

【宏观经济】宏观及金融市场周报 (2023年第18期)

2023年5月15日

发展研究与战略管理部

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

- 社融：信贷社融大降，继续维持“弱复苏”环境
- 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：

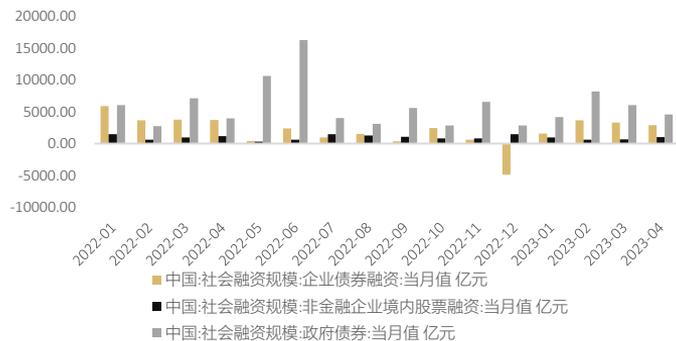
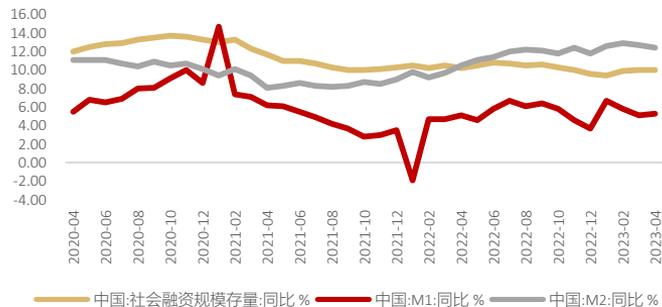
5月11日，央行发布数据显示，4月社会融资规模增量为1.22万亿元，人民币贷款增加7188亿元，较3月的5.38万亿元和3.89万亿元明显回落。万得（Wind）数据显示，此前市场机构对社融、信贷增量的预期均值分别为1.72万亿元和1.14万亿元。

◆ 分析：

1) 4月社融不及预期，主要源于信贷乏力。4月社融新增1.22万亿元，（前值约1.96万亿元），主要源于人民币贷款增势放缓。4月新增社融同比多增2729亿元，主要得益于企业中长期贷款支撑和表外融资改善，而同比增幅较小（前值7079亿元）则主要是受居民中长期贷款、票据融资和企业债券融资拖累。4月末，社融存量同比增速较上月持平于10%。

2) 居民信贷由正转负，企业信贷继续向好。4月对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿元，明显低于市场预期（万得一致预测1.14万亿元）和季节性（近三年同期均值约1.09万亿元），同比多增729亿元，我们预计是受信贷前置发力后放缓、楼市销售转弱、提前还贷等因素的影响所致，经济内生动能较弱。

3) 居民存款同比多减，M2-M1剪刀差收窄。4月末，人民币存款余额同比增长12.4%，增速较上月小幅回落0.3pct，继续保持较高水平。值得注意的是，4月住户存款减少1.2万亿元，同比多减4968亿元，或与消费、资本和理财市场回暖及提前还贷相关。



◆ 核心观点：

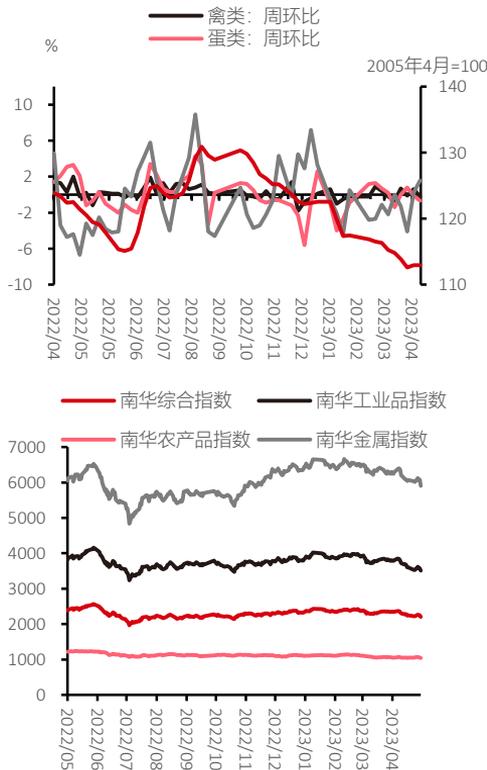
2023年5月6日-2023年5月12日，蔬菜和农产品分别环比变动-0.55%、-0.48%；周内大宗商品价格5月以来环比下跌1.69%。

