

金融市场分析周报

(2023.04.24-2023.05.05)

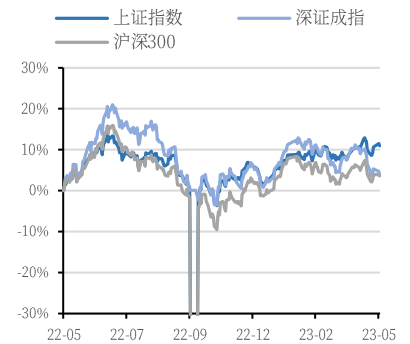
报告摘要

- **工业企业利润**: 由于经济和需求改善, 工业企业利润状况出现改善迹象, 累计同比降幅收窄。经济边际复苏下, 终端需求出现一定改善, 工业企业生产稳步回升, 导致企业利润同比降幅收窄。采矿业利润增速回落, 但仍维持正增长, 同时电力等行业利润同比高增, 是主要拉动项, 但制造业利润仍承压。未来随着经济持续复苏, 二季度内工业企业利润增速有望转正。
- **PMI**: 下游需求在快速反弹后下滑, 整体仍显不足, 导致制造业 PMI 跟随回落, 非制造业活动仍保持快速扩张。由于终端需求仍不足, 制造业在快速反弹后出现回落, 非制造业尽管也有回落, 但是仍保持快速扩张态势。4 月制造业 PMI 下降 2.7 个百分点至 49.2, 非制造业商务活动指数为下降 1.8 个百分点至 56.4。从制造业各分项指标看, 供需两端尤其是需求下降是主因, 带动价格、库存等其他指数一并回落。不过建筑业仍维持在 60 以上高景气区间, 为经济复苏的主要“基本盘”。
- **资金市场分析**: 跨月期间央行维持大额逆回购投放, 资金面维持相对充裕; 月初影响资金面的因素有限。4 月份最后一周央行公开市场共有 2120 亿元逆回购到期, 央行公开市场累计进行了 6380 亿元逆回购操作, 因此央行公开市场净投放 4260 亿元。本周央行公开市场共有 7270 亿元逆回购到期, 央行公开市场累计进行了 380 亿元逆回购操作, 因此央行公开市场净回笼 6890 亿元。跨月期间央行维持大额逆回购投放, 资金面维持相对充裕。跨月结束, 央行公开市场操作回笼大量资金, 但资金市场整体维持平衡局面, 资金价格处于相对低位。下周为月初, 冲击资金面的因素较少。5 月份虽非季初, 但缴税量往往也高于一般月份, 4 月份税期平稳后预计 5 月份缴税对于资金面影响有限。同

主要数据

上证指数	3334.5028
沪深 300	4016.8774
深证成指	11180.872

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

流动性有望逐步由内松外紧转为内外皆松 — 2023-05-08
美联储如期加息 25BP, 谨慎评估银行危机带来的信贷紧缩影响 — 2023-05-05
内外需同时超季节性下滑, 政策面将继续稳需求 — 2023-05-03

时本周逆回购大额净回笼后，下周逆回购到期处于低位，对于资金面的影响有限。

- **利率债：**本周发布一季度工业企业利润，工业企业利润降幅仍然较大，但企业利润降幅有所收窄，节前召开中央政治局会议，会议表示经济增长好于预期但内需不足，财政、货币政策未明显转向；PMI 数据不如预期，五一旅游人数较 2019 年增长，但旅游收入持平，反应目前消费仍旧没有显著改善，目前利率债到达 2022 年上半年的波动区间低点 2.75%附近，在没有超预期的政策下，很难突破此低点。继续关注利率向上风险。3 月，工业企业利润降幅仍然较大，企业利润降幅有所收窄。企业背景看，外商及港澳台商投资企业 (-24.9%)，私营企业 (-23%) 拖累。41 个工业大类行业中，有 22 个行业利润增速较 1—2 月份加快或降幅收窄、由降转增。中央政治局会议分析当前形势并对下一阶段经济工作部署。会议表示“经济增长好于预期”但“内生动力还不够强，需求仍然不足”，内需问题仍旧是困扰经济进一步向好的因素，政策方面，货币和财政并未明显变化，依旧是“精准有力”和“加力提效”。4 月官方制造业 PMI 回到荣枯线下，后疫情的脉冲已经过去，目前供需仍旧较弱，服务业表现尚可，制造业回落幅度大，建筑业继续支撑，虽然回落但幅度小。内需较弱的情况仍旧没有改善。PMI 再次刺激利率下行，制造业未能持续修复，仅非制造业维持高景气，政治局会议也表示，下一阶段着力点主要是刺激消费，扩大内需，相关政策需要加码。从五一假期出行数据也可以看出，虽然出行人数较 2019 年增加，但是旅游收入并未明显增长，反应出的是居民的信心不足，消费意愿差。后续经济持续恢复对利率债影响较小，近期利率债补涨，达到压力点位，现阶段主要看信贷转向以及居民信心恢复，警惕消费/资金风险提升带来的存款/理财活化对债市造成的影响。
- **权益市场：**五月，沿着经济复苏方向寻找机会。北上资金本周合计流出 8.06 亿元。上证综指最终报收 3334.50 点。目前 A 股市场整体估值水平不高仍处于历史中低位。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。关注产业链安全、数字经济等政策支持的增长领域，注重行情节奏。AIGC 有望成为存储器成长新驱动。过去十年间的五一节后十个交易日，食品饮料、传媒、电子、医药生物等板块涨幅靠前，今年该趋势或将延续。

- **美元指数分析：5 月份 FOMC 会议声明删去进一步加息表述，美元指数整体走弱。**本周三美国五月份 FOMC 会议决议公布。会上美联储决定加息 25bp，符合市场预期，在会后声明中美联储删去了“额外的紧缩政策是适当的”的叙述，未来持续加息的可能性有所减少。本周五美国 4 月份非农就业数据公布，整体超市场预期，失业率同样位于低位。受 FOMC 会议预期影响，本周一开始美元指数一路下行，会议决议公布后小幅反弹。受非农数据超预期影响，本周五美元指数一度上行。本周欧洲央行加息 25bp，符合市场预期，欧洲央行行长称目前不会暂停加息，欧元走强也对美元指数有所压制。

