

## 一、 市场回顾

上周的交易主线演绎了债市长短期逻辑的对立，是趋势与波动的体现。趋势上，从数据来看，宽信用进程无法连续确认，基本面体现宽信用初期的曲折，预期月度数据跟随地产修复与基建发力螺旋上升，存在反覆。

波动上，从周行情来看，货币政策对宽信用进一步呵护的预期酝酿了短期内市场的做多情绪。随着数据周和海外干扰因素的“落幕”，长短期债市主线的对立与并存或是近期常态。前期金融委会议上提到货币政策要主动应对，加上基本面再度强调稳增长，宽松预期升温，导致了上上周下半周的利率下行。

上周一 LPR 下调预期落空，债市相应出现调整，五年国开 210208 此前 1.75BP 左右的下行当日全部回吐。周二晚国常会部署综合措施稳定市场预期，关于货币政策，在强调“加大稳健货币政策对实体经济支持力度”的同时，也提到“坚决不搞大水漫灌”，可见经济下行压力下货币政策尚难言退出。

从通稿中的“运用货币政策工具保持社会融资适度增长”来看，社融增长的持续性决定着货币政策下一阶段操作。此外，鲍威尔发表鹰派讲话，美债收益率大幅上行，制约了周中的国内债市情绪。周三起陆续传出多地房贷利率下调，此后哈尔滨限售政策松绑，冲击市场情绪。当下房地产处于政策底向基本面底的过渡区间，虽然数据上就房企销售和土地市场冷暖而言，仍未转好，但地产松绑的政策信号持续冲击债市，冲击的幅度与城市能级、松绑力度相关。

回顾春节以来，广州房贷利率下调、郑州需求侧宽松等消息均对市场造成了 5-10BP 的冲击。进入下半周，消息面平淡，经济日报标题为《加大货币政策对实体经济支持》的报道重申国常会表态，再次催生宽货币预期，收益率小幅下行。利率品全周多数收跌，十年国债 210017 重新逼近 2.80 整数位。

全周央行累计逆回购投放 1,900 亿，共有 1,400 亿逆回购到期，全周净投放 500 亿，资金面均衡偏松。三年国开 200203 上行 2.5BP 至 2.6750%，五年国开 210208 上行 2.5BP 至 2.7825%，十年国开 210215 持平在 3.1225%；五年国债 210011 上行 4BP 至 2.5700%，十年国债 210017 上行 0.75P 至 2.8075%。信用债涨跌互现，1 年期收益率上行 0 至 1BP，3 年期下行 0 至 2BP；分行业来看，短期限城投债与煤钢债收益率下行居多；尽管已经出现民营房企与银行信贷合作的正面消息，但房企的销售恢复正常是地产债信用风险显著改善和价格修复的关键。

## 二、核心观点

利率缓慢筑底，宽信用螺旋上升。国内的宏观经济主线仍旧是应对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，目前货币政策进入观察期，观察的过程也是等待财政发力和地产企稳的过程。回顾年初至今，央行上缴利润、中央本级财政跨年调入、增加转移支付等，财政政策非常积极。

从融资的总需求而言，隐债把控和民营房企的债务重组压力将持续制约这些预算软约束部门的扩表速度。高频数据方面，生产端逐渐出现修复迹象，而地产相关指标仍旧停留在低迷区间。宽信用的终点毋庸置疑，但抓手如基建、地产等领域行业内部的客观矛盾亟待修复，疏通的进程也决定了政策底向基本面底过渡的时滞；预期宽信用螺旋上升，反覆的社融数据、背离的高频与统计局数据，也预示着货币政策仍将主动应对，利率中枢中期看逐渐抬升，但短期快速攀升的可能性较小。

## 三、展望未来

国内的宏观经济主线仍旧是应对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，目标明确但数据蹒跚，震荡格局将会持续，短期利率谨慎看多。在地产迟迟未能修复的宽信用初期，宽信用长逻辑与宽货币短期预期的对立与并存或是近期常态。

### 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。