

经济延续修复，景气分化加剧

一、重要信息点评

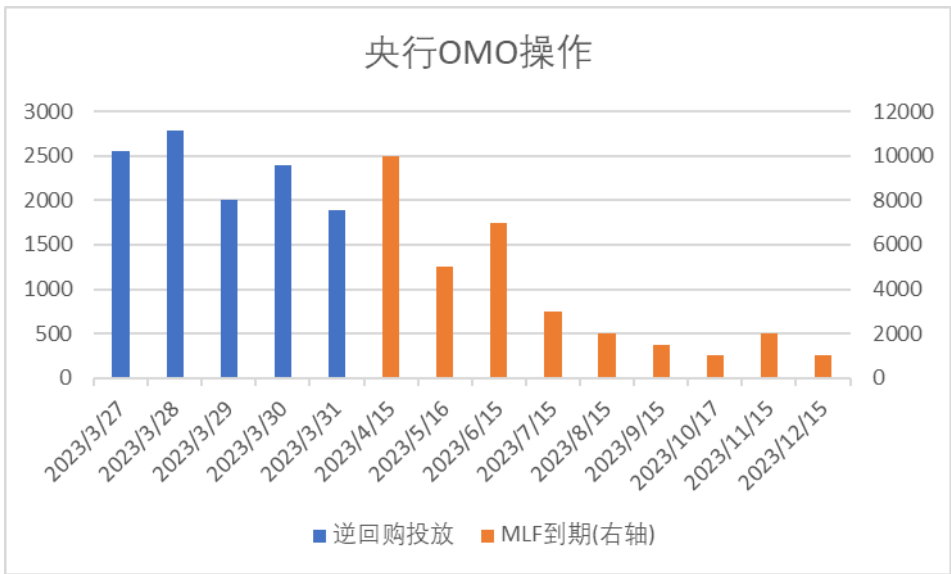
1、3月27日，全国1-2月工业企业盈利同比大幅下滑22.9%，其中营收降幅1.3%，成本降幅0.2%，利润率4.6%，同比下降1.29个百分点，为最大拖累项，生产低位修复但真实需求偏弱。分项看，三大类中，采掘、制造、公用事业营收同比1.8%、-2.3%、6.7%，低于前值3.7%、-1.4%、17.9%。上游采掘与下游消费制造业利润占比增多，中游行业利润率普遍下滑，有色加工、燃料加工、化纤制造、黑色加工、计算机、通信电子利润下滑，电气机械、运输设备、电力是亮点。消费品行业内部分化，汽车同比降幅较大，但其余消费品行业利润降幅小于制造业。库存方面，春节等因素影响下企业被动累库，工业企业产成品存货1-2月同比增长10.7%，高于前值。

2、3月31日，中国3月官方制造业PMI 51.9%，预期51.5，前值52.6%。制造业供需继续回暖，修复斜率小幅放缓。生产指数54.6%，回落2.1个百分点，生产修复斜率放缓，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继续回升。库存方面，3月原材料库存指数回落1.5个百分点至48.3%，产成品库存指数回落1.1个百分点，制造业处于被动去库存状态。需求端看，3月新订单指数回落0.5个百分点至53.6%，新出口订单指数回落2个百分点至50.4%，进口指数回落0.4个百分点至50.9%，修复性动能消化后，出口订单有所回落；非制造业PMI 58.2%，预期55%，前值56.3%，其中服务业PMI回升1.3个百分点至56.9%，建筑业回升5.4个百分点至65.6%。服务业PMI继续修复，消费性服务业表现强于生产性服务业，生产性服务业景气度回落。行业层面，道路运输、航空运输、零售、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间，节后促销政策落地及商旅出行恢复推动航空运输和零售业景气度，新基建拉动互联网及软件信息技术服务景气。3月建筑业PMI回升5.4个百分点至65.6%，其中，土木工程建筑业指数回升5.2个百分点至70.6%，基建实物工作量落地积极性强。房屋建筑业回升7.2个百分点至64.8%，建筑安装回升0.1个百分点至56.4%，地产销售回暖与保交楼带动施工与新开工改善。整体看，经济修复方向确定，但动能有所放缓，景气分化加大。制造业PMI环比回落，供需剪刀差收敛，生产端阶段性修复动能减弱。非制造业PMI大幅回升，

主因商旅活动与新基建拉动，但生产性服务业景气回落，预计后续经济仍以弱复苏为主。

3、3月31日，美国2月PCE同比5%，前值5.3%，预期5.1%。核心PCE同比4.6%，前值4.7%，预期4.7%，环比0.3%，前值0.5%，预期+0.4%。PCE增速低于预期，但回落速度依旧偏慢。数据发布后，5月加息预期有所降温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

上周央行 OMO 投放 11610 亿，同时到期 3500 亿，共计净投放 8110 亿。季末央行进行常规净投放。

生产	2023/3/3	2023/3/10	2023/3/17	2023/3/24	2023/3/31	
高炉开工率(247家):全国	81.07	82.00	82.29	82.73	83.87	↗
	2023/2/10	2023/2/20	2023/2/28	2023/3/10	2023/3/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	206.21	209.28	222.02	215.17	225.31	↗
	2023/3/3	2023/3/10	2023/3/17	2023/3/24	2023/3/31	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	295.03	303.85	303.93	300.02	302.19	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	-6.08	-6.68	-9.15	-10.27	-12.57	↘
	2023/3/2	2023/3/9	2023/3/16	2023/3/23	2023/3/30	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	69.33	68.67	68.85	68.59	65.43	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	73.85	73.79	73.37	73.27	73.08	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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	2022/3/31	2023/3/10	2023/3/17	2023/3/24	2023/3/31	趋势
商品房成交面积:本月以来	36.97	46.91	47.79	49.68	53.08	↗
商品房成交面积:一线城市:本月以来	7.33	9.08	9.82	10.52	11.95	↗
商品房成交面积:二线城市:本月以来	21.14	26.39	25.77	26.66	28.10	↗
商品房成交面积:三线城市:本月以来	8.49	11.45	12.20	12.50	13.02	↗
	2023/2/28	2023/3/5	2023/3/12	2023/3/19	2023/3/26	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	-2.73	-7.31	-4.77	-16.34	-30.05	↘
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-2.03	-8.32	-7.03	-15.87	-25.67	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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下行。关注后续车辆消费的复苏力度。

