

金融市场分析周报

(2023.04.10-2023.04.14)

报告摘要

- **CPI/PPI: 食品价格下跌拖累 CPI 同比继续回落, 部分原材料价格趋势向下及高基数导致 PPI 跌幅扩大。** 尽管猪肉价格涨幅反弹, 但鲜菜等食品价格出现季节性回落, 且内需仍然较低迷拖累 CPI 同比继续回落, 3月同比上涨 0.7%, 回落 0.3 个百分点。食品价格特别是鲜菜价格是 CPI 同比回落的主因, 食品价格同比上涨 2.4%, 猪肉价格同比涨幅大幅上升, 但鲜菜同比降幅大幅回落。大宗价格震荡下跌及高基数拖累 PPI 同比降幅进一步扩大, 3月同比下降 2.5%, 降幅扩大 1.1 个百分点, 其中生产资料价格继续回落是主因。
- **金融数据: 受经济逐渐复苏带来的融资需求增加推动, 3月新增社融规模和信贷均大超市场预期。** 随着经济渐渐复苏, 企业和居民的融资需求抬升, 社融规模和信贷新增均大增, 且信贷结构也出现一定优化。3月新增人民币贷款 3.89 万亿元, 同比多增 7497 亿元; 社会融资规模新增 5.39 万亿元, 同比多增逾 7000 亿元。金融数据表明信贷投放保持较快节奏, 超预期完成“靠前发力”和“开门红”目标, 预计融资加持下, 一季度经济数据可能超预期。
- **进出口: 国内产业供应链得到恢复, 加上海外经济边际转暖, 中国出口增速超预期由负转正。** 疫情优化特别是春节过后, 目前国内供应链及生产已基本恢复, 加上海外经济回暖导致需求增加, 传统的劳动密集型产品出口大增, 推动出口增速由跌转涨。对不同国别的出口仍存在分化, 对欧美出口增速仍较低, 对东盟出口维持高增长, 为主要支撑项。3月出口增速大幅改善主要得益于劳动密集型产品出口大增, 具有短期特征, 考虑到海外经济整体疲软, 后续出口能否保持正增长仍有待观察。

主要数据

上证指数	3338.1525
沪深300	4091.9988
深证成指	11800.0939

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

- 对于后续经济复苏前景应保持信心和耐心 — 2023-04-16
- 出口数据逆转高增, 增强经济复苏确定性 — 2023-04-14
- 新增社融达历史高位, 宽货币向实体宽信用的转化率仍需提高 — 2023-04-12

- **资金市场分析：央行净投放回归低位，资金价格维持平稳；下周一开始缴税走款，关注资金面变化以及央行支持情况。**本周央行共进行 540 亿元逆回购操作，共有 290 亿元逆回购到期，因此当周实现净投放 250 亿元。本周随税期临近，但资金价格整体维持平稳。下周一开始缴税走款，4 月份为传统缴税大月，且本次为资金面回归正常后第一次季除缴税，虽然本周资金面未收到税期明显影响，但下周资金面仍可能收到来自缴税走款的较大冲击。同时下周一存在 1500 亿元 MLF 到期，央行已连续多个月增量续作 MLF，3 月份金融数据仍强劲，央行存在继续增量续作 MLF 投放长期资金的可能。此外政府债券净缴款处于低位，逆回购到期有限，预计对于资金市场冲击不大。
- **利率债：本周密集发布数据，通胀继续下降，金融数据超预期，进出口数据超预期。**利率债本周在数据左右下走 V，仍无趋势性走势，后续持续关注信贷转向以及资金风险偏好转向，利率债仍有向上风险。通胀数据方面低于预期，去年 3 月基数较高，同时本月食品继续拖累，猪价下滑下，菜价也继续下滑，汽车降价继续带动 CPI 下滑。PPI 环比持平，生产资料油价主要拖累，其次为木材，黑色金属有一定拉动，后续基建继续拉动，仍能够对 PPI 进行支撑；生活资料饰品盒耐用消费品下降，日用品衣着上涨。金融数据“预期中的超预期”，信贷方面企业中长期继续强势，信贷中居民中长贷款是大超预期的，在连续半年的多增较少的情况下，3 月放量大增，和近期多地地产小阳春有较大关联，3 月商品房销售是明显回暖的，未必能够有持续性。社融信贷继续多增，企业债、股票、政府债少增，继续成为拖累项。企业债券部分已经在债灾后逐步回暖，二季度能够恢复。进出口数据大超预期，分项目看，汽车同比 123.8%，依旧强势，钢铁同比 51.8% 以及船舶同比 82.3%，出口贡献较大；同时机电产品、服装、塑料制品、医疗器械等均同比转正。区域来看，欧美日继续大幅下降，但对东盟、俄罗斯、非洲大幅增长。综合来看，本周通胀数据带领市场下行 2bp 以上，但金融数据和进出口数据发布后，市场认为“信贷好---宽信用---利率上”+“进出口数据好---经济好---利率上”，后半周利率转为上行。虽然信贷超预期，但我们也可以看到 1) 债券供给依旧不足，企业债仍旧

少增，供给端减少情况下很难对整体利率进行上行影响；2) 居民并未增加消费，存款不降反增，居民收入及消费未能有效提振，未出现存款活化影响银行负债端的情况。上周周报已对此问题进行讨论，经济向好可能未必能利空利率市场。现在需要关注 1) 央行踩信贷刹车的信号，周四晚间的货币政策委员一季度报告“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，目前信贷增速明显过快，谨慎转向的可能；2) 居民收入及消费恢复，风险偏好是否转向。利率债目前在基本面信息陆续发布后依旧震荡，但需关注信贷转向以及资金风险偏好转向，目前为区间内低点，交易层面向上风险较大。

- **权益市场：A 股市场震荡持续，Q1 经济已阶段性修复。**北上资金本周合计流入 47.56 亿元。上证综指最终报收 3338.15 点。A 股市场成长优于价值。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体涨大于跌。从目前看，市场情绪不乐观，在宏观经济基本面向好，资金流动性宽松，投资者期待春季行情的多重利好支持下，股市反弹空间大。A 股钙钛矿板块有望重新迎来全年重要布局窗口。数据和人工智能是相辅相成的。TMT 板块短期内或轮动补涨，中期随半导体新一轮复苏周期开启上行。
- **美元指数分析：美国 3 月份通胀数据超预期下行，欧洲央行维持鹰派言论，美元指数本周走低。**本周美国通胀数据公布，其中 CPI 数据环比及同比涨幅均不及预期，PPI 数据也揭示通胀商品价格持续下行，受此影响，本周美元指数整体呈现下行趋势，市场多数认为认为美联储加息即将接近尾声，5 月份加息 25bp，6 月份停止加息。本周欧洲央行维持紧缩论调，多位欧洲央行官员发言，称欧洲加息尚未结束，下次加息很可能维持 50b 平水平，美欧货币政策逐步错位下，欧元兑美元维持上行，也助推美元指数走低。

