

流动性外紧内松，关注海外风险释放

一、重要信息点评

1. 4月6日，国务院常务会议指出，国内外环境复杂性不确定性有的超出预期，要统筹疫情防控和经济社会发展，抓紧落实中央经济工作会议精神和《政府工作报告》举措，同时部署适时灵活运用多种货币政策工具，加大对实体经济的支持。具体措施包括增加支农支小再贷款、金融机构让利实体经济、新设立科技创新和普惠养老两类专项再贷款等。此次国常会对经济的表态相较之前更加谨慎，预计提振经济举措会提前实施，货币政策、基建投资有望加速发力，房地产政策或会持续边际改善，二季度降准降息可能性有所加大，但也要注意此后人民日报通稿对货币政策工具的表述范围明显缩小，相比全面降准降息，最终选择采用结构性政策的概率或许更大。
2. 4月7日，美联储公布3月FOMC纪要显示，与会者认为，货币宽松立场适合迅速转为中性，可能最早5月开始缩表，要约三个月内实现每月最多缩减600亿美元美债、350亿美元MBS，为一年内缩表1.1万亿美元铺路。多名美联储官员在3月会议中就青睐加息50个基点，但考虑到俄乌局势而选择加25个基点，但多人预计未来可能适合一次或更多次加50个基点。此次会议纪要中联储表态略鹰于市场预期，纪要公布后，美股下跌，美债长端收益率上行，曲线陡峭化，美元指数上涨，后续仍需关注美国缩表不确定性对市场的扰动。
3. 近期俄乌关系又有反复，市场风险偏好遭受扰动。4月3日，乌方指控俄军撤退时在布查市实施了种族灭绝，尽管俄方予以否认，但乌克兰总统泽连斯基表示准备好加入北约并将加入北约的目标写入宪法，欧美各国针对“布查事件”进一步升级了对俄罗斯的制裁。4月7日，欧盟27个成员国就欧盟委员会发布的第五轮对俄制裁措施提议达成共识，包括禁止从俄罗斯进口煤炭等措施，美国参议院通过立法禁止美国从俄罗斯进口石油、天然气、煤炭和其他能源产品。欧盟统计局的数据显示，每年欧盟需要从俄罗斯进口约45%的煤炭，其中的70%为热力煤。由于欧洲市场长期依靠俄罗斯进口煤炭能源，此举将使欧洲通胀压力进一步加剧。
4. 4月7日，彭博社发布文章令投资者产生“中国基建投资总额将达2.3万亿美元”的认知。该原文或存在混淆概念的问题，2.3万亿美元总额为2022年初全

国各地亮出的重大项目投资清单加总，但实际上这些项目能否在年内落地仍存在不确定性，不应作为观察当年基建投资完成额的可靠指标。文章发布后，市场对加大基建以支撑稳增长的预期进一步升温。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/4/8	2022/4/7	2022/4/6	2022/4/5	2022/4/4	
7天逆回购	100	100	100	0	0	300
上周到期		6100	上周投放	300	上周净投放	-5800

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

上周央行 OMO 投放 300 亿，同时到期 6100 亿，共计净回笼 5800 亿。此前季末央行常规大额净投放造成上周净回笼较多，后续关注 4 月 15 日 1500 亿 MLF 到期后的是否降息续作。

生产	2022/2/20	2022/2/28	2022/3/10	2022/3/20	2022/3/31	
日均产量粗钢重点企业(旬)	189.89	207.78	195.90	204.93	216.01	震荡上行
	2022/3/11	2022/3/18	2022/3/25	2022/4/1	2022/4/8	
主要钢厂产量 螺纹钢全国当周值	296.69	301.00	311.15	303.37	309.76	↗
库存主要钢材品种合计	1,759.21	1,723.24	1,708.26	1,686.17	1,690.05	↘
	2022/3/10	2022/3/17	2022/3/24	2022/3/31	2022/4/7	
开工率 汽车轮胎全钢胎	61.94	52.04	56.55	59.23	49.43	震荡下行
开工率 汽车轮胎半钢胎	72.00	69.20	72.15	74.52	67.11	高位震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

生产数据方面，本周粗钢产量维持震荡上行，螺纹钢产量近期也持续走高，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，汽车轮胎开工率中半钢胎维持高位，全钢胎则震荡下行，二者的分化可能是由于地产走弱导致大型工程车辆需求有所下降导致。从生产数据来看，虽然疫情等因素有所扰动，但稳增长仍在发力过程中。

