

一、 市场回顾

上周全球资产价格波动较大，加速恶化的俄乌局势冲击金融市场，带动原油价格大起大落、商品价格飙升，股指大幅回撤。随着双方进入第三次谈判、俄军再次进入“静默”，冲击效应有所缓解。而国内债市在地缘因素大幅扰动的背景下，相对独立地演绎自己的宽信用之争。此前政府工作报告制定了 5.5% 的 GDP 增长目标、体现了更加积极的政策态度，大幅提升财政支出持续体现稳增长的强诉求。

货币政策方面，“加大实施力度”、“发挥总量和结构双重功能”等描述也能看出货币政策将支持经济复苏的态度。整体来看，宏观政策力度较大，这也导致宽信用落地的节奏和确定性均较预期有所提升。较强的宏观政策基调，也预设了利率交易的基调，增长目标和待公布的社融数据让市场处于“预期宽信用发力、等待数据再度确认”的过程中。

周中，央行发布公告，依法向中央财政上缴结存利润，以稳就业保民生，总额超一万亿元。特定国有金融机构上缴利润是惯例，严格意义上并非增量政策，且节奏上按月上缴、逐步到位，因此市场对消息反应平淡，债市走弱；此后 PPI 略超预期(8.8%，前值 9.1%)及油价高企同样对债市情绪形成压力，收益率小幅上行。直至周五下午四点，社融数据出炉，总量与结构均大幅弱于预期，10.2% 的存量同比增速和 1.19 万亿的当月增量揭示宽信用初期面临的崎岖，市场快速大幅反弹，全周债市收涨。

全周来看，全周央行累计进行 500 亿公开市场逆回购操作，共有 3,800 亿元逆回购到期，累计净回笼 3,300 亿元。随着连续的流动性回笼，资金面按例边际收敛，价格有所抬升，DR001 与 DR007 加权较上周五抬升约合 7BP 至 2.03% 和 2.10%，但整体来看流动性依旧处于充裕水平。两年国开 210202 下行 1BP 至 2.5000%，三年国开 200203 下行 3BP 至 2.6400%，五年国开 210208 下行 7.5BP 至 2.7400%，七年国开 190205 下行 5BP 至 3.0650%，十年国开 210215 下行 2.45BP 至 3.0975%；五年国债 210011 下行 6.75BP 至 2.5100%，十年国债 210017 下行 3.75P 至 2.7900%。

信用方面，除了期限在半年以内品种的超短期限品种外，其他多数调整较大。地产仍旧调整，幅度最大，信用事件带动行业信用危机担忧扩散。城投方面，风险地区估值收益率上行幅度较大。此外一些资质较弱的中部地区城投调整幅度同样达 20BP；总体来看，云南、青海、广西的标的收益率上行的主体较多。

二、 核心观点

利率缓慢筑底，宽信用螺旋上升。在需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力下，宽信用的终点毋庸置疑，但宽信用的抓手如基建、地产等领域面临着行业内部自身的客观矛盾亟待修复，修复的进程也决定了政策底向基本面底过度的时间长短；在这一过程中，更弱的社融数据也预示着货币政策保驾护航的必要性在提升。我国时间 3 月 17 日美联储加息落地，15 号为较好的降息窗口。

社融数据总量与结构的双双走弱，和之前 1 月社融数据和 2 月金融机构经营情况营造出的宽信用预期完全背离：宽信用或进入螺旋上升的过程。2 月新增社融同比少增 5,200 亿元，其中债券净融资多增 3,776 亿元、贷款少增 4316 亿元、表外票据少增 4,868 亿元，唯一表现较好的债券融资有着较强的同比低基数效应。居民贷款当月少增 4,790 亿元，居民中长贷当月新增转负；企业中长贷少增 5,948 亿元，票据融资较 1 月进一步加码至 4,907 亿元。

结构上，1 月欠佳的分项如居民中长贷，持续变差；1 月较好的数据如企业中长贷，环比大幅转差；1 月表现正常的表外票据，大幅下降。恶化的结构揭露了地产销售持续低迷，表外票据受房企开票影响持续减少；基建 1 月项目投放充足但存在透支，此外财政存款 2 月同比多增 1.45 万亿也体现了财政支出的客观难点或仍旧存在，如隐债把控和项目储备问题。这些在 1-2 月的统计局数据中也会同样有所体现，继续弱化短期内的宽信用担忧。

三、 展望未来

鉴于上周社融、信贷数据，不排除本月 15 日有降息的可能性，但从长期来看，目前仍旧认为这是宽信用过程中的一个反复。因此债券市场大概率还处在利率上行周期中，但存在继前期后持续反弹的可能性。

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。