



光大信托
EVERBRIGHT TRUST

【宏观经济】宏观及金融市场周报 (2023年第17期)

2023年5月8日

发展研究与战略管理部

光大信托 助力社会更美好

目录

CONTENTS

01

宏观经济与高频数据

02

监管政策

03

行业动态

04

机构投资观点



01

宏观经济与高频数据

- PMI：经济持续修复，但强弱分明
- 物价：食品环比转涨，大宗商品环比转跌
- 上游：煤炭持平，铁矿续跌，原油转跌，黄金转涨
- 中游：钢铁续跌，水泥续跌，白砂糖棉花续涨
- 下游：房地产成交套数环比续跌，汽车续涨，BDI指数转涨
- 金融与流动性：国债收益率全面下跌，人民币轻微贬值

◆ 事件：

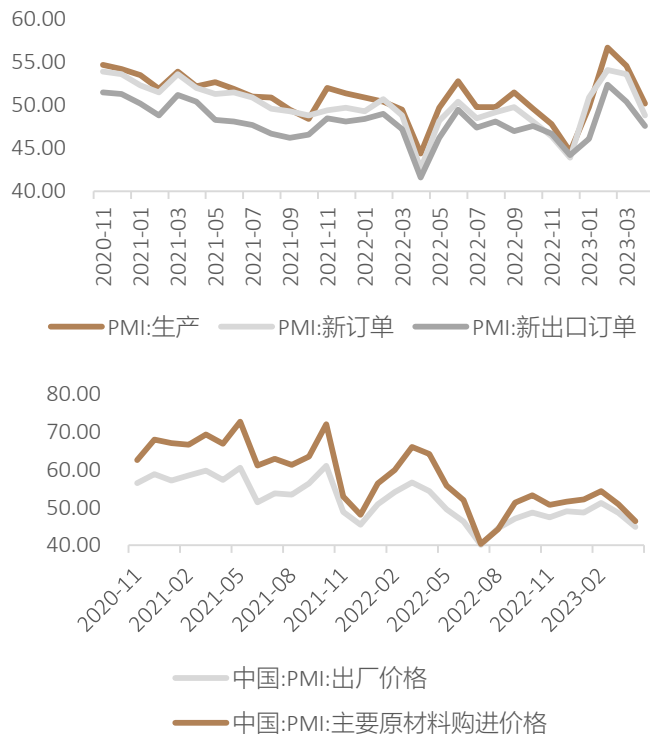
4月30日国家统计局发布，4月中国制造业采购经理指数（PMI）为47.6%，低于临界点，制造业景气水平回落，前值50.4%；4月，非制造业商务活动指数为56.4%，比上月下降1.8个百分点，前值58.2%，仍为年内次高点，非制造业保持较高景气水平。

◆ 分析：

1) 制造业方面，4月回落原因包括：一方面是季节性因素影响，2013年以来，4月制造业PMI指数“8降1平一升”，符合季节性波动规律；另一方面是年初以来经济持续修复，去年积累订单集中爆发后回落，环比高基数带动回落。分项看，生产指数和新订单指数都出现较大幅度下行，但生产指数为50.2%，制造业生产总体保持扩张，而新订单指数为48.8%，已进入收缩区间，表明当前国内需求仍然不足。

2) 非制造业方面，4月服务业PMI指数为55.1%，连续三个月位于较高景气区间，疫情冲击消退后，相关行业景气度低位反弹过程仍在延续。4月建筑业PMI为63.9%，其中土木工程建筑业商务活动指数继续高于70.0%，预示二季度基建投资仍将保持较快增长水平。

3) 整体看，整体看，经济复苏的趋势没有改变，但呈现了复苏斜率下行，复苏过程强弱分明的特点。强的是基建、服务业，弱的是制造业需求的内外两端。



◆ 核心观点：

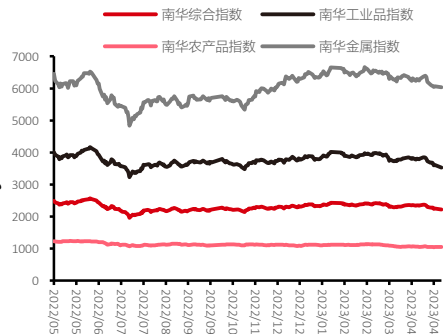
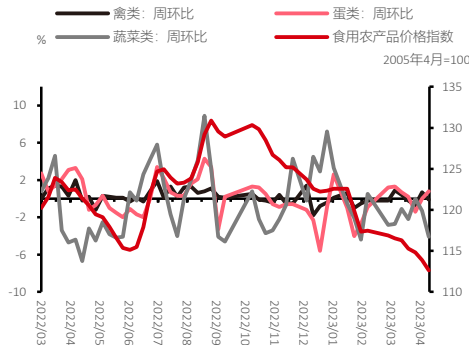
2023年4月29日-2023年5月5日，蔬菜和农产品分别环比变动0.14%、0.21%；周内大宗商品价格环比下跌1.86%，5月以来环比下跌4.54%。

◆ 分析：

1) 本周菜篮子产品和农产品批发价格指数均值分别为126.1、124.98，分别环比变动0.14%、0.21%，5月以来菜篮子价格指数、农产品价格指数环比分别变动-1.72%、-1.39%。本周食用农产品价格指数未更新，上周为112.63，环比前值变动-1.1%，4月以来环比下跌2.13%，其中上周禽类、蛋类、蔬菜类食用农产品价格指数周环比为-0.1%、0.8%、-4.1%。本周重点监测的28种蔬菜价格和7种水果价格平均为4.9、7.88元/公斤，周环比变动分别为2.88%、0.97%，5月以来环比变动0.78%、0.15%。本周全国猪肉平均价格未更新，上周为24.65元/千克，较前值变动1.07%，4月以来环比下跌6.12%。

