

股债汇三重承压，关注经济基本面变化

一、重要信息点评

1. 4月18日，统计局公布一季度经济数据。一季度GDP同比4.8%，高于市场预期的4.2%，经济增速跌破潜在增速下限，内外压力下经济压力进一步提升。分项来看，第一、二产业增加值同比录得6.0%、5.8%，对GDP有拉动作用，而第三产业拖累明显，同比录得4.0%。运输、餐饮、住宿等接触性聚集性行业受疫情影响最大，基建、制造业投资和出口是需求端主要拉动项。

2. 3月规模以上工业增加值同比5.0%，较前值大幅回落，基本符合预期。从投资端看，3月固定资产投资累计同比9.3%，前值12.2%，其中，基建投资累计同比8.5%，前值8.1%，房地产投资累计同比0.7%，前值3.7%，制造业投资累计同比15.6%，前值20.9%，政策督促预算内资金加速下达，尽快形成实物工作量之下，基建投资增速继续提升，疫情影响下地产、制造业投资降速明显。房地产投资方面，3月地产投资累计同比0.7%，当月同比-2.4%，房地产投资增速回落到负增长区间，对宏观经济拖累进一步加大。分项来看，销售、新开工、施工、竣工面积当月同比-17.7%、-22.2%、-21.5%、-15.5%，相对1-2月分别回落8.1%、10.1%、23.3%、5.7%，施工增速下行幅度较大，或与疫情影响下销售回落资金流压力加大及防疫政策影响开发环节有关。预计未来基建投资将继续保持高增长，地产投资仍需观察政策调整幅度及其对需求端的刺激作用，制造业投资后续仍需观察疫情情况及出口回落风险。从需求端看，疫情冲击与就业恶化下消费情况明显承压。3月城镇调查失业率上行0.3个百分点至5.8%，31个大城市城镇调查失业率上行0.6个百分点至6.0%，就业大幅恶化，青年失业率上升更明显。3月社会消费品零售总额当月同比-3.5%，较上月下滑10.2个百分点，略低于预期，餐饮收入回落幅度相对明显，目前政策纾困对消费和就业的支撑作用暂时有限。

3. 4月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%，LPR报价已维持连续三个月不变。此前央行宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，低于市场预期，本次LPR报价维持不变使得市场降息预期再次落空。美债利率上行、中美利差倒挂掣肘、维持人民币币值稳定的目标或是4月央行货币宽松操作较为克制的主要原因，略低于市场预期的宽松力度叠加疫情的反复扰动或会对经济增长信心形成冲击。

4. 4月21日，国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》，明确指出在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，可以参加个人养老金制度。参加人每年缴纳个人养老金的上限为12000元。本次意见标志着第三支柱发展迈出重要一步，有望在未来大幅拓宽股市长期投资资金的来源和数额。

5. 4月21日，证监会召开全国社保基金和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会，强调要充分发挥长期资金可以克服市场短期波动的优势，用好用足权益投资额度，进一步扩大权益投资比例。本次座谈会呼吁更多中长期资金入市，短期内有利于提振投资者信心。

6. 4月19日，IMF最新一期《世界经济展望报告》将2022年全球经济增速预期从4.4%下调至3.6%，将2023年增速预期从3.8%降至3.6%，同时上调全球通胀预期。2022年美国经济增长预期从此前的4.0%调低至3.7%，欧元区经济增长预期从此前的3.9%调低至2.8%，中国经济增长预期为4.4，此前为4.8。本次下调一定程度上对市场风险偏好形成冲击，国内外增长谨慎情绪升温，稳增长板块预期有所松动，同时通胀链条承压。

7. 本周人民币兑美元汇率跌破6.5。前期人民币汇率坚挺得益于我国出口强劲带动贸易顺差规模较大，为人民币汇率提供坚实支撑。而当前美联储紧缩预期进一步加强下美元指数进一步冲高、中美利差倒挂、中美经济与金融周期背离、国内疫情反复与国外复工复产下中国出口增速逐步放缓，多重因素下短期内人民币汇率存贬值压力。中期看，境内银行代客涉外收付款差额尚未见趋势性下行，随着国内疫情防控逐步放松及美国经济增速回落，中长期人民币汇率或仍有支撑。