价格	2022/3/31	2023/3/10	2023/3/17	2023/3/24	2023/3/31	
农产品批发价格200指数	136.10	132.14	131.74	131.68	129.70	震荡下行
价格:生猪:外三元	12.43	15.87	15.22	15.06	14.69	震荡
平均批发价:猪肉	18.25	20.83	20.45	20.31	20.08	震荡
粮油批发价格200指数	116.58	117.82	117.84	117.77	117.45	震荡
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.95	5.41	5.26	5.20	5.11	↓
平均批发价:7种重点监测水果	6.99	7.65	8.01	8.21	7.95	震荡
南华工业品指数	3,999.84	3,899.44	3,781.58	3,782.14	3,829.68	↗
现货价:原油:英国布伦特Dtd	110.30	82.43	72.31	73.44	79.18	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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转为震荡, 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, 石油价格有所回升。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	7.16	-2.57	-6.96
COMEX黄金	0.16	8.88	8.81
LME铝	3.42	2.29	1.64
LME铜	0.81	2.18	7.42
CBOT玉米	2.41	2.33	-2.95
CBOT大豆	5.37	-0.51	-1.25
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-50.90	-238.98	-89.25
美元兑人民币	2.00	-632.00	-286.00
美元兑日元	209.85	-340.90	168.85

	2023/3/31	2023/3/25	2023/2/28	2023/1/1
ICE布油	79.93	74.61	83.11	85.99
COMEX黄金	1987	1981	1833.8	1830.1
	2023/3/31	2023/3/24	2023/2/28	2023/1/1
美元指数	102.597	103.106	104.9868	103.4895
美元兑人民币	6.8685	6.8683	6.9317	6.8971
美元兑日元	132.813	130.7145	136.222	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

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, 黄金涨幅最小。ICE 布油收于 79.93 美元, 涨 7.16%, COMEX 黄金收于 1987 美元, 涨 0.16%。

上周美元指数下行 50.90BP, 欧洲银行危机有所缓解使得欧洲一揽子货币走强并带动美元下行。在此背景下人民币上周贬值 2 个基点, 日元贬值 209.85 个基点。

MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	51.60%	48.40%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.20%	51.50%	46.40%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.90%	23.00%	49.30%	26.80%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	15.00%	39.80%	34.90%	9.70%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	9.10%	29.70%	36.90%	20.00%	3.90%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	6.20%	22.80%	34.50%	25.60%	9.30%	1.30%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	4.30%	17.50%	30.80%	28.40%	14.50%	3.90%	0.40%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	3.10%	13.80%	27.10%	29.10%	18.40%	6.80%	1.40%	0.10%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.10%	3.10%	13.50%	26.70%	29.00%	18.70%	7.20%	1.50%	0.20%	0.00%
2024/6/19	0.00%	0.00%	1.40%	7.50%	19.10%	27.70%	24.60%	13.80%	4.80%	1.00%	0.10%	0.00%
2024/7/31	0.00%	1.00%	5.90%	16.20%	25.50%	25.40%	16.60%	7.10%	1.90%	0.30%	0.00%	0.00%
2024/9/25	0.90%	5.40%	15.10%	24.60%	25.40%	17.50%	8.00%	2.40%	0.50%	0.10%	0.00%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 3 月 31 日。

美联储加息预期方面, 多位官员持续发声表面政府对抗通胀的决心, 并带动加息预期上行。目前市场中性预期 23 年 5 月的 FOMC 会议将继续加息 0-25BP, 并在 7 月开始降息。

