

## 金融市场分析周报

(2023.05.15-2023.05.19)

### 报告摘要

- **宏观经济：低基数下，4月多数经济指标同比继续加快，但受内外需求不足影响，同比数据不及市场预期。**去年4月上海吉林等地发生大面积疫情，静态管控导致生产和需求较为低迷，在低基数下，工业生产、消费同比涨幅均加快，但需求不足也导致投资和出口增速放缓。整体看，生产端的制造业生产恢复较好，需求端的消费特别是餐饮消费仍是拉动经济的主要动力，投资中基建投资为主要贡献项，制造业投资边际改善，房地产投资仍为主要拖累。不过应看到，出口疲软、房地产市场低迷以及青年失业率仍高，经济复苏动能有所减弱，仍需宽松政策护航。
- **资金市场分析：资金面维持充裕，税期资金价格小幅上行；随税期结束，预计下周影响资金面的因素较少。**本周央行公开市场共有120亿元逆回购、1000亿元MLF和500亿元国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了100亿元逆回购和1250亿元MLF操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼270亿元。本周税期，资金价格较上周小幅上行，周三开始资金价格小幅回落，资金面整体维持平衡充裕。本周缴税走款，央行维持净回笼操作，资金面整体维持平衡充裕，整体来看，实体经济需求回落下，对于资金的分流有所减少。下周一仍继续缴税走款，缴税对于资金面的影响仍将持续。本周净回笼下，下周逆回购到期维持低位，同时下周存在500亿元国库现金定存投放，央行操作预计对于资金面影响有限。下周临近月末，政府债融资额有所回落。整体来看，随税期结束，预计下周影响资金面的因素较少。
- **利率债：本周发布经济数据，剔除低基数因素后，复苏低于预期，后疫情的脉冲期已过，经济修复斜率下降，MLF降息落空，一季度货币**

### 主要数据

上证指数	3283.5417
沪深300	3944.5403
深证成指	11091.3595

### 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

对经济复苏应保持信心 —2023-05-22  
经济动能走弱，后续复苏仍可期待 —2023-05-17  
金融市场分析周报 —2023-05-17

曾策报告未出现明显变化信号，再次强调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。一季度货币政策报告对于经济、通胀、货币、利率水平、信贷表述和政治局会议基本相同，无明显转向。4 月经济数据逐项目看，服务恢复快，仅出行餐饮回暖明显，其他恢复不够；投资方面，房地产继续低迷，基建增速在持续高位的情况下，难以再有进一步的提升，保持稳定状态，制造业投资增速放缓，较 3 月下降，仅高技术制造业表现较好。供给层面，工业生产继续缓慢恢复，制造业工业加快，采矿业和公用事业放缓；服务业继续扩张，住宿和餐饮业、交通运输生产指数同比分别增长 48.7%、17.6%，但去年基数低。综合来看，剔除低基数因素后，复苏低于预期，后疫情的脉冲期已过，经济修复斜率下降。PMI 等前瞻数据已经预示 4 月经济恢复走弱，唯一尚可的是失业率，但青年失业率继续走高。目前经济修复的持续性不够，居民消费能力和消费信心均未完全恢复，货币政策报告也显示政策短期内不会出现大幅转向，但宏观环境和市场流动性和去年 Q3 无法相比，利率债在此关键点位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 16.91 亿元。上证综指最终报收 3283.54 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。“芯”前沿系列：接口芯片，高速通信兵。电信运营商转型与当前估值。数字人民币未来三年或将步入快速发展期。中特估， $\beta$  的力量或比预期更强。
- **美元指数分析：多数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。本周多位美联储官员发言，多数表达目前抗击通胀的战斗仍未结束，当前认为加息结束为时尚早，在进一步的数据公布前还不能决定 6 月份的利率决议。此前在 5 月份 FOMC 会议后市场多数认为美联储加息已接近尾声。受目前美联储官员发言影响，市场认为美联储 6 月份持续加息的可能性有所上行，一

---

定程度支撑了美元指数近期的反弹。本周欧洲央行副行长表示欧洲紧缩活动已经完成大部分，发言当体美元兑欧元有所走强。

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

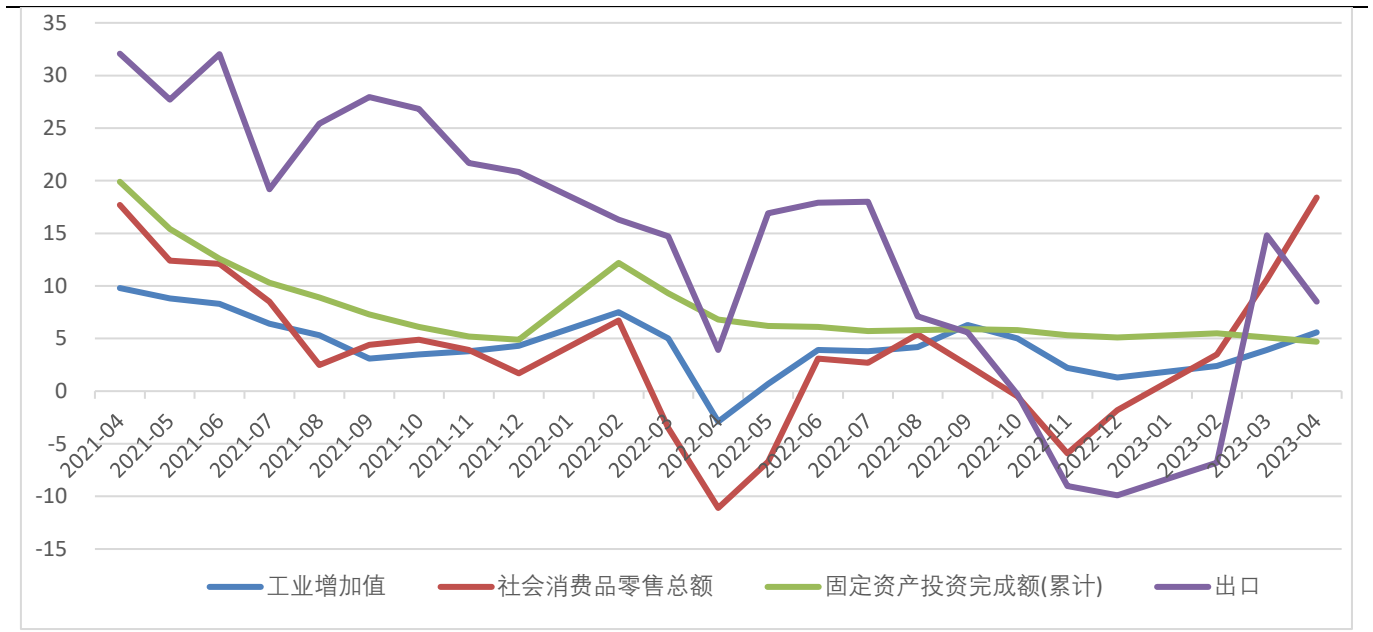
一、 本周重点经济 .....	5
1.1 低基数下，4月多数经济指标同比继续加快，但受内外需求不足影响，同比数据不及市场预期 .....	5
1.2 一周要闻 .....	9
二、 固定收益市场分析 .....	9
2.1 资金面分析：资金面维持充裕，税期资金价格小幅上行；随税期结束，预计下周影响资金面的因素较少 .....	9
2.2 利率债走势分析：央行本周小幅净回笼资金，本周发布经济数据，低于预期，税期平稳度过，利率债本周震荡，小幅上行 .....	11
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比持续下行、到期量缩减下信用债融资额回升；二级市场信用债收益率涨跌不一 .....	13
三、 主要资产价格分析 .....	14
3.1 权益市场分析： 权益资产向好，配置小盘价值 .....	14
3.2 美元指数分析：多数美联储官员发表鹰派言论，美元指数走强 ....	16

