权益市场震荡寻突破，债券市场短期波动与长期向好并存

——鑫元周观点（2025.1.13-2025.1.19）

**一、核心观点**

**宏观方面，**央行公布2024年12月份金融数据，显示12月份M1增速为-1.4%，降幅连续两个月收窄；M2同比增长7.3%，12月份M2与M1的剪刀差进一步收窄。12月末，本外币存款余额同比增长6.4%。2024年人民币住户存款增加14.26万亿元，贷款结构出现积极变化。随着2025年满足企业和居民资金需求的相关政策持续发力，2025年主要金融数据有望出现转暖。

同时公布全年经济发展数据。2024年经济总量迈上130万亿台阶，同比增长4.2%；按照不变价计算，GDP同比增长5.0%，圆满完成5%左右的全年经济增长目标。产业结构上看，2024年服务业对经济的支撑作用更加明显，第三产业占GDP比重由2023年的56.3%提升至56.7%。进出口成为2024年中国经济的一大亮点，全年货物进出口总额达到43.8万亿元，创下了历史新高。具体品类方面，机电产品成为对我国出口增速贡献最大的品类。随着中央经济工作会议在部署2025年经济工作时提出要实施更加积极有为的宏观政策，政策扶持力度有望进一步加大，推动经济继续向好发展。

海外方面，美国公布2024年12月份CPI数据，同比2.9%，环比0.4%，读数基本符合市场预期。具体分项来看，能源项大幅带动下12月CPI环比继续走强，但核心通胀略低于预期，这可能被视为支持美联储继续降息的信号。但是随着1月20日特朗普的正式上任，其一系列政策对于美国国内通胀的影响仍需观察。

**权益市场方面**，之前曾预测万得全A成交金额的缩量过程接近尾声，1月13日成交金额降至9762亿元后，市场随即展开反弹，上周后四天万得全A指数、创业板、中证1000、中证2000和北证50分别上涨3.67%、4.28%、5.07%、5.72%和12.27%。目前量能水平在9700至12000亿元之间震荡，市场向上突破需量能恢复至15000亿元，缩量至9500亿元以下则可能进入整体减量状态，但春节前这两种情况发生的概率都相对有限，市场大概率维持在狭小区间内震荡。

在税期未结束及春节前流动性紧张的背景下，债券收益率持续反复纠结。不过，权益市场分母中期宽松逻辑不变，债市短期趋紧对市场的影响正在减弱。海外方面，美国服务型通胀低于预期，时薪下行，工资通胀螺旋难以形成，经济服务型通胀可控，就业韧性较强，存在结构性商品通胀，软着陆概率较大。这意味着未来既不会出现因非农数据引发的不降息预期，也不会因当前通胀水平导致美国经济衰退而出现大幅降息预期。美元进入中性震荡平台，美股修复之前不降息预期带来的悲观情绪，大宗商品也陆续完成之前因强美元逻辑导致的下跌修复，短期美元波动将取决于特朗普上任后的政策情况。

**固收市场方面**，过去一周资金面偏紧但后半周在央行呵护下有所转松，12月经济数据以及GDP整体好于预期，但债市对经济数据反应平淡，股市后半周震荡走强，债券收益率在多重利空因素制约下先下后上窄幅震荡，市场传出地方金管局对个别机构的监管谈话通知书，交易商协会通报“2024年对47家机构和41位责任人作出自律处分”，引发利率波动上行，10年-1年期限利差有所走阔，10年和30年国债收益率距离前期低点仅一步之遥，相比于具体点位，更重要的是强势行情背后反映出的可能仍然被远远低估的机构欠配压力，化债推动的城投债净融资收缩、银行信贷投放乏力、非标资产持续到期、同业存款利率自律等因素使得银行、保险、理财子、年金机构的配置压力可能还在持续加大，即便有短期经济数据的好转、监管指导、流动性冲击可能都很难扭转供需严重失衡的局面，此外经历过前面几轮收益率大幅反弹过程的学习效应，机构也都很清楚央行不希望看到也承担不起因为防范风险而产生新的风险，多重因素共振导致了目前每调买机的局面。

