

中美利差倒挂，关注新一轮疫情演化

一、重要信息点评

1. 3月通胀数据略超预期，内外因素共振下，CPI小幅上行，PPI下行斜率趋缓。
3月CPI同比1.5%，市场预期1.3%，涨幅比上月扩大0.6个百分点，主因受到俄乌冲突下国际大宗商品价格上涨及国内多地散发疫情影响。核心CPI继续维持低位，终端需求始终较为低迷。PPI同比增速8.3%，市场预期8.0%，比上月回落0.5个百分点，降幅进一步趋缓。分行业看，30个行业中有21个行业环比上涨，上涨行业个数增加，上下游行业价格涨幅分化更加明显，俄乌冲突带动国内石油、有色金属等相关行业价格继续上涨，同时国内定价的煤炭、钢铁在疫情加大供应链压力的影响下价格也有所波动。3月通胀走势显示经济仍面临结构性问题，中下游企业压力仍未见明显缓解，短期内CPI大幅上行可能性不大，若俄乌冲突长期化，全年PPI中枢或有所抬升，趋势上仍以回落为主，但回落斜率或会继续放缓。
2. 3月金融数据延续1月特征，社融总量超预期，但结构仍待改善。3月新增社融同比增速10.60%，较上月反弹0.4个百分点，超市场预期，人民币贷款、非标和政府债是最大拉动项，政策托底经济影响显现。信贷方面，3月新增人民币贷款同比多增4000亿元，超市场预期，企业票据和短贷融资是最大拉动项。分贷款类别看，居民端，居民短期贷款同比少增1394亿元，中长期贷款同比少增2504亿元，显示居民消费和购房意愿较差；企业端，企业短期贷款同比多增4341亿元，中长期贷款同比多增148亿元，票据融资同比多增4712亿元，显示在疫情冲击下，企业短期流动性需求增加，但中长期融资需求仍然低迷，当前经济内生动能整体偏弱。此外，货币供应方面，3月M2同比增速9.7%，较上月上行0.5个百分点，M1同比增速4.7%，与上月持平，M1-M2剪刀差继续走阔，实体经济活跃度仍需政策进一步提振。
3. 3月进出口数据显示我国出口韧性犹存，进口较为疲弱。按美元计价，我国3月出口同比14.7%，预期13.1%，较1-2月回落1.6个百分点；进口同比-0.1%，预期8.2%，较1-2月回落15.6个百分点。出口方面，我国对发达经济体的出口小幅回升，美国和欧盟仍是主要拉动国，而日本与东盟的拉动作用有所减弱。此次出口的超预期扩张主要与价格因素有关，往后看，随着去年出口价格前低后

高带来的基数升高问题、美国货物消费实际增速趋弱及欧元区经济走弱，全球需求的减速或会对我国出口形成拖累。进口方面，3月我国对世界主要经济体的进口明显回落，反映了疫情反复及房地产投资下滑对内需的扰动。预计在国内经济仍旧疲软的情况下，后续出口回落的斜率会是影响国内经济基本面的重要变量之一。

4. 4月15日，央行定于4月25日下调存款准备金率0.25个百分点。本次降准旨在降成本、稳增长、呵护实体经济尤其是中小微企业。从力度看，降准25BP低于普遍预期的50BP，也低于近年来力度，放松力度偏克制，货币政策博弈期暂告一段落。往后看，控疫情、宽财政、松地产、扩基建等组合拳或会比单纯放松货币效果更强。

5. 上海经信委发布《上海市工业企业复工复产疫情防控指引（第一版）》：各区政府和街镇、园区要积极支持企业复工复产，指导企业“一企一策”，切实做好疫情防控工作。实施全程封闭管理，坚持一日两测，早上做抗原检测，晚上做核酸检测。本次第一批拟复工复产的企业除汽车制造、装备制造、生物医药等重点行业企业外，还包括诸多运行保障类、经济支撑类企业，后续仍需关注上海物流供应链恢复情况及具体复工复产情况，若恢复情况较好，市场或会出现修复性结构化行情。

6. 4月12日，美国劳工部公布3月通胀数据，CPI同比8.5%创新高，预期8.4%，核心CPI同比6.5%，低于预期的6.6%，PPI同比升11.2%，预期10.6%，前值10.0%。能源价格高涨是美国通胀走高的主要原因，而核心CPI环比涨幅已连续2个月回落，意味着美国核心通胀压力边际改善，需求有所降温。数据公布后，美债收益率全线下行，美股小幅收跌。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/4/15	2022/4/14	2022/4/13	2022/4/12	2022/4/11	
7天逆回购	100	100	100	200	100	600
	上周到期	400	上周投放	600	上周净投放	200

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年4月15日.

