

一、 市场回顾

上周市场主线为短期的资金面宽松与宽信用的待时而举，利率债呈震荡走势。

周一，北京疫情对资本市场冲击强烈，加之人民币贬值持续，当日在岸/离岸汇率均破 6.5；风险资产全面大跌，债市情绪有所提振，各期限下行幅度在 2 至 3.5BP，三至五年段下行幅度较大。

周二，上海疫情确诊数据连续三日呈现改善，十年美债收益率回落，央行下调外汇准备金率一个百分点以稳定汇率，收益率小幅上行。

周三及周四，疫情改善预期与地产松绑持续冲击债市情绪，A 股收复 2900 点，利率债中短端两日收益率合计上行 4 至 4.5BP。此前因市场选择防守态度而大受青睐的两年短券跟随市场调整，两日调整幅度达 4.5BP。

周五，资金面明显收紧，跨月压力之下，银行间隔夜加权利率上行接近 50bp 录得 1.78%，7 天期回升至 2% 上方；尽管上行幅度不小，但从绝对水平来看依旧不算紧张，在前期流动性持续投放之下跨月平稳度过。

当日现券跟随消息面波动，午间中央政治局会议通稿出炉，每年 4 月的政治局会议历来都至关重要，为全年经济定调。

本次政治局会议兼顾防疫与增长目标，表示“努力实现全年经济社会发展预期目标”，对市场关注的“今年增长目标是否调整”给出定调，造成周五下午快速调整，现券收益率快速上行达 2BP，期货跳水，A 股直线拉升。

虽然稳增长宏观背景不改，中期利率品承压，但资金面和关于 4 月数据的悲观预期为短期做多利率提供支撑，市场紧抓二季度做多窗口，下午利率重新下行，当日多数关键期限收盘较前日小幅下行 0.5BP。

全周来看，央行进行公开市场逆回购操作 500 亿元，完全对冲本周到期量，资金面持续宽松。三年国开 200203 上行 2BP 至 2.6000%，五年国开 220203 上行 1BP 至 2.7800%，十年国开 220205 下行 0.25BP 至 3.0650%；十年国债 220003 上行 0.5P 至 2.8375%。

信用债上周上涨，持续长短分化，一年期下行幅度在 5BP 左右，一年以上期限下行幅度在 2 至 3BP——短期限逐周出现信用利差压缩，一年期 AAA、AA+、AA 信用利差百分位(2018 年至今)分别在

15%、10%、10%，（上周：30%、15%、10%）。

二、 核心观点

资金面宽松与宽信用待时而举预计仍是五月债市主线。

资金面方面，虽然5月美联储加息在即，国内货币政策难有显著的增量举措。但从已公布的发行计划来看，预计带来的流动性缺口与留抵退税、利润上缴部分对冲，短期资金中枢或维持低位。

宽信用方面，政治局会议指出“**要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间**”。在疫情对经济扰动较大的“开局”之下，政策兼顾动态清零与增长目标，重申全年经济目标，**传递了较强的稳增长意愿**。

对债券市场，关于宽信用的真正利空来源于增量政策，此前处于“用好存量”期间，但以“基建牵引、地产企稳、打提前量”为抓手的稳增长脉络愈发清晰，会议提及“发挥有效投资的关键作用…全面加强基础设施建设”。

房地产下行、房企购地积极性减弱对地方土地财政影响较大，今年一季度土地出让收入同比下降27.4%，并带动地方政府性基金收入下滑了25.6%。**预计未来将持续满足城投企业合理融资需求，呵护华东地区以外的基建。**

地产方面，“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”预示在“房住不炒”框架内持续地产调控放松，改善去年至今的民营房企信用面貌，支持以刚需和改善型需求为主的居民部门扩表。

今年以来，地产需求侧松绑的深度不断下探，已经有超100座城市出台了楼市松绑政策。但库存压力较大的城市仍为大多数，本轮地产复苏更多将依赖特大型城市与二三线城市的复苏，更多的需求侧实质性放松与金融机构对房企融资需求的响应将实际维稳行业基本面，同样也是对债市的增量利空。

宽信用的行业政策跟进将逐步改变债市交易主线，资金宽松与基本面的支持是现状，但不一定是未来。

三、 展望未来

政治局会议兼顾“动态清零”与“增长目标”，在资金利率预计短期维持宽松的背景下，债市在4月数据出炉前收益率上行空间有限，但需关注疫情与防疫的进展，以及更多稳增长政策行业层面的跟进。

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。