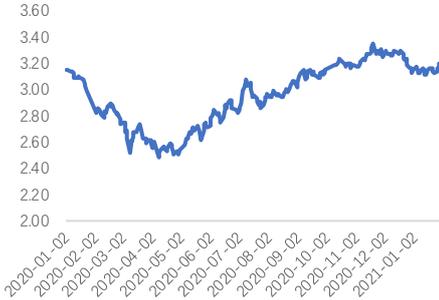
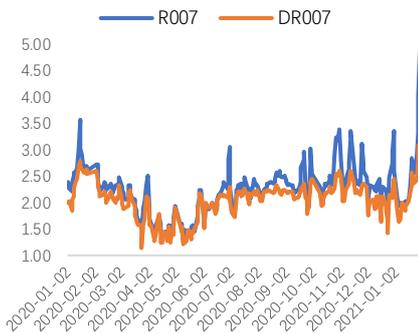


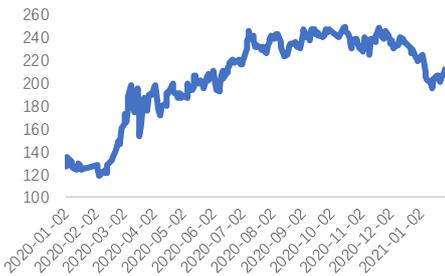
十年期国债收益率 (%)：



质押式回购利率 (%)：



中美 10 年期国债利差 (BP)：



分析师：

王青 冯琳

时间：2021 年 2 月 4 日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中

心 C 座 12 层 100600

主要观点：

● 债市运行环境：

宏观经济运行：主要受冬季疫情反复、防控升级干扰，近期经济景气边际减弱，但 1 月 PMI 维持扩张显示经济仍处修复进程。2 月需关注就地过年政策对经济的结构性扰动，对总量影响偏负面但预计程度有限。

通胀方面，1 月食品价格走高，但非食品价格上涨乏力，加之翘尾拖累，CPI 同比料小幅负增；同时，原油及铁矿石价格上涨，而国内工业品价格涨势趋缓，生活资料价格料将走弱，预计 PPI 同比仅将小幅回正。目前来看，通胀仍非债市主要矛盾。

流动性环境：流动性是影响 1 月债市走势的核心因素。去年 11 月下旬以来流动性宽松驱动下的这一轮债市行情一直持续至 1 月中，中下旬资金面开始收紧，短端利率快速反弹，最后一周流动性预期反转，长端利率也开始上行。进入 2 月，节前取现需求大增，估计银行体系流动性缺口将在 1 万亿左右，需要央行及时补水。为此，预计春节前央行将在公开市场加大投放力度，其中，不同期限的逆回购组合将是主要投放工具。这意味着今年动用 CRA 和 TLF 的可能性在下降。考虑到当前资金面供需状况，以及央行市场流动性管理目标，预计 2 月春节前资金面将持续处于紧平衡状态，节后现金回流，资金面料将转松，但难以重现 1 月上旬的宽松局面。

中美利差：1 月美债走跌，中美 10Y 国债利差收窄，但月末仍处 207bp 的高位，故近期美债下跌对国内债市影响有限。

● 利率债市场展望：

进入 2 月后，市场恐慌情绪缓解、资金面修复料将带动利率短线回落，尤其是 1 月下旬迅速上行的短端利率。但 2 月资金面整体将处于紧平衡状态，基本面对债市亦难言利好，利率回落难以持续，料将呈现区间震荡格局。中期来看，债市风险并未出尽，后续疫苗推广、经济持续修复、通胀压力显现、利率债供给放量等因素均将对中长端利率形成利空，利率下一波趋势性下行可能至少要等到二季度中后段。

1. 债市运行环境

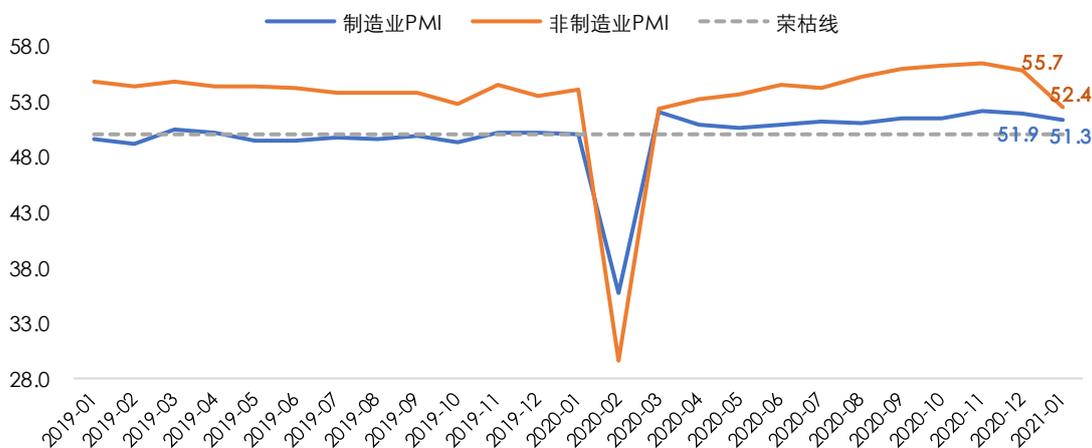
1.1 宏观经济运行

(一) 主因经济运行受到冬季疫情反复、防控升级干扰，1月经济景气边际减弱，但当月PMI维持扩张显示经济仍处修复进程。

年初为宏观数据真空期，2月份不会公布1月投资、消费、进出口、工业增加值等宏观经济数据，而是在3月份合并1-2月公布，以平滑春节错期效应的影响。去年1-2月疫情突然来袭导致各项宏观经济指标均砸下深坑，故今年1-2月各项指标同比读数会非常高，但这主要受到低基数影响，已为市场所充分预期，市场更为关注高频数据所反映出的经济增长动能的边际变化。

从边际动能来看，1月官方综合PMI环比下降2.3个百分点，表现不及预期，主要原因在于多地发生聚集性疫情，全国范围内疫情防控升级，对经济运行造成负面扰动。疫情反复、防控升级、居民谨慎心理升温主要影响餐饮、旅游、住宿、娱乐等密接型服务业，而除中高风险地区外，其他地区并未采取大规模停工停产或限制办公场所人员密度等措施，因此，工业生产和生产性服务业受到的影响相对较小。从数据表现来看，1月制造业PMI环比下降0.6个百分点，服务业PMI环比降幅则达到3.3个百分点，为去年3月经济修复以来最低。不过，疫情反复虽导致经济回升势头减弱，但并未打断经济修复进程，1月制造业和服务业PMI均维持在扩张区间。

