

一、资金市场

(一)上周市场回顾

1. 银行间质押式回购

本周银行间资金面全周维持宽松，银行与非银齐齐大力供给，隔夜与跨月价格周内维持下行趋势，各机构跨月无忧。观察分机构融出情况，政策性银行与大型商业银行本周净融出稳定在2.7-2.9万亿之间，全市场融出占比窄幅波动在81-83%之间；股份制商业银行本周发力融出，隔夜与跨月期限均大量供给，单日净融出金额突破五千亿，融出占比提升至16%以上。

隔夜期限方面，本周R001均值1.61%较上周大幅下行57BP。银行充裕、主动支持供给，午后X-repo减点融出频频，月末最后一天同样无惊无险宽松收盘，各机构全天充足供给，早盘定价在2.45-2.5%融出，十点附近市场降价至2.2%押利率、2.3%押信用位置，午后更是持续减点至押利率1.65-1.8%之间、押信用2.0%融出。

7天期限本周R007均值2.46%较上周小幅上涨14bp，DR007均值几乎与上周持平。周内的市场报价呈现阶段式下行，周一早盘市场先持观望态度，押地方2.8%、信用3.0-3.2%试探性报出，至午后已降价至押地方国股2.5-2.55%、押信用2.6-2.65%融出；后价格稳定在此区间直至周四午后，当日午后市场报价降至押地方国股2.4-2.45%、押信用2.5-2.6%报出；月末当日7天报价则跟随隔夜持续下行，报价与隔夜（占款日6天）基本相当。

14天期限本周受五一假期影响，市场供需两旺，周一早盘观望情绪消散后，质押各券市场2.55-2.6%报出，周二周三质押地方2.45-2.5%、质押信用2.5-2.55%成交火爆，周四开始14天需求转弱，质押地方国股2.4%、质押信用2.5%附近融出。

本周质押式回购成交情况：

日期	R001		R007		R014		R1M		R3M	
	R(N)	DR(N)	R(N)	DR(N)	R(N)	DR(N)	R(N)	DR(N)	R(N)	DR(N)
2023/4/24	1.76	1.60	2.60	2.07	2.71	2.44	2.61	-	2.57	-
2023/4/25	1.75	1.66	2.44	2.04	2.56	2.37	3.22	-	3.01	-
2023/4/26	1.32	1.20	2.40	2.06	2.50	2.34	2.61	2.50	2.50	-
2023/4/27	1.04	0.85	2.48	2.25	2.50	2.38	2.56	-	2.73	-
2023/4/28	2.23	2.13	2.37	2.32	2.43	2.32	3.49	-	2.50	-
本周均值	1.61	1.49	2.46	2.15	2.54	2.37	2.90	2.50	2.88	-
上期均值	2.18	2.10	2.31	2.14	2.52	2.31	2.59	2.39	2.59	2.57
变化(bp)	-57	-61	14	1	2	5	31	11	29	-257

本周质押式回购成交量情况：

日期	R001		R007		R014		R1M		R3M		总量(亿)
	成交量(亿)	占比	成交量(亿)	占比	成交量(亿)	占比	成交量(亿)	占比	成交量(亿)	占比	
2023/4/24	58894	86.3%	5132	7.8%	3933	5.8%	72	0.11%	6.8	0.010%	67290
2023/4/25	56600	86.2%	4585	7.4%	4104	6.2%	9	0.01%	5.0	0.008%	65671
2023/4/26	58110	86.1%	4282	7.8%	4007	6.0%	58	0.09%	0.1	0.000%	67519
2023/4/27	48745	77.8%	10645	17.0%	3207	5.1%	41	0.07%	0.2	0.000%	62882
2023/4/28	27084	74.3%	8713	23.9%	608	1.7%	1	0.00%	0.2	0.001%	36437

