

经济动能收敛，海外预期反复

一、重要信息点评

1、4月27日，1-3月规上工业企业盈利同比-21.4%，前值-22.9%，主因利润率偏低及基数影响。从分项看，上游采掘与下游消费制造行业盈利占比回落，中游设备制造盈利占比回升，需求整体偏弱。

2、4月28日，中共中央政治局常务委员会召开会议。经济方面，会议定调经济好于预期，但同时也强调“当前好转主要是恢复性的、内生动力还不强、需求仍然不足、困难挑战仍多，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”。财政与货币政策方面延续此前稳健基调，强调财政政策和货币政策要形成扩大需求的合力，发挥政策效力和激发经营主体活力。地产方面，重提房住不炒，增加了一二线平急两用公用设施建设提法。产业政策方面，提出要重视通用人工智能发展，同时提到了充电桩、储能设施建设与配套电网改造。整体看，政策上强刺激预期有所降低，但同时也没有立即退坡的风险，弱复苏仍是此后主基调。

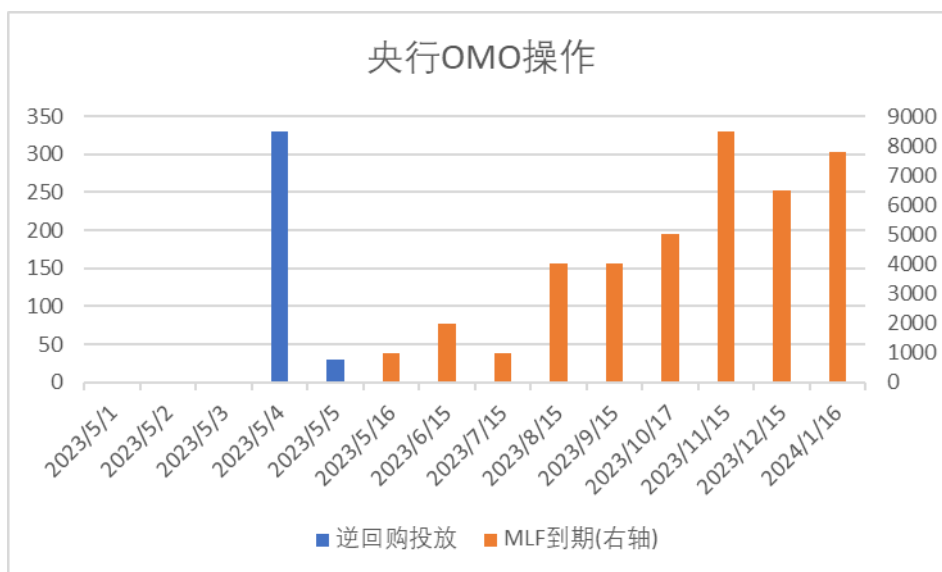
3、4月30日，4月官方制造业PMI 49.2%，前值51.9%，制造业补偿性修复动能收敛。从分项指数看，生产项与需求项均大幅走弱，生产指数回落4.4个百分点，修复斜率放缓。原材料库存指数回落0.4个百分点，产成品库存指数回落0.1个百分点，制造业主动去库存。需求端，4月新订单指数回落4.8个百分点，新出口订单指数回落2.8个百分点至47.6%，需求环比收缩；非制造业方面，4月非制造业商务活动指数回落1.8个百分点至56.4%，其中服务业PMI回落1.8个百分点至55.1%，建筑业回落1.7个百分点至63.9%，服务业景气分化，消费性服务业表现强于生产性服务业，基建支撑建筑业高景气，前期地产竣工冲量后热度下降。预计后续财务支出积极叠加前期开工项目续建支撑基建实物工作量，而地产商投资意愿偏弱，仍处于低位震荡状态。整体看，随着疫后加紧生产阶段逐渐过去，经济修复动能放缓，制造业PMI回落至收缩区间，供需均大幅回落。非制造业PMI小幅回落，仍处于高景气区间，主因商旅活动与新基建拉动，但生产性服务业景气回落。预计后续政策延续此前基调，后续经济仍以弱复苏为主，经济自发性修复动能仍需观察。

4、4月28日，美国3月PCE物价指数同比+4.2%，前值+5.0%，预期+4.1%。核心PCE物价指数同比+4.6%，前值+4.6%，预期+4.5%，环比+0.3%，前值+0.3%，预期+0.3%。核心PCE高于预期，显示美国通胀韧性较强。

5、5月4日，美联储FOMC声明加息25个基点，上调联邦基金利率目标区间至5.00%-5.25%，符合市场预期。此次议息会议对经济、就业、通胀的表述基本延续此前提法，经济活动温和扩张，就业增长强劲，通货膨胀率仍然很高。银行风险方面，鲍威尔表示美国银行系统健康且具有弹性，摩根大通收购第一共和银行是一个好结果，但不希望大型银行进行大规模收购，需要加强针对大型银行的监管和监督。加息预期方面，鲍威尔称FOMC的确讨论过暂停加息的可能性，但没有决定在5月份就这样做，FOMC声明中删除了“一些额外政策收紧可能是适当的”，改为“确定何种程度的额外紧缩是合适的”，市场解读为暗示加息结束。会议前后，联邦基金期货隐含的加息预期没有发生明显变化，市场预期下半年美国或降息2-3次。但会后彭博报道称西太平洋合众银行考虑出售自身，引发市场恐慌，避险资产走强。

6、5月7日，美国公布新增4月非农就业25.3万人，高于预期的18.5万人，前值16.5万人。劳动参与率62.6%，持平前值及预期值。失业率3.4%，低于预期的3.6%，前值3.5%。非农时薪同比增速4.5%，环比增速0.5%，高于预期的0.3%及前值。分项看，服务业依旧为最大支撑项，其中休闲酒店业新增就业人数大幅下滑，医疗、金融、专业和商业服务新增就业人数有所增加。强劲的非农数据下，市场软着陆预期有所升温，降息预期有所降温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

上周央行 OMO 投放 360 亿, 同时到期 7270 亿, 共计净投放 6910 亿。月初央行进行常规净回笼。

生产	2023/4/7	2023/4/14	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	
高炉开工率(247家):全国	84.30	84.74	84.59	82.56	81.69	高位下行
	2023/3/10	2023/3/20	2023/3/31	2023/4/10	2023/4/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	215.17	225.31	226.07	232.20	228.98	高位下行
	2023/4/7	2023/4/14	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	301.23	301.64	294.26	283.49	272.98	高位下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-11.04	-10.50	-9.88	-14.07	-11.53	震荡下行
	2023/4/6	2023/4/13	2023/4/20	2023/4/27	2023/5/4	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	68.85	68.72	67.62	63.90	44.21	高位下行
开工率:汽车轮胎:半钢胎	73.47	73.28	72.99	70.66	60.38	高位下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