图1 制造业和非制造业PMI指数（季节调整）

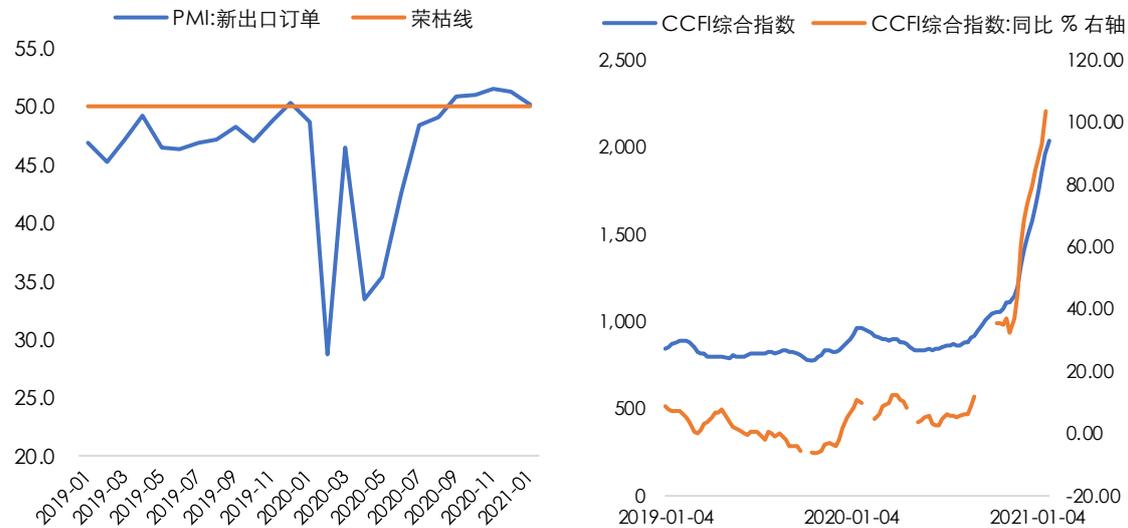


数据来源：WIND，东方金诚

从“三驾马车”角度来看，1月冷冬和疫情反复制约基建、房地产项目施工及线下消费活动，对投资和消费产生一定负面影响；出口方面，1月PMI新

出口订单指数也有所回调，但仍处扩张区间，海外产能缺口以及补库存需求对我国出口形成有效支撑，短期内我国出口仍将保持较为积极的增长态势，这也反映于1月CCFI（出口集装箱运价指数）的高位上扬，该指数月末升破2000点，创下有该项数据记录以来最高。

图2 相关指标显示1月出口仍保持较强韧性



数据来源：WIND，东方金诚

2月经济运行需关注疫情形势变化及就地过年倡议可能带来的影响。倡导就地过年的目的是减少人员流动，避免因人员大规模流动造成疫情扩散，尤其是春节期间外出务工人员返乡，会给防疫意识相对薄弱、医疗卫生条件较差的农村地区带来较大压力。从这个角度讲，就地过年会给交通运输行业，以及人员输出地的餐饮、娱乐、线下零售等行业造成明显冲击。同时，不返乡也减少了春节时期走亲访友和聚餐的需求，对礼品和餐饮消费集中的烟酒、食品饮料等行业也有一定负面影响。另一方面，在防疫精细化背景下，除中高风险地区外，本地消费活动受到的限制不大，因此，外来务工人员留下过年，对人员输入地春节期间的消费活动反而会产生提振。但这些地区的旅游、酒店等行业也会受到跨地区出行限制的影响。同时，从工人返工会更及时的角度来看，工业生产、基建和地产投资会有所受益，但受益程度受制于春节期间订单量和工程量的减少，从这个角度看，出口导向型行业可能受益更大。

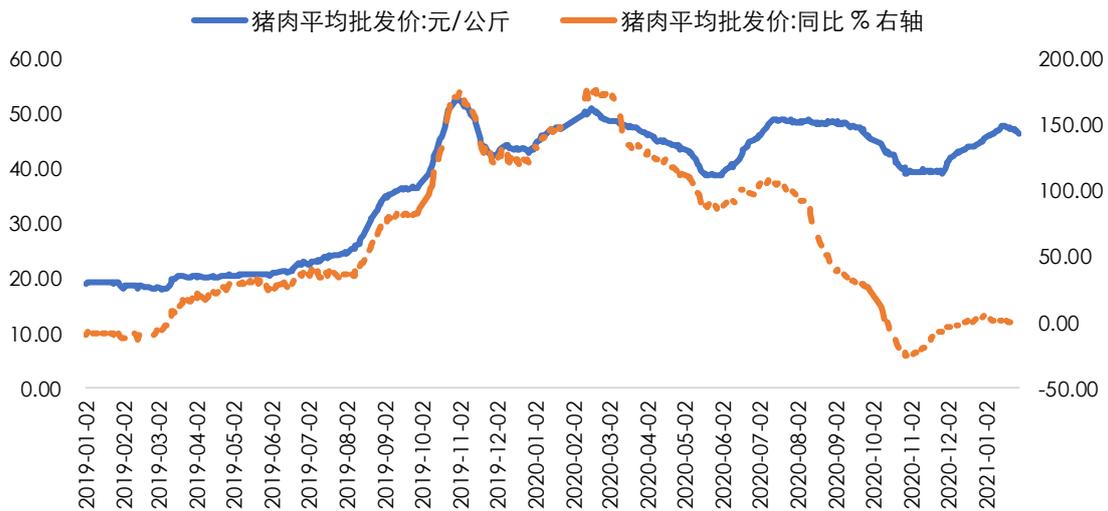
因此，**就地过年对经济影响的结构性特征明显**：对消费、尤其是线下的零售和服务消费影响偏负面，对投资影响偏正面；对服务业影响偏负面，对第二产业影响偏正面；对与春节出游和走亲访友直接相关的行业影响偏负面，对

线上消费和“宅”文化相关行业，如物流、网游、电子产品等影响偏正面；对人员输出地影响偏负面，对人员输入地影响偏正面。总体来看，就地过年对经济总量的影响偏负面，但预计影响程度有限。我们判断，受疫情防控和就地过年影响，一季度 GDP 同比增速或将比原来的普遍预期水平小幅下调 1-2 个百分点，预计会在 17%-18% 左右。

(二) 节前食品涨价明显，但非食品价格上涨乏力，加之翘尾拖累，1 月 CPI 同比料小幅负增；上游原油及铁矿石价格上涨，但中游工业品价格涨势趋缓，下游生活资料价格料将走弱，预计 1 月 PPI 同比仅能小幅回正。

