

一、 市场回顾

上周只有三个交易日，市场前两日延续了短期货币政策宽松预期后的利率下行行情，最后一天利率小幅上行。第一个交易日周三，上海进入抗疫攻坚期，新增数据连续攀升，而3月的PMI给出了疫情对经济负面影响的“定量”度量，清明出游人次、国内旅游数据也分别下降26%和31%。市场延续了前周下半周的看多情绪，利率品各期限下行幅度多数在3至4BP。

周三晚间，国常会再提货币政策，表示要“更好发挥总量和结构双重功能”，“加大稳健的货币政策实施力度”，同时新增普惠养老及科技创新两项专项再贷款。疫情之下，对货币宽松的乐观情绪带动周四行情。当日三至五年品种小幅下行1.5至2BP。

周五市场对周三晚国常会的表态消化完毕，重新聚焦稳增长和基建投资，最后一个交易日三至五年小幅收跌2BP。美国当地时间4月6日，美联储公布了3月议息会议纪要，对于后续的缩表路径给出了指引，同时提到多位成员同意缩表一定时间后考虑资产主动出售，美债收益率整个下半周持续上行，十年周五行至高点2.7310%。中美利差是果，货币政策是因，目前来看国内货币政策仍旧坚持以我为主，短期与中期的基本面焦点仍在疫情发展和房地产销售增速的大幅负增长上。

全周来看，上周央行累计逆回购投放300亿，共有6,100亿逆回购到期，全周净回笼5,800亿，资金面偏松。三年国开200203下行3BP至2.5750%，五年国开210208下行2.5BP至2.7050%，十年国开220205下行2.5BP在2.9950%；五年国债210011下行2.5BP至2.5200%，十年国债210017下行1P至2.7925%。

信用债整体延续上上周的走暖趋势，2至3月连跌行情有所改善。AAA和AA+收益率下行5至7BP，AA下行3至8BP，1至3年中短端下行更多；1年、3年、5年关键期限信用利差持续压缩，AAA与AA+短端突破2018年以来历史30%分位，逼近年内低点；AA+与AA中长端信用利差维持在50%至60%历史分位左右。

二、 核心观点

短期来看，抗疫工作仍在攻坚期，周三晚间国常会对于经济的表述明显体现下行压力，“国内外环境复杂性不确定性加剧”，“国内经济循环通畅遇到一些制约，新的下行压力进一步加大”，需要“灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能”，稳增长的压力加大，宏观政策

也需要更大力度的匹配。

货币政策总量与结构并举的过程中，疫情在空间和时间上的动态发展进程和 15 日的公开市场操作将左右短期内市场情绪。4 月 15 日有 1500 亿元 MLF 到期，虽然 15 日前短期内利率大幅调整的可能性不大，但短端利率和中长端期限利差压缩的实际空间均已有限，利率品已进入胜率尚可、赔率下降区间。

中期来看，国内的宏观经济主线仍旧是应对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力的状态。“宽货币宽信用”或“稳货币宽信用”，本质上均存在货币政策过渡期的特征，对应的也更多是震荡市。海外实际利率抬升期间，我国逆周期调节抓手常为政府部门与居民部门杠杆。目前来看，基建成效可期，但地产步履蹒跚，抗疫过程中形成的经济下行压力也亟待更多的稳增长政策出台，需对财政投放、实物工作量和居民收入、居民预期形成可观改善。

数据方面，从 3 月的债券融资和票据利率来看，3 月信贷与社融的冷暖程度或介于 1 月与 2 月之间，预期宽信用螺旋上升，月度数据总量尚可；这也预示着货币政策仍将主动应对，利率中枢中期看逐渐抬升，但短期快速攀升的可能性较小。

三、展望未来

疫情对经济的影响持续，虽然短期内利率大幅调整的可能性不大，但短端利率和中长端期限利差压缩的实际空间均已有限，利率品已进入胜率尚可、赔率下降区间。中期谨慎，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力下，预期将持续出台更多稳增长相关宏观与产业政策。

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。