

出口、CPI、社融三大重磅数据公布！债市将如何走？

1

2023. 3. 6-2023. 3. 12，固收研究周报上新！

一、市场回顾（2023.3.6-2023.3.12）

资金面：上周央行在公开市场持续大量净回笼，资金利率先松后紧，各期限回购利率上行，但流动性总体充裕。

利率债：一级市场，上周利率债（含地方债）发行量上升 1809.42 亿元至 5358.66 亿元；净融资额大幅上升 4335.95 亿元至 3171.72 亿元。二级市场，政府工作报告中的一系列目标符合市场预期，债市对强刺激的担忧缓解，叠加股市下跌、CPI 超预期走低，债市情绪转好，上周各期限利率债收益率整体以下行为主。

信用债：一级市场，上周信用债共发行 3579.08 亿元，净融资为 898.64 亿元，环比均大幅提高；结构上，产业债净融 15.83 亿元，城投债净融资 882.8 亿元。上周取消发行 14 只，取消发行规模合计 94.9 亿元。二级市场，上周信用债强势，主要体现为：一是弱资质品种估值的持续修复；二是二级资本债表现比普通信用债更好，上周 3 年期、5 年期均下了 15bp 左右；三是私募债和 ppn 受到追捧，二级低估值成交较多。城投债方面，收益率全部下行，短久期信用下沉特征明显，1 年期 AA- 下行幅度最大（20.14bp）。产业债方面，收益率全部下行，3 年期 AAA 下行幅度最大（9.93bp）。

可转债：上周股指整体下跌，wind 全 A 下跌 3.2%，上证指数下跌 2.95%，深证成指下跌 3.45%，创业板指下降 2.1%，分行业看，通信、计算机和电子等行业表现较好，整体下跌 1%-2% 左右，建材、非银以及汽车等行业表现较弱，整体下跌 6%-7%。上周中证转债指数整体下跌 1.2%，转债整体估值压缩，转债转股溢价率整体上行 1.86%，纯债溢价率下行 2.31%，分类别看，中低平价转债转股溢价率下行，高价转债转股溢价率整体上行。

二、策略展望

宏观及利率债方面，上周公布了三大重磅数据，一是出口虽然同比继续为负，但略好于市场预期，进口同比则低于市场预期；二是 CPI 大幅低于市场预期，与央行对通胀压力温和的判断一致；三是社融继续超预期，企业中长期信贷仍然偏强，居民信贷仍然偏弱但有所好转。总的来看，今年出口弱、通胀稳、信贷强的宏观背景仍在持续。从两会设定的各种目标和政策来看，今年政府对经济注重高

质量、可持续的的发展，较难出现一些强刺激的政策。因此未来经济的核心变量仍是消费和地产，但最根本还是要观察居民就业、收入以及消费、购房意愿的恢复，目前看虽有向暖迹象，但仍不足以支持经济超预期修复，后续待进一步观察。对债市而言，合理的 GDP 增速目标无疑在一定程度上缓解了债市压力，市场或将再次进入政策和经济恢复的观察期，继续维持窄幅震荡行情，关注 3 月下旬资金面的扰动。

资金面，虽然 3 月财政支出一般偏强，但是随着缴税以及跨季临近，预计资金利率较难继续维持超低状态，仍将围绕政策利率波动。

信用债方面，信用利差后续受经济修复预期和资金面扰动较大，因此配置建议控制久期。目前短久期信用债信用利差历史分位数不高，1 年期信用利差普遍在 15% 以下的分位数，2 年期 AAA/AA+ 分别在 33%/48%，但存在结构性机会：（1）城投债，推荐中部省份头部市级主平台、头部省份市级主平台/非尾部区县平台；（2）产业债，钢铁/化工/房地产信用利差历史分位数较高，关注行业景气度改善带来的介入机会，房地产方面，2023 年政府工作报告首次提出“有效防范化解优质头部房企风险”，国资房企资产负债表或将率先得到修复。

转债方面，2 月金融数据继续超预期，高频数据显示国内经济仍在修复进程但基础仍不牢固，海外加息预期再起，叠加硅谷银行破产压制风险偏好，增量资金有限，阶段性回归存量博弈视角，短期预计市场偏震荡，浮盈较多的板块开始出现明显回撤，前期涨幅较高的板块及个券适当回避，寻找超跌转债短期有望获得更高的超额收益。

行业方面，进入到 3 月份之后，企业业绩预告逐渐公告，配置思路可切换到基本面，从两个方向展开：一是经济复苏验证主线，关注估值未过度透支的方向，比如美容护理、医疗服务、餐饮旅游、药店等消费类行业，比如建筑建材、家居、化工等生产类行业；二是景气维持高位或可能底部反转的成长板块，比如军工电子、光伏、半导体设计、创新药及产业链等。

三、重点讯息

1. 2023 年中国发展主要预期目标明确！政府工作报告提出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5% 左右；城镇新增就业 1200 万人左右，城镇调查失业率 5.5% 左右；居民消费价格涨幅 3% 左右；居民收入增长与经济增长基本同步；进出口促稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上；单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善。

2. 政府工作报告明确今年经济社会发展工作重点。其中包括：着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入；政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元；加快建设现代化产业体系，围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关；大力发展战略性新兴产业，提升常态化监管水平，支持平台经济发展；更大力度吸引和利用外资；有效防范化解重大经济金融风险；推动发展方式绿色转型；保障基本民生和发展社会事业，加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题；加强养老服务保障，完善生育支持政策体系。

3. 国家统计局公布数据显示，中国 2 月 CPI 同比涨幅由上月的 2.1% 大幅回落至 1%，且明显低于市场预期的涨 1.8%，环比则下降 0.5%。PPI 同比下降 1.4%，基本符合预期，环比则持平。统计局表示，CPI 增速的回落主要是受节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响。

4. **中国 2 月信贷延续“开门红”，M2、新增贷款及社融均超预期。**据央行统计，2 月份人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 5928 亿元；分部门看，住户贷款增加 2081 亿元，同比多增 5450 亿元；企（事）业单位贷款增加 1.61 万亿元，其中中长期贷款增加 1.11 万亿元。2 月末 M2 余额同比增 12.9%，增速创 2016 年 3 月以来最高。2 月社会融资规模增量为 3.16 万亿元，比上年同期多 1.95 万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.82 万亿元，同比多增 9241 亿元；政府债券净融资 8138 亿元，同比多 5416 亿元；企业债券净融资 3644 亿元。2 月末社会融资规模存量为 353.97 万亿元，同比增长 9.9%。

5. 美联储主席鲍威尔发表国证词表示，将进一步加息以实现 2% 通胀目标，最终利率水平可能高于先前预期，如果有必要将加快加息步伐。鲍威尔指出，尽管近几个月来通胀有所缓和，但通胀压力高于上次会议时的预期。尽管增长放缓，但劳动力市场仍然极度紧张。历史记录强烈警告不要过早放松政策，美联储将尽一切努力实现最大就业和价格稳定目标。

风险提示：本报告中的信息均来源于 Wind 及已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前请核实，风险自行承担。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。投资人购买基金时应详细阅读本基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，投资人应充分考虑自身状况并选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员

取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。