●

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

正文目录

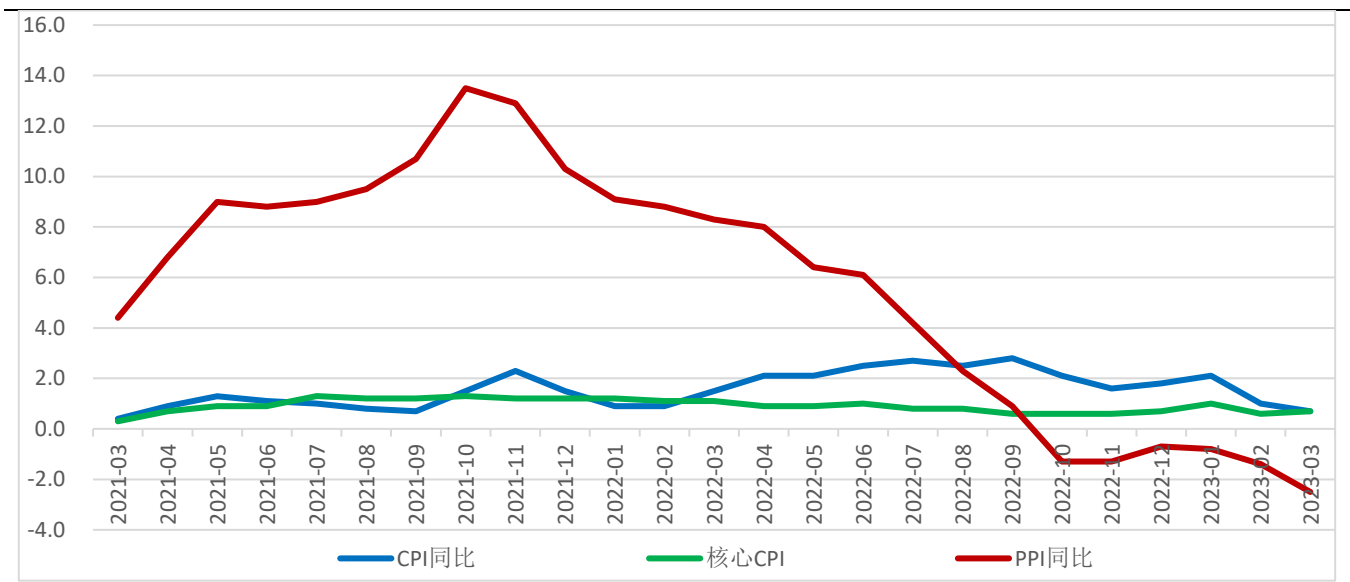
一、 本周重点经济	6
1.1 食品价格下跌拖累 CPI 同比继续回落，部分原材料价格趋势向下及 高基数导致 PPI 跌幅扩大	6
1.2 受经济逐渐复苏带来的融资需求增加推动，3 月新增社融规模和信 贷均大超市场预期	7
1.3 国内产业链恢复，加上海外经济边际回暖，3 月中国出口增速超预 期转涨	10
1.4 一周要闻	11
二、 固定收益市场分析	12
2.1 资金面分析：央行净投放回归低位，资金价格维持平稳；下周一开 始缴税走款，关注资金面变化以及央行支持情况	12
2.2 利率债走势分析：央行本周小额净投放资金，基本面数据发布较 多，通胀继续低于预期，金融数据超预期，进出口超预期，利率债本周 走 V，下行后小幅上行	14
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比转正、信用债融资额增加；3、5Y 信用债收益率整体下行，1Y 信用债收益率持平	16
三、 主要资产价格分析	17
3.1 权益市场分析：A 股市场震荡持续，Q1 经济已阶段性修复	17
3.2 美元指数分析：美国 3 月份通胀数据超预期下行，欧洲央行维持鹰 派言论，美元指数本周走低	19

一、 本周重点经济

1.1 食品价格下跌拖累 CPI 同比继续回落，部分原材料价格趋势向下及高基数导致 PPI 跌幅扩大

尽管猪肉价格涨幅反弹，但鲜菜等食品价格出现季节性回落，而且内需仍然较低迷，导致 CPI 同比继续回落，大宗价格震荡下跌及高基数拖累 PPI 同比降幅进一步扩大。国家统计局 4 月 11 日发布的价格数据显示，3 月消费者价格指数（CPI）同比上涨 0.7%，较 2 月回落 0.3 个百分点，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，低于市场预期，CPI 数据持续低迷说明内需仍然不振；原油、黑色等上游大宗原材料价格震荡下跌，加上受俄乌冲突带来的高基数，工业品出厂价格指数（PPI）同比下降 2.5%，降幅扩大 1.1 个百分点，创 2020 年 7 月以来新低，但基本符合市场预期。

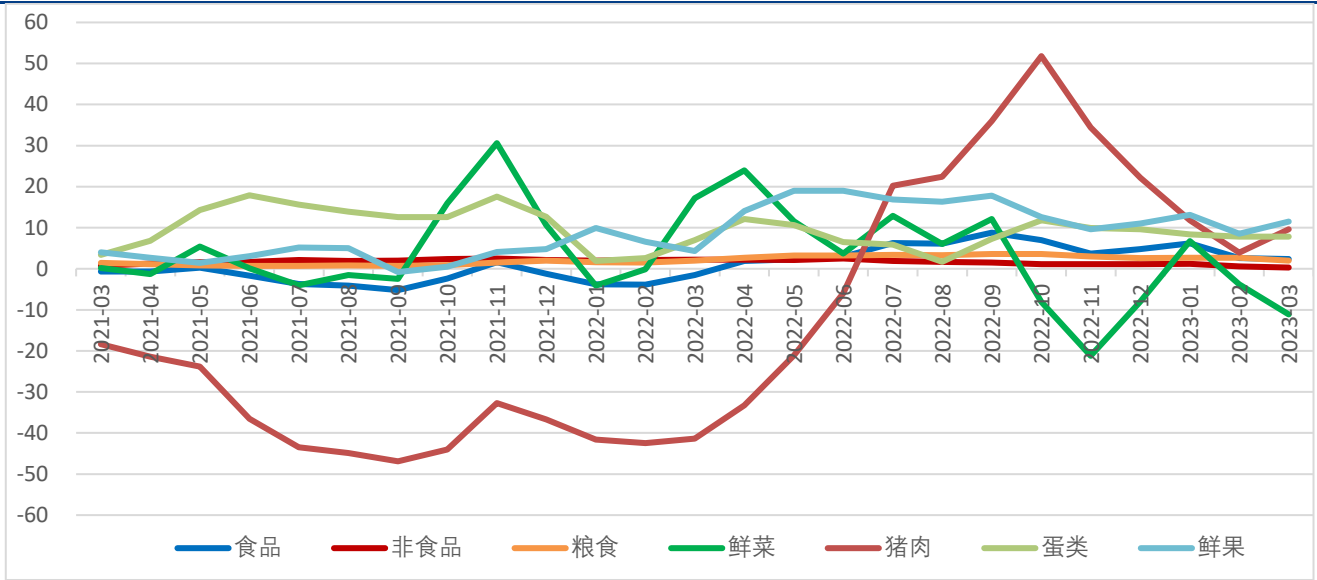
图 1：3 月 CPI、PPI 同比均出现回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

食品价格特别是鲜菜价格是 CPI 同比回落的主因。3 月食品价格上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.43 个百分点，其中猪肉价格同比涨幅大幅上升 5.7 个百分点至 9.6%；鸡蛋和禽肉类价格分别上涨 7.8% 和 7.4%；天气转暖，鲜菜上市短期增加，同比降幅大幅回落 7.3 个百分点至 11.1%。3 月非食品价格同比涨幅回落 0.3 个百分点至 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.23 个百分点，其中服务价格同比上涨 0.8%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，主要是出行需求持续恢复下，飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费、旅游价格同比涨幅均有扩大，不过受汽车厂商打价格战影响，工业消费品价格由上涨 0.5% 转为下降 0.8%。另外环比看，3 月 CPI 下降 0.3%，降幅收窄 0.2 个百分点，主要是食品价格环比下降 1.4%，收窄 0.6 个百分点。