需求	2021/4/8	2022/3/18	2022/3/25	2022/4/1	2022/4/8	趋势
商品房成交面积 本月以来	49.34	28.66	29.91	31.18	22.92	低位
商品房成交面积:一线城市 本月以来	9.00	7.12	7.84	4.11	3.51	低位
商品房成交面积:二线城市 本月以来	26.01	13.42	13.84	19.53	12.78	低位
商品房成交面积:三线城市 本月以来	14.33	8.12	8.24	7.55	6.63	低位
	2022/3/6	2022/3/13	2022/3/20	2022/3/27	2022/3/31	
过去一月日均销量 乘用车 厂家批发 同比	7.25	8.59	11.45	14.85	31.11	↗
过去一月日均销量 乘用车 厂家零售 同比	0.87	0.60	0.36	-0.48	10.40	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

需求数据方面，商品房成交面积持续下行，同时在“房住不炒”大背景下较去年仍有较大差距。另一方面，车辆销售数据近期持续走高，但后续需警惕本轮全国大范围疫情对消费的拖累。

价格	2021/4/8	2022/3/18	2022/3/25	2022/4/1	2022/4/8	
农产品批发价格200指数	123.61	134.33	134.16	136.38	135.43	一一
价格生猪外三元	22.83	11.98	12.37	12.54	12.53	拐头向上
平均批发价猪肉	32.72	18.00	18.22	18.23	18.22	低位企稳
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.72	5.68	5.80	6.01	5.68	高位震荡
平均批发价7种重点监测水果	6.39	6.91	6.82	7.15	7.22	↗
粮油批发价格200指数	107.26	117.39	116.32	116.62	116.70	高位
南华工业品指数	2,828.68	3,901.92	4,072.49	3,995.12	3,952.56	高位
现货价原油英国布伦特D tid	62.17	113.40	124.60	107.66	100.70	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

价格数据方面, 农产品整体价格震荡。其中, 蔬菜价格高位震荡, 生猪价格拐头向上带动猪肉价格低位企稳, 同时水果价格持续上行, 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
上周	5	1	2	0	2	0	1	0	0	3
上上周	7	1	3	8	2	3	1	0	10	6

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 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	3	3	1	2	0	5	0	0	2	13
	发行规模(亿元)	76.29	76.29	2.68	6.92	0.00	21.04	0.00	0.00	5.00	111.92
上上周	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
本月以来	数量	5	5	1	3	0	7	0	0	3	19
	发行规模(亿元)	76.29	76.29	2.68	9.43	0.00	28.11	0.00	0.00	7.34	123.84

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

基金申报与发行方面, 受清明假期影响二者均有所下降。其中, 上周共计申报基金 14 支, 其中普通混合型基金 5 支, 债券类基金 (1 支) 少于股票类基金 (5 支), FOF 基金申报 3 支。发行一边, 上周基金共计发行 111.92 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	-5.69	-5.85	-26.53
创业板指	-3.64	-3.37	-22.66
偏股混合型基金指数	-2.48	-1.93	-18.30
中证500	-2.21	-1.59	-15.43
中小板指	-2.14	-1.01	-19.46
万得全A	-1.74	-1.05	-14.82
沪深300	-1.06	0.19	-14.36
上证50	-0.60	0.92	-10.65

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均出现了一定幅度的下跌。其中, 科创 50 跌 5.69%, 跌幅最大。上周市场信心由于新一轮疫情仍不见好转再度受到打击, 同时美联储连续的鹰派表态也使流动性承压。偏股基金指数跌 2.48%。

	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	-3.50	-2.86	-20.32
高市净率指数	-3.35	-2.36	-22.37
小盘指数	-2.38	-2.04	-16.71
茅指数	-2.28	-1.31	-21.77
绩优股指数	-1.62	-0.13	-17.51
大盘指数	-1.14	0.15	-14.37
低市盈率指数	1.16	2.41	2.90
低市净率指数	1.87	3.47	6.87

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

上周 A 股各风格指数中仅低 PE 及低 PB 指数表现较好, 分别涨 1.16% 及 1.87%。另一方面, 高 PE 及高 PB 指数则分别跌 3.50% 及 3.35%, 跌幅最大。美联储 3 月 FOMC 会议纪要公布, 其中对于缩表的表述较市场预期更为激进, 高估值成长板块在此背景下表现不佳。