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

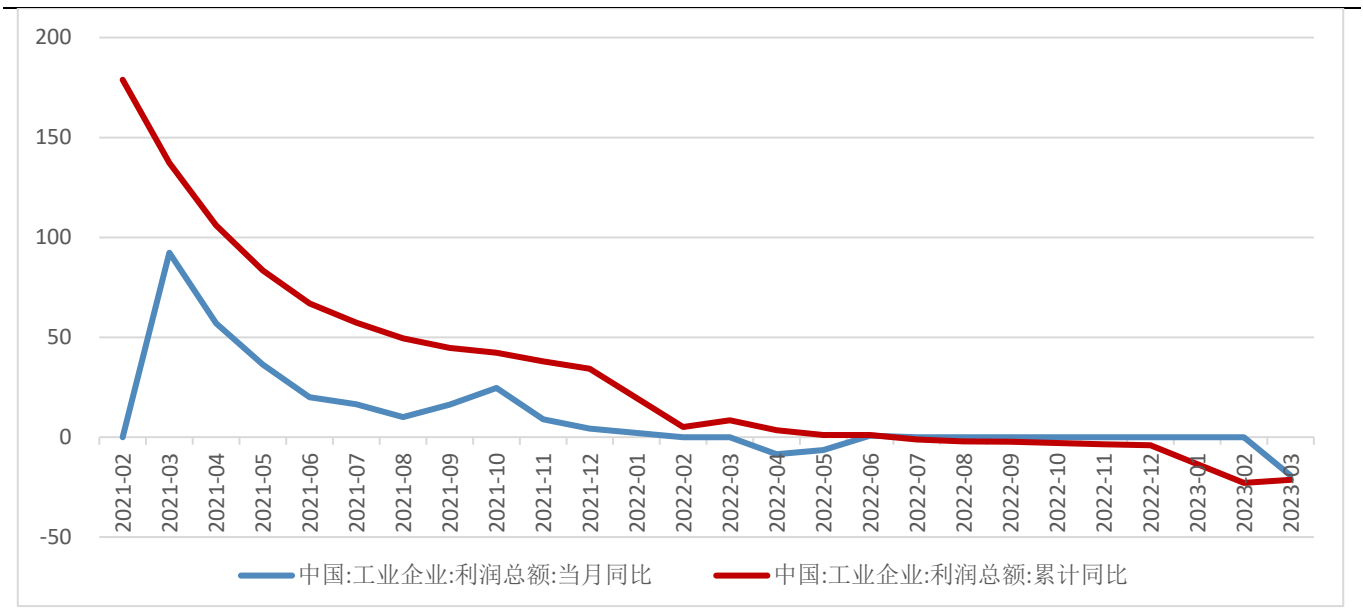
一、 本周重点经济	5
1.1 由于经济和需求改善，工业企业利润状况出现改善迹象，累计同比降幅收窄	5
1.2 需求在快速反弹后下滑，整体仍显不足，导致制造业 PMI 跟随回落，非制造业活动仍保持快速扩张	6
1.3 一周要闻	8
二、 固定收益市场分析	9
2.1 资金面分析：跨月期间央行维持大额逆回购投放，资金面维持相对充裕；月初影响资金面的因素有限	9
2.2 利率债走势分析：央行 4.24-4.28 当周跨月净投放资金，5.4-5.5 跨月后回笼资金。工业企业利润下滑，但利润降幅收窄，PMI 重回荣枯线下，利率债近两周下行突破 2.8%	11
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回升、信用债融资额转负；二级市场信用债收益率整体下行	13
三、 主要资产价格分析	14
3.1 权益市场分析：五月，沿着经济复苏方向寻找机会	14
3.2 美元指数分析：5 月份 FOMC 会议声明删去进一步加息表述，美元指数整体走弱	16

一、 本周重点经济

1.1 由于经济和需求改善，工业企业利润状况出现改善迹象，累计同比降幅收窄

经济边际复苏下，终端需求出现改善，偏中游的工业企业生产稳步回升，企业利润同比降幅开始收窄。国家统计局 4 月 27 日公布的数据显示，一季度全国规模以上工业企业利润总额累计同比下降 21.4%，降幅较 1-2 月收窄 3.7 个百分点，其中 3 月当月利润同比下降 19.2%。统计局称，3 月企业营业收入同比增速由 1-2 月的 1.3% 升至 0.6%，扭转了去年 11 月以来持续下降的局面，使得工业企业利润改善。

