

市场结构收敛，海外预期反复

一、重要信息点评

1、4月14日，央行公布2023年第一季度货币政策委员会例会纪要。相比此前表述，此次会议对货币政策的定调由逆周期调节转向跨周期调节，将经济的三重压力改为三重改善。信贷方面，保持信贷总量有效增长改为保持信贷合理增长，结构性货币政策工具定调由做好加法转为合理有度、有进有退，整体表述上看，政策面对稳增长紧迫性边际下降。

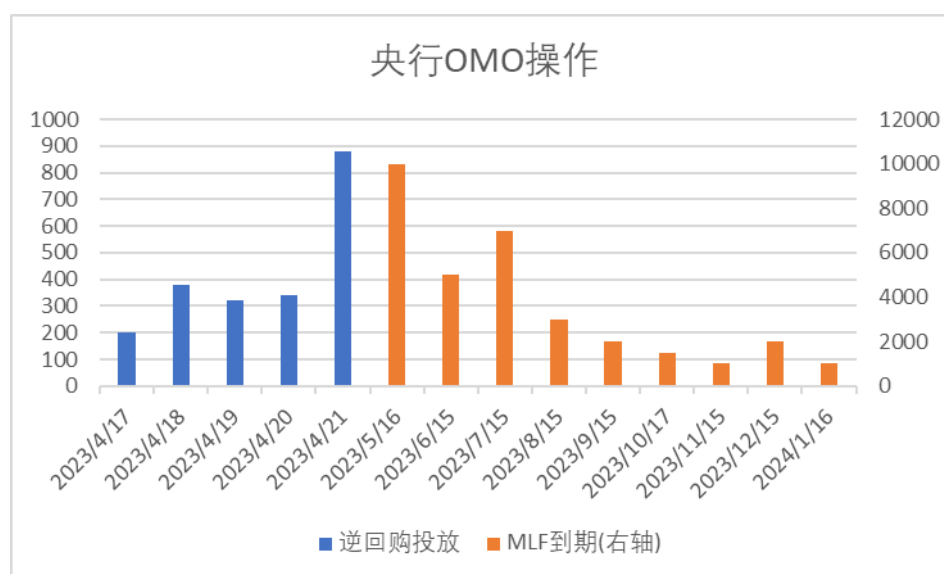
2、4月17日，央行小幅加量续作MLF，中标利率维持2.75%不变。MLF利率连续8个月保持不变，显示央行认为目前国内整体利率处于合理水平。4月20日，4月1年期与5年期以上LPR保持3.65%与4.3%不变，基本符合市场预期。

3、4月18日，一季度GDP与三月经济数据公布，显示经济处于复苏区间。一季度GDP同比4.5%，前值2.9%，超出市场预期的4%。其中第一产业同比3.7%，第二产业同比3.3%，第三产业同比5.4%，为主要支撑项，与一季度出行恢复对应；3月工业增加值同比3.9%，前值2.4%，市场预期4.2%。分行业看，汽车制造业、电气机械和器材制造业表现较强，医药制造业、农副食品加工业、纺织业、酒、饮料和精制茶制造业同比增速回落。投资端，1-3月固定资产投资累计同比5.1%，前值5.5%，预期5.3%，其中制造业投资累计同比7%，前值8.1%，汽车出口景气 and 产业升级相关的电气机械、专用设备、汽车、通信电子及成本优势的化学原料维持高增速，高技术制造业投资表现较强，而金属制品、纺织表现低迷。基建(含电力)投资累计同比8.8%，前值9%，增速回落主因基数走高。房地产投资累计同比-5.8%，前值-5.7%，分项看，销售、新开工、施工、竣工面积累计同比-1.8%、-19.2%、-5.2%、14.7%，较前值分别变化1.8、-9.8、-0.8、6.7个百分点，销售降幅小幅收窄，竣工端大幅回升，但新开工与施工显著走弱。保交楼推动竣工端上行，但行业内投资意愿较弱，拿地与新开工走弱，后续行业恢复持续性仍需观察，仍需政策支持。需求端，3月社会消费品零售总额同比10.6%，前值3.5%，预期7.2%。此次社零高增与基数效应有关，两年平均同比3.3%，较前值5.1%边际回落，此前春节脉冲过后，消费回归弱复苏。结构上，商品零售同比增速上行6.2个百分点至9.1%，餐饮收入增速上行17.1个百分点至26.3%。分商品看，仅汽车和通讯器材两年平均增速回升，食品烟酒维持韧性，其余商品增速均有回

落。其中汽车消费当月同比 11.5%，较前值回升 20.9 个百分点，回升幅度较大，而地产后周期消费为主要拖累。后续主要关注汽车消费与出行链修复情况。就业方面，3 月城镇调查失业率较上月下行 0.3 个百分点至 5.3%，就业数据边际改善。整体看，经济数据总量强劲，基建与制造业投资继续强支撑，但地产数据与工业生产边际转弱。考虑到基数效应与结构后，经济复苏斜率边际放缓，内生动力持续性尚待观察。

4、近期海外高频数据分歧，市场预期反复。4 月 18 日，美国 4 月纽约州制造业指数五个月来首次转为正值，圣路易斯联储主席布拉德称通胀正在下降，但没有预期中那么快，应继续加息至 5.5%至 5.75%以应对通胀，海外加息预期升温。4 月 21 日，美国费城联储制造业指数大幅低于预期，同时失业金初请人数 24.5 万人，显示就业市场继续降温，衰退预期又起下加息预期再度降温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

上周央行 OMO 投放 2120 亿，同时到期 540 亿，共计净投放 1580 亿。同时，1500 亿 MLF 到期背景下央行续作 1700 亿，净投放 200 亿。

生产	2023/3/24	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14	2023/4/21	
高炉开工率(247家):全国	82.73	83.87	84.30	84.74	84.59	↗
	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	↗
	2023/3/24	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14	2023/4/21	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	300.02	302.19	301.23	301.64	294.26	震荡上行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-10.27	-12.57	-11.04	-10.50	-9.88	震荡下行
	2023/3/23	2023/3/30	2023/4/6	2023/4/13	2023/4/20	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	68.59	65.43	68.85	68.72	67.62	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	73.27	73.08	73.47	73.28	72.99	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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, 同时钢材库存维持震荡下行可能说明需求端也有所回暖。