1 月猪肉价格上涨，主要原因是春节前为需求旺季，而近期生猪出栏较少、进口大减导致供给偏紧。同时，因冷冬扰动供给和跨地区运输，当月鲜菜和鲜果价格大涨。因此，1 月猪肉、鲜果和鲜菜价格将对 CPI 环比产生明显推升作用。不过，由于疫情防控和就地过年对消费回升造成不利影响，核心 CPI 环比上涨乏力，同比涨幅将进一步收敛，加之当月 CPI 翘尾因素拖累明显（1 月翘尾因素为 -1.22%，上月为 0.0%），1 月 CPI 同比料将小幅负增。

图 3 节前需求上升、供给偏紧，猪肉价格上涨

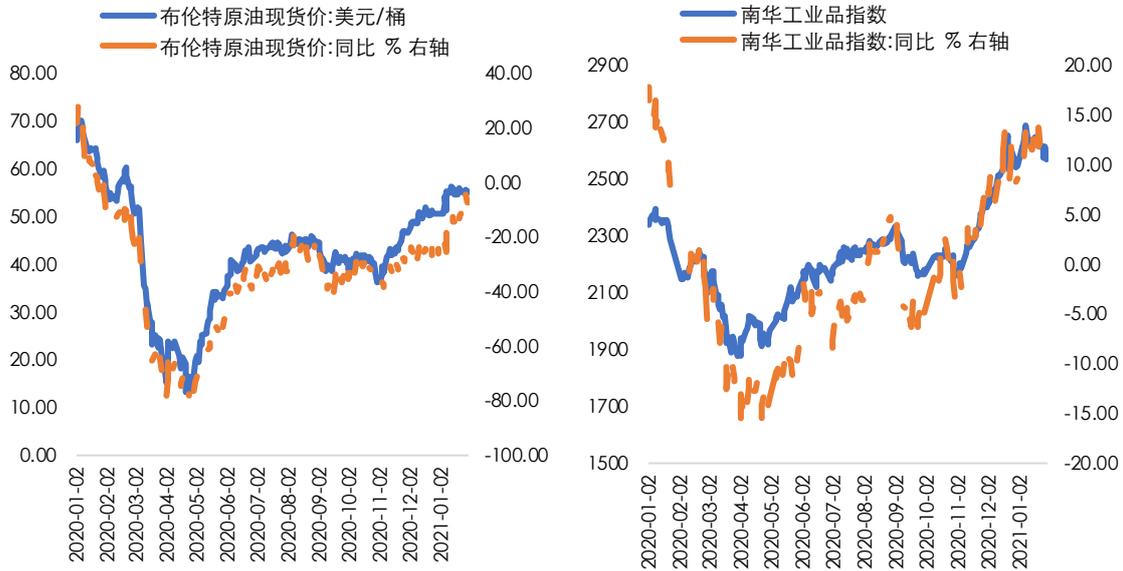


数据来源：WIND，东方金诚

PPI 方面，从油价来看，一方面，拜登政府承诺推出大规模财政刺激政策提振原油需求预期，OPEC+ 整体减产规模扩大；另一方面，欧美主要经济体疫苗接种进程慢于预期，新冠变异毒株的传播力增强，疫情预期恶化制约油价需求前景。多空因素博弈下，1 月末国际油价收于 52.2 美元/桶，较上月末的 48.5 美元/桶小幅上扬。铁矿石方面，随着春节前钢厂补库存进入尾声，1 月铁矿

石价格冲高回落，均值仍高于上月。从国内工业品价格来看，1月钢价环比涨幅放缓，水泥、玻璃等建材价格则持续走低。另外，疫情防控、就地过年对消费的负面影响大于生产，这将对生活资料PPI上涨形成拖累。整体上看，1月PPI环比涨幅料将收窄，这也反映于当月制造业PMI原材料购进价格指数和出厂价格指数的环比下跌，同比则将延续回升态势，有望实现小幅回正。

图4 国际原油和国内工业品价格走势



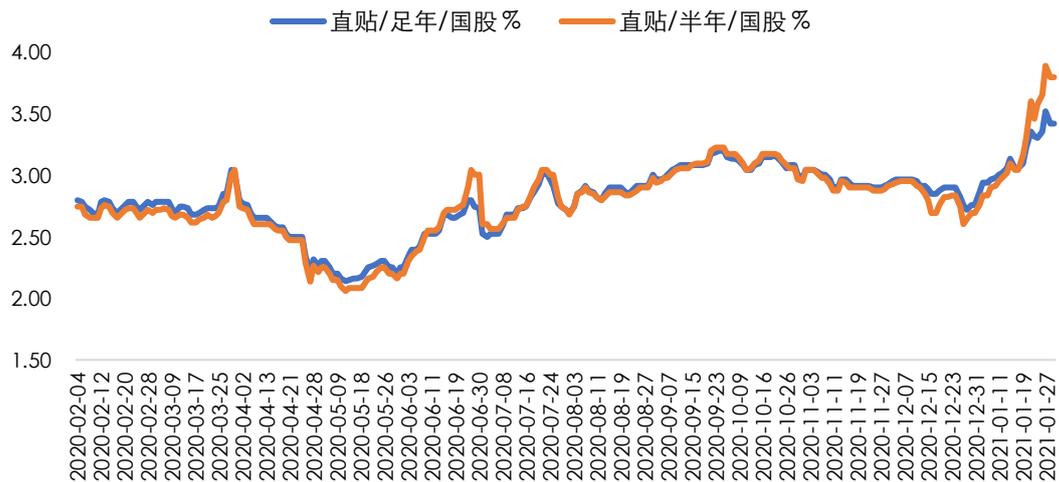
数据来源：WIND，东方金诚

(三)1月企业贷款需求依然旺盛，新增贷款有望处于3万亿以上的高位，但债券融资和信托贷款或将拖累月末社融存量增速延续缓步下行态势。

1月经济虽受疫情反复扰动，但修复态势并未中断，企业信贷需求料将保持旺盛，叠加年初“抢播”效应以及大行项目储备较为充足，新增贷款规模有望达到3.0万亿以上。这也反映于当月票据利率的大幅上行，一定程度上体现企业信贷需求旺盛，银行压降票据规模为一般贷款腾挪额度，导致票据需求下降。

从社融其他分项来看，1月新增地方债发行仍未开闸，新增政府债券融资规模环比、同比下降；信用债一级市场融资有所恢复，新增企业债券融资规模环比大增，但低于上年同期；上年12月信托集中到期导致当月信托贷款大幅负增，1月信托贷款环比料明显改善，但预计也将不及上年同期。整体上看，1月新增社融规模有望超过4.5万亿元，环比明显多增，同比则将少增，月末社融存量增速料将延续缓步下行趋势。

