

国内经济延续复苏，海外风险冲击可控

一、重要信息点评

1、3月7日，海关总署公布2月进出口数据。以美元计价，中国1-2月出口同比-6.8%，强于预期的-8.3%，前值-9.9%；进口同比-10.2%，弱于预期的-3.3%，前值-7.5%；贸易顺差1168.8亿美元，扩大16.2%。出口总量降幅收窄，分地区看，对欧洲、日本、东盟的出口回升，对美国出口回落（-10.6%）。近期美国消费韧性更多体现在服务业上，而个人商品消费支出呈下滑趋势，预计后续美国消费对我国出口拉动作用有限。分产品看，此次出口回暖的主要拉动项为手机、通用设备、汽车零部件和钢材，与疫情后供应链扰动减弱有关。主要拖累项为地产后周期和集成电路，与海外地产低迷下地产后周期需求放缓和地缘政治因素有关。整体看，此次出口强于预期主因供应链修复，结构性压力犹存，一般贸易占比增大，加工贸易占比收缩，海外需求下滑压力与出口供应链转移压力较大，预计全年出口仍处于回落趋势，基数效应下前低后高。进口方面，对高新技术产品和机电产品进口跌幅扩大，主要拖累项在原油、集成电路和自动数据处理设备，与去年俄乌冲突下油价价格偏高有关。

2、3月7日，国务院发布机构改革方案，决定重新组建科学技术部，组建国家金融监督管理总局，中国证券监督管理委员会调整为国务院直属机构。金融与科技行业是此次机构改革方案重点，科技方面着重提高治理效率和职能聚焦，金融方面监管体系由“一委一行两会”变为“一委一行一局一会”，着重加强金融监管，提升央地监管效率，各金融监管部门职责划分更加清晰，将企业债发行审核权归入证监会，有利于提升债券融资效率，金融监管框架更加完善。

3、3月9日，中国2月CPI同比上涨1%，预期涨1.8%，前值涨2.1%，核心CPI同比0.6%，前值1%，环比-0.2%，前值0.4%，PPI同比下降1.4%，预期降1.3%，前值降0.8%，均低于预期。CPI大幅回落，猪肉和鲜菜价格为主要拖累项。春节错位下，节后服务价格季节性回落与高技术因素也有影响。核心CPI低于季节性水平，反应有效需求偏弱。PPI方面，节后复工复产和预期好转下，生产资料价格有所回升，生活资料价格低位震荡，中游及上游价格降幅收窄，下游行业价格跌幅扩大，前期累库及气温回升影响下，煤炭价格继续回落。

4、3月9日，央行公布2月金融数据，社融总量高于市场预期，主要支撑项为人民币贷款、政府债券和未贴现票据，企业债券融资明显修复，人民币贷款超出市场预期。新增人民币贷款1.81万亿元，预期1.43万亿元，前值4.9万亿元。企业贷款同比多增3700亿，其中票据融资同比多减4041亿元，企业短期贷款同比多增1674亿元，企业中长期贷款同比多增6048亿，企业中长贷延续支撑作用，一方面政策性金融工具仍有支撑，另一方面企业投资意愿有所好转。居民贷款同比多增5450亿元，其中短期贷款新增1218亿元，同比多增4129亿元，消费需求边际复苏，一方面与出行改善有关，另一方面或与提前还房贷有关；中长期贷款新增863亿，同比多增1322亿，中长期贷款由此前的同比少增转为多增，与春节后地产销售回暖对应，2月30城商品房销售面积同比增32%。非标融资同比少减4972亿元，其中委托贷款与信托贷款同比多增814亿、未贴现银行承兑汇票少减4158亿元。企业债融资同比多增34亿元，由此前的拖累项转为净增项，城投债为主要贡献项，主因财政前置发力、近期城投债发行监管政策回暖。地产债净融资尚未见改善。政府债融资同比多增5416亿元，基建节奏维持前置。M1同比增速5.8%，较上月回落0.9个百分点，但高于季节性，指向企业存款活化，预期好转；M2同比增速12.9%，较上月上升0.3个百分点，大幅超预期，主因信贷大增。整体看，2月社融总量超预期，企业中长贷继续放量，居民贷款转为扩张，结构改善，在前期压制需求集中释放后，后期持续性取决于地产修复情况。

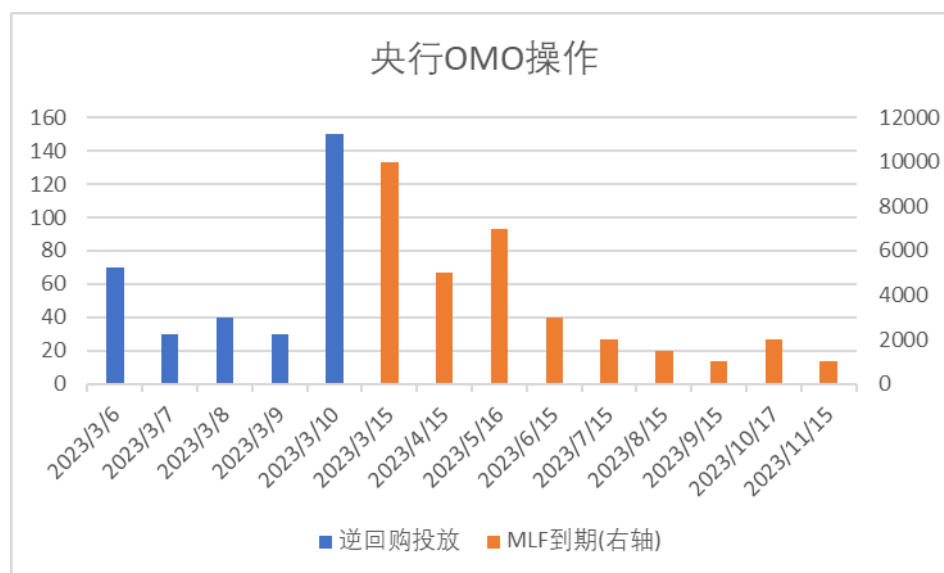
5、3月7日，美联储主席鲍威尔发表鹰派国会证词表示，美联储利率最终水平可能高于此前预期，不排除加息节奏将加快；劳动力供给与需求的错配很明显，从劳动力市场看，经济衰退还很远。该发言使市场加息预期迅速升温，2年期美债收益率冲破5%，市场定价3月加息50bp的概率超过60%。