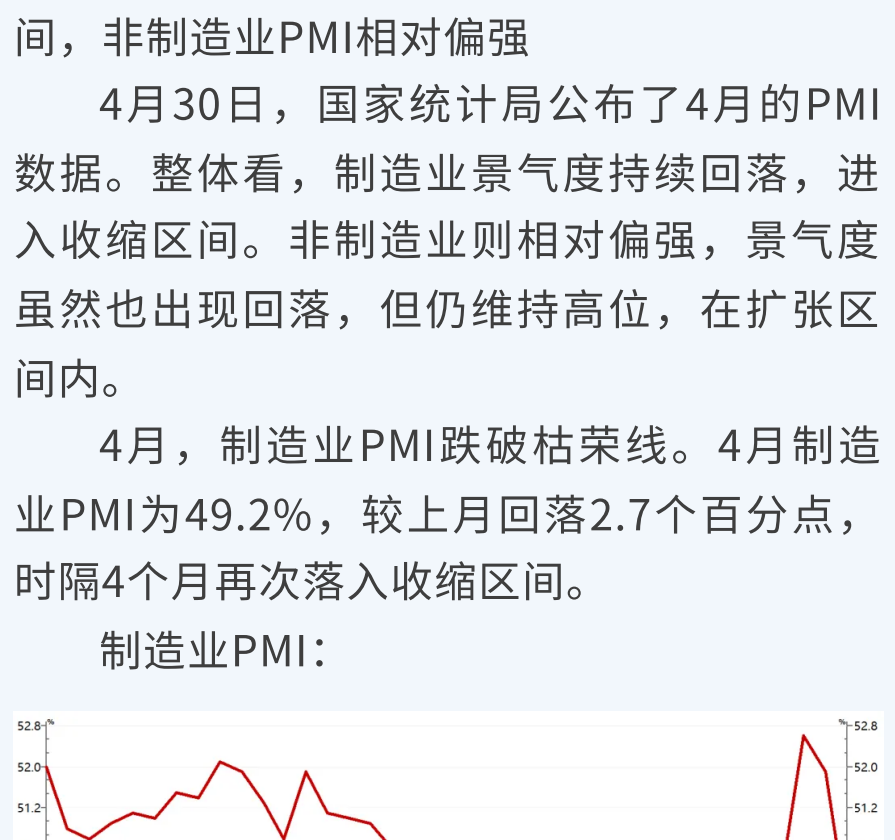
2. 交易所回购

月末最后一周交易所资金价格涨跌互现，周初7天品种正式跨月，上周五的涨势叠加跨月需求继续推高其定盘，周一7天定盘升至全月最高2.78%，周二起各期限品种全线恢复平稳下行走势，成交中枢也明显下移，隔夜定盘再次回落至2.05%以下，7天跨月品种则逐步跌破2.5%，其他长期限品种则向2.4%靠拢。周四隔夜品种清算上跨月，一早虽有惯性走高，一度逼近2.9%，好在很快恢复平稳走势，尾盘再次下探至1.9%以下，虽然定盘均值有所反弹，但相较3月末的高价涨幅相对有限，周四、周五隔夜定盘基本保持在2.25%附近，全周定盘均值较上周小幅回落至2.2%以下；其他长期限品种则继续回落，7天、14天品种成交均价在周五下探至2.25%以下，28天品种成交均价则回落至2.26%附近。从成交量来看，本周交易所回购日均成交量继续回落至1.54万亿以下，除隔夜品种出现缩量成交，其余期限均有不同程度增量。

品种	上周均价(%)	本周均价(%)	涨跌(bp)	上周成交总量(亿)	本周成交总量(亿)	增减量(亿)
204001.sh	2.24	2.16	-8	13225	12642	-583
204002.sh	2.24	2.36	2	116	195	79
204003.sh	2.28	2.35	8	118	124	6
204004.sh	2.28	2.42	14	80	103	23
204005.sh	2.35	2.49	14	1588	1592	4
204014.sh	2.49	2.41	-8	388	558	179
204028.sh	2.42	2.37	-5	81	103	22

