

## 多空因素交织，债市维持偏强震荡

观点：

隔夜资金价格上行，7 天资金价格涨跌互现，利率收益率曲线走陡，短端利率下行幅度较大。DR001 利率上行 1.0bp 至 1.8%，DR007 下行 3.2bp 至 1.9%，R001 上行 4.2bp 至 1.9%，R007 上行 9.9bp 至 2.1%。银行间质押式回购成交额日均为 70954 亿元，比 3.11-3.15 减少 544 亿元。其中，R001 日均成交额 63217 亿元，平均占比 89.1%；R007 日均成交 5707 亿元，平均占比 8.0%。10Y 国债期货收跌，3 月 22 日，2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 3 月 15 日变动 0.09%、0.01%、-0.04%。截至 3 月 22 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收盘收益率分别较 3 月 15 日收盘变动-7.09bp、-6.16bp、-3.30bp、-2.10bp、-3.11bp、-4.30bp、-2.16bp 至 1.77%、2.07%、2.20%、2.30%、2.46%、2.47%、2.67%。

上周央行全周公开市场净回笼 170 亿元，整体回笼投放平衡，资金面全周前松后紧。债券供给方面，前半周地方债发行量较大，上周五 50 年期国债中标收益率为 2.65%。现券方面，受万亿国债发行的传言“小作文”持续扰动影响，全周债市处于偏窄幅波动的行情。当前 10 年国债收益率明显低于 MLF 利率，接近 2.3% 的位置，或定价了未来 MLF 利率调降的预期，中期来看，宽货币、弱需求、“资产荒”之下，债市仍有机会，但短期内的风险点和阻力位仍需保留一份审慎。

# 1、周度要闻

## 1.1 重要数据

(1) 中国 1-2 月规模以上工业增加值同比增长 7%。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值增长 0.56%。分行业看，1-2 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。其中，化学原料和化学制品制造业增长 10%，有色金属冶炼和压延加工业增长 12.5%，汽车制造业增长 9.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 11%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 14.6%。

(2) 中国 1-2 月社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 74194 亿元，增长 5.2%；全国网上零售额 21535 亿元，增长 15.3%。按消费类型分，1-2 月份，商品零售 71826 亿元，同比增长 4.6%；餐饮收入 9481 亿元，增长 12.5%。

(3) 中国 1-2 月房地产开发投资 11842 亿元，同比下降 9%；其中，住宅投资 8823 亿元，下降 9.7%。新建商品房销售额 10566 亿元，下降 29.3%，其中住宅销售额下降 32.7%。房地产开发企业到位资金 16193 亿元，同比下降 24.1%。2 月份，房地产开发景气指数为 92.13。

(4) 财政部公布数据显示，1-2 月，全国一般公共预算收入 44585 亿元，同比下降 2.3%；一般公共预算支出 43624 亿元，增长 6.7%。主要税收收入项目方面，国内增值税 14958 亿元，下降 5.3%；个人所得税 3262 亿元，下降 15.9%；车辆购置税 516 亿元，增长 29.8%；印花税 726 亿元，下降 7.1%，其中证券交易印花税 150 亿元，下降 46.8%。地方政府性基金预算本级收入 6394 亿元，增长 1.1%，其中，国有土地使用权出让收入 5625

亿元，与去年同期持平。

## 1.2 时政新闻

(1) 国务院国资委党委召开扩大会议指出，要推动能源结构持续优化，充分发挥中央企业优势，做强做优主业、提升效率效益，加快构建以风电、太阳能发电大基地为主体，集中式与分布式协同发展，氢能、新型储能支撑调节、前沿核心技术引领带动的新能源产业体系；推动能源科技加快创新，发挥能源技术变革作用，明确能源技术开发应用重点，超前部署研究先进储能等战略性前沿技术；加快建设新能源基础设施，推进电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，着力提高电网对清洁能源的接纳、配置和调控能力。

(2) 日本央行宣布结束国债收益率曲线控制（YCC）政策。日本央行在声明中不再提及 0% 的日本 10 年期国债收益率目标。日本央行表示将继续购买日本国债，规模与以前基本持平；在收益率快速上升的情况下，日本央行将做出灵活的反应，比如增加日本国债的购买量；将逐步减少商业票据和公司债券购买金额；约一年后将停止购买商业票据及公司债。日本央行提议在 4 月将四次买入 4000-5500 亿日元 5-10 年期国债。