8. 美联储再次放鹰。鲍威尔在国际货币基金组织主办的一个小组讨论会上表示，加快加息步伐是合适的，美联储可能在下个月的政策会议上将联邦基金利率上调50个基点，并表示此后可能还需实施类似加息。市场对美联储加息预期不断走强支撑了美元走强，美股承压，美债收益率较快上升，进而使得中美国债利差快速收窄甚至倒挂，境内贵金属价格在外盘黄金走低的情况下表现较为抗跌。后续仍需关注5月3-4日美联储会议对缩表节奏的表述。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/4/22	2022/4/21	2022/4/20	2022/4/19	2022/4/18	
7天逆回购	100	100	100	100	100	500
	上周到期	600	上周投放	500	上周净投放	-100

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

上周央行 OMO 投放 500 亿, 同时到期 600 亿, 共计净回笼 100 亿。4 月 20 日 LPR 利率并未调降, 但 4 月 18 日央行表示已经上缴利润 6000 亿, 相当于降准 25BP, 货币仍处在宽松区间。

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
	2022/3/25	2022/4/1	2022/4/8	2022/4/15	2022/4/22	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	311.15	303.37	309.76	307.29	307.00	一一
库存主要钢材品种合计	1,708.26	1,686.17	1,690.05	1,649.33	1,618.53	↘
	2022/3/24	2022/3/31	2022/4/7	2022/4/14	2022/4/21	
开工率汽车轮胎全钢胎	56.55	59.23	49.43	56.71	59.11	震荡下行
开工率汽车轮胎半钢胎	72.15	74.52	67.11	68.38	67.39	拐头向下

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

生产数据方面, 本周粗钢产量未更新, 螺纹钢产量近期走高后开始震荡, 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高位拐头向下, 全钢胎则震荡下行, 地产走弱导致大型工程车辆需求有所下降导致, 同时全国疫情导致开工受阻。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	2021/4/22	2022/4/1	2022/4/8	2022/4/15	2022/4/22	趋势
商品房成交面积:本月以来	56.28	31.41	23.27	24.37	25.99	拐头向上
商品房成交面积:一线城市:本月以来	11.09	4.11	3.51	3.83	4.43	拐头向上
商品房成交面积:二线城市:本月以来	29.45	19.53	12.78	13.39	13.85	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	15.74	7.78	6.98	7.16	7.70	低位
	2022/3/20	2022/3/27	2022/3/31	2022/4/10	2022/4/17	
过去一月日均销量乘用车厂家批发:同比	23.88	13.11	22.76	21.70	13.05	↘
过去一月日均销量乘用车厂家零售:同比	14.18	1.08	9.06	6.45	-3.17	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

需求数据方面, 商品房成交面积在一线城市的带动下出现了拐头向上的迹象, 但在“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下行, 反映了本轮全国大范围疫情对消费的拖累。

价格	2021/4/22	2022/4/1	2022/4/8	2022/4/15	2022/4/22	
农产品批发价格200指数	119.65	136.38	135.43	132.56	131.06	↘
价格生猪外三元	23.78	12.54	12.53	12.69	14.78	↗
平均批发价猪肉	31.58	18.23	18.22	18.30	18.41	低位企稳
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.42	6.01	5.68	5.29	5.14	↘
平均批发价7种重点监测水果	6.60	7.15	7.22	7.46	7.57	↗
粮油批发价格200指数	106.90	116.62	116.70	116.55	116.65	高位
南华工业品指数	2,903.55	3,995.12	3,952.56	4,086.08	4,026.48	高位
现货价原油英国布伦特D ttd	65.32	107.66	100.70	106.80	105.42	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

价格数据方面，农产品整体价格持续下行。其中，蔬菜价格大幅下行，生猪价格开启上行，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。后续猪肉价格在生猪价格的带动下预计也将开始回升，需关注 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是由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	7	1	4	15	1	6	0	1	7	1	43
上上周	14	0	4	6	4	6	2	2	3	9	50