生产数据方面, 受五一假期影响不同数据均出现了一定幅度的高位下行, 同时钢材库存维持震荡下行可能说明需求端维持一定韧性。

需求	2022/5/6	2023/4/15	2023/4/22	2023/4/29	2023/5/6	趋势
商品房成交面积:本月以来	18.38	39.54	40.10	43.01	25.22	低位上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	2.89	9.54	10.28	11.04	5.29	低位上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	10.58	21.13	21.22	22.68	15.20	低位上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	4.91	8.86	8.60	9.28	4.74	低位上行
	2023/3/31	2023/4/9	2023/4/16	2023/4/22	2023/4/30	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	18.11	52.18	137.76	133.24	75.49	高位
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	7.86	24.96	70.25	69.27	40.99	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

需求数据方面, 商品房成交面积假期后低位上行。另一方面, 车辆销售数据受低基数影响维持高位。五一假期数据显示出行人数大幅回暖但人均消费金额恢复不及预期, 预计消费弱复苏仍将延续。

价格	2022/5/5	2023/4/14	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	
农产品批发价格200指数	126.83	127.12	124.86	124.78	124.80	震荡下行
价格:生猪:外三元	15.26	14.19	14.21	14.61	14.57	震荡
平均批发价:猪肉	20.14	19.39	19.28	19.67	19.50	震荡
粮油批发价格200指数	116.92	117.27	117.36	118.21	118.30	震荡上行
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.65	4.92	4.65	4.81	4.90	拐头向上
平均批发价:7种重点监测水果	7.63	7.99	7.74	7.76	7.87	高位震荡
南华工业品指数	4,005.49	3,806.93	3,725.19	3,604.92	3,530.04	震荡下行
现货价:原油:英国布伦特Dtd	112.42	87.93	83.65	82.03	75.90	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

价格数据方面, 农产品价格延续季节性下行。其中, 蔬菜价格季节性开始见底回升, 水果价格维持高位震荡, 同时生猪价格继续横盘, 假期需求上行也带动粮油价格上行。CPI 食品项在五一小长假过后表现较为强势。PPI 影响因素方面, 石油价格回落至 75.9 美元。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	-7.70	-6.17	-12.27
COMEX黄金	1.73	1.29	10.88
LME铝	-3.15	-1.49	-2.40
LME铜	-2.44	-0.18	2.48
CBOT玉米	-2.93	2.09	-11.97
CBOT大豆	-0.85	1.23	-5.73
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-42.97	-37.41	-219.91
美元兑人民币	184.00	-16.00	133.00
美元兑日元	65.00	-154.90	365.60

	2023/5/5	2023/4/23	2023/4/30	2023/1/1
ICE布油	75.37	81.75	80.26	85.99
COMEX黄金	2024.9	1994.1	1999.4	1830.1
	2023/5/5	2023/4/21	2023/4/30	2023/1/1
美元指数	101.2904	101.7201	101.6645	103.4895
美元兑人民币	6.9104	6.892	6.912	6.8971
美元兑日元	134.7805	134.1305	136.3295	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面, 过去两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 75.37 美元, 跌 7.70%, COMEX 黄金收于 2024.9 美元, 涨 1.73%。

过去两周美元指数下行 42.97BP，美国加息见顶、银行业风险发酵及债务上限风波延续等多重因素作用下美元走弱。在此背景下人民币上周贬值 184 个基点，日元贬值 65 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
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	91.50%	8.50%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	36.30%	58.60%	5.10%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	24.70%	51.40%	22.20%	1.60%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	24.10%	50.80%	22.90%	2.10%	0.00%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	22.90%	49.50%	24.30%	3.10%	0.10%	0.00%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	22.80%	49.30%	24.50%	3.30%	0.20%	0.00%	0.00%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.90%	23.80%	48.30%	23.60%	3.20%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	6.00%	29.30%	42.80%	19.10%	2.50%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/6/19	0.00%	0.00%	0.10%	3.60%	19.80%	37.30%	28.70%	9.30%	1.10%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/7/31	0.00%	0.10%	2.80%	16.00%	33.20%	30.80%	13.80%	3.00%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/9/25	0.10%	1.70%	10.50%	26.00%	31.80%	20.90%	7.60%	1.40%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/11/6	0.60%	4.80%	16.00%	28.10%	27.90%	16.10%	5.40%	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 5 月 5 日.

美联储加息预期方面，5 月加息 25BP 符合市场预期，同时美国部分区域性银行仍处在风险之中使得市场预期本轮加息到此为止。目前市场中性预期 23 年 6 月的 FOMC 会议将停止加息，并在 7 月或 9 月开始降息。

