一、 市场回顾

上周债市整体走弱，前周 PMI 数据偏强，叠加美债收益率当周快速上行，收益率迎来回调。从环比来看，PMI 数据临近年末呈逐步改善趋势。由于 PMI 数据相对其他经济、金融数据的时点领先性，市场存在对此前悲观预期的小幅修正。

美债方面，美联储于当地时间 1 月 5 日公布了 12 月中旬召开的联邦公开市场委员会（FOMC）会议纪要。会议纪要包括了对缩表的充分讨论、美国经济和通胀趋势的再度确认、更快的缩表速度，这一系列都体现出的鹰派程度大幅提高。同时提及了 SRF 在缩表进程中的稳定资金利率的作用，进一步巩固缩表的可行性。

上周央行公开市场累计进行 400 亿元逆回购操作，当周共 7,000 亿元逆回购到期，累计净回笼 6,600 亿元。上周为年初首周，尽管央行逆回购大额净回笼，但资金面均衡偏松，主要期限资金价格较前周明显回落。和上上周五相比，DR001 加权下行 21BP 至 1.84%，DR007 加权下行 24BP 至 2.05%，DR014 加权下行 79BP 至 1.96%。

债市在经济悲观预期小幅修正、美债快速上行的共同影响下，利率整体小幅调整。全周来看，二年国开 210202 下行 2.5BP 至 2.4900%，三年国开 200203 上行 2BP 至 2.6400%，五年国开 210208 上行 4.25BP 至 2.8000%，七年国开 190205 上行 3.25BP 至 3.0725%，十年国开 210215 上行 1.35BP 至 3.0935%；五年国债 210011 上行 4BP 至 2.6125%，十年国债 210017 上行 4BP 至 2.8175%的水平。

总体来看，收益率曲线走陡。信用方面，由于上周资金面均衡偏松，息差保护助力信用债表现较好。不同大类行业下行幅度在 3 至 9BP，一年及一年以内下行幅度更大。从估值来看，半年以内和一年左右的 AAA 下行幅度较大，在 4BP 和 9BP；AA+整体下行幅度在 3-4BP；AA 整体下行幅度在 3-5BP。城投与上游能源行业产业债为收益率下行主要驱动力量，交通运输与建筑行业呈现持续小幅下行态势。受行业信用负面舆情影响，地产债收益率整体修复后有所上行。

二、 核心观点

本周有 5,000 亿 MLF 回笼，由于到期日为周六，实际回笼时间为 1 月 17 日。在跟踪市场情绪变化的同时，短期需关注资金面情况、一季度各类数据高频指标、以及美债表现和宏观政策变动。从目前的银行间资金面来看，各期限资金价格分布在合理区间，资金价格较上上周五有所下行。

其次需持续关注高频数据，前期关于地产信贷和财政后置问题的改善均发力于去年四季度。项目储备后的信贷投放存在年末时点效应下的制约，一月需要通过高频数据对开年信贷投放节奏偏缓进行确认。

此外，需关注美债表现，12月FOMC会议纪要提升了偏鹰态度，美债收益率已进入易上难下的局面。“更新货币政策正常化规则与计划-TAPER结束-加息-缩表”预期的强化或将进一步抬升美债利率，需关注美债上行从情绪上带来的短期冲击。

最后，应关注宏观政策变动，这是一季度债券市场的主要矛盾。未来经济继续走弱的概率很大，另一方面政策定调都显示未来有大量的稳增长政策出台，但高频数据显示地产销售仍处于低迷区间。基建政策面传导至基本面，本轮周期需要的时滞较长，在这个宏观政策尚未落到实处的空窗期，债券市场容易在实际情况和未来预期之间左右摇摆。随着宏观政策落到实处并转变为信贷、工业增加值等反映经济增长的数据，债券市场的牛熊分界点也宣告来临。

展望未来，我们认为“稳增长”是未来半年内宏观经济政策的主基调，当下大环境仍利多债市，需求收缩、疫情管控、联储缩表的三方面压力持续存在。未来三个月的时间周期内，结构性货币政策（广谱利率的下降）与结构性宽信用并存的局面有向全面宽松转向的可能，在此基础上利率仍存在下行空间。从一周的维度来看，债券市场整体仍旧维持窄幅震荡的走势。

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。