上周央行OMO投放600亿，同时到期400亿，共计净投放200亿。4月15日1500亿MLF到期后等量续作的并未降息，同时央行宣布降准25BP表明货币仍在宽松区间。

生产	2022/2/28	2022/3/10	2022/3/20	2022/3/31	2022/4/10	
日均产量粗钢重点企业(旬)	207.78	195.90	204.93	216.01	222.40	震荡上行
	2022/3/18	2022/3/25	2022/4/1	2022/4/8	2022/4/15	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	301.00	311.15	303.37	309.76	----	↗
库存主要钢材品种合计	1,723.24	1,708.26	1,686.17	1,690.05	1,649.33	↘
	2022/3/17	2022/3/24	2022/3/31	2022/4/7	2022/4/14	
开工率汽车轮胎全钢胎	52.04	56.55	59.23	49.43	56.71	震荡下行
开工率汽车轮胎半钢胎	69.20	72.15	74.52	67.11	68.38	高位震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 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	2021/4/15	2022/3/25	2022/4/1	2022/4/8	2022/4/15	趋势
商品房成交面积:本月以来	54.18	29.91	31.18	22.92	24.04	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	10.16	7.84	4.11	3.51	3.83	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	28.78	13.84	19.53	12.78	13.39	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	15.23	8.24	7.55	6.63	6.82	低位
	2022/3/13	2022/3/20	2022/3/27	2022/3/31	2022/4/10	
过去一月日均销量乘用车厂家批发:同比	8.59	11.45	14.85	31.11	20.13	震荡上行
过去一月日均销量乘用车厂家零售:同比	0.60	0.36	-0.48	10.40	0.05	震荡上行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 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, 车辆销售数据近期保持震荡上行, 但后续需警惕本轮全国大范围疫情对消费的拖累。

价格	2021/4/15	2022/3/25	2022/4/1	2022/4/8	2022/4/15	
农产品批发价格200指数	121.39	134.16	136.38	135.43	132.56	拐头向下
价格生猪外三元	23.79	12.37	12.54	12.53	12.69	拐头向上
平均批发价猪肉	31.60	18.22	18.23	18.22	18.30	低位企稳
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.60	5.80	6.01	5.68	5.29	↘
平均批发价7种重点监测水果	6.52	6.82	7.15	7.22	7.46	↗
粮油批发价格200指数	107.18	116.32	116.62	116.70	116.55	高位
南华工业品指数	2,902.84	4,072.49	3,995.12	3,952.56	4,086.08	高位
现货价原油:英国布伦特D ttd	65.61	124.60	107.66	100.70	106.80	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

价格数据方面, 农产品整体价格出现拐头向下迹象。其中, 蔬菜价格大幅下行, 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, 油价在欧盟表示将停止从俄罗斯进口煤炭后有所上行, 后续一方面美国在大幅释放石油储备后存在补库存需求, 同时俄罗斯的供给缺口在 OPEC 增产意愿

不强的背景下难以填补，因此石油价格恐将维持高位，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	14	0	4	6	4	6	2	2	3	9	50
上上周	5	1	2	0	2	0	1	0	0	3	14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 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	7	6	4	1	0	3	0	0	2	17
	发行规模(亿元)	61.62	31.62	9.75	0.15	0.00	13.15	0.00	0.00	0.60	85.27
上上周	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
本月以来	数量	12	11	5	4	0	10	0	0	5	36
	发行规模(亿元)	137.90	107.90	12.42	9.58	0.00	41.26	0.00	0.00	7.94	209.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 50 支, 其中普通混合型基金 14 支, 债券类基金 (13 支) 少于股票类基金 (14 支), FOF 基金申报 9 支。发行一边, 上周基金共计发行 85.27 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	-5.25	-10.79	-30.38
创业板指	-4.26	-7.49	-25.95
中小板指	-3.34	-4.32	-22.15
中证500	-2.46	-4.02	-17.51
万得全A	-2.46	-3.48	-16.91
偏股混合型基金指数	-2.12	-4.01	-20.03
沪深300	-0.99	-0.80	-15.21
上证50	0.17	1.10	-10.50