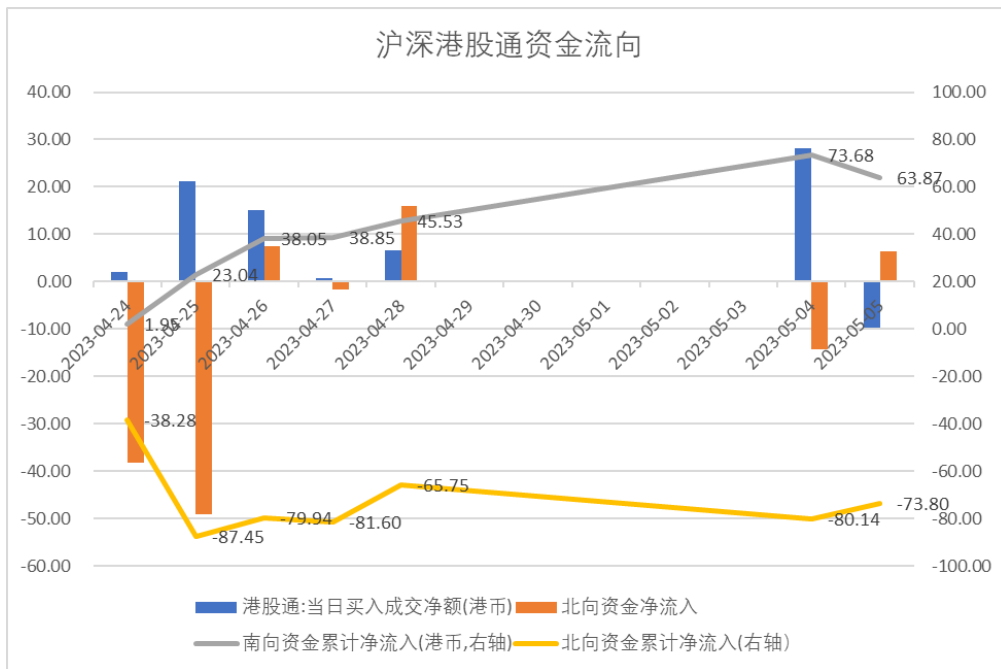
三、 市场表现回顾

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	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	0	0	0	3	1	11	0	0	3	17
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	6.39	0.74	86.01	0.00	0.00	3.04	95.44
上上周	数量	13	12	2	10	2	8	0	0	2	35
	发行规模(亿元)	300.47	284.49	7.64	45.20	11.10	122.83	0.00	0.00	0.74	476.89
本月以来	数量	0	0	0	3	1	11	0	0	3	17
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	6.39	0.74	86.01	0.00	0.00	3.04	95.44
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	21	1	2	2	0	5	1	1	16	3	52
上上周	9	0	2	0	1	0	1	0	5	1	19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

基金申报与发行方面，过去两周共计申报基金 52 支，其中普通混合型基金 21 支，债券类基金（23 支）多于股票类基金（5 支），FOF 基金申报 3 支。发行一边，过去两周基金共计发行 572.33 亿，发行规模大幅回升，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模明显回暖。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

资金流动方面, 过去两周北向资金净流入-80.14 亿, 较前一周有所减少; 同时南向资金净流入 63.87 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	-6.07	-3.56	9.29
创业板指	-3.14	-2.46	-3.37
中小板指	-2.21	-1.45	-0.14
偏股混合型基金指数	-1.94	-1.34	-0.79
中证500	-0.80	-0.65	5.73
万得全A	-0.64	-0.47	4.44
沪深300	-0.39	-0.30	3.75
上证50	1.17	0.28	1.89

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

A 股表现来看, 过去两周主要板块大体呈下行, 其中上证 50 涨 1.17%, 涨幅最大; 科创 50 跌 6.07%, 跌幅最大。市场担忧我国经济恢复动能减弱, 在此背景下 A 股有所回落。偏股基金指数跌 1.94%

	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	-3.69	-2.02	-5.40
茅指数	-2.87	-1.94	-1.18
高市净率指数	-1.69	-1.76	-5.93
小盘指数	-1.11	-0.65	8.29
高市盈率指数	-0.85	-1.76	1.88
大盘指数	-0.04	-0.18	2.21
低市盈率指数	2.28	1.36	9.41
低市净率指数	4.71	2.84	13.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

过去两周 A 股各风格指数中, 绩优股指数跌 3.69%, 表现最差; 低 PB 指数涨 4.71%, 表现最好。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	-8.12	家用电器	-3.91	商贸零售	-11.41
通信	-5.67	通信	-3.65	美容护理	-7.83
家用电器	-4.87	电子	-2.74	基础化工	-6.54
有色金属	-4.81	电力设备	-2.15	电力设备	-6.51
计算机	-4.61	有色金属	-1.83	综合	-6.45
建筑装饰	4.51	纺织服饰	2.66	石油石化	15.16
银行	4.65	房地产	2.35	建筑装饰	24.88
纺织服饰	5.84	非银金融	3.29	计算机	25.75
非银金融	7.44	传媒	3.51	通信	29.11
传媒	12.90	银行	3.75	传媒	57.10

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

行业方面, 过去两周 31 个申万一级行业中 15 个上涨, 16 个下跌。其中, TMT 行业分化延续, 其中电子、通讯及计算机分别跌 8.12%、5.67%及 4.61%, 跌幅最大; 而传媒则涨 12.90%, 涨幅最大。同时, “中特估” 行情有所延续, 低估值高股息行业中非银、银行及建筑装饰行业分别涨 7.44%、4.65 及 4.51%, 涨幅居前。此外, 不动产统一登记消息发布后市场担忧政府未来征收房地产税, 在此背景下家用电器及有色金属行业表现不佳, 跌 4.87%及 4.81%。

	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	-0.13	0.78	1.35
恒生科技指数	-1.87	-0.15	-5.65

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

港股方面, 恒生指数跌 0.13%, 恒生科技指数跌 1.87%。PMI 及工业企业利润数据表现不佳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
标普小盘600	-1.82	-0.80	-1.60
标普中盘400	-1.51	-1.18	1.26
道琼斯工业指数	-0.40	-1.24	1.59
标普500	0.07	-0.80	7.73
纳斯达克指数	1.35	0.07	16.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

美股方面过去两周表现分化, 其中纳斯达克指数涨 1.35, 涨幅最大; 标普小盘 600 指数跌 1.82%, 跌幅最大。一方面, 加息预期回落对股市形成利好; 另一方面市场担忧债务上限无法解决及区域性银行风险进一步扩散, 在此背景下美股