**二、宏观动态**

1. **国内宏观**

**中国2024年金融数据重磅出炉。**据央行统计，2024年12月末，M2同比增长7.3%，M1同比下降1.4%。2024年全年，人民币贷款增加18.09万亿元；社会融资规模增量累计为32.26万亿元，比上年少3.32万亿元。2024年末社会融资规模存量为408.34万亿元，同比增长8%。

**中国经济2024“成绩单”出炉。**国家统计局发布数据显示，初步核算，2024年我国GDP为134.91万亿元，同比增长5%；其中，第四季度同比增长5.4%。2024年，全国规模以上工业增加值比上年增长5.8%，服务业增加值增长5%，社会消费品零售总额增长3.5%，固定资产投资增长3.2%。全国城镇调查失业率比上年下降0.1个百分点，居民人均可支配收入实际增长5.1%。

**国务院常务会议研究促进就业有关政策措施。**会议强调要聚焦先进制造、服务消费、民生保障等重点领域，推进实施岗位开发计划。研究扩大一次性扩岗补助对象范围。会议研究高等教育综合改革试点工作，要把优化学科专业设置作为改革重点。

**国务院正式公布《关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》，自2月15日起施行。**《规定》明确中介机构的执业规范和收费原则，禁止以股票公开发行上市结果作为收费条件，不得按照发行规模递增收费比例，且地方政府也不得以上市结果为条件给予奖励。司法部、财政部、证监会负责人表示，《规定》进一步加强对中介机构收费等相关行为的监管，防止中介机构与发行人不当利益捆绑，促进资本市场健康稳定发展。

**商务部持续落实落细手机等购新补贴和家电以旧换新工作。**商务部等部门发布两份文件，部署实施数码产品购新补贴，以及做好2025年家电以旧换新工作，明确具体补贴品类和标准。其中，购买手机、平板、智能手表（手环）产品每件最高补500元，购买冰箱、洗衣机、电视、空调等12类家电产品每件最高补2000元。

**《求是》杂志发表国家主席习近平重要文章《进一步全面深化改革中的几个重大理论和实践问题》。**文章指出，要突出经济体制改革这个重点，坚持社会主义市场经济的改革方向，坚持和落实“两个毫不动摇”，坚决破除影响和制约高质量发展的体制机制弊端，坚决打通影响和制约全面创新的卡点堵点。

**央行回应货币政策热点问题。**央行有关负责人回应市场关切热点表示，为实现推动社会综合融资成本下降的目标，将综合施策拓展利率政策空间。暂停在二级市场买入国债操作，能够避免影响投资者的配置需要、加剧供需矛盾和市场波动。保持人民币汇率基本稳定的目标不会改变，将继续为境内外主体持有使用人民币营造良好环境。进一步完善两项支持资本市场工具设计，提升便利性。修订后的M1数据与经济增长指标的相关性增强，稳定性也有所改善。

**全国商务工作会议在京召开：2025年将做好八大重点工作。**其中包括推进提振消费专项行动，加力扩围实施消费品以旧换新。创新多元化消费场景，扩大服务消费，发展数字消费，加快构建高标准市场体系，完善现代商贸流通体系；全力以赴稳外贸，推动贸易高质量发展；有序扩大自主开放和单边开放，持续打造“投资中国”品牌，发挥国家级经开区引资载体效应，强化外资企业服务保障；推动产业链供应链国际合作，提升对外投资合作质量水平。

1. **海外宏观**

**美国核心CPI意外降温，推升美联储降息预期。**美国去年12月未季调CPI同比上升2.9%，为连续第三个月反弹，创2024年7月以来新高，符合市场预期。但核心CPI同比回落至3.2%，为2024年8月以来新低，市场预期为持平于3.3%。数据公布后，交易员预期美联储将在7月底前降息，之前预计为9月。

**美国上周初请失业金人数超过市场预期，但仍处于与健康的劳动力市场相符的水平。**美国劳工部周四公布，截至1月11日当周初请失业金人数21.7万人，预期21万人，前值由20.1万人修正为20.3万人。

**美联储“褐皮书”预计美国2025年物价仍将上涨。**美联储经济状况褐皮书显示，2024年11月下旬至12月期间，全美12个联邦储备区的经济活动出现略微上升；消费者开支温和增长。对2025年的经济前景持乐观态度的受访者数量多于持悲观态度的受访者，尽管多个地区的受访者表达了对移民和关税政策变化可能对经济产生负面影响的担忧。

