

# 金融市场月报

## 3月债券、货币市场回顾与展望

### 目录

一、	宏观经济分析： .....	2
1、	国内市场 .....	2
2、	海外市场 .....	2
二、	近期重要经济金融数据： .....	3
1、	通胀数据 .....	3
2、	金融数据 .....	4
3、	存款准备金率： .....	5
4、	官方制造业 PMI： .....	6
5、	高频数据跟踪 .....	7
三、	货币、票据市场回顾及展望： .....	8
1、	一季度资金面回顾： .....	8
2、	后期资金面展望 .....	9
3、	一季度票据市场分析 .....	9
四、	一季度债市回顾 .....	10
五、	债券市场展望： .....	10

## 一、 宏观经济分析：

### 1、 国内市场

今年以来，随着防疫政策的调整，我国经济在 1 月初经过短暂阵痛后触底回升，经济、金融数据均表现亮眼，供需两端数据修复力度均较强。随着两会后基建项目的陆续开工，预计我国经济复苏势头仍较猛。但同时，目前经济基本面的修复仍主要是政策推动，从 1-2 月经济数据及高频数据来看，基建托底经济的成分较高，消费等相关数据的改善也主要源于疫情后出行链条的修复，汽车消费显得后劲不足，房地产虽有修复但仍处于底部。综合上来看，经济修复仍有韧性，但斜率或偏缓。

### 2、 海外市场

海外市场方面，美国 2 月份 CPI 同比 6.0%，前值 6.4%，核心 CPI 环比增 0.5%，前值 0.4%，通胀仍保持韧性。与此同时，3 月以来，包括硅谷银行在内接连 3 家美国银行倒闭，引发市场对加息环境下美国经济受冲击甚至面临金融危机的担忧。在银行业波动与高通胀两大矛盾之间，美联储于 3 月 23 日议息会议上宣布加点 25BP。从 WIRP 彭博隐含利率模型来看，市场已反映出对下半年美联储降息的预期。后续美联储将如何决策及市场情绪如何演绎或在于本次银行业危机是否妥善解除，市场关注点是否回归到通胀数据上。

