

固收周报（2022. 8. 29——2022. 9. 2）

一、 市场回顾

本周债市交易主线为以地产问题为核心的经济复苏进程中的磕磕绊绊，收益率整体呈陡峭下行态势。在上周联储偏鹰表态之后，短期影响资本市场的三个宏观因素相对确定——首先，美联储鹰派态度确定，坚持抑制通胀目标不变；其次，“疫后复苏”预期被打破，周期视角下经济承压持续；最后，疫情的反复与防疫的坚定短期预计持续。市场对海内外宏观经济的悲观预期利好无风险资产，流动性充裕之下，债市自周初走牛；A股方面，万得全A本周下跌2.20%，黑色、有色期货全周跌幅在5%左右，国债期货T2212全周上涨超两毛至101.605元。周一，美联储鹰派表态之下，市场对开盘收益率有所担忧，但国内广东等多地疫情反复的消息提振情绪，加之接续上一周的回调，降息后踏空的资金仍旧看好市场，当日收益率下行幅度较大，三至五年政金债收益率下行4至5BP，十年国债收益率下行3BP。周二，上午财政部在《2022年上半年中国财政政策执行情况报告》中提出，“依法用好5,000多亿元专项债地方结存限额”，“在前期3,000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3,000亿元以上额度”，消息对日内行情形成小幅影响，但由于市场对此类政策、甚至于对“基建发力”存在预期，尾盘收益率重新下行。周三，8月PMI揭露“生产端短期受天气因素影响、需求总体仍处低位”的现状，虽然读数略超预期，但对市场影响有限，收益率窄幅震荡。周四，疫情持续扩散，深圳部分区、成都进行“全域静默管控”及“原则居家”的消息再次利好债券市场，当日关键期限收益率小幅下行2BP。周五，收益率窄幅震荡。全周来看，收益率陡峭下行。

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。月初资金面充裕，周五隔夜利率DR001加权在1.16%，DR007加权在1.43%，较上周五分别下行9BP和28BP。三年国开200212下行10.5BP至2.2950%，五年国开220203下行6.25BP至2.4850%，十年国开220210下行4.2BP至2.8650%；十年国债220010下行3BP至2.6325%。

二、 核心观点

解封修复供给，地产决定需求。当下收益率的大幅回调风险还是集中在地产和防疫这两个核心因素上。地产方面，从长周期与短周期共同审视，行业面临着供需两端的窘迫局面——需求上，RMBS 早还率不断提升，居民购房预期在民企交房能力欠缺和低能级城市房价下跌压力的背景下持续走弱。供给上，民营房企构成了我国商品房供给的大部分，由于本轮地产周期有着流动性危机的大背景，周期运行的过程中伴随着大量供给的灭失，而我国民营房企的经营特征大抵离不开“高杠杆、高周转”，因此灭失的供给中不乏曾经销售贡献较大的主体。在此之上，历时近一年未实质性增加土储的民营房企，将如何在未来继续维持销售规模是较大的挑战，一方面这是对销售的挑战，另一方面这也是对即将展期到期的债务偿付的挑战。近期政策在“保交楼”问题上，出现很多托举行为，出现从早期的纾困“房”向近期的纾困“企”的转移，势必利好行业的稳定。然而，交楼对应行业稳定、对应购房者合法权益，而销售对应周期回暖。除了按揭利率的持续下降与房企交楼能力的呵护，需要更多的时间与政策来促进周期转暖。

解封修复供给，地产决定需求，预计利率回调风险有限。利率类账户建议维持高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，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。