

鑫元基金固收周报（20210726-20210730）

政治局会议召开 下半年宏观基调偏宽松

一、一周市场复盘

（一）市场资讯

（1）上海出台住房限购新规明确，自 2021 年 7 月 24 日起，通过赠与方式转让住房的，在住房限购政策执行中，该住房自转移登记之日起 5 年内仍记入赠与人拥有住房套数；受赠人应符合国家和本市住房限购政策。上海各区自然资源确权登记事务中心(不动产登记事务中心)应将赠与住房转让纳入综合窗口收件；各区房地产交易中心应加强审核，将赠与住房转让纳入房屋交易核验范围(交易核验认定时点以综合窗口收件之日为准)，对赠与当事人不符合住房限购政策的，予办理交易登记手续。7 月 23 日，人民银行上海总部与在沪银行召开会议，确定房贷上调事宜。首套房房贷利率从现在的 4.65%上调到 5%，二套房贷利率从 5.25%上调到 5.7%，新规从 7 月 24 日开始执行。

（2）中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，为切实提升学校育人水平，持续规范校外培训（包括线上培训和线下培训），有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担。“双减文件”全文共有 9 处“严禁”，包括严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁以学前班、幼小衔接班、思维训练班等名义面向学龄前儿童开展线下学科类（含外语）培训。文件另有 15 处“不得”，包括学科类培训机构不得上市融资，上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。

（3）财政部发布 6 月地方政府债券发行和债务余额情况显示，6 月全国发行地方政府债券 7949 亿元；其中，发行一般债券 2344 亿元，发行专项债券 5605 亿元；按用途划分，发行新增债券 5335 亿元，发行再融资债券 2614 亿元。2021 年 6 月，地方政府债券平均发行期限 12.2 年，其中一般债券 8.6 年，专项债券 13.7 年。2021 年 6 月，地方政府债券平均发行利率 3.46%，其中一般债券 3.33%，专项债券 3.51%。

（4）7 月 26 日，中美天津会谈于当天上午举行。中国外交部副部长谢锋同美国国务院常务副国务卿舍曼将进行会谈。会上言辞激烈，谢锋表示，中美关系目前陷入僵局，面临严重困难，根本原因就是美国一些人把中国当作“假想敌”。会谈中，中方向美方提出两份清单，一份是要求美方纠正其错误对华政策和言行的清单，一份是中方关切的重点个案清单。

（5）7 月 27 日，国家统计局公布数据显示，1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 42183.3 亿元，同比增长 66.9%，比 2019 年 1-6 月份增长 45.5%，

两年平均增长 20.6%。1-6 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 13774.2 亿元，同比增长 1.12 倍；股份制企业实现利润总额 29858.5 亿元，增长 70.4%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 11433.6 亿元，增长 60.7%；私营企业实现利润总额 12164.0 亿元，增长 47.1%。

(6) 7 月 29 日，新华社发文力挺中国资本市场：近期，中国股市出现较大波动，市场存在一定的担忧情绪。深入分析当前市场关心的几方面问题，不难得出结论：中国经济持续向好的基本面没有发生变化，中国改革开放的步伐依然坚定，中国资本市场发展的基础依然稳固。

(7) 7 月 30 日，中共中央政治局会议召开，总体看，下半年稳增长、稳就业的必要性增大，总基调应会转向偏宽松，再降准甚至降息可期，会注重跨周期调节、专项债可能不会发完，但防风险、严监管仍是大方向。

(8) 7 月 31 日，7 月份 PMI 数据公布，数据显示，7 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.4，预期为 51.1，前值为 50.9；中国 7 月非制造业 PMI 为 53.3，前值为 53.5；综合 PMI 产出指数为 52.4，前值为 52.9。

(9) 美联储 7 月议息会议结束，利率工具方面，在本次议息会议上，美联储继续将基准利率维持在 0-0.25% 不变，重申将维持利率在当前水平直至实现其最大就业和物价稳定的双重目标。资产购买方面，美联储重申将“在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得重大的进一步进展之前”，继续以每个月不低于 800 亿美元的速度购买国债、以每个月不低于 400 亿美元的速度购买 MBS。货币政策工具方面，宣布建立两个常设回购协议 (repo) 工具——国内常设回购工具 (SRF) 和外国和国际货币当局的回购工具 (FIMA repo)。经济预期方面，美联储增加“经济向着这些目标取得了进展”，通胀仍是“暂时的”，总体更偏乐观。