## 一、 本周重点经济

### 1.1 低基数下，4月多数经济指标同比继续加快，但受内外需求不足影响，同比数据不及市场预期

由于去年同期疫情导致的较低基数，工业生产、消费等经济同比数据继续反弹，但积压需求快速释放后，经济复苏速度明显放缓，多数指标表现均不及市场预期。数据上看，4月工业增加值、社会消费品零售总额同比分别增长5.6%、18.4%，增速较3月加快1.7个、7.8个百分点；1-4月固定资产投资累计同比增长4.7%，低于一季度0.4个百分点；4月出口涨幅收窄6.3个百分点至8.5%。另外多数季环比数据也出现回落。

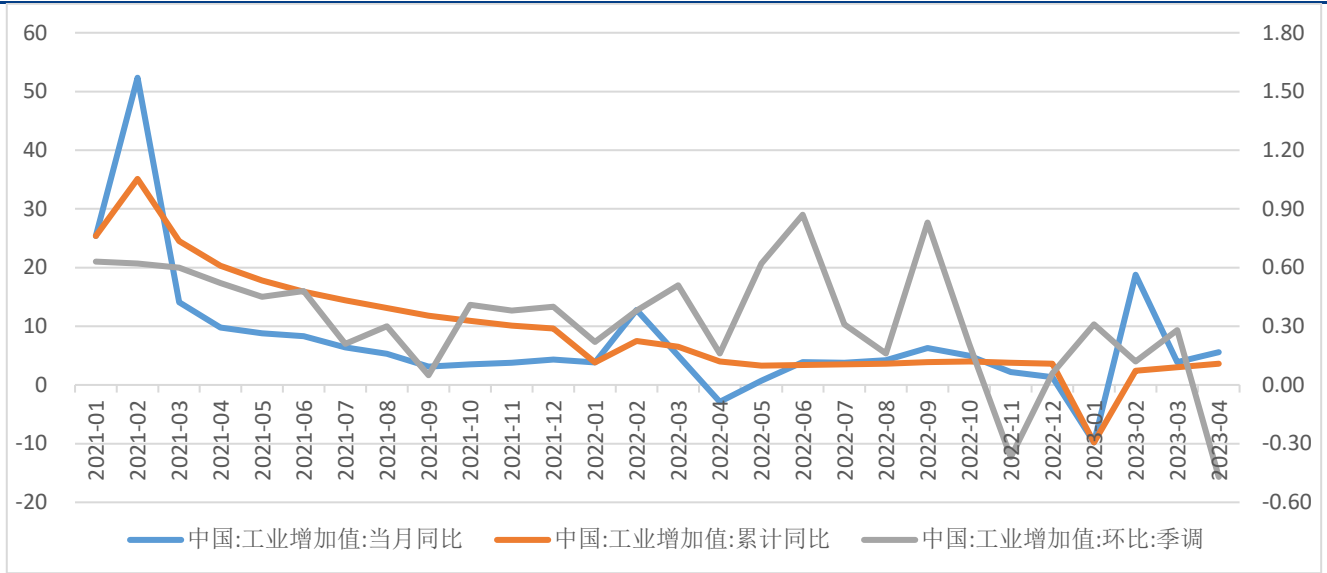
图1：多数4月经济同比数据均不及预期（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

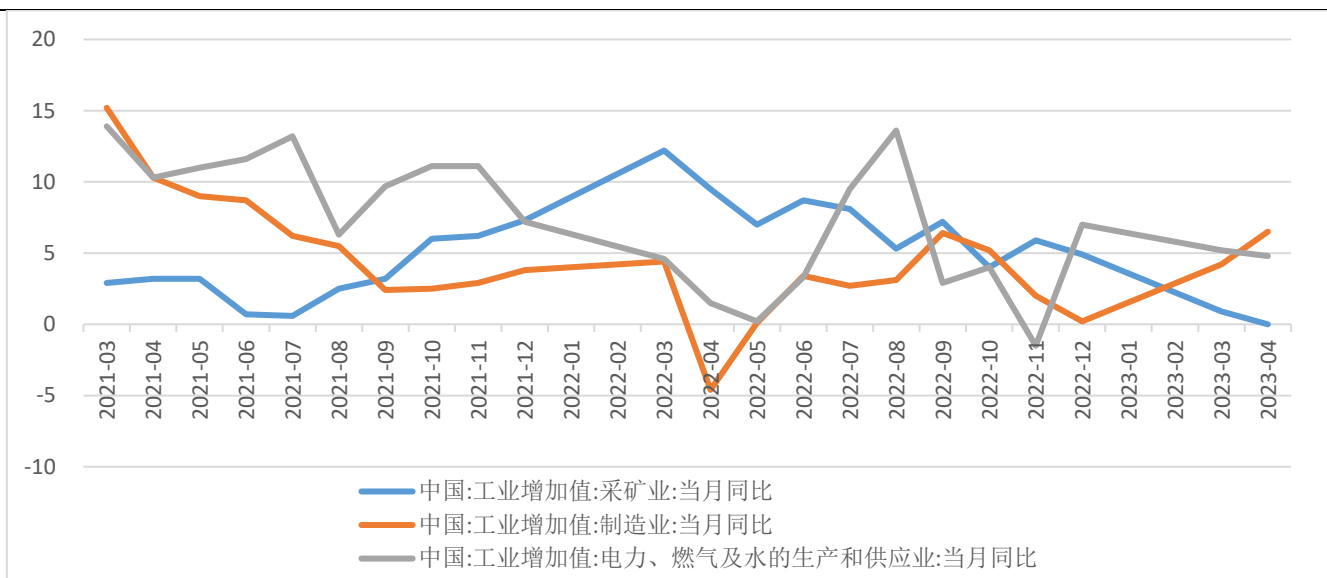
低基数使得工业增加值同比增速继续回升，制造业表现突出，不过前期生产快速修复，但需求恢复相对偏慢，抑制了生产继续扩张。4月规模以上工业增加值同比增长5.6%，较3月回升1.7个百分点，但从季调后环比数据看，4月工业增加值比上月下降0.47%，低于3月0.75个百分点，表明工业生产边际放缓。从三大门类看，4月采矿业增加值同比持平，低于上月0.9个百分点；制造业同比增速上升1.7个百分点至6.5%；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长4.8%，增速回落0.4个百分点，其中汽车制造业增加值同比增速回升31.1个百分点至44.6%，因为去年同期吉林和上海的车企受疫情影响而停工，计算机、通信和其他电子设备制造业增长1.8%，增速提高0.6个百分点，但医药制造业增加值同比下降7.2%。

