

一、 市场回顾

宽松的资金面与对数据的弱预期为上周交易主线。上半周债市收益率下行，在即将出炉的经济、金融数据的弱预期和资金面宽松之下，市场持续扎堆中短端，三至五年政金债周一、周二合计下行 5BP。

尽管期间复工复产、房地产领域不断出现利空债市的消息，但整体来看上半周曲线小幅牛陡。进入周三，CPI、PPI 小幅高于市场预期，午间起市场开始萌生对发行特别国债的担忧，当日利率出现 1 至 1.5BP 的调整。

疫情重创之下，特别国债的必要性有所提升；但与 2020 年 3 月宣布并 4 月披露不同，目前已行至 5 月，特别国债仍在讨论阶段，实际的发行考虑到年中预算调整与人大审议。根据财政部已经披露的国债发行计划与今年特别国债的到期情况来看，即使特别国债发行，在三季度落地的可能性更高。

下半周，国常会要求财政、货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘。海外方面，美国 CPI 高于预期，但由于高频指标已部分显示经济连续降温苗头，海外市场交易加息，美债已连续回落一周至 2.90% 以下。

国内债市进入窄幅震荡，随着因疫情而羸弱的社融数据的出炉，周五市场选择落袋为安，中长端收益率小幅上行。全周来看，宽松的资金面与对社融的弱预期支撑下，各期限小幅下行 3 至 5.5BP。

本周央行进行公开市场逆回购操作 500 亿，逆回购到期 200 亿，合计净投放 300 亿；周五 DR001 加权 1.31%，DR007 加权 1.55%，资金面较上周持平。三年国开 200203 下行 5.5BP 至 2.5350%，五年国开 220203 下行 3.25BP 至 2.7425%，十年国开 220205 上行 0.25BP 至 3.0625%；十年国债 220003 下行 1.5BP 至 2.8150%。

信用债上周涨幅领先利率债，五一归来信用品一级投标情绪火热且供给量削减。二级市场在信用债短端持续压缩后进而追逐期限利差，长信用回报表现优于短信用，3 年信用品周回报在 30BP 左右，高于短期限品种约 20BP，高于利率品。

总体来看，信用债平均下行幅度在 7 至 10BP，短期限信用利差压缩至极致，一年期 AAA、AA+、AA 信用利差百分位(2018 年至今)连续两周维持在 5% 左右，三年期信用利差百分位进入 10%。

二、 核心观点

资金面宽松程度与防疫进程将为五月中下旬的交易主线,金融数据已揭示当下货币之于信用,更似“推着石头的绳子”,更多疏通传导政策亟待出台。

降准以来,随着近期最大的利好落地,市场在缺乏利多因素的情况下出现了一些担忧,如特别国债、金融市场杠杆、“猪油共振”等。但前文已述,特别国债必要性有所提升但畏之尚早;而“猪油共振”的幅度与节奏待考,届时地产企稳与否、基建实物工作量的持续性等均会于此阶段更加明朗。

因此,短期内交易主线仍为资金面的走势与防疫进程。

资金面方面,央行利润上缴与降准提供了支撑,同时财政“少收多支”的基本面没有变化,更大的变盘在五月的政府债券发行节奏上。根据目前的发行计划,5月的政府债券净融资额或在一万亿元左右,资金需求环比显著抬升,且从节后的情况来看,日均净融资已来到561亿元。

疫情方面,防控无疑对短期的基本面复苏形成牵制,但需要尊重上海疫情趋势已逐渐转好的事实。从更长视角来看,政治局会议传递了较强的稳增长意愿,债券市场的利空来源于宽信用的增量政策。此前处于“用好存量”期间,但以“基建牵引、地产企稳、打提前量”为抓手的稳增长脉络愈发清晰,“全面加强基础设施建设”之下,预计未来将持续满足城投企业合理融资需求。

地产方面,百强房企数据与信贷数据交叉验证,当下投资与信贷结构中最大的问题还是地产的企稳。这涉及到政策宽松的加码与民营房企信用的改善,在千亿以下中小型房企被挤出的过程中,如何确保大型房企的再融资能力且防范高杠杆主体债务风险是维稳地产的关键。

今年以来,地产需求侧松绑的深度不断下探,已经有超100座城市出台了楼市松绑政策,但库存压力较大的城市仍为大多数,更多需求侧的实质性放松与金融机构对房企融资需求的响应将实际维稳行业基本面。

三、展望未来

数据逐步落地,资金面宽松程度与防疫进程将为五月中下旬的交易主线。

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。