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
农林牧渔	-4.72	医药生物	-4.84	电子	-28.91
电力设备	-4.68	计算机	-4.69	国防军工	-26.31
电子	-4.67	电子	-4.63	汽车	-23.09
计算机	-4.49	农林牧渔	-4.45	电力设备	-21.34
传媒	-4.24	电力设备	-4.33	家用电器	-20.89
房地产	1.64	银行	3.01	综合	2.11
石油石化	1.85	建筑材料	4.21	建筑装饰	4.29
建筑材料	3.93	钢铁	4.95	银行	4.72
钢铁	3.97	房地产	4.95	房地产	12.58
建筑装饰	6.06	建筑装饰	5.32	煤炭	23.29

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 8 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, 其中电力设备、电子、计算机, 及传媒分别跌 4.68%、4.67%、4.49%, 及 4.24%, 跌幅居前。此外, 由于猪肉价格迟迟没有出现反弹, 导致生猪养殖板块股价走低, 带动农林牧渔行业下行 4.72%, 跌幅最大。另一方面, 3 月 PMI 表明经济走弱压力仍大, 市场预期稳增长政策将加大力度, 带动建筑装饰、钢铁、建筑材料、石油石化及房地产行业分别涨 6.06%、3.97%、3.93%、1.85%, 及 1.64%, 涨幅居前。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生科技指数	-2.24	-2.97	-22.01
恒生指数	-0.76	-0.57	-6.52

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

港股方面, 恒生指数跌 0.76%, 恒生科技指数跌 2.24%。在上周末证监会表态将支持国内企业海外上市后恒生科技指数大幅冲高, 但在美联储收缩流动性影响下再度回落。

	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	-4.39	-3.47	-9.19
纳斯达克指数	-3.86	-3.58	-12.36
标普中盘400	-3.43	-2.84	-7.91
标普500	-1.27	-0.93	-5.83
道琼斯工业指数	-0.28	0.12	-4.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

美股方面, 上周整体下行, 跌幅最小的道琼斯工业指数跌 0.28%, 而跌幅最大的标普小盘 600 则跌 4.39%。美联储 3 月 FOMC 会议纪要中提及的缩表力度高于市场预期, 股市承压导致美股整体回调。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.79	2.01	1.74	1.94
较上上周变化 (BP)	15	-15	12	-2

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

上周货币市场利率整体小幅震荡, 其中 R007 降幅达 15 个 BP, 幅度最大, 而 R001 升幅达 15BP, 升幅最大。货币市场流动性较上上周变化不大。

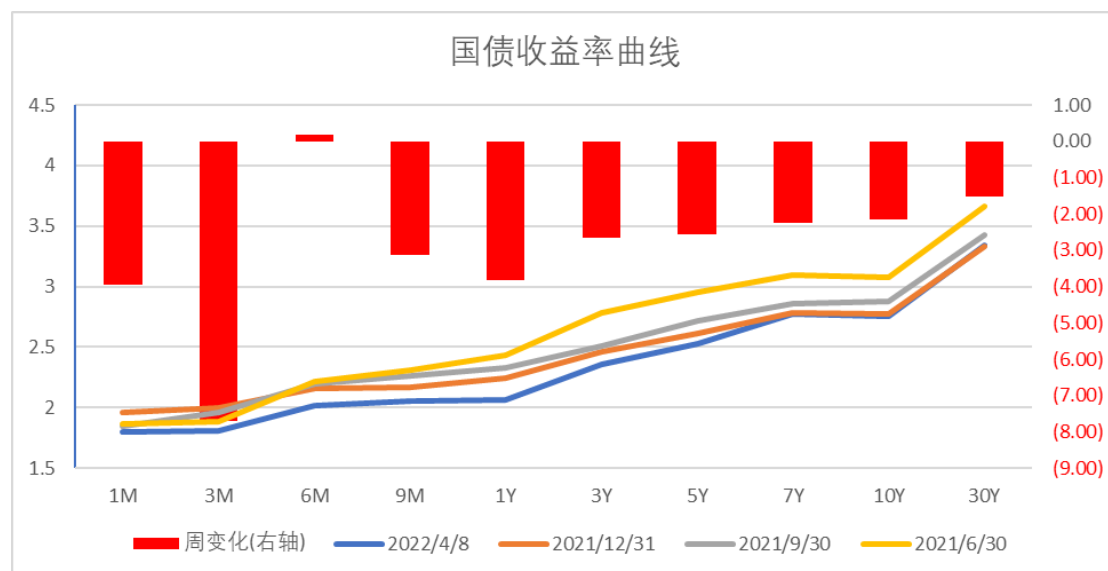
上周新发专项债规模	2.9
上上周新发专项债规模	831.7332
本月以来新发专项债	2.9
上月新发专项债	4205.423