6、3月10日，美国公布2月非农数据超预期。2月非农就业人口31.1万人，前值51.7万人，预期22.5万人；失业率3.6%，前值3.4%，预期3.4%；平均每小时工资同比4.6%，前值4.4%，预期4.7%，环比0.2%，前值0.3%，预期0.3%；劳动参与率62.5%，前值62.4%，预期62.4%。非农新增就业人口再度大超预期，主要支撑项为休闲和酒店业（10.5万）、教育保健（7.4万）等服务业。但失业率与劳动参与率均超预期上升，薪资增速环比继续放缓，低于预期和前值，反映

劳动力供需缺口有所收敛，劳动力市场有所缓和。数据公布后，加息预期降温，市场预期 3 月大概率加息 25bp，美股期货拉升，美债收益率下行。

7、3 月 9 日，硅谷银行宣布出售所有 210 亿美元的可供出售证券，预计导致今年 1 季度税后亏损约 18 亿美元，并寻求通过出售普通股和优先股募资 22.5 亿美元。3 月 10 日，加州金融保护与创新部门(DFPI)公告显示，由于流动性不足和资不抵债，该局已接管硅谷银行并任命联邦存款保险公司为接管人，随即披露该银行超 90%的存款无存保覆盖。硅谷银行此次流动性危机主因美联储加息周期下，债券价格大幅下跌，银行负债端成本提升而资产端持续亏损，近期流动性风险事件频出下，此前存款的高科技企业纷纷要求取出存款并引发流动性挤兑，银行被迫出售债券，使得账面亏损转为实际亏损，引发市场恐慌，美国整个银行业受到波及。考虑到此次危机主因硅谷银行自身资产期限错配与流动性管理不当，而底层资产不存在衍生品底层资产违约、嵌套和杠杆等问题，预计此次危机影响程度低于 08 年，但目前银行自身可供出售金融资产占比较低，不足与覆盖存款，后续美联储对其持有 MBS 及贷款的处理仍需持续关注。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

上周央行 OMO 投放 320 亿，同时到期 10150 亿，共计净回笼 9830 亿。央行结束大额投放并进行大额净回笼。

生产	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	2023/3/10	
高炉开工率(247家):全国	78.42	79.54	80.98	81.07	82.00	↗
	2023/1/20	2023/1/31	2023/2/10	2023/2/20	2023/2/28	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	193.66	198.72	206.21	209.28	222.02	↗
	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	2023/3/10	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	246.11	263.35	282.17	295.03	303.85	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	-1.21	-4.88	-6.54	-6.08	-6.68	↘
	2023/2/9	2023/2/16	2023/2/23	2023/3/2	2023/3/9	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	62.27	67.58	68.89	69.33	68.67	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	67.70	71.72	73.66	73.85	73.79	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

生产数据方面, 钢材生产数据持续上行, 车胎开工率维持高位, 同时钢材库存维持下行可能说明需求端也有所回暖。

需求	2022/3/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	2023/3/10	趋势
商品房成交面积:本月以来	36.84	34.67	37.69	47.14	45.96	↗
商品房成交面积:一线城市:本月以来	7.37	8.35	8.16	8.57	9.08	↗
商品房成交面积:二线城市:本月以来	20.61	19.05	21.18	27.78	25.72	↗
商品房成交面积:三线城市:本月以来	8.86	7.27	8.35	10.79	11.16	↗
	2023/1/31	2023/2/5	2023/2/12	2023/2/19	2023/2/28	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	13.26	14.59	-3.99	14.51	-2.73	震荡
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-8.66	7.81	-7.30	5.20	-2.03	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 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	2022/3/10	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	2023/3/10	
农产品批发价格200指数	131.52	132.03	132.96	132.34	132.14	震荡下行
价格:生猪:外三元	12.40	14.91	15.90	15.91	15.87	震荡
平均批发价:猪肉	18.33	20.97	20.78	21.04	20.83	震荡
粮油批发价格200指数	115.33	117.51	117.40	117.33	117.82	震荡下行
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.73	5.78	5.75	5.62	5.41	震荡下行
平均批发价:7种重点监测水果	6.66	7.52	7.53	7.54	7.65	震荡
南华工业品指数	3,961.19	3,915.44	3,967.80	3,983.85	3,899.44	震荡上行
现货价:原油:英国布伦特Dtd	121.31	82.35	82.04	85.33	82.43	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

价格数据方面, 农产品价格季节性下行有所减弱。其中, 蔬菜价格有所回落, 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	-3.72	0.73	-3.81
COMEX黄金	0.98	2.62	2.55
LME铝	-4.10	-2.39	-3.01
LME铜	-2.30	-0.28	4.84
CBOT玉米	-3.36	-3.92	-8.88
CBOT大豆	-0.77	-0.38	-1.12
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	12.14	-33.66	116.07
美元兑人民币	30.00	-257.00	89.00
美元兑日元	-83.40	-121.15	388.60

	2023/3/10	2023/3/5	2023/2/28	2023/1/1
ICE布油	82.64	86	83.11	85.99
COMEX黄金	1872.7	1862.8	1833.8	1830.1
	2023/3/10	2023/3/3	2023/2/28	2023/1/1
美元指数	104.6502	104.5288	104.9868	103.4895
美元兑人民币	6.906	6.903	6.9317	6.8971
美元兑日元	135.0105	135.8445	136.222	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格整体震荡回落, 其中黄金涨幅最大, 铝跌幅最大。ICE 布油收于 82.64 美元, 跌 3.72%, COMEX 黄金收于 1872.7 美元, 涨 0.98%。

上周美元指数上行 12.14BP, 非农就业人数超预期背景下美元保持强势。在此背景下人民币上周贬值 30 个基点, 日元升值 83.4 个基点。

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625	625-650	650-675	675-700	700-725
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	31.70%	68.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.60%	56.60%	21.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.00%	28.10%	50.10%	17.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.00%	22.20%	44.60%	25.80%	4.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.90%	15.30%	36.50%	32.50%	12.10%	1.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	4.70%	19.70%	35.70%	28.30%	9.90%	1.30%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	4.70%	19.70%	35.70%	28.30%	9.90%	1.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	2.30%	11.20%	26.60%	32.50%	20.40%	6.20%	0.70%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.70%	8.90%	22.60%	31.00%	23.50%	9.90%	2.10%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.30%	2.70%	10.70%	23.70%	30.00%	21.70%	8.80%	1.90%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/6/19	0.00%	0.20%	1.80%	7.60%	18.70%	27.60%	24.90%	13.80%	4.50%	0.80%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/7/31	0.20%	1.70%	7.30%	18.20%	27.10%	25.00%	14.30%	5.00%	1.00%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 3 月 10 日.

