

固收周报

PMI 重回荣枯线之上，票息策略与精细化波段操作更具优势

一、市场回顾

上周的交易主线为 PMI 的预期与落地，PMI 为疫后复苏下第一个刻画 6 月经济图景的月频官方数据，环比表现较好的预期与实际数字的落地是影响上周市场波动的核心变量。

而 PMI 的表现打破了“预期-确认”的循环，市场情绪在上半周偏悲观之后，下半周迅速转暖交易“利空出尽”，上周利率品种也迎来了端午归来后较大的波动，全周看曲线走陡。

基于此前周末货币政策委员会官员关于可考虑适当上调赤字水平与特别国债的发言，以及表现较好的高频地产数据，周初市场情绪偏空。

周一，三年政金债上行 3.75BP，十年国债上行 2.5BP。

周二，虽然此前易纲在接受中国国际电视台专访时提及货币政策将继续从总量上发力，但是债市继续承压；第九版新冠疫情防控方案中对于密接以及入境人员隔离管控从“14+7”调整至“7+3”，叠加对 PMI 较强的预期，利率品持续回调 1 至 2BP 不等，当日万得全 A 收涨 1.19%。

从上半周来看，尽管央行周一已开始了公开市场操作的扩量，月度缴款结束的因素也利好资金面，但在 PMI 预期、地产数据、增量稳增长政策预期、股债跷跷板等多重利空的压力之下，上半周债市迎来了仅次于 6 月初上海解封时的回调。

进入下半周，跨季影响逐渐明显，周三交易所资金大幅收紧，交易所隔夜资金利率均拉升至 5% 以上，晚间央行二季度货币例会表述中删去了“保持宏观杠杆率基本稳定”，强调了“最大程度稳住经济社会发展基本盘”，重申了“跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度”。

周四，官方制造业 PMI 录得 50.2%，环比仅回升 0.4 个百分点不及预期，复苏的“预期-确认”循环被打破，债市快速交易利空出尽，当日利率品种中短端下行

1.75 至 4BP 不等。

周五，债市窄幅震荡，国务院常务会议决定发行金融债券筹资 3,000 亿，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，旨在补充和润滑项目资本金的到位与使用，对基建投资的拉动具备乘数效应，但由于市场交易主线为 PMI 的预期与落地，市场反应相对平淡。

全周来看，央行累计进行公开市场操作 4,000 亿，当周到期 1,000 亿，全周净投放 3,000 亿。**随着跨季结束，市场资金价格回归至相对低位。**三年国开 200203 持平在 2.5525%，五年国开 220203 上行 2.1BP 至 2.7910%，十年国开 220210 上行 5.2BP 至 3.0570%；十年国债 220010 上行 2.5BP 至 2.8250%。

端午之后的信用债净融资量并不算高，供给处于低位，受整体市场情绪影响，贴上限发行的标的较多。从估值来看，信用债收益率曲线走陡，一年及以内品种平均下行 1BP，一年期以上品种小幅上行 1-3BP 不等，长期限城投与短期限地产回调幅度更大，体现市场追求票息且规避久期，风险偏好上对地产标的的规避心态仍未显著改善。

短期限城投与国企标的上周韧性较强，市场追求票息的心态明显。信用利差水平较上周五变动较小。中高等级一年期信用利差维持在 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 5% 和 2% 百分位（上周：3% 和 2% 百分位）。

二、 核心观点

大类资产价格与 PMI 共同确认“弱复苏”宏观经济叙事，三重压力之下“需求收缩”仍是制约经济扩张斜率的最后掣肘。PMI 重回荣枯线之上、地产销售数据、建筑业修复等基本面信号预示着疫后复苏过程中，**供给的修复是快于需求的，投资的修复是快于消费的，政府部门杠杆的加码是强于居民部门的。**

下半年经济发力外围看出口，国内看基建与地产。

出口方面，海外尤其是美国，仍处在被动补库存与主动去库存的边界，短期内仍具备韧性，但海外 PMI 指标与库存周期均指向三季度后的出口的韧性面临挑战。

国内方面，基建持续发力、地产边际复苏，二者今年面临的是复苏空间的问题，核心根源是多重因素下从房屋销售贯穿至土地市场的疲软，最终体现为土地财政动能的减弱与出让金的陡降。然而，这些因素并不制约基建与地产在三季度形成实物工作量和销售金额的边际改善，从6月百强房企的销售数据中已可一窥端倪(百强房企销售数据与统计局数据、居民中长贷表现有着较强的同步指标效果)。因此宏观经济叙事或先体现弱复苏的“复苏”，后呈现弱复苏的“弱”。U型修复的背景更加支持债市窄幅震荡的走势与利率中枢的缓慢抬升。

三、未来展望

U型修复的背景更加支持债市窄幅震荡的走势与利率中枢的缓慢抬升,建议久期上保持谨慎态度。

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。