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF基金	总计
上周	数量	11	11	2	4	0	6	0	0	1	24
	发行规模(亿元)	260.02	260.02	4.90	13.21	0.00	11.93	0.00	0.00	24.03	314.10
上上周	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
本月以来	数量	23	22	7	8	0	16	0	0	6	60
	发行规模(亿元)	397.93	367.93	17.32	22.79	0.00	53.20	0.00	0.00	31.97	523.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 43 支，其中普通混合型基金 7 支，债券类基金（14 支）少于股票类基金（20 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 314.10 亿，发行规模有所回暖。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
创业板指	-6.66	-13.65	-30.88
中证500	-5.43	-9.23	-21.99
万得全A	-4.76	-8.08	-20.87
沪深300	-4.19	-4.96	-18.77
上证50	-3.97	-2.92	-14.05
偏股混合型基金指数	-3.93	-7.78	-23.17
中小板指	-3.64	-7.80	-24.99
科创50	-3.22	-13.66	-32.62

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

A 股表现来看，上周主要板块出现了较大幅度的普遍下跌。其中，创业板指跌 6.66%，跌幅最大。上周人民币贬值幅度较大使市场对于资金外流产生了一定的恐慌情绪。偏股基金指数跌 3.93%。

	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	-6.29	-14.37	-29.77
小盘指数	-5.77	-10.94	-24.28
绩优股指数	-5.65	-6.42	-22.71
高市净率指数	-5.08	-9.68	-28.20
茅指数	-4.43	-5.33	-24.95
大盘指数	-4.23	-5.12	-18.87
低市盈率指数	-4.08	-2.77	-2.30
低市净率指数	-3.65	-0.94	2.32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

上周 A 股各风格指数中低估值板块表现较好,低 PE 及低 PB 指数分别跌 4.08% 及 3.65%, 跌幅最小。另一方面,高 PE 及小盘指数则分别跌 6.29%及 5.77%, 跌幅最大。美联储加息预期增强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
房地产	-9.20	电力设备	-17.49	电子	-34.81
钢铁	-9.05	计算机	-13.90	国防军工	-32.89
有色金属	-8.08	医药生物	-13.04	电力设备	-32.16
医药生物	-7.34	电子	-12.54	传媒	-28.76
煤炭	-7.20	国防军工	-12.51	计算机	-28.51
通信	-2.28	银行	-0.39	交通运输	-6.69
食品饮料	-1.80	纺织服饰	-0.18	综合	-5.31
美容护理	-0.87	商贸零售	0.10	房地产	-0.75
公用事业	-0.48	交通运输	0.12	银行	1.37
纺织服饰	4.09	食品饮料	3.57	煤炭	20.16

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 22 日.

行业方面,除纺织服饰受益于人民币大幅贬值涨 4.09%外,其余行业均下跌。其中,三月经济数据出炉显示房地产下行压力仍然较大,导致房地产指数跌 9.20%, 跌幅最大。此外,制造业增加值单月同比回落明显,导致钢铁及有色金属行业上周表现不佳,分别跌 9.05%、8.08%,跌幅居前。另一方面,此前受到疫情冲击较大的消费行业虽然数据仍然较差,但市场预期在就业压力加大背景下中

央可能会将重心放在保民生稳就业上，带动消费行业迎来困境反转。其中，食品饮料及美容护理行业上周跌 1.80%及 0.87%，跌幅较小。

	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	-7.38	-12.22	-29.45
恒生指数	-4.09	-6.18	-11.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

港股方面，恒生指数跌 4.09%，恒生科技指数跌 7.38%。近期港股表现不佳的原因可能使由于全球利率上行背景下市场风险偏好有所下降。

	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	-3.83	-9.71	-17.93
标普500	-2.75	-5.71	-10.37
道琼斯工业指数	-1.86	-2.50	-6.95
标普小盘600	-1.86	-4.41	-10.08
标普中盘400	-1.73	-4.10	-9.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

美股方面，美联储紧缩预期抬升背景下美股整体回调，其中成长风格的纳斯达克指数跌 3.83%，跌幅最大。后续关注美联储 5 月 FOMC 会议对于加息及缩表的节奏把控。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.27	1.72	1.26	1.54
较上上周变化 (BP)	-17	-19	-12	-25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