美联储加息预期方面, 鲍威尔再次发表鹰派言论, 同时非农就业人数再超预期推升加息预期, 不过失业率意外上行也使市场出现了一定分歧。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 25-50BP, 后续在此基础上继续加息 50 到 75BP, 并在 9 月开始降息。

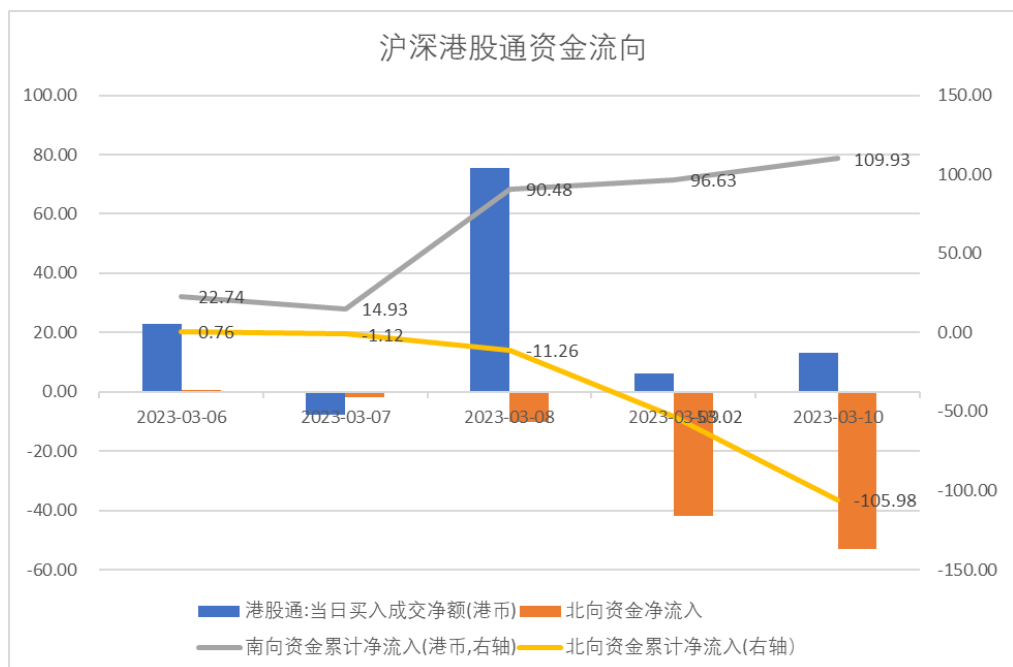
三、 市场表现回顾

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	10	9	2	5	1	6	0	0	3	26
	发行规模(亿元)	363.51	283.51	15.72	9.37	0.10	62.95	0.00	0.00	11.17	462.73
上上周	数量	9	8	2	7	0	18	0	0	5	41
	发行规模(亿元)	262.91	249.86	19.58	52.96	0.00	93.56	0.00	0.00	21.16	450.16
本月以来	数量	14	12	2	10	1	18	0	0	6	50
	发行规模(亿元)	469.64	376.59	15.72	53.44	0.10	121.56	0.00	0.00	11.47	671.84
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	12	2	1	1	0	1	0	2	11	3	33
上上周	11	0	1	4	3	1	2	1	4	2	29

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

基金申报与发行方面,上周共计申报基金 33 支,其中普通混合型基金 12 支,债券类基金(14 支)多于股票类基金(4 支),FOF 基金申报 3 支。发行一边,上周基金共计发行 462.73 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回落。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

资金流动方面,上周北向资金净流入-105.98 亿,较前一周有所减少;同时南向资金净流入 109.93 亿,较前一周有所减少。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-4.98	-3.68	0.04
沪深300	-3.96	-2.51	2.47
中小板指	-3.76	-3.30	1.40
万得全A	-3.17	-2.31	4.87
中证500	-2.90	-2.40	5.80
偏股混合型基金指数	-2.78	-2.57	1.38
创业板指	-2.15	-2.42	1.01
科创50	-0.54	0.31	3.51

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均呈下行, 其中上证 50 跌 4.98%, 跌幅最大; 科创 50 跌 0.54%, 跌幅最小。2 月 CPI 数据低于预期显示我国内需复苏力度偏弱, 在此背景下 A 股有所回落。偏股基金指数跌 2.78%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-4.78	-4.04	1.76
低市盈率指数	-4.27	-1.95	3.34
大盘指数	-4.14	-2.78	1.58
绩优股指数	-4.04	-4.31	2.24
低市净率指数	-3.24	-0.62	3.60
高市盈率指数	-3.15	-3.26	4.00
高市净率指数	-3.03	-3.36	-0.11
小盘指数	-2.86	-2.33	8.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

上周 A 股各风格指数中, 低 PE 指数及茅指数跌 4.27%及 4.78%, 表现最差; 小盘指数及高 PB 指数分别跌 2.86%及 3.03%, 表现最好。上周市场小盘成长风格占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
建筑材料	-7.22	汽车	-6.84	商贸零售	-7.99
汽车	-6.24	美容护理	-6.30	美容护理	-3.32
非银金融	-6.05	轻工制造	-5.20	房地产	-3.24
家用电器	-5.64	房地产	-4.78	综合	-3.02
美容护理	-5.49	建筑材料	-4.71	银行	-2.49
计算机	-1.62	国防军工	0.28	机械设备	10.64
医药生物	-1.57	计算机	1.72	建筑装饰	11.21
电力设备	-1.54	传媒	1.98	传媒	11.60
通信	-1.51	通信	2.62	计算机	21.26
环保	-0.69	建筑装饰	2.85	通信	21.72

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 10 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 0 个上涨, 31 个下跌。其中, 受到国家组件数据局等消息影响, 通讯、电力设备、医药生物及计算机等科技制造板块跌 1.51%至 1.62%不等, 跌幅较小。另一方面, 建筑材料、汽车、家用电器及美容护理等与内需相关性较强的消费类板块则在 CPI 低于预期的背景下跌 7.22%至 5.49%不等, 跌幅最大。

	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	-6.07	-2.36	-2.33
恒生科技指数	-10.19	-3.64	-8.39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

港股方面，恒生指数跌 6.07%，恒生科技指数跌 10.19%。我国经济基本面走弱带动港股下行。

	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	-7.67	-6.16	1.28
标普中盘400	-7.39	-5.70	0.91
纳斯达克指数	-4.71	-2.76	6.42
标普500	-4.55	-2.73	0.58
道琼斯工业指数	-4.44	-2.29	-3.73

