

央行超预期降准，海外风险发酵

一、重要信息点评

1、3月13日，国务院总理李强出席记者会并回答中外记者提问，提出“今年中国要实现5%左右的增长，并不轻松，需要倍加努力，打好组合拳”，释放继续托底经济的积极政策信号，对市场预期形成积极作用。

2、3月15日，统计局公布1-2月经济数据。1-2月工业增加值同比2.4%，前值1.3%，市场预期3.0%。三大门类中，采矿业同比4.7%，回落0.2%，制造业增长2.1%，回升1.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比2.4%，回落4.6%，制造业边际转暖。分行业看，41个行业中22个行业增速上行，运输设备、专用设备、汽车工业增加值边际走强，新兴产业通信电子、汽车与医药边际走弱。从投资端看，基建与制造业投资维持高位震荡，地产数据全面回暖。1-2月地产投资当月同比-5.7%，降幅继续收窄，去年基数偏高，数据改善幅度大。分项来看，销售、新开工、施工、竣工面积当月同比-3.6%、-9.4%、-4.4%、8%，相对12月分别变化28.1、34.9、2.8、14.6个百分点，地产全面回暖，此前积压需求释放下，销售端回升，近期保交楼资金有所落地叠加年初冲量，施工端和竣工端上行，后续持续性仍需观察。基建投资当月同比12.2%，维持高位。制造业投资同比8.1%，韧性较强，产业升级、高技术制造业相关的电气机械、通用设备、出口相关的汽车、成本优势的有色、化学原料维持高增速。需求端，1-2月社会消费品零售总额当月同比3.5%，较上月回升5.3个百分点，高于市场预期的2.9%，结构上主要反映了疫后回乡过年的特征，但汽车等大件消费偏弱，或反应内生力量偏弱，后续消费修复斜率或有所收敛。就业方面，城镇调查失业率较上月上行0.1个百分点至5.6%，但就业人员平均工作时间维持在47.9小时/周，劳动力供给依旧充足。整体看，此前积压需求释放支撑地产与消费回暖，基建、制造业延续高位，经济加速改善，但地产拿地意愿与前期支撑消费的汽车、通讯器材偏弱，随着后续积压需求的释放接近尾声，预计经济恢复方向确定但整体仍以弱复苏为主。

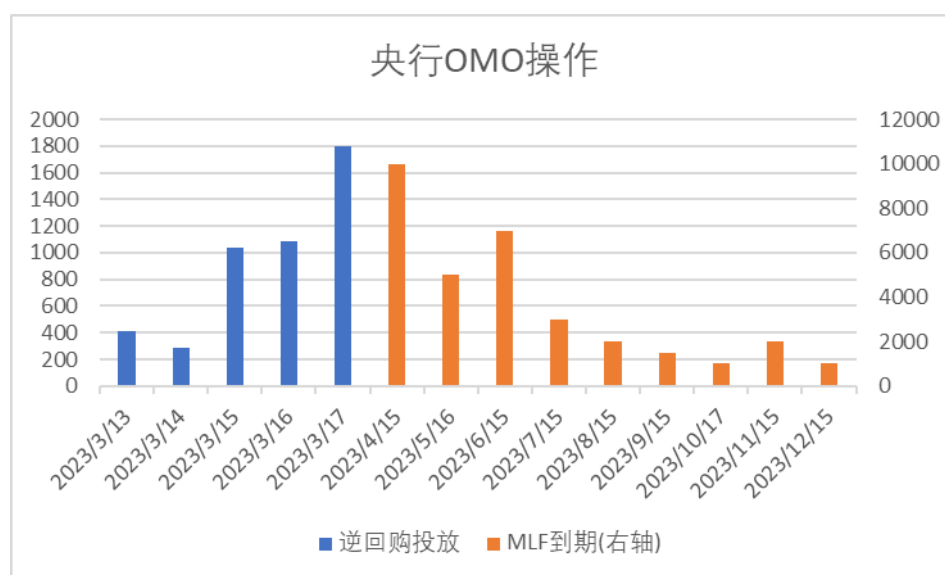
3、3月15日MLF超额续作。3月17日，央行定于3月27日下调存款准备金率0.25个百分点，超出市场预期。本次降准表明货币政策取向仍是稳健宽松，一定程度上打消了市场此前对政策转向的疑虑。

4、3月13日，美国财政部、美联储、联邦存款保险公司（FDIC）发表联合声明，宣布对硅谷银行倒闭事件采取行动。从3月13日开始，储户可以支取账户中所有资金，与硅谷银行破产有关的任何损失都不会由纳税人承担。同时，美联储宣布新的银行定期融资计划（ETFP），存款机构可以抵押其持有的美国国债、机构债和MBS等合格资产来获得最长一年的贷款，美国财政部将从外汇稳定基金中拨款250亿美元支持该计划。该计划有助于缓解美国银行业的流动性压力，稳定市场信心。

5、3月14日，瑞士信贷自揭其内部控制发现重大缺陷，次日其最大股东沙特国家银行表示不会对其进行更多投资，瑞信CDS暴涨。之后，瑞士央行、瑞士金融市场监管局就市场不稳定发表声明，瑞士央行称如有需要，将向瑞士信贷集团提供流动性支持。3月16日，瑞士信贷通过行使其选择权，从瑞士央行借到高达500亿瑞郎的担保贷款工具和短期流动性工具，市场恐慌情绪一定程度上得到缓解。

6、3月14日，美国公布2月CPI同比+6%，前值+6.5%，预期+6%；核心CPI同比+5.5%，前值+5.6%，预期+5.5%，环比+0.5%，前值+0.4%，预期+0.4%。此次美国通胀数据基本符合预期，核心CPI环比略超预期，主因核心通胀粘性较强，美国内生需求延续偏强，数据发布后加息预期小幅升温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