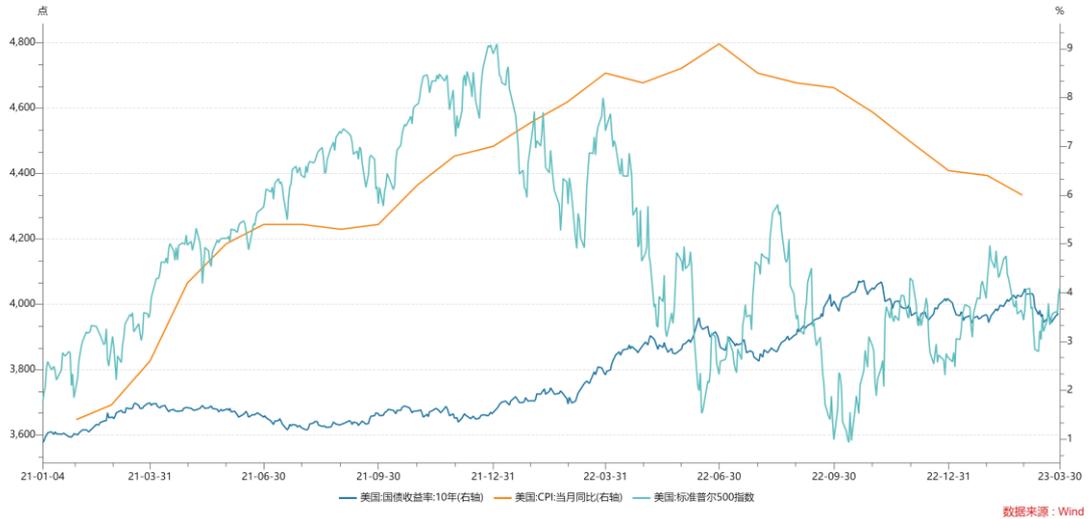


图 1：美国 CPI、10 年期国债、标准普尔 500 走势图

## 二、 近期重要经济金融数据：

### 1、 通胀数据

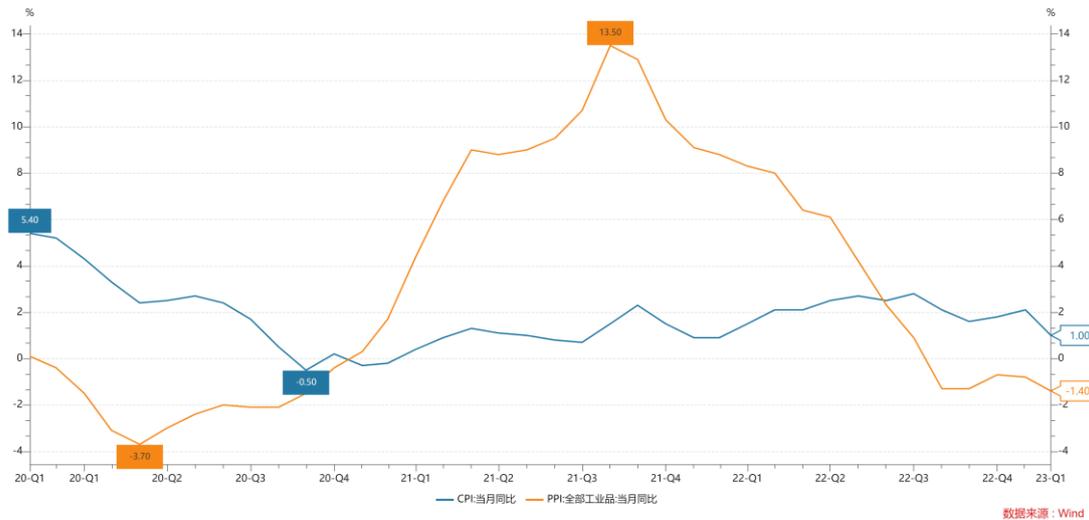


图 2：CPI、PPI 当月同比

通胀方面，2 月 CPI 同比上涨 1.0%，前值 2.1%；PPI 同比下降 1.4%，前值-0.8%，符合春节后季节性回落特征。

CPI 方面，食品项同比 3.6%，环比-2%，主要受到猪肉及菜价的拖累。猪肉方面，猪价环比-11.4%，继续受到供大于求的回调影响；菜价方面，环比-4.4%，节后需求回落，气温回升影响下

供给充足,带动菜价下跌。非食品项方面,同比 0.6%,环比-0.2%,略弱于季节性,其中旅游环比-6.5%大幅弱于季节性,但随着经济复苏与气温回暖,预计旅游分项将环比回升。

PPI 方面,在去年高基数的影响下,同比下降 1.4%,不过本月国内油价受到国际原油价格影响,加之金属价格上涨,PPI 环比为 0%。

预计上半年 CPI 维持同比低位徘徊,PPI 在去年高基数影响下,上半年同比或将继续下降。整体来看,通胀目前不构成债市主要关注点。

## 2、 金融数据

根据央行公布数据,2023 年 2 月新增社融规模 31600 亿元,市场预期 20766 亿元,前值 59800 万亿元。1 月新增人民币贷款 18100 亿元,市场预期 14387 亿元,前值 49000 亿元。M2 同比增长 12.9%,市场预期 12.3%,前值 12.6%;M1 同比 5.8%,前值 6.7%;M0 同比 10.6%,前值 7.9%。