图 1：一季度工业企业利润同比降幅出现收窄（%）

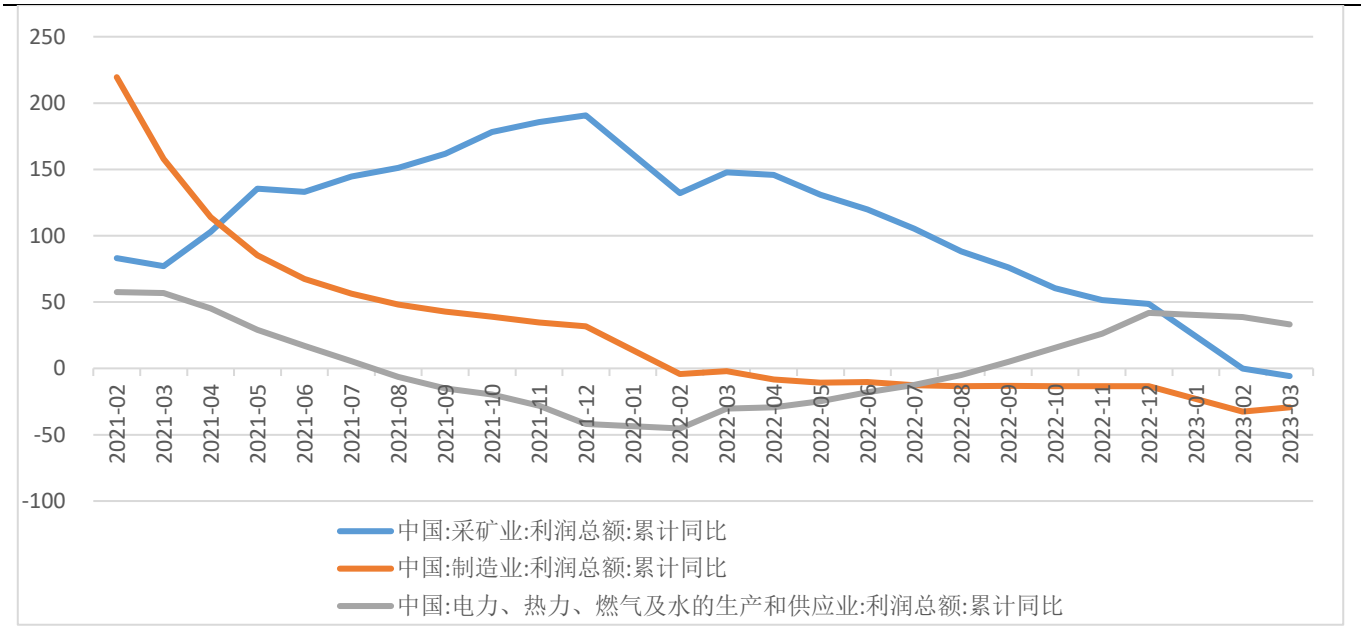


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

上游大宗商品价格持续回落，中下游工业行业利润改善，尤其是电力行业，是工业企业利润状况改善的主因。从三大行业看，因为去年同期高基数，1-3 月采矿业利润累计同比下降 5.8%，降幅扩大 5.7 个百分点；制造业利润同比下降 29.4%，降幅收窄 3.2 个百分点，主要贡献行业包括 3 月当月装备制造业利润同比降幅大幅收窄 19.1 个百分点至 7%，在市场需求恢复、生产销售回升等因素的支撑下，汽车制造业利润同比由负转正，增速大幅反弹 50.8 个百分点至 9.1%，另外运输设备、通用设备、电气机械行业利润也实现两位数增长；电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润累计同比增长 33.2%，3 月当月增长 27.6%，是工业企业利润的主要拉动项，其中电力行业利润同比增速仍维持 41.9% 的较高水平。

其他主要行业方面，随着扩内需、促消费政策效应持续释放，消费出现一定复苏带动相关行业利润改善。13 个消费品制造行业中，有 7 个行业盈利改善，其中酒、饮料和精制茶行业利润同比增长 39.9%，增速加快超 35 个百分点，食品、家具行业利润同比由降转增。

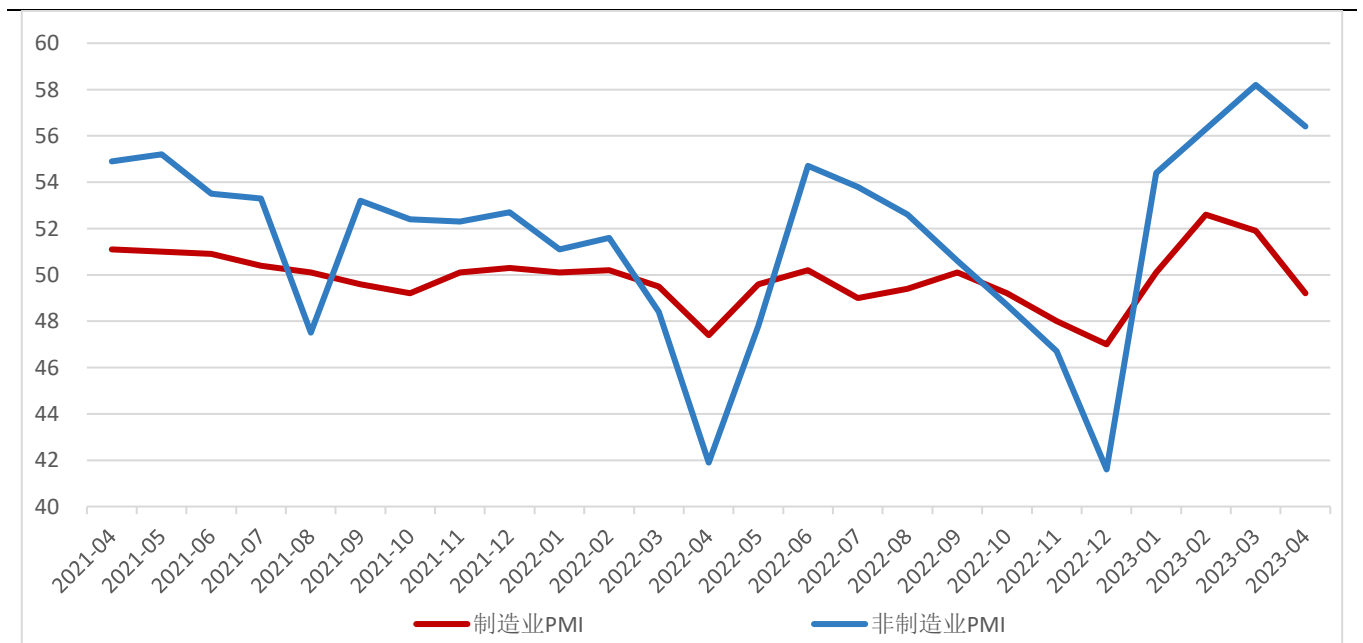
不同类型企业利润增速出现分化，国企、外企利润降幅收窄，私企利润降幅扩大。一季度，国有控股企业、外商及港澳台商投资企业利润同比降幅分别收窄 0.6 个、10.8 个百分点至 16.9%、24.9%，私营企业利润同比降幅则扩大 3.1 个百分点至 23%。

图 2：下游的电力等行业利润改善，上游行业利润增速下降（%）


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 需求在快速反弹后下滑，整体仍显不足，导致制造业 PMI 跟随回落，非制造业活动仍保持快速扩张

由于终端需求仍不足,制造业在快速反弹后出现回落,非制造业尽管也有回落,但是仍保持快速扩张态势。国家统计局 4 月 30 日公布的景气度数据显示,4 月制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.2, 比上月下降 2.7 个百分点,为今年首次低于临界点;非制造业商务活动指数为 56.4,比上月下降 1.8 个百分点;综合 PMI 产出指数下降 2.6 个百分点至 54.4,表明总体产出继续保持扩张,经济延续复苏态势。