需求	2022/4/22	2023/4/1	2023/4/8	2023/4/15	2023/4/22	趋势
商品房成交面积:本月以来	30.92	33.38	35.28	39.54	39.67	低位上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	4.43	15.34	9.02	9.54	10.28	低位上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	18.76	10.76	18.81	21.13	20.84	低位上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	7.73	7.28	7.45	8.86	8.55	低位上行
	2023/3/19	2023/3/26	2023/3/31	2023/4/9	2023/4/16	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	-18.25	-13.38	18.11	40.24	117.86	↗
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-18.45	-13.47	7.86	15.39	58.86	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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	2022/4/21	2023/3/31	2023/4/7	2023/4/14	2023/4/21	
农产品批发价格200指数	131.41	129.70	128.67	127.12	124.90	震荡下行
价格:生猪:外三元	14.51	14.69	14.45	14.19	14.21	震荡下行
平均批发价:猪肉	18.40	20.08	19.86	19.39	19.28	震荡下行
粮油批发价格200指数	116.54	117.45	117.46	117.27	117.40	震荡
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.17	5.11	5.02	4.92	4.65	↘
平均批发价:7种重点监测水果	7.70	7.95	7.94	7.99	7.74	震荡
南华工业品指数	4,076.31	3,829.68	3,826.72	3,806.93	3,725.19	震荡
现货价:原油:英国布伦特Dtd	106.40	79.18	86.31	87.93	83.65	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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, 水果价格维持高位震荡, 同时生猪价格继续磨底, 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, 石油价格有所回落但仍位于 80 美元以上。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, 海外能源价格可能仍将随需求回落, 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	-5.28	4.01	-4.84
COMEX黄金	-1.08	-0.18	9.19
LME铝	0.71	0.69	1.03
LME铜	-2.69	-2.44	4.89
CBOT玉米	-3.34	-5.39	-9.43
CBOT大豆	-3.42	-1.71	-4.90
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	14.26	-87.69	-176.94
美元兑人民币	240.00	235.00	-51.00
美元兑日元	33.50	131.75	300.60

	2023/4/21	2023/4/16	2023/3/31	2023/1/1
ICE布油	81.75	86.63	79.93	85.99
COMEX黄金	1994.1	2017.7	1987	1830.1
	2023/4/21	2023/4/14	2023/3/31	2023/1/1
美元指数	101.7201	101.5775	102.597	103.4895
美元兑人民币	6.892	6.868	6.8685	6.8971
美元兑日元	134.1305	133.7955	132.813	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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落，其中伦铝涨幅最大，石油跌幅最大。ICE 布油收于 81.75 美元，跌 5.28%，COMEX 黄金收于 1994.1 美元，跌 1.08%。

上周美元指数上行 14.26BP，美国加息预期上行背景下美元走强。在此背景下人民币上周贬值 240 个基点，日元贬值 33.5 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%	10.90%	89.10%	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%	8.00%	68.60%	23.40%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.40%	18.50%	60.80%	19.30%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	9.30%	38.00%	41.70%	10.40%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	6.40%	28.30%	40.40%	20.90%	3.50%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	5.20%	24.10%	38.10%	24.70%	6.80%	0.70%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	4.40%	20.90%	35.70%	27.00%	9.90%	1.70%	0.10%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	4.00%	19.20%	34.20%	27.90%	11.60%	2.60%	0.30%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	5.50%	20.70%	33.60%	26.30%	10.70%	2.30%	0.30%	0.00%	0.00%
2024/6/19	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	3.30%	13.90%	27.90%	29.50%	17.60%	6.10%	1.20%	0.10%	0.00%	0.00%
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.30%	2.70%	11.90%	25.20%	29.20%	19.90%	8.30%	2.10%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/9/25	0.10%	1.30%	6.40%	17.20%	26.80%	25.50%	15.30%	5.80%	1.40%	0.20%	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 21 日。

美联储加息预期方面，虽然失业金数据显示就业市场出现了一定松动，但美联储官员的鹰派言论仍使得市场加息预期抬升。目前市场中性预期 23 年 5 及 6 月的 FOMC 会议将继续加息 25-50BP，并在 9 月开始降息。