(二)资金面回顾：全周资金面总体平衡偏紧，跨月基本无忧

周一，资金面均衡偏紧。早盘平衡，午后收敛。早盘国股行隔夜融出少量，质押 CD 信用成交在+10-20bp，临近午盘资金面收紧，午后融出较少，隔夜需求上行至押利率存单+15-20bp。7D 跨月，押利率报 2.5%，押信用 2.55-2.6%交投活跃。14D 成交趋少，质押 CD 信用报 2.35-2.40%。

周二，资金面均衡偏紧。开盘略微紧张，市场质押 CD 信用成交在+15-30bp，10 点多央行融出增多，临近午盘，非银成交降至+5-10bp，午后逐渐有减点成交，最低成交在 1.95%附近。7D 利率跨月继续上行，银行融出在 2.60-2.70%，质押 CD 信用报 2.65-2.75%，一度上行至 2.8%；午后降至 2.60-2.65%。14D 资金成交增加，质押 CD 信用融出在 2.40-2.50%。

周三，资金面整体宽松。盘前银行押利率融出极少，非银押信用在+20bp。10 点后融出增加，隔夜出现减点，尾盘 1.95-2.0%。7D 跨月资金，全天银行融出少，银行融出在加权或者 2.60-2.70%，质押 CD 信用报价从 2.70-2.80%下行至 2.60%左右。14D 资金成交少，质押 CD 信用融出在 2.5%左右。

周四，整体宽松，跨月无忧。早盘国股行隔夜融出充裕，市场质押 CD 信用成交在+5-10bp，隔夜加权降至 1.6%附近，临近午盘融出减少，需求增加，午后押信用隔夜成交在+10-20bp，利率隔夜成交在加权附近。7d 跨月方面，银行押利率价格在 2.6%附近，隔夜加权太低，非银融出 7d 积极，非银押信用由 2.7%逐渐降至 2.55%。14D 资金成交少，质押 CD 信用融出在 2.35-2.40%。

周五，跨月早盘稍紧，午后转为宽松。早盘银行惜出隔夜，非银成交活跃，隔夜早盘融出在 2.70-3.00%，随着融出增多，渐渐下行至 2.50-2.55%。午后银行开始融出资金，隔夜下行至加权甚至减点，尾盘成交在 1.90%附近。7d 资金报价从 2.60-2.70%逐渐下行至 2.30-2.40%，14d 融出报价在 2.35-2.40%，需求较少。

全周来看，公开市场投放 900 亿，回笼 500 亿，净投放 400 亿元；7 月 28 日，央行进行 700 亿元 3 个月期国库现金定存招标，中标利率 3.6%。从资金价格表现来看，隔夜利率全周呈现先上升后回落的趋势；7 天资金总体呈现逐日抬升的趋势；14 天利率则整体呈现窄幅波动。

（三）利率债表现回顾：利率债收益率先升后降

周一，股市大挫，以及疫情洪灾地产调控、中美谈判，多因素提振现券做多情绪，早盘 10 年期国债轻松破 2.90%。现券期货大幅走强。高开午盘涨幅扩大，10 年向上几近触及 100 整数关口，10 年期涨 0.24%，5 年期涨 0.14%，2 年期涨 0.05%。银行间主要利率债收益率下行 4bp 左右。

周二，国债期货低开高走，震荡上行，10 年突破 100 关口，尾盘受美国限制美国基金对香港地区和中国投资传闻影响，14 点 50 分极速跳水，10 年期一度跌 0.4%，5 年期一度跌 0.39%。最终全线收跌，10 年期跌 0.35%，5 年期跌 0.29%，2 年期跌 0.17%。联动现券收益上行，市场恐慌情绪蔓延，现券 10 年国开一度跳升 6bp，后又回落 3bp，外资机构抛盘较为明显，止盈盘落袋为安。

