

海外衰退预期升温，市场结构收敛

一、重要信息点评

1、4月11日，3月CPI同比0.7%，预期1%，前值1%；环比-0.3%，回落幅度超预期。分类型看，食品项同比2.4%，前值2.6%，主要拖累项为猪价与菜价。非食品项同比0.3%，前值0.6%，环比0%，弱于季节性。分商品看，衣着、其他用品和服务等小件商品和服务、地产相关的家用器具、宾馆住宿价格表现较强，房租、交通工具等大件商品和服务表现较弱，整体需求或偏弱。PPI同比-2.5%，预期-2.3%，前值-1.4%；环比0%。

重大项目加快前置推进下，黑色金属采选、冶炼和压延加工业上涨。电厂日耗走低，煤炭采选、燃气生产供应行业价格回落，海外原油价格回落带动石油开采与加工行业价格回落。预计后续海外经济降温、国内经济修复动能走弱将推动PPI继续下行。

2、4月11日，央行公布2023年3月金融数据。

3月新增社融5.38万亿元，市场预期4.427万亿元，前值3.16万亿元，社融总量继续同比多增，结构延续改善，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，企业债券融资继续明显修复。

新增人民币贷款3.89万亿元，超出预期的3.09万亿元，前值1.81万亿元。结构上看，企业中长贷继续放量，居民贷款转为扩张，结构改善。

企业贷款同比多增2200亿，其中票据融资同比多减7874亿元，企业短期贷款同比多增2726亿元，企业中长期贷款同比多增7252亿，企业中长贷延续支撑作用，一方面与银行季末降价冲规模诉求较强有关，另一方面企业投资意愿边际好转。居民贷款同比多增4908亿元，延续2月的改善趋势。其中短期贷款新增6094亿元，同比多增2246亿元，消费需求边际复苏，一方面与出行改善、线下消费回暖有关，另一方面与用经营贷置换有关。居民中长期贷款新增6348亿，同比多增2613亿，中长期贷款延续2月同比多增态势，与1-2月地产销售回暖对应，但3月中旬开始二手带看和成交数据有所回落。

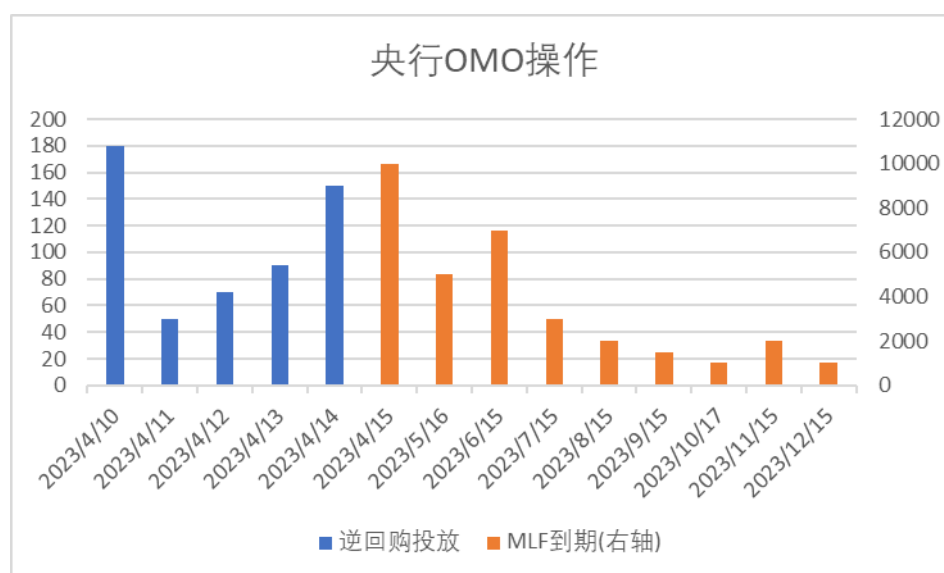
M1同比增速5.1%，较上月回落0.7个百分点，M2同比增速12.7%，较上月回落0.2个百分点，货币活化程度边际回落。居民存款增2.9万亿，同比多增2051亿，居民端融资修复向宽信用转换效率或偏低。

整体看，3月社融数据总量超预期，结构边际改善，居民信贷改善，但存款持续高增，信贷数据对实体经济指示作用较此前边际减弱。预计经济整体仍处于弱复苏周期。

3、4月13日，以美元计价，中国3月出口同比增14.8%，大幅高于市场预期的-7%，1-2月-6.8%。进口同比-1.4%，1-2月降10.2%；分国别看，对东盟和俄罗斯的出口大增是主要支撑，一方面和一带一路建设有关，另一方面和转口贸易有关，此外地缘政治冲突下中俄贸易合作有所增强。产品结构上看，机电产品同比增速由-3.2%回升至12.3%，劳动密集型产品同比增速由-3.2%升至12.3%，而高新技术产品增速延续低位，汽车出口表现较强，同比增速123.8%，新能源车产业链表现较强。钢铁同比增速51.8%，或与3月内外热卷价差有关。整体看，此次出口数据大幅反弹，超出市场预期。

4、4月12日，美国3月CPI同比5%，前值6%，预期5.1%。核心CPI同比5.6%，前值5.5%，预期5.6%，环比0.4%，前值0.5%，预期0.4%。CPI同比低于预期，主因食品和能源价格下行。核心服务通胀环比回落，服务业通胀出现缓和迹象。但核心CPI符合预期，通胀仍具粘性，核心商品价格仍有反复。数据公布后，美联储降息预期小幅升温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