**三、市场回顾**

**（一）权益市场**

**1、权益市场走势**

图1：上周A股宽基指数涨跌幅

数据来源：Wind、鑫元基金

**上周A股各宽基指数悉数上涨。**截至1月17日，中证1000上涨5.35%，创业板指上涨4.66%，中证500上涨4.06%，涨幅居前。从行业板块看，上周**社会服务、传媒、计算机**领涨。

**2、权益市场估值**

图2：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2025/1/17** | **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 | 14.1 | ↑ 0.28 | 36.4 | ↑ 4.62 | 62.7% | 76.9% | 72.1% |
| 深证成指 | 24.2 | ↑ 0.83 | 49.3 | ↑ 6.64 | 43.1% | 43.9% | 31.9% |
| 上证50 | 10.7 | ↑ 0.05 | 47.5 | ↑ 1.93 | 71.0% | 71.9% | 62.3% |
| 沪深300 | 12.4 | ↑ 0.18 | 41.9 | ↑ 4.56 | 56.8% | 61.9% | 56.5% |
| 中证500 | 26.9 | ↑ 0.97 | 37.3 | ↑ 5.62 | 48.9% | 83.6% | 78.9% |
| 中证1000 | 35.8 | ↑ 1.75 | 33.7 | ↑ 5.47 | 33.7% | 48.9% | 48.1% |
| 创业板指 | 32.1 | ↑ 1.37 | 12.5 | ↑ 2.17 | 14.3% | 24.8% | 27.3% |
| 科创50 | 83.9 | ↑ 2.10 | 93.7 | ↑ 3.06 | 93.7% | 93.7% | 93.5% |