3. 公开市场操作

本周公开市场共有2120亿元逆回购到期，央行累计开展了6380亿元逆回购操作，实现净投放4260亿元。



4. 存单市场

一级市场：

本周同业存单一级市场，受到到期日和跨月起息的影响，整体需求陆续减弱。1M期限，国股询价在2.0%-2.15%位置需求寡淡，AAA城商行在2.20%-2.25%位置需求一般；3M期限，国股大行在2.43%位置募集到一定需求，随后降至2.35%位置无人问津，AAA城商行在2.40%-2.45%位置收到需求；6M期限，国股大行在2.49%位置迅速募满，后面受到到期日的影响，报价在2.45%位置无需求，AAA城商行在2.50%-2.72%位置吸引不少买盘关注；9M期限，国股大行在2.50%-2.60%位置需求寥寥，AAA城商行在2.55%-2.65%位置收到部分需求；1Y期限，国股大行前期提价至2.64%位置募集火爆，供不应求，随后一路下降至2.55%位置需求惨淡，AAA城商行在2.60%-2.70%位置需求冷清，未引起买盘关注。

二级市场：

本周同业存单二级市场成交活跃，跨月资金面不紧张，存单成交整体下行。月内到期存单ofr较少，从2.10%下行至1.85%位置成交；跨月五月份到国股，周前期2.33%-2.34%位置成交，最后下行至+0交割2.05%-2.15%，节后交割1.90%-1.95%位置；落六月份大行国股2.34%一路TKN至2.20%附近亦有成交；三季度到期，国股大行在2.42%-2.44%位置主力成交，最后在2.41%位置维稳；四季度年内到期期限，国股大行开盘2.51%成交，随后一路下行至2.47%位置，至尾盘最低TKN至2.45%位置；跨年不跨一季度期限，周前期在2.60%-2.61%位置活跃成交，最后下行至大行2.55%，股份制2.56%成交；1Y期限，国股再2.63%-2.64%成交，随着跨月额度和资金确认，伴随尾盘ofr减少，买盘情绪高涨，足年大行被TKN至最低2.575%位置成交。

(二)5月1日-5月5日关键事项：

- 第一、本周政府债缴款725亿元；
- 第二、4月财新PMI
- 第三、公开市场周四到期量5620亿，且节后机构到期量集中，流动性产生一定压力。

二、宏观与政策

宏观事件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。会议指出，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。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。要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

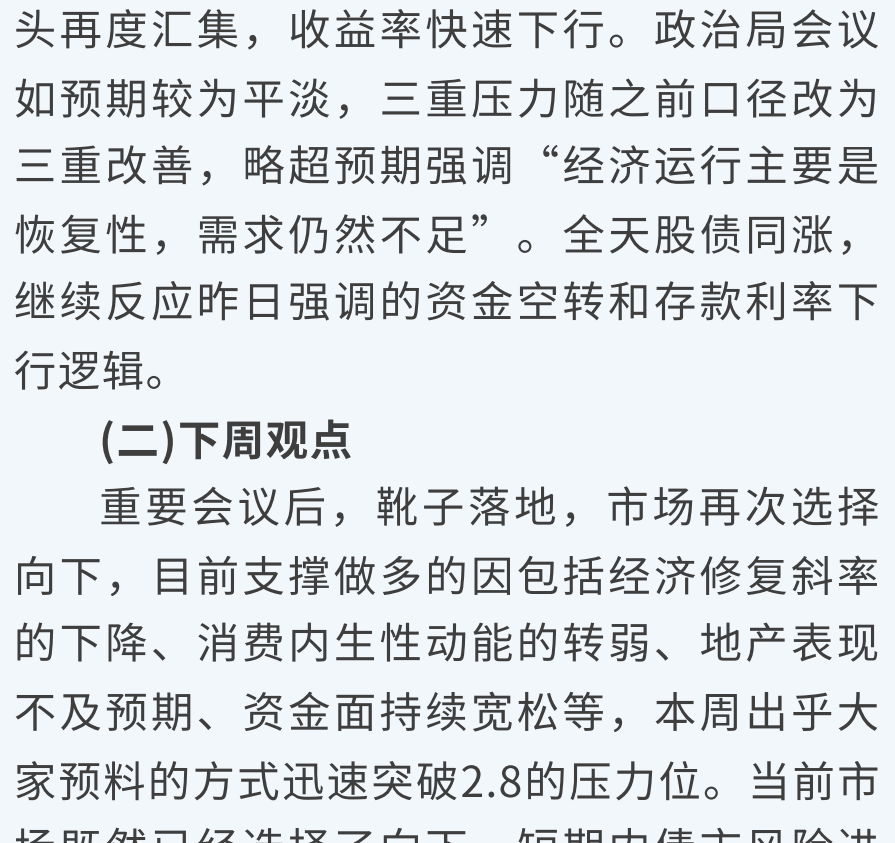
点评：超预期内容不多，政策未转向，不搞强制刺激，与去年经济工作会议精神与一季度货币政策例会的基调一致。强调了“经济增长好于预期”，“市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势”，经济数据好于去年四季度，但也提到“经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”，政策暂难转向。同时提出“发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”，政策刺激空间有限，不搞强制刺激，主要还是以提振信心和预期、激发活力为主要手段，让经济自发的内生修复。提到了“恢复和扩大需求”，对财政和货币的表态没有变化。“多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”，提高消费，主要还是靠居民劳动收入的自然修复。投资端、尤其是基建投资，是政府主动稳增长的重点。