三、 市场表现回顾

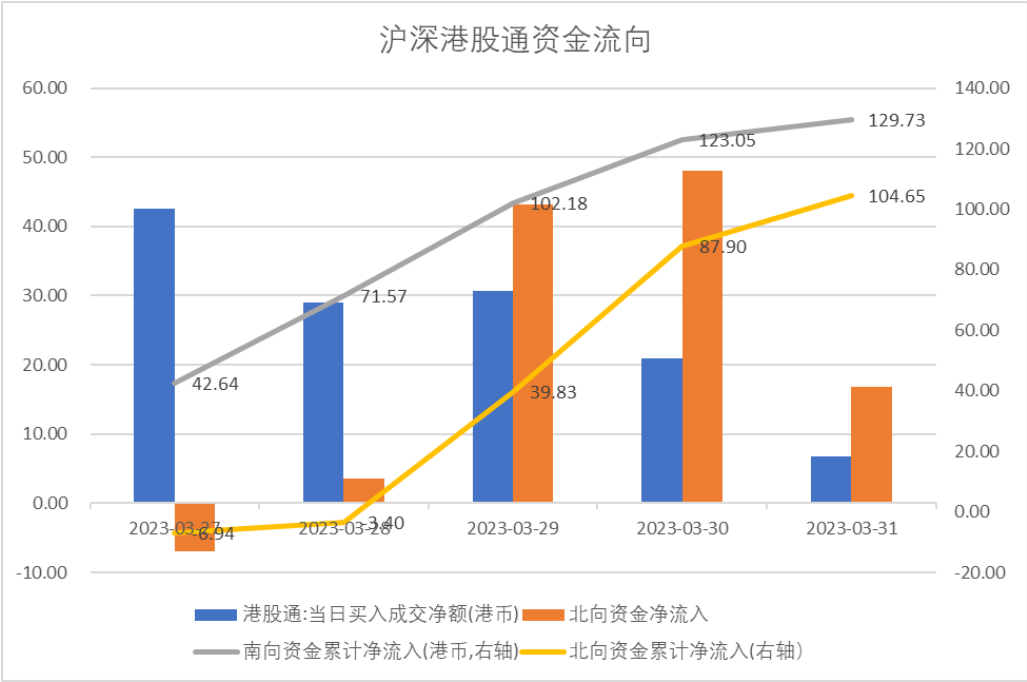
a) 股票市场

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	9	7	1	8	0	11	0	0	4	33
	发行规模(亿元)	215.07	176.93	11.09	19.20	0.00	52.84	0.00	0.00	4.04	302.23
上上周	数量	5	4	2	9	1	11	1	0	1	29
	发行规模(亿元)	160.43	112.43	4.83	33.54	0.14	32.45	4.36	0.00	2.68	238.28
本月以来	数量	29	23	7	32	4	37	1	0	8	114
	发行规模(亿元)	712.99	548.42	39.19	118.69	15.02	217.03	4.36	0.00	16.55	1108.81
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	9	2	2	4	3	2	0	1	9	1	33
上上周	9	0	1	4	0	0	3	2	6	3	28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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 9 支, 债券类基金 (12 支) 多于股票类基金 (11 支), FOF 基金申报 1 支。发行一边,

上周基金共计发行 302.23 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升。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入 104.65 亿，较前一周有所减少；同时南向资金净流入 129.73 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
万得全A	0.27	-0.83	6.47
上证50	0.33	-2.75	1.01
中证500	0.47	-0.28	8.11
沪深300	0.59	-0.46	4.63
偏股混合型基金指数	0.97	-1.47	2.53
中小板指	1.22	0.99	5.89
创业板指	1.23	-1.22	2.25
科创50	1.94	9.20	12.67

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

A 股表现来看，上周主要板块均呈上行，其中万得全 A 涨 0.27%，涨幅最小；科创 50 涨 1.94%，涨幅最大。PMI 高于预期使市场对经济产生了一定的乐观情绪，在此背景下 A 股有所回升。偏股基金指数涨 0.97%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	-1.10	-0.33	3.91
低市盈率指数	-0.39	-1.80	3.49
绩优股指数	0.57	-5.03	1.47
大盘指数	0.58	-1.28	3.14
小盘指数	0.79	0.11	10.71
茅指数	1.01	-1.44	4.51
高市盈率指数	1.38	-1.32	6.08
高市净率指数	1.72	-2.49	0.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

上周 A 股各风格指数中, 低 PE 指数及低 PB 指数跌 0.39%及 1.10%, 表现最差; 高 PE 指数及高 PB 指数分别涨 1.38%及 1.72%, 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
建筑装饰	-3.10	房地产	-7.61	房地产	-6.11
房地产	-3.09	钢铁	-7.44	商贸零售	-5.11
国防军工	-3.09	轻工制造	-7.36	银行	-2.70
轻工制造	-2.41	基础化工	-7.20	美容护理	-1.63
建筑材料	-1.92	建筑材料	-6.51	综合	-1.11
农林牧渔	2.40	建筑装饰	2.33	建筑装饰	11.19
传媒	2.41	电子	5.35	电子	15.50
社会服务	2.77	通信	9.18	通信	29.51
石油石化	3.47	计算机	14.74	传媒	34.24
美容护理	3.64	传媒	22.67	计算机	36.79

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 31 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 15 个上涨, 16 个下跌。其中, 受到服务业 PMI 大幅高于预期影响, 美容护理、社会服务及传媒等消费服务行业上周涨 3.64%、2.77%及 2.41%, 涨幅居前。此外, 上周原油价格大幅回升使得市场对石油石化行业产生了一定的乐观情绪, 上周涨 3.47%, 表现较好。另一方面, 受到房地产税消息影响, 地产相关的建筑装饰、房地产、轻工制造及建筑材料行业上周分别跌 3.10%至 1.92%不等, 跌幅居前。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	2.43	3.10	3.13
恒生科技指数	1.87	9.65	4.24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

港股方面, 恒生指数涨 2.43%, 恒生科技指数涨 1.87%。我国经济数据强劲背景下港股表现较好。

	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	3.22	1.89	0.38
纳斯达克指数	3.37	6.69	16.77
标普500	3.48	3.51	7.93
标普小盘600	3.67	-5.38	2.12
标普中盘400	4.49	-3.41	3.36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

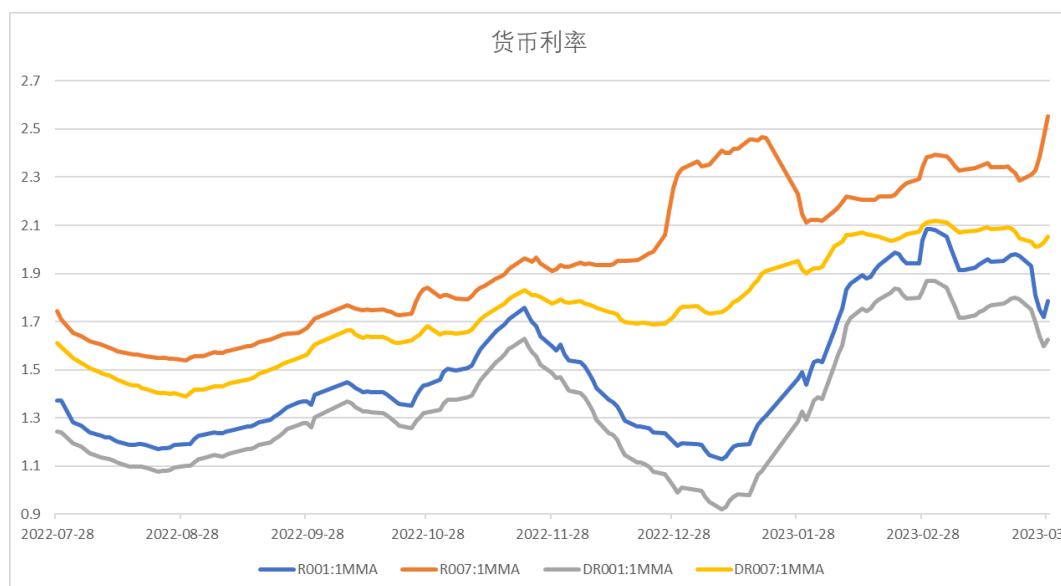
美股方面上周整体回升, 其中道琼斯工业指数涨 3.22, 涨幅最小; 标普中盘 400 涨 4.49%, 涨幅最大。2 月核心 PCE 低于预期使得市场对流动性产生了一定的乐观情绪并带动美股上涨。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
台湾加权指数	-0.29	2.35	12.24
胡志明指数	1.37	3.91	5.53
日经225	2.40	2.17	7.46
印度SENSEX30	2.47	-0.31	-3.11
韩国综合指数	2.56	2.65	10.75
英国富时100	3.06	-3.10	2.42
法国CAC40	4.38	0.75	13.11
德国DAX	4.49	1.72	12.25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

