

内生修复为主，政策温和推动

一、重要信息点评

1、3月3日，国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，开展会议推动国央企公司高质量市场化转型，实现从数量型规模型向质量型效益效率型转变，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力和抗风险能力；对于上市央企，未来上市央企将有望进一步提升经营效率、成长性及盈利能力，推动中国特色估值体系的建设，反映出深化国企改革新方向。

2、3月1日，统计局发布2月PMI数据显示制造业与非制造业景气度继续反弹。2月官方制造业PMI 52.6%，预期50.6，前值50.1%。从分项指数看，生产项是最大拉动项，生产指数大幅回升6.9个百分点，节后复工复产加速推进，与高频数据吻合。分行业看，装备制造业、高技术制造业、高耗能行业和消费品行业景气度回升。原材料库存指数回升0.2个百分点至49.8%，产成品库存指数回升3.4个百分点，制造业补库存开始由上游向下游传导。需求端看，2月新订单指数回升3.2个百分点至54.1%，新出口订单指数回升6.3个百分点至52.4%，进口指数回升4.6个百分点至51.3%，外需回升幅度强于内需，或与1月海外家具、服装价格涨幅较大、消费韧性超预期有关。考虑到美国实际商品库存仍在高位，预计出口同比小幅改善但持续性存疑；非制造业PMI 56.3%，预期54.9%，前值54.4%，其中服务业PMI回升1.6个百分点至55.6%，建筑业回升3.8个百分点至60.2%。服务业PMI继续修复，基建开工积极性强，地产施工回落，房企资金到位有所滞后，进入政策验证期。整体看，2月PMI修复斜率较大，此前受疫情影响的生产和就业有明显改善，表现基本符合此前高频数据预期，经济呈疫情影响消退的环比修复特征。

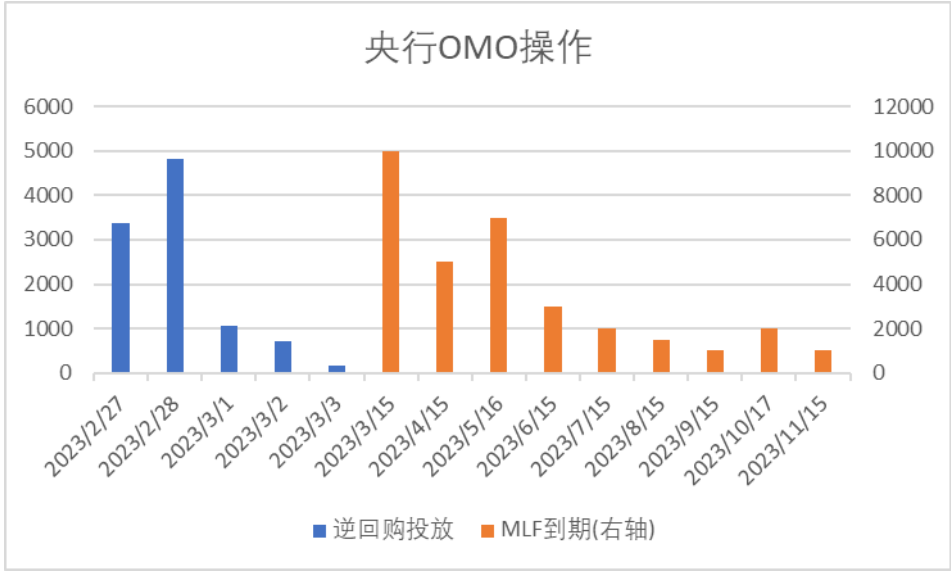
3、3月5号，第十四届全国人民代表大会第一次会议在京召开，国务院总理李克强作政府工作报告。此次报告提出2023年发展目标，2023年GDP目标定为增长5%左右，较去年5.5%左右有所下调，基本处于市场预期范围，CPI目标3%左右，和去年一致，符合市场预期，整体偏稳健及高质量发展。财政政策力度温和小幅抬升，赤字率3%，环比提高0.2%，专项债额度3.8万亿元较去年3.65万亿元小幅上升，整体政策不过度刺激，以经济内生修复为主。货币政策基本上延续此，流动性总量趋于中性。此外，房地产相关表述及有效防范化解重大经济

金融风险等主要内容与此前定调一致。 整体看，此次报告定调相对温和与休养生息，高质量发展与内生动力是重心。

4、3月2日，美国加大对中国高科技产品打压力度，美国商务部以“国家安全”和“外交政策利益”为由将28家中国大陆企业和研究机构列入实体清单，对相关企 业股价形成冲击。

5、美国2月ISM制造业PMI为47.7，前值47.4，低于市场预期的48.0，但其中支付价格分项录得51.1，预期46.5，前值44.5，重回扩张区间，引发市场对经济滞涨的担忧，2年期/10年期美债收益率大幅上行。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

上周央行 OMO 投放 10150 亿，同时到期 14900 亿，共计净回笼 4750 亿。近期银行间资金面较为紧张背景下央行进行大额投放以呵护流动性。

生产	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	
高炉开工率(247家):全国	77.41	78.42	79.54	80.98	81.07	↗
	2023/1/10	2023/1/20	2023/1/31	2023/2/10	2023/2/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	192.57	193.66	198.72	206.21	209.28	↗
	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	234.90	246.11	263.35	282.17	295.03	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	0.35	-1.21	-4.88	-6.54	-6.08	↘
	2023/2/2	2023/2/9	2023/2/16	2023/2/23	2023/3/2	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	27.06	62.27	67.58	68.89	69.33	↗
开工率:汽车轮胎:半钢胎	33.79	67.70	71.72	73.66	73.85	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

生产数据方面，各类开工数据持续上行，同时钢材库存维持下行可能说明需求端也有所回暖。

需求	2022/3/3	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	趋势
商品房成交面积:本月以来	42.74	32.91	34.67	37.69	46.48	↗
商品房成交面积:一线城市:本月以来	7.35	7.93	8.35	8.16	7.91	↗
商品房成交面积:二线城市:本月以来	24.70	18.81	19.05	21.18	27.78	↗
商品房成交面积:三线城市:本月以来	10.68	6.16	7.27	8.35	10.79	↗
	2023/1/27	2023/1/31	2023/2/5	2023/2/12	2023/2/19	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	12.30	13.26	14.59	-3.99	14.51	震荡
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	1.17	-8.66	7.81	-7.30	5.20	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

