

固收周报（2022.8.1——2022.8.5）

一、 市场回顾

资金宽松的呵护之下，本周债市表现较好。周末 PMI 数据落地，新订单-产成品库存之差回落，体现需求仍不足，同时高频指标显示生产端活力停留在较弱区间，尽管或多或少在预期之内，但供需两弱的读数仍旧为一周的债券市场铺垫了较好的情绪。周一收益率下行幅度较大，二至五年国开债下行幅度在 3.5 至 4.5BP，长端十年国债下行 2.55BP。周二“佩洛西窜台事件”引发风险偏好大幅波动，当日万得全 A 下跌 2.62%，中短端收益率在前日走牛的基础上进一步下行 1.5 至 3BP，长端收益率持平。周三，“佩洛西窜台事件”尘埃落定，风险偏好此后缓慢修正；资金面宽松进一步带动债市情绪走强，卖盘寥寥，当日四年与五年政金债品种下行幅度超过 5BP。周四债市一改单边行情，出现了较大的波动，早盘中短端收益率下行约 3BP，而此后由于当日 A 股的修复，股债跷跷板效应之下，中短端收益率快速抬升，收益率逼近开盘位置。股市收盘后，资金面的呵护之下，中短端利率重新回归下行趋势，当日四至五年品种下行 2 至 3BP。周五风险偏好再度为资本市场主线，A 股午后拉升，国债期货十年期快速下挫约 1 毛，万得全 A 当日上涨 1.49%，收益率曲线当日走平，部分国开债中短端回调超 3BP。至此，资产荒与资金宽松推动下，全周曲线再度牛陡，四至五年政金债收益率合计下行幅度在 10BP 左右。

全周来看，央行累计进行公开市场操作 100 亿，当周逆回购到期 160 亿，净回笼 60 亿；资金持续宽松全周隔夜加权平均稳定在 1%附近，7 天加权平均下半周在 1.30%附近。三年国开 200212 下行 7.5BP 至 2.3950%，五年国开 220203 下行 9.25BP 至 2.5750%，十年国开 220210 下行 2BP 至 2.9900%；十年国债 220010 下行 2BP 至 2.7350%。本周信用债净融资有所上升至 600 亿以上，但发行总额环比下降，净融资提振主要由于回售量走低；总体来看，过去四周的净融资额环比前四周下降，低供给的特征持续。从估值来看，高等级长信用本周表现优于利率品，中部地区、苏北城投、国企地产表现较好，估值收益率下行幅度多在 10BP 以上。

二、 核心观点

随着诸多海外事件的落地，下半年虽然其扰动仍在，但债市的主线将持续回归

国内，即当前的资金面与基本面，二者的聚焦点是本月的财政收支与地产的修复进程；也是基于这两点，从当前债市的支撑（资金面）和长端利率的回调空间（基本面）来看，未来一周的债市并无显著利率风险。从点位来看，目前的十年国债突破了2.75%的位置之后，逼近“疫情交易”演绎至极限的5月下旬的位置，长端利率再度回归至低位是基于“烂尾断供潮”和经济预期的重新定价，亦可理解为6月以来“疫后复苏”预期的瓦解。中期视角下，长端利率的中枢移动要取决于疫情与地产，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。我们仍能看到在浙江、海南等地疫情的“复燃”，以及地产7月百强销售与拿地数据的持续疲软。虽然我们看到上海、郑州等地正在落实“地产纾困”，AMC也开始参与房企纾困重组工作，但是“救项目，而非救企业”是短期房企纾困工作的主要方向。本轮地产周期的大背景是流动性危机，相比此前周期腾挪空间更窄，2015年通过扩容公司债丰富房企融资渠道以应对，2018年是通过货币化安置提振销售与去化效果以应对，这两轮周期一次是解放筹资性现金流，一次是增强经营性现金流，而目前的房企信用面貌和居民购房预期均显著转弱，行业的提振难似前两轮周期般一蹴而就。短期视角下，资金面还是最鲜明的主线，4月至5月，降准及利润上缴等一系列举措无疑支撑了资金面，但也需关注居民中长贷的缺位与财政的少收多支。第二季度的财政少收多支来自于一般公共预算的留抵退税以及政府性基金预算的土地出让金大幅下滑，同时财政支出较高。当前，结合政府债券发行量的走低与财政部、国务院“专项债八月底基本使用到位”的要求，财政净支出对资金面的支撑仍在，中旬以前无需对资金面过于悲观。结合当下的宏观经济背景与流动性现状，短期应看息差而不是看点位，向融资成本要收益，并持续考虑适当置换为长端资产。

资金面仍是当前债市最鲜明的主线，短期应看息差而不是看点位，并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。