其他海外市场方面, 德国市场涨 4.49%, 表现最好; 台湾市场跌 0.29%, 表现最差。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



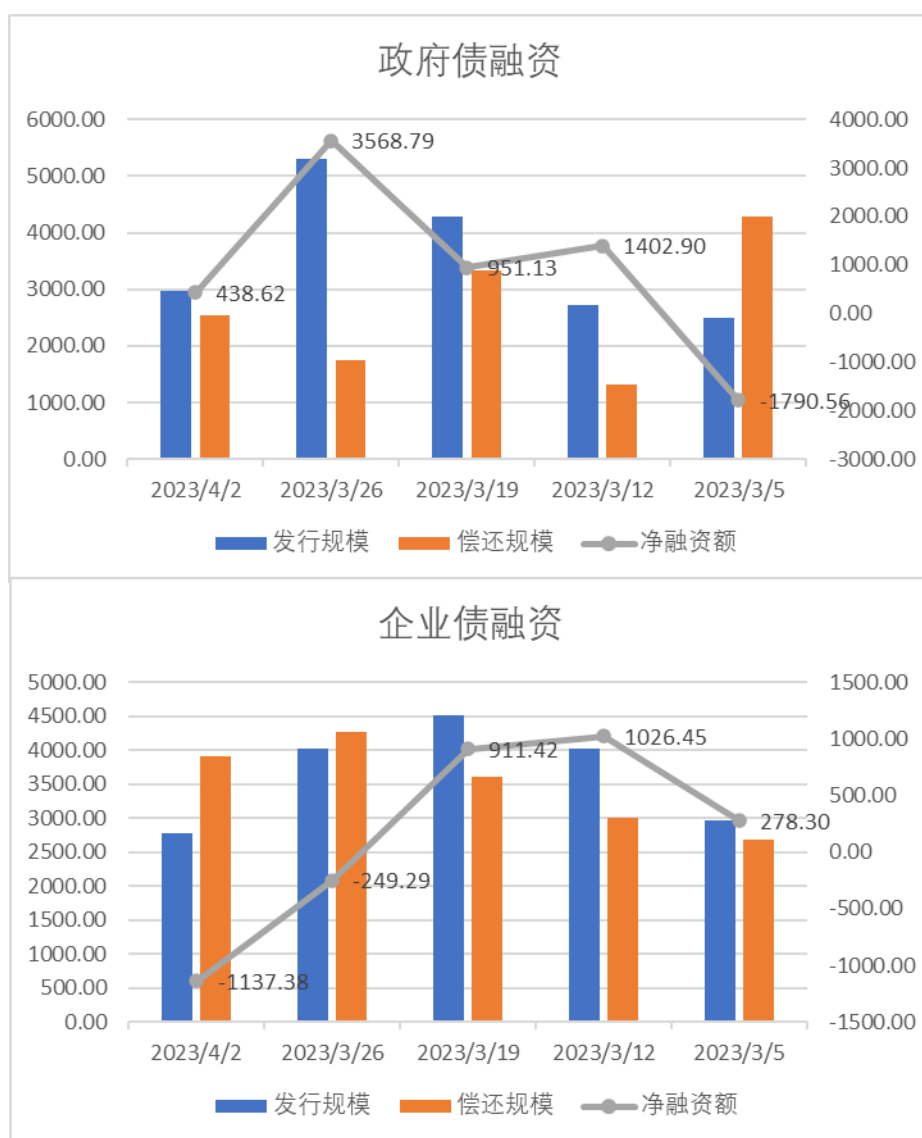
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

上周货币市场利率有所震荡回升, R007 一月均值升至 2.55。跨月背景下利率有所上行。

	2023/2/28	2023/3/24	2023/3/31
1Y	2.18	2.3	2.65
6M	2.42	2.44	2.8
	2022/2/28	2022/3/24	2022/3/31
1Y	1.7372	2.1181	2.1524
6M	1.038	2.1393	2.2809
	2021/2/28	2021/3/24	2021/3/31
1Y	3.2906	3.0442	3.2624
6M	3.3059	2.9557	3.3192
	2020/2/29	2020/3/24	2020/3/31
1Y	2.5932	2.5486	2.8229
6M	2.5166	2.5116	2.9014

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 2.65、2.8, 较此前大幅回升, 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 31 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 438.62 亿, 较此前有所回落; 企业债净融资额-1137.38 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	2.23	2.51	2.68	2.85	国债	27.61	17.48	16.91	国债	-	-	-
国开债	2.39	2.66	2.82	3.02	国开债	27.54	15.22	20.49	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.77	3.08	3.29	-	AAA信用债	31.08	20.68	-	AAA信用债	38.51	42.05	47.51
AA+信用债	2.89	3.21	3.53	-	AA+信用债	32.22	32.08	-	AA+信用债	49.63	54.31	71.17
AA信用债	2.95	3.64	3.98	-	AA信用债	69.22	34.08	-	AA信用债	55.63	97.31	116.17
AA-信用债	5.35	6.05	6.39	-	AA-信用债	70.22	34.08	-	AA-信用债	295.63	338.31	357.17

