

海外风险逐步释放，关注经济基本面

一、重要信息点评

1. 3月31日，国内公布3月PMI数据，制造业与非制造业数据均回落至收缩区间，明显弱于季节性，主因疫情冲击对经济形成拖累。3月官方制造业PMI为49.5，预期49.8，前值50.2。分企业规模看，不同规模企业PMI全面回落，大企业相对稳定，中小企业收缩更加明显。分项来看，3月内外需均有回落，供给降幅小于需求。生产端，生产PMI下滑0.9个百分点至49.5%，或与本轮疫情冲击导致局部地区部分企业临时减产停产有关。需求端，新订单指数下滑1.9个百分点，新出口订单下滑1.8个百分点，疫情冲击直接影响国内终端消费需求，同时地缘政治冲突下部分企业出口订单减少或被取消。价格方面，3月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别上行2.6和6.1个百分点，工业品价格环比继续扩张，能源价格为最大拉动项，预计PPI回落节奏或会进一步放缓。此外，本次非制造业PMI为48.4，前值51.6，服务业受疫情影响显著，建筑业PMI虽有所回升，但显著低于季节性，且建筑业预期指数下滑5.7个百分点至60.3%，显示出疫情和地产低迷的压制。总体来看，此次经济数据显示出国内经济三重压力加剧，后续仍需更多财政、地产、城投政策调整。

2. 3月30日，央行货币政策委员会2022年第一季度例会召开。对比2021年第四季度例会，本次对货币政策的定调由“加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”转变为“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度”，同时增加“主动应对、提振信心”，为实体经济提供“更”有力支持，预示着货币政策调节力度将继续上升，后续降准降息窗口仍未关闭。此外，会议提出进一步疏通货币政策传导机制，增强信贷总量增长的稳定性，结构性货币政策工具要积极做好“加法”，最终仍指向宽信用，显示后续扩信贷仍是政策主要目标。

3. 3月29日，国常会提出，制定今年宏观政策时，对国内外环境变化已有前瞻考虑。把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施。部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长。此次会议再次聚焦稳增长，指向此次两会制定的经济目标已经考虑了疫情及国内外环境不确定性，确定了5.5%的增速仍为今年硬性目标。

4. 3月31日，克而瑞发布百强房企销售数据显示3月中国房地产行业下行压力持续，3月业绩同比降低52.7%，较2月降幅扩大5.5个百分点，同时也低于2020年同期水平。房企销售表现延续恶化一方面与经济压力加大背景下居民购买力下降有关，另一方面也与资金紧张导致房企降价预期和疫情反复加大市场观望情绪有关。本次政策边际放松主要目的是降低行业暴雷风险，疫情反复下居民需求端的复苏会比以往更慢，在此期间，房地产政策宽松预期将会反复演绎，部分央国企及优质地方房企或将更加受益。

5. 4月2日，证监会公布《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定(征求意见稿)》，中概股跨境监管合作取得新进展。此次规定明确境外监管机构在中国境内进行调查取证或开展检查的应当通过跨境监管合作机制进行，证监会和有关主管部门依据双多边合作机制提供必要的协助。同时，结合跨境审计监管合作的国际惯例，删除了原《规定》关于“现场检查应以我国监管机构为主进行，或者依赖我国监管机构的检查结果”的表述。此外，明确了各方保密责任，增加程序性要求，支持企业落实信息管理合规义务。要求境内企业向有关证券公司、证券服务机构提供文件、资料时，就提供的涉密敏感信息具体情况提供书面说明。证券公司、证券服务机构应当妥善保存上述书面说明以备查。此次规定以原则性描述为主，代表了监管层依然会坚定支持企业根据自身意愿自主选择上市地的基本取向，预计后续仍会有更多细则出台，跨境监管合作未来会在不涉及或较少涉及敏感信息的企业顺利展开，同时加速涉及较多敏感信息企业的回归速度。

6. 3月31日，美国总统拜登宣布美国历史上最大石油储备释放（SPR），提出在未来6个月每天释放100万桶战略石油储备，以应对俄乌冲突后汽油价格不断上涨以及供应短缺的问题。过去的6个月内美国已经两次释放石油储备，但对遏制油价的快速上涨的作用并不显著。目前美国SPR持有原油数量为2002年五月来最低水平，若1.8亿桶石油如数释放，则美国战略石油储备将降至1984年来最低水平。往后看，美国超预期释放石油储备或能在短期压制油价，但考虑到地缘政治扰动叠加此前OPEC+并未配合增产，中长期看油价上涨风险依然较大。

7. 3月31日，美国公布2月PCE物价指数同比上涨6.4%，续创新高，核心PCE物价指数同比上涨5.4%，为1983年以来最高水平。同时，2月美国个人消费支

出环比增速仅 0.2%，实际个人消费支出环比为-0.4%，表明高通胀或正在逐步抑制美国国内需求。PCE 物价指数显示能源与食品等仍为推升通胀的主要贡献项目，预计短期内通胀水平仍然会持续上涨。