2) 本周生产资料综合价格指数暂未更新，上周为111.7，5月以来环比下跌1.54%。

3) 南华综合价格指数本周均值为2224.39，上周为2266.58，环比下跌1.86%，5月以来环比下跌4.54%。其中工业品、农业品、金属、能化、贵金属本周均值分别为3529.21、1055.83、6023.51、1702.33、776.4，分别较上周变动-3.27%、0.33%、-0.92%、-4.8%、2.76%。5月以来工业品、农业品、金属、能化、贵金属价格分别环比变化-6.35%、-0.85%、-3.41%、-8.03%、2.42%。本周中国大宗商品价格总指数未更新，上周为181.61，较前值变动-1.04%，5月以来环比上涨0.24%。



◆ 核心观点：

2023年4月29日-2023年5月5日，煤炭价格环比持平前值；铁矿石环比下跌1.22%，5月以来环比下跌6.5%；布伦特原油价格环比下跌9.68%，本周黄金价格环比上涨1.55%。

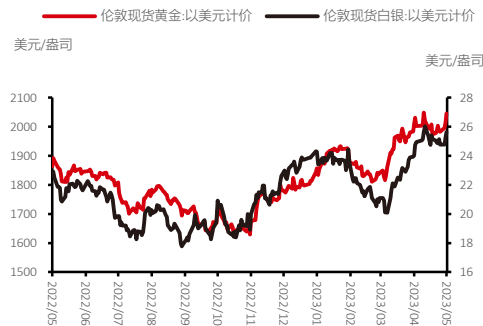
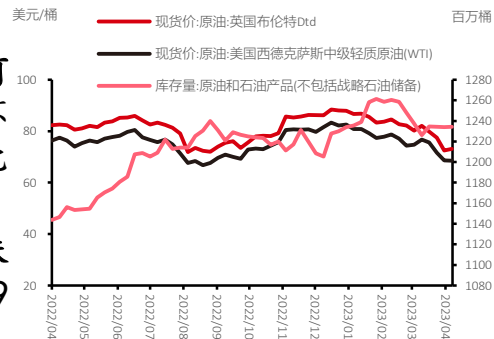
◆ 分析：

1) 本周环渤海动力煤价格指数报收于732元/吨，前值为732元/吨，环比持平前值，5月以来环比下跌0.05%。南华焦煤价格指数本周平均值为3500.26，5月以来环比下跌14.14%。六港口炼焦煤库存量本周末更新，上周为190.5万吨，4月以来同比下降1.91%，高于3月38.95个百分点。

2) Mypic矿价综合指数本周均值为122.39，上周均值为123.9，环比下跌1.22%，5月以来环比下跌6.5%。本周国内铁矿石港口库存量未更新，上周为12889万吨，4月以来同比下降12.39%，低于3月0.27个百分点。

3) 本周英国布伦特原油（Dtd）现货价均值为74.38美元/桶，前值82.34美元/桶，环比下跌9.68%，5月以来Dtd现货价环比下跌12.58%。本周美国（WTI）现货价均值为71.12美元/桶，前值76.33美元/桶，环比下跌6.83%，5月以来WTI原油环比下跌10.48%。本周OPEC一揽子原油价格为76.4美元/桶，前值为80.95美元/桶，环比下跌5.62%，5月以来OPEC一揽子原油价格环比下跌9.19%。

4) 本周有色金属阴极铜、锌、锡、铅、镍、铝、黄金、白银周环比变化分别为-1.04%、-0.44%、-0.11%、0.45%、2.21%、-1.51%、1.55%、1.11%。5月以来阴极铜、锌、锡、铅、镍、铝、黄金、白银分别环比变化-2.78%、-3.52%、2.1%、0.37%、1.19%、-1.82%、0.89%、0.88%。



◆ 核心观点：

2023年4月29日-2023年5月5日，本周南华工业品指数下跌至3529.21，上周为3648.53，环比下跌3.27%。5月以来南华工业品价格指数环比下跌6.35%。

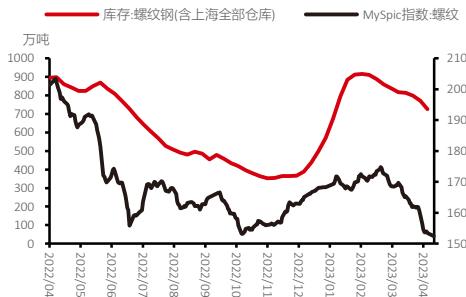
◆ 分析：

1) 本周钢铁Myspic综合钢价指数均值为144.73，前值为146.8，环比下跌1.41%，5月以来环比下跌4.86%；其中螺纹Myspic价格指数为152.38，前值为154.27，环比下跌1.22%，5月以来环比下跌5.07%。本周主要钢材库存未更新，上周为1366.74万吨，4月以来同比下降13.29%，低于3月3.37个百分点，本周螺纹钢库存量未更新，上周为726.57万吨，4月以来同比下降17.23%，低于3月5.07个百分点。

2) 本周全国水泥价格指数均值为135.74，前值为135.92，环比下跌0.13%；中国玻璃价格指数未更新。5月以来，全国水泥价格指数环比变动1.98%。

3) 本周中国盛泽化纤价格指数均值为99.23，低于上周均值99.4，5月以来价格环比下跌0.77%。本周线型低密度聚乙烯（LLDPE）、PVC、燃料油、天然橡胶、精对苯二甲酸（PTA）、甲醇、沥青、聚丙烯的期货收盘价均值分别环比变化-2.5%、-1.61%、-8.69%、-0.63%、-5.13%、-3.5%、-4.82%、-2.25%。