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

A 股表现来看, 上周主要板块除上证 50 小幅上涨 0.17%外均出现了一定幅度的下跌。其中, 科创 50 跌 5.25%, 跌幅最大。上周由于中美利差倒挂导致市场对于资本外流产生了一定的恐慌情绪, 同时俄乌局势再度反复以及通胀下行斜率放缓均对市场信心造成了一定的打击。偏股基金指数跌 2.12%。

	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	-5.94	-8.63	-25.06
小盘指数	-3.52	-5.49	-19.64
高市净率指数	-2.55	-4.85	-24.35
大盘指数	-1.07	-0.92	-15.28
低市盈率指数	-1.02	1.36	1.35
绩优股指数	-0.69	-0.82	-18.08
低市净率指数	-0.63	2.82	6.20
茅指数	0.38	-0.94	-21.47

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

上周 A 股各风格指数中仅茅指数表现较好, 小幅上行 0.38%。另一方面, 高 PE 及小盘指数则分别跌 5.94%及 3.52%, 跌幅最大。俄乌局势反复叠加中美利差倒挂对央行货币宽松形成掣肘, 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
电力设备	-7.37	电力设备	-11.38	电子	-31.90
传媒	-6.39	计算机	-9.68	国防军工	-29.90
通信	-5.67	通信	-9.25	电力设备	-27.14
建筑装饰	-5.48	电子	-8.63	汽车	-25.19
计算机	-5.23	国防军工	-8.60	计算机	-25.00
家用电器	1.35	交通运输	3.43	综合	-1.70
美容护理	1.57	商贸零售	3.33	建筑装饰	-1.42
商贸零售	3.12	钢铁	4.01	银行	4.49
食品饮料	4.40	食品饮料	5.47	房地产	9.32
煤炭	5.02	煤炭	5.39	煤炭	29.48

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 15 日.

行业方面, 电力设备行业大幅下行 7.37%, 跌幅最大。背后原因可能是由于部分龙头企业受到疫情管控升级影响, 市场担心产业链受到较大影响。此外, 在高估值板块整体表现不佳的背景下, 传媒、通信, 及计算机分别跌 6.39%、5.67%, 及 5.23%, 跌幅居前。另一方面, 在 PPI 下行幅度不及市场预期的背景下, 煤炭行业上周表现较好, 涨 5.02%。同时, 在国常会提出要加大力度鼓励消费后, 疫情受损的消费板块得到了一定的修复。其中, 食品饮料、商贸零售、美容护理, 及家用电器行业分别上涨 4.40%、3.12%、1.57%, 及 1.35%, 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	-2.32	-5.22	-23.82
恒生指数	-1.62	-2.18	-8.03

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

港股方面，中美利差倒挂对香港国企股造成了一定的压力，恒生指数跌 1.62%，恒生科技指数跌 2.32%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-2.63	-6.11	-14.66
标普500	-2.13	-3.04	-7.84
道琼斯工业指数	-0.78	-0.65	-5.19
标普中盘400	0.44	-2.42	-7.51
标普小盘600	0.90	-2.60	-8.38

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

美股方面，上周涨跌不一。其中，涨幅最高的标普小盘 600 小幅上涨 0.90%，而跌幅最大的纳斯达克指数跌 2.63%。俄乌局势反复对通胀带来压力，美联储收紧预期进一步提升，导致高估值板块承压。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.40	1.87	1.34	1.73
较上上周变化 (BP)	-39	-14	-39	-21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

