

金融市场分析周报

(2023.04.17-2023.04.21)

报告摘要

- **宏观经济：**疫情优化后，修复性消费和基建投资推动经济复苏，边际有加速改善之势。随着疫情优化后各项经济生产趋于正常，同时稳增长政策效果逐渐显现，一季度GDP同比增速超出市场预期，3月经济数据也有加速改善迹象。属于供给端的工业增加值继续增长，主要是依靠中下游的制造业和电力等行业生产加快。消费对经济的拉动作用明显，一季度贡献度达三分之二，消费复苏主要表现在餐饮消费快速反弹上，必需品、可选消费增长也较快。另一个对经济的拉动因素在于投资，主要体现在基建投资和制造业投资上，其中基建投资保持高增，但房地产投资仍疲软。未来消费和投资对经济的拉动作用将继续维持，考虑到去年二季度的低基数，二季度经济有望加速回暖。
- **资金市场分析：**央行MLF小幅增量续作，税期资金面整体平稳；税期结束资金价格未见回落，关注下周跨月对于资金面的影响。本周央行共进行2120亿元逆回购操作，共有540亿元逆回购到期，本周MLF到期1500亿元，央行续作1700亿元，因此当周实现净投放1780亿元。税期资金价格季节性走高，税期结束资金价格仍维持高位。下周临近跨月，虽然5月份非季末，往往跨月压力有限，但本周税期结束后资金面未见缓和，资金价格持续上行，下周跨月资金面存在进一步收紧可能。此外下周逆回购到期量有所增加，也可能对于资金面造成影响。月末政府债净融资额维持低位，同时月末一周往往为财政走款时间，资金面可能得到一定补充。关注跨月及逆回购到期增量下央行操作情况。
- **利率债：**本周发布一季度GDP以及3月经济数据，央行召开发布会答疑金融数据，MLF小额超量续作，未降息。利率债目前位置依旧尴尬，经济数据显示我国经济活动虽复苏但依旧缓慢，疫情虽可能会反

主要数据

上证指数	3275.413
沪深300	3982.6429
深证成指	11317.0122

主要指数走势图



作者

符旻 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

一季度经济开门红，为进一步复苏奠定基础
—2023-04-23
开局良好，可适度上调全年GDP增速预期
—2023-04-19
金融市场分析周报 —2023-04-19

复，但根据海外情况来看，后续感染情况要明显弱于之前，深圳地产小作文同样需要重视。关注利率向上风险。经济数据：GDP 增速超预期 4%，但由于出口的超预期拉动，市场预期普遍在 4.3-4.5%，所以虽超“预期 4%”但一季度 GDP 表现中规中矩，二季度在低基数下可以达到 7-8%，全年完成目标问题不大，有超额完成的可能。一二产业小幅下滑，三产拉动。服务业在疫情后快速复苏。固定资产投资及工业增加值不及预期，基建投资较强，地产投资降幅扩大，制造业投资也有一定的下降；工业生产受到地产影响，需求整体较弱，导致工业增加值不及预期。向好方面为消费超预期，餐饮增速+26.3%，服装鞋帽+17.7%、化妆品+9.6%、金银珠宝+37.4%、体育娱乐用品+15.8%、汽车+11.5%；地产链的消费低迷：导致家电+装潢表现一般，消费电子低迷，消费电子仍旧等待爆款产品。失业率下降，但青年失业率继续走高，问题依旧严峻。看地产，销售有所恢复，但持续性以及传导到投资端的速度仍有待确认。央行发布会：央行召开发布会，对金融数据进行答记者问。整体来看，信贷可能放缓，货币政策变化不大，结构性的工具会逐步退出，不必过分解读。存款需要机制继续引导下行。地产恢复慢，本周出现深圳地产指导价小作文，上海在之前也出现过普通住宅松绑的类似消息，对于一线城市的楼市政策对市场冲击较大，若地产持续萎靡，小作文可能成为现实，市场需继续谨慎。疫情目前有一定的反复，对债市利好极为有限，根据海外情况，6 个月虽然会迎来疫情第二波，但是毒株毒性减弱，民众有抗体的情况下，对整体居民活动影响有限。关注利率向上风险。

- **权益市场：Q1 经济已阶段性修复，货币增速超预期。**北上资金本周合计流入 3.38 亿元。上证综指最终报收 3301.26 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，总体跌大于涨。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。GPU：兼具通用性与高性能，是当下 AI 算力芯片的主流形态。数据和人工智能是相辅相

成的。积极布局航空系列：被低估的疫后国际线。关注一季报高景气+低估值组合。

- **美元指数分析：美国新公布经济数据喜忧参半，美元指数本周小幅反弹。**本周美国公布的经济数据喜忧参半，对于美元指数整体性走势影响有限。本周多位美联储官员发言，多数表达美国通胀仍未回落至预定目标，未来仍将通过货币政策制约通胀，但也有官员表示未来加息次数有限，利率可能于近期触及顶端。本周公布的欧洲 3 月份通胀数据同比符合预期，环比不及预期，数据公布当日美元兑欧元一度上涨。但随后欧洲央行货币政策会议纪要公布，委员认为来自通胀的不确定性仍存，未来一段时间内仍将维持加息，预计美元仍将收到来自欧元增值的压力。

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	7
1.1 疫情优化后，修复性消费和基建投资推动经济复苏，边际有加速改善之势	7
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 MLF 小幅增量续作，税期资金面整体平稳；税期结束资金价格未见回落，关注下周跨月对于资金面的影响	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：存单融资额环比持续增长、信用债融资额转负；二级市场信用债收益率整体下行	16
三、 主要资产价格分析	17
3.1 权益市场分析： Q1 经济已阶段性修复，货币增速超预期	17

关注一季报高景气+低估值组合。4月下旬进入一季报密集披露期，市场对今年产业景气度逐渐形成初步预期。截至4月21日，一季报业绩预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占比较高且当下估值处于历史相对低位的行业包括房地产、家用电器、有色金属、商贸零售、煤炭、电力设备、环保等。房地产有望在政策扶持下继续改善，两会中央定调稳房市后，REITs 新政策扩大投资范围与市场参与主体，降低准入门槛为房地产板块注入活力。当前地产销售端已明显改善，在3月央行MLF超额