图 5 1 月票据利率大幅上行



数据来源：WIND，东方金诚

1.2 流动性环境

1 月资金利率发生剧烈反转，流动性成为影响当月债市走势的核心因素。

去年 11 月下旬以来，为对冲永煤违约事件造成的信用收缩压力，以及维稳跨年资金面，央行加大逆回购投放，并在 11 月底意外开展 MLF 操作，带动资金面转松，资金利率波动下行。进入 1 月，尽管央行逆回购投放明显缩量，但因跨年后银行备付压力下降，以及央行缺乏有效的工具将跨年前投放的大量流动性及时收回，月初资金面极度宽松，隔夜利率一度降至 0.6%。此后，央行连续开展地量逆回购操作，前期投放的逆回购逐步到期回笼，资金面边际收紧，但及至月中仍处于宽松状态。

1 月 15 日之后，税期来临叠加春节前宽松举措迟迟没有落地、MLF 缩量续作（MLF 操作量少于当月 MLF+TMLF 到期量），资金利率持续回升。不过，1 月第三周（1 月 18 日当周）央行开展大额逆回购投放以对冲税期影响（全周通过逆回购累计净投放 5,980 亿），表现出呵护流动性的态度，因此，市场情绪并未因利率上行而明显转弱。但在 1 月最后一周（1 月 25 日当周），在资金面持续收紧的情况下，央行公开市场操作转为大额净回笼（全周通过逆回购净回笼资金 2,300 亿），加之央行货币政策委员会委员马骏表态“货币政策应适度转向”，市场流动性预期随之反转，预期反转又进一步放大资金面紧势，当周隔夜和 7 天利率双双升破 3.0%，月末隔夜利率达到 3.3%，创下近六年来新高。

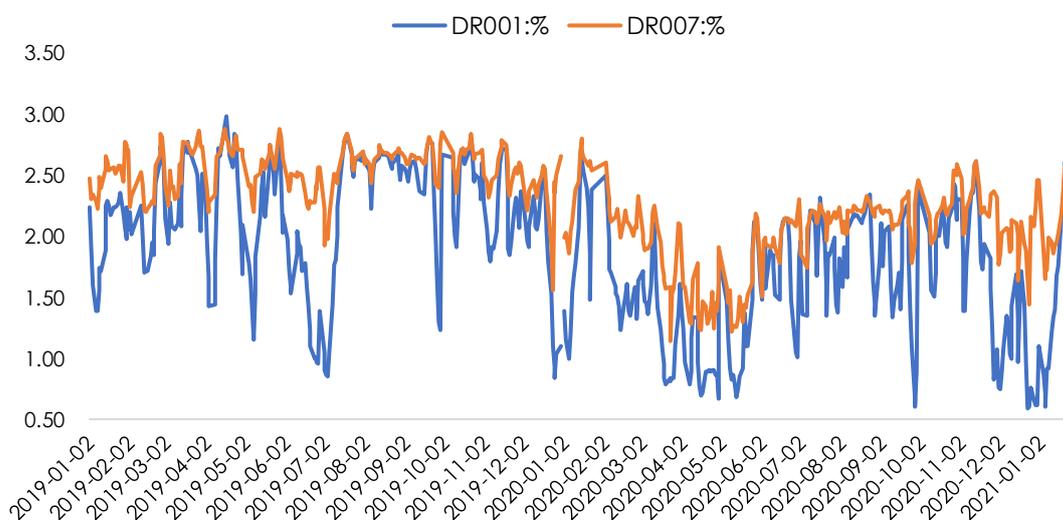
表 2 1 月央行资金投放量 (亿元)

单位:亿元	降准	TMLF	逆回购				MLF	国库现金定存	合计
			7 天	14 天	28 天	63 天			
投放	0	0	10690	0	0	0	5000	0	15690
到期	0	2405	12450				3000	0	17855
净投放	0	-2405	-1760				2000	0	-2165

数据来源: WIND, 东方金诚

我们认为, 央行在 1 月最后一周收紧资金面, 一方面是因为去年 11 月下旬以来, 央行加大流动性投放的主要原因之一是为了对冲永煤违约事件造成的信用收缩压力, 而 1 月前三周信用债净融资已经出现很大程度的恢复, 央行退出投放也就顺理成章。另一方面, 在前期资金面比较宽松的时候, 市场流动性预期过于乐观, 此时央行公开市场操作适时转向, 也是为了保持 1 月整体流动性水平处于适度状态, 并对前期过于宽松的预期进行纠偏。可以看到, 尽管最后一周资金利率飙升, 但最终 1 月 DR007 均值为 2.25%, 并未显著偏离 2.2% 的短期政策利率水平。一些市场观点认为, 1 月最后一周央行收紧资金面, 是为了应对股市、楼市异动。我们认为这种可能性不大。首先, 1 月最后一周时值年前月末节点, 市场流动性收紧本属正常。其次, 股市、楼市异动, 需采取相应的宏观审慎管理措施应对, 动用全局性流动性管理工具的必要性不大。

图 6 存款类机构质押式回购加权利率



数据来源: WIND, 东方金诚

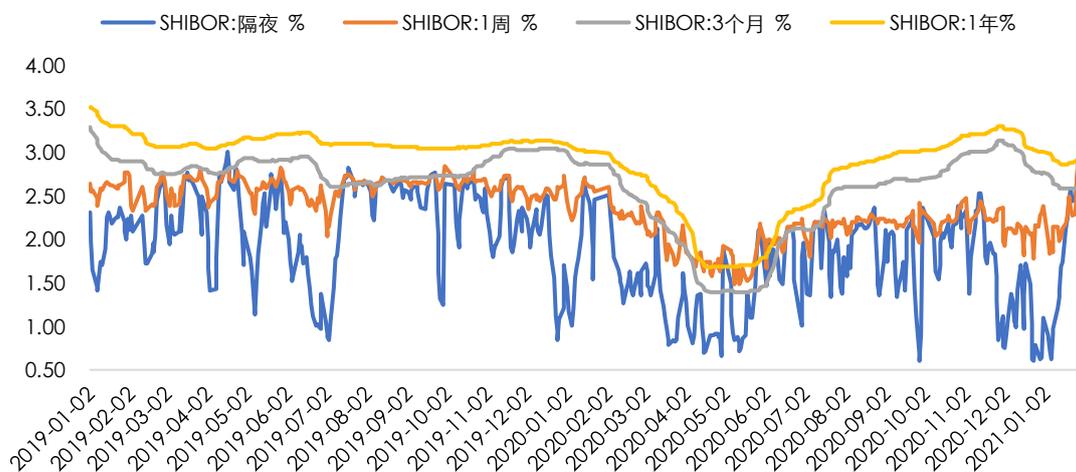
表 3 质押式回购加权利率变动情况

	2020 年 12 月均值 (%)	2021 年 1 月均值 (%)	变动 (BP)
R001	1.1392	2.2466	110.74

R007	2.3446	2.6244	27.99
DR001	1.0405	1.8990	85.85
DR007	1.9864	2.2462	25.97

数据来源：WIND，东方金诚

图 7 上海银行间同业拆放利率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

表 4 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2020 年 12 月均值 (%)	2021 年 1 月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.0590	1.8886	82.96
1W	2.0855	2.2829	19.74
2W	2.3591	2.3517	-0.75
1M	2.7094	2.5132	-19.63
3M	2.9257	2.6309	-29.48
6M	3.0052	2.7269	-27.83
9M	3.0908	2.8278	-26.31
1Y	3.1406	2.9087	-23.20