上周央行OMO投放4630亿，同时到期320亿，共计净投放4310亿。MLF到期2000亿后央行续作4810亿并降准25BP以呵护流动性。

生产	2023/2/17	2023/2/24	2023/3/3	2023/3/10	2023/3/17	
高炉开工率(247家):全国	79.54	80.98	81.07	82.00	82.29	↗
	2023/1/31	2023/2/10	2023/2/20	2023/2/28	2023/3/10	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	198.72	206.21	209.28	222.02	215.17	↗
	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	↘
	2023/2/16	2023/2/23	2023/3/2	2023/3/9	2023/3/16	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	67.58	68.89	69.33	68.67	68.85	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	71.72	73.66	73.85	73.79	73.37	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月17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	2022/3/17	2023/2/24	2023/3/3	2023/3/10	2023/3/17	趋势
商品房成交面积:本月以来	34.32	37.69	47.36	46.91	47.79	↗
商品房成交面积:一线城市:本月以来	7.01	8.16	8.57	9.08	9.82	↗
商品房成交面积:二线城市:本月以来	18.89	21.18	27.78	26.39	25.77	↗
商品房成交面积:三线城市:本月以来	8.42	8.35	11.01	11.45	12.20	↗
	2023/2/12	2023/2/19	2023/2/28	2023/3/5	2023/3/12	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	-3.99	14.51	-2.73	-7.31	-4.77	震荡
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-7.30	5.20	-2.03	-8.32	-7.03	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月17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	2022/3/17	2023/2/24	2023/3/3	2023/3/10	2023/3/17	
农产品批发价格200指数	133.14	132.96	132.34	132.14	131.74	震荡下行
价格:生猪:外三元	12.10	15.90	15.91	15.87	15.22	震荡
平均批发价:猪肉	18.22	20.78	21.04	20.83	20.45	震荡
粮油批发价格200指数	116.05	117.40	117.33	117.82	117.84	震荡
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.68	5.75	5.62	5.41	5.26	震荡下行
平均批发价:7种重点监测水果	6.88	7.53	7.54	7.65	8.01	↗
南华工业品指数	3,784.34	3,967.80	3,983.85	3,899.44	3,781.58	震荡下行
现货价:原油:英国布伦特Dtd	113.74	82.04	85.33	82.43	72.31	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月17日.

价格数据方面，农产品价格延续季节性下行。其中，蔬菜价格随季节性回落，水果价格超季节性上行，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一定程度的震荡。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，沙特伊朗恢复外交关系背景下石油价格大幅下行。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	-12.39	-11.60	-15.59
COMEX黄金	6.77	9.25	9.17
LME铝	-1.51	-3.60	-4.21
LME铜	-2.88	-2.16	2.87
CBOT玉米	2.84	-1.36	-6.45
CBOT大豆	-2.06	-2.43	-3.15
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-78.65	-112.31	37.42
美元兑人民币	-193.00	-450.00	-104.00
美元兑日元	-313.75	-434.90	74.85

	2023/3/17	2023/3/11	2023/2/28	2023/1/1
ICE布油	72.52	82.64	83.11	85.99
COMEX黄金	1993.7	1872.7	1833.8	1830.1
	2023/3/17	2023/3/10	2023/2/28	2023/1/1
美元指数	103.8637	104.6502	104.9868	103.4895
美元兑人民币	6.8867	6.906	6.9317	6.8971
美元兑日元	131.873	135.0105	136.222	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 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，石油跌幅最大。ICE 布油收于 72.52 美元，跌 12.39%，COMEX 黄金收于 1993.7 美元，涨 6.77%。

上周美元指数下行 72.52BP，美国部分银行出现危机对美联储加息形成较大掣肘。在此背景下人民币上周升值 193 个基点，日元升值 313.75 个基点。

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	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%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.30%	54.00%	20.70%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.10%	27.70%	51.20%	19.00%	0.00%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	7.00%	32.20%	45.10%	15.40%	0.00%	0.00%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	5.10%	25.10%	41.50%	23.70%	4.30%	0.00%	0.00%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	2.50%	14.40%	32.70%	33.20%	14.70%	2.30%	0.00%	0.00%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.30%	8.30%	23.30%	32.90%	24.20%	8.70%	1.20%	0.00%	0.00%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	3.90%	13.90%	26.90%	29.70%	18.50%	5.90%	0.70%	0.00%	0.00%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.30%	2.10%	8.70%	20.10%	28.20%	24.30%	12.40%	3.40%	0.40%	0.00%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.20%	1.70%	7.10%	17.40%	26.30%	25.30%	15.30%	5.60%	1.10%	0.10%	0.00%	0.00%
2024/6/19	0.10%	0.60%	3.30%	10.20%	20.00%	26.00%	22.30%	12.40%	4.20%	0.80%	0.10%	0.00%	0.00%
2024/7/31	0.40%	2.40%	7.70%	16.50%	23.80%	23.60%	15.90%	7.20%	2.00%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 3 月 17 日.

美联储加息预期方面，美国 2 月 CPI 符合市场预期，同时银行流动性危机继续发酵并蔓延至欧洲，美联储进一步加息恐将面临较大压力。在此背景下，上周加息预期大幅回落。目前中性预期 23 年 3 月的 FOMC 会议将继续加息 0-25BP，后续在此基础上继续加息 25BP，并在 6 月开始降息。