8. 4 月 1 日，美国公布 3 月新增非农就业人口 43.1 万人，低于市场预期的 49 万，创去年 11 月以来最小增幅。失业率为 3.6%，好于预期的 3.7%，前值为 3.8%。3 月平均时薪同比变化为 5.6%，前值 5.1%，企业用工需求增加、物价普遍上涨及工资加速上涨促使劳动力积极涌入就业市场，成为未来劳动力市场持续恢复的主要因素，预计美国劳动力市场将会持续改善，但同时工资增速上涨可能使通胀率螺旋式上升，美国更大幅度加息的条件正在逐步形成。

二、 市场影响因素

	上周六	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周
	2022/4/2	2022/4/1	2022/3/31	2022/3/30	2022/3/29	2022/3/28
7天逆回购投放	100	100	1500	1500	1500	1500
上周到期		1900	上周投放	6200	上周净投放	4300

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

上周央行 OMO 投放 6200 亿，同时到期 1900 亿，共计净投放 4300 亿。季末央行常规大额净投放，同时防止海外加息周期开启叠加 LPR 降息预期落空背景下市场产生过度恐慌的情绪。

生产	2022/2/10	2022/2/20	2022/2/28	2022/3/10	2022/3/20	
日均产量粗钢重点企业(旬)	192.35	189.89	207.78	195.90	204.93	震荡
	2022/3/4	2022/3/11	2022/3/18	2022/3/25	2022/4/1	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	290.28	296.69	301.00	311.15	303.37	拐头向下
库存主要钢材品种合计	1,786.25	1,759.21	1,723.24	1,708.26	1,686.17	↘
	2022/3/3	2022/3/10	2022/3/17	2022/3/24	2022/3/31	
开工率汽车轮胎全钢胎	57.48	61.94	52.04	56.55	59.23	↗
开工率汽车轮胎半钢胎	60.39	72.00	69.20	72.15	74.52	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

生产数据方面，本周粗钢产量数据未更新，螺纹钢产量在此前连续冲高后本周有所回落，而钢材库存近期持续下行，钢材数据一定程度上反映了需求上行背景下的被动去库存。另一方面，汽车轮胎开工率 3 月整体表现为震荡上行。从生产数据来看，稳增长政策可能已经有所见效。

需求	2021/4/3	2022/3/13	2022/3/20	2022/3/27	2022/4/3	趋势
商品房成交面积:本月以来	53.04	29.33	28.36	29.32	23.95	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	9.91	7.27	7.21	7.54	4.36	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	28.42	13.43	12.97	13.77	14.18	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	14.71	8.63	8.18	8.01	5.41	低位
	2022/2/28	2022/3/6	2022/3/13	2022/3/20	2022/3/27	
过去一月日均销量乘用车厂家批发:同比	38.29	18.99	21.80	8.97	-1.92	↘
过去一月日均销量乘用车厂家零售:同比	18.53	10.91	11.87	1.44	-17.75	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

需求数据方面, 商品房成交面积受疫情影响 3 月以来持续下行, 同时在“房住不炒”大背景下较去年仍有较大差距。乘用车销量同比数据也受疫情影响大幅下行至负增长区间, 后续需警惕本轮全国大范围疫情对消费的拖累。

价格	2021/4/2	2022/3/12	2022/3/19	2022/3/26	2022/4/2	
农产品批发价格200指数	125.03	131.84	133.43	134.47	136.57	↗
价格生猪外三元	24.80	12.24	11.91	12.35	12.64	拐头向上
平均批发价猪肉	35.00	18.28	18.00	18.22	18.07	低位企稳
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.87	5.69	5.68	5.80	5.97	↗
平均批发价7种重点监测水果	6.55	6.65	6.91	6.82	7.21	↗
粮油批发价格200指数	107.00	115.61	116.22	116.33	116.60	高位
南华工业品指数	2,871.89	3,909.97	3,901.92	4,072.49	3,995.12	高位
现货价原油英国布伦特D t d	62.35	119.23	113.40	124.60	107.66	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

价格数据方面, 农产品整体价格持续回升。其中, 生猪价格拐头向上带动猪肉价格低位企稳, 同时水果蔬菜价格持续上行, 粮油价格在俄乌局势扰动下维持高位。后续关注 CPI 食品项的上行压力。PPI 影响因素方面, 油价在美国表示将开始释放石油储备后有所下行, 但一方面美国后续存在补库存需求, 而俄罗斯的供给缺口在 OPEC 增产意愿不强的背景下难以填补, 因此石油价格仍处于高位, 同时也带动工业品价格整体高位震荡。

三、 市场表现回顾

a) 股票市场

基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	7	1	3	8	2	3	1	0	10	6	41
上上周	12	0	1	0	2	3	3	0	6	2	29

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	18	18	1	10	3	11	0	0	3	43
	发行规模(亿元)	222.68	222.68	2.79	23.30	1.64	39.38	0.00	0.00	6.24	294.40
上上周	数量	9	9	3	1	0	12	0	0	6	31
	发行规模(亿元)	152.95	152.95	11.18	0.25	0.00	43.09	0.00	0.00	13.50	220.97
本月以来	数量	2	2	0	1	0	2	0	0	1	6
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	2.51	0.00	7.08	0.00	0.00	2.34	11.92

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 41 支, 其中普通混合型基金 7 支, 债券类基金 (14 支) 与股票类基金 (14 支) 相等, FOF 基金申报 6 支。发行一