数据来源：WIND，东方金诚

1.3 政策环境

1月25日，央行货币政策委员会委员马骏在参加CWM50主办的“中央经济工作会议解读与当前经济形势分析”专题研讨会上表示，“杠杆率上升得非常快，要求货币政策开始调整”，“有些领域的泡沫已经显现。去年我国几个主要的股市指数都大幅上升，接近30%，在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市，不可能与货币无关。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度转向”。在市场对央行春节前流动性安排的预期迟迟没有兑现的情况下，马骏的表态触动了市场的敏感神经，市场忽略了马骏同时指出“货币

政策转向不能太快”，对央行货币政策要急转弯的预期升温。当天下午，央行行长易纲在出席世界经济论坛达沃斯议程会视频会议时表示，“货币政策会继续在支持经济复苏、避免风险中平衡，我们确保采取的政策具有一致性、稳定性、一贯性，而不会过早放弃支持政策”。

我们认为，马骏意在强调为避免局部资产泡沫膨胀，今年货币扩张不能维持去年的力度，需要适度收紧。而实际上，从去年5月以来，央行货币政策就已经开始收紧。因此，站在当前时点上看，今年货币扩张放缓并不需要政策急转弯来实现，这与央行近期一直铺垫的“以稳为主”的政策取向并不矛盾，与同日易纲行长提出的“政策具有一致性、稳定性、一贯性”也不冲突。

考虑到**2021年央行将更加重视在经济修复与防范风险之间保持平衡，货币政策的大方向是回归常态**——这意味着2020年疫情高峰期推出的特殊措施会进一步退出，货币投放量增速会向名义GDP增速方向回落，**但货币政策不会急转弯，即不会出现货币环境骤然收紧现象**。预计2021年以MLF利率和7天期逆回购利率为代表的政策利率将保持稳定，普遍升准和降准的可能性都很小。这体现了货币政策“稳字当头”的立场。同时，2021年“有保有压”的结构性货币政策将进一步发力，“保”的重点是科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能会推出新的政策工具，引导金融资源向这些领域定向投放；“压”则主要指向房地产金融以及地方政府平台融资。

我们预计，综合考虑实际GDP增速及物价走势，2021年名义GDP增速将在11.0%左右。因此，为了实现基本匹配目标，预计年末M2增速将从上年末的10.1%降至9.0%左右，社融存量增速会从13.3%降至11.0%上下；全年新增社融规模将从上年的34.9万亿降至约32万亿，其中新增政府债券和企业债券融资降幅将相对较大。

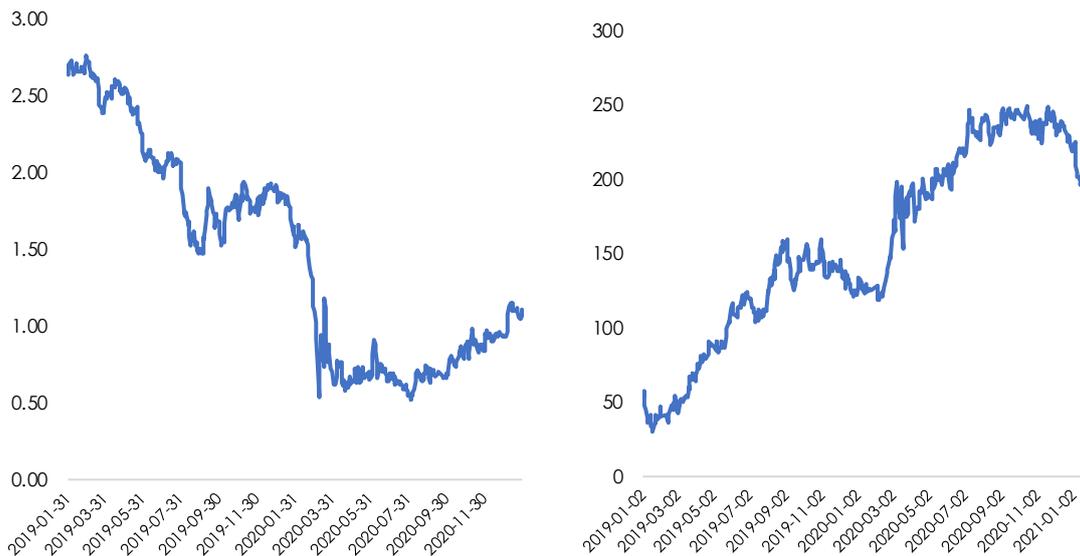
1.4 中美利差

1月上旬美债收益率快速上升，10年期美债收益率在6日升破1%关口，日内升幅达8bp，11日升至1.15%，创下2020年3月下旬以来最高。本轮美债收益率上升的触发剂是民主党以微弱优势赢得参议院，实现“蓝营横扫”。“蓝营横扫”意味着拜登施政将面临更少的掣肘，多数政策落地预期显著增强，包括加码抗疫财政刺激以及推动基建投资计划等财政政策措施。这使得经济复

苏预期和通胀预期得到提振,同时也引发了市场对于美联储加速货币政策正常化的担忧(尽管美联储表示 2021 年不会加息,但缩减购债计划是可能的政策选项),由此导致美债收益率快速上行。此后,伴随利空消息被市场消化,中旬 10 年期美债收益率高位震荡,下旬因市场担忧财政刺激计划可能推迟,美债收益率出现一波下行。整体上看,1 月美债走跌,月末美债收益率较上月末上行 18bp。

1 月末中美 10 年期国债利差较上月末收窄 14.43bp,但仍处 206.86bp 的高位。因此,近期美债收益率上行对国内债市影响有限,但作为全球利率体系的“锚”,其走势仍引起市场广泛关注。我们认为,后续财政刺激加码、疫苗逐步推开将带动经济复苏和通胀回暖,加之财政扩张下美债供给放量,美债收益率仍有上行趋势。但考虑到经济复苏仍弱,并且美联储采取了平均通胀政策框架,因此,即使后续通胀回升至 2%以上,美联储可能也不会着急收紧货币政策,这将缓冲财政刺激给美债造成的上行压力。综合来看,预计到年底前美债收益率将缓步回升至 1.5%左右。