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

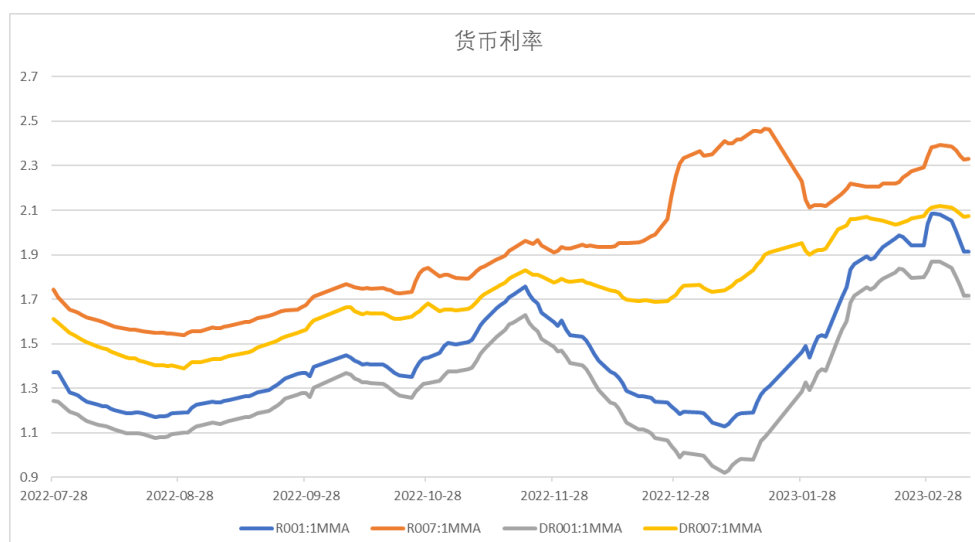
美股方面上周整体回落，其中道琼斯工业指数跌 4.44%，跌幅最小；纳斯达克指数跌 7.67%，跌幅最大。一方面美国加息预期进一步升温对风险偏好形成压制，同时硅谷银行风险事件进一步加剧市场的恐慌情绪。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
英国富时100	-2.50	-1.62	3.98
法国CAC40	-1.73	-0.65	11.54
韩国综合指数	-1.54	-0.76	7.97
德国DAX	-1.27	0.10	10.46
印度SENSEX30	-1.07	0.06	-2.75
台湾加权指数	-0.53	0.14	9.82
日经225	0.78	2.54	7.85
胡志明指数	2.86	2.89	4.50

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

其他海外市场方面，越南市场涨 2.86%，表现最好；英国市场跌 2.50%，表现最差。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



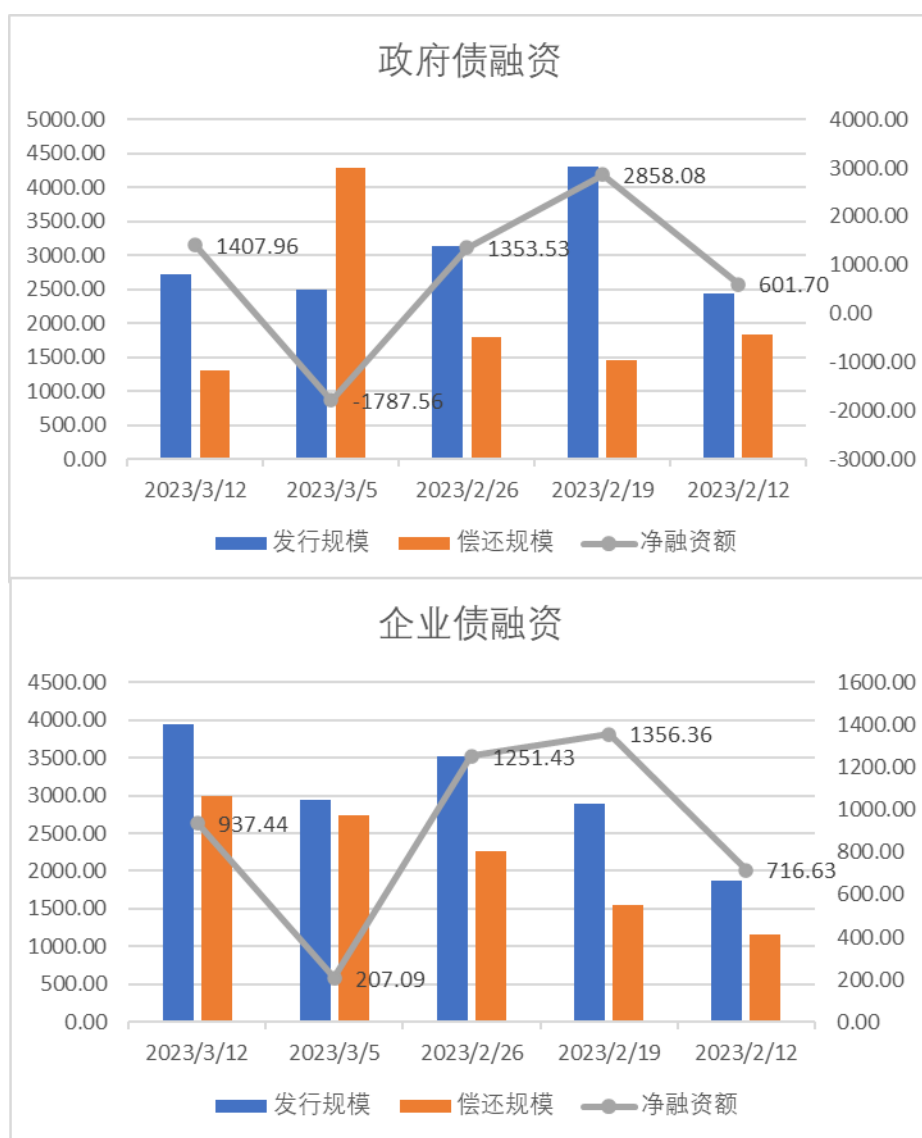
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 一月均值回落至 2.07。持续了一段时间的货币环境紧缩有所缓和。

	2023/2/28	2023/3/3	2023/3/10
1Y	2.18	2.17	2.25
6M	2.42	2.38	2.42
	2022/2/28	2022/3/3	2022/3/10
1Y	1.7372	2.1822	2.0062
6M	1.038	2.1296	1.8623
	2021/2/28	2021/3/3	2021/3/10
1Y	3.2906	3.437	3.2065
6M	3.3059	3.4585	3.1578
	2020/2/29	2020/3/3	2020/3/10
1Y	2.5932	2.5945	2.5267
6M	2.5166	2.5136	2.4457