4) 5月以来苹果、棉花和白砂糖价格环比上涨幅度最大，棕榈油和豆油价格环比下降幅度最大。具体来看，5月以来黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、黄玉米、棕榈油、鸡蛋、优质强筋小麦、棉花、白砂糖、菜籽油、菜籽粕、豆油、苹果的期货结算价格分别环比变化-4.43%、-2.55%、-1.05%、-4.19%、-5.78%、-2.92%、-1%、6.27%、2.45%、-4.36%、2.26%、-4.45%、6.68%。



◆ 核心观点：

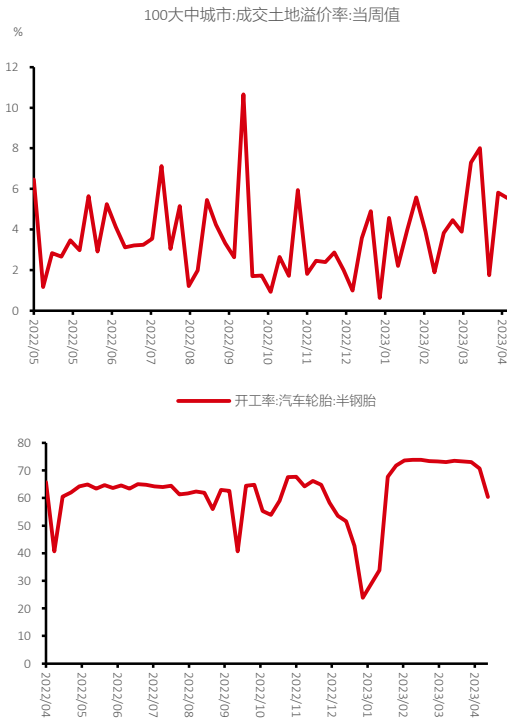
2023年4月29日-2023年5月5日，5月以来30大中城市成交套数同比下降58.51%。上周100大中城市成交土地占地面积较前值环比变动-40.48%；4月以来汽车零售同比增长71.76%，批发销售同比增长77.05%；BDI数据环比变动上涨0.5%。

◆ 分析：

1) 本周30大中城市房地产成交套数累计为7883套，较上周环比变动-74.11%，其中一、二、三线城市比重分别为22.45%、48.86%、28.68%。5月以来30大中城市成交套数同比下降58.51%。本周100大中城市成交土地占地面积未更新，上周为912.59万平方米，较前值环比变动-40.48%，4月以来100大中城市成交土地占地面积同比下降21.92%，截至当前除二线城市外，各等级城市4月成交土地溢价率均值均高于3月。

2) 4月17日至22日，乘联会厂家零售日均数量为56634台，厂家批发日均数量为59741台。4月以来汽车零售同比增长71.76%，批发销售同比增长77.05%。本周汽车半钢胎轮胎开工率期末值为60.38%，上周为70.66%。

3) 本周波罗的海干散货指数（BDI）平均指数为1551.67，前值为1544，环比变动0.5%；本周中国出口集装箱运价指数（CCFI）未更新，上周为964.49，前值为934.39，环比变动3.22%。中国进口集装箱运价指数（CICFI）为1027.29，前值为1051.66，环比变动-2.32%。5月以来波罗的海干散货指数环比变动4.82%，4月以来中国出口集装箱指数和进口集装箱指数分别环比变动-5.27%、-5.12%。



◆ 核心观点：

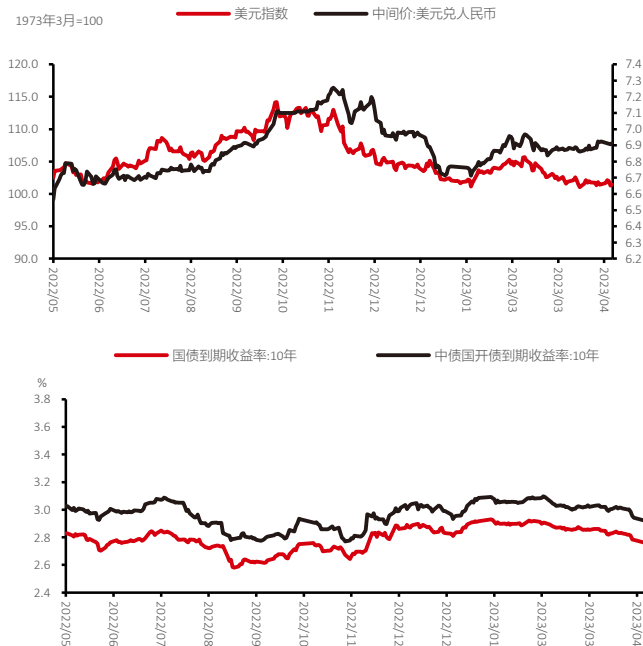
2023年4月29日-2023年5月5日，本周央行公开市场货币净投放5100亿元。利率方面，本周货币市场利率以下跌为主，国债收益率全面下跌；汇率方面，美元兑人民币汇率中间价维持在约6.908水平，人民币呈现轻微贬值趋势。

◆ 分析：

1) 本周央行公开市场开展逆回购7270亿元，逆回购到期2170亿元，货币净投放5100亿元。货币市场7天逆回购利率为2%；R007加权平均利率水平本周均值为2.11%，低于上周均值2.42%，期初值为2.396%，期末值为2.105%，最高值为2.481%。SHIBOR隔夜利率本周均值为1.45%，低于上周均值1.55%，期初值为1.217%，期末值为1.234%。

2) 中国货币网国债到期周平均收益率（1年、3年、5年、10年、30年）为2.13%、2.44%、2.6%、2.76%、3.21%，周变化为-3.43bp、-3.96bp、-4.59bp、-4.27bp、-4bp，国债收益率全面下跌。

