

宏观经济持续修复 权益市场重点寻找结构化复苏机会

——鑫元周观点（2023.02.20-2023.02.26）

一、核心观点

宏观方面，上周螺纹钢表观需求量环比回升且好于市场预期，南方八省电厂动力煤日耗显著超出去年同期水平，显示中下游生产加速恢复。30大中城市商品房成交面积同比回正，全国二手房挂牌价格指数连续五周回升，地产需求端出现积极信号。全国地铁客运量继续回升且超出去年同期近两成，城市活力重现。海外方面，美国1月PCE指数超预期，市场对于美联储加息预期有所升温。

权益市场方面，央行2022年四季度货币政策执行报告总体偏稳健，短期出台大规模经济刺激政策概率降低，估值进一步提升的困难加大，与宏观经济相关性较强的行业或将展开整理。当前市场尚未找到下一个高景气行业，原有的高景气行业也无法继续保持对其他行业的超额利润增速以及更好的中期发展格局。因此市场活跃资金青睐于事件驱动的主题性投资，但科技类主题性机会的短线博弈所带来的波动风险也将加大。我们仍将基于基本面和行业周期的分析，寻找半导体、医药和化工等领域的结构化复苏机会，关注其中细分行业的业绩拐点和自身具备阿尔法景气的个股。

固收市场方面，在目前的宏观经济形势下稳健的货币政策仍不存在转向的基础，宽货币的目标依然是宽信用。资金层面，央行后续将“引导市场利率围绕政策利率波动”。海外方面，美国经济强劲导致人民币汇率继续承压。利率债账户建议控制久期和杠杆，可适当关注超调后活跃券交易机会；信用账户可挖掘中短期限经济发达地区城投产业债；转债可适度积极，在景气成长板块挖掘偏均衡性标的。

二、宏观动态

（一）国内宏观

央行发布2022年第四季度中国货币政策执行报告。央行表示，随着疫情防控进入新的阶

段，消费环境、消费秩序逐步改善，市场预期和信心平稳，加之政策支持效果持续显现，2023年经济运行有望总体回升。下一阶段政策取向方面，央行表示要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。要保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。

央行、银保监会就《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》公开征求意见。《意见》围绕住房租赁供给侧结构性改革方向，以商业可持续为基本前提，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。

中共中央政治局会议于2月21日召开。会议指出，要全面贯彻落实党中央决策部署，坚持稳字当头、稳中求进，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。要着力扩大国内需求，加快建设现代化产业体系，切实落实“两个毫不动摇”，更大力度吸引和利用外资，有效防范化解重大经济金融风险，稳定粮食生产和推进乡村振兴，推动发展方式绿色转型，保障基本民生和发展社会事业，努力完成今年经济社会发展目标任务。要加强政府自身建设，大兴调查研究之风。

全国财政工作会议召开，指出2023年要加大财政资金统筹力度，适度扩大财政支出规模。重点把握5个方面：一是完善税费支持政策，着力纾解企业困难。二是加强财政资源统筹，保持必要支出强度。三是大力优化支出结构，不断提高支出效率。四是均衡区域间财力水平，促进基本公共服务均等化。五是严肃财经纪律，切实防范财政风险。

证监会启动不动产私募投资基金试点，支持不动产市场平稳健康发展。考虑到不动产私募投资基金的规模较大、期限较长等特点，投资者需要有更高的风险识别能力和风险承担能力，试点基金产品的投资者首轮实缴出资不低于1000万元人民币，且以机构投资者为主。有自然人投资者的，自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%，基金投资方式也将有一定限制。不动产私募投资基金首轮实缴募集资金规模不得低于3000万元人民币，在符合一定要求前提下可以扩募。鼓励境外投资者以QFLP方式投资不动产私募投资基金。

2月21日央行在香港成功发行250亿元人民币央票。1年期央票发行规模150亿元，中标利率2.75%；3个月期央票发行规模100亿元，中标利率2.4%。

（二）海外宏观

美国 1 月核心 PCE 物价指数超出市场预期。美国 1 月核心 PCE 物价指数同比升 4.7%，预期升 4.3%，前值自升 4.4%修正至升 4.6%；环比升 0.6%，创去年 8 月来最大增幅，预期升 0.4%，前值自升 0.3%修正至升 0.4%。美国 1 月个人支出环比升 1.8%，预期升 1.3%，前值自降 0.2%修正至降 0.1%。

柯林斯表示美联储或将在更长一段时期内维持利率不变。最近的美国数据肯定了今后进一步加息的理由；美联储仍对实现软着陆持乐观态度；预计利率将会达到足够高的水平。

日本央行行长候选人植田和男首次面向公众发表对于货币政策的观点。其表示，近期日本通胀上升的主要原因是原材料进口成本飙升，而不是强劲的国内需求，仍将维持超宽松货币政策。对于收益率曲线控制（YCC）政策，其表示不可否认该政策正产生各种副作用，央行在采取各种措施应对这项副作用。

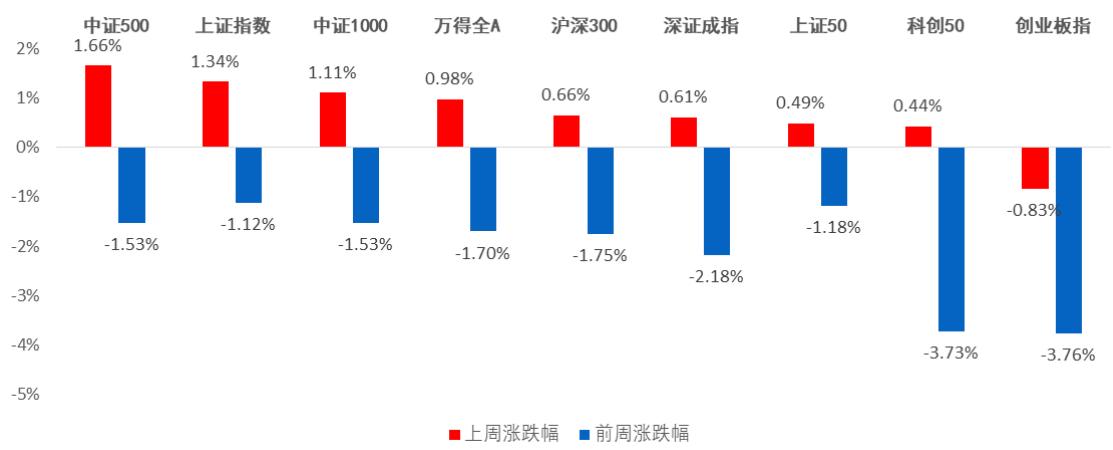
欧元区 1 月 CPI 终值同比升 8.6%，预期升 8.6%，初值升 8.5%，去年 12 月终值升 9.2%；核心 CPI 终值同比升 7.1%，初值升 7%，去年 12 月终值升 6.9%。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场风格走势