(3) 国务院办公厅印发《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》，提出 5 方面 24 条措施。一是扩大市场准入，提高外商投资自由化水平。合理缩减外商投资准入负面清单，开展放宽科技创新领域外商投资准入试点，扩大银行保险领域外资金融机构准入，拓展外资金融机构参与国内债券市场业务范围，深入实施合格境外有限合伙人境内投资试点。二是加大政策力度，提升对外商投资吸引力。扩大鼓励外商投资产业目录和外资项目清单，落实税收支持政策，加大金融支持力度，强化用能保障，支持中西部和东北地区承接产业转移。三是优化公平竞争环境，做好外商投资企业服务。为外商办理来华签证提供便利，对于外商投资企业管理人员、技术人员及其随行配偶和未成年子女，

签证入境有效期放宽至 2 年。四是畅通创新要素流动，促进内外资企业创新合作。五是完善国内规制，更好对接国际高标准经贸规则。

(4) 国务院总理李强日前签署国务院令，公布《中华人民共和国消费者权益保护法实施条例》，自 2024 年 7 月 1 日起施行。《条例》完善网络消费相关规定。规定经营者不得利用技术手段，强制或者变相强制消费者购买商品或者接受服务；规范消费索赔行为。规定投诉、举报应当遵守法律、法规和有关规定，不得利用投诉、举报牟取不正当利益，侵害经营者的合法权益，扰乱市场经济秩序。

(5) 国务院办公厅印发的《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》正式对外发布。《行动方案》从 5 个方面提出 24 条措施，被看做是我国推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资的又一具体行动。业内专家和外资企业纷纷表示，中国致力于推进高水平开放和高质量发展，从扩大市场准入到营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，再到开放共享超大规模市场等一系列举措，巩固外资在华发展信心。

(6) 中欧金融工作组第一次会议在京举行。双方金融管理部门分别介绍中欧宏观经济和金融稳定形势以及金融监管框架，讨论金融机构展业和监管要求、银行、保险和融资租赁机构的市场准入、反洗钱合作以及其他金融监管合作议题。双方还就资本市场建设、可持续金融、跨境数据传输与跨境支付、中央对手方等效认证等议题进行交流。

(7) 近期召开的“新时代推动中部地区崛起座谈会”强调，中部地区是我国重要粮食生产基地、能源原材料基地、现代装备制造及高技术产业基地和综合交通运输枢纽，在全国具有举足轻重的地位；要以科技创新引领产业创新，积极培育和发展新质生产力。立足实体经济这个根基，做大做强先进制造业，积极推进新型工业化，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，加快构建以先进制造业为支撑的现代化产业体系；中央区域协调发展领导小组要加强统筹协调和督促指导，中央有关部门要加大支持力

度，研究提出新时代推动中部地区崛起的政策举措。

(8) 财政部副部长廖岷表示，将实施好积极的财政政策，组合运用赤字、专项债、超长期特别国债、税收优惠等财政政策工具。同时，强化与货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策的协同配合，确保同向发力，形成合力，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。展望全年，相信随着各项政策组合效应进一步放大，不但会巩固和增强当期的宏观经济回升向好态势，也会对推动供给侧结构性改革、技术进步、发展新质生产力带来积极作用。

(9) 央行副行长宣昌能表示，我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降的空间，存款成本下行和主要经济体货币政策转向有利于拓宽利率政策操作自主性。设立的科技创新和技术改造再贷款将助力高端制造业和数字经济加快发展。下阶段，稳健的货币政策将继续灵活适度、精准有效，合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，保持流动性合理充裕，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

(10) 国务院总理李强在国务院防范化解地方债务风险工作视频会议上强调，化债工作既是攻坚战，更是持久战。各地区各部门要强化责任意识和系统观念，持续深入化解地方政府债务风险，下更大力气化解融资平台债务风险，加大清理拖欠企业账款力度，妥善化解存量债务风险，严防新增债务风险。要坚持远近结合、堵疏并举、标本兼治，加强长效机制建设，坚决阻断违规举债、变相举债的路径。要统筹抓好化债和发展，巩固和增强经济回升向好态势，努力在高质量发展中推进债务风险化解。