续作及一季度末降准带动下，较宽松的流动性环境中投资端也有望进一步企稳。家用电器等地产后周期板块有望迎来进一步改善。有色金属板块受益于下游回暖一季报业绩表现较强。往后看海外加息已步入尾声，随美元指数走弱、国内经济加速修复，有色金属反弹空间或较大。商贸零售板块随消费场景回补一季度表现较好，随居民消费力修复有望进一步回升。煤炭随复工复产需求抬升，在 OPEC+减产背景下泛能源板块的投资价值较高，煤炭板块或有较大反弹空间。随着生产水平提高和大规模扩产，电力设备板块的驱动成本不断降低，盈利能力较强。根据中航证券新能源组的观点，2023-2024 年石英砂短缺将导致硅片环节产能利用率维持历史较低水平、成为主产业链上的稀缺环节，有望获得超额收益。环保板块业绩受到能源消费侧转型利好政策带动，未来随“中国特色估值体系”的推进及工业领域节能减碳愈发受到重视，环保板块国企或迎价值重估。截至 4 月 21 日，一季报业绩预喜占比较低且当下估值处于历史相对高位的行业包括轻工制造、计算机、传媒等。房地产回暖对轻工制造板块的提振仍有待传导，家居业绩抬升或存在一定滞后性。TMT 板块当前热度较高，带动计算机、传媒等行业估值处于相对高位。根据 Gartner Group 公司的研究，主题投资需注意规避泡沫破裂风险，中长期来看主题投资向成长投资切换依赖于可持续演绎的产业逻辑。计算机行业受订单交付节奏影响一季报业绩占全年比例较小，产业实际营收情况有待进一步观察。TMT 概念里我们继续看好半导体领域。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。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。19

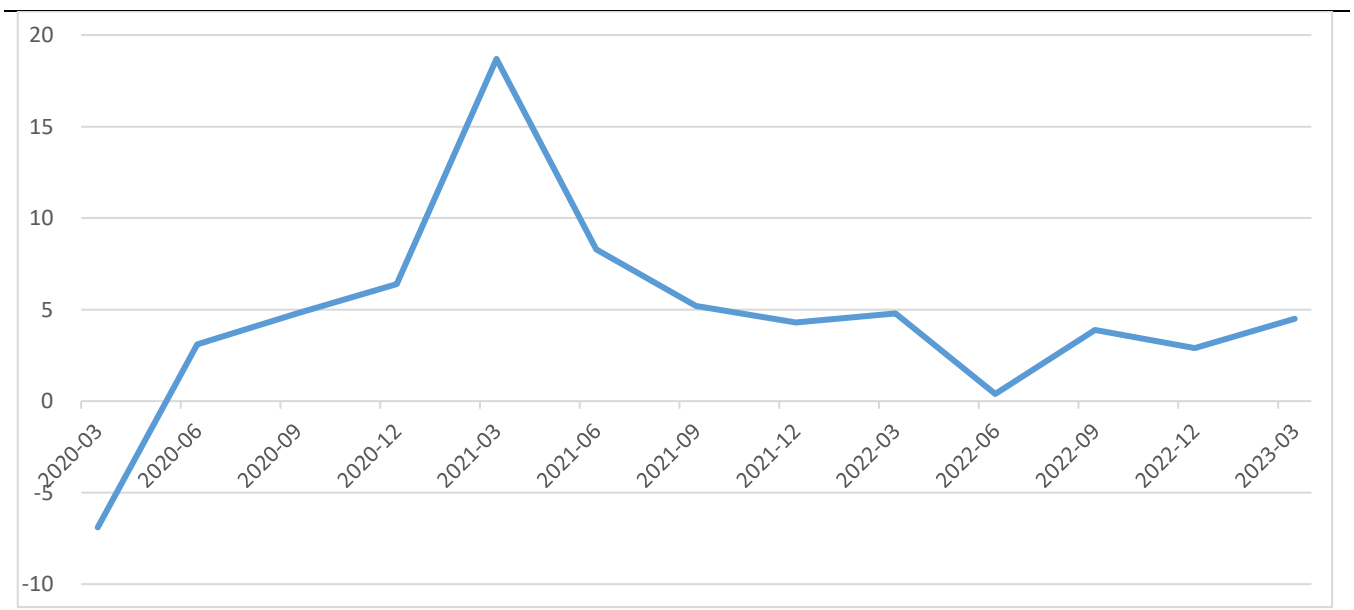
3.2 美元指数分析：美国新公布经济数据喜忧参半，美元指数本周小幅反弹20

一、 本周重点经济

1.1 疫情优化后，修复性消费和基建投资推动经济复苏，边际有加速改善之势

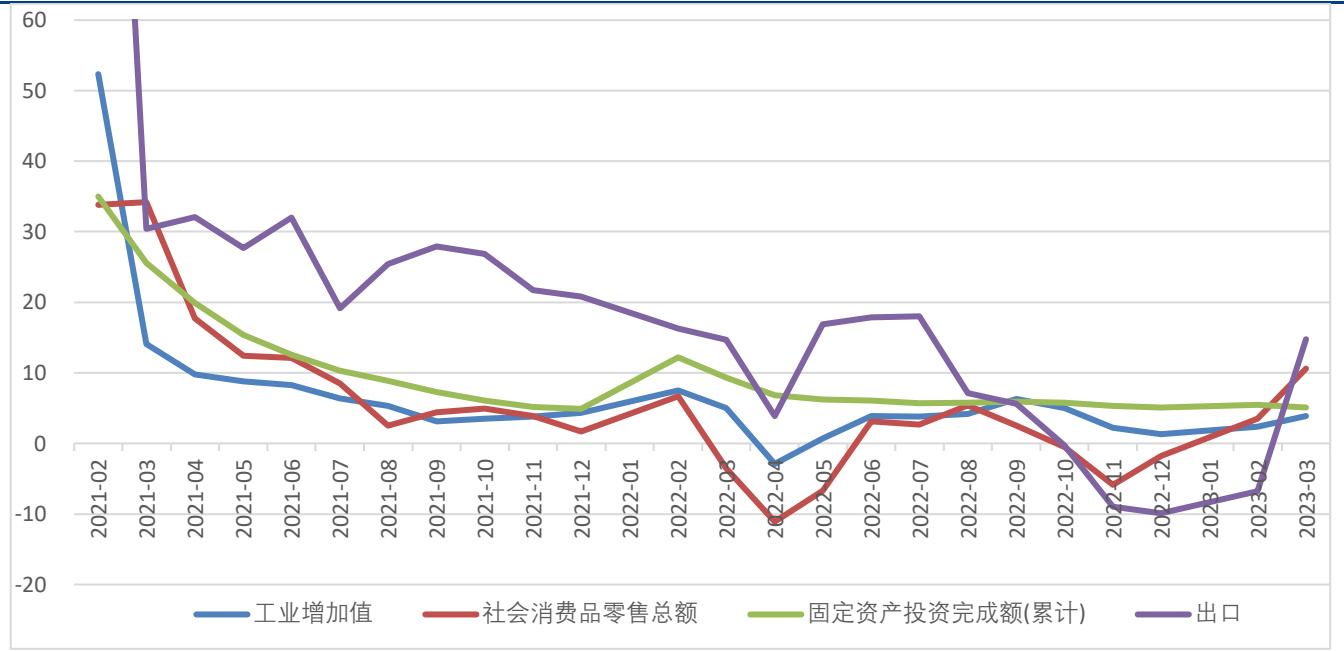
随着疫情优化后各项经济生产趋于正常，同时稳增长政策效果逐渐显现，一季度 GDP 同比增速超出市场预期，3 月经济数据也有加速改善迹象。国家统计局 4 月 18 日公布的宏观数据显示，一季度中国 GDP 同比增长 4.5%，较去年四季度提高 1.6 个百分点，超出市场预期值 4%，从边际数据看，3 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，较 1-2 月回升 1.5 个百分点，为 2022 年 11 月以来最高；社会消费品零售总额同比增长 10.6%，增速较 1-2 月回升 7.1 个百分点，创 2021 年 7 月以来新高；一季度全国固定资产投资同比增长 5.1%，增速较 1-2 月放缓 0.4 个百分点。稍早前海关总署发布的出口数据显示 3 月同比大增 14.8%，大超市场预期。

