

## 富荣固收：风险偏好回升债市承压，降准后收益反而上行

### 观点：

上周风险偏好回升成为影响债市的主线。3月17日央行宣布降准之后，上周周初债市受到降准消息的影响大幅上涨，随后因股债跷跷板效应明显，债市震荡走弱。虽然周中以来资金价格边际转松，但是市场对于信贷扩张的资本来源以及同业业务的担忧，使得市场的做多信心受到了一定程度的影响。一级方面，利率债净增量明显回升并创年初以来新高，信用债净增量有所下行。二级方面，信用债长短表现分化，二级资本债和永续债周五受消息面影响，收益上行幅度高于其他品种。

上周需求侧服务消费表现好于投资及耐用品消费，供给侧边际有小幅走弱。地产新房销售环比一定幅度回升，土地市场热度仍未见明显好转；美国经济进一步边际走弱，外需下行背景下出口压力延续并已经反映在本月EPMI上。

3月制造业保持改善趋势，通胀环比难有较大边际抬升。3月以来工业生产维持在相对高位运行，但近一周多个高频数据均边际出现小幅回落。食品通胀仍无较大压力，服务通胀或延续前序较高水平态势，预计环比难有较大边际抬升。

货币政策短期不会转向，整体偏利多，降准落地前资金面较友好。配置力量方面，欠配情绪出现边际减弱，上周金融债供应上量带来短期扰动，目前中高等级信用利差较窄，市场整体偏震荡，对短端相对乐观。

# 1、周度要闻

## 1.1 重要数据

(1) 2023年3月20日贷款市场报价利率(LPR)为:1年期LPR为3.65%,5年期以上LPR为4.3%。

(2) 欧元区3月制造业PMI初值为47.1,预期49,2月终值、初值均为48.5;服务业PMI初值为55.6,创10个月新高,预期52.5,2月终值52.7,2月初值53;综合PMI初值为54.1,创10个月新高,预期51.9,2月终值52,2月初值52.3。

## 1.2 时政新闻

(1) 国务院总理李强3月24日主持召开国务院常务会议,确定国务院2023年重点工作分工,研究优化完善部分阶段性税费优惠政策,审议“三农”重点任务工作方案,听取巩固拓展脱贫攻坚成果情况汇报。会议确定了今年国务院10个方面、103项重点工作。会议决定,延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策,包括将符合条件行业企业研发费用税前加计扣除比例75%提高至100%的政策,作为制度性安排长期实施。会议通过《贯彻落实中央农村工作会议精神和中央一号文件重点任务工作方案》。会议强调,各有关部门和单位要切实扛起责任,落实落细粮食生产支持政策,确保全年粮食产量保持在1.3万亿斤以上。

(2) 财政部3月20日发布《2022年中国财政政策执行情况报告》,全面回顾总结2022年财政政策执行情况,展望2023年财政政策。报告指出,具体从六方面发力:一是完善税费支持政策,着力纾解企业困难;二是加强财政资源统筹,保持必要支出强度;三是大力优化支出结构,不断提高支出效率;四是均衡区域间财力水平,促进基本公共服务均等化;五是深化财税体制改革,提升财政管理现代化水平;六是严肃财经纪律,切实防范财政风险。

(3) 中俄两国领导人共同签署《中华人民共和国和俄罗斯联邦关于深化新时代全面战略协作伙伴关系的联合声明》和《中华人民共和国主席和俄罗斯联邦总统

关于 2030 年前中俄经济合作重点方向发展规划的联合声明》。

(4) 中国证监会出台 12 条举措推进基础设施 REITs 常态化发行。其中提出，拓宽试点资产类型，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目。分类调整项目收益率和资产规模要求。推动扩募发行常态化。扩大市场参与主体范围，支持优质保险资产管理公司等开展 ABS 及 REITs 业务。加强二级市场建设，适时推出 REITs 实时指数。