◆ 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125.37、124.35，分别环比变动-0.55%、-0.48%，5月以来菜篮子价格指数、农产品价格指数环比分别变动-2.03%、-1.66%。本周食用农产品价格指数未更新，上周为112.97，环比持平前值，5月以来环比下跌0.53%，其中上周禽类、蛋类、蔬菜类食用农产品价格指数周环比为-0.2%、-0.7%、1.6%。本周重点监测的28种蔬菜价格和7种水果价格平均为4.87、8.08元/公斤，周环比变动分别为-0.61%、2.51%，5月以来环比变动0.5%、1.72%。本周全国猪肉平均价格未更新，上周为24.63元/千克，较前值变动-0.08%，5月以来环比下跌0.76%。

2) 本周生产资料综合价格指数暂未更新，上周为109.37，5月以来环比下跌1.69%。

3) 南华综合价格指数本周均值为2243.61，上周为2224.39，环比上涨0.86%，5月以来环比下跌3.91%。其中工业品、农业品、金属、能化、贵金属本周均值分别为3569.46、1055.38、6042.59、1730.51、769.89，分别较上周变动1.14%、-0.04%、0.32%、1.66%、-0.84%。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-5.62%、-0.46%、-3.36%、-6.89%、2.34%。本周中国大宗商品价格总指数未更新，上周为174.43，较前值变动-2.46%，5月以来环比下跌4.04%。



◆ 核心观点：

2023年5月6日-2023年5月12日，煤炭价格环比下跌3元/吨；铁矿石环比上涨0.39%，5月以来环比下跌7.96%；布伦特原油价格环比上涨2.38%，本周黄金价格环比上涨0.97%。

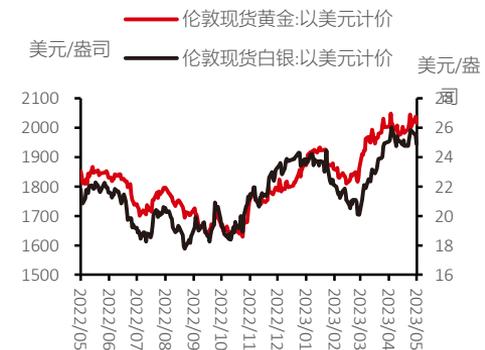
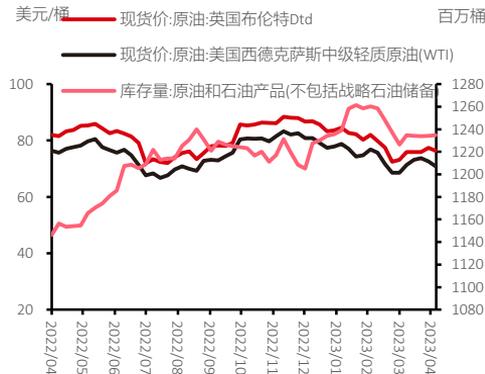
◆ 分析：

1) 本周环渤海动力煤价格指数报收于729元/吨，前值为732元/吨，环比下跌3元/吨，5月以来环比下跌0.41%。南华焦煤价格指数本周平均值为3594.01，5月以来环比下跌12.25%。六港口炼焦煤库存量本周为189.2万吨，5月以来同比增长17.99%，高于4月19.9个百分点。

2) Mypic矿价综合指数本周均值为120.68，上周均值为120.21，环比上涨0.39%，5月以来环比下跌7.96%。本周国内铁矿石港口库存量为12738万吨，5月以来同比下降7.93%，高于4月4.46个百分点。

3) 本周英国布伦特原油（Dtd）现货价均值为76.54美元/桶，前值74.76美元/桶，环比上涨2.38%，5月以来Dtd现货价环比下跌11.23%。本周美国西德克萨斯中级轻质原油（WTI）现货价均值为72.58美元/桶，前值71.16美元/桶，环比上涨1.98%，5月以来WTI原油环比下跌9.63%。本周OPEC一揽子原油价格为76.54美元/桶，前值为76美元/桶，环比上涨0.71%，5月以来OPEC一揽子原油价格环比下跌9.39%。

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-0.79%、0.04%、-1.96%、-0.58%、-4.7%、-0.99%、0.69%、-0.19%。5月以来阴极铜、锌、锡、铅、镍、铝、黄金、白银分别环比变化-3.33%、-3.5%、0.67%、-0.05%、-2.21%、-2.52%、0.97%、1.42%。



◆ 核心观点：

2023年5月6日-2023年5月12日，本周南华工业品指数上涨至3569.46，上周为3529.21，环比上涨1.14%。5月以来南华工业品价格指数环比下跌5.62%。