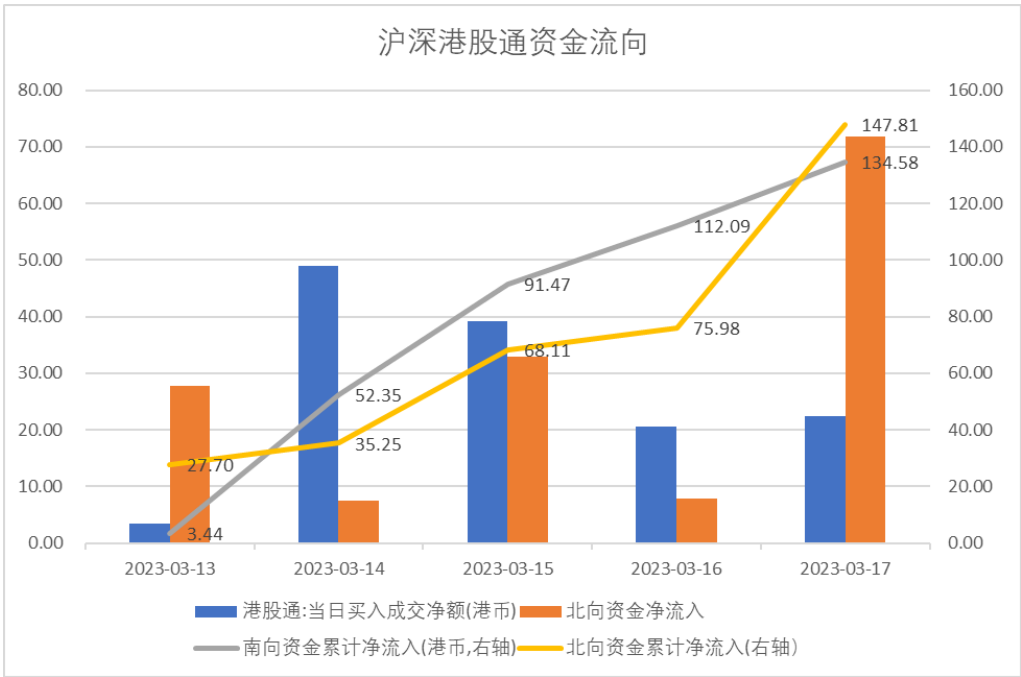
三、 市场表现回顾

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	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	11	8	2	13	2	8	0	0	1	35
	发行规模(亿元)	82.91	59.40	16.54	31.72	14.79	63.02	0.00	0.00	2.40	196.59
上上周	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
本月以来	数量	25	20	4	23	3	26	0	0	7	85
	发行规模(亿元)	552.56	435.99	32.26	85.15	14.89	184.58	0.00	0.00	13.88	868.43
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	0	2	14	5	1	1	0	12	5	47
上上周	12	2	1	1	0	1	0	2	11	3	33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 47 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 (21 支), FOF 基金申报 5 支。发行一边, 上周基金共计发行 196.59 亿, 发行规模有所回落, 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 17 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 147.81 亿, 较前一周有所增加; 同时南向资金净流入 134.58 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	-3.24	-5.57	-2.26
中小板指	-1.26	-4.51	0.12
偏股混合型基金指数	-1.25	-3.80	0.11
万得全A	-0.58	-2.88	4.26
中证500	-0.35	-2.74	5.43
上证50	-0.30	-3.97	-0.25
沪深300	-0.21	-2.72	2.25
科创50	2.23	2.55	5.82

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

A 股表现来看, 上周主要板块大体呈下行, 其中创业板指跌 3.24%, 跌幅最大; 科创 50 涨 2.23%, 涨幅最大。2 月经济数据高于市场预期但结构较差, 在此背景下 A 股有所回落。偏股基金指数跌 1.25%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-3.10	-7.27	-0.93
高市净率指数	-2.66	-5.93	-2.77
高市盈率指数	-2.11	-5.30	1.80
茅指数	-0.83	-4.83	0.91
大盘指数	-0.59	-3.35	0.98
小盘指数	-0.16	-2.49	7.85
低市盈率指数	0.95	-1.02	4.31
低市净率指数	2.03	1.40	5.71

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

上周 A 股各风格指数中, 绩优股指数及高 PB 指数跌 3.10%及 2.66%, 表现最差; 低 PE 指数及低 PB 指数分别涨 2.03%及 0.95%, 表现最好。上周市场小盘价值风格占优。

	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	-5.90	汽车	-9.59	商贸零售	-7.37
社会服务	-2.98	电力设备	-9.04	美容护理	-5.37
汽车	-2.96	美容护理	-8.28	综合	-4.56
基础化工	-2.59	轻工制造	-6.81	电力设备	-4.41
煤炭	-2.58	基础化工	-6.66	房地产	-3.37
电子	1.17	电子	0.19	电子	9.32
通信	4.25	计算机	6.29	建筑装饰	17.28
计算机	4.50	通信	6.98	传媒	18.14
建筑装饰	5.46	传媒	7.95	计算机	26.71
传媒	5.86	建筑装饰	8.47	通信	26.90

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 17 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 11 个上涨, 20 个下跌。其中, 受到海外新一代 AI 模型发布消息影响, 传媒、计算机、通讯及电子等 TMT 行业在情绪

上得到较大提振，上周分别涨 5.86%、4.50%、4.25%及 1.17%，表现较好。此外低估值国企占比较高的建筑装饰行业在基建维持较高增速的背景下上周涨 5.46%，涨幅居前。另一方面，汽车销量表现低迷背景下电力设备及汽车行业分别跌 5.90%及 2.96%，跌幅居前。此外，制造业板块当中的基础化工及煤炭行业上周分别跌 2.59%及 2.58%，表现不佳。

	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	1.03	-1.35	-1.33
恒生科技指数	5.22	1.39	-3.61

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

港股方面，恒生指数涨 1.03%，恒生科技指数涨 5.22%。我国经济数据表现较好背景下港股有所走强。

	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	-3.28	-9.23	-2.04
标普中盘400	-3.19	-8.70	-2.30
道琼斯工业指数	-0.15	-2.43	-3.88
标普500	1.43	-1.35	2.61
纳斯达克指数	4.41	1.53	11.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

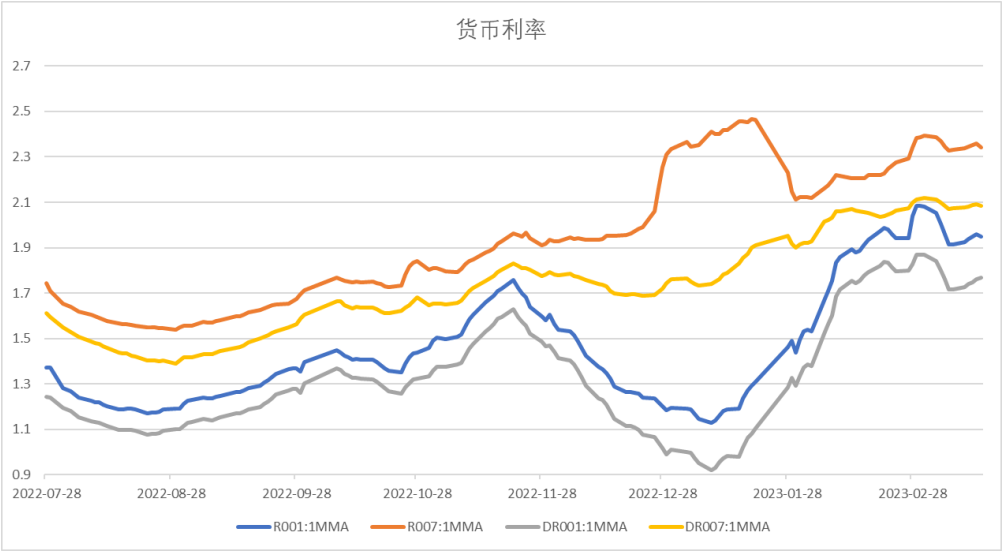
美股方面上周表现分化明显，其中标普小盘 600 跌 3.28，跌幅最大；纳斯达克指数涨 4.41%，涨幅最大。一方面 OpenAI 公布的新一代 AI 模型 ChatGPT4.0 较前一代有明显优化，市场对新一轮科技革命产生了较强的乐观预期并带动科技股占比较高的纳斯达克指数上行；与此同时，硅谷银行事件进一步发酵并带动区域性银行板块表现不佳，在此背景下小盘股面临更大压力。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	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	-5.33	-6.87	-1.56
德国DAX	-4.28	-3.89	6.07
法国CAC40	-4.09	-4.71	6.98
日经225	-2.88	-0.41	4.75
印度SENSEX30	-1.99	-1.93	-4.69
胡志明指数	-0.65	2.22	3.82
台湾加权指数	-0.47	-0.33	9.30
韩国综合指数	0.05	-0.71	7.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

