

## 富荣固收：债市震荡偏强，合理充裕基调未变

### 观点：

上周银行间流动性有所扰动，在海外风险事件扰动背景下，上周五央行公布降准，显示央行继续呵护资金面，资金利率可能继续运行在政策利率附近。海外风险事件导致外围市场大幅波动，国内权益市场受到拖累，债券市场表现平稳。3月以来，市场对经济复苏预期边际走弱，叠加海外风险事件冲击，国内债市表现总体向好。

上周债市震荡回暖，整体对经济数据反应平淡。信用债收益率曲线整体下行，短端品种收益率小幅上行，中长端品种收益率下行幅度较大。

央行第4个月超额续作MLF，并通过降准补充市场中长期流动性，有利于资金面的缓解，跨季资金面将相对友好。预计货币政策在经济出现明显的回升之前或不会转向。本次降准后会释放商业银行需求，同时会使得曲线再度陡峭化。

近期市场受到两会GDP增速较低的影响走出一小波行情，叠加股债跷跷板因素的影响，经济企稳回升的强预期稍微有所弱化，整体对债市偏利好。二季度由于基数效应，基本面数据可能会比较亮眼，但从两会等措辞来看，今年的经济发展更加务实和追求高质量发展，经济复苏趋势难以形成，在此过程中仍可继续博弈预期差。本次降准后，将有利于确定性更强的中短端品种，长端品种将受到宽信用预期和地缘政治等多因素的影响不确定性更大。

# 1、周度要闻

## 1.1 重要数据

今年前两个月经济企稳向上，制造业基建形成支撑，地产降幅收窄，消费整体回暖。财政发力前置支出加快，收入增速大降，税收和非税收入低于季节性。

(1) 国家统计局公布数据显示，1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 2.4%，比 2022 年 12 月份加快 1.1 个百分点；全国固定资产投资 53577 亿元同比增长 5.5%，制造业投资累计同比增 8.1%，基建投资增速 9.0%；社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%；全国城镇调查失业率平均值 5.6%。1-2 月份，全国房地产开发投资 13669 亿元，同比下降 5.7%；其中，住宅投资 10273 亿元，下降 4.6%。1-2 月商品房销售面积 15133 万平方米，同比下降 3.6%；房地产开发企业到位资金 21331 亿元，同比下降 15.2%。

(2) 财政部发布 1-2 月财政收支情况，1-2 月累计，全国一般公共预算收入 45642 亿元，同比下降 1.2%；一般公共预算支出 40898 亿元，同比增长 7%。主要税收收入项目方面，国内增值税 15787 亿元，同比增长 6.3%；企业所得税收入 10167 亿元，同比增长 11.4%；个人所得税收入 3881 亿元，同比下降 4%；印花税收入 781 亿元，同比下降 31.3%。1-2 月累计，地方政府性基金预算本级收入 6323 亿元，同比下降 26.1%。

(3) 美国 2 月 CPI 同比升 6%，环比上升 0.4%。2 月核心 CPI 同比升 5.5%，环比上升 0.5%。

## 1.2 时政新闻

(1) 人民银行发布消息称，为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕，决定于 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。此次降准为全面降准，除已执行 5% 存款准备金率的

部分法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率 0.25 个百分点。此次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。

(2)《党和国家机构改革方案》公布。《方案》提出，组建中央金融委员会，负责金融稳定和发展的顶层设计、统筹协调、整体推进、督促落实等；不再保留国务院金融委及其办事机构，将国务院金融委办公室职责划入中央金融委员会办公室；组建中央科技委员会，统筹推进国家创新体系建设和科技体制改革，研究审议国家科技发展重大战略、重大规划、重大政策等。

(3) 欧洲央行将三大主要利率均上调 50 个基点，三项主要利率中再融资利率 3.50%，边际贷款利率 3.75%，存款利率 3.00%。

(4) 美联储公布最新的资产负债表显示，在 3 月 8 日到 3 月 15 日一周时间内，美联储向美国银行借款 1648 亿美元，创下历史新高，超过 2008 年金融危机时刻。此外，美联储还向美国联邦存款保险公司(FDIC)提供了 1420 亿美元的贷款资金。

