

固收周报

顺大事而逆小势，对资金面无需过于悲观

一、 市场回顾

上周利率最大的波动发生在周一，主要由于央行“缩量”操作后市场对资金面的担忧，此后的市场进入窄幅震荡，全周看曲线熊平。

周一公开市场共 1,000 亿逆回购到期，央行开展 30 亿逆回购操作，尽管跨季结束后回收流动性在市场预期内，但打破“100 亿”传统地量的操作，不由让市场回想起 2021 年 1 月中旬资金面的收紧。考虑到当下 M2 增速已连续两月高于社融存量增速且质押式回购 6 月不断创新高的情况，债市对“30 亿”的理解偏悲观，当日情绪较弱。

此后的四个交易日里，央行连续进行 30 亿公开市场逆回购操作，全周净回笼 3,850 亿，但资金面均衡偏松，下半周隔夜加权来到 1.20% 附近。资金价格低位趋稳之下，周一之后的交易主线为上海疫情的边际恶化与对数据周、猪周期的担忧的对垒，债市持续窄幅震荡。

海外方面，上周美债波动较大，衰退预期不断升温下，十年美债收益率一度来到 2.75% 以下；此后 6 月议息会议纪要出炉重申抗击通胀，收益率的攀升与他国汇率贬值也强化了美债抛售趋势，收益率周五突破 3.08%。通胀粘性之下，经济与金融指标预示的衰退预期边际强化但未及阈值，美债方面或仍处在通胀交易大于衰退交易的阶段。

全周来看，央行累计进行公开市场操作 150 亿，当周到期 4,000 亿，全周净投放 3,850 亿。三年国开 200203 上行 4.75BP 在 2.60%，五年国开 220203 上行 4.4BP 至 2.8350%，十年国开 220210 上行 2.8BP 至 3.0850%；十年国债 220010 上行 2.5BP 至 2.8250%，周频来看曲线熊平。

上周信用债供给与净融资环比小幅提升。从估值来看，信用债收益率基本持

平，城投持续小幅下行，地产债在 7 月集中到期及新增展期事件的冲击下全部期限平均收益率呈上行态势。中部地区地市级城投韧性较强，作为供给与收益率兼顾的标的大类，上周短期限标的估值收益率下行幅度在 4 至 6BP。

由于信用品在上周利率小幅回调的背景下仍表现相对稳定，信用利差小幅收窄。中高等级一年期信用利差由上上周的 20% 压缩至 10% 百分位 (2018 年至今)，三年期信用利差压缩至 5% 以下。低等级一年期与三年期信用利差维持在 2% 的低百分位 (上周：3% 和 2% 百分位)。

二、 核心观点

上周的交易主线为对资金面与未来数据的忌惮。资金面方面，回顾 2021 年 1 月，央行重新释放流动性呵护市场，资金利率在上行了 3 天之后得以重新大幅回落，行至 12 月中旬，DR007 已由 2.3% 回落至 2.0%，同业存单利率保持低位运行，机构主动加杠杆行为也相应增多。

2021 年 1 月央行货币政策委员会委员表述提及泡沫、经济增速与资产价格、杠杆与流动性；同月早些时间央行逆回购操作已不断缩量，DR007 已逐步回到 7 天逆回购利率 2.20% 之上。

对比之下，此一时彼一时，本次缩量与 2021 年 1 月存在较多背景差异。首先，2021 年 1 月份的宽松是对突发性事件的维稳，本次资金宽松是在财政、疫情多方面因素共振下的结果。突发性事件的临时性、短期性在当前的情况下并不适用。

推演来看，相比上一轮缩量收紧的几个前提与征兆，资产价格、经济内生动能、信用风险压力均与去年 1 月有着显著不同，对资金面快速收紧的担忧并不具备逻辑基础。

基本面方面，既然市场一致预期是弱复苏，那么在环比复苏的感观效应和供给修复快于需求的特征下，下半年经济基本面修复对债市的冲击应该是“先强后弱”的，先交易弱复苏中的“复苏”，再交易弱复苏中的“弱”。

从 3,000 亿金融债补充或润滑基建项目资本金等举措能看出，土地财政的羸弱愈发蔓延至基建项目到位资金领域，体现为土地出让金的大幅下滑需要增量政

策进行对冲。地产方面，由于本轮地产周期有着流动性危机的大背景，周期回暖的过程中伴随着大量供给的灭失，而我国民营房企的经营特征大抵离不开“高杠杆、高周转”，因此灭失的供给往往是曾经销售贡献较大的主体。二者的问题，对应接下来的社融，即企业中长贷的边际修复与居民中长贷较长时间的低迷。

在这样的宏观经济背景板下，对债市的边际变化无法太乐观，但是对全年的回调空间也无法太悲观。利率窄幅震荡的行情下，需追逐确定性。对于信用品来说，确定性来自久期较短的票息资产；对于利率品种，确定性来自回调之后基于下半年的基本面超调后的长端资产的赔率。

三、未来展望

利率窄幅震荡的行情下，建议顺大势、逆小势，相信赔率。短久期票息资产与具备赔率优势的长利率标的，是更具确定性的选择。

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。