需求数据方面, 商品房成交面积加速回升。另一方面, 车辆销售数据则继续震荡。关注后续车辆消费的复苏力度。

价格	2022/3/3	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	
农产品批发价格200指数	131.14	131.88	132.03	132.96	132.34	震荡下行
价格:生猪:外三元	12.67	14.58	14.91	15.90	15.91	震荡
平均批发价:猪肉	18.30	20.49	20.97	20.78	21.04	震荡
粮油批发价格200指数	114.05	117.76	117.51	117.40	117.33	震荡下行
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.76	5.74	5.78	5.75	5.62	震荡下行
平均批发价:7种重点监测水果	6.77	7.52	7.52	7.53	7.54	震荡
南华工业品指数	3,873.30	3,887.55	3,915.44	3,967.80	3,983.85	震荡上行
现货价:原油:英国布伦特Dtd	119.88	85.68	82.35	82.04	85.33	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

价格数据方面, 农产品价格延续季节性下行有所减弱。其中, 蔬菜价格有所回落但强于季节性因素, 水果价格超季节性震荡, 同时生猪价格开始筑底, 粮油价格在国际局势扰动近一年后出现了拐头向下的迹象。值得注意的是, 近期 CPI 食品项压力有所显现, 后续需关注疫情管控优化后服务业可能存在的供需错配带来的通胀压力。PPI 影响因素方面, 石油价格维持震荡下行态势。后续一方面随着我国经济即将步入复苏, 市场对需求的预期出现了一定的变化; 同时 OPEC 增产能力有待观察背景下俄罗斯石油供给缺口如何填补也引发市场担忧。不过随着海外各国货币政策收紧, 海外能源价格仍将随需求回落, 而我国工业品价格走势则更多取决于未来经济复苏力度。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	3.84	4.83	0.10
COMEX黄金	2.51	2.08	2.00
LME铝	2.50	1.31	0.67
LME铜	2.37	1.38	6.59
CBOT玉米	-1.31	-0.43	-5.56
CBOT大豆	0.02	0.45	-0.30
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-73.30	-45.80	103.93
美元兑人民币	-500.00	-287.00	59.00
美元兑日元	-65.50	-37.75	472.00

	2023/3/3	2023/2/26	2023/2/28	2023/1/1
ICE布油	86	82.85	83.11	85.99
COMEX黄金	1862.8	1818	1833.8	1830.1
	2023/3/3	2023/2/24	2023/2/28	2023/1/1
美元指数	104.5288	105.2618	104.9868	103.4895
美元兑人民币	6.903	6.953	6.9317	6.8971
美元兑日元	135.8445	136.4995	136.222	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

期货价格方面，上周各类期货价格整体震荡回升，其中石油涨幅最大，玉米跌幅最大。ICE 布油收于 86 美元，涨 3.84%，COMEX 黄金收于 1862.8 美元，涨 2.51%。

上周美元指数上下行 73.30BP，美联储发布半年度货币政策报告，但市场对于鹰派说辞早有预期。在此背景下人民币上周升值 500 个基点，日元升值 65.5 个基点。

MEETING DAY	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	71.60%	28.40%	0.00%	0.00%	0.00%	
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	64.60%	32.60%	2.80%	0.00%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.40%	56.50%	25.00%	2.10%	0.00%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.90%	40.60%	37.50%	11.20%	0.80%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.50%	39.40%	37.60%	12.20%	1.20%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.10%	16.20%	39.00%	32.00%	9.80%	1.00%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	6.60%	23.50%	36.70%	24.80%	6.90%	0.70%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	3.50%	14.70%	29.80%	31.10%	16.30%	4.00%	0.40%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.20%	2.20%	10.20%	23.70%	30.60%	22.20%	8.90%	1.80%	0.10%
2024/5/1	0.00%	0.20%	2.00%	9.30%	22.20%	29.80%	23.10%	10.40%	2.60%	0.30%	0.00%
2024/6/19	0.10%	1.10%	5.90%	16.10%	26.20%	26.30%	16.40%	6.30%	1.40%	0.20%	0.00%
2024/7/31	0.90%	4.70%	13.70%	23.80%	26.30%	18.80%	8.70%	2.50%	0.50%	0.00%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 3 月 3 日.

美联储加息预期方面，美国 1 月 PMI 出炉，其中支付价格分项超预期，同时货币政策报告再次强调美联储的加息决心。在此背景下，上周加息预期有所抬升。目前中性预期 23 年 3 月的 FOMC 会议将继续加息 25BP，后续在此基础上继续加息 50 到 75BP，并在 12 月开始降息。

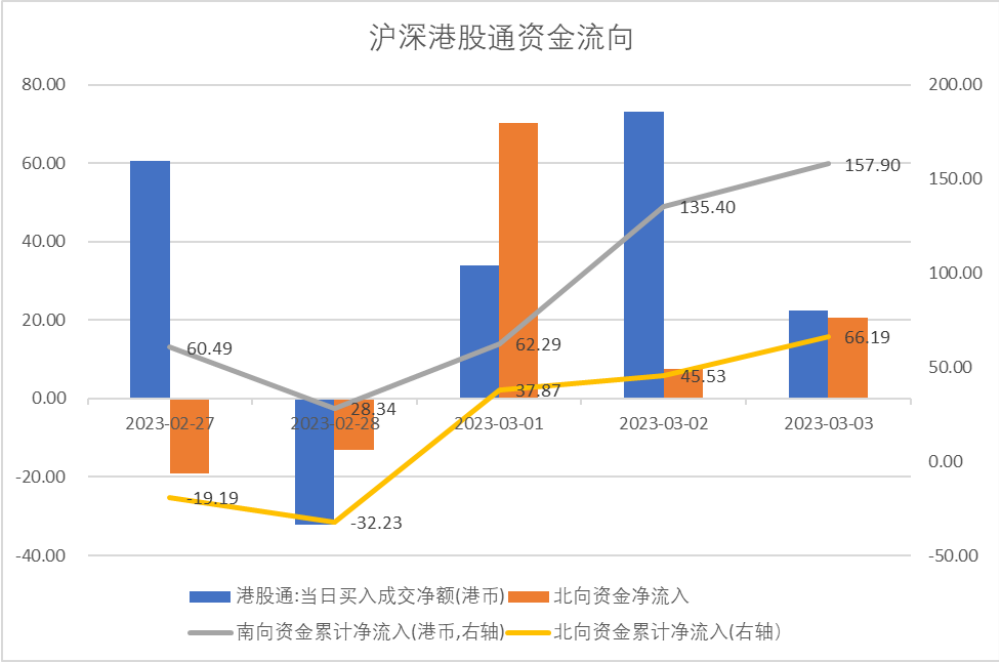
三、 市场表现回顾

a) 股票市场

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	8	7	2	7	0	18	0	0	5	40
	发行规模(亿元)	260.91	247.85	19.58	52.96	0.00	93.56	0.00	0.00	21.16	448.16
上上周	数量	6	6	2	4	0	7	0	0	2	21
	发行规模(亿元)	153.83	153.83	10.99	26.16	0.00	33.18	0.00	0.00	8.51	232.68
本月以来	数量	3	2	0	5	0	12	0	0	3	23
	发行规模(亿元)	104.13	91.07	0.00	44.07	0.00	58.61	0.00	0.00	0.30	207.10
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	11	0	1	4	3	1	2	1	4	2	29
上上周	4	1	7	1	2	0	2	0	4	1	22

