

市场交易通缩，出口数据超预期

观点：

资金利率跨季后延续宽松，债市整体走牛。十年国债活跃券下行 1.85bp，十年国开活跃券下行 1.8bp，国债期货 T2306 上涨 0.18 元。

通胀数据偏利好，社融及信贷利空钝化，出口数据超预期。经济内生修复动能不足放大市场对通缩的担忧，通胀数据偏利好；社融及信贷利空钝化，结构方面企业和居民中长贷增长较多，企业部分流向基建，居民部分或与一季度地产修复有关。出口数据超预期，整体对东盟和俄罗斯出口份额大幅提升，数据对市场冲击较大，周四债市微跌。

后续关注经济数据和 4 月政治局会议。当前债市对经济基本面转弱的预期反映较充分，整体表现较强势。一季度货币政策例会央行未再提“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，总体更为乐观。同时对政策平稳的诉求更强，对信贷增长的诉求，从“有效增长”变为“合理增长”，未提“逆周期调节”。目前资金利率围绕政策利率附近波动，但税期资金面或波动较大。4 月份 1500 亿元 MLF 到期和经济数据即将落地，债市可能重回基本面修复主线。权益市场连续强势对债市形成一定压制。后续关注 4 月政治局会议定调。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 3 月份，我国社会融资规模增量为 5.38 万亿元，前值 3.16 万亿元；3 月末社会融资规模存量为 359.02 万亿元，同比增长 10%。3 月 M2 同比增长 12.7%，前值 12.9%。3 月新增人民币贷款 3.89 万亿元，前值 1.81 万亿元。一季度人民币贷款增加 10.6 万亿元，同比多增 2.27 万亿元。分部门看，住户贷款增加 1.71 万亿元，其中，短期贷款增加 7653 亿元，中长期贷款增加 9442 亿元；企（事）业单位贷款增加 8.99 万亿元，其中，短期贷款增加 3.17 万亿元，中长期贷款增加 6.68 万亿元，票据融资减少 9803 亿元；非银行业金融机构贷款减少 791 亿元。

(2) 国家统计局发布数据显示，我国 3 月 CPI 同比上涨 0.7%，环比下降 0.3%；核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比 2 月扩大 0.1pct；3 月 PPI 同比降幅进一步扩大至 2.5%，环比持平。

(3) 据海关统计，一季度我国外贸进出口总值 9.89 万亿元，同比增长 4.8%，其中出口 5.65 万亿元，同比增长 8.4%；进口 4.24 万亿元，同比增长 0.2%。3 月当月外贸进出口总值 3.71 万亿元，同比增长 15.5%，其中出口 2.16 万亿元，同比增长 23.4%；进口 1.55 万亿元，同比增长 6.1%。

1.2 时政新闻

(1) 央行货币政策委员会召开 2023 年第一季度例会。会议指出，要打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡，统筹金融支持实体经济与防风险，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。要用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，

推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

2、资金市场

4.10-4.16 央行公开市场净投放 250 亿元，7 天期逆回购投放 540 亿元，到期规模 290 亿元。

上周(4.10-4.16)隔夜利率回升,DR007 维持在政策利率附近。R001 和 DR001 周内分别上行 23.11bp、24.47bp 至 1.71%、1.61%，平均值较前一周上行 10.85bp、12.36bp。R007 和 DR007 周内分别变化-7.1bp、+1.72bp 至 2.13%、2.42%，平均值较前一周变化-3.6bp、+7.46bp。3M-SHIBOR 利率上行 1.2bp 至 2.42%。

表 1、资金利率中枢跟踪

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.842	2.406	1.665	2.056	2.433
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	-0.397	-0.266	-0.503	-0.471	-0.400

数据来源：Wind，富荣基金

表 2、日度资金利率

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/4/14	1.71	2.13	1.61	2.02	2.42
2023/4/13	1.46	2.18	1.31	1.99	2.42
2023/4/12	1.52	2.17	1.36	1.99	2.42
2023/4/11	1.57	2.22	1.42	1.98	2.42
2023/4/10	1.48	2.21	1.34	2.00	2.41