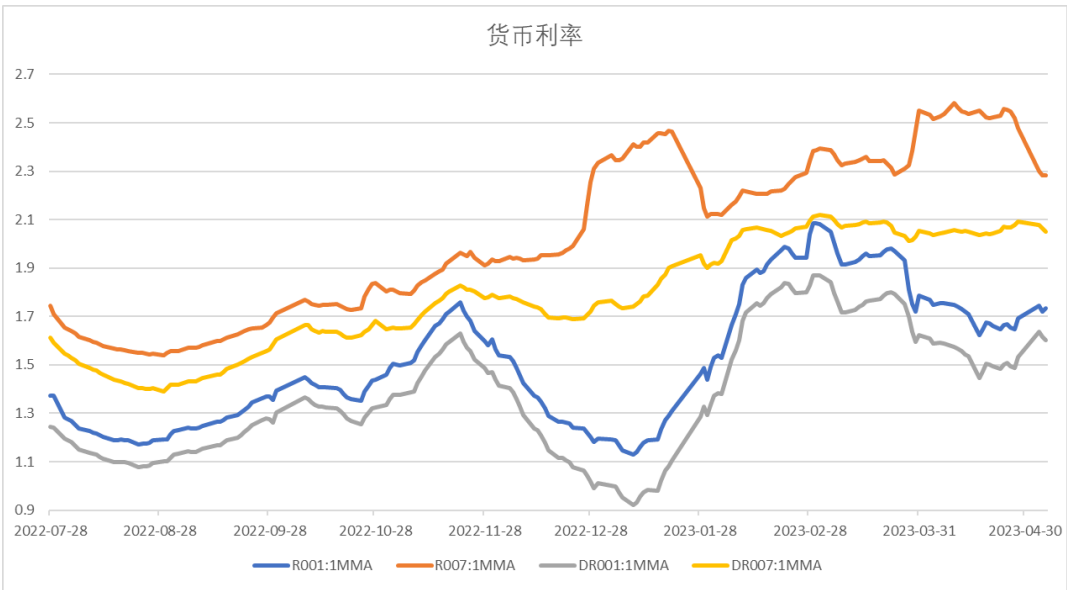
震荡回落。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
法国CAC40	-1.90	-0.78	14.82
英国富时100	-1.72	-1.17	4.38
韩国综合指数	-1.71	-0.02	11.83
胡志明指数	-0.43	-0.49	3.26
台湾加权指数	0.15	0.30	10.53
德国DAX	0.50	0.24	14.63
日经225	2.08	1.04	11.74
印度SENSEX30	2.35	0.38	0.35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

其他海外市场方面，印度市场涨 2.35%，表现最好；法国市场跌 1.90%，表现最差。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



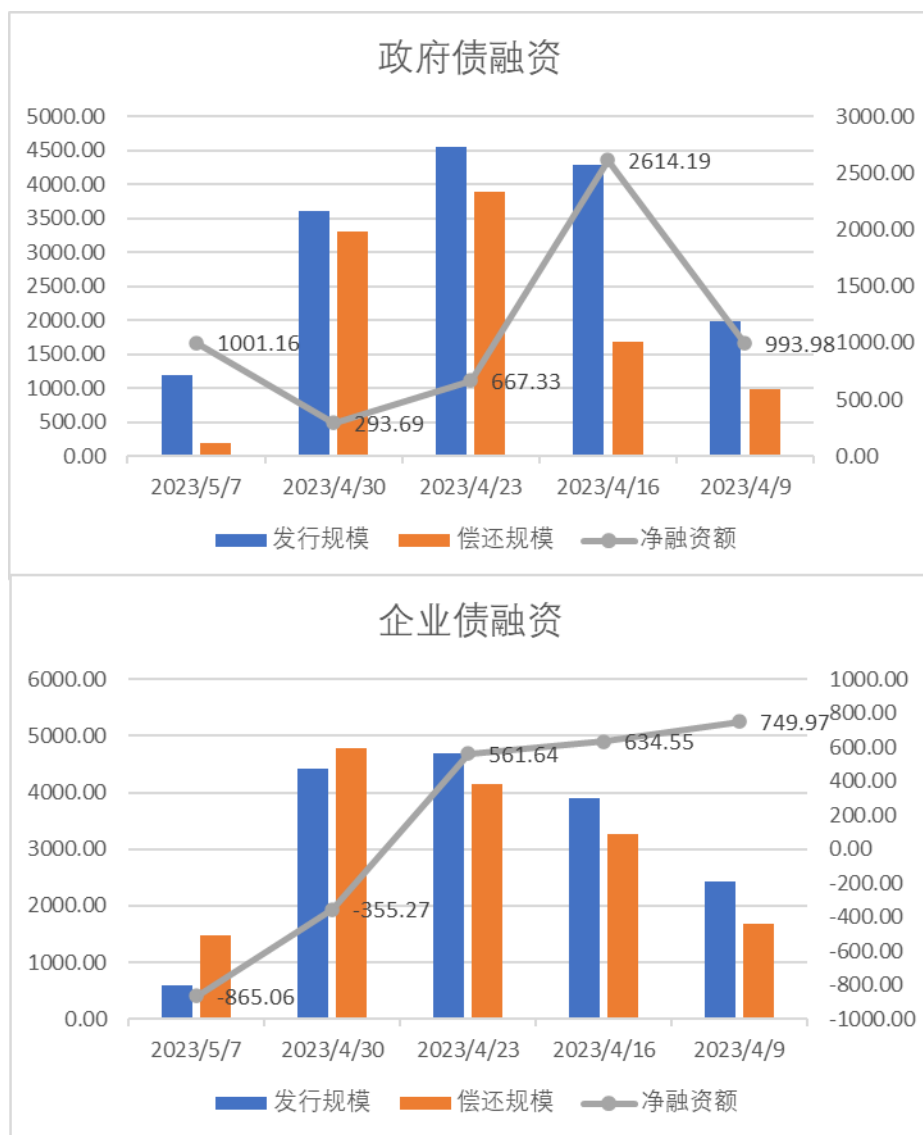
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

过去两周货币市场利率有所震荡回落，DR007 一月均值降至 2.05。资金面跨月后有所转松。

	2023/3/31	2023/4/28	2023/5/5
6M	2.6	1.85	1.51
3M	2.75	1.9	1.54
	2022/3/31	2022/4/28	2022/5/5
6M	2.2809	0.7672	1.4018
3M	2.4357	0.2491	1.3135
	2021/3/31	2021/4/28	2021/5/5
6M	3.3192	2.6212	2.439
3M	3.311	2.5113	2.3402
	2020/3/31	2020/4/28	2020/5/5
6M	2.9014	1.9566	2.0526
3M	3.0414	1.7902	1.9796

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.51、1.54，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 5 月 5 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, 上周及上上周政府债净融资额分别为 293.69 亿及 1001.16 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额分别为-355.27 及-865.06 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	2.12	2.41	2.56	2.73	国债	28.69	15.51	16.76	国债	-	-	-
国开债	2.33	2.59	2.70	2.89	国开债	25.83	11.21	19.53	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.65	2.94	3.14	-	AAA信用债	29.6	19.32	-	AAA信用债	31.99	35.76	43.87
AA+信用债	2.75	3.06	3.39	-	AA+信用债	30.76	33.72	-	AA+信用债	42.08	47.01	69.52
AA信用债	2.82	3.52	3.85	-	AA信用债	69.76	33.72	-	AA信用债	49.08	93.01	115.52
AA-信用债	5.23	5.93	6.27	-	AA-信用债	69.76	34.72	-	AA-信用债	290.08	334.01	357.52