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

基金申报与发行方面,上周共计申报基金 29 支,其中普通混合型基金 11 支,债券类基金(8 支)与股票类基金(8 支)相等,FOF 基金申报 2 支。发行一边,上周基金共计发行 448.16 亿,发行规模有所回升,其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所上升。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

资金流动方面,上周北向资金净流入 66.19 亿,较前一周有所增加;同时南向资金净流入 157.90 亿,较前一周有所增加。

	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	-0.27	-0.27	3.22
中小板指	0.21	0.48	5.36
偏股混合型基金指数	0.35	0.21	4.27
中证500	0.78	0.52	8.97
科创50	0.83	0.85	4.06
万得全A	1.05	0.88	8.30
沪深300	1.71	1.50	6.69
上证50	1.72	1.36	5.28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

A 股表现来看,上周主要板块基本呈上行,其中创业板跌 0.27%,跌幅最大;上证 50 涨 1.72%,涨幅最大。2 月 PMI 数据显示我国经济复苏力度较好,但外围风险并未消退,在此背景下 A 股震荡上行。偏股基金指数涨 0.35%

	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	-0.50	-0.11	7.38
绩优股指数	-0.20	-0.28	6.54
高市净率指数	-0.12	-0.34	3.01
茅指数	0.53	0.79	6.87
小盘指数	0.75	0.54	11.20
大盘指数	1.60	1.42	5.96
低市盈率指数	2.48	2.43	7.94
低市净率指数	2.86	2.70	7.07

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

上周 A 股各风格指数中, 高 PE 指数及绩优股指数跌 0.50%及 0.20%, 表现最差; 低 PE 指数及低 PB 指数分别涨 2.48%及 2.86%, 表现最好。上周市场大盘价值风格占优。

	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	-1.63	电力设备	-1.82	商贸零售	-3.59
汽车	-1.27	医药生物	-1.08	综合	0.79
有色金属	-0.89	美容护理	-0.85	银行	1.72
美容护理	-0.85	汽车	-0.64	房地产	1.75
轻工制造	-0.55	农林牧渔	-0.52	美容护理	2.30
交通运输	2.62	建筑材料	2.71	机械设备	14.41
计算机	4.26	计算机	3.39	建筑装饰	14.46
传媒	4.43	通信	4.19	传媒	14.91
建筑装饰	6.10	传媒	5.00	计算机	23.25
通信	6.64	建筑装饰	5.85	通信	23.59

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 24 个上涨, 7 个下跌。其中, 通讯、传媒及计算机等 TMT 行业分别涨 6.64 至 4.26 不等, 涨幅最大。同时, 高频数据显示地产基建近期表现较好, 带动相关产业链中的建筑装饰及交通运输行业分别涨 6.10%及 2.62%, 涨幅居前。另一方面, 受海外新能源车企业降价预期影响, 我国电动车产业链相关的电力设备、汽车及有色金属行业上周分别跌 1.62%、1.27%及 0.89%, 跌幅最大。此外, 泛消费行业中美容护理及轻工制造上周分别跌 0.85%及 0.55%, 表现较差。

	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	2.79	3.95	3.97
恒生科技指数	5.00	7.29	2.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

港股方面, 恒生指数涨 2.79%, 恒生科技指数涨 5.0%。我国经济基本面走强带动港股上行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	1.75	2.25	0.74
标普小盘600	1.77	1.64	9.70
标普中盘400	1.83	1.82	8.97
标普500	1.90	1.90	5.37
纳斯达克指数	2.58	2.04	11.68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

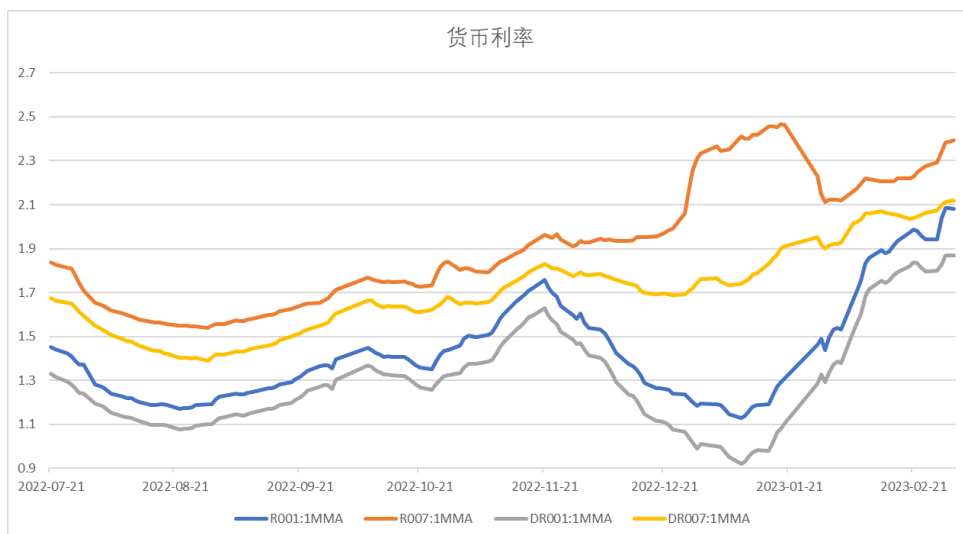
美股方面上周整体回升, 其中道琼斯工业指数涨 1.75%, 涨幅最小; 纳斯达克指数涨 2.58%, 涨幅最大。一方面美国经济保持较强韧性使得美股财报季有一定支撑; 另一方面中国经济大幅回暖对风险偏好形成一定提振。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
胡志明指数	-1.94	0.03	1.59
韩国综合指数	0.35	0.80	8.75
印度SENSEX30	0.58	1.14	-1.70
台湾加权指数	0.67	0.67	10.40
英国富时100	0.87	0.90	6.55
日经225	1.73	1.76	7.02
法国CAC40	2.24	1.10	13.51
德国DAX	2.42	1.39	11.88

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

其他海外市场方面, 越南市场跌 1.94%, 表现最差; 德国市场涨 2.42%, 表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