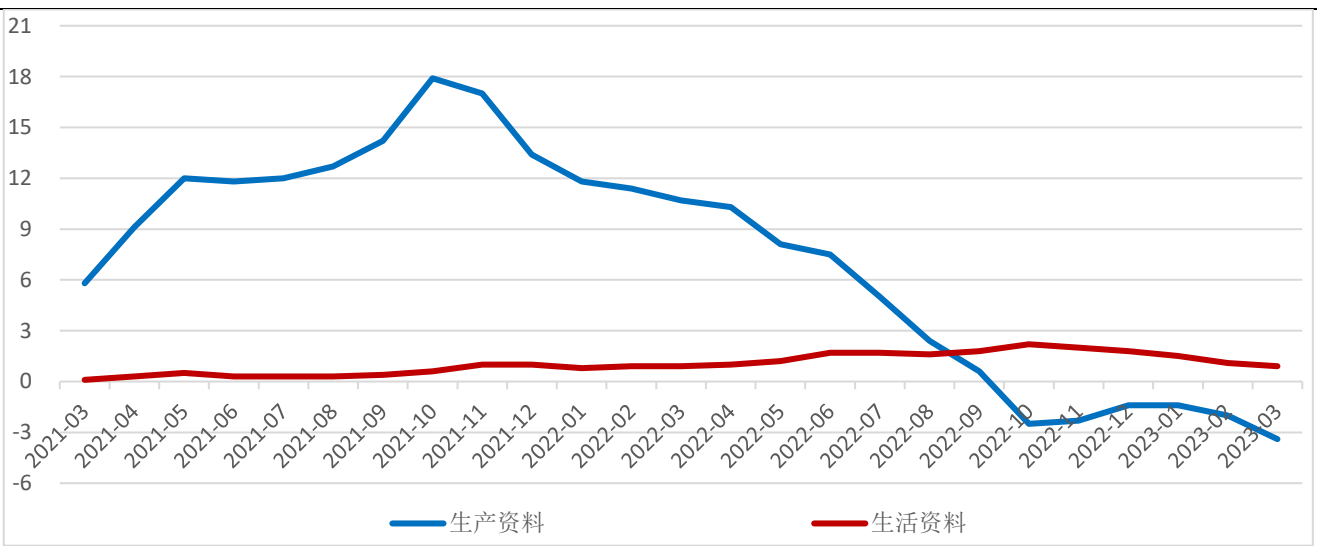
图 2：食品价格特别是鲜菜价格是 CPI 同比回落的主因（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

PPI 同比降幅扩大, 主要是受部分大宗商品价格回落和基数较高的影响。生产资料价格同比降幅扩大 1.4 个百分点至 3.4%, 影响 PPI 下降约 2.65 个百分点, 生产资料中进口依赖度较高的石油、有色金属等价格下降较多, 导致石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业价格同比降幅扩大, 中国复苏不及预期和澳洲煤炭放开进口导致石油煤炭及其他燃料加工业价格同比增速由涨转降。生活资料价格同比增速回落 0.2 个百分点至 0.9%, 影响 PPI 上涨约 0.20 个百分点。另外环比看, PPI 连续两月持平, 主要是受欧美银行危机影响, 部分大宗商品价格走低, 国际输入性因素带动相关行业价格下行。

图 3: 生产资料价格同比降幅扩大, 生活资料涨幅缩小 (%)



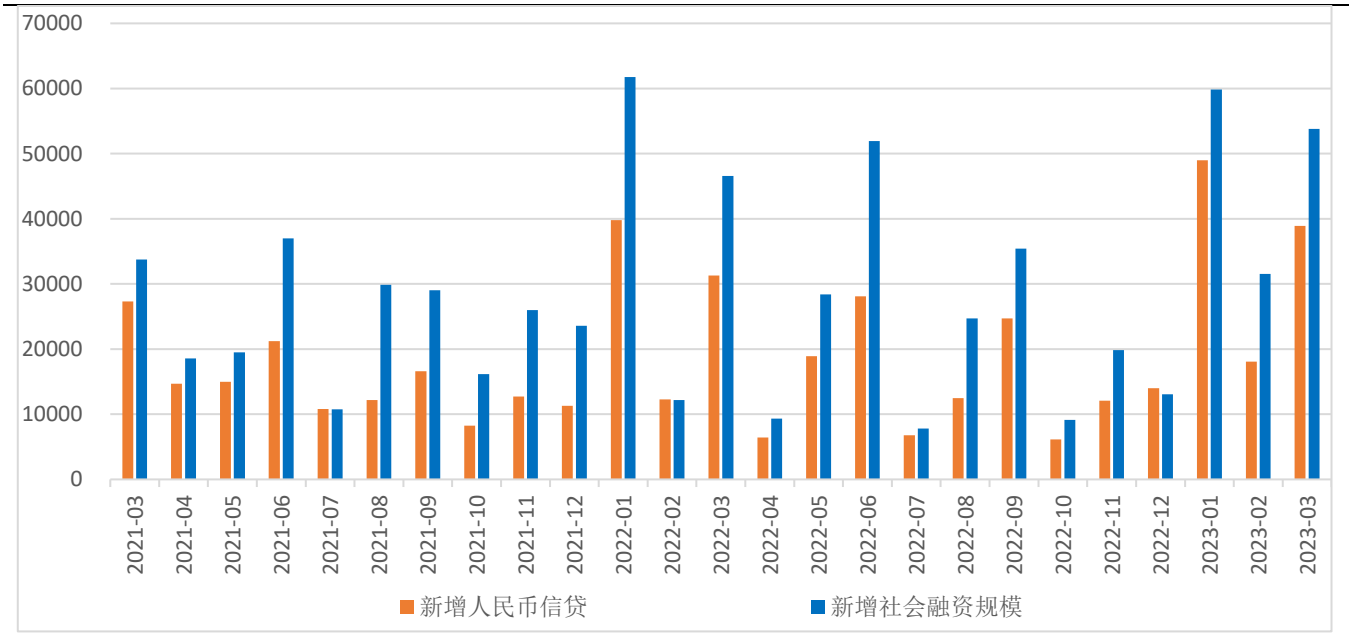
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.2 受经济逐渐复苏带来的融资需求增加推动, 3 月新增社融规模和信贷均大超市场预期

随着经济逐渐复苏, 企业和居民的融资需求抬升, 3 月社融规模和信贷新增均大增, 且信贷结构出现优化。央行 4 月 11 日发布的金融数据显示, 3 月新增人民币贷款 3.89 万亿元, 同比多增 7497 亿元, 超出市场预期;

社会融资规模新增 5.39 万亿元，同比多增逾 7000 亿元，也远超市场预期；到 3 月末，M2 同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.2 个百分点，但 M1 增速较快下行，比上月降低 0.7 个百分点。金融数据表明信贷投放保持较快节奏，超预期完成“靠前发力”和“开门红”目标，预计在强劲融资的背景下，一季度经济数据复苏有可能超预期。

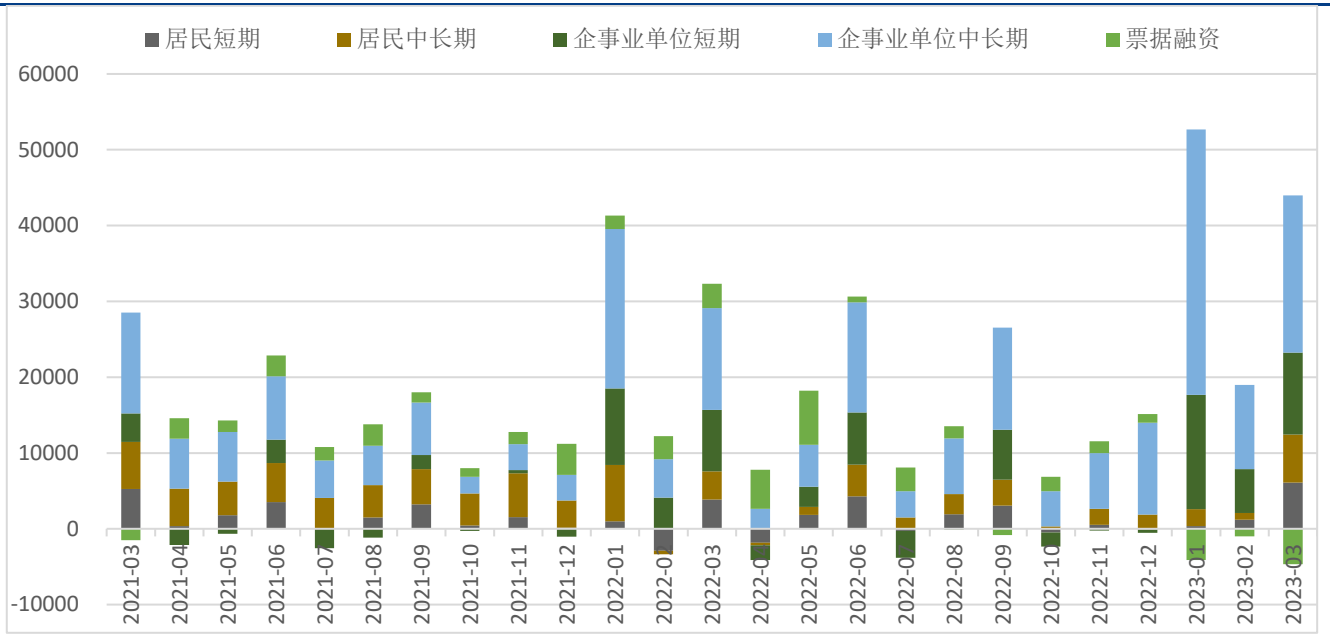
图 4：3 月新增社会融资规模和信贷均大超市场预期（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

