

## 债市调整尚未结束

近期债市继续走弱，资金仍然维持偏紧状态，收益率大幅上行，10年期国债收益率上行至1.8%附近，继续验证了我们1月以来的报告中对债市牛市可能结束的判断。

### 经济复苏态势向好

《政府工作报告》将经济增长目标设定在5%左右，符合市场预期，今年国内外形势更加复杂，稳增长政策继续加码对经济进行托底。报告中还提到“更大力度促进楼市股市健康发展”，体现出对股市楼市的高度重视，股市楼市回暖能够释放财富效应，促进消费、投资回升，带动经济进一步改善。

今年以来经济延续复苏态势，1月社融实现开门红，地产周期企稳，今年地产对经济拖累将明显减轻。春节以来地产销售表现亮眼，尤其是二手房销售同比保持高增。从1月29日至3月7日，30大中城市商品房销售面积较去年农历同期增长15.2%，其中一线、二线、三线城市分别增长26.5%、8.5%、18.9%，16城二手房销售面积较去年农历同期增长42.8%。1月70大中城市新房和二手房销售价格继续下降，但同比降幅收窄，一线城市已经止跌。1月70个大中城市新房销售价格同比下降5.4%，环比下降0.1%，一线、二线、三线环比增速分别为0.1%、0.1%、-0.2%，二手房销售价格同比下降7.8%，环比下降0.3%，一线、二线、三线环比增速分别为0.1%、-0.3%、-0.4%。春节后二手房销售持续偏强，目前一线城市二手房房价已经企稳，后续有望逐步向新房销售以及二三线城市传导，进而再带动拿地、新开工等修复。

### 资产荒矛盾缓解

今年财政扩张带动政府债券供给明显增加，供需矛盾边际缓解，资产荒矛盾有所缓和。根据《政府工作报告》，2025年赤字目标为4%左右，符合市场预期，较上年提高1个百分点，创历史新高，超过2020年疫情时期赤字水平。赤字规模5.66万亿元，较上年增加1.6万亿元，超长期特别国债1.3万亿元，补充国有大型商业银行资本特别国债5000亿元，地方政府专项债4.4万亿元，较上年增加5000亿元，今年增量资金合计达到2.9万亿元。

从股债性价比角度来看，春节后科技板块走强，权益市场回暖，也导致债券性价比下滑。《政府工作报告》中科技和民营经济关注度提升，有利于市场风险偏好的进一步回升。报告中提及要“培育壮大新兴产业、未来产业”、“激发数字经济创新活力”，人工智能等科技产业支持力度增加。民营经济方面指出要“加力推进清理拖欠企业账款工作”，有助于激发民营经济活力，提振民营经济信心。

### 货币宽松预期下修

在外部环境的压制、国内经济稳步修复的情况下，降息迫切性并不高，货币宽松预期将继续下修，制约利率下行空间。《政府工作报告》中提到“实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕”，基本延续了去年中央经济工作会议的基调。在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上，潘功胜行长表示“我们将根据国内外经济金融形势和金融市

场运行情况，择机降准降息。目前金融机构存款准备金率平均为 6.6%，还有下行空间，中央银行向商业银行提供的结构性货币政策工具资金利率也有下行空间”，从该表述来看降准仍有望落地，但全面降息落地时点将后置，更可能是结构性降息先行。发布会上还提到“对一些不合理的容易削减货币政策传导的市场行为，加强规范”，主要目的是为了提升资金传导效率、优化信贷投放结构、防范金融风险。

综合来看，地产销售持续改善、经济向好格局延续，货币宽松预期下修，资产荒矛盾缓解，权益市场赚钱效应偏强，都会导致债市调整延续。

吴照银

期货从业证号：F03139357

陈梦赞

从业证书：F3078145

投资咨询证号：Z0018178

电话：021-63123065

地址：上海市黄浦区西藏南路 1208 号 6、18、19 楼

期货投资咨询业务批准文号：证监许可[2011]1446 号

### 免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。期市有风险，投资需谨慎。