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	-3	-2	-1	国债	-10	-6	-5	-5	国债	14	10	4	2
国开债	-7	-6	-3	0	国开债	-9	-14	-11	-6	国开债	16	12	-1	3
AAA信用债	-1	-2	-6	-	AAA信用债	-8	-10	-9	-	AAA信用债	2	-11	-21	-
AA+信用债	0	-2	-6	-	AA+信用债	-7	-19	-14	-	AA+信用债	-13	-37	-40	-
AA信用债	0	-3	-6	-	AA信用债	-11	-12	-12	-	AA信用债	-36	-23	-24	-
AA-信用债	0	-2	-6	-	AA-信用债	-14	-14	-14	-	AA-信用债	-35	-21	-22	-

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	0.33	0.30	0.30	0.29	国债	0.37	0.58	0.36	国债	-	-	-
国开债	0.34	0.25	0.21	0.18	国开债	0.06	0.12	0.50	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.36	0.29	0.16	-	AAA信用债	0.25	0.12	-	AAA信用债	0.40	0.58	0.53
AA+信用债	0.33	0.23	0.20	-	AA+信用债	0.20	0.28	-	AA+信用债	0.29	0.35	0.44
AA信用债	0.21	0.24	0.15	-	AA信用债	0.80	0.18	-	AA信用债	0.10	0.48	0.30
AA-信用债	0.27	0.38	0.19	-	AA-信用债	0.80	0.15	-	AA-信用债	0.41	0.82	0.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月31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5Y债券整体下行6BP，下行幅度最大。利率债短端下行大于长端，1Y国开债上行7BP，幅度最大。虽然3月PMI高于预期，但房地产税消息及工业企业利润数据不佳仍带动债券收益率下行。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	3	1	1	国债	3	1	0	国债	-3	-7	-2
国开债	1	3	3	国开债	-5	3	5	国开债	-3	-14	5
AAA信用债	-1	-4	-	AAA信用债	-2	1	-	AAA信用债	-13	-10	-
AA+信用债	-2	-4	-	AA+信用债	-12	5	-	AA+信用债	-24	-3	-
AA信用债	-3	-3	-	AA信用债	-1	0	-	AA信用债	13	-1	-
AA-信用债	-2	-4	-	AA-信用债	0	0	-	AA-信用债	14	-1	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月31日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利率债走阔信用债收窄，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	6	4	-2	AAA信用债	0	4	2	AAA信用债	-14	-23	-19
AA+信用债	7	4	-2	AA+信用债	1	-5	-3	AA+信用债	-29	-49	-38
AA信用债	7	3	-2	AA信用债	-3	2	-1	AA信用债	-52	-35	-22
AA-信用债	7	4	-2	AA-信用债	-6	0	-3	AA-信用债	-51	-33	-20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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	2.58	2.56	2.62	--	--
国有银行	2.35	2.43	2.60	2.50	2.61
股份银行	2.40	2.40	2.50	2.50	2.65
城商行	2.49	2.57	2.64	2.68	2.89
农商行	2.66	2.83	2.59	2.60	2.95
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1	1	-2	--	--
国有银行	0	1	0	-15	-5
股份银行	3	0	5	-10	-2
城商行	-7	1	0	-4	3
农商行	-2	22	-9	-11	18
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	228.7	699.3	222.9	326.1	518.2
国有银行	30	102	0	3	56
股份银行	53	203	108	20	317
城商行	133	334	57	236	125
农商行	12	61	58	67	20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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 3M 城商行上行 1BP，1Y 股份银行下行 2BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.73	3.00	3.16	AAA+	34.50	33.44	34.66	AAA+	0.353	0.531	0.44
AAA	2.77	3.07	3.30	AAA	37.75	40.25	48.42	AAA	0.323	0.431	0.548
AAA-	2.82	3.13	3.36	AAA-	43.52	46.10	54.75	AAA-	0.293	0.351	0.353
AA+	2.87	3.20	3.54	AA+	48.52	53.10	72.75	AA+	0.245	0.28	0.406
AA	2.93	3.65	4.00	AA	54.52	98.10	118.75	AA	0.112	0.493	0.33
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.81	3.10	3.30	AAA	42.44	43.71	48.73	AAA	0.349	0.397	0.359
AA+	2.89	3.24	3.44	AA+	50.02	57.64	62.72	AA+	0.307	0.414	0.213
AA	2.99	3.43	3.97	AA	60.02	76.14	115.22	AA	0.273	0.415	0.704
AA(2)	3.15	4.09	4.63	AA(2)	76.02	142.14	181.22	AA(2)	0.245	0.718	0.747

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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 0.4 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 70 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	2.88	3.06	3.26	3.46	3.54	利率变化(BP)	-7.71	-7.88	-8.66	-10.10	-3.45	利率分位数	0.39	0.35	0.34	0.33	0.30
当前利差	21.30	25.25	40.70	46.09	47.69	利差变化(BP)	-3.04	-1.98	-5.47	-7.86	-1.01	利差分位数	0.69	0.56	0.68	0.72	0.71

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 31 日。

上周二级资本债收益率整体下行。其中 4Y 上行 10.10BP，下行幅度最大。历史来看，利差分位数均位于 0.7 左右的分位数区间，同时利率分位数维持 0.35 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-	2.96	3.42	3.70	3.78	AAA-	30.21	56.80	64.12	50.66	AAA-	-6.09	-8.42	-5.19	-4.89
AA+	3.05	3.50	3.80	3.88	AA+	33.44	51.54	61.19	47.33	AA+	-3.08	-5.42	-5.19	-4.89
AA	3.60	4.06	4.76	4.84	AA	82.44	95.54	143.19	129.33	AA	-6.08	-9.42	0.81	1.11
AA-	4.69	5.31	6.03	6.11	AA-	162.44	187.54	237.19	223.33	AA-	-6.08	-5.42	2.81	3.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

