

金融市场分析周报

(2023.05.08-2023.05.12)

报告摘要

- CPI/PPI: 需求不足叠加去年同期基数走高, CPI 和 PPI 同比继续回落。**去年上半年 CPI 同比逐渐走高, 加上国内需求整体仍不足, 两大价格数据继续走低, 4月 CPI 同比上涨 0.1%, 回落 0.6 个百分点; PPI 同比下降 3.6%, 回落 1.1 个百分点。CPI 结构上看, 食品价格、非食品价格同比涨幅均回落, 猪肉价格回落较多, 受季节性因素影响, 蔬菜价格也出现大幅下降。PPI 同比降幅扩大的主因是部分大宗商品价格走低, 导致生产资料价格下降较多。尽管需求疲软, 但经济仍在复苏趋势中, 市场担忧的通缩概率仍不大。
- 金融数据: 金融数据连续两个月超预期投放后, 4月开始大幅收缩, 信贷和社融新增均不及预期。**经济复苏速度放缓下, 受居民贷款拖累, 信贷和社融规模新增明显不及预期。信贷新增的主要拖累来自居民的短贷与中长贷, 中长期贷款减少的原因或来自“提前还款”, 但企业部门贷款需求符合季节性, 不过随着储备项目一季度消耗较快, 基建信贷需求或走弱。社融的主要支撑来自信贷和政府债券, 拖累项为企业债券融资。经济复苏放缓下, 后续信贷需求不会有太大改观。
- 进出口: 对欧美出口出现恢复, 对新兴国家出口分化, 4月中国出口保持快速增长态势, 但增速回落。**对欧美出口出现一定恢复, 以及在机电等产品出口的拉动下, 中国出口连续第二个月保持快速增长, 不过增速有所回落。分国别看, 不同出口地区和国家以及不同商品的出口出现一定分化, 尤其是对发达经济体出口增速均不同程度回升, 但对新兴市场的出口出现明显分化, 对东盟出口增速大降。从主要商品出口看, 劳动密集型产品出口增速放缓, 但机电产品出口增速明显回升。去年 5 月开始出口增速大幅上升, 基数原因或将导致出口增速继续回落。

主要数据

上证指数	3310.7367
沪深300	3998.8872
深证成指	11178.6231

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: fuyys@avicsec.com

相关研究报告

经济动能边际放缓 —2023-05-15
分化式复苏下, 通胀数据依然偏弱 —2023-05-15
金融数据显示经济动能环比走弱, 但无需过度悲观 —2023-05-15

- **资金市场分析：**本周冲击因素较少下，资金面维持相对充裕；下周影响资金面的因素较多，关注央行 MLF 续作以及对于资金面的支持情况。本周央行公开市场共进行了 100 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 360 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净回笼 260 亿元。本周月初，冲击因素较少，资金面维持相对充裕。下周对于资金面的影响因素较多。首先下周 MLF 到期 1000 亿元，当前资金面维持宽松水平，以及 4 月份金融数据回落，央行增量投放的可能性有所减少，但从央行历史操作来看，进一步缩量的可能性有限。同时下周四缴税走款，5 月份虽非季初，但缴税金额往往也高于一般月份，税期可能对于资金面产生一定影响。下周政府债融资额有所上行，在税期期间对资金面的冲击可能有所扩大。此外下周逆回购到期维持低位，但存在 500 亿元的国库现金定存到期。整体来看，下周冲击资金面的因素较多，关注央行 MLF 续作以及对于资金面的支持情况。
- **利率债：**本周发布数据较多，外贸数据出口超预期，进口受内需影响继续低迷，通胀数据再次低于预期，CPI 已环比降低，金融数据在经过一季度强势之后减弱。整体来看，目前内需仍旧是首要问题，通胀虽低于预期但不至于通缩，金融数据下降需要重点关注，信贷无增量对于债市有一定利空，且目前利率债到了关键点位 2.7%，宏观环境和市场流动性和去年 Q3 无法相比，除非发生超预期降息，进一步下行难度极大。出口虽整体好于预期，但细分区域来看，越南 (-17.2%) 和韩国 (-14.2%) 均有下滑，东盟仍旧是出口最重要的增量 (15.6%)，商品唯一亮点是汽车继续拉动，进口方面内需仍旧疲软，修复需要时间。CPI 主要系食品和能源拖累，环比：猪肉-3.8%，蔬菜-6.1%，燃料-1.6%，猪肉和果蔬均是供给较为充足，价格下行。由于出行较好，旅游+4.6%。PPI 生产资料环比-0.6%，同比-4.7%，燃料领跌。生活资料环比-0.3%，同比+0.4%，食品领跌。短期看，去年高猪价，高菜价，将继续面临高基数，可能会继续弱势。金融数据整体看低于预期，主要系一季度冲量后，市场逐步传闻央行控信贷投放，且绝大部分银行需要控制存款利率才能完成下一步的投放，4 月出现季节性回落，经济整体修复较弱，无法承载超量融资。居民存款下降，存款利率下降导致居民

偿还房贷或转投资理财，在银行开启存款利率下调潮后，居民存款或进一步下降，若能活化转投资理财则对债市有一定利好支持，但部分存款是提前偿还房贷，造成居民贷款进一步走。综合来看，前信贷增速下降，根据过往周报观点，信贷转向对债市并非是利好反而是利空，增量的信贷抵消了需要消费的存款活化，若无增量信贷支撑，且压低了存款利率，对银行的负债端是一个相当大的考验。且 10y 国债已进入 2.7% 附近，宏观环境和市场流动性和去年 Q3 无法相比，除非发生超预期降息，进一步下行难度极大。

- **权益市场：权益资产向好，配置小盘价值。**北上资金本周合计流出 99.60 亿元。上证综指最终报收 3272.36 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。从新宏观范式看“中特估”。海上风电：拨云见日，曙光已现，产业链景气度有望加速向上。强 AI 时代，家庭机器人热点将超智能家居。根据历史规律，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：美国 4 月份通胀数据不及预期，美联储官员发表鹰派言论，美元指数走强。**本周美元指数报 102.7040，较上周上涨 1.4136。本周美国 4 月份通胀数据公布，CPI 及 PPI 数据涨幅均不及市场预期，但近期美元持续走弱下，通胀数据对美元指数下行影响有限，仅在 CPI 数据公布当体美元指数小幅回落。本周数位美联储官员发言，认为美国通胀仍处于高位，美联储可能持续加息。这一观点与之前 FOMC 会议后利率见顶的观点相冲突，一定程度上增加了美联储持续加息的可能性，受此影响，本周美元指数整体走强。