周三，在经历前日债市盘中大幅波动后，早盘市场情绪较为稳定，长债利率几乎平开后窄幅震荡，国债期货小幅震荡下跌直至尾盘；10 年期主力合约跌 0.09%，5 年期主力合约跌 0.07%，2 年期主力合约跌 0.03%。

周四，逆回购加量维稳市场信心，现券期货重新走暖。国债期货高开并全线收涨，10 年期主力合约涨 0.13%，5 年期主力合约涨 0.09%，2 年期主力合约涨 0.03%。银行间主要利率债收益率快速下行 2-4bp。

周五，月末为应对流动性需求，中国央行连续第二日增加逆回购规模，叠加疫情消息和票据利率创新低等因素，一并提振市场情绪。截至收盘，国债期货 10 年期主力合约涨 0.47%，5 年期主力合约涨 0.25%，2 年期主力合约涨 0.10%，三大主力合约均创逾一年新高。银行间主要利率债收益率大幅下行，截至 17:30，10 年期国债活跃券 200016 收益率下行 3.55bp，报 2.8750%；10 年期国开活跃券 210205 收益率下行 4.00bp，报 3.2680%。剩余到期期限更接近

10 年期的活跃券 210009 收益率下行 4.25bp，报 2.8400%，按中债到期收益率曲线来看，创下逾一年新低。

全周来看，相较于上周五的收盘价水平，一年期国债收益率上行 2.27bp，三年期国债下行 2.31bp，五年期国债下行 5.54bp，七年期国债下行 8.35bp，十年期国债下行 7.71bp，除了一年期之外所有期限品种收益率均有所回落，长久期债券下行幅度更大。

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
最近一天	2.13	2.54	2.69	2.82	2.84
最近一周	2.17	2.57	2.72	2.87	2.89
最近一月	2.27	2.65	2.81	2.96	2.96
一周变动（BP）	2.27	(2.31)	(5.54)	(8.35)	(7.71)
历史最低	0.37	1.20	1.73	2.12	1.98
1/4 分位	2.07	2.42	2.68	2.92	3.13
1/2 分位	2.58	2.88	3.08	3.29	3.43
3/4 分位	3.04	3.37	3.55	3.70	3.85
历史最高	8.82	7.48	6.32	5.34	5.41

表一：不同期限利率债变化状况 数据来源：wind，鑫元基金整理

（四）信用债

4.1 一级市场

本周新发信用债 911 只，低于前值的 1005 只，总发行规模 7680.13 亿，低于前值的 10655.62 亿，总偿还量 8937.73 亿，低于前值的 9058.37 亿，净融资额为-1257.6 亿，低于前值，其中当周国企信用债净融资为-401.01 亿，前值为 1423.26 亿。



数据来源：Wind

数据来源：wind，鑫元基金整理

图一：信用债发行到期状况

截止 7 月 30 日，本周共发行 556 期同业存单，发行总金额 4555.8 亿，低于前值的 6435.3 亿元，总偿还量 5647.7 亿，低于前值的 5996.1 亿元，净融资额为-1091.9 亿，低于前值的 439.2 亿元。