上周央行OMO投放540亿，同时到期290亿，共计净投放250亿。税期来临央行净投放增加流动性供给。

生产	2023/3/17	2023/3/24	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14	
高炉开工率(247家):全国	82.29	82.73	83.87	84.30	84.74	↗
	2023/2/28	2023/3/10	2023/3/20	2023/3/31	2023/4/10	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	222.02	215.17	225.31	226.07	232.20	↗
	2023/3/17	2023/3/24	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	303.93	300.02	302.19	301.23	301.64	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	-9.15	-10.27	-12.57	-11.04	-10.50	↘
	2023/3/16	2023/3/23	2023/3/30	2023/4/6	2023/4/13	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	68.85	68.59	65.43	68.85	68.72	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	73.37	73.27	73.08	73.47	73.28	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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	2022/4/14	2023/3/24	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14	趋势
商品房成交面积:本月以来	28.34	49.68	53.61	36.88	39.97	低位上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	3.76	10.52	11.95	9.27	9.44	低位上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	17.52	26.66	28.63	19.88	21.46	低位上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	7.07	12.50	13.02	7.73	9.07	低位上行
	2023/3/12	2023/3/19	2023/3/26	2023/3/31	2023/4/9	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	-9.28	-18.25	-13.38	18.11	40.24	↗
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-8.79	-18.45	-13.47	7.86	15.39	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

需求数据方面, 商品房成交面积在清明节低位后有所上行。另一方面, 车辆销售数据继续回暖。关注后续车辆消费的复苏力度。

价格	2022/4/14	2023/3/24	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14	
农产品批发价格200指数	132.76	131.68	129.70	128.67	127.12	震荡下行
价格:生猪:外三元	12.51	15.06	14.69	14.45	14.19	震荡下行
平均批发价:猪肉	18.01	20.31	20.08	19.86	19.39	震荡下行
粮油批发价格200指数	116.59	117.77	117.45	117.46	117.27	震荡
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.25	5.20	5.11	5.02	4.92	↘
平均批发价:7种重点监测水果	7.46	8.21	7.95	7.94	7.99	震荡
南华工业品指数	4,027.91	3,782.14	3,829.68	3,826.72	3,806.93	震荡
现货价:原油:英国布伦特Dtd	106.80	73.44	79.18	86.31	87.93	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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, 同时生猪价格继续震荡磨底, 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。内需偏弱背景下 CPI 食品项也受到了一定影响。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 超预期减产也对油价造成一定的波动。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	1.77	10.22	0.84
COMEX黄金	-0.43	1.00	10.49
LME铝	2.42	0.17	0.50
LME铜	2.77	0.48	8.03
CBOT玉米	-1.05	-1.96	-6.15
CBOT大豆	0.44	1.66	-1.64
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-52.78	-101.95	-191.20
美元兑人民币	-1.00	-5.00	-291.00
美元兑日元	163.60	98.25	267.10

	2023/4/14	2023/4/9	2023/3/31	2023/1/1
ICE布油	86.63	84.94	79.93	85.99
COMEX黄金	2017.7	2023.7	1987	1830.1
	2023/4/14	2023/4/7	2023/3/31	2023/1/1
美元指数	101.5775	102.1053	102.597	103.4895
美元兑人民币	6.868	6.8681	6.8685	6.8971
美元兑日元	133.7955	132.1595	132.813	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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，其中伦铜涨幅最大，玉米跌幅最大。ICE 布油收于 86.63 美元，涨 1.77%，COMEX 黄金收于 2017.7 美元，跌 0.43%。

上周美元指数下行 52.78BP，美国 3 月 CPI 低于预期使得加息预期进一步回落。在此背景下人民币上周升值 1 个基点，日元贬值 163.6 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	525-550
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	22.00%	78.00%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	17.40%	66.10%	16.60%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.50%	35.50%	47.70%	10.40%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.50%	22.10%	42.10%	27.50%	4.80%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.20%	15.10%	34.60%	33.00%	13.30%	1.80%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.80%	12.60%	30.80%	33.30%	17.10%	4.00%	0.30%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.50%	11.00%	28.10%	32.90%	19.60%	6.00%	0.90%	0.10%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.30%	9.80%	26.00%	32.30%	21.20%	7.60%	1.50%	0.20%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	2.20%	11.60%	26.70%	31.10%	19.70%	7.00%	1.40%	0.10%	0.00%	0.00%
2024/6/19	0.00%	0.00%	0.10%	1.30%	7.20%	19.60%	29.00%	25.10%	13.00%	4.00%	0.70%	0.10%	0.00%	0.00%
2024/7/31	0.00%	0.10%	1.00%	5.80%	16.60%	26.80%	26.00%	15.80%	6.10%	1.50%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/9/25	0.40%	2.90%	10.10%	20.70%	26.50%	22.00%	12.00%	4.30%	1.00%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 4 月 14 日。

美联储加息预期方面，一方面，美国 3 月 CPI 低于预期；另一方面，4 月第一周初领失业金人数高于预期显示就业市场也开始出现松动，在此背景下加息预期有所下行。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。