图2：4月工业增加值同比涨幅继续回升，但环比由正转负（%）



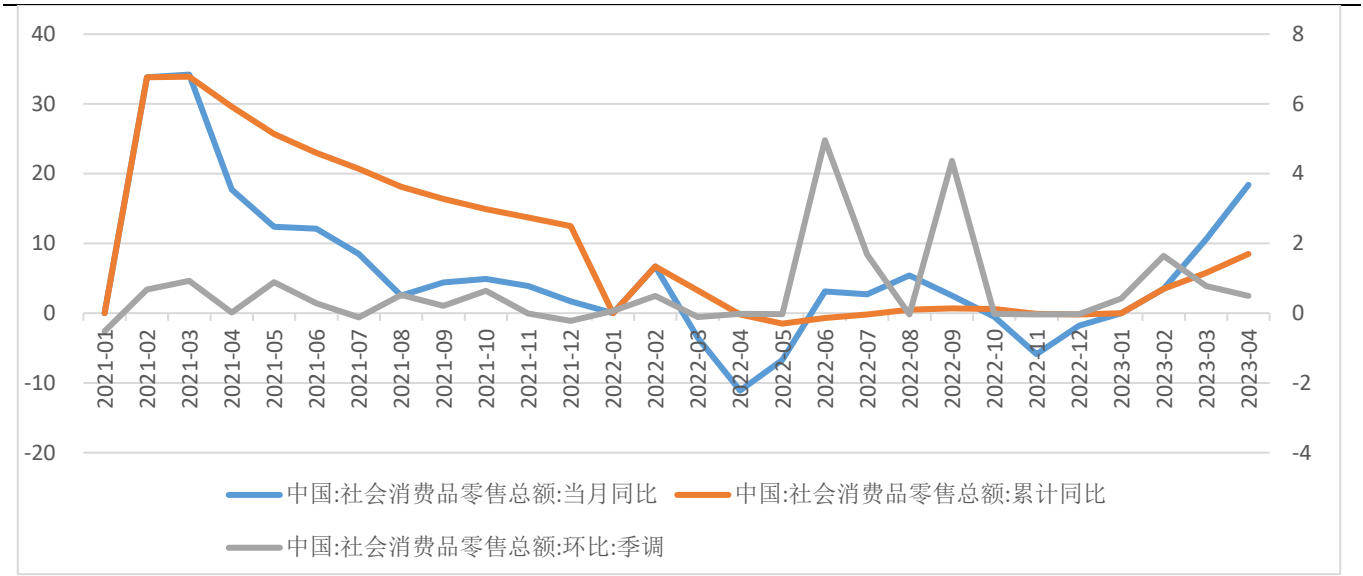
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

图 3: 4月制造业增速明显加快, 其他两个主要行业表现一般 (%)