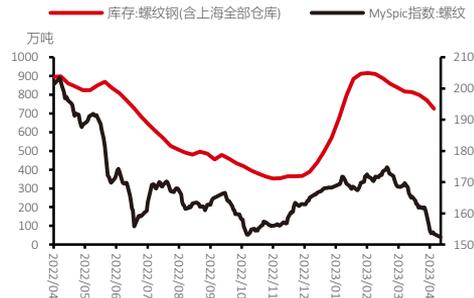
◆ 分析：

1) 本周钢铁Myspic综合钢价指数均值为143.88，前值为143.55，环比上涨0.22%，5月以来环比下跌5.51%；其中螺纹Myspic价格指数为152.17，前值为151.29，环比上涨0.58%，5月以来环比下跌5.43%。本周主要钢材库存未更新，上周为1330.25万吨，5月以来同比下降12.41%，高于4月0.88个百分点，本周螺纹钢库存量未更新，上周为675.66万吨，5月以来同比下降18.82%，低于4月1.59个百分点。

2) 本周全国水泥价格指数均值为133.49，前值为135.35，环比下跌1.38%；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-3.03%。

3) 本周中国盛泽化纤价格指数均值为99.06，低于上周均值99.17，5月以来价格环比下跌0.9%。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-1.44%、-0.98%、5.24%、2.64%、0.62%、-0.89%、1.87%、-1.07%。

4) 5月以来棉花、苹果和菜籽粕价格环比上涨幅度最大，豆油和棕榈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-1.82%、-1.22%、-0.63%、-4.96%、-5.49%、-3.15%、-1%、5.3%、2.41%、-4.08%、3.83%、-5.52%、4.39%。



◆ 核心观点：

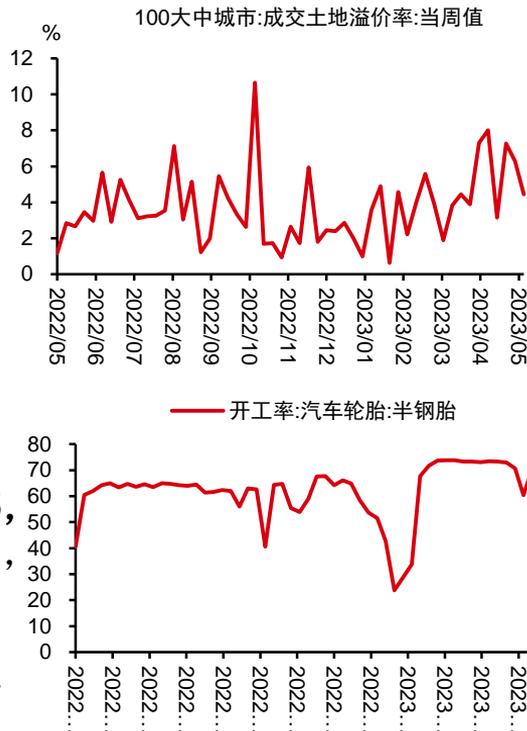
2023年5月6日-2023年5月12日，5月以来30大中城市成交套数同比下降0.34%。上周100大中城市成交土地占地面积较前值环比变动8.4%；5月以来汽车零售同比增长67.18%，批发销售同比下降1.17%；BDI数据环比变动上涨4.0%。

◆ 分析：

1) 本周30大中城市房地产成交套数累计为20696套，较上周环比变动23.13%，其中一、二、三线城市比重分别为23.41%、53.47%、23.12%。5月以来30大中城市成交套数同比下降0.34%。本周100大中城市成交土地占地面积未更新，上周为1342.2万平方米，较前值环比变动8.4%，5月以来100大中城市成交土地占地面积同比下降15.53%，高于4月份6.39个百分点。截至当前除一线城市外，各等级城市5月成交土地溢价率均值均低于4月。

2) 5月1日至7日，乘联会厂家零售日均数量为53509台，厂家批发日均数量为27449台。5月以来汽车零售同比增长67.18%，批发销售同比下降1.17%。本周汽车半钢胎轮胎开工率期末值为70.47%，上周为60.38%。

3) 本周波罗的海干散货指数（BDI）平均指数为1615.33，前值为1553.25，环比变动4%；本周中国出口集装箱运价指数（CCFI）未更新，上周为967.58，前值为964.49，环比变动0.32%。中国进口集装箱运价指数（CICFI）为998.95，前值为1027.29，环比变动-2.76%。5月以来波罗的海干散货指数环比变动6.72%，中国出口集装箱指数和进口集装箱指数分别环比变动2.01%、-5.96%。



◆ 核心观点：

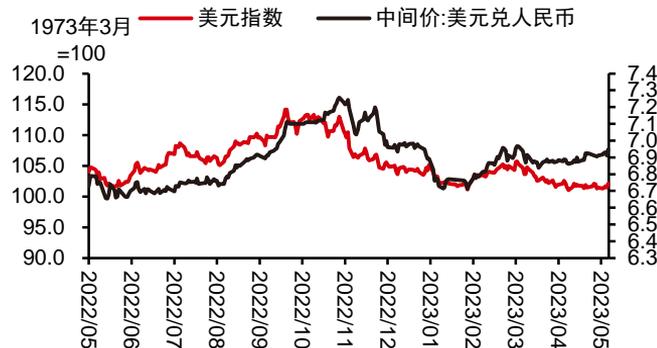
2023年5月6日-2023年5月12日，本周央行公开市场货币净回笼6860亿元。利率方面，本周货币市场利率涨跌不一，国债收益率全面下跌；汇率方面，美元兑人民币汇率中间价维持在约6.926水平，人民币呈现轻微贬值趋势。