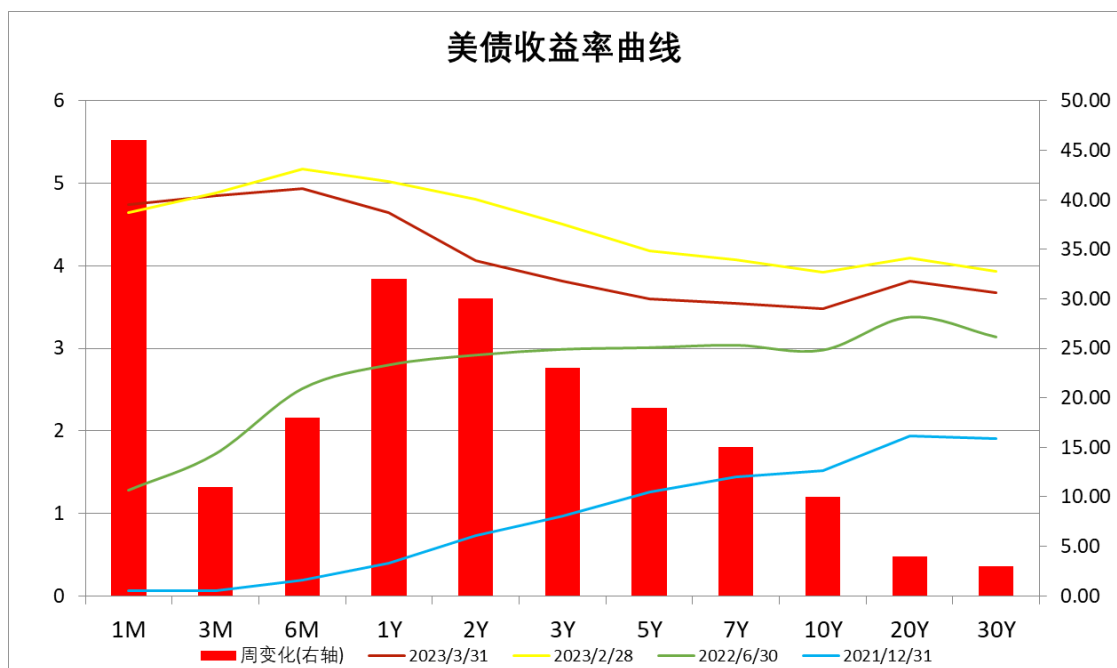
永续债方面利率走势大体呈震荡下行，其中 10YAA-上行 3.11BP，上行幅度最大；3YAA 下行幅度最大，达 9.42BP。

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	2.63	2.91	3.14	3.47	AAA级RMBS	24.57	25.03	32.53	45.30	AAA级RMBS	0.146	0.231	0.131	0.028
AAA级消金	2.86	3.17	3.37	3.66	AAA级消金	47.14	50.07	55.42	63.81	AAA级消金	0.262	0.319	0.142	0.028
AAA级企业ABS	3.04	3.41	3.65	3.93	AAA级企业ABS	64.76	75.02	83.16	90.96	AAA级企业ABS	0.257	0.457	0.366	0.046
AAA级ABN	2.93	3.26	3.47	3.80	AAA级ABN	54.25	59.93	65.21	77.68	AAA级ABN	0.243	0.302	0.122	0.028

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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，部分券种利差甚至回落至历史低位。

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 31 日.

美债方面，上周利率有所回升。其中，1M 上行 46BP，上行幅度最大。虽然核心 PCE 数据低于预期，但加息预期升温仍带动短端利率大幅上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所加深，目前利差为 58BP，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 经济震荡修复，景气分化加大

3 月官方制造业 PMI 51.9%，预期 51.5，前值 52.6%。制造业供需继续回暖，修复斜率小幅放缓，填坑式修复动能收敛。分规模看，大企业 PMI 回落 0.1 个百分点至 53.6%，中企业 PMI 回落 1.7 个百分点至 50.3%，小型企业 PMI 回落 0.8 个百分点至 50.4%，各规模企业 PMI 均回落，但仍处于荣枯线上。从分项指数看，生产项是最大拉动项，生产指数、新订单、从业人员指数分别回落 2.1、0.5、0.5 个百分点。3 月生产指数 54.6%，修复斜率放缓，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继续回升。库存方面，3 月原材料库存指数回落 1.5 个百分点至 48.3%，产成品库存指数回落 1.1 个百分点，制造业 3 月处于被动去库存状态。需求端，3 月新订单指数回落 0.5 个百分点至 53.6%，新出口订单指数回落 2 个百分点至 50.4%，进口指数回落 0.4 个百分点至 50.9%。此前 1-2 月出口强势或与国内供应链恢复有关，修复性动能

消化后，出口订单边际回落。价格方面，3月出厂价格指数回落2.6个百分点至48.6%，主要原材料购进价格指数回落3.5个百分点，内部定价商品表现分化，受地产投资边际回落、电厂日耗走低影响，螺纹钢价格冲高后回落，煤炭、沥青价格走低。外部定价商品大幅回落，海外银行危机冲击下，3月原油价格下跌。预计此后地产拐点出现前，通胀压力可控；

非制造业PMI 58.2%，预期55%，前值56.3%，其中服务业PMI回升1.3个百分点至56.9%，消费性服务业表现强于生产性服务业，生产性服务业景气度回落。行业层面，道路运输、航空运输、零售、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间，节后促销政策落地及商旅出行恢复推动航空运输和零售业景气度，新基建拉动互联网及软件信息技术服务景气。建筑业PMI回升5.4个百分点至65.6%，其中，土木工程建筑业指数回升5.2个百分点至70.6%，基建实物工作量落地积极性强。房屋建筑业回升7.2个百分点至64.8%，建筑安装回升0.1个百分点至56.4%，地产销售回暖与保交楼带动施工与新开工改善。整体看，经济修复方向依旧确定，但动能边际放缓，景气分化加大。制造业PMI环比回落，供需剪刀差收敛，疫后生产加速复工阶段逐渐过去。非制造业PMI大幅回升，主因商旅活动与新基建拉动。预计后续经济仍以弱复苏为主。

指标(2023/03/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	51.9	----	----	52.6
工业增加值:当月同比	----	3.5	----	18.77482
GDP:不变价:当季同比	----	3.89	----	----
固定资产投资:累计同比	----	5.07	----	5.5
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	----	4.1	----	3.5
出口金额:当月同比	----	-4.65	----	-1.3
社会融资规模:当月值	----	35000	----	31560
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.9
M2:同比	----	12.6	----	12.9
社融-M2	----	----	----	-3
CPI:当月同比	----	1.09	----	1
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.08	----	-1.4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年3月31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)	----	----	----	2.60	----	----	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	62.00	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	----	-0.95	-5.01	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	----	5.00	5.35	5.30	5.66	6.13	6.29	6.26	6.39	6.98	6.52	震荡下行
核心PCE	----	4.60	4.67	4.62	4.80	5.10	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 31 日.