## 2、上周资金市场

3月18日-3月22日央行公开市场净回笼资金170亿元，其中逆回购发行220亿元、到期390亿元。3月25日-3月29日逆回购将到期220亿元，国库现金定存到期500亿元。

短期资金压力整体增加，资金分层有所加剧。DR007波动下行，周一录得1.88%，周五下降至1.86%，较前一周下行4bp；R007持续上行，周一录得2.00%，周五上升至最高点2.08%，较前一周上行10bp；R001波动上行，周一录得最低点1.85%，周五上行至1.90%，较前一周上行4bp。R007-DR007均值15.99bp，较前一周有所上行。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.829	2.005	1.719	1.857	2.211
2023	1.747	2.227	1.597	1.941	2.316
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
今年-2020	0.168	-0.225	0.140	-0.167	-0.185

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
2024/3/22	1.90	2.08	1.77	1.86	2.163
2024/3/21	1.91	2.08	1.78	1.87	2.162
2024/3/20	1.89	2.01	1.77	1.87	2.160
2024/3/19	1.88	2.00	1.76	1.89	2.163
2024/3/18	1.85	2.00	1.75	1.88	2.163

数据来源：Wind，富荣基金

同业存单净融资 4071 亿元，二级短端下行较多。上周同业存单共发行 11286 亿元，较前一周增加 4593 亿元，净融资 4071 亿元。存单加权期限为 6.88M，1 年期存单发行量占总发行量比重为 30%。发行利率方面，1M 期限下行 1.51bp 至 2.21%，3M 期限下行 5.88bp 至 2.11%，6M 期限下行 8bp 至 2.20%，9M 期限下行 0.66bp 至 2.23%，1Y 期限下行 1.51bp 至 2.27%。二级市场方面，存单收益率下行，短端下行较多，1M 下行 5bp 至 2.14%，3M 下行 6.13bp 至 2.10%，6M 下行 4.37bp 至 2.17%，9M 下行 3.51bp 至 2.19%，1Y 下行 2.50bp 至 2.25%。1Y-1M 利差扩大 2.50bp，1Y-3M 利差扩大 3.63bp，1Y-6M 利差扩大 1.87bp，1Y-9M 利差扩大 1.01bp。

图 1、存单一级发行利率



数据来源：Wind，富荣基金

图 2、存单二级收益率



数据来源：Wind，富荣基金



### 3、上周高频数据

生产方面，动力煤均价跌幅继续走扩，环渤海动力煤 853 元/吨环比下降 3.40%；PTA 开工率 80.98%环比下降 1.6pct。兰格钢价指数 146.40 环比上涨 0.41%，高线、长材和角钢兰格指数分别上涨 0.75%、0.66%、下降 0.42%。高炉开工率环比上涨 0.7pct 至 76.92%，高炉开工率继续回升。南华玻璃指数 2090.99 环比下降 4.49%，玻璃成交价格震荡下行，主流地区交投偏弱。长江有色铜价周度均价环比上涨 0.08%，铜均价持续上涨；LME 铜均价周度下降 1.86%。

出口方面，CCFI 综合指数为 1244.83 下降 2.62%，SCFI 综合指数环比下降 2.28%至 1732.57 点，出口集运价格跌幅基本持平前周。进口方面，CDFI 综合指数为 1384.66 点，较前一周下降 1.16%；**BDI 指数转为下跌**，环比下降 7.50%至 2196 点。

通胀方面，猪肉批发平均价格为 20.31 元/公斤上涨 0.20%；食品价格环比降幅再度扩大，28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 5.13 元/公斤环比下降 2.29%；7 种重点监测水果平均批发价格为 7.33 元/公斤环比下降 2.53%；农产品批发价格 200 指数为 123.61 点，环比下降 1.33%。

地产方面，新房销售沿季节性回升趋势，30 大中城市商品房成交面积 166.44 万平方米环周上涨 30.77%。其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别+15.23%、+41.11%、+13.82%至 36.01 万平方米、99.76 万平方米、28.83 万平方米。水泥价格跌幅收窄，水泥价格指数 105.84 环比下降 0.31%。