图 1：一季度 GDP 同比增速超出市场预期（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

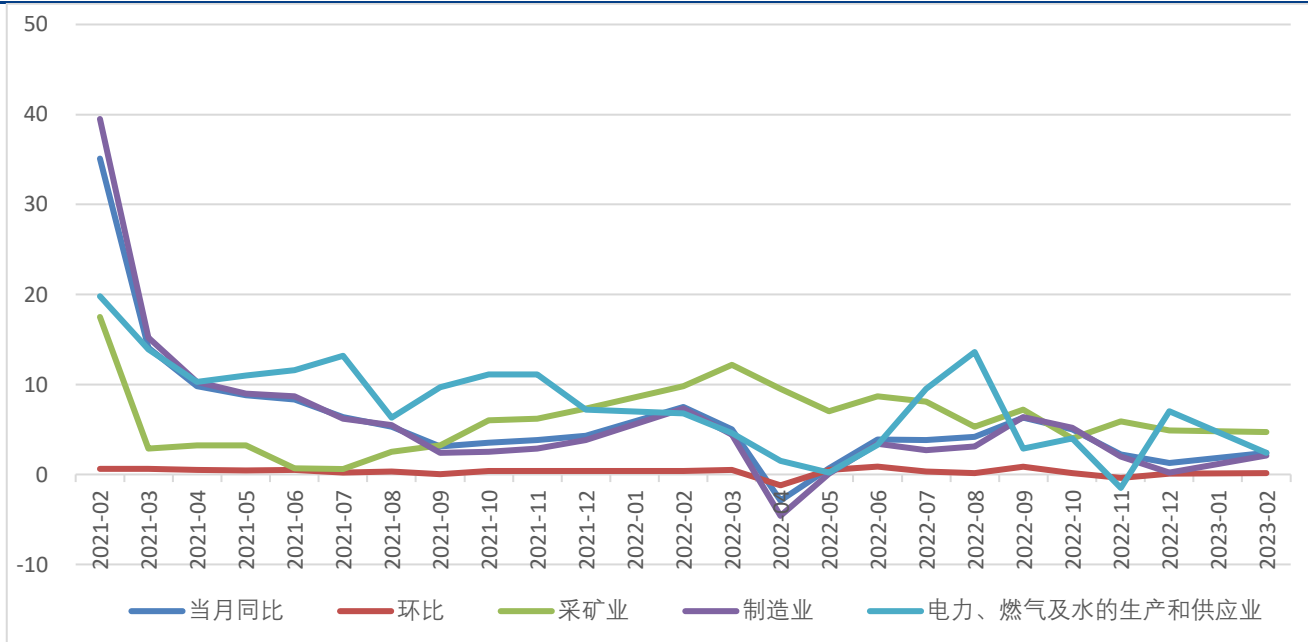
图 2：除投资增速下滑外，工业增加值等其他经济数据均增速加快（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

随着需求回暖和产业链供应链加快恢复, 工业生产持续加速增长, 中下游行业是主要贡献。3月规模以上工业增加值同比增长3.9%, 较1-2月回升1.5个百分点, 略低于市场预期, 环比看, 工业增加值增长0.12%, 与2月持平。从三大工业门类看, 受去年同期高基数影响, 3月采矿业同比增长0.9%, 回落3.8个百分点; 制造业生产持续修复, 同比增速上升2.1个百分点至4.2%; 电力、燃气及水的生产和供应业同比增长5.2%, 增速加快2.8个百分点。3月41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长, 比1-2月增加4个, 其中汽车制造业增加值同比增速回升14.5个百分点至13.5%; 计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增速转正, 增长1.2%; 受疫情好转影响, 医药制造业增加值连续四个月同比下降, 降幅扩大5.2个百分点至8.3%。从主要工业产品看, 低基数推动汽车产量同比增长11.2%, 高于前值25.2个百分点; 发电量同比增长5.1%, 增速回升4.4个百分点; 生铁、粗钢、钢材产量同比增速分别上行至7.3%、6.9%、8.1%, 反映随着内需修复, 房地产、基建施工好转。

图 3: 制造业、电力等中下游工业行业增速加快, 是工业生产的主要支撑 (%)