(5) 美联储加息 25bp，将联邦基金利率目标区间上调至 4.75%-5.00%。同时下调美国 2023 年 GDP 增长预期至 0.4%，下调美国 2024 年 GDP 增长预期至 1.2%，上调美国 2025 年 GDP 增长预期至 1.9%，维持更长周期的美国 GDP 增幅预期在 1.8%。

## 2、资金市场

**3.20-3.24 央行公开市场投放 3500 亿元 7D 逆回购，到期 4630 亿元。**

上周（3.20-3.24）加权资金利率整体下行，资金面较宽松。R001 和 DR001 周内分别下行至 1.38%、1.27%，平均值较前一周下行 14bp、13bp。R007 和 DR007 周内分别下行至 2.00%、2.70%，平均值较前一周下行 5bp、7bp。3M-SHIBOR 利率下行 2.7bp 至 2.43%。

表 1、资金利率中枢跟踪

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.910	2.277	1.751	2.062	2.413
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	-0.329	-0.394	-0.416	-0.464	-0.419

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
2023/3/24	1.38	2.00	1.27	1.70	2.473
2023/3/23	1.63	2.21	1.53	1.92	2.476
2023/3/22	2.03	2.40	1.93	2.09	2.479
2023/3/21	2.53	2.44	2.42	2.23	2.487
2023/3/20	2.39	2.35	2.29	2.19	2.492

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

上周（3.20-3.24）银行同业存单发行 4100 亿元，到期 7502 亿。一级 CD 发行利率整体下行，1 月期下行 2.25bp 至 2.37%，3 月期下行 6.97bp 至 2.40%，6 月期下行 18.67bp 至 2.45%，9 月期下行 4.83bp 至 2.60%，1 年期利率下行 6.32bp 至 2.67%。二级市场收益率方面，1 月期存单利率下行 7.44bp 至 2.45%，3 月期存单利率下行 4.64bp 至 2.42%，6 月期存单下行 2.5bp 至 2.52%，9 月期存单下行 0.57bp 至 2.59%，1 年期存单下行 1.5bp 至 2.66%。

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

海外风险事件频发，市场避险情绪升温，需求释放放缓，基建投资支撑明显，房建需求暂无明显改善。

通胀方面，农业部公布的全国猪肉平均批发价为 20.29 元/公斤，环比下跌 1.66%。而短期内仍是猪肉消费淡季，需求或难以明显改善，猪肉价格或维持偏弱震荡。上周蔬菜价格环比-0.8%左右；其他二级子项方面，水果价格环比+2.8%，鸡蛋价格环比+1.2%，涨幅均有所收窄。上周农产品批发价格 200 指数、菜篮子产品批发价格指数均环比+0.1%左右，由跌转涨。

进出口方面，上周 CCFI 指数环比跌幅收窄。CCFI 指数、SCFI 指数环比-1.6%、-0.2%。上周，出口集装箱运输市场总体稳定，集运价格在持续调整之后趋于稳定。上周 BDI 指数环比-3.5%，CDFI 指数环比-1.7%。沿海运输方面，长江港口受天气影响，部分港口持续封航，运力供应减少。

工业方面，环渤海动力煤均价环比持平报 732 元/吨。PTA 开工率环比大幅上行 9.5pct 至 78.5%。周内部分大厂 PTA 检修装置重启，PTA 开工率快速上行、供应有所增加，叠加当前 PTA 生产利润升至近年偏高水平，厂商生产积极性提升。Myspic 综合全国钢铁价格指数环比-1.72%，高线、螺纹钢、热卷价格环比分别-2.3%、-2.0%、-1.4%，全线回调。近期海外风险事件频发，市场避险情绪升温，一定程度上导致钢价承压。供给方面，上周全国高炉开工率（247 家）约为 82.7%，环比继续上升 0.4pct，连续十周上行，但螺纹钢产量小幅下降。南华玻璃指数环比-0.3%。现货方面，市场走势持稳，价格稳中上行。其中，华南、西南地区涨幅明显，部分地区下游补库陆续到达预期，备货情绪略有转弱，全周玻璃去库力度整体有所削弱。长江有色铜周度均价持稳环比-0.01%，LME 铜周度均价+2.1%。上周海外风险情绪略有修复，国际铜价回升；国内铜消费旺季，叠加产量上行，铜下游开工普遍预期回升，企业逢低增加原料库存，供需基本面回暖。