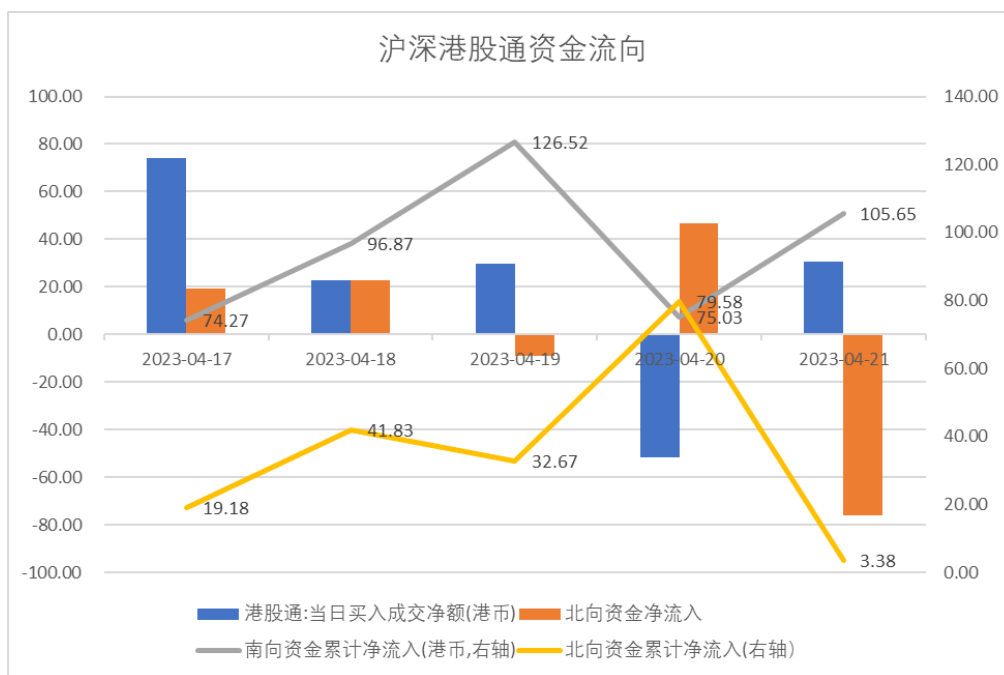
三、 市场表现回顾

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	7	7	1	4	0	3	0	0	1	16
	发行规模(亿元)	72.34	72.34	2.02	12.76	0.00	12.67	0.00	0.00	2.24	102.04
上上周	数量	10	10	0	11	1	6	0	0	0	27
	发行规模(亿元)	105.40	105.40	0.00	19.20	2.20	2.72	0.00	0.00	0.00	127.33
本月以来	数量	19	18	3	18	1	12	0	0	5	57
	发行规模(亿元)	179.85	179.75	6.30	40.89	2.20	25.69	0.00	0.00	13.37	266.09
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	6	0	1	0	1	0	0	0	3	0	11
上上周	12	1	3	4	0	1	2	0	9	0	32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 11 支, 其中普通混合型基金 6 支, 债券类基金 (3 支) 多于股票类基金 (2 支), FOF 基金申报 0 支。发行一边, 上周基金共计发行 102.04 亿, 发行规模低位下行, 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 4 月 21 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 3.38 亿, 较前一周有所减少; 同时南向资金净流入 105.62 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
中小板指	-3.89	-3.56	2.12
创业板指	-3.58	-2.43	-0.24
中证500	-2.81	-1.41	6.58
万得全A	-2.51	-1.27	5.12
偏股混合型基金指数	-2.24	-1.32	1.17
科创50	-1.71	3.26	16.35
沪深300	-1.45	-0.45	4.16
上证50	-0.93	-0.29	0.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均呈下行, 其中上证 50 跌 0.93%, 跌幅最小; 中小板指跌 3.89%, 跌幅最大。虽然 3 月经济数据表观较好但市场担忧边际转弱, 在此背景下 A 股有所回落。偏股基金指数跌 2.24%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
小盘指数	-2.97	-1.09	9.50
绩优股指数	-2.97	-3.19	-1.77
高市盈率指数	-2.97	-3.18	2.71
茅指数	-2.81	-2.65	1.74
高市净率指数	-2.79	-5.06	-4.31
大盘指数	-1.49	-0.87	2.25
低市净率指数	-0.17	3.37	7.93
低市盈率指数	0.35	3.36	6.97

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

上周 A 股各风格指数中, 小盘指数跌 2.97%, 表现最差; 低 PE 指数涨 0.35%, 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
电子	-6.41	食品饮料	-7.36	商贸零售	-11.51
社会服务	-5.75	汽车	-7.27	美容护理	-7.89
美容护理	-5.03	商贸零售	-6.75	房地产	-6.66
房地产	-4.72	美容护理	-6.36	综合	-5.09
计算机	-4.65	基础化工	-6.01	电力设备	-4.44
食品饮料	-0.38	银行	3.29	石油石化	15.08
通信	0.29	传媒	3.65	建筑装饰	19.49
银行	1.17	石油石化	4.02	计算机	31.84
煤炭	1.89	通信	5.68	通信	36.87
家用电器	3.35	建筑装饰	7.47	传媒	39.15

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 21 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 4 个上涨, 27 个下跌。其中, TMT 行业出现了较为明显的分化, 其中电子及计算机分别跌 6.41%及 4.65%, 跌幅居前; 而通讯则涨 0.29%, 表现较好。同时, 高股息低估值行业中银行及煤炭行业上周

分别涨 1.17%及 1.39%，涨幅居前。此外，3 月经济数据显示地产竣工情况较好，带动地产后周期的家电行业涨 3.35%，涨幅最高。另一方面，地产投资及成交端则维持弱势，导致房地产行业上周表现不佳，跌 4.72%。

	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	-1.78	-1.59	1.49
恒生科技指数	-4.66	-7.76	-3.85

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

港股方面，恒生指数跌 1.78%，恒生科技指数跌 4.66%。市场预期国内基本面走弱与加息预期走强背景下港股有所回落。

	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	-0.42	-1.22	15.34
标普小盘600	-0.31	-1.86	0.22
道琼斯工业指数	-0.23	1.61	2.90
标普500	-0.10	0.59	7.66
标普中盘400	0.38	-0.53	2.82