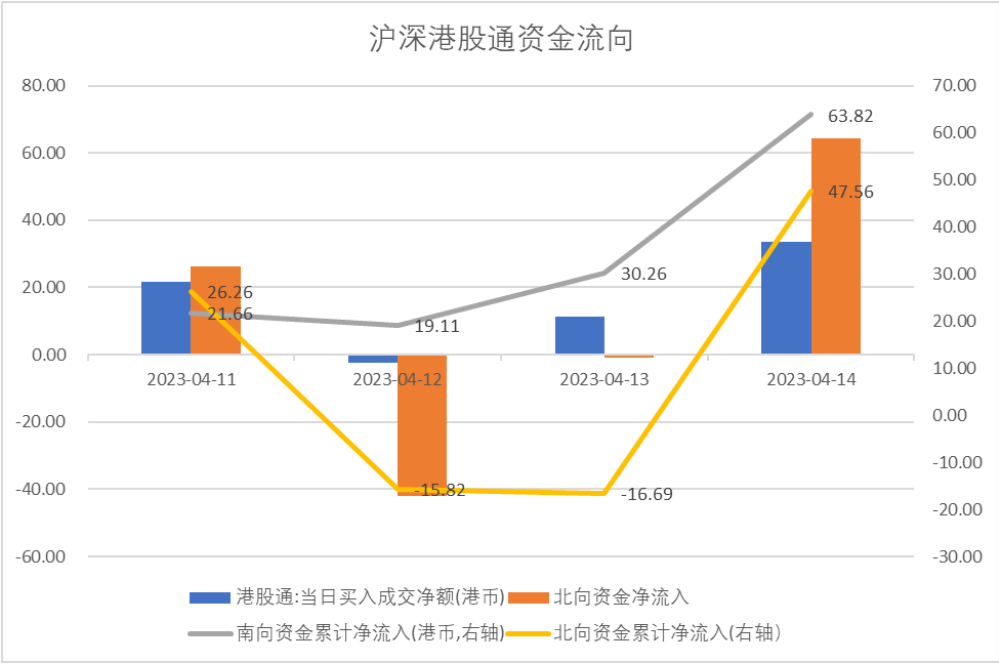
三、 市场表现回顾

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	7	7	0	9	1	5	0	0	0	21
	发行规模(亿元)	51.27	51.27	0.00	16.91	2.20	2.62	0.00	0.00	0.00	70.80
上上周	数量	2	1	2	3	0	3	0	0	4	14
	发行规模(亿元)	2.10	2.00	4.29	8.92	0.00	10.29	0.00	0.00	11.13	36.73
本月以来	数量	9	8	2	12	1	8	0	0	4	35
	发行规模(亿元)	53.38	53.28	4.29	25.82	2.20	12.91	0.00	0.00	11.13	107.53
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	1	3	4	0	1	2	0	9	0	32
上上周	8	0	2	14	2	1	0	1	3	4	35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

基金申报与发行方面,上周共计申报基金 32 支,其中普通混合型基金 12 支,债券类基金(12 支)多于股票类基金(8 支),FOF 基金申报 0 支。发行一边,上周基金共计发行 70.80 亿,发行规模有所回暖但仍位于低位,其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所减少。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

资金流动方面,上周北向资金净流入 47.56 亿,较前一周有所增加;同时南向资金净流入 63.82 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
科创50	-2.14	5.06	18.37
中小板指	-1.73	0.34	6.25
偏股混合型基金指数	-0.93	0.94	3.49
创业板指	-0.77	1.19	3.47
沪深300	-0.76	1.01	5.69
万得全A	-0.54	1.28	7.83
中证500	-0.52	1.44	9.66
上证50	-0.22	0.64	1.66

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均呈下行, 其中上证 50 跌 0.22%, 跌幅最小; 科创 50 跌 2.14%, 跌幅最大。虽然社融和出口均超预期, 但通胀数据不及预期显示内需仍然偏弱, 在此背景下 A 股有所回落。偏股基金指数跌 0.93%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市净率指数	-2.12	-2.34	-1.57
高市盈率指数	-1.67	-0.22	5.85
茅指数	-1.39	0.17	4.68
大盘指数	-0.61	0.63	3.79
小盘指数	-0.45	1.94	12.86
绩优股指数	0.38	-0.23	1.23
低市盈率指数	1.93	3.00	6.59
低市净率指数	2.07	4.04	8.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

上周 A 股各风格指数中, 高 PB 指数及高 PB 指数跌 2.12%及 1.67%, 表现最差; 低 PE 指数及低 PB 指数分别涨 1.93%及 2.07%, 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
食品饮料	-5.20	食品饮料	-7.00	商贸零售	-7.90
计算机	-4.24	汽车	-3.78	美容护理	-3.01
农林牧渔	-3.16	商贸零售	-2.94	食品饮料	-2.90
轻工制造	-2.96	煤炭	-2.77	房地产	-2.03
通信	-2.37	基础化工	-2.46	电力设备	-1.99
公用事业	2.48	石油石化	4.83	建筑装饰	20.63
石油石化	3.11	通信	5.38	电子	20.85
传媒	3.14	有色金属	5.94	通信	36.47
建筑装饰	4.44	传媒	6.82	计算机	38.26
有色金属	5.88	建筑装饰	8.49	传媒	43.40

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 9 个上涨, 22 个下跌。其中, TMT 行业出现了较为明显的分化, 其中通讯及计算机分别跌 2.37%及 4.24%, 跌幅居前;

而传媒则涨 3.14%，表现较好。此外，近期美联储加息接近尾声带动美元下行及金价上行，在此背景下有色金属行业涨 5.38%，涨幅最大。另一方面，CPI 及 M1 显示内需偏弱背景下消费行业表现较差，其中食品饮料、农林牧渔及轻工制造分别跌 5.20%、3.16%及 2.96%，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	0.53	0.19	3.32
恒生科技指数	-1.74	-3.25	0.85

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

港股方面，恒生指数跌 0.53%，恒生科技指数涨 1.74%。国内基本面偏弱与加息见顶背景下港股有所震荡。

	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	0.29	-0.81	15.83
标普500	0.79	0.69	7.77
标普小盘600	1.19	-1.55	0.53
道琼斯工业指数	1.20	1.84	2.23
标普中盘400	1.73	-0.90	2.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

