

一、 市场回顾

上周市场弱势调整，周初仍在消化前期金融数据总量超预期的冲击。2 月 11 日，央行发布 2021 年四季度货币政策执行报告，在对经济的描述方面，报告与中央经济工作会议上的口径一致——我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力。同时也提及了需发挥好货币政策工具总量和结构的双重功能，并且在结构性政策工具上积极做好加法。

进入周中，MLF 超量续做、统计局公布通胀数据偏弱，债市情绪上涨，三至五年品种周二周三合计下行 2 至 2.5BP。下半周此前明显缓和的俄乌关系重新出现波澜，因此债市情绪升温，利率进一步小幅下行。周四盘后及周五，菏泽、重庆、赣州陆续传出房地产需求侧边际放松的举措，市场在宽信用担忧引导下出现 1.5 至 3BP 的回调。各期限品种回到上周五金融数据公告后水平。

全周来看，上周央行进行了 500 亿逆回购和 3000 亿 MLF 操作，当周有 3000 亿逆回购到期和 2000 亿 MLF 到期，净回笼 1500 亿。上周资金面均衡偏松，至周五小幅转紧。周五 DR001 加权在 2.00%，较上周五抬升 20BP，DR007 加权在 1.90%，较上周五下降 13BP。两年国开 210202 持平在 2.3400%，三年国开 200203 下行 0.5BP 至 2.4950%，五年国开 210208 下行 0.25BP 至 2.6750%，七年国开 180210 上行 2.75BP 至 2.9800%，十年国开 210215 上行 2BP 至 3.0750%；五年国债 210011 上行 1BP 至 2.5100%，十年国债 210017 上行 1.5BP 至 2.8025%，收益率变动不大。信用债方面，整体二级市场表现不佳，一年期相对稳定，三年期多数上行 3-4BP，五年期上行 5-7BP，呈陡峭上行态势；交易所民营地产债小幅上涨，收益率整体仍旧偏高。

二、 核心观点

从高频数据来看，年后的复工节奏正常，读数与往年相比在常规区间；而地产的销售与开工情况则较 2019 年和 2021 年同期明显走弱，三线城市日均成交额大幅低于一二线城市及往年同期数字。这样的新年开局，结合 1 月社融数据的结构问题，可以评估现阶段为宽信用初期，稳增长的不确定性仍旧为地产领域。

而地产领域的提振，鑫元基金认为短期主要体现在两个方面：一方面，是托举政策的推进，看到部分城市的购房政策的边际放松，地方在放松与收紧之间的博弈频率愈发提升。稳增长压力下，三线城市与部分热点城市的需求端政策宽松的节奏越快，地产参与本轮宽信用的时间越早，效果也越强；另一方面，是民营房企信用危机的演进，从去年第三轮和今年第一轮集中土拍的些许案例，可以看出

央企国企开发商和城投公司在土地市场对民营房企的替代，但从全国层面而言，这种替代效果有限。同时节后观察到持续有大型、中型民营房企陷入美元债、商票信用事件，若此类房企长期受困于偿债压力下(前 20 大民营房企对全国销售额的贡献约合四分之一，其中不少仍深陷信用事件中)、销售端和再融资没有明显恢复的话，预期这部分销售、土地投资、建安投资活动很难同比去年同期。而上述地产领域的问题，也已经体现在 1 月的社融结构中。社融总量决定利率方向，结构揭露利率中枢，利率的筑底与地产的调整同样在缓慢进行。

三、展望未来

近期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。熊市未来牛尾已至，利率缓慢筑底。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。