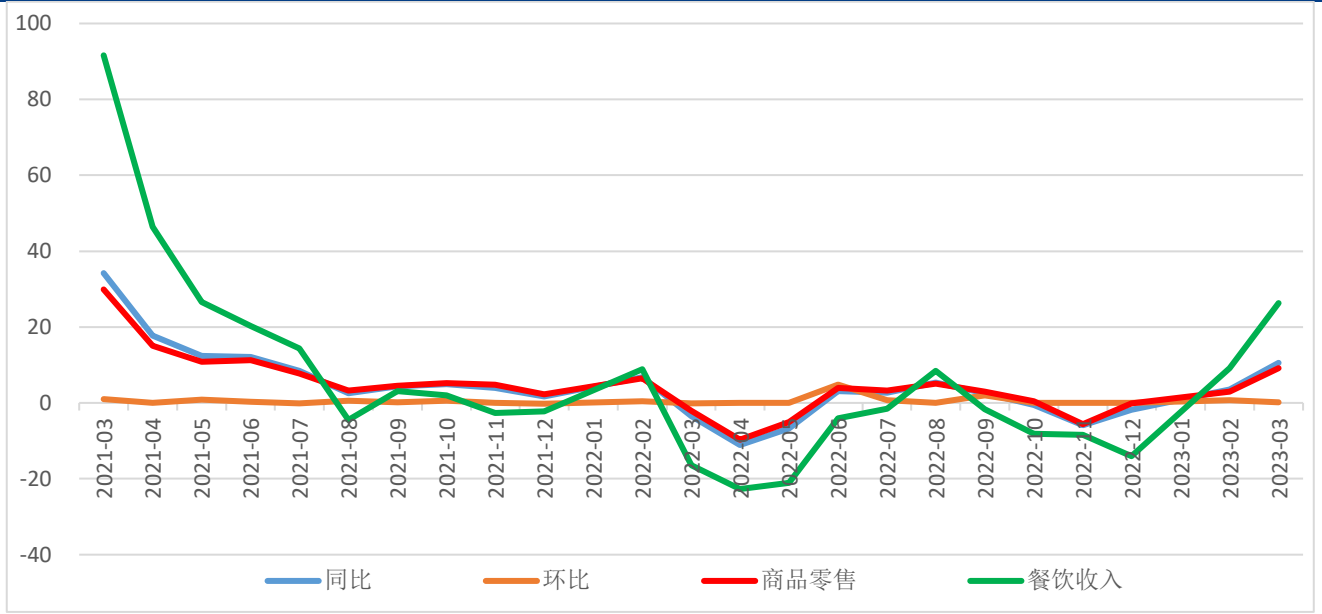


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

随着疫情优化后人们自由流动, 线下场景持续修复, 加上去年同期低基数, 消费修复速度快于市场预期, 餐饮收入改善明显。3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%, 增速较 1-2 月回升 7.1 个百分点, 高于市场预期, 创 2021 年 7 月以来新高, 环比增速放缓 0.52 个百分点至 0.15%, 表明前期积压消费需求释放后, 增长动能有所放缓。从消费类型看, 3 月商品零售同比增长 9.1%, 高于前值 6.2 个百分点; 餐饮收入继续快速修复, 增速加快 17.1 个百分点至 26.3%, 为 2021 年 6 月以来最高。

从主要消费商品看, 受生活秩序恢复和高基数影响, 居民囤货需求下降, 必需品消费增速放缓, 粮油食品类消费增速放缓 4.6 个百分点至 4.4%, 中西药品消费增速放缓 7.6 个百分点至 11.7%; 线下场景复苏推动可选消费和升级类消费继续增长, 其中金银珠宝类消费增速大幅加快 31.5 个百分点至 37.4%, 化妆品类消费增速也回升 5.8 个百分点至 9.6%; 受低基数支撑, 汽车消费同比重新回正, 同比增长 11.5%, 较前值上升 20.9 个百分点; 尽管房地产销售持续改善, 房地产相关消费表现仍然低迷, 家具类放缓 1.7 个百分点至 3.5%, 建筑及装潢材料类同比降幅扩大 3.8 个百分点至 4.7%, 家用电器和音响器材类降幅收窄 0.5 个百分点至 1.4%。

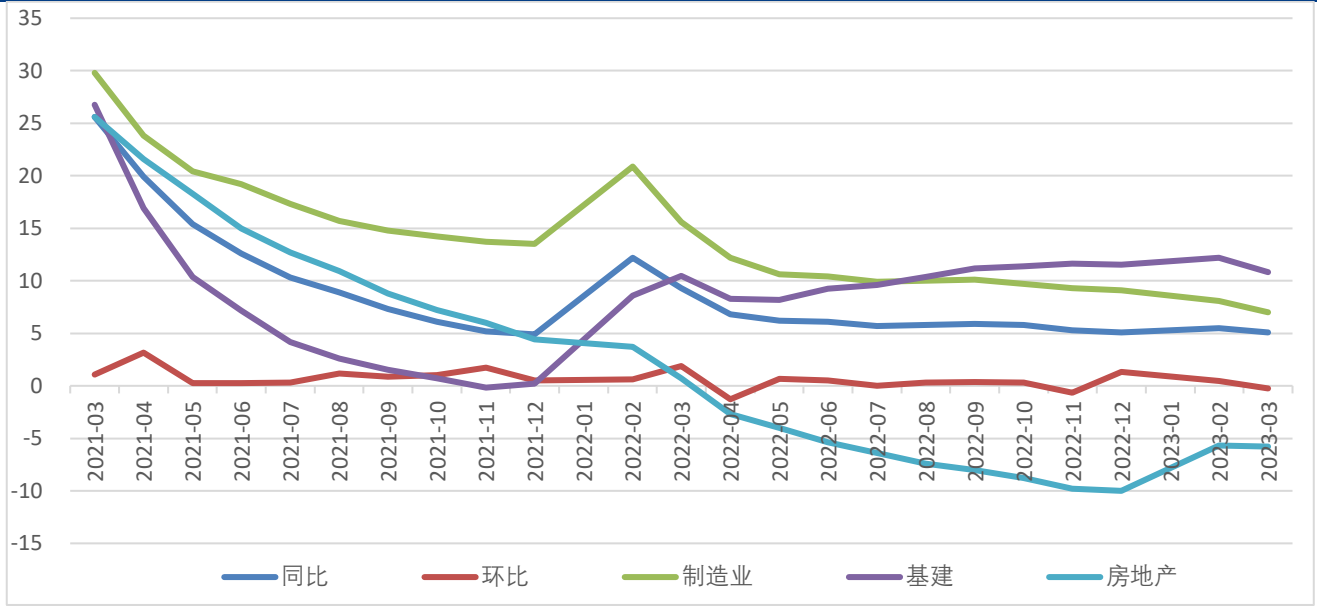
图 4: 主要受餐饮收入提振, 叠加低基数, 消费同比增速大幅回升 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

重大项目开工建设继续推进, 基建和制造业投资保持稳健增长, 但房地产开发投资仍未见底, 总体投资增速不及预期。一季度, 全国固定资产投资同比增长 5.1%, 增速较 1-2 月放缓 0.4 个百分点, 环比看, 投资下降 0.25%, 较 2 月回落 0.73 个百分点。从三大投资看, 一季度累计, 基建投资同比增长 8.8%, 增速较 1-2 月放缓 0.2 个百分点, 仍高于总体平均水平, 主因一是 2023 年以来各地积极推动基础设施建设, 效果逐步显现, 二是财政靠前发力, 地方政府专项债券提前批靠前发行, 为基建投资提供较为充足的资金; 制造业投资同比增速为 7%, 较 1-2 月放缓 1.1 个百分点, 高技术制造业投资增长更快, 达到 15.2%, 其中电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 20.7%、19.9%; 但房地产开发投资继续处于低位, 同比下降 5.8%, 降幅较 1-2 月小幅扩大 0.1 个百分点。不过多数房地产先行指标呈边际改善态势, 尤其是商品房销售出现较明显好转。3 月商品房销售额同比由降转增, 增速达 6.3%; 商品房销售面积同比下降 3.5%, 降幅较 1-2 月收窄 0.1 个百分点; 房地产开发企业到位资金同比也由降转增, 3 月同比增长 2.8%, 较 1-2 月大幅提高 17.9 个百分点; 在保交楼政策推动下, 商品房竣工面积继 1-2 月转为同比增长后, 3 月增速加快 24 个百分点至 32%。不过, 3 月商品房新开工面积同比下降 29%, 降幅较 1-2 月扩大 19.7 个百分点。