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

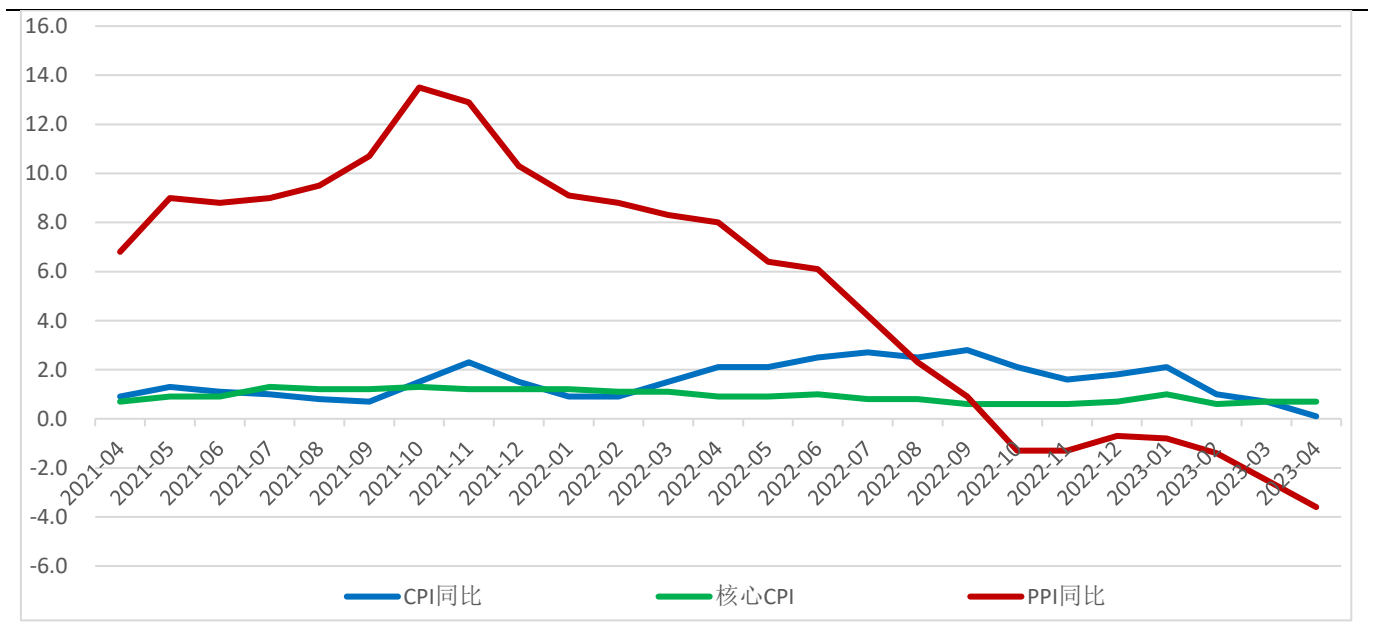
一、 本周重点经济	5
1.1 需求不足叠加去年同期基数走高，导致 CPI 和 PPI 同比连续回落..	5
1.2 金融数据连续两个月超预期投放后，4 月开始大幅收缩，信贷和社融新增均不及预期.....	6
1.3 对欧美出口出现恢复，对新兴国家出口分化，4 月中国出口保持快速增长态势，但增速回落	9
1.4 一周要闻	10
二、 固定收益市场分析	11
2.1 资金面分析：本周冲击因素较少下，资金面维持相对充裕；下周影响资金面的因素较多，关注央行 MLF 续作以及对于资金面的支持情况	11
2.2 利率债走势分析：央行本周小幅净回笼资金，进出口、通胀、金融数据密集发布，利率债本周下行突破 2.7%后小幅反弹	13
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比转负、信用债融资额下行；二级市场信用债收益率整体下行	15
三、 主要资产价格分析	16
3.1 权益市场分析： 权益资产向好，配置小盘价值	16
3.2 美元指数分析：美国 4 月份通胀数据不及预期，美联储官员发表鹰派言论，美元指数走强.....	19

一、 本周重点经济

1.1 需求不足叠加去年同期基数走高，导致 CPI 和 PPI 同比连续回落

去年上半年 CPI 逐渐走高，同时国内需求整体仍显不足，使得 CPI 和 PPI 同比继续走低。数据上，4 月消费者价格指数（CPI）同比上涨 0.1%，较 3 月回落 0.6 个百分点，为 2021 年 3 月以来最低，低于市场预期；扣除食品和能源价格的核心 CPI 由 3 月的持平转为上涨 0.1%，同比上涨 0.7%，表明需求略有回暖但并不明显；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 3.6%，低于 3 月 1.1 个百分点，为 2020 年 6 月以来最低，低于市场预期。

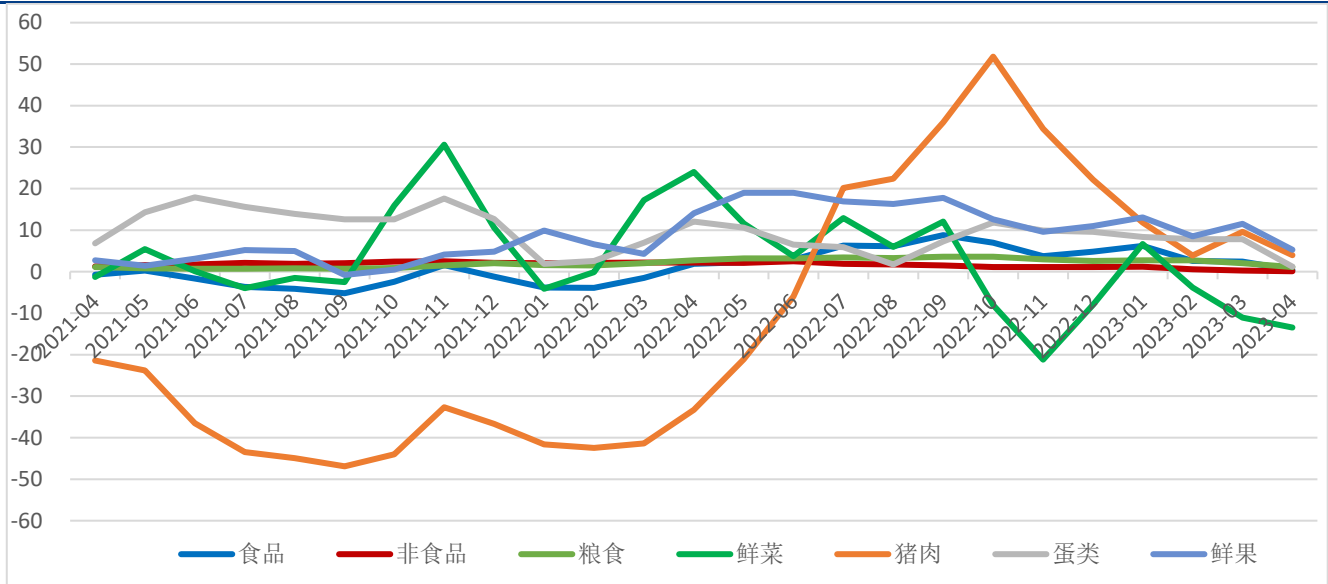
图 1：4 月 CPI 和 PPI 同比数据继续回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

食品价格和非食品价格同比涨幅均回落，猪肉价格回落较多。CPI 结构上细看，4 月食品价格同比涨幅下降 2 个百分点至 0.4%，其中由于生猪供应增加和需求疲软，猪肉价格同比增速大幅回落 5.6 个百分点至 4%；受季节性因素影响，鲜菜价格下降 13.5%，降幅扩大 2.4 个百分点；其他禽肉类、鲜果、食用油涨幅也均有回落。4 月非食品价格同比上涨 0.1%，低于 3 月 0.2 个百分点，服务业持续修复，价格同比涨幅扩大 0.2 个百分点至 1%，其中出行类服务恢复较好，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅在 7.2%-28.7%之间。环比看，4 月 CPI 降幅收窄 0.2 个百分点至 0.1%，其中食品价格下降 1%，降幅收窄 0.4 个百分点，鲜菜和鲜果由于大量上市导致价格环比分别下降 6.1%和 0.7%；由于生猪产能充足，叠加消费淡季影响，猪肉价格降幅扩大至 3.8%。非食品价格由 3 月环比持平转为上涨 0.1%，由于清明小长假期间出行需求增加，交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿和旅游价格上涨，环比涨幅在 4.6%-8.1%之间。

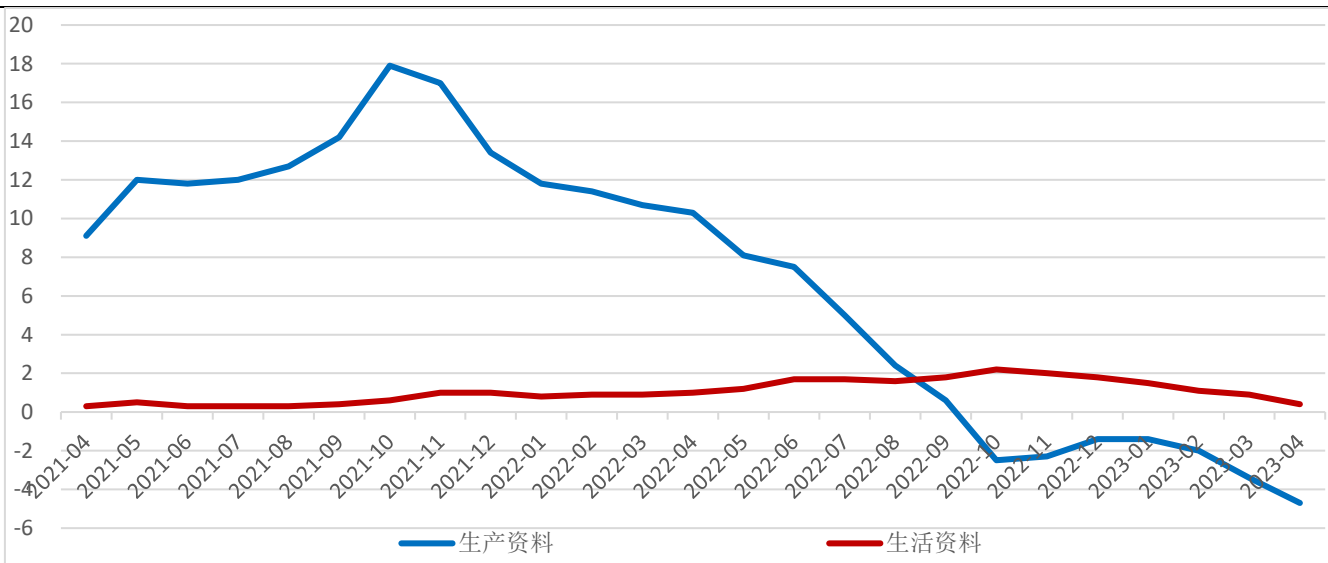
图 2：4 月食品价格和非食品价格同比涨幅均回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

