

央行呵护跨季资金面，二永债 3 月 31 日涨幅明显

观点：

回顾上周市场，资金面分层，市场在资金面转松后下行，长债震荡。季末央行释放流动性 8000 亿元余，跨季资金相对友好，但资金面分层非银价格偏贵，市场在资金面转松后下行。周中受资金和地产传闻影响略有调整，长债利率前高后低在 1bp 左右震荡。信用债二级市场 1 年期信用债收益率基本持平，3-5 年下行 2-4bp，信用利差 1-3 年走扩。

3 月制造业 PMI 小幅回落但仍处于扩张区。 产需持续扩张，生产端环比下行 2.1pcts 至 54.6%，需求端环比下行 0.5pct 至 53.6%；新出口订单指数回落 2pcts 至 50.4%，外需压力进一步加大。

同业强监管的大逻辑方向较为确定，但短期内冲击扰动市场的概率或有限。3 月 24 日出现了二永债收益上行幅度远高于其他品种信用债，而 3 月 31 日又出现了二永债的收益下行幅度显著远大于其他品种信用债的修复行情。异动均出现在周五，市场可能在预期周末同业业务的政策出台，体现了在宽信用的背景下，同业业务对于债券市场的影响，使得市场情绪短期波动加大。但短期内进一步冲击扰动市场的概率或有限，目前债市交易关键仍在于国内经济金融的修复的持续性和斜率。

后续关注海外风险及地缘政治，国内关注跨季后资金及稳增长力度。当前利率债对利空钝化，市场对高增长的持续性存在担忧，信用债利差不断压缩，信用债短端下行阻力明显。海外对国内债市偏利多，后续需关注海外事件的尾部风险及地缘政治的扰动。国内货币政策整体较稳健。跨季后央行面临大量净回笼，后续关注资金情况及稳增长力度。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 国家统计局表示，1-2 月份，工业企业利润同比下降，主要呈现以下特点：多因素影响工业企业利润下降；电力行业利润继续快速增长，采矿业保持较高盈利水平；消费品制造业利润降幅收窄；新动能行业利润较快增长。下阶段，随着生产生活秩序恢复正常，市场需求逐步恢复，产销衔接水平提高，基数效应影响减弱，工业企业利润将逐步回升。

(2) 中国 3 月官方制造业 PMI 为 51.9%，高于临界点，制造业保持扩张态势，前值 52.6%。中国 3 月官方非制造业 PMI 为 58.2%，高于临界点，非制造业恢复发展步伐加快，前值 56.3%。

(3) 欧元区 3 月 CPI 初值同比升 6.9%，为去年 2 月以来最小升幅，预期升 7.1%，2 月终值升 8.5%；环比升 0.9%，为 2022 年 9 月以来新高，预期升 1.1%，2 月终值升 0.8%。

(4) 银保监会近日发布《2023 年度国家金融监督管理总局（银保监会）部门预算》，其中明确，国家金融监督管理总局（银保监会）2023 年收支总预算 1063081.87 万元。这是银保监会首次以国家金融监督管理总局名义公开发文。

1.2 时政新闻

(1) 国务院总理李强出席博鳌亚洲论坛 2023 年年会开幕式并发表主旨演讲。李强强调，在不确定的世界中，中国的确定性是维护世界和平与发展的中流砥柱。中国发展的目标和前景是确定的。一个长期稳定、一心发展的中国，一个脚踏实地、勇毅前行的中国，一个自信开放、乐于共享的中国，一定是世界繁荣稳定的巨大力量。中国经济增长动能和态势是强劲的，有信心有能力推动中国经济巨轮乘风破浪、行稳致远，为世界经济发展作出更大贡献。

(2) 中国银保监会非银部发文《引领消费金融公司规范有序发展》称，银保监会将坚守风险为本监管底线，强化消费金融公司内控与合规监管，坚持“监管为民”理念，提升消费金融公司金融服务水平，引导行业“坚持以推动高质量发展为

主题”，深耕中低收入人群市场，加快自身改革转型，在定价合理、产品适度、服务优化方面持续发力，努力实现规范、理性、可持续发展，将自身打造成为“小而美”的专营化、专业化消费信贷机构，加大消费金融对扩内需、促消费的支持力度，助力增强国内大循环内生动力。

2、资金市场

3.27-3.31 央行公开市场分别投放 **2550 亿、2780 亿、2000 亿、2390 亿、1890 亿 7D 逆回购**，全周到期 **3500 亿元**，净投放流动性 **8110 亿元**。

上周 (3.27-3.31) 降准落地叠加央行季末呵护流动性，银行间资金价格整体偏松，但非银价格偏贵。R001 和 DR001 周内分别上行至 2.64%、1.81%，平均值较前一周下行 14bp、13bp。R007 和 DR007 周内分别上行至 3.71%、2.39%，平均值较前一周上行 122bp、15bp。3M-SHIBOR 利率下行 2.5bp 至 2.45%。