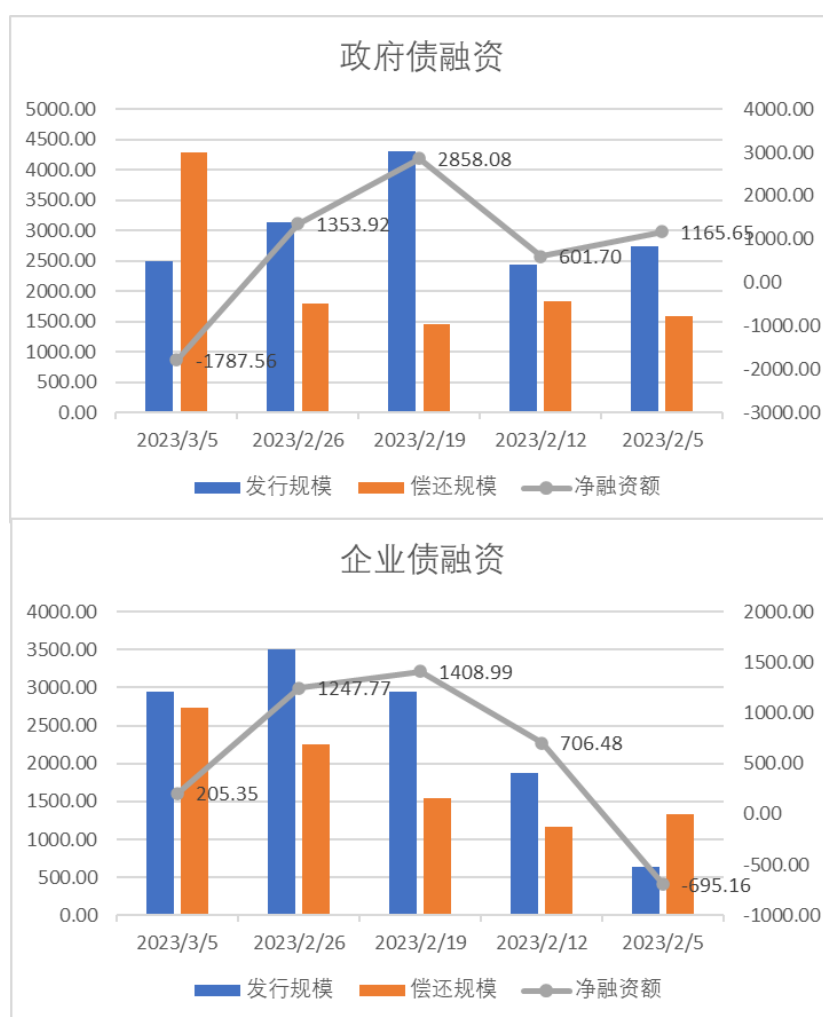
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

上周货币市场利率继续上行，DR007 一月均值升至 2.12。近期利率整体呈上行趋势，背后原因可能是信贷投放较好带动资金需求上行。

	2023/1/31	2023/2/24	2023/3/3
1Y	1.85	2.15	2.17
6M	2.2	2.38	2.38
	2022/1/31	2022/2/24	2022/3/3
1Y	2.8823	2.2032	2.1822
6M	3.1466	2.0715	2.1296
	2021/1/31	2021/2/24	2021/3/3
1Y	3.2799	3.3893	3.437
6M	3.562	3.5289	3.4585
	2020/2/1	2020/2/25	2020/3/3
1Y	2.8871	2.5868	2.5945
6M	2.8971	2.5	2.5136

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 2.17、2.38, 较此前有所回升, 23 年 2 月社融中贷款部分可能表现较好。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日. 政府债口径为国债及地方政府债, 企业债口径为企业债、公司债、中票、短融、定向工具、政府支持机构债、非银行 ABS。

债券融资方面, 上周政府债净融资额-1787.56 亿, 较此前有所回落; 企业债净融资额 205.35 亿, 较此前有所回落。

从高频数据看, 债券及贷款较此前有所回暖, 预计社融中的中长期部分会出现一定的回升。

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	2.32	2.57	2.74	2.90	国债	24.42	17.15	16.39	国债	-	-	-
国开债	2.48	2.81	2.94	3.09	国开债	33.18	13.04	14.9	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.86	3.21	3.38	-	AAA信用债	34.45	17.29	-	AAA信用债	38.35	39.62	43.87
AA+信用债	2.97	3.38	3.67	-	AA+信用债	41.56	28.71	-	AA+信用债	48.48	56.86	72.53
AA信用债	3.05	3.76	4.10	-	AA信用债	71.56	33.71	-	AA信用债	56.48	94.86	115.53
AA-信用债	5.46	6.19	6.54	-	AA-信用债	73.56	34.71	-	AA-信用债	297.48	337.86	359.53

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y
国债	3	0	0	-1	国债	-1	-1	0	0	国债	23	16	9	7
国开债	1	1	2	1	国开债	0	0	2	1	国开债	25	27	11	10
AAA信用债	5	6	-1	-	AAA信用债	1	2	0	-	AAA信用债	11	1	-12	-
AA+信用债	5	0	-3	-	AA+信用债	1	-2	0	-	AA+信用债	-5	-20	-26	-
AA信用债	-1	0	-3	-	AA信用债	-1	0	0	-	AA信用债	-26	-11	-12	-
AA-信用债	-3	0	-2	-	AA-信用债	-3	0	1	-	AA-信用债	-24	-7	-7	-

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.42	0.36	0.38	0.37	国债	0.26	0.55	0.33	国债	-	-	-
国开债	0.43	0.38	0.31	0.28	国开债	0.12	0.07	0.27	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.41	0.38	0.26	-	AAA信用债	0.32	0.07	-	AAA信用债	0.38	0.48	0.41
AA+信用债	0.39	0.35	0.31	-	AA+信用债	0.43	0.23	-	AA+信用债	0.25	0.42	0.47
AA信用债	0.27	0.30	0.20	-	AA信用债	0.86	0.19	-	AA信用债	0.10	0.44	0.31
AA-信用债	0.40	0.56	0.31	-	AA-信用债	0.88	0.17	-	AA-信用债	0.45	0.82	0.75

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日. 分位数为过去 5 年分位数。

债券市场方面, 上周主要债券中, 信用债利率呈震荡, 其中 3YAAA 上行 6BP, 上行幅度最大; 1YAA- 及部分 5Y 券种下行 3BP, 下行幅度最大。利率债整体小幅震荡上行, 1Y 国债上行 3BP, 幅度最大。一方面, PMI 显示经济复苏力度较强推升利率, 但市场对后续复苏力度存疑导致利率上行力量不强。往后看, 我国经济企稳回升可能将持续一段时间, 这段时间内预计货币不会大幅紧缩, 但随着经济逐步从复苏进入过热需要警惕可能存在的流动性冲击。