上周货币市场利率整体下行，其中 DR007 下降 25BP，降幅最大。虽然 LPR 降息落空，但货币市场流动性较上上周更为宽松。

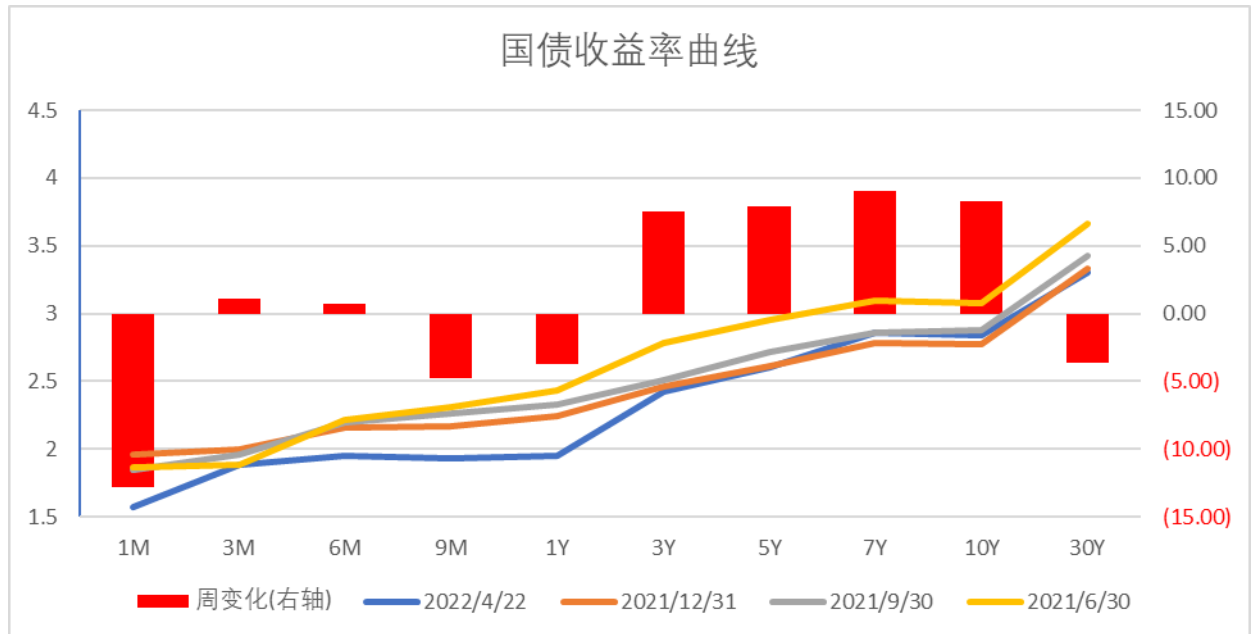
上周新发专项债规模	101.5
上上周新发专项债规模	189.68
本月以来新发专项债	294.08
上月新发专项债	4205.423

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

专项债发行方面，上周发行规模为 101.5 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	-4	7	8	8	国债	-18	1	3	5	国债	-29	-4	-1	7
国开债	-5	7	11	9	国开债	-17	-5	-1	4	国开债	-21	0	1	-1
AAA信用债	-4	-2	6	-	AAA信用债	-21	-17	-12	-	AAA信用债	-28	-1	11	-
AA+信用债	-3	0	5	-	AA+信用债	-22	-18	-14	-	AA+信用债	-29	0	7	-
AA信用债	-4	-2	6	-	AA信用债	-22	-17	-8	-	AA信用债	-31	-30	-4	-
AA-信用债	-4	-2	6	-	AA-信用债	-22	-17	-9	-	AA-信用债	-30	-29	-3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

债券市场方面，上周主要债券收益率呈现出了一定的短端下行长端上行，信用债中 1YAAA、AA，及 AA-均下行 4BP，幅度最大；利率债中 1M 下行幅度最大，达 13BP。另一方面，5Y 国开债上行幅度最大，达 11BP。一季度 GDP 高于市场预期推升长端利率，同时货币市场资金宽松拉动短端利率下行。整体来看，此前由于疫情反复导致债券收益率整体下行了一段时间，但需要注意的是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	2.11	2.30	2.47	--	--	总体	-13.31	-5.27	-6.65	--	--
国有银行	2.15	2.15	2.48	2.38	2.43	国有银行	0.00	-5.00	0.00	0.00	-4.17
股份银行	2.10	2.15	2.31	2.47	2.45	股份银行	-3.33	-9.00	-6.00	-3.00	-5.00
城商行	2.10	2.33	2.50	2.70	2.65	城商行	-13.40	-4.45	-2.42	7.05	-7.74
农商行	2.13	2.39	2.36	2.45	2.48	农商行	-8.50	10.33	-3.89	-14.25	-8.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体呈下行，其中 9M 农商行下行幅度最大，达 14.25BP，另一方面，3M 农商行上行幅度最大，达 10.33BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.46	2.88	3.27	AAA+	0.04	0.07	0.11	AAA+	-4.87	4.72	1.97
AAA	2.50	2.99	3.39	AAA	0.05	0.08	0.13	AAA	-2.53	3.89	2.98
AAA-	2.55	3.08	3.49	AAA-	0.04	0.09	0.13	AAA-	-4.54	0.89	-0.03
AA+	2.60	3.15	3.58	AA+	0.03	0.08	0.10	AA+	-4.54	-0.11	-0.03
AA	2.71	3.40	4.14	AA	0.03	0.06	0.10	AA	-4.54	-4.11	-0.03