其他海外市场方面，韩国市场涨 0.05%，表现最好；英国市场跌 5.33%，表现最差。瑞银风险事件使得欧洲市场出现了一定的恐慌情绪。

b) 债券市场



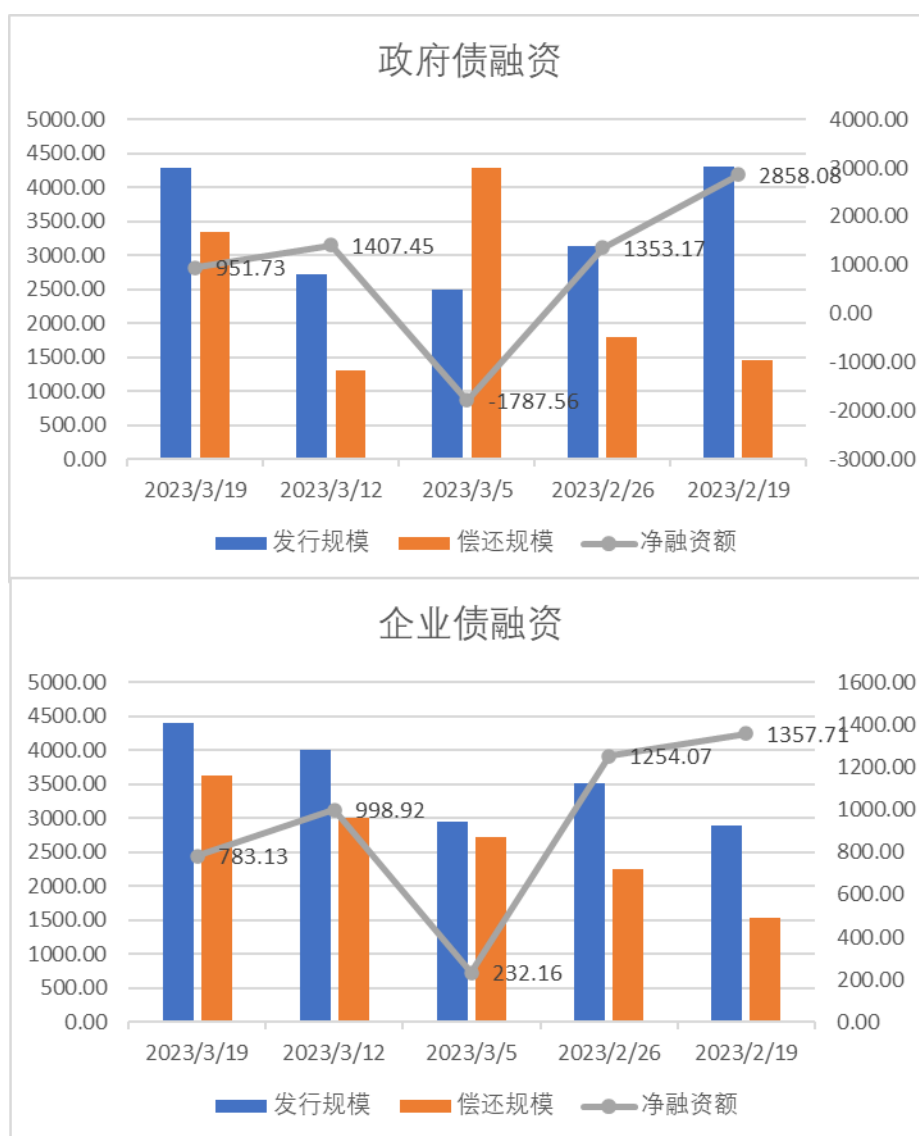
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

上周货币市场利率小幅上行，DR007 一月均值升至 2.08。货币环境小幅紧张背景下央行进行净投放并降准以呵护流动性。

	2023/2/28	2023/3/10	2023/3/17
1Y	2.18	2.25	2.29
6M	2.42	2.42	2.42
	2022/2/28	2022/3/10	2022/3/17
1Y	1.7372	2.0062	1.9686
6M	1.038	1.8623	1.9009
	2021/2/28	2021/3/10	2021/3/17
1Y	3.2906	3.2065	3.1757
6M	3.3059	3.1578	3.1413
	2020/2/29	2020/3/10	2020/3/17
1Y	2.5932	2.5267	2.4953
6M	2.5166	2.4457	2.4077

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 2.29、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 17 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 951.73 亿, 较此前有所回落; 企业债净融资额 783.13 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	2.25	2.52	2.69	2.86	国债	27.46	16.29	17.37	国债	-	-	-
国开债	2.50	2.72	2.85	3.02	国开债	22.08	13.39	16.93	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.80	3.11	3.31	-	AAA信用债	31.04	20.15	-	AAA信用债	30.7	39.66	46.42
AA+信用债	2.92	3.27	3.59	-	AA+信用债	34.16	32.56	-	AA+信用债	42.83	54.91	74.08
AA信用债	2.98	3.68	4.04	-	AA信用债	69.16	36.56	-	AA信用债	48.83	95.91	119.08
AA-信用债	5.36	6.08	6.45	-	AA-信用债	71.16	37.56	-	AA-信用债	286.83	335.91	360.08

