

2023. 4. 24-2023. 5. 7，固收研究周报上新！

一、市场回顾（2023.4.24-2023.5.7）

资金面：五一假期前，跨月流动性并未出现明显收敛迹象，资金面整体较为宽松。4月24日当天R007达一周最高值为2.59%，当周五的R001最高值为2.23%，其他日期均在1.5%上下。从资金供给端来看，央行呵护态度明显，当周净投放量达4260亿元，且银行体系净供给也在一周内不断增加。从资金需求端来看，非银机构的杠杆需求依旧强势，银行间杠杆在4月2日达最高点为109.05%，周五为107.78%，较上周五下降了0.57个百分点；交易所杠杆周内呈震荡上行趋势，当周四为周内最高点为121.35%，周五为121.23%。五一假期过后，资金面较节前更加宽松，央行当周逆回购净回笼6910亿元，主要因为当周到期量较大，上周四、周五的R001价格分别为1.25%和1.12%，R007价格分别为1.96%和1.74%，均低于政策利率2%。

利率债：一级方面，近两周利率债（含地方债）发行4003.65亿元；净融资额为135.25亿元。二级方面，近两周市场做多情绪明显回升，一方面PMI和其他高频数据显示经济恢复性增长动能在减弱；另一方面政策定力较强，未出现超预期刺激政策，叠加配置盘持续发力，利率债收益率整体下行。

信用债：一级市场：4月24日-5月7日，信用债共发行4503亿元，环比大幅提高。取消发行23只债券，取消发行规模148亿元，期限上，仅有2只1年期债券取消发行，其余取消发行期限均为2年以上。二级市场：做多情绪推动下，信用债跟随利率债全部下行，其中短久期弱资质城投债、二永表现最好。

可转债：上周股市整体下跌，其中万得全A下跌0.5%，深圳成指下跌1.39%，创业板指下跌2.5%，上证指数上涨0.34%。从行业来看，涨幅较高的转债板块主要来自传媒、银行、非银及纺服等行业，整体上涨2%-4%，跌幅较多的行业主要为家电、通信、电子和电力设备等行业，整体下跌3%-4%。上周中证转债指数下跌0.5%，转债估值整体压缩，转债转股溢价率整体下行1.18%，纯债溢价率下行0.32%，分类别各平价转债转股溢价率均有所下行。

二、策略展望

宏观及利率债方面，近两周债市终于打破之前窄幅震荡行情，出现一波快速

下行，主要有以下几点因素：一是票据利率回落意味着信贷投放的放缓，银行等配置力量更多的转向投资债券；二是虽然旅游出行数据较好，但市场已有预期，而生产、地产、建筑施工偏弱的趋势仍在持续，市场判断经济恢复性高增速的阶段已经过去；三是从4月底的政治局会议可以看出当前处于政策观察期，增量政策的空间有限。从今年前4个月的一系列财政和货币政策来看，政策定力较强，且主要还是希望通过低成本资金来帮助企业恢复生产、投资信心，以拉动内需，促进经济尽快恢复到正常增长轨道，但从M2-M1的剪刀差不断走阔可以看出实际效果并不理想。而二十届中央财经委员会第一次会议提到“要坚持以实体经济为重，防止脱实向虚”，后续仍然需警惕当资金空转、杠杆过高时央行收紧流动性敲打市场。对债市而言，当下宏观和政策环境对偏友好，但市场期待的MLF利率调整可能较难出现，叠加本轮利率下行较快，建议逢高减仓，保持观望。

资金面，本周逆回购到期量较小，仅360亿元，预计资金面维持之前的宽松程度。但仍有一些不确定性，预计5月下旬的资金波动可能较大：（1）5月缴税规模仍然较大，属于税期偏大月份，2021-2022年小微企业延缓缴纳部分税费，递延到今年的1-5月缴纳。其中今年5月主要是补缴2022年6月（按月）、2022年二季度（按季）两笔税款。5月税期资金利率容易出现短暂波动，纳税申报截止日为18日，19日、22日税期走款，预计缴税规模或在1.4万亿元左右。（2）站在季节性来看，5月属于贷款常月。预计银行贷款投放带来的资金消耗和指标考核压力相对可控。对于4月的信贷，本身4月传统意义上来说就是信贷小月，但即使现在看到5月初，票据利率依然是在不断下滑，现在国股转贴半年已经到1.48%了，1-3月的时候一般都是维持在2.5%左右，但也是有很大一部分因素可能是去年4-5月份疫情最严重的时候，很多机构冲的票据（足年的），这段时间到期了续作。

信用债方面，信用债4月供给高峰期已过，5月信用债供给季节性低位，在钱多逻辑下仍有比较大的机会。一是整体看，近期信用债利差由于利率债下行速度过快而被动走阔，在交易盘情绪推动下整体信用利差有进一步下行的空间（预计在2-5bp）。二是票息策略占优，寻找结构性机会。（1）持续推荐短久期挖掘收益，城投债收益和安全性兼备，是首要推荐下沉的方向，产业重点关注地产/钢铁。（2）拉长久期方面，近年来基金是久期策略的绝对主力，理财持续净卖出1-3年信用债，但上周理财首次出现拉长久期的信号，理财净买入规模1-3年期的信用债/二永首次由负转正，透露出理财或在做多情绪下、1年期信用利差太低的情况下逐渐开始拉长久期，目前净买入绝对规模还不小，后续重点观察理财行为对1-3年期信用债利差压缩的影响。（3）关注AA评级永续债信用利差修复的机会，高等级二永性价比不高，比资产荒高出不到20bp，而低评级永续债信用利差仍较高，1年期、3年期、5年期AA永续债比资产荒时期高出40bp

左右。（4）券商次级债，前一周提醒的券商次级债利差压缩机会，已经被陆续压缩完毕，目前建议观望。

转债方面，基于业绩披露情况一般，节假日显示经济修复仍不牢固，市场风险偏好或有所降温，5月权益或是震荡的行情，只能依靠择时、择券增强收益。可转债供需格局较好，估值或有可能短期在高位维持，但也需预防流动性或股市高波动引发的杀估值风险。A股已经进入一季报及年报业绩披露期，对于热门的主题板块需要注意如果业绩无法迅速释放，投资者很可能阶段性卖出，就目前而言，估值下降到低位的新能源领域与低基数的建材航空等困境反转行业业绩增速可能部分超预期，此外市场情绪走弱下，高分红低估值蓝筹股可能成为资金流入方向，如银行，公用事业等，整体上短期主要布局市场预期不高可能困境反转与低估值高股息方向。

三、重点讯息

1. 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。

2. 国家统计局公布数据显示，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。

3. 据国家统计局数据，1-3月份，全国规模以上工业企业实现营业收入31.18万亿元，同比下降0.5%；利润总额1.52万亿元，同比下降21.4%。3月当月，全国规模以上工业企业营业收入同比增长0.6%，由降转增。

4. 美国一季度实际GDP年化环比初值上升1.1%，远不及市场预期值2%，

前值为 2.6%。个人消费支出增长 3.7%，低于预期值 4%，前值为 1%。核心 PCE 物价指数环比升幅反弹至 4.9%，高于预期值 4.7%，前值为 4.4%。另外，美国至 4 月 22 日当周初请失业金人数由前值 24.6 万下降至 23 万人，预期为 24.8 万人。

5. 美联储如期加息 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。

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。