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.52	3.00	3.42	AAA	0.04	0.07	0.14	AAA	-1.91	2.17	2.09
AA+	2.58	3.15	3.58	AA+	0.03	0.09	0.13	AA+	-3.90	0.17	-0.90
AA	2.66	3.34	3.90	AA	0.03	0.10	0.13	AA	-3.90	0.17	-1.90
AA(2)	2.78	3.65	4.37	AA(2)	0.03	0.11	0.13	AA(2)	-6.90	4.17	1.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 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呈现一定的短端下行长端上行，与债券整体相一致。其中，1Y AA(2) 城投下行幅度最大，达 6.9BP；同时，3Y AAA+ 票据上行幅度最大，达 4.72BP。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	2.53	2.81	3.10	3.41	3.55	利率变化 (BP)	-5.14	1.79	2.07	7.28	2.80	利率分位数	0.05	0.08	0.11	0.22	0.21
当前利差	6.18	12.90	22.45	30.43	33.08	利差变化 (BP)	-3.26	-1.01	-1.92	3.92	1.24	利差分位数	0.03	0.07	0.15	0.34	0.45

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 22 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.63	3.19	3.69	3.84	AAA-	-5.13	2.18	4.04	-2.80
AA+	2.67	3.23	3.74	3.88	AA+	-5.13	2.20	3.04	-3.80
AA	2.95	3.51	4.02	4.16	AA	-4.13	3.20	4.04	-2.80
AA-	3.97	4.62	5.13	5.27	AA-	-4.13	3.20	4.04	-2.80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日。

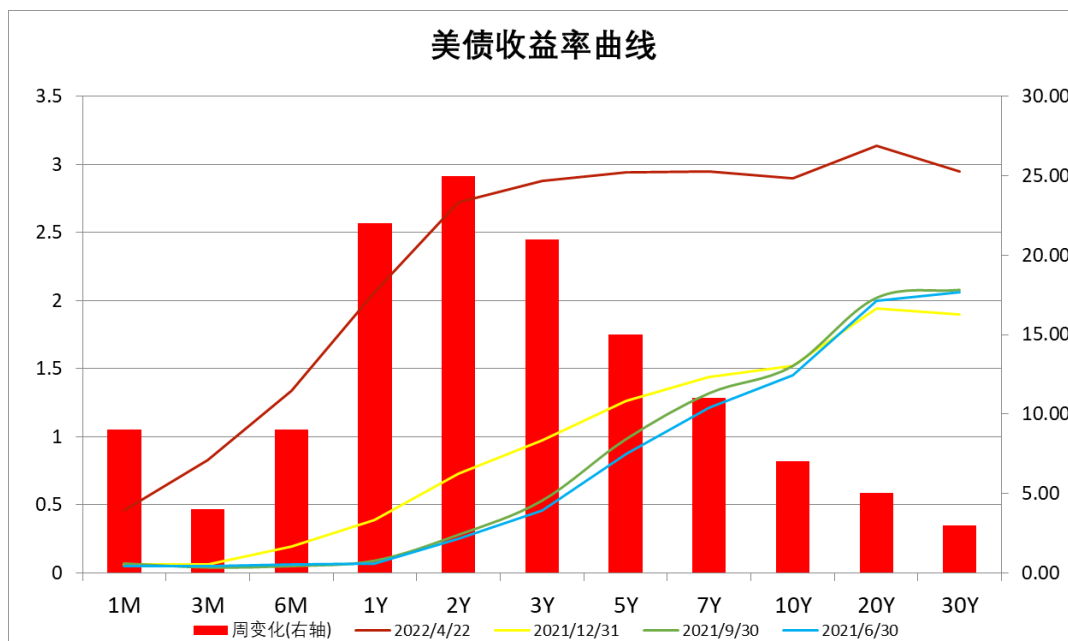
上周二级资本债与信用债一致，呈现出了一定的短端下行长端上行。其中，1Y 收益率下行幅度最大，达 5.14BP；另一方面，4Y 则大幅上行了 7.28BP。历史来看，短端二级资本债利率已经进入了 0.1 的极低分位数区间，而长端则仍处于 0.2 左右的较低分位数区间。永续债方面，1Y 和 10Y 均呈下行，3Y 和 5Y 则呈上行，出现了一定的震荡格局。