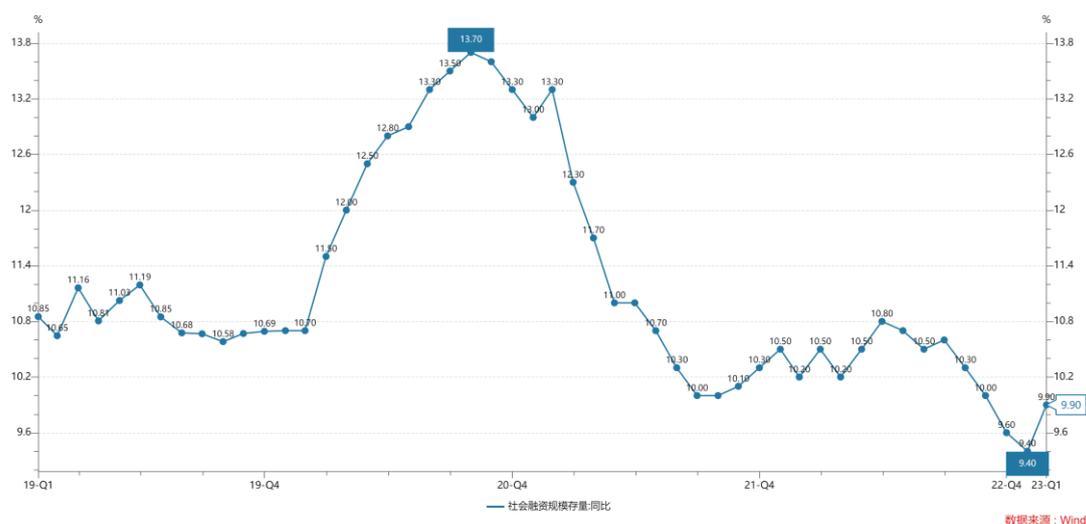


图 3: 社会融资规模同比走势图

2 月份金融数据突破季节性特征，总量大幅超出预期。从信贷数据来看，2 月份人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 5928 亿元，主要由于制造业和基建贷款维持高景气度，同时大行低价抢占市场份额、信用债融资需求转向贷款，进一步推动信贷数据表现强劲。

虽然 2 月份信贷表现亮眼，但需关注信贷数据的持续性。目前政策主导的信贷需求占比较高，经济内生需求仍较弱。同时，大行低价抢占市场份额带来银行业负面反应，银行息差压力加剧并挤压中小银行信贷业务生存空间，信贷增长持续性面临考验。

### 3、 存款准备金率

2023 年 3 月 17 日央行公布，决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%，预计释放长期资金 6000 亿元。