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数多数上涨，价值风格占优。截至 2 月 24 日（上周五），中证 500 涨幅达 1.66%，上证指数涨幅达 1.34%，深证成指涨幅达 1.11%，涨幅靠前。从行业板块看，上周**煤炭、钢铁、家电、轻工制造、综合金融**涨幅居前，**食品饮料、医药、传媒、消费者服务**跌幅居前。上周大盘/小盘风格指数为 0.17，持平前周，价值/成长风格指数为 0.56，较前周上升 0.04，价值风格占优。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2023/2/24	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
上证指数	13.2	↑ 0.17	25.6	↑ 4.04	45.6%	49.3%	41.7%
深证成指	26.4	↓ 0.05	53.9	↓ 0.30	50.8%	52.7%	26.1%
上证50	9.7	↑ 0.08	25.1	↑ 3.08	40.8%	31.4%	26.5%
沪深300	11.9	↑ 0.08	28.4	↑ 2.33	38.1%	28.3%	20.3%
中证500	24.4	↑ 0.44	20.3	↑ 1.23	26.5%	53.0%	55.1%
中证1000	30.9	↑ 0.39	18.6	↑ 1.88	18.6%	30.3%	27.3%
创业板指	38.2	↓ 2.54	14.9	↓ 8.00	10.1%	12.9%	1.1%
科创50	42.7	↓ 0.09	21.0	↓ 0.40	21.0%	21.0%	21.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2023/2/24	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	8.6	↑ 0.12	3.48%	↑ 0.71	3.5%	7.0%	11.6%
煤炭(中信)	6.8	↑ 0.36	2.66%	↑ 1.94	2.7%	5.0%	8.4%
有色金属(中信)	16.4	↑ 0.29	3.33%	↑ 0.56	3.3%	6.2%	10.3%
电力及公用事业(中信)	49.9	↑ 0.30	94.88%	↓ 0.07	94.9%	89.8%	82.9%
钢铁(中信)	26.2	↑ 1.28	68.79%	↑ 0.40	68.8%	99.8%	99.7%
基础化工(中信)	20.4	↑ 0.15	9.52%	↑ 0.42	9.5%	19.0%	17.9%
建筑(中信)	11.2	↑ 0.27	51.28%	↑ 4.11	51.3%	78.5%	91.6%
建材(中信)	16.1	↑ 0.48	38.28%	↑ 3.21	38.3%	72.1%	70.3%
轻工制造(中信)	36.4	↑ 1.37	54.68%	↑ 2.74	54.7%	99.9%	99.9%
机械(中信)	40.8	↑ 0.86	42.36%	↑ 2.48	42.4%	49.6%	60.4%
电力设备及新能源(中信)	32.4	↑ 0.24	7.44%	↑ 0.07	7.4%	14.9%	0.9%
国防军工(中信)	64.7	↑ 1.89	37.08%	↑ 5.14	37.1%	41.7%	34.8%
汽车(中信)	45.1	↑ 0.69	88.84%	↑ 0.78	88.8%	77.7%	62.8%
商贸零售(中信)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
消费者服务(中信)	N/A	N/A	#VALUE!	N/A	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
家电(中信)	16.8	↑ 0.54	36.24%	↑ 5.38	36.2%	28.2%	26.4%
纺织服装(中信)	30.7	↑ 0.62	50.00%	↑ 2.26	50.0%	61.5%	62.4%
医药(中信)	35.3	↓ 0.42	18.84%	↓ 2.52	18.8%	30.5%	23.1%
食品饮料(中信)	38.1	↓ 0.67	78.88%	↓ 1.64	78.9%	58.2%	32.3%
农林牧渔(中信)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
银行(中信)	4.5	↑ 0.03	2.68%	↑ 0.80	2.7%	4.5%	7.5%
非银行金融(中信)	16.5	↑ 0.37	36.56%	↑ 3.49	36.6%	53.0%	72.4%
房地产(中信)	N/A	N/A	#VALUE!	N/A	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
交通运输(中信)	23.0	↑ 0.11	54.84%	↑ 0.53	54.8%	60.8%	34.7%
电子(中信)	44.1	↑ 1.07	25.20%	↑ 2.47	25.2%	40.2%	34.7%
通信(中信)	19.4	↑ 0.50	7.76%	↑ 0.51	7.8%	15.5%	25.9%
计算机(中信)	80.4	↑ 0.38	56.40%	↑ 0.25	56.4%	34.5%	18.3%
传媒(中信)	57.4	↓ 0.39	73.12%	↓ 0.43	73.1%	61.5%	41.9%
综合(中信)	N/A	N/A	#VALUE!	N/A	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
综合金融(中信)	46.3	↑ 1.87	77.00%	↑ 5.01	77.0%	77.0%	75.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值上下不一，创业板指、科创 50、深证成指估值下降，中证 50、中证 1000、上证指数估值上升较多。当前各主要宽基指数估值水平大都在历史 30%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周仅**食品饮料、医药、传媒**行业估值提升。当前电力及公用事业、汽车、食品饮料、综合金融、传媒板块估值处于历史较高水平；煤炭、石油石化、有色金属、银行、通信板块估值处于历史较低水平。