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

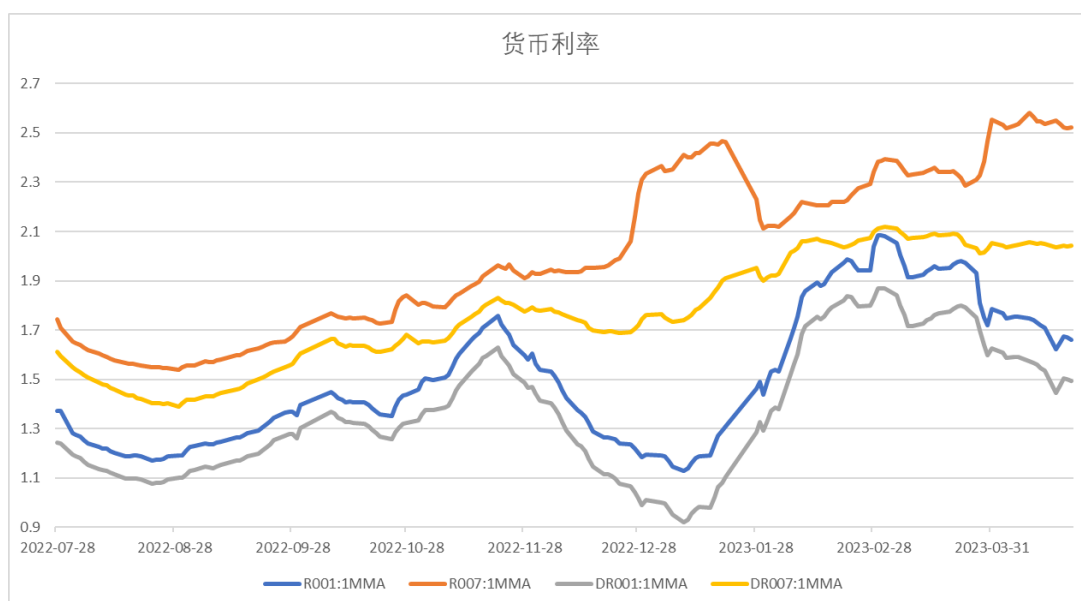
美股方面上周整体回落，其中标普中盘 400 涨 0.38，涨幅最大；纳斯达克指数跌 0.42%，跌幅最大。一方面，就业及零售数据出现松动带动加息预期回落；然而美联储官员的鹰派言论又使得加息预期有所抬升，在此背景下美股震荡回落。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	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	-2.05	-1.67	10.36
印度SENSEX30	-1.28	1.20	-1.95
胡志明指数	-1.15	-1.73	3.70
韩国综合指数	-1.05	2.73	13.77
日经225	0.25	1.86	9.47
德国DAX	0.47	1.62	14.06
英国富时100	0.54	3.70	6.21
法国CAC40	0.76	3.48	17.04

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

其他海外市场方面，法国市场涨 0.76%，表现最好；台湾市场跌 2.05%，表现最差。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



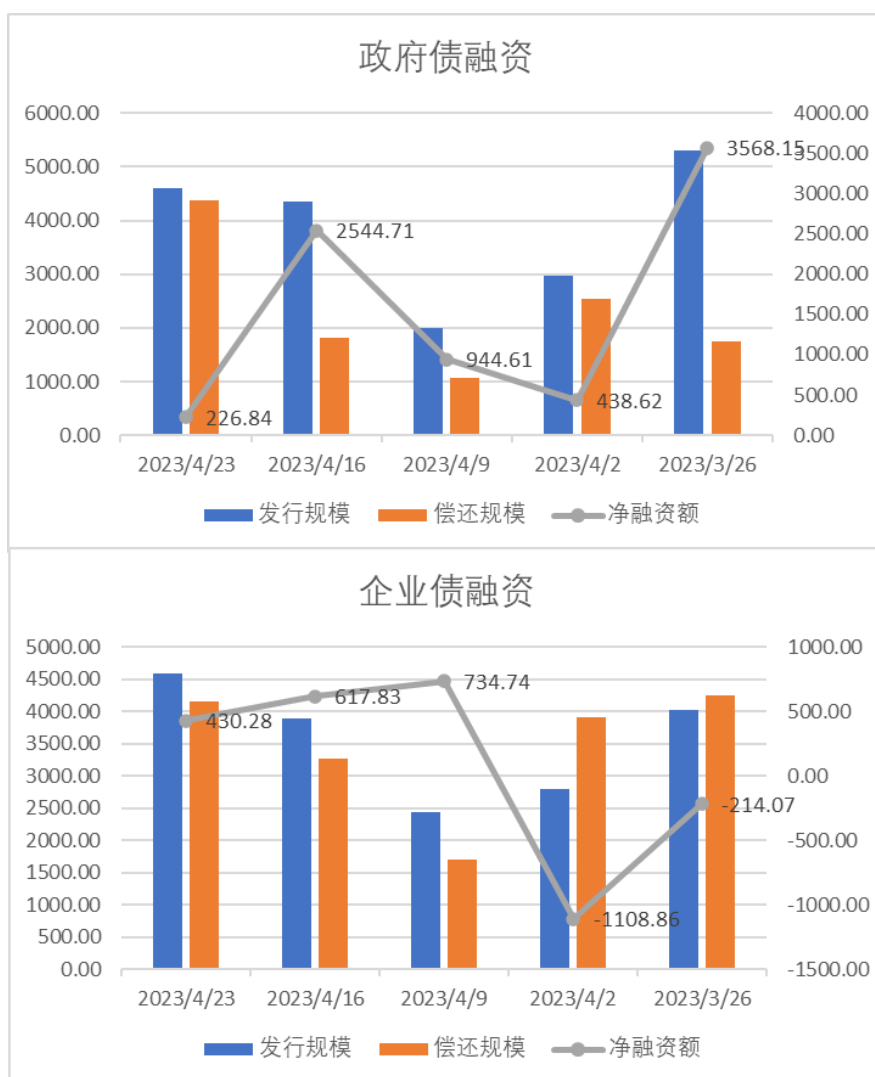
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

上周货币市场利率有所震荡回落, R007 一月均值降至 2.52。资金面较上周更为宽松。

	2023/3/31	2023/4/14	2023/4/21
6M	2.65	2.16	1.97
3M	2.8	2.26	2
	2022/3/31	2022/4/14	2022/4/21
6M	2.2809	1.8538	1.8313
3M	2.4357	1.8089	1.7689
	2021/3/31	2021/4/14	2021/4/21
6M	3.3192	2.9357	2.8191
3M	3.311	2.9048	2.765
	2020/3/31	2020/4/14	2020/4/21
6M	2.9014	2.3784	2.2804
3M	3.0414	2.3657	2.2355

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.97、2.0，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 21 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 226.84 亿, 较此前有所回落; 企业债净融资额 430.28 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	2.19	2.49	2.67	2.83	国债	30.26	17.7	15.68	国债	-	-	-
国开债	2.43	2.69	2.82	3.01	国开债	26.12	13.21	18.48	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.72	3.02	3.19	-	AAA信用债	29.2	17.44	-	AAA信用债	29.27	32.35	36.58
AA+信用债	2.82	3.15	3.45	-	AA+信用债	32.36	29.85	-	AA+信用债	39.36	45.6	62.24
AA信用债	2.90	3.59	3.89	-	AA信用债	68.36	29.85	-	AA信用债	47.36	89.6	106.24
AA-信用债	5.30	6.00	6.30	-	AA-信用债	69.36	29.85	-	AA-信用债	287.36	330.6	347.24