数据来源: wind, 鑫元基金整理

图二：同业存单发行到期状况

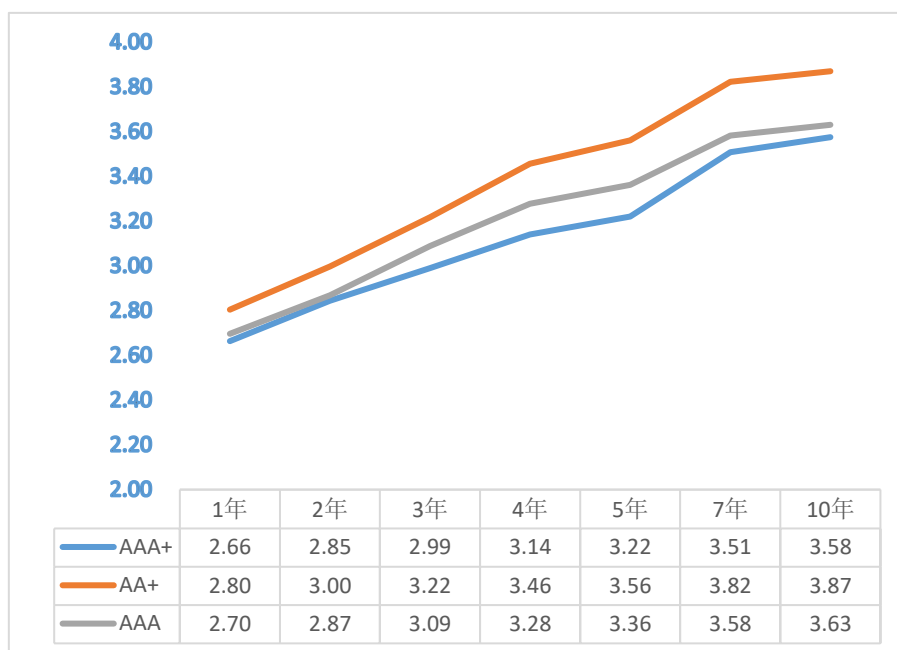
4.2 二级市场

本周，各评级信用债收益率大多下行，收益率变动如下表所示：

期限		1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	7 年	10 年
AAA+	利率(%)	2.66	2.85	2.99	3.14	3.22	3.51	3.58
	变化情况(BP)	(0.39)	(3.16)	(2.40)	1.84	(0.46)	(2.87)	(4.47)
AAA	利率(%)	2.70	2.87	3.09	3.28	3.36	3.58	3.63
	变化情况(BP)	(1.11)	(2.05)	(3.62)	0.71	(0.89)	(3.12)	(6.08)
AAA-	利率(%)	2.75	2.94	3.16	3.35	3.45	3.66	3.71
	变化情况(BP)	(1.10)	(2.00)	(6.02)	(2.73)	(5.92)	(8.49)	(14.17)
AA+	利率(%)	2.80	3.00	3.22	3.46	3.56	3.82	3.87
	变化情况(BP)	(2.10)	(2.06)	(3.62)	1.71	(5.90)	(6.12)	(9.08)
AA	利率(%)	3.06	3.34	3.71	4.04	4.17	4.47	4.52
	变化情况(BP)	1.90	(2.06)	(2.62)	0.71	(3.90)	(3.12)	(6.08)
AAA 城投	利率(%)	2.74	2.94	3.11	3.29	3.40	3.66	3.83
	变化情况(BP)	(1.83)	(0.18)	(1.05)	(2.88)	(1.86)	(8.23)	(2.09)
AA+城投	利率(%)	2.84	3.06	3.23	3.43	3.56	3.86	4.04
	变化情况(BP)	(0.83)	(0.19)	(2.05)	(9.88)	(5.86)	(7.24)	(2.09)
AA 城投	利率(%)	2.94	3.17	3.41	3.81	4.05	4.36	4.54
	变化情况(BP)	0.17	(1.19)	(3.05)	4.12	0.14	(9.24)	(4.09)