## 2、资金市场

**3.13-3.17 央行公开市场投放 4630 亿元 7D 逆回购，到期 320 亿元；MLF 续作 4810 亿元，到期 2000 亿元。**

上周（3.13-3.17）加权资金利率整体下行，资金面较宽松。R001 和 DR001 周内分别上行至 2.35%、2.25%，平均值较前一周上行 54bp、53bp。R007 和 DR007 周内分别上行至 2.36%、2.11%，平均值较前一周上行 23bp、18bp。3M-SHIBOR 利率继续上行约 0.3bp 至 2.50%。

表 1、资金利率中枢跟踪

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.812	2.242	1.646	2.014	2.402
2022	1.548	1.952	1.451	1.766	2.074
2021	2.032	2.319	1.948	2.172	2.519
2020	1.660	2.229	1.579	2.024	2.397
2019	2.239	2.671	2.168	2.527	2.833
今年-2019	-0.427	-0.429	-0.522	-0.513	-0.431

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

表 2、资金利率周变化

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/3/17	2.353	2.363	2.252	2.113	2.500
2023/3/16	2.445	2.397	2.297	2.207	2.500
2023/3/15	2.249	2.358	2.113	2.122	2.500
2023/3/14	1.914	2.307	1.826	2.078	2.499
2023/3/13	1.705	2.233	1.613	1.968	2.498

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

上周（3.13-3.17）银行同业存单发行 7188 亿元，到期 6210 亿。一级 CD 发行利率整体下行，1 月期下行 1bp 至 2.39%，3 月期下行 3.2bp 至 2.47%，6

月期下行 2.66bp 至 2.64%，9 月期下行 3.81bp 至 2.65%，1 年期利率下行 2.98bp 至 2.73%。二级市场收益率方面，1 月期存单上行 7.62bp 至 2.53%，3 个月存单利率下行 1.35bp 至 2.47%，1 年期存单利率下行 4bp 至 2.68%。

图 1、CD 发行利率下行



数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

图 2、CD 到期收益率下行



数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

### 3、高频数据

需求端改善带动价格上行。贸易供需整体均衡，工业生产延续强势，开工率维持涨势，水泥、玻璃产销上行。硅谷银行事件影响下工业品价格回落。

通胀方面，农业部公布的全国猪肉平均批发价为 20.64 元/公斤，环比下跌 1.75%。目前部分地区出栏积极性较高，但需求侧缺乏增长因素，供大于求的格局未改变。本周蔬菜价格环比-4.0%左右；其他二级子项方面，水果价格环比+4.6%，鸡蛋价格环比+1.42%，涨幅继续扩大。农产品批发价格 200 指数、菜篮子产品批发价格指数分别-0.35%、-0.43%左右，跌幅较前周略有走扩。

进出口方面，CCFI 指数、SCFI 指数环比-2.8%、+0.4%，运输需求平稳，供需基本面均衡，出口集运价格出现企稳迹象。上海港出口欧洲运价环比涨 1.5%左右；北美航线运输需求持续疲弱，运价延续下跌。本周 BDI 指数环比+15.9%，CDFI 指数环比+6.1%。

工业生产方面，环渤海动力煤均价环比持平报 732 元/吨。需求方面，北方供暖季结束，叠加长江水位上涨、水电改善，部分电厂开启检修，煤电负荷下降。沿海八省电厂日耗 185.3 万吨，环比下降 9.4 万吨，整体平稳。煤价方面，国内煤矿基本恢复正常生产，采购拉运以长协保供为主。港口煤价震荡偏弱，市场交投氛围清淡。

PTA 开工率环比上升至 71.7%。与去年同期相比，织造工厂终端外贸订单萎缩，订单不佳仍会抑制需求，叠加 PTA 低加工费之下，大厂检修降负可能仍有发生，PTA 开工率难以大幅上行。