表 1、资金利率中枢跟踪

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.899	2.403	1.724	2.080	2.424
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	-0.340	-0.269	-0.443	-0.447	-0.409

数据来源：Wind，富荣基金

表 2、资金利率周变化

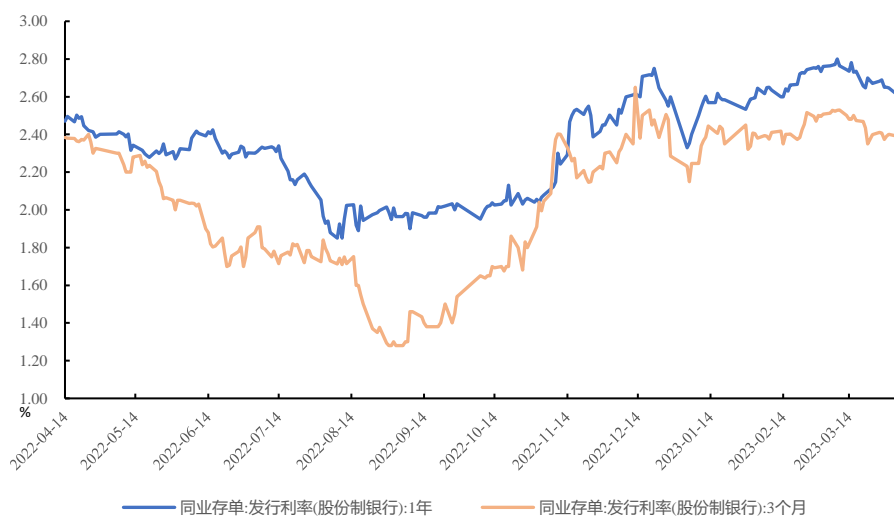
日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/3/31	2.64	3.71	1.81	2.39	2.448
2023/3/30	1.06	3.88	0.76	2.29	2.454
2023/3/29	1.02	3.45	0.83	2.14	2.456
2023/3/28	1.24	3.35	1.08	1.99	2.464
2023/3/27	1.17	3.12	1.01	2.06	2.468

数据来源：Wind，富荣基金

上周 (3.27-3.31) 银行同业存单发行 **2018 亿元**，到期 **5444 亿**。一级 CD 短端发行利率上升，长端发行利率下行。1 月期上行 3.25bp 至 2.40%，3 月期上行 0.17bp 至 2.40%，6 月期上行 5bp 至 2.50%，9 月期下行 10bp 至 2.50%，1 年期利率下行 2.43bp 至 2.65%。二级市场收益率方面，1 月期存单下行 46.19bp 至 1.99%，3 个月存单利率下行 7.14bp 至 2.35%，6 月期存单下行 3.76bp 至

2.48%，9 月期下行 6.40bp 至 2.53%，1 年期存单利率下行 6.50bp 至 2.60%。

图 1、CD 发行利率下行



数据来源：Wind，富荣基金

图 2、CD 到期收益率下行



数据来源：Wind，富荣基金

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。

生产方面，3月25日，6大发电集团的平均日耗为77.2万吨，较前一周的78.2万吨下降1.4%。3月21日，南方八省电厂日耗为191.2万吨，较3月10日的195.2万吨下降2.0%。全国高炉开工率83.9%，环比上升1.1pcts。

进出口方面，CCFI综合指数环比下降1.9%至958.4点，SCFI综合指数环比上升1.7%至923.8点，SCFI欧洲线运价已连续三周上涨，目前运价续跌主要反映美国线需求低迷的压力。3月以来，CCFI指数同比下跌69.6%，环比下跌8.3%；SCFI指数同比下跌80.1%，环比下跌6.8%。

通胀方面，农产品批发价格指数环比下跌0.9%。分品种看，鸡蛋(上涨0.9%)>牛肉(上涨0.01%)>羊肉(下跌0.1%)>猪肉(下跌0.3%)>鸡肉(下跌0.4%)>蔬菜(下跌0.8%)>水果(下跌2.2%)。猪肉平均批发价为20.3元/公斤环比下跌0.3%。供应压力持续放大，能繁母猪存栏量从去年4月的阶段性低点开始回升，对应当前正逐步进入育肥出栏回升期，消费淡季下供给阶段性过剩。

地产方面，3月1日-28日，30大中城市商品房日均销售面积为50.0万平方米，较2月同期(40.2万平)环比上升24.3%，较去年3月(35.1万平)上升42.5%，较2021年3月(65.5万平)下降23.6%，较2020年3月(35.2万平)上升42.2%

