

一、 市场回顾

市场逐渐步入宽信用行情，3 月中旬内外部因素集中确认前，总体保持谨慎地应对更好。2 月中下旬以来，“有政策无数据”的时间里，交易主线停留在宽货币向宽信用的过渡上。

1 月 17 日 MLF 和 OMO 均下调 10 个 BP，1 月 18 日央行副行长刘国强对宏观经济的三重压力作了描述、对下一阶段的货币政策提出了三发力要求，彼时货币政策与基本面均支持宽货币的交易主线。

而进入春节后，社融数据大超预期，而地产政策底已明朗，需求侧因城施策式地陆续放松，债市同样也处于一个交易主线逐渐切换至宽信用的过程。

上周周中地产领域一系列政策及高层讲话强化了宽信用预期，也引发债市大幅回调。

周二官方 PMI 公布，三大指数整体好于预期，当天下午郑州发布了一系列地产需求侧的政策放松，需求侧政策相对供给侧对地产销售的提振往往更加有力。消息传出后市场调整幅度较大，三至五年品种出现 3 至 5BP 的回调。

周三银保监会主席郭树清谈及“2021 年，重点领域风险持续得到控制，宏观杠杆率下降了大约 8 个百分点”，“房地产泡沫化和货币化问题很严重，但现在发生了根本的扭转”。

对于宏观杠杆率下降与地产泡沫趋势扭转的确认，进一步强化了“宽地产”预期，周四三至五年期限品种出现 6 至 7BP 的进一步回调。此外，委外资金对行情趋势的悲观预期，也导致较多理财与基金的赎回在本周发生。行情直至周五有所缓解。

上周央行累计进行 3,800 亿元公开市场逆回购操作，共有 8,100 亿元逆回购到期，累计净回笼 4,300 亿元，资金面月末最后一天偏紧，此后整周均衡偏松。

全周来看，两年国开 210202 上行 8.25BP 至 2.5100%，三年国开 200203 上行 10.5BP 至 2.6700%，五年国开 210208 上行 8.75BP 至 2.8150%，七年国开 190205 上行 5BP 至 3.1150%，十年国开 210215 上行 3.95BP 至 3.1220%；五年国债 210011 上行 5BP 至 2.5775%，十年国债 210017 上行 4.5BP 至 2.8275%。

信用方面，跟随利率走势陡峭上行，三年左右期限估值收益率上行幅度最大，中高等级城投债整体出现平均 6BP 左右的调整；地产行业民营房企信用危机难言结束，交易所民营地产债多数收跌，粤系闽系多只跌幅近 10%。

二、 核心观点

政府工作报告公布了偏预期上限的增长目标(5.5%),并明确指出“需要付出艰苦努力才能实现”。若假设出口逐渐回归常态,则固投在今年需大有所为。而地产与基建势必一个维护好存量,另一个努力创造增量。

今年的赤字率相对保守,虽然中央本级财政调入一般预算资金显著提高,但就基建资金来源来看,财政“第二本账”同样将承担不可忽视的收支比重,专项债已经看到了明显的“财政前置”,而土地市场则亟待修复,对土地市场的维护同样是宽信用“釜底”的“薪”。

货币政策方面,“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”和“扩大新增贷款规模”则预示着货币政策在宽信用初期的配合。回顾过去近一个月的数据真空期,虽然“有政策无数据”的特征让利率价格缺乏基本面的锚,但是PMI的超预期和地产政策的放松,无疑对现阶段经济周期的位置和下一阶段的宽信用脉络有了较好的刻画。目前来看,地产政策因城施策式放松和民营房企的信用危机将在短期内同时存在,地产“政策底”过渡到“基本面底”的过程也需要这些民营房企的康复来兑现。若要实现稳地产与拉基建,则二季度可能看到更多托举政策的兑现。

三、 展望未来

市场逐渐步入宽信用行情,3月中旬内外部因素集中确认前总体保持谨慎的应对更好。3月9日至3月15日将密集出炉物价、金融、经济数据;同时,两会于本周召开;最后3月15日与16日也是美联储议息会议时点(美国当地时间),届时也将公布加息决定与季度经济预期;在内外部因素集中发生确认期间总体建议保持谨慎。

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。