地产方面，水泥价格环比下跌 0.02%。截至上周，水泥出库量已连续两周高于去年同期。3 月中下旬以来，地方基建项目投资施工规模扩大、带来明显增量，尤其是 3 月之后重大项目施工节奏回归正常、下游需求持续回升。而房建需求暂

无明显改善。供给方面，部分地区一季度停窑计划执行完毕、开工率恢复上升。30城地产成交面积进一步上行。3月17日-3月23日，30城地产销售面积384万平方米，环比上升12.3%，一、二、三线城市环比+20%、+14%、+2%，连续第二周环比上行。按月来看，3月前四周30城成交累计同比增40%，已高于2月同比+32%的水平。拿地方面，集中供地窗口陆续开启。3月13日-3月19日，100大中城市土地成交面积约1356万平方米，环比增加75%，溢价率上升至4.5%。

消费方面，乘联会数据显示，3月13日-19日，乘用车零售日均4.1万辆，同比+10%，环比2月同期+7%；汽车批发日均4.2万辆，同比-4%，环比-9%。

布伦特、WTI原油价格分别环比前一周分别+2.8%、+3.8%。周初，银行业危机引发投资者担忧经济前景，市场避险情绪升温，令油价承压，后续维稳措施逐步推出，情绪有所恢复。

**表 3、高频数据汇总**

	上周	前一周	周变化	
通胀	猪肉(元/公斤)	20.31	20.45	-0.68%
	28种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.20	5.26	-1.14%
	7种重点监测水果(元/公斤)	8.21	8.01	2.50%
	鸡蛋(元/公斤)	10.59	10.46	1.24%
	农产品批发价格200指数	131.60	131.74	-0.11%
进出口	CCFI	977.12	992.50	-1.55%
	SCFI	908.35	909.72	-0.15%
	BDI	1489.00	1535.00	-3.00%
	CDFI	1087.94	1107.42	-1.76%
工业生产	环渤海动力煤(Q5500K)(元/吨)	732.00	732.00	0.00%
	PTA开工率	78.49%	71.71%	0.068
	Myspic综合钢价指数	158.40	161.43	-1.88%
	螺纹	168.54	172.58	-2.34%
	线材	183.93	188.25	-2.29%
	热卷	154.75	157.51	-1.75%
	高炉开工率(247家)	82.73%	82.29%	0.004
	南华玻璃指数	1991.01	1911.61	4.15%
	螺纹钢库存指数	256.90	261.90	-1.91%
	长江有色铜(元/吨)	69300.00	67400.00	2.82%
LME铜(美元/吨)	8927.00	8621.00	3.55%	

	水泥价格指数	141.17	141.43	-0.18%
	30 大中城市:商品房成交面积 (万平方米)	61.53	66.10	-6.91%
投资	30 大中城市:商品房成交面积: 一线城市(万平方米)	12.62	15.27	-17.35%
	30 大中城市:商品房成交面积: 二线城市(万平方米)	36.22	36.68	-1.24%
	30 大中城市:商品房成交面积: 三线城市(万平方米)	12.68	14.14	-10.32%
	乘用车零售当周日均销量(辆)	40778	36701	11.11%
消费	乘用车批发当周日均销量(辆)	42028	43833	-4.12%
	布伦特原油(美元/桶)	74.99	72.97	2.77%
	WTI 原油(美元/桶)	69.26	66.74	3.78%