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

专项债发行方面, 受清明假期影响, 上周专项债发行规模仅为 2.9 亿元, 较上上周而言下降明显。对比 21 年前 4 个月 (累计 2320 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	-4	-3	-3	-2	国债	-6	-6	-5	-3	国债	-18	-10	-9	-2
国开债	-4	-4	-4	-3	国开债	-7	-7	-8	-4	国开债	-10	-2	-6	-9
AAA信用债	-9	-9	-10	-	AAA信用债	-12	-11	-14	-	AAA信用债	-19	4	10	-
AA+信用债	-10	-9	-8	-	AA+信用债	-13	-11	-12	-	AA+信用债	-20	6	10	-
AA信用债	-9	-11	-10	-	AA信用债	-12	-11	-10	-	AA信用债	-21	-25	-5	-
AA-信用债	-9	-9	-7	-	AA-信用债	-12	-11	-11	-	AA-信用债	-20	-24	-4	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

债券市场方面, 上周主要债券收益率整体下行, 信用债中 3YAA 信用债下行幅度最大, 达 11BP, 而利率债中 3M 下行幅度最大, 达 8BP。利率债短端下行幅度明显大于长端。各地疫情持续走高使市场对未来经济预期更加悲观, 同时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	2.31	2.42	2.57	--	--	总体	2.95	-0.25	6.99	--	--
国有银行	2.15	2.20	2.48	2.38	2.48	国有银行	0.00	-10.00	0.00	0.00	-9.00
股份银行	2.10	2.20	2.41	2.49	2.49	股份银行	0.00	-12.00	-3.80	-1.00	-10.62
城商行	2.29	2.40	2.54	2.66	2.76	城商行	-3.22	-5.59	-1.65	5.17	-11.76
农商行	2.36	2.40	2.50	2.62	2.73	农商行	10.67	13.33	5.47	-7.75	4.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大部分下行, 其中 3M 股份行下行幅度最大, 达 12BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.54	2.85	3.29	AAA+	0.07	0.06	0.12	AAA+	-8.03	-9.19	-9.14
AAA	2.57	2.95	3.39	AAA	0.07	0.07	0.12	AAA	-9.32	-10.03	-6.15
AAA-	2.64	3.09	3.52	AAA-	0.07	0.09	0.16	AAA-	-9.31	-8.03	-5.14
AA+	2.71	3.19	3.62	AA+	0.06	0.09	0.14	AA+	-8.31	-8.03	-5.14
AA	2.82	3.52	4.20	AA	0.06	0.09	0.11	AA	-10.31	-7.03	-3.14

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.61	3.00	3.41	AAA	0.07	0.07	0.13	AAA	-6.27	-6.76	-7.53
AA+	2.75	3.21	3.63	AA+	0.08	0.11	0.16	AA+	-5.27	-5.77	-4.53
AA	2.82	3.39	3.93	AA	0.07	0.13	0.13	AA	-7.27	-6.77	-5.53
AA Q)	2.98	3.65	4.36	AA Q)	0.06	0.11	0.12	AA Q)	-6.27	-4.77	-4.53

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 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, 与债券整体相一致。其中, 1Y AA 票据下行幅度最大, 达 10.31BP。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	2.65	2.81	3.08	3.35	3.52	利率变化 (BP)	-10.04	-12.48	-4.86	-2.31	-3.12	利率分位数	0.10	0.08	0.09	0.14	0.20
当前利差	13.62	12.58	20.74	24.87	29.34	利差变化 (BP)	-1.33	-0.70	4.49	5.59	4.95	利差分位数	0.18	0.06	0.09	0.15	0.31

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 8 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.75	3.18	3.65	3.92	AAA-	-7.15	-5.89	-4.34	-3.10
AA+	2.80	3.23	3.70	3.96	AA+	-8.15	-5.89	-5.34	-4.10
AA	3.08	3.54	4.01	4.27	AA	-6.15	-0.89	-0.34	0.90
AA-	4.10	4.65	5.12	5.38	AA-	-6.15	-0.89	-0.34	0.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