部分大宗商品价格走低以及需求偏弱，拖累 PPI 同比降幅扩大，生产资料价格下降较多。4 月，生产资料价格同比下降 4.7%，降幅扩大 1.3 个百分点，石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、有色金属冶炼和压延加工业同比降幅均不同程度走阔；生活资料价格涨幅回落 0.5 个百分点至 0.4%。环比看，4 月 PPI 由 3 月的持平转为下降 0.5%，生产资料、生活资料价格由环比持平转为分别下降 0.6%、0.3%。

图 3：4 月生产资料价格同比降幅继续扩大，生活资料也出现回落（%）



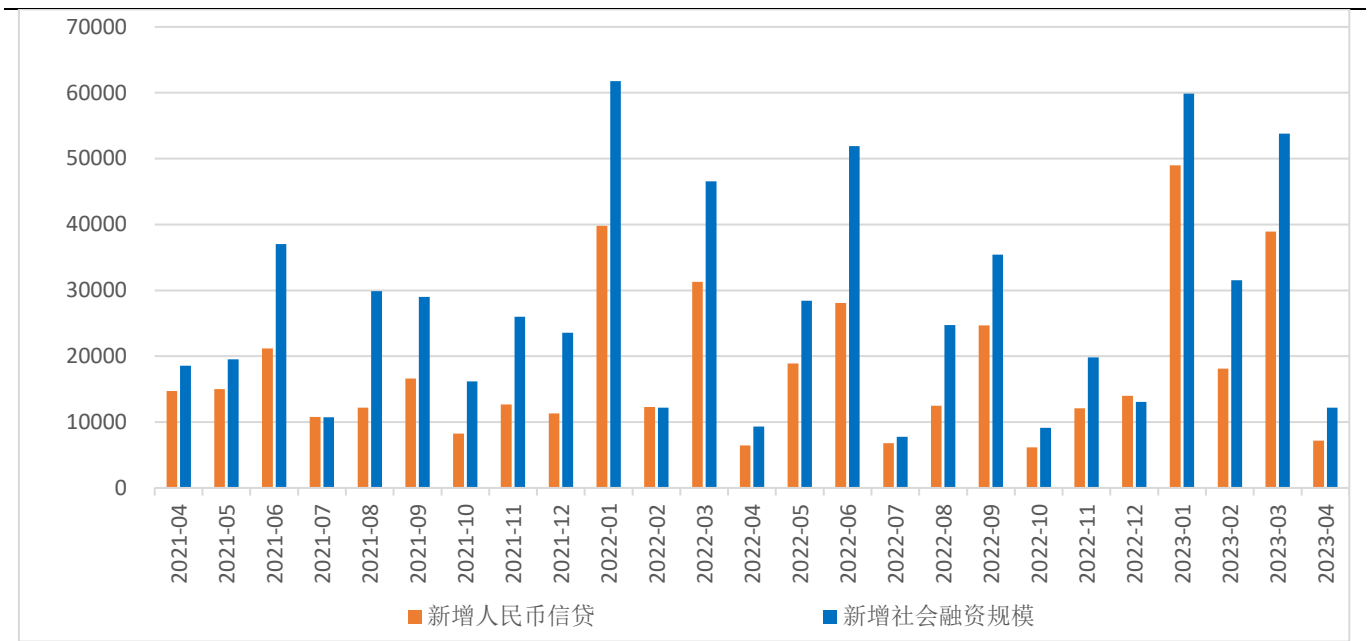
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 金融数据连续两个月超预期投放后，4 月开始大幅收缩，信贷和社融新增均不及预期

经济复苏速度放缓下，受居民贷款拖累，信贷和社融规模新增明显不及预期。数据上看，4 月社会融资规模新增 1.22 万亿元，同比多增 2729 亿元，社融存量同比增长 10%，与 3 月持平；信贷口径下的人民币贷款新增 7188 亿元，同比多增 649 亿元。历史上看，4 月通常为信贷小月，但今年新增信贷和社融数据双双低于市场预期，特别是居民中长期贷款则是自 2007 年有统计数据以来的最低值，表明在 2 月和 3 月金融数据大超市场预期。

期后，融资需求明显放慢，将影响未来经济复苏。

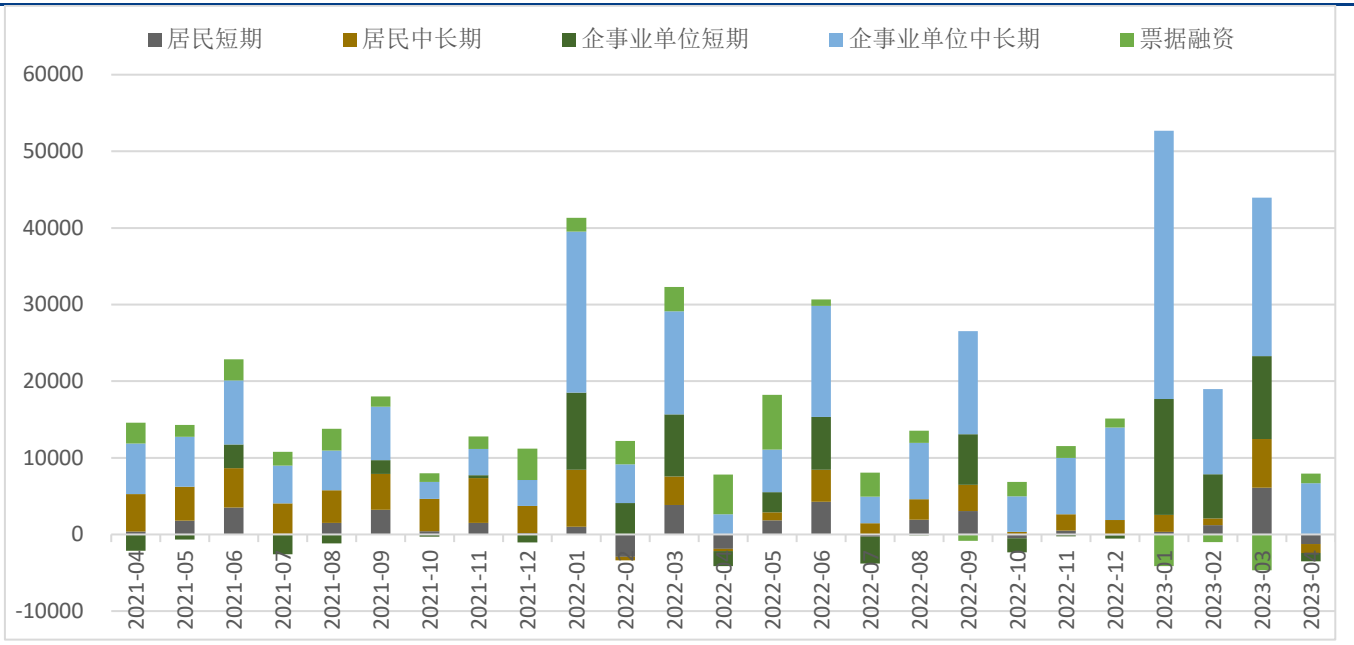
图 4：4 月社融和信贷新增大幅下降，不及市场预期（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