数据来源：Wind、鑫元基金

图3：上周A股市场申万一级行业PE（TTM）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2025/1/17** | **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** |
| 农林牧渔(申万) | 21.9 | ↑ 0.80 | 10.56% | ↑ 0.61 | 10.6% | 18.3% | 25.9% |
| 基础化工(申万) | 23.1 | ↑ 1.08 | 42.31% | ↑ 3.96 | 42.3% | 73.3% | 65.2% |
| 钢铁(申万) | 25.8 | ↑ 0.84 | 66.86% | ↑ 1.28 | 66.9% | 98.0% | 97.2% |
| 有色金属(申万) | 19.6 | ↑ 0.89 | 16.52% | ↑ 2.32 | 16.5% | 28.6% | 40.4% |
| 电子(申万) | 54.5 | ↑ 2.14 | 74.30% | ↑ 5.28 | 74.3% | 93.7% | 91.5% |
| 家用电器(申万) | 15.2 | 0.00 | 45.78% | ↑ 0.08 | 45.8% | 51.3% | 56.4% |
| 食品饮料(申万) | 19.9 | ↑ 0.41 | 14.03% | ↑ 0.92 | 14.0% | 4.2% | 6.0% |
| 纺织服饰(申万) | 19.5 | ↑ 0.60 | 8.67% | ↑ 3.97 | 8.7% | 13.7% | 15.9% |
| 轻工制造(申万) | 24.0 | ↑ 0.74 | 28.15% | ↑ 3.43 | 28.2% | 48.8% | 33.7% |
| 医药生物(申万) | 29.6 | ↑ 0.75 | 24.04% | ↑ 1.85 | 24.0% | 41.7% | 48.7% |
| 公用事业(申万) | 16.5 | ↑ 0.22 | 8.48% | ↑ 0.54 | 8.5% | 1.2% | 1.7% |
| 交通运输(申万) | 16.5 | ↑ 0.45 | 43.94% | ↑ 2.85 | 43.9% | 55.0% | 67.5% |
| 房地产(申万) | 35.4 | ↑ 1.36 | 97.71% | ↑ 0.11 | 97.7% | 96.0% | 94.4% |
| 商贸零售(申万) | 34.0 | ↑ 1.48 | 70.46% | ↑ 4.99 | 70.5% | 85.3% | 79.2% |
| 社会服务(申万) | 22.8 | ↑ 1.42 | 2.85% | ↑ 1.91 | 2.8% | 4.9% | 7.0% |
| 综合(申万) | 59.5 | ↑ 1.54 | 76.52% | ↑ 1.15 | 76.5% | 91.3% | 87.8% |
| 建筑材料(申万) | 24.4 | ↑ 0.85 | 70.61% | ↑ 1.44 | 70.6% | 97.2% | 96.3% |
| 建筑装饰(申万) | 9.3 | ↑ 0.29 | 21.48% | ↑ 6.90 | 21.5% | 35.9% | 46.6% |
| 电力设备(申万) | 30.2 | ↑ 1.07 | 24.63% | ↑ 2.53 | 24.6% | 42.7% | 41.0% |
| 国防军工(申万) | 64.8 | ↑ 1.79 | 49.41% | ↑ 4.65 | 49.4% | 72.6% | 74.2% |
| 计算机(申万) | 64.4 | ↑ 3.76 | 74.05% | ↑ 7.91 | 74.1% | 74.7% | 66.8% |
| 传媒(申万) | 36.9 | ↑ 2.13 | 42.53% | ↑ 8.76 | 42.5% | 67.8% | 63.1% |
| 通信(申万) | 32.3 | ↑ 1.84 | 21.22% | ↑ 5.70 | 21.2% | 34.5% | 47.8% |
| 银行(申万) | 5.9 | ↑ 0.08 | 36.40% | ↑ 1.38 | 36.4% | 41.1% | 57.7% |
| 非银金融(申万) | 15.7 | ↑ 0.51 | 42.38% | ↑ 8.68 | 42.4% | 56.7% | 66.2% |
| 汽车(申万) | 25.5 | ↑ 1.12 | 66.45% | ↑ 4.98 | 66.4% | 49.2% | 28.3% |
| 机械设备(申万) | 30.9 | ↑ 1.57 | 56.18% | ↑ 10.08 | 56.2% | 78.1% | 79.0% |
| 煤炭(申万) | 11.6 | ↑ 0.18 | 56.90% | ↑ 1.22 | 56.9% | 89.3% | 89.6% |
| 石油石化(申万) | 16.2 | ↑ 0.52 | 42.15% | ↑ 4.43 | 42.1% | 70.8% | 77.1% |
| 环保(申万) | 19.7 | ↑ 0.23 | 12.40% | ↑ 1.23 | 12.4% | 21.5% | 28.2% |
| 美容护理(申万) | 32.3 | ↑ 1.33 | 31.70% | ↑ 5.95 | 31.7% | 29.0% | 19.2% |

数据来源：Wind、鑫元基金

**上周各宽基指数估值悉数上行，各行业估值多数上行**。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史50%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**计算机**估值上行最多。当前**房地产、综合、电子、计算机、建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、公用事业、纺织服饰、农林牧渔、环保**板块估值处于历史较低水平。

**3、权益市场资金**

**1月16日，两融资金占比为9.27%，1月10日为8.31%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。**截至1月17日，上周融资净买入的前三行业为**电子、计算机、机械设备**。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）

数据来源：Wind、鑫元基金

**4、海外权益市场**

**上周海外股市分化**。美国股市方面，道指上涨3.69%，标普500上涨2.91%，纳指上涨2.45%；欧洲股市方面，德国DAX上涨3.41%，英国富时100上涨3.11%，法国CAC40上涨3.75%；亚太股市方面，日经225指数下跌1.89%，恒生指数上涨2.73%。

图5：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：**上周央行共开展14848亿元7天期逆回购操作和1200亿元国库现金定存，因有309亿元7天期逆回购到期和9950亿元MLF到期，实现净投放5789亿元。