◆ 分析：

1) 本周央行公开市场开展逆回购410亿元，逆回购到期7270亿元，货币净回笼6860亿元。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1.95%，高于上周均值1.94%，期初值为2.004%，期末值为0%，最高值为1.902%。SHIBOR隔夜利率本周均值为1.24%，低于上周均值1.33%，期初值为1.408%，期末值为1.32%。

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2.1%、2.4%、2.56%、2.73%、3.18%，周变化为-2.85bp、-1.87bp、-1.86bp、-1.35bp、-1.04bp，**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6.916，最高值为6.948，期末值为6.948，本周均值6.926，略高于上周均值6.908，人民币呈现**轻微贬值趋势**；即期汇率最高值为6.940，最低值为6.917。





02

监管政策

- “北向互换通”交易正式“通车”
- 证监会指导交易所修订 REITs 审核关注事项指引
- 年内八家金融机构被自律调查

◆ 事件：

5月15日，“北向互换通”下的交易正式启动，中国香港及其他国家和地区的境外投资者可通过两地基础设施互联互通参与内地银行间利率互换市场。

◆ 分析：

1) **丰富投资者风险管理工具。**“北向互换通”的推出是中国债券市场对外开放进程中的又一重要里程碑。“北向互换通”将境外投资者的投资范围从债券扩大到利率衍生品，可为其提供有效的利率风险管理工具和较大的交易灵活度，并提高他们进入中国债券市场的积极性。此外，引入境外投资人后，境内衍生品市场的流动性也将得到加强，投资者更加丰富，定价机制亦将得以完善。自2017年7月份“债券通”业务推出以来，我国银行间债券市场对外开放程度不断加深，境外投资者对于境内人民币债券资产的需求持续增加，对人民币利率风险管理的需求也日益迫切。“北向互换通”允许境外机构直接与境内报价商进行人民币利率互换交易，这将丰富境外投资者的利率风险管理工具，深化香港与内地金融市场的良性互动，进一步推动中国金融市场高质量发展和高水平对外开放。“北向互换通”业务也将进一步丰富人民币利率互换市场的参与者种类，加强人民币利率互换品种的价格发现功能，提升人民币利率互换市场的流动性。

2) **4家券商入选首批报价商。**此前，中国外汇交易中心发布首批“北向互换通”报价商名单，包括10家中资银行、6家外资银行以及4家券商（中信证券、国泰君安证券、中金公司、东方证券）。

3) **券商发挥优势履行责任担当。**需要注意的是，券商在担任“北向互换通”报价商角色时，在报价竞争力、交易执行效率、风险把控能力、跨境能力等各方面都面临着新要求。其一，要求做市商本身有精准的定价能力，能够及时、准确报价；其二，要求做市商有较强的风险管理能力和跨品种交易能力，可以有效使用现券、期货实现做市敞口对冲；其三，要求做市商有客户的深度覆盖并充分了解其需求偏好。

◆ 事件：

5月12日，在证监会指导下，沪深交易所分别发布《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第1号——审核关注事项（试行）（2023年修订）》、《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第1号——审核关注事项（试行）（2023年修订）》（以下统称《REITs 审核关注事项指引》）。

◆ 分析：

1) **持续完善 REITs 信息披露制度规则。**《REITs 审核关注事项指引》坚持制度化、规范化和透明化原则，着力构建符合 REITs 特点及规律的审核和信息披露体系。一是深入总结试点经验，明确产品设计、项目审核和信息披露要求，促进形成市场共识，进一步提高市场规范运作水平。二是结合产业园区、收费公路等大类资产行业特性，在 REITs 现行审核和信息披露要求的基础上，从项目合规、历史运营以及评估参数设置等多维度细化了两大类资产的审核关注重点，强化信息披露要求，提升监管的精准性和高效性。

2) **累计29只REITs获注册批复。**据Wind资讯数据显示，截至5月12日，上市 REITs共27只，合计募资908.92亿元，总市值合计908.47亿元。此外，中金山高REIT、中金湖北科投光谷REIT已获证监会注册批复，尚未启动发行，即累计29只REITs获得注册批复。已获批项目涵盖了仓储物流、产业园区、收费公路、污水处理、清洁能源和保障性租赁住房等多种主流基础设施类型，在盘活存量资产、扩大有效投资方面发挥了重要作用。