图 8 美国 10 年期国债收益率 (左, %) 及中美 10 年期国债利差 (右, BP)

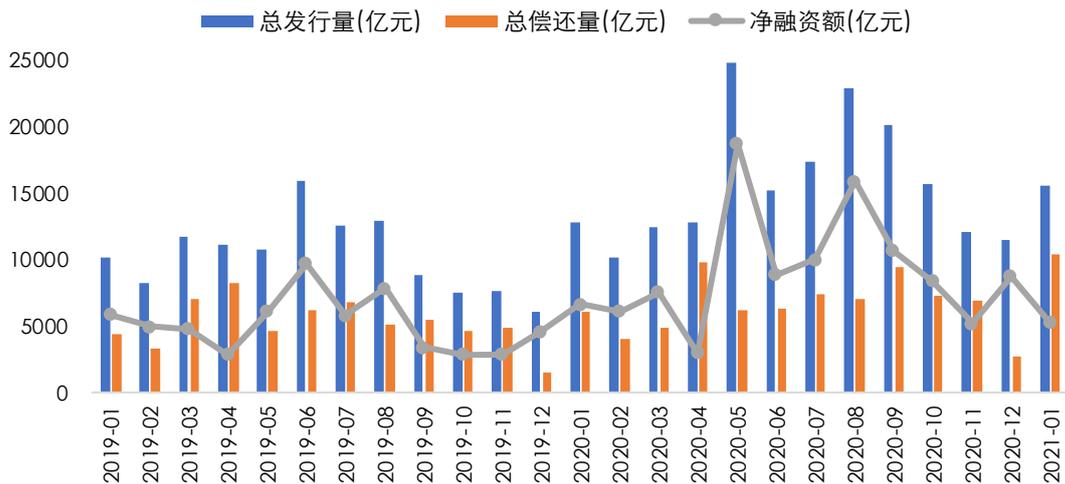


数据来源: WIND, 东方金诚

2. 一级市场

1 月利率债总发行量为 15,599 亿,环比增加 4,132 亿,同比增加 2,858 亿。当月到期偿还量大增至 10,363 亿,故净融资额仅 5,236 亿,环比下降 3,485 亿,同比下降 1,380 亿。

图 9 利率债发行与到期



数据来源：WIND，东方金诚

分券种看，1 月国债发行量和净融资额均低于上月，但高于上年同期；1 月新增地方债发行尚未开闸，当月所发地方债均为再融资债券，发行量和净融资额高于上月，但明显低于上年同期；1 月政金债发行量和净融资额环比、同比均有所增长。

表 5 各类利率债发行量与净融资额（亿元）

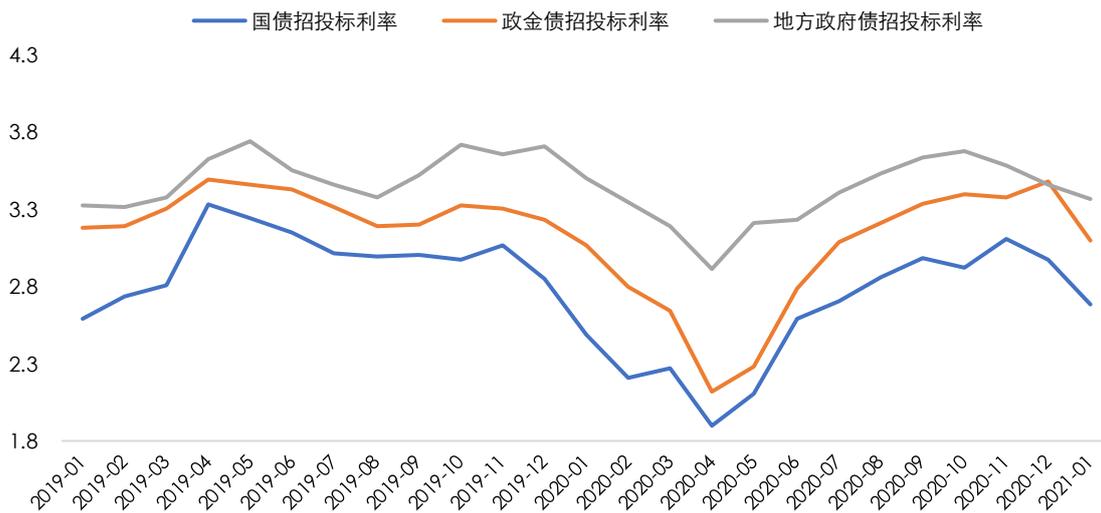
	发行量			净融资额		
	2021.01	2020.12	2020.01	2021.01	2020.12	2020.01
国债	5740	7765	1700	-679	6051	-1173
政金债	6235	1866	3190	2322	1486	-62
地方政府债	3623	1836	7851	3593	1184	7851

数据来源：WIND，东方金诚

值得一提的是，1 月所发行的 41 只地方政府再融资债券的募集资金表述均为“偿还存量（政府）债务”，联想到此前有媒体报道“在今年（2019 年）化解隐性债务的实践中，监管部门推出建制县隐性债务化解试点方案……纳入试点后可发行地方政府债券（省代发）置换部分隐性债务”，市场由此猜测再融资债券已经参与到地方隐性债务置换当中。我们认为，再融资债券用于偿还存量隐性债务有助于进一步拓宽规范化化解隐性债务的路径，但考虑到再融资债券的主要用途还是偿还到期地方政府债，因此，不宜高估再融资债券参与隐性债务置换的空间。

从发行利率来看，1 月利率债各券种加权平均发行利率均有所走低。其中，国债加权平均发行利率较上月下行 29.44bp，政金债加权平均发行利率下行 38.12bp，地方政府债加权平均发行利率下行 9.06bp。

