

一、 市场回顾

上周的交易主线演绎了上海持续的疫情与资金面的逐步改善，下半周利率下行幅度逐渐加大。上周公布的3月PMI给出了疫情冲击的“定量”度量，PMI在惯例环比改善的3月出现了较弱表现，综合PMI(48.8，环比-2.4)和制造业PMI(49.5，环比-0.7)，均指向了中小型企业在疫情冲击下放大的产需同步转弱、融资难、预期弱问题。

此外，结合3月房企的单月销售同比数据，可见有环比恶化的迹象。虽然疫情的冲击预期存在空间上和时间上的局限性，房地产销售的环比恶化速度也有收敛迹象，但短期彻底修复的可能性较低，特别是地产销售。

3月30日，央行公布的2022年一季度企业家、银行家、城镇住户问卷调查报告，出口订单指数和国内订单指数分别环比下行7.8%和9.8%，内外需同步走弱也呼应了PMI显示的疫情与地缘因素对经济基本面的拖累，这种短期拖累也进一步催生了货币宽松预期。

上周行情总体呈现“先抑后扬”态势，上半周总体窄幅震荡，下半周利率下行幅度逐渐加大。周二俄乌进行第五轮会谈，局势趋于和平方向；周三起国常会提及“加大稳健的货币政策实施力度”；周四PMI疲软，且晚间上海宣布进一步全域封闭管理，实际封闭管控时间有所延长；下半周在资金面逐步改善和PMI不及预期的共振下，收益率整体下行，三至五年政金债下行幅度在3至4BP。全周利率债收涨，曲线较前周陡峭下行。

本周(含周六)央行累计逆回购投放6,200亿，本周有1,900亿逆回购到期，全周净投放4,300亿，资金面均衡，下半周转松。三年国开200203下行7BP至2.6050%，五年国开210208下行4.75BP至2.7350%，十年国开210215下行2BP至3.1025%；五年国债210011下行2.5BP至2.5450%，十年国债210017下行0.5P至2.8025%。

分行业看，城投方面，中部地区弱地级市、苏北区县城投品种上周收益率下行幅度较大，地产债收益率上行。

二、 核心观点

短期来看，疫情和持续的俄乌冲突使国内经济下行压力一定程度加大。2022年3月29日和3月30日分别召开了国常会和央行一季度例会，提到总量上“经济下行压力进一步加大，咬定目标不放

松，把稳增长放在更加突出的位置”，体现即使在外部环境干扰和防疫背景下，5.5%的目标仍然坚定。财政政策要“用好政府债券扩大有效投资，加强周期性调节”。

货币政策首次提到“国内疫情发生频次有所增多”，“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度”，“主动应对，提振信心”，“增强信贷总量增长的稳定性”。在当下的基本面下，通过降准以“稳定银行负债成本”，且进一步“降低企业综合融资成本”的可能性和必要性在提高，短期博弈货币政策进一步宽松的胜率有所提升。

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”的三重压力，“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，并非货币宽松周期的开端，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，后续需要更多政策对房企融资能力与居民预期进行修复。本月第三周起陆续出台物价、金融、经济数据，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，结构堪忧；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

疫情与地缘因素对经济造成短期影响，短期货币政策进一步宽松的概率有所提升，短期持续看多；中期谨慎，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力下，宽信用长逻辑与宽货币短期预期的对立与并存或是短期常态。

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。