图 3：4 月制造业和非制造业 PMI 双双回落，制造业回落幅度较大（%）


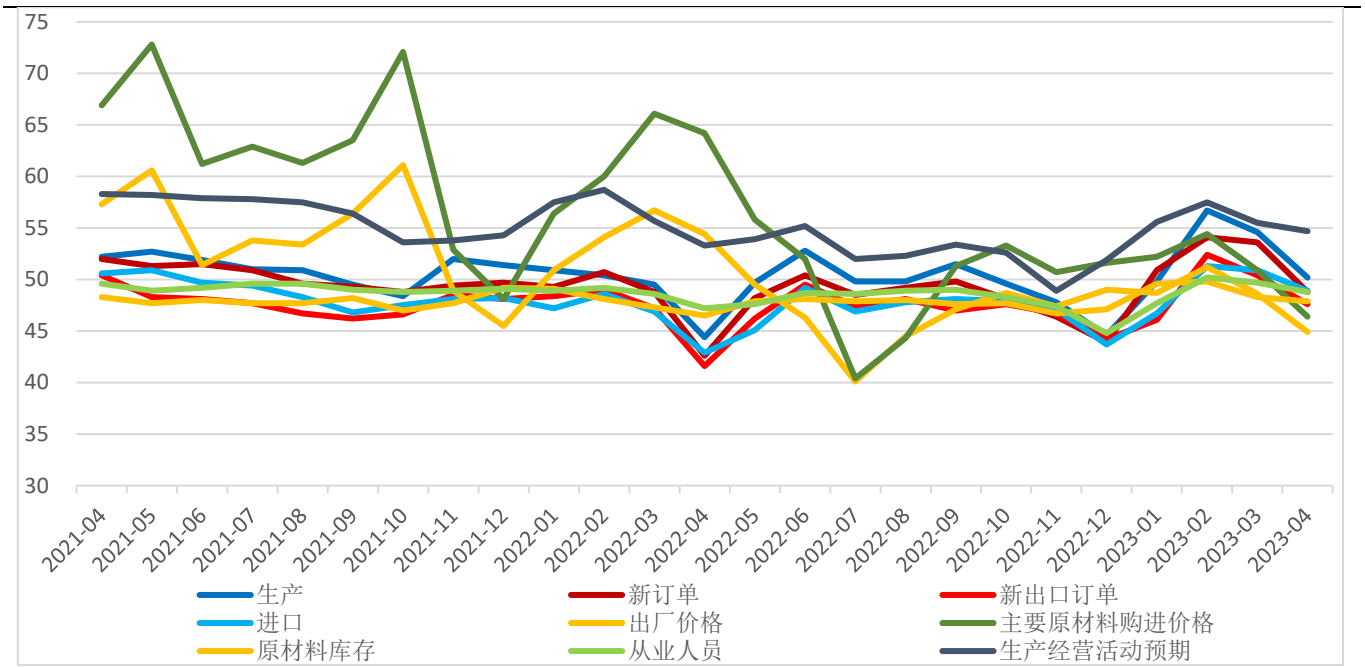
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

制造业分项指数大多下降,需求下降幅度大于供给。4月制造业生产指数和新订单指数分别为50.2和48.8,比上月分别回落4.4个和4.8个百分点,新订单指数时隔三个月再次跌至临界线以下,表明制造业市场需求回落明显,但专用设备、电气机械器材等行业两个指数持续位于临界点以上,供需继续释放。外需也转为收缩,新出口订单指数下降2.8个百分点至47.6,不过下行幅度小于总体需求。此外,由于供需两端均放缓,企业用工景气度继续下降,从业人员指数为48.8,比上月下降0.9个百分点,连续两个月低于荣枯线。

价格方面,受近期部分大宗商品价格波动等影响,4月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为46.4和44.9,比上月分别下降4.5和3.7个百分点,黑色金属冶炼及压延加工业两个价格指数已经降至30以下。原材料价格回落有利于企业利润的改善。

从企业规模看,大、中、小型企业PMI分别为49.3、49.2和49,低于上月4.3、1.1和1.4个百分点,均低于临界点,表明小制造业企业的经济度仍较差。

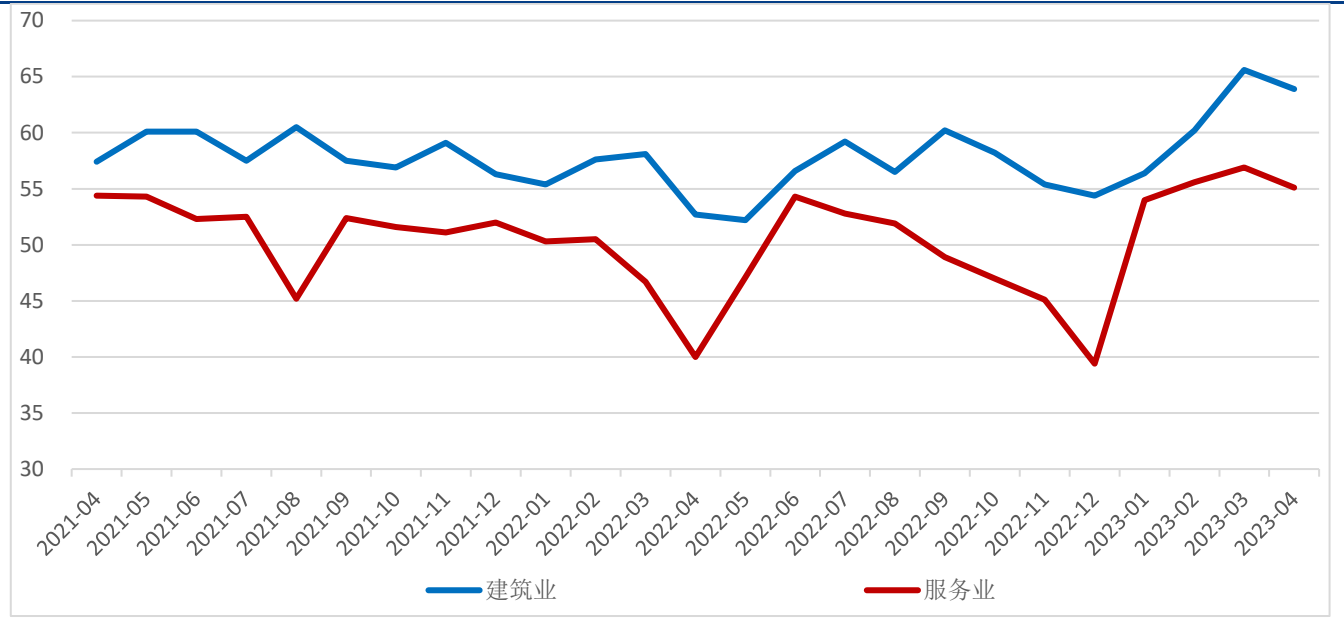
图4: 制造业各分项指数均出现回落,新订单指数回落较多(%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

服务业恢复基础继续巩固,建筑业保持快速扩张。4月服务业商务活动指数为55.1,低于上月1.8个百分点,连续三个月位于较高景气区间,其中与居民出行和消费密切相关的交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于60,显示出强劲的修复势头;随着重大工程建设有序推进,建筑业继续保持快速扩张,4月商务活动指数为63.9,低于上月1.7个百分点,连续三个月位于高位景气区间。