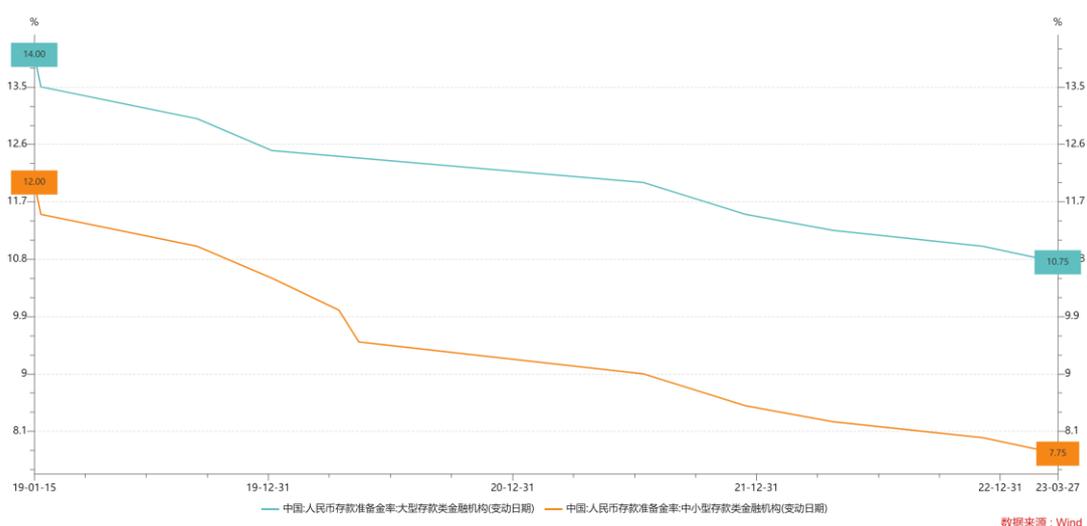


图 4：贷款市场报价利率（LPR）走势图

本次降准超出市场预期。总结分析来看，原因或在于以下两个方面：一是虽然经济、金融数据总体表现较好，但结构上较差；

二是 1、2 月以来，银行信贷扩张较快，银行间资金利率中枢抬升明显，银行中长期负债缺口变大。

此次降准后，短端受降准释放流动性的利好影响，资金价格或有所回落，存单发行价格与规模也有所降低，短债站在当前时点来看或存在一定的下行空间。长端来看，10 年国开活跃券下行后快速反弹反映出降准对长端影响有限。

#### 4、 官方制造业 PMI：

中国 3 月官方制造业 PMI 51.9%，较上月下降 0.7 个百分点；非制造业 PMI 58.2%，较上月上升 1.9 个百分点。

3 月 PMI 指数继续扩张，供需两端均持续改善，但斜率放缓。

“新订单-产成品库存”反映的经济动能指数上升 0.6 个百分点，当月制造业处于被动去库存状态。生产指数 54.6%，比上月下降 2.1 个百分点；从业人员指数 49.7%，跌至荣枯线以下，表明制造业企业用工景气水平有所回落。除采购量指数与上月持平，出厂价格指数、进口指数、主要原材料购进价格指数、生产经营活动预期指数均不同程度回落，出厂价格指数甚至跌落至荣枯线以下，表明制造业企业预期转弱。

非制造业 PMI 58.2%，较上月上升 1.9 个百分点，非制造业恢复发展态势向好。从行业情况看，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间。

整体来看，经济仍在修复过程中，但经历过 2 月份春节后脉

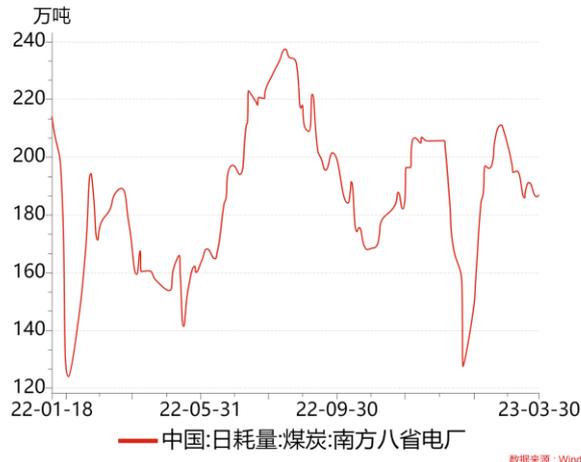
冲式的修复过后，斜率有所放缓。结构上来看，服务业的修复程度好于制造业，预计后续随着气温转暖和出行链条的继续恢复，修复进程将进一步加快。建筑业修复势头仍较猛，预计在前期各项政策支持下，基建依旧维持在高位，但进一步上行的可能性降低。在经济仍在恢复进程中但结构分化、回升速度边际放缓的情况下，经济持续修复的内生动力有待进一步加强，在未有增量信息的情况下，预计债券收益率仍将维持现状窄幅波动。