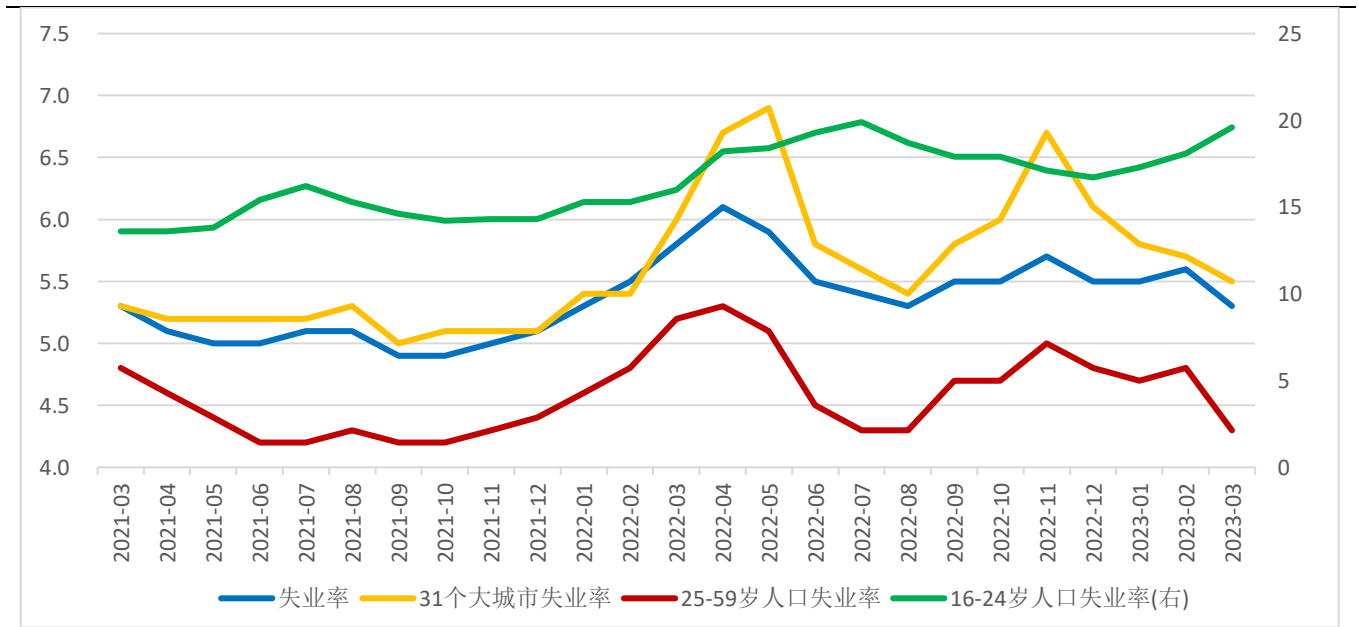
图 5: 基建投资和制造业投资仍保持稳定增长, 但房地产开发投资降幅继续下滑 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

经济加速复苏, 带动就业情况好转, 但临近毕业季的青年失业率不降反升。3月全国城镇调查失业率为 5.3%, 低于 2月 0.3 个百分点, 为 2022 年以来最低水平, 其中 31 个大城市城镇调查失业率下降 0.2 个百分点至 5.5%, 不过青年人失业问题仍较突出, 16-24 岁劳动力调查失业率为 19.6%, 高于 2月 1.5 个百分点。

图 6: 3月整体失业率下降, 但青年失业率不降反升 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.4 一周要闻

1) 本周中国一季度经济数据公布, GDP 同比增长 4.5%, 超市场预期, 环比为增长 2.2%。国家统计局表示, 考虑到去年二季度受疫情影响基数较低, 今年二季度经济增速可能比一季度明显加快; 随着基数升高, 三、四季度增速会有所回落。另外, 当前中国经济没有出现通缩, 下阶段也不会出现通缩。数据还显示, 一季度我国固定资产投资同比增长 5.1%, 规模以上工业增加值同比增长 3%; 3月, 社会消费品零售总额同比大幅增长 10.6%,

工业增加值同比增长 3.9%。

2) 央行于新闻发布会上称，我国不存在长期通缩或通胀的基础，全年 CPI 将呈“U”形走势。当前住户部门的消费和投资意愿回升，储蓄意愿在下降。近期部分银行调整存款利率是正常现象。季节性因素作用下，今年一季度宏观杠杆率是 289.6%，比上年末高 8 个百分点。近期国际金融市场波动对我国影响有限，下一步将继续实施稳健的货币政策，坚持以我为主、稳字当头，保持货币信贷合理增长，确保利率水平合适。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析: 央行 MLF 小幅增量续作, 税期资金面整体平稳; 税期结束资金价格未见回落, 关注下周跨月对于资金面的影响

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 2120 亿元逆回购操作，共有 540 亿元逆回购到期，本周 MLF 到期 1500 亿元，央行续作 1700 亿元，因此当周实现净投放 1780 亿元。下周央行公开市场将有 2120 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 200 亿、380 亿元、320 元、340 亿元、880 亿元。

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	180	50	70	90	150
7 天	200	380	320	340	880
14 天	0	0	0	0	0
MLF (投放) 365D	1700	0	0	0	0
MLF (回笼) 365D	1500	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	220	330	250	250	730

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: 税期资金价格走高。本周前三天缴税走款, 资金价格季节性上行, 幅度有限, 资金面整体平衡。本周四税期结束, 但资金面未见明显缓和, 资金价格持续走高。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 2.2857%, R007 加权平均降至 2.5063%; 交易所回购利率 GC001 加权平均升至 2.7240%, GC007 加权平均升

至 2.6820%。

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	1.9032	2.1555	2.2177	2.3133	2.2857
	R007	2.3179	2.2730	2.2179	2.2582	2.5063
	R014	2.5132	2.5241	2.4634	2.4986	2.5951
	R021	2.6704	2.6892	2.5792	2.5899	2.6385
	R1M	2.6196	2.7452	2.5846	2.5265	2.4840
上交所协议回购	206001	4.5020	4.4700	4.2360	4.5520	
	206007	3.6340	3.3820	3.9470	3.3320	3.7710
	206014	5.1380	2.7250	4.7450	4.4490	4.6160
	206021	5.3180	4.7770	4.7350	4.3020	5.0470
	206030	5.7950	5.5290	5.3900	5.6090	5.9080
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.3880	2.3875	2.3790	2.3810	2.3870