上周货币市场利率整体下行，其中 R001 及 DR001 均下降 39BP，降幅最大。货币市场流动性较上上周更为宽松。

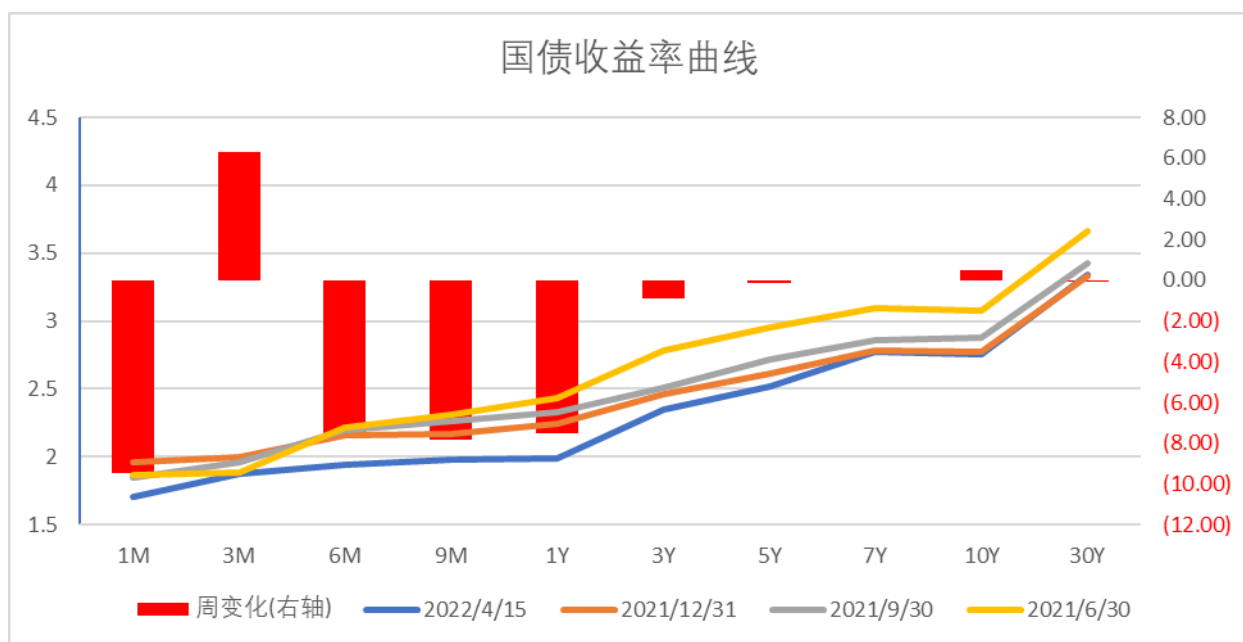
上周新发专项债规模	189.68
上上周新发专项债规模	2.9
本月以来新发专项债	192.58
上月新发专项债	4205.423

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

专项债发行方面，上周发行规模为 189.68 亿元，较三月每周 1000 亿左右的规模下降明显。不过，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	-8	-1	0	0	国债	-14	-7	-5	-3	国债	-25	-11	-9	-2
国开债	-6	-5	-4	0	国开债	-12	-12	-12	-5	国开债	-16	-7	-10	-9
AAA信用债	-5	-3	-4	-	AAA信用债	-16	-15	-18	-	AAA信用债	-23	1	6	-
AA+信用债	-6	-6	-7	-	AA+信用债	-18	-18	-19	-	AA+信用债	-25	0	3	-
AA信用债	-6	-3	-4	-	AA信用债	-17	-15	-14	-	AA信用债	-26	-28	-9	-
AA-信用债	-6	-3	-4	-	AA-信用债	-17	-15	-15	-	AA-信用债	-25	-27	-8	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

债券市场方面，上周主要债券收益率整体下行，信用债中 5YAA-信用债下行幅度最大，达 7BP，而利率债中 1M 下行幅度最大，达 9BP。另一方面，3M 国债与其他券种走势出现了一定分化，上行 6BP。除此以外，利率债短端下行幅度明显大于长端。上周疫情持续发酵叠加降准落地带动收益率下行。需要注意的是虽然近期债券收益率已经持续下行了一段时间，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	2.25	2.37	2.55	--	--	总体	-6.28	-4.30	-1.75	--	--
国有银行	2.15	2.20	2.48	2.38	2.48	国有银行	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.50
股份银行	2.13	2.24	2.37	2.50	2.50	股份银行	3.33	4.00	-4.20	1.00	0.43
城商行	2.25	2.39	2.56	2.69	2.75	城商行	-3.56	0.26	2.35	4.50	0.72
农商行	2.21	2.29	2.40	2.59	2.56	农商行	-14.67	-11.33	-10.25	-3.00	-17.20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率涨跌不一，其中 1Y 农商行下行幅度最大，达 17.20BP，9M 城商行上行幅度最大，达 4.50BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.51	2.83	3.25	AAA+	0.06	0.06	0.09	AAA+	-3.12	-1.36	-3.94
AAA	2.52	2.95	3.36	AAA	0.05	0.07	0.09	AAA	-4.49	-0.55	-3.25
AAA-	2.59	3.08	3.49	AAA-	0.05	0.08	0.13	AAA-	-4.49	-1.55	-3.25
AA+	2.64	3.16	3.58	AA+	0.05	0.08	0.10	AA+	-6.49	-3.55	-4.25
AA	2.75	3.45	4.14	AA	0.05	0.07	0.10	AA	-6.49	-7.55	-6.25