图 10 利率债发行利率走势（加权均值，%）



数据来源：WIND，东方金诚

3. 二级市场

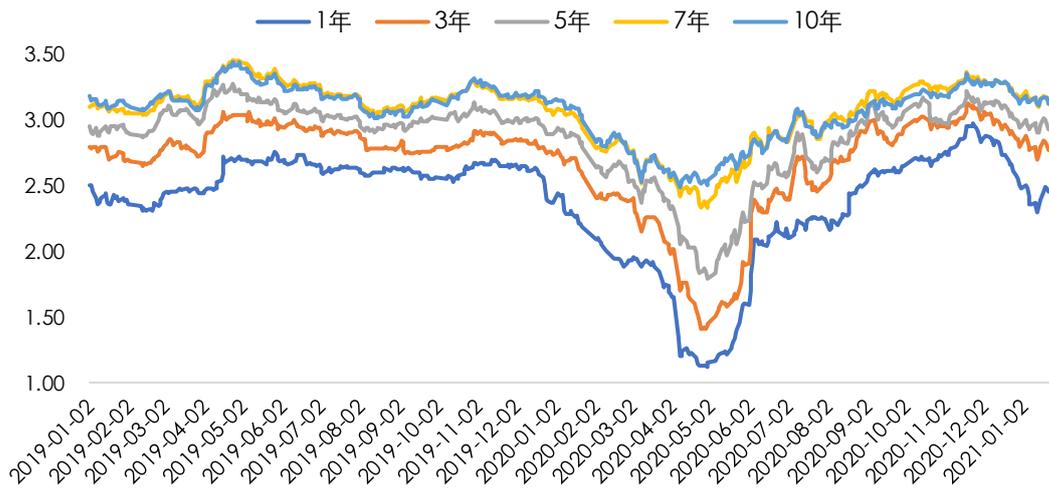
3.1 到期收益率

流动性是影响1月债市走势的核心因素。去年11月下旬以来流动性宽松驱动下的这一轮债市行情一直持续至1月中，在此期间，短端利率快速走低，1年期国债收益率下行幅度近68bp。短端的快速下行也为长端打开空间，加之资金面极度充裕下市场宽松预期升温，甚至出现了降准、降息的预期，以及国内疫情反复扰动经济修复，长端利率也走出一波行情，期间10年期国债收益率下行幅度约24bp，低点触及3.1059%（1月14日）。

1月中下旬，资金面开始收紧，短端利率快速反弹，但当月第三周央行大额净投放仍然展现出呵护流动性的态度，因此市场情绪尚可，长端利率震荡走平。到1月最后一周，在资金面持续收紧的情况下，央行公开市场操作转为大额净回笼，加之马骏表态“货币政策应适度转向”，市场流动性预期反转并进一步加剧资金面紧势，短端利率继续快速反弹，长端利率也开始上行。直至1月29日（1月最后一个交易日），央行逆回购操作净投放资金980亿，市场情绪略有缓和，利率小幅回落。

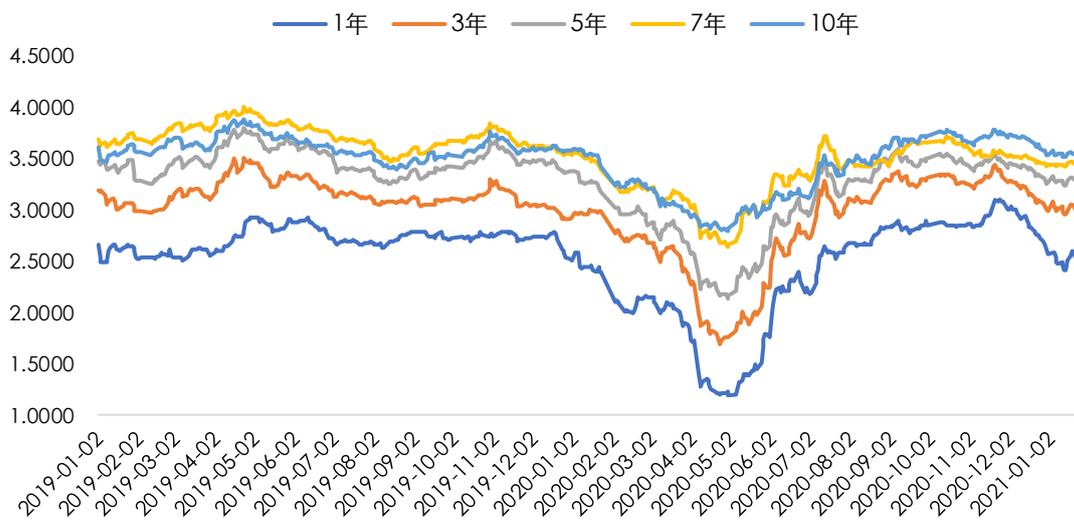
整体上看，跟随资金面和市场预期的“前松后紧”，1月债券利率走出明显的V字型轨迹。月末1年期国债收益率较上月末上行20.60bp，10年期国债收益率较上月末上行3.57bp。

图 11 各期限国债到期收益率 (%)



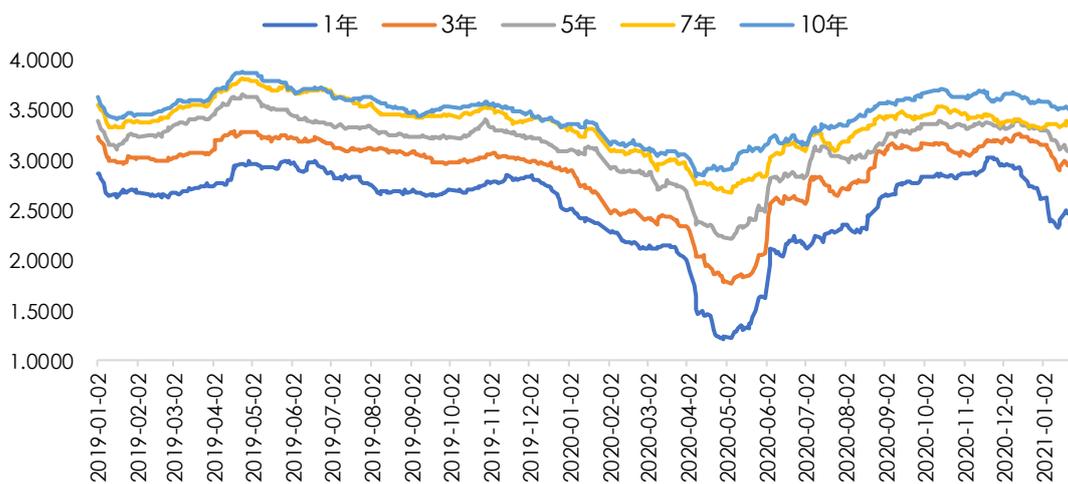
数据来源：WIND，东方金诚

图 12 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 13 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

表 6 1 月末各期限利率债到期收益率较上月末变动情况 (BP)

国债		国开债		地方债 (AAA)	
1Y	20.60	1Y	29.30	1Y	8.71
3Y	6.75	3Y	19.16	3Y	-9.48
5Y	4.94	5Y	14.03	5Y	-9.07
7Y	1.01	7Y	6.50	7Y	12.96
10Y	3.57	10Y	5.57	10Y	-4.33

数据来源: WIND, 东方金诚

3.2 利差走势

从国债期限利差来看, 跟随资金面和市场流动性预期的边际变化, 1 月 10Y-1Y 期限利差先走阔后收窄。下旬资金面异常紧张, 债市短端利率大幅上扬, 全月短端利率上行幅度更大, 期限利差整体收窄, 收益率曲线扁平化上移。