4.2 股票市场观点

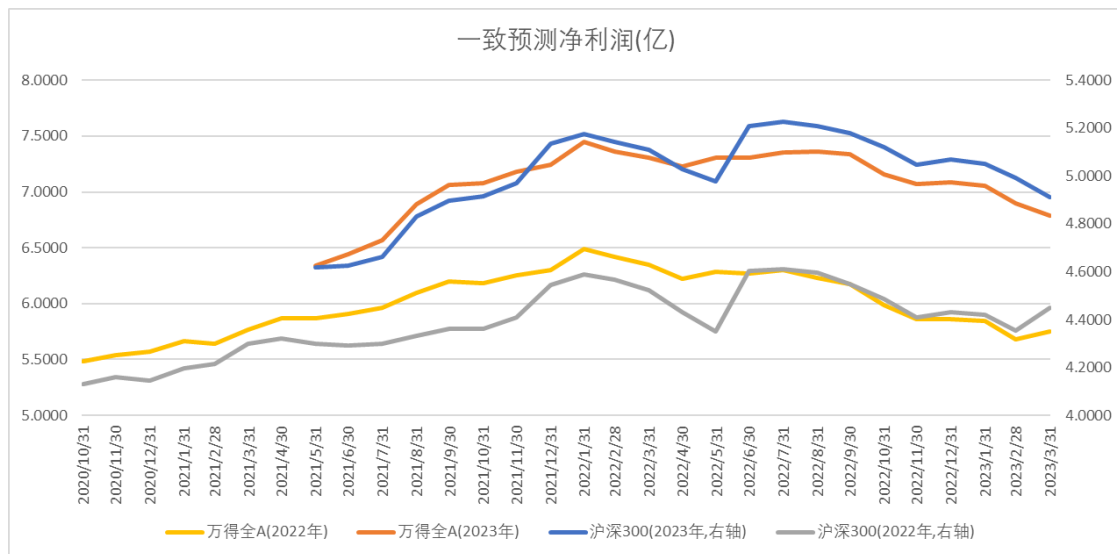
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行, 估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE13.93 倍, 处于 37%分位水平, 股权溢价率 2.56%, 处于 68%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

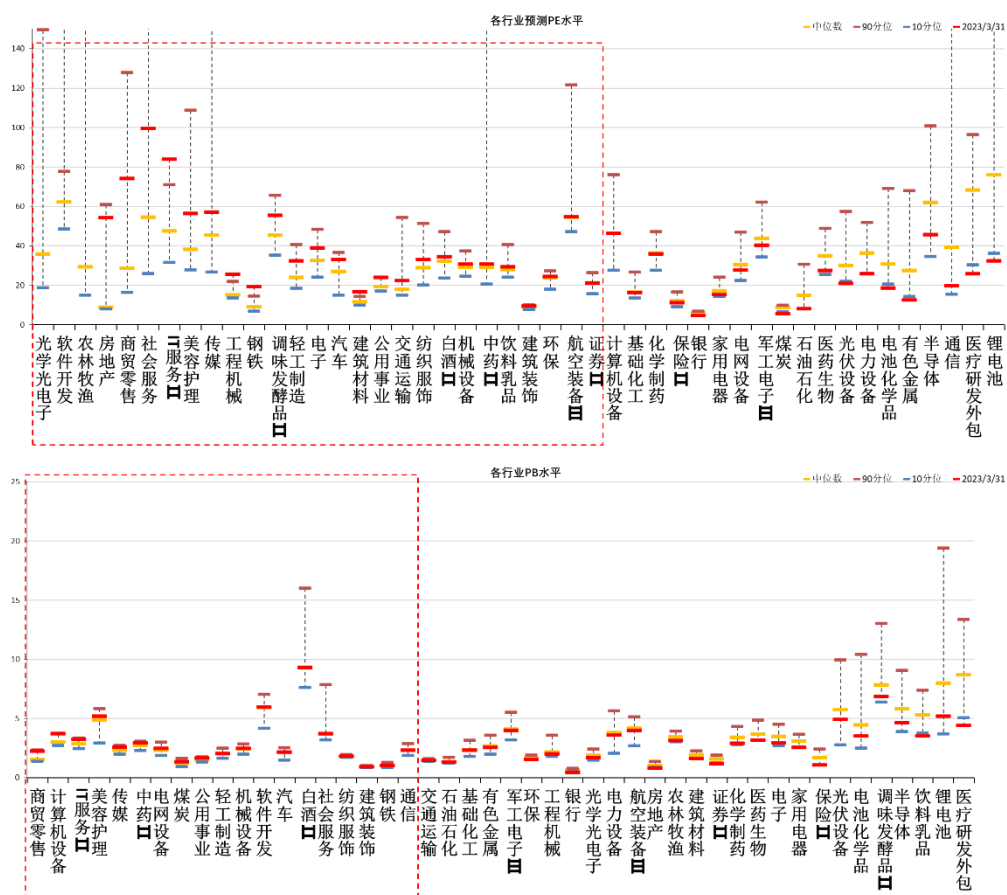
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	9.67	8.86	1.25	7.32	0.34	0.40	0.48	0.79
沪深300	12.06	10.25	1.39	5.27	0.39	0.30	0.24	0.76
中小板指	22.73	16.49	3.35	1.38	0.09	0.17	0.29	0.97
创业板指	35.87	24.70	4.88	-0.23	0.11	0.24	0.36	0.96
中证500	23.44	16.83	1.80	1.24	0.49	0.42	0.34	0.65
万得全A	17.92	13.93	1.68	2.56	0.56	0.37	0.37	0.68

