

## 固收周报（2022. 8. 22——2022. 8. 26）

### 一、 市场回顾

本周债市在止盈情绪与稳增长增量政策的影响下迎来回调。周一，LPR 非对称降息宣布后，虽然 5 年期降幅达 15BP，但地产行业基本面现状的改善需要销售端有实质性修复，因此市场对本次非对称降息存在一定预期。止盈盘带动中短端收益率日终小幅上行，十年期与三十年期收益率小幅下行，当日曲线走平。周二，市场受前日货币信贷形势分析座谈会的影响而情绪较弱，债市持续小幅回调，长端如十年国债收益率当日上行 0.75BP，四至五年国开债收益率上行幅度在 1.5 至 2BP 之间。周三，债市情绪仍旧偏弱，虽然万得全 A 当日下跌 2.58%，但政策重心短期集中在稳增长、力争保交楼等宽信用领域，收益率持续小幅上行。进入周四，市场迎来了 8 月中旬以来最大单日回调，各关键期限收益率上行 2 至 3BP；一方面，本周出于止盈情绪和对地产救助的担忧，市场表现较弱；另一方面，周三国常会部署了稳经济一揽子政策的接续政策，其中包括新增了 3000 亿元政策性开发性金融工具并且提及 5000 亿专项债地方结余限额在 10 月底前发行完毕等。本次政策持续结合当前基建领域实际现状，通过政策性开发性金融工具和专项债结余限额同时针对总量与结构同时发力，属于增量政策，故而对债市的冲击较大。周五，早盘延续了周四相对悲观的情绪，但午后 A 股走弱而债市有所修复，中短端收益率先上后下，全天来看各期限收盘收益率较前日总体持平。

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）。三年国开 200212 上行 6.5BP 至 2.4000%，五年国开 220203 上行 7.25BP 至 2.5475%，十年国开 220210 上行 3.85BP 至 2.9070%；十年国债 220010 上行 3.75BP 至 2.6625%。信用方面，随着到期量的大幅增加，本周一二级市场净融资持续走低至-621 亿元，为年内第二低（最低为 7 月中旬）。二级市场方面，信用品跟随利率小幅回调 5 至 6BP；城投债剩余期限为二至三年的标的回调幅度更大；地产债中龙湖、金地等标的估值收益率大幅上行超 100BP，其他国企地产标的估值收益率也有超 15BP 的上行。同时，需关注民营地产业融资行为的边际改善对板块情绪有小幅提振，在“中债全额担保民企地产发债”的利好带动下，部分

标的如碧桂园名下公司债成交净价小幅上涨。

## 二、 核心观点

本周债市的两个利空，一个是止盈压力，另一个是关于地产与基建的一系列“增量举措”。市场从7月以来交易经济“复苏”预期的逐步瓦解，利率上体现为十年国债收益率下行约10BP，基本上体现为“烂尾断供潮”的出现；8月以来市场踏空“超预期”的降息后快速追赶曲线，上周收益率下行幅度超10BP，十年国债逐步形成一个以2.60%至2.70%为顶底的窄幅箱体。从近期的基本面来看，中债全额担保龙湖发行中票以及在保交楼问题上的增量举措均对此前救助地产的思路进行了纠偏，从纾困“房”切换至纾困“企”。此外，本周三国常会提出19项稳经济一揽子政策的接续政策，在3000亿政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿以上额度，并依法用好5000多亿专项债地方结存限额，10月底前发行完毕。债市近期的主线集中在融资总需求的边际变化上。节奏上，由于短期增量政策较多，且存在对前续政策的纠偏，有必要观察政策效果；另一方面货币信贷形势分析会一般会对短期信贷行为有较好的动员与提振效果；最后，秋季渐近，地产季节性特征之下修复预期的抬升也需关注。因此，止盈并适当减仓前期做平曲线时增配的长债似乎是一个更合理的选择。外围方面，周五鲍威尔在杰克逊霍尔上发表了偏鹰表态与打击通胀的决心并重申2%的目标通胀水平，下半年总体上看债市交易主线将回归国内，但情绪较弱时需关注美债收益率拉升对国内情绪的进一步负面影响。

利率预计维持窄幅震荡格局，短期关注信贷座谈会与地产救助措施背后8月当月社融改善预期的抬升。利率类账户建议维持低于市场中位数的久期水平。信用类账户思路是可以考虑适当拉长久期，以三年期信用债为配置主力，适当参与五年期品种。标的挖掘上建议关注中部地区城投，适当挖掘部分西部非网红地区城投；同时，部分国企地产标的跨周期能力较强，仍可提供相对收益进而增厚组合静态。