

固收周报

基本面重新定价，资金宽松尚未结束

(2022. 5. 23——2022. 5. 27)

一、 市场回顾

上周的交易主线为对当下经济基本面的重新定价与资金面的持续宽松。对基本面的重新定价也让十年国债突破了五一归来后“2.79%-2.83%”的震荡区间，长端表现优于短端。

上周，“稳增长、促信贷”会议密集召开，债市对经济、信贷、货币政策的预期在经历过扰动与调整后，最终回归了基本面悲观预期和资金面宽松这两条主线，整体上情绪较好。周初由于复工复产尚未进入实质性大幅改善阶段、海外“猴痘”病毒扩散，消息面利好债市。

周一晚间，国常会提出一揽子稳经济措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。

周二，市场相应出现小幅调整，回调幅度不及周一涨幅，体现市场仍旧对经济回暖的预期较弱。

周三午后，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，会议中强调稳经济政策要在5月底前出台实施细则。易纲行长在会中提及，“确保货币政策力度到位，将流动性总量保持在较合理充裕略高的水平”，周三尾盘与周四当日利率下行，十年国债(以220003为例)于周三突破五一归来后“2.79%-2.83%”的震荡区间。

周五，出炉的工业企业利润数据强于预期，股市开盘拉升，债市在连续两日上涨后小幅休整，周五当日窄幅震荡。

海外方面，来自美元与美债的压力有所缓解。短期市场对于联储政策收紧的预期趋稳，美股波动率指数走低；随着就业指标与PMI等景气度指标回落抬升的衰退预期，外围逐渐进入观望与评估阶段。十年美债上周收于2.75%以下，联储更加关注的“十年期与三个月期”利差五月持续收敛至170BP以内。

全周来看，央行进行公开市场逆回购操作 500 亿，逆回购到期 500 亿，全周净投放为零。资金价格因月末因素有所抬升但仍旧较低，周五 DR001 加权 1.38%，较上周五小幅抬升 6BP；DR007 加权 1.71%，较上周五小幅抬升 13BP。

三年国开 200203 下行 3.25BP 至 2.4450%，五年国开 220203 下行 7.5BP 至 2.6500%，十年国开 220210 下行 6BP 至 2.9350%；十年国债 220010 下行 8.5BP 至 2.7050%。

上周信用债同样长端表现优于短端，一级投标情绪火热。信用债平均下行幅度在 3 至 6BP，一年期 AA+、AA 信用利差百分位(2018 年至今)停留在 2%分位左右，一年期 AAA 小幅回调。

二、 核心观点

对经济的重新定价与资金面宽松仍旧是下周交易主线,但需关注市场预期对这两个因素的充分定价与情绪逐渐钝化，利率进入谨慎看多阶段。

上周稳增长会议密集出台，从高频指标与政策定调来看，当前的经济形势总量上看受疫情影响仍较大，结构上看房地产仍旧存在“疫情封控”（主要影响华东）与“预期回暖”两大难点。这些问题预计持续体现在投资端固投基建领域的“独木难支”与信贷端的结构反差上。

经济下行压力仍旧是持续参与债券市场且做多长端的底气。从4月至今的曲线形态来看，市场预期对稳增长政策的逐步出台没有分歧，而分歧在发力时点和数据的修复时点上。稳增长政策的早出、尽出，与动态清零政策的延续，或许在未来短期内持续对立，这决定了政策面向基本面传导的时滞长短。

房地产方面，持续看到各地在购房政策领域加码，信贷端按揭利率不断下调。年初以来，政策松绑在深度与广度上不断突破。而就居民购房能力与意愿而言，当前购房行为的症结更多在意愿上，以“债务负担/居民储蓄”为例，我国的居民杠杆率就华东与中部地区而言，存在空间且优于 2018 年；**但更本质的问题是居民对于房价及期房“安全交楼”的预期的改善，这些传导到基本面数据仍需时间。**

资金面方面，“将流动性总量保持在较合理充裕略高的水平”意味着流动性宽

松短期大概率持续。一方面，稳经济仍需宽松的货币环境；另一方面，央行利润上缴将持续至6月中旬，财政退税将在6月下旬下达完毕；结合专项债供给在6月的逐渐发力，可见6月上旬的资金面仍旧大概率处于宽松状态。

三、未来主线

经济下行压力仍大与资金面短期内持续宽松是持续做多的核心逻辑,但需逐渐关注市场预期对这两个因素的充分定价与情绪逐渐钝化,利率进入谨慎看多阶段。

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。