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	2.65	2.89	3.29	3.69	AAA级RMBS	-1.4	-2.6	1.38	0.38	AAA级RMBS	0.06	0.00	0.01	0.00
AAA级消金	2.69	3.03	3.47	3.95	AAA级消金	1.86	-1.7	2.97	2.9	AAA级消金	0.05	0.02	0.03	0.06
AAA级企业ABS	2.82	3.35	3.75	4.16	AAA级企业ABS	-3.8	4.69	2.97	2.9	AAA级企业ABS	0.05	0.10	0.14	0.07
AAA级ABN	2.72	3.14	3.57	4.05	AAA级ABN	0.86	-2.8	2.97	1.9	AAA级ABN	0.05	0.02	0.05	0.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

ABS 方面, 上周各类型 ABS 涨跌不一, 其中, 1Y 企业 ABS 下行幅度最大, 达 3.8BP, 而 3Y 企业 ABS 上行幅度最大, 达 4.69BP。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 22 日.

美债方面, 上周美债收益率整体上行, 其中 2Y 上行幅度最大, 达 25BP。上周美联储官员再次申明支持 5 月加息 50BP, 大幅推升短端利率。此外值得注意的是 10 年中美利率已经倒挂, 利差目前为-6BP, 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
GDP	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	箭头向下
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	5.00	↗
GDP平减指数:当月同比	—	—	18.30	—	—	7.90	—	—	4.90	—	—	4.00	—	—	4.80	箭头向上
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	9.30	↗
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	15.60	箭头向下
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	0.70	↘
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	-3.53	↘
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	↗
信贷净增	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	↘
PMI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	1.50	↗
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	8.30	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

4.1 经济展望

4.1.1 3 月规模以上工业增加值同比 5.0%，较前值大幅回落，基本符合预期。从投资端看，3 月固定资产投资累计同比 9.3%，政策督促预算内资金加速下达，尽快形成实物工作量之下，基建投资增速继续提升，疫情影响下地产、制造业投资降速明显，房地产投资增速对宏观经济拖累进一步加大。从需求端看，疫情冲击与就业恶化下消费情况明显承压，社会消费品零售总额当月同比-3.5%，较上月下滑 10.2 个百分点，目前政策纾困对消费和就业的支撑作用暂时有限。融资数据方面，3 月社融数据总量超预期，稳增长政策驱动下的被动宽信用开始显现，但企业中长期贷款边际改善幅度有限，居民购房意愿尚未见回暖，消费需求延续弱势。疫情反复扰动下，居民消费意愿的恢复与房地产行业回暖速度弱于以往，内外压力下稳增长政策紧迫性进一步抬升，预计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。

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。目前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，近期俄乌关系又有反复，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 前期人民币汇率坚挺得益于我国出口强劲带动贸易顺差规模较大，而当前美联储紧缩预期进一步加强下美元指数进一步冲高、中美利差倒挂、中美经济与金融周期背离、国内疫情反复与国外复工复产下中国出口增速逐步放缓，多重因素下短期内人民币汇率存贬值压力。中期看，下跌趋势的破局仍需疫情尽快得到控制以恢复市场主体对宏观经济信心或央行为市场提供更多美元流动性。人民币的快速贬值一方面有助于出口，但另一方面也会增大输入性通胀压力，鉴于易纲行长在博鳌论坛的讲话明确表示中国货币政策的首要任务是维护物价稳定，未来央行为市场提供更多美元流动性或对跨境资本流动实施更严格监管的可能性正在抬升，中长期看汇率仍有支撑。