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.54	2.98	3.39	AAA	0.05	0.06	0.11	AAA	-7.35	-2.02	-1.98
AA+	2.61	3.14	3.58	AA+	0.04	0.09	0.13	AA+	-13.35	-6.02	-4.98
AA	2.69	3.34	3.92	AA	0.03	0.09	0.13	AA	-12.35	-5.02	-0.98
AA(2)	2.84	3.61	4.36	AA(2)	0.03	0.10	0.13	AA(2)	-13.35	-4.02	0.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 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+及 AA(2) 城投下行幅度最大, 达 13.35BP。城投及票据短端收益率大部分已回落至 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	2.58	2.79	3.08	3.34	3.52	利率变化(BP)	-7.08	-1.46	-0.36	-1.03	0.52	利率分位数	0.07	0.08	0.09	0.12	0.20
当前利差	9.44	13.91	24.37	26.51	31.84	利差变化(BP)	-4.18	1.33	3.63	1.64	2.50	利差分位数	0.06	0.10	0.20	0.22	0.42

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 15 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.68	3.17	3.65	3.87	AAA-	-7.10	-1.12	0.20	-4.40
AA+	2.72	3.21	3.70	3.92	AA+	-7.10	-2.11	0.20	-4.40
AA	2.99	3.48	3.97	4.19	AA	-8.10	-6.11	-3.80	-8.40
AA-	4.01	4.59	5.08	5.30	AA-	-8.10	-6.11	-3.80	-8.40

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日。

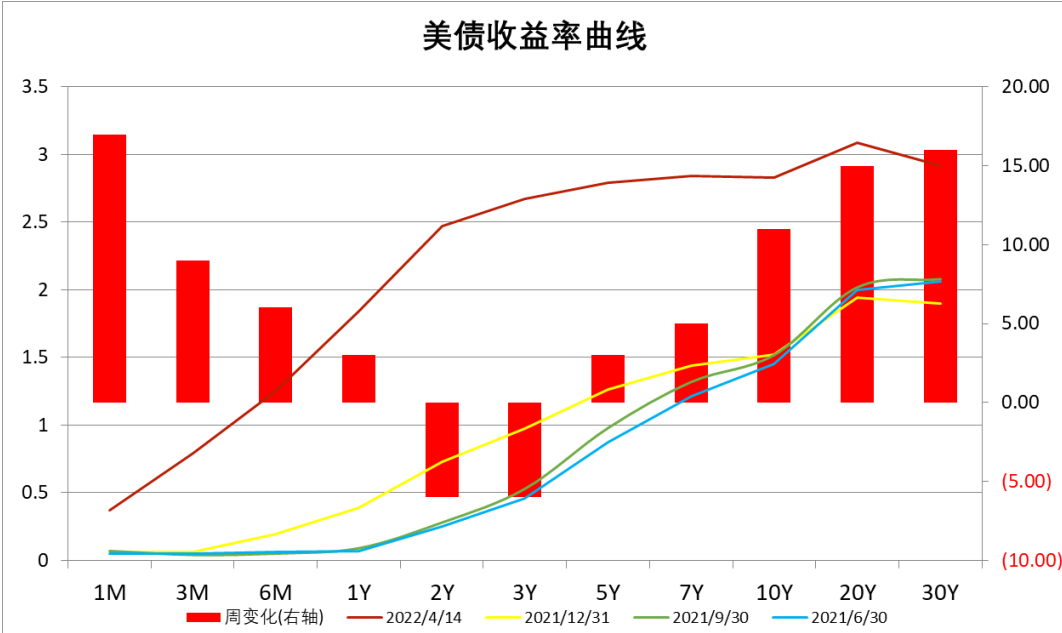
上周二级资本债与信用债一致, 各期限均呈下行。其中, 1Y 收益率下行幅度最大, 达 7.08BP。历史来看, 二级资本债利率也进入了 0.1 的极低分位数区间。永续债方面, 除 5YAAA-及 AA+小幅上行 0.2BP 外其余均下行, 其中 10YAA 及 AA-下行幅度最大, 达 8.40BP。

