

资金面宽松，地产政策持续发力，信用利差收窄

一、 市场回顾

上周机构配置资金和交易盘围绕弱复苏、降息、强预期来回博弈，成交有所活跃，债市先涨后跌，短端信用债表现优于利率债。

周二，海外宏观，据 CME“美联储观察”：美联储 2 月加息 25bp 至 4.50%-4.75% 区间的概率为 69.2%；欧元区 12 月制造业 PMI 终值 47.8（符合预期）。国内宏观，12 月份中国制造业 PMI 为 47%，较上月下降 1 个百分点，连续 3 个月下降，为 2022 年以来的最低点，财新 PMI 录得 49.0，低于 11 月 0.4 个百分点，降至近三个月来最低，连续第五个月处于收缩区间。

债市方面，央行开展 500 亿 7 天期逆回购操作，5840 亿元逆回购到期，当日净回笼 5340 亿元，资金均衡偏松，元旦假期没有太多特别消息，央行四季度例会延续中央经济工作会议精神、强调总量支持，12 月 PMI 再创新低、不过基本属于预期之内，元旦各地跨年消费场景火热，但是数据显示旅游消费却不到 2019 年的一半、依旧偏弱，叠加上海开始检出 XBB 新病毒、市场担忧引发再次感染，债市情绪较好，开盘利率下行 1-2bp 左右，随后股市低开高走，风险偏好有所回升，国债期货走弱、止盈盘有所增加，尾盘国债期货突然大幅拉升，市场或博弈降息可能，情绪再度走强，利率下行 2bp 以上，尾盘 10 年国开发力，利率再下一城；全天来看，10 年期期货主力合约涨 0.13%，10 年国债活跃券 220025 下行 2.5bp 至 2.8175%，10 年国开活跃券 220220 下行 3.5bp 至 2.955%。

信用方面，交投情绪较好，卖盘较少，买盘积极，各期限短券大幅下行 10bp 左右，中长债大幅下行 5-10bp 为主。转债方面，中证转债指数收涨 0.49%，超 8 成转债收涨，信创、传媒、电子等板块个券涨幅居前。

周三，海外宏观，美国 12 月 Markit 制造业 PMI 终值为 46.2，创 2020 年 5 月以来新低；日本央行连续第四天进行了计划外的债券购买，试图重申其对超宽松货币政策的承诺。国内宏观，财政部部长刘昆指出，要适度加大财政政策扩张力度，

今年将适量扩大专项债券资金投向领域和用作资本金范围。

债市方面，央行开展 30 亿元 7 天期逆回购操作，3300 亿元逆回购到期，当日净回笼 3270 亿元，资金面延续宽松，隔夜财政部部长刘昆指出 2023 年要加大财政宏观调控力度，市场反应平淡，债市开盘震荡走平，央行持续加大公开市场回收力度，但资金面依旧宽松，利率震荡下行为主，午后股市跳水，国债期货拉升走强，直至收盘，长端利率亦跟随稳步下行；全天来看，10 年期主力合约涨 0.22%，10 年国债活跃券 220025 下行 0.75bp 至 2.815%，10 年国开活跃券 220220 下行 2.75bp 至 2.9375%。

信用方面，交投情绪延续活跃，卖盘惜售、买盘积极，各期限中高等级现券普遍下行 5-10bp。转债方面，中证转债指数收涨 0.39%，超 7 成转债收涨，通信、大数据、网络安全等板块个券涨幅居前。

周四，海外宏观，美联储会议纪要显示，与会者确认需要放慢加息步伐，但并没有流露出 2023 年要降息的想法，给转向的希望泼冷水，与会者还担心市场过于乐观，未来加息后利率达到的水平将比投资者预料的高；美国 12 月 ISM 制造业 PMI 为 48.4，创 2020 年 5 月以来新低，预期为 48.5；欧元区 12 月服务业 PMI 终值为 49.8，综合 PMI 终值为 49.3，均好于预期。

国内宏观，中国 12 月财新服务业 PMI 为 48，市场信心升至 2021 年 8 月以来最高；央行部署 2023 年重点工作，强调要大力提振市场信心，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，有效防范化解重大金融风险。