居民信贷明显回暖，信贷结构继续优化。从信贷结构看，3 月居民部门新增贷款 1.24 万亿元，同比多增 4900 余亿元，其中居民中长期贷款大幅上升，短期贷款和中长期贷款分别为 6094 亿元和 6348 亿元，同比分别多增 2250 亿元和 2620 亿元，表明信贷结构出现修复迹象，背后的主因是随着房地产市场边际复苏，居民购房需求回升，同时在宏观经济景气度提升、消费场景和需求恢复以及零售贷款价格下行拉动俄大背景下，消费类信用扩张强度继续提升，居民短贷也大幅增加；企业部门新增贷款规模延续此前态势，新增 2.7 万亿元，同比多增 2200 亿元，其中短期、中长期贷款分别新增 1.08 万亿元和 2.07 万亿元，同比分别多增 2720 亿元和 7250 亿元，中长期贷款仍为当前新增信贷的主要拉动力量，而票据融资则继续缩减，少增 4687 亿元，表明银行仍通过压降票据资产来腾挪信贷额度，票据融资维持少增格局。

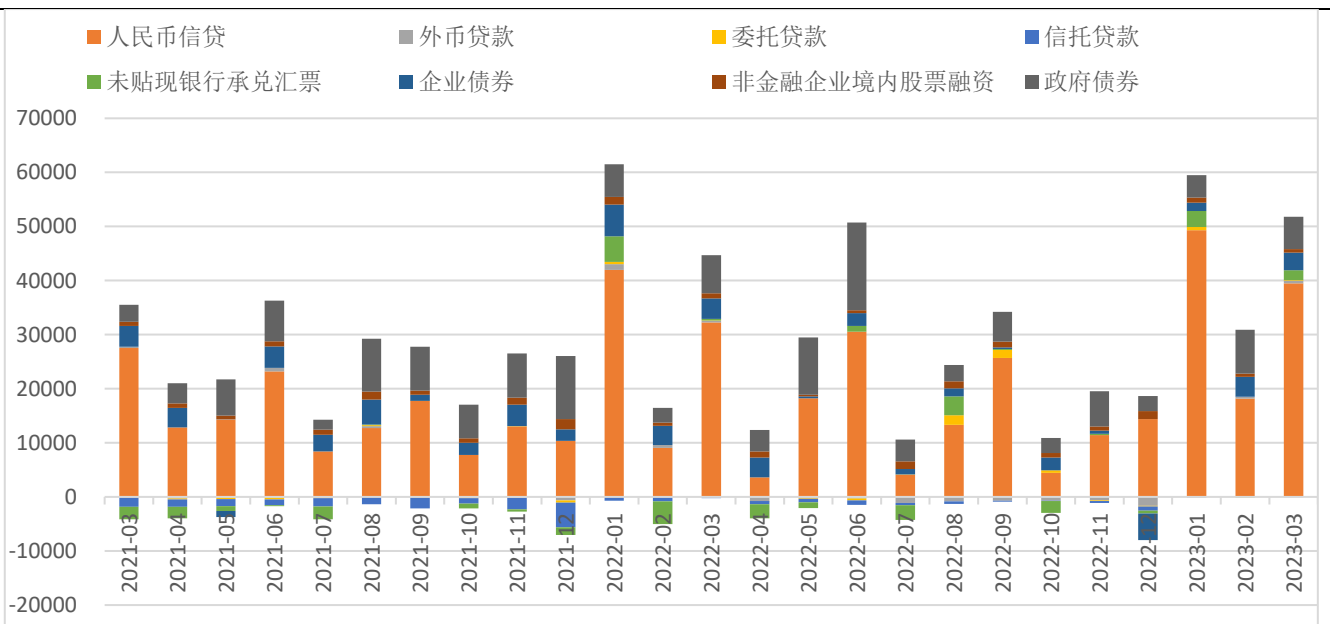
图 5：3 月信贷结构出现明显优化，居民中长期信贷新增表现突出（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

信贷主要支撑社融新增大超预期，但直接融资少增，成为主要拖累。主要依靠人民币信贷和表外融资的拉动，3月新增社会融资规模为5.38万亿元，同比多增7235亿元；社融存量同比增速较2月上行0.1个百分点至10%。结构上看，一是表内信贷投放强劲，3月人民币贷款表现强劲，同比多增7211亿元，创同期历史新高，同时3月以来美元指数中枢下行，人民币汇率稳中有升，对外币贷款形成一定支撑，使得外币贷款折合人民币新增427亿元，同比多增188亿元；二是表外融资规模多增，未贴现银行承兑汇票规模同比多增1503亿元，委托贷款、信托贷款同比分别多增67亿元、少减214亿元，其他数据表明3月投向房地产类、基础产业、金融领域和工商企业的集合信托产品规模均明显上升，分别环比增加35.8%、21.9%、23.3%和55%；三是直接融资同比少增，政府债券融资缩量，由于财政“前置”发力，同比少增1052亿元，企业债同比少增462亿元，非金融企业境内股票融资同比少增344亿元。

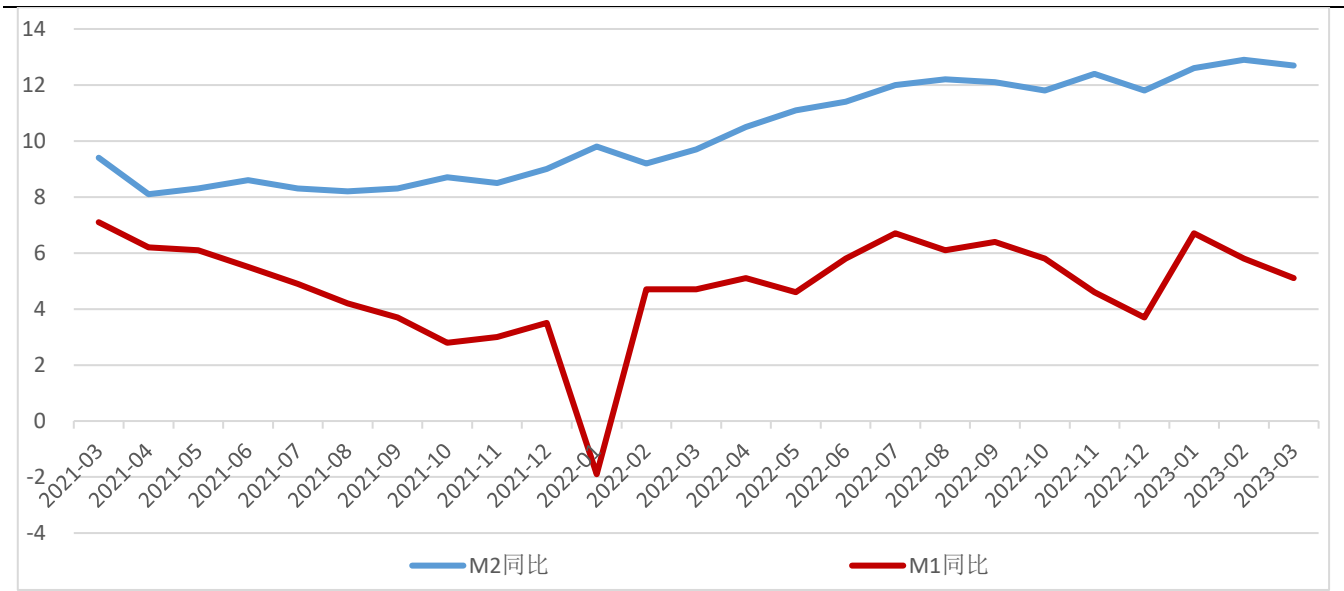
图6：信贷大增支撑社融新增大超预期，但直接融资成为主要拖累（亿元）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