Myspic 综合全国钢铁价格指数环比涨 1.0%，高线、螺纹钢、热卷价格环比分别+0.4%、+0.7%、+1.5%，连续第二周上涨，但涨幅边际收窄，周内先涨后跌。供给方面，本周全国高炉开工率（247 家）约为 82.3%，环比上升 0.3pct，连续九周上行。需求方面，螺纹钢库存指数环比下降 2.5%，降幅较前周继续扩大、去库提速。南华玻璃指数环比+0.9%。现货方面，市场产销进一步回暖，多地玻璃厂商继续涨价，加之部分下游刚需补库，整体库存呈现下降趋势。加工企业新订单量整体仍然不足，刚需备货后、补库情绪依然承压，市场情绪偏谨慎。

长江有色铜周度均价环比-1.4%，LME 铜周度均价-1.9%。本周，硅谷银行破产强化市场对美联储加息之下的经济金融市场的负面预期，抑制铜价表现。

水泥价格环比+0.4%，较前周涨幅收窄。30 城地产成交面积再度回升。3 月 10 日-3 月 16 日，30 城地产销售面积 342 万平方米，环比上升 9.4%，一、二、三线城市环比+16.0%、+3.7%、+16.4%，再度回暖；较去年春节后同期高约 27%。按月度同比看，截至第三周，当月成交均值（日度）同比去年高 30%左右，增速接近 2 月水平。拿地方面，3 月 6 日-3 月 12 日，100 大中城市土地成交面积约 755 万平方米，继续下降 7.6%左右，溢价率上升至 3.9%。

消费方面，3 月前两周，汽车零售同比-17%。乘联会数据显示，3 月 1 日-12 日，乘用车零售日均 3.45 万辆，同比-17%，环比 2 月同期-11%；汽车批发日均 3.76 万辆，同比-18%，环比+6%。

3 月 13 日-3 月 17 日，布伦特、WTI 原油价格分别环比上周五分别-11.8%、-13.0%，跌幅明显扩大，周内整体呈现震荡下行。

## 4、债券市场

利率市场窄幅震荡调整，国债短端大幅下行。利率品种收益率整体下行，短端收益率下行幅度较大，国债 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别下行 1.4bp、0.03bp、0.9bp 和 0.25bp；国开债 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别下行 3.7bp、2.58bp、1.39bp 和 0.75bp。10Y 国债、国开债、口行和农发历史分位数分别处在 25.23%、10.61%、6.40%和 6.39%，长端被压至近 4 年来的历史低位，国债性价比好于政金债。

表 3、利率品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1.40	-0.03	-0.90	-0.25
国开	-3.70	-2.58	-1.39	-0.75
口行	-1.07	-1.83	-2.03	-4.12
农发	-1.63	-1.35	-1.70	-4.04

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

表 4、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	45.89%	48.34%	42.48%	25.23%
国开	40.86%	31.85%	24.53%	10.61%
口行	41.18%	31.94%	23.14%	6.40%
农发	40.82%	31.47%	24.31%	6.39%

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

信用债发行量环比上升、净融资环比下降，供给仍高度集中在国企，区域严重分化。信用债发行 4023 亿元，较前一周 3681 亿元环比上升，净融资 670 亿元，较前一周 911 亿元环比下降。产业债发行 1913 亿元，较前一周 1509 亿元环比上升，净融资规模 60 亿元环比上升。城投债发行规模 2110 亿元环比下降，净融资规模 610 亿元环比下降。整体来看，各地区信用债发行总量较前一