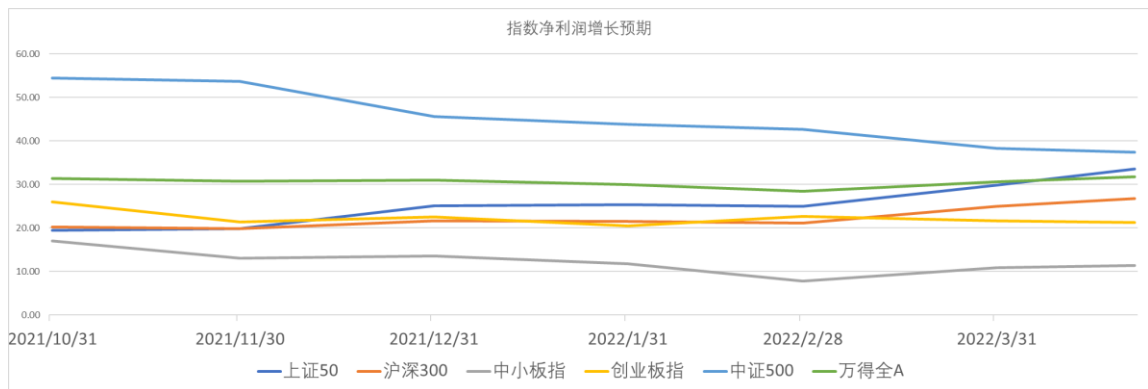
4.2 股票市场观点

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PE13.16倍，处于14%分位水平，股权溢价率3.05%，处于91%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	9.95	8.82	1.26	6.97	0.33	0.26	0.47	0.84
沪深300	11.85	10.14	1.41	5.36	0.20	0.16	0.19	0.92
中小板指	26.91	19.79	3.26	0.64	0.29	0.26	0.17	0.90
创业板指	42.93	28.44	5.49	-0.75	0.31	0.38	0.54	0.93
中证500	16.63	13.94	1.58	2.94	0.01	0.01	0.02	1.00
万得全A	16.33	13.16	1.62	3.05	0.16	0.14	0.16	0.91

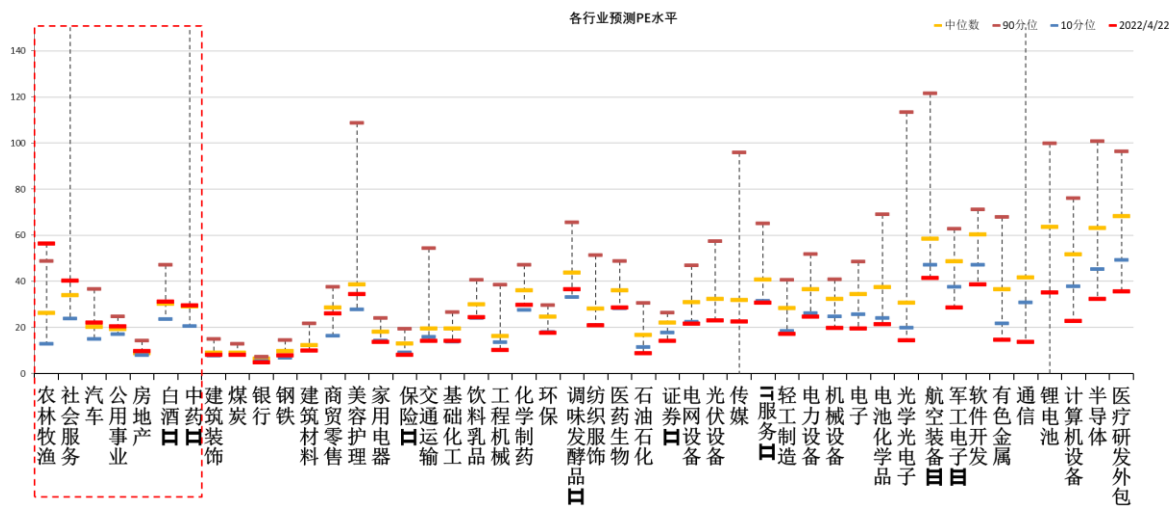
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.