边，上周基金发行规模有所回暖，共计发行 294.40 亿。此前股票市场的剧烈波动导致股票类基金发行规模大幅低于债券类基金。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
科创50	-1.60	-0.17	-22.10
偏股混合型基金指数	0.65	0.57	-16.22
中小板指	0.99	1.16	-17.70
创业板指	1.10	0.28	-19.73
万得全A	1.25	0.71	-13.31
中证500	1.54	0.63	-13.52
沪深300	2.43	1.27	-13.44
上证50	3.04	1.53	-10.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

A 股表现来看，上周主要板块除科创板下跌 1.60%外均出现了一定程度的反弹，其中，上证 50 涨 3.04%，涨幅最大。虽然俄乌局势有所缓和，但疫情反复下稳增长政策继续发力确定性较强，大盘整体呈回升态势。偏股基金指数涨 0.65%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市盈率指数	0.32	0.66	-17.44
高市净率指数	0.44	1.03	-19.68
小盘指数	0.57	0.34	-14.68
绩优股指数	1.32	1.51	-16.15
茅指数	2.15	0.99	-19.94
大盘指数	2.46	1.30	-13.38
低市盈率指数	4.47	1.23	1.72
低市净率指数	5.11	1.57	4.91

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

上周 A 股各风格指数也出现了一定的回升，低 PE 及低 PB 指数分别涨 4.47% 及 5.11%，涨幅居前。另一方面，高 PE 及高 PB 指数则分别涨 0.32% 及 0.44%，涨幅最小。高估值成长板块在全球流动性收缩周期表现不佳。

今年以来，A 股市场风格切换较为频繁，市场在稳增长及高景气之间进行了多轮博弈，股市波动较为剧烈。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电子	-3.10	医药生物	-1.56	电子	-25.43
国防军工	-2.28	建筑装饰	-0.70	国防军工	-23.59
有色金属	-1.97	通信	-0.45	汽车	-21.02
机械设备	-1.02	煤炭	-0.39	机械设备	-19.37
通信	-0.96	国防军工	-0.38	家用电器	-18.88
交通运输	4.74	社会服务	2.56	农林牧渔	-0.76
传媒	5.03	商贸零售	2.98	银行	3.46
银行	5.18	房地产	3.26	综合	4.33
建筑材料	6.29	传媒	3.27	房地产	10.77
房地产	10.82	交通运输	3.39	煤炭	22.15

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

行业方面, 美债收益率的上行对高估值的成长板块带来一定的压力, 其中电子、国防军工、有色、及通信行业分别跌 3.10%、2.28%、1.97%, 及 0.96%, 跌幅居前。另一方面, 3 月 PMI 表明经济走弱压力仍大, 稳增长需政策持续发力, 相关的房地产、建筑材料, 及银行分别涨 10.82%、6.29%, 及 5.18%, 涨幅居前。此外, 海外释放石油储备带动油价阶段性回落使市场对通胀的担忧有所缓和, 同时市场对疫情反转产生了一定的乐观预期, 两因素共同作用下交通运输行业表现不俗, 上周涨 4.74%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	5.13	2.30	-3.83
恒生科技指数	8.92	4.65	-15.89

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 5 日.

港股方面, 上周恒生指数及恒生科技指数分别涨 5.13%及 8.92%, 涨幅较大。证监会对于内地企业在香港或海外上市表示支持, 消除了市场此前对于中概股大范围退市的担忧, 带动港股整体上行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-0.35	0.59	-5.38
标普中盘400	-0.32	0.37	-4.87
道琼斯工业指数	0.17	0.70	-3.90
标普500	0.87	1.15	-3.85
纳斯达克指数	2.56	2.19	-7.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

美股方面, 上周呈现出了一定的窄幅震荡, 标普小盘 600 及标普中盘 400 分别小幅下跌 0.35%及 0.32%。另一方面, 纳斯达克指数在通胀预期有所缓和的背景下估值有所抬升, 涨 2.56%, 领涨美股主要指数。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.30	1.83	1.29	1.79
较上上周变化(BP)	-73	-105	-69	-42