新增信贷的主要拖累来自居民的短贷与中长贷。结构上看，4月居民部门新增贷款减少2411亿元，同比多减241亿元，说明消费增长动能依然偏弱，其中短贷减少1255亿元，同比多减601亿元；中长期贷款减少1156亿元，同比多减842亿元。环比比较，居民信贷下降更多，3月份居民部门新增信贷刚重回“万亿元规模”，而中长期贷款减少的原因或来自“提前还款”，由于年初有提前还贷意愿的居民被银行设置门槛，4月开始进入提前还贷高峰。企业部门4月新增贷款6839亿元，同比多增1055亿元，其中短期贷款减少1099亿元，同比少减849亿元；中长期贷款增加6669亿元，同比多增4017亿元，仍为主要拉动项；票据融资在连续两个月缩减后，增加1280亿元。从去年中期以来，信贷投放更加依赖基建等政府相关贷款，大行及政策性银行为信贷投放的绝对主力，不过随着储备项目一季度消耗较快，基建信贷需求或走弱，总体贷款需求或回落。

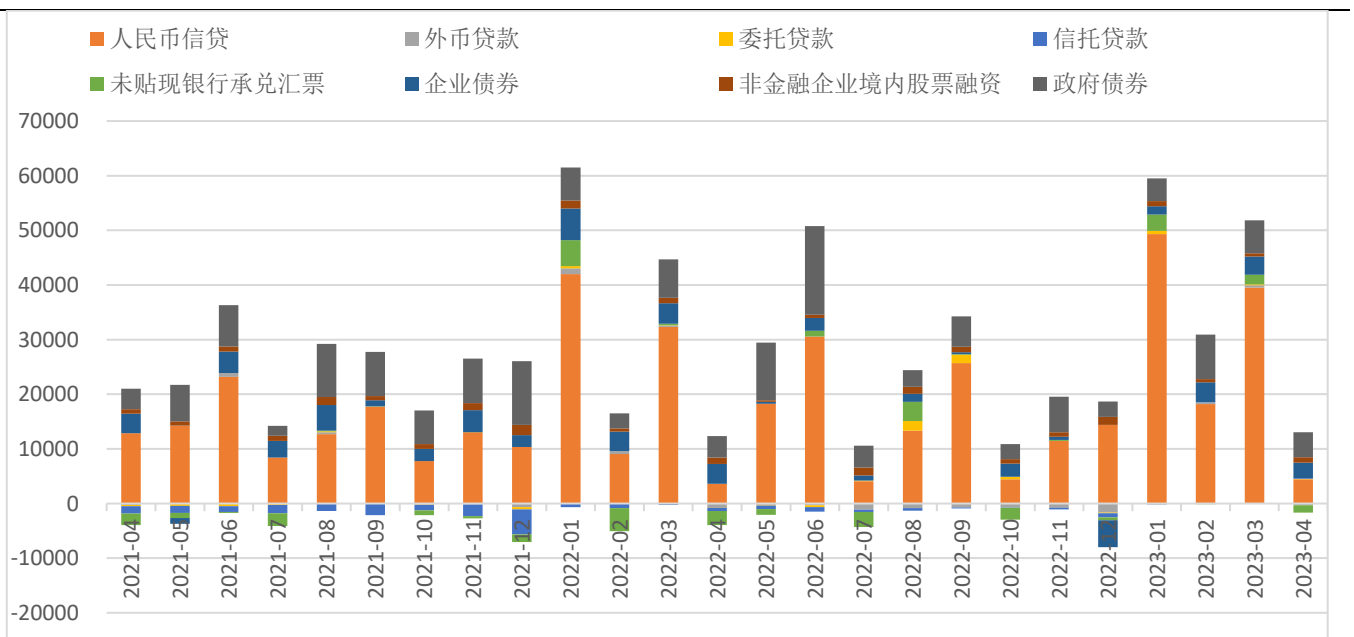
图 5：4 月居民信贷需求偏弱，中长期贷款同比下降较多，企业信贷符合季节性特征（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

社融方面，主要支撑项为信贷和政府债券，拖累项为企业债券融资，主因是每年4月企业一般会因避开财报而少发债券。结构上看，对实体经济发放的人民币贷款新增4431亿元，同比多增729亿元，仍为主要支撑。企业债券净融资2843亿元，同比少增809亿元，较上月略显疲软；政府债券净融资4548亿元，同比多636亿元，基本符合预期，其中4月地方新增专项债净融资3351亿元，同比多1983亿元，为主要支撑项，政府债券融资预计5月至6月将进入供给大月。压降力度减轻、基建持续扩张以及地产保交楼继续推进共同带动表外融资需求，其中委托贷款增加83亿元，同比多增85亿元；信托贷款增加119亿元，同比多增734亿元；由于表内票据融资的贴现量大幅升高，表外未贴现银行承兑汇票就减少了1347亿元，同比少减1210亿元。

图6：4月社融新增也低于预期，企业债券融资为主要拖累（亿元）

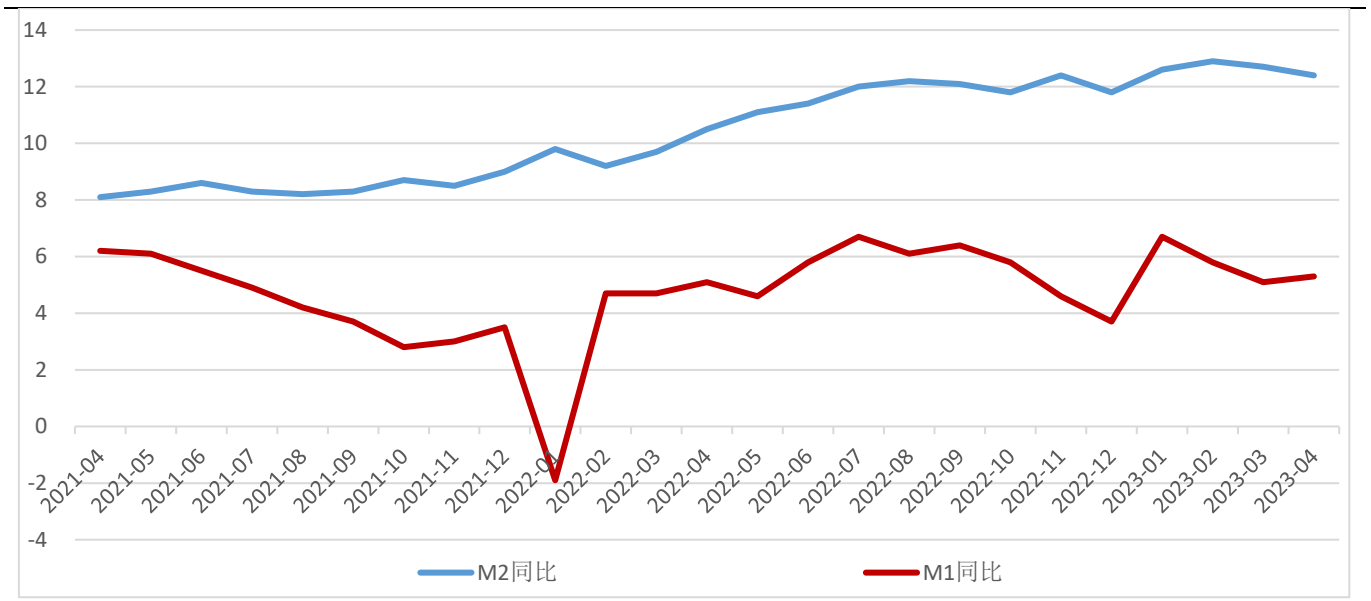


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

4月末，广义货币供给量（M2）同比增长12.4%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期高1.9个百