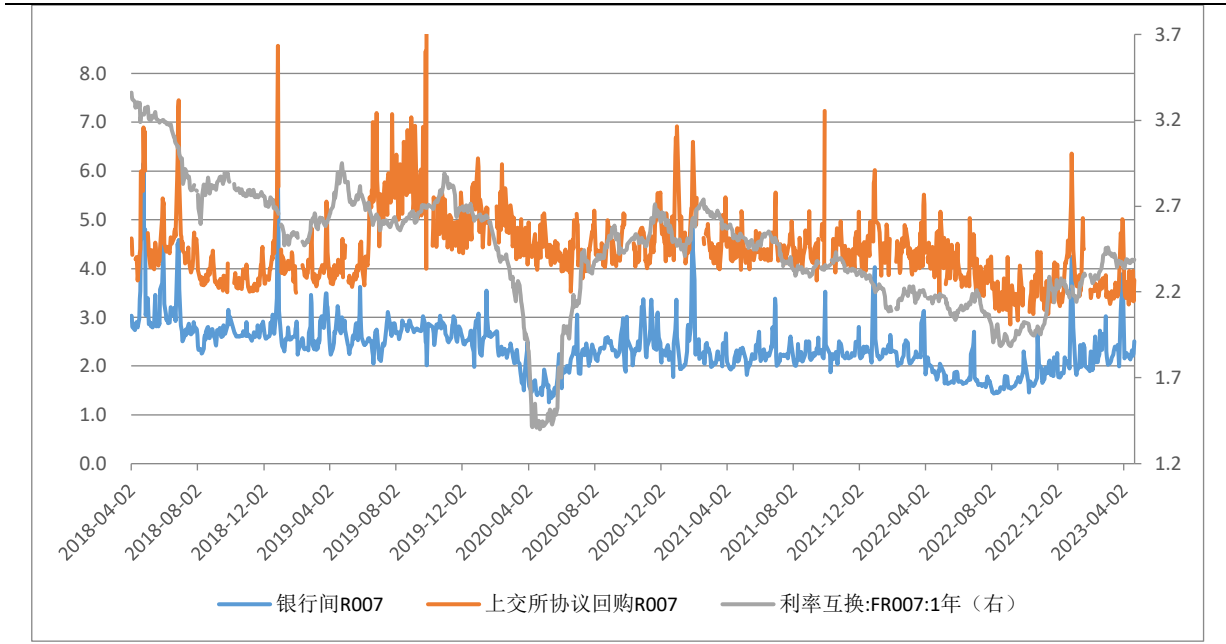
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

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。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 5 个月增量续作 MLF, 同时于 3 月 17 日宣布将降准 0.25bp, 4 月份央行 MLF 增量投放减少, 很可能是前期降准已经释放一定资金。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。

下周临近跨月, 虽然 5 月份非季末, 往往跨月压力有限, 但本周税期结束后资金面未见缓和, 资金价格持续上行, 下周跨月资金面存在进一步收紧可能。此外下周逆回购到期量有所增加, 也可能对于资金面造成影响。月末政府债净融资额维持低位, 同时月末一周往往为财政走款时间, 资金面可能得到一定补充。关注跨月及逆回购到期增量下央行操作情况。

图 7：各期限资金价格走势（%）



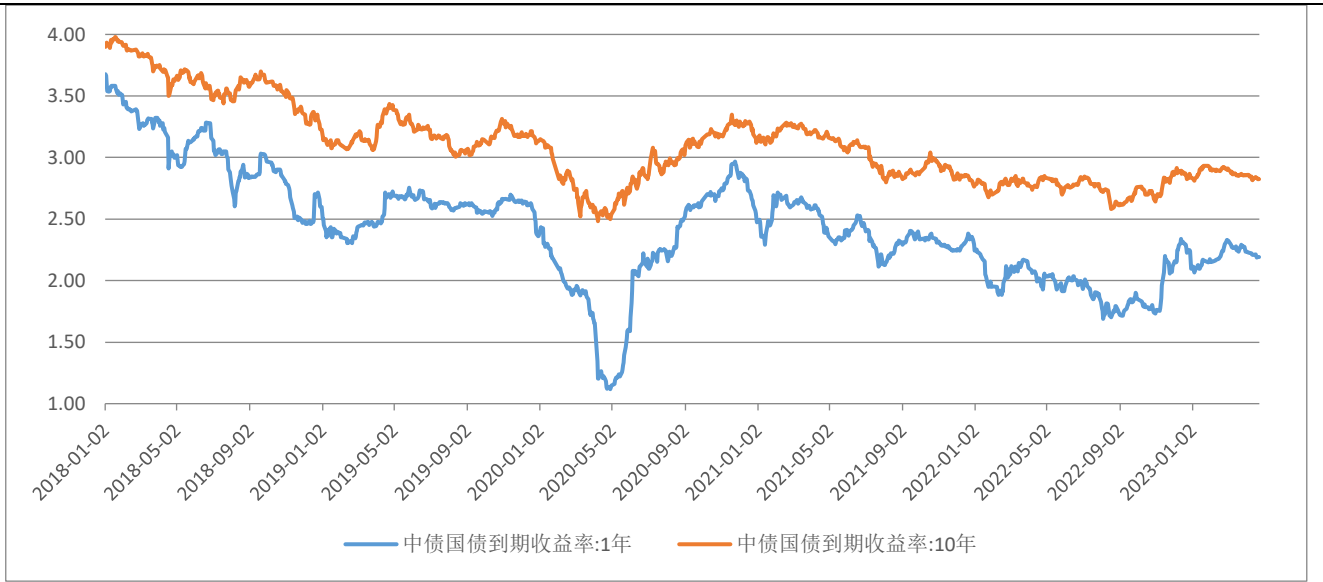
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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：央行本周净投放资金，本周发布一季度 GDP 以及 3 月经济数据，利率债本周小幅震荡，现券周 K 平收。

周一，央行开展 1700 亿元 1 年期 MLF 操作和 200 亿元 7 天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为 2.75%、2.0%。当日 1500 亿元 MLF 和 180 亿元逆回购到期，因此当日央行公开市场全口径净投放 220 亿元。又到了税期，资金面小幅收紧，DR007 超 2%。今日债市表现较差，t 全日低位震荡，现券长端上行 1bp。明日一季度 GDP 等经济数据较为重要；周二，央行开展了 380 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 50 亿元逆回购到期，因此单日净投放 330 亿元。经济数据发布，GDP 和消费零售超预期，投资和工业增加值低于预期，利率债小幅下行，但资金面仍旧偏紧，DR007 上行至 2.1%，长端表现好于短端，10y 下行 1.15-1.5bp。周三，央行开展了 320 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 70 亿元逆回购到期，因此单日净投放 250 亿元。今日现券整体下行，但幅度不大；周四，央行开展了 340 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 90 亿元逆回购到期，因此单日净投放 250 亿元。LPR 继续不变涨跌不一，长端小幅下行，国债短端上行，国开短端下行；周五，央行开展了 880 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 150 亿元逆回购到期，因此单日净投放 730 亿元。现券除 1y 期外均下行，长端表现好于中短端，10y 品种下行 0.6-0.8bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 230004 由 2.8260% 累计下行 0.2bp 至 2.8240%，10 年国开活跃券 220220 由 3.0190% 累计下行 0.2bp 至 3.0170%。