3) 本周美元兑人民币中间价期初值为6.924，最高值为6.924，期末值为6.911，本周均值6.908，略高于上周均值6.907，人民币呈现轻微贬值趋势；即期汇率最高值为6.928，最低值为6.916。





光大信托
EVERBRIGHT TRUST

02

监管政策

- 央企债券发行管理新规出台
- 多家股份行下调存款利率
- 信托公司加快规范整改互联网合作贷款

◆ 事件：

国资委5月6日消息，国资委近日印发《中央企业债券发行管理办法》，重点在完善工作体系、优化审批程序、强化过程管理、加强风险防控四个方面作出规定。

◆ 分析：

1) 提高发行审批效率。在健全债券发行管理工作体系方面，《办法》明确，国资委审核集团公司年度债券发行计划、推动中央企业强化债券风险防控，中央企业集团公司落实管理主体责任、健全债券发行管理制度、负责子公司债券发行及全流程管理。同时，将管理范围扩充为企业在各类债券市场发行的公司信用类债券，实现对各类债券品种的全覆盖。《办法》改变一事一批的方式，对中央企业债券发行实行年度计划管理，结合年度预算管理，国资委一次性审批中央企业集团公司年度债券发行计划，确定债券发行额度，中央企业集团公司据此自行决策具体发行事宜。央企子企业的发债事项，均由集团公司负责审批和管理。

2) 加强违约风险防控。《办法》提出，着力提升债券发行全流程管理水平。用好债券创新品种，要求央企通过发行科技创新债券、碳中和碳达峰债券、乡村振兴债券、资产支持证券等创新品种，有效服务国家重大战略。《办法》指出，中央企业应当高度重视债券违约风险防控，严禁恶意逃废债行为，维护投资者关系和市场形象。健全风险识别机制，做到早识别、早预警、早处置。稳妥处置违约风险，对确有兑付困难的企业，要提前与债券持有人沟通确定处置方案，通过债券展期、置换、现金要约收购、借助央企信用保障基金支持等方式主动化解风险。

3) 《办法》的出台，有利于中央企业用好债券市场深化改革、高质量发展机遇，及时抓住债券发行窗口，为建设现代化产业体系、实现高水平科技自立自强提供资金支持，保障国家重大工程、重点项目建设和实体经济发展。同时，也可以有效提高债券发行审批效率，加强债券全流程管控，防范债券违约风险，促进国有资本和国有企业健康发展。

◆ 事件:

近日，渤海银行发布公告称，自5月5日起调整人民币存款挂牌利率。此外，浙商银行、恒丰银行也发布公告，同样于当日对人民币存款挂牌利率进行了调整。

◆ 分析:

1) 此前已有多家银行调整存款利率。早在去年9月15日，国有六大行便发布公告宣布调整人民币存款挂牌利率，降幅普遍在10到15个基点。随后，招商银行、兴业银行、中信银行等九家股份行紧跟国有大行步伐，下调存款利率。在渤海银行、恒丰银行以及浙商银行三家股份行利率跟进调整后，我国十二家股份行存款挂牌利率调整已悉数完成。今年4月份，广东、河南、湖北等地部分中小银行已对存款挂牌利率进行了下调。近年来国内居民储蓄快速增长，远高于趋势水平，存款市场整体表现为供大于需。我国积极引导金融机构进一步合理让利实体经济，尤其是中小企业等薄弱环节和重点新兴领域，银行持续让利实体经济，部分银行净息差压力增大。

2) 多数上市行净息差下行。存款是银行最主要的负债来源。我国银行的存款占全部负债的比例一般在 70%左右，且绝大部分利润来自于存贷差，因而净息差会影响银行的营收，是评判银行盈利能力的最重要指标。在目前政策利率下行、金融支持实体经济背景下，银行业息差持续承压，整体呈现下行趋势，多家国有大行、股份行、城农商行净息差均出现不同程度下降。

3) 净息差后续或保持稳定。后续存款利率下调更多取决于存款市场供求状况以及各家银行自身资产负债、净息差、经营等方面情况。从趋势看，国内经济稳步恢复，国内消费和投资逐步回暖，近年来超额储蓄存款逐步回归常态，对部分中小银行进一步调降存款利率构成阻力。

◆ 事件：

近日，监管部门已向信托公司下发《关于进一步强化信托公司互联网合作贷款规范整改的通知》（下称《通知》），要求今年5月31日前完成互联网合作贷款业务规范整改工作。《通知》鼓励信托公司根据业务实际、风险偏好等增加自主风控措施，规范开展互联网合作贷款业务。

◆ 分析：

1) **落实“三个自主”底线要求。**“三个自主”即自主管理贷款合同、自主掌握信息数据、自主发起放款指令角度。通过合作协议压实平台企业主体责任，从平台企业获取的信息数据清单，应严格遵循“最小、必要”原则；自主发起放款指令角度，则要求信托公司对于借款人的贷款支用需求，应严格设置审核、决策标准，强化自主放款管理。对于风险可控、符合人民群众合理便利需求的用款活动，可视情况设置适宜的放款方式，确保人民群众金融服务体验不下降。

2) **互联网合作贷款整改面向全行业整改。**去年7月发布的《互联网贷款新规》，同时要求外国银行分行、信托公司、消费金融公司、汽车金融公司开展互联网贷款业务，同样参照执行《商业银行互联网贷款管理暂行办法》《通知》和《互联网贷款新规》要求。据悉，《互联网贷款新规》过渡期截至今年6月30日。