债市方面，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，3580 亿元逆回购到期，当日净回笼 3560 亿元，资金面延续宽松，但信用分层现象并未改善，隔夜央行部署 2023 年工作，强调大力提振市场信心，降低融资成本，无太多新增信息，债市开盘延续偏弱情绪，央行公开市场继续大额回笼，但资金面仍旧宽松，国债期货上午较强，带动中长端现券震荡下行为主，午后股市延续单边上行态势，市场风险偏好回升，压制债市表现，期货小幅跳水，长端上行 1.5bp 左右，中短端上行幅度则更大；全

天来看，10 年国债期货主力合约跌 0.07%，10 年国债活跃券 220025 上行 1.5bp 至 2.83%。

信用方面，交投情绪延续活跃，短券普遍下行 3-5bp，长券下行 3bp 左右。转债方面，中证转债指数收涨 0.84%，近 9 成转债收涨，新能源电池材料、儿童制药、汽车零部件等板块个券涨幅居前。

周五，海外宏观，美国 12 月 ADP 就业人数增 23.5 万人，远超预期的增 15 万人；美国上周初请失业金人数意外降至 20.4 万，好于预期的 22.5 万人；美国 2022 年 12 月 Markit 服务业 PMI 终值为 44.7，创 8 月以来新低、且连续 6 个月萎缩。

国内宏观，央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限；住建部部长倪虹表示对 2023 年房地产市场企稳回升很有信心，指出要大力支持购买第一套住房，首付比、首套利率该降的都要降下来，合理支持购买第二套住房，以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持，原则上不支持购买三套以上住房，不给投机炒房者重新入市留有空间。

债市方面，央行开展 20 亿 7 天期逆回购操作，3860 亿元逆回购到期，当日净回笼 3840 亿元，资金面整体宽松均衡，分层现象依旧，隔夜地产支持政策下，债市情绪不佳，长端开盘上行 2bp，之后买盘积极，几乎收复上行幅度，股市开盘延续良好势头，压制债市，长端略显坚挺，但中短端在担忧流动性边际收紧、一级存单提价、抛压盘相对集中等不利因素支配下快速上行，午后，股市跳水，国债期货底部获得支撑后有所反弹，现券情绪缓和；全天来看，10 年期主力合约跌 0.08%，10 年国债活跃券 220025 上行 0.25bp 至 2.8325%。

信用方面，交投情绪略显清淡，短券上行 5-10bp 为主，长券上行 3-5bp 为主。转债方面，中证转债指数收涨 0.37%，近 7 成转债收涨，新能源产业链、汽车及汽车零部件等板块个券涨幅居前。

全周来看，央行公开市场累计净回笼 16010 亿元，资金面整体宽松，下半周

边际略收紧，资金信用分层现象依旧。利率方面，较上周五，三年国开 220207 上行 7bp 至 2.58%，五年国开 220208 上行 1bp 至 2.76%，十年国开 220220 下行 3.5bp 至 2.955%；十年国债 220025 下行 0.25bp 至 2.8325%。

信用方面，资金面宽松、理财赎回压力阶段缓解，叠加配置资金积极，情绪延续回暖，收益率普遍下行，1、3、5 年 AAA 信用债分别下行 13bp、11bp、4bp 左右。转债方面，中证转债指数全周涨 2.11%，周内四连阳，有色金属及材料、新能源产业等板块个券涨幅居前。

二、核心观点

资金方面，上周内央行已悉数收回节前投放的跨年资金，但资金面整体维持宽松格局。本周即将迎来 1 月缴税高峰，央行大概率维持呵护态度，但资金面或将边际收紧、价格中枢上移，需持续关注央行公开市场操作及资金信用分层的现象。

国内经济方面，各地疫情已陆续达峰，并开始有序恢复正常的经济秩序，主要大中城市出行数据已有明显边际改善，春节假期即将来临，出行、消费、服务等有望持续恢复。

三、展望未来

展望后市，央行维稳债市流动性之意未改、理财赎回压力阶段缓解，市场已经围绕“弱现实”、超宽松的流动性环境展开较为充分的博弈。10 年期国债已逼近 2.8% 低位，后续超宽松格局、疫情高峰的冲击并不具备可持续性，需警惕资金利率中枢上移、疫情逐步缓解后的基本面加速修复、地产宽信用政策持续发力共振带来的债市调整压力。

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。