

固收周报（2022. 6. 13——2022. 6. 17）

外围压力暂时解除，美国通胀既有旧的“顽疾”，也有新的“顾虑”

一、 市场回顾

上周交易的主线主要为美联储加息路径抬升对市场情绪的影响，期间 MLF 的落地与经济数据为周三当日的交易主线。美国东部时间周三下午，美联储公布了 75BP 的加息决定，这次决定是“落后于曲线”的，美债收益率跟随加息决定的预期与落地演绎先上后下。

美国市场自周一起快速交易加息预期，周一美债三个月、两年期、十年期品种较上周五分别上行 19BP、30BP、和 20BP 至 1.554%、3.367%、和 3.362%，国内情绪上半周小幅受到影响。

自北京时间周四凌晨“靴子落地”后，美债重新演绎“利空出尽”，国内债市随着 MLF 续做、经济数据、联储加息等关键事件在周中集中落下帷幕，此后情绪也相对较好，下半周利率呈小幅下行态势；全周呈现窄幅震荡格局，三至五年国开在上下 1 至 2BP 间震荡，十年国开全周回调 1BP，十年国债 220010 全周回调 2.7BP。自“上海解封”后的大幅回调以来，6 月第二周至今的收益率持续在一个上下 2BP 的箱体内存震荡。

全周来看，央行累计进行公开市场操作 500 亿，当周到期 500 亿，MLF 到期 2,000 亿，央行等额平价续做，全周净投放为零。周五隔夜资金 DR001 加权 1.4155%，较上周五上行 1.84BP，DR007 加权 1.6584%，较上周五上行 8.56BP，隔夜与 7 天资金价格仍维持在相对低位。三年国开 200203 下行 2BP 至 2.5450%，五年国开 220203 上行 1BP 至 2.7375%，十年国开 220210 上行 1BP 至 2.9830%；十年国债 220010 上行 2.7BP 至 2.7750%。

信用债整体表现较好，下半周情绪好转之后，一级市场短信用发行情况较好，中部地区国企、城投的短券标的发行利率靠近下限；此外，具备绝对收益的东北地区省级、苏北地区、中部地区城投标的需求也较好。

从估值来看，信用债整体下行 3BP，久期防御与寻求利差的背景下，一至两年

期城投平均下行幅度达 4BP。中高等级一年期信用利差本周停留在 30%-35% 百分位 (2018 年至今)，三年期信用利差停留在 20% 百分位；低等级一年期与三年期信用利差同样稳定在 7% 和 3% 百分位 (5 月中旬一年期：AAA5%，AA+5%，AA5%)。

二、 核心观点

债市关注资金面边际变化与稳增长进程。随着上周地方债的快速发行与资金面的稳定，预计资金中枢短期仍维持在相对较低的水平，但需关注边际变化。年初至 5 月，全国房地产销售累计与去年同期相比减少约两万亿，这部分资金均可能从存款转化为理财、从未投放的按揭转化为滞留在金融市场的流动性。财政少收多支与央行利润上缴也对过去两月的资金面形成了提振，但上述因素均预计在 7 月逐步减弱，需要关注资金面边际变化。

稳增长方面，基建发力与地产筑底预计形成对冲，消费、出口进入修复通道，下半年复苏进程预计体现修复动能良好、复苏空间有限的态势。在数据层面对稳增长进行确认之前，周期的位置以及政策方向决定债市的利好越来越少，而“弱复苏”的宏观经济叙事决定利率中枢很难快速地、大幅度地抬升。市场大概率仍旧维持窄幅震荡的格局，相对于信息，点位对情绪的影响更大。在较窄的箱体行情里，关注票息资产与具有赔率优势的标的。

外围方面，预计在 7 月美联储议息会议(当地时间 26 和 27 日)之前，联储收紧带来的外围压力暂时减缓。然而，需要关注 7 月加息路径抬升预期的“卷土重来”。美国的通胀问题从供需矛盾视角来看，有着旧的“顽疾”和新的“顾虑”。

能源方面，俄乌冲突、炼油产能、供应链冲击问题共同推升成品油成本，在夏季旅行季即将到来的 7 月，这些问题似乎缺乏短期快速解决的手段；食品方面，由于北方产地的洪水与西南方产地刚出现的干旱天气，美国冬小麦与春小麦供给将受到严重冲击；租金方面，高房价与快速攀升的按揭利率促使更多的年轻购房者转向租房市场，租金上涨压力加大；联储收紧对国内的情绪影响或呈“前强后弱”的态势。

长期看，滞胀之于美国体现为“胀”大于“滞”，而之于中国体现为“滞”大于“胀”。由于疫情和周期错位的因素，国内需要内外平衡，但更需要以我为主，

再往后,随着通胀趋势和加息路径的确定性提升,对国内的影响也会下降。短期看,仍需关注联储7月加息预期抬升与国内基本面转好的共振。

三、未来主线

外围压力暂时减缓,债市需关注资金面边际变化与稳增长进程的确认;在较窄的箱体行情里,相对于信息,点位的影响更大,关注票息资产与具有赔率优势的标的。

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。