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	-8	-10	-9	国债	-2	-4	-5	-4	国债	3	0	-8	-10
国开债	-10	-10	-12	-11	国开债	-6	-5	-6	-5	国开债	10	5	-13	-10
AAA信用债	-6	-7	-4	-	AAA信用债	-4	-5	-3	-	AAA信用债	-10	-25	-35	-
AA+信用债	-6	-9	-4	-	AA+信用债	-4	-5	-3	-	AA+信用债	-26	-52	-53	-
AA信用债	-7	-7	-2	-	AA信用债	-4	-5	-3	-	AA信用债	-48	-35	-36	-
AA-信用债	-7	-8	-1	-	AA-信用债	-4	-5	-3	-	AA-信用债	-47	-34	-33	-

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	0.25	0.22	0.16	0.10	国债	0.40	0.39	0.35	国债	-	-	-
国开债	0.29	0.18	0.11	0.06	国开债	0.04	0.03	0.45	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.22	0.17	0.08	-	AAA信用债	0.18	0.11	-	AAA信用债	0.19	0.35	0.42
AA+信用债	0.20	0.15	0.10	-	AA+信用债	0.16	0.34	-	AA+信用债	0.12	0.15	0.42
AA信用债	0.17	0.21	0.09	-	AA信用债	0.80	0.18	-	AA信用债	0.06	0.41	0.29
AA-信用债	0.21	0.29	0.14	-	AA-信用债	0.77	0.16	-	AA-信用债	0.31	0.77	0.70

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

债券市场方面, 过去两周主要债券中, 信用债利率整体下行, 其中 3YAA+债券下行 9BP, 下行幅度最大。利率债长端下行大于短端, 5Y 国开债下行 12BP, 幅度最大。PMI 及工业企业利润数据表现不佳的同时市场担忧经济复苏继续转弱。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	-2	1	国债	-2	-1	0	国债	-3	-8	-2
国开债	0	-2	1	国开债	1	-1	2	国开债	-5	-18	3
AAA信用债	0	2	-	AAA信用债	-1	2	-	AAA信用债	-15	-11	-
AA+信用债	-2	4	-	AA+信用债	-1	2	-	AA+信用债	-26	-1	-
AA信用债	1	4	-	AA信用债	-1	2	-	AA信用债	13	-1	-
AA-信用债	0	6	-	AA-信用债	-1	2	-	AA-信用债	13	1	-

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

期限利差方面, 过去两周有所震荡, 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	4	4	8	AAA信用债	2	0	3	AAA信用债	-19	-29	-22
AA+信用债	4	2	8	AA+信用债	2	0	3	AA+信用债	-35	-56	-39
AA信用债	3	4	10	AA信用债	2	0	3	AA信用债	-57	-39	-22
AA-信用债	3	3	11	AA-信用债	2	0	3	AA-信用债	-56	-38	-19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 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, 过去两周整体走阔, 但是目前大部分券种的信用利差分位数仍位于偏低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.29	2.46	2.56	--	--
国有银行	2.11	2.38	2.49	2.58	2.56
股份银行	2.15	2.39	2.48	2.54	2.58
城商行	2.27	2.49	2.58	2.74	2.78
农商行	2.36	2.46	2.51	2.58	2.64
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	0	-6	-8	--	--
国有银行	0	-6	-1	8	-7
股份银行	2	-1	-11	4	-7
城商行	-6	-2	-2	5	0
农商行	-3	-13	-10	-7	-9

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日。

同业存单方面, 过去两周存单发行利率大体震荡下行。其中 3M 农商行下行幅度最大, 达 13BP

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.57	2.87	3.01	AAA+	24.01	28.49	30.91	AAA+	0.087	0.361	0.294
AAA	2.64	2.92	3.15	AAA	30.84	33.71	45.45	AAA	0.143	0.221	0.447
AAA-	2.70	3.01	3.27	AAA-	37.62	42.57	56.78	AAA-	0.148	0.261	0.445
AA+	2.75	3.06	3.37	AA+	42.62	47.57	66.78	AA+	0.125	0.142	0.261
AA	2.82	3.54	3.85	AA	49.62	95.57	114.78	AA	0.08	0.459	0.242
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.66	2.91	3.19	AAA	33.35	32.58	49.39	AAA	0.133	0.113	0.397
AA+	2.75	3.08	3.39	AA+	41.93	49.52	69.37	AA+	0.133	0.214	0.431
AA	2.85	3.28	3.78	AA	51.93	69.02	107.87	AA	0.129	0.257	0.549
AA(2)	2.96	3.78	4.36	AA(2)	62.93	119.02	165.87	AA(2)	0.101	0.527	0.614

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 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	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.69	2.82	3.02	3.18	3.29	利率变化(BP)	-11.32	-16.90	-16.29	-15.98	-18.13	利率分位数	0.23	0.20	0.15	0.11	0.10
当前利差	14.77	11.23	23.54	33.38	40.16	利差变化(BP)	-1.44	-10.69	-10.65	-6.81	-12.76	利差分位数	0.42	0.19	0.36	0.44	0.57

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 5 月 5 日。

过去两周二级资本债收益率整体下行。其中 5Y 下行 18.13BP，下行幅度最大。历史来看，利差分位数均位于 0.4 左右的分位数区间，同时利率分位数维持 0.2 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-	2.80	3.10	3.41	3.61	AAA-	25.49	32.42	52.12	47.50	AAA-	-10.84	-17.42	-18.12	-6.03
AA+	2.82	3.14	3.49	3.69	AA+	22.78	30.16	54.19	49.17	AA+	-12.83	-19.43	-20.12	-8.03
AA	3.28	3.63	4.44	4.64	AA	60.78	64.16	134.19	129.17	AA	-12.83	-24.43	-20.12	-8.03
AA-	4.49	4.90	5.86	6.06	AA-	157.78	162.16	247.19	242.17	AA-	-12.83	-28.43	-18.12	-6.03