上周以来期限利差变动				本月以来期限利差变动				今年以来期限利差变动			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	-3	0	-1	国债	0	1	0	国债	-6	-7	-3
国开债	0	1	-1	国开债	0	1	-1	国开债	2	-16	-1
AAA信用债	1	-7	-	AAA信用债	1	-2	-	AAA信用债	-9	-13	-
AA+信用债	-5	-3	-	AA+信用债	-3	2	-	AA+信用债	-15	-6	-
AA信用债	1	-3	-	AA信用债	1	0	-	AA信用债	15	-1	-
AA-信用债	3	-2	-	AA-信用债	3	1	-	AA-信用债	17	0	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周整体震荡收窄，从分位数的角度来看目前 5Y-3Y 利差处于偏低区间，低等级信用债 3Y-1Y 获利空间较大。

上周以来信用利差变动				本月以来信用利差变动				今年以来信用利差变动			
	1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y
AAA信用债	4	5	-3	AAA信用债	0	1	-2	AAA信用债	-14	-26	-23
AA+信用债	4	-1	-5	AA+信用债	0	-3	-2	AA+信用债	-30	-47	-37
AA信用债	-2	-1	-5	AA信用债	-2	-1	-2	AA信用债	-51	-38	-23
AA-信用债	-4	-1	-4	AA-信用债	-4	-1	-1	AA-信用债	-49	-34	-18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周利率债上行信用债下行使得信用利差大体收窄，目前大部分券种位于 0.5 左右的中位数区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.51	2.62	2.71	--	--
国有银行	2.40	2.51	2.62	2.68	2.75
股份银行	2.41	2.53	2.66	2.70	2.76
城商行	2.50	2.63	2.72	2.80	2.86
农商行	2.53	2.63	2.71	2.77	2.85
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	11	4	3	--	--
国有银行	30	4	5	1	2
股份银行	21	6	1	2	2
城商行	15	4	5	2	4
农商行	15	6	4	0	2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	337.5	702.1	727.8	405	1976.3
国有银行	76	222	194	107	1011
股份银行	55	232	88	207	753
城商行	183	150	213	75	170
农商行	23	99	233	15	42

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日。

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体上行，其中发行规模最多的 1Y 国有银行上行 2BP，1Y 股份银行上行 2BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.82	3.09	3.31	AAA+	33.90	27.81	36.92	AAA+	0.311	0.318	0.534
AAA	2.86	3.22	3.40	AAA	38.36	40.31	46.00	AAA	0.327	0.421	0.457
AAA-	2.91	3.26	3.48	AAA-	43.13	45.15	53.32	AAA-	0.268	0.316	0.297
AA+	2.96	3.37	3.69	AA+	48.13	56.15	74.32	AA+	0.22	0.349	0.451
AA	3.02	3.81	4.14	AA	54.13	100.15	119.32	AA	0.092	0.529	0.355
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.87	3.20	3.33	AAA	39.02	38.43	38.29	AAA	0.262	0.261	0.053
AA+	2.96	3.34	3.56	AA+	47.61	52.37	61.29	AA+	0.254	0.271	0.179
AA	3.09	3.77	4.13	AA	60.61	95.87	118.79	AA	0.273	0.714	0.789
AA(2)	3.37	4.44	4.80	AA(2)	88.61	162.87	185.79	AA(2)	0.347	0.868	0.782

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日. 利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据及城投方面，目前大部分 3Y 与 5Y 券种与国开债之间的利差快速收窄，大部分券种的信用利差位于 0.3 左右的较低分位数区间，同时低评级的城投利差分位数高于中短票据。

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	2.98	3.25	3.47	3.69	3.70	利率变化(BP)	4.93	6.86	6.92	5.19	1.75	利率分位数	0.47	0.47	0.48	0.46	0.42
当前利差	20.91	28.89	47.94	61.78	54.98	利差变化(BP)	3.01	1.92	3.35	-1.14	-2.67	利差分位数	0.67	0.65	0.81	0.91	0.79

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 2023 年 3 月 3 日。

上周二级资本债收益率整体上行。其中 3Y 上行 6.92BP，上行幅度最大。历史来看，利差分位数均位于 0.6 以上的分位数区间，同时利率分位数维持 0.5 分位左右震荡。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	3.06	3.69	3.93	4.01	AAA-	28.57	70.20	78.28	66.61	AAA-	2.94	6.54	1.10	-2.75
AA+	3.12	3.75	4.07	4.15	AA+	29.81	68.96	85.35	73.28	AA+	1.94	2.54	-2.90	-6.75
AA	3.79	4.42	4.93	5.01	AA	89.81	121.96	157.35	145.28	AA	-1.06	-1.46	-1.90	-5.75
AA-	4.79	5.44	6.03	6.11	AA-	160.81	190.96	234.35	222.28	AA-	1.94	3.54	3.10	-0.75

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

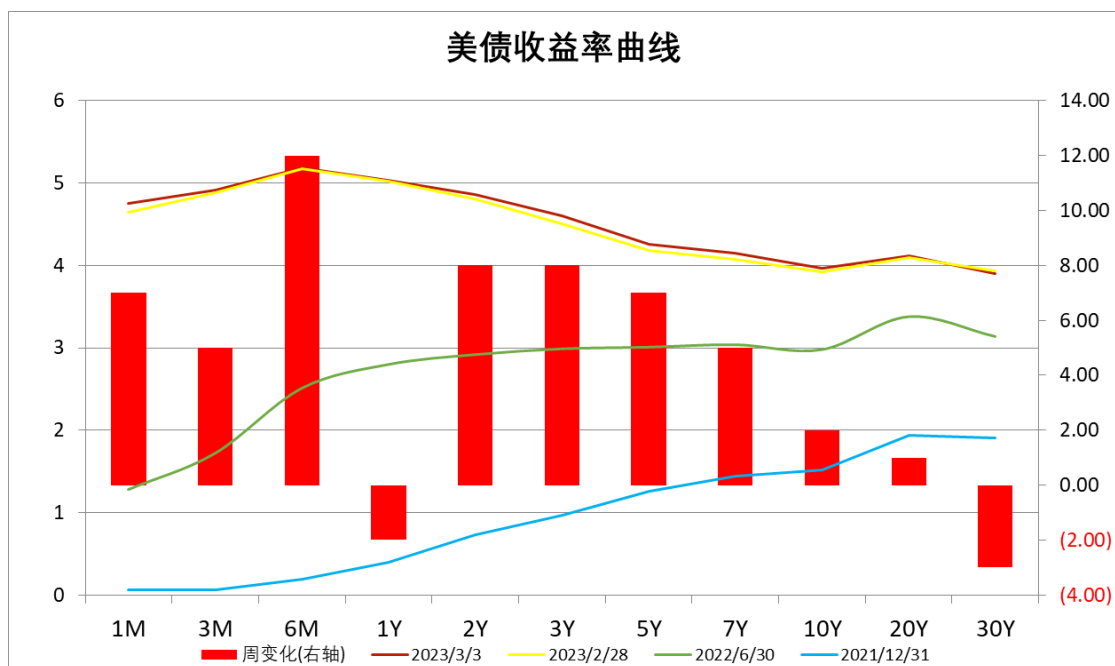
永续债方面利率走势呈震荡，其中 3YAAA-上行 6.54BP，上行幅度最大；10YAA+下行幅度最大，达 6.75BP。