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	2.66	2.92	3.27	3.69	AAA级RMBS	3.17	-3.4	-6.1	-2.4	AAA级RMBS	0.06	0.00	0.00	0.00
AAA级消金	2.67	3.05	3.44	3.92	AAA级消金	-2.8	-0.6	-3.3	-2.4	AAA级消金	0.05	0.02	0.02	0.02
AAA级企业ABS	2.86	3.30	3.72	4.13	AAA级企业ABS	-1.5	-0.6	-3.2	-2.4	AAA级企业ABS	0.06	0.08	0.10	0.04
AAA级ABN	2.71	3.17	3.54	4.03	AAA级ABN	-2.1	-0.6	-3.2	-2.4	AAA级ABN	0.05	0.04	0.02	0.04

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日。

ABS 方面, 上周各类型 ABS 中除 1YRMBS 上行 3.17BP 外均呈下行。其中, 5YRMBS 下行幅度最大, 达 6.1BP。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，上周美债走势有所分化。其中，2Y 及 3Y 分别下行 6BP，下行幅度最大。另一方面，1M 上行幅度最大，达 17BP。整体来看美债中大部分期限呈上行，背后原因可能是通胀预期上行背景下市场料美联储将加速通过加息及缩表的方式进行收紧。此外值得注意的是 10 年中美利率已经倒挂，利差目前为-7BP，关注后续中美利差走势以及是否会出现大规模的资本外流。

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	拐头向下
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	-----	拐头向上
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	10.60	↗
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	9.70	↗
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	0.90	↘
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	1.50	↗
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	8.20	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日。

4.1 经济展望

4.1.1 3 月社融数据总量超预期，结构依旧偏弱但可见小幅改善，人民币贷款、非标和政府债为主要拉动因素，超预期的总量数据表明稳增长政策驱动下的被动

宽信用开始显现。从结构上看，信贷结构性问题犹存。企业端方面，中长期贷款边际改善幅度有限，企业实际信贷需求的自发性改善仍需时间。居民端方面，居民中长贷同比少增，说明居民购房意愿尚未见回暖，居民短期贷款同比少增，说明消费需求延续弱势。往年宽信用政策底出现后社融总量率先改善，尽管结构可能欠佳，但随着房地产和基建的发力，实体经济逐步恢复，社融和信贷结构也会随之改善。但考虑到今年疫情反复扰动对居民消费意愿的压制与房地产行业回暖弱于以往，预计本轮信用结构改善的节奏会慢于以往，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 进出口方面，虽然3月数据显示我国出口韧性犹存，但此次出口的超预期扩张主要与价格因素有关，中长期看，对出口数据不利的因素正在增多。去年出口价格前低后高，或会给出出口数据带来基数升高的问题。此外，美国货物消费实际增速趋弱及欧元区经济逐步走弱带来的全球需求的减速或会对我国出口形成拖累。进口方面，3月我国进口明显回落，反映了疫情反复及房地产投资下滑对内需的扰动。预计在国内经济仍旧疲软的情况下，后续出口回落的斜率会是影响国内经济基本面的变量之一。

4.1.3 近期在“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月百强房企的整体销售规模同比大幅降低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。

4.1.4 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，此次 CPI 与 PPI 数据略超预期，主因受到俄乌冲突下国际大宗商品价格上涨及国内多地散发疫情影响。往后看，考虑到政府正在加速保障运输业的恢复，食品价格上涨有望放缓，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，二季度 CPI 将温和恢复，但海外传导性通胀或会使国内 PPI 下行斜率趋缓。

4.1.5 当前市场对美联储 5 月加息 50bp 的预期升温，中美十年国债收益率本周首次倒挂，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。