消费方面，3 月 1 日-17 日，乘用车零售同比+13%、环比 2 月同期+27%，汽车消费热度略有升温。截至 3 月 22 日，国际原油价格窄幅震荡，布伦特、WTI 油价环比分别+0.11%、-0.51%。

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	20.27	0.20%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.13	5.25	-2.29%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	7.33	7.52	-2.53%
	鸡蛋(元/公斤)	8.51	8.73	-2.52%
	农产品批发价格 200 指数	123.61	125.28	-1.33%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	124.85	126.78	-1.52%
进出口	CCFI	1244.83	1278.28	-2.62%
	SCFI	1732.57	1772.92	-2.28%
	BDI	2196.00	2374.00	-7.50%
	CDFI	1384.66	1400.97	-1.16%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	853.00	883.00	-3.40%
	PTA 开工率	80.98%	82.56%	-0.016
	兰格钢价指数	146.40	145.80	0.41%
	兰格钢价指数:高线	162.10	160.90	0.75%
	兰格钢价指数:长材	151.60	150.60	0.66%
	兰格钢价指数:角钢	165.60	166.30	-0.42%
	高炉开工率(247 家)	76.92%	76.17%	0.007
	南华玻璃指数	2090.99	2189.32	-4.49%
	长江有色铜(元/吨)	72100.00	72040.00	0.08%
	LME 铜(美元/吨)	8741.00	8906.50	-1.86%
投资	水泥价格指数	105.84	106.17	-0.31%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	166.44	127.28	30.77%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	36.01	31.25	15.23%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	99.76	70.69	41.11%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	28.83	25.33	13.82%
消费	布伦特原油(美元/桶)	85.43	85.34	0.11%
	WTI 原油(美元/桶)	80.63	81.04	-0.51%

数据来源: Wind, 富荣基金

注: 商品房成交面积口径为工作日

## 4、债券市场

多空交织，长端小幅下行，利率曲线走陡。10Y国债期货收跌，3月22日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较3月15日变动0.09%、0.01%、-0.04%。截至3月22日，1年期、3年期、5年期、10年期、20年期、30年期、50年期国债收盘收益率分别较3月15日收盘变动-7.09bp、-6.16bp、-3.30bp、-2.10bp、-3.11bp、-4.30bp、-2.16bp至1.77%、2.07%、2.20%、2.30%、2.46%、2.47%、2.67%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-7.00	-5.81	-2.85	-1.49
国开	0.68	-3.77	-3.92	-2.24
口行	-2.50	-2.99	-1.84	-1.75
农发	-2.54	-3.91	-1.80	-1.75

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	34.83%	38.65%	28.75%	3.43%
国开	37.95%	30.08%	10.33%	3.88%
口行	40.98%	27.90%	7.04%	4.36%
农发	39.48%	28.02%	9.54%	4.48%