宏观事件2：制造业PMI再次进入收缩区间，非制造业PMI相对偏强

4月30日，国家统计局公布了4月的PMI数据。整体看，制造业景气度持续回落，进入收缩区间。非制造业则相对偏强，景气度虽然也出现回落，但仍维持高位，在扩张区间内。

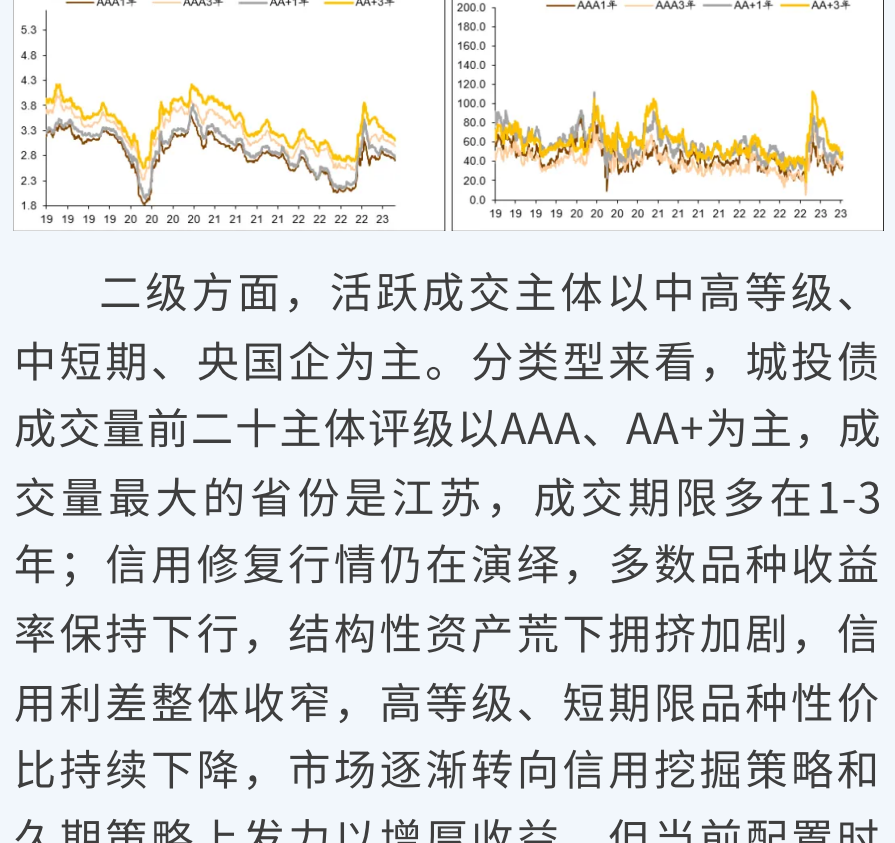
4月，制造业PMI跌破枯荣线。4月制造业PMI为49.2%，较上月回落2.7个百分点，时隔4个月再次落入收缩区间。