当前利率	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA级RMBS	2.76	2.99	3.19	3.54	AAA级RMBS	27.76	18.16	24.31	44.99	AAA级RMBS	0.149	0.077	0.009	0.025
AAA级消金	2.87	3.27	3.47	3.74	AAA级消金	38.84	45.90	52.87	64.89	AAA级消金	0.121	0.231	0.112	0.035
AAA级企业ABS	3.13	3.56	3.75	4.00	AAA级企业ABS	65.37	74.59	80.73	91.02	AAA级企业ABS	0.261	0.42	0.255	0.046
AAA级ABN	2.94	3.35	3.58	3.87	AAA级ABN	45.94	53.30	63.95	77.74	AAA级ABN	0.098	0.189	0.098	0.027

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日。分位数为 19 年至今水平。利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

ABS 方面，目前各个类型及期限的 ABS 与国开债间的利差相较于其他券种更低，绝大部分券种的信用利差仍处于 0.25 分位数以下。

综合我国各个债券分项来看，随着经济复苏出现一定的苗头，利率出现了一定的震荡，在复苏力度难以预判及海外风险再次扰动背景下预计债市震荡仍将维持一段时间。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

美债方面，上周利率整体回升。其中，6M 上行 12BP，幅度最大。意外走高的 PMI 支付价格推升加息预期，并带动美债利率上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂再次加深，目前利差为 89BP，自 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 8 个月，历史经验来看 23 年 Q2 前后美国可能正式面临衰退，关注国际政治环境扰动下供需错配是否会更加严重导致美国经济出现深度衰退。

四、 资产配置观点

4.1.1 疫情冲击消退，经济震荡修复

2 月 PMI 数据显示制造业与非制造业景气度继续反弹。2 月官方制造业 PMI 52.6%，预期 50.6，前值 50.1%，制造业生产大幅回暖。分规模看，大企业 PMI 回升 1.4 个百分点至 53.7%，中企业 PMI 回升 3.4 个百分点至 52.0%，小型企业 PMI 回升 4.0 个百分点至 51.2%，小企业修复速度加快。从分项指数看，生产项是最大拉动项，生产修复力度强于需求。2 月生产指数 56.7%，回升 6.9 个百分点，节后复工复产加速推进。分行业看，装备制造业、高技术制造业、高耗能行业和消费品行业景气度回升。供应商配送时间指数回升 4.4 个百分点至 52%，疫情对企业人员到岗、物流配送等影响在明显减轻。库存方面，2 月原材料库存指数回升 0.2 个百分点至 49.8%，产成品库存指数回升 3.4 个百分点，制造业补库存开始由上游向下游传导。需求端，2 月新订单指数回升 3.2 个百分点至 54.1%，新出口订单指数回升 6.3 个百分点至 52.4%，进口指数回升 4.6 个百分点至 51.3%，外需

回升幅度强于内需。一方面和国内供应链恢复有关，另一方面与 1 月海外家具、服装价格涨幅较大、消费韧性超预期有关。考虑到美国实际商品库存仍在高位，预计出口同比小幅改善但持续性存疑；2 月非制造业商务活动指数回升 1.9 个百分点至 56.3%，高于季节性，其中服务业 PMI 回升 1.6 个百分点至 55.6%。行业层面，道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等 8 个行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间，节后制造业和基建复工推动道路运输和设备租赁景气度，节后返城高峰推动航空运输和住宿业景气度。2 月建筑业 PMI 回升 3.8 个百分点至 60.2%，其中，土木工程建筑业指数回升 22.1 个点至 65.4%，基建开工积极性强、施工恢复快，与高频数据一致；房屋建筑业回落 4.5 个百分点至 57.6%，建筑安装回落 12.6 个百分点至 56.3%，地产施工回落，房企资金到位有所滞后。近期地产销售回暖，进入政策验证期，房企拿地意愿延续偏弱，预计地产投资端正在进入中期筑底阶段。

整体看，2 月 PMI 修复斜率较大，此前受疫情影响的生产和就业有明显改善，主要受益于春节后集中复工和房地产止跌，表现基本符合此前高频数据预期，经济呈环比修复特征。

指标(2023/02/28)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	52.6	50.5	↗	50.1
工业增加值:当月同比	----	2.97	----	----
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	3.38	----	----
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	----
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	----
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	----	3.23	----	----
出口金额:当月同比	----	-8.26	----	----
社会融资规模:当月值	----	20700	----	59840
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.4
M2:同比	----	12.32	----	12.6
社融-M2	----	----	----	-3.2
CPI:当月同比	----	1.75	----	2.1
PPI:全部工业品:当月同比	----	-1.28	----	-0.8

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

美国经济指标	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	趋势
实际GDP(同比)	----	2.70	----	----	3.20	----	----	-0.60	----	----	-1.60	拐头向下
PMI	47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	53.00	56.10	55.40	57.10	↘
消费者信心	64.90	59.70	56.80	59.90	58.60	58.20	51.50	50.00	58.40	65.20	59.40	↗
零售	6.69	5.14	5.99	7.85	9.07	10.95	8.45	9.38	9.36	8.25	7.39	震荡下行
房地产	35.00	31.00	33.00	38.00	46.00	49.00	55.00	67.00	69.00	77.00	79.00	震荡下行
耐用品订单	-4.55	5.10	-1.80	0.72	0.20	0.23	-0.13	2.26	0.81	0.42	0.67	震荡下行
CPI	6.40	6.50	7.10	7.70	8.20	8.30	8.50	9.10	8.60	8.30	8.50	↘
核心CPI	5.60	5.70	6.00	6.30	6.60	6.30	5.90	5.90	6.00	6.20	6.50	↘
PCE	5.38	5.29	5.65	6.12	6.29	6.26	6.39	6.98	6.52	6.41	6.77	震荡下行
核心PCE	4.71	4.60	4.78	5.09	5.20	4.93	4.70	5.04	4.88	5.03	5.36	震荡下行
失业率	3.40	3.50	3.60	3.70	3.50	3.70	3.50	3.60	3.60	3.60	3.60	↘
职位空缺率	----	6.70	6.40	6.40	6.50	6.30	6.80	6.80	6.90	7.20	7.30	↗
时薪增速	0.30	0.40	0.43	0.40	0.31	0.31	0.47	0.37	0.38	0.35	0.63	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