数据来源：Wind，富荣基金

上周(4.10-4.16) 银行同业存单发行 7094 亿元，到期 5803 亿。一级 CD 发行利率方面，1 月期下行 15bp 至 2.05%，3 月期上行 6.93bp 至 2.47%，6 月期上行 1.6bp 至 2.54%，1 年期利率上行 0.67bp 至 2.65%。二级市场收益率方面，1 月期存单利率下行 1.35bp 至 2.29%，3 月期存单利率上行 0.1bp 至 2.42%，6 月期存单利率上行 0.67bp 至 2.49%，9 月期存单利率上行 3.83bp 至 2.58%，1 年期存单利率下行 2bp 至 2.62%。3 月期、1 年期收益率分别处在 35%、31%历史分位数。

图 1、CD 发行利率下行



数据来源：Wind，富荣基金

图 2、CD 到期收益率上行



数据来源：Wind，富荣基金

3、高频数据

生产方面，环渤海动力煤 732 元/吨，环比持平。PTA 开工率 79.21% 环比减少 0.5pct。Myspic 综合钢价指数 153.76 环比减少 1.45%；高炉开工率 84.740% 环比增加 0.04pct，连续 13 周上行。玻璃小幅提涨，南华玻璃指数环比+2.67%。长江有色铜价微涨，长江有色铜周度均价环比+2.18%，LME 铜周度均价+2.78%。

进出口方面，出口方面，CCFI 综合指数环周下降 1.1% 至 942.1 点、SCFI 综合指数环周上升 8.0% 至 1033.65 点。进口方面，CDFI 综合指数为 1090.67 点，较上周下降 2.07%，宁波出口集装箱运价指数环周上升 9.3% 至 747.5 点。全球范围来看，波罗的海干散货指数环周下降 8.01% 至 1435 点。

通胀方面，猪肉批发平均价格为 19.39 元/公斤，较上周下降 1.37%。28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 4.92 元/公斤，较上周下降 0.61%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.99 元/公斤，较上周上涨 2.70%；农产品批发价格 200 指数为 127.12 点，较上周下降 1.2%。

地产方面，30 大中城市商品房成交面积 46.16 万平方米，环周下降 3.30%，其中一/二/三线城市商品房成交面积环周分别变化+27.68%、-14.39%、+0.49% 至 11.85 万平方米、24.93 万平方米、9.38 万平方米。水泥价格指数为 139.32 环比下降 0.92%。

消费方面，4 月 1 日-4 月 9 日，乘用车零售日均 3.65 万辆，环比-68.22%；汽车批发日均 2.76 万辆，环比-82.98%。布伦特、WTI 原油价格分别环比上涨 1.40%、2.26%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	19.39	19.66	-1.37%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	4.92	4.95	-0.61%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.99	7.78	2.70%
	鸡蛋(元/公斤)	10.42	10.38	0.39%
	农产品批发价格 200 指数	127.12	128.67	-1.20%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	128.78	130.55	-1.36%
进出口	CCFI	942.14	952.89	-1.13%
	SCFI	1033.65	956.93	8.02%

	BDI	1435.00	1560.00	-8.01%
	CDFI	1090.67	1113.78	-2.07%
	环渤海动力煤(Q5500K)(元/吨)	732.00	732.00	0.00%
	PTA 开工率	79.21%	79.71%	-0.005
	Myspic 综合钢价指数	153.76	156.03	-1.45%
	螺纹	162.16	165.35	-1.93%
	线材	176.78	180.29	-1.95%
工业生产	热卷	150.67	152.60	-1.26%
	高炉开工率(247 家)	84.74%	84.30%	0.004
	南华玻璃指数	2097.15	2042.56	2.67%
	螺纹钢库存指数	242.30	248.40	-2.46%
	长江有色铜(元/吨)	70460.00	68960.00	2.18%
	LME 铜(美元/吨)	9082.00	8836.00	2.78%
	水泥价格指数	139.32	140.62	-0.92%
	30 大中城市:商品房成交面积			
	(万平方米)	46.16	47.74	-3.30%
	30 大中城市:商品房成交面积:			
投资	一线城市(万平方米)	11.85	9.28	27.68%
	30 大中城市:商品房成交面积:			
	二线城市(万平方米)	24.93	29.12	-14.39%
	30 大中城市:商品房成交面积:			
	三线城市(万平方米)	9.38	9.34	0.49%
	乘用车零售当周日均销量(辆)	36474	114787	-68.22%
	乘用车批发当周日均销量(辆)	27550	161855	-82.98%
消费	布伦特原油(美元/桶)	86.31	85.12	1.40%
	WTI 原油(美元/桶)	82.52	80.7	2.26%

