

一、 市场回顾

上周交易的主线为宽货币预期的尘埃落定。上周是数据周，也是降准宣告及落地的一周，同时还伴随着中美利差一度压缩至倒挂；稳增长进程、疫情影响的波动、及宽货币预期落地等多因素交织之下，资金面整体宽松，全周收益率先扬后抑。

周一为收益率上行最大的一天，上午略超预期的物价数据揭示了俄乌冲突和疫情之下的通胀隐忧，市场反应平淡，也在此时中美利差迎来了 2010 年来首次倒挂；接着当日下午公布的 4.65 万亿新增社融大超市场预期，二至五年品种收益率上行幅度在 2.25 至 2.50BP。

周二市场传出疫情防控政策调整消息，A 股航空、食品饮料等板块大涨，债券收益率持续上行。周三，一方面卫健委提到“坚持动态清零不犹豫、不动摇”，另一方面进出口数据体现疫情对出口的扰动初现，收益率小幅下行；晚间国常会释放降准信息，夜盘收益率大幅下行后有止盈情绪，周三全天五年期政金债下行达 5BP。

周五央行开展 1,500 亿元 MLF 续做和 100 亿元逆回购，等价等量对冲到期量。晚间国常会宣布降准且幅度为 0.25 个百分点后，幅度不及市场预期，夜盘急上，当日十年国债 220003 收 2.7850%，较前日上行 2.75BP。全周来看，现券长短端走势分化明显，活跃政金债二年、五年、十年变动分别为 -4.75BP、-0.50BP、和 +1.25BP。

全周来看，央行进行公开市场逆回购操作 600 亿元、1 年期 MLF 1,500 亿元等价等量续做，共有 400 亿逆回购到期，全周净投放 200 亿，资金面宽松。

三年国开 200203 下行 2.5BP 至 2.5500%，五年国开 220203 下行 0.5BP 至 2.7100%，十年国开 220205 上行 1.25BP 至 3.0075%；五年国债 220002 上行 1.5BP 至 2.5200%，十年国债 220003 上行 3P 至 2.7850%。

信用债整体下行，中高等级 AAA 与 AA+ 分别下行 3BP 与 5BP 左右，AA 下行幅度达 6 至 8BP，低等级表现更优。分行业看，煤钢债估值收益率持续下行，城投债中部地区核心地市平台与华东市县平台均收益率有所下行，地产涨跌互现。信用利差由于中短端无风险利率下行较多，中高等级利差 3 至 5 年小幅被动走阔；低等级 AA 各期限有所压缩。

二、 核心观点

疫情影响延续，降准兑现对“稳增长”的保驾护航。以生产端高频数据、各地城市拥堵指数、新房销售和土地市场冷暖为工业增加值、消费、土地财政的代理变量来看，经济动能环比转弱的趋势明显。确诊数据拐点尚未完全探明，虽然上海各区于4月11日起陆续出现拐点迹象，但部分地区“新增”顽强，总体数据的拐点仍未明确。

伴随着国常会的表述，市场如期看到，疫情“超出预期”情况下，货币政策的“主动应对”与“兼顾内外”。从降准信息释放到央行公告的期间表现来看，交易活跃的三至五年政金品种下半周下行动力减弱，十年国债收益率上行；一方面，本次降准幅度为0.25个百分点，低于市场预期；另一方面，本次降准处于宽松的货币周期后期，随着预期的落地，止盈情绪较浓。

宽货币预期下催生出的短多长空观点起始于三月上旬公告的总量结构双弱的社融数据，尘埃落定后需谨慎交易主线动态地向稳增长、宽信用切换。票据融资、企业短贷一直是社融提速或企稳的“先头部队”，社融结构问题更多是地产销售何时修复的问题。政策底向基本面底的过渡中，需动态看待转变过程，五年期LPR的下调、财政政策与基建项目投放的进一步加码、房地产需求侧更多实质性宽松均有可能提升市场再度交易稳增长的概率。

三、 展望未来

宽货币预期落地后，由于幅度低于预期与止盈的原因，市场回调过程中更适合持谨慎与防守姿态。然而，流动性合理充裕和疫情影响持续的背景下，利率尚不具备大幅上行基本面基础。

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。