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	0	-1	0	国债	-4	-2	-1	-3	国债	9	9	2	-1
国开债	0	0	0	0	国开债	4	3	1	-1	国开债	20	15	-1	2
AAA信用债	-2	-3	-3	-	AAA信用债	-5	-7	-10	-	AAA信用债	-3	-18	-31	-
AA+信用债	-4	-3	-4	-	AA+信用债	-6	-6	-8	-	AA+信用债	-19	-43	-48	-
AA信用债	-3	-3	-6	-	AA信用债	-4	-5	-9	-	AA信用债	-40	-28	-33	-
AA-信用债	-3	-3	-7	-	AA-信用债	-4	-5	-9	-	AA-信用债	-39	-26	-31	-

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	0.31	0.29	0.28	0.24	国债	0.47	0.59	0.27	国债	-	-	-
国开债	0.39	0.27	0.22	0.17	国开债	0.04	0.07	0.40	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.30	0.23	0.10	-	AAA信用债	0.18	0.07	-	AAA信用债	0.12	0.22	0.15
AA+信用债	0.26	0.20	0.12	-	AA+信用债	0.19	0.23	-	AA+信用债	0.08	0.11	0.21
AA信用债	0.20	0.24	0.10	-	AA信用债	0.77	0.14	-	AA信用债	0.03	0.35	0.10
AA-信用债	0.23	0.36	0.15	-	AA-信用债	0.77	0.12	-	AA-信用债	0.27	0.73	0.58

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年4月21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, 信用债利率长端下行大于短端, 其中 5YAAA 债券下行 10BP, 下行幅度最大。利率债整体震荡下行, 1Y 国债下行 2BP, 幅度最大。虽然 3 月经济总量超预期, 但市场认为复苏的主要动力为疫后修复, 而这一因素已经开始转弱。后续随着海外逐步进入衰退, 我国经济可能仍将面临较大压力。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	2	-1	1	国债	3	0	-1	国债	0	-6	-3
国开债	0	0	0	国开债	-1	-2	-2	国开债	-5	-16	3
AAA信用债	-1	0	-	AAA信用债	-2	-3	-	AAA信用债	-15	-13	-
AA+信用债	1	-1	-	AA+信用债	0	-2	-	AA+信用债	-24	-5	-
AA信用债	0	-3	-	AA信用债	-1	-4	-	AA信用债	12	-5	-
AA-信用债	0	-4	-	AA-信用债	-1	-4	-	AA-信用债	13	-5	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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	-2	-2	-3	AAA信用债	-9	-10	-11	AAA信用债	-23	-33	-30
AA+信用债	-4	-2	-4	AA+信用债	-10	-9	-9	AA+信用债	-39	-58	-47
AA信用债	-3	-2	-6	AA信用债	-8	-8	-10	AA信用债	-60	-43	-32
AA-信用债	-3	-2	-7	AA-信用债	-8	-8	-10	AA-信用债	-59	-41	-30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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	2.29	2.53	2.65	--	--
国有银行	2.11	2.44	2.50	2.50	2.63
股份银行	2.13	2.40	2.58	2.50	2.65
城商行	2.33	2.51	2.60	2.69	2.78
农商行	2.39	2.59	2.61	2.65	2.73
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-4	0	3	--	--
国有银行	-4	2	7	0	0
股份银行	8	-7	4	0	1
城商行	-2	-3	-2	1	-2
农商行	-3	7	2	-6	-3
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	671.9	1862.9	1650.8	146.5	3533.3
国有银行	150	225	354	0	1579
股份银行	181	731	222	0	1293
城商行	306	690	873	121	560
农商行	35	218	201	26	101

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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 国有银行保持不变，1Y 股份银行上行 1BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.68	2.97	3.08	AAA+	24.58	28.00	25.46	AAA+	0.098	0.338	0.116
AAA	2.72	3.01	3.22	AAA	28.61	31.99	39.87	AAA	0.105	0.151	0.194
AAA-	2.77	3.09	3.31	AAA-	34.38	39.85	48.20	AAA-	0.09	0.167	0.157
AA+	2.82	3.15	3.44	AA+	39.38	45.85	61.20	AA+	0.069	0.098	0.128
AA	2.89	3.59	3.90	AA	46.38	89.85	107.20	AA	0.041	0.326	0.105
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.75	3.04	3.27	AAA	31.89	34.30	44.34	AAA	0.101	0.155	0.188
AA+	2.84	3.16	3.46	AA+	40.48	47.23	63.32	AA+	0.096	0.159	0.242
AA	2.96	3.36	3.88	AA	52.48	66.73	105.82	AA	0.134	0.214	0.51
AA(2)	3.08	3.90	4.48	AA(2)	64.48	120.73	165.82	AA(2)	0.121	0.54	0.615

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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 50 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	2.80	2.99	3.18	3.34	3.47	利率变化(BP)	-4.05	-0.29	-1.72	-5.19	-2.61	利率分位数	0.29	0.29	0.30	0.21	0.23
当前利差	16.21	21.92	34.19	40.19	52.92	利差变化(BP)	-3.32	0.96	-1.36	-6.15	-0.10	利差分位数	0.48	0.49	0.59	0.58	0.75

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 21 日。

上周二级资本债收益率整体下行。其中 4Y 下行 5.19BP，下行幅度最大。历史来看，利差分位数均位于 0.5 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-	2.90	3.28	3.59	3.67	AAA-	26.45	44.20	64.87	49.13	AAA-	-0.80	-4.20	-3.99	-4.40
AA+	2.95	3.34	3.69	3.77	AA+	24.74	39.95	64.94	48.80	AA+	-1.81	-6.20	-3.99	-4.40
AA	3.41	3.88	4.64	4.72	AA	62.74	80.95	146.94	130.80	AA	-8.81	-6.20	-4.99	-5.40
AA-	4.62	5.19	6.04	6.12	AA-	156.74	183.95	258.94	242.80	AA-	-1.81	-2.20	6.01	5.60