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

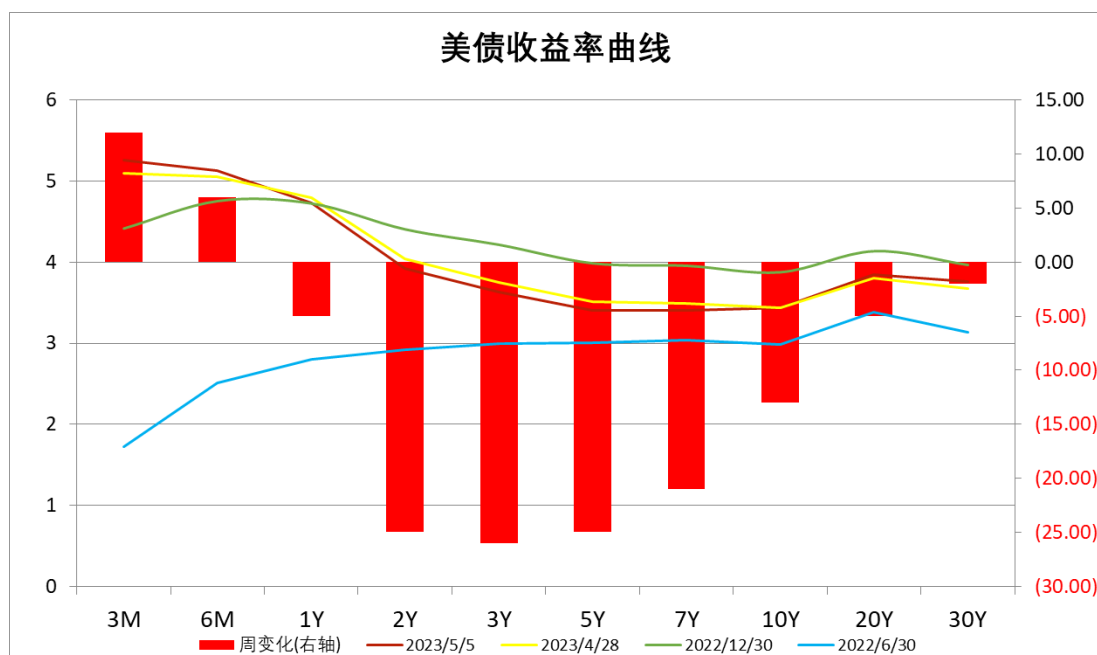
永续债方面利率走势呈下行，其中 3YAA-下行幅度最大，达 28.43BP。

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	2.60	2.84	3.01	3.34	AAA级RMBS	27.25	25.56	31.15	44.93	AAA级RMBS	0.193	0.267	0.128	0.05
AAA级消金	2.79	3.04	3.27	3.54	AAA级消金	45.99	45.30	57.07	64.58	AAA级消金	0.27	0.24	0.184	0.057
AAA级企业ABS	2.92	3.29	3.50	3.82	AAA级企业ABS	59.33	70.66	80.22	92.76	AAA级企业ABS	0.152	0.27	0.258	0.115
AAA级ABN	2.88	3.13	3.37	3.69	AAA级ABN	55.36	54.65	66.86	79.45	AAA级ABN	0.292	0.223	0.181	0.07

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 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 5 月 5 日.

美债方面，过去两周利率有所回落。其中，3Y 下行 26BP，下行幅度最大。加息见顶叠加美国银行风险继续发酵使得美债利率下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度降低，目前利差为 48BP，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 经济延续弱复苏，修复动能收敛

4 月官方制造业 PMI 49.2%，前值 51.9%，制造业补偿性修复动能收敛。分规模看，大企业 PMI 回落 4.3 个百分点至 49.3%，中企业 PMI 回落 1.1 个百分点至 49.2%，小型企业 PMI 回落 1.4 个百分点至 49%，各规模企业 PMI 均回落至荣枯线下方。从分项指数看，生产项与需求项均大幅走弱。生产端，4 月生产指数 50.2%，回落 4.4 个百分点，前期修复性动能释放后，生产修复斜率放缓，内生动能偏弱。分行业看，装备制造业景气度靠前。库存方面，4 月原材料库存指数回落 0.4 个百分点至 47.9%，产成品库存指数回落 0.1 个百分点，制造业 4 月处于主动去库存状态，企业采购意愿减弱。需求端，4 月新订单指数回落 4.8 个百分点至 48.8%，低于荣枯线，需求环比收缩。新出口订单指数回落 2.8 个百分点至 47.6%，进口指数回落 2 个百分点至 48.9%。此前出口数据强势或主因国内供应链恢复，前期积压订单赶工。修复性动能消化后，出口订单回落。价格方面，4 月出厂价格指数

数回落 3.7 个百分点至 44.9%，主要原材料购进价格指数回落 4.5 个百分点至 46.4%，4 月多数商品价格下跌，受地产投资边际回落影响，黑色金属、水泥价格走低。外部定价衰退，4 月原油价格下跌；非制造业方面，4 月非制造业商务活动指数回落 1.8 个百分点至 56.4%，其中服务业 PMI 回落 1.8 个百分点至 55.1%，建筑业回落 1.7 个百分点至 63.9%。服务业景气分化，消费性服务业表现强于生产性服务业。基建支撑建筑业高景气，土木工程建筑业指数回落 0.2 个点至 70.4%，基建实物工作量落地积极性强。房屋建筑业回落 0.7 个百分点至 64.1%，建筑安装回落至收缩区间，前期地产竣工冲量后热度下降。预计后续财政政策维持此前定调，财务支出积极叠加前期开工项目续建支撑基建实物工作量，而地产商投资意愿偏弱，地产端仍处于低位震荡状态。

整体看，随着疫后加紧生产阶段逐渐过去，经济修复动能放缓，制造业 PMI 回落至收缩区间，供需均大幅回落。非制造业 PMI 小幅回落，仍处于高景气区间，主因商旅活动与新基建拉动，但生产性服务业景气回落。预计后续政策延续此前基调，后续经济仍以弱复苏为主，经济自发性修复动能仍需观察，融资端传导效率或偏低。

4.1.2 高频数据方面，五一假期期间，出行和消费数据表现强劲。文化和旅游部数据显示，2023 年五一期间共实现出游人次 2.74 亿人次（2019 年 2.3 亿人次）、旅游收入 1480.56 亿元（2019 年 1470.85 亿元），五一期间人均旅游消费 540.4 元（2019 年 639.3 元）。商务部数据显示，五一期间全国重点餐饮企业销售额同比增长 36.9%，商品方面通讯电子、服装鞋帽、金银珠宝等相对领先。整体数据呈现出出行距离增长、出行人数增加但人均消费支出下降、餐饮消费优于商品消费的特征。生产方面，全国高炉（247 家）开工率周环比-2.0%，25 省动力煤日耗周均环比-1.9%，节假日效应下工业生产有所放缓。