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

上周货币市场利率整体大幅下行, 其中 R007 降幅达 105 个 BP, 幅度最大。货币市场流动性较上上周明显偏松。

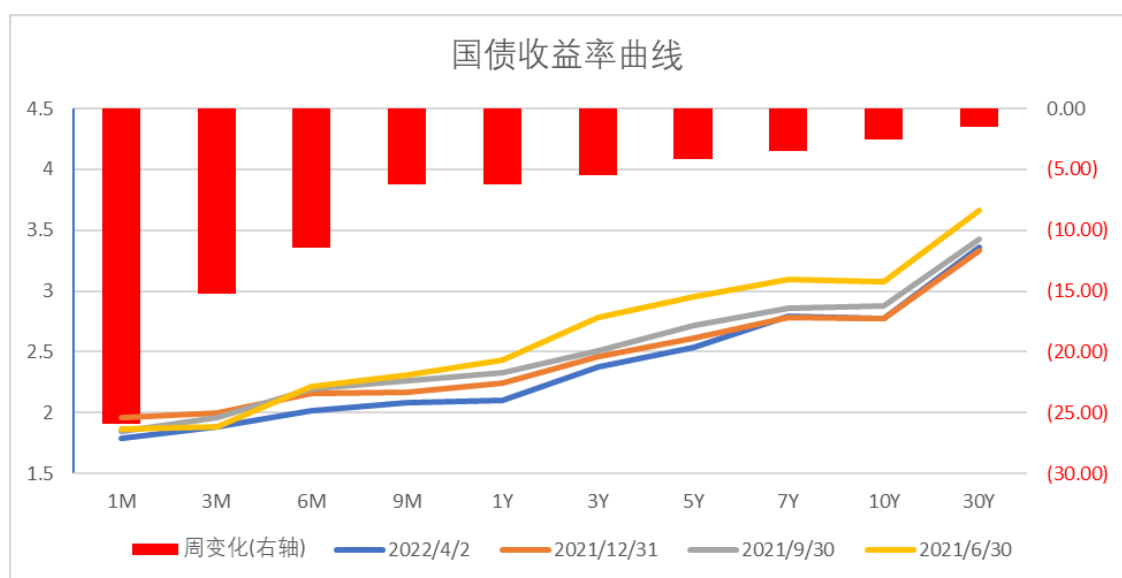
上周新发专项债规模	831.7332
上上周新发专项债规模	1206.756
本月以来新发专项债	0
上月新发专项债	4205.423

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

专项债发行方面, 上周专项债发行规模达 831.7332 亿元, 较上上周而言有所下降。对比 21 年前 3 个月 (累计 264 亿), 22 年财政前置的特征非常明显。

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	-6	-5	-4	-3	国债	-3	-4	-4	-2	国债	-14	-8	-8	0
国开债	-9	-9	-7	-3	国开债	-3	-4	-5	-2	国开债	-6	1	-3	-6
AAA信用债	-8	-9	-7	-	AAA信用债	-5	-6	-5	-	AAA信用债	-12	9	18	-
AA+信用债	-5	-7	-4	-	AA+信用债	-5	-5	-5	-	AA+信用债	-12	12	16	-
AA信用债	-6	-7	-3	-	AA信用债	-5	-4	-1	-	AA信用债	-14	-18	3	-
AA-信用债	-6	-7	-4	-	AA-信用债	-5	-4	-2	-	AA-信用债	-13	-17	4	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

债券市场方面, 上周主要债券收益率整体下行, 信用债中 3YAAA 信用债下行幅度最大, 达 9BP, 而利率债中 1M 下行幅度最大, 达 26BP。利率债短端下行幅

度明显大于长端。3 月 PMI 数据表明经济基本面受疫情影响仍然较弱，在此背景下市场对于再一次降息或降准产生了一定的预期博弈。不过，虽然此前各类型债券收益率已经持续上行了一段时间，但稳增长基调不变的大背景下，宽信用仍将是政策重心，后续收益率下行空间有限。

发行利率						一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.35	2.44	2.78	--	--	总体	-14.40	-6.32	19.29	--	--
国有银行	2.15	2.25	2.48	2.38	2.55	国有银行	0.00	-7.00	0.00	0.00	-6.25
股份银行	2.10	2.28	2.43	2.50	2.58	股份银行	-30.67	-11.67	-6.00	-6.00	-7.83
城商行	2.31	2.42	2.66	2.77	2.81	城商行	-18.86	-6.73	7.56	6.47	-0.84
农商行	2.30	2.41	2.48	2.70	2.73	农商行	-15.00	-9.28	-12.25	-2.75	-2.25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大部分下行，其中 1M 股份行下行幅度最大，达 30.67BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.60	2.91	3.35	AAA+	0.08	0.07	0.16	AAA+	-10.88	-10.04	-11.53
AAA	2.63	3.03	3.44	AAA	0.08	0.09	0.16	AAA	-10.47	-9.35	-9.52
AAA-	2.70	3.14	3.56	AAA-	0.08	0.13	0.18	AAA-	-9.47	-6.34	-6.53
AA+	2.77	3.25	3.67	AA+	0.09	0.14	0.16	AA+	-8.47	-4.34	-1.53
AA	2.90	3.57	4.23	AA	0.07	0.10	0.14	AA	-4.47	-2.34	-3.53

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.69	3.06	3.48	AAA	0.09	0.09	0.17	AAA	-4.84	-11.30	-6.78
AA+	2.81	3.27	3.69	AA+	0.10	0.16	0.18	AA+	-3.82	-6.31	-1.78
AA	2.89	3.45	3.97	AA	0.09	0.16	0.16	AA	-6.82	-7.31	1.22
AA Q)	3.04	3.68	4.39	AA Q)	0.09	0.11	0.14	AA Q)	-5.82	-9.31	4.22

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日. 分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据及城投债方面，各期限债券收益率均下行，债券整体相一致。其中，5Y AAA+票据下行幅度最大，达 11.53BP。城投及票据短端收益率开始回落至 0.1 的极低历史分位数区间。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	一周变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.73	2.87	3.10	3.35	3.53	利率变化 (BP)	-2.03	-10.57	-11.02	-11.54	-6.37	利率分位数	0.12	0.10	0.11	0.14	0.20
当前利差	17.00	13.62	18.02	19.08	26.42	利差变化 (BP)	5.57	0.68	-1.67	-5.62	2.35	利差分位数	0.28	0.09	0.04	0.04	0.21