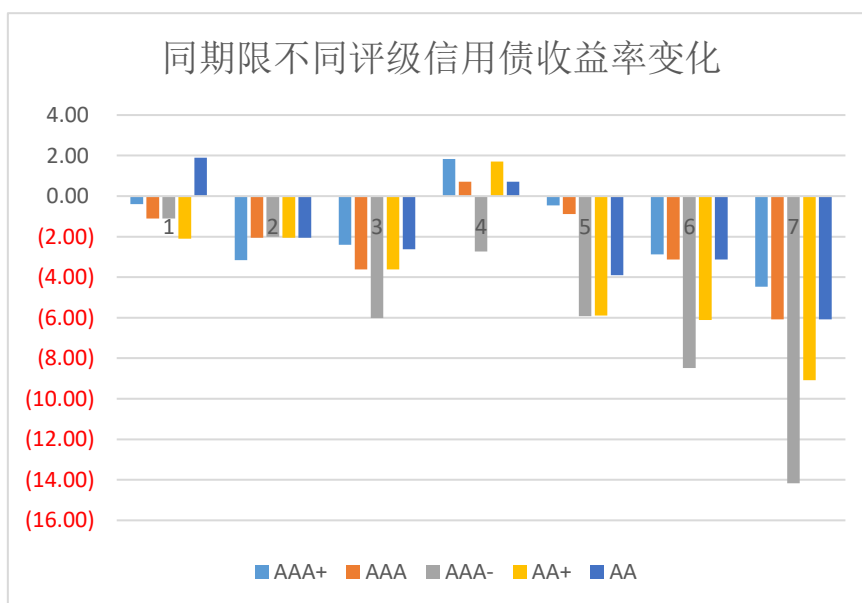
表二：信用债市场状况

数据来源: wind, 鑫元基金整理



图三：不同品种信用债期限结构

数据来源：wind，鑫元基金整理



图四：不同评级信用债收益率变化

数据来源：wind，鑫元基金整理

二、下周展望：

宏观经济运行方面，整体发展态势与之前相比并没有重大的变化，强生产弱消费的格局植根于长期以来的发展模式，最新公布的 PMI 数据显示新订单与新出口订单持续回落，生产项也受制于限产限电及自然因素而有所回落，出厂价格与原材料购进价格有所回升，反映当下整体经济结构层面的失衡问题依然严重。海外经济方面，7 月 28 日公布的联储声明显示宽松基调并没有根本性变化（尽管有一些委员比较关注当前较高通胀水平，但是主流声音仍然倾向于“暂时性”的

判断)。海外的财政刺激法案仍然在协商之中,由于8月9日起国会要开始休会,届时如果仍然没有确切的消息,相关立法工作可能需要顺延至9月以后。

国内政策层面的动态来看,政治局会议对于下一个阶段的政策基调做出了一些说明,继续强调宏观经济政策的跨周期调节要求,财政政策要提升政策效能,兜牢基层“三保”底线,合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度,推动今年底明年初形成实物工作量。货币政策方面在强调保持流动性合理充裕的同时更加强调定向支持中小企业和困难行业。产业政策方面,政治局会议专门提及了加快发展新能源车产业和“卡脖子”行业。金融风险方面,会议强调了债务处置中地方党政主要领导的责任以及境外上市企业的监管。整体而言,上次会议内容中“稳增长压力较小的窗口期”的说法不再提及,预计财政政策较上半年会偏积极一些,这会在边际上利空利率债表现。我们预期当前的政策操作并不足以扭转当前的债券牛市格局,如果市场因为利率债供给冲击出现回落,投资者应该积极把握这种回落带来的入场机会。

股票市场方面而言,市场的分化进一步加剧。高估值板块内部的分化如期持续,政策鼓励支持的自主可控、国产替代和碳中和等领域持续受到资金的追捧,在相关产业链龙头股大幅上涨后二线品种也开始追涨,体现出板块性上涨特征。与之形成鲜明对比的是,部分高估值品种在近期出现明显回落,包括但不限于白酒消费和医药领域高估值品种的回落,分化明显。资金从医药和消费等板块转向新能源和硬科技板块恰恰反映了当前经济结构内在矛盾,内需与经济表现相对疲弱的当下投机资本规避工业竞赛而在资本市场的互动就是目前的局面。我们依然建议市场参与者结合宏观经济状态根据各个细分领域所处的发展阶段严格界定导入期、调整期、成长期、成熟期和衰退期给予不同主体不同的估值,更多考虑自下而上视角择股,并密切跟踪各主体的动态变化进行修正,宏观经济转弱对于相关板块的冲击仍然只是处于初期阶段。

信用方面,政策层面对于地方政府举债约束依然相当强,与此同时,政策层面对于房地产市场的信用膨胀一直持相当警惕的态度。我们依然坚持“系统切换期”的信用债投资策略,即我们建议投资者“打破粗放式投研模式,从企业的经营状况、基本面研究入手,回归主体信用研究”,密切关注新经济领域相关主体的发展动态,积极为“系统切换”助力。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议,仅供参考,使用前务请核实,风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有,未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。