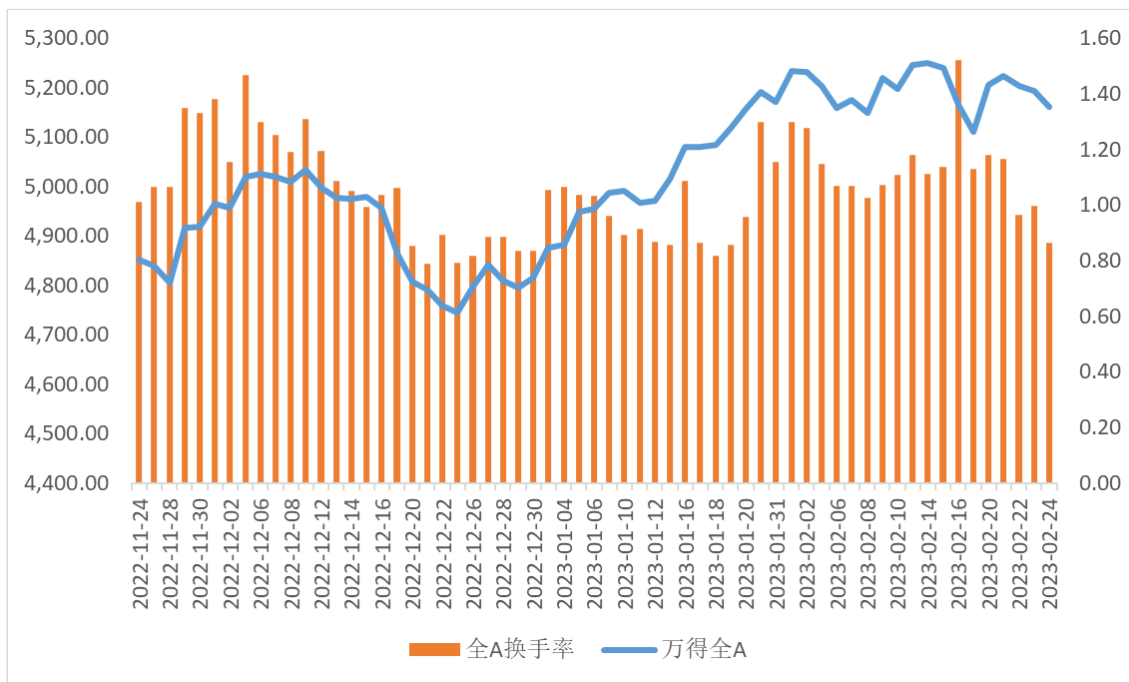
3、权益市场情绪

目前量化模型的信号为“中性”，市场在经历了去年 10 月底以来的快速上涨后，已转向震荡调整的阶段。从全 A 换手率的角度看，上周下跌缩量，缩量比率已达到 56%，说明左侧进场的安全边际开始增加。从行业拥挤度的角度，计算机行业拥挤度最高，且超过历史 95%分位数；结合 ChatGPT 指数放量破位，后市计算机与传媒等行业很可能出现震荡回调行情。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.51%，处于历史 78%的

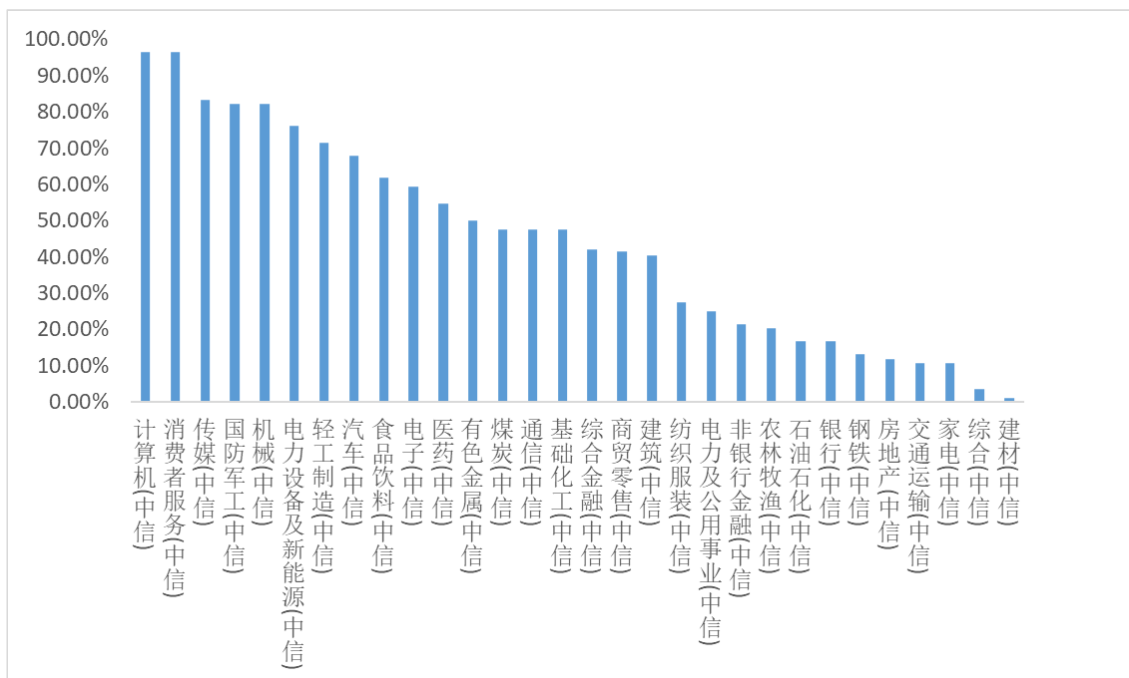
分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择，但是要注意市场短期回调的风险。