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

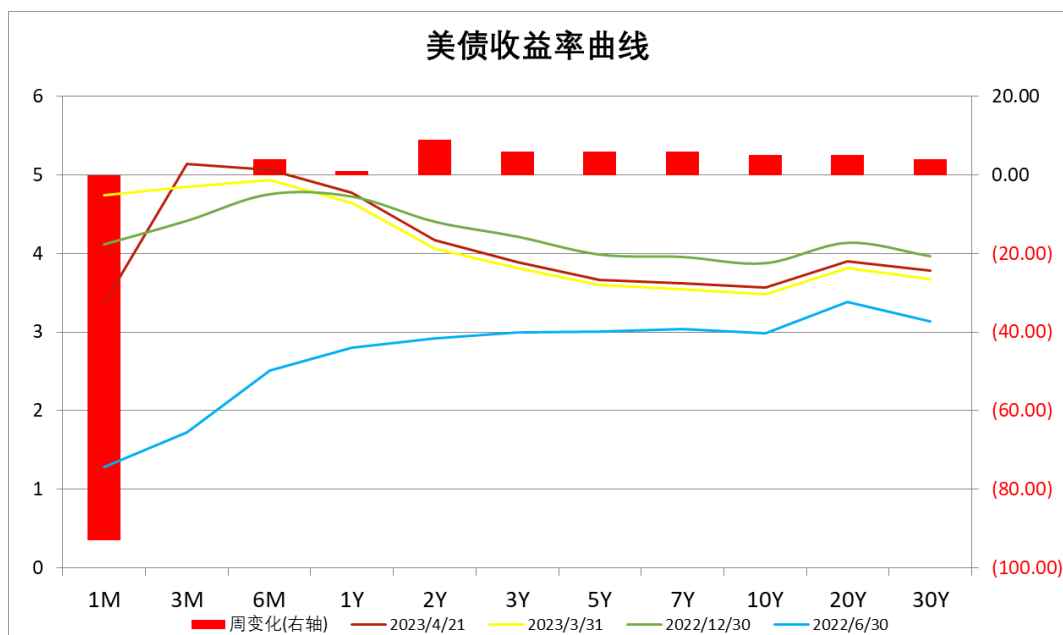
永续债方面利率走势呈下行，其中 1YAA 下行幅度最大，达 8.81BP。

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	2.67	2.87	3.06	3.39	AAA级RMBS	23.75	17.53	23.57	37.71	AAA级RMBS	0.152	0.072	0.006	0
AAA级消金	2.81	3.11	3.32	3.59	AAA级消金	37.48	42.03	49.96	57.94	AAA级消金	0.115	0.172	0.077	0.004
AAA级企业ABS	2.97	3.36	3.57	3.87	AAA级企业ABS	54.14	66.77	74.14	86.12	AAA级企业ABS	0.035	0.168	0.086	0.006
AAA级ABN	2.90	3.20	3.42	3.72	AAA级ABN	46.71	50.46	59.75	70.81	AAA级ABN	0.134	0.15	0.057	0.002

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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 0.2 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 21 日.

美债方面，上周利率有所回升。其中，2Y 上行 9BP，上行幅度最大。加息预期反复使得美债利率震荡上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所加深，目前利差为 60BP，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

3 月经济数据显示经济属于弱修复区间。3 月工业增加值同比 3.9%，前值 2.4%，市场预期 4.2%。分行业看，汽车制造业、电气机械和器材制造业表现较强，医药制造业、农副食品加工业、纺织业、酒、饮料和精制茶制造业同比增速回落。投资端，基建与制造业投资高位震荡，地产投资边际走弱。1-3 月固定资产投资累计同比 5.1%，前值 5.5%，预期 5.3%，其中制造业投资累计同比 7%，前值 8.1%，汽车出口景气和产业升级相关的电气机械、专用设备、汽车、通信电子及成本优势的化学原料维持高增速，高技术制造业投资表现较强，而金属制品、纺织表现低迷。基建(含电力)投资累计同比 8.8%，前值 9%，增速回落主因基数走高。房地产投资累计同比-5.8%，前值-5.7%，分项看，销售、新开工、施工、竣工面积累计同比-1.8%、-19.2%、-5.2%、14.7%，较前值分别变化 1.8、-9.8、-0.8、6.7 个百分点，销售降幅小幅收窄，竣工端大幅回升，但新开工与施工显著走弱。

保交楼推动竣工端上行，但行业内投资意愿较弱，拿地与新开工走弱，后续行业恢复持续性仍需观察，仍需政策支持。需求端，3月社会消费品零售总额同比10.6%，前值3.5%，预期7.2%。此次社零高增与基数效应有关，两年平均同比3.3%，较前值5.1%边际回落，此前春节脉冲过后，消费回归弱复苏。结构上，商品零售同比增速上行6.2个百分点至9.1%，餐饮收入增速上行17.1个百分点至26.3%。分商品看，仅汽车和通讯器材两年平均增速回升，食品烟酒维持韧性，其余商品增速均有回落。其中汽车消费当月同比11.5%，较前值回升20.9个百分点，回升幅度较大，而地产后周期消费为主要拖累。后续主要关注汽车消费与出行链修复情况。就业方面，3月城镇调查失业率较上月下行0.3个百分点至5.3%，就业数据边际改善。

整体看，经济修复方向依旧确定，基建与制造业投资继续强支撑，但地产数据与工业生产边际转弱，经济内生修复动能边际放缓，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	3.9	4.23	↘	18.77482
GDP:不变价:当季同比	4.5	4.04	↗	----
固定资产投资:累计同比	5.1	5.32	↘	5.5
固定资产投资:制造业:累计同比	7	----	----	8.1
房地产开发投资:累计同比	-5.8	----	----	-5.7
固定资产投资:基建:累计同比	10.82	----	----	12.18
社会消费品零售总额:当月同比	10.6	7.2	↗	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 21 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	45.00	44.00	42.00	35.00	31.00	33.00	38.00	46.00	49.00	55.00	67.00	↗
耐用品订单	----	----	-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 21 日.

