

一、 市场回顾

市场更加关注人民币贬值、粮价上涨、联储收紧节奏等利空因素，情绪转弱叠加资金面持续宽松，引导仓位逐步短期化，上周债市较前周“熊陡”。

上半周，降准幅度不及预期的情绪持续冲击，结合上海组织国企有序复工复产且多举措保物流，周一债市各期限上行 2 至 2.5BP。

周二，稳增长举措与联储收紧消息对债市持续施压。央行与外管局出台的 23 条金融措施支持实体、助力防疫，对城投的再融资能力预计有所提振。另外，美联储布拉德表示不排除一次加息 75BP，当天情绪较弱；虽然下午 LPR 下调预期的抬升小幅提振情绪，但全天中长期限仍旧收跌。

周三 LPR 未作下调，中美利差、人民币贬值、复工复产进程等因素连续冲击市场，10 年美债收益率三年来首破 2.90%，离岸美元兑人民币汇率来到 6.45 以上，债市持续释放空头情绪，各期限收益率日内上行 1-2.5BP。

进入下半周，汇率急贬持续至周五，离岸美元兑人民币最高站到 6.54 以上，债市呈震荡态势，市场扎堆短端，质押式回购日成交额为 6.15 万亿；

周五易纲行长在博鳌论坛上谈及货币政策的首要目标是稳物价和稳就业，当日中长端收益率小幅上行。

全周来看，资金面宽松和情绪大幅走弱，导致长短券分化明显，全周曲线陡峭上行，国开债 2 年、5 年、10 年收益率调整幅度分别在 1.5BP、6 至 8BP、7 至 9BP。

上周，央行进行公开市场逆回购操作 500 亿元，共有 600 亿逆回购到期，净回笼 100 亿，资金面持续宽松。三年国开 200203 上行 3.5BP 至 2.5850%，五年国开 220203 上行 7.25BP 至 2.7825%，十年国开 220205 上行 7BP 至 3.0775%；十年国债 220003 上行 5.75P 至 2.8425%。

信用债总体上涨，出现与利率品相似的长短分化，1 年期下行幅度在 6 至 8BP——短期限逐周出现信用利差从中高等级向低等级的压缩。

AAA、AA+、AA 信用利差百分位(2018 年至今)分别在 30%、15%、10%，考虑到一年期国开的下行幅度，AA+与 AA 利差的主动压缩体现出市场对收益确定性的追求。

分行业看，中低等级城投利差下行幅度远超产业债，地产债是为数不多的收益率上行行业。在利差压缩的大背景下，综合资质与供给因素，预计中低等级苏浙、中部地区城投债持续为近期机构追逐的标的。

二、核心观点

“以我为主，内外平衡”的货币政策态度下，随着短期疫情交易弱化，中长期利空因素权重不断增加。降准以来，债市走弱，曲线形态走陡。久期上的防守和收益确定性的追求导致短利率与信用品成为债市“避风港”。

资金利率的运行和信用品拥挤程度是近期需关注的主线。短期看资金维持宽松的概率较高，当前资金宽松主要由于疫情导致的税期延后和央行利润上缴形成的货币投放。

结合下周降准释放超 5,000 亿、央行剩余利润上缴约 4,000 亿等因素，在政府债券净融资未见显著抬升的情况下，短期资金面没有压力。中长期来看，宽信用节奏尚不清晰。

周初的经济数据已对未来稳增长主脉络给出了连续确认，联储加息背景下稳增长亟待政府部门与居民部门杠杆的提升与提振。

全年来看，在制造业投资高位回落和受疫情而产生的订单转移的背景下，缺少了地产的企稳，当下投融资向好的基建或显独木难支。目前，高频数据显示华东地区已出现明显的疫情外溢效应，杭州、南京、苏州、宁波等地销售呈环比恶化或底部徘徊态势。在地产基本面迟迟不能企稳的背景下，金融机构对地产的预期与偏好是否会陷入去年负循环值得关注。

最后，外部环境扰动程度逐步加深，人民币迎来贬值。关注此问题的同时，也需关注本轮美元走强发生在一个新兴市场积累顺差的过程；国内外经济周期背离与货币政策不同是因，汇率变化方向是果，二季度疫情走势和宏观经济筑底进程是人民币汇率稳定的核心。

三、展望未来

债市缺乏利好因素，久期上的防守和收益确定性的追求导致短利率与信用品成为债市“避风港”。资金利率预计短期维持宽松，信用品持续受到市场追逐。

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。