

一、 市场回顾

上周非银交易日仅周四周五两日，市场在美联储 5 月议息会议展示边际偏鸽姿态后，国内情绪提振，关键期限较节前小幅收涨 1BP 左右。

五一归来，政治局会议定调后，稳增长相关举措持续释放——多地持续传出地产调控松绑、证监会表示积极支持房企债券融资。虽然在结构上仍存在央企国企强而民企弱的特征，但地产债净融资有企稳改善苗头。

疫情方面，上海持续好转，社会面基本清零、新增确诊数据下降态势持续。市场开盘前更加关注 5 月美联储议息会议，而在答记者问中，鲍威尔明确表态“委员会不积极考虑加息 75BP”，排除单次加息 75B 的结论。本次美联储表态与过去相比无疑边际偏鸽，隔夜美债收益率有所下行。

周四，国内情绪较好，财新服务业 PMI 录得 36.2，再次确认当下受疫情影响而雪上加霜的基本面。财新服务业 PMI 更侧重华东沿海地区与中小企业，其读数的低迷也体现出疫情对中小企业、服务业的强劲冲击，当日收益率小幅下行。

周四晚间中央政治局常务委员会会议研究部署疫情防控工作，坚决贯彻“动态清零”总方针，周五市场窄幅震荡。海外方面，“排除单次 75BP”的偏鸽利好仅一天就被市场消化，美国股债延续滞胀叙事，三大股指全线重挫，标普 500 逼近 4100 点，十年美债来到 3.13%。

全周来看，央行进行公开市场逆回购操作 200 亿元，逆回购到期 600 亿，合计净回笼 400 亿；周五 DR001 加权 1.33%，DR007 加权 1.65%，资金面持续宽松。

三年国开 200203 下行 1BP 至 2.5900%，五年国开 220203 下行 0.5BP 至 2.7750%，十年国开 220205 下行 0.25BP 至 3.0600%；十年国债 220003 下行 0.75BP 至 2.8300%。

信用债本周上涨，一级投标情绪火热；二级一年期下行幅度在 2 至 3BP。短期限信用利差持续出现压缩，一年期 AAA、AA+、AA 信用利差百分位(2018 年至今)分别在 5%、5%、5%，(上周：15%、10%、10%；上上周：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。

货币政策方面，虽然5月美联储排除单次75BP加息选项，但美国联邦基金利率期货持续押注6月加息75BP。美国的就业、物价数据同样显示其中期选举前压低通胀的任务仍然艰巨，国内货币政策难有显著的增量举措。

资金面方面，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，疫情防控无疑对短期的基本面复苏形成牵制；但更长视角来看，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。**

从债券市场来看，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“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发力。

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

联储加息缩表节奏难言明朗，国内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。

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。