

固收周报（2022.9.5——2022.9.9）

一、 市场回顾

本周收益率窄幅震荡。周一，消息面利好债市，一方面，疫情再度扩散叠加四川发生地震；另一方面，猪价、菜价等食品价格出现回落。此外，9月过后的几个交易日流动性开始边际转松，暂时打消此前市场对于8月之后资金面转紧的担忧，当日利率陡峭下行1至2BP。周二，前日央行宣布下调外汇存款准备金率2个百分点，释放稳定汇率信号。从历史经验来看，汇率的走势最终与经济体的运行情况以及各经济体所处的货币政策环境相关。在当前的宏观背景下，中美货币政策仍旧处在背离区间，汇率势必存在贬值压力。外汇存款准备金的下调可视为降息后的跟进政策，旨在稳定汇率市场预期；而我国当下的货币政策的重心，仍旧在扩大内需上。整体看，周二收益率微幅下行。周三，盘中海关总署公布8月进出口贸易情况，美元计价下进出口同比增速均低于预期——出口同比增长7.1%（7月：18.0%），进口同比增长0.3%（7月：2.3%）。出口低于预期一方面是由于全球加息背景下，海外需求走弱开始向我国的传导，8月全球综合PMI录得49.3%，自去年7月以来首度来到荣枯线下，从地区来看，对美国、欧盟、东盟也呈现全面增速回落态势；另一方面，疫后“填坑”的赶工效应退散也形成了出口的增速下滑。总体看，虽然基本面利好当天债市，但是周三边际转紧的资金面还是导致市场偏谨慎，收益率微幅上行，周三周四两日合计上行0.5至1.5BP，三至五年期政金债上行幅度较大。周五，前日郑州召开保交楼吹风会，约谈60家房企，确保十月项目的开工复工，当日早盘中长端收益率小幅上行。上午物价数据出炉，总需求回落与猪价受冲击的背景下，PPI、CPI均不及预期。下午社融数据出炉，企业贷款超季节性回升，同时体现出中长贷回升而票据融资下降的信贷结构上的一些改善；然而，居民中长贷较弱的问题依然存在；市场对社融数据的反应平淡。全周来看，各期限收益率当周窄幅震荡。

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。资金面均衡偏松，节前小幅收敛。三年国开200212上行1.5BP至2.3100%，五年国开220203上行1.5BP至2.5000%，十年国开220210下行0.3BP至2.8620%；十年国债220010上行1.05BP至2.6430%。

二、 核心观点

结束了降息后收益率“单边运行”的走势后，窄幅震荡成为本周市场的特征，其背后体现的是当前政策面与基本面僵持的宏观背景。本周央行下调外汇存款准备金两个百分点至 6%以应对近期人民币表现出来的贬值压力；回顾历史，央行总共调整过四次，2021 年两次调升，2022 年两次调降，也是旨在稳定汇率。然而，汇率对于货币政策的掣肘，在当前可理性看待。当前宏观背景下，中美货币政策长时间处在错位区间，这与疫后复苏节奏、货币政策的选择、各国央行短期政策重心均有关系，汇率始终面临着贬值的压力；另一方面，当前我国货币政策的重心仍旧是稳增长，稳定和扩大内需仍旧是“当务之急”，基本面实质性改善之前难言货币政策的转向。展望后市，市场对利好的钝化是需要关注的，这或许意味着债市多头情绪的逐渐走弱。利空的因素可能来自资金面与增量宏观政策。资金面上，低迷的融资需求与高额的财政净支出共同创造了过去数月价格极低的资金市场，但融资需求边际改善与政府债券发行规模再度提升或影响市场加杠杆的意愿。基本面上，防疫的坚定与地产销售的疲软均没有太多变局；但短期视角下，需关注增量政策对市场情绪的扰动。近期房地产“保交楼”与刺激需求的政策陆续出台，并在各地出现细化与推进。“保交楼”与“纾困房企”逐渐进入实质性推进阶段，后续需关注高能级城市销售数据的改善、交楼压力较大地区的纾困进程、以及进一步的政策呵护。综上所述，地产政策的进一步放松、海外总需求回落对出口的影响、9 月资金价格向政策利率回归或为短期债市交易主线，虽然总体而言债市的回调风险有限，但是当下更适合在对利多钝化、赔率较低的市场中维持观望与等待的态度。

市场趋于钝化，收益率重回窄幅震荡。中期视角下，防疫的坚定与房地产供需两侧负反馈仍在持续，利率大幅转向不具备基本面基础；对利多钝化、赔率较低的市场中不妨维持观望。利率类账户建议维持市场中位数的久期水平。信用类账户思路是关注中部地区城投，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。