数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差为 AAA-二级资本债与 AAA-商业银行普通债之间的利差。时间截至 2022 年 4 月 2 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.80	3.21	3.69	3.93	AAA-	-2.02	-6.25	-5.58	-3.73
AA+	2.87	3.27	3.75	3.99	AA+	-2.02	-6.25	-6.57	-4.73
AA	3.13	3.53	4.01	4.25	AA	-2.02	-6.25	-6.57	-4.73
AA-	4.15	4.64	5.12	5.36	AA-	-8.02	-3.25	-6.57	-4.73

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

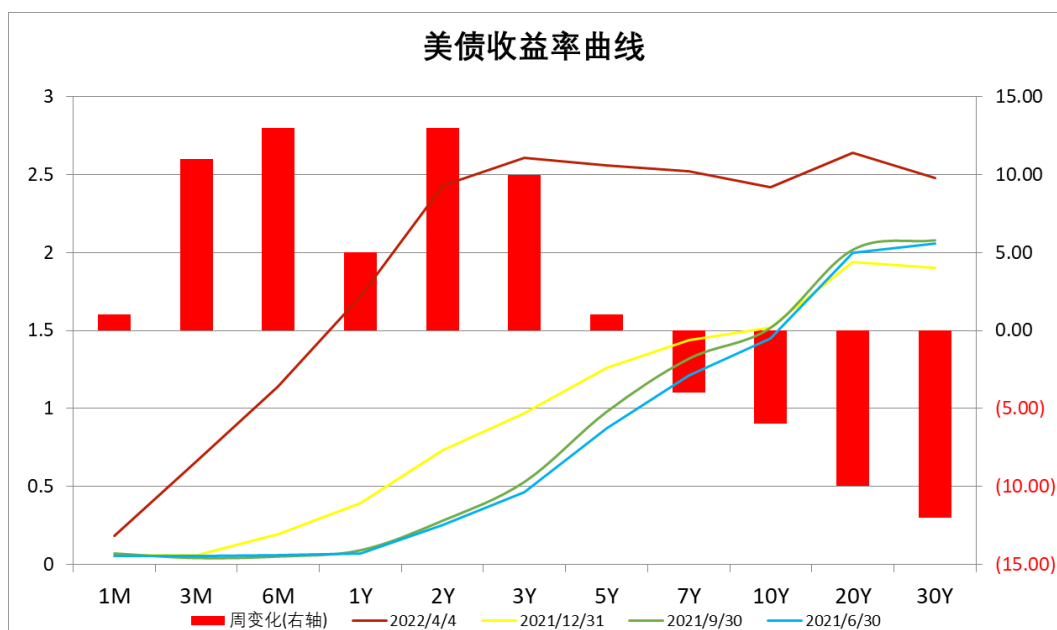
上周二级资本债与永续债利率与信用债一致, 各期限均呈下行。其中, 二级资本债中 3Y 收益率下行幅度最大, 达 11.02BP。历史来看, 二级资本债利率升至 0.1-0.2 的较低分位数区间后出现了一定的反弹。永续债方面, 5YAA+至 AA- 下行幅度最大, 达 6.57BP。

当前利率	1Y	3Y	5Y	10Y	一周变化	1Y	3Y	5Y	10Y	19年以来分位数	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA级RMBS	2.64	2.96	3.34	3.76	AAA级RMBS	-2.2	0.49	-2.9	-5.6	AAA级RMBS	0.05	0.03	0.04	0.01
AAA级消金	2.73	3.13	3.53	3.97	AAA级消金	-8.1	-6.2	-8	-2	AAA级消金	0.05	0.06	0.05	0.07
AAA级企业ABS	2.94	3.37	3.80	4.19	AAA级企业ABS	-5.2	-6.1	-9.5	-2	AAA级企业ABS	0.11	0.10	0.20	0.09
AAA级ABN	2.81	3.25	3.63	4.09	AAA级ABN	-11	-9.3	-9.5	-2	AAA级ABN	0.05	0.06	0.05	0.08

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

ABS 方面, 上周各类型 ABS 中除 3YRMBS 小幅上行 0.49BP 外均呈下行。其中, 1YABN 下行幅度最大, 达 11BP。整体来看, ABS 收益率也回落至 19 年以来的极低分位数区间, 且 ABS 分位数较其他类型信用债更低。

综合我国各个债券分项来看, 各类债券收益率、利差大部分均处于历史较低或极低分位数水平上, 虽然连续上行几周后开始产生拐头迹象, 但在稳增长大背景下后续下行空间有限, 应降低债券基金预期收益率。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 4 日.