3) **信托公司短期整改压力较大。**此次信托公司互联网合作贷款整改，对整个行业长期发展利好，但涉及信托系统、业务模式的整改，短期压力较大。信托产品具有私募属性，不能公开营销，当前网络营销渠道一旦受到限制，信托公司获客来源将受影响。但长期看，信托公司集中整改互联网贷款，对于银行代销渠道可能并无太大影响，银行客户受益于消费习惯，粘性较大。



光大信托
EVERBRIGHT TRUST

03

行业动态

- 股权信托业务，风险与机会并存
- 新型数据信托，助力大数据时代数据安全
- 分类改革倒逼数字化转型，信托数据治理亟待补短板

◆ 事件：

《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》（以下简称《通知》）不久前正式发布。虽然在《通知》的25项信托业务中，并没有提到股权信托，但是股权作为财富的重要组成部分之一，是各项业务难以回避的，股权信托也因此在大部分信托业务中都有体现。新三分类落地后，在信托公司向信托本源回归、规范发展的要求和家族财富传承、企业交班更替的潮流下，股权信托业务的发展更是尤为重要。

◆ 分析：

1) 股权信托仍面临四方面风险。一是股权信托的有效性风险，信托目的具有自由性和多样性，这是信托的核心优势之一，但滥用自由则会走向反面；二是受托人作为股东的责任带来的风险，目前股权仍需要通过交易或增资方式装入信托中，如果信托公司作为受托人直接持有目标公司的股权，在工商登记上看信托公司就是目标公司的股东，作为股东，不仅仅享有股东权利，更需要承担股东责任；三是实体企业经营风险间接传导给受托人的问题。虽然受托人可以通过SPV架构成为间接股东，但是目标企业自身非法经营、偷税漏税、发生重大安全事故甚至单位犯罪等，信托公司即便是财务投资者，还是会担心上述风险会传导给受托人；四是最后是股权信托本身在运营管理上的风险。比如股权信托业务中可能会出现没有现金形式信托财产导致无法支付信托报酬、企业分红与信托利益分配不匹配、家族成员之间矛盾传导给受托人等风险。

2) 股权信托发展前景广阔。《2022年中国私人银行发展报告》显示，中资私行管理的资产总额（AUM）达19.59万亿元，59.21%的私人银行客户为实业企业家。我国的财富传承呈增长趋势，股权信托业务的发展前景十分广阔。发展股权信托业务需要信托公司在发展股权信托业务时，对客户的财产情况、真实目的、家庭情况、企业信息等进行审慎调查。在这个过程中，信托公司要形成自己的专业判断。同时，通过搭建SPV架构，在受托人和委托人之间达成平衡，以避免自身履行股东责任的困难或者实体企业经营中的风险传导。另外，信托公司也可以通过引入专业的第三方机构和家族治理组织等方式，以有效解决企业管理权问题，进而真正实现家族传承的和谐久远。

◆ 事件：

2022年12月，中共中央、国务院印发《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（下称“数据二十条”）。“数据二十条”在着力发挥数据要素经济价值的同时，高度重视个人信息权益保护，提出将探索由受托者代表个人利益，监督市场主体对个人信息数据进行采集、加工、使用的机制。这为使用信托工具推动提升当前数据保护、利用及监督水平，更好赋能数字经济发展提供了有效指引。

◆ 分析：

1) 新型数据信托机制有其独特的创新价值。第一，数据信托主要作用在于保障处理活动的合规底线，拓展数据需求方获取数据的途径，降低因数据流动而对数据主体带来的风险；第二，数据信托并不按照数据处理者的指示和要求进行数据处理活动，其属于独立于数据主体和数据处理之外的第三方主体，进行数据要素市场中的供需匹配与冲突争议的协调；第三，加入数据信托的受托者，更有利于扭转当前数据处理活动中个人以及中小企业与互联网巨头之间实力不平衡的局面，保护数据主体的合法权益与数据要素市场的公共秩序，从而实现数据保护与利用的统筹协调。

2) 数据信托机制需要实现五个方面的架构设计。第一，具备合理的组织架构，根据新型数据信托特有业务模式进行机制建设，建立用于数据主体授权管理、数据处理活动审计的组织结构，并选择适格主体，确保数据信托应有的独立性。第二，搭建具备明确合规要求的法律架构，根据网络安全法、数据安全法、个人信息保护法等法律法规，设置数据流通利用的合规底线，保障数据处理活动规范进行。第三，搭建具备实现数据处理高速有序的技术架构，利用先进数据等技术实现数据的高效处理，保障数据质量，降低数据泄露滥用的风险。第四，搭建促进数据要素价值释放的市场架构，通过中介担保建立各方主体之间的信任，通过供需匹配促进数据要素高效流动，提升数据要素市场的配置效率。第五，搭建公平透明合理的治理架构。制定完整明确的数据信托机制运作规则，推动各方参与监督管理，确保数据信托活动的规范化和透明度。

3) 数据信托机制仍需探索。建立新型数据信托机制有利于实现高效、安全的数据流通利用，实现数据要素市场的多元共治，从而全方位激活数据要素潜能，增强数字经济发展新动能，一项长期的系统工程。

◆ 事件：

4月19日，中国信托业协会专职副会长、金融科技专业委员会副主任王亚斌一行分别到访陕国投信托、长安信托开展调研，主题包括“数字化转型”，并且，中国信托登记有限责任公司（以下简称“中信登”）金融科技部有关负责人也跟随调研交流。今年以来，中国信托业协会、中信登还通过线上方式联合主办了以“数智赋能·‘服务’新征程”为主题的信托业首届金融科技年度论坛，行业专家及金融科技生态伙伴代表超1100人参与了论坛。