分点，低于市场预期；狭义货币供给量（M1）同比增长 5.3%，增速比上月末上升 0.2 个百分点，导致“M2-M1 剪刀差”收窄 0.4 个百分点，但仍位于历史高位，资金活化效率低。背后的原因可能有两点：一是内需恢复动力不足，企业和居民的信心尚未完全恢复，消费和投资动能仍不强；二是本轮地产修复中，二手房销售景气度高，资金在居民部门之间流动，居民最终又把房款存入银行。但 4 月人民币存款减少 4609 亿元，同比多减 5524 亿元，其中住户存款大减 1.2 万亿元，可能是存款利率预期下行下，一部分资金转移到理财产品投资上。

图 7：4 月 M2 与 M1 “剪刀差”继续收窄（%）

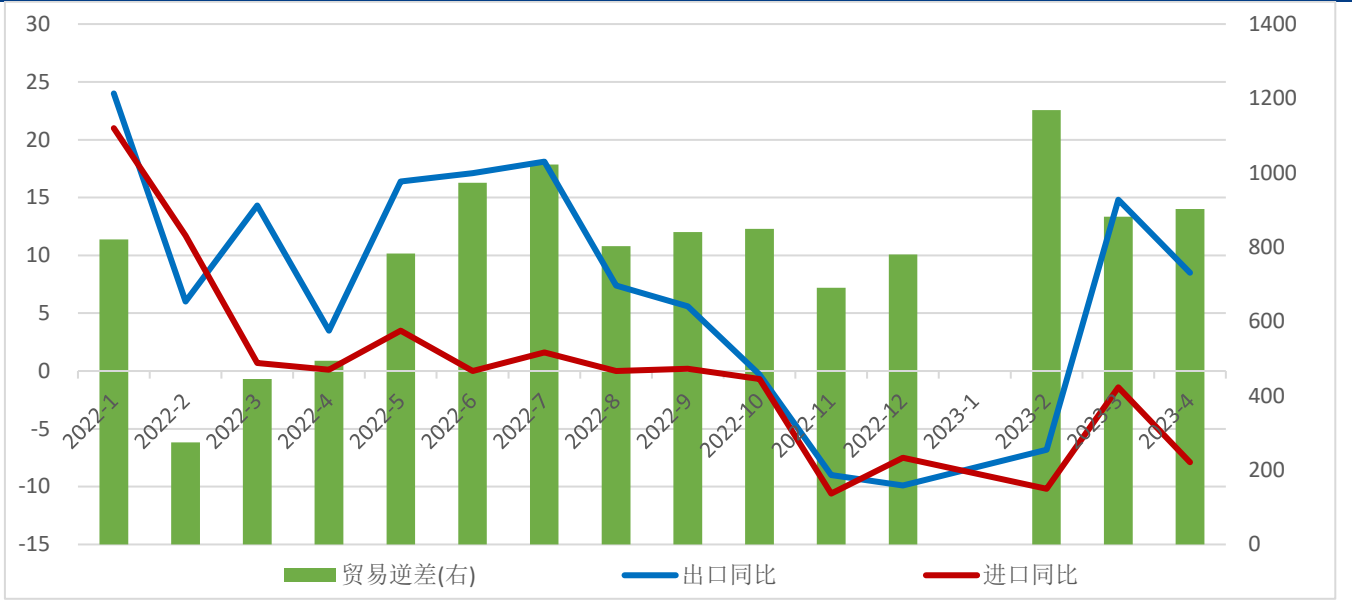


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 对欧美出口出现恢复，对新兴国家出口分化，4 月中国出口保持快速增长态势，但增速回落

对欧美出口出现一定恢复，以及在机电等产品出口的拉动下，中国出口连续第二个月保持快速增长，不过增速有所回落，但进口在内需疲软及大宗商品价格下降的影响下降幅扩大。数据上，以美元计，4 月出口同比增长 8.5%，较 3 月回落 6.3 个百分点，高于市场预期；进口同比下降 7.9%，降幅扩大 6.5 个百分点，略低于市场预期；当月实现贸易顺差 902.1 亿美元。由于央行加息导致的海外经济放缓，中国出口同比增速数据从去年 8 月开始显著放缓，10 月转为负增长，之后 11 月和 12 月降幅进一步扩大，但 3 月出口意外终结负增长，4 月继续第二个月保持快速增长，说明政策紧缩影响已基本告一段落。

图 8：4 月出口继续保持快速增长，但增速有所下滑（%，亿美元）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

随着防疫政策调整后供给约束消失、积压订单集中出口等短期因素逐渐消退, 不同出口地区和国家以及不同商品的出口出现一定分化, 尤其是对发达经济体出口增速均不同程度回升。4 月, 对美国出口降幅收窄 1.2 个百分点至 6.5%; 对欧盟出口增幅较 3 月收窄 0.5 个百分点至 3.9%; 对日本出口同比由负转正, 增速回升 16.3 个百分点至 11.5%。但对新兴市场的出口出现明显分化, 对东盟出口同比增长 4.5%, 较 3 月大降 30.9 个百分点; 3 月明显加速的对俄罗斯出口, 4 月仍然维持高增长, 增速加快 16.7 个百分点至 153.1%, 未来对俄出口快速增长可能将持续。

主要商品出口方面, 劳动密集型产品出口增速放缓明显, 但机电产品出口增速回升。4 月, 箱包出口同比增速下降 53.3 个百分点至 36.8%; 服装、鞋靴出口同比分别下降 17.9、19 个百分点至 14%、13.3%, 不过仍高于出口总体增速; 包括口罩在内的纺织品出口同比增幅小幅收窄 5.2 个百分点至 3.9%。机电产品出口出现逆转, 4 月出口同比增长 10.4%, 较前值回落 1.9 个百分点; 高新技术产品出口边际改善, 降幅收窄 4.5 个百分点至 5.9%, 其中手机出口同比回升 19.2 个百分点, 医疗仪器及器械、家用电器出口同比增速分别放缓 5.4、9.7 个百分点至 7.4%, 13.2%。

主要商品进口方面, 价格震荡下降叠加国内需求疲软, 多数大宗商品进口低迷。4 月, 原油进口量价齐跌, 进口量同比下降 1.4%, 进口额同比下降 28.5%; 铁矿石进口量同比增长 5.1%, 但受价格下降拖累, 进口额同比下降 5.8%。

1.4 一周要闻

1) 本周美国 4 月份物价数据公布。美国 4 月 CPI 同比增长 4.9%, 连续第 10 次下降, 为 2021 年 4 月以来新低, 低于市场预期的 5%, 前值为 5%。美国 4 月核心 CPI 同比增长 5.5%, 符合市场预期, 前值为 5.6%。环比看, 美国 4 月 CPI 增长 0.4%, 符合市场预期, 前值为 0.1%。受此影响, 当日美债收益率多数收跌, 美元指数小幅下跌。本周公布的美国 4 月 PPI 同比升 2.3%, 为 2021 年初以来最小涨幅, 低于预期值 2.4%; 环比为上

升 0.2%，预期为升 0.3%。核心 PPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 3.2%。

2) 国家统计局本周公布国内 4 月份物价数据，中国 4 月 CPI 同比涨幅由上月的 0.7% 回落至 0.1%，创下自 2021 年 3 月以来的新低；环比则下降 0.1%，连续两个月降幅收窄。4 月 PPI 同比降幅扩大至 3.6%，连续 7 个月下降，环比由上月持平转为下降 0.5%。

3) 央行本周公布 4 月份金融数据，4 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，同比多 2729 亿元；新增人民币贷款 7188 亿元，同比多增 649 亿元；M2 同比增速回落至 12.4%。数据还显示，4 月人民币存款减少 4609 亿元，同比多减 5524 亿元；其中，住户存款减少 1.2 万亿元。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周冲击因素较少下，资金面维持相对充裕；下周影响资金面的因素较多，关注央行 MLF 续作以及对于资金面的支持情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净回笼 260 万亿元

本周央行公开市场共进行了 100 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 360 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净回笼 260 亿元。下周央行公开市场将有 120 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 40 亿元、20 亿元、20 亿元、20 亿元、20 亿元。此外，下周二还将有 1000 亿元 MLF 到期，下周三将有 500 亿国库现金定存到期。

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	0	0	0	330	30
7 天	20	20	20	20	20
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	20	20	20	-310	10