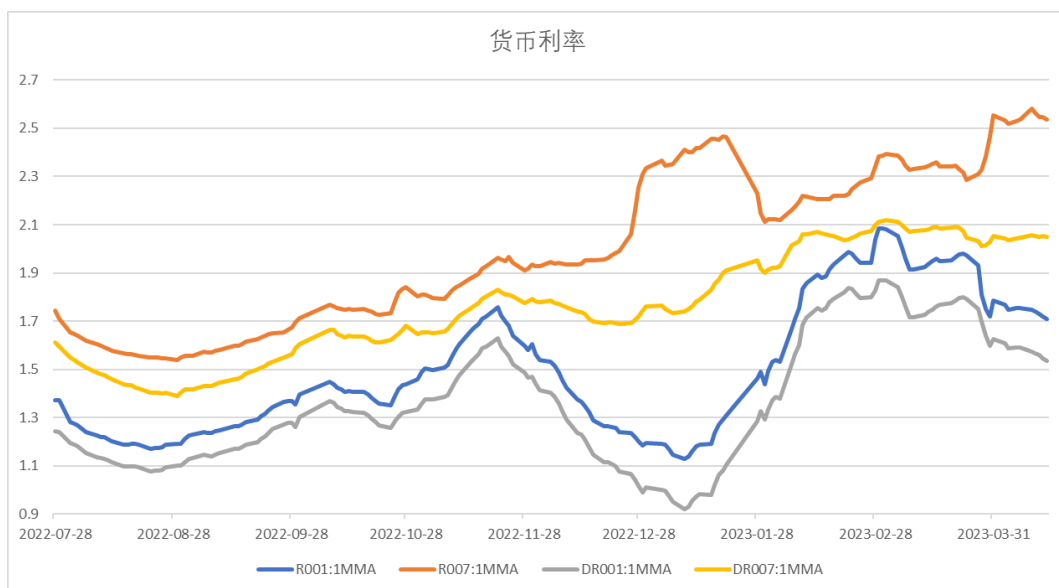
美股方面上周整体回升，其中标普中盘 400 涨 1.73，涨幅最大；纳斯达克指数涨 0.29%，涨幅最小。3 月 CPI 继续走低使市场开始预期流动性转向，在此背景下美股整体回升。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	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	-0.92	-0.59	4.91
台湾加权指数	0.59	0.39	12.67
印度SENSEX30	1.00	2.52	-0.67
德国DAX	1.34	1.14	13.53
英国富时100	1.68	3.15	5.64
法国CAC40	2.66	2.69	16.16
韩国综合指数	3.26	3.82	14.98
日经225	3.54	1.61	9.19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

其他海外市场方面，日本市场涨 3.54%，表现最好；越南市场跌 0.92%，表现最差。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



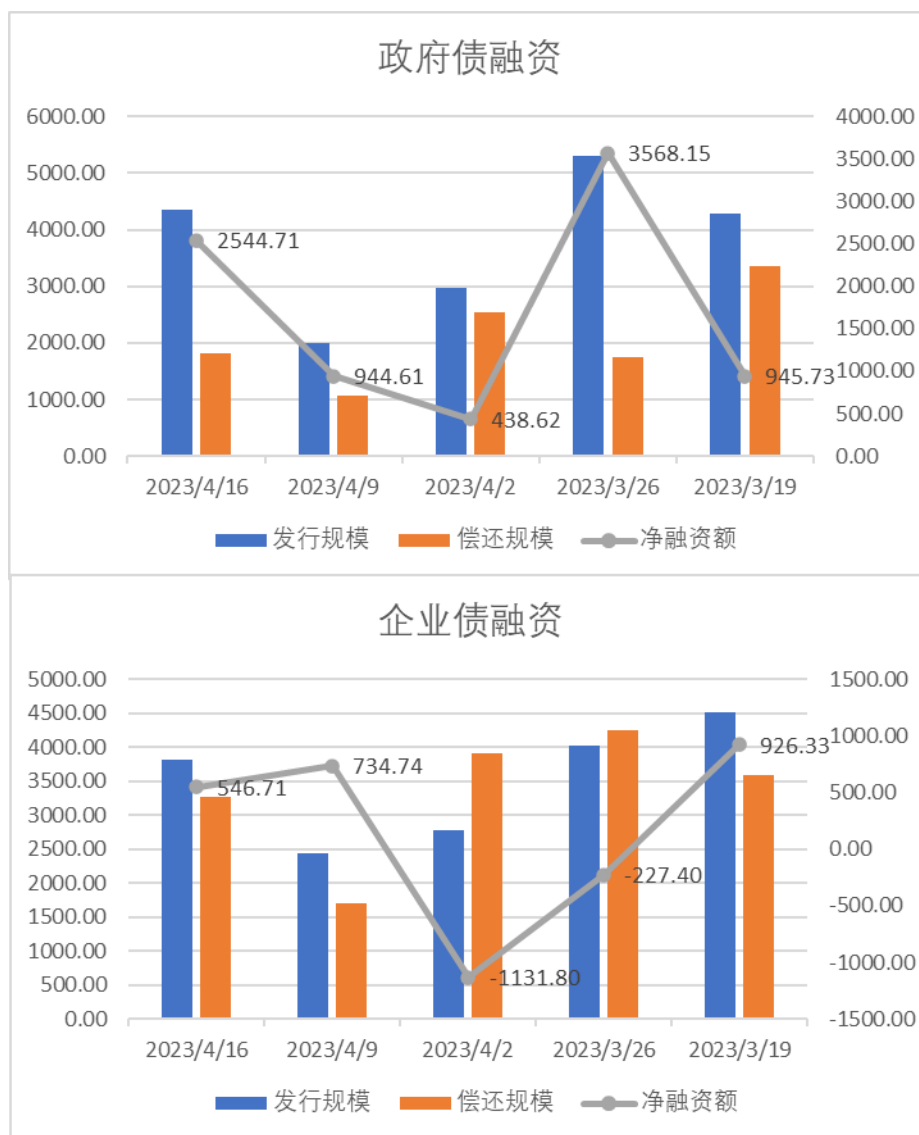
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

上周货币市场利率有所震荡回落，R007 一月均值维持 2.54。资金面较上周更为宽松。

	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14
6M	2.65	2.24	2.11
3M	2.8	2.3	2.21
	2022/3/31	2022/4/7	2022/4/14
6M	2.2809	1.9215	1.8538
3M	2.4357	1.8789	1.8089
	2021/3/31	2021/4/7	2021/4/14
6M	3.3192	2.9923	2.9357
3M	3.311	2.9693	2.9048
	2020/3/31	2020/4/7	2020/4/14
6M	2.9014	2.4206	2.3784
3M	3.0414	2.3983	2.3657