图：全市场换手率



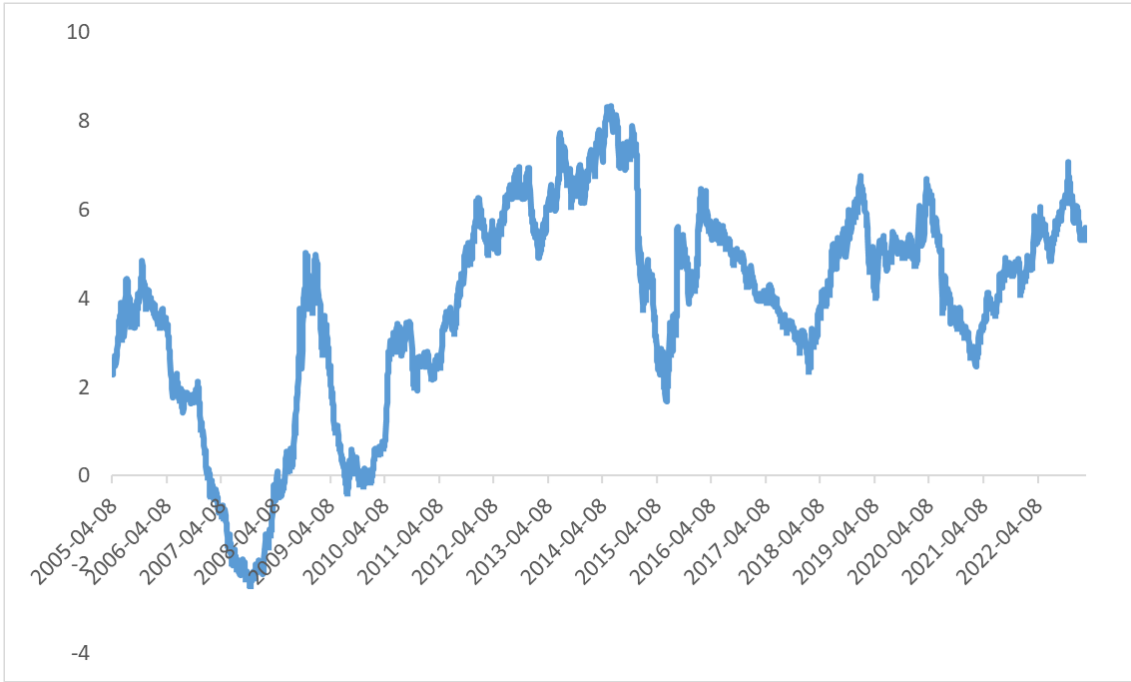
数据来源：Wind、鑫元基金

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

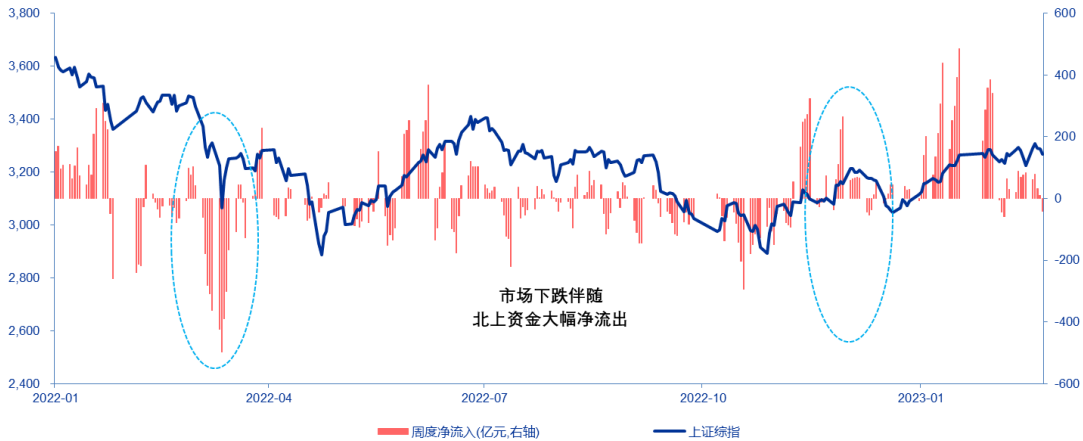


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

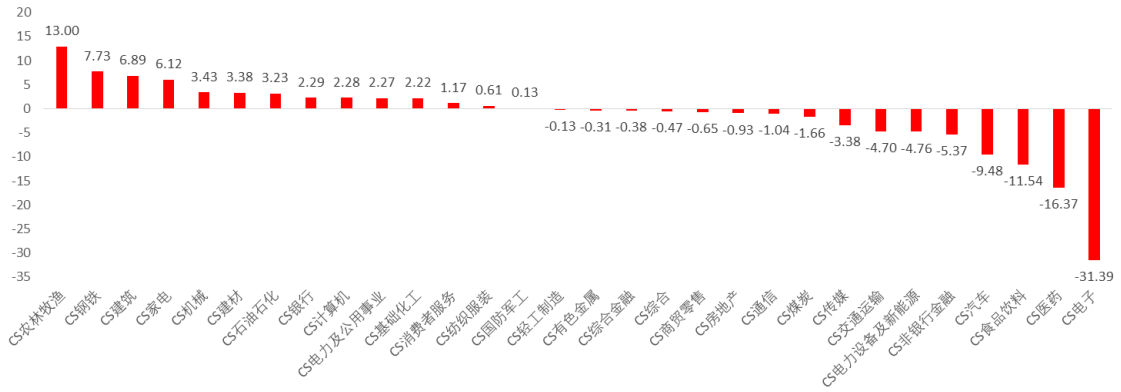
上周北向资金净流出 41.24 亿元，前周净流入 82.51 亿元，最近一周北向资金转为小幅净流出。上周增持金额排行靠前的行业是**农林牧渔**(↑13.00)、**钢铁**(↑7.33)、**建筑**(↑6.89)、**家电**(↑6.12)、**机械**(↑3.43)；减持金额排名靠前的行业是**电子**(↓31.39)、**医药**(↓16.37)、**食品饮料**(↓11.54)、**汽车**(↓9.48)、**非银行金融**(↓5.37)。