图 8：10 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：本周发布一季度 GDP 以及 3 月经济数据，央行召开发布会答疑金融数据，MLF 小额超量续作，未降息。利率债目前位置依旧尴尬，经济数据显示我国经济活动虽复苏但依旧缓慢，疫情虽可能会反复，但根据海外情况来看，后续感染情况要明显弱于之前，深圳地产小作文同样需要重视。关注利率向上风险。

经济数据： GDP 增速超预期 4%，但由于出口的超预期拉动，市场预期普遍在 4.3-4.5%，所以虽超“预期 4%”但一季度 GDP 表现中规中矩，二季度在低基数下可以达到 7-8%，全年完成目标问题不大，有超额完成的可能。一二产业小幅下滑，三产拉动。服务业在疫情后快速复苏。固定资产投资及工业增加值不及预期，基建投资较强，地产投资降幅扩大，制造业投资也有一定的下降；工业生产受到地产影响，需求整体较弱，导致工业增加值不及预期。向好方面为消费超预期，餐饮增速+26.3%，服装鞋帽+17.7%、化妆品+9.6%、金银珠宝+37.4%、体育娱乐用品+15.8%、汽车+11.5%；地产链的消费低迷：导致家电+装潢表现一般，消费电子低迷，消费电子仍旧等待爆款产品。失业率下降，但青年失业率继续走高，问题依旧严峻。看地产，销售有所恢复，但持续性以及传导到投资端的速度仍有待确认。

央行发布会：央行召开发布会，对金融数据进行答记者问。整体来看，信贷可能放缓，货币政策变化不大，结构性的工具会逐步退出，不必过分解读。存款需要机制继续引导下行。1) 金融数据总量和结构：“预计 2023 年信贷投放以及社会融资规模的增长将保持平稳”，极有可能在接下来的时间减缓投放，如之前周报所述，央行信贷刹车会对债券带来较大压力。2) 通缩问题：目前我国物价仍旧是温和上涨，M2 和社融持续增长，不能只盯着 CIPPI 指标看，特别是国内物价由于供给充足，需求在脉冲过后回归不足，导致物价增速较慢。“我国经济总供求基本平衡，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础”，通胀并不是目前债市核心关注要点。3) 货币政策：依旧是“稳健调控”“以我为主”，提到硅谷银行事件以及去年底债灾，均引起监管重视。不会出现方向的急转，体现对市场稳定的重视。结构性的货币工具可能会退出，多数的结构性工具是阶段性工具，不应过度揣摩相关工具退出。4) 宏观杠杆率：分子端一季度信贷高投放带来增长，分母端 GDP 规模也是全年低位，导致一季度会整体较高，“为稳住宏观经济大盘，逆周期调控政策加大实施力度，这些政策对债

务的增长影响会体现在当期，对经济增长的影响会相对滞后一些，这就导致了经济增长与债务增长出现了短期不匹配的情况”。5) 存款利率：央行表示建立存款利率市场化调整机制，引导各银行参考市场利率变化情况，合理调整存款利率水平。“近年来市场利率整体是下行的”“在市场利率整体已明显下降的情况下，商业银行根据市场供求变化，综合考虑自身经营情况，灵活调整存款利率，不同银行的调整幅度、节奏和时机自然就会有所差异，这是存款利率市场化环境下的正常现象。”目前存款作为负债，已经和资产形成倒挂，中长久期利率债明显低于同期限存款加权平均利率，且利率债流动性明显好于存款，故存款有下调的空间，但仍需央行通过机制引导。

综合来看，本周发布经济数据，在超预期的出口数据加持下，4.5%是符合预期的，但出口未来能否持续，需要继续关注，整体复苏仍旧缓慢，地产恢复慢，本周出现深圳地产指导价小作文，上海在之前也出现过普通住宅松绑的类似消息，对于一线城市的楼市政策对市场冲击较大，若地产持续萎靡，小作文可能成为现实，市场需继续谨慎。疫情目前有一定的反复，对债市利好极为有限，根据海外情况，6个月虽然会迎来疫情第二波，但是毒株毒性减弱，民众有抗体的情况下，对整体居民活动影响有限。关注利率向上风险。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比持续增长、信用债融资额转负；二级市场信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单融资额环比持续增长、信用债融资额转负

同业存单方面，本周同业存单净融资规模为 3,411.80 亿元，发行总额达 9,010.50 亿元，平均发行利率为 2.5607%，到期量为 5,598.70 亿元，存单融资额环比持续上行。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 10.91bp 报 2.1791%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 0.29bp 报 2.5036%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.71bp 报 2.5583%，9M 存单平均发行利率较上周上行 0.51bp 报 2.6821%。

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 4,167.13 亿元，环比增加 641.41 亿元，偿还量约 3,674.60 亿元，净融资额约 492.54 亿元，环比减少 22.61 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面下行，1 年期各评级信用债收益率均下行 0.27bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.63~3.63bp，5 年期各评级信用债收益率下行 2.47~4.07bp。

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	2.7172	14.80%	-2.46
信用债(AAA):3 年	3.0122	13.90%	-2.70
信用债(AAA):5 年	3.2231	8.30%	-1.32



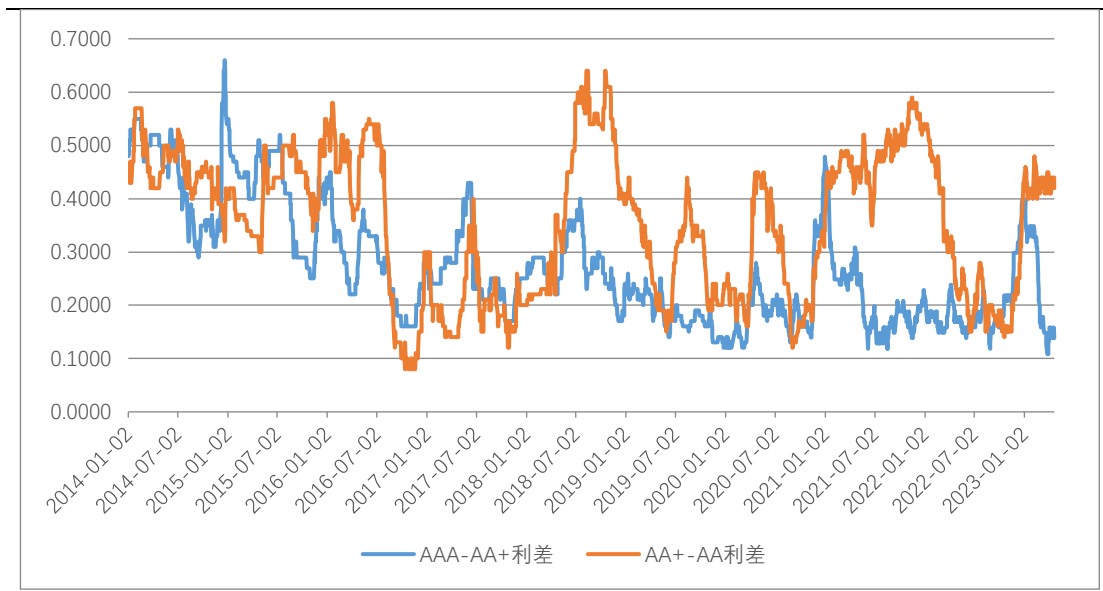
信用债(AA+):1年	2.8249	13.20%	-2.46
信用债(AA+):3年	3.1508	10.40%	-2.70
信用债(AA+):5年	3.4364	6.90%	-4.32
信用债(AA):1年	2.8949	9.80%	-2.46
信用债(AA):3年	3.5908	14.20%	-2.70
信用债(AA):5年	3.8964	8.10%	-5.20