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	-1	0	-1	0	国债	-8	-5	-5	-4	国债	15	12	4	2
国开债	-4	-3	-1	-1	国开债	2	-9	-8	-6	国开债	26	18	2	3
AAA信用债	-2	0	-5	-	AAA信用债	-6	-8	-7	-	AAA信用债	5	-8	-19	-
AA+信用债	0	-3	-7	-	AA+信用债	-4	-14	-8	-	AA+信用债	-9	-31	-34	-
AA信用债	-1	-4	-6	-	AA信用债	-8	-9	-6	-	AA信用债	-32	-19	-18	-
AA-信用债	0	-8	-8	-	AA-信用债	-13	-12	-8	-	AA-信用债	-33	-18	-16	-

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	0.35	0.30	0.30	0.31	国债	0.35	0.47	0.40	国债	-	-	-
国开债	0.44	0.29	0.24	0.17	国开债	0.01	0.08	0.35	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.38	0.31	0.18	-	AAA信用债	0.25	0.12	-	AAA信用债	0.15	0.49	0.50
AA+信用债	0.37	0.29	0.26	-	AA+信用债	0.25	0.31	-	AA+信用债	0.13	0.37	0.51
AA信用债	0.22	0.25	0.17	-	AA信用债	0.80	0.22	-	AA信用债	0.04	0.46	0.37
AA-信用债	0.29	0.43	0.21	-	AA-信用债	0.83	0.22	-	AA-信用债	0.28	0.80	0.76

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月17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3YAA及AA-下行8BP，下行幅度最大。利率债大体呈下行，1Y国开债下行4BP，幅度最大。央行突然降准超出市场预期并带动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	1	-1	1	国债	3	0	1	国债	-3	-8	-2
国开债	1	1	1	国开债	-11	1	1	国开债	-9	-16	1
AAA信用债	3	-5	-	AAA信用债	-2	1	-	AAA信用债	-13	-10	-
AA+信用债	-2	-4	-	AA+信用债	-10	6	-	AA+信用债	-22	-2	-
AA信用债	-3	-1	-	AA信用债	-1	3	-	AA信用债	13	2	-
AA-信用债	-7	0	-	AA-信用债	1	4	-	AA-信用债	15	3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月17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	1	3	-4	AAA信用债	-7	2	1	AAA信用债	-22	-26	-21
AA+信用债	3	0	-6	AA+信用债	-5	-4	0	AA+信用债	-36	-49	-36
AA信用债	2	-2	-5	AA信用债	-9	1	2	AA信用债	-59	-37	-20
AA-信用债	3	-5	-7	AA-信用债	-14	-2	0	AA-信用债	-60	-36	-18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 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，上周短端走阔长端收窄，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	2.60	2.62	2.72	--	--
国有银行	2.38	2.50	2.60	2.65	2.72
股份银行	2.39	2.47	2.64	2.65	2.73
城商行	2.60	2.63	2.71	2.78	2.85
农商行	2.66	2.64	2.72	2.75	2.88
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	5	-1	0	--	--
国有银行	-1	0	0	-2	-2
股份银行	-1	-3	-3	-4	-3
城商行	4	0	-2	0	-1
农商行	7	-4	1	-4	6
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	654.3	1303.1	752.3	1117.8	2284
国有银行	237	0	0	412	905
股份银行	124	448	87	274	924
城商行	261	707	494	338	376
农商行	33	148	171	94	80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 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 股份银行下行 3BP，1Y 国有银行下行 2BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.77	3.00	3.20	AAA+	27.67	28.70	35.09	AAA+	0.141	0.352	0.455
AAA	2.79	3.11	3.31	AAA	29.82	39.36	45.67	AAA	0.116	0.396	0.444
AAA-	2.86	3.18	3.39	AAA-	36.60	46.20	53.99	AAA-	0.115	0.348	0.322
AA+	2.91	3.26	3.58	AA+	41.60	54.20	72.99	AA+	0.095	0.304	0.414
AA	2.96	3.67	4.04	AA	46.60	95.20	118.99	AA	0.042	0.431	0.344
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.81	3.11	3.29	AAA	31.09	39.32	43.97	AAA	0.09	0.283	0.176
AA+	2.92	3.30	3.48	AA+	42.67	58.26	62.96	AA+	0.13	0.428	0.218
AA	3.04	3.55	4.01	AA	54.67	83.76	115.46	AA	0.168	0.552	0.716
AA(2)	3.16	4.20	4.69	AA(2)	66.67	148.76	183.46	AA(2)	0.152	0.789	0.76

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 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	2.91	3.09	3.32	3.52	3.55	利率变化(BP)	-0.14	-2.66	-1.01	-1.12	-1.14	利率分位数	0.41	0.38	0.39	0.36	0.31
当前利差	18.58	22.65	38.40	47.62	45.02	利差变化(BP)	-0.11	-2.28	1.73	4.43	4.53	利差分位数	0.58	0.50	0.66	0.74	0.68

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 17 日。

上周二级资本债收益率整体下行。其中 2Y 下行 2.66BP，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-	3.01	3.46	3.73	3.83	AAA-	28.22	52.11	63.19	54.29	AAA-	1.99	-2.90	-1.13	-5.77
AA+	3.07	3.53	3.85	3.95	AA+	28.45	51.87	67.26	57.96	AA+	1.98	-2.89	-2.13	-6.77
AA	3.74	4.20	4.75	4.85	AA	89.45	107.87	143.26	133.96	AA	1.98	-7.89	-2.13	-6.77
AA-	4.83	5.45	6.00	6.10	AA-	169.45	199.87	235.26	225.96	AA-	1.98	2.11	1.87	-2.77