上周二级资本债与信用债一致, 各期限均呈下行。其中, 1Y 收益率下行幅度最大, 达 10.04BP。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

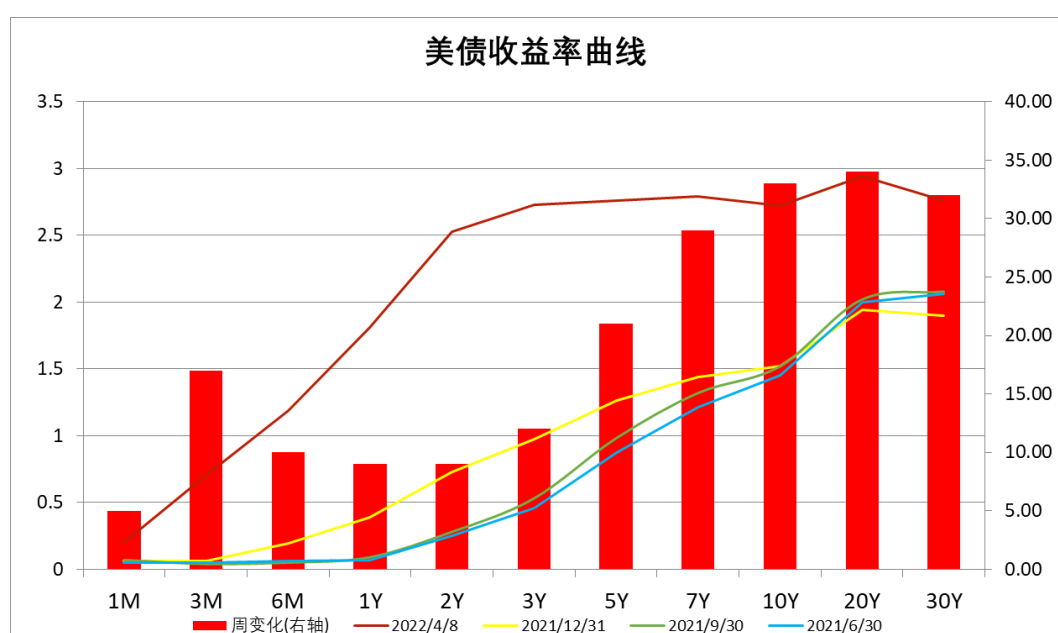
后出现了一定的反弹。永续债方面，除 10YAA 及 AA-小幅上行 0.9BP 外其余均下行，其中 1YAA+下行幅度最大，达 8.15BP。

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	2.63	2.95	3.33	3.71	AAA级RMBS	-1.5	-1.5	-1.1	-6.8	AAA级RMBS	0.05	0.02	0.03	0.00
AAA级消金	2.70	3.06	3.47	3.94	AAA级消金	-8.1	-9.7	-7.5	-4.8	AAA级消金	0.05	0.02	0.03	0.04
AAA级企业ABS	2.88	3.31	3.75	4.16	AAA级企业ABS	-6.8	-12	-9	-4.8	AAA级企业ABS	0.07	0.08	0.13	0.06
AAA级ABN	2.74	3.18	3.58	4.06	AAA级ABN	-13	-13	-9	-4.9	AAA级ABN	0.05	0.04	0.04	0.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

ABS 方面，上周各类型 ABS 均呈下行。其中，1Y 及 3YABN 下行幅度最大，达 13BP。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 8 日.

美债方面，上周在美联储公布 3 月 FOMC 会议纪要后长债利率推升明显。其中，20YY 上行幅度最大，达 34BP。此外值得注意的是目前 2Y 与 10Y 美债之间的期限倒挂已经得到解除，但 10 年中美利差却进一步收窄，目前仅剩 3BP，关注后续中美利差走势及倒挂风险。

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	50.20	50.10	50.20	49.50	鸭头向下
工业增加值:当月同比	25.40	52.24	14.10	9.80	8.80	8.30	6.40	5.30	3.10	3.20	3.80	4.20	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	——	鸭头向上
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	——	——
信贷:2	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	2.20	1.50	0.90	0.90	——	↘
PPI:全部工业品:当月同比	0.30	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 8 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, 近期俄乌谈判又有反复, 全球政治意识对立趋于常态化, 若欧美对俄制裁长期化, 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，我国内外需也会受到负面冲击。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，同时国际资本回流美国压力也有所增大。