受高基数影响, M2 增速下行。3 月 M2 同比增长 12.7%, 较上月降低 0.2 个百分点, 主因是去年同期基数走高, 但经济内生动力依然偏弱, 有待进一步恢复, M1 增速比上月降低 0.7 个百分点, 3 月财政支出保持一定力度, 但企业存款同比少增, 现金流仍显不足, 但同时居民存款新增规模续创历史同期新高, 此外非银部门可能存在一定的资金空转, 非银行业金融机构存款同比多增 9370 亿元。

图 7: 3 月 M2 同比增速下降至 12.7%, M1 增速降低 0.7 个百分点 (%)

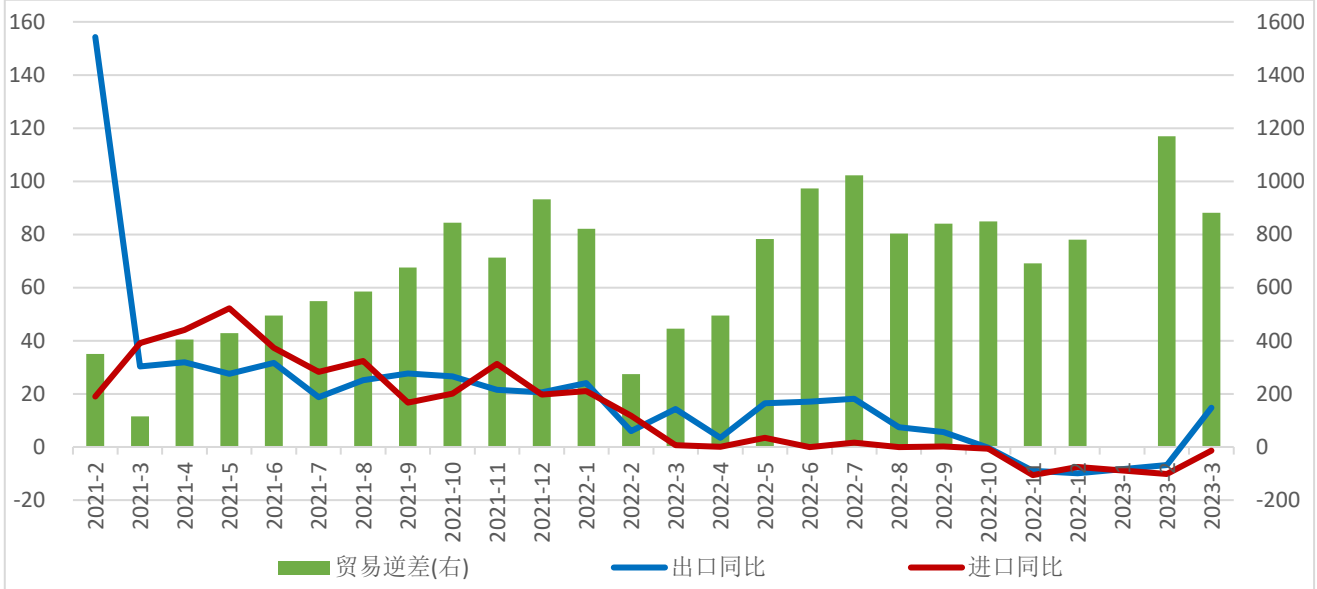


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.3 国内产业链恢复, 加上海外经济边际回暖, 3 月中国出口增速超预期转涨

疫情优化及春节过后, 国内供应链及生产已经恢复, 加上海外经济回暖导致需求增加, 传统的劳动密集型产品出口大增, 推动出口增速由跌转涨, 但这更多的是短期现象, 海外需求整体疲软, 出口形势逆转难度较大。海关总署 4 月 13 日公布的贸易数据显示, 3 月中国出口结束了此前连续五个月的下降态势, 同比实现两位数高增长, 以美元计, 3 月出口同比增长 14.8%, 较 1-2 月加快 21.6 个百分点, 为 2022 年 8 月以来最高, 大幅超出市场预期; 当月进口同比下降 1.4%, 降幅也收窄 8.8 个百分点; 当月实现贸易顺差 881.9 亿美元。

图 8: 3 月出口同比增速大幅改善, 进口跌幅也缩小 (左轴: %, 右轴: 亿美元)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

对不同国别的出口仍存在分化, 对东盟出口维护高增长, 为主要支撑项。从出口国别看, 3月除了对日本出口降幅扩大 3.3 个百分点至 4.8%, 对其他主要经济体出口增速均不同程度回升, 其中对美国出口同比降幅收窄 14.1 个百分点至 7.7%; 对欧盟出口同比由负转正, 增速回升 15.7 个百分点至 3.4%; 对东盟出口同比增速则加快 27.1 个百分点至 35.4%。

劳动密集型产品出口大幅改善。从商品类型看, 3月劳动密集型产品出口增速普遍加快, 其中箱包出口同比增速加快 86.8 个百分点至 90.1%, 服装、鞋靴出口同比分别增长至 31.9%、32.3%, 增速回升均超 40 个百分点; 包括口罩在内的纺织品出口同比增速亦回正至 9.1%; 机电产品出口同比增速由负转正, 回升 19.5 个百分点至 12.3%, 为 2022 年 8 月以来新高, 其中医疗仪器及器械、家用电器出口均结束了此前的同比下降, 回升超过 20 个百分点; 但消费电子出口仍然低迷, 集成电路同比降幅收窄 22.8 个百分点至 3.%, 手机出货继续走低, 同比下降 31.9%, 高新技术产品出口边际改善但降幅仍达 10.4%。

由于价格下跌, 多数大宗商品出现进口量增加单进口额下降的现象。受低基数影响, 部分大宗商品进口量回升, 其中原油、铁矿石进口量增价降, 进口量同比分别增长 22.5%和 14.8%, 进口额增速分别为 0.7%和 9%; 天然气进口则量增价升, 进口量和进口额分别增长 11.1%和 16.5%。

1.4 一周要闻

1) 央行货币政策委员会召开 2023 年第一季度例会指出, 要精准有力实施稳健的货币政策, 搞好跨周期调节。要进一步疏通货币政策传导机制, 保持流动性合理充裕, 保持信贷合理增长、节奏平稳, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。用好政策性开发性金融工具, 重点发力支持和带动基础设施建设, 促进政府投资带动民间投资。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下, 保持物价水平基本稳定。

2) 我国一季度进出口表现出较强韧性。海关总署近日发布数据, 今年一季度, 我国外贸进出口总值 9.89 万

亿元，同比增长 4.8%，其中出口 5.65 万亿元，同比增长 8.4%；进口 4.24 万亿元，同比增长 0.2%。今年一季度，我国各类外贸主体进出口竞相发力、稳步发展，其中，民营企业进出口增速高于整体，继续发挥外贸主力军作用，民营企业对外贸易继续保持快速增长态势。民营企业进出口 5.18 万亿元，同比增长 14.4%，占我国外贸总值的 52.4%。

3) 中国 3 月 M2、社融、新增贷款均超预期。据央行统计，3 月份，我国社会融资规模增量为 5.38 万亿元，预期 4.42 万亿元，前值 3.16 万亿元。其中住户中长期贷款呈现较高增长，一定程度体现出 3 月居民部门购房信心回升、购房意愿有所增强。3 月末社会融资规模存量为 359.02 万亿元，同比增长 10%。3 月新增人民币贷款 3.89 万亿元，预期 3.09 万亿元，前值 1.81 万亿元。3 月末 M2 同比增长 12.7%，预期 11.9%，前值 12.9%。3 月末，广义货币(M2)余额 281.46 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点；狭义货币(M1)余额 67.81 万亿元，同比增长 5.1%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点。M2、M1 剪刀差持续扩大。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行净投放回归低位，资金价格维持平稳；下周一开始缴税走款，关注资金面变化以及央行支持情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 540 万亿元