3) **“指引”优化审核流程，加快上市节奏。**《REITs 审核关注事项指引》突出以“管资产”为核心，进一步优化 REITs 审核关注事项，强化信息披露要求，明确产业园区、收费公路两大类资产的审核和信息披露标准，提高成熟类型资产的推荐审核透明度，加快发行上市节奏，推动 REITs 市场高质量发展。下一步，证监会将指导证券交易所持续完善 REITs 信息披露制度规则，研究制定出台定期报告和临时公告披露指引等。

◆ 事件:

5月以来,中国银行间市场交易商协会(简称“交易商协会”)对3家机构启动自律调查,对5家金融机构及个人予以相应自律处分。《经济参考报》记者统计发现,截至5月13日,年内已经有包括建设银行、中国进出口银行、工商银行在内的8家金融机构被交易商协会启动自律调查,远超去年同期。

◆ 分析:

1) **银行类金融机构违规占比高**。根据交易商协会发布的工作动态统计,今年以来,上述8家被陆续开展自律调查的金融机构当中,5家机构在债券发行环节涉嫌违规,3家机构涉及承销环节。其中银行类金融机构占绝大多数,包括了政策性银行、全国性银行、城商行等。

2) **严查违规债券代持交易**。除了对以上8家机构开展自律调查以外,近期,交易商协会集中查处一批违规债券代持交易的金融机构。5月8日,交易商协会公告通报,大连银行等多家机构存在债券代持交易等违规行为。郑州银行、江西银行和青岛银行,内控执行不严或流于形式,未有效评估交易合理性,作为中间方以现券买卖或做市等方式参与债券代持交易链条,交易笔数和金额较大。

3) **债券市场严监管态势持续**。在针对前述8家金融机构开展自律调查的同时,交易商协会强调,银行间债券市场参与机构,在从事相关业务过程中,务必牢固树立市场责任意识,严格遵守相关监管规定和自律规则要求,合规展业,自觉维护银行间债券市场运行秩序。当前对整个金融资本市场的监管越来越趋于规范和严格,这是一个趋势。在新的监管框架下面,对于银行和庞大的债券市场的监管体系,也正在调整和优化。在金融市场结构化改革过程中,特别是针对庞大的债券市场的规范化发展,从市场和规则两方面也将面临一些新的变化。



03

行业动态

- 拆解60家信托年报——增长乏力、业绩承压
- 集合信托发行与成立显见疲态 多重因素制约标品信托募资难

◆ 事件:

增长乏力、业绩承压，勾勒出2022年信托业转型阵痛期营收压力不断加大、盈利能力经受考验的发展现状。截至目前，59家信托公司已渐次披露2022年“成绩单”。

◆ 分析:

1) **创新业务驱动受托规模回升。**2022年，59家信托公司受托管理的信托资产规模为20.16万亿元，是自2020年跌破20万亿规模后首次重回20万亿台阶。这一数据按可比口径计算，略微增长了4.31%。信托资产规模分布区间上，共有26家信托公司受托管理的信托资产规模同比实现正增长。其中，中信信托、华润信托、紫金信托、华鑫信托、国投泰康、英大信托、中原信托、百瑞信托等信托资产规模增长在千亿级别以上。信托业务规模增加得益于特殊资产处置、证券信托等资产服务类信托规模大幅度增加。

2) **营收净利大幅下行。**59家信托公司实现营业收入866.65亿元，较2021年减少了19.81%；实现信托业务收入692.11亿元，同比下降16.44%；实现净利润347.97亿元，同比下滑24.81%。净利润方面，TOP10信托公司的具体排名分别是中信信托、华能信托、华润信托、建信信托、江苏信托、五矿信托、平安信托、中融信托、英大信托和粤财信托，其中英大信托和粤财信托近三年来首次进入TOP10。

3) **全行业业务管理费用下降。**59家信托公司业务管理费总额为233.55亿元，同比增速为-14.7%；TOP10信托公司的业务管理费总额为75.05亿元，同比增速为-24.76%，成本费用的降幅远高于行业平均水平。从成本收入比分析，59家信托公司成本收入比平均为32.61%，同比上升了5.3个百分点；TOP10信托公司成本收入比为20.96%，同比下降了3.23个百分点，远低于行业水平。

4) **小部分公司逆袭。**小部分公司逆势走出“独立行情”，这类业绩仍保持增长的信托公司，大致可分为两类：一是头部信托公司，他们展现出了较强的业务腾挪能力；二是部分前期运行稳健、历史包袱不重且积极转型的腰部信托公司，陆续向行业第一梯队发起冲击。目前已披露的60份年报也可看出，在当前创新业务仍难言盈利的情况下，信托公司业绩表现相对较好的“秘诀”，主要体现在手续费及佣金净收入、投资收益、公允价值变动损益等指标上。