◆ 分析：

1) **信托业数字化转型提速。**2016年至今，“数字经济”六次被写入了《政府工作报告》，“数字中国”战略升级为国策。而数字化转型早已成为信托行业的重要战略，近几年信托行业在数字化建设方面的投入也在不断提升，数字化转型已成为信托行业创新发展的重要推动力。根据中国信托业协会数据，2016年至2020年间，54家信托公司分别投入9.43亿元、10.81亿元、11.04亿元、12.4亿元、14.09亿元用于信息建设及数字化转型。在数字化应用方面，70%以上的信托公司在财富管理等重点业务领域运用金融科技手段；在能力建设方面，数据中台成为金融科技发力重点，已有近60%的信托公司建立了专门的数据中台。

2) **三分类加速数字化建设投入。**三分类后预计信托行业将在以下方面加大数字化建设投入：一是财富管理类信托。特别是家族信托，家庭信托。二是证券投资类业务。包括投研、投资决策、交易、风控等方面。三是数字化运营。通过数字化手段持续提升运营效率，降低运营成本。

3) **数据治理痛点待解。**从监管透露的信息来看，数据治理或成为信托公司当前数字化转型的重点。4月3日，中国银保监会组织召开政策通气会，会上要求非银机构开展数据治理工作，银保监会今年将全面开展非银机构数据治理工作，要求非银机构承担起数据治理的主体责任。就2023年信托公司的工作重点，监管提到要加强数据治理。结合当前行业数据治理痛点，信托公司加强数字治理建议：一是引进数据治理方面专业人才；二是强化数据治理宣导，提升全员数据治理意识；三是优化数据治理组织、机制，提升数据治理日常工作的层级，从监管要求、公司经营管理需要出发从源头开展数据治理工作；四是加强系统自主掌控能力，实现系统互联互通。



04

机构投资观点

- 权益：

1. 乘势而上
2. 耐心等待，低位把握
3. 从失衡到平稳，布局业绩驱动的五月行情

- 固收：

1. 存款利率下行打开债牛空间
2. 基本面走弱叠加资金面宽松，债市大幅回暖

- 大宗商品：

1. 原油：原油市场需求逆风仍存，海外气价上行动力初现

◆ 核心观点：

A股：5月首周A股市场受小长假期间内外部因素影响震荡波动，低估值国企领涨并助力上证指数表现较好，其余主要指数及风格表现较为平淡，尤其是成长风格整体表现不佳。我们在前期发布的报告中认为“二季度可以积极一些”。结合目前内外部环境，我们继续维持对A股市场偏积极的看法。

◆ 分析：

1) 市场回顾：节后市场震荡略升，成交维持高位。五一节后首周，海外部分银行风险事件继续引发关注、美联储加息落地且紧缩节奏可能接近尾声；国内五一假期消费和出行数据强劲反弹，投资者关注增长修复持续性，内外因素影响下本周上证指数微涨0.3%；成交方面，日均成交额维持1.1万亿元的较高水平，连续21个交易日成交额高于万亿元。北向资金单周净流出约8亿元。风格层面，偏大盘蓝筹的沪深300小幅回落0.3%，偏成长风格的创业板指、科创50分别下跌2.5%、3.6%。行业和主题层面，金融板块发力走强，综合金融、银行和非银领涨市场；TMT板块内部分化延续，传媒表现较好；家电、通信、电子和消费者服务等表现不佳。

2) 市场展望：市场信心仍有修复空间，A股5月或乘势而上，风格更均衡。5月首周A股市场受小长假期间内外部因素影响震荡波动，低估值国企领涨并助力上证指数表现较好，其余主要指数及风格表现较为平淡，尤其是成长风格整体表现不佳。我们在前期发布的报告中认为“二季度可以积极一些”。结合目前内外部环境，我们继续维持对A股市场偏积极的看法。支持后续市场表现的逻辑包括：①投资者对增长预期有继续改善空间；②二季度上市公司业绩增速有望相较一季度明显回升；③外部不确定性仍需继续关注，基准情形下对A股影响可能有限但需警惕潜在冲击。

3) 配置建议：复苏为主线，风格更均衡。MT领域前期集中交易风险释放后或进入盘整阶段，未来进一步催化可能来自政策预期或产业趋势新进展；随着复苏逐步深化且上市公司业绩进入改善周期，基本面改善可能逐渐成为市场交易的核心逻辑，市场风格有望更为均衡，关注基本面具备复苏逻辑的领域，如前期调整相对充分的泛消费领域。低估值国企及一带一路等主题仍值得继续关注。未来3-6个月建议投资者关注如下三条主线：①基本面修复空间和弹性大，且政策继续支持的领域，如泛消费行业和地产链下游，如食品饮料、家电家居等；②关注产业链安全、数字经济等政策支持的增长领域，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有所修复；③受益于一带一路战略，以及国企改革等主题机会。

◆ 核心观点：

A股：一季度全A营收增速等指标仍在探底，五一出行恢复亮眼，但制造业PMI已露出疲态，海外处于多事之秋，高利率环境下美国银行风险事件频发，衰退风险上升。市场处于再平衡期，低位把握再布局机会；短期结构上关注在低位资产中寻找景气稳定或好于预期方向，中期线索在于科技周期与复苏链中的弹性方向。

◆ 分析：

1) 出行强制造弱，复苏内生动力不足，海外衰退隐忧未散。“五一”小长假出行数据及相关旅游消费数据亮眼。但4月一系列经济数据显示复苏动能有所趋缓，且当前中国制造业复苏很可能弱于服务业与出行链。从今年3月初的硅谷银行和签名银行到本周第一共和银行倒下，其也是美国历史上倒闭的第二大银行，虽然及时救助与相关方案短期缓解市场担忧，但持续高利率环境下，美国银行体系的问题依旧存在。在海外衰退风险加剧背景下，关注美联储5月议息会议对后续的指引及表态。