本周央行共进行 540 亿元逆回购操作，共有 290 亿元逆回购到期，因此当周实现净投放 250 亿元。下周央行公开市场将有 540 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 180 亿、50 亿元、70 元、90 亿元、150 亿元，此外下周一（4 月 17 日）将有 1500 亿元 MLF 到期。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	20	20	0	80	170
7 天	180	50	70	90	150
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	0	0	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-160	30	70	10	-20

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：资金价格维持平稳。本周随税期临近，但资金价格整体维持平稳，隔夜仅周五有所收缩，价格小

幅上行, 7d 资金本周价格变化有限, 未因税期明显上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.7128%, R007 加权平均降至 2.1342%; 交易所回购利率 GC001 加权平均降至 2.0990%, GC007 加权平均降至 2.2700%。

表 2: 本周货币市场利率 (%)

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.4817	1.5667	1.5155	1.4612	1.7128
	R007	2.2052	2.2204	2.1742	2.1847	2.1342
	R014	2.3124	2.3789	2.3962	2.2944	2.2203
	R021	2.1881	2.2535	2.2563	2.5860	2.5693
	R1M	2.5621	2.6927	2.5728	2.6064	2.6089
上交所协议回购	206001	4.1040	4.1500	4.1370	4.3260	
	206007	3.5720	3.2630	3.9540	3.3240	3.6010
	206014	4.4020	4.4440	4.5410	4.4520	4.9240
	206021	5.1950	5.6370	5.5330	4.7120	5.2090
	206030	5.8450	5.3970	5.4520	5.3720	5.7600
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.3852	2.3776	2.3695	2.3792	2.3704

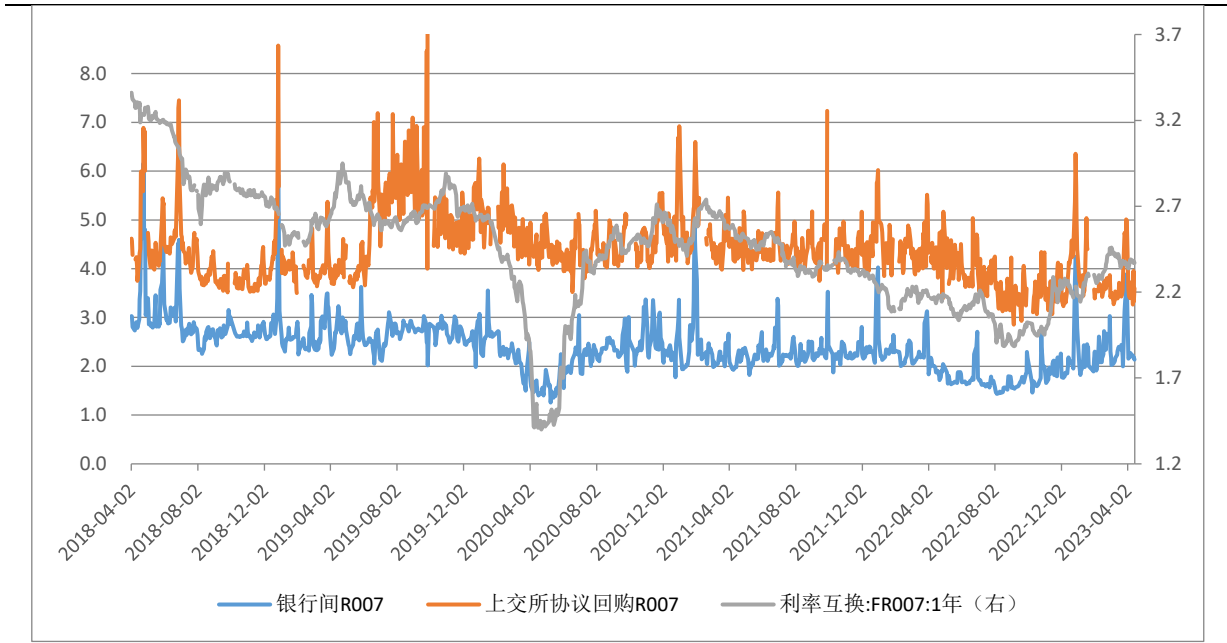
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 资金面的展望: 下周一开始缴税走款, 关注资金面变化以及央行支持情况

近日央行货币政策委员会召开 2023 年第一季度例会指出, 要精准有力实施稳健的货币政策, 搞好跨周期调节。要进一步疏通货币政策传导机制, 保持流动性合理充裕, 保持信贷合理增长、节奏平稳。从语言来看国内经济压力较前期有所缓解, 预计未来货币政策主要方向仍为宽信用, 从近期资金面情况来看, 经济复苏下企业对未来预期转好, 贷款需求上行, 对资金占用量增加。同时央行连续 4 个月增量续作 MLF, 同时于 3 月 17 日宣布将降准 0.25bp。整体来看贷款量上行的同时央行也相应投放长期资金, 但供需双双上行下资金面不免波动增大。

下周一开始缴税走款, 4 月份为传统缴税大月, 且本次为资金面回归正常后第一次季除缴税, 虽然本周资金面未收到税期明显影响, 但下周资金面仍可能收到来自缴税走款的较大冲击。同时下周一存在 1500 亿元 MLF 到期, 央行已连续多个月增量续作 MLF, 3 月份金融数据仍强劲, 央行存在继续增量续作 MLF 投放长期资金的可能。此外政府债券净缴款处于低位, 逆回购到期有限, 预计对于资金市场冲击不大。

图 9：各期限资金价格走势（%）



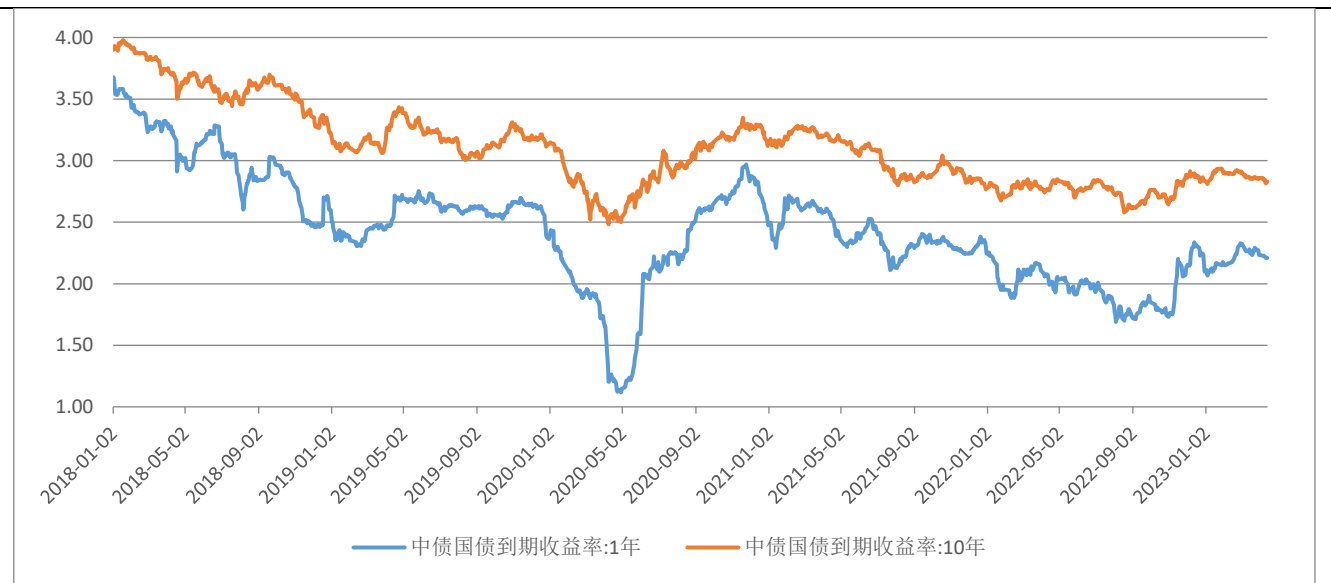
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：央行本周小额净投放资金，基本面数据发布较多，通胀继续低于预期，金融数据超预期，进出口超预期，利率债本周走 V，下行后小幅上行