指标(2023/04/30)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	49.2	----	----	51.9
工业增加值:当月同比	----	9.6	----	3.9
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	4.5
固定资产投资:累计同比	----	5.35	----	5.1
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	7
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-5.8
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	10.82
社会消费品零售总额:当月同比	----	19.73	----	10.6
出口金额:当月同比	----	7.56	----	14.8
社会融资规模:当月值	----	16427.71	----	53800
社会融资规模存量:同比	----	----	----	10
M2:同比	----	12.59	----	12.7
社融-M2	----	----	----	-2.7
CPI:当月同比	----	0.38	----	0.7
PPI:全部工业品:当月同比	----	-3.25	----	-2.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 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)	----	1.10	----	----	2.60	----	----	3.20	----	----	-0.60	↘
PMI	47.10	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	震荡上行
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	----	3.23	-1.22	-4.97	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	----	4.16	5.07	5.38	5.30	5.66	6.13	6.29	6.26	6.39	6.98	↘
核心PCE	----	4.60	4.69	4.71	4.62	4.80	5.10	5.20	4.93	4.70	5.04	震荡下行
失业率	3.40	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	----	5.80	6.00	6.40	6.80	6.50	6.40	6.60	6.20	6.90	6.70	震荡下行
时薪增速	0.48	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40	0.31	0.31	0.47	0.37	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 日.

4.2 股票市场观点

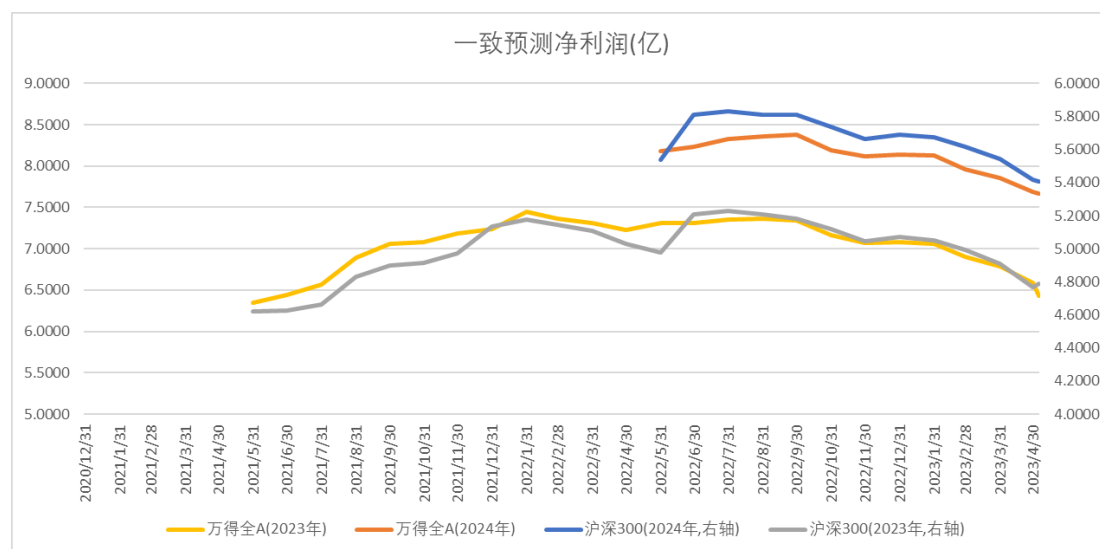
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.87 倍，处于 60%分位水平，股权溢价率 2.58%，处于 69%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	10.24	9.67	1.27	6.87	0.59	0.71	0.58	0.64
沪深300	12.34	10.84	1.39	5.21	0.52	0.51	0.23	0.74
中小板指	21.27	17.03	3.04	1.81	0.07	0.21	0.09	1.00
创业板指	32.67	24.81	4.42	0.17	0.08	0.25	0.19	1.00
中证500	26.11	18.09	1.73	0.93	0.74	0.58	0.20	0.51
万得全A	18.25	14.87	1.65	2.58	0.62	0.60	0.30	0.69

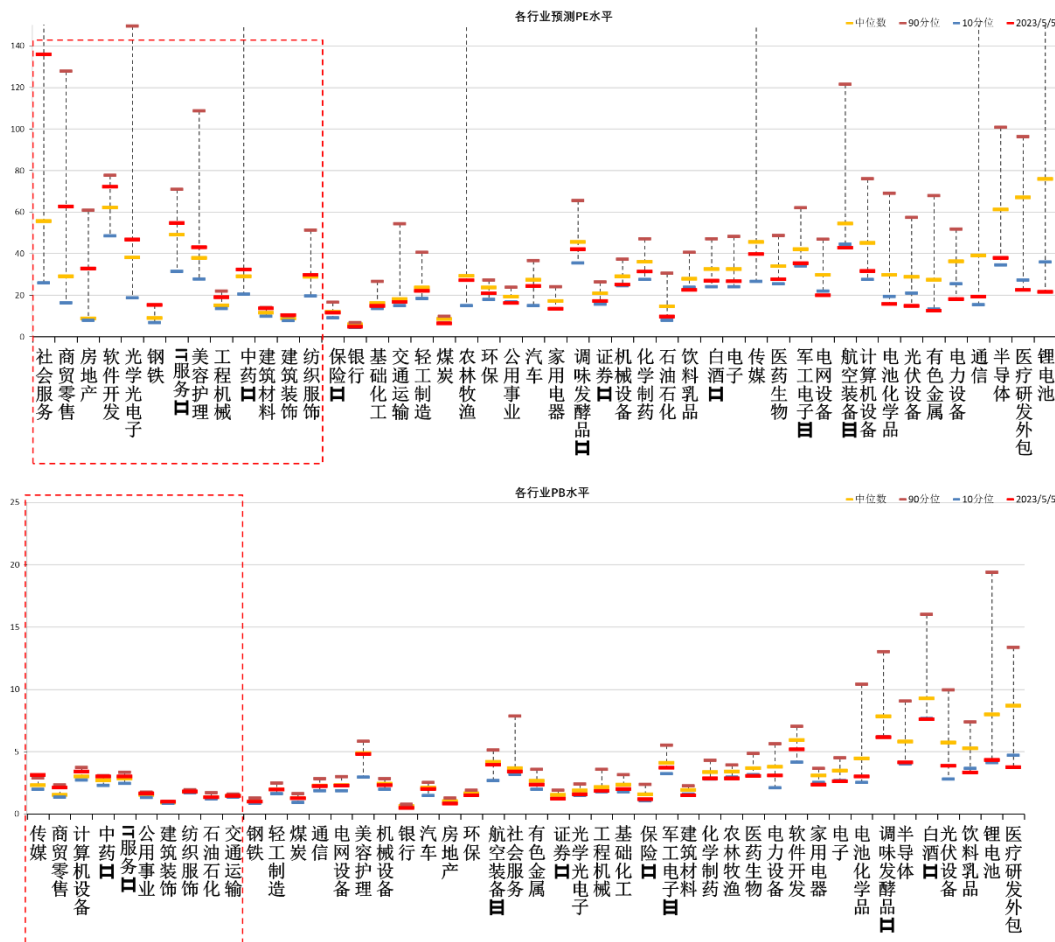
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.67	0.97	6.90	0.25	0.20	0.37
标普500	23.62	3.92	0.79	0.57	0.64	0.04
纳斯达克指	34.10	4.23	-0.51	0.49	0.17	0.08
德国DAX	13.60	1.55	----	0.24	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.53	----
英国富时100	12.93	1.63	----	0.02	0.28	----
韩国综合指	13.17	0.95	----	0.50	0.59	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.49	----
日经225	17.95	1.69	----	0.54	0.42	----
胡志明指数	10.93	1.61	----	0.11	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 5 月 5 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 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, 社会服务、商贸零售估值较高。