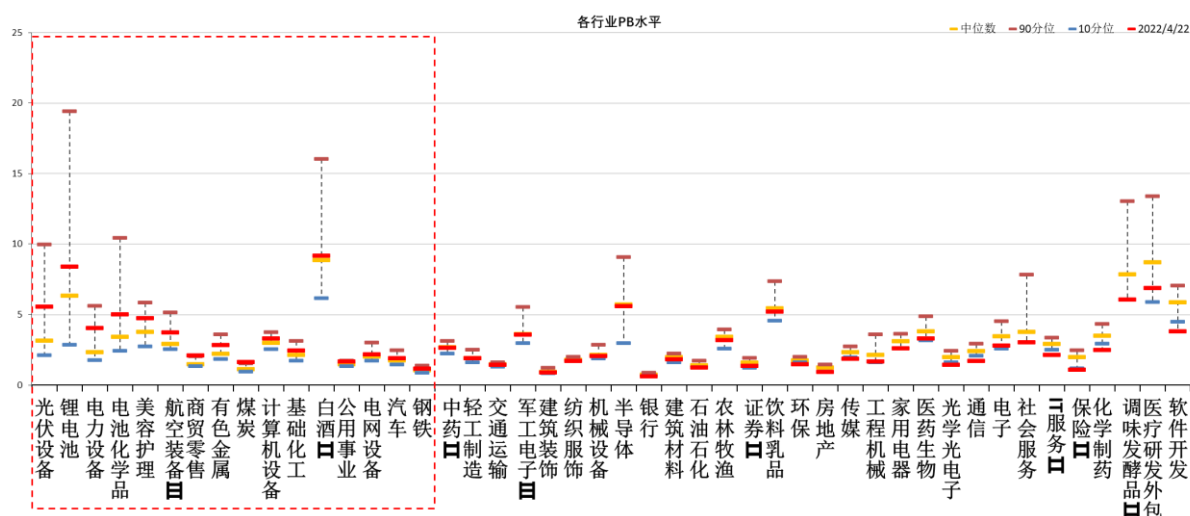
利润增长预期	2021/10/31	2021/11/30	2021/12/31	2022/1/31	2022/2/28	2022/3/31	2022/4/22	趋势
上证50	19.45	19.80	25.10	25.34	24.93	29.83	33.49	↗
沪深300	20.16	19.86	21.61	21.51	21.11	24.96	26.82	↗
中小板指	17.01	13.05	13.49	11.70	7.82	10.91	11.40	—
创业板指	26.01	21.40	22.58	20.42	22.71	21.62	21.20	—
中证500	54.49	53.69	45.67	43.88	42.70	38.28	37.44	↘
万得全A	31.34	30.74	30.98	29.98	28.44	30.64	31.78	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 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, 少于半数的行业 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 22 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

4.2.2 本周市场呈二次探底趋势, 疫情复苏相关的消费及交运板块表现相对较好。周初上海开始复工带动成长板块上涨, 而降准降息不急预期引发稳增长板块预期松动, 价值板块受到冲击下跌。IMF 下调全球经济增长预期, 动态清零下经济压力增大, 国内外经济增长谨慎情绪升温, 引发通胀链条下跌。此后, 部分地区复工计划被迫推迟、海外美联储放鹰、部分新能源企业业绩不及预期导致市场对景气板块成长性存疑, 多重利空下成长板块承压。此外, 人民币快速贬值也对大盘形成压力。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。后期关注 5 月政治局会议对 5.5%GDP 目标的表态及美联储加息缩表幅度。

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, 中国较低通胀水平使得货币政策可以维持宽松, 但也要注意中美利差对货币政策进一步放松的隐形压制。

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、消费板块占优。

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，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、若上海物流供应链及复工复产恢复程度较好且海外紧缩预期有边际缓解迹象，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，如消费、出口链。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、推荐关注金融行业中优质中小银行机会。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。

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	1.95	2.42	2.60	2.84	国债	0.07	0.12	0.12	0.15
国开债	2.11	2.57	2.79	3.08	国开债	0.08	0.08	0.09	0.09
AAA信用债	2.47	2.95	3.38	-	AAA信用债	0.04	0.07	0.14	-
AA+信用债	2.59	3.12	3.56	-	AA+信用债	0.04	0.07	0.11	-
AA信用债	2.75	3.41	4.13	-	AA信用债	0.04	0.06	0.09	-
AA-信用债	5.11	5.77	6.49	-	AA-信用债	0.07	0.08	0.20	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 22 日.

债券市场方面，降准降息预期已经落地，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。