数据来源: Wind, 富荣基金固定收益部



## 4、债券市场

利率市场维持窄幅震荡，受风险偏好回升影响，长端小幅上行 0.74bp。利率品种中长端收益率整体上行，政金债短端收益率下行幅度较大，国债 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别上行 4.4bp、1.4bp、2.0bp 和 0.74bp；国开债 1 年期、5 年期分别下行 3.8bp、0.01bp，3 年期、10 年期分别上行 0.72bp 和 0.50bp。10Y 国债、国开债、口行和农发历史分位数分别处在 25.73%、10.82%、6.61% 和 6.65%。

表 4、利率品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	4.38	1.41	2.01	0.74
国开	-3.80	0.72	-0.01	0.50
口行	-5.07	-0.99	0.75	0.48
农发	-3.03	-1.57	0.39	0.59

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	47.67%	49.76%	43.43%	25.73%
国开	39.67%	32.07%	24.53%	10.82%
口行	39.65%	31.63%	23.41%	6.61%
农发	39.88%	30.98%	24.44%	6.65%

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

降准实施日临近，市场流动性充裕。非金融信用债供需关系维持正面：1) 理财规模维持增长，根据普益标准数据估算，上周理财规模增长 1700 亿元；2) 理财和基金持续净买入信用债，上周分别净买入 160 亿元和 272 亿元。理财仍然集中在 1 年期以内品种，基金公司 3 年以上品种净买入规模也有所降低；3) 供给层面：非金融信用债上周发行量环比回落，叠加到期和回售量增加，使得净

增量转负。在需求大于供给且中短端中高等级收益率较低的情况下，低隐含评级高票息短期违约风险可控的主体收益率延续回落，且成交活跃度有所提升。

信用债净融资 38.93 亿元，较前一周 707.82 亿元环比下降。分产业债和城投债来看，上周产业债发行规模 1688.80 亿元，较前一周的 1916.74 亿元环比下降，上周产业债净融资规模环比下降，为-188.42 亿元；上周城投债发行规模 1985.75 亿元，较前一周的 2124.54 亿元环比下降，城投债上周净融资规模环比下降，为 227.35 亿元。

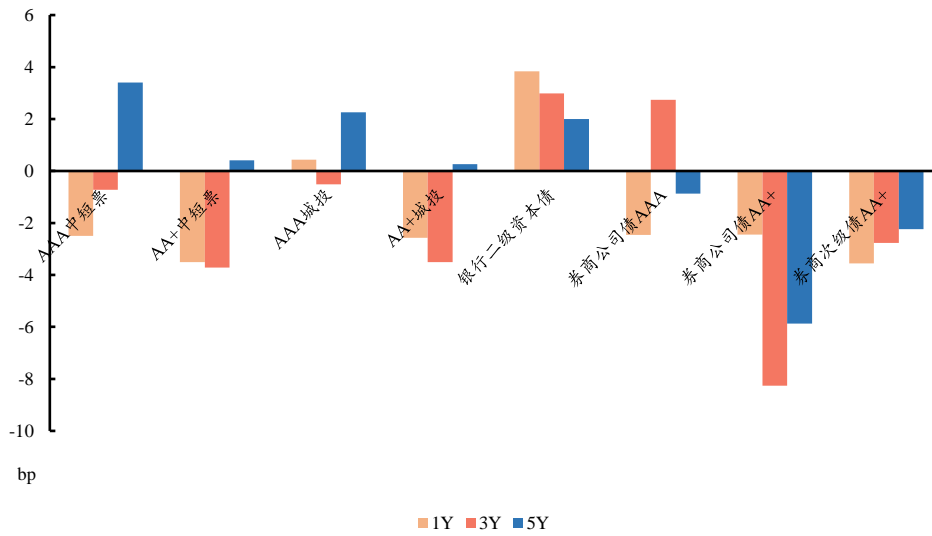
信用债中短端收益率下行明显。除 1 年期 AAA 等级和 5 年期各等级城投债收益率上行外，其余各等级各期限城投债收益率均下行，其中 3 年期 AAA、AA+ 城投分别下行 0.5bp、3.5bp，信用利差分别处在 30%和 27%分位数。除 5 年期各等级中票收益率上行外，其余各等级各期限中票收益率均下行，其中 3 年期 AA+ 等级下行幅度最大（3.71bp）。1 年期 AAA、AA+ 券商债分别下行 2.46bp、2.45bp，信用利差分别处在 20.85%和 24.26%分位数。券商次级债 1 年期、3 年期和 5 年期分别下行 3.56bp、2.77bp 和 2.24bp，信用利差分别处在 27.84%、30.72%和 63.02%分位数。