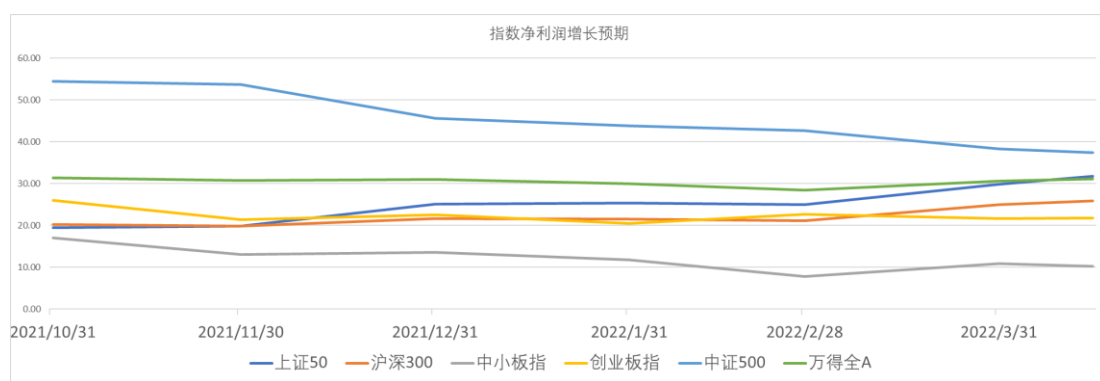
4.2 股票市场观点

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 年全年中证 500 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 PE13.71 倍，处于 20%分位水平，股权溢价率 2.88%，处于 90%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	10.28	9.12	1.30	6.74	0.41	0.36	0.59	0.78
沪深300	12.29	10.49	1.46	5.15	0.32	0.24	0.28	0.88
中小板指	28.08	20.34	3.40	0.57	0.33	0.30	0.26	0.88
创业板指	47.73	30.09	5.94	-0.89	0.38	0.52	0.58	0.92
中证500	17.44	14.75	1.68	2.74	0.04	0.04	0.07	1.00
万得全A	17.05	13.71	1.69	2.88	0.27	0.20	0.30	0.90

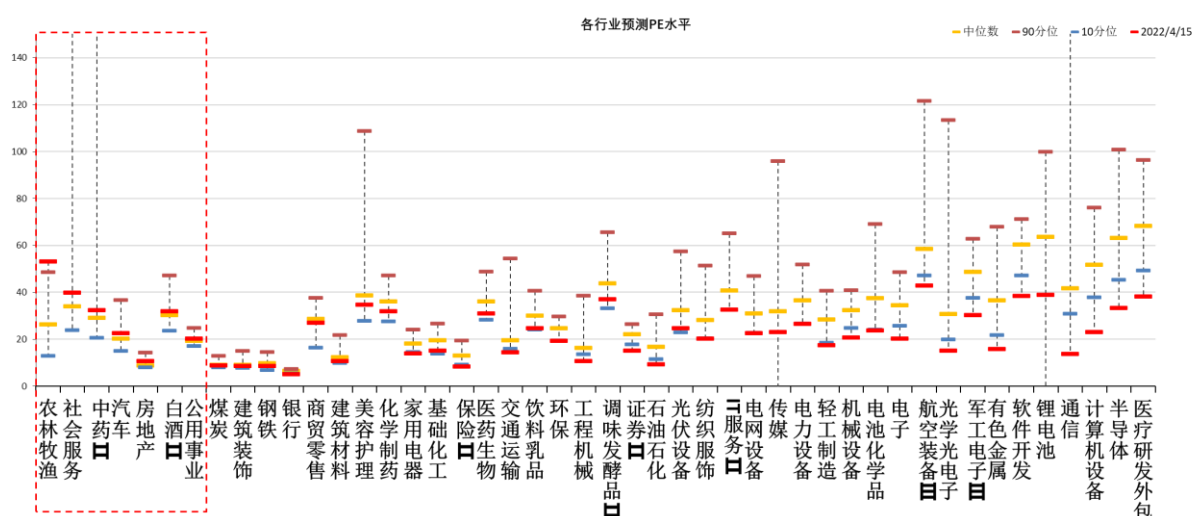
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.