2) 全A（非）Q1盈利负增，消费亮眼，科技已有改善。23Q1全A/全A（非金融两油）归母净利润同比分别为1.42%/-6.48%，相较2022年累计同比变动+0.53/-5.16pct，一季度经济及企业景气相较22Q4回升，盈利增速大概率率为全年底部，低基数下预计23Q2将明显改善，下半年伴随去库深化修复斜率有望加快。行业业绩表现上，消费/光储亮眼，科技改善，能源拖累。展望后期，值得关注的业绩景气方向是：①有望维持高景气的细分方向：IT服务、储能/风电/光伏（分环节）、火电、出行链、券商、中药、预制菜；②有望景气趋势向上且可能实现跃升的板块：通信设备（光模块）、游戏、半导体、软件、啤酒、竣工链、黄金、基建、医疗服务。

4) 风险提示：经济下行超预期、地缘政治风险、疫情反复。

◆ 核心观点：

A股：4月A股经历了AI主题行情诱发的过度博弈和心态失衡，市场大幅动荡。进入5月，国内的经济、政策和外部环境相比4月继续不断改善，投资者对经济的预期将在微观体验、宏观数据、A股业绩三个层面实现统一，投资者心态也将逐步从短暂失衡趋向平稳，市场依然处于全年第二个关键做多窗口，财报季结束后，市场将步入业绩驱动的行市阶段，配置思路上建议坚持高切低，关注上半年景气持续改善的品种。

◆ 分析：

1) 5月国内的经济、政策和外部环境相比4月继续不断改善。①政治局会议提振市场信心，扩内需仍是着力重点，政策预期回归理性。预计较为积极的宏观政策基调有望延续，短期内没有转向风险，有助于稳定市场预期，推动经济持续平稳复苏。②经济内生动能稳步修复，并将得到同比和高频数据验证。一方面，除了上述政策外，二季度财政和货币政策仍在偏宽松的区间，不断修复经济内生复苏动力，财政政策方面，预计将加快地方政府专项债券发行和使用，保持较高的财政支出强度，围绕制造业高质量发展等方面或推出结构性税费优惠。③外部流动性拐点明确，美国银行业风险对A股实质影响有限。预计2023年中美关系仍将在“竞争而不冲突”的基调下运行，而围绕2023年“一带一路”峰会、金砖国家峰会、中国-中亚峰会的外交突破，将是对外合作的突出亮点，各方在老基建、新老能源、数字经济等领域的合作值得期待。

2) A股业绩跨年筑底特征明显，全年逐季改善趋势显现，结构性亮点日益清晰。①A股业绩跨年筑底修复特征明显，2023年全年逐季改善可期。全部A股/非金融2022Q4净利润单季同比增速-8.1%/-21.6%，2023Q1上升至+2.7%/-4.4%，全年逐季改善趋势显现。②预计二季度A股盈利将持续修复，关注亮点日益清晰的品种。消费、医药、制造业、科技及主营业务扎实且有新业务贡献业绩弹性的行业值得关注；周期板块建议重点关注煤炭、油气、电力、大炼化，地产链相关品种中报预计依然承压。

3) A股仍处于今年第二个关键做多窗口，布局业绩驱动的五月行情。①5月A股依然处于今年第二个关键做多窗口期。当前市场交投依然活跃，两市日均成交超万亿已成为常态，两融成交占比已回到2021年年中的水平。趋势上，全球流动性和国内基本面两大拐点确立后，将不断被事件和数据验证，在5月，随着政策、经济和外部环境进一步好转，经济预期在微观体验、宏观数据、A股业绩三个层面统一，市场上行基础不断得到夯实。②从失衡到平稳，布局业绩驱动的五月行情。首先，医药是疫后修复确定性最高的品种，建议关注全球流动性拐点和管线研发催化的创新药，疫后复苏的创新医疗器械，受益医疗新基建的设备板块，以及产业逻辑和业绩驱动的中药创新。其次，数字经济和“一带一路”依然是全年级别的主线，前者建议关注业绩开始兑现的半导体设备、通信设备、信创；后者建议关注优质企业出海，以及老基建、能源领域的潜在合作。

◆ 核心观点：

4月20日以来，国债期货持续快速上涨，10年期国债收益率也形成下行趋势、接近于2.70%，超出了市场此前预期。我们认为近期债券收益率下行主要由国内因素驱动。

◆ 分析：

1) 虽然一季度贷款扩张，但贷款利率较低，并不能推升债券利率，而且二季度贷款投放可能会开始边际放缓。在地产融资需求偏弱的情况下，今年一季度贷款虽高增但主要以偏低的利率投向城投平台，也带动整体贷款利率走低，比价效应下债券利率也应跟随走低。此外，结构性货币政策边际退坡，叠加票据贴现利率4月再度下行，一定程度上体现一季度这种高强度贷款投放可能并不持续，后续贷款可能开始出现同比少增，对债券利空的影响也会进一步消除。

2) 通胀在走低，而不是走高，货币政策未来仍有放松空间。一季度通胀较为疲弱，我们认为主要是居民端消费需求受到抑制，背后是居民杠杆水平已较高、进一步举债空间有限，且失业率仍偏高且收入前景尚未出现转机，在此情况下，即使货币政策暂时不会加码放松，但至少也不会收紧，且如果二季度通胀维持低位，甚至同比进一步走低，那么后续或会触发货币政策再度探讨是否需要加码宽松力度。

3) 4月份以来，经济动能边际上有所放缓。今年上半年GDP同比增速在低基数下应能超过今年经济增速目标5%，对应宏观政策在总量层面可能没有加码动力，而这或也意味着经济的环比动能可能会开始放缓。其实4月份以来，地产销量和投资边际走弱，叠加汽车等耐用品消费走弱，工业生产也相应放缓，对应商品价格也有明显走弱，或就意味着经济可能放缓。后续如果基数效应消除后，GDP同比增速可能会再次出现相对明显的回落，我们认为这可能会引发政策、尤其是货币政策的重新加码宽松。目前债券收益率的下行，实际上也是反映了经济边际上的走弱和市场预期后续可能会再次看到货币政策宽松。