图：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

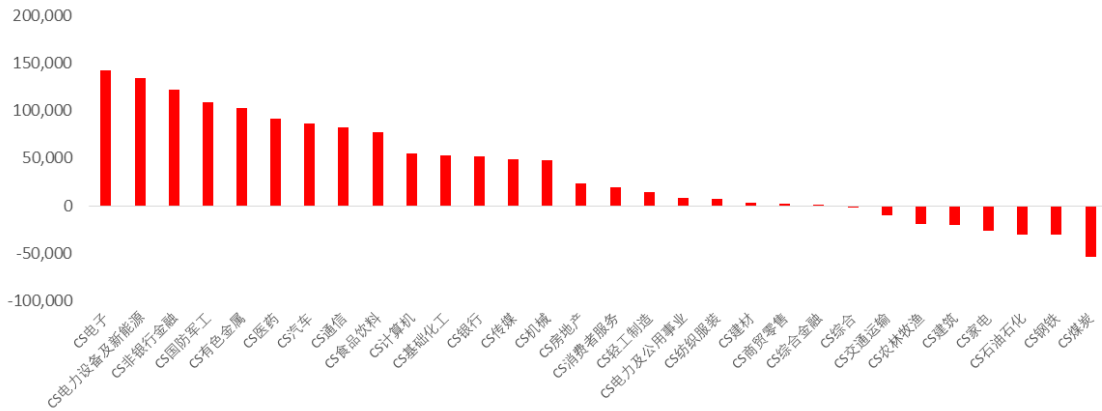
图：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

截至2月24日，两融资金占比为3.71%，2月17日（前周五）为8.00%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至2月24日，上周融资净买入最大的五个行业为电子、电力设备及新能源、非银行金融、国防军工、有色金属。

图：上周两融资金行业流向（万元）

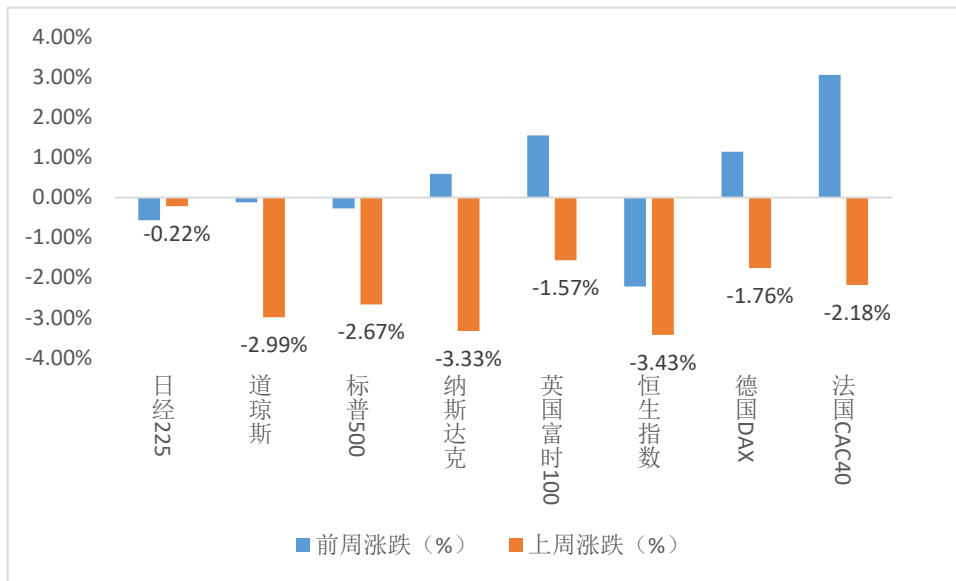


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍下跌。美国1月PCE物价指数超预期上行，市场对于美联储边际紧缩的担忧加剧，海外权益市场风险偏好下行。美国股市方面，道指下跌2.99%，标普500下跌2.67%，纳指下跌3.33%；欧洲股市方面，英国富时100下跌1.57%，德国DAX下跌1.76%，法国CAC40下跌2.18%；亚太股市方面，日经指数下跌0.22%，恒生指数下跌3.43%。