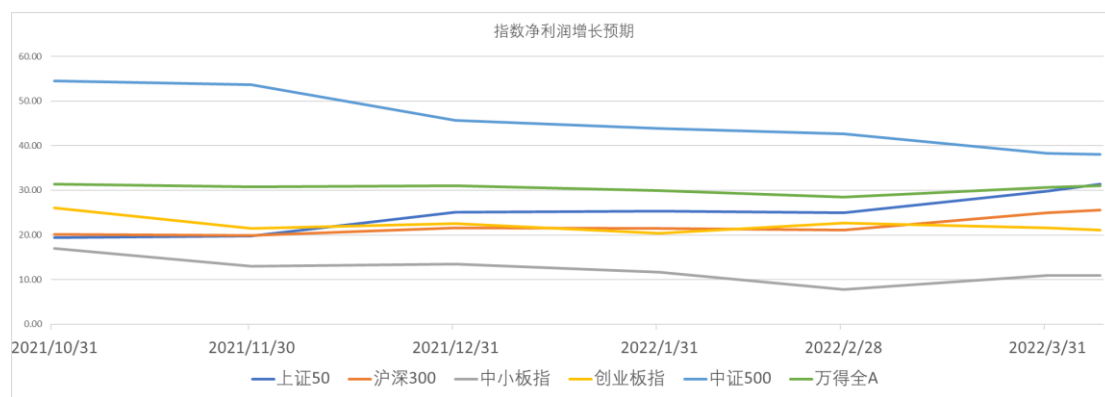
4.2 股票市场观点

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，沪深 300 业绩增长预期趋于上行。万得全 A 预测 PE14 倍，处于 24%分位水平，股权溢价率 2.74%，处于 88%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	10.30	9.11	1.30	6.72	0.41	0.36	0.60	0.77
沪深300	12.39	10.56	1.47	5.08	0.36	0.25	0.32	0.87
中小板指	29.29	20.95	3.50	0.42	0.36	0.33	0.30	0.82
创业板指	50.42	31.15	6.17	-1.01	0.44	0.58	0.60	0.91
中证500	17.92	14.94	1.72	2.59	0.06	0.05	0.09	0.99
万得全A	17.45	14.00	1.73	2.74	0.34	0.24	0.35	0.88

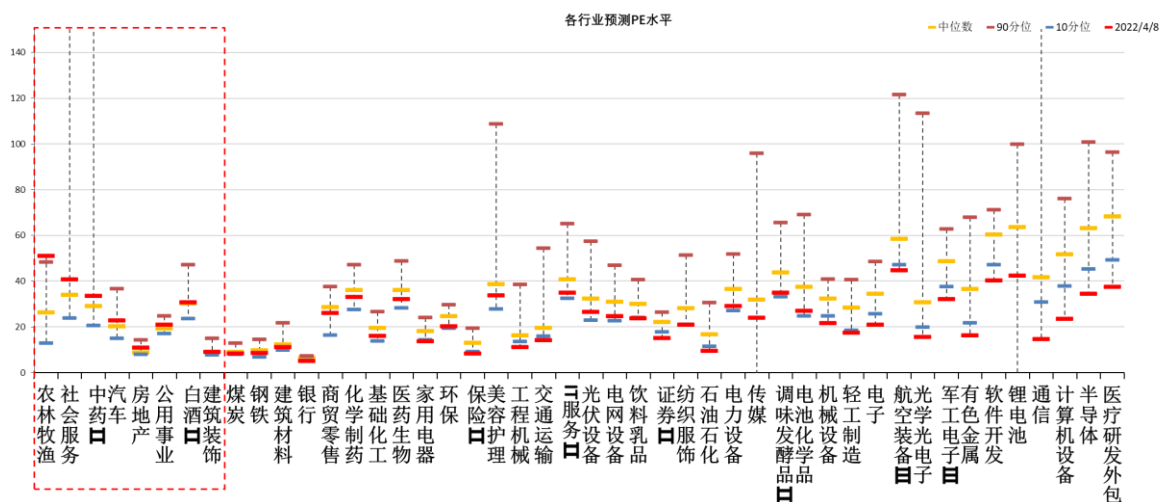
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.