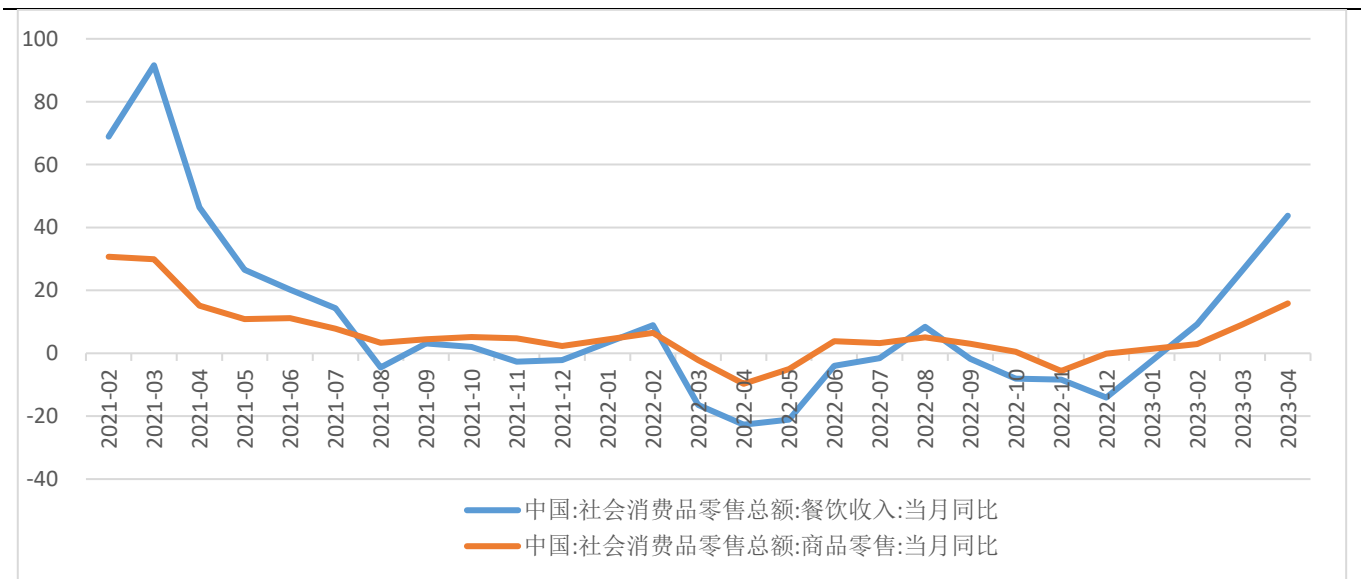


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

去年同期消费也收到冲击较大, 消费增速继续回升。4月, 社会消费品零售总额同比增长 18.4%, 增速较 3月加快 7.8 个百分点, 从季调环比数据看, 4月消费环比增长 0.49%, 低于 3月 0.29 个百分点, 连续两个月放缓, 表明积压需求释放后消费修复速度放缓。从消费类型看, 4月商品零售同比增长 15.9%, 增速加快 6.8 个百分点; 餐饮收入持续修复, 涨幅大幅扩大 17.5 个百分点至 43.8%。具体消费商品上, 必需品消费增速继续放缓, 4月粮油食品类消费同比增速放缓 3.4 个百分点至 1%, 中西医药品消费涨幅也收窄 8 个百分点至 3.7%; 与出行相关的服装鞋帽消费同比增速加快 14.7 个百分点至 32.4, 尽管油价下调, 石油及制品类消费增速仍回升 4.3 个百分点至 13.5%; 受降价促销等因素拉动, 汽车消费增速反弹幅度最大, 加快 26.5 个百分点至 38%; 房地产相关消费需求仍振, 建筑及装潢材料类消费同比降幅走阔 6.5 个百分点至 11.2%, 家具类消费增速放缓 0.1 个百分点至 3.4%, 仅用电器和音响器材类上升 6.1 个百分点至 4.7%。

**图 4：低基数拉动消费同比继续回升，但环比数据放缓（%）**


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

**图 5：4 月餐饮收入同比涨幅继续大幅扩大（%）**


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

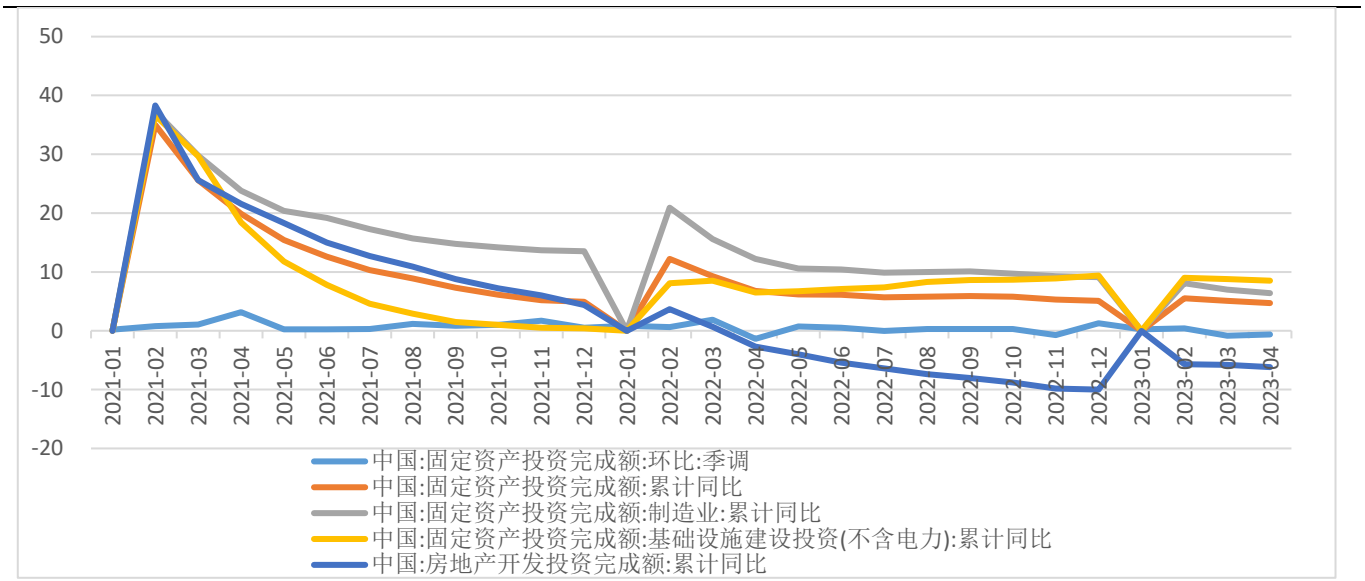
基建投资稳健增长，但受制造业投资改善乏力和房地产开发投资下降的拖累，投资增速继续放缓。1-4 月，全国固定资产投资累计同比增长 4.7%，增速较一季度放缓 0.4 个百分点，从季调后环比看，4 月投资环比下降 0.64%，降幅较 3 月收窄 0.19 个百分点。从三大投资看，基建投资仍是稳增长的主要抓手，1-4 月基建投资累计同比增长 8.5%，增速较一季度放缓 0.3 个百分点；受出口疲软拖累，制造业投资持续放缓，增速较一季度放缓 0.6 个百分点至 6.4%；尽管房地产市场需求出现恢复迹象，但房地产投资和开发建设仍在下降，累计同比下降 6.2%，降幅较一季度扩大 0.4 个百分点，连续两个月扩大。

房地产市场的低迷也反映在当月同比数据上。4 月，商品房销售面积同比下降 11.8%，降幅扩大 8.4 个百分点，但商品房销售额同比保持增长，增速较 3 月加快 6.8 个百分点至 13.2%；房地产开发企业到位资金同比增



长 0.8%，较 3 月放缓 2 个百分点；在保交楼政策推动下，商品房竣工面积继续较快增长 37.3%，增速提升 5.2 个百分点；商品房新开工面积大幅下降 28.3%，降幅虽较 3 月略有收窄，表明房企对市场信心仍不足。