美债方面，上周在美联储开启加息周期后呈现出较为明显的短端上行，长端下行。其中，6M 及 2Y 上行幅度最大，达 13BP；而另一边下行幅度最大的 30Y 则下行 12BP。此外值得注意的是目前 2Y 与 10Y 美债间已经形成期现倒挂，关注后续美国通胀能否得到有效控制并避免衰退。

四、资产配置观点

指标	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	趋势
PMI	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	稍头向下
工业增加值：当月同比	25.40	52.34	14.10	9.80	8.80	8.30	6.40	5.30	3.10	3.50	3.80	4.30	3.86	12.80	-----	↗
GDP 不变价当季同比	-----	-----	18.30	-----	-----	7.90	-----	-----	4.90	-----	-----	4.00	-----	-----	-----	↘
固定资产投资完成额累计同比	-----	35.00	25.60	19.90	15.40	12.60	10.30	8.90	7.30	6.10	5.20	4.90	-----	12.20	-----	稍头向上
固定资产投资完成额制造业累计同比	-----	37.30	29.80	23.80	20.40	19.20	17.30	15.70	14.80	14.20	13.70	13.50	-----	20.90	-----	↗
房地产开发投资完成额累计同比	-----	38.30	25.60	21.60	18.30	15.00	12.70	10.90	8.80	7.20	6.00	4.40	-----	3.70	-----	↘
社会消费品零售总额当月同比	-----	33.80	34.20	17.70	12.40	12.10	8.50	2.50	4.40	4.90	3.90	1.70	-----	6.70	-----	↗
社融存量同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.00	11.00	10.70	10.30	10.00	10.00	10.10	10.30	10.50	10.20	-----	-----
M2 同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	8.70	8.50	9.00	9.80	9.20	-----	-----
社融-M2	3.60	3.20	2.90	3.60	2.70	2.40	2.40	2.10	1.70	1.30	1.60	1.30	0.70	1.00	-----	-----
CPI 当月同比	-0.30	-0.20	0.40	0.90	1.30	1.10	1.00	0.80	0.70	1.50	2.30	1.50	0.90	0.90	-----	↘
PPI 全部工业品当月同比	0.20	1.70	4.40	6.80	9.00	8.80	9.00	9.50	10.70	13.50	12.90	10.30	9.10	8.80	-----	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

4.1 经济展望

4.1.1 3 月 PMI 低于预期，制造业与非制造业数据均降至收缩区间，内外因共振下经济供需两弱，疫情冲击对经济形成明显拖累。生产方面，生产 PMI 下滑 0.9 个百分点，明显低于季节性，或与疫情冲击下局部工厂停工停产有关。需求方面，3 月内外需均有回落，新订单指数下滑 1.9 个百分点，新出口订单下滑 1.8 个百分点，显示疫情冲击直接影响国内终端需求，同时地缘政治冲突对企业出口订单也有一定负面影响。原材料价格继续上行，服务业受冲击严重，建筑业预期指数下滑，反映出疫情反复与地产低迷下的市场悲观预期。总体来看，政策底到经济底的传导仍需时间，在此过程中货币政策与财政政策将继续配合发力。

4.1.2 近期财政部明确年内不会扩大房地产税改革试点城市，虽然代表房贷利率的 5 年期 LPR 在 3 月并未下调，但房地产行业在不同城市“因城施策”，近日哈尔滨也打响了省会城市废除限售政策第一枪。在“房住不炒”和“因城施策”框架下，房地产政策局部调整逐步向需求端推进，但在居民预期转弱的背景下，政策的小幅放松是否能大幅提振市场需求尚存疑问。从销售端看，1-3 月百强房企的整体业绩规模同比大幅降低 47%，低于 2020 年的同期水平，同时 3 月单月房企业绩同比降幅仍在进一步扩大，显示此次需求端复苏节奏会比以往周期更慢。从拿地情况看，近期合肥、福州、青岛三个城市进行了今年首轮集中供地，其中合肥情况稍好，福州和青岛土地市场仍然偏弱，地块流拍占比较高，成交地块大多为底价，多为本土国企托底，显示房企现金流依然处于较为紧张的状态，地产

需求端和融资端政策仍需进一步因地制宜调整，随着后续政策支持力度的不断加大，地产行业或会逐步走出政策修复-销售修复-信用修复的路径，带动经济在三季度中后期企稳反弹，后续仍需观察土地市场复苏情况。

4.1.3 通胀方面，俄乌关系缓和叠加美国大量释放石油储备后，短期内通胀预期有所缓和，但若欧美对俄制裁长期化或俄乌谈判长期化，中长期看外围通胀很难得到实质性缓解。从海外来看，OPEC+并未配合增产，美国页岩油供给弹性依然偏低，欧盟逐渐转向美国天然气市场，原油、天然气等能源缺口或会长期存在。此外，春耕时间段已经过去，大小麦等粮食产量或会受到影响，化肥产能在此次冲突中也有所受损。综合考虑，全球能源价格难言见顶，或会保持高位震荡。从国内看，地产起色不大则建材价格上涨空间有限，叠加国内“以煤为主”的能源体系下，保供稳价的力度延续，内部定价商品价格大概率维持稳定，但海外传导会让国内PPI下行斜率放缓。

4.1.4 需要注意的是，海外持续的高油价、高粮价将对全球尤其是欧元区经济形成较大冲击，虽然短期内中国或将受益于对俄乌部分产业出口替代的提升，但长期来看，成本逐步向内传导以及海外需求回落之下，国内需求也会受到负面冲击。且当前市场对美联储5月加息50bp的预期正在逐步升温，中美利差存在进一步收窄的压力，或会对我国货币政策的进一步放松存在压制的同时国际资本回流美国压力也有所增大。

