

## 一、 市场回顾

近期国内宏观经济背景为宽信用初期叠加经济数据真空期。此背景下，上周的交易主线为长短期债市预期的博弈，即短期降准降息预期与中长期宽信用逐步确认的博弈。

前期社融数据总量与结构均较差，叠加上周二MLF到期，MLF调降利率的预期逐步抬升。上周初收益率整体下行，而周二随着MLF利率持平(超量续作)和统计局经济数据(特别是房地产开发投资数据)强劲的表现，降息预期落空叠加宽信用数据上的确认，周二收益率大幅上行。3-5年期“赛道债”与大行二级资本债回调幅度达8-10BP。

上周三金融委会议召开，关于宏观经济运行方面，一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长；关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。金融委会议后，股债汇市均重回冷静，股票市场延续超跌反弹，人民币汇率窄幅波动；尽管美联储议息会议透露了偏鹰的加息路径，国内债市仍旧“以我为主”，在资金偏宽和疫情迟迟未缓解之下，下半周收益率小幅下行。

上周央行进行了超额等价MLF续作，并在税期稍微加大投放力度，周内资金面基本平稳；DR001与DR007加权较周五均下行4BP至1.99%和2.06%。全周公开市场共有500亿逆回购和1,000亿MLF到期，央行投放1,400亿逆回购和2,000亿MLF，单周实现1,900亿资金净投放。三年国开200203上行1BP至2.6500%，五年国开210208上行1.75BP至2.7575%，十年国开210215上行2.5BP至3.1225%；五年国债210011上行2BP至2.5300%，十年国债210017上行1P至2.8000%。信用债窄幅震荡，涨跌互现，平均回调幅度在1-2BP。交易所地产债在部分大中型房企协商展期的负面和政策总体强调托举的对冲之下，波动较大，多数全周收跌。

## 二、 核心观点

利率缓慢筑底，宽信用螺旋上升。回看上半周行情起伏如此之大，源于数据对宽信用进程的确认、证伪、及再次确认。春节节后至今，行情较大的调整多来自于地产政策的需求侧放松和月度数据的冲击。本次宽信用始于经济数据真空期，生产端和地产的高频数据低迷，似乎预示基本面疲软。

然而，1月社融数据总量大超预期后，宽信用预期渐浓，彼时广州、郑州、重庆等多地陆续出台宽松政策，深度触及需求侧，对债市冲击较大。3月2日郭树清提及“房地产泡沫化势头得到根本扭

转”，五年国开自节后已上行 24BP。而此后 2 月的社融数据总量与结构均不理想，降准降息预期抬升。最后，上周经济数据全面向好，宽信用预期在 2 月社融数据冲击之后，重新归来。

2 月社融数据总量与结构的双双走弱，和之前 1 月社融数据以及 1-2 月经济数据的开门红形成鲜明对比：宽信用或进入螺旋上升的过程。2 月新增社融同比少增 5,200 亿元，而恶化的结构揭露了地产销售持续低迷，开发贷投放缓慢的现象，表外票据受房企开票影响持续减少。

反观经济数据，1-2 月的数据全面向好，大幅超出市场预期。制造业持续强劲，同比 20.9%，是主要的固投增长动力，基建投资也大幅回升至 8.61%，地产投资同比录得 3.7%，同样明显高于预期。从微观高频数据来看，经济并未出现有力修复。

此外，地产领域保障房等公益类开发投资的落地和“保交楼”诉求下施工活动的刚性，也是地产数据强劲的原因之一。

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，修复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、为经济保驾护航。

### 三、展望未来

利率缓慢筑底，宽信用螺旋上升。鑫元基金认为尽管存在反覆，但债券市场大概率还处在利率中枢抬升的周期中；短期关注市场情绪的变换，关注本轮疫情对楼市、消费的进一步影响；关注下周 LPR 利率情况。

#### 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。