

资金面压力由短及长向债市传导

- 一级市场回顾 上周一级市场国债、地方债和政策性金融债发行规模分别为 1430 亿、5275 亿和 1655 亿，净融资额为 628 亿、5253 亿和 1655 亿。金融债（不含政金债）共计发行规模 965 亿，净融资额-470 亿。非金信用债共计发行规模 3477 亿，净融资额 1460 亿。可转债暂无新券发行。
- 二级市场回顾 上周债市收益率上行，3-5 年期利率回调较多。主要影响因素包括：资金面、股债跷跷板效应等。
- 流动性跟踪 上周央行释放流动性态度仍偏谨慎，资金面全周趋紧。最终 R001 和 R007 分别较前周上行 14.2BP 和上行 27.5BP。
- 政策与基本面 民营企业座谈会召开，政策支持经济态度积极。高频数据来看：生产热度整体回升，地产销售小阳春开启，外需景气度继续下降，食品价格走弱、内需定价工业品价格走强。
- 海外市场 美国服务业 PMI 意外萎缩，引发市场对经济的担忧。10 年期美债收盘在 4.42%，较前周下行 5BP。
- 权益市场 受国内互联网巨头 AI 资本开支超预期影响，上周中国科技类上市公司表现依然亮眼。万得全 A 上涨 2.06%，各宽基指数悉数抬升，其中科创 50 和中证 1000 分别上涨 7.07%和 3.21%。A 股成交放量，周内日均成交额 1.91 万亿，同比上周日均成交量增长 1643.26 亿，市场风偏继续提升，长期看好科技领域的投资机会，但需要关注短期内科技成长板块的市场过热风险。
- 债市策略展望 资金面能否有效改善是债市打破当前震荡偏弱行情的关键。短期来看在税期和政府债缴款回落后，2 月末资金面或有阶段性缓和，而中期资金面的有效改善有赖于央行降准的落地，1 月亮眼的信贷开门红数据和近期市场风偏抬升已然降低了央行一季度降准的必要性。但债市一季度出现大幅度回调的概率依然不高，一是债券市场交易结构为应对高利率已发生对应调整，资金市场融出结构从传统的大行融出主导转变为货基融出主导，银行间债市也在进一步去杠杆减少资金需求；二是随着超长国债利率回到 1.9%，保险等配置型机构的买入力量有所提升；三是从高频数据来看 2 月信贷有再次转弱的迹象，市场担心的宽信用风险暂时不大。策略上建议短久期防守为主，等待资金面环境变化，长端把握震荡区间上沿配置机会，保持低杠杆水平。转债市场方面，转债指数震荡上行，溢价率继续压缩。民营企业座谈会召开、Grok 3 模型发布、国内厂商大幅增加云资本开支等消息催化下，科技板块继续领涨股市，建议短期积极参与 A 股主题映射的机会。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。