4.2 股票市场观点

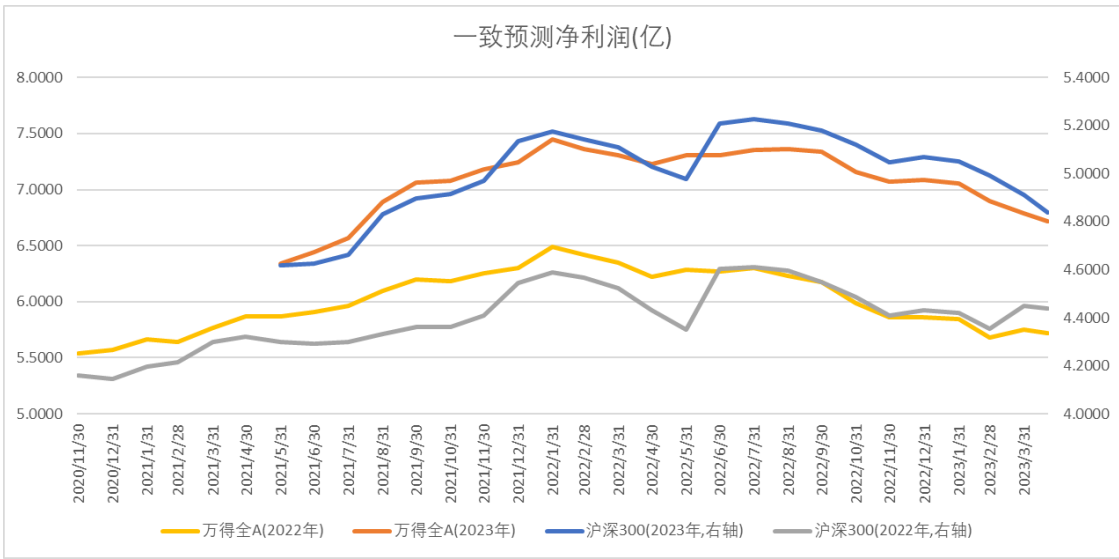
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE18.14 倍，处于 60%分位水平，股权溢价率 2.5%，处于 64%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	9.97	9.31	1.28	7.02	0.50	0.59	0.60	0.70
沪深300	12.33	10.59	1.41	5.10	0.52	0.42	0.31	0.70
中小板指	22.79	16.34	3.21	1.38	0.10	0.16	0.15	0.97
创业板指	33.20	24.33	4.62	0.00	0.08	0.22	0.25	0.99
中证500	23.98	17.06	1.76	1.16	0.54	0.46	0.25	0.60
万得全A	18.14	14.18	1.68	2.50	0.60	0.42	0.38	0.64

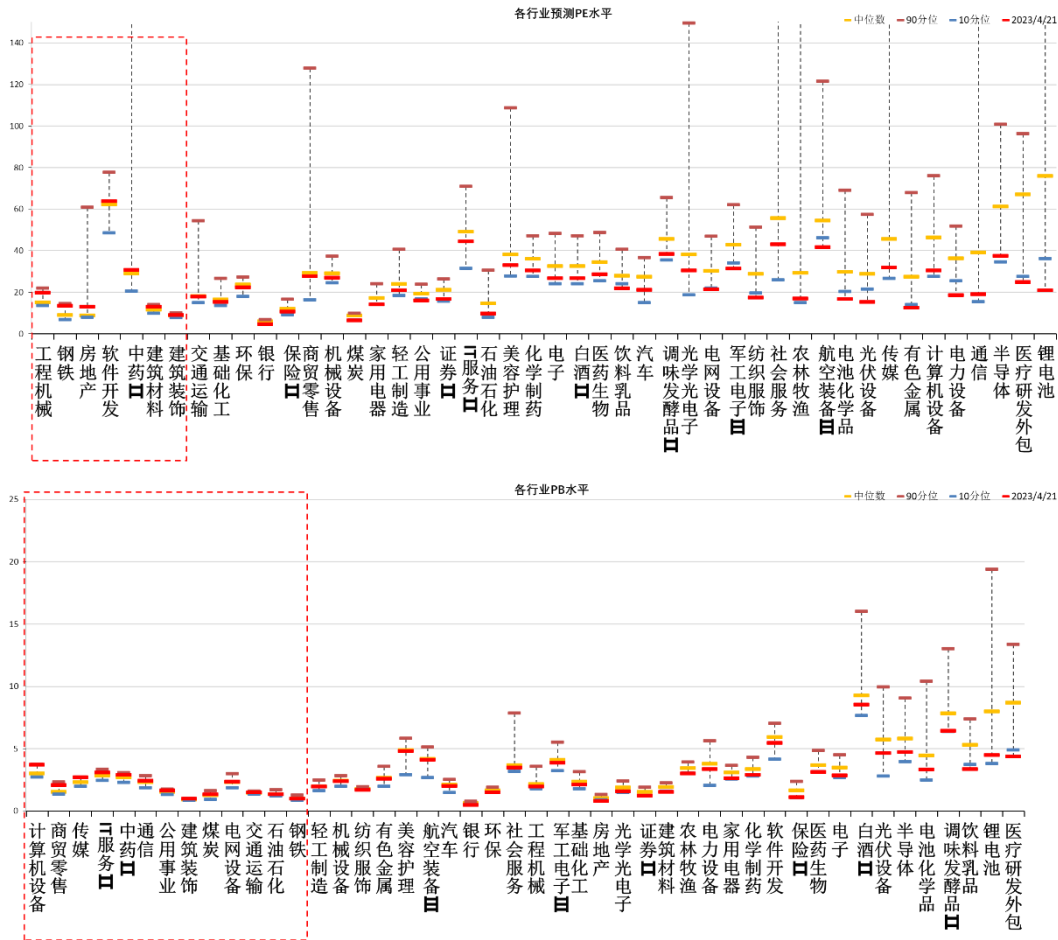
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	10.06	1.00	6.37	0.40	0.25	0.24
标普500	23.74	3.96	0.64	0.59	0.67	0.02
纳斯达克指	33.10	4.22	-0.55	0.44	0.16	0.06
德国DAX	13.59	1.55	----	0.23	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.54	----
英国富时100	13.55	1.65	----	0.08	0.33	----
韩国综合指	12.31	0.96	----	0.45	0.61	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.50	----
日经225	17.57	1.68	----	0.53	0.39	----
胡志明指数	10.57	1.61	----	0.08	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.27	0.73	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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、工程机械估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股收跌，家电、煤炭和银行表现强势，电子和社会服务调整，市场分化结构收敛，股价表现向业绩靠拢。港股市场下跌，能源业、金融业表现占优。美股市场收跌，消费、金融表现相对较强。