数据来源: Wind, 富荣基金

4、债券市场

受基本面数据和预期博弈的影响，债市波动较大，长端下行 2bp 左右。国债 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别下行 1.87bp、1.73bp、0.54bp、1.83bp；国开债 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别上行 1.5bp、0.18bp、下行 0.16bp、1.65bp。长端下行相对较多，10Y 国债、国开债、口行和农发历史分位数分别处在 24.10%、10.23%、4.98%和 4.95%。

表 4、利率品种收益率周变化

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1.87	-1.73	-0.54	-1.83
国开	1.50	0.18	-0.16	-1.65
口行	-0.90	0.25	-1.25	-2.30
农发	-1.14	1.24	-1.13	-2.41

数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	46.77%	48.52%	43.37%	24.10%
国开	39.99%	32.47%	24.55%	10.23%
口行	40.70%	32.29%	23.17%	4.98%
农发	40.70%	31.93%	24.27%	4.95%

数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

上周信用债发行环比上升，净融资环比上升，发行主要分布在北京、江苏、浙江等地区。上周信用债共发行 3662.34 亿元，较前一周 2277.72 亿元环比上升；由于发行量环比上升，上周信用债净融资 651.77 亿元，较前一周 644.56 亿元环比上升。一级信用债发行主要分布在北京、江苏、浙江等地区；各省份发行占比情况的环比变化来看，内蒙古、北京、浙江等地区占比较上周有所提升，福建、山东、广东等地区占比较上周有所下降；各省份净融资情况的环比变化来看，北京、内蒙古、江苏等地区净融资较上周环比上升，天津、云南、吉林地区净融资

为负。

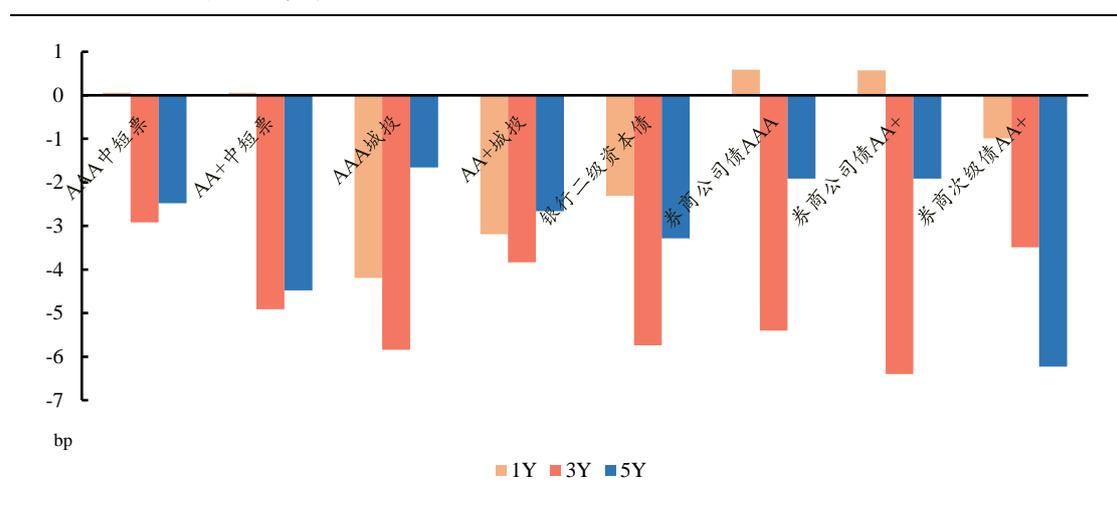
上周信用债收益率整体下行，中长端下行幅度更大，短端信用利差分位数在较低位置。一年期品种收益率变化较小，城投债下行相对较大，3年期和5年期各品种整体下行2-5bp。其中，高等级信用债1Y、3Y和5Y分别下行4.19bp、5.84bp和1.66bp；银行二级资本债1Y、3Y和5Y分别下行2.31bp、5.74bp和3.28bp；券商债AAA、AA+的3年期收益率分别下行5.4bp和6.4bp。信用利差方面，一年期下行1.5bp左右，3年期和5年期整体下行2-5bp。其中，中高等级城投债1-3Y下行4-6bp；券商债AAA和AA+信用利差3年期分别下行5.58bp和6.58bp；券商次级债1Y、3Y和5Y分别下行2.49bp、3.67bp和6.07bp。