制造业PMI：



4月，建筑业、服务业PMI均出现回落。4月建筑业PMI为63.9%，较上月回落1.7个百分点；服务业PMI为55.1%，较上月回落1.8个百分点。

建筑业与服务业PMI：



点评：制造业PMI的回落与季节性有关，2.7个点的环比降幅为历史同期最大，这表明当前制造业企业在一季度处理完积压订单后，生产动能已相对疲弱。虽然非制造业景气度均出现回落，但仍大幅高于50%，表现依旧强势。建筑业的景气主要来自自保交楼与基建拉动，与政策相关度较高。服务业的景气与五一火爆的消费一致，与居民收入、消费意愿等相关，未来能否持续恢复有待观察。

宏观事件3：房地产仍在维持“稳健”修复势头

4月，房地产销售同比高增，1-4月累计同比增速接近10%。据克而瑞数据显示，4月，TOP100房企实现销售操盘金额同比增长31.6%，增速较上月提升2.3个百分点。不过，1-4月，销售操盘金额累计同比增长仅9.7%，整体修复仍在有条不紊推进。

2023年1-4月百强房企单月业绩规模及同比变动(亿元)

从商品房销售面积看，4月30大中城市商品房成交面积同比增长28.4%，增速较上月回落16.6个百分点，出现显著回落。1-4月，商品房成交面积累计同比增长10.9%，表现相对偏弱。

30大中城市商品房成交面积及同比

点评：整体来看，2023年以来中国房地产行业有修复预期，但修复力度并不算强劲，并且势头有逐步放缓的迹象。考虑到一季度对房地产政策并没有实质变化，未来房地产的持续修复仍面临压力。

宏观事件4：2023年“五一”假期，经文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.90%，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%。

据美团数据显示，假期前三天，全国生活服务业线上日均消费规模较2019年同期增长133%，迎五年来最旺五一。其中，全国餐饮消费规模较2019年同期增长92%，景点门票订票量实现翻倍增长。

携程报告也显示，五一假期国内景区门票票量同比增长9倍，较疫前2019年五一增长超2倍；出境游订单同比增长近7倍，多地机酒订单超疫前水平。

点评：“五一”假期出游与消费已经恢复到疫情前水平，显示出国内消费需求的较强弹性与韧性。

三、利率债市场

(一)上周回顾

周一，债市窄幅震荡，全天看现券收益率较昨日变动不大。今日资金面均衡偏紧，但股市延续昨日跌势，现券呈现窄幅震荡走势，长券表现略强。下午召开的央行发布会未释放更多超预期信号，债市仍缺乏方向性指引。全天看现券表现略好于期货，尾盘10年期国债、国开债活跃券收益率分别为2.832%、3.023%，较昨日收盘变动-0.05Bps、-0.3Bps，“10年-1年”期限利差有所收窄。

周二，在重要会议召开前夕，市场情绪迭起，外资疯狂外逃，股市风险偏好迅速下降。相较之下，债市表现也一般，在股市大幅下跌推动下债市几无涨幅，正如前段时间一直秉持的观点，债市继续下行需要催化剂，目前市场观望氛围浓厚，但好在调整空间及风险也不大。早盘10年国开活跃券220低开0.25bp至3.0075%，随后震荡上行，全天收益率上行0.4bp，成交持续缩量，日成交仅926笔。信用债在债市大环境利好催动下交投情绪仍然较高，二永债多以低估值成交为主。