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 2.11、2.21，较此前有所回落，23 年 4 月社融中贷款部分可能有所转弱。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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 2544.71 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额 546.71 亿, 较此前有所回落。

从高频数据看, 债券较此前有所回暖, 但贷款有所转弱, 预计社融中的中长期部分会出现一定的震荡。

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	2.21	2.49	2.68	2.83	国债	28.31	19.04	14.55	国债	-	-	-
国开债	2.43	2.70	2.82	3.01	国开债	26.34	12.89	18.08	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.74	3.04	3.22	-	AAA信用债	30.22	17.43	-	AAA信用债	30.87	34.75	39.29
AA+信用债	2.86	3.18	3.48	-	AA+信用债	31.38	30.84	-	AA+信用债	42.96	48	65.95
AA信用债	2.93	3.62	3.94	-	AA信用债	68.38	32.84	-	AA信用债	49.96	92	111.95
AA-信用债	5.33	6.03	6.36	-	AA-信用债	69.38	33.84	-	AA-信用债	289.96	333	353.95

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	-2	-2	-1	-2	国债	-2	-2	0	-2	国债	11	9	4	-1
国开债	2	0	0	-2	国开债	4	3	1	-2	国开债	20	15	-1	1
AAA信用债	0	-4	-3	-	AAA信用债	-3	-4	-7	-	AAA信用债	-2	-15	-28	-
AA+信用债	1	-3	-3	-	AA+信用债	-2	-3	-4	-	AA+信用债	-16	-40	-44	-
AA信用债	1	-1	-1	-	AA信用债	-1	-2	-3	-	AA信用债	-38	-25	-27	-
AA-信用债	1	0	-1	-	AA-信用债	-1	-2	-2	-	AA-信用债	-37	-23	-24	-

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	0.32	0.29	0.30	0.24	国债	0.39	0.69	0.18	国债	-	-	-
国开债	0.39	0.28	0.22	0.16	国开债	0.04	0.07	0.38	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.32	0.25	0.12	-	AAA信用债	0.21	0.07	-	AAA信用债	0.15	0.31	0.24
AA+信用债	0.31	0.21	0.15	-	AA+信用债	0.18	0.24	-	AA+信用债	0.14	0.17	0.32
AA信用债	0.21	0.24	0.13	-	AA信用债	0.77	0.16	-	AA信用债	0.05	0.39	0.22
AA-信用债	0.26	0.37	0.18	-	AA-信用债	0.77	0.15	-	AA-信用债	0.31	0.76	0.66

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年4月14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, 信用债利率短端上行长端下行, 其中 3YAAA 债券下行 4BP, 下行幅度最大。利率债整体震荡下行, 大部分券种均下行 2BP。虽然社融超预期对债市形成一定的利空, 但 CPI 不及预期背景下市场认为经济复苏力度偏弱并使得债券收益率整体有所下行。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, 虽然债市短期风险不大但利率下行空间也不大。

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	0	1	-1	国债	1	2	-2	国债	-2	-5	-5
国开债	-1	0	-1	国开债	-1	-2	-2	国开债	-5	-16	2
AAA信用债	-4	0	-	AAA信用债	-1	-3	-	AAA信用债	-14	-13	-
AA+信用债	-4	-1	-	AA+信用债	-1	-1	-	AA+信用债	-25	-4	-
AA信用债	-2	-1	-	AA信用债	-1	-1	-	AA信用债	12	-2	-
AA-信用债	-1	-2	-	AA-信用债	-1	0	-	AA-信用债	13	-1	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周有所收窄, 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	-4	-3	AAA信用债	-8	-7	-8	AAA信用债	-22	-31	-28
AA+信用债	0	-3	-3	AA+信用债	-7	-6	-5	AA+信用债	-36	-56	-44
AA信用债	0	-1	-1	AA信用债	-6	-5	-4	AA信用债	-58	-41	-27
AA-信用债	0	0	-1	AA-信用债	-6	-5	-3	AA-信用债	-57	-39	-24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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，上周整体收窄，目前大部分券种的信用利差分位数均已进入
偏低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.32	2.53	2.63	--	--
国有银行	2.15	2.43	2.43	2.50	2.63
股份银行	2.05	2.47	2.54	2.50	2.65
城商行	2.35	2.54	2.62	2.72	2.80
农商行	2.41	2.52	2.59	2.71	2.77
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1	6	1	--	--
国有银行	-5	2	1	0	-1
股份银行	-35	7	2	0	1
城商行	2	8	2	-25	-3
农商行	11	0	-3	6	-5
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	380.5	1532.7	1323.6	140.3	1944.7
国有银行	90	311	0	0	559
股份银行	36	568	307	0	471
城商行	190	528	669	69	787
农商行	65	125	347	71	128

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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 城商行下行 3BP，6M 城商行上行 2BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.68	2.97	3.09	AAA+	25.16	27.81	26.79	AAA+	0.108	0.322	0.141
AAA	2.74	3.04	3.24	AAA	30.98	34.38	41.20	AAA	0.137	0.23	0.261
AAA-	2.80	3.11	3.32	AAA-	36.75	41.24	49.53	AAA-	0.122	0.209	0.192
AA+	2.85	3.18	3.48	AA+	41.75	48.24	65.53	AA+	0.101	0.149	0.231
AA	2.92	3.62	3.94	AA	48.75	92.24	111.53	AA	0.065	0.37	0.181
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.74	3.04	3.26	AAA	30.98	34.58	43.87	AAA	0.089	0.162	0.171
AA+	2.85	3.19	3.41	AA+	41.56	49.52	58.85	AA+	0.116	0.205	0.121
AA	2.97	3.39	3.90	AA	53.56	69.02	107.35	AA	0.152	0.249	0.543
AA(2)	3.10	4.01	4.55	AA(2)	66.56	131.02	172.35	AA(2)	0.152	0.626	0.678

