

固收周报

宽信用核心难点得到托举，短期关注复工复产进程

一、市场回顾

资金面宽松与 LPR 下调的预期及落地为上周的交易主线。5 月 15 日，央行、银保监会宣布调整差别化住房信贷政策，首套房贷利率下限调整为 LPR 减 20BP（此前为 LPR）。

此外，政治局会议提及“支持刚性和改善性住房需求”后，各地持续购房政策松绑、按揭利率下调。

上周来看，上半周市场在资金面持续宽松的带动下，曲线陡峭下行。

周一至周三，政金债中短端合计下行 4 至 7BP；周一经济数据如预期在疫情冲击之下大幅走弱，固投虽能勉强保持韧性，但消费与工增同比均录得负增长。市场对此前周末偏空的消息面反应有限，全天窄幅震荡。

周二与周三，上海逐步释放复工复产利好消息，大力推动网点节点应开尽开，但在资金面宽松的大背景下市场情绪较好。进入下半周，地产政策的不断加码，LPR 五年期单边调整 15BP，结构与幅度均超市场预期，五年期下调 15BP 至 4.45%，创历史最大单次降幅，结合此前周末房贷率下限下调 20BP，政策对地产托举意图更加突出，利率小幅回调。

海外方面，美元和美债双双下滑，美国初请失业救济人数超预期攀升至 1 月以来最高水平，经济与金融指标不断抬升衰退预期，“十年期与三个月期”利差收敛至 180BP 以内，十年美债收于 2.80% 以下。

全周来看，央行进行公开市场逆回购操作 500 亿，逆回购到期 600 亿，MLF 到期 1,000 亿等额续做，全周净回笼 100 亿。

周五 DR001 加权 1.32%，DR007 加权 1.58%，资金面维持宽松。三年国开 200203 下行 5.75BP 至 2.4775%，五年国开 220203 下行 1.75BP 至 2.7250%，十年国开 220205 上行 1.25BP 至 3.0750%；十年国债 220003 上行 0.25BP 至 2.8175%。

信用债本周涨幅领先利率债，五一归来年报因素对供给的影响逐渐淡化，信用用品一级投标情绪火热，天津、镇江等地主体4月起逐渐受到追捧，本月参与热情持续高涨。

二级市场在信用债短端持续压缩后进而追逐期限利差，上周长信用回报表现仍旧优于短信用，3年信用品周回报在23BP左右，高于短期限品种约10BP，高于利率品。

总体来看，信用债平均下行幅度在8至10BP，短期限信用利差压缩至极致，一年期AA+、AA信用利差百分位(2018年至今)来到在3%左右，三年期信用利差进入5%(上周10%分位)。

二、 核心观点

继政治局会议提及“支持刚需性和改善性需求”后，可以持续看到各地在购房政策领域加码，而信贷端按揭利率不断下调。

此外，在常州、南京等华东地区看到政策有在限购限售、首付比例、二套房购房政策等领域突破的动作与意图。年初以来，政策松绑在深度与广度上是不断突破的。

深度上，从按揭利率不断过渡到更加能够刺激需求的购房政策上，从因城施策不断过渡到全局性政策上。

广度上，体现为从基本面压力较大的三四线城市不断过渡到供需结构相对稳定的华东地区城市。目前的居民杠杆率就华东与中部地区而言，存在空间，但更重要的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。

同时，预期的改善也需要看到民营再融资的改善，上周部分民营房企推出搭配信用衍生品CDS的发债计划。参考2018年底信用衍生品工具快速上量的背景，政策在对风险可控的民营房企维稳再融资能力的意图明确，但也需承认民营房企信用资质与金融机构认可度分化极大的事实，这对行业层面的康复速度存在影响。

此外，基建领域城投的再融资总体方向预计仍旧为“风险可控、依法合规的

前提下,按市场化规则”的要求进行。短期内交易主线仍为资金面的走势与防疫进程,关注政府债券发行节奏和上海的复工复产,高频数据显示,企业物流、生产、融资领域呈现缓慢复苏趋势逐步形成。

三、展望未来

地产政策加码,宽信用核心难点得到政策托举,但基本面修复仍需时间。资金面宽松程度与复工复产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。