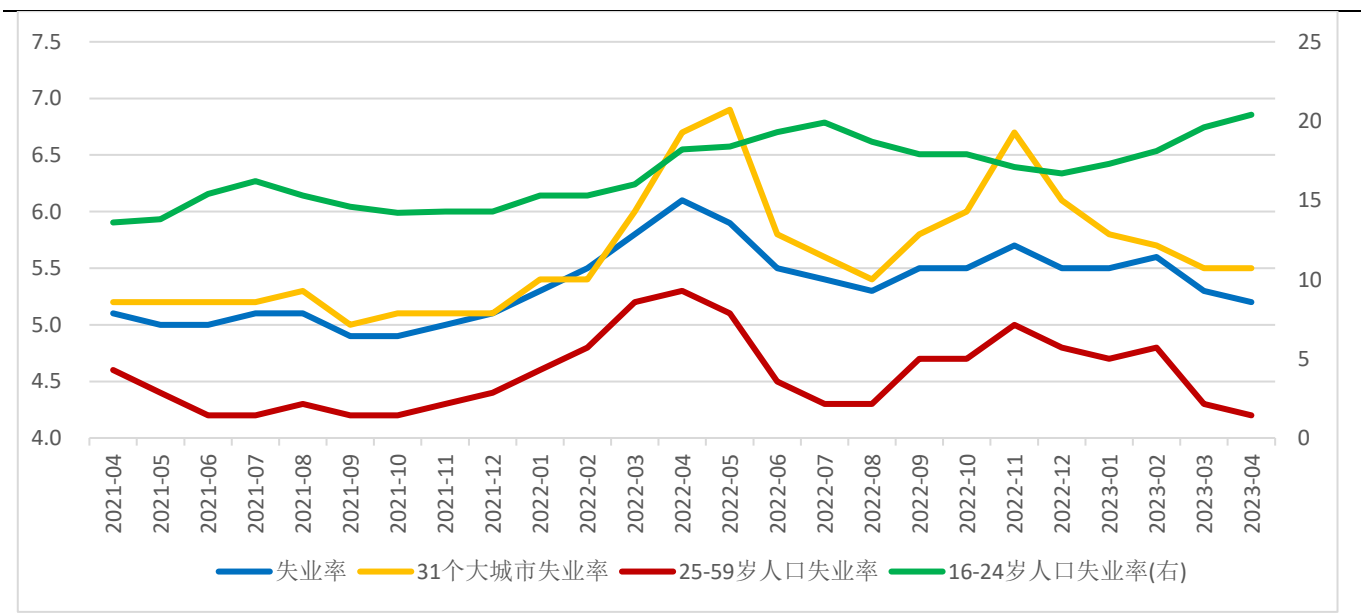
图 6：基建投资保持稳定增长，制造业投资成为主要拉动项，房地产投资是主要拖累（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

国内经济持续恢复，带动劳动力总体改善，但青年失业率继续创历史新高。4 月全国城镇调查失业率为 5.2%，较 3 月下降 0.1 个百分点，大城市就业形势在一季度明显好转后保持稳定，31 个大城市调查失业率与上月持平在 5.5%。从不同年龄段的就业看，主要劳动年龄人口即 25-59 岁劳动力调查失业率为 4.2%，较 3 月下降 0.1 个百分点；16-24 岁青年调查失业率为 20.4%，较 3 月提高 0.8 个百分点，超过 2022 年 7 月的 19.9%，创 2018 年有统计以来最高，主因一是 2023 届高校毕业生开始进入劳动力市场求职，二是大专及以上学历青年比重升高。

图 7：4 月失业率微降，但青年失业率创新高（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部



## 1.2 一周要闻

1) 本周央行发布一季度货币政策执行报告指出, 我国经济运行有望持续整体好转, 其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。未来几个月受高基数等影响, CPI 将低位窄幅波动; 预计下半年 CPI 中枢可能温和抬升, 年末可能回升至近年均值水平附近。当前我国经济没有出现通缩, 也不存在长期通缩或通胀的基础。我国金融机构对硅谷银行风险敞口小, 硅谷银行破产对我国金融市场影响可控。下一阶段, 稳健的货币政策要精准有力, 总量适度, 节奏平稳, 搞好跨周期调节, 保持流动性合理充裕。

2) 国家统计局本周公布国内 4 月份经济数据, 4 月份, 全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%; 社会消费品零售总额同比增长 18.4%。另外, 1-4 月全国固定资产投资(不含农户)同比增长 4.7%, 比 1-3 月份回落 0.4 个百分点; 房地产市场再次走弱, 4 月份房地产开发投资同比下降 6.2%, 商品房销售额增长 8.8%; 70 城房价环比上涨城市个数减少, 环比整体涨幅回落, 二手房价回落更为明显, 新房和二手房价环比上涨城市分别有 62 个和 36 个, 比上月分别减少 2 个和 21 个。

3) 本周国家金融监督管理总局正式揭牌, 总局党委书记李云泽在揭牌仪式上表示, 将全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管, 依法将各类金融活动全部纳入监管, 努力消除监管空白和盲区, 大力推进央地监管结合, 牢牢守住不发生系统性金融风险底线。

## 二、 固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析: 资金面维持充裕, 税期资金价格小幅上行; 随税期结束, 预计下周影响资金面的因素较少

#### 1) 央行的公开市场操作: 本周央行公开市场全口径净回笼 270 万亿元

本周央行公开市场共有 120 亿元逆回购、1000 亿元 MLF 和 500 亿国库现金定存到期, 本周央行公开市场累计进行了 100 亿元逆回购和 1250 亿元 MLF 操作, 因此本周央行公开市场全口径净回笼 270 亿元。下周央行公开市场将有 100 亿元逆回购到期, 其中周一至周五均到期 20 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	40	20	20	20	20
7天	20	20	20	20	20
14天	0	0	0	0	0
MLF (投放) 365D	1250	0	0	0	0
MLF (回笼) 365D	0	1000	0	0	0
央行票据 3个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	-500	0
净投放	1230	-1000	0	-500	0

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: 资金面维持充裕, 税期资金价格小幅上行。本周税期, 资金价格较上周小幅上行, 周三开始资金价格小幅回落, 资金面整体维持平衡充裕。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.5182%, R007 加权平均降至 1.9483%; 交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.8970%, GC007 加权平均升至 1.9820%。

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	1.6040	1.5790	1.6252	1.5693	1.5182
	R007	1.9620	2.0118	2.0340	1.9866	1.9483
	R014	2.0512	2.0957	1.9719	2.2551	2.1930
	R021	2.1884	2.2062	2.2916	2.3557	2.3733
	R1M	2.4011	2.3600	2.5135	2.3289	2.2820
上交所协议回购	206001	3.9610	4.0800	4.1570	4.5990	
	206007	3.3590	3.1550	3.2910	3.1380	3.5160
	206014	4.6650	4.7850	5.0370	4.8700	4.8790
	206021	4.8390	5.8310	5.1410	5.1430	5.9660
	206030	5.4910	5.5050	5.3210	5.4910	5.8830
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.1534	2.1794	2.1709	2.1770	2.1478

