周五隔夜资金DR001加权1.4293%，较上周五上行1.38BP，DR007加权1.7978%，较上周五上行13.94BP，季末因素导致下半周起资金价格较上周五边际抬升。三年国开200203上行0.75BP至2.5525%，五年国开220203上行3.25BP至2.7700%，十年国开220210上行2.2BP至3.0050%；十年国债220010上行2.5BP至2.8000%。

端午之后的信用债净融资量并不算高，供给处于低位的情况下，中部地区国企、

城投的具备票息优势的短券发行利率靠近下限，中部地区城投策略已成为非常趋同的信用策略；而市场对信用风险的规避心态也较明显，天津、东北、云贵等地城投标的发行利率仍靠近上限。

从估值来看，信用债收益率平均下行幅度在 2 至 4BP，其中短期限城投与国企标的下行幅度较大。中高等级信用利差小幅收敛 2 至 3BP，一年期信用利差来到 20%-30%百分位(2018 年至今)，三年期信用利差来到 10%-15%百分位。低等级一年期与三年期信用利差进一步小幅压缩至 3%和 2%百分位（上周：7%和 3%百分位）。

二、 核心观点

大类资产价格初现“弱复苏”特征，债市调整可能持续，建议久期上保持谨慎态度。

从周频行情来看，大类资产上周呈现大宗下跌，债券小幅回调，万得全 A 收涨 2.15%；股债跷跷板效应符合宏观经济预期，而大宗表现相对“突兀”。

从资产走势而言，这恰恰初步揭露了下半年“弱复苏”的宏观经济叙事。周一黑色系的大跌与复工复产的预期相矛盾，这种背离的本质为各自交易主线的重心不一，股债交易宏观经济叙事(即复工复产与强数据)，而大宗则交易表观需求。

从数据层面展望：

首先，地产方面，30 大中城成交的修复是必然的，上海解封、政策传导时滞、高基数等因素决定了三季度地产的回暖，但是回暖的幅度存在“有效供给”的制约。7 月为地产债集中到期月，从土拍到融资，民营房企的扩表能力与居民预期的改善均依赖未来三个月的稳定与康复，在流动性危机为大背景的本轮地产周期里，行业复苏的速度与幅度受到制约。

其次，信贷方面，化繁为简，行至中下旬的票据利率走势已经揭示了总体信贷情况，其中居民中长贷表现自然也会呼应前述地产三季度环比复苏的特征。

最后，高频数据而言，观察指标存在较多“开工率”类的指标，这些更多是体现参与率的提升，而非供求变化指标。综上所述，地产与信贷的变化支持股债交易的弱复苏中的“复苏”，而表观需求支持大宗走势背后的弱复苏的“弱”。这样的

宏观经济叙事下，叠加资金面对债市的利好不会更强，近期阻力更小的方向是收益率上行。

三、未来主线

大类资产价格初现“弱复苏”特征，债市阻力更小的方向是收益率上行，建议久期上保持谨慎态度，相对“胜率”，需耐心等待“赔率”。

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。