图6：上周公开市场操作情况

**政府债发行：**本周国债计划发行3550亿，地方政府债计划发行4455.5亿，整体净缴款1293.9元。

表1：1月20日-1月26日政府债发行缴款

单位：亿元

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 1月20日 | | 1月21日 | | 1月22日 | | 1月23日 | | 1月24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 | 2230.7 | 0 | 1536.4 | 1260 | 318.2 | 0 | 370.2 | 2290 | 0 |
| 到期 | 0 | 440 | 0 | 10 | 200 | 10 | 600 | 0 | 0 | 0 |
| 缴款 | 0 | 0 | 0 | 2230.7 | 0 | 1536.4 | 1260 | 318.2 | 0 | 370.2 |
| 净缴款 | -440.3 | | 2220.7 | | -1326 | | 978.2 | | 370.2 | |

**同业存单发行：**本周到期6245亿元，高于前一周的3939亿元，其后两周分别为80亿元、3025亿元，整体到期压力不大。

图7：同业存单到期与发行

**回购市场：**资金价格高过跨年，DR001、R001加权利率最高达到1.97%、3.94%，日内一度超过10%，上周均值环比较前一周大幅上行34bp、117bp；DR007、R007加权利率最高达到2.34%、4.12%，上周均值环比上行57bp、127bp，除DR001外，其他品种资金价格均触及2024年以来最高。

**票据利率：**上周缴税缴准、MLF到期、稳汇率等因素共振下，资金成本日益趋紧，买盘收票意愿难以大幅释放，中小行和非银配置力度有所减轻，长期收口相对居多，短期票收口不足。票源供给虽有所提振，但转贴卖盘力量整体持稳，出口偏向压价。供需相互博弈，票据利率呈短期震荡上行，长期票跌后回调再下行的走势，整体波幅不大。

**（三）债券市场**

图8：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2：中债国债期限利差（2025年）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **项目** | **3-1** | **5-3** | **10-5** | **10-R007** |
| **期限利差** | **1.89** | **15.01** | **22.86** | **-147.38** |
| 环比 | -4.27 | -2.64 | 2.90 | -131.79 |
| 年初以来 | -19.09 | 3.94 | 7.34 | -177.78 |
| 2016年以来最大值 | 57.29 | 49.88 | 74.94 | 145.68 |
| 2016年以来最小值 | -8.62 | -3.15 | -6.03 | -305.09 |
| 2016年以来平均值 | 26.72 | 15.72 | 18.66 | 50.52 |
| 2016年以来分位数 | 1.81% | 45.85% | 77.58% | 0.53% |

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为2016年至今

表3：中债中短期票据信用利差（2025年1月19日）

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **项目** | **AAA：1Y** | **AAA：2Y** | **AAA：3Y** | **AAA：4Y** | **AAA：5Y** |
| **信用利差** | **33.08** | **31.19** | **33.36** | **37.2** | **39.77** |
| 环比 | 4.19 | 9.20 | 6.98 | 3.78 | 2.64 |
| 年初以来 | 0.74 | -4.04 | -3.9 | 3.56 | -5.35 |
| 2016年以来最大值 | 98.01 | 78.03 | 77.29 | 76.64 | 93.82 |
| 2016年以来最小值 | 13.98 | 5.79 | 11.66 | 12.58 | 12.62 |
| 2016年以来平均值 | 45.55 | 36.35 | 38.80 | 42.81 | 44.08 |
| 2016年以来分位数 | 23.92% | 35.97% | 31.95% | 32.88% | 32.48% |

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为2016至今

**上周中债国债收益率和中债国开收益率分化。**其中，中债国债1年期收益率上行6.56BP至1.2617，3年期上行2.29BP至1.2806，5年期下行0.35BP至1.4307，10年期上行2.55BP至1.6593。

**长期限高等级票据信用利差走阔。**中债1年期AAA级中短期票据信用利差走阔4.19BP，中债2年期AAA级中短期票据信用利差走阔9.20BP；中债3年期AAA级中短期票据信用利差走阔6.98BP。

图9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

数据来源：Wind、鑫元基金

**上周美债收益率分化。**上周10年期美债收益率下行16BP，10年期国债收益率上行2.55BP，中美利差倒挂程度减少。全周来看，1年期美债收益率下行4BP，3年期美债收益率下行13BP，10年期美债收益率下行16BP。

图10：10年期和2年期美债收益率走势

数据来源：Wind、鑫元基金

1. **外汇市场**

**上周美元指数下行，离岸人民币汇率小幅升值。**上周美元指数下行0.25%，中间价基本持平，即期汇率上行0.06%，离岸人民币汇率升值0.31%。

表4：上周美元及人民币汇率升贬值

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **项目** | **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** |
| 选定日期 | 109.3792 | 7.1889 | 7.3284 | 7.3410 |
| 对照日期 | 109.6567 | 7.1891 | 7.3326 | 7.3635 |
| 涨跌 | -0.25% | 0.00% | 0.06% | 0.31% |