全国水泥价格指数环比下跌0.3%。其中，华东和长江地区水泥价格分别下跌0.2%和上涨0.2%，较全国平均水平更强。全国阴雨天气较多，部分地区降温明显，下游施工短暂受阻，叠加各地结束错峰，供给放大，水泥价格偏弱运行。

消费方面：全国总体狭义乘用车市场零售达到日均4.6万辆，同比增长18%，环比2月同期下降35%。布伦特和WTI原油现货价报77.9和73.2美元/桶，较3月21日分别上涨5.3%和上涨5.1%。

表3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	20.08	20.31	-1.13%

	28种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.11	5.20	-1.73%
	7种重点监测水果(元/公斤)	7.95	8.21	-3.17%
	鸡蛋(元/公斤)	10.65	10.59	0.57%
	农产品批发价格200指数	129.70	131.68	-1.50%
进出口	CCFI	958.43	977.12	-1.91%
	SCFI	923.78	908.35	1.70%
	BDI	1389.00	1489.00	-6.72%
	CDFI	1058.45	1087.94	-2.71%
	环渤海动力煤(Q5500K)(元/吨)	732.00	732.00	0.00%
	PTA开工率	79.05%	78.49%	0.00%
工业生产	Myspic综合钢价指数	159.65	158.40	0.79%
	螺纹	169.71	168.54	0.69%
	线材	184.88	183.93	0.52%
	热卷	156.46	154.75	1.11%
	高炉开工率(247家)	83.87%	82.73%	0.01%
	南华玻璃指数	2006.89	1991.01	0.80%
	螺纹钢库存指数	250.60	256.90	-2.45%
	长江有色铜(元/吨)	69750.00	69300.00	0.65%
	LME铜(美元/吨)	8935.00	8927.00	0.09%
		水泥价格指数	141.40	141.17
投资	30大中城市:商品房成交面积 (万平方米)	76.41	61.53	24.18%
	30大中城市:商品房成交面积: 一线城市(万平方米)	19.43	12.62	53.91%
	30大中城市:商品房成交面积: 二线城市(万平方米)	41.31	36.22	14.05%
	30大中城市:商品房成交面积: 三线城市(万平方米)	15.67	12.68	23.54%
		乘用车零售当周日均销量(辆)	45905	40778
消费	乘用车批发当周日均销量(辆)	57112	42028	35.89%
	布伦特原油(美元/桶)	79.77	74.99	6.37%
	WTI原油(美元/桶)	75.67	69.26	9.25%

数据来源: Wind, 富荣基金

4、债券市场

利率债整体窄幅震荡小幅下行，10Y 利率债下行 1bp 左右，短债走势与资金面分化下行 6bp,1 年期、3 年期品种表现较好。政金债收益率下行幅度大于国债，国债 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别下行 6.0bp、2.88bp、2.29bp 和 1.48bp；国开债 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别下行 6.9bp、5.96bp、3.40bp 和 0.35bp。10Y 国债、国开债、口行和农发历史分位数分别处在 24.81%、10.68%、6.13%和 6.06%。

表 4、利率品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-6.00	-2.88	-2.29	-1.48
国开	-6.90	-5.96	-3.40	-0.35
口行	-5.64	-6.00	-2.19	-1.10
农发	-6.69	-6.04	-2.55	-1.34

数据来源：Wind，富荣基金

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	45.65%	48.65%	42.75%	24.81%
国开	37.89%	30.25%	23.46%	10.68%
口行	38.53%	29.76%	22.63%	6.13%
农发	38.31%	29.08%	23.64%	6.06%

数据来源：Wind，富荣基金

非金融信用债净融资额仍为负。上周信用债共发行 2462.13 亿元，较前一周 3609.32 亿元环比下降；偿还量环比小幅下降，上周信用债净融资-1008.77 亿元，较前一周-36.30 亿元环比下降，但已连续两周为负值。分产业债和城投债来看，上周产业债发行规模 1171.31 亿元，较前一周 1675.80 亿元环比下降，净融资规模环比下降至-938.27 亿元；上周城投债发行规模 1290.82 亿元，较前一周