◆ 事件：

经过2、3月份的连续增长之后，4月集合信托的发行与成立规模呈现疲态，明显下滑。据公开资料不完全统计，截至2023年5月6日，4月共计发行集合信托产品2187款，环比减少8.61%，发行规模848.34亿元，环比减少14.33%；成立集合信托产品2196款，环比减少16.09%，成立规模486.49亿元，环比减少33.93%。

◆ 分析：

1) **地产政信双双承压。**4月份的集合信托数据显示，非标信托业务和标品信托业务的成立规模均下降超过三成。两类业务规模趋同缩减，甚至导致融资类产品的成立规模占比略有增加，投资类产品规模占比下滑。据公开资料不完全统计，截至2023年5月6日，4月融资类集合信托产品成立规模194.32亿元，环比减少30.76%；投资类产品成立规模283.72亿元，环比减少37.74%。从规模占比来看，4月融资类产品规模占比39.94%，环比增加1.83个百分点；投资类产品规模占比58.32%，环比减少3.57个百分点。一方面，防控风险和处置存量项目是信托公司房地产信托业务的重心，创新业务暂时未成气候，因此房地产信托业务短期内没有大增的可能；另一方面，在新业务尚未取得突出进展的情形下，信托公司对基础产业信托的依赖仍相对明显，短期内基础产业信托业务在集合信托市场中仍将占据相对较高的比重。不过，随着监管层对于政信业务的收紧以及其他机构资金的不断进入，基础产业信托业务可能会受到压制。

2) **标品业务进入稳定期。**经过一季度3个月持续上行之后，4月份标品信托产品的成立数量和成立规模出现明显下滑，但仍保持在较高的水平。截至2023年5月6日，4月标品信托产品成立数量1163款，环比减少12.49%；成立规模149.70亿元，环比减少33.70%。4月份，TOF（基金中的信托）产品成立数量和成立规模也有所下滑。据公开资料不完全统计，截至2023年5月6日，4月TOF结构的标品信托产品成立数量为180款，环比减少8.16%；成立规模40.85亿元，环比减少34.62%。对于标品信托业务，信托公司投研能力是未来盈利的基础，标品信托业务的收入以管理费和超额业绩报酬为主，没有核心的投研能力或难以将标品信托业务作主要的收入来源。



04

机构投资观点

- 权益：
 1. 复苏为主线，风格更均衡
 2. 关注“一带一路”战略推动下的出口新格局
- 固收：
 1. 债券牛市还能延续吗？
 2. 央企发债管理办法影响几何？
- 大宗商品：
 1. 原油：基本面仍有支撑，关注宏观情绪扰动

◆ 核心观点：

A股：目前A股市场整体估值水平不高仍处于历史中低位，我们认为对于后市A股整体表现不用过于谨慎，当前位置市场机会仍大于风险。前期TMT领域受到集中关注，进入5月我们依然认为市场风格有望更为均衡。

◆ 分析：

1) **配置主线：**5月市场机会仍大于风险，风格有望更加均衡。5月内外部需要关注的因素较多，海外方面，美国一季度GDP增速低于市场预期显示美国衰退压力在增加且通胀相关指标增速仍不低；美国部分银行问题再度引发市场广泛关注；美联储5月FOMC会议召开在即，市场关注美国货币政策后续走向；中美关系在5月可能也将继续受到一定关注。国内方面，当前部分经济数据显示内需结构回暖，但4月PMI重新回落至荣枯线之下，表明经济复苏势头尚不稳固，政策有望延续稳中求进基调。

2) **配置建议：**复苏为主线，风格更均衡。目前A股市场整体估值水平不高仍处于历史中低位，我们认为对于后市A股整体表现不用过于谨慎，当前位置市场机会仍大于风险。前期TMT领域受到集中关注，市场风格有望更为均衡。

3) **配置思路：**①**基本面修复弹性大且政策继续支持的领域，如泛消费行业和地产链等。**本次政治局会议指出“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，内需支持政策仍值得关注。随着国内经济的逐步修复，特别是增长内生动能的进一步回暖，我们认为消费板块、地产链条等具有较大的弹性，一季报消费领域业绩率先复苏且弹性相对较大，建议在配置上把握基本面有望实现持续改善的板块，如食品饮料、医药和地产后周期的家电、家居等相关行业。②**关注产业链安全、数字经济等政策支持的增长领域，注重行情节奏。**本次政治局会议重点提及了新能源汽车、充电桩、储能、配套电网、人工智能等方向，预计政策支持的增长领域仍会有相对表现，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逐步修复。中期维度成长风格的结构性价值得关注，但短期内需注重节奏，前期TMT板块估值中枢与交易集中度的提升可能会带来波动风险，未来行情的持续性取决于产业新趋势及景气程度。③**主题层面重点关注受益于“一带一路”、低估值国企修复相关板块。**根据报道中国-中亚峰会预计5月将在西安举行，结合当前的全球大国政经环境及中国对外战略，关注一带一路相关领域的投资机会。国央企估值水平去年底至今已有所修复，但和A股整体估值相比仍有差距，后续可能依然存在继续修复空间。

