

一、 市场回顾

上周债市收益率大幅下行，周一早盘央行宣布降息并超额对冲 MLF 回笼；盘中 GDP、固投等经济数据公布，地产拖累投资修复进度；周二央行召开金融统计数据新闻发布会，央行副行长提出政策三发力；市场经历了降息超预期确认、基本面再度确认、货币政策表态宽松的三重刺激；周一至周三债市大涨，3 年和 5 年国开下行约 10BP。周四在提前了 LPR 报价公布时间后当日宣布 1Y 和 5Y 报价分别下调 10BP 和 5BP。一度对国内债市情绪干扰较强的美债收益率周内由十年 1.8790% 高点回落至 1.7710%。

此外，上周央行公开市场累计进行 5,000 亿元逆回购操作，MLF 净投放 2,000 亿，当周共 500 亿元逆回购到期，累计净投放 6,500 亿元，充分对冲税期和节前的资金需求，资金面当周均衡偏松。周五 DR001 加权 1.90%，DR007 加权 2.30%，分别较上周五下行 30BP 和 15BP。

在降息超预期、基本面确认、货币政策宽松表态的三重刺激下，债市收益率由低位进一步下探，而周四 5.64 万亿元的质押式回购成交额，也来到了历史峰值水平。全周来看，两年国开 210202 下行 13.5BP 至 2.3300%，三年国开 200203 下行 14BP 至 2.4425%，五年国开 210208 下行 16.75BP 至 2.6025%，七年国开 180210 下行 13.25BP 至 2.8500%，十年国开 210215 下行 7.65BP 至 3.0075%；五年国债 210011 下行 18.75BP 至 2.7025%，十年国债 210017 下行 9BP 至 2.7025%，收益率曲线持续走陡。

信用方面，息差保护助力信用债收益率跟随利率债下行，城投、煤钢债连续数周稳定下行。中部地区城投一二级供给大、收益率适中，表现仍旧亮眼，部分弱地级市和中等资质经开区主体上周估值下行达 30BP。地产债持续受到债务展期、美元债负面舆情的利空消息影响，交易所品种净价连续下跌；周四预售资金监管消息传出后，少量民营地产公司债有净价 2 元左右的修复，但银行间品种仍呈现全周估值收益率上行态势。

二、 核心观点

上周市场的主线仍旧是周二金融统计数据新闻发布会上央行的表态。央行副行长刘国强表示，当前经济面临三重压力，“稳”本身就是最大的“进”，当前重点的目标是稳，政策的要求是发力。

一是充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方；二是精准发力，主动出击；三是靠前发力，前瞻操作。本次讲话既是对周一降息的解读，更是下一步的政策方向。此

时此刻，政策的大背景更多是经济基本面的稳增长压力和货币政策的政策惯性。一月的高频数据仍在体现房地产处于低迷区间、生产端启动不及往年、社融结构或在改善初期。本轮宽信用周期，伴随着对地产行业平稳发展的维护和房地产金融风险化解、也存在对基建方面隐性债务扩张的制度把控。“总量增、结构优、定价减”的整体要求均或导致政策面传导至基本面需要的时滞更长；动态来看，结构上需要关注居民中长贷对票据融资、企业短贷的替代，政府主导融资对城投融资的对冲，一季度的房屋销售和土地市场兴衰则决定了当前“货币-信贷”传导的速度与时滞。中期来看，随着逆周期举措的落地和疫情的有效放松推进，随着地产销售、基建实物工作量转变为信贷、形成对宽信用进程的确认，届时债市的牛熊分界点将宣告来临。

三、未来展望

展望未来，鑫元基金认为“稳增长”是未来半年内宏观经济政策的主基调，大环境仍旧利多债市。但需以动态视角面对宽信用和内外环境，对宽信用进程应更加敏感，宽货币是铺垫，宽信用是目标。首先据高频数据体现宽信用进程待考，目前的基本面决定货币政策对宽信用进程的惯性伴随；其次1-2月是统计局数据的“真空期”，对基本面的动态观测需高频指标和月度数据的相互确认；最后关注美联储FOMC会议。

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。