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

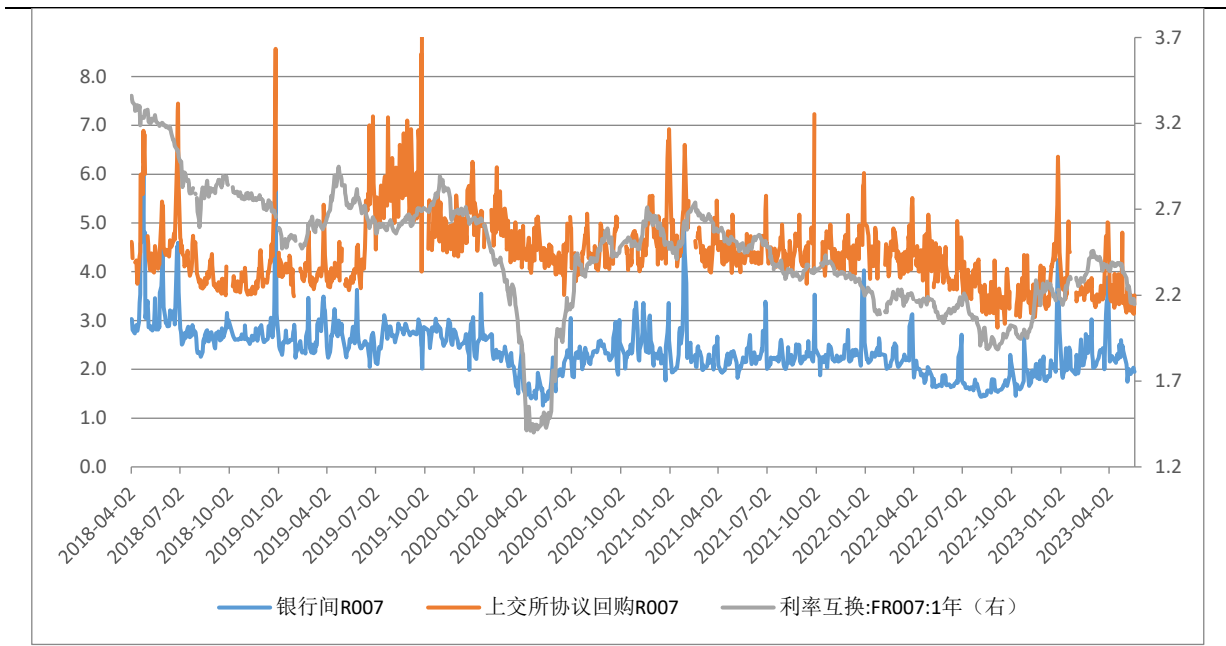
## 2) 资金面的展望: 随税期结束, 预计下周影响资金面的因素较少

央行发布第一季度中国货币政策执行报告表示, 下一阶段, 稳健的货币政策要精准有力, 总量适度, 节奏平稳, 搞好跨周期调节, 保持流动性合理充裕。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。

本周缴税走款，央行维持净回笼操作，资金面整体维持平衡充裕，整体来看，实体经济需求回落下，对于资金的分流有所减少。下周一仍继续缴税走款，缴税对于资金面的影响仍将持续。本周净回笼下，下周逆回购到期维持低位，同时下周存在 500 亿元国库现金定存投放，央行操作预计对于资金面影响有限。下周临近月末，政府债融资额有所回落。整体来看，随税期结束，预计下周影响资金面的因素较少。

**图 8：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，本周发布经济数据，低于预期，税期平稳度过，利率债本周震荡，小幅上行

1) 利率债走势复盘：央行本周小幅净回笼资金，本周发布经济数据，低于预期，税期平稳度过，利率债本周震荡，小幅上行

周一，央行开展 1250 亿元 1 年期 MLF 操作和 20 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%。今日 40 亿元逆回购到期，5 月共有 1000 亿元 MLF 到期。短端资金净回笼 20 亿元，长端资金净投放 250 亿元。上周市场对 MLF 降息有一定预期，但今日落空，且明日发布经济数据，再次迎来半个月的数据空窗期，止盈情绪较重，利率债下行后尾盘上行，日终长端上行 1-1.4bp；

周二，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。今日 20 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 到期，央行昨日已对 MLF 进行了续做。今日发布 4 月宏观经济数据，不及预期，利率债窄幅波动，长端下行 0.5-0.8bp。

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 20 亿元逆回购和 500 亿元国库现金定存到期。进入消息面真空期，交易止盈盘较多，债券小幅上行，长端上行 0.7-0.8bp；

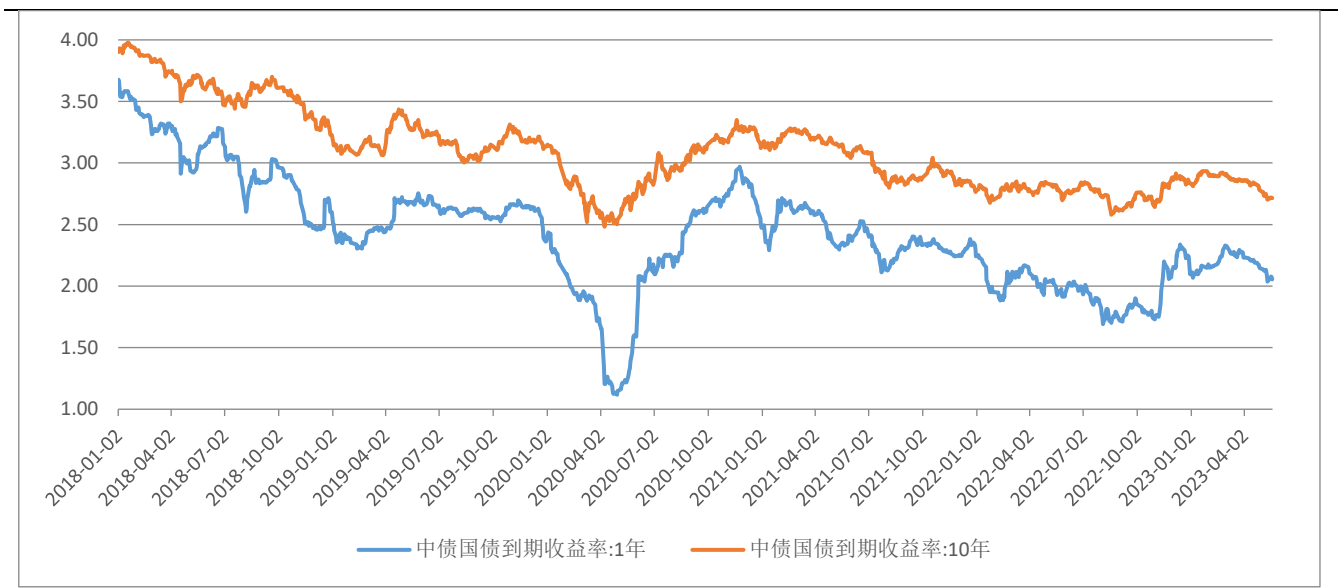
周四，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 20 亿元逆回购到期，因此完全对冲到期

量。现券早盘表现一般，午后 T 拉升带动现券下行，日终长端小幅下行 0.15-0.5bp；

周五，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。Wind 数据显示，当日 20 亿元逆回购到期，因此当日完全对冲到期量；本周央行公开市场共有 120 亿元逆回购、1000 亿元 MLF 和 500 亿国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了 100 亿元逆回购和 1250 亿元 MLF 操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼 270 亿元。今日利率债整体波动较大，开盘下行，后反弹一路上行，午后传“不能平价过券系谣言”，利率转下行，日终小幅下行。