图5: 服务业和建筑业活动指数有一定回落,但仍保持在较高景气区间(%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 一周要闻

1) 美联储公布 5 月份 FOMC 会议决议，如期加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 5%-5.25%，为连续第 10 次加息，本轮已累计加息 500 个基点。决议声明删除关于“适宜进一步加息”的措辞，暗示未来将暂停加息。声明多次重申，将把本轮加息周期以来数次紧缩以及传导机制的滞后性纳入考量，以确定“未来额外的政策紧缩程度”。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，原则上无需加息至太高的水平。但同时强调在压低通胀方面还有漫长的路要走，偏高的通胀前景不支持降息。预计美国经济将适度增长，不会爆发经济衰退。如果无法达成债务上限协议，将对美国经济造成“高度不确定的”后果。对于美国的银行业状况，鲍威尔称，美国银行行业情况总体上有所改善。并认为，美国银行系统健康且具有弹性，三家银行的倒闭是 3 月初压力的核心，现在已经全部解决。

2) 中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为，中国经济增长好于预期，但当前我国经济运行好转主要是恢复性的。会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系。巩固和扩大新能源汽车发展优势，重视通用人工智能发展。会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。

3) 国家统计局公布 4 月份 PMI 数据，中国 4 月制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 49.2%、56.4%和 54.4%，低于上月 2.7、1.8 和 2.6 个百分点，三大指数不同程度回落，但总体产出继续保持扩

张，企业生产经营活动延续恢复发展态势。制造业中，反映市场需求不足的企业比重为 56.9%，较上月上升 1.6 个百分点，创 36 个月以来的新高。统计局表示，受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，4 月制造业 PMI 降至临界点以下，景气水平环比回落。

4) 我国全面实现不动产统一登记，涵盖所有不动产物权的不动产统一登记制度全面建立。这意味着房地产税征收前提条件进一步完善，引发市场对房地产税开征猜想。分析指出，目前购房者置业情绪和预期仍不稳固，短期房地产市场仍需要政策支持，当前并不是进行房地产税试点合适时机。券商指出，房地产税是地方税，是否全国联网、不动产统一登记影响并不大。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨月期间央行维持大额逆回购投放，资金面维持相对充裕；月初影响资金面的因素有限

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净回笼 6890 万亿元

4 月份最后一周央行公开市场共有 2120 亿元逆回购到期，央行公开市场累计进行了 6380 亿元逆回购操作，因此央行公开市场净投放 4260 亿元。本周央行公开市场共有 7270 亿元逆回购到期，央行公开市场累计进行了 380 亿元逆回购操作，因此央行公开市场净回笼 6890 亿元。下周央行公开市场将有 360 亿元逆回购到期，周四、周五分别到期 330 亿、30 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	/	/	/	330	30
7 天	/	/	/	5620	1650
14 天	/	/	/	0	0
MLF（投放）365D	/	/	/	0	0
MLF（回笼）365D	/	/	/	0	0
央行票据 3 个月	/	/	/	0	0
国库现金定存	/	/	/	0	0
净投放	/	/	/	-5290	-1620

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：跨月期间央行维持大额逆回购投放，资金面维持相对充裕。月末最后一周，隔夜资金价格随央行投放持续下行，月末最后一天有所走高。跨月期间 7d 资金价格逐步走高。随本周跨月结束，隔夜及 7d 资金价格均明显下行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.2590%，R007 加权平均降至 1.9639%；交易所

回购利率 GC001 加权平均降至 2.1090%，GC007 加权平均降至 2.0950%。

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	/	/	/	1.7462	1.2590
	R007	/	/	/	2.1054	1.9639
	R014	/	/	/	2.2859	2.1653
	R021	/	/	/	2.1333	2.0994
	R1M	/	/	/	2.2249	2.2341
上交所协议回购	206001	/	/	/	3.7010	
	206007	/	/	/	3.1640	3.6610
	206014	/	/	/	4.9400	5.1300
	206021	/	/	/	4.7650	5.7380
	206030	/	/	/	5.3590	5.2550
利率互换定盘：1Y	FR007	/	/	/	2.3003	2.2637

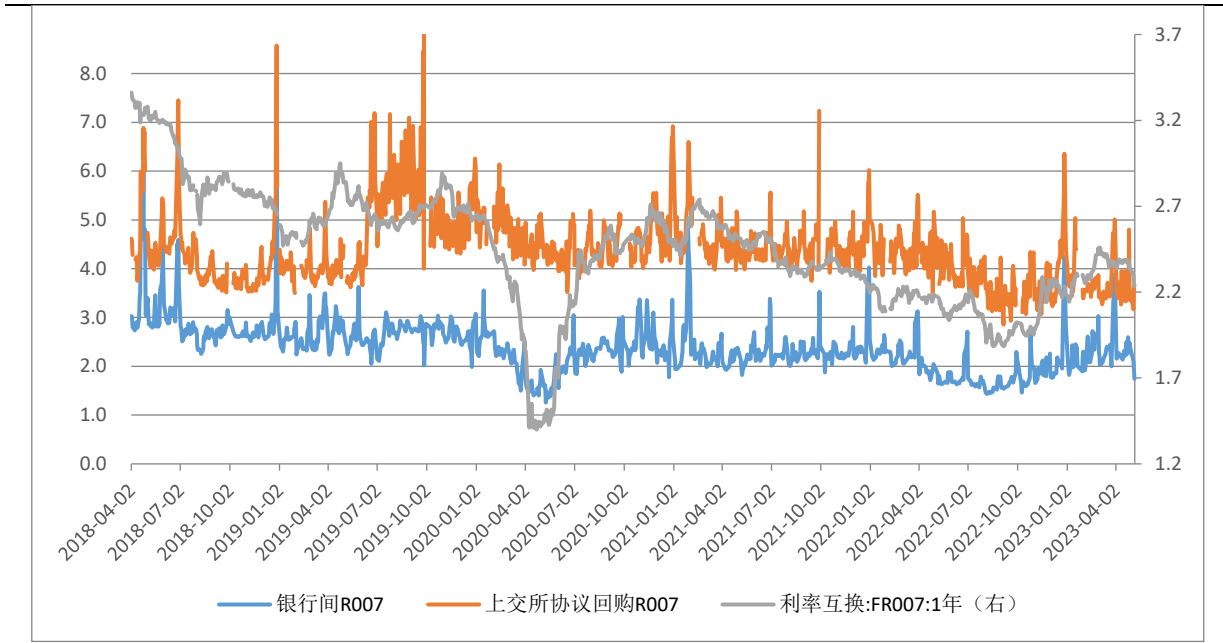
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：月初影响资金面的因素有限