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

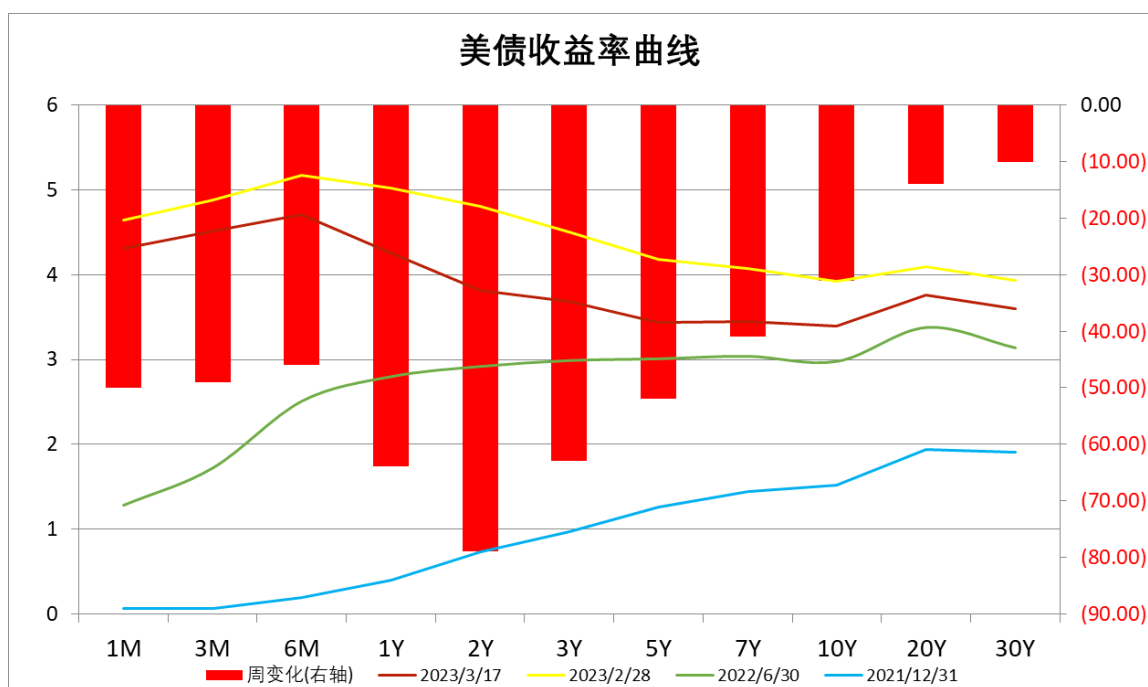
永续债方面利率走势大体呈下行，其中 3YAA-上行 2.11BP，上行幅度最大；3YAA 下行幅度最大，达 7.89BP。

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	3.14	3.49	AAA级RMBS	19.70	22.40	29.36	46.90	AAA级RMBS	0.083	0.164	0.077	0.043
AAA级消金	2.89	3.20	3.40	3.67	AAA级消金	39.10	48.72	55.01	65.27	AAA级消金	0.136	0.287	0.138	0.039
AAA级企业ABS	3.06	3.46	3.65	3.94	AAA级企业ABS	56.84	74.12	80.40	91.88	AAA级企业ABS	0.08	0.403	0.241	0.062
AAA级ABN	2.95	3.30	3.49	3.81	AAA级ABN	45.66	58.58	63.62	78.60	AAA级ABN	0.106	0.28	0.089	0.034

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 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 17 日.

美债方面，上周利率整体回落。其中，2Y 下行 79BP，幅度最大。硅谷银行及瑞士信贷的风险事件大幅拉低加息预期并带动美债收益率下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂大幅减少，目前利差为 42BP，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

1-2 月经济数据呈修复态势。生产端，1-2 月工业增加值同比 2.4%，前值 1.3%，市场预期 3.0%。分行业看，41 个行业中 22 个行业增速上行，运输设备、专用设备、汽车工业增加值边际走强，新兴产业通信电子、汽车与医药边际走弱。投资端，基建与制造业投资维持高位震荡，地产数据全面回暖。1-2 月地产投资当月同比-5.7%，降幅继续收窄，去年基数偏高，数据改善幅度大。分项来看，销售、新开工、施工、竣工面积当月同比-3.6%、-9.4%、-4.4%、8%，相对 12 月分别变化 28.1、34.9、2.8、14.6 个百分点，地产全面回暖，此前积压需求释放下，销售端回升，近期保交楼资金有所落地叠加年初冲量，施工端和竣工端上行，后续持续性仍需观察。基建投资当月同比 12.2%，维持高位。制造业投资同比 8.1%，韧性较强，产业升级、高技术制造业相关的电气机械、通用设备、出口相关的汽

车、成本优势的有色、化学原料维持高增速。需求端，1-2 月社会消费品零售总额当月同比 3.5%，较上月回升 5.3 个百分点，高于市场预期的 2.9%，结构上主要反映了疫后回乡过年的特征，但汽车等大件消费偏弱，或反应内生力量偏弱，后续消费修复斜率或有所收敛。就业方面，城镇调查失业率较上月上行 0.1 个百分点至 5.6%，但就业人员平均工作时间维持在 47.9 小时/周，劳动力供给依旧充足。融资端，社融总量高于市场预期，同时结构边际改善，企业中长贷延续支撑作用，居民贷款转为同比多增 5450 亿元，消费需求边际复苏，春节后地产销售回暖。

整体看，企业中长贷继续放量，居民贷款转为扩张，此前积压需求释放支撑 1-2 月地产与消费回暖，基建、制造业延续高位，经济加速改善，但地产拿地意愿与前期支撑消费的汽车、通讯器材偏弱，随着后续积压需求的释放接近尾声，预计经济恢复方向确定但整体仍以弱复苏为主，后期持续性取决于地产与消费修复情况。

4.1.2 从高频数据看，本周高炉开工率、汽车全钢胎开工率回升，水泥价格上行，生产端延续修复。百城成交土地占地面积环比下降，30 大中城市商品房成交面积环比下行，整体回暖进程有所放缓。CCFI、CICFI 延续下行趋势，进出口或偏弱。

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	18.774816	2.98	↗	-9.79316
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	5.5	3.32	↗	----
固定资产投资:制造业:累计同比	8.1	----	----	----
房地产开发投资:累计同比	-5.7	----	----	----
固定资产投资:基建:累计同比	12.18	----	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	3.5	2.94	↗	----
出口金额:当月同比	-1.3	-8.35	↗	-10.5
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 17 日.