表 6、信用品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	-2.5	-0.72	3.41
AA+中短票	-3.51	-3.71	0.41
AAA 城投	0.43	-0.51	2.26
AA+城投	-2.57	-3.51	0.26
银行二级资本债	3.84	2.99	2.00
券商公司债 AAA	-2.46	2.74	-0.87
券商公司债 AA+	-2.45	-8.26	-5.87
券商次级债 AA+	-3.56	-2.77	-2.24

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

图 3、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 7、信用品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	20.40%	36.28%	32.74%
AA+ 中短票	12.88%	19.29%	35.35%
AAA 城投	23.38%	30.06%	27.01%
AA+ 城投	18.69%	27.06%	28.58%
银行二级资本债	30.63%	47.07%	48.69%
券商公司债 AAA	20.85%	42.71%	21.65%
券商公司债 AA+	24.26%	37.79%	38.67%
券商次级债 AA+	27.84%	30.72%	63.02%

数据来源：Wind，富荣基金固定收益部

## 5、市场回顾和展望

上周处于数据和事件真空期，风险偏好成为债市主线。狭义流动性方面，随着季节性因素扰动有所消退，叠加降准资金即将释放，周中以来月内资金价格边际转松。广义流动性方面，票据利率维持在 2.42% 左右的水平，3 月以来票据利率上行斜率较年初明显放缓，或预示信贷投放更为匀速。一级方面，利率债净增量明显回升并创年初以来新高，信用债净增量有所下行。二级方面，上周处于数据和事件真空期，风险偏好仍为债市主线。整体来看，前四天国债和国开债表现分化，国债收益率整体小幅上行 2bp 以内，日均换手率与前一周基本持平；国开债收益率则整体小幅下行，短端降幅更大，日均换手率亦继续小幅上行。信用债二级市场长短分化，其中短端收益率多小幅下行 2-5bp。

需求侧服务消费表现好于投资及耐用品消费，供给侧边际有小幅走弱。投资方面，地产新房销售环比一定幅度回升，土地市场热度仍未见明显好转，建筑施工受天气影响边际有所走弱；消费方面，预计 3 月耐用品消费或将继续受到汽车消费下行影响而对社零造成一定拖累，服务消费与人员流动上周在春季旅游及商务差旅需求继续回升影响下边际回升；外贸方面，美国经济进一步边际走弱，外需下行背景下出口压力延续并已经反映在本月 EPMI 上，BDI 上周出现小幅下行，与工业品和建材需求的边际走弱相互印证。

3 月制造业保持改善趋势，通胀环比难有较大边际抬升。3 月以来工业生产维持在相对高位运行，但近一周多个高频数据，如 25 省煤炭日耗、公路货运流量指数和多数行业开工率均在边际上小幅回落。工业品通胀方面，商品期现货价格均有所下行，3 月 PPI 下行压力加大。消费品通胀方面，整体看食品通胀仍无较大压力，服务通胀或延续前序较高水平态势，预计环比难有较大边际抬升。

我们预计，货币政策短期或不会转向，整体偏利多，降准落地前资金面较友好。配置力量利多，但欠配情绪出现边际减弱，上周金融债供应上量带来短期扰动，目前中高等级信用利差较窄，市场整体对短端较乐观。

**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。