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 2.25、2.42, 较此前有所回升, 23 年 3 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 10 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 1407.96 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额 937.44 亿, 较此前有所回升。

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	2.26	2.52	2.70	2.86	国债	26.09	17.16	16.72	国债	-	-	-
国开债	2.53	2.74	2.86	3.03	国开债	20.96	12.2	16.29	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.83	3.11	3.36	-	AAA信用债	28.23	25.62	-	AAA信用债	29.31	36.58	50
AA+信用债	2.93	3.29	3.66	-	AA+信用债	36.35	37.03	-	AA+信用债	39.44	54.83	79.66
AA信用债	3.00	3.72	4.10	-	AA信用债	72.35	38.03	-	AA信用债	46.44	97.83	123.66
AA-信用债	5.37	6.15	6.53	-	AA-信用债	78.35	38.03	-	AA-信用债	283.44	340.83	366.66

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	-6	-4	-4	-4	国债	-7	-5	-4	-4	国债	17	12	5	3
国开债	5	-7	-8	-6	国开债	6	-7	-6	-6	国开债	30	20	3	4
AAA信用债	-4	-10	-2	-	AAA信用债	-3	-8	-2	-	AAA信用债	7	-9	-14	-
AA+信用债	-4	-9	-1	-	AA+信用债	-3	-11	-1	-	AA+信用债	-9	-29	-27	-
AA信用债	-5	-4	0	-	AA信用债	-6	-4	0	-	AA信用债	-31	-15	-12	-
AA-信用债	-9	-4	-1	-	AA-信用债	-12	-4	0	-	AA-信用债	-33	-11	-8	-

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	0.36	0.30	0.31	0.31	国债	0.31	0.55	0.35	国债	-	-	-
国开债	0.48	0.33	0.25	0.18	国开债	0.00	0.06	0.33	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.39	0.31	0.24	-	AAA信用债	0.18	0.26	-	AAA信用债	0.12	0.37	0.62
AA+信用债	0.37	0.31	0.31	-	AA+信用债	0.31	0.47	-	AA+信用债	0.08	0.36	0.66
AA信用债	0.23	0.28	0.20	-	AA信用债	0.87	0.24	-	AA信用债	0.03	0.49	0.47
AA-信用债	0.30	0.53	0.29	-	AA-信用债	0.94	0.23	-	AA-信用债	0.25	0.84	0.82

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月10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, 信用债利率呈下行, 其中 3YAAA 下行 10BP, 下行幅度最大。利率债大体呈下行, 5Y 国开债下行 8BP, 幅度最大。此前市场部分观点认为我国经济将进入强复苏, 而 CPI 低于预期后这部分观点有所落空, 在此背景下债券收益率整体下行。往后看, 我国经济弱复苏格局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	2	0	0	国债	2	1	0	国债	-5	-7	-2
国开债	-12	-1	1	国开债	-12	0	1	国开债	-10	-17	0
AAA信用债	-6	8	-	AAA信用债	-5	6	-	AAA信用债	-16	-5	-
AA+信用债	-5	8	-	AA+信用债	-8	10	-	AA+信用债	-20	2	-
AA信用债	1	4	-	AA信用债	2	4	-	AA信用债	16	3	-
AA-信用债	5	3	-	AA-信用债	8	4	-	AA-信用债	22	3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周整体震荡走阔, 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	-9	-3	6	AAA信用债	-9	-2	4	AAA信用债	-23	-29	-17
AA+信用债	-9	-2	7	AA+信用债	-9	-5	5	AA+信用债	-39	-49	-30
AA信用债	-10	3	8	AA信用债	-12	2	6	AA信用债	-61	-35	-15
AA-信用债	-14	3	7	AA-信用债	-18	2	6	AA-信用债	-63	-31	-11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 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，上周短端收窄长端走阔，目前 3Y 及 5Y 大部分券种位于合理区间，而 1Y 则分位数偏低。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.55	2.64	2.73	--	--
国有银行	2.39	2.50	2.60	2.67	2.74
股份银行	2.40	2.50	2.66	2.69	2.76
城商行	2.56	2.64	2.73	2.78	2.86
农商行	2.60	2.68	2.70	2.79	2.82
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	4	2	3	--	--
国有银行	-1	-1	-2	-1	-1
股份银行	-1	-3	0	-1	0
城商行	6	1	2	-2	1
农商行	7	5	-1	2	-3
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	733.3	2244	820.7	1300.8	2206.6
国有银行	190	576	0	653	597
股份银行	103	735	88	315	1177
城商行	358	754	435	278	384
农商行	82	180	298	55	49

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体震荡下行，其中发行规模最多的 1Y 股份银行保持不变，3M 城商行上行 1BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.78	3.03	3.26	AAA+	24.32	28.26	39.53	AAA+	0.089	0.34	0.661
AAA	2.79	3.12	3.36	AAA	25.94	37.34	49.25	AAA	0.065	0.327	0.587
AAA-	2.84	3.19	3.44	AAA-	30.71	45.18	57.57	AAA-	0.04	0.318	0.435
AA+	2.89	3.29	3.64	AA+	35.71	55.18	77.57	AA+	0.029	0.322	0.563
AA	2.95	3.73	4.09	AA	41.71	99.18	122.57	AA	0.015	0.505	0.427
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.81	3.12	3.32	AAA	27.62	38.19	45.29	AAA	0.053	0.253	0.213
AA+	2.93	3.30	3.52	AA+	39.21	56.13	65.29	AA+	0.083	0.367	0.291
AA	3.03	3.65	4.07	AA	49.21	90.63	120.79	AA	0.084	0.648	0.82
AA(2)	3.22	4.34	4.76	AA(2)	68.21	159.63	189.79	AA(2)	0.163	0.857	0.799

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 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，目前仅部分低评级的城投利差分位数高于 75 分位。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	一周变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.92	3.12	3.33	3.53	3.56	利率变化(BP)	-6.37	-13.16	-14.23	-16.41	-13.88	利率分位数	0.41	0.40	0.41	0.38	0.31
当前利差	18.69	24.93	36.67	43.19	40.49	利差变化(BP)	-2.22	-3.96	-11.27	-18.59	-14.49	利差分位数	0.58	0.54	0.63	0.65	0.59