◆ 核心观点：

A股：主要指数方面，过去一周（2023年5月8日-2023年5月12日）各项股指全线下跌，上证指数报收3272.36点，周跌1.86%；深证成指报收11,005.64点，周跌1.57%；创业板指报收2,252.38点，周跌0.67%。资金方面，过去一周银行间市场主要资金利率上行。截至2023年5月12日，DR001报1.3158%，DR007报1.8089%，分别较5月6日上行23.54bp和8.83bp，过去一周银行间资金面趋紧。

◆ 分析：

1) 行业配置方面，①关注大消费板块景气度持续修复。政策层面多次强调扩大内需，消费市场需求有望持续释放。②关注科技板块长期投资价值，4月政治局会议提出“要重视通用人工智能发展”，预期后续政策将会向科技行业倾斜，叠加我国数字经济、数字中国建设红利，建议关注计算机、电子等领域长期投资价值。③关注中国特色估值体系及国资国企改革相关板块，中特估及央企国企概念自提出以来均有不错表现，预期后市将成为市场重要主线之一。

2) 市场行情来看，主要行业中，过去一周涨幅前五位的行业分别为公用事业、煤炭、汽车、电气设备、纺织服装，涨幅分别为1.95%、1.55%、1.53%、1.25%、0.29%；跌幅前五名的行业分别建筑装饰、传媒、有色金属、商业贸易、通信，跌幅分别为5.98%、5.97%、3.54%、3.45%、3.15%。估值水平来看，截至2023年5月12日万得全A估值水平（PE_TTM）为17.93倍，处于历史分位数的30.7%。从主要行业PE_TTM来看，有色金属、电气设备、采掘、银行、交通运输所处的历史分位数较低。

3) 投资建议从行业配置方向看，建议关注①数字经济、数字中国带动下的计算机、电子等板块；②科技创新方向的芯片、半导体等领域；③关注业绩兑现，建议关注白酒、消费电子、家电、医美、医疗服务等。主题性投资机会方面，建议关注①中国特色估值体系及国资国企改革相关板块；②“一带一路”倡议带动下的相关领域。

◆ 核心观点：

考虑到波动风险的加大，适当控制投资组合久期，但仍可维持在中性水平以上，5年和10年的利率是更好的配置选择。信用债优选3Y高等级，3-5年高等级二永债配置价值仍存。

◆ 分析：

1) 观察这轮利率的回落，可以发现长端利率在4月26日率先突破了2.8%的重要关口，领先于短端下行，而1Y期存单利率在节后资金面转松以及存款利率下行的影响也出现了大幅回落。因此，我们认为本轮利率下行本质上是对于基本面的重新定价，而资金宽松在其中起到了推波助澜的作用。但对于存款利率下行的影响需要客观看待。前期部分银行调降存款利率更多是对于大行在去年9月下调的补降；通知存款与协定存款上限的调整，是将其上浮标准从比照1年期定期存款调整为比照活期存款管理，本质上也是对存款上限自律运作机制的调整，而非调整上限本身。逻辑上，银行负债成本的下降有望推动国内利率中枢下行，对债券市场无疑是利好，但通知存款与协定存款利率的调整更多影响银行对企业端的负债成本，非银的协定存款和同业存款并不受到这样的上限管理，其影响相对间接。

2) 对于债券市场而言，资金利率的变化影响更大，而当前存款利率形成机制的调整，对于资金价格难以产生直接影响，我们认为这反而说明监管在短期内可能不愿调降MLF利率。尽管央行在以往的降息周期前几乎都会先调整利率形成机制，如果后续基本面压力增大降息的可能性并不能排除，但短期来看，存单利率基于存款利率调整而大幅下行似乎有些反应过度，我们应该更重视其长期影响而非短期冲击。近期隔夜利率的大幅走低也是存单利率下行的重要原因，但隔夜利率与DR007的利差也明显增大。我们认为，这反映了央行回归传统的货币政策框架、解除了隐性支持后，在非银机构杠杆率偏高的背景下，需要较高的超储率才能将DR007维持在政策利率附近，但在超储率偏高、尤其是3月中下旬MLF以及降准带来的中长期流动性投放后，银行融出规模显著上升，银行融出又以隔夜为主，这就造成了隔夜与7天利差的增大。尽管由于中长期流动性充裕，隔夜利率中枢偏低的情况可能还会持续一段时间，但当税期等因素对于银行融出意愿造成冲击后，资金面的波动仍会存在，资金利率很难维持在类似上周的低水平。如果未来资金面波动加大，存单利率仍有上行的可能。

