

一、 市场回顾

上周（2022年1月24日-2022年1月28日）债市收益率总体来看下行趋势暂缓，交易的重心为美联储议息会议。周一市场由于此前降息落地，情绪仍旧高涨；周二，开始担忧美联储加息缩表对国内债券市场的影响，也是国内债市走势全周的分水岭；周三晚间，美联储鹰派言论持续冲击市场；进入周五，市场才随着境外利空消化后，收益率有所修复。

全周表现为短端下、中长端持平。春节期间，全球来看，主要发达国家央行加速收紧或收紧的预期，美债经历了就业数据超预期，加息预期大幅波动等影响，收益率一度上行至高点1.9320%，创疫后新高；春节期间原油涨幅较大，全球股指由于提前交易收紧，预期近期止跌反弹。1月24日至30日，央行公开市场累计进行11,000亿元逆回购操作，当周共5,000亿元逆回购到期，累计净投放6,000亿元，充分对冲节前的资金需求，资金面当周均衡。1月30日DR001加权2.17%，DR007加权2.31%，分别较此前周五上行12BP和20BP；DR007的周内均值下移至2.1%下方。

全周来看，两年国开210202上行2BP至2.3500%，三年国开200203上行0.5BP至2.4500%，五年国开210208下行2.25BP至2.5800%，七年国开180210上行0.5BP至2.8550%，十年国开210215下行2.5BP至2.9825%；五年国债210011上行0.25BP至2.3875%，十年国债210017上行0.25BP至2.7000%，收益率变动幅度有限。

信用方面，息差保护助力信用债收益率跟随利率债下行，城投、煤钢债连续数周稳定下行。地产债持续受到行业销售增速低迷、美元债负面舆情的利空消息影响，交易所品种净价连续下跌。银行间品种短期限估值上行，春节期间，优质房企回购境外美元债消息或对优质房企成交价格有所修复。

二、 核心观点

上周市场的主线仍旧是美国公布的1月美联储议息会议纪要：周三FOMC表态，将于3月会议加息后开始缩表。鲍威尔表示不排除在每次公开市场委员会议上都加息，在不对劳动力市场造成伤害之前，提高利率的空间很大。

从活跃券表现来看，周二至周四利率回调的幅度在6.0-7.5BP。客观而言，中美货币政策在当下明确出现分化。美联储加息缩表对国内债市的影响是多方面的，但传导并非依赖理论路径。近年来中美利率走势背离的频率越来越高，而背离成立的本质是如何在联储收紧的大环境下完成货币-信用传

导的节奏问题。因此，在明确美债收益率拉升存在较强情绪冲击的基础上，中长期中国债市更多还是要回归国内局势。此前央行副行长刘国强表示，当前经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，政策要求三发力。孙国峰表示，要健全市场化利率形成和传导机制，完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系，疏通利率传导机制。近期也看到了逆回购与中期借贷便利利率的下调。当下的货币政策脉络仍旧在体现稳增长诉求、地产行业总供给总需求面临拐点、基建面临隐债把控的掣肘等客观局势。动态来看，一季度的房屋销售和土地市场兴衰决定了当前“货币-信贷”传导的速度与时滞。中期来看，随着逆周期举措的落地，地产销售、基建实物工作量转变为信贷、形成对宽信用进程的确认，届时债市的牛熊分界点将宣告来临。

三、展望未来

展望未来，鑫元基金认为“稳增长”是未来半年内宏观经济政策的主基调，大环境仍利多债市，债市回调空间有限。但需以动态视角对宽信用进程保持敏感，宽货币是铺垫，宽信用是目标——首先高频数据体现宽信用进程待考，基本面决定货币政策对宽信用进程的惯性伴随；其次 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，需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。