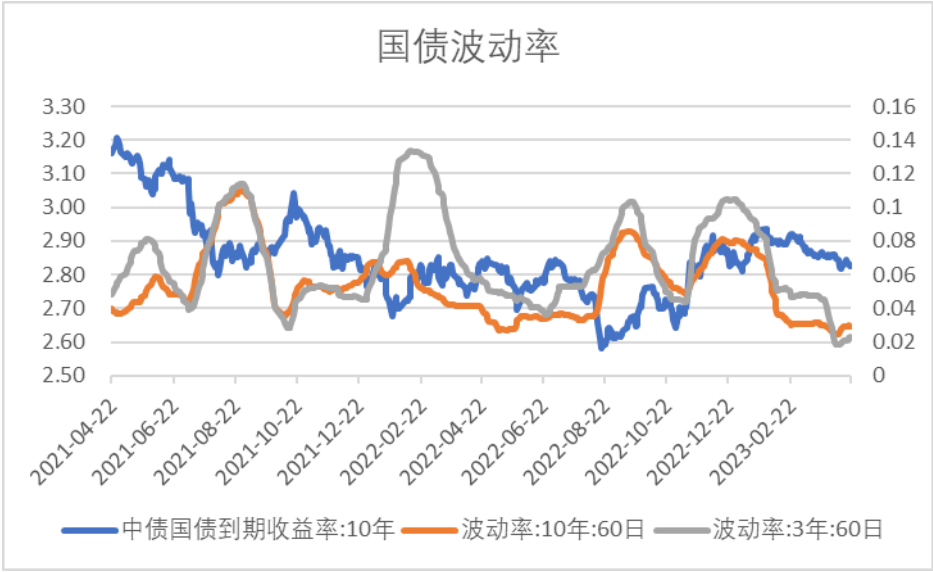
4.2.3 近期数据显示在疫后填坑式修复后，经济修复动能边际放缓，市场对经济后续恢复强度分歧加大，风格表现上也有所收敛。后续随着海外经济回落，预计外需将逐步走弱，内需逐步成为经济增长主要驱动力，制造业投资高位震荡后逐步下行，财政前置下基建为上半年主要支撑，而下半年随着经济修复或将逐步减弱，消费或将成为本轮经济修复主要抓手，经济整体向上方向确定，但企业与居民信心不足下经济向上弹性或将偏弱。随着政策对经济定调的落地，市场对经济的分歧在于疫后需求回补之后的修复强度及持续性，后续风格与板块表现将更多

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：

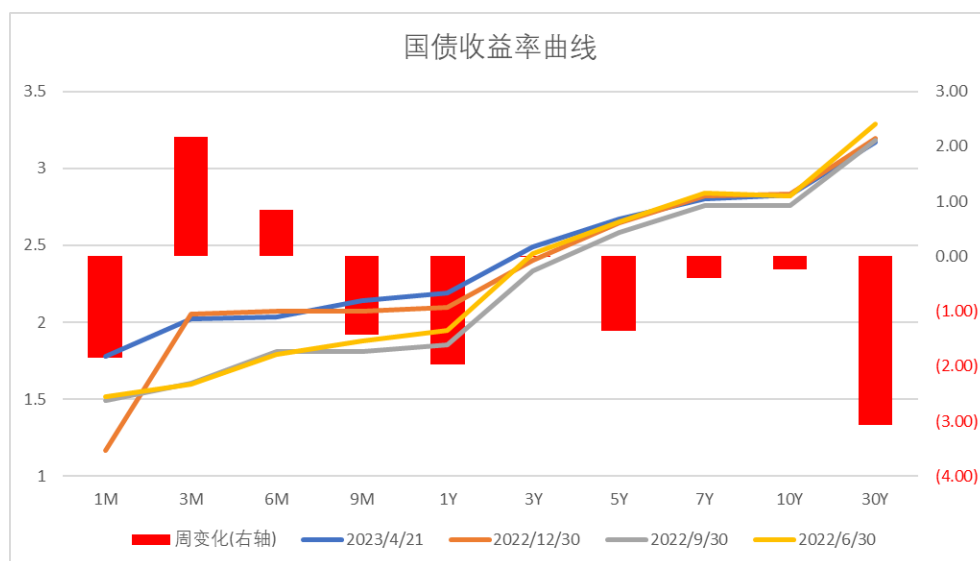
- 1、政策定调经济相对温和，以内生修复及结构化产业政策为主，预计此后经济数据延续弱复苏状态，科技风格仍是中长期主线。
- 2、短期内市场交易结构或趋向平衡，业绩影响力上升，关注低位反转的大盘价值风格及美联储加息预期见顶下的医药结构性估值修复机会。

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	100.9000	100.8900	403,706.0000	188,652.0000	0.5411	0.3179
	0.133975091	0.1241	42,803.0000	2075		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 4 月 21 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 21 日

4.3.1 上周，长端利率债收益率窄幅震荡，主要影响因素为：税期流动性边际收紧、MLF 等价少量超额续作、GDP 高于预期，3 月经济数据显示经济弱修复。

4.3.2 短期看，流动性延续宽松，银行理财存量产品规模回升，配置力量较强，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。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。