图：上周海外主要指数涨跌

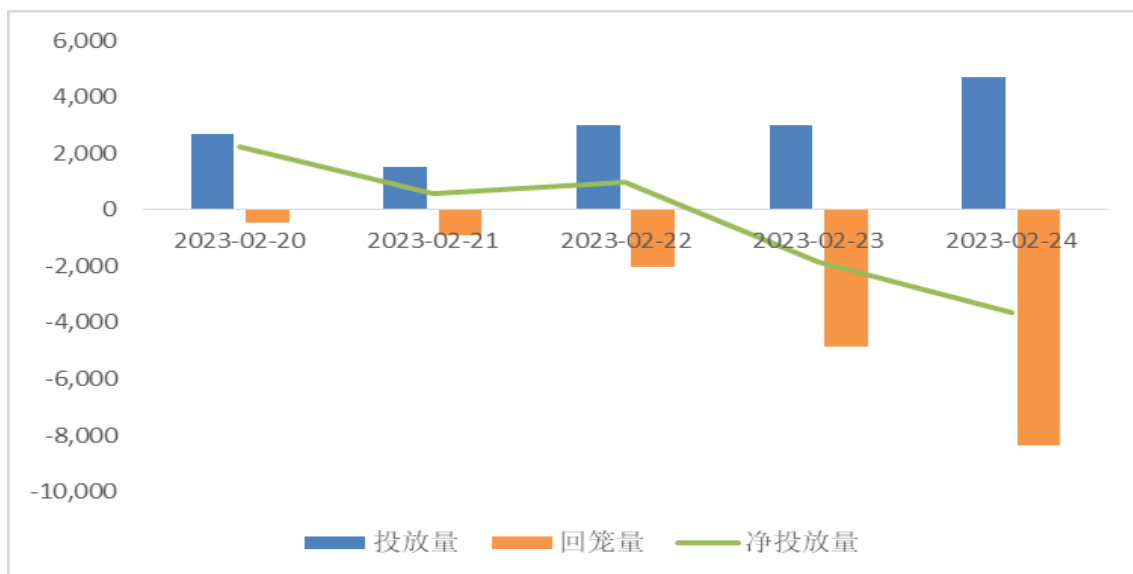


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 14900 亿元 7 天逆回购操作，到期 16620 亿元 7 天逆回购。另投放 1 个月的国库现金定存 500 亿元，总体实现资金净回笼 1220 亿元。虽然央行净投放由正转负，但总体资金面较前周有所转松。前半周总共投放 3800 亿元，后半周到期量较大，净回笼超 5000 亿元，可能受月末财政支出以及现金回流等因素的影响，整体资金面依旧较为均衡。

图：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

本周有 14900 亿元 7 天逆回购到期，规模依旧较大，而当前跨月进度不算太快，对本周跨月依旧保持谨慎态度。另外，央行在周五公布的《2022 年四季度货币政策执行报告》中重提“引导市场利率围绕政策利率波动”，未来 DR007 回归政策利率是大概率事件，央行操作也会随行就市，削峰填谷。

政府债发行：上周国债共发行 2110 亿，到期量 1437.9 亿元；地方政府债发行 2175.22 亿，到期量 98.9 亿元，净融资 2748.42 亿元，净缴款 1409.5 亿元。本周国债计划发行 300 亿元，地方政府债计划发行 1131.14 亿元，整体净缴款 646.08 亿元，较上周有所下降，压力有所减小。

图：2 月 27 日-3 月 3 日政府债发行缴款

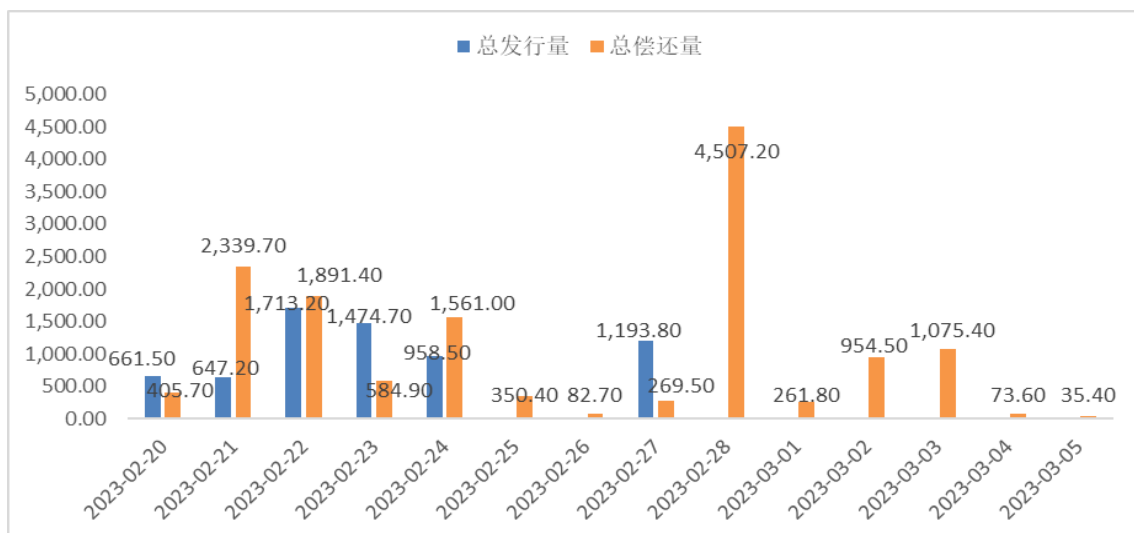
单位：亿元

	2 月 27 日		2 月 28 日		3 月 1 日		3 月 2 日		3 月 3 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	461.64	0	260.33	0	0	0	198.07	300	211.1
到期	1301.1	1.5	280	26.3	0	95.88	0	146.69	0	0
缴款	850	727.51	0	461.64	0	260.33	0	0	0	198.07
净缴款	274.91		155.34		164.45		-146.69		198.07	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：上周同业存单共发行 5455.1 亿元，到期量 7215.8 亿元，净融资转负为 -1760.7 亿元，发行规模和净融资额较前周都有所下降。从发行主体和发行期限来看，股份行和 3m 发行规模最高，分别占比 45%和 41%。本周同业存单到期量依旧较大，到期量为 7177.4 亿元，主要集中在 28 号。