## 5、 高频数据跟踪：

从需求端来看，乘用车消费在3月中旬后小幅回暖，后续乘用车消费市场是否持续改善有待观察；商品房消费市场表现强劲，在“金三银四”的加持下，预计仍有韧性。

从生产端来看，随着气温回暖，南方八省电厂煤炭日耗量季节性回落，但仍位于高位。高炉开工率、汽车半钢胎开工率延续修复回升态势。

从出口相关数据来看，CCFI 运价指数持续回落，但斜率有所放缓，外需持续走弱趋势明显，出口下行压力较大。



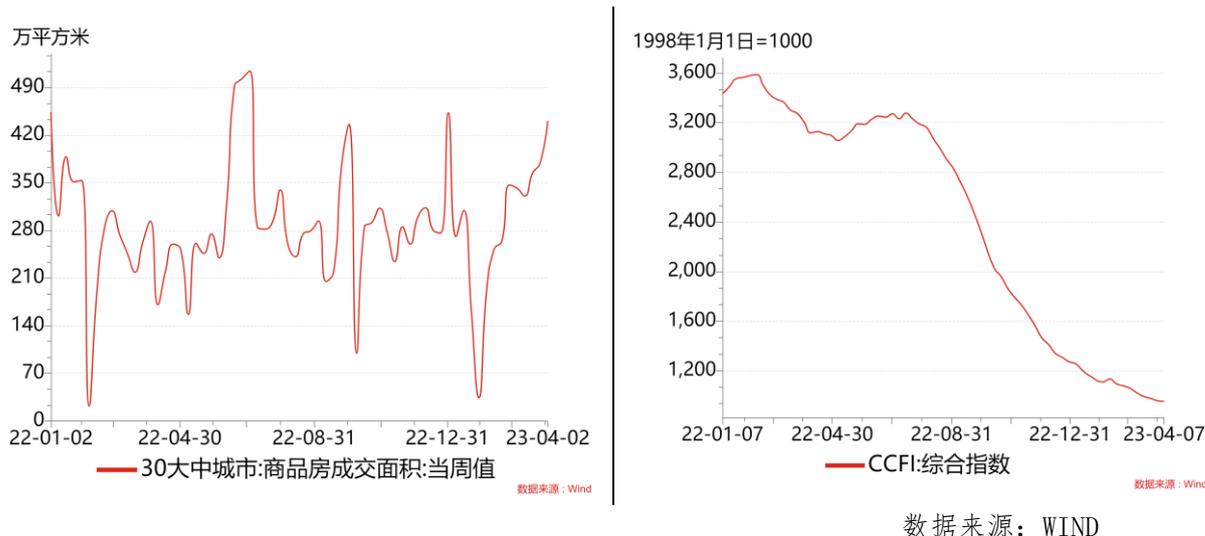


图 6：2022 年以来各项高频数据走势图

### 三、 货币、票据市场回顾及展望：

#### 1、 3 月资金面回顾：

在开年前两月较为紧张的货币市场状态后，三月总体市场流动性重新呈现宽松态势。央行降准以及跨月资金的大规模投放使得下半旬跨季资金充裕，月内隔夜价格接近 1%。具体举措包括：

1. 3 月 27 日起央行调降商业银行存款准备金利率 25BP, 约释放长期资金 5000 亿元；2. 跨月逆回购净投放 8110 亿元；3. 3 月 15 日净投放 MLF2810 亿元资金。央行积极维护市场流动性的措施使得月内资金充裕，机构均平稳跨季，与此同时，长期利率有所下行，国有行和股份制行 1Y 同业存单一级发行价格回到 2.60%附近。



图 7: DR001、DR007 走势图

从资金需求来看，根据 3 月票据利率走势推测，信贷投放依旧强势。地方债也依旧放量发行，资金需求并未减弱，而使得资金面收敛转宽松的原因就是货币供给——央行大量投放主导了资金宽松以及利率下行。究其原因，或是外围市场硅谷银行，瑞信银行等全球金融事件引起的预防性投放。

## 2、 后期资金面展望

展望后期，4 月资金需求减弱的可能性较小，且央行 3 月已降准，预计将继续使用 MLF 协调长期资金需求，市场总体宽松有限。重点可关注外围事件的持续影响，若外围市场有进一步恶化状况或将继续带来货币市场的流动性宽松。

