

一、 市场回顾

上周债市调整幅度较大，公开市场操作缩量至每天200亿，全周累计净回笼8,000亿，资金面维持均衡偏松。春节期间票据利率1月底攀升的消息与海外美债的再通胀交易为上半周的债市小幅回调埋下伏笔，加之周三央行、银保监会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产集中度管理的通知》的影响，周一至周三活跃品种小幅回调2至2.5BP。

关于此通知，市场虽情绪上有所反应，但也很快确认其“保障房占比较小”和“此前已不纳入”的实质，总体而言对市场影响有限；真正影响市场的是上周四盘后公布的1月金融数据，信贷和社融总量超出市场预期，无论结构与否，在6.2万亿的新增社融绝对总量面前，市场很难保持强势，夜盘收益率大幅上行；

周五隔夜美国公布1月7.5%的CPI读数超市场预期，10年美债利率大幅飙升冲破2.0%关键点，国内210017最高上行至2.80%，尾盘回到2.79%附近。总体而言，上周债市调整幅度较大，收益率曲线陡峭上行，仅1年期品种小幅下行，其他品种收益率基本回到降息前水平。

全周来看，较1月30日，两年国开210202下行1BP至2.3400%，三年国开200203上行5BP至2.5000%，五年国开210208上行9.75BP至2.6775%，七年国开180210上行9.75BP至2.9525%，十年国开210215上行8.25BP至3.0650%；五年国债210011上行11.25BP至2.5000%，十年国债210017上行8.75BP至2.7875%，收益率变动幅度较大。信用债方面，城投估值收益率下行趋势收窄，地产修复了两周后重新开始收益率上行，包括优质民营房企中短期品种仍旧出现150至300BP的调整，地产行业信用危机难言解除。

二、 核心观点

上周的市场走势是近期交易逻辑的缩影，既体现了市场对宽信用信号的敬畏，也交织着对外部联储加息缩表预期、对房地产领域政策放松的忌惮。但上周市场的主线仍旧是周四盘后公布的金融数据。周五万得全A下跌1.29%，债券主流品种(较出金融数据前)上行7至7.5BP，超预期数据的到来加大了市场态度的分歧。总量的数据即要“总量地”解读，然而客观而言，社融结构反映出的客观事实同样不容忽视。所谓“总量/结构”之争，更多的是社融高企的可持续性问题。

本次金融数据的总量表现超出市场预期，而结构层面，1月新增社融同比多增1万亿，其中4345

亿来自企业短贷、3193 亿来自票贴、2048 亿来自信用债、3589 亿来自政府债券，这四项加总约 1.3 万亿。拖累信贷社融的是居民贷款，1 月同比少增 4296 亿元。五个分项信息刻画出的 1 月融资活动为财政前置、信用债低基数、银行投放短期信贷、居民对地产信心持续较弱的状态。

考虑到本轮宽信用将处于一个美联储加息缩表、美国实际利率抬升的大背景下，不妨以 2015-2017 年为实例、以 2018 年中美利率周期错位阶段为补充，审视一下这种背景下的宽信用节奏。中长期融资、居民中长贷是宽信用的同步指标，而 1 月的数据在这种细分视角下并不能刻画出宽信用的图景。所谓宽信用，本质上是银行将金融负债传导至信用资产的过程，同样可以简化为“社融-M2”来衡量，剔除去年 11 月的小幅波动，读数已自去年 4 月单边下行至 0.7%(前值 1.3%)，0.6 个百分点的环比下滑为过去 9 个月第二高。

三、展望未来

社融的总量揭露利率方向，结构揭露利率中枢，两者显示利率或进入缓慢筑底过程。四季度货币政策执行报告提及“外部环境更趋复杂严峻”、重提“不搞大水漫灌”。近期的债市逐步进入内外部因素共振的阶段，宽信用信号初现和美联储的收紧将一定程度制约短期进一步宽松的必要性，并缩短货币继续宽松的时间窗口，也将在短期动摇市场信心。1-2 月是统计局数据的“真空期”，对基本面的观测需更多利用高频指标，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。

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。