4.2 股票市场观点

4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

目前市场预期2022年全年创业板和中小板上市公司利润增长转为下行，近期2022年A股利润增长预期在31%附近，上证50与沪深300业绩增长预期趋于上行。万得全A预测PE14.14倍，处于26%分位水平，股权溢价率2.64%，处于86%分位水平。整体看A股估值处于合理水平。

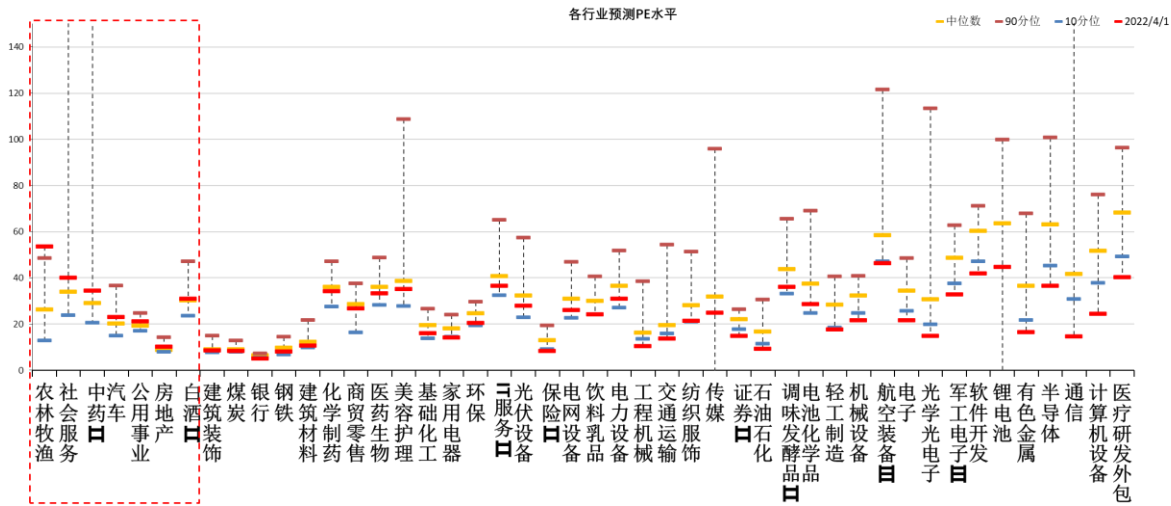
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.32	9.13	1.31	6.67	0.42	0.37	0.60	0.76
沪深300	12.47	10.57	1.48	5.00	0.37	0.25	0.34	0.84
中小板指	29.70	21.34	3.56	0.35	0.38	0.36	0.33	0.79
创业板指	52.16	32.38	6.42	-1.10	0.49	0.63	0.63	0.89
中证500	18.25	15.16	1.75	2.46	0.06	0.08	0.11	0.97
万得全A	17.67	14.14	1.75	2.64	0.36	0.26	0.38	0.86

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

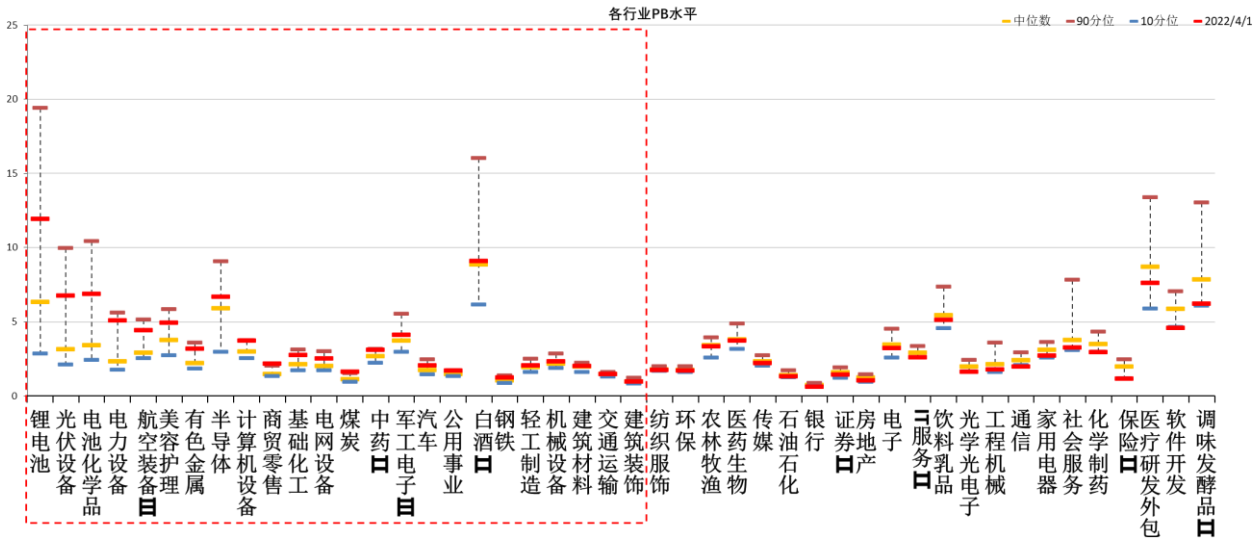
	一季度末	二季度末	三季度末	四季度末	上月末	本周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/4/1	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	29.83	31.35	↗
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	24.96	25.65	↗
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	10.91	10.88	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	21.62	21.67	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	38.28	38.26	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	30.64	31.21	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