本周活跃券 10 年期国债活跃券 230004 由 2.7025% 累计上行 1.25bp 至 2.7150%，10 年国开活跃券 220220 由 2.8675% 累计上行 1.0bp 至 2.8775%。

**图 9：10 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：本周发布经济数据，剔除低基数因素后，复苏低于预期，后疫情的脉冲期已过，经济修复斜率下降，MLF 降息落空，一季度货币曾策报告未出现明显变化信号，再次强调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

一季度货币政策报告：经济：我国经济社会全面恢复常态化运行，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期；通胀：关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期。下半年通胀中枢有望温和回升，CPI 可能逐步向往年均值水平靠拢。不存在长期通缩或通胀的基础；货币：精准有力，总量适度，节奏精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨平稳；利率水平：保持利率水平合理适度，虽为新增说法，但和 Q1 金融统计数据新闻发布会“确保利率水平合适。”一致性较高。信贷：保持货币信贷总量适度、节奏平稳。表述和政治局会议基本相同，无明显转向。4 月经济数据：逐项目看，服务恢复快，仅出行餐饮回暖明显，其他恢复不够；投资方面，房地产继续低迷，基建增速在持续高位的情况下，难以再有进一步的提升，保持稳定状态，制造业投资增速放缓，较 3 月下降，仅高技术制造业表现较好。供给层面，工业生产继续缓慢恢复，制造业工业加快，采矿业和公用事业放缓；服务业继续扩张，住宿和餐饮业、交通运输生产指数同比分别增长 48.7%、17.6%，但去年基数低。

综合来看，剔除低基数因素后，复苏低于预期，后疫情的脉冲期已过，经济修复斜率下降。PMI 等前瞻数据已经预示 4 月经济恢复走弱，唯一尚可的是失业率，但青年失业率继续走高。目前经济修复的持续性不够，居民消费能力和消费信心均未完全恢复，货币政策报告也显示政策短期内不会出现大幅转向，但宏观环境和市场流动性和去年 Q3 无法相比，利率债在此关键点位进一步下行难度极大。

### 2.3 存单信用债分析：存单融资额环比持续下行、到期量缩减下信用债融资额回升；二级市场信用债收益率涨跌不一

#### 1) 一级市场发行：存单融资额环比持续下行、到期量缩减下信用债融资额回升

同业存单方面, 同业存单净融资规模为-1,071.30 亿元, 发行总额达 4,556.90 亿元, 平均发行利率为 2.4034%, 到期量为 5,628.20 亿元。存单融资额环比持续下行。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 15.29bp 报 2.1498%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 17.63bp 报 2.2682%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.65bp 报 2.3749%，9M 存单平均发行利率较上周下行 10.84bp 报 2.4906%。

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 1,062.85 亿元，环比减少 54.46 亿元，偿还量约 1,738.82 亿元，净融资额约-675.97 亿元，环比增加 495.67 亿元。

#### 2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率涨跌不一

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

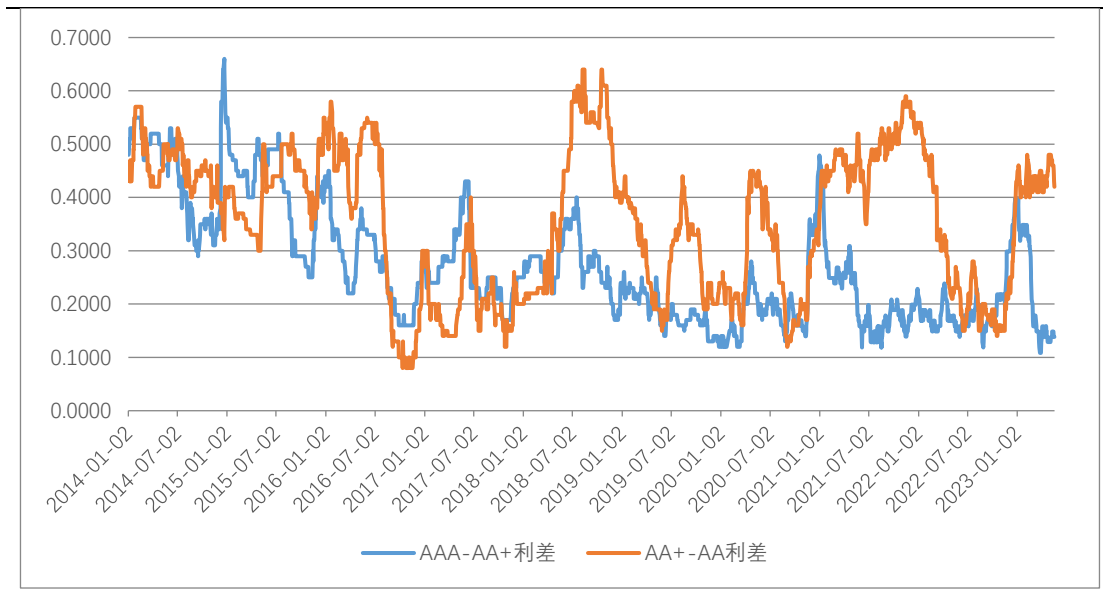
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.5543	9.00%	0.19
信用债(AAA):3 年	2.9231	8.10%	2.72
信用债(AAA):5 年	3.1088	4.20%	1.25
信用债(AA+):1 年	2.6521	8.30%	-1.82
信用债(AA+):3 年	3.0616	6.70%	1.71
信用债(AA+):5 年	3.2921	3.30%	0.25
信用债(AA):1 年	2.7121	7.30%	-2.82
信用债(AA):3 年	3.4816	12.30%	-2.29
信用债(AA):5 年	3.7721	5.80%	-3.13

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 2.53bp、3.53bp、5.53bp，5Y-3Y 利差分别缩小 1.47bp、1.46bp、0.84bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 14bp，较上周缩小 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 42bp，较上周缩小 4bp。

图 10：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 3283.54 点，较上周略有回调。同期深证成指上涨 0.78%，创业板指上涨 1.16%。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 15.92 亿，深证成指成交量 17.90 亿。

北上资金，本周合计流出 16.91 亿元。上证 50 上涨 0.09%，沪深 300 上涨 0.17%，中证 500 上涨 0.42%，创业板 50 上涨 0.64%，国证 2000 上涨 1.38%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中有 12 个上涨，18 个下跌，其中国防军工、电子、机械领 5.00%、4.93%、4.23%；传媒、房地产领跌-5.57%、-3.82%。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：