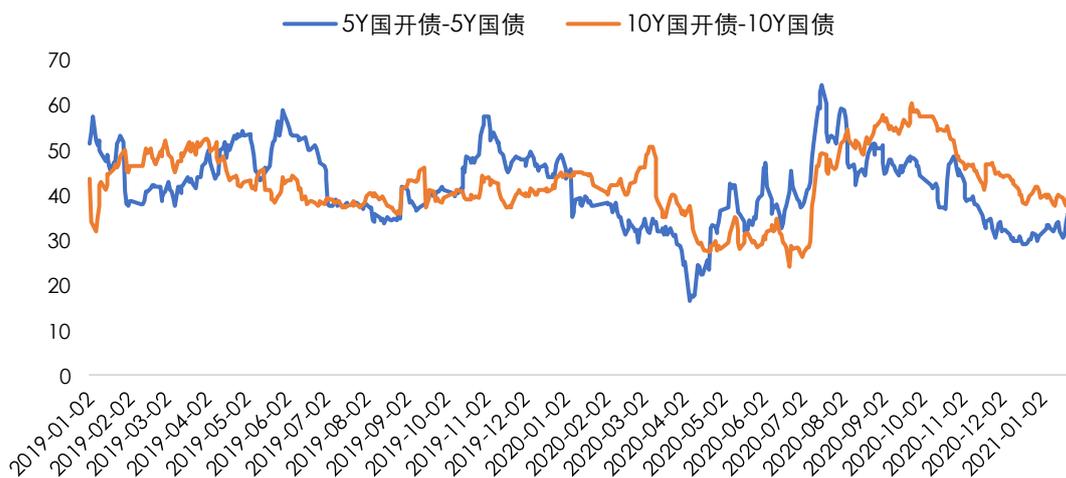
表 7 1 月国债期限利差变动情况 (BP)

	2020 年 12 月末	2021 年 1 月末	变动幅度
3Y-1Y	34.35	20.5	-13.85
5Y-3Y	13.38	11.57	-1.81
7Y-5Y	21.87	17.94	-3.93
10Y-1Y	66.9	49.87	-17.03
10Y-3Y	32.55	29.37	-3.18
10Y-5Y	19.17	17.8	-1.37
10Y-7Y	-2.7	-0.14	2.56

数据来源: WIND, 东方金诚

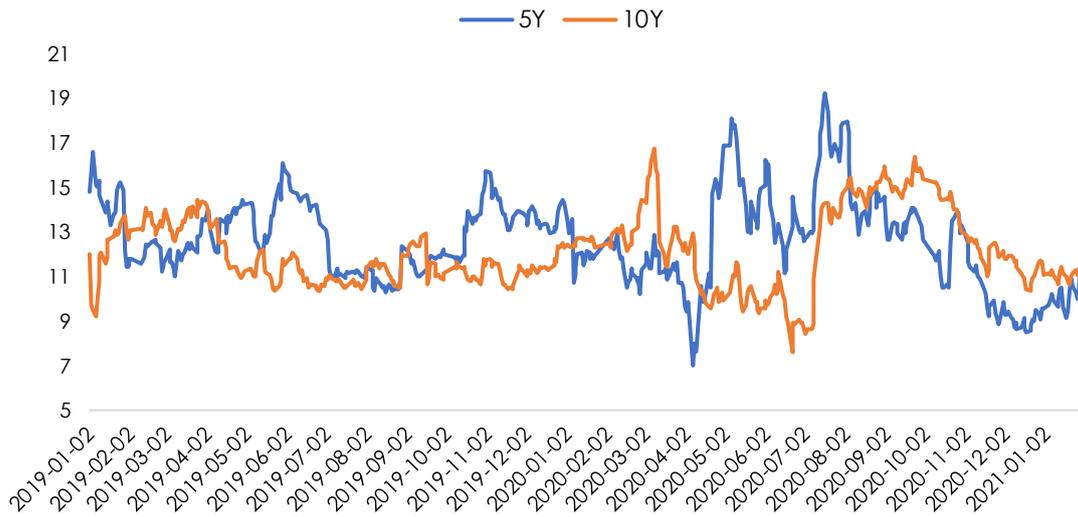
国开债和国债利差方面, 1 月末 5 年期国开债和国债利差较上月末走阔 9.09bp, 10 年期利差走阔 2.00bp; 同期 5 年期国开债隐含税率上升 2.28 个百分点, 10 年期国开债隐含税率上升 0.39 个百分点。

图 14 国开债和国债利差走势 (BP)



数据来源: WIND, 东方金诚

图 15 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

4. 2月利率债市场展望

预计 2 月利率将呈现区间震荡格局。首先，基本面对债市难言利好。主要受冬季疫情反复、防控升级干扰，近期经济景气边际减弱，但 1 月 PMI 维持扩张显示经济仍处边际修复通道。2 月需重点关注就地过年政策对经济的扰动，预计将以结构性影响为主，对总量影响偏负面，但影响程度有限。1 月社融存量增速或将延续小幅放缓。通胀方面，1 月食品价格虽持续走高，但非食品价格上涨乏力，加之翘尾拖累，CPI 同比料小幅负增；1 月上游原油及铁矿石价格上涨，但国内工业品价格涨势趋缓，生活资料价格料将走弱，预计 PPI 同比仅将小幅回正。目前来看，通胀仍非债市主要矛盾，但后续再通胀渐起，给债市造成的压力将逐步显现。

其次，从资金面来看，进入 2 月，民众节前取现需求将会大增，估计银行体系流动性缺口将在 1 万亿左右。受就地过年因素影响，这一规模略低于往年平均水平，但仍需央行及时补水。为此，预计进入 2 月后，央行将在公开市场加大投放力度，熨平资金面波动。其中，不同期限的逆回购组合将是主要投放工具。这意味着今年动用 CRA（临时降准安排）和 TLF（临时流动性安排）的可能性在下降。考虑到当前资金面供需状况，以及央行市场流动性管理目标，我们预计 2 月春节前资金面将持续处于“紧平衡”状态，节后现金回流，资金面料将转松，但难以重现 1 月上旬的宽松局面。

整体上看，进入 2 月后，市场恐慌情绪缓解、资金面修复料将带动利率短

线回落，尤其是1月下旬迅速上行的短端利率。但2月资金面整体将处于紧平衡状态，基本面对债市亦难言利好，利率回落难以持续，料将呈现区间震荡格局。中期来看，债市风险并未出尽，后续疫苗推广、经济持续修复、通胀压力显现、利率债供给放量等因素均将对中长端利率形成利空，利率下一波趋势性下行可能至少要等到二季度中后段。