分行业看，少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数，近半数的行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，航空装备、公用事业等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日. 预测年度为 2022 年.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

4.2.2 本周市场震荡上行，以地产行业为代表的稳增长链条、以煤炭及农业为代表的通胀链条与部分低位题材炒作轮流表现。自金稳会后，市场政策底已现，逐步转为震荡。本周前半段通胀链条表现较为强势，此后在俄乌冲突缓和后，通胀链条回落，稳增长板块表现更加强势。预计后续市场风格与走向的决定性因素是国内宏观基本面、中美关系及美联储缩表节奏。

4.2.3 后续仍需关注海内外通胀情况，若在大国博弈过程中，海外通胀持续升温，则后续美联储的加息及缩表预期或会边际增强，对高估值个股形成压力。而对国内来说，中国较低通胀水平隐含的政策的空间是对未来市场乐观的基石，在国内通胀高企前，货币政策都有一定的腾挪空间，但也要注意中美利差对货币政策的隐形压制。

4.2.4 未来经济中期图景将对市场产生较大影响，关注经济高频数据。若经济数据显示稳增长效果显现，则未来逆周期调控政策力度不会进一步抬升，货币政策由宽松转向中性，经济景气度抬升情况下，景气成长、中游制造板块占优。若经济数据依旧低迷，则市场以震荡为主，宽货币与弱基本面组合下逆周期调控政策进一步升温，价值风格与低估值题材股占优。预计目前这种外胀+内滞格局在二季度或难见缓解，因此二季度中后段之前价值风格或确定性更高。

4.2.5 总体来看，考虑到本轮宽信用节奏或会慢于以往，经济基本面或会在三季度企稳回升，期间财政政策力度将相对积极，货币政策将延续宽松，房地产政策继续纠偏。在前期已经充分调整的背景下，此时对市场可多一份乐观，但在经济内滞外胀及外资配置盘外流尚未见明显好转前，不排除二次见底的可能性，市场仍以底部震荡为主，或会逐渐出现结构性机会，但仍需谨慎追高，回避交易拥挤的赛道。市场或会在四季度有趋势性行情，此时外围流动性风险应也已有相对缓解。考虑到目前的市场估值水平和经济的逐步改善，股票类资产适宜中性配置。

4.2.6 配置方向上关注：

1、在经济全面复苏信号出现前，推荐采用低估值策略，持仓上以价值为底仓，小仓位把握成长反弹机会。

2、随着财报季开始，成长逐步步入反弹窗口，可关注部分回调较为充分、机构占比不高的细分赛道，如中药、数字货币、养殖。节奏上逢低配置获取超跌反弹收益会有更高性价比。

3、通胀主线下的铜、铝、黄金、煤炭、稀土，需求的逐步恢复叠加此前传统行业的供给出清将为上游资源品带来较大的价格弹性。

4、推荐关注金融地产行业中优质银行、央企控股地产公司机会。经济企稳、地产行业风险将缓慢释放下资产质量改善及放贷需求的提升对银行构成一定程度利好，资产负债结构进一步改善有望带来息差边际企稳，预计银行全年业绩确定性较强。此外，居民资产逐步从地产迁移至金融资产、资管新规背景下长期看固收类和理财类资金重新配置到权益类产品的两大趋势下，财富管理行业规模将迸发出较大增长，券商行业长期盈利中枢或将得到抬升。

收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.16	2.43	2.58	2.80	国债	0.13	0.12	0.09	0.09
国开债	2.34	2.67	2.82	3.05	国开债	0.15	0.10	0.09	0.07
AAA信用债	2.71	3.14	3.52	-	AAA信用债	0.14	0.18	0.20	-
AA+信用债	2.81	3.31	3.69	-	AA+信用债	0.11	0.18	0.19	-
AA信用债	2.98	3.60	4.23	-	AA信用债	0.09	0.10	0.12	-
AA-信用债	5.34	5.96	6.60	-	AA-信用债	0.16	0.22	0.33	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 2 日.

4.3 债券市场方面，市场随着降息预期的变化窄幅震荡。在目前背景下，宏观环境随着时间的演化逐步转向稳增长，总体宽信用趋势难以改变，组合仍应保持短久期防守策略为主。信用债配置上采取保守配置，主要关注短端信用债。转债仍应以发掘低价左侧投资机会为主。短期看，债市利率以 2.78 为中枢，在 2.68-2.88 区间内波动，目前利率阶段性底部已经出现。长期看，预计本轮能源危机、全球供需缺口和通胀格局将成为 2022 年全球经济的重要特征，但数据显示国内通胀压力不大，不会对货币政策形成掣肘，货币政策仍会维持偏松状态。国内宽信用预期增强叠加宽货币政策的背景下，长债利率呈震荡格局。此后 3-4 季度，随着稳增长政策逐步带动经济企稳，货币政策或会有所收敛，叠加美联储加息，或会对债市造成一定压力。后续仍需重点观察宽信用效果、房地产下行斜率及出口回落情况。

目前我们对债券做保守配置，利率债短期内或会有反弹博弈机会，基本面不变的情况下 2.9 可参与，强化对信贷数据跟踪，强调配置时点的性价比。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。