1) 利率债走势复盘：行本周小额净投资资金，基本面数据发布较多，通胀继续低于预期，金融数据超预期，进出口超预期，利率债本周走 V，下行后小幅上行

周一，央行开展了 180 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 160 亿元。消息面匮乏，本周发布 CPI/PPI 以及金融数据，T 强于现券，现券长端小幅下行，表现好于中短端；周二，央行开展了 50 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 30 亿元。午间 CPI、PPI 数据发布，进一步降低，T 拉起，现券跟随下行 1.5-2bp，尾盘金融数据发布，利率债未明显显示利空，现券反而进一步下行，日终长端现券下行 2bp。周三，央行开展了 70 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日无逆回购到期，因此单日净投放 70 亿元。今日延续前日的良好情绪，除 1Y 外，利率债现券均下行，国开表现好于国债，长端小幅下行 0.3-0.5bp；周四，央行开展了 90 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 80 亿元逆回购到期，因此单日净投放 10 亿元。午间发布进出口数据，较为亮眼，利率债表现较弱，现券长端上行 0.75bp 以上，国债略好于国开；周五，央行开展了 150 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 170 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 20 亿元。本周央行共进行 540 亿元逆回购操作，共有 290 亿元逆回购到期，因此当周实现净投放 250 亿元。今日小幅上行，国开好于国开。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230004 由 2.8475% 累计下行 2.15bp 至 2.8260%，10 年国开活跃券 220220 由 3.0390% 累计下行 2.0bp 至 3.0190%。

图 10: 10 年期国债收益率 (%)


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 利率债展望: 本周密集发布数据, 通胀继续下降, 金融数据超预期, 进出口数据超预期。利率债本周在数据左右下走 V, 仍无趋势性走势, 后续持续关注信贷转向以及资金风险偏好转向, 利率债仍有向上风险

通胀数据: 3 月 CPI 同比 0.7%, 市场预期+1%, 前值+1%; 环比-0.3%。 3 月 PPI 同比-2.5%, 市场预期-2.3%, 前值-1.4%; 环比 0%。去年 3 月基数较高, 同时本月食品继续拖累, 猪价下滑下, 菜价也继续下滑, 汽车降价继续带动 CPI 下滑。服务项目环比持平, 出行较强。整体来看大幅低于预期。PPI 环比持平, 生产资料油价主要拖累, 其次为木材, 黑色金属有一定拉动, 后续基建继续拉动, 仍能够对 PPI 进行支撑; 生活资料饰品盒耐用消费品下降, 日用品衣着上涨。虽然目前通胀低位运行, 但随着猪瘟情况超预期, 能繁母猪持续去化, 猪价有较大上行可能, 且叠加 OPEC 减产的油价上行, 后续 CPI 上行可能性较大。但目前通胀并非债市主要关注点, 市场还是通过通胀了解居民企业消费情况, 目前看整体并未实现全面消费恢复。

金融数据: 金融数据“预期中的超预期”, 信贷方面企业中长期继续强势, 信贷中居民中长贷款是大超预期的, 在连续半年的多增较少的情况下, 3 月放量大增, 和近期多地地产小阳春有较大关联, 3 月商品房销售是明显回暖的, 未必能够有持续性。社融信贷继续多增, 企业债、股票、政府债少增, 继续成为拖累项。企业债券部分已经在债灾后逐步回暖, 二季度能够恢复。存款方面, 居民存款继续高增, 居民存款意愿仍旧较强, 也反映出 3 年疫情对居民资产负债表的冲击较大, 短时间内难以转化到消费中。

进出口数据: (以美元计价) 同比增 14.8%, 1-2 月降 6.8%; 进口降 1.4%, 1-2 月降 10.2%; 贸易顺差 881.9 亿美元。分项目看, 汽车同比 123.8%, 依旧强势, 钢铁同比 51.8% 以及船舶同比 82.3%, 出口贡献较大; 同时机电产品、服装、塑料制品、医疗器械等均同比转正。区域来看, 欧美日继续大幅下降, 但对东盟、俄罗斯、非洲大幅增长。

综合来看, 本周通胀数据带领市场下行 2bp 以上, 但金融数据和进出口数据发布后, 市场认为“信贷好---宽信用---利率上” + “进出口数据好---经济好---利率上”, 后半周利率转为上行。虽然信贷超预期, 但我们也可以看到 1) 债券供给依旧不足, 企业债仍旧少增, 供给端减少情况下很难对整体利率进行上行影响; 2) 居民并

未增加消费，存款不降反增，居民收入及消费未能有效提振，未出现存款活化影响银行负债端的情况。上周周报已对此问题进行讨论，经济向好可能未必能利空利率市场。现在需要关注 1) 央行踩信贷刹车的信号，周四晚间的货币政策委员一季度报告“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，目前信贷增速明显过快，谨慎转向的可能；2) 居民收入及消费恢复，风险偏好是否转向。出口数据超预期的背后原因较为复杂，韩国、越南略早于我国发布数据，均录得负增长，越南出口同样萎靡，但我国在前述产品的产品和区域的加持下由负转正，跟近期我国地缘政治表现有一定关系，后续持续性有待观察。利率债目前在基本面信息陆续发布后依旧震荡，但需关注信贷转向以及资金风险偏好转向，目前为区间内低点，交易层面上风险较大。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比转正、信用债融资额增加；3、5Y 信用债收益率整体下行，1Y 信用债收益率持平

1) 一级市场发行：存单融资额环比转正、信用债融资额增加

同业存单方面，本周，同业存单净融资规模为 1,291.70 亿元，发行总额达 7,094.40 亿元，平均发行利率为 2.5719%，到期量为 5,802.70 亿元，存单融资额环比由负转正。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 0.49bp 报 2.2882%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 0.31bp 报 2.5007%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.24bp 报 2.5654%，9M 存单平均发行利率较上周下行 8.21bp 报 2.6770%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 3,525.72 亿元，环比增加 1,702.98 亿元，偿还量约 3,010.57 亿元，净融资额约 515.15 亿元，环比增加 325.57 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：3、5Y 信用债收益率整体下行，1Y 信用债收益率持平

信用债二级市场方面，3、5Y 信用债收益率整体下行，1Y 信用债收益率持平，1 年期各评级信用债收益率均上行 0.06bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.91~4.91bp，5 年期各评级信用债收益率下行 2.01~4.48bp。

表 3：信用债各期限收益率水平 (%)

信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.7418	17.50%	0.06
信用债(AAA):3 年	3.0392	15.50%	-2.92
信用债(AAA):5 年	3.2363	8.90%	-2.48
信用债(AA+):1 年	2.8495	14.70%	0.06
信用债(AA+):3 年	3.1778	11.80%	-4.91
信用债(AA+):5 年	3.4796	8.80%	-4.48
信用债(AA):1 年	2.9195	10.60%	0.06