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	10.05	1.01	6.47	0.40	0.28	0.27
标普500	23.52	3.96	0.77	0.55	0.68	0.03
纳斯达克指	33.22	4.44	-0.47	0.44	0.34	0.09
德国DAX	13.40	1.55	----	0.21	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.55	----
英国富时100	13.17	1.58	----	0.04	0.20	----
韩国综合指	11.97	0.93	----	0.43	0.54	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.51	----
日经225	17.10	1.64	----	0.50	0.27	----
胡志明指数	10.71	1.61	----	0.08	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.28	0.75	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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、软件开发估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 日. 分位数为过去 5 年。

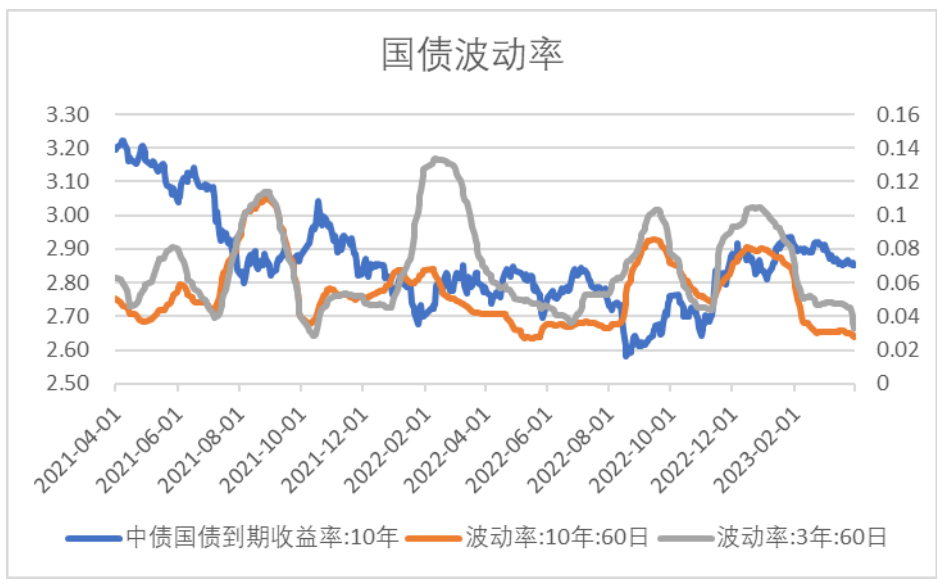
4.2.2 上周，A 股收涨，行业轮动加速，TMT 板块分化后走强，消费板块表现较好。港股市场上涨，资讯科技业、非必须性消费表现占优。美股市场全面上涨，能源、房地产表现较强，小盘成长风格相对占优。

4.2.3 高频数据显示在疫后填坑式修复后，经济修复动能边际放缓，国内经济整体处于弱复苏周期。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。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情况及产业政策支持方向。

4.2.4 配置方向上关注：

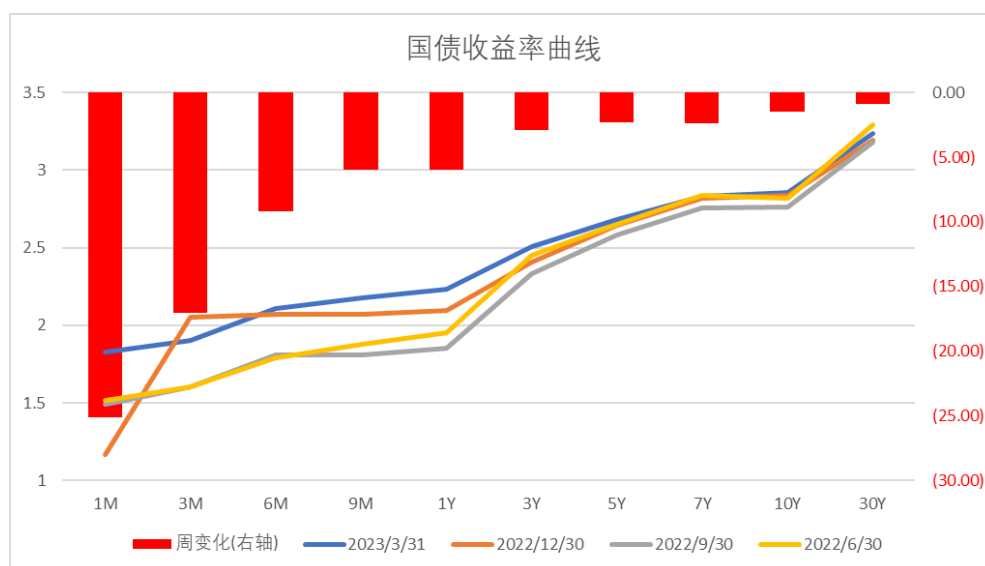
- 1、政策定调经济相对温和，以内生修复及结构化产业政策为主，预计此后经济数据延续弱复苏状态，小盘科技风格仍是中长期主线。
- 2、FOMC 会议落地，海外加息预期降温，预计北向资金流入带动下，长久期核心资产将迎来较好配置时机，大盘股或有阶段性修复机会。

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	100.4550	100.4450	375,850.0000	181,477.0000	0.3173	0.4883
	0.104633782	0.0947	8,168.0000	2005		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 3 月 31 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 31 日

4.3.1 上周，长端利率债收益率延续小幅震荡，短端利率下行，主要影响因素为：1-2 月规模以上工业企业利润降幅较大、PMI 环比回落、跨季资金相对宽松。

4.3.2 短期看，流动性延续宽松，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 月发布的 1-2 月宏观数据大多反应春节后经济环比改善，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。