## 3、 3 月票据市场分析

季末月票据利率维持高位，尤其是 3 月末票据利率进一步走高，1Y 期票据利率创下 2022 年 2 月以来的新高，或预示着 3 月信贷数据依然较强。

#### 四、 一季度债市回顾

一季度债市走势大致可分为三个阶段。第一阶段为1月初至1月底，经济逐步走出疫情影响，政策持续释放暖意，市场复苏预期偏强，推动10年期国债收益率上行12BP；第二阶段为2月初至2月底，经济、金融数据整体较好但结构不佳，房地产复苏节奏较慢，乘用车销售数据春节后大幅回落，现券市场小幅走强后维持震荡；第三阶段为3月初至3月底，在经济增长目标设定较为谨慎、超预期降准及海外银行风险事件的影响下，债市收益率波动下行，10年期国债收益率整体下行6BP。

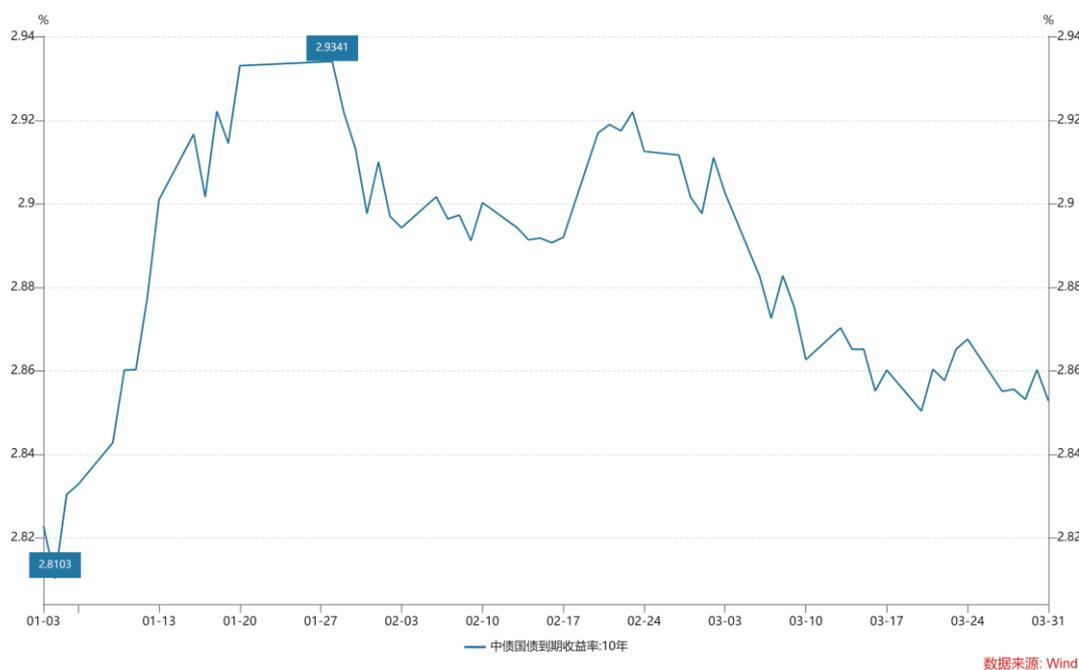


图 8： 10 年期国债到期收益率走势图

#### 五、 债券市场展望：

展望后市，债市对基本面的变化反应钝化，“房住不炒”基调下市场对房地产行业的修复信心有所降低，短期内经济数据的回暖也难以使市场认为经济强复苏。从目前高频数据及经济、金

融数据来看，信贷需求总体较强但持续性有待观察，经济保持复苏趋势但斜率变缓，支撑经济持续复苏的内生动力仍然不够。资金方面，在经济弱复苏的基调下，资金仍将保持整体宽松。在此背景下，二季度债市或维持震荡行情。

## 免责声明

本报告中所提供的信息均根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得。

报告所述信息仅供参考，相关信息及观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资决策的依据，报告阅读者不应自认该信息是准确和完整的而无加判断地予以依赖，一切商业决策均应由报告阅读者综合各方信息后自行做出。对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任；

本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发表时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读。我司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为南洋商业银行（中国）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。