

中国关税管制启动，债市走强后转震荡

- **一级市场回顾** 上周一级市场国债、地方债和政策性金融债发行规模分别为 3272 亿、2019 亿和 1610 亿，净融资额为-2725 亿、1639 亿和-720 亿。金融债（不含政金债）共计发行规模 1234 亿，净融资额 663 亿。非金信用债共计发行规模 2891 亿，净融资额 896 亿。可转债新券发行 1 只，预计融资规模 12 亿元。
- **二级市场回顾** 上周债市收益率大幅下行后转向震荡，曲线整体走平。主要影响因素包括：资金面、中国关税反制、美国政策波动等。
- **流动性跟踪** 上周央行继续回笼流动性，但市场震荡期间资金面表现偏松。最终 R001 和 R007 分别较前周下行 2.3BP 和下行 4.1BP。
- **政策与基本面** 3 月国内通胀水平继续在低位运行，关税后通胀面临进一步下行的风险。高频数据来看：高频生产指标分化中上游强下游弱，房地产景气度下行，大宗商品价格大幅波动。
- **海外市场** 以中国为首地区开启对美关税反制，虽其后特朗普所有让步但市场对美脱钩世界贸易体系担忧上升，美资产面临资金流失压力。10 年期美债收盘在 4.48%，较前周上行 47BP。
- **权益市场** 美国关税政策反复不定，中方开启反制。上周 A 股受国家队下场及部分央国企回购等消息影响，呈现较强韧性，市场在周一大幅下跌后，随后开展反攻态势，沪深 300 周二至周五连涨四天。具体看，上周沪深 300 周一下跌 7.05%，随后四天反弹，周内下跌幅度收窄至 2.87%，万得全 A 周一下跌 9.26%，周内合计下跌 4.31%。成交量方面，周内日均成交额 1.61 万亿，周度日均成交量增加 4756 亿。
- **债市策略展望** 在中美全面对抗的背景下，以出口为代表的经济领域将不可避免得遭受较大冲击，后续财政货币双宽松加码以对冲经济下行压力有较大可能性。但短期之内央行降准降息依然有制约：一是特朗普政策目前来看不确定性依然很高，且中美谈判尚未开启，需等待明确结果后才好采取对应政策；二是当前央行稳汇率需求依然很大，一方面留有对美谈判的汇率筹码，另一方面也给非美经济体建立中国不竞争性贬值的信心；三是当前基本面尚未明显走弱，刺激政策带来的经济脉冲效应仍在。对债市而言，短期或仍保持震荡状态，等待海内外事件的进一步发酵，但长端大幅调整风险已相对可控，信用债表现预期优于利率债。转债方面，市场进入 4 月，转债对于外部

关税冲击风险定价后，整体性价比再次提升。中方强硬反制美方肆意加征高关税、汇金大幅增持宽基 ETF、数百家上市公司宣布回购计划等利好呵护下，未来海外贸易更进一步的坏消息对风险偏好的影响可能有限，重点关注国内政策应对。短期内可围绕内需、自主可控、错杀等方向展开交易。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。