周有所上升，净融资总量有所下降，信用债发行和净融资变化幅度较大的地区主要分布在发债大省，其他地区变化不明显。

图 3、信用债各地区发行、对比情况

地区	上周					本周					周度变动				
	城投	央企产业债	地方国企产业债	民企产业债	合计	城投	央企产业债	地方国企产业债	民企产业债	合计	城投	央企产业债	地方国企产业债	民企产业债	合计
广东省	72	40	29	5	146.00	83.1	115	194	17.5	409.60	11.10	75.00	165.00	12.50	
江苏省	399.84	20	87	0	506.84	508.01	0	114.52	0	622.53	108.17	(20.00)	27.52	0.00	
山东省	129.4	17.4	101.26	10	258.06	199.85	37	101.1	0	337.95	70.45	19.60	(0.16)	(10.00)	
天津市	66	10	5	0	81.00	104.9	33	15	0	152.90	38.90	23.00	10.00	0.00	
云南省	25.9	0	4.5	0	30.40	79.5	0	10	0	89.50	53.60	0.00	5.50	0.00	
上海市	32.5	75	20	44	171.50	71.5	60	63.85	26	221.35	39.00	(15.00)	43.85	(18.00)	
福建省	73	0	55	0	128.00	97	0	76	0	173.00	24.00	0.00	21.00	0.00	
广西壮族自治区	38.25	0	1	0	39.25	46.45	0	23	0	69.45	8.20	0.00	22.00	0.00	
西藏自治区	0	0	0	0	0.00	30	0	0	0	30.00	30.00	0.00	0.00	0.00	
甘肃省	0	0	0	0	0.00	16.58	0	4	0	20.58	16.58	0.00	4.00	0.00	
辽宁省	0	0	6	0	6.00	0	20	0	0	20.00	0.00	20.00	(6.00)	0.00	
陕西省	54.1	10	5	0	69.10	38	0	44	0	82.00	(16.10)	(10.00)	39.00	0.00	
山西省	26	0	10	0	36.00	2	0	45	0	47.00	(24.00)	0.00	35.00	0.00	
吉林省	30	0	0	0	30.00	30	10.62	0	0	40.62	0.00	10.62	0.00	0.00	
新疆维吾尔自治区	10	15	8.6	0	33.60	24.3	0	16	0	40.30	14.30	(15.00)	7.40	0.00	
黑龙江省	0	0	0	0	0.00	5.2	0	0	0	5.20	5.20	0.00	0.00	0.00	
宁夏回族自治区	0	0	0	0	0.00	0	0	5	0	5.00	0.00	0.00	5.00	0.00	
湖北省	102.3	25	25	10	162.30	109.7	16.7	39.4	0	165.80	7.40	(8.30)	14.40	(10.00)	
海南省	0	0	0	0	0.00	0	0	2	0	2.00	0.00	0.00	2.00	0.00	
内蒙古自治区	0	0	5	0	5.00	0	0	5	0	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
青海省	0	0	0	0	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
贵州省	3	0	0	0	3.00	2.8	0	0	0	2.80	(0.20)	0.00	0.00	0.00	
安徽省	106.1	0	13	2	121.10	94	0	19	5	118.00	(12.10)	0.00	6.00	3.00	
浙江省	347.5	0	76.3	9	432.80	306.7	0	117.5	3	427.20	(40.80)	0.00	41.20	(6.00)	
河北省	58.4	0	0	0	58.40	8.5	0	30	0	38.50	(49.90)	0.00	30.00	0.00	

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

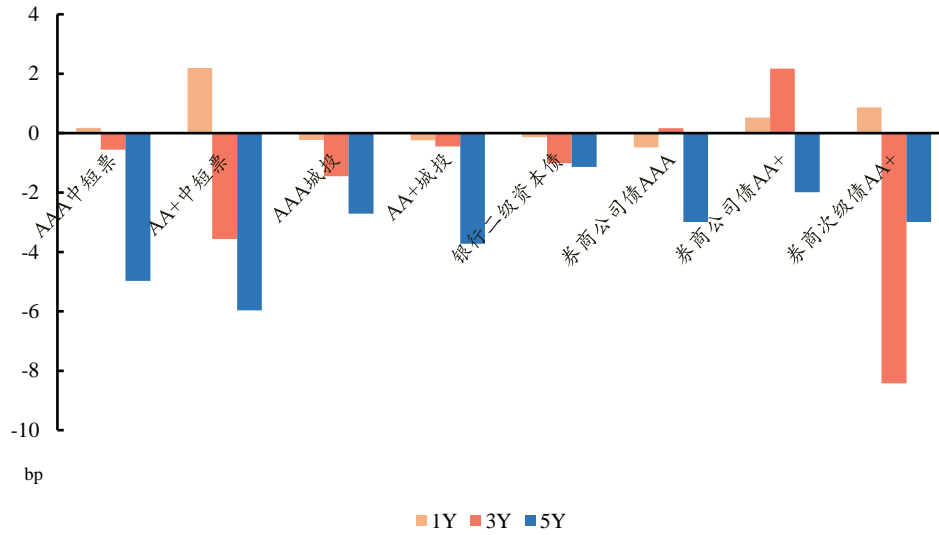
中端品种表现较好。5Y 收益率下行 2-6bp，其中 AAA、AA+城投分别下行 2.7bp、3.7bp，信用利差分别处在 23%和 28%分位数；AAA、AA+券商债分别下行 3bp、2bp，信用利差分别处在 23%和 46%分位数；券商次级债下行 3bp，信用利差处在 66%分位数。