4) 存款利率开始补降，未来仍有下行空间，债券利率下行空间也会打开。存款利率需要降低以提升资金活性和货币流通速度，事实上4月以来很多中小银行和股份制银行也在陆续补降存款利率。我们认为由于去年以来存款利率下行的滞后，未来仍有继续补降的空间，而一旦存款利率出现补降，那么银行负债成本的下降就有助于带动债券利率进一步下降。。

综合上述因素来看，我们认为近期国债收益率的下行是属于市场预期的转向重新引发了更多的配置需求入场，且具有一定的可持续性，至少会延续到三季度。逻辑在于，货币政策的加码放松可能出现在三季度，主要原因是二季度CPI持续低迷，而经济增速同比在三季度会有比较明显的回落，可能触发货币政策重新靠拢放松。而等到三季度货币政策再度放松后，债券牛市行情才会释放完，我们认为10年期国债可能会至少低于去年2.6%的水平。对于投资者而言，更好的策略就是持债且不至于兑现浮盈，甚至可以继续延长组合久期。中长期来看，随着债务杠杆提升空间受限，利率水平总体还是震荡下行的。

◆ 核心观点：

高频数据多数走弱。资金面宽松，利率曲线下移。政策利率以下，建议止盈。风险方面，需关注政策刺激经济、美国经济超预期上行、全球通胀超预期上行。

◆ 分析：

1) 经济基本面：高频数据多数走弱。生产方面，各生产指标多数环比下行，水泥、钢铁需求偏弱，价格持续下行，库存去化不畅，带动供给走弱。房地产方面，30大中城市房地产成交面积环比下降50.2%至2013-2014年的48%（前值79%），土地成交面积环比下降40.5%。出口需求方面，美国消费同比增速回落至1.3%的低位，韩国、越南4月出口金额同比跌幅加深。价格方面，农产品、工业品价格持续下行，暂未见到止跌回升迹象。高频数据中仅汽车销售表现相对突出，未来保持观察。

2) 资金面&市场：资金面宽松，利率曲线下移。跨月之后，资金面转为宽松。资金价格多数下行，5月5日较4月21日，R001、R007分别下行102.67BP、54.24BP至1.26%、1.96%，R007已经低于政策利率。票据贴现利率下行46BP至1.51%，下行幅度大于季节性，且大行资金融出高于往年，或显示近期信贷投放较弱。债市多头情绪高涨：一是4月PMI及近期高频数据均环比下行；二是资金面维持宽松，存单报价下行；三是美联储加息接近尾声。债市大幅回暖，国债各期限利率下行幅度在6BP以上。机构降杠杆、降久期，分歧收敛，可能说明部分机构止盈。

3) 利率策略：政策利率以下，建议止盈。市场对基本面走弱已提前抢跑，当前10Y国债2.73%已经低于政策利率，说明市场开始定价一定的降息预期，但目前来看，经济失速概率不大，实现全年增长目标把握比较高，短期内政策加码的必要性不强。若按照此种路径，5-6月政策空窗期，那么债市风险不大，考虑当前赔率不足，建议利率边下边止盈。5月可以关注的交易点有缴税可能引起的资金面波动、金融数据回落等。

◆ 核心观点：

过去一周原油又再次经历了血雨腥风似的下跌，宏观是背后的关键驱动。一个是美国债务上限的冲击，市场类比 2011年期间 WTI曾暴跌34.8%；一个是美国银行业危机再度袭来，摩根大通收购第一共和银行，却仅仅收购资产，负债和亏损则有股东自行承担，收购未能缓解危机，美国另外两家地区性银行遭到抛售。5月5日因美国发布强劲的就业数据，市场的风险偏好再度回升，美国银行股及标普指数等风险资产全线攀升，经济衰退的忧虑暂时消退了。

◆ 分析：

1) 供需方面：从原油自身供需格局看，并未看到太大的波动。供应端利空的一点是俄罗斯原油减产不及预期，4月最后一周俄罗斯的原油海运出口量创出一年高点，考虑到俄罗斯对欧盟管输原油 50 万桶/日的减量，如果遵守减产承诺50万桶/日的量级，俄罗斯4月原油海运量更可能是持平，而非大幅攀升。美国原油产量增长乏力的迹象再度显现，例如5月5日当周美国美国油气钻机数量创2月以来最大的降幅，钻机数是产量走势的先行指标。原油需求仍表现较好。中国五一出行人数高达2.74亿人次，同比大增70%，绝对值恢复到了2019年的119%。全球航空交通量周度延续升势，5月2日至8日的客运航班计划意味着全球航空燃料需求将比前一周增长1.7%，达到每日623万桶；国内和国际航班的航空燃料需求将分别按计划周环比增长1.3%和2.0%。

2) 价格结构方面：WTI和SC月差走弱，全球最大的贸易基准 Brent 月差周度走高，成品油裂解价差开始分化，汽油裂差走弱，柴油裂差见底回升。展望后市，我们认为宏观对油价的冲击告一段落，OPEC+计划的 5月减产将正式实施，未来我们将看到库存的下滑，价格再度探底的可能性较低，价格以区间震荡为主。

2) 投资建议与风险提示：投资方面，建议SC2306 合约试多，或做多 06-08 合约价差；而风险方面，需关注OPEC+减产不兑现，或全球经济陷入大幅衰退所带来的风险冲击。

谢 谢！

光大信托，助力社会更美好！