**“芯”前沿系列：接口芯片，高速通信兵。**高速传输接口芯片是数据传输链路中每一道关键的关口，是当代电子系统中承担系统互联、数据传输的核心元器件，随传输技术的发展持续迭代升



级。接口芯片多为通用型芯片，广泛应用于下游通信、汽车、消费电子等领域。目前全球接口芯片供应商以海外龙头德州仪器、恩智浦等公司为主，竞争格局集中；同时由于接口芯片占海外龙头公司收入较小，多数公司以差异化在细分领域专业色彩显著。我们看好下游多场景应用的持续变革创新共筑高速传输接口芯片市场高成长空间，此外看好中国大陆厂商通过技术研发的投入和供应链的优势推动国产化进程。

**电信运营商转型与当前估值。**去年四季度以来，投资人对于运营商转型发展关注度、了解程度逐渐加深，但对于运营商产业数字化前景尚未形成共识，同时，投资人也较为关心如何看待当前电信运营商估值。近期，我们参与了 2023 年移动云大会、中国电信 2023 数字中国·云生态大会，并组织运营商与投资人的交流，本篇报告尝试对运营商产数前景、当前估值水平做研究、反馈如下。首先，我们看好电信运营商向信息基础设施商转型持续。其次，中国运营商当前行业估值水平仍低于海外运营商。从历史期对比来看，股息率仍处于十年期历史高位。与海外对比来看，国内、海外运营商 ROE 存在差距，但主要来自杠杆水平，利润水平、资产周转率相对可比，我国运营商第二曲线动能优于海外。综合来看，我们认为我国运营商尤其港股运营商估值存在提升机会。

**数字人民币未来三年或将步入快速发展。**2023 年以来，数字人民币在多个维度实现提速发展、“飞轮效应”或正在形成。伴随数字人民币生态合力日益增强及部分试点地区加大推广力度，预计未来三年或是数字人民币快速发展期，同时：1) 部分金融机构及企业对数字人民币系统升级或有一定需求，相关基础设施服务商有望率先受益；2) 数字人民币对支付产业的短期影响或有限、且长期影响仍待观察，其中钱包侧支付宝及微信支付料将继续领跑、收单侧头部机构及优质商户服务商或有望撬动更多场景并提升市场份额；3) 伴随数字人民币应用领域延伸、产品服务创新，其在非 C2B 支付领域亦或有较大潜力，长期或有望促进产业数字化协作、赋能更多数字经济细分领域。

**中特估， $\beta$  的力量或比预期更强。**我们认为中特估不仅是主题，而是在国内经济弱复苏背景下寻找确定性资金的自然流动趋势。2020-2022 年平均央企股息率达 2.94%，较银行理财收益率具有比较优势，未来央企有望保持较高股息率。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。军工行业由于研



究门槛较高，行业虽存在结构性机会却易被无差异整体性抛售，导致其他热点出现时受虹吸效应影响较大，当前中特估利好或尚未被充分计入。随着船市开启新一轮上行周期，短期内我们重点看好航海方向的军工央企

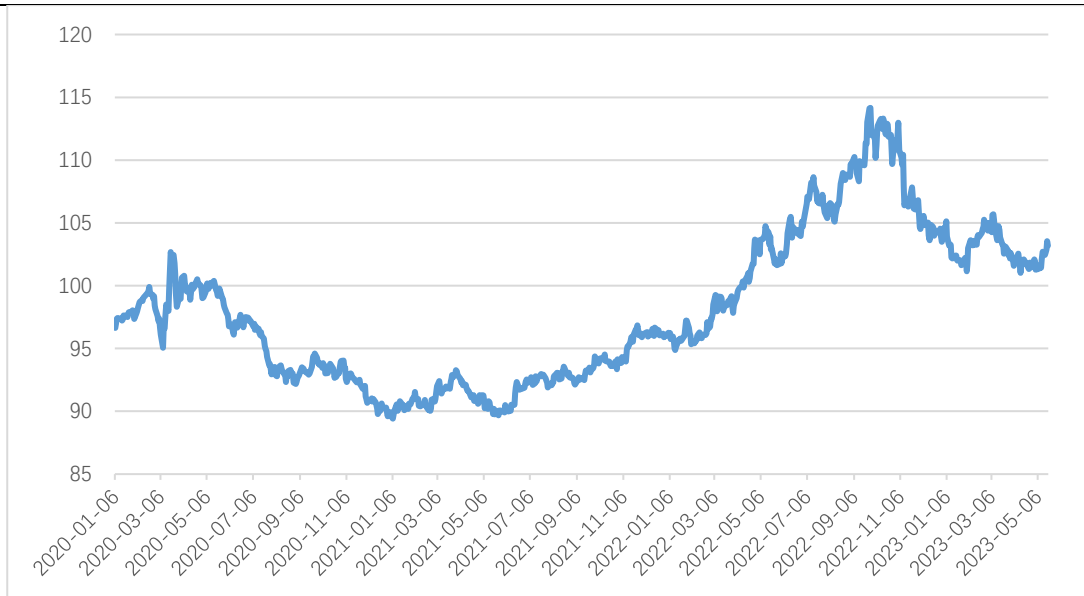
中特估或不仅是主题，而是在国内经济弱复苏背景下寻找确定性资金的自然流动趋势。海外银行业危机余震犹存，美债上限问题尚未解决，叠加国内经济温和复苏，短期内市场或较为波动。国内复苏进程仍不牢固背景下中特估相关板块确定性或相对较强，建议关注估值修复弹性较大的相关国企。同时建议关注一季报业绩较好+低估值组合，根据一季报我们认为短期内国防军工及医药生物板块投资价值或较大，军工板块中建议重点关注航海方向。中长期来看主题投资向成长投资切换依赖于可持续演绎的产业逻辑，TMT 概念里我们继续看好半导体领域。

### 3.2 美元指数分析：多数美联储官员发表鹰派言论，美元指数走强

本周美元指数报 103.1921，较上周上涨 0.4881。本周多位美联储官员发言，多数表达目前抗击通胀的战斗仍未结束，当前认为加息结束为时尚早，在进一步的数据公布前还不能决定 6 月份的利率决议。此前在 5 月份 FOMC 会议后市场多数认为美联储加息已接近尾声。受目前美联储官员发言影响，市场认为美联储 6 月份持续加息的可能性有所上行，一定程度支撑了美元指数近期的反弹。本周欧洲央行副行长表示欧洲紧缩活动已经完成大部分，发言当体美元兑欧元有所走强。

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 11: 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