

富荣固收：下半年流动性预计维持合理充裕，看好信用债市场

2022年上半年，国内经济因疫情影响，4月、5月经济出现了较大波动，社零出现负增长，就业压力凸显，工业产值以及固定资产投资都有着较大回落。在中央及时出台政策后，国内经济环比有所回升，但是仍未恢复至潜在增长率。

利率债方面，长端利率呈震荡市。在年初的流动性宽松后，3月债市因流动性边际收紧以及经济数据复苏有所上行。4月之后因国内疫情的超预期发酵，市场流动性再度转为宽松，利率转而下行。之后因市场对于长期货币政策看法的分歧，长端利率从5月震荡至今，10年国债在2.7至2.85之间反复震荡。

信用债方面，上半年信用债出现资产荒。信用债市场短券交易一度拥挤，主要原因为信贷需求不足，今年1-5月新增居民中长期贷款同比少增1.8万亿元，新增企业中长期贷款同比少增1.0万亿元，以致大部分资金转而投向债券市场。与此相对的，长端配置力量不足，长端债券利差仍处于较高水平。

总体来看，上半年债市一波三折，疫情对于债市影响极大。疫情之下，央行及时释放了一定的流动性，但是对于降息仍然较为谨慎，意图保留一定的政策空间。也因此，债市走势相对纠结，因短期回购资金价格走低，短端资产利差收窄较多，但是长端资产来看，利差仍然较大，大部分机构仍然担心疫情之后央行会收紧流动性，因此对于长端做多热情不足。

展望2022年下半年，目前国内正处于迈向高收入国家的关键阶段，过去经济所依赖的地产、基建、初级加工业等传统经济动能正在逐步减弱，而新经济仍处于蓬勃发展时期，但是总量上占比仍然较小，尽管增速较快，但是仍无法完全弥补旧经济下滑的缺口。因此，在未来几年，传统经济与新经济之间的新老替换将是国内经济面临的第一大挑战。下半年预计基建仍将部分发力，以补上部分地产、初级工业下滑而带来的经济缺口。但是在目前时间段，基建

并非万能，中央也仅是提出基建适度超前，注定了基建大概率不能再像以前一样全面发力，预计基建将更多地发力在新基建方向。地产市场预计将环比企稳，但是考虑到国内人口结构、城市化进程、人均住房存量等多方面因素，地产市场很难回到去年同期水平，预计对经济仍有一定拖累。疫情防控方面，随着下半年秋冬季节的到来，以及海外大量人口感染导致的新变种，预计下半年疫情防控仍有一定压力。虽然在中央持续更新的防控方案下，很难再现大面积爆发，但是多点散发可能长期存在，因此预计下半年疫情仍然具有一定的反复性。

在国内经济仍面临着较大的不确定性的关键时刻，预计下半年央行的货币政策仍将“以我为主”。国内流动性预计将维持合理充裕，并无大幅度收紧的风险，同时考虑到通胀、汇率等多种政策目标，央行也将继续珍惜降息空间，在降息上预计将相对保守。在多种因素叠加下，预计利率债市场仍将以震荡为主，上下空间均有限。信用债市场仍有较多机会，目前国内仍有较多优质企业的长端债券存在一定利差，如银行资本债、央企永续债、部分省属产业债等，在流动性的持续宽松下，预计部分优质长端信用债利差有一定收敛空间。

在债市操作上，预计信用票息策略仍为占优策略。在择券上，在目前新旧动能转换的关键阶段，过度下沉城投、民企等策略预计将面临着较大的波动风险，通过适度拉长优质企业债券久期获取一定的骑乘收益预计将有较大的胜率以及回报率。

风险提示：

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。