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：冲击因素较少，资金面维持相对充裕。本周月初，冲击因素较少，资金面维持相对充裕。隔夜资金价格每周一路走低，本周五因周末因素小幅回升；7d 价格整体位于低位。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4438%，R007 加权平均降至 1.9639%；交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.8760%，GC007

加权平均降至 1.9010%。

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	1.5157	1.3617	1.2540	1.2583	1.4438
	R007	2.0044	1.9801	1.9332	1.9022	1.9039
	R014	2.1392	2.1135	2.1124	2.0836	2.0450
	R021	2.1343	1.9751	1.9213	2.2577	2.1895
	R1M	2.3561	2.3698	2.3067	2.3856	2.3421
上交所协议回购	206001	4.2590	4.3570	4.1310	4.2230	
	206007	3.4120	3.2530	3.3470	3.2050	3.5300
	206014	4.7130	4.4800	4.2190	4.3250	4.4380
	206021	5.5080	5.5020	6.0080	5.5230	5.5260
	206030	5.2070	5.1720	5.2900	5.3760	5.7330
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.2538	2.2453	2.2196	2.1735	2.1561

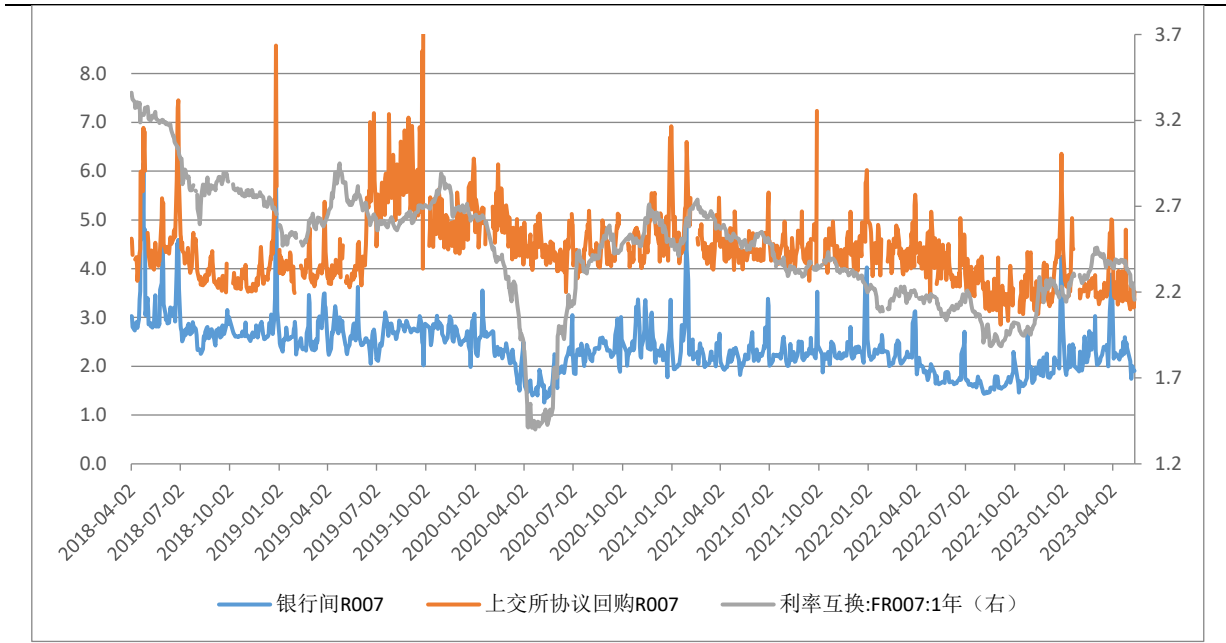
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 资金面的展望: 下周冲击资金面的因素较多, 关注央行 MLF 续作以及对于资金面的支持情况

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。整体来看, 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。

下周对于资金面的影响因素较多。首先下周 MLF 到期 1000 亿元, 当前资金面维持宽松水平, 以及 4 月份金融数据回落, 央行增量投放的可能性有所减少, 但从央行历史操作来看, 进一步缩量的可能性有限。同时下周四缴税走款, 5 月份虽非季初, 但缴税金额往往也高于一般月份, 税期可能对于资金面产生一定影响。下周政府债融资额有所上行, 在税期期间对资金面的冲击可能有所扩大。此外下周逆回购到期维持低位, 但存在 500 亿元的国库现金定存到期。整体来看, 下周冲击资金面的因素较多, 关注央行 MLF 续作以及对于资金面的支持情况。

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：央行本周小幅净回笼资金，进出口、通胀、金融数据密集发布，利率债本周下行突破 2.7%后小幅反弹

1) 利率债走势复盘：央行本周小幅净回笼资金，进出口、通胀、金融数据密集发布，利率债本周下行突破 2.7%后小幅反弹

周一，央行开展 20 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 20 亿元。今日股债翘板效应明显，中特估值由银行板块带领，指数涨幅较大。利率债端表现较弱，期货低开，现券走弱，全线上行，10y 品种上行 1.7-2.5bp，短端上行表现略好于长端；

周二，央行开展 20 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 20 亿元。今日发布进出口数据，出口增，进口降顺差小幅增长，利率债下行，且股市跳水，日终长端下行 1bp。

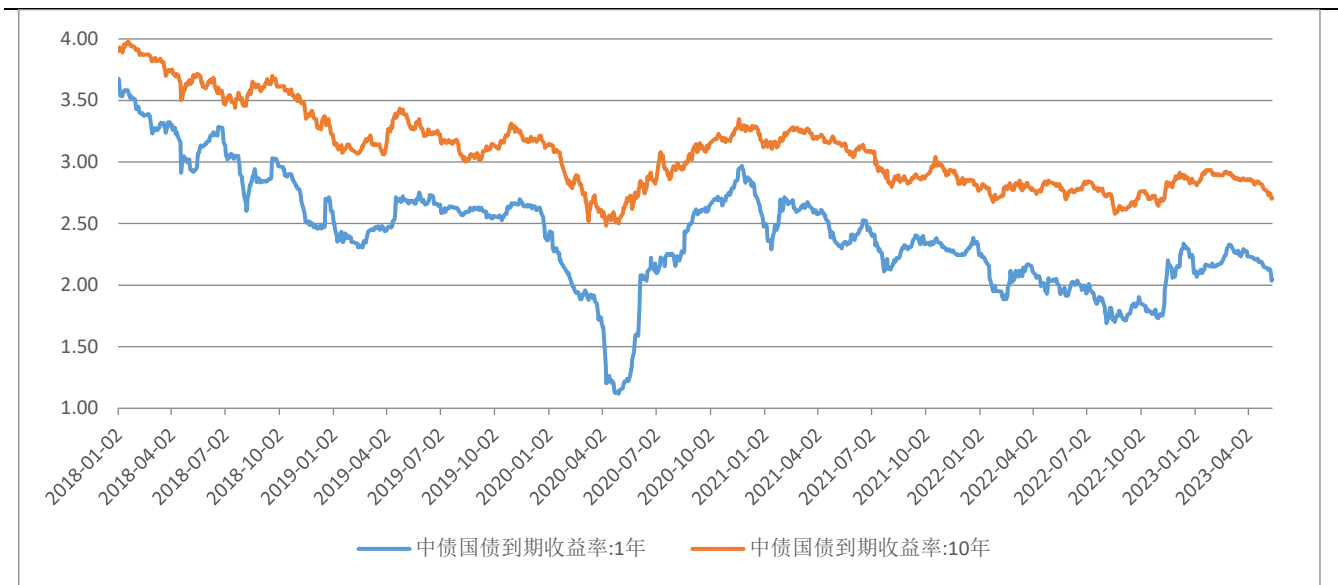
周三，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日无逆回购到期，因此单日净投放 20 亿元。今日利率债再一次延续下行，存款利率下调比价效应明显，10y 国债继续下行 2bp 已接近 2.7%；

周四，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 330 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 310 亿元。开盘即下行 10Y 国债突破 2.7%，后公布 CPI 数据，继续低于预期，晚间发布金融数据后并未明显反馈，今日整体下行，长端下行 1.25-1.4bp；