图：同业存单到期与发行



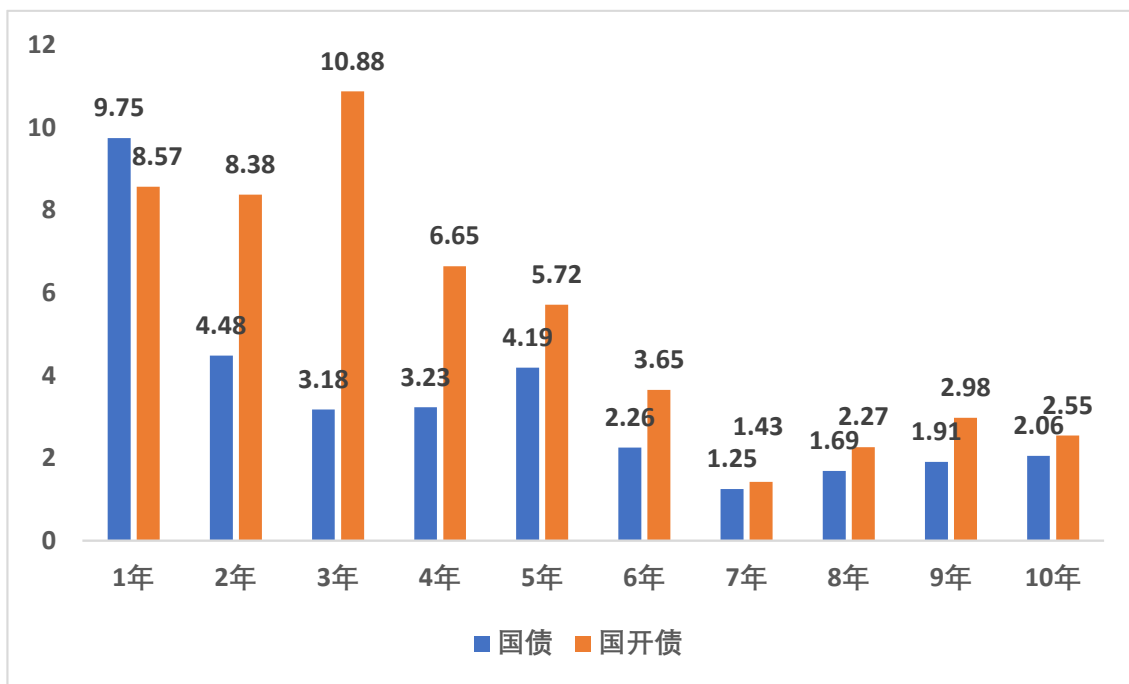
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：上周流动性整体较前周有所改善，隔夜资金利率逐步下行，周四周五重回 1.5% 附近，7 天跨月利率较为稳定。R001 加权平均利率从周一的 2.29% 下行至周五的 1.54%，R007 加权平均利率从 2.36% 上行至 2.56%。伴随着资金面转松，上周质押式回购成交量逐日回升，从 4.87 万亿上升至周五的 5.95 万亿，均值在 5.47 万亿。隔夜成交占比基本稳定在 85% 附近。全市场正回购余额同样稳步上升，由 8.74 万亿上升至 9.88 万亿。

票据利率：上周票据利率整体呈涨后回调走势，短端较前周略有下行，长端仍高于前周。周一至周三，主要大行出票，中小银行收票，但意愿相对温和，周四周五有部分股份行和中小机构陆续收票，带动利率小幅下行。截至周五，3m 票据利率相对前周下行 5bp 至 2.4%，6m 票据利率上行 3bp 至 2.38%，1y 票据利率上行 9bp 至 2.15%。

(三) 债券市场

图：上周利率债各期限收益率涨跌幅 (BP)



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表：中债国债期限利差 (2023 年 2 月 24 日)

	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差 (BP)	26.99	17.48	17.31	35.19
较前日 (BP)	-3.17	-0.79	-0.43	-2.52
较前周 (BP)	-6.57	1.01	-2.13	18.23
较前月 (BP)	-10.32	-1.61	-3.12	-57.53
年初以来 (BP)	-3.72	-6.58	-1.76	30.46

最小值 (BP)	-30.08	-5.18	-6.03	-792.01
最大值 (BP)	129.35	73.29	78.48	233.07
平均值 (BP)	29.47	17.42	24.15	43.49
最小值日期	2013/7/3	2011/9/13	2017/5/22	2013/6/20
最大值日期	2015/6/16	2010/11/11	2010/5/19	2010/1/13
分位数水平 (%)	47.98%	58.76%	35.62%	33.86%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2010 年至今

表：中债中短期票据信用利率差（2023 年 2 月 24 日）

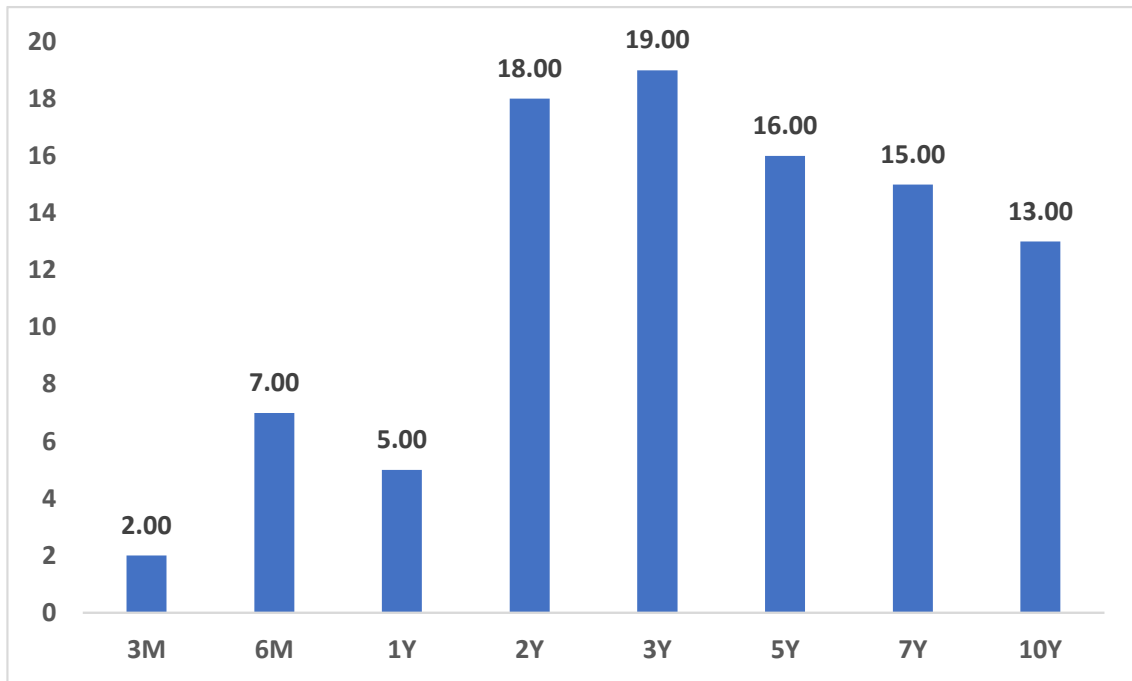
	AAA:1Y	AAA:2Y	AAA:3Y	AAA:4Y	AAA:5Y
信用利差 (BP)	35.95	33.57	36.05	37.11	46.6
较前日 (BP)	1.71	1.6	0.62	1.24	1.48
较前周 (BP)	4.63	4.49	-1.63	1.33	-1.92
较前月 (BP)	-5.67	-7.55	-10.18	-6.89	-17.92
年初以来 (BP)	-11.88	-18.65	-27.18	-16.72	-20.32
最小值 (BP)	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
最大值 (BP)	178.47	170.95	168.6	165.04	165.47
平均值 (BP)	58.38	49.39	52.98	56.98	59.01
最小值日期	2020/6/4	2022/8/10	2016/8/30	2017/2/3	2016/10/26
最大值日期	2011/10/17	2011/10/13	2011/10/11	2011/10/11	2011/10/11
分位数水平 (%)	12.54%	21.89%	21.41%	15.40%	36.65%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2010 年至今