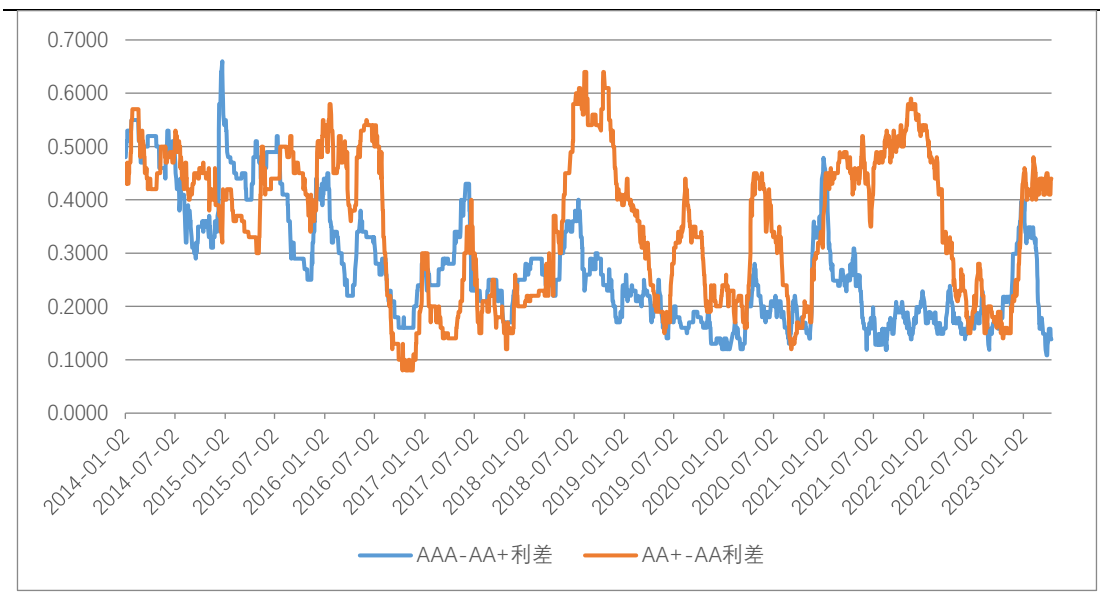
信用债(AA):3年	3.6178	15.00%	-1.91
信用债(AA):5年	3.9396	9.40%	-2.01

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

期限利差方面, AAA级、AA+级、AA级 3Y-1Y 利差分别缩小 2.98bp、4.97bp、1.97bp, 5Y-3Y 利差分别扩大 0.44bp、0.43bp、缩小 0.1bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差较上周收窄 2bp 至 14bp, AA 与 AA+之间的利差较上周扩大 3bp 至 44bp。

图 11: 各评级信用利差变动 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析: A 股市场震荡持续, Q1 经济已阶段性修复

1) 权益市场走势复盘: A 股市场本周价值大于成长

上证综指最终报收 3338.15 点, 较上周略有反弹。同期深证成指下跌 1.40%, 创业板指下跌 0.77%。量能方面, 沪指在本周的五天中成交量成下行状态。上证指数成交量 16.91 亿, 深证成指成交量 22.63 亿, 较上周略有下降。

北上资金, 本周合计流入 47.56 亿元。上证 50 下跌 0.22%, 沪深 300 下跌 0.76%, 中证 500 下跌 0.52%, 创业板 50 下跌 0.21%, 国证 2000 下跌 0.55%。

本周五个交易日, 30 个中信一级行业中有 11 个上涨, 19 个下跌, 其中有色金属、建筑、石油石化领涨 5.49%、4.92%、3.45%; 食品饮料、计算机领跌 5.15%、4.48%。沪深大盘有涨有跌, 涨跌幅度不同, 总体涨大于跌。从目前看, 在宏观经济基本面向好, 资金流动性宽松, 投资者期待春季行情的多重利好支持下, 股市反弹空间大。

2) 权益市场展望:

A 股钙钛矿板块有望重新迎来全年重要布局窗口。2023 年是光伏钙钛矿行业实现团队从 1 到 10、GW 级产线从 0 到 1、资本市场关注度提高的重要节点年份。随着 1Q23 末头部初创公司中试线提效取得喜人进展, 2Q23 起产业链有望进入 GW 级产线进展活跃期, 对二级市场板块热度形成催化。

数据和人工智能是相辅相成的。人工智能的迭代需要数据作为基石, 数据的价值需要人工智能的充分挖掘。数据是 AI 的“血液”, 数据要素市场发展有望丰富语料供给。同时, 数据的存储与计算技术夯实 AI 软实力。数据存储、计算技术在 AI 不同阶段均提供关键支撑。数据存储是前提, AI 需要大量数据, 长期看有助于推动企业数据文化建立, OLTP、OLAP 数据库均有望持续受益。分布式计算框架支撑模型开发, Data+AI 呈现平台化融合趋势。此外, AI 大规模生产中存在由于流程、管理不当造成的效率低、周期长等问题影响实际落地, MLOps 是为解决上述问题、通过统一 ML 研发和运营过程实现提质增效的一套工程管理方法论和工具链, 赋能 AI 模型全生命周期的各个流程, 助力 AI 模型落地生花。综合来看, 找准产业链上相关公司的投资机会。

TMT 板块短期内或轮动补涨, 中期随半导体新一轮复苏周期开启上行。技术端, ChatGPT 等人工智能技术应用引领数字产业革新, TMT 领域在技术进步大趋势下想象空间较大。政策端, 从党的二十大, 到 2022 年 12 月召开的中央经济工作会议, 再到 2023 年全国两会, 建设数字中国的顶层规划及产业指引不断清晰。4 月 12 日, 中共中央政治局常委、国务院总理李强调研独角兽企业发展情况, 高科技企业有望持续受政策呵护。海外加息在银行业危机爆发后或加速步入尾声, 国内货币政策相对宽松, 整体流动性环境利好成长风格反弹, 短期内 TMT 板块内部细分行业仍有反弹空间。当前 TMT 板块成交额占比处于 45% 以上的相对高位, 根据我们统计的数据, A 股在交易拥挤后易出现均值回归现象, 自 2020 年以来, 申万一级行业累计日换手率超 5% 达 124 次, 此后 30 个交易日平均跌幅为 4.06%, 反映出交易热度达相对高位后易迎来回调。中期来看, 计算革命拉动算力需求暴涨, 而英伟达等主要供给方的供给有限, 推动芯片、服务器、通信设备、存储等相关领域规模扩大, 底层算力基础迎来发展机遇, 产业链上下游均受益。费城半导体指数反映资本市场的预期变化, 可作为全球半导体销售情况的先行指标观测产业周期情况。ChatGPT 发布后, 自 2022 年 10 月至 2023 年 3 月费城半

导体指数已抬升 43.65%，市场预期高涨。目前费城半导体指数同比增速已触底开启新一轮周期，预计全球半导体销售情况也有望迎来拐点，行业基本面回暖或带动 TMT 板块共振上行。

配置上建议向受政策呵护的经济修复阻力较小方向倾斜，关注一季报业绩表现超预期的行业。短期内“安全”与“科技”仍为值得重点关注的领域。国防军工或将守得云开见月明，随一季报落地拐点或将出现。电子方面国产替代逻辑下，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

3.2 美元指数分析：美国 3 月份通胀数据超预期下行，欧洲央行维持鹰派言论，美元指数本周走低

本周美元指数报 101.5775，较上周下跌 0.3397。本周美国通胀数据公布，其中 CPI 数据环比及同比涨幅均不及预期，PPI 数据也揭示通胀商品价格持续下行，受此影响，本周美元指数整体呈现下行趋势，市场多数认为认为美联储加息即将接近尾声，5 月份加息 25bp，6 月份停止加息。本周欧洲央行维持紧缩论调，多位欧洲央行官员发言，称欧洲加息尚未结束，下次加息很可能维持 50b 平水平，美欧货币政策逐步错位下，欧元兑美元维持上行，也助推美元指数走低。

近期 FOMC 会议决议上美联储对于未来加息的表述有所改变，结合点阵图来看，本次美国加息周期可能已经接近高点。但同时虽然美国部分宏观数据指向下行，但通胀仍远高于 2% 的情况下，预计美联储仍将维持利率在高位一段时间。长期来看，虽然近期美国经济整体仍存有韧性，但衰退势头也逐步明显，银行业风险持续累积，预计未来随美国经济下行压力逐步增大，美联储存在比预计路径更早结束紧缩的可能。

图 12: 美元指数走势



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

风险提示: 货币政策超预期收紧, 信用风险集中爆发

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637