周五，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 30 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 10 亿元；本周央行公开市场共进行了 100 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 360 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净回笼 260 亿元。开盘利率上行，一度上行超过 1bp，随着市场传闻 MLF 降息，利率反转，日终小幅上行。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230004 由 2.7300% 累计下行 2.75bp 至 2.7025%，10 年国开活跃券 220220 由 2.8930% 累计下行 2.55bp 至 2.8675%。

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: 本周发布数据较多, 外贸数据出口超预期, 进口受内需影响继续低迷, 通胀数据再次低于预期, CPI 已环比降低, 金融数据在经过一季度强势之后减弱。整体来看, 目前内需仍旧是首要问题, 通胀虽低于预期但不至于通缩, 金融数据下降需要重点关注, 信贷无增量对于债市有一定利空, 且目前利率债到了关键点位 2.7%, 宏观环境和市场流动性和去年 Q3 无法相比, 进一步下行难度极大

进出口: 中国 4 月出口 (以美元计价) 同比增 8.5%, 前值增 14.8%; 进口降 7.9%, 前值降 1.4%; 贸易顺差 902.1 亿美元, 前值 881.9 亿美元。出口虽整体好于预期, 但细分区域来看, 越南 (-17.2%) 和韩国 (-14.2%) 均有下滑, 东盟仍旧是出口最重要的增量 (15.6%), 商品唯一亮点是汽车继续拉动, 进口方面内需仍旧疲软, 修复需要时间。**CPI/PPI:** 中国 4 月 CPI 同比上涨 0.1%, 预期 0.4%, 前值 0.7%。中国 4 月 PPI 同比下降 3.6%, 预期降 3.3%, 前值降 2.5%。CPI 主要系食品和能源拖累, 环比: 猪肉-3.8%, 蔬菜-6.1%, 燃料-1.6%, 猪肉和果蔬均是供给较为充足, 价格下行。由于出行较好, 旅游+4.6%。PPI 生产资料环比-0.6%, 同比-4.7%, 燃料领跌。生活资料环比-0.3%, 同比+0.4%, 食品领跌。短期看, 去年高猪价, 高菜价, 将继续面临高基数, 可能会继续弱势。**金融数据:** 新增人民币贷款 7188 亿元, 预期 11300 亿元, 前值 38900 亿元。社融规模 12200 亿元, 预期 17200 亿元, 前值 53800 亿元。M2 同比 12.4%, 预期 12.6%, 前值 12.7%; M1 同比 5.3%, 前值 5.1%; M0 同比 10.7%。整体看低于预期, 主要系一季度冲量后, 市场逐步传闻央行控信贷投放, 且绝大部分银行需要控制存款利率才能完成下一步的投放, 4 月出现季节性回落, 经济整体修复较弱, 无法承载超量融资。分项目看, 企业中长期贷款尚可, 居民中长期走弱, 新增-2411 亿, 同比多减, 和楼市相关性较大, 4 月楼市整体表现一般, 30 城销售同比增速回落, 因此居民信贷短期内难以看到趋势线恢复的态势。企业债券继续少增, 信贷减弱的情况下, 债券融资减弱能够说明企业无法承载大量融资, 融资需求弱。居民存款下降, 存款利率下降导致居民偿还

房贷或转投资理财，在银行开启存款利率下调潮后，居民存款或进一步下降，若能活化转投资理财则对债市有一定利好支持，但部分存款是提前偿还房贷，造成居民贷款进一步走弱

综合来看，前信贷增速下降，根据过往周报观点，信贷转向对债市并非是利好反而是利空，增量的信贷抵消了需要消费的存款活化，若无增量信贷支撑，且压低了存款利率，对银行的负债端是一个相当大的考验。且 10y 国债已进入 2.7% 附近，宏观环境和市场流动性和去年 Q3 无法相比，除非发生超预期降息，进一步下行难度极大。

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

1) 一级市场发行：存单融资额环比转负、信用债融资额下行

同业存单方面，同业存单净融资规模为-593.20 亿元，发行总额达 4,964.60 亿元，平均发行利率为 2.4035%，到期量为 5,557.80 亿元。存单融资额环比转负。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 22.66bp 报 1.9969%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 3.14bp 报 2.4445%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 7.51bp 报 2.4399%，9M 存单平均发行利率较上周上行 1.33bp 报 2.5990%。

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 1,117.31 亿元，环比增加 422.71 亿元，偿还量约 2,288.95 亿元，净融资额约-1,171.64 亿元，环比减少 495.07 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 8.40bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.76~3.76bp，5 年期各评级信用债收益率下行 5.67~0.54bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

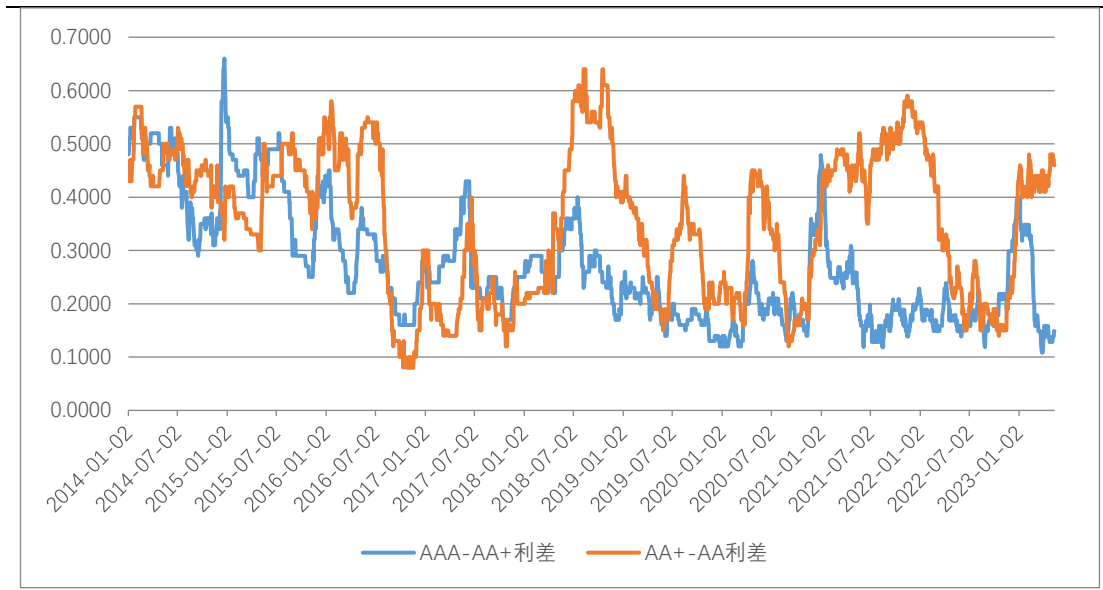
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.5524	8.90%	-8.41
信用债(AAA):3 年	2.8959	7.10%	-2.76
信用债(AAA):5 年	3.0963	3.90%	-5.67
信用债(AA+):1 年	2.6703	8.80%	-8.40
信用债(AA+):3 年	3.0445	6.10%	-1.76
信用债(AA+):5 年	3.2896	3.20%	-7.67
信用债(AA):1 年	2.7403	7.80%	-8.40
信用债(AA):3 年	3.5045	12.80%	-3.76
信用债(AA):5 年	3.7696	5.80%	-10.54

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 利差分别扩大 5.56bp、6.64bp、4.64bp，5Y-3Y 利差分别缩小 2.91bp、5.91bp、6.78bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 15bp，较上周扩大 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 46bp，较上周缩小 2bp。

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：权益资产向好，配置小盘价值

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 3272.36 点，较上周略有回调。同期深证成指下跌 1.57%，创业板指下跌 0.67%。量能方面，沪指在本周的五天中成交量呈下行状态。上证指数成交量 22.60 亿，深证成指成交量 20.64 亿。

北上资金，本周合计流入 99.60 亿元。上证 50 下跌 2.02%，沪深 300 下跌 1.97%，中证 500 下跌 1.76%，创业板 50 上涨 0.46%，国证 2000 下跌 1.61%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中有 8 个上涨，22 个下跌，其中电力及公共事业、汽车、煤炭领涨 2.28%、1.77%、1.55%；建筑、传媒领跌 6.12%、5.92%。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。