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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，大部分 3Y 与 5Y 券种与国开债之间的利差继续收窄，大部分券种的信用利差位于 0.2 以下的偏低分位数区间，目前仅部分低评级的城投利差分位数高于 60 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	2.84	2.99	3.20	3.39	3.49	利率变化(BP)	-2.31	-7.16	-5.74	-7.63	-3.28	利率分位数	0.33	0.30	0.31	0.29	0.26
当前利差	19.53	20.96	35.55	46.34	53.02	利差变化(BP)	0.05	-4.62	-5.70	-4.76	-0.16	利差分位数	0.66	0.46	0.61	0.71	0.76

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 4 月 14 日。

上周二级资本债收益率整体下行。其中 4Y 下行 7.63BP，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 0.3 分位左右。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.91	3.32	3.63	3.71	AAA-	26.52	48.04	66.35	49.97	AAA-	-3.61	-8.62	-5.15	-5.82
AA+	2.97	3.40	3.73	3.81	AA+	25.81	44.79	65.42	48.64	AA+	-6.62	-8.62	-5.15	-5.82
AA	3.50	3.94	4.69	4.77	AA	70.81	85.79	148.42	131.64	AA	-8.62	-9.62	-5.15	-5.82
AA-	4.64	5.21	5.98	6.06	AA-	155.81	179.79	244.42	227.64	AA-	-3.62	-7.62	-3.15	-3.82

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

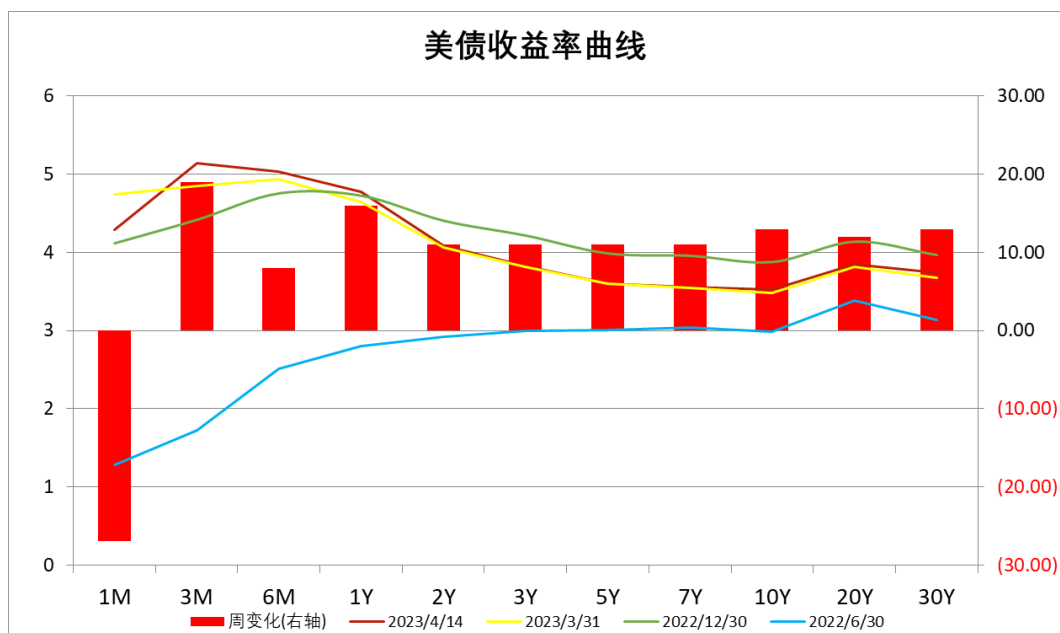
永续债方面利率走势呈下行，其中 3YAA 下行幅度最大，达 9.62BP。

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	2.66	2.87	3.07	3.41	AAA级RMBS	22.48	17.82	24.72	40.66	AAA级RMBS	0.126	0.072	0.011	0.002
AAA级消金	2.83	3.12	3.32	3.61	AAA级消金	39.38	42.12	49.29	60.78	AAA级消金	0.144	0.168	0.068	0.012
AAA级企业ABS	2.99	3.39	3.58	3.89	AAA级企业ABS	56.11	69.16	75.94	88.96	AAA级企业ABS	0.067	0.219	0.115	0.026
AAA级ABN	2.90	3.23	3.43	3.74	AAA级ABN	47.04	53.11	60.08	73.65	AAA级ABN	0.137	0.186	0.058	0.005

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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，所有券种的信用利差处于 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震荡，债券利率由于配置需求走出来一波小牛市，后续在复苏力度难以预判且利率分位数偏低的背景下预计债市可能会维持一段时间的震荡。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

美债方面，上周利率有所回升。其中，3M 上行 19BP，上行幅度最大。虽然 CPI 数据低于预期，但密歇根大学公布的通胀预期及消费者信心指数维持韧性推高美债利率。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 56BP，自 22 年 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

融资端，3 月新增社融 5.38 万亿元，市场预期 4.427 万亿元，前值 3.16 万亿元，社融总量继续同比多增，结构延续改善，高于市场预期。3 月新增人民币贷款 3.89 万亿元，超出预期的 3.09 万亿元，结构边际改善，企业短期贷款同比多增，中长贷继续放量，一方面与银行季末降价冲规模诉求较强有关，另一方面企业投资意愿边际好转。居民贷款同比多增，延续 2 月的改善趋势。其中短期贷款新增 6094 亿元，消费需求边际复苏，一方面与出行改善、线下消费回暖有关，另一方面与用经营贷置换有关。居民中长期贷款新增 6348 亿，同比多增 2613 亿，中长期贷款延续 2 月同比多增态势，与 1-2 月地产销售回暖对应，但 3 月中旬开始二手带看和成交数据有所回落。M1 同比增速 5.1%，较上月回落 0.7 个百分点，