4 月政治局会议指出经济内生动力还不强，需求仍然不足，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。经济复苏阶段政策支持仍不可缺席，预计未来货币政策主要方向仍为宽信用。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。

跨月结束，央行公开市场操作回笼大量资金，但资金市场整体维持平衡局面，资金价格处于相对低位。下周为月初，冲击资金面的因素较少。5 月份虽非季初，但缴税量往往也高于一般月份，4 月份税期平稳后预计 5 月份缴税对于资金面影响有限。同时本周逆回购大额净回笼后，下周逆回购到期处于低位，对于资金面的影响有限。

图 6：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 4.24-4.28 当周跨月净投放资金，5.4-5.5 跨月后回笼资金。工业企业利润下滑，但利润降幅收窄，PMI 重回荣枯线下，利率债近两周下行突破 2.8%

1) 利率债走势复盘：央行 4.24-4.28 当周跨月净投放资金，5.4-5.5 跨月后回笼资金。工业企业利润下滑，但利润降幅收窄，PMI 重回荣枯线下，利率债近两周下行突破 2.8%

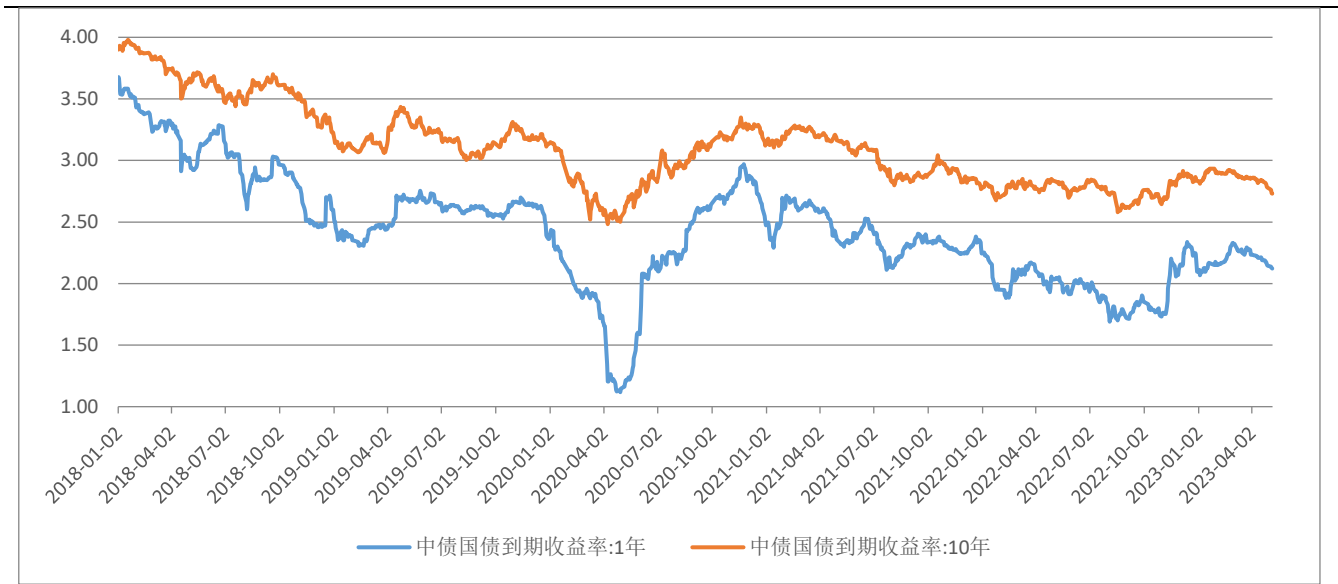
4月24日，央行开展1150亿元7天期逆回购操作，中标利率2.0%。当日200亿元逆回购到期，因此单日净投放950亿元。利率债表现较好，T早盘即拉升，现券跟随，日终长端下行0.3bp；4月25日，央行开展了1700亿元7天期逆回购操作，中标利率2.0%。当日380亿元逆回购到期，因此单日净投放1320亿元。股市走弱并未带动债市，消息面匮乏，T平收，现券短端小幅上行，中长端小幅下行。4月26日，央行开展了950亿元7天期逆回购操作，中标利率2.0%。当日320亿元逆回购到期，因此单日净投放630亿元。T尾盘拉升。现券涨跌表现不一，国债中长端表现好于国开，小幅下行，短端国债平收；4月27日，央行开展了930亿元7天期逆回购操作，中标利率2.0%。当日340亿元逆回购到期，因此单日净投放590亿元。3月份工业企业利润继续下降，但降幅收窄。今日利率债整体情绪较好，现券全线下行，整体下行2bp左右；4月28日，央行开展了1650亿元7天期逆回购操作，中标利率2.0%。当日880亿元逆回购到期，因此单日净投放770亿元；本周央行公开市场共有2120亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了6380亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净投放4260亿元；今日临近小长假，周末发布PMI数据较为谨慎，小幅波动，利率债长端小幅下行；

5月4日，央行开展了330亿元7天期逆回购操作，中标利率2.0%。假期缘故，今日5620亿元逆回购到期，因此单日净回笼5290亿元。受周末PMI影响，今日利率债全线下行，国开表现好于国债，长端下行1.5-2bp。5月5日，央行开展了30亿元7天期逆回购操作，中标利率2.0%。当日1650亿元逆回购到期，因此单

日净回笼 1620 亿元。今日延续昨天较好情绪，利率债再次全线下行，长端下行 3bp。5 月 6 日，调休工作日，利率债小幅下行。

最近 2 周活跃券 10 年国债活跃券 230004 由 2.8240% 累计下行 9.4bp 至 2.7300%，10 年国开活跃券 220220 由 3.0170% 累计下行 12.4bp 至 2.8930%。

图 7：10 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：本周发布一季度工业企业利润，工业企业利润降幅仍然较大，企业利润降幅有所收窄，节前召开中央政治局会议，会议表示经济增长好于预期但内需不足，财政、货币政策未明显转向；PMI 数据不如预期，五一旅游人数较 2019 年增长，但旅游收入持平，反应目前消费仍旧没有改善，目前利率债到达 2022 年上半年的波动区间低点 2.75% 附近，在没有超预期的政策下，很难突破此低点。继续关注利率向上风险。