表 5、信用品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	0.18	-0.56	-4.97
AA+中短票	2.19	-3.56	-5.97
AAA 城投	-0.23	-1.45	-2.71
AA+城投	-0.24	-0.45	-3.72
银行二级资本债	-0.14	-1.01	-1.14
券商公司债 AAA	-0.48	0.17	-2.99
券商公司债 AA+	0.52	2.17	-1.99
券商次级债 AA+	0.87	-8.42	-2.99

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

图 4、信用品种收益率每周变化



数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

表 6、信用品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	18.85%	38.61%	27.59%
AA+ 中短票	12.57%	25.21%	34.72%
AAA 城投	18.73%	31.87%	23.10%
AA+ 城投	17.55%	31.49%	28.24%
银行二级资本债	22.94%	44.39%	45.98%
券商公司债 AAA	19.32%	39.65%	22.89%
券商公司债 AA+	22.86%	49.47%	46.49%
券商次级债 AA+	27.51%	34.08%	66.26%

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

## 5、市场回顾和展望

上周银行间市场流动性边际收敛，近期海外风险事件冲击叠加市场对经济预期边际走弱，债券收益率窄幅震荡调整回暖。狭义流动性方面，上周虽然央行超额续作 MLF 并加码逆回购投放，不过银行间流动性因缴税缴准扰动而边际收敛。广义流动性方面，3 月以来票据利率有所上行，不过斜率较年初放缓，可能预示信贷投放更为匀速。一级方面，利率债与信用债净增量均回落；二级方面，海外风险事件对国内债市影响有限，债券收益率窄幅震荡调整，在避险情绪抬升叠加股债跷跷板效应下整体偏暖，不过受制于资金紧平衡，债市杠杆边际回落。上周五央行公布降准，显示央行继续呵护资金面，资金利率可能继续运行在政策利率附近。海外风险事件导致外围市场大幅波动，国内权益市场也受到拖累，不过债券市场表现平稳。3 月以来，市场对经济预期边际走弱，叠加海外风险事件冲击，国内债市表现总体向好。

上周国内经济延续弱复苏，通胀继续低位运行。从需求来看，投资方面，地产新房销售小幅改善，基建力度仍然较强，建材表观消费回升；消费方面，耐用品消费有所改善，服务消费边际趋弱；外贸方面，海外基本面继续走弱，叠加风险事件冲击，外需前景仍不乐观。从产出来看，工业产出高位运行，服务业产出有所放缓，一季度整体产出明显回升。从通胀来看，工业品现货价格低位运行，PPI 同比降幅或继续扩大，CPI 同比保持低迷。

降准落地曲线陡峭化趋势，长期基本面仍存在可博弈预期差。目前曲线较为平坦，上周五降准之后一方面会释放商业银行的需求，另一方面会使得曲线再度陡峭化。近期市场受到两会 GDP 增速较低的影响走出了一小波行情，叠加股债跷跷板因素的影响，经济企稳回升的强预期稍微有所弱化，整体对债市偏利好。今年以来，随着经济逐步回升，资金利率的中枢整体抬升，货币政策在经济出现明显的回升之前或不会转向，预计二季度仍将维持宽松，季末、半年末、年末等关键时点资金面可能会比较紧张。二季度由于基数效应，基本面数据可能会比较亮眼，但从两会等措辞来看，今年的经济发展更加务实和追求高质量发展，所以经济复苏趋势难以形成，在此过程中仍可继续博弈预期差。本次降准后，将有利于确定性更强的中短端品种，长端品种将受到宽信用预期和地缘政治等多因素的

影响不确定性更大。

**风险提示：**

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。