

固收周报（2022.8.8——2022.8.12）

一、 市场回顾

行至八月中旬，曲线经历了约一个月的大幅牛陡之后，对资金面的担忧和对数据落地的等待成为本周的交易主线。相比基本面，投资者对于资金面的担忧更加主导本周市场，中短端收益率也相应抬升，长端表现更好，曲线走平。周一，7月出口以美元计同比增长18.0%，好于预期（前值17.9%，预期14.1%）。国内宏观经济当下最重要的变量是疫情与地产，出口数据是超预期的，但出口在三季度的强劲趋势是不超预期的，一方面海外出行与新能源领域的需求向好，另一方面“价”的贡献也仍然较高。地产纾困方面存在着如何从纾困项目、到纾困“房企”、再过渡到纾“困房企”的深入。因此，市场对出口数据的反应也有限，当日收益率小幅上行1.5至1.75BP。周二，资金面总体表现平稳，但当日市场对大行隔夜融出减少的担忧及存单收益率上行的事实，对债市情绪打击较大，三至五年期政金债上行幅度在1.75至3BP。周三，午后彭博报道央行调查统计司原司长盛松成表态需谨防隔夜回购利率长期过低和脱虚向实的苗头，部分二年至四年品种收益率快速上行达4BP。周三晚间，央行发布二季度货币政策执行报告，杠杆水平、物价趋势、社融增长等问题均受到央行的关注，但流动性快速收紧的可能性仍不高，在多个兼顾与均衡的大方向下，资金面稳与基本面弱的组合意味着债市没有特别大的利率上行风险；周四，隔夜加权利率重新小幅回落至1.0%附近，情绪有所修复，当日收益率涨跌不一，短端收益率小幅上行，中长端微幅下行。周五，市场在等待社融数据落地的过程中观望情绪较浓，直至下午六点，社融数据出炉且不及预期，长债补涨后再次出现止盈，当日曲线小幅下行。对资金面的担忧成为本周最大的利空，短端收益率大幅抬升，长端微幅下行，曲线走平。此外，本周还经历了美国通胀数据的超预期回落与美债收益率的低位徘徊，但联储加息达到中性利率之后，随着通胀基数效应抬升与衰退风险累积，外围压力影响的权重越来越小，债市回归国内自身交易主线。

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100亿，净投放为0亿（不含国库现金）；资金持续宽松，全周隔夜加权平均小幅高于1.0%，7天加权平均稳定在1.35%附近。三年国开200212上行7BP至2.4650%，五年国开

220203 上行 2.25BP 至 2.5975%，十年国开 220210 下行 1.7BP 至 2.9730%；十年国债 220010 下行 0.75BP 至 2.7275%。

二、 核心观点

当前债市的主线更集中在资金面，因而基本面并未充分定价，做平曲线仍是较好选择。资金面稳与基本面弱的组合意味着债市没有特别大的利率上行风险，窄幅震荡区间难破。从二季度货币政策执行报告来看，在央行兼顾“短期和长期”、兼顾“内部与外部”、兼顾“经济增长和物价稳定”的前提下，增量利多有限，新增“不超发货币”的表述同样对未来的总量政策上限再度确认。而关于社融，二季度报告提出“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，总量目标边际弱化之下透露对结构的关注，再次预示当前利率水平的实质性抬升取决于社融结构问题的改善，即居民部门与企业部门中长期融资项的整体康复。最后，基建为“压舱石”、出口与汽车为“增长点”、地产为“短板”的宏观经济弱复苏背景下，近期能看到各地地产调控政策松绑已进一步下探，而地产纾困举措也在实质性推进。其中最显著的无疑是郑州房地产纾困基金的落地，未来可以预期更多类似纾困举措的推进。郑州地产纾困基金救助本地民营房企的行为在“救项目，还是救企业”的问题上有了突破，但需要关注的是被救助的房企在境内的债券早已到期，而该房企美元债压力尚可，与本轮真正走到债务展期的房企有一些实质上的区别，即“资能抵债”。因此，地产纾困基金的未来路径可以看到是以相对健康可救的房企优先、以地方重要性高的房企优先；地方牵头的救助很难支撑总量数据的快速修复。综上所述，本轮地产周期的大背景是筹资性现金流与经营性现金流共振之下的流动性危机，相比此前周期腾挪空间更窄，行业的提振难似前两轮周期般一蹴而就。

曲线走平的趋势愈发明显，八月过半，财政净支出对资金面的支撑开始进入观察期；曲线趋平之下宜规避杠杆、换配长债。利率类账户建议维持市场中位数的久期水平，持续置换为长端资产；信用类账户思路是短久期、中高收益债券配置为主线，期限利差充分压缩之下，建议关注行业利差催生出的个券机会，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。