上周利率债各期限收益率普遍上行，长端收益率上行幅度小于短端。上周受信贷投放高增、《商业银行资本管理办法》冲击存单配置需求等影响，存单利率上移。在此背景下，利率债各期限收益率普遍上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 9.75BP 至 2.2948，3 年期上行 3.18BP 至 2.5647，5 年期上行 4.19BP 至 2.7395，10 年期上行 2.55BP 至 2.9126。长端上行幅度小于短端。

高等级短久期信用利差有所走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 4.63BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 4.49BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.63BP。

图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率继续上行，长端收益率上行幅度小于短端。美联储公布 2 月议息会议纪要，提出将持续对抗通胀，而劳动力市场紧张或不利于通胀下行。美国 1 月核心 PCE 物价指数同比超预期上行，录得 4.7%，显示美国仍面临通胀压力。全周来看，美债各期限收益率普遍上行，长端上行幅度较大。

（四）外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。美国 1 月核心 PCE 价格指数和消费者支出等经济数据强于预期，支撑美元反弹，上周美元指数上涨 1.33%，在岸和离岸人民币汇率贬值，中间价贬值 0.41%，即期汇率贬值 0.91%，离岸人民币汇率贬值 1.54%。

表：上周美元及人民币汇率升贬值

	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
前周	103.8812	6.8659	6.8818	6.8743
上周	105.2618	6.8942	6.9442	6.9800
涨跌 (%)	1.33%	-0.41%	-0.91%	-1.54%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，上周螺纹钢表观需求量上升至 222 万吨，超出市场预期，沿海八省动力煤日耗量达到近五年同期最高值，高炉开工率、螺纹钢开工率、石油沥青开工率、沿海煤炭运价指数、汽车轮胎开工率环比上行，且同比大都高于去年同期水平。地铁客运量环比上升，同比高于超出去年同期近两成。30 大中城市商品房成交面积环比上升，同比已超出去年同期水平，二、三线城市地产销售回升明显，二手房挂牌价格指数环比连续五周回升。食品、能源、工业品等价格大都上涨，原油价格小幅下跌。总体来看，当前宏观经济回升态势良好。海外方面，美国个人消费支出依旧强劲，1 月 PCE 指数超预期，市场对于美联储边际收紧的预期有所升温，美元指数走强。

（二）权益市场展望和策略

上周海外宏观数据方面，最受关注的是美国 PCE 物价指数。核心 PCE 超预期上行，让海外投资者从修正衰退加深的预期开始转向修正紧缩放缓的预期。我们看到短端美债上行并已开始接近去年四季度的高点位置，预示着加息的延长；美股的下跌，反馈了业绩基本面的韧性在更长的加息周期下可能会出现下修。当然，目前的数据，仍不足以改变市场对于美联储将在年内停止加息的预期。在其他大类资产方向上，我们看到美元、黄金和铜价出现了类似反馈的走势。

国内来看，央行的 2022 年四季度货币政策执行报告总体偏向稳健，也许预示着短期出台大规模经济刺激政策的概率有所降低。因此，基于政策大幅刺激的预期或将回归更为理性的区间，更为宽松的流动性或将难以出现，资产估值进一步提升的困难加大。宏观经济相关性较大的行业或将展开整理，市场指数预计继续震荡整理的走势。

市场表现反馈为快速的行业轮动，其背后的原因是市场还没有找到下一个高景气行业，或者说未能就下一个高景气行业形成新的一致预期。原来的高景气行业也无法继续保持对其他行业的超额利润增速，以及未来更好的中期发展格局。因此，市场活跃资金青睐于做事件驱动的主题性投资，但也要看到科技类主题性机会的短线博弈所带来的波动风险将会加大。我们仍将基于基本面和行业周期的分析，寻找半导体、医药和化工等领域的结构化复苏机会，关注其中细分行业的业绩拐点和自身具备阿尔法景气的个股。

（三）债券市场展望和策略

政策层面，央行发布四季度货币政策执行报告，提出“要搞好跨周期调节”，“保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本

匹配”，显示在目前的宏观经济形势下，货币政策仍然是稳健宽松的基调，不存在转向的基础；在流动性合理充裕的同时也要满足信贷的有效需求，宽货币的目标依然是宽信用。

资金层面，上周市场资金面紧张逐步消退，价格从高位回落同时公开市场转为净回笼，央行在报告中也重提“引导市场利率围绕政策利率波动”，资金利率中枢水平料将基本稳定。海外方面，美国就业和物价数据仍然强劲，美国债收益率继续上行而人民币汇率承压。

鑫元基金认为，10年国债大概率维持2.90%-3.0%水平波动，但后市上行风险仍然较大，利率债账户建议控制久期和杠杆，可适当关注超调后活跃券交易机会。信用方面，在负债稳定和当前资金成本确定的情况下，可挖掘中短期经济发达地区城投产业债。转债方面，建议仍可适度积极，在景气成长板块的自主可控、新能源、军工、医疗等方向挖掘偏均衡性标的。

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。