4.2 股票市场观点

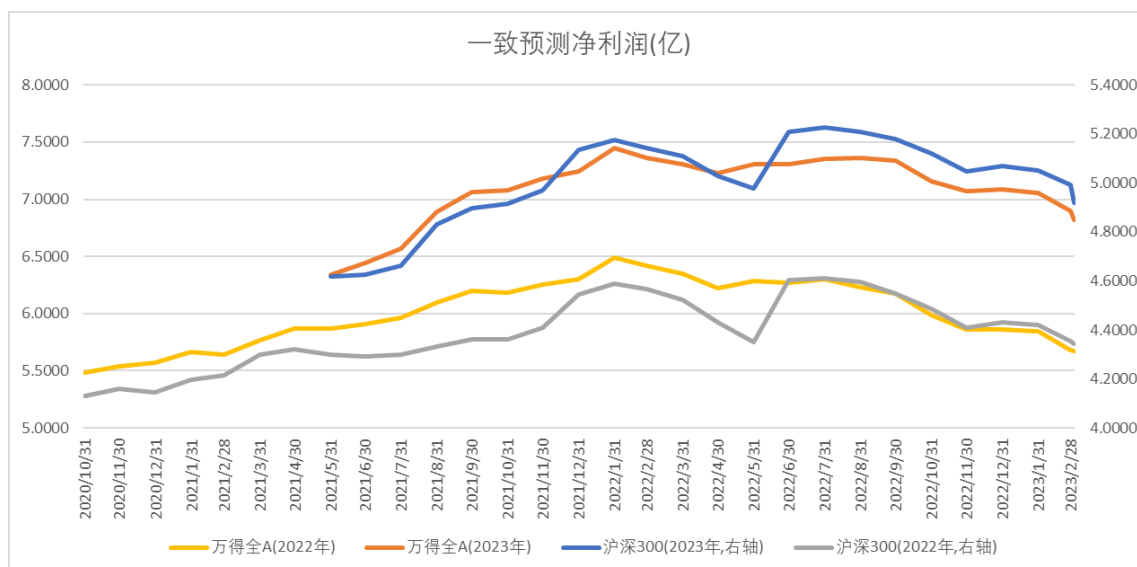
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行, 估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.03 倍, 处于 37%分位水平, 股权溢价率 2.39%, 处于 59%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	9.88	8.98	1.31	7.03	0.43	0.46	0.69	0.72
沪深300	12.16	10.34	1.43	5.13	0.42	0.31	0.35	0.73
中小板指	24.71	16.08	3.42	0.96	0.19	0.12	0.35	0.91
创业板指	37.27	24.52	5.03	-0.41	0.11	0.22	0.39	0.94
中证500	24.58	16.81	1.83	0.98	0.57	0.40	0.41	0.55
万得全A	18.24	14.03	1.72	2.39	0.60	0.37	0.47	0.59

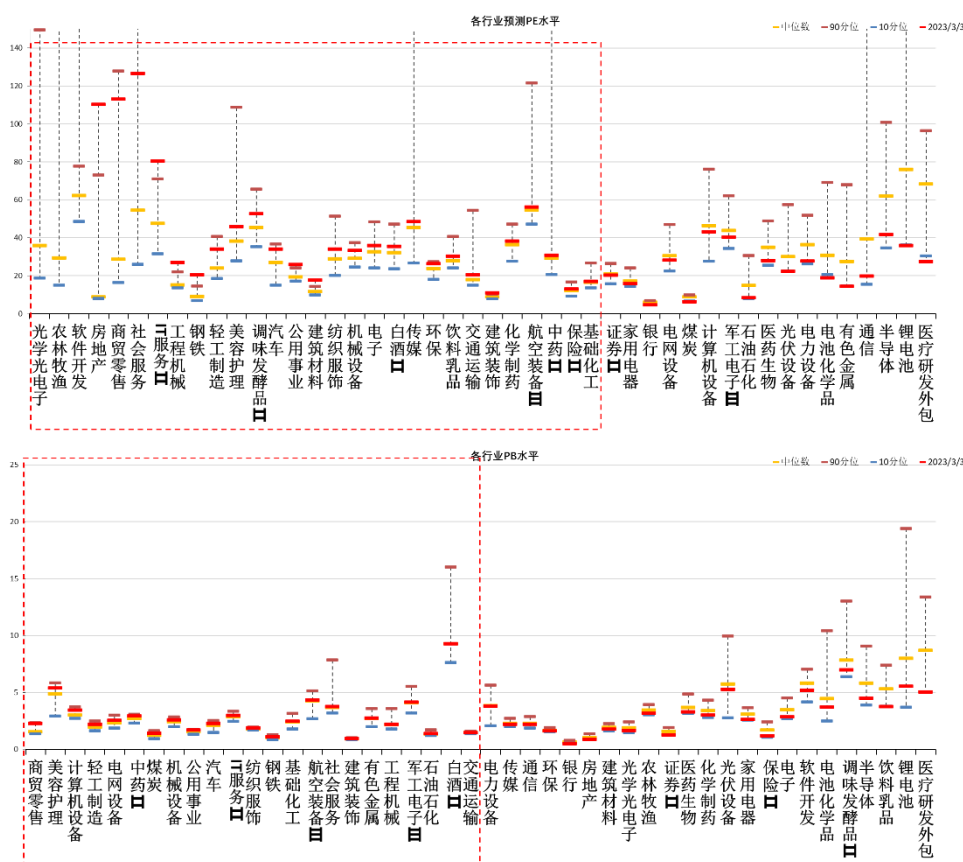
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	10.12	1.03	5.91	0.42	0.31	0.19
标普500	22.98	3.87	0.38	0.48	0.62	0.00
纳斯达克指	30.49	4.22	-0.69	0.21	0.16	0.01
德国DAX	13.33	1.55	----	0.19	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.57	----
英国富时100	12.99	1.65	----	0.01	0.32	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.29	0.32	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.52	----
日经225	16.69	1.59	----	0.44	0.10	----
胡志明指数	10.27	1.61	----	0.04	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.30	0.76	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日.