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 10 日。

上周二级资本债收益率整体下行。其中 4Y 下行 16.41BP，下行幅度最大。历史来看，利差分位数均位于 0.6 左右的分位数区间，同时利率分位数维持 0.4 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-	2.99	3.48	3.74	3.88	AAA-	26.20	52.27	58.65	56.16	AAA-	-6.52	-20.89	-19.02	-12.85
AA+	3.05	3.56	3.87	4.01	AA+	27.46	52.02	63.72	60.83	AA+	-6.51	-18.90	-20.02	-13.85
AA	3.72	4.28	4.77	4.91	AA	89.46	113.02	138.72	135.83	AA	-6.51	-13.90	-16.02	-9.85
AA-	4.81	5.43	5.98	6.12	AA-	169.46	195.02	226.72	223.83	AA-	2.49	-0.90	-5.02	1.15

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

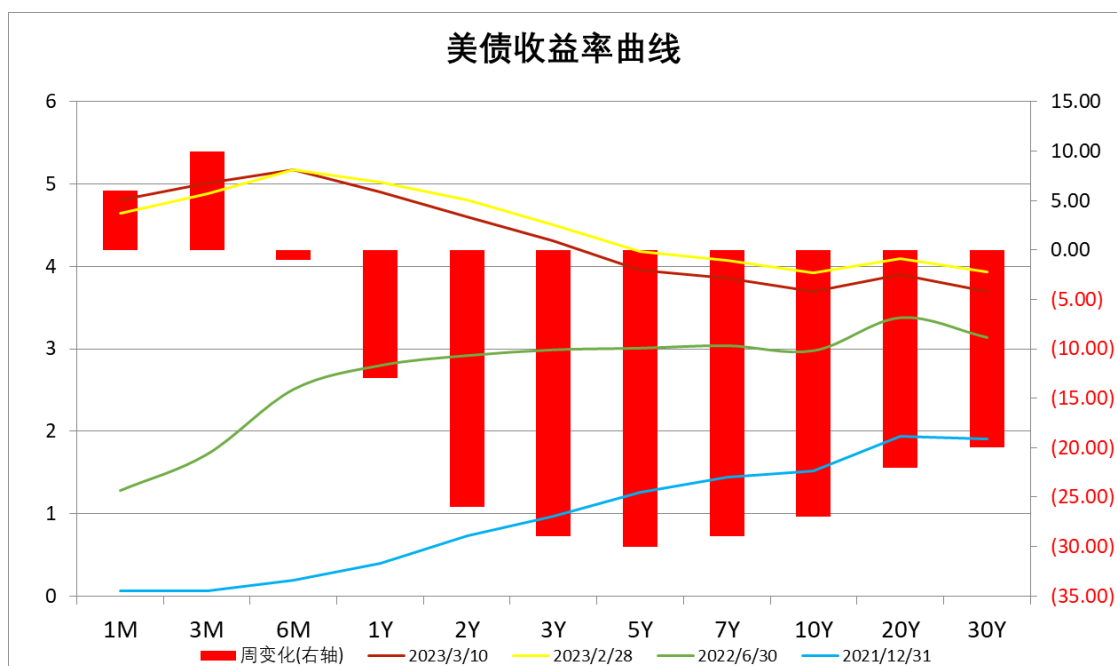
永续债方面利率走势大体呈下行，其中 1YAA-上行 2.49BP，上行幅度最大；3YAAA-下行幅度最大，达 20.89BP。

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	2.69	2.94	3.12	3.52	AAA级RMBS	15.60	19.42	25.40	49.00	AAA级RMBS	0.033	0.107	0.015	0.084
AAA级消金	2.89	3.21	3.45	3.71	AAA级消金	35.71	46.70	58.59	68.42	AAA级消金	0.082	0.252	0.189	0.064
AAA级企业ABS	3.06	3.46	3.70	3.98	AAA级企业ABS	52.95	71.62	83.98	95.03	AAA级企业ABS	0.019	0.285	0.404	0.16
AAA级ABN	2.96	3.31	3.54	3.85	AAA级ABN	42.27	56.56	67.20	81.75	AAA级ABN	0.049	0.235	0.157	0.068

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 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 10 日.

美债方面，上周利率整体回落。其中，5Y 下行 30BP，幅度最大。虽然非农就业数据推升加息预期，但失业率的意外上行以及银行风险事件使市场开始对美国经济步入衰退产生了一定的预期，并带动美债收益率下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂再次加深，目前利差为 90BP，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 月社融总量高于市场预期，同时结构边际改善。2 月新增社融 3.16 万亿元，超出市场预期的 2.07 万亿元，前值 5.98 万亿元，同比多增 1.94 万亿元。分项看，2 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，大幅高于预期的 1.43 万亿元。企业端，企业贷款同比多增 3700 亿，其中票据融资同比多减 4041 亿元，企业短期贷款同比多增 1674 亿元，企业中长期贷款同比多增 6048 亿，企业中长贷延续支撑作用，一方面政策性金融工具仍有支撑，另一方面企业投资意愿有所好转；居民端，居民贷款同比多增 5450 亿元，其中短期贷款新增 1218 亿元，同比多增 4129 亿元，消费需求边际复苏，一方面与出行改善有关，另一方面或与提前还房贷有关；中长期贷款新增 863 亿，同比多增 1322 亿，中长期贷款由此前的同比少增转为多增，与春节后地产销售回暖对应，2 月 30 城商品房销售面积同比增 32%；非标融

资同比少减 4972 亿元，其中委托贷款与信托贷款同比多增 814 亿、未贴现银行承兑汇票少减 4158 亿元。企业债融资同比多增 34 亿元，由此前的拖累项转为净增项，城投债为主要贡献项，主因财政前置发力、近期城投债发行监管政策回暖。地产债净融资尚未见改善。政府债融资同比多增 5416 亿元，基建节奏维持前置。M1 同比增速 5.8%，较上月回落 0.9 个百分点，但高于季节性，指向企业存款活化，预期好转；M2 同比增速 12.9%，较上月上升 0.3 个百分点，大幅超预期，主因信贷大增。

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月社融总量超预期，企业中长贷继续放量，居民贷款转为扩张，结构改善，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，后期持续性取决于地产修复情况。

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	----	2.98	----	----
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	3.32	----	----
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	----	3.21	----	----
出口金额:当月同比	----	-8.35	----	----
社会融资规模:当月值	31600	20766.67	↗	59840
社会融资规模存量:同比	9.9	----	----	9.4
M2:同比	12.9	12.34	↗	12.6
社融-M2	-3	----	----	-3.2
CPI:当月同比	1	1.75	↘	2.1
PPI:全部工业品:当月同比	-1.4	-1.3	↘	-0.8