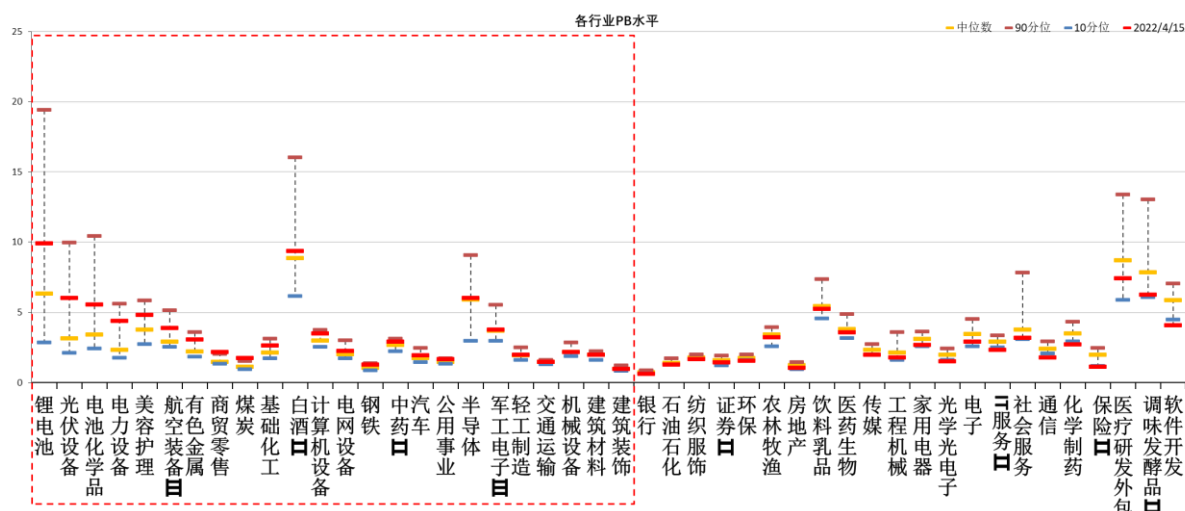
利润增长预期	2021/10/31	2021/11/30	2021/12/31	2022/1/31	2022/2/28	2022/3/31	2022/4/15	趋势
上证50	19.45	19.80	25.10	25.34	24.93	29.83	31.80	↗
沪深300	20.16	19.86	21.61	21.51	21.11	24.96	25.81	↗
中小板指	17.01	13.05	13.49	11.70	7.82	10.91	10.20	——
创业板指	26.01	21.40	22.58	20.42	22.71	21.62	21.81	——
中证500	54.49	53.69	45.67	43.88	42.70	38.28	37.43	↘
万得全A	31.34	30.74	30.98	29.98	28.44	30.64	31.18	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 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 15 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

4.2.2 本周市场维持震荡，通胀相关的煤炭、农业及疫情复苏相关的必选消费、交通运输表现较好。自金稳会后，市场政策底已现，逐步转为震荡。周内中美 10 年期国债利率倒挂、美国 CPI 再超预期、国内疫情形势依旧严峻、动态清零方针下经济压力加大等因素对权益市场表现形成反复扰动，成长风格压力颇大。此后国常会称要适时运用降准等货币政策工具，对市场情绪略有提振，周五晚央行宣布降准 25bp，略低于市场预期。预计后续中期市场风格与走向的决定性因素是国内经济基本面、中美关系及外围利率环境，而短期交易核心是疫情形势及管控政策，市场对货币政策的博弈或会告一段落，内生性信用扩张能否实现更加重要。

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、在经济复苏信号或美联储紧缩预期峰值出现前，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、若国内疫情高峰有边际改善迹象或上海物流供应链及复工复产恢复程度较好，成长风格或会有超跌反弹，可关注部分回调较为充分、机构占比不高的细分赛道，如半导体、必选消费。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、养殖，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	1.99	2.35	2.52	2.76	国债	0.08	0.08	0.07	0.07
国开债	2.16	2.50	2.68	2.99	国开债	0.09	0.05	0.05	0.04
AAA信用债	2.51	2.96	3.33	-	AAA信用债	0.06	0.08	0.08	-
AA+信用债	2.62	3.11	3.52	-	AA+信用债	0.05	0.07	0.07	-
AA信用债	2.79	3.42	4.08	-	AA信用债	0.05	0.06	0.07	-
AA-信用债	5.15	5.78	6.44	-	AA-信用债	0.08	0.09	0.16	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 15 日.

债券市场方面，降准预期已经落地，债券市场的宽松交易或会告一段落，逐步转为向稳增长定价，市场博弈点逐步转向疫情防控情况。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，获取票息收益为主。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。