数据来源：Wind，富荣基金

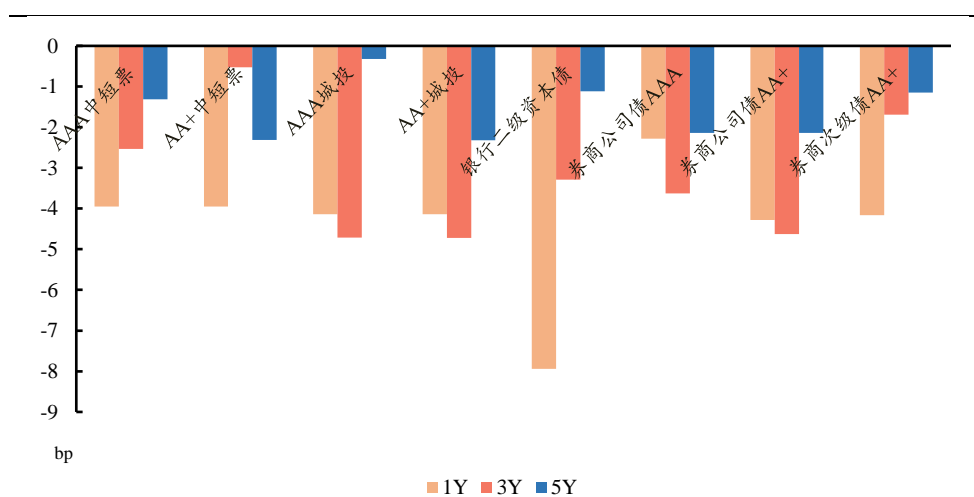
注：历史分位数为 2018 年至今

信用债发行量环比上升、净融资环比上升。上周信用债共发行 4371.22 亿元，净融资环比上升 513.21 亿元。分产业债和城投债来看，产业债发行规模 2552.19 亿元，净融资规

模环比上升至 1042.34 亿元；城投债发行规模 1819.03 亿元，净融资规模环比上升至 250.31 亿元。

信用债收益率整体下行，短久期信用利差收窄。信用债收益率整体下行，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 4.14bp、4.71bp、0.32bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 7.94bp、3.29bp、1.12bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 2.28bp、3.63bp、2.14bp；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 4.16bp、1.69bp、1.15bp。短久期信用利差收窄，分品种看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 4.82bp、0.94bp、扩大 3.60bp，分别处于 2018 年的 41.91%、25.52%和 13.49%历史分位数；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 2.96bp、扩大 0.14bp、1.78bp，分别处于 2018 年的 41.56%、28.96%和 16.29%历史分位数；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 信用利差分别收窄 4.84bp、扩大 2.08bp、2.77bp，分别处于 2018 年的 35.37%、18.21%和 5.79%历史分位数。

图 3、信用品种收益率每周变化



数据来源：Wind，富荣基金

表 6、信用品种信用利差周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	-4.63	1.24	2.61
AA+中短票	-4.63	3.24	1.61
AAA 城投	-4.82	-0.94	3.60
AA+城投	-4.82	-0.95	1.60
银行二级资本债	-8.62	0.48	2.80
券商公司债 AAA	-2.96	0.14	1.78
券商公司债 AA+	-4.96	-0.86	1.78
券商次级债 AA+	-4.84	2.08	2.77

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	35.63%	21.73%	6.90%
AA+中短票	28.37%	12.28%	9.66%
AAA 城投	41.91%	25.52%	13.49%
AA+城投	34.37%	13.30%	9.64%
银行二级资本债	27.13%	14.16%	5.35%
券商公司债 AAA	41.56%	28.96%	16.29%
券商公司债 AA+	32.30%	9.10%	5.71%
券商次级债 AA+	35.37%	18.21%	5.79%

数据来源：Wind，富荣基金

## 5、市场回顾和展望

隔夜资金价格上行，7天资金价格涨跌互现，利率收益率曲线走陡，短端利率下行幅度较大。DR001利率上行1.0bp至1.8%，DR007下行3.2bp至1.9%，R001上行4.2bp至1.9%，R007上行9.9bp至2.1%。银行间质押式回购成交额日均为70954亿元，比3.11-3.15减少544亿元。其中，R001日均成交额63217亿元，平均占比89.1%；R007日均成交5707亿元，平均占比8.0%。10Y国债期货收跌，3月22日，2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较3月15日变动0.09%、0.01%、-0.04%。截至3月22日，1年期、3年期、5年期、10年期、20年期、30年期、50年期国债收盘收益率分别较3月15日收盘变动-7.09bp、-6.16bp、-3.30bp、-2.10bp、-3.11bp、-4.30bp、-2.16bp至1.77%、2.07%、2.20%、2.30%、2.46%、2.47%、2.67%。

上周央行全周公开市场净回笼170亿元，整体回笼投放平衡，资金面全周前松后紧。债券供给方面，前半周地方债发行量较大，上周五50年期国债中标收益率为2.65%。现券方面，受万亿国债发行的传言“小作文”持续扰动影响，全周债市处于偏窄幅波动的行情。当前10年期国债收益率明显低于MLF利率，接近2.3%的位置，或定价了未来MLF利率调降的预期，中期来看，宽货币、弱需求、“资产荒”之下，债市仍有机会，但短期内的风险点和阻力位仍需保留一份审慎。

风险提示：

1、本材料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，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任何变更，且本材料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、本材料中的资料、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。