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

美国经济指标	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	趋势
实际GDP(同比)	----	----	2.70	----	----	3.20	----	----	-0.60	----	----	拐头向下
PMI	47.70	47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	53.00	56.10	55.40	震荡下行
消费者信心	67.00	64.90	59.70	56.80	59.90	58.60	58.20	51.50	50.00	58.40	65.20	↗
零售	----	6.69	5.14	5.99	7.85	9.07	10.95	8.45	9.38	9.36	8.25	震荡下行
房地产	42.00	35.00	31.00	33.00	38.00	46.00	49.00	55.00	67.00	69.00	77.00	拐头向上
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	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	↘
核心CPI	----	5.60	5.70	6.00	6.30	6.60	6.30	5.90	5.90	6.00	6.20	↘
PCE	----	5.38	5.29	5.65	6.12	6.29	6.26	6.39	6.98	6.52	6.41	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	震荡下行
失业率	3.60	3.40	3.50	3.60	3.70	3.50	3.70	3.50	3.60	3.60	3.60	拐头向上
职位空缺率	----	6.50	6.80	6.50	6.40	6.60	6.20	6.90	6.70	7.00	7.20	↗
时薪增速	0.24	0.27	0.37	0.43	0.40	0.31	0.31	0.47	0.37	0.38	0.35	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日.

4.2 股票市场观点

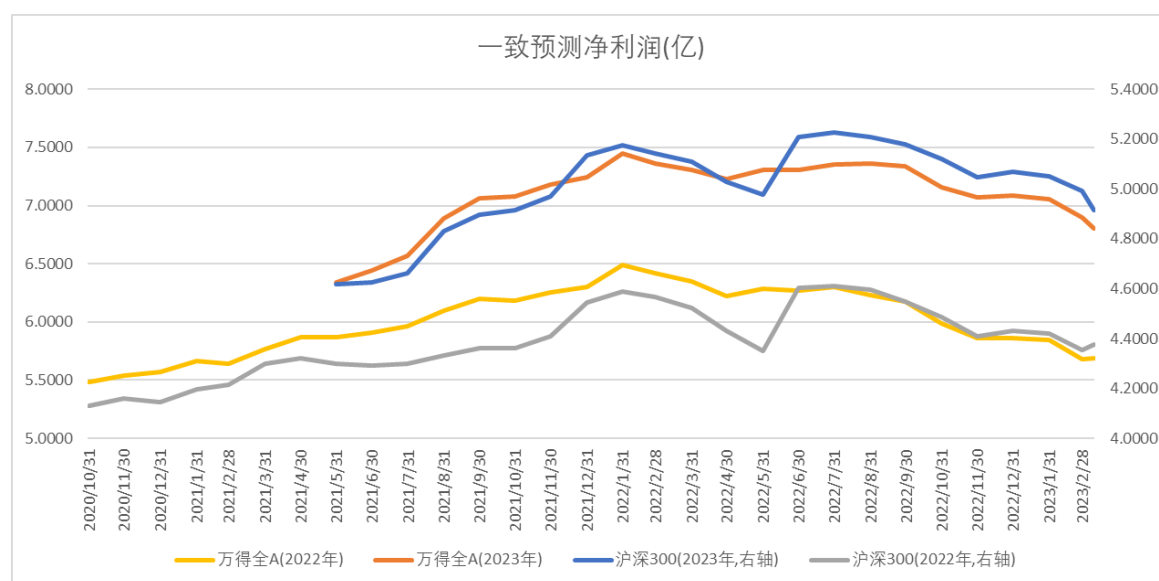
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE13.68 倍，处于 32%分位水平，股权溢价率 2.62%，处于 71%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	9.47	8.61	1.25	7.53	0.21	0.26	0.50	0.86
沪深300	11.75	10.02	1.38	5.48	0.24	0.22	0.22	0.84
中小板指	23.71	15.47	3.28	1.19	0.13	0.06	0.21	0.95
创业板指	35.37	23.97	4.86	-0.20	0.09	0.19	0.35	0.97
中证500	23.75	16.50	1.77	1.18	0.51	0.37	0.27	0.63
万得全A	17.70	13.68	1.67	2.62	0.50	0.32	0.36	0.71

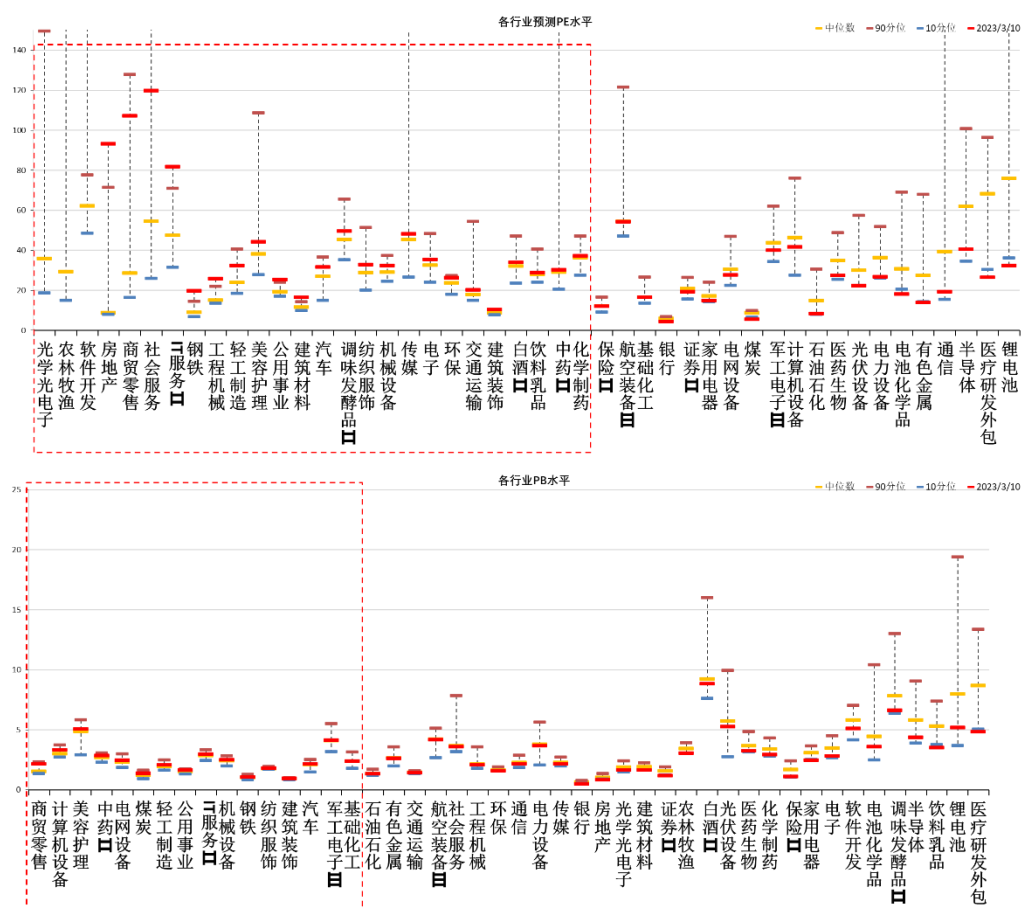
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.63	0.97	6.69	0.24	0.20	0.32
标普500	21.96	3.69	0.85	0.40	0.52	0.04
纳斯达克指	29.66	4.03	-0.33	0.16	0.07	0.14
德国DAX	13.87	1.55	----	0.25	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.56	----
英国富时100	13.26	1.66	----	0.05	0.33	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.28	0.32	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.52	----
日经225	16.84	1.59	----	0.46	0.10	----
胡志明指数	10.50	1.61	----	0.06	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 10 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 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, 不到半数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 光学光电子、农林牧渔估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股大跌，环保、通信、电力设备表现占优。鹰派发言与 SVB 事件冲击下，全球风险偏好下降，港股市场下跌，电讯业、能源业表现占优。美股市场全面下跌，小盘成长风格相对占优。