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**

2025年中国经济的主要挑战在于较大幅度的关税落地、以及海外需求回落的风险。居民消费将成为稳增长的重要抓手。除却加力扩围以旧换新政策，必要时还可通过财政补贴发挥服务消费潜力，通过社会保障体系的调整优化增加居民可支配收入、提升消费倾向。同时，货币政策需提供适度宽松的流动性环境，财政政策的资金支持尤为关键，但决策谨慎。从1月20日特朗普就任美国总统，到两会召开之前，外部环境逐渐明朗，将为财政政策的部署提供更多参考。

**（二）权益市场展望和策略**

权益市场目前呈现出较为复杂的态势，既有积极因素，也面临一定的不确定性。

从市场量能来看，近期万得全 A 的量能在 9700 至 12000 亿元之间震荡。此前曾出现成交金额降至 9762 亿元后反弹的情况，但若要实现向上突破，则需量能恢复到 15000 亿元水平；若缩量到 9500 亿元以下，市场可能会正式进入整体减量状态。在春节前，这两种极端情况发生的概率相对有限，市场大概率会在相对狭小的区间内继续震荡。

流动性方面，由于税期尚未结束且春节前存在季节性紧张，债券收益率持续反复纠结。不过，对于权益市场，分母中期宽松逻辑未变，且随着债市对分母短期趋紧的反馈影响逐渐减弱，其对权益市场的进一步影响也在趋缓。

海外经济形势上，美国经济表现出服务型通胀可控、就业韧性强以及一定的结构性商品通胀等特征，软着陆概率较大。这使得未来美元进入中性震荡平台，既不会因非农数据引发不降息预期，也不会因经济衰退产生大幅降息预期。在此背景下，美股适当修复之前不降息预期带来的分母紧缩悲观情绪，大宗商品也陆续完成之前强美元逻辑导致下跌的修复，其短期波动将取决于特朗普上任后的政策情况。

综合而言，投资者在当前权益市场应保持谨慎乐观。在市场震荡期间，可关注具有稳定业绩和较强抗风险能力的板块与个股，合理配置资产，避免过度集中投资。同时，密切关注量能变化以及海外政策动态，尤其是特朗普政策对全球经济和市场的影响，以便及时调整投资策略，把握可能出现的投资机会。

**（三）债券市场展望和策略**

展望后续市场，大方向上仍然维持去年10月初的判断，即当前仍然处于并且很有可能长期处于924决策层态度转变后的政策试错期，宏观层面预计仍将面临内外部严峻形势，直到决策层最终意识到现有政策组合拳效果有限，靠拉抬资产价格的方式本质上只是击鼓传花最终扩大贫富差距，无法有效提升中低阶层居民可支配收入从而支撑通胀，就像租金回报率最终要靠分子带动分母而不是相反，政策需要做的是迅速果断全方位大幅加码才能勉强托底国内信用周期不再收缩。在此过程中，中央持续加杠杆的进程有望提速，利率债供给将大幅增加以置换城投国企为主的信用品种，无风险利率也需要长期保持低位助力化债和大规模财政支出，收益率曲线预计随货币政策超常规宽松进而陡峭化下行，资产荒格局加剧信用利差和期限利差的收敛，债券市场中长期维度仍将维持长牛格局，短期维度考虑到春节前后仍然处于前期政策成效验证及增量政策真空期，海外不确定因素尚未明朗，预计债券收益率短期仍以低位窄幅区间震荡为主，向下有效突破仍需要等待汇率压力有所缓和后的政策利率调整窗口。

风险提示：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。