

一、市场回顾（2023.4.17-2023.4.23）

资金面：上周虽然央行小量续作 MLF 并逆回购净投放，但受缴税走款影响，资金利率整体上行。

利率债：一级方面，上周利率债（含地方债）发行量大幅下降 3223.32 亿元至 1896.71 亿元；净融资额也大幅下降 5837.56 亿元至 -2877.77 亿元。二级方面，上周股市反复对债市形成扰动，而经济数据虽然大超预期，但债市反而走出利空出尽的逻辑，不过全周来看市场整体波动不大。

信用债：一级方面，上周信用债共发行 3970.16 亿元，环比大幅上升，由于到期量增加，净融资环比下降，为 508.87 亿元；结构上，产业债净融资 -28.37 亿元，城投债净融资 537.24 亿元。二级市场：在钱多逻辑下信用债上周继续下行，理财配置力量很强，上周周度净买入信用债规模达到年内最高，而理财资金集中在短端导致 1 年期信用利差分位数处所有期限中最低位置，普遍在 15% 以下。

可转债：上周股市整体下跌，其中万得全 A 下跌 2.5%，上证指数下跌 1.11%，深圳成指下跌 2.96%，创业板指下跌 3.6%，从行业来看，涨幅较高的转债板块主要来自家电、煤炭、银行及通信等行业，整体上涨 2%-3%，跌幅较多的行业主要为电子、计算机、美容护理和社会服务等行业，整体下跌 4%-6%。上周中证转债指数下跌 1.23%，转债估值小幅提升，转债转股溢价率整体上行 1.53%，纯债溢价率下行 2.83%，分类别各平价转债转股溢价率结构分化，高价转债转股溢价率压缩，中低价转债转股溢价率上行。

二、策略展望

宏观及利率债方面，近两周债市情绪始终偏强，原因主要有两点：一是随着部分高频经济数据的走弱，市场已经从 1-2 月的“强预期、弱现实”转换为“强现实、弱预期”；二是央行降准加持续关键时点公开市场加量，市场判断流动性将维持宽松；三是 3 月以来城商、保险等配置力量在加强，理财子和基金也呈现净买入，对债市形成支撑。打破当前窄幅震荡区间的关键因素也与之对应：一是经济弱预期被证伪；二是央行开始收紧流动性打击资金空转和高杠杆，这两种情况下债市如果出现回调，配置盘也会重新观望等待介入时点。目前来看，一方面，

虽然旅游出行等消费恢复情况较好，但地产、汽车在 4 月整体偏弱，“弱预期”将持续；另一方面，从央行的表态和公开市场操作来看还是比较呵护资金面的，而且经济仍在复苏中，在国内没有通胀压力的情况下，央行没必要贸然收紧货币。因此对债市而言，当前投资者观望情绪较浓，短期震荡格局较难打破，1-3 年的国开债和农发债从期限利差和历史分位数来看性价比相对较好。

资金面，随着月末临近，预计跨月资金仍将在政策利率上方，但央行或将持续净投放呵护资金面，流动性整体无忧。

信用债方面，在信用债惯性和买盘力量较强的情况下（风险偏好低+资金空转），信用债仍有机会，但随着信用债安全垫越来越薄，需要寻找结构性机会。

（1）持续推荐短久期城投、产业挖掘收益。

（2）高等级二永性价比不高，仅比资产荒高出 20bp，而中低评级二永信用利差很高，1 年期、3 年期、5 年期 AA 永续债比资产荒时期高出 50bp 左右，可以深入研究寻找结构性机会。

（3）券商次级债，2 年期 AA+、AA 高出资产荒时期 30bp 以上，可以关注券商次级债利差压缩。

转债方面，转债估值目前到了相对高分位数，短期蕴含的风险增加，也很难靠拉升转股溢价率提估值的方式赚取受益。但股票市场目前估值仍然不高，国内经济基础虽然不牢固但弱复苏的趋势依然明确。2022 年 Q4 大部分企业受疫情影响完成了业绩减值，业绩逐季改善，整体 A 股上涨基础还在，转债受益于正股驱动仍积极可为，弱复苏下增量资金有限，转债在估值、行业之间轮动效应明显。转债策略应适当调仓还手，加快轮动，从结构上看，一方面，关注 AI 扩散方向、下行周期接近尾声以及 AI+应用对于硬件端的需求提升带来的电子半导体投资机会；另一方面，当前市场关注度及估值都较低的行业或有反弹机会，如化工，新能源，食品饮料，及医药等行业。

三、重点讯息

1. 中国经济一季度“成绩单”重磅发布，GDP 同比增长 4.5%，超出市场预期的 4%，环比为增长 2.2%。国家统计局新闻发言人付凌晖表示，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. 财政部数据显示，今年一季度，全国一般公共预算收入为 6.23 万亿元，同比增长 0.5%；全国一般公共预算支出为 6.79 万亿元，同比增长 6.8%。扣除特殊因素影响后，一季度收入增长 3%，1、2、3 月份分别增长 1%、4%、6%，呈回稳向上态势。2023 年安排中央对地方转移支付 100625 亿元，增长 3.6%。

3. 国家统计局公布数据显示，中国一季度居民人均可支配收入 10870 元，比上年名义增长 5.1%，扣除价格因素，实际增长 3.8%。一季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.5%，比上年四季度下降 0.1 个百分点。3 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，环比下降 0.3 个百分点。

4. 美联储褐皮书：近几周整体经济活动变化不大；在本报告所述期间，尽管价格上涨速度似乎正在放缓，但总体价格水平仍呈温和上升趋势；一些辖区的报告指出，由于不确定性增加和对流动性的担忧，银行收紧了信贷标准。大多数辖区报告非金融服务的需求和销售保持稳定或增长。近几周农业状况基本保持不变，而能源市场则出现疲软。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前请核实，风险自行承担。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。