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

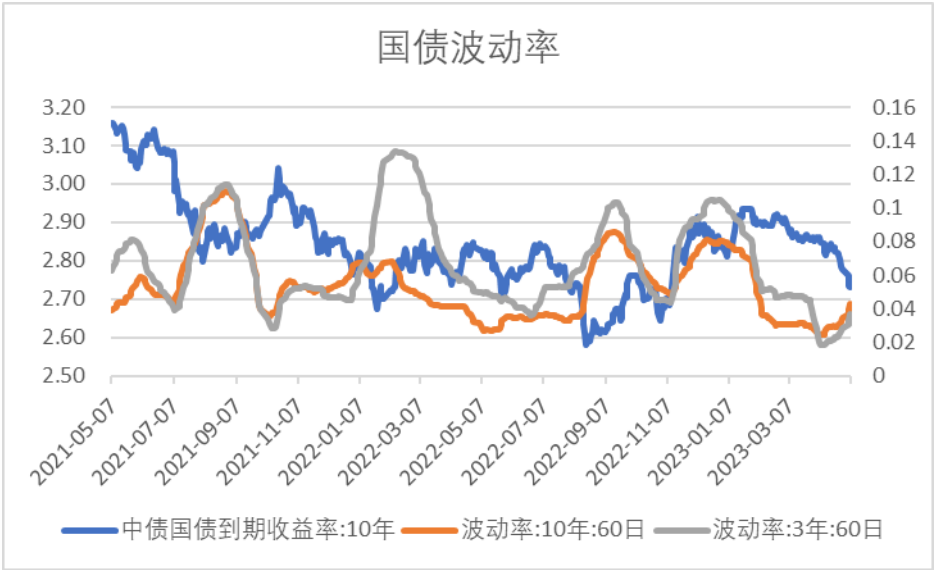
4.2.2 上周，A 股收跌，传媒、非银和银行表现强势，电子和通信调整，市场分化结构继续收敛，低估价值风格占优。

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：

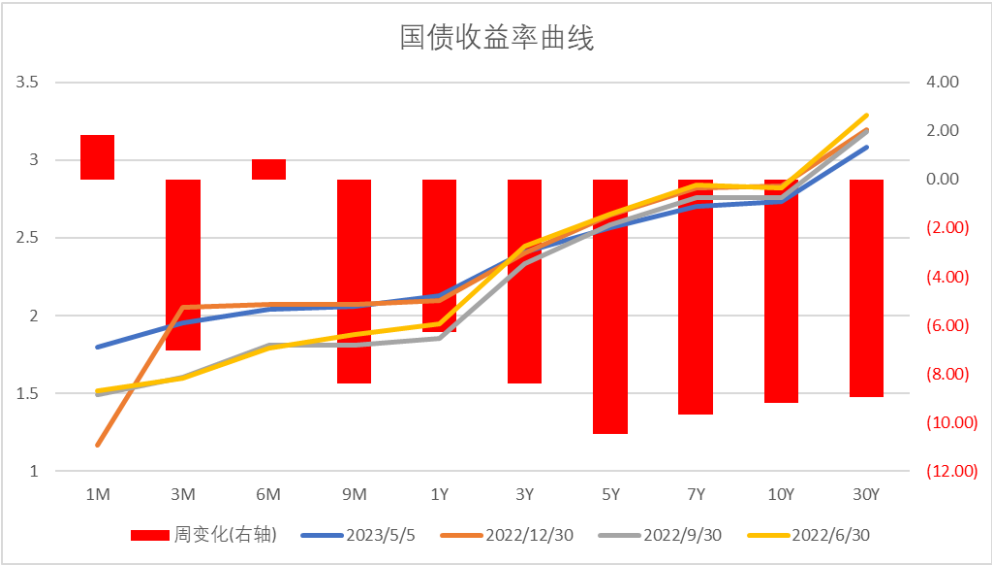
- 1、政策定调经济相对温和，以内生修复及结构化产业政策为主，预计此后经济数据延续弱复苏状态，市场暂时不具备风格切换条件，主题投资延续占优，中特估与科技风格交易拥挤度或将继续提升，科技风格内部分化加剧。
- 2、短期内市场交易结构或趋向平衡，业绩影响力上升，关注低位反转的大盘价值风格。

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	101.6800	101.6550	107,817.0000	166,659.0000	1.2008	0.1656
	0.439571295	0.4149	-216,150.0000	-8088		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 5 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 5 月 5 日

4.3.1 4 月，利率整体下行，中长期品种表现优于短期品种，信用利差压缩，主要影响因素为：部分小银行下调存款利率、通缩预期升温、经济数据偏弱。

4.3.2 短期看，流动性延续宽松，银行理财配置力量较强，同时经济修复性动能收敛，基本面风险有限。整体适度拉长久期的票息策略或更占优。此后信用扩张效果与货币政策仍是交易核心，同时关注监管对空转套利态度。

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。