工业企业利润：3 月，工业企业利润降幅仍然较大，企业利润降幅有所收窄。企业背景看，外商及港澳台商投资企业 (-24.9%)，私营企业 (-23%) 拖累。41 个工业大类行业中，有 22 个行业利润增速较 1—2 月份加快或降幅收窄、由降转增；装备制造业利润改善明显，其中汽车制造业在 1-2 月大幅下降的情况下，3 月转增 9.1%，铁路船舶航空航天运输设备 (25.5%)、通用设备 (16.5%)、电气机械行业 (11.3%) 利润均实现较快增长；消费方面，在 13 个消费品制造行业中，有 7 个行业盈利较 1-2 月份改善，酒、饮料和精制茶行业利润同比增长 39.9% 改善最为明显。**中央政治局会议：**分析当前形势并对下一阶段经济工作部署。会议表示“经济增长好于预期”但“内生动力还不够强，需求仍然不足”，内需问题仍旧是困扰经济进一步向好的因素，中短期来看，经济处于稳步恢复的过程中，且好于政府预期，对债市扰动减小。政策方面，货币和财政并未明显变化，依旧是“精准有力”和“加力提效”。**PMI：**4 月官方制造业 PMI 49.2%，预期 51.4%，前值 51.9%；4 月官方非制造业 PMI 56.4%，预期 57%，前值 58.2%。PMI 回到荣枯线下，后疫情的脉冲已经过去，目前供需仍旧较弱，服务业表现尚可，制造业回落幅度大，建筑业继续支撑，虽然回落但幅度小。外需下滑，降至 47.6%，进口同步下滑，内需较弱的情况仍旧没有改善。

综合来看，PMI 再次刺激利率下行，制造业未能持续修复，仅非制造业维持高景气，政治局会议也表示，下一阶段着力点主要是刺激消费，扩大内需，相关政策需要加码。从五一假期出行数据也可以看出，虽然出行人数较 2019 年增加，但是旅游收入并未明显增长，反应出的是居民的信心不足，消费意愿差。后续经济持续恢复对利率债影响较小，近期利率债补涨，达到压力点位，现阶段主要看信贷转向以及居民信心恢复，警惕消费/资金风险提升带来的存款/理财活化对债市造成的影响。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回升、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：存单融资额环比回升、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 4,142.30 亿元，发行总额达 4,938.60 亿元，平均发行利率为 2.4952%，到期量为 796.30 亿元，存单融资额环比回升。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 11.24bp 报 2.2235%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 10.49bp 报 2.4131%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 5.81bp 报 2.5150%，9M 存单平均发行利率较上周下行 5bp 报 2.5857%。

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 693.6 亿元，环比减少 3,808.40 亿元，偿还量约 1,378.42 亿元，净融资额约-684.82 亿元，环比减少 1,095.70 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 5.61~6.62bp，3 年期各评级信用债收益率下行 3.93~.63bp，5 年期各评级信用债收益率下行 4.57~6.43bp。

表 3：信用债各期限收益率水平 (%)

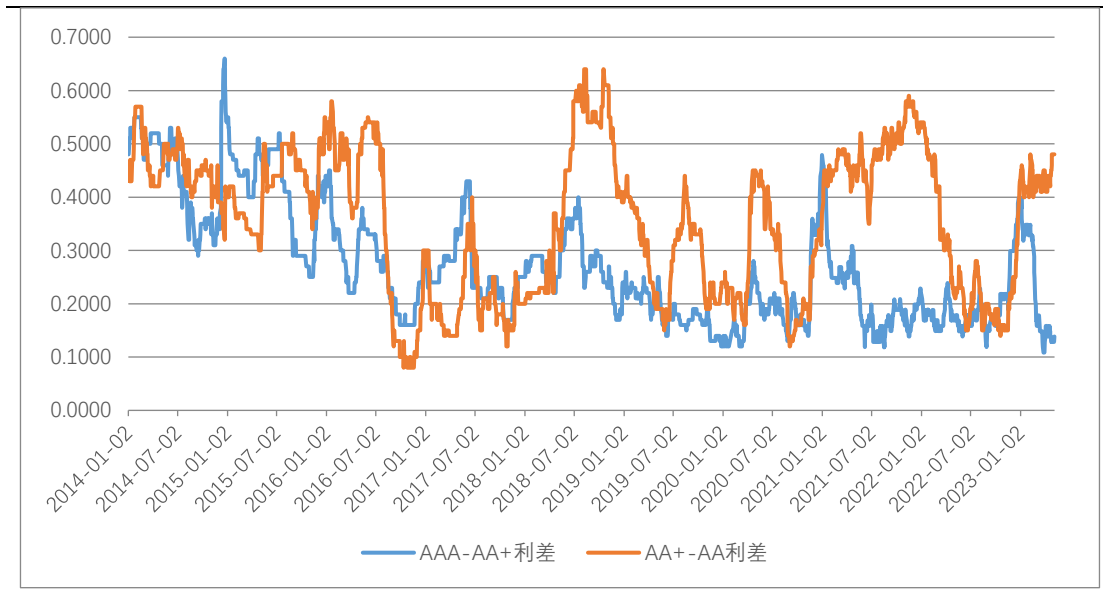
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.6365	10.40%	-6.62
信用债(AAA):3 年	2.9235	7.90%	-6.93
信用债(AAA):5 年	3.1530	5.00%	-6.43
信用债(AA+):1 年	2.7543	9.90%	-5.61
信用债(AA+):3 年	3.0621	6.50%	-5.93
信用债(AA+):5 年	3.3663	4.50%	-6.43
信用债(AA):1 年	2.8243	9.10%	-5.61
信用债(AA):3 年	3.5421	13.30%	-3.93
信用债(AA):5 年	3.8463	7.00%	-4.57

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 0.314bp、缩小 0.32bp、扩大 0.24bp，5Y-3Y 利差分别扩大 0.5bp、缩小 0.5bp、缩小 0.64bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 14bp，较上周扩大 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 48bp，较上周扩大 2bp。

图 8：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：五月，沿着经济复苏方向寻找机会

1) 权益市场走势复盘：目前 A 股市场整体估值水平不高仍处于历史中低位

上证综指最终报收 3334.50 点，较两周内略有反弹。两周期深证成指下跌 2.35%，创业板指下跌 3.14%。量能方面，沪指在两周的十天中成交量呈先涨后降的状态。上证指数成交量 27.56 亿，深证成指成交量 31.22 亿。