表 6、信用品种收益率周变化

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	0.06	-2.92	-2.48
AA+中短票	0.06	-4.91	-4.48
AAA 城投	-4.19	-5.84	-1.66
AA+城投	-3.19	-3.83	-2.66
银行二级资本债	-2.31	-5.74	-3.28
券商公司债 AAA	0.59	-5.4	-1.91
券商公司债 AA+	0.57	-6.4	-1.91
券商次级债 AA+	-0.99	-3.49	-6.23

数据来源：Wind，富荣基金

图 3、信用品种收益率每周变化



数据来源：Wind，富荣基金

表 7、信用品种信用利差分位数

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	20.23%	30.56%	20.87%
AA+中短票	12.73%	17.24%	23.54%
AAA 城投	18.61%	24.87%	22.93%
AA+城投	16.53%	22.33%	23.05%
银行二级资本债	23.12%	32.38%	41.83%
券商公司债 AAA	16.12%	30.20%	19.24%
券商公司债 AA+	22.03%	30.97%	29.77%
券商次级债 AA+	19.40%	25.39%	54.78%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

资金利率跨季后延续宽松，债市整体走牛。DR001、DR007、R001、R007 分别较前周变动约 24bp、2 bp、21 bp 和-14 bp 至 1.61%、2.02%、1.71%和 2.13%。利率互换 SHIBOR_3M 和 FR007_1Y 下行 1-2 bp。质押式回购日均交易量 7.27 万亿，较前周下降 3.5%，全周质押式回购成交量 36.4 万亿，较前周增加 6.23 万亿元；隔夜占比 90.4%，提高 0.8 pct。周二发布 3 月通胀、社融数据，市场对利空因素相对钝化；周四出口数据超预期，债市微跌。全周十年国债活跃券下行 1.85bp，十年国开活跃券下行 1.8bp，国债期货 T2306 上涨 0.18 元。

通胀数据偏利好，社融及信贷利空钝化。通胀方面，3 月 CPI 同比上涨 0.7%（前值为 1%），核心 CPI 同比增长 0.7%（前值为 0.6%）；PPI 同比下降 2.5%（前值为下降 1.4%）。金融数据方面，3 月新增人民币贷款 3.89 万亿元（前值为 1.81 万亿元），新增社融 5.38 万亿元（前值为 3.16 万亿元），社融同比增速为 10%（前值为 9.9%），M2 同比增速为 12.7%（前值为 12.9%）。CPI 通缩风险较高，通胀数据偏利好；市场对社融及信贷利空钝化，周二利率曲线小幅平坦化下行，结构方面企业和居民中长贷增长较多，企业部分流向基建，居民部分或与一季度地产修复有关。

出口超市场预期，进口偏弱。3 月我国进出口总值 5429.9 亿美元，同比增长 7.4%。其中，出口 3155.9 亿美元，同比上涨 14.8%；进口 2274.0 亿美元，同比下跌 1.4%；贸易顺差 881.9 亿美元，同比上涨 98.8%。出口对东盟和俄罗斯份额大幅提升，数据对市场冲击较大。同时美国超额储蓄居民端 1.2 万亿，短期对外需形成支撑。

后续关注经济数据和 4 月政治局会议。当前债市对经济基本面转弱的预期反映较充分，整体表现较强势。一季度货币政策例会央行未再提“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，总体更为乐观。同时对政策平稳的诉求更强，对信贷增长的诉求，从“有效增长”变为“合理增长”，未提及“逆周期调节”。目前资金利率围绕政策利率附近波动，但税期资金面或波动较大。4 月份 1500 亿元 MLF 到期和经济数据即将落地，债市可能重回基本面修复主线。权益市场连续强势对债市形成一定压制。后续关注 4 月政治局会议定调。

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。