M2 同比增速 12.7%，较上月回落 0.2 个百分点，货币活化程度边际回落。居民存款同比多增 2051 亿，居民端融资修复向宽信用转换效率或偏低。

生产端，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。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。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；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。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，疫后生产加速复工阶段逐渐过去。融资端延续改善，但传导效率或偏低，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	----	4.23	----	18.77482
GDP:不变价:当季同比	----	4.07	----	----
固定资产投资:累计同比	----	5.33	----	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	----	6.86	----	3.5
出口金额:当月同比	14.8	-5.03	↗	-1.3
社会融资规模:当月值	53800	44220	↗	31560
社会融资规模存量:同比	10	----	----	9.9
M2:同比	12.7	11.86	↗	12.9
社融-M2	-2.7	----	----	-3
CPI:当月同比	0.7	0.97	↘	1
PPI:全部工业品:当月同比	-2.5	-2.32	↘	-1.4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

美国经济指标	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	趋势
实际GDP(同比)	----	----	----	----	2.60	----	----	3.20	----	----	-0.60	拐头向下
PMI	----	46.30	47.70	47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	53.00	震荡下行
消费者信心	63.50	62.00	67.00	64.90	59.70	56.80	59.90	58.60	58.20	51.50	50.00	震荡下行
零售	----	3.13	6.08	7.99	5.22	5.99	7.85	9.07	10.95	8.45	9.38	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	↗
耐用订单	----	----	-0.95	-5.01	5.10	-1.80	0.72	0.20	0.23	-0.13	2.26	震荡下行
CPI	----	5.00	6.00	6.40	6.50	7.10	7.70	8.20	8.30	8.50	9.10	↘
核心CPI	----	5.60	5.50	5.60	5.70	6.00	6.30	6.60	6.30	5.90	5.90	震荡下行
PCE	----	----	5.00	5.35	5.30	5.66	6.13	6.29	6.26	6.39	6.98	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	震荡下行
失业率	----	3.50	3.60	3.40	3.50	3.60	3.70	3.50	3.70	3.50	3.60	震荡
职位空缺率	----	----	6.00	6.40	6.80	6.50	6.40	6.60	6.20	6.90	6.70	↗
时薪增速	----	0.27	0.21	0.30	0.37	0.43	0.40	0.31	0.31	0.47	0.37	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.

4.2 股票市场观点

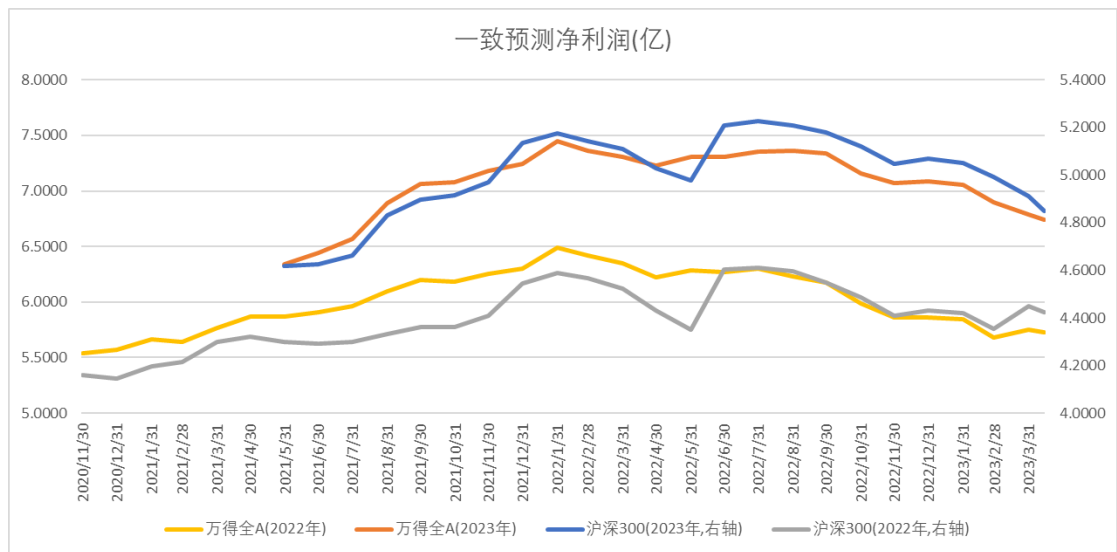
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行, 估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.34 倍, 处于 46%分位水平, 股权溢价率 2.46%, 处于 62%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	9.86	9.24	1.27	7.13	0.45	0.57	0.59	0.74
沪深300	12.34	10.60	1.42	5.10	0.52	0.43	0.35	0.70
中小板指	22.86	16.81	3.35	1.37	0.10	0.19	0.29	0.97
创业板指	36.25	25.16	4.91	-0.25	0.11	0.25	0.36	0.95
中证500	23.77	17.25	1.82	1.20	0.52	0.50	0.42	0.63
万得全A	18.29	14.34	1.71	2.46	0.63	0.46	0.47	0.62