北上资金，本周合计流出 8.06 亿元。上证 50 上涨 1.17%，沪深 300 下跌 0.39%，中证 500 下跌 0.80%，创业板 50 下跌 3.41%，国证 2000 下跌 0.64%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中有 14 个上涨，16 个下跌，其中传媒、综合金融、非银行金融领涨 13.59%、9.26%、7.67%；电子、通信领跌 8.47%、5.60%。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，投资者期待夏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。

关注产业链安全、数字经济等政策支持的增长领域, 注重行情节奏。本次政治局会议重点提及了新能源汽车、充电桩、储能、配套电网、人工智能等方向, 预计政策支持的增长领域仍会有相对表现, 包括高端制造、科技软硬件, 新能源领域的偏谨慎预期也有望逐步修复。中期维度成长风格的结构性价行情值得关注, 但短期内需注重节奏, 前期 TMT 板块估值中枢与交易集中度的提升可能会带来波动风险, 未来行情的持续性取决于产业新趋势及景气程度。

AIGC 有望成为存储器成长新驱动。随着 AI 算力芯片的增加带来对应显存量的提升。这其中包括单台服务器加速卡数量的增长、单张 AI 加速卡中显存容量的增长。2) AI 服务器中将会有更高的内存满插率及后续 CPU 新平台有望支持更多的内存模组通道。3) 相比于普通服务器固态硬盘占比有望大幅提升。测算 2023-2025 年仅 AI 即会为存储带来 80 亿美元增量市场。更长期而言, 考虑到 AI 应用的推广和活跃用户数的大幅提升, 推理型服务器市场规模仍有望保持高增长, 相应存储器市场需求也会进一步快速提升。

过去十年间的五一节后十个交易日, 食品饮料、传媒、电子、医药生物等板块涨幅靠前, 今年该趋势或将延续。五一小长假旅游消费市场火爆带动服务消费快速恢复。食品饮料板块, 宴席需求增加为食品饮料提供消费场景, 终端动销良性运转。传媒板块, 五一档迎来观影热潮, 据灯塔数据, 2023 年五一档档期总票房突破 15 亿元, 基本恢复至 2019 年的水平。伴随 7 月、8 月即将到来的暑期档, 消费需求增加有望推动板块走高。4 月 20 日国家体育总局授权腾讯、电魂网络等组建杭州亚运会电竞国家集训队, 游戏在今年版号发放常态化背景下有望供需共振。电子板块, 根据商务部监测, “五一”假期首日全国重点零售企业通信器材销售额同比增长 30.5%, 需求升温带动消费电子的市场预期走强。医药生物板块, 择期手术和设备购进共同拉动医药需求, 叠加创新药研发和医疗新基建推进设备扩容的带动, 医药板块有望走强。

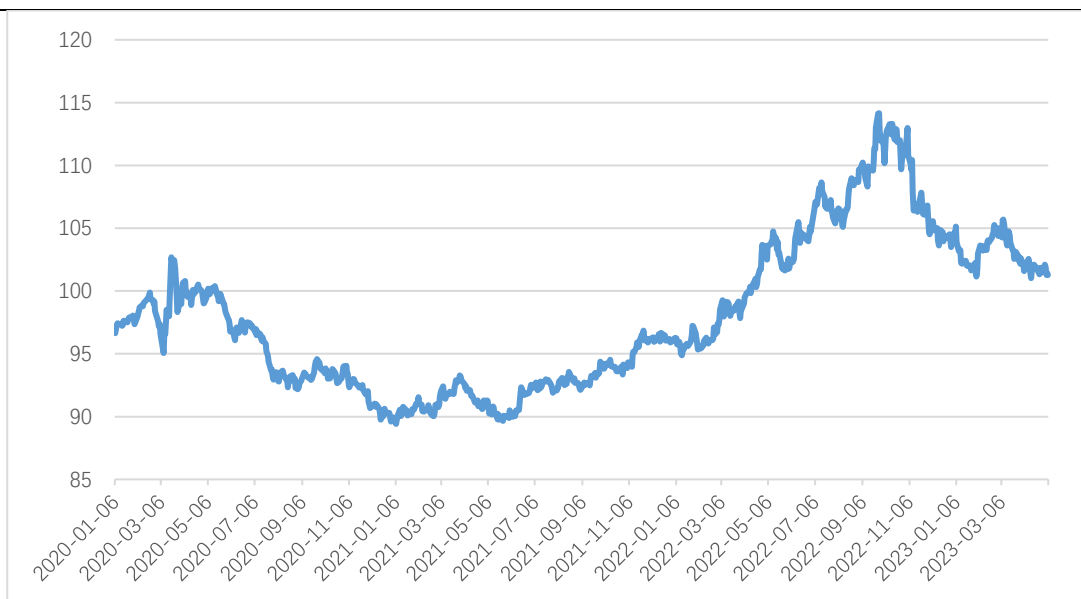
全年扩内需方向明确，市场上行趋势较为确定。配置上建议继续关注一季报业绩较好+低估值组合，根据一季报我们认为短期内国防军工及医药生物板块投资价值或较大，建筑装饰、建筑材料或随地产复苏业绩逐渐改善。医药生物行业不仅估值较低、业绩较好，根据历史规律五一节后受益于消费复苏表现或较好，当前或为布局良机。中长期来看主题投资向成长投资切换依赖于可持续演绎的产业逻辑，TMT 概念里我们继续看好半导体领域。

3.2 美元指数分析：5 月份 FOMC 会议声明删去进一步加息表述，美元指数整体走弱

本周美元指数报 101.2904，较上周回落 0.3741。本周三美国五月份 FOMC 会议决议公布。会上美联储决定加息 25bp，符合市场预期，在会后声明中美联储删去了“额外的紧缩政策是适当的”的表述，未来持续加息的可能性有所减少。本周五美国 4 月份非农就业数据公布，整体超市场预期，失业率同样位于低位。受 FOMC 会议预期影响，本周一开始美元指数一路下行，会议决议公布后小幅反弹。受非农数据超预期影响，本周五美元指数一度上行。本周欧洲央行加息 25bp，符合市场预期，欧洲央行行长称目前不会暂停加息，欧元走强也对美元指数有所压制。

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，未来持续加息的可能性明显减小。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 9：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