

3月20日-3月24日资金面逐步转松，同业存单发行规模继续下降，利率债小幅调整，信用债表现较强。

➤ **本周资金面逐步转松，降准即将落地，债市加杠杆行为活跃。**

**本周资金面逐步转松。**周一至周五，DR001和DR007均持续下行，DR001已经降至1.3%左右，DR007降至1.7%左右，资金面大幅转宽。

**随着降准即将落地，国有大行融出资金规模大幅上升。**国有大型商业银行在质押式回购市场平均每个交易日净融出3.0万亿，其中周五单日净融出超3.8万亿，创1月6日以来的新高，质押式回购成交规模也大幅回升至6.9万亿

**同业存单发行规模持续下降，国股行补充负债诉求下降。**本周同业存单发行规模4561亿元，环比大幅回落，创春节后单周发行规模新低。其中，国股行同业存单发行量下滑明显，或反应当前银行对补充负债诉求下降。

➤ **信用债持续走强，短久期票息策略活跃**

本周信用债持续走强，尤其是期限为1年的信用债表现好于2-5年，**在降准利好资金面的逻辑下，短久期票息策略带动短期限信用债收益率下行，实际上反映当前债券市场对未来经济复苏弹性仍存在分歧。**同时，利率债的走势也可以印证这一点，本周国债利率曲线小幅上移，其中2-5年期国债利率上行幅度较大，10年期国债利率上行0.7BP，债市整体对降准的反应偏中性。

➤ **当前国内信用债收益率进一步下行的空间可能不大**

春节后，信用债持续走强，信用利差不断压缩。但当前信用利差压降趋势暂缓。尤其是当前部分品种信用债，与国债的利差水平距离2022年的低点仅20-30bp。**我们认为当前信用债的性价比可能不高：**

其一是，降准带动资金面宽松并不会长时间持续，在实体经济仍处于修复状态下，资金面仍处于高波动时期，一旦资金利率抬升，信用债难以继续维持强势；

其二是，信用债强势的宏观环境是私人部门信贷需求弱，1-2月私人部门尤其是居民信贷不强，但整体仍处于修复趋势，后续大概率仍将继续回暖，这对信用债不是一个好消息。

➤ **海外流动性压力较大，警惕欧洲银行风险继续发酵**

**受瑞信事件的影响，海外流动性明显收紧。**用来衡量离岸美元流动性指标的交叉货币互换基差仍在偏高位置，周五德意志银行大跌同时CDS飙升，市场对欧洲银行的担忧再起；同时，新一期美联储资产负债表数据表明，有海外货币当局与美联储进行了回购融资，规模达600亿美元，这一工具的使用也确认了银行风险事件，正在导致离岸市场美元流动性快速收紧，需警惕欧洲银行风险进一步传导发酵。

➤ **未来关注：降准正式落地、资金跨季。**

**下周一（3月27日）开始，7天资金即可跨季。**由于降准下周一正式落地，导致近期跨季资金的融资活动不如往年活跃，警惕降准实际落地后，跨季资金需求推动DR007大幅抬升。

**下周逆回购到期3500亿元，其中下周二（3月28日）到期量较大，有1820亿逆回购到期。**

➤ **风险提示：**地缘政治发展超预期；货币政策超预期；海外货币政策超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理 吴彬**

执业证书：S0100121120007

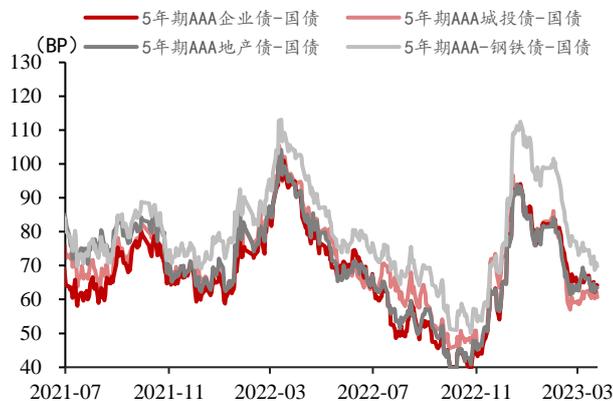
电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

**相关研究**

- 1.宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27
- 9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26
- 2.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25
- 3.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24
- 4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
- 5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

图 1：信用利差



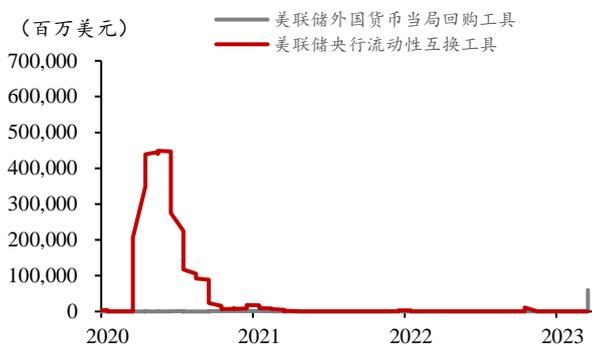
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：二级资本债



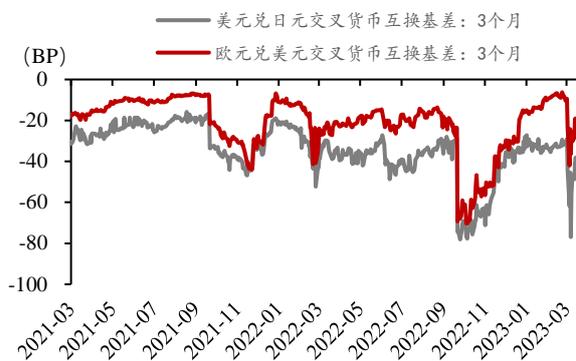
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：美联储流动性工具使用规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：交叉货币互换基差



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026