分行业看，多于半数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数，半数左右行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，商贸零售、美容护理等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股收涨，通信、建筑装饰表现占优，复苏交易叠加政策驱动下，中字头低估值板块走强，《数字中国建设整体布局规划》政策提振通信表现。港股市场上涨，电讯业、资讯科技业和医疗保健业表现占优。美股市场反弹，小盘成长风格占优。

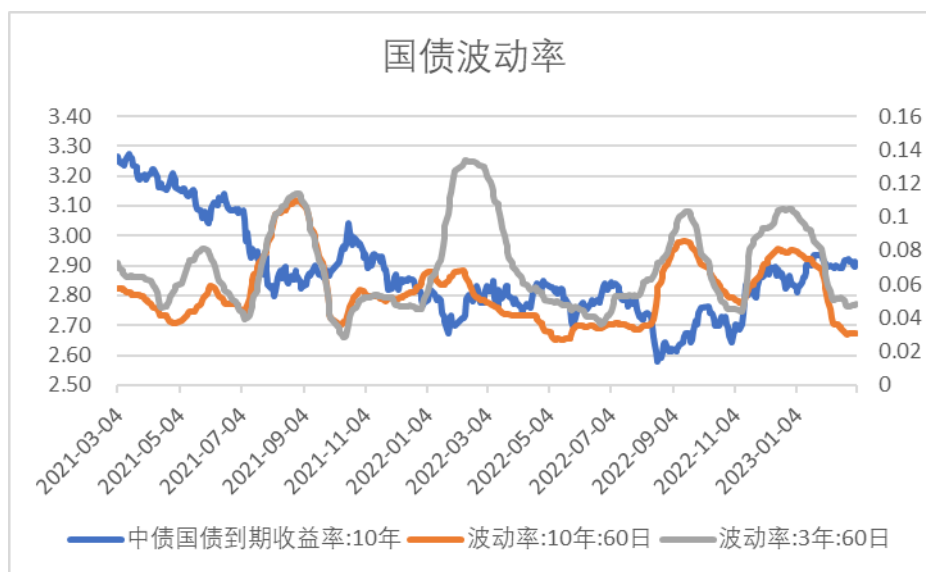
4.2.3 地产政策放松、疫情防控政策优化下，国内经济呈弱复苏状态，后续随着外需的逐步走弱，内需逐步成为经济增长主要驱动力，制造业投资高位震荡后逐步下行，财政前置下基建为上半年主要支撑，下半年随着经济修复或将逐步减弱，消费或将成为本轮经济修复主要抓手，经济整体向上方向确定，但居民信心不足下向上弹性或将偏弱。整体看 A 股企业盈利增速目前基本处于底部区域，预计盈利将呈弱修复态势，疫情反复下经济复苏方向确定但过程一波三折，对经济修复斜率的博弈成为推动市场风格变化的主要因素，整体行情以区间震荡为主。随着两会定调的明晰，预计后续市场将由政策博弈回归基本面，风格与板块表现将更多来自于经济工业生产恢复及产业政策的出台情况。

4.2.4 配置方向上关注：

1、短期内，经济数据回暖，科技风格热度趋近历史高位，海外通胀预期升温叠加地缘政治风险因素，低估值或阶段性占优，内部分化加大，推荐关注能源、机械设备、建材。

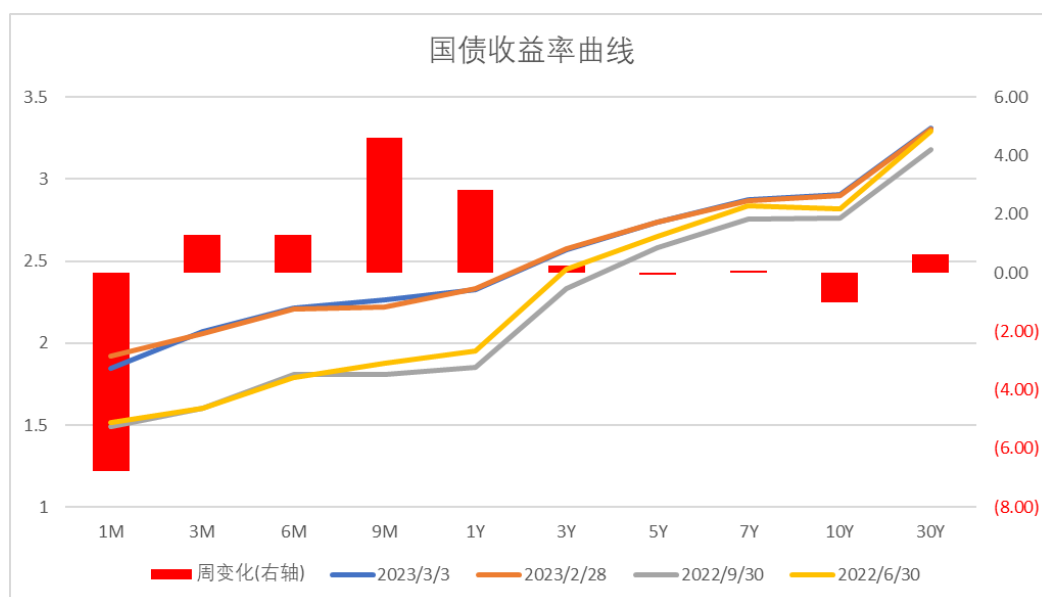
2、政策定调经济相对温和，以内生修复及结构化产业政策为主，若此后经济数据表现延续弱复苏状态，低位小盘科技风格仍有中长期机会。

4.3 债券市场观点



国债期货 合约	收盘价(涨跌)	结算价(涨跌)	成交量(变动值)	持仓量(周增仓)	IRR	基差
T.CFE	99.8050	99.7700	387,490.0000	157,123.0000	2.2797	0.0155
	0.170622773	0.1355	6,624.0000	16463		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日. 括号内为第二行数据内容。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 3 日

4.3.1 2月，利率债收益率整体上行，中短端上行幅度大于长端，资金面为主要影响因素，隔夜价格上行幅度较大，中短券承压，而市场对宏观政策力度预期一般、数据空窗期叠加市场前期对经济复苏已有定价，长券整体窄幅震荡。

4.3.2 短期看，债券市场交易机会仍主要来源于超调后的修复。近期货币政策执行报告强调市场利率围绕政策利率波动，资金利率预计难以大幅上行，短端

利率近期调整后处于高位，或将存修复机会。3月进入高频经济活动旺季，且3月发布的1-2月宏观数据大多反应春节后经济环比改善，叠加两会后增量政策出台，多重因素或将驱动长端利率上行。待到4月，或将重新进入复苏进程验证期，若届时基本面恢复与预期偏差较大，长端或有交易机会。此后信用扩张效果与货币政策仍是交易核心。

目前我们对债券做中性防御配置，对债券的配置以票息策略为主，优选中短久期高评级信用债，同时关注存单与二永债配置机会。利率债偏波段操作，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。