图 12：目前 A 股市场整体估值水平不高仍处于历史中低位（沪指周线走势）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 权益市场展望：

海上风电：拨云见日，曙光已现，产业链景气度有望加速向上。海风平价后多地项目建设进度不佳，但大量项目即将开工，2H23 行业有望进入饱满建设状态。平价后以江苏和广东阳江区域为代表的高质量海风项目建设进度不佳，其他区域开工的项目基本为离岸近、水浅的项目，且开工规模较为一般，给产业链带来一定价格压力。近期我们观察到广东阳江等地此前延后的项目，已经进入即将开工的阶段，另有较多其他区域基本完成前期手续的项目准备开工，合计规模在 20GW+，我们预计 2H23 海风行业有望进入饱满建设状态，同时给行业带来饱满订单拉动。中期展望：国内深远海海风发展和海外海风订单外溢有望给产业链带来积极拉动。我们认为专属经济区海域海上风电的开发是长期趋势，推进后短期有望释放 200GW+海风资源。另一方面，伴随海外海上风电有望自 2025 年起进入 10GW 以上体量新增装机的高速增长阶段，海外当地已有产能及潜在的扩产释放可能较难满足当地需求端的提升，我们预计国内海风产业链有望迎来出口加速期，风机基础及海缆环节有望实现出口订单的兑现加速。

强 AI 时代，家庭机器人热点将超智能家居。强 AI 有望打破瓶颈：1) 机器人发展依赖 AI、电子、机械上游技术发展；互联网、科技、汽车、家电等下游企业在应用端探索。2022 年汽车企业特斯拉 Optimus 成为热点，展现机械进步；2023 年软件企业微软、互联网企业谷歌的多模态大模型展现强 AI 进步。2) 工业机器人工况简单、重复劳动、人机交互要求低，产业相对成熟。家庭服务机器人则需要强 AI 支持。3) 机械方面，轮式运动和机械手臂已成熟。随着机器狗、人形机器人、面部表情、手指控制等仿生技术发展，我们预计仿生家庭服务机器人有望发展。家庭情感陪护机器人：1) 情感陪护机器人核心在于深度人机交互，在 AIGC 成熟前无法得到满足。日本在 1990s 就推出了情感陪护机器人，如索尼的电子狗 AIBO、NEC 的陪护机器人 R100 等，但此类产品至今未成熟。2) 我们判断家用领域 AIGC 或将首先应用于智能音箱。弱 AI 时代，智能音箱仅能进行查询、点歌、控制等简单功能，产品体验一般。我们预计当智能音箱+AIGC 可以应用于情感陪护时，成熟的情感陪护机器人

有望出现，类似亚马逊 Astro 这样轮式运动的简单机械结构机器人或将率先在市场推广。家庭护理机器人：1) 我们认为家庭护理机器人的核心在于多模态大数据模型的成熟，即需要成熟的自然语言处理和图像识别技术。我们判断，成熟的家庭服务机器人出现将晚于成熟的家庭情感陪护机器人。2) 机械结构方面，三星保姆机器人 Bot Handy，依托轮式移动加机械手臂的设计结构，机械运动能力成熟，仿生机械结构的推广还有待技术进步。3) 谷歌的实验中，基于多模态大数据模型 PaLM-E，机械手臂可以识别复杂的语言命令，做出简单的服务，我们认为已经具备较强的感知、判断、执行能力。其他家庭服务机器人：1) 家庭清洁机器人产品体验成熟，主要原因是该产品基于弱 AI 和轮式二维运动，且激光雷达技术已经成熟。2) 商用炒菜机器人衍生出中式家庭炒菜机器人。前者工况简单，已经大量应用于餐厅；后者还不成熟，标准净菜配送+选择炒菜程序的方式体验不佳，需要强 AI 支持自动分辨食材、自动选择食谱。3) 按摩机器人体验离人工按摩相差甚远。

温和复苏，中特估或仍为更确定方向。 国内经济整体温和复苏。通胀数据回踩反映出经济需求侧内生动能或仍较弱。核心 CPI 偏弱，以及 4 月 CPI 消费环比低于近 10 年同月均值的同时服务环比高于近 10 年同月均值的现状，显示在分化式复苏的趋势之下，消费者的需求目前并未完全释放，通胀偏弱是需求不足的价格体现。受去年同期煤、钢和油的高基数影响，叠加内外需求疲软下 4 月 PPI 环比降幅加深，4 月 PPI 同比继续为负值且降幅较 3 月加深，在 30 个工业子行业中，仅有 10 个行业 PPI 同比为正。金融数据方面 4 月信贷社融较弱。4 月以来，货币市场短端利率基本低位运行，1 年期 AAA 同业存单利率出现明显下行，与 MLF 利率的偏离幅度加大，反映银行间流动性处于偏松格局，同时各级信用利差保持相对稳定，综合来看，信贷和债券融资的走弱或更多反映融资需求较弱。长端收益率近期明显下行显示债市投资者对经济复苏前景预期较弱。海外银行业危机余震犹存，美债上限问题尚未解决，叠加国内经济温和复苏，短期内市场或较为波动。随着一季报披露完成，市场对业绩兑现有待验证的 TMT 板块关注度减弱，转向更贴合基本面的方向寻找投资机会。2023Q1 主板相对于创业板、科创板整体业绩增速更高，大盘股盈利增速较中小盘股更快，中字头股票表现稳健。资本市场对全年经济弱复苏形成一定预期，在各行业增长存在一定不确定的情况下，既受政策扶持具备估值弹性又稳定提供分红相当于永续债的中特估相关国企投资性价比显现。国资委将央企经营指标体系由“两利四率”调整为“一利五率”，以净资产收益率替换净利润指标。央企提升公司估值的方式可以分解为：提升净资产收益率 ROE，提升研发投入强度进而提升永续增长率 g ，提升分红率 d ，维持企业资产负债率稳定、提高营业现金比率进而降低决定股权成本 r 的风险系数。相较于“两利四率”的“三提高”，“一利五率”提出的“四提升”一方面更加符合提升企业盈利能力和企业估值的底层逻辑，另一方面更加注重发展质量，通过提高国央企的资本回报质量和资产质量，进而提高资产利用效率和创收效率；通过稳定企业杠杆水平、稳定企业现金流水平降低企业的非系统性风险，提高国央企信用水平，保证国央企健康稳定发展。从股东角度看，这种强调 ROE 指标的考核机制激励国企提高股东权益效率。同时，国企分红派息空间或较大，股东也有望获得稳健回报。当前国企与民企之间的估值出现明显失衡，国企具备较大估值提升弹性。截至 2023 年 5 月 12 日，A 股 5173 家企业中，国有企业共 1365 家，占全部 A 股数量的 26.39%，市值规模普遍较大，集中于较为成熟稳健的国民经济关键领域。反观民营企业，数量较国企更多，共 3283 家，占全部 A 股数量的 63.46%，但市值规模普遍较小。相较于国企，民营企业在医药生物、

电子、计算机等高成长领域有更多分布，基本面预期变化弹性较大。这样的行业分布特点导致 2021 年以来，我国国有企业净利润同比增速虽各期均强于民营企业，而其估值却依然显著低于民营企业，国企与民企之间的估值出现明显的失衡。

海外银行业危机余震犹存，美债上限问题尚未解决，叠加国内经济温和复苏，短期内市场或较为波动。国内复苏进程仍不牢固背景下中特估相关板块确定性或相对较强，建议关注估值修复弹性较大的相关国企。同时建议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。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：美国 4 月份通胀数据不及预期，美联储官员发表鹰派言论，美元指数走强

本周美元指数报 102.7040，较上周上涨 1.4136。本周美国 4 月份通胀数据公布，CPI 及 PPI 数据涨幅均不及市场预期，但近期美元持续走弱下，通胀数据对美元指数下行影响有限，仅在 CPI 数据公布当体美元指数小幅回落。本周数位美联储官员发言，认为美国通胀仍处于高位，美联储可能持续加息。这一观点与之前 FOMC 会议后利率见顶的观点相冲突，一定程度上增加了美联储持续加息的可能性，受此影响，本周美元指数整体走强。

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 13: 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