3) 但从高频数据来看，节后国内商品房销售环比小幅回升，但绝对规模仍然不高，螺纹钢表观需求与水泥发运率显著弱于往年，国内黑色系商品价格仍在下行过程中。这样的数据显示随着疫后积压需求逐步释放完毕，基本面偏弱的态势尚未改变。考虑在4-5月的低基数影响下，宏观数据的读数有望进一步上升，我们预计政策加码的概率仍然相对有限，在这样的背景下，债券市场面临的环境仍然有利。

◆ 核心观点：

近期，国务院国资委发布《中央企业债券发行管理办法》（以下简称《管理办法》，《中央企业债券发行管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）同时废止。《管理办法》预计将降低央企高风险债占比和年初发债占比，有利于维持较低的违约率。

◆ 分析：

1) 《管理办法》大大加强了国资委对央企发债的管控，文件内容高度关注防范债券违约。《管理办法》约束央企发行的所有境内境外公司信用类债券，并明确规定央企子公司发债规模和结构也要一并报国资委审批，而之前只约束公司债和企业债，对子公司的约束也较少。加强央企发债管控的目的是更好地促进央企经营发展以及更好地防范债券违约，其中后者受到的关注度更高。《管理办法》中防范债券违约的具体措施包括短期防流动性风险和中期控规模和结构两个方面。《管理办法》虽然提到展期也属于违约债券处置的措施之一，但预计实际频率会较低。

2) 铁物资事件后国务院国资委就高度关注防范央企债券违约，之后较纯粹央企再未出现债券违约或其它重大风险事件。2015年4月保定天威开启了央企债券违约的先例，而2016年4月的铁物资债券暂停交易事件对市场产生冲击较大。之后国资委就加强了对央企债券的管理，尤其重视防违约，最近的一次表态是在2023年1月。该月国资委在新闻发布会上表示2023年要“强化负债率刚性约束，确保债券违约零发生”。正是在国资委的重视下国资委体系下较纯粹的央企再未出现大的信用风险事件。违约的新疆和钢虽然被万得划分为央企，但属于国资委直管央企的相对控股的孙公司。

3) 《管理办法》预计将降低央企高风险债占比和年初发债占比，有利于维持较低的违约率。本次《管理办法》延续了永煤违约以来严控国企特别是弱国企发债的精神，系统性夯实了制度安排，后续在地方国企也较可能沿用，预计接下来信用债融资占比尤其是弱资质信用债占比仍有压降的压力。同时在违约防控措施加强的背景下，央企债券违约风险有望继续维持在较低水平。

◆ 核心观点：

短期宏观情绪主导市场行情，油价上方压力较大，但考虑自身基本面仍有支撑以及OPEC+的减产能动性，预计布油70美元/桶仍有支撑，短期受宏观情绪拖累，油价或延续低位震荡，后期待宏观情绪好转，市场风险偏好得以修复，预计油价在基本面支撑下将有所上行。

◆ 分析：

1) 供给：1. 欧佩克+宣称自5月份开始自愿减产量达到166万桶/日，实际影响方面，5月起OPEC+原油产量预计将环比减少115万桶/天左右。JMMC下一次会议定于2023年6月4日举行。2. 俄罗斯能源部表示，该国4月份的石油减产量几乎达到了目标水平，消息人士说，能源部的数据显示，俄罗斯4月份的日均原油相当于每天967万桶，意味着比减产基准即2月份的的产量低44.3万桶/日。截至5月5日当周，俄罗斯的原油出口量环比减产约46万桶/天至362万桶/天。3. 美国至5月13日当周石油钻井总数586口，前值588口。截至5月5日当周，美国原油产量为1230万桶/日，环比持平。

2) 需求：5月份欧美逐步步入出行旺季，原油需求预计边际向好；国内方面，炼厂的季节性检修量有所增加，5月国内炼厂开工预计环比有所减弱，五一节后汽油需求有所放缓，柴油需求则仍待修复，关注国内经济弱复苏的兑现情况。

3) 库存：美国至5月5日当周EIA商业原油库存+295.1万桶，汽油库存-316.7万桶，精炼油库存-417万桶，航空煤油库存-171.9万桶，燃料油库存+81.9万桶。截至5月5日当周，欧洲ARA地区原油库存环比-36.1万桶；截至5月11日当周ARA成品油库存环比+24.7万吨。截至5月10日当周，新加坡成品油库存环比-56.3万桶。

4) 观点：短期宏观情绪主导市场行情，油价上方压力较大，但考虑自身基本面仍有支撑以及OPEC+的减产能动性，预计布油70美元/桶仍有支撑，短期受宏观情绪拖累，油价或延续低位震荡，后期待宏观情绪好转，市场风险偏好得以修复，预计油价在基本面支撑下将有所上行。

谢谢!

光大信托，助力社会更美好！