美国经济指标	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	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	震荡下行
消费者信心	63.40	67.00	64.90	59.70	56.80	59.90	58.60	58.20	51.50	50.00	58.40	拐头向下
零售	----	5.58	8.09	5.22	5.99	7.85	9.07	10.95	8.45	9.38	9.36	震荡下行
房地产	44.00	42.00	35.00	31.00	33.00	38.00	46.00	49.00	55.00	67.00	69.00	↗
耐用品订单	----	----	-4.55	5.10	-1.80	0.72	0.20	0.23	-0.13	2.26	0.81	震荡下行
CPI	----	6.00	6.40	6.50	7.10	7.70	8.20	8.30	8.50	9.10	8.60	↘
核心CPI	----	5.50	5.60	5.70	6.00	6.30	6.60	6.30	5.90	5.90	6.00	↘
PCE	----	----	5.38	5.29	5.65	6.12	6.29	6.26	6.39	6.98	6.52	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	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	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	↗
时薪增速	----	0.24	0.27	0.37	0.43	0.40	0.31	0.31	0.47	0.37	0.38	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.

4.2 股票市场观点

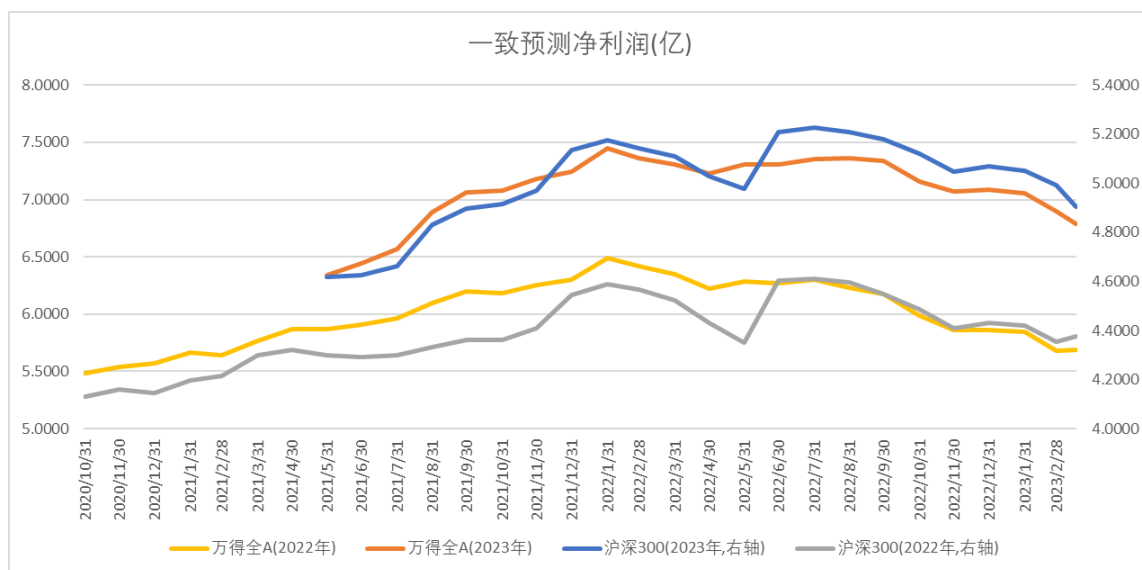
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行, 估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE13.75 倍, 处于 33%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	9.61	8.70	1.26	7.38	0.30	0.30	0.53	0.82
沪深300	11.91	10.17	1.40	5.37	0.32	0.27	0.26	0.81
中小板指	22.86	15.30	3.23	1.35	0.10	0.04	0.16	0.97
创业板指	34.02	23.20	4.70	-0.08	0.08	0.12	0.29	0.98
中证500	23.52	16.53	1.76	1.23	0.49	0.38	0.25	0.65
万得全A	17.74	13.75	1.68	2.62	0.51	0.33	0.36	0.71

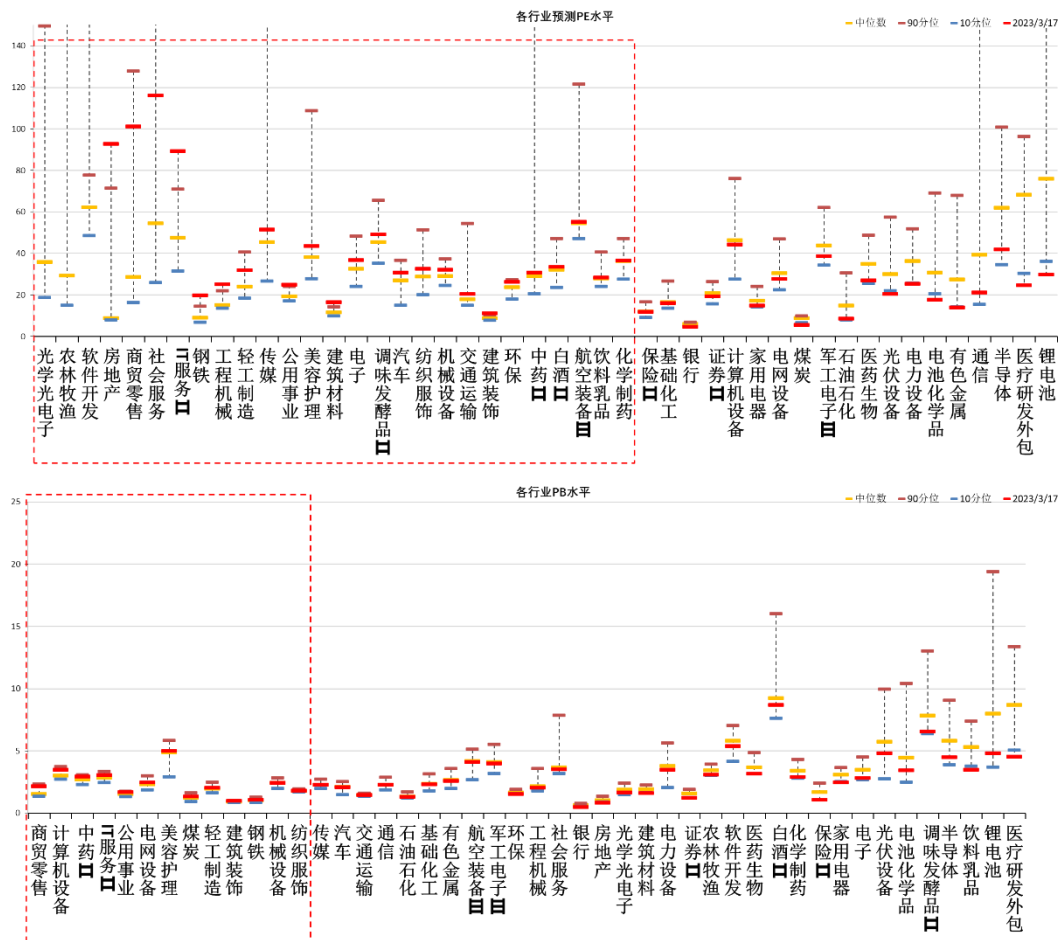
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.87	0.99	6.74	0.33	0.23	0.34
标普500	22.41	3.77	1.07	0.44	0.57	0.08
纳斯达克指	31.17	4.22	-0.18	0.28	0.16	0.20
德国DAX	13.73	1.55	----	0.24	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.56	----
英国富时100	12.27	1.53	----	0.00	0.13	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.28	0.32	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.51	----
日经225	16.37	1.59	----	0.38	0.10	----
胡志明指数	10.42	1.61	----	0.06	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.29	0.75	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 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。



