

固收周报

解封抬升风险偏好，债市交易主线切换

一、市场回顾

上周由于月末资金面的扰动及上海复工复产，债券市场结束了此前疫情封控与资金面双重利好之下持续上涨的趋势。

周一，债券市场回调幅度较大，此前上海政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，8个方面共50条政策加速复工复产，同时北京也连续两日无社会面新增确诊。周一下午六点上海宣布6月1日全面恢复复工复产，收益率尾盘上行，全天各期限回调约2.5至3BP。“上海全面恢复复工复产”是市场最为关注的交易逻辑分水岭，一方面疫后的复工复产与资金面边际变化相关联，另一方面也意味着风险偏好的抬升。

周二早盘，5月官方PMI数据出炉，制造业与非制造业环比均出现了超预期改善，对上海5月疫情拐点后逐步复工复产的效果完成了基本面确认，风险偏好抬升持续下，股涨债跌；伴随着月末资金面的边际收敛，利率品回调幅度大于周一。

周三开盘，国债期货高开，现券低估值成交，但很快随着下午隔夜利率持续的边际抬升，情绪再度转弱，全天收跌，十年国债活跃券220003来到2.80%整数位。

周四，债市高开后再度收跌，午间央行新闻发布会表示“进一步加大稳健货币政策实施力度”，但市场反应平淡，尾盘资金面有所收紧，利率品全天收跌，全周利率呈熊平态势。

海外方面，当周美国财长耶伦提及其“对通胀的预期是错误的，不能排除进一步的通胀冲击”，美联储布拉德表示“现在判断通胀是否达到峰值还为时过早”，十年美债最高冲破2.95%。

全周来看，央行累计进行公开市场操作400亿，当周到期400亿，全周净投放为零。隔夜资金价格经历过月末波动后持续边际收敛，周四DR001加权1.42%，较前日小幅抬升2BP，较上周五抬升4BP，月初起突破1.40%；DR007加权1.63%，较前日抬升4BP。三年国开200203上行11.5BP至2.5600%，五年国开220203上行

9.25BP 至 2.7425%，十年国开 220210 上行 5.5BP 至 2.9900%；十年国债 220010 上行 5.25BP 至 2.7575%。

上周信用债总体跟随市场情绪调整，但一级市场具备绝对收益价值的一级标的仍旧受到追捧。从估值来看，信用债 6 个月及以内期限呈收益率下行态势，1 年至 3 年期限则平均上行幅度在 4 至 6BP，短信用中高等级上行幅度更大。

二、 核心观点

此前债市上涨核心是疫情封控下的经济悲观预期和资金面宽松，在封控过程中，稳增长政策的出台很难对这种悲观预期有大幅度冲击。在封控解除后，复工复产政策、宽信用稳地产政策的密集出台，对复苏预期的影响远大于 5 月，短期内做多债市需谨慎。

下一阶段，是一个将政策转化为各地分解任务的过程，也是一个将融资转化为实物工作量的过程，短期基本面的观察除了确定性较大的月频环比复苏外，还需观察整个周期内的复苏进度。

上周国常会宣布调增政策性银行 8,000 亿信贷额度并新增 1,400 多亿留抵退税，央行召开新闻发布会表示将进一步加大稳健货币政策实施力度，引导金融机构“敢贷愿贷能贷会贷”；各部门配合加紧出台稳经济保民生保就业政策，地方层面各地地产调控松绑在深度与广度上持续加码；下一步预计稳增长产业政策与信贷数据环比 5 月会有明显改善。

短期看，这种改善更多来自于解封后物流体系压力缓和、华东地区复工复产后生产端逐渐回归至前期常态、以及新订单和工业品价格的同步修复。

中期看，需关注本轮“疫后复苏”与周期位置双重因素的叠加。参考 2020 年，疫后复苏的持续强劲依赖的是需求的韧性与供给的弹性。需求的韧性本轮主要看外需和地产，供给的弹性主要看接下来疫情的动态趋势和常态化进程。

从宽信用主要抓手来看，基建的方向确定，但上限也较明确，本轮基建专项债的发行节奏和财政支出节奏是主要发力点，但总体资金来源上受制于土地出让金的大幅收缩和 PPP 执行阶段项目的减少。地产的核心问题不是居民的杠杆空间，

而是居民购房意愿与房企的“有效供给”。

就居民购房能力与意愿而言，当前的症结在意愿上，以“债务负担/居民储蓄”为例，居民杠杆率就华东与中部地区而言，存在空间且优于 2018 年；但严肃的问题是居民对于房价及期房“安全交楼”的预期，而民营房企的信用与交楼问题致使推盘层面“有效供给”的减少，这些因素都将导致地产的复苏幅度非常有限。

三、未来主线

疫后复苏同时依赖供给的弹性与需求的韧性，短期已无增量利多，需保持谨慎，中期走势取决于本轮周期内经济修复进程。

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。