周三，消息面平淡，但国债期货依旧强势拉升，带动现券收益率下行。国开券换券行情带动新券收益率大幅下行。早盘债市情绪一般偏弱，现券收益率略有上行，午后两点多国债期货开始强势拉升，现券跟随情绪一般，直到国债期货接近尾声现券收益率开始迅速下行。10年国开换券行情启动，新券205全天下行2.45bp，成交1235笔，交投活跃。

周四，市场都在等待重要会议指引，盘面先行交易预期。早盘10年国开活跃券205平开2.9750%，随后收益率快速下行，做多情绪从早盘开始延续，虽然日中在股市拉升带动下略有波动，但整体做多情绪非常高涨，205收益率下行1.7bp，全天成交1176笔。10年国债活跃券004收益率下行1.75bp，全天成交699笔。短端受资金面超预期宽松影响，收益率全线下行。

周五，今日资金面延续宽松态势，跨月资金供给极为充裕，如预期实现平稳跨月。十年国债230004开在2.7875，早盘小幅上行，午后快速下行，收盘在2.7775，较上一交易日继续下行。十年国开230205走势与国债相似，开盘在2.96，早盘小幅上行，午后快速下行，收盘至2.943，较上一交易日继续下行。今日随资金面走好，超短券买盘明显增多，收益率大幅下行。长端临近假期早盘成交清淡，午后随政治局会议通稿发出，多头再度汇集，收益率快速下行。政治局会议如预期较为平淡，三重压力随之前口径改为三重改善，略超预期强调“经济运行主要是恢复性，需求仍然不足”。全台股债同涨，继续反应昨日强调的资金空转和存款利率下行逻辑。

(二)下周观点

重要会议后，靴子落地，市场再次选择向下，目前支撑做多的因包括经济修复斜率的下降、消费内生性动能的转弱、地产表现不及预期、资金面持续宽松等，本周出乎大家预料的方式迅速突破2.8的压力位。当前市场既然已经选择了向下，短期内债市风险进一步趋于弱化，目前交易开始出现拥挤的迹象，利差显著压缩，但做多因素暂不能证伪，市场行情没有走到极致。

四、信用债市场

受假期因素影响，一级发行规模下降，发债主体以AAA、AA+为主，发行利率有所下行，发行规模总计3074.60亿元。

二级方面，活跃成交主体以中高等级、中短期、央企国企为主。分类型来看，城投债成交量前二十主体评级以AAA、AA+为主，成交量最大的省份是江苏，成交期限多在1-3年；信用修复行情仍在演绎，多数品种收益率保持下行，结构性资产荒下拥挤加剧，信用利差整体收窄，高等级、短期限品种性价比持续下降，市场逐渐转向信用挖掘策略和久期策略上发力以增厚收益，但当前配置时机不佳，现阶段更应注重防守。

发行主体(%)	1年期				3年期				5年期			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
城投债	2.71	2.81	2.88	2.98	3.10	3.20	3.29	3.39	3.50	3.60	3.69	3.79
银行二永债	2.72	2.77	2.88	2.98	3.13	3.21	3.29	3.39	3.50	3.60	3.69	3.79
银行二永债	2.75	2.81	2.89	2.99	3.17	3.24	3.35	3.45	3.59	3.69	3.79	3.89

资产分类	1年期				3年期				5年期			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
中票	16.0%	14.7%	11.9%	15.7%	15.7%	15.1%	15.1%	12.4%	10.0%	12.4%	12.4%	9.0%
城投债	33.5%	17.2%	14.4%	22.0%	16.5%	17.7%	12.1%	10.1%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
银行二永债	20.0%	33.3%	28.1%	26.4%	32.6%	33.2%	33.2%	14.9%	42.4%	42.4%	42.4%	42.4%

资产分类	1年期				3年期				5年期			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
中票	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
城投债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
银行二永债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
中票	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
城投债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
银行二永债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
中票	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
城投债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
银行二永债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
中票	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
城投债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
银行二永债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
中票	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
城投债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
银行二永债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
中票	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
城投债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
银行二永债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
中票	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
城投债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
银行二永债	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51
中票	4.07	4.00	4.50	4.61	4.61	4.51	4.51	4.51	4			