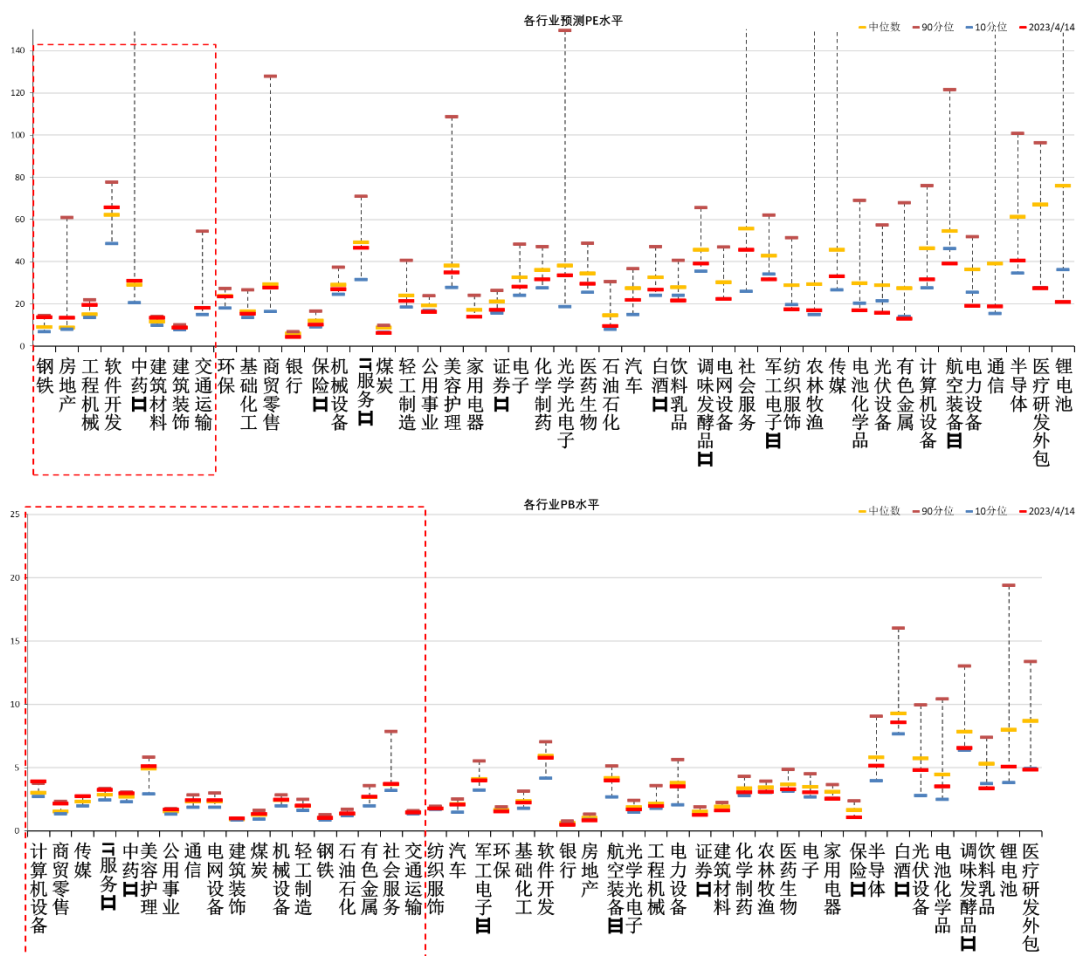
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	10.23	1.01	6.25	0.49	0.30	0.21
标普500	23.62	3.98	0.71	0.57	0.69	0.02
纳斯达克指	33.36	4.42	-0.52	0.45	0.32	0.07
德国DAX	13.55	1.55	----	0.23	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.54	----
英国富时100	13.52	1.63	----	0.08	0.28	----
韩国综合指	12.43	0.97	----	0.47	0.64	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.50	----
日经225	17.47	1.67	----	0.53	0.37	----
胡志明指数	10.63	1.61	----	0.08	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.28	0.74	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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，不到半数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，钢铁、房地产估值较高。



4.2.2 上周，A 股收跌，有色金属、建筑装饰和传媒表现强势，食品饮料和计算机调整。港股市场上涨，原材料业、医疗保健业表现占优。美股市场全面上涨，能源、金融表现相对较强。

4.2.3 近期数据显示在疫后填坑式修复后，经济修复动能边际放缓，市场对经济后续恢复强度分歧加大，风格表现上也有所收敛。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，近期旺季数据陆续披露，叠加月底将有经济工作会议落地，或会对市场表现有所影响。

4.2.4 配置方向上关注：

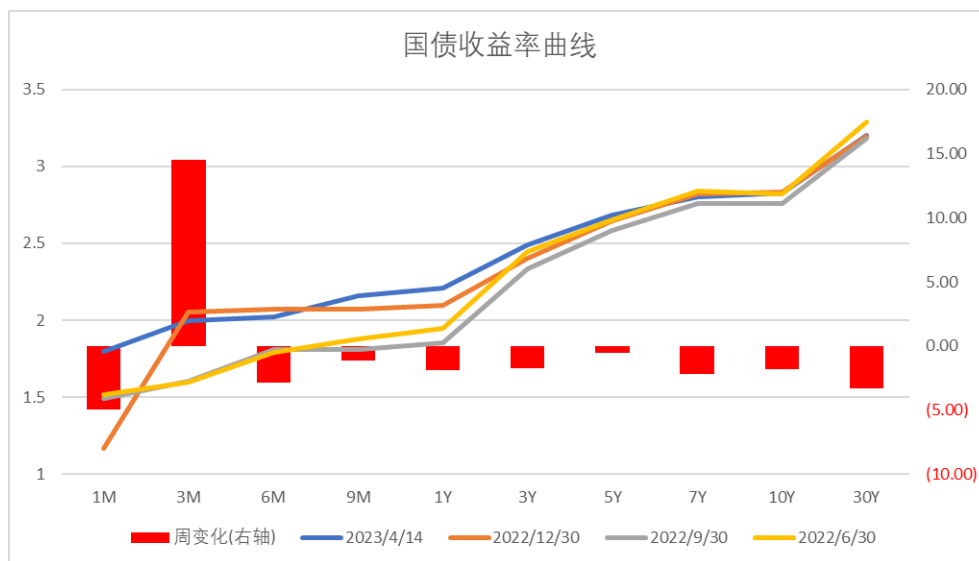
- 1、政策定调经济相对温和，以内生修复及结构化产业政策为主，预计此后经济数据延续弱复苏状态，科技风格仍是中长期主线。
- 2、短期内市场风格或趋向平衡，关注低位反转的大盘价值风格及美联储加息预期见顶下的医药估值修复机会。

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	100.7300	100.7150	360,903.0000	186,577.0000	0.8243	0.3429
	0.383676317	0.3687	17,077.0000	3529		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 14 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 4 月 14 日

4.3.1 上周，长端利率债收益率下行，主要影响因素为：CPI 弱于预期、社融数据超预期、进出口数据超预期、部分中小银行下调存款利率。

4.3.2 短期看，流动性延续宽松，银行理财配置力量有所回升，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。