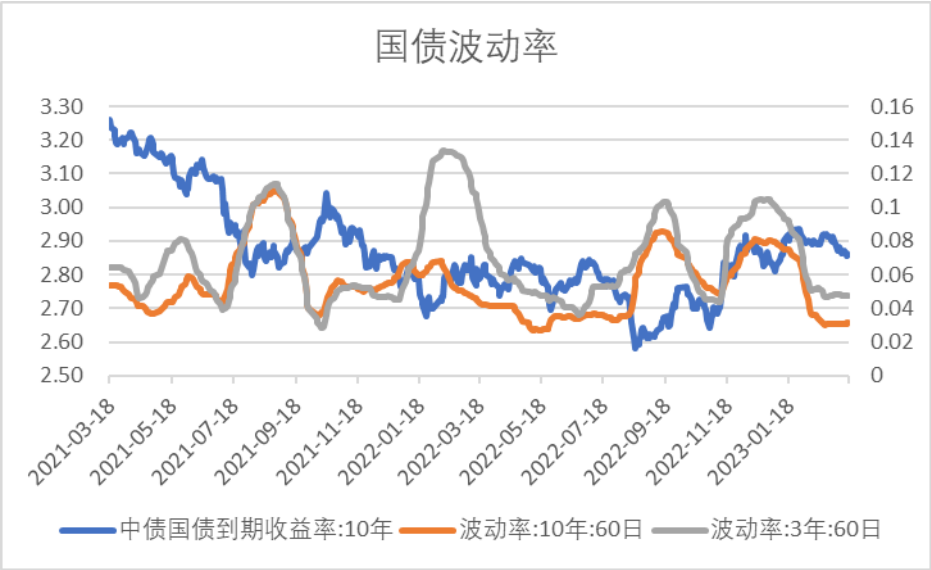
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股多数收跌，GPT4 与 Copilot 的发布带动计算机板块走强，中特估主题带动下上证指数表现强势。SVB 事件发酵下，信用风险向欧洲扩散，全球风险偏好下降，欧股下跌。港股市场上涨，电讯业、能源业表现占优。美股市场分化，流动性驱动纳指表现较强，小盘价值风格相对占优。

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。随着政策对经济定调的落地，市场对经济的分歧在于疫后需求回补之后的修复强度及持续性，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。

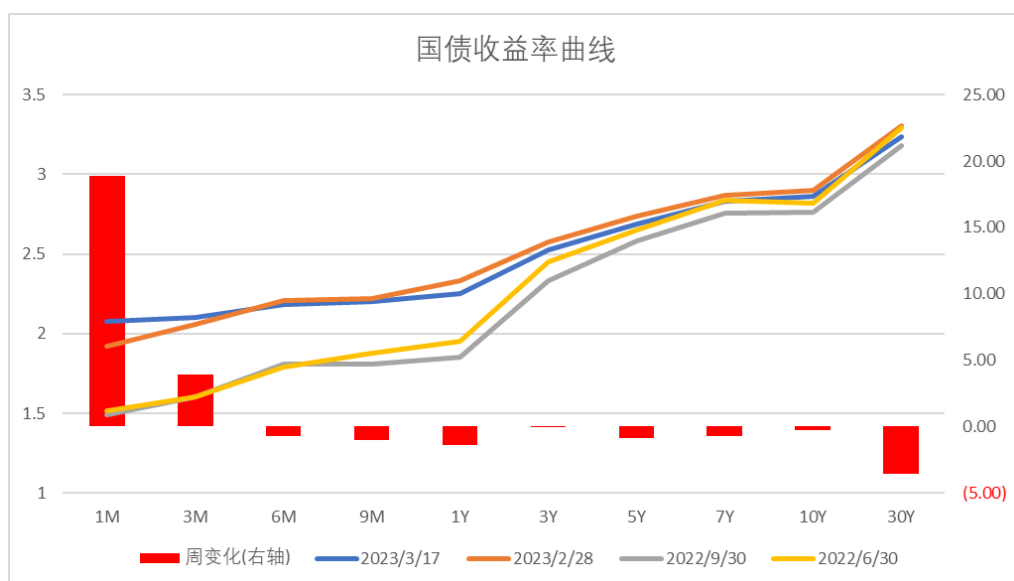
4.2.4 配置方向上关注：

- 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，预计冲击缓和叠加 3 月美国加息幅度确定后，长久期核心资产将迎来较好配置时机，大盘股或有修复机会。
- 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是中长期主线。
- 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	100.4250	100.4800	363,409.0000	177,945.0000	0.3029	0.6020
	0.219549923	0.2744	18,703.0000	7580		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 17 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 17 日

4.3.1 上周，长端利率债收益率下行，主要影响因素为：MLF 超额续作、央行降准 25bp、美国 CPI 回落、SVB 风险发酵。

4.3.2 短期看，本次超预期降息释放流动性不会转向的信号，但宽信用导向不支持长债突破区间下行，整体适度拉长久期的票息策略或更占优。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。