

一、 市场回顾

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进程上。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体现宽货币，为春节前的交易主线。

而进入春节后，社融数据大超预期，大幅多增的社融唯一的“美中不足”是中长期贷款占比较低、票贴短贷占比较高。社融结构的改善往往伴随着总量的不断提升而发生，节奏的快慢，取决于地产与基建的加码力度。而前期不断扩散的地产“松绑”新闻也引发了市场对宽信用的进一步担忧。物价数据公布后，市场一直处于“数据真空期”，地产政策不断出台，经济运行的中枢却无法得到数据确认，“有政策无数据”的时间里，总体来看谨慎情绪有所提升。

上周周初多地传出地产需求侧边际放松的消息，触及按揭利率、首付比例等范畴，相比供给侧，需求侧政策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 10 至 12.5BP 的回调。

周三央行对流动性的呵护进一步加码，盘前经济日报发文提及，谨防政策过度宽松将房地产市场推向过快上涨的通道。同时高频数据显示，地产土地和销售环节、生产端的开工施工环节均未有显著改善，市场在周初大幅下跌后出现小幅反弹。下半周为呵护市场流动性，央行公开市场操作量持续加码，周四盘中由于俄乌局势加速恶化，当日风险偏好大幅波动，国内债市午后收益率呈 V 字走势。全周来看，三至五年回调幅度较大。

全周央行累计进行 8,100 亿元公开市场逆回购操作，共有 500 亿元逆回购到期，累计净投放 7,600 亿元。尽管央行周中起逐渐递增公开市场操作量，但临近月末与税期因素的综合影响下，下半周资金面均衡偏紧，隔夜押信用价格抬升幅度较大，资金面至周五有所缓和。

全周来看，两年国开 210202 上行 8.75BP 至 2.4275%，三年国开 200203 上行 7BP 至 2.5650%，五年国开 210208 上行 4.25BP 至 2.7275%，七年国开 190205 上行 3BP 至 3.0650%，十年国开 210215 上行 0.75BP 至 3.0825%；五年国债 210011 上行 1.75BP 至 2.5275%，十年国债 210017 下行 2BP 至 2.7825%。

信用方面，跟随利率走势调整，除地产行业外，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 5BP 左右的调整，其中中长期调整幅度最大；地产行业随着行业内部的舆情持续，民营地产债收益率仍在大幅上行，交易所民营地产债成交净价跌幅在 2 元左右。

二、 核心观点

上周的交易主线为地产政策的放松，期间穿插地缘因素对风险偏好的干预。但总体而言，上周市场波动的根源在于对经济增长的预期。2 月为数据真空期，“有政策无数据”的特征也让近期的利率价格缺乏基本面的锚，缺少数据作为趋势性判断的支撑也导致市场波动较大。

从高频数据来看，地产土地和销售环节、生产端各类指标回暖，但相对去年同期仍处低位。当前高频数据的表现和近期票据利率的走势，或对 3 月初当周债券市场情绪有所提振。

中期来看，地产刺激政策密集出炉，对宽信用预期的形成有很大助推。四季度愈发严重的信用危机与地产信贷领域的调整均对存量地产信贷的释放有所提振，而增量的持续需要需求端政策的打开。虽然“房住不炒，住有所居”的顶层设计不会改变，但当下房地产从政策底不断迈向边际放松的趋势较明确。

另一方面，民营房企尚未从信用危机中康复，从去年第三轮和今年第一轮的集中土拍案例可以看出央国企和城投公司在土地市场对民营房企的替代效果尚不足以完全对冲，若困境房企长期受制于偿债压力（前 20 大民营房企对全国销售额的贡献约合四分之一，其中数家仍陷信用事件中），很难预期它们的销售、土地投资、建安活动可以快速修复。

三、 展望未来

债市逐渐步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制约短期进一步宽松的必要性。关注接下来一周的交易机会，3 月 9 日至 3 月 15 日将密集出炉物价、金融、经济数据；同时，两会将于 3 月第一周召开；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。