1933.52 亿元环比下降，净融资规模环比下降至-70.50 亿元。

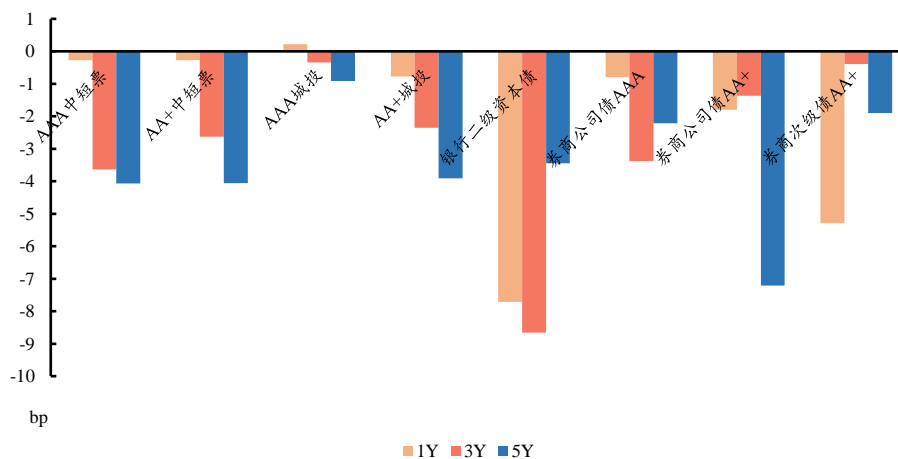
信用利差 1-3 年被动走扩，信用利差整体较低。1 年期信用债收益率基本持平，3-5 年下行 2-4bp。信用利差方面，由于国开债 1-5 年期收益率下行 3-7bp，导致信用利差 1-3 年被动走扩。从历史分位数来看，目前信用利差整体较低，其中 1 年期处在历史 5-20%分位数左右，3-5 年期在 15-35%分位数附近。分品种来看，银行二级资本债 1 年期、3 年期、5 年期分别下行 7.71bp、8.66bp 和 3.45bp，分别处在 29.81%、43.88%和 48.62%的历史分位数；券商次级债 1 年期、3 年期、5 年期分别下行 5.29bp、0.39bp 和 1.90bp，分别处在 30.31%、36.08%和 65.20%的历史分位数。

表 6、信用品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	-0.27	-3.63	-4.07
AA+中短票	-0.27	-2.63	-4.06
AAA 城投	0.22	-0.34	-0.91
AA+城投	-0.78	-2.35	-3.91
银行二级资本债	-7.71	-8.66	-3.45
券商公司债 AAA	-0.8	-3.38	-2.21
券商公司债 AA+	-1.8	-1.37	-7.21
券商次级债 AA+	-5.29	-0.39	-1.9

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、信用品种收益率每周变化

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	28.29%	40.06%	31.73%
AA+中短票	20.05%	23.74%	34.36%
AAA 城投	31.21%	38.35%	31.30%
AA+城投	24.35%	30.84%	27.94%
银行二级资本债	29.81%	43.88%	48.62%
券商公司债 AAA	27.84%	46.62%	23.37%
券商公司债 AA+	29.59%	43.76%	33.59%
券商次级债 AA+	30.31%	36.08%	65.20%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

资金面分层，市场在资金面转松后下行，长债震荡。降准落地叠加央行释放流动性，跨季资金相对友好，但资金面分层非银价格偏贵。存单发行利率分化，短端上行，1Y 发行利率下行至 2.65%。票据利率从 3 月开始小幅波动上行，最后一周大幅上行，1M 上行 193bp 至 4.50%。市场在资金面转松后下行，周中受资金和地产传闻影响略有调整，整体长债利率前高后低在 1bp 左右震荡。信用债二级市场 1 年期信用债收益率基本持平，3-5 年下行 2-4bp，信用利差 1-3 年走扩。从机构行为来看，上周主要卖出机构为国股行城商行自营和证券公司，主要买入机构为基金公司、货币基金和保险公司。分期限来看，利率债以增持 1-3 年为主，信用债以增持 1-3 年为主。

3 月制造业 PMI 小幅回落但仍处于扩张区。3 月制造业 PMI 较 2 月回落 0.7pct 到 51.9%，已连续 3 个月处于扩张区间。产需仍持续扩张，生产端环比下行 2.1pcts 至 54.6%，需求端环比下行 0.5pct 至 53.6%；新出口订单指数回落 2pcts 至 50.4%，外需压力进一步加大。

同业强监管的大逻辑方向较为确定，但短期内冲击扰动市场的概率或有限。当前资金利率中枢抬升且波动加大，2 月和 3 月的月末资金在央行持续释放流动性下仍然出现资金利率高企。流动性从银行间市场加速流向实体经济，资金传导链条末端的非银以及中小行的资金压力更为明显，主动降杠杆或为应有之举。同业强监管的大逻辑方向较为确定，但短期内进一步冲击扰动市场的概率或有限，目前债市交易关键仍在于国内经济金融的修复的持续性和斜率。

后续关注海外风险及地缘政治，国内关注跨季后资金及稳增长力度。当前利率债对利空钝化，市场对高增长的持续性存在担忧，相比之下信用债更受追捧，尤其是对短久期信用债有票息配置价值的认可，在这样的背景下信用债利差不断压缩，信用债短端下行阻力明显。近期海外银行业风险事件频发，对整体风险偏好的压制较为明显，海外对国内债市偏利多，后续需关注海外事件的尾部风险及地缘政治的扰动。在外围处于偏滞涨的状态下，国内货币政策整体较稳健。跨季后央行面临大量净回笼，后续关注资金情况及稳增长力度。

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。