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 0.24bp、0.24bp、0.24bp, 5Y-3Y 利差分别扩大 1.35bp、缩小 1.6bp、缩小 2.5bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 14bp, 较上周持平, AA 与 AA+之间的利差为 44bp, 较上周持平。

图 9: 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: Q1 经济已阶段性修复, 货币增速超预期

1) 权益市场走势复盘: A 股大盘整体向好

上证综指最终报收 3301.26 点, 较上周略有回调。同期深证成指下跌 2.96%, 创业板指下跌 3.58%。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 18.35 亿, 深证成指成交量 21.49 亿, 较上周略有下降。

北上资金, 本周合计流入 3.38 亿元。上证 50 下跌 0.93%, 沪深 300 下跌 1.45%, 中证 500 下跌 2.81%,

创业板 50 下跌 3.99%，国证 2000 下跌 3.90%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中有 3 个上涨，27 个下跌，其中家电、煤炭、银行化领涨 3.76%、1.42%、1.39%；综合金融、电子领跌 9.44%、5.89%。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体跌大于涨。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：

GPU：兼具通用性与高性能，是当下 AI 算力芯片的主流形态。 GPU 作为图像处理器，在设计之初并非针对深度学习，而是专门用在个人电脑、工作站、游戏机和一些移动设备（如平板电脑、智能手机等）上图像运算和图形加速的芯片。由于其强大的并行计算能力和高效的浮点运算能力，GPU 逐渐成为深度学习和人工智能领域的首选计算硬件平台之一。同时，随着 NVIDIA 等 GPU 厂商推出针对深度学习的技术和解决方案，GPU 在深度学习领域的应用越来越广泛。

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。

积极布局航空系列：被低估的疫后国际线。疫后修复阶段，国际线或被市场严重低估，存在着较大的预期差。市场对国际线的恢复节奏预期较低，对国际线的盈利弹性预期也较低。然而，导致国际线增班受限的重要因素已经或即将发生较大的边际改善，国际线自 2Q23 起可能出现跨越式的恢复，2024 年初有望完全恢复；而疫后国际线的竞争格局有望优化，票价粘性也较强，国际线客公里收益或将较疫情前实现较明显提升，盈利弹性可期。部分小型航司境外线或最先受益，2023 年有望享受亚太区航线较快恢复和国际线高票价的双重“红利”。长期来看，大型航司国际线盈利弹性更大。2Q23 欧美航线恢复或实现较大突破，大型航空公司的国际线恢复程度可能逐渐接近小型航司，投资价值提高。

关注一季报高景气+低估值组合。4月下旬进入一季报密集披露期，市场对今年产业景气度逐渐形成初步预期。截至4月21日，一季报业绩预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占比较高且当下估值处于历史相对低位的行业包括房地产、家用电器、有色金属、商贸零售、煤炭、电力设备、环保等。房地产有望在政策扶持下继续改善，两会中央定调稳房市后，REITs新政策扩大投资范围与市场参与主体，降低准入门槛为房地产板块注入活力。当前地产销售端已明显改善，在3月央行MLF超额续作及一季度末降准带动下，较宽松的流动性环境中投资端也有望进一步企稳。家用电器等地产后周期板块有望迎来进一步改善。有色金属板块受益于下游回暖一季报业绩表现较强。往后看海外加息已步入尾声，随美元指数走弱、国内经济加速修复，有色金属反弹空间或较大。商贸零售板块随消费场景回补一季度表现较好，随居民消费力修复有望进一步回升。煤炭随复工复产需求抬升，在OPEC+减产背景下泛能源板块的投资价值较高，煤炭板块或有较大反弹空间。随着生产水平提高和大规模扩产，电力设备板块的驱动成本不断降低，盈利能力较强。根据中航证券新能源组的观点，2023-2024年石英砂短缺将导致硅片环节产能利用率维持历史较低水平、成为主产业链上的稀缺环节，有望获得超额收益。环保板块业绩受到能源消费侧转型利好政策带动，未来随“中国特色估值体系”的推进及工业领域节能减碳愈发受到重视，环保板块国企或迎价值重估。截至4月21日，一季报业绩预喜占比较低且当下估值处于历史相对高位的行业包括轻工制造、计算机、传媒等。房地产回暖对轻工制造板块的提振仍有待传导，家居业绩抬升或存在一定滞后性。TMT板块当前热度较高，带动计算机、传媒等行业估值处于相对高位。根据Gartner Group公司的研究，主题投资需注意规避泡沫破裂风险，中长期来看主题投资向成长投资切换依赖于可持续演绎的产业逻辑。计算机行业受订单交付节奏影响一季报业绩占全年比例较小，产业实际营收情况有待进一步观察。TMT概念里我们继续看好半导体领域。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。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。

配置上建议关注一季报业绩较好+低估值组合，房地产、家用电器、有色金属、商贸零售、煤炭、电力设备、环保等有望反弹。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。中长期来看主题投资向成长投资切换依赖于可持续演绎的产业逻辑，TMT概念里我们继续看好半导体领域，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。前期市场对消费或过于悲观，全年扩内需方向明确，当下白酒板块或为布局良机。

3.2 美元指数分析：美国新公布经济数据喜忧参半，美元指数本周小幅反弹

本周美元指数报 101.7201，较上周上涨 0.1426。本周美国公布的经济数据喜忧参半，对于美元指数整体性走势影响有限。本周多位美联储官员发言，多数表达美国通胀仍未回落至预定目标，未来仍将通过货币政策制约通胀，但也有官员表示未来加息次数有限，利率可能于近期触及顶端。本周公布的欧洲 3 月份通胀数据同比符合预期，环比不及预期，数据公布当日美元兑欧元一度上涨。但随后欧洲央行货币政策会议纪要公布，委员认为来自通胀的不确定性仍存，未来一段时间内仍将维持加息，预计美元仍将收到来自欧元增值的压力。

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 10：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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@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