

固收周报（2022. 7. 25——2022. 7. 29）

一、 市场回顾

本周的交易主线为资金面的持续宽松与政治局会议的落地。上半周消息面偏清淡，周初关于成立地产纾困基金的相关消息在市场传开，A股房地产指数周一周二合计上涨5.01%，地产中资美元债同样成交净价上涨，但国内债券市场反应一般，彼时民营地产业公司债多数仍旧处于下跌之中；之于利率品，周初受到地产纾困基金传言的影响也较小，在加权隔夜资金价格维持在1%附近的宽松态势下，周一至周三中短端收益率下行4至7BP。进入周四，市场波动较大，利空与利多在日内集中对垒。北京时间周四凌晨，美联储7月的议息会议宣布加息75BP，符合市场预期，美股上涨同样带动国内风险偏好抬升，A股当日高开，万得全A当日收涨0.32%；债券表现波折，早盘证券日报点评““滚隔夜”加杠杆需悠着点”，之后外媒传闻央行将调动合计约合一万亿人民币救助烂尾项目，有关资金面与基本面的利空消息面集中释放，日内中短端利率回调幅度达3BP；而下午政治局会议结果出炉，通篇表态体现在疫情防控和地产问题上的定力，未见突破原有框架的宏观政策加码，债市情绪提振，收益率快速回落至前日收盘水平。周五，收益率在前日乐观情绪和资金面的支撑下小幅下行。总体来说，本周市场情绪较好，曲线牛陡。

全周来看，央行累计进行公开市场操作160亿，当周逆回购到期280亿，净回笼120亿；资金持续宽松，周五隔夜加权利率在1.27%，DR007加权在1.63%。三年国开200212下行8BP至2.4700%，五年国开220203下行5.5BP至2.6750%，十年国开220210下行3.25BP至3.0100%；十年国债220010下行2.75BP至2.7550%。

二、 核心观点

当前债市的交易主线仍旧为资金面的宽松与基本面的疲软，换言之，“弱复苏”的宏观经济叙事并未改变；之于债市，更核心的矛盾为融资的总需求的复苏，在地产缺席、政府债券融资短期告一段落的背景下，长端的确定性与相对价值在不断提升。6月底，上海“摘星”与地产高频数据的改善后，市场对经济预期有所抬升，这当中有疫后复苏的预期，也有地产进入修复通道的预期，但是这些预期是偏短期因素主导的，如果我们将其理解为“波动”，那么较之更强的则是“趋势”，即疫情

的长尾效应与本轮地产周期背后流动性危机的顽固性。疫情在全国各地不断“复燃”，而地产问题从开发商最终演绎到居民端，从房企债务展期最终演绎成供应商停贷与居民断供，这些今年宏观经济中关键变量的趋势性也将持续利好长端利率。就短期债市而言，资金面方面，本轮资金宽松是在财政、疫情多方面因素共振下的结果，资金价格大幅低于政策利率的背后，是央行利润上缴、财政少收多支、以及融资需求的疲软；虽然这些因素都在发生变化，但是就财政支出、资产价格、经济内生动能、信用风险压力来看，8月中上旬的资金面仍可乐观地看待，而逼近月底则需要谨防其逐步收敛。回到基本面，下半年仍旧是一个基建为“压舱石”、出口与消费为“增长点”、地产为“短板”的经济结构，这种情况下实体融资的总需求还是要看地产的修复斜率，比较明确的是本轮周期有比较刚性的资金压力与供给的灭失，近期地产纾困基金等举措本质上是“保交楼、稳民生”政策，其主旨是在通过对烂尾项目的扎口与救助以确保今年地产领域的“两维护”的落实。而此类举措并不改变开发商的流动性危机，也无法改变居民对民营房企交楼能力的预期；落实到房地产总量数据上，就是无法改变销售增速的疲软。那么销售、拿地、新开工在三季度乃至下半年均将受到制约。债市没有大幅回调的区间震荡行情下，需关注资产回报的确定性，这种确定性可来自票息，亦可来自赔率。结合当下的宏观经济背景，长端有顶、曲线走平的趋势更明确，持续考虑适当置换为长端资产。

结合当下的宏观经济背景，长端有顶、曲线走平的趋势更明确，持续考虑适当置换为长端资产。利率类账户建议维持市场中位数偏长的久期水平；信用类账户思路是短久期、中高收益债券配置为主线，建议在城投中部省份区县领域持续挖掘，同时注重行业利差的捕捉，部分国企地产标的跨周期能力较强，较之城投而言，仍可提供相对收益进而增厚组合静态。