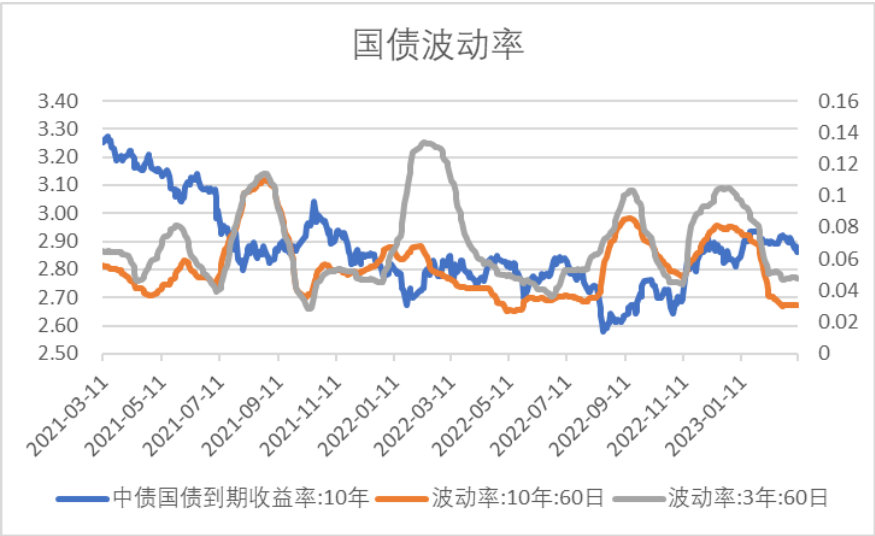
4.2.3 地产政策放松、疫情防控政策优化下，国内经济整体处于复苏周期。后续随着外需的逐步走弱，内需逐步成为经济增长主要驱动力，制造业投资高位震荡后逐步下行，财政前置下基建为上半年主要支撑，下半年随着经济修复或将逐步减弱，消费或将成为本轮经济修复主要抓手，经济整体向上方向确定，但居民信心不足下经济向上弹性或将偏弱，整体看 A 股企业盈利增速将呈弱修复态势。随着近期数据的发布及政策对经济定调的落地。市场对经济的定价重心由方向转向修复强度及持续性，后续风格与板块表现将更多来自于地产及信贷数据恢复持续性及产业政策的出台情况。

4.2.4 配置方向上关注：

1、短期内，风险事件冲击下全球风险偏好降低，对各类风险资产价格形成冲击，但预计此次风险相对可控，同时此次事件将使得加息预期边际降温，预计冲击缓和后，长久期核心资产将迎来较好配置时机。

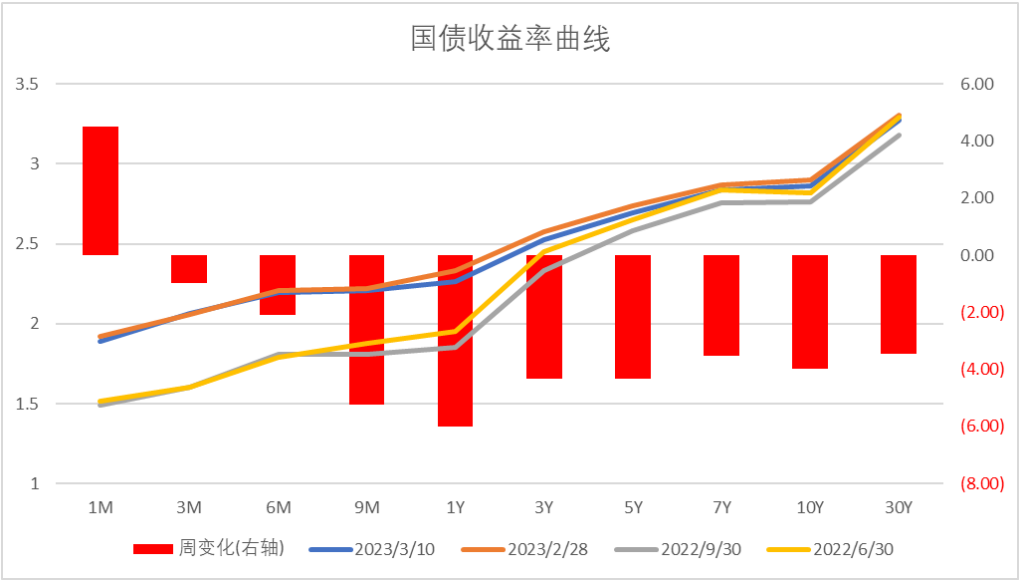
2、政策定调经济相对温和，以内生修复及结构化产业政策为主，若此后经济数据表现延续弱复苏状态，低位小盘科技风格仍有中长期机会。

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	100.2900	100.2550	344,706.0000	170,365.0000	1.5679	0.0156
	0.566558035	0.5315	-42,784.0000	13242		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 10 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 10 日

4.3.1 上周，长端利率债收益率下行，主要影响因素为：两会设定 GDP 目标为 5%、资金面偏宽松、1-2 月进出口同比负增长、CPI 及 PPI 回落、社融超预期下债市演绎利空出尽。

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。