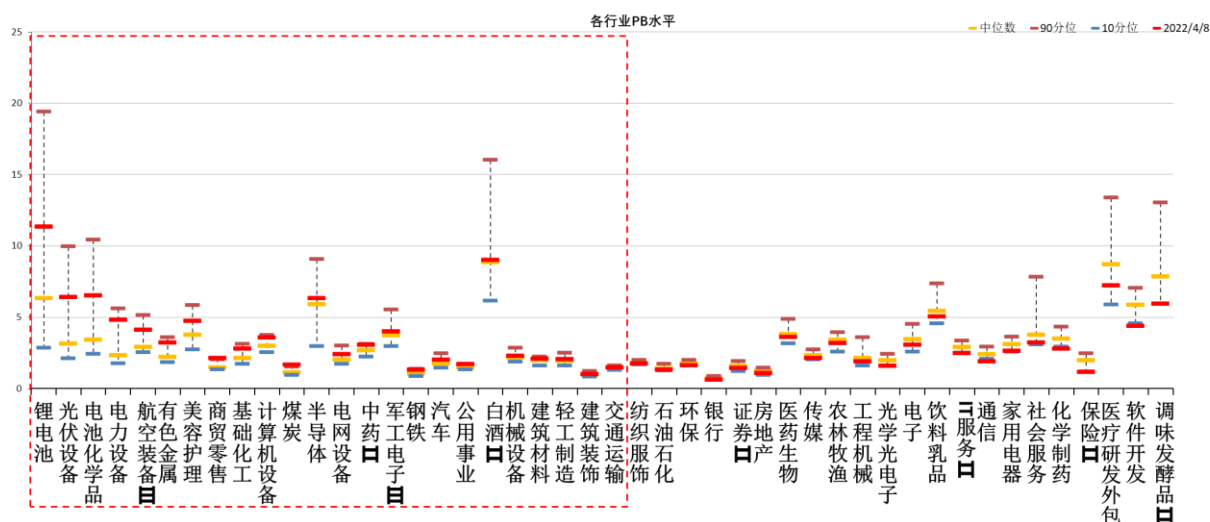
利润增长预期	2021/10/31	2021/11/30	2021/12/31	2022/1/31	2022/2/28	2022/3/31	2022/4/8	趋势
上证50	19.45	19.80	25.10	25.34	24.93	29.83	31.34	——
沪深300	20.16	19.86	21.61	21.51	21.11	24.96	25.58	↗
中小板指	17.01	13.05	13.49	11.70	7.82	10.91	10.95	拐头向上
创业板指	26.01	21.40	22.58	20.42	22.71	21.62	21.09	↘
中证500	54.49	53.69	45.67	43.88	42.70	38.28	38.08	↘
万得全A	31.34	30.74	30.98	29.98	28.44	30.64	31.01	拐头向上

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 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，半数左右的行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，社会服务、汽车等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

4.2.2 本周市场维持震荡，以地产、基建行业为代表的稳增长链条表现较好。自金稳会后，市场政策底已现，逐步转为震荡。周内美联储态度转鹰及俄乌关系反复对赛道股形成压力，实体经济偏弱+政策托底预期较强的组合下，价值股继续占优。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、中美关系及外围利率环境。

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货币政策宽松乐观的基石，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。//预计目前这种外胀+内滞格局在二季度或难见缓解，经济数据大概率依旧低迷，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。//若下半年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。

4.2.5 总体来看，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、随着各行业一季报的陆续披露，若国内疫情高峰有边际改善迹象，成长或会有超跌反弹，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	2.07	2.35	2.52	2.75	国债	0.09	0.09	0.07	0.07
国开债	2.22	2.55	2.72	2.99	国开债	0.10	0.06	0.05	0.04
AAA信用债	2.56	3.00	3.37	-	AAA信用债	0.07	0.09	0.12	-
AA+信用债	2.68	3.18	3.59	-	AA+信用债	0.07	0.09	0.12	-
AA信用债	2.85	3.46	4.12	-	AA信用债	0.07	0.06	0.08	-
AA-信用债	5.21	5.82	6.48	-	AA-信用债	0.10	0.10	0.19	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 8 日.

4.3 债券市场方面，市场在 4 月 15 日之前仍会随着降息预期的变化窄幅震荡，降准降息预期落地